



2016 年 9 月 9 日 星期五

消费旺季到来

铜价有望反弹

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，8 月非农数据不及预期，预计美联储 9 月会再度按兵不动。但稳定增长的薪资和劳动参与率都表现出就业市场健康的一面，预计年内美联储会在 12 月加息一次。欧央行现阶段的 QE 计划将到 2017 年 3 月结束，但欧元区目前的通胀离 2% 的目标相去甚远，12 月初宣布延长 QE 实施期限是大概率事件。国内经济下行压力仍存，底部徘徊格局不变，去产能和控泡沫压力大，均预示短期内货币难以大幅宽松，政策将更加积极。
- 基本面来看，铜精矿供应充裕，加工费坚挺，在高额加工费的刺激下冶炼厂的生产积极性会持续保持较高的水平，7 月国内精炼铜产量达今年最高。近几个月国内精炼铜进口下滑，而 7 月精炼铜出口大增导致 LME 在亚洲的库存激增，全球铜库存处于高位，对铜价走势形成压力。但 9、10 月是铜下半年传统的消费旺季，尤其是 9 月，下游消费的好转以及中国国庆节前的备货支撑，铜现货在 9 月一般表现较强，有望提振铜价走势。
- 目前铜价仍处于区间震荡格局。受“金九银十”的预期及宏观面的影响，铜价存在一定的上行空间。预计近期 LME 铜价主要运行区间为 4600-4800 美元/吨，沪期铜为 3600-38000 元/吨。

目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 一、行情回顾 | 4 |
| 二、宏观经济分析 | 4 |
| 1、美国 8 月非农数据不及预期，加息继续延后 | 4 |
| 2、PMI 再现分歧，国内经济下行压力犹存 | 5 |
| 三、基本面分析 | 6 |
| 1、全球精炼铜产量增加 | 6 |
| 2、高加工费导致国内精炼铜产量继续增长 | 8 |
| 3、精铜进口继续下滑 | 9 |
| 4、全球铜库存处于高位，LME 库存大增 | 10 |
| 5、下游铜消费表现分化 | 11 |
| 四、行情展望 | 12 |

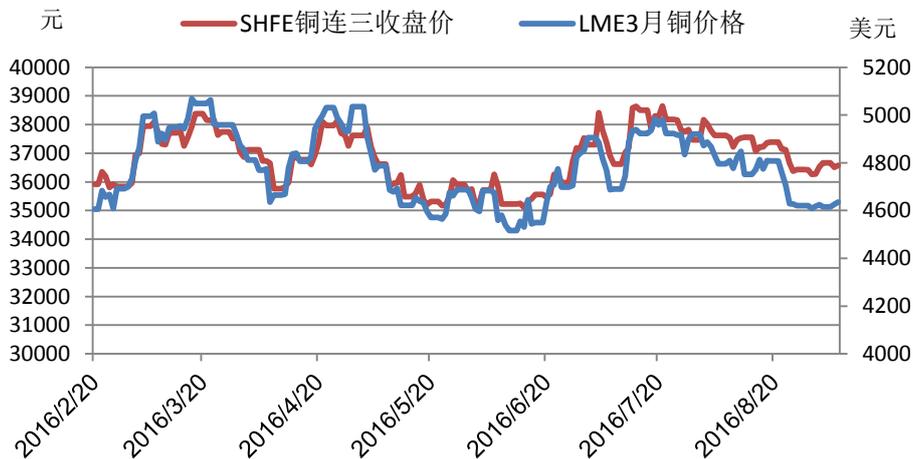
图表目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 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）..... | 8 |
| 图表 9 全球精炼铜供需（ICSG）（千吨）..... | 8 |
| 图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势..... | 9 |
| 图表 11 全球精炼铜矿产量及 2016 年产量预期..... | 9 |
| 图表 12 国内冶炼厂检修计划（单位：万吨）..... | 9 |
| 图表 13 中国铜材进口量及增速变化（万吨）..... | 10 |
| 图表 14 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化（万吨）..... | 10 |
| 图表 15 中国铜砂矿及精矿进口量及增速变化（万吨）..... | 10 |
| 图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化（万吨）..... | 10 |
| 图表 17 三大交易所库存变化情况..... | 11 |
| 图表 18 伦铜价格与伦敦分地区库存走势..... | 11 |
| 图表 19 电力投资完成额变化..... | 12 |
| 图表 20 房地产固定资产投资增速变化..... | 12 |
| 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

8 月，国内外铜价呈现大幅下挫走势。8 月中上旬，铜价主要受中国 7 月宏观经济金融数据整体偏弱的影响而缓慢下行，LME 铜在 4800 美元一线出现一定的支撑，但随着伦铜库存出现暴增，铜价在 8 月 22 日开始连续三天大幅下挫，最低下探至 4600 美元一线而止跌。沪期铜跟随外盘回调，连续几日低开，空头积极增仓入市，沪铜主力被杀跌至近两个月以来的低位 36050 元/吨，在 36000 元/吨整数关口获得支撑，空头大量平仓离市，截止 8 月底，沪期铜报收 36270 元/吨，月度跌幅为 3.2%。相对于伦铜 6.14% 的月度跌幅，沪期铜明显抗跌，除库存的影响之外，人民币再度贬值也对国内铜价走势起到一定的支撑作用。

