



2016 年 7 月 11 日 星期一

货币宽松 VS 消费淡季

铜价震荡偏弱

联系人 李婷
电子邮箱 li.t@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

要点

- 宏观面来看，虽然英国退欧公投对全球避险情绪的冲击短期有所消退，但金融市场长期不确定性提高，市场对各国货币进一步宽松的预期上升。强劲的美国 6 月非农就业数据令年内加息的预期再起，而欧洲银行业风险逐步暴露，预计美元指数依然会保持较强的走势而对大宗商品形成压制。而国内经济下行压力加大，国外风险事件不断也提高了稳增长政策加码的可能性，这是潜在的利多因素。
- 基本面来看，随着铜价从低点修复，今年海外矿山减产量不及预期，铜矿供应充裕。国内进口铜精矿加工费不断上涨，大型冶炼厂大幅减产可能性较低，中小冶炼厂将维持高开工率，预计 2016 年国内精炼铜产量增速会维持在较高水平。中国需求放缓以及伦敦库存增加将继续打压市场。
- 6 月份铜价的上涨主要是基于全球宽松货币政策的预期带来的大宗商品的挺价效应，但可能已透支了利好，目前看来，反弹行情或已告一段落，消费淡季效应将逐步显现，铜价将回归供需基本面指引。从技术上看，短期伦铜在 4650 美元，沪铜在 36500 元一线存在一定的支撑，铜价短线或有反弹。对于铜价中期走势，我们维持震荡偏空的观点。

目录

一、行情回顾	4
二、宏观经济分析	4
1、美国可能年底加息，英国货币宽松势在必行	4
2、PMI 再度回落，国内经济下行压力仍大	5
三、基本面分析	6
1、铜矿充裕，国内精炼铜供应稳定	6
2、加工费不断上涨，6 月国内精炼铜产量将有所增加	8
3、5 月精炼铜出口飙升	9
4、库存转移，压力依然较大	10
5、下游铜消费难言好转	10
四、行情展望	12

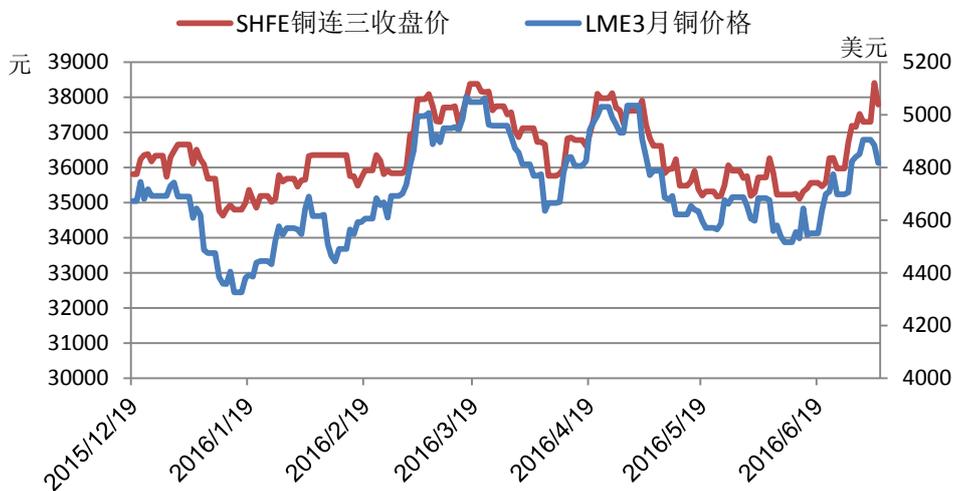
图表目录

图表 1 铜价格走势.....	4
图表 2 全球主要国家和地区 CPI 变化.....	6
图表 3 美国非农就业人数和失业率变化.....	6
图表 4 美国制造业 PMI 变化.....	6
图表 5 中国官方和财新 PMI 变化.....	6
图表 6 全球精铜供需平衡表（单位：万吨）.....	7
图表 7 中国精铜供需平衡表（单位：万吨）.....	7
图表 8 全球精炼铜供需(WBMS)（吨）.....	7
图表 9 全球精炼铜供需（ICSG）（千吨）.....	7
图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势.....	8
图表 11 全球精炼铜矿产量及 2016 年产量预期.....	8
图表 12 国内冶炼厂检修计划（单位：万吨）.....	8
图表 13 中国铜材进口量及增速变化（万吨）.....	9
图表 14 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化（万吨）.....	9
图表 15 中国铜砂矿及精矿进口量及增速变化（万吨）.....	9
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化（万吨）.....	9
图表 17 三大交易所库存变化情况.....	10
图表 18 伦铜价格与伦敦分地区库存走势.....	10
图表 19 电力投资完成额变化.....	11
图表 20 房地产固定资产投资增速变化.....	11
图表 21 家电产品产量增速变化.....	12
图表 22 汽车产量及销量变化.....	12

