



2017 年 7 月 13 日 星期四

供需“紧平衡”

铜价震荡偏强

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

要点

- 从宏观面来看，今年以来全球经济呈现出同步复苏的势头，全球制造业维持扩张，贸易改善环境进一步改善。发达国家增长强劲拉动资源品价格，进而拉动新兴市场国家，下半年可以见到更大范围的经济扩张。中国经济复苏主要得益于供给侧改革价格上涨带动工业的恢复以及房地产去库存带动房地产的景气的拉动，预计下半年经济也会有较好表现。
- 全球央行货币政策格局正表现出逐渐分化的局面。中国货币政策已过了紧缩的高潮，未来将维持“紧平衡”；美国货币政策正在紧缩的路上，四季度以后可能还会有一次加息，缩表将会先行；欧洲货币政策还未开始紧缩，但逐渐转向紧缩的趋势是明确的；日本货币政策将继续维持宽松。
- 从基本面来看，铜精矿供应逐渐修复，国内现货铜精矿加工费持续反弹，而国内产量增加对进口形成替代。中国 2016/2017 年新建较多的精炼产能预计在 2017 年四季度开始集中释放。目前库存整体偏高，伦铜库存上演“拉锯战”对铜价的短期波动造成影响，这种反复的增减并未能改变铜价的趋势性走势。下半年 10 月将迎来季节性的生产旺季，而此时国内冶炼厂将与矿业巨头之间 2018 年铜精矿长单的谈判将至，双方的博弈会增加。
- 从技术形态上看，近期铜价震荡上行创三个月高位，预计现阶段铜价将维持高位震荡的走势，主要波动区间 46000 元/吨-48000 元/吨附近。从中期来看，全球精铜供需 2017 年维持“紧平衡”的概率较大，后市主线将更多依赖宏观政策博弈与流动性主导，对中期铜价持震荡偏强的观点，主要支撑在 45000-46000 元/吨附近，上方强阻力在 48000-50000 元/吨一线。

目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 一、上半年行情回顾 | 4 |
| 二、宏观经济分析 | 4 |
| 1、全球经济稳定复苏 | 4 |
| 2、中国二季度经济表现良好 | 5 |
| 3、全球央行货币政策渐趋分化 | 5 |
| 三、基本面分析 | 7 |
| 1、铜矿供应整体趋紧，但干扰减弱..... | 7 |
| 2、铜精矿现货加工费反弹，四季度精炼产能或集中投放 | 10 |
| 4、国内冶炼产能增加导致进口减少..... | 12 |
| 5、全球铜精矿成本曲线上移 | 13 |
| 5、伦铜库存上演“拉锯战” | 13 |
| 6、下游消费表现分化 | 14 |
| 四、行情展望 | 16 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 1 铜期货价格走势..... | 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..... | 7 |
| 图表 5 中国官方和财新 PMI 变化..... | 7 |
| 图表 6 全球新增铜矿产量变化..... | 8 |
| 图表 7 世界铜矿生产预测（单位：千吨）..... | 9 |
| 图表 8 全球精铜供需平衡表（单位：万吨）..... | 9 |
| 图表 9 中国精铜供需平衡表（单位：万吨）..... | 9 |
| 图表 10 全球精炼铜供需(WBMS)（吨）..... | 10 |
| 图表 11 全球精炼铜供需 (ICSG)（千吨）..... | 10 |
| 图表 12 2017 年全球铜矿罢工风险及影响产量..... | 11 |
| 图表 13 中国铜精矿现货 TC 走势..... | 11 |
| 图表 14 国内冶炼厂检修计划..... | 11 |
| 图表 15 中国铜材进口量及增速变化（万吨）..... | 12 |
| 图表 16 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化（万吨）..... | 12 |
| 图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化（吨）..... | 12 |
| 图表 18 中国精炼铜进口量及增速变化（万吨）..... | 12 |
| 图表 19 2017 年铜精矿成本曲线（美元/吨）..... | 13 |
| 图表 20 三大交易所库存变化情况..... | 14 |
| 图表 21 伦铜价格与伦敦分地区库存走势..... | 14 |
| 图表 22 电力投资完成额变化..... | 16 |
| 图表 23 房地产固定资产投资增速变化..... | 16 |
| 图表 24 家电产品产量增速变化..... | 16 |
| 图表 25 汽车产量及销量变化..... | 16 |

一、上半年行情回顾

2017 年，铜价未能延续去年底的强劲势头，而是呈高位震荡走势。LME 铜价在 2 月份触及 6204 美元/吨高点之后，便开启了长达数月的震荡下行走势。到五月初最低已至 5462.5 美元/吨，三个月跌幅接近 800 美元/吨。进入六月份，在国内黑色系大幅反弹以及 LME 库存下降的支撑之下，铜价重拾反弹行情，并连续突破整数关压力位，最高逼近 6000 美元/吨，目前已经成功站上 5900 美元/吨之上。伦铜自年初至今，一月份实现小幅上涨，后四月均承压下滑，六月出现返升。沪期铜跟随伦铜走势，曾在 2 月触及 50620 元/吨的高点，然后呈沿着下降通道震荡下行，最低在 44420 元/吨得到支撑，然后跟随伦铜反弹，并在 6 月一举向上突破震荡区间，虽有波折，但价格重心逐步上移。但目前来看，整体依旧运行在自去年 12 月至今形成的整理平台上，显示多空双方的胶着状态。

图表 1 铜期货价格走势



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、全球经济稳定复苏

今年以来，全球经济呈现出同步复苏的势头。欧美 6 月制造业 PMI 加速扩张。美国制造业在 3、4 月扩张减速后，5 月有所企稳，6 月再度转为扩张加速。欧元区制造业活动在 2017 年上半年结束时为自 2011 年 4 月以来最高，远高于 50 的荣枯分水岭，Markit 欧元区 6 月制造业 PMI 升至 57.4，高于 5 月的 57.0，也高于 6 月初值 57.3。分国家来看，德国、法国、荷兰、奥地利、意大利、爱尔兰扩张加速，西班牙扩张减速，希腊从萎缩转向扩张，6 月数据为扩张势头甚至蔓延到了一直表现落后的希腊。最新数据显示，英国制造业 PMI 扩

张速度降至 3 个月新低。日本制造业 PMI 扩张速度放缓。俄罗斯制造业扩张进一步放缓。印度和东南亚制造业扩张进一步放缓。整体而言，全球制造业维持扩张，贸易改善环境进一步改善。