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 8 月非农数据不及预期，加息继续延后

虽然 8 月美公布的国部分经济数据表现不佳影响美元指数大幅下挫，但耶伦在 JacksonHole 联储年会上的讲话使年内加息预期升温，尤其是费舍尔的表态更是助推美元指数强势反弹。但最新公布的美国 8 月新增非农 15.1 万人，低于市场预期的 18 万人，其中专业和商业服务部门的就业大幅下滑是主要拖累。8 月非农数据落入较为尴尬的区间，按照耶伦谨慎的风格，及避免未来潜在风险的考虑，几乎可以肯定美联储 9 月会再度按兵不动。但就业数据本身不算太差以及稳定增长的薪资和劳动参与率都表现出就业市场健康的一面。我们认为年内美联储仍有一次加息的可能，而这次加息大概率是在 12 月。因为届时不仅美国总统大选已经落幕，也可以观察包括美国三季度 GDP 数据在内的更多数据的表现。当然，

在接下来的三个月中，英国脱欧的隐藏风险、欧洲银行业问题的走向以及意大利修宪公投等不确定性因素或给美联储加息再添变数。

欧洲央行在 9 月议息会议上维持基准利率和每月 800 亿欧元的 QE 资产购买计划不变，符合市场预期。欧央行现阶段的 QE 计划将到 2017 年 3 月结束，但欧元区 8 月总 CPI 同比只有 0.2%，离 2% 的目标通胀相差甚远，12 月初宣布延长 QE 实施期限是大概率事件。

2、PMI 再现分歧，国内经济下行压力犹存

7 月国内宏观经济金融数据整体偏弱，工业、消费数据悉数下滑，固定资产投资受房地产增长乏力拖累继续下滑，基建独木难支，而民间投资下降势头不变，持续萎靡。工业企业利润进一步改善，这主要得益于工业生产和销售增长加快、产品单位成本费用的进一步下降。整体来看，7 月数据整体表现欠佳，尤其是投资下滑较为明显。宏观层面乏善可陈，但微观经营受价格回升利好有所改善。经济下行压力仍存，底部徘徊格局不变，L 型运行特征更加凸显。

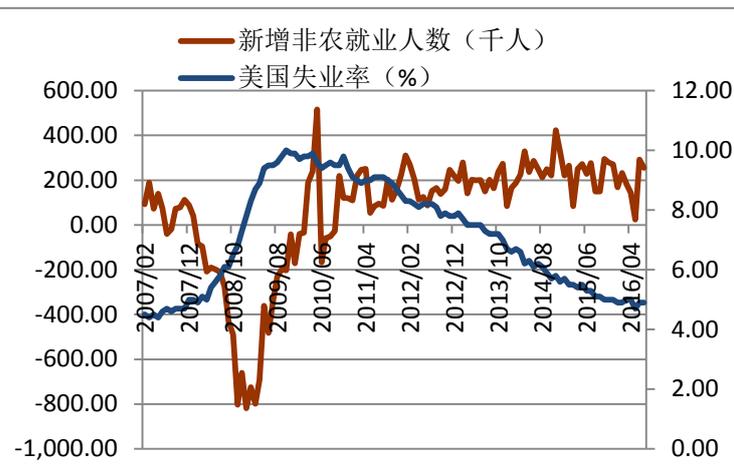
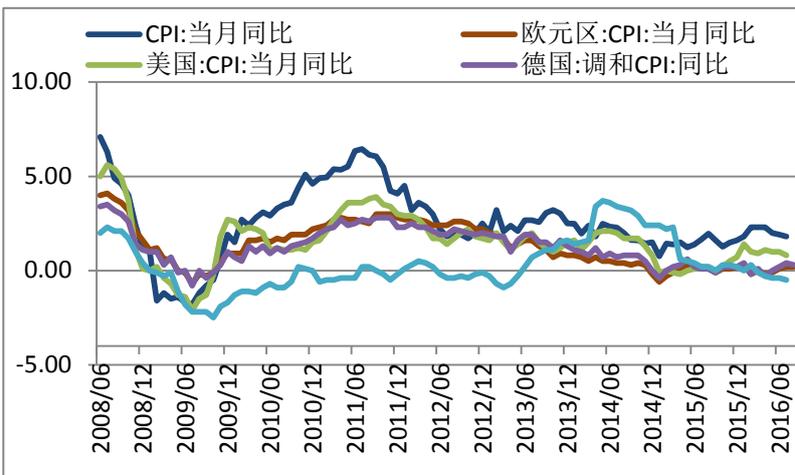
8 月份官方 PMI 指数录得 50.4%，较 7 月份回升 0.5 个百分点，重回荣枯线以上，且是最近 22 个月最高水平，反映制造业整体情况出现改善，但与财新 PMI（50.0%）出现分歧较大，改善程度仍需进一步数据印证。制造业情况短期改善有助于缓解经济整体下行压力，但下半年房地产市场降温带来投资放缓，外需持续低迷，消费难有起色的环境下，改善的持续性仍存忧虑。大型企业状况改善幅度最大，且扩张程度远超中小企业，一是由于投资稳增长带来的刺激效应，二是 PPI 回升和原材料补库存直接带动周期性行业回暖，都使大型企业直接受益。与此相比，中小型企业改善幅度仍然有限，且远低于荣枯线水平。近期投资和信贷数据都反映民间资本投资实业兴趣锐减，中小企业景气程度难以看到显著的改善。