一、行情回顾

在 6 月消费淡季下，铜价却逆势反弹，走出探底回升的态势，主要是受到英国脱欧公投事件的影响。在英国脱欧公投之后，市场避险情绪得到缓和，以及公投引发的各国货币宽松的预期使得铜价一举突破近期的震荡区间，持续强劲反弹。截止 6 月底，伦铜报收于 4850.5 美元/吨，月涨幅为 4.22%，沪期铜主力合约报收于 37530 元/吨，月度涨幅为 4.98%，7 月初沪期铜更是直逼今年 3、4 月份的高点。人民币兑美元汇率持续大幅贬值是沪铜走势强于伦铜的主要原因。

图表 1 铜价格走势



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、美国可能年底加息，英国货币宽松势在必行

回顾六月全球宏观经济，影响最大的两件事是美国 5 月非农爆冷和英国脱欧公投。远弱于预期的 5 月非农数据加上后续 FOMC 公告和联储官员表态，以及英国脱欧引发的市场动荡，使得联储 7 月加息已几无可能。最新公布的美国 6 月新增非农就业人口 28.7 万，远高于预期 18 万和前值 1.1 万。6 月失业率为 4.9%，较上月回升 0.2%，劳动力参与率回升 0.1% 至 62.7%，同时 5 月新增就业人数自 3.8 万下调至 1.1 万人。6 月非农数据超预期利好，是对上月罢工消退后的修复，美国就业市场整体稳健，但不意味着强劲回升。考虑到英国脱欧的不确定性、欧洲银行业风险暴露和美元走强的不利影响，美联储可能还会再观察几个月，7-9 月加息概率仍低。但美国经济基本面相对稳定，经济持续复苏，预计美国年内将加息一

次，时点为 12 月的概率较大。

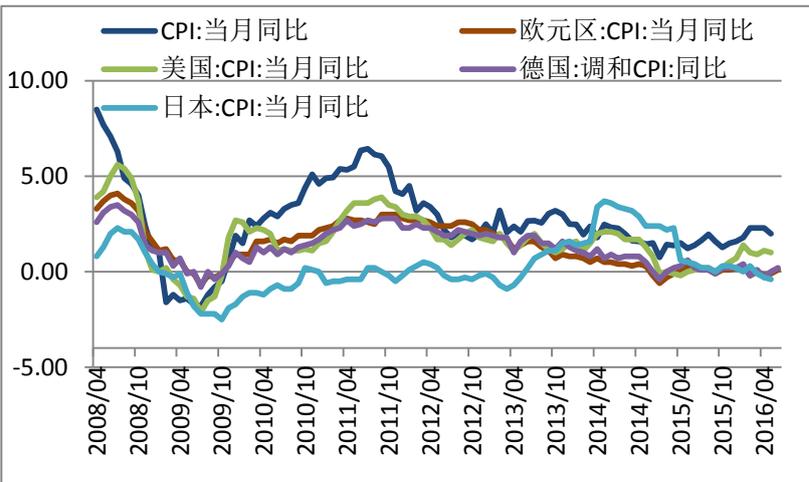
6 月 23 日英国脱欧公投结果令人大跌眼镜，各类资产走势均出现大转折，黄金、国债等避险资产大涨，美元、日元走强，英镑、人民币走弱。虽然英国脱欧公投对全球避险情绪的冲击短期有所消退，但市场对各国货币进一步宽松的预期上升。当前英国宽松势在必行，英国央行行长卡尼在 6 月底表示，或在夏季放宽货币政策。市场一致预期英国央行很可能在 7 月 14 日的议息决议中实施 2009 年来首次降息。另外，欧洲风险继续发酵。由于意大利政府与欧盟就意大利银行业的救助计划未能达成统一意见，市场对意大利银行业前景担忧，反应剧烈，近期德银也成为市场焦点。金融市场长期不确定性提高，由于当前不存在完美的避险资产，追求安全的资金可能会出现分流，造成各类避险资产全面受益的局面。

2、PMI 再度回落，国内经济下行压力仍大

6 月官方制造业 PMI 较上月小幅回落，制造业供需两端显著分化。需求端制造业景气度进一步回落，而供给端在利润带动下继续企稳回升，体现当前经济企稳基础尚不牢固。6 月企业投资扩产意愿依旧低迷，就业再度边际恶化。按企业规模来看，制造业景气在中小企业与大型企业之间呈现明显分化，这也是 6 月统计局制造业 PMI 与财新制造业 PMI 呈现明显分歧的主要原因。由于财新 PMI 调查样本更多覆盖中小企业，6 月财新制造业 PMI 不仅持续处于收缩区间，还创下近一年来最大跌幅。中小企业景气度在 3 月以来呈现一定的企稳迹象后，6 月再度回落，或预示着民间投资下滑的压力进一步加剧，从而政府托底经济的必要性再度彰显。虽然基建投资有望加码托底经济下滑，但独木难支，三季度经济下行压力仍大。