我们对全球经济中短期的增长保持乐观，发达国家增长强劲拉动资源品价格，进而拉动新兴市场国家。预计下半年可以见到更大范围的经济扩张。

2、中国二季度经济表现良好

中国制造业 PMI 现企稳态势，经济总体仍处扩张通道。2017 年 6 月份中采制造业 PMI 环比增加小幅超预期，财新制造业 PMI 环比增加超预期重回扩张。工业企业出现被动去库存现象。供给侧改革初现成效，无效产能得到有效去化，大型企业生产得到显著改善。5 月份房地产开发投资完成额累计同比及基础设施建设投资累计同比均下降，在政府“稳增长”的诉求下，制造业生产者对前景比较看好。一季度 GDP 增速 6.9%，预计二季度经济也表现较好，增长 6.7% 应该没有太大悬念。除了受益于世界经济好转之外，中国经济复苏主要得益于供给侧改革，价格上涨带动工业的恢复以及房地产去库存带动房地产的景气的拉动，今年经济基本无忧。

央行数据显示，6 月份贷款新增 1.54 万亿，上月新增为 1.11 万亿，同比上月多增 1533 亿元。上半年人民币贷款增加 7.97 万亿元，同比多增 4362 亿元。居民和企业贷款在上半年几乎各占一半，在房地产调控的大背景下，居民贷款显现出较强的韧性。M1 和 M2 的低增速已经常态化，6 月份 M2 同比增速为 9.4% M1 增速为 15%。在去杠杆的大背景下，我们认为 M2 增速维持在现有低增长水平将会是大概率事件。M2 增速维持低增长和 6 月份的新增信贷出现一定程度背离，我们认为这和去杠杆监管大背景下委外非标等影子银行业务的货币派生下降有关，银行表内信贷在整个社融中的占比走高是这一趋势的佐证。

6 月份的金融数据可以说超预期和差于预期共存，社融数据超预期说明前期利率的上行对于企业融资的抑制并不明显，而 M2 数据差于预期则说明央行去杠杆的决心未变，未来利率将会大概率事件呈现高位震荡走势。

3、全球央行货币政策渐趋分化

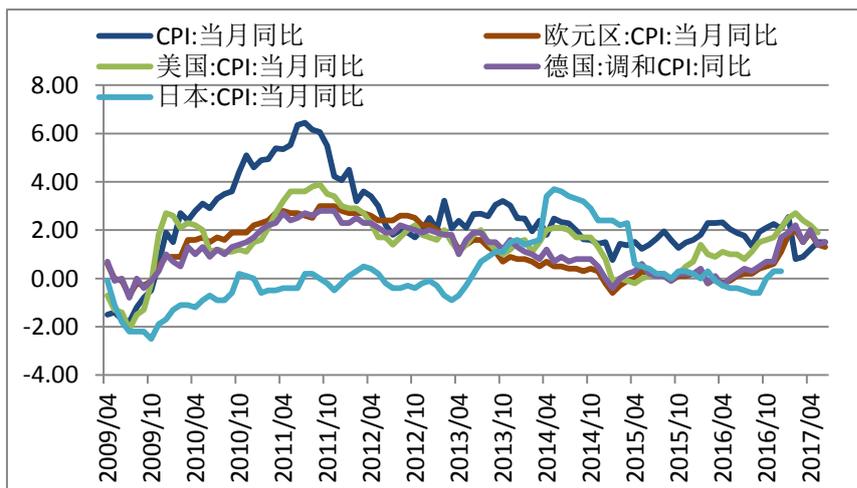
美国 6 月非农就业数据不改美联储收缩流动性步伐。美国 6 月非农就业人数达到了 22.2 万高于预期的 17.9 万；失业率 4.4%，低于预期的 4.3%。尽管美国就业水平已经达到了“充分”就业的水平，但是薪资增长的速率仍缓慢增长。6 月时薪环比增长 0.2% 低于预期的 0.3%，年率同比增长 2.5%，为去年 3 月以来的最低。薪资增长往往与美国通胀相关联，通胀短期的疲弱表现，往往难以令市场对美联储坚定加息的持续性。因此，下半年货币收紧除了升息更多会考虑缩表的计划先行。

面对 6 月美联储加息，澳加两大央行做出了相反的决策——澳洲联储维持经济和通胀

展望不变；而加拿大央行上修了经济增长预期并加息。而 7 月中美两大央行也释放了短期宽松的环境——美联储主席耶伦在国会作证时指出利率水平已接近中性利率，未来加息空间不大，预计美联储在年内还有一次加息；而中国央行在连续暂停公开市场操作之后开启逆回购净投放，显示出其稳定市场流动性的态度。市场短期的风险偏好改善提供了窗口，资产价格出现上行反弹。虽然目前整体局面出现了较为正面的转变，国内去杠杆实现了阶段性目标，美联储也在缓和市场对货币政策收紧带来的预期。美联储 7 月经济褐皮书显示，薪资压力在低技能和高技能职位中均出现了上升压力，对于美联储货币政策方向而言没有改变，短期的鸽派料只是增加了市场的波动性。

总体而言，中国货币政策已过了紧缩的高潮，未来将维持“紧平衡”一段时间；美国货币政策正在紧缩的路上，四季度以后可能有所微调；欧洲货币政策还未开始紧缩，但逐渐转向紧缩的趋势是明确的；日本货币政策将继续维持宽松。全球央行货币政策格局正表现出逐渐分化的局面。