8 月中下旬至今人民币贬值压力再度升温，贬值压力的回升既受联储加息预期升温影响，也与 7 月经济数据“大跌眼镜”密切相关。预计人民币汇率又将在四季度承受多重压力。政策面，G20 峰会和人民币正式加入 SDR 带来的维稳需求将相继退去；经济层面，地产和基建又将再度承压；海外方面，从目前的情况来看，联储在 12 月加息的可能性依旧较高。

货币难言宽松，财政更加积极。央行 8 月货币净投放 2340 亿，9 月又开展 2750 亿 MLF 操作维护资金面，预示货币政策并未收紧。但美国年内加息预期、国内四季度通胀或反弹、去产能和控泡沫压力大，均预示短期内货币难以大幅宽松。近期国务院常务会议和财政部均释放积极信号，意味着下半年包括政策性银行信贷在内的广义财政政策将更加积极。

图表 2 全球主要国家和地区 CPI 变化

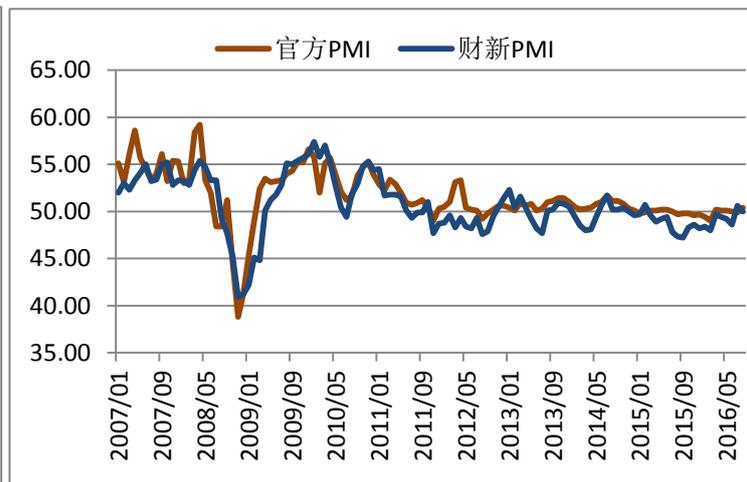
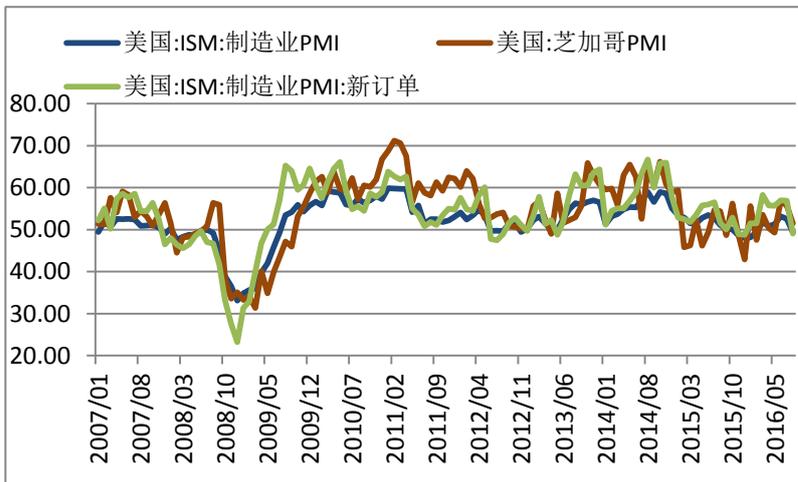
图表 3 美国非农就业人数和失业率变化



资料来源：Wind、铜冠金源期货

图表 4 美国制造业 PMI 变化

图表 5 中国官方和财新 PMI 变化



资料来源：Wind、铜冠金源期货

三、基本面分析

1、全球精炼铜产量增加

世界金属统计局 (WBMS) 公布的报告显示, 2016 年 1-6 月全球铜市供应缺口为 19.7 万吨, 2015 年全年则为过剩 37.2 万吨。今年 1-6 月全球铜矿山产量为 1000 万吨, 较去年同期增加 5.9%, 全球精炼铜产量增至 1160 万吨, 同比增加 3.4%, 中国产量增幅显著, 增加 25 万吨, 智利产量增加 2.8 万吨。今年上半年全球铜消费量为 1180 万吨, 去年同期为 1110 万吨。上半年中国表观消费量同比增加 52.2 万吨至 585.2 万吨, 占全球需求量的不到 50%。欧盟 28 国上半年欧盟 28 国铜产量同比下滑 2%, 需求量为 177.3 万吨, 同比增加 4.4%。2016 年 6 月, 精炼铜产量为 195.19 万吨, 消费量为 204.07 万吨。供应短缺 8.8 万吨, 较上月的