6 月 CPI 同比上涨 1.9%，食品价格涨幅收窄是带动 CPI 涨幅下降 0.1 个百分点的主要原因。大量工业产品价格下跌使得原材料购进价格指数大幅回落，6 月 PPI 同比-2.6%，已经连续 52 个月负增长，但环比由升转降，环比-0.2%为近 4 个月首次下降，预示通缩压力仍大。4、5 月份信贷社融投放节奏放缓导致需求增速回落，加大经济下行风险。同时，国外风险事件不断也提高了稳增长政策加码的可能性。而通胀压力放缓也对货币政策创造了空间，预计政策可能将再度向稳增长回摆。从近期央行通过公开市场投放大量货币可以看出货币宽松意图明显。我们认为，如果经济数据持续下滑，不排除央行通过降准释放流动性。

图表 2 全球主要国家和地区 CPI 变化

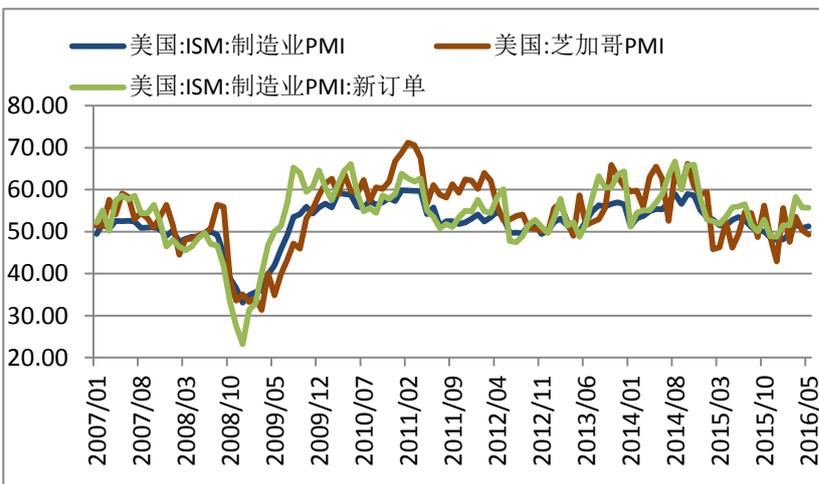


资料来源: Wind、铜冠金源期货

图表 3 美国非农就业人数和失业率变化

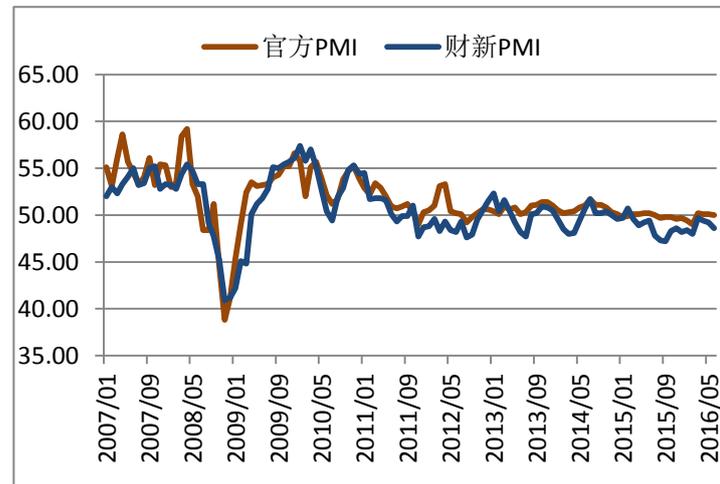


图表 4 美国制造业 PMI 变化



资料来源: Wind、铜冠金源期货

图表 5 中国官方和财新 PMI 变化



三、基本面分析

1、铜矿充裕，国内精炼铜供应稳定

世界金属统计局 (WBMS) 发布的月报显示, 2016 年 1-4 月, 全球铜矿产量为 647 万吨, 同比上升 5.1%。1-4 月全球精炼铜产量同比增长 5.7% 至 781 万吨。1-4 月, 全球铜市供应过剩 2.6 万吨, 2015 年全年供应过剩 40.4 万吨。2016 年 4 月, 全球精炼铜产量为 196.99 万吨, 需求为 207.95 万吨。

随着铜价从低点修复, 今年海外矿山减产不及预期, 铜矿供应充裕。国内 1-5 月铜精矿进口达到 669.57 万吨, 同比增速 33.71%, 高于去年同期 19 个百分点。2016 年 1-4 月, 智利出口至中国大陆的精炼铜年增 30% 达到 50.68 万吨, 同期智利的精炼铜总出口量则