图表 2 全球主要国家和地区 CPI 变化

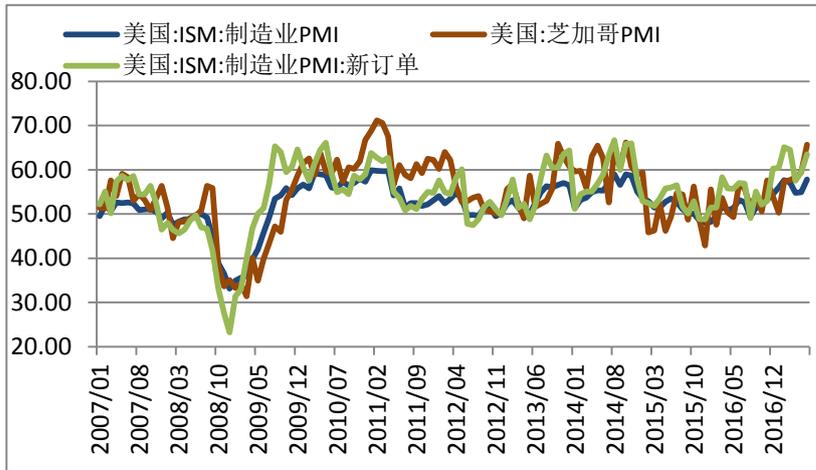


资料来源：Wind、铜冠金源期货

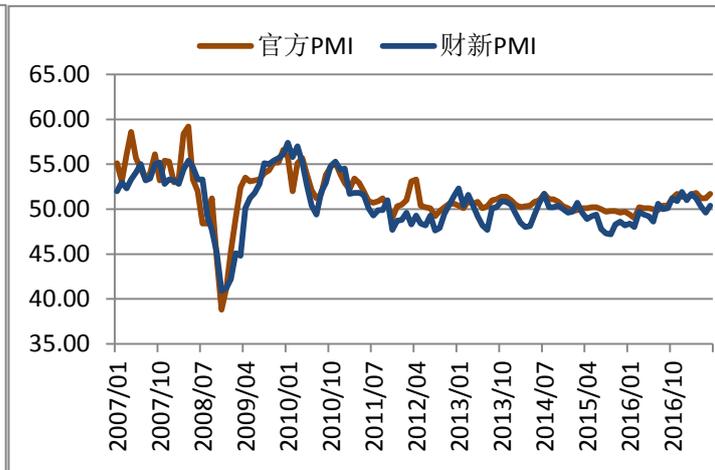
图表 3 美国非农就业人数和失业率变化



图表 4 美国制造业 PMI 变化



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、铜矿供应整体趋紧，但干扰减弱

由于近几年铜的价格重心持续下移，矿工对未来几年铜矿的运营前景心存疑虑，同时，部分资源国由于大选、地缘政治等问题，其矿业政策面临较大不确定性，也抑制了矿产商的投资意愿，海外铜矿投资增速放缓，这种局面至少将持续到 2018 年，在此之前，铜矿投资恐怕不会出现明显恢复。

今年前几个月，部分主产国铜矿供给由于受到罢工、不利的天气以及矿山品位下降等因素综合影响，产量出现了明显收缩。全球最大铜矿生产国智利，1-4 月份累计产量同比下降约 11.3%，绝对量下滑约 20.6 万吨（金属）。全球第一大铜矿 Escondida 铜矿长达 44 天的罢工对产量缩减起到了决定性作用。据智利国家铜业委员会数据，Escondida 罢工造成的产量下滑大约在 16.8 万吨（金属）。此外，自由港和印尼政府的争端也极大的影响了自由港印尼矿山的产量。

全球第二大产铜国秘鲁全 2017 年一季度产量为 56.3989 万吨，同比增长 9.62%。产量最多的 Cerro Verde 铜矿占总量的 21.89%，Las Bambas 铜矿以 11 万吨的产量位居第二，占总量的 19.6%。秘鲁公布 4 月铜产量为 190930 吨，同比小增 1.6%，Cerro Verde 虽然于在 3 月 31 日结束罢工，但 4 月的产量仍未复苏到正常水平。

世界金属统计局（WBMS）最新公布的报告显示：2017 年 1-4 月，铜市场供应小幅短缺 5,000 吨，2016 年全年供应短缺 6.9 万吨。4 月期间的报告库存下滑，截至 4 月末库存较 2016 年 12 月末增加 8.2 万吨。今年 1-4 月，全球铜矿山产量为 655 万吨，较去年同期下滑 0.6%。1-4 月全球精炼铜产量为 767 万吨，较去年同期下滑 0.6%，中国产量增加 14.4 万吨，而智利产量则减少 14.4 万吨。1-4 月铜消费量为 767 万吨，去年同期为 787 万吨。1-4 月中

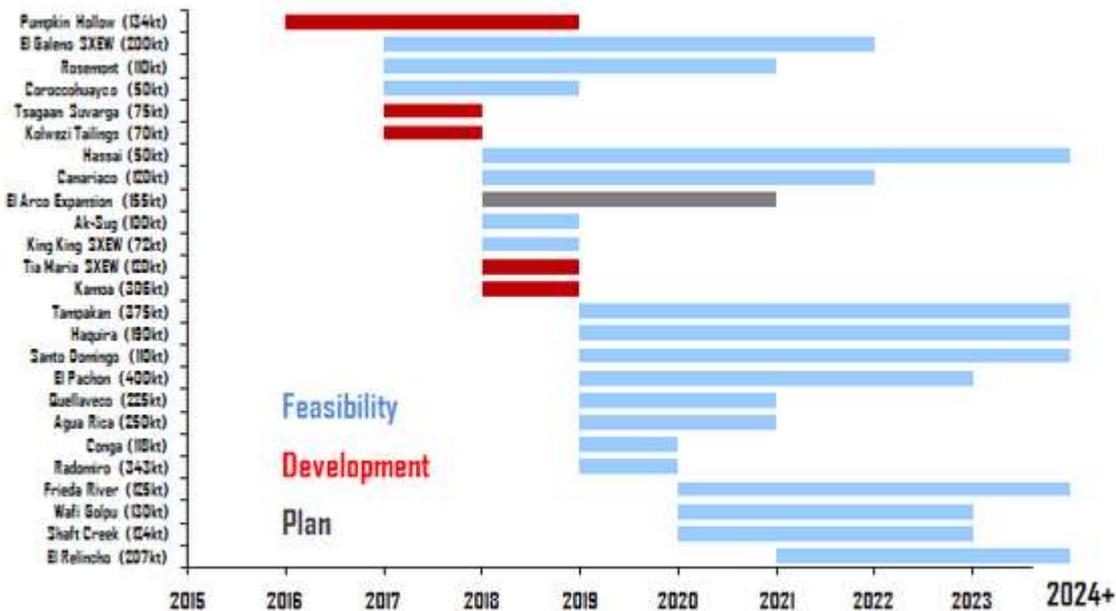
国表观消费量较去年同期下滑 30.3 万吨至 365.9 万吨，占全球需求量的不到 48%。1-4 月欧盟 28 国铜产量增加 3.0%，需求量为 113.16 万吨，较去年同期下滑 4.4%。2017 年 4 月，全球精炼铜产量为 191.99 万吨，消费量为 200.41 万吨。

国际铜业研究组织(ICSG)在最新月度报告中称，3 月全球精炼铜市场短缺 5,000 吨，2 月为过剩 10.2 万吨。今年前三个月，全球精炼铜市场过剩 16.4 万吨，去年同期为短缺 1.2 万吨。这显示前几个月供应在不断收紧。3 月全球精炼铜产量为 201 万吨，消费量为 202 万吨。

作为非洲第二大铜生产国，赞比亚副总统在矿业和能源会议上称，由于现有铜矿项目扩产，以及未开发项目，铜产量预计将持续增长，赞比亚 2017 年铜产量预计升至 850,000 吨，高于去年的 770,597 吨。

随着罢工得到进一步解决，短期铜矿供应忧虑减缓。智利 5 月产量环比开始恢复，5 月铜产量为 469196 吨，较前月增加 9.3%；环比增加大约 4 万吨，并不完全包含 Escondida 矿山的产量。“最坏的时刻”或已经过去，部分铜矿应对干扰的同时，提前进行了年度检修，利润修复的刺激下，下半年铜矿“追产”的可能性较大，全球供需总量展望较先前要宽松。