短期程度有所加剧。

国际铜业研究小组(ICSG)在最新发布的月报中称, 5 月份全球精炼铜市场供应短缺 6.5 万吨, 4 月供应短缺 14.4 万吨。ICSG 报告显示, 1-5 月全球精炼铜市场供应短缺 22.2 万吨, 上年同期则为供应短缺 3.9 万吨。5 月份全球精炼铜产量为 193 万吨, 需求为 199 万吨。中国保税仓库铜库存 5 月份短缺 6.8 万吨, 4 月短缺 12.6 万吨。

虽然目前铜精矿处于增产周期, 全球精炼铜产量增加, 但数据显示今年上半年精炼铜依然出现短缺, 究其原因, 主要是表观需求的变动所致。特别是今年前几个月中国进口的铜大量增加, 而预计 7 月份随着全球贸易的平衡, 表观消费预计将环比降幅较大。

今年 1-6 月秘鲁铜累计产量为 1122128 吨, 同比攀升逾 38 万吨或 51.46%。秘鲁今年铜产量或大增至 250 万吨, 成为仅次于智利的全球第二大铜生产国。而作为全球头号产铜国-智利, 今年 1-7 月智利铜累计产量约 321.8 万吨, 同比下滑近 17.7 万吨或 5.2%, 此前智利国家铜业委员会预计今年智利铜产量将下滑至 574 万吨, 较 2015 年下滑 0.5%。同时, 智利国家铜业委员会预计 2016 年智利铜产量将下滑至 574 万吨, 略低于 2015 年的 579 万吨, 因智利面临大量老化矿场矿石品级下降的问题。

图表 6 全球精铜供需平衡表 (单位: 万吨)

| | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 1-7 月* |
|-------|--------|--------|--------|---------------|
| 产 量 | 2076.0 | 2160.0 | 2200.0 | 1296.0 |
| 消 费 量 | 2055.0 | 2125.0 | 2165.0 | 1270.0 |
| 供需平衡 | 21.0 | 35.0 | 35.0 | 26.0 |

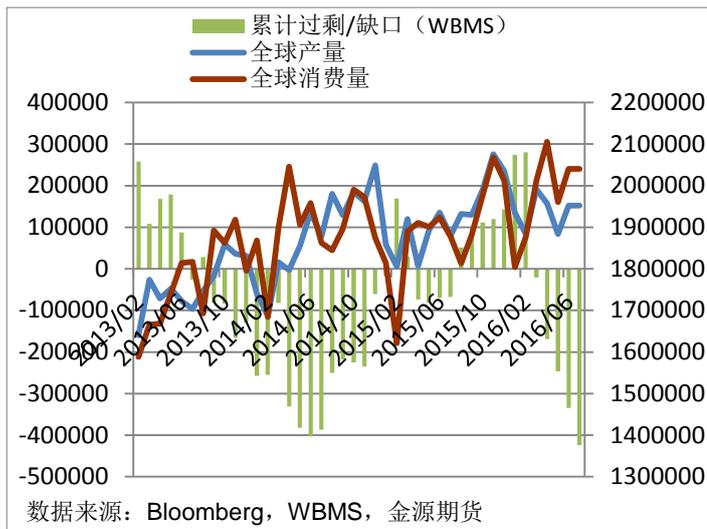
资料来源: 安泰科 *e 为预估值; f 为预测值

图表 7 中国精铜供需平衡表 (单位: 万吨)

| | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 1-6 月 | 2016 年 7 月** |
|--------|--------|--------|--------|--------------|--------------|
| 产 量* | 617.9 | 688.4 | 736.9 | 369.8 | 63.0 |
| 净进口量 | 291.2 | 332.4 | 346.6 | 187.4 | 27.0 |
| 供 应 量 | 909.1 | 1020.8 | 1083.5 | 557.2 | 90.0 |
| 消 费 量* | 915.0 | 966.0 | 993.0 | 491.0 | 86.0 |
| 供需平衡 | -5.9 | 54.8 | 90.5 | 66.2 | 4.0 |

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

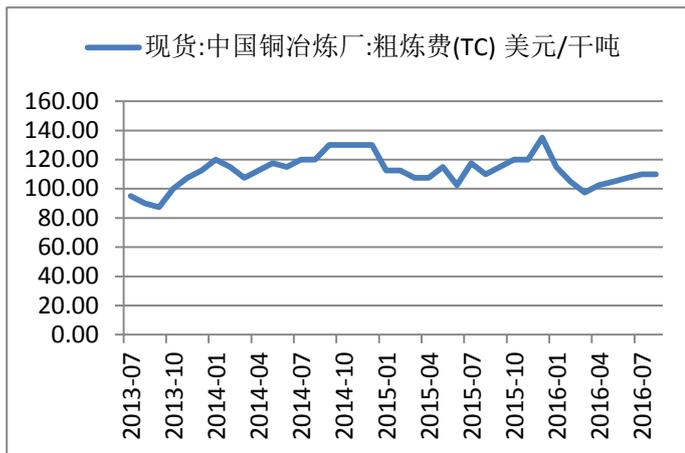
2、高加工费导致国内精炼铜产量继续增长

全球矿山产量维持宽裕，进口铜精矿的 TC/RC 费用不断走高，加工费在 2 月初最低触及 75-85 美元/吨后便持续处于回升之中，自 6 月份加工费被推高至年内最高水平 100-105 美元/吨后，已连续两个月维持在此高位。这一方面显示上游铜矿供应宽松，另一方面也预示着冶炼厂的生产积极性会在高额加工费的刺激下持续保持较高的水平。