是年增 4.3%至 90.66 万吨。5 月 秘鲁出口至中国的精炼铜为 42.17 吨，同比大增 142%。秘鲁再次超越智利成为中国铜矿最大供应国。

ICSG 称，今年前三个月，全球精炼铜市场供应过剩 4.2 万吨，去年同期为过剩 14.3 万吨。3 月全球精炼铜产量为 200 万吨，消费量为 204 万吨。中国 3 月保税铜库存过剩 1.8 万吨，2 月为过剩 9.4 万吨。

图表 6 全球精铜供需平衡表 (单位: 万吨)

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-5 月*
产 量	2076.0	2160.0	2200.0	905.0
消 费 量	2055.0	2125.0	2165.0	885.0
供需平衡	21.0	35.0	35.0	20.0

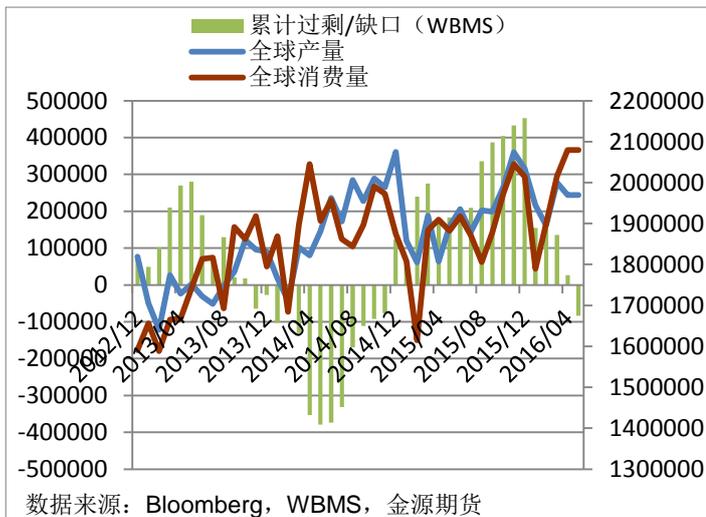
资料来源: 安泰科 *e 为预估值; f 为预测值

图表 7 中国精铜供需平衡表 (单位: 万吨)

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-4 月	2016 年 5 月**
产 量*	617.9	688.4	735.7	244.5	63.0
净进口量	291.2	332.4	346.6	137.7	29.0
供 应 量	909.1	1020.8	1082.3	382.2	92.0
消 费 量*	915.0	966.0	993.0	316.0	87.0
供需平衡	-5.9	54.8	89.3	66.2	5.0

资料来源: 安泰科 *为预估值; **为预测值

图表 8 全球精炼铜供需(WBMS) (吨)



图表 9 全球精炼铜供需 (ICSG) (千吨)