图表 6 全球新增铜矿产量变化



资料来源：ICSG，铜冠金源期货

图表 7 世界铜矿生产预测 (单位: 千吨)

| REGIONS (^{'000T Cu}) | 2015 growth | 2016 | growth | | 2017 | growth | |
|--------------------------------------|----------------|---------------|------------|-------------|---------------|------------|-------------|
| | (%) | | (t) | (%) | | (t) | (%) |
| Africa | -1.2% | 1,829 | -67 | -3.5% | 1,901 | 72 | 3.9% |
| N.America | 3.9% | 2,880 | 171 | 6.3% | 2,885 | 5 | 0.2% |
| Latin America | 4.6% | 8,266 | 371 | 4.7% | 8,664 | 398 | 4.8% |
| Asean-10 | 32.1% | 1,080 | 185 | 20.7% | 1,207 | 127 | 11.7% |
| Asia ex Asean/CIS | 0.9% | 2,449 | 72 | 3.0% | 2,474 | 25 | 1.0% |
| Asia-CIS | 6.9% | 677 | 60 | 9.7% | 738 | 60 | 8.9% |
| EU | 1.3% | 880 | 23 | 2.6% | 896 | 17 | 1.9% |
| Europe Others | 1.8% | 837 | -35 | -4.0% | 872 | 35 | 4.2% |
| Oceania | -3.3% | 1,039 | 28 | 2.7% | 1,065 | 26 | 2.5% |
| WORLD | 3.8% | 19,936 | 808 | 4.2% | 20,702 | 766 | 3.8% |
| Allowance for supply disruptions (1) | | -53 | | | -824 | | |
| WORLD (Adjusted) (1) | | 19,884 | 756 | 4.0% | 19,878 | -59 | 0.0% |
| WORLD (Adjust) CONCENTRATE (1) | | 16,061 | 867 | 5.7% | 16,295 | 234 | 1.5% |
| WORLD (Adjust) SX-EW (1) | | 3,823 | -112 | -2.8% | 3,583 | -240 | -6.3% |

资料来源: ICSG, 铜冠金源期货

图表 8 全球精铜供需平衡表 (单位: 万吨)

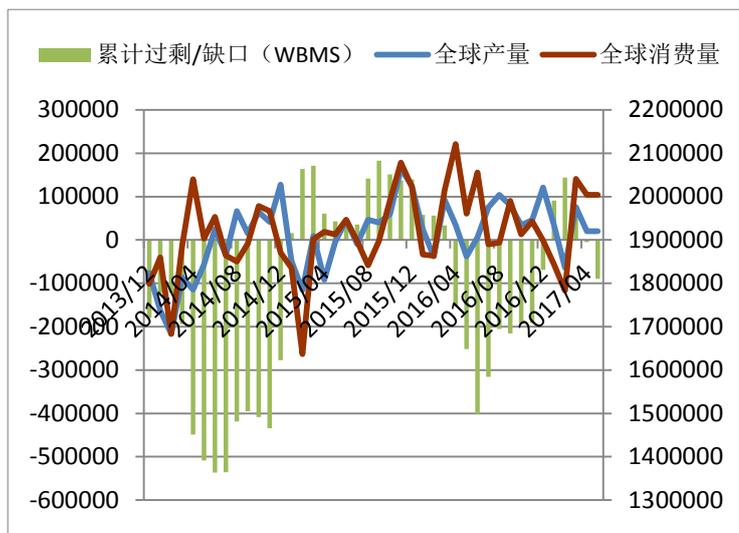
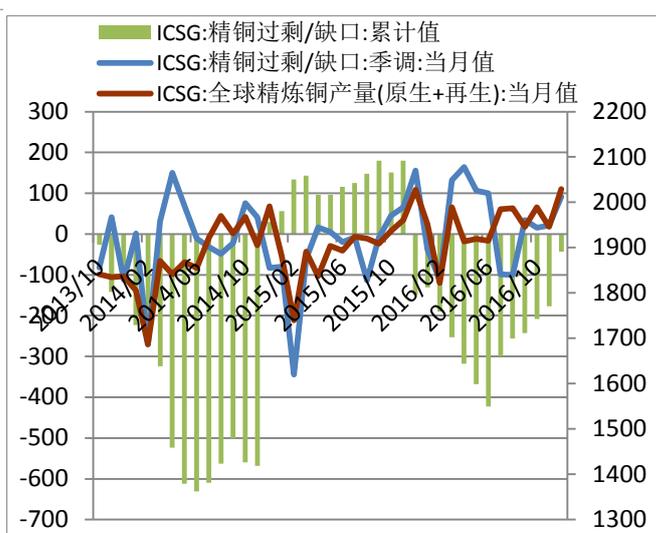
| 时间 | 产量 | 消费量 | 供需平衡 |
|----------------|------|------|------|
| 2013 年 | 2076 | 2055 | 21 |
| 2014 年 | 2160 | 2125 | 35 |
| 2015 年 | 2200 | 2165 | 35 |
| 2016 年 | 2250 | 2220 | 30 |
| 2017 年 4 月 (E) | 750 | 735 | 15 |

资料来源: 安泰科*e 为预估值; f 为预测值

图表 9 中国精铜供需平衡表 (单位: 万吨)

| 时间 | 产量 | 净进口量 | 消费量 | 供需平衡 |
|---------------|-------|-------|------|------|
| 2013 年 | 630 | 291.1 | 914 | 7.1 |
| 2014 年 | 688.4 | 332.4 | 966 | 54.8 |
| 2015 年 | 735.7 | 346.6 | 993 | 89.4 |
| 2016 年 | 764.8 | 311.7 | 1031 | 45.5 |
| 2017 年 1-3 月 | 191.8 | 69.9 | 244 | 17.7 |
| 2017 年 4 月(E) | 67 | 18 | 89 | -4 |

资料来源: 安泰科*为预估值; **为预测值

图表 10 全球精炼铜供需 (WBMS) (吨)

图表 11 全球精炼铜供需 (ICSG) (千吨)


资料来源: Bloomberg, WBMS, ICSG, 铜冠金源期货

2、铜精矿现货加工费反弹，四季度精炼产能或集中投放

今年以来，受全球主要矿山的相继罢工影响，铜精矿在一季度供应紧张，使得铜精矿加工费 (TC/RC) 持续走低，现货加工费在 3 月中下旬跌破 70 美元/吨。从 4 月份开始，随着罢工因素逐渐消散，现货市场铜精矿加工费止跌回升，全球铜精矿供应偏紧局面得到改善。

6 月中国铜原料联合谈判小组 (CSPT) 召开组内会议确定三季度进口铜精矿现货地板价 (Floor Price) 为 86 美元/吨，较二季度上涨 6 美元/吨，基本上和现货加工费报价高位区间一致。长协价上涨从侧面反映出，铜矿供需正在由短缺转向宽松，同时，加工费回升也将提高冶炼厂的生产热情。进入下半年 10 月份，冶炼厂将再度与矿业巨头进行 2018 年铜精矿长单的谈判，将对 2018 年矿企和冶炼企业全年的利润均产生重要影响，双方的博弈会增加。