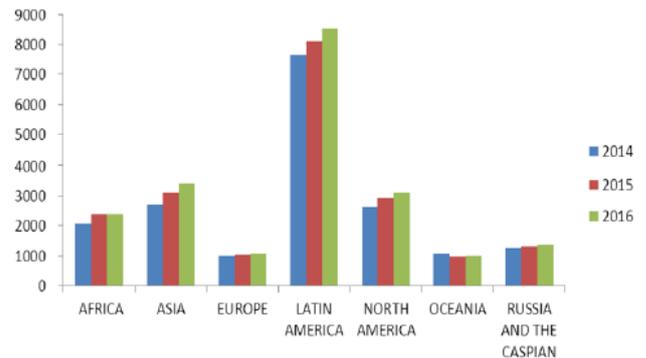
国家统计局数据显示，中国 7 月精炼铜产量同比增长 9.6%，至 72.20 万吨，为今年最高的单月产量，今年前 7 个月铜产量同比增长 7.9% 至 475 万吨。大型冶炼厂检修结束和高加工费均是冶炼厂产量增加的原因。而国内 8 月山东恒邦 20 万吨项目投产，随后投产压力主要集中在江西西矿铜业，剩余产能或在 2017 年投放，预计后期精炼铜产量还会有所增加。

据 SMM 统计，8 月国内电解铜产量为 64.5 万吨，环比减少 2.86%，同比微增 0.62%，前 8 月累计产量为 511.6 万吨，累计同比增长 6.08%。8 月产量下降主要因为白银有色、东营方圆、检修，及富冶集团、张家港联合铜业、兰溪自立、南海铜业等炼厂受 G20 环保影响。

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势



图表 11 全球精炼铜矿产量及 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 |
| 白银有色 | 20 | 2016 年 7 月 | 2016 年 8 月 | 检修 |
| 中条山有色 | 20 | 2016 年 6 月 | 2016 年 7 月 | 检修 |
| 富冶集团 | 25 | 2016 年 8 月 | 2016 年 8 月 | 检修 |

资料来源: 上海有色网 铜冠金源期货

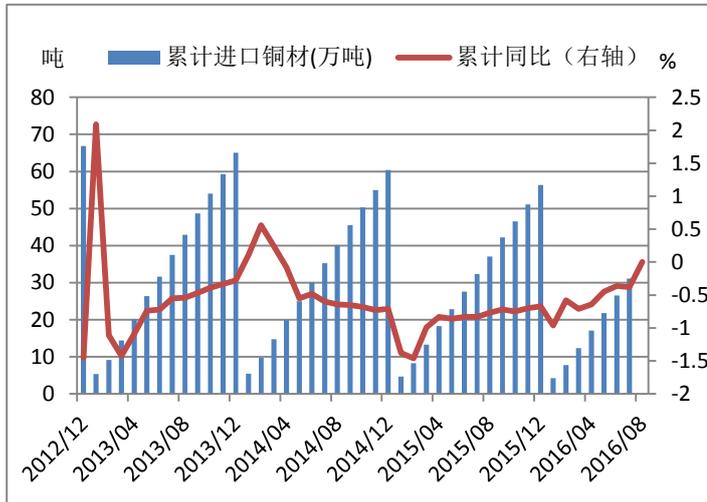
3、精铜进口继续下滑

在进口需求方面, 中国 7 月进口精炼铜 251235 吨, 同比下滑 17.71%, 环比下滑 17.7%, 为连续第四个月下滑, 单月进口量创下去年 2 月来的新低, 3 月精铜进口量曾创下记录高点。今年 1-7 月精铜累计进口量达 232.8 万吨, 同比增加 20.13%, 增速较 1-6 月回落 3.62%, 其中套利机会成铜进口增加的主因之一, 因沪伦比值逐步回升, 进口亏损状况明显改善。