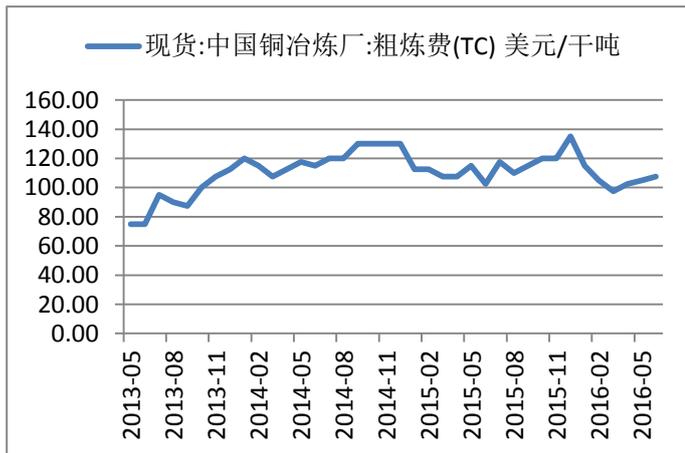
资料来源: Bloomberg, WBMS, ICSG, 铜冠金源期货

2、加工费不断上涨，6 月国内精炼铜产量将有所增加

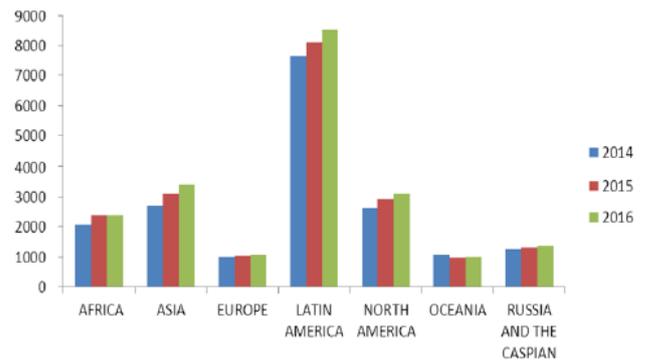
国家统计局公布的数据显示，中国 5 月精炼铜产量为 68 万吨，同比增长 4.23%，比 4 月铜产量 69.40 万吨，环比下降 2%。1-5 月累计产量 334.6 万吨，同比增长 9.6%。据亚洲金属网的调研显示，5 月份国内有 8 家电解铜生产商减产，国内最大的冶炼厂江铜贵溪冶炼厂及大冶等减产检修，造成总体开工率降低至 73.88%。影响 6 月产量的检修主要有江西铜业、赤峰云铜和金川集团。其中江铜的检修在六月初就已结束，预计 6 月整体开工率和产量都会 5 月增加。进入三季度后，尚无大型冶炼厂检修或减产的消息，在高加工费刺激之下，精铜产量将会进一步增加。

3 月末以来，国内进口铜精矿加工费不断上涨。CSPT 会议确定三季度铜精矿最低加工费为 103 美元/吨，远高于二季度为 85 美元/吨，这表明铜精矿现货供应过剩。如果以当前价格计算，进口铜精矿利润已经高达 300 元/吨。大型冶炼厂大幅减产可能性较低，中小冶炼厂将维持高开工率，预计 2016 年国内精炼铜产量增速会维持在较高水平。

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势



图表 11 全球精炼铜产量及 2016 年产量预期



资料来源：Bloomberg，Wood Mackenzie，铜冠金源期货

图表 12 国内冶炼厂检修计划（单位：万吨）

公司名称	公司产能	开始时间	结束时间	备注
云南铜业	60	2016 年 3 月中	2016 年 3 月底	检修
大冶有色	70	2016 年 4 月上旬	2016 年 5 月中旬	检修
新疆五鑫	10	2016 年 2 月	2016 年 6 月	检修
中交山有色	20	2016 年 4 月初	2016 年 4 月底	检修
江西铜业	100	2016 年 5 月中旬	2016 年 6 月中旬	检修
金川集团	80	2016 年 5 月中	2016 年 5 月底	检修
赤峰金剑	10	2016 年 5 月初	2016 年 5 月 20 日	检修
赤峰云铜	10	2016 年 6 月初	2016 年 7 月初	检修

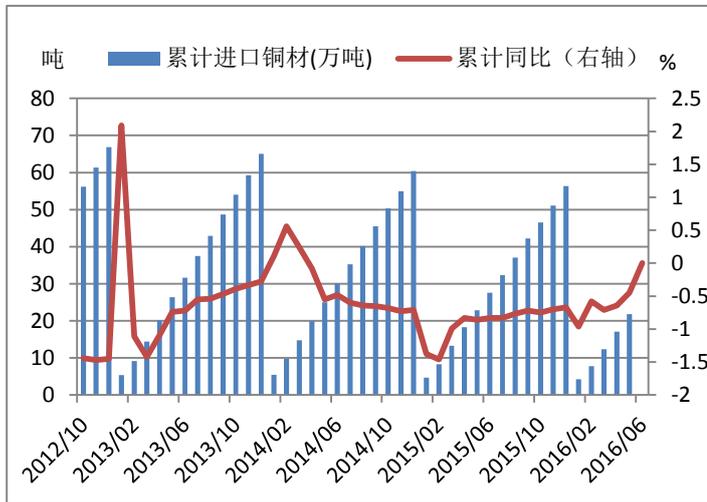
资料来源：上海有色网 铜冠金源期货

3、5 月精炼铜出口飙升

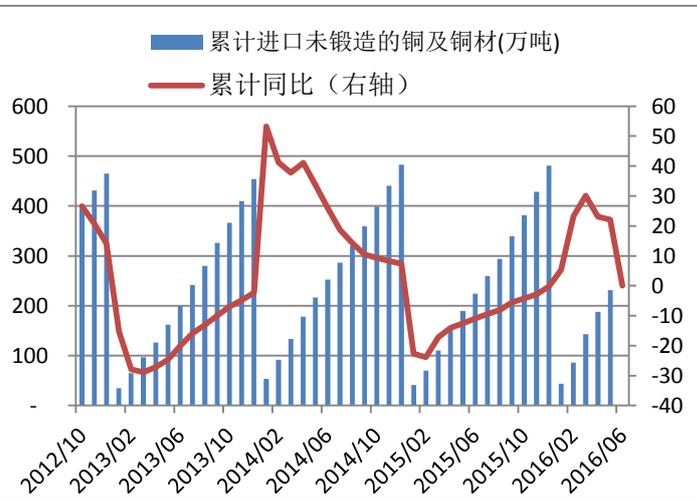
中国海关总署公布的数据显示，中国 5 月精炼铜出口量同比飙升 256%，至 84959 吨，创 2012 年 5 月来的新高。据 SMM 了解，多为贸易商、冶炼厂出口所致。5 月精炼铜出口增速远超往年同期，反应国内需求疲弱，对铜供应构成压力。