上半年铜精矿加工费随着矿山罢工的恢复小幅走高，而走高的另外一个核心因素是二季度没有新增冶炼产能的投放，但中国 2016/2017 年新建较多的精炼产能预计在 2017 年四季度开始集中释放。按照当前进度估算，产能投放量预计在 50 万吨/年左右。一旦中国精炼产能集中落地，会导致对铜精矿的需求增大，铜精矿加工费可能会急速下降。因此，精炼产能释放，并不会必然导致供应大幅度增加。一旦这些精炼产能落地，就意味着全球精炼产能投放的高峰已经实现，供应弹性的压力将得以实质释放。

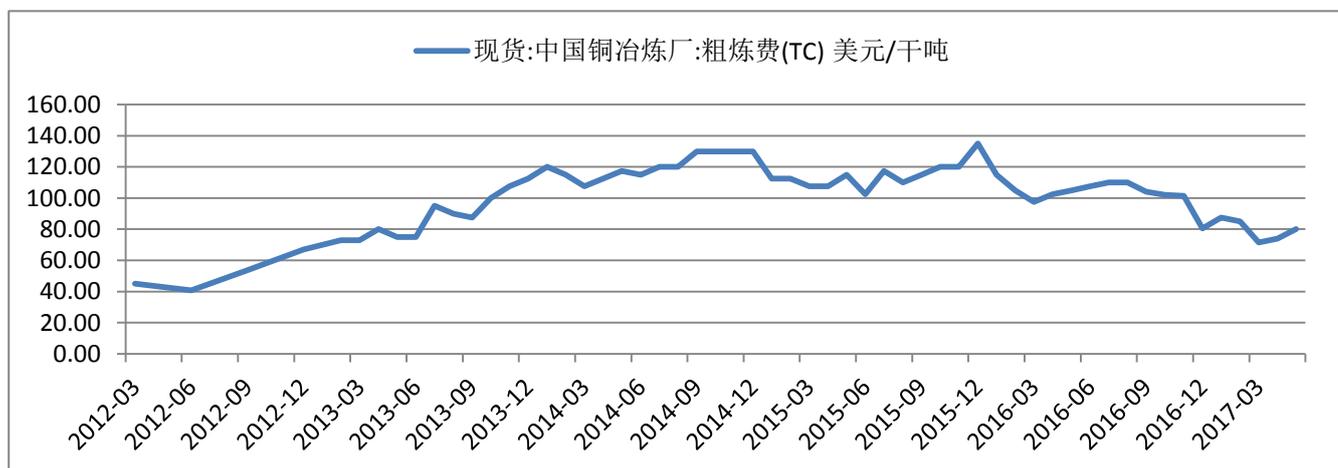
不过随着 2016-2017 年精炼产能之后，随后的原生铜冶炼项目开始减少，虽然远期投产计划中依然有南国铜二期 20 万吨、赤峰云铜二期 30 万吨、黑龙江紫金 10-15 万吨签约和中铝东南铜业 40 万吨签约项目，但是因为无明显时间表，因此集中投放的概率较低，因此原生铜冶炼项目新增幅度是放缓的。这也和全球铜精矿供应的增速趋势较为一致。此外，发改委发布的十三五规划已经意识到精炼产能投放的问题，已经开始政策性约束，上述计划产能或已经是中国精炼铜产能的高峰。

图表 12 2017 年全球铜矿罢工风险及影响产量

| 国别 | 矿山 | 所属公司 | 劳工协议到期 | 可能受损产量 |
|-----|----------------|-----------------|------------|--------|
| 智利 | Escondida | BHP/Rio Tinto | 2017/1/31 | 1170 |
| | Chuquibambilla | Codelco | 2017/2/28 | 436 |
| | Radomiro Tomic | Codelco | 2017/10/20 | 238 |
| | Mantos Blancos | 英美资源 | 2017/11/28 | 27 |
| | Collahuasi | 英美资源 | 2017/11/30 | 410 |
| 加拿大 | Aurex | Freeport | 2017/12/1 | 14 |
| | Sudbury | Vale | 2017/1/31 | 98 |
| | Raglan | Glencore | 2017/4/30 | 11 |
| | Mount Polley | Imperial Metals | 2017/12/31 | 12 |
| 美国 | Bingham Canyon | Rio Tinto | 2017/3/31 | 246 |

资料来源: Wood Mackenzie, 铜冠金源期货

图表 13 中国铜精矿现货 TC 走势



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 14 国内冶炼厂检修计划

| 企业名称 | 开始时间 | 结束时间 | 备注 | 企业产能(万吨) |
|---------------|------------|-----------|-------|----------|
| 云南铜业股份有限公司 | 2016年12月底 | 2017年1月底 | 本部检修 | 45 |
| 五矿铜业湖南有限公司 | 2017年1月中 | 2017年2月6日 | 检修 | 10 |
| 河北大无缝建昌铜业有限公司 | 2017年1月初 | 2017年1月底 | 检修 | 20 |
| 铜陵金冠铜业 | 2017年2月20日 | 2017年3月底 | 检修45天 | 40 |
| 东营方圆有色金属有限公司 | 2017年2月底 | 2017年3月中旬 | 检修 | 70 |
| 河南豫光金铅集团公司 | 2017年3月初 | 2017年3月底 | 检修30天 | 10 |
| 金隆铜业有限公司 | 2017年5月 | 2017年6月 | 检修20天 | 45 |
| 金川集团股份有限公司 | 2017年7月 | 2017年7月 | 本部检修 | 40 |