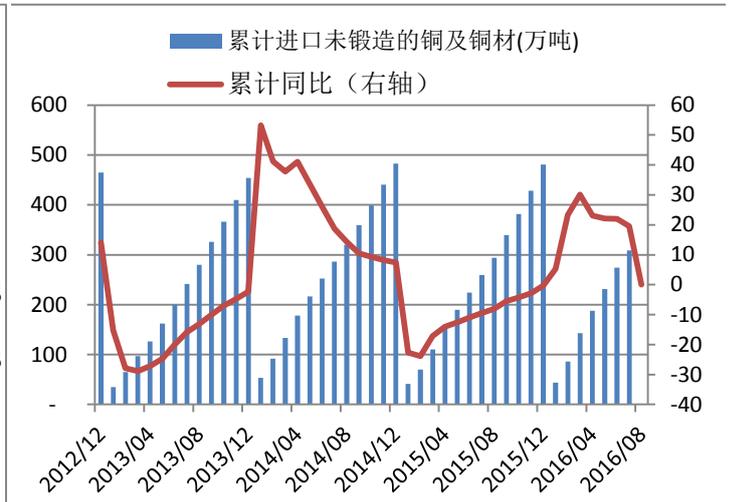
出口方面, 7 月精炼铜出口剧增 402.16% 至 75007 吨, 1-7 月精铜累计出口量达 278056 万吨, 同比增加 106.45%, 其占精铜进口量比例升至 11.9%。铜材累计出口量为 265561 吨, 同比下滑 5.5%, 延续一年半来的跌势。

海关总署公布的数据显示，中国 7 月份进口未锻造的铜及铜材 36 万吨，6 月份进口未锻造的铜及铜材 114 万吨。1-7 月份未锻造的铜及铜材进口总量为 309 万吨；去年同期累计 259 万吨，同比增加 19.5%。中国今年前七个月精炼铜及铜制品进口量为 309 万吨，同比增长 19.5%。

图表 13 中国铜材进口量及增速变化（万吨）

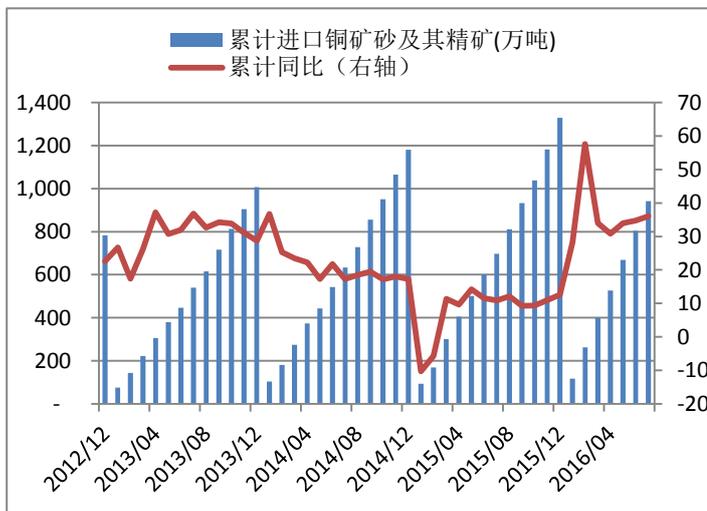


图表 14 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化（万吨）

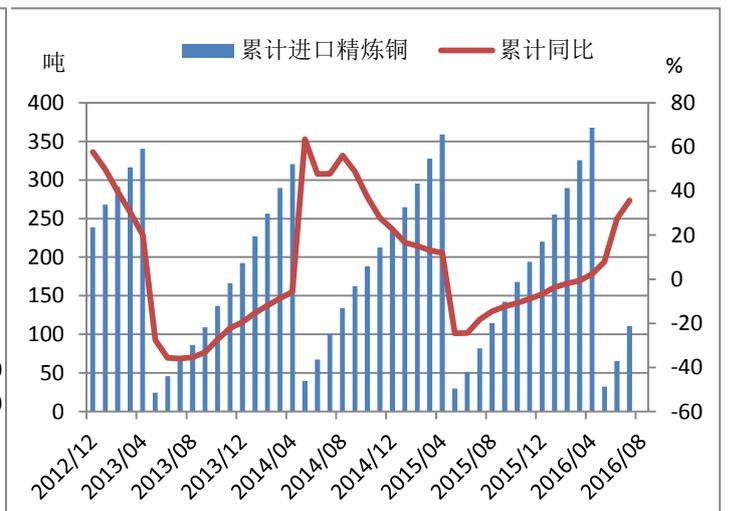


资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

图表 15 中国铜矿砂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

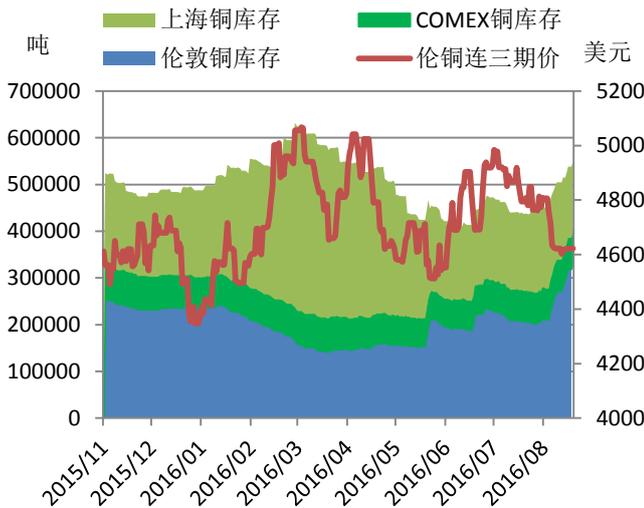
4、全球铜库存处于高位，LME 库存大增

库存是当前铜市上方最大的乌云。8 月三大交易所铜库存增加，特别是 8 月下旬，LME 库存连续大幅增加，仅 8 月 22 日-25 日四天，库存就增加了 5.3 万吨，这成为铜加速下跌的主要动力。截至 9 月 7 日，LME 铜库存为 339600 吨，相比 8 月中旬的 21 万吨的水平增加了超过 60%。主要增长地区来自韩国和新加坡仓库。过去数月国内冶炼厂明显加大出口力