5 月份精炼铜进口量为 31.93 万吨，同比增加 15.93%。1-5 月进口量为 180 万吨，同比增加 24%。精炼铜进口增速在经历 2、3 月份的大幅提升后目前趋于稳定。近期沪铜略强于伦铜，7.8 附近的内外盘比价使得金属铜进口盈亏处于平衡点附近。进口盈亏的好转一般会表现为进口量的增加，相对的高比价有利于进口，后期进口量仍有进一步放大的可能。

图表 13 中国铜材进口量及增速变化（万吨）

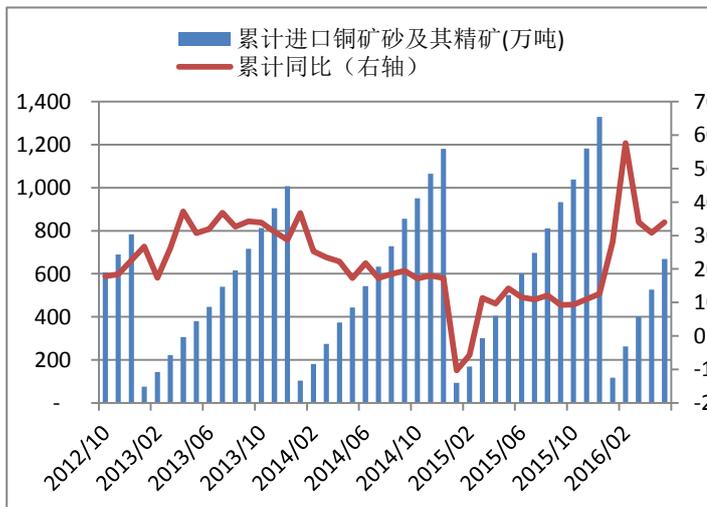


图表 14 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化（万吨）



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

图表 15 中国铜砂矿及精矿进口量及增速变化（万吨）



图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化（万吨）



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

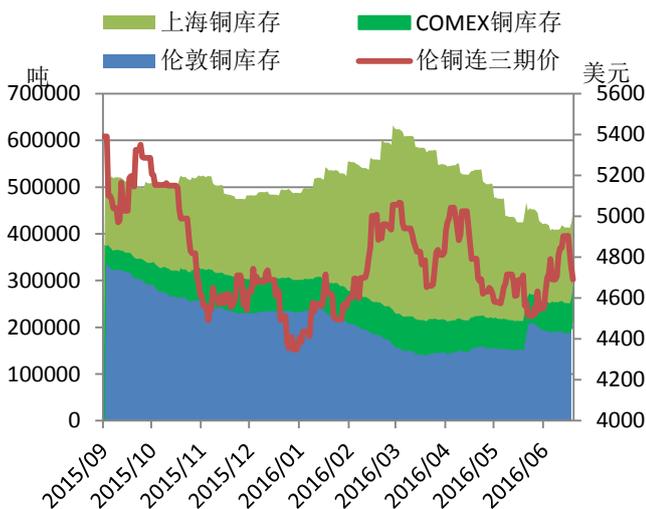
4、库存转移，压力依然较大

近几个月中国和 LME 的铜库存一直备受市场关注。年初由于内外比价上行打开进口空间，国内精铜进口激增，上期所铜库存在 3 月中旬达到近 40 万吨的历史高位。随后进口铜减少减轻了国内的供应压力，上期所铜库存自高点回落，6 月继续呈缓慢减少的态势，截至 7 月 1 日，上期所铜库存为 161894 吨，相对于 3 月的历史高点已减少近 60%。

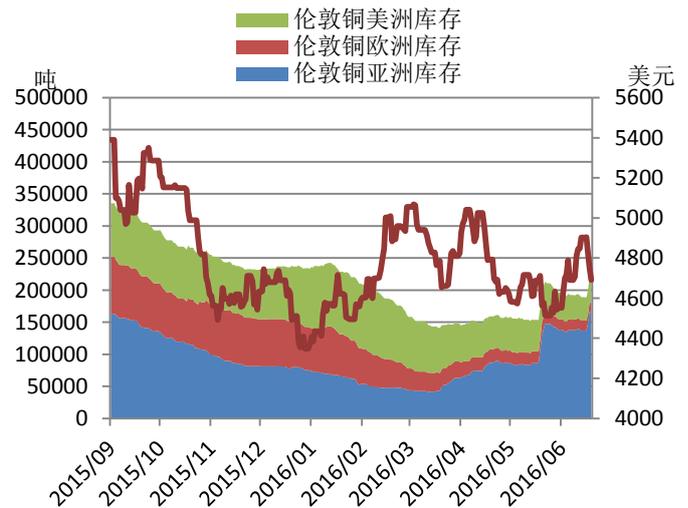
但 LME 铜库存今年呈先抑后扬的态势，4 月初时仅有 14 万吨左右，但在 6 月初 LME 铜库存在两个交易日内突然骤增 57000 吨至 210675 吨的高位，并在 6 月 9 日达到 213225 吨的高位，随后开始缓慢下降，截至 7 月 1 日，LME 铜库存下降至 189125 吨。