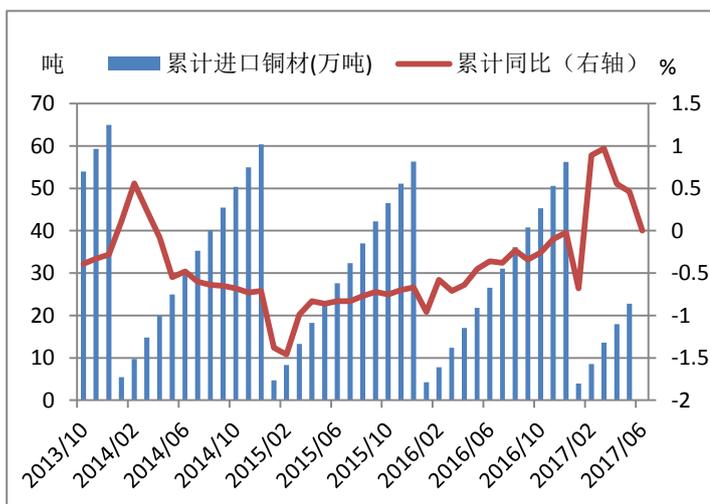
资料来源：铜冠金源期货

4、国内冶炼产能增加导致进口减少

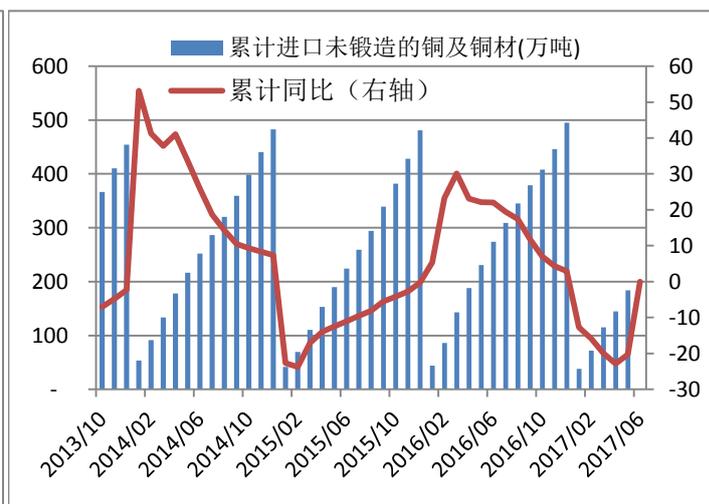
国内产量冶炼自给能力的增加导致进口铜数量的减少。从今年一月份开始，国内铜精矿进口呈持续回落趋势。据海关总署最新数据，中国 5 月份铜精矿进口约 115 万吨，同比下降 19.6%，而 1-5 月份累计进口量为 682 万吨，同比增速放缓至 2%。中国 5 月精炼铜进口 265,053 吨，同比降 16.97%，比 4 月精炼铜进口量 202626 吨环比大幅增加。1-5 月精炼铜累计进口 1,272,161 吨，同比降 28.18%。而中国 5 月精炼铜产量为 727,000 吨，同比增加 6.8%。中国 1-5 月精炼铜产量为 358.6 万吨，较上年同期增加 7.2%。

对比了国内矿产精炼铜产量增速与铜精矿进口增速，应该说从今年 2 月份开始，国内铜冶炼厂及贸易商囤积原料已暂告一段落，接下来将进入库存消化阶段，主要原因是加工费的走低，抑制了铜冶炼厂及贸易商的补库热情，同时，国内资金面趋紧也导致贸易商需要流转手中的货物，才可以进一步接货。

图表 15 中国铜材进口量及增速变化（万吨）

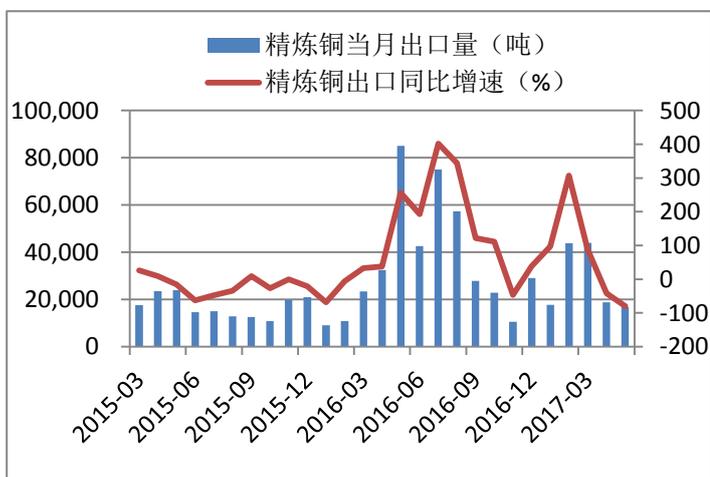


图表 16 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化（万吨）

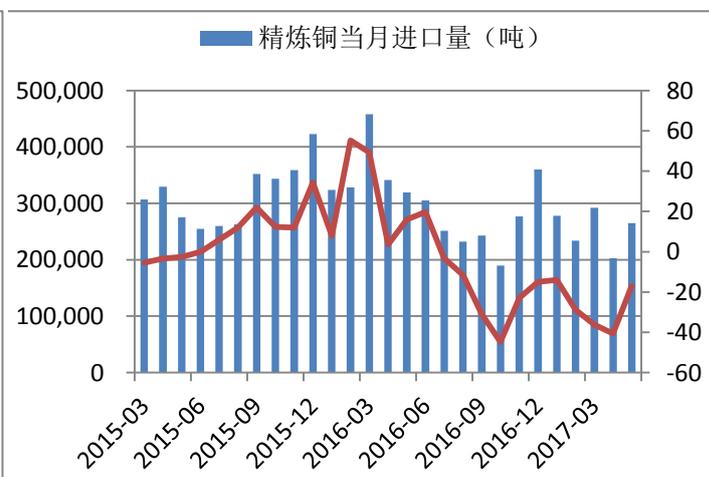


资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化（吨）



图表 18 中国精炼铜进口量及增速变化（万吨）



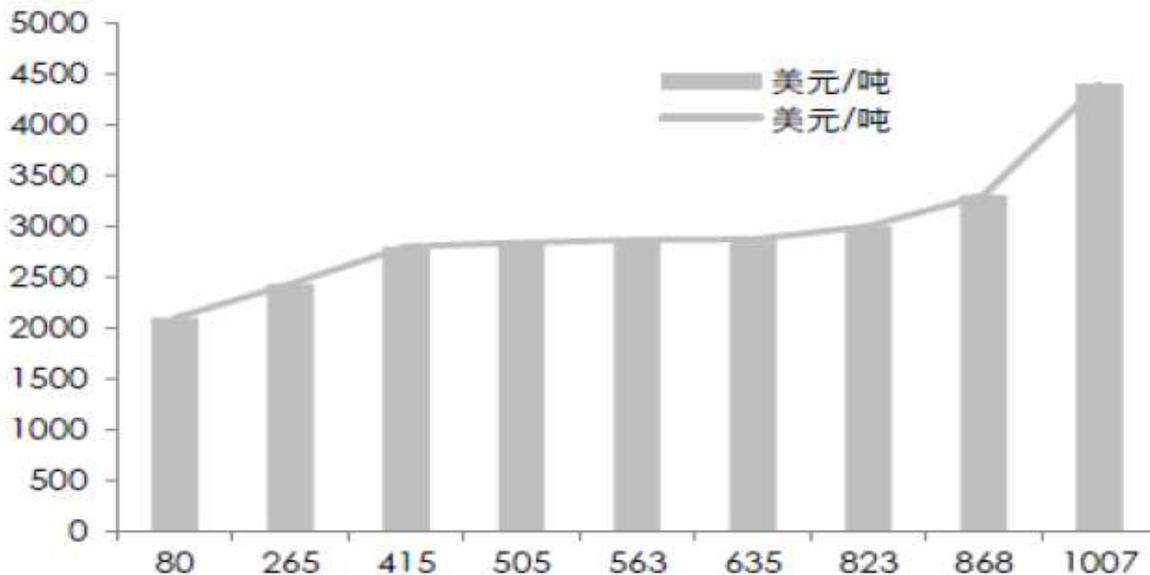
资料来源：Wind，铜冠金源期货

5、全球铜精矿成本曲线上移

2016 年由于煤炭能源价格下跌以及产铜国货币兑美元的贬值，使得新生产铜矿成本不断走低，与此同时，不断下跌的铜价也促使铜矿商通过缩减投资、关闭高成本矿山等手段来降低行业平均生产成本。但随着去年底铜价从低位开始反弹，曾经下移的成本曲线开始回升，分析来看，主要有几点原因：首先，对于现在的价格而言，已经很难有矿商通过降低成本带来利润，并且随着时间的推移，铜矿品位下降将成为普遍问题，这对于整体精炼铜的成本变化有抬升趋势；其次，从 2016 年成本下降的结构来看，矿山采取的措施大多都是缩减投资、提高副产品收入、削减劳动力成本等手段，但这些可持续性不强，很容易反弹。