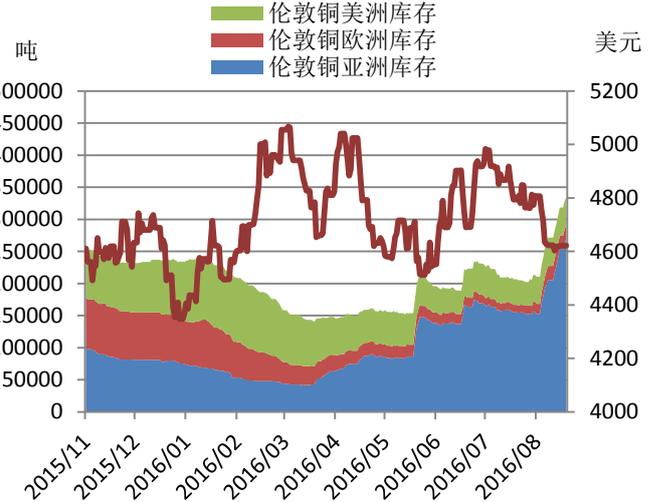
度，但出口铜被大型贸易商囤积，贸易商集中交仓导致 LME 韩国仓库库存大增，类似的情况在 6 月上旬也出现过。目前中国保税区的库存接近 60 万吨，虽然铜价下行使得进口亏损大幅缩小，但保税区库存居高不下的情况下，中国进口也难以对外盘起到明显的支撑作用。

目前市场已经消化了库存增加预期的影响，库存对铜价的利空影响逐步减弱；其次，铜价大幅下跌后，国内下游企业明显加大了现货采购力度。

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、下游铜消费表现分化

目前铜下游的消费表现分化，空调和汽车消费表现不错，这在一定程度上稳定了铜的消费预期，“金九银十”旺季到来能否出现消费回暖将对铜价产生重要影响。

电力电缆：铜的需求主要集中在电力电缆。今年 7、8 月份电缆行业订单明显放缓，这与固定资产投资增速放缓、国网投资完成额增速放缓有很大关系。2016 年 1-7 月份，全国固定资产投资 311694 亿元，同比名义增长 8.1%，增速比 1-6 月份回落 0.9 个百分点。从环比速度看，7 月份固定资产投资增长 0.31%。国网投资完成额度前 7 个月累计数据继续放缓至 32.53%，而在今年的前几个月，增速还高达 40% 以上。

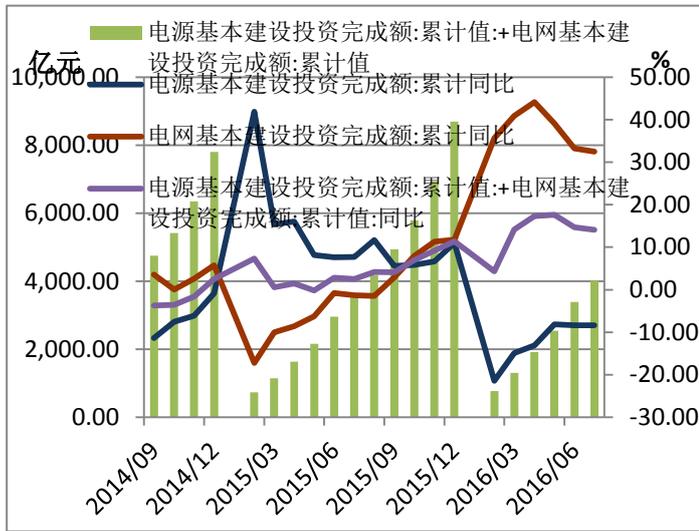
房地产：1-7 月份，全国房地产开发投资 55361 亿元，同比增长 5.3%，增速比 1-6 月份回落 0.8 个百分点，比上年同期加快 1.0 个百分点。近期一二线城市房价的快速上涨，各地限购政策纷纷出台，地产投资整体在降温，未来房地产投资可能会继续回落。

家电行业：空调产量在 6 月出现好转，7 月份更是出现 10.1% 的增幅，行业库存回到 3000 万套的正常水平，空调企业 8 月排产同比增 9%。这些都是乐观的现象。