虽然显性库存下降明显，不过庞大的报税区库存是潜在的压力。根据 CRU 的统计，目前国内未报告铜库存量在 63.5 万吨，去年年底是 46 万吨，大幅增加 17.5 万吨。目前看来，下游需求依然不足，显性库存有向隐性库存进一步转移的可能。

图表 17 三大交易所库存变化情况



图表 18 伦铜价格与伦敦分地区库存走势



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

5、下游铜消费难言好转

国内经济的不景气令铜消费难言好转。从国内终端需求来看，在电网投资及房地产的拉动之下，今年上半年铜的消费量基本维持平稳。进入 3 季度，由于房地产的刺激已经明显减弱，家用电器对铜的需求将继续低迷，但基础设施建设和新能源汽车仍将可以有所期待。

电网投资：1-5 月电网基本建设投资完成额为 1638 亿元，同比增长 39.11%，增幅较 1-4 月 44.18% 出现回落。由于年内国网计划投资量同比将出现小幅回落，因此后续投资量预计将出现回落。铜的其他终端需求领域表现平平，难以给铜价提供支撑。

房地产：2016 年 1-5 月份，全国房地产开发投资 34564 亿元，同比名义增长 7.0%，增

速比 1-4 月份回落 0.2 个百分点。其中，住宅投资 23118 亿元，增长 6.8%，增速提高 0.4 个百分点。1-5 月份，商品房销售面积 47954 万平方米，同比增长 33.2%，增速比 1-4 月份回落 3.3 个百分点。随着房地产销售端继续降温，预计地产投资增速或将进一步下滑，6 月投资累计或将再度回落。这意味着房地产市场所带动的铜消费也将有所回落。

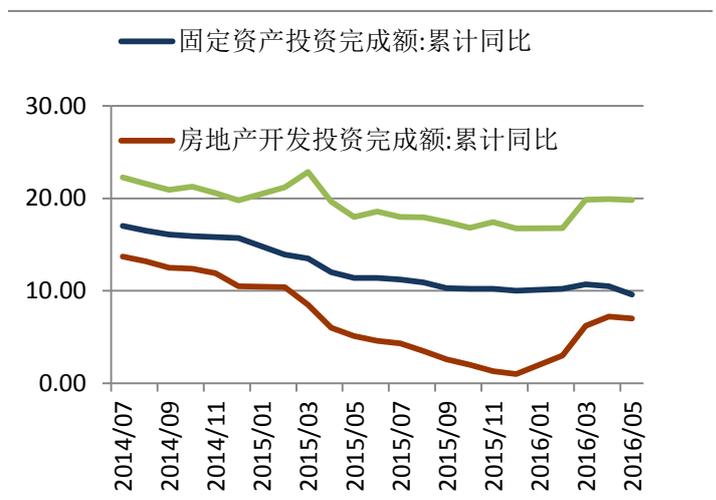
家电行业：根据产业在线数据显示，2016 年 5 月家用空调生产 1065.1 万台，同比下滑 10.1%，销售 1054.15 万台，同比下滑 11.8%。5 月库存 815 万台，同比增加 11.8%，环比增加 1.4%。生产企业面临较大的去库存压力。6 月国内重点空调企业排产计划同比下降 8%，其中排名前两位的格力和美的降幅高达-15%和-11%。这将影响上游铜管的开工率，进而减少对精炼铜的采购量。相关机构预计，2016 年国内精炼铜消费增速约 2.6%，弱于供应增速。

汽车消费：据中汽协统计数据显示，5 月份汽车产销分别完成 206.5 万辆和 209.2 万辆，环比上月分别下降 5.1%和 1.7%。5 月份乘用车销量同比增长 11.3%，报 179 万辆。新能源汽车依然一枝独秀。5 月新能源汽车生产 3.7 万辆，销售 3.5 万辆，同比分别增长 131.3%和 128.0%。今年前 5 个月，中国新能源汽车生产 13.2 万辆，销售 12.6 万辆，比上年同期分别增长 131.4%和 134.1%。新能源汽车增速迅猛，其主要受一线城市限行、限购及优惠政策推动。