全球主要矿商铜矿成本平均成本变化不大。根据国外大型矿山的数据分析，当前智利国内铜精矿现金成本普遍较其他铜产地高，而智利国家铜业作为智利最大的铜企之一，并且效率低于同行，因此智利国家铜业的盈利状况依然具有较大的意义。根据测算结果得出结论，即当铜价低于 5000 美元/吨时，智利国家铜业只有谨小慎微的生存，如果将地面开采转入地下开采，需要铜价至少在 5500 美元/吨以上。所以，后期伦铜价格的安全边际大概率在 5000—5500 美元/吨范围内，较去年明显提升。

图表 19 2017 年铜精矿成本曲线（美元/吨）



资料来源：Wind，铜冠金源期货

5、伦铜库存上演“拉锯战”

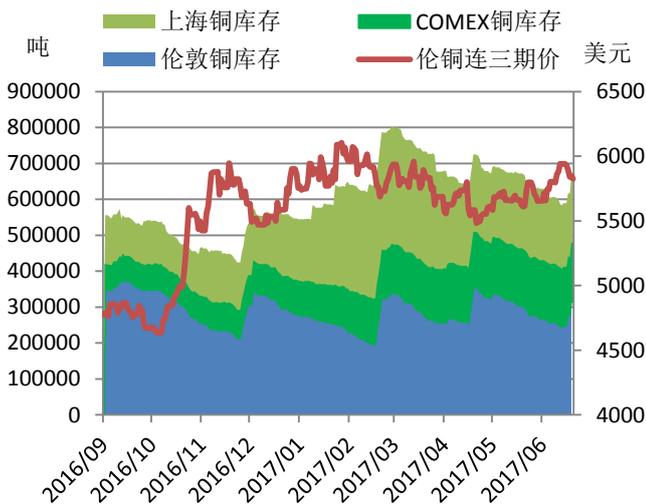
截止 6 月 30 日，全球三大交易所库存共计 57.5 万吨。其中 LME 库存 25.0 万吨，COMEX 库存 14.8 万吨，SHFE 库存 17.7 万吨。上半年，全球三大交易所库存，LME 库存降低 6.755 万吨，COMEX 库存增加 7.4 万吨，SHFE 库存上升 3.87 万吨，全球库存上半年净增加 4.52 万吨。

值得注意的是，自 2016 年 8 月以来，LME 铜库存量曾短暂飙升，随后迅速下降，形成了一种常规的上下波动的模式。从最近的一次库存飙升来看，LME 铜库存上周跃升 26%，在铜如洪水般涌入亚洲仓库之际，LME 铜库存仍达到了 319,975 吨的六周高位。分析认为：这并非是供应过剩的标志，而可能是大型贸易商对价格压力和远期价差的一种策略调整。也就是说，交仓和提货是在铜市上演“拉锯战”的重要部分。库存增加不意味着市场供过于求。与以前的交货情形类似，大部分原材料可能来自中国，中国市场疲弱的需求令当地冶炼厂出口货物。海关数据显示，今年 2 月至 5 月期间，中国铜出口量达 12 万吨以上。

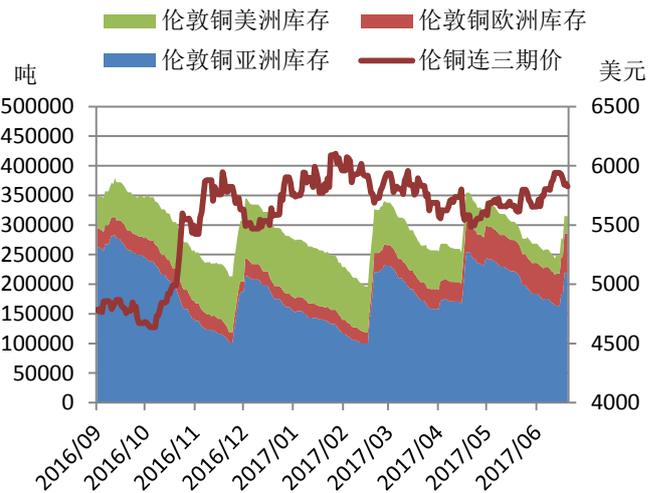
现在有两方阵营，一方持短期内铜价利空的想法，而另一方则将目光放远于长期，认为明年以及之后，铜市将面临紧缩状态。如果以历史经验为向导的话，那些做多的买家会尽快地撤离。

虽然 LME 铜库存的变动对铜价的短期波动造成影响，但这种反复的增减并未能改变铜价的趋势性走势。

图表 20 三大交易所库存变化情况



图表 21 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

6、下游消费表现分化

从 2017 年前几个月的数据来看，下游消费表现平稳，未有明显亮点支撑。分行业来看：

电力电缆：

为了对冲经济下行风险，国家电网加大了投资力度，国内电网投资增速自二季度开始触底回升。今年 1-5 月，全国电网工程完成投资 1794 亿元，同比增 9.5%。全国主要发电企业电源工程完成投资 767 亿元，同比降 15.1%。参考全年投放额度，在总额度没有明显增加情况下，二季度与三季度投放力度的加大，必然会透支部分后期投资。此外，现阶段电网投资增速已经从两位数回落到一位数，边际上所能创造的需求仍在下降。

房地产：

1-5 月份，商品房销售面积同比增长 14.3%，增速比 1-4 月份回落 1.4 个百分点。销售额增长 18.6%，增速回落 1.5 个百分点——面积、金额数据已连续三个月回落。1-5 月份，房地产开发企业土地购置面积 7580 万平方米，同比增长 5.3%，增速比 1-4 月份回落 2.8 个百分点。尽管 5 月份当月销售面积出现小幅度回升，但 1-5 月我国房屋销售增速出现持续回落。我们认为在政策调控门槛提高和资金面收紧的大环境下，销售回升不具有可持续性，5 月当月的回升更多是受上年同期 5 月销售面积偏紧影响所致，未来销售面积增速仍将保持回落。