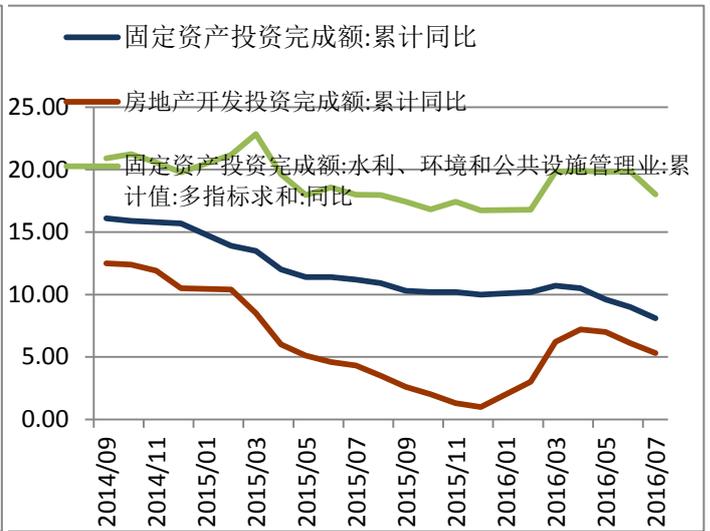
汽车消费：中汽协数据显示，7 月汽车产量同比增长 25.4%，今年前 7 个月产量增长 8.1%；新能源汽车继续保持高速增长，7 月新能源汽车销量同比增 98.1%。汽车产量的增速与基数

有很多的关系，预计这种情况在 10 月份后将会有所改变。

图表 19 电力投资完成额变化

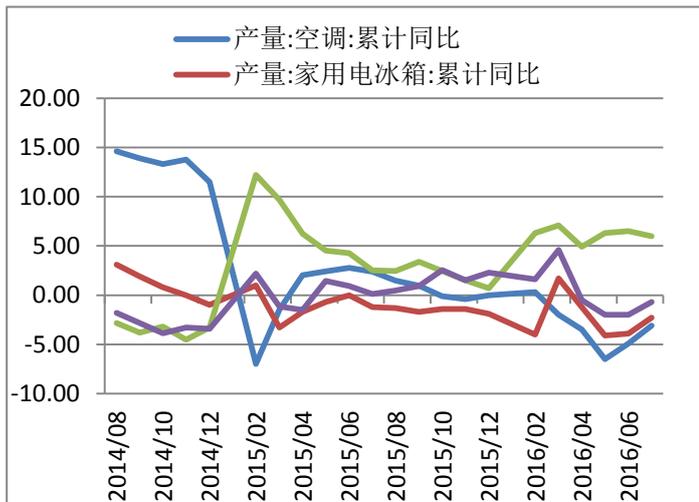


图表 20 房地产固定资产投资增速变化

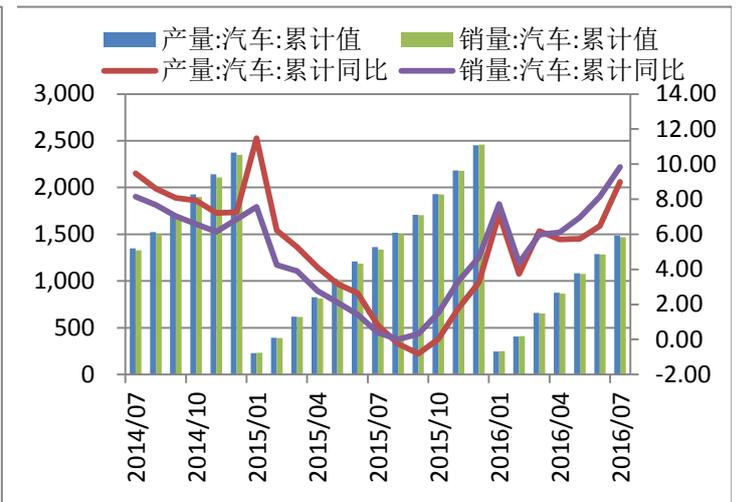


资料来源：Wind，铜冠金源期货

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，8 月非农数据不及预期，预计美联储 9 月会再度按兵不动。但稳定增长的薪资和劳动参与率都表现出就业市场健康的一面，预计年内美联储会在 12 月加息一次。央行现阶段的 QE 计划将到 2017 年 3 月结束，但欧元区目前的通胀离 2% 的目标相去甚远，12 月初宣布延长 QE 实施期限是大概率事件。国内经济下行压力仍存，底部徘徊格局不变，去产能和控泡沫压力大，均预示短期内货币难以大幅宽松，政政策将更加积极。

基本面来看，铜精矿供应充裕，加工费坚挺，在高额加工费的刺激下冶炼厂的生产积极性会持续保持较高的水平，7 月国内精炼铜产量达今年最高水平。近几个月国内精炼铜进口

下滑，而 7 月精炼铜出口大增导致 LME 在亚洲的库存激增，全球铜库存处于高位，对铜价走势形成压力。但 9、10 月是铜下半年传统的消费旺季，尤其是 9 月，下游消费的好转以及中国国庆节前的备货支撑，铜现货在 9 月一般表现较强，有望提振铜价走势。

目前铜价仍处于区间震荡格局。受“金九银十”的预期及宏观面的影响，铜价存在一定的上行空间。预计近期 LME 铜价主要运行区间为 4600-4800 美元/吨,沪期铜为 3600-38000 元/吨。

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。