图表 19 电力投资完成额变化

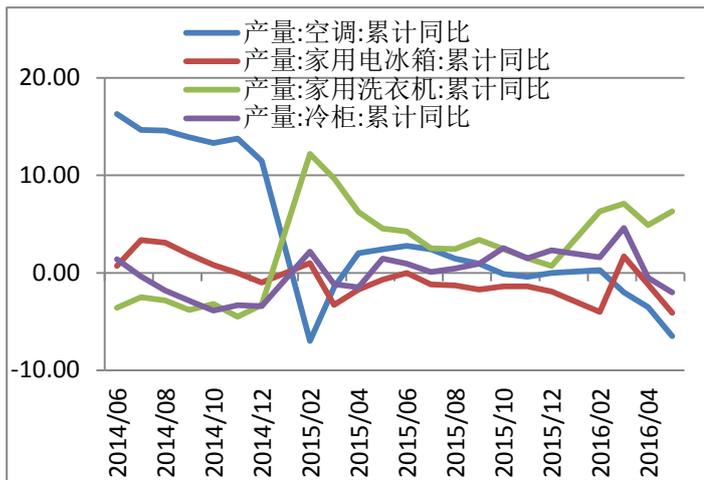


图表 20 房地产固定资产投资增速变化

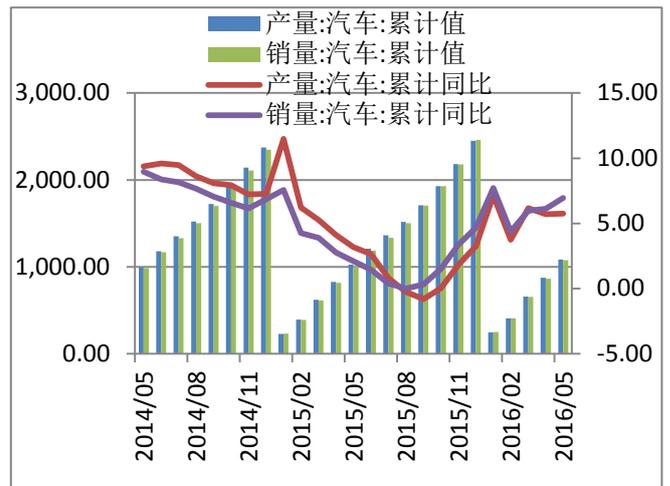


资料来源: Wind, 铜冠金源期

图表 21 家电产品产量增速变化



图表 22 汽车产量及销量变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

四、行情展望

宏观面来看，虽然英国脱欧公投对全球避险情绪的冲击短期有所消退，但金融市场长期不确定性提高，市场对各国货币进一步宽松的预期上升。强劲的美国 6 月非农就业数据令年内加息的预期再起，而欧洲银行业风险逐步暴露，预计美元指数依然会保持较强的走势而对大宗商品形成压制。而国内经济下行压力加大，国外风险事件不断也提高了稳增长政策加码的可能性，这是潜在的利多因素。

基本面来看，随着铜价从低点修复，今年海外矿山减产量不及预期，铜矿供应充裕。国内进口铜精矿加工费不断上涨，大型冶炼厂大幅减产可能性较低，中小冶炼厂将维持高开工率，预计 2016 年国内精炼铜产量增速会维持在较高水平。中国需求放缓以及伦敦库存增加将继续打压市场。

目前看来，6 月份铜价的上涨主要是基于全球宽松货币政策的预期带来的大宗商品的挺价效应，但可能已透支了利好，反弹行情或已告一段落，消费淡季效应将逐步显现，铜价将回归供需基本面指引。从技术上看，短期伦铜在 4650 美元，沪铜在 36500 元一线存在一定的支撑，铜价短线或有反弹。对于铜价中期走势，我们维持震荡偏空的观点。操作上，建议产业客户以卖出保值为主。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

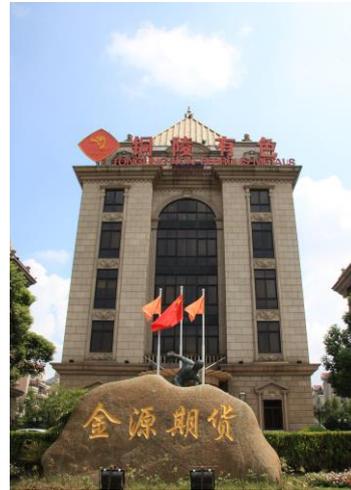
全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
2603、2904 室
电话：021-68400688



深圳营业部

深圳市福田区福华一路卓越大厦
1706A
电话：0755-82874655

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 67 号
百年汇 D 座 705 室
电话：0411-84803386

铜陵营业部

铜陵市义安大道 1287 号财富广场
A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。