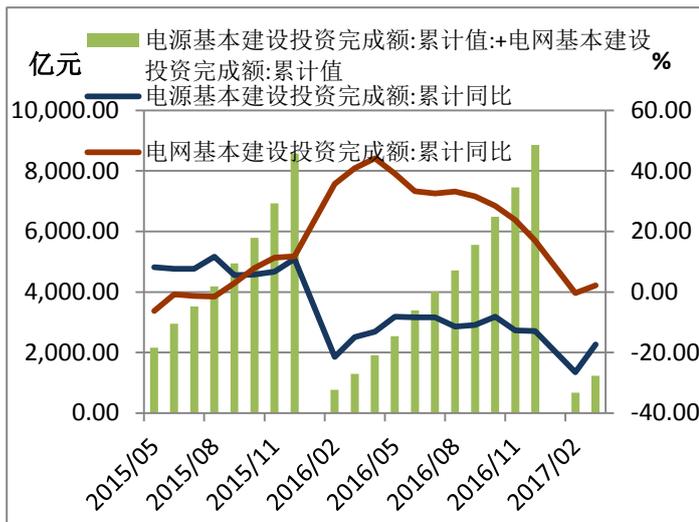
家电行业：

产业线在线最新数据显示，2017 年 1-5 月份国内家用空调产量与销量分别为 6383.5 万台与 6508.7 万台，同比增长分别达到 33.4%、35.7%，虽然有低基数的原因，但即便是与 2015 年同期相比，增幅也达到 17.8%、14.1%，产销两旺非常明显。从主要企业排产的情况来看，产销两旺的局面至少将持续到 7 月份。这一轮国内空调行业的激进式扩张，我们认为主要得益于以下几个方面：一是去年国内房地产市场再度活跃带来的新房装修需求；二是受到天气因素的提振，包括今年国内又迎来高温酷暑；三是国内主要厂商竞争愈发激烈，渠道库存回归正常之后，各家加大了促销及铺货力度，同时，由于原材料价格自去年三季度开始上涨迅速，涨价预期之下部分贸易商也加大了补库力度。

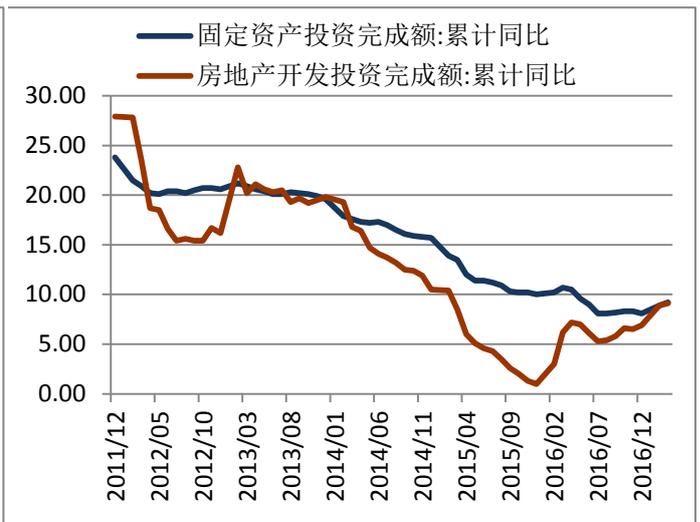
汽车消费：

中国汽车工业协会公布了 2017 年 6 月汽车产销数据显示：在整体汽车市场低迷的大环境下，6 月车市逐渐“回暖”，销量突破 200 万辆。6 月销售汽车 217.2 万辆，环比增长 3.62%，同比增长 4.54%。其中，乘用车生产 184.49 万辆，环比增长 5.56%，同比增长 3.72%；销售 183.18 万辆，环比增长 4.60%，同比增长 2.32%。乘用车产销同比结束了连续两个月的下降态势，形势略有好转。虽然 6 月份汽车市场出现回暖迹象，市场表现和增幅几乎是开年以来表现最好的月份，但上半年狭义乘用车零售 0.8% 的增幅和广义 -0.2% 的增幅，使得今年上半年成为历年来表现最差的上半年。主要受到经济消费、购置税等因素较大的牵绊。

图表 22 电力投资完成额变化

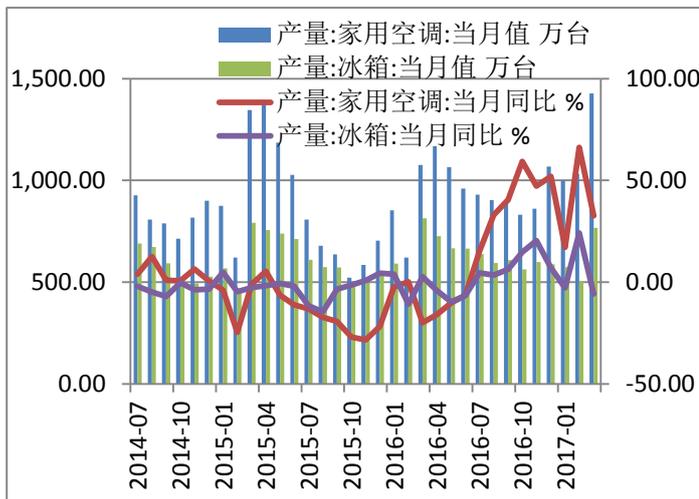


图表 23 房地产固定资产投资增速变化

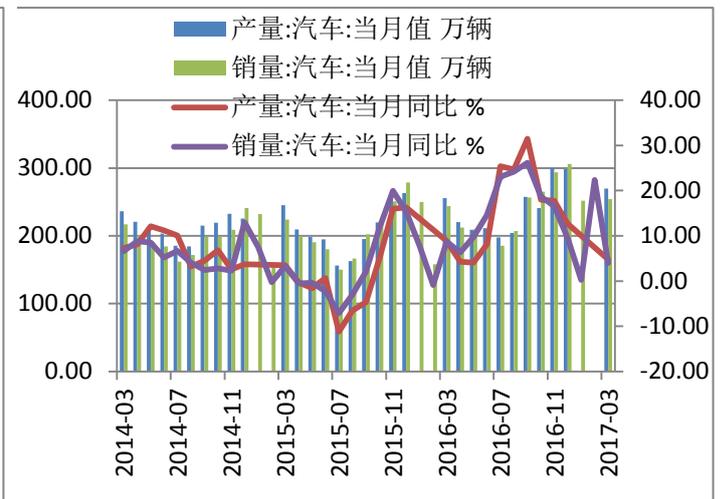


资料来源: Wind, 铜冠金源期

图表 24 家电产品产量增速变化



图表 25 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

从宏观面来看,今年以来全球经济呈现出同步复苏的势头,全球制造业维持扩张,贸易改善环境进一步改善。我们对全球经济中短期的增长保持乐观,发达国家增长强劲拉动资源产品价格,进而拉动新兴市场国家。下半年可以见到更大范围的经济扩张,增长还将加速。中国经济复苏除了受益于世界经济好转之外,主要得益于供给侧改革价格上涨带动工业的恢复以及房地产去库存带动房地产的景气的拉动,预计下半年经济也会有较好表现。

全球央行货币政策格局正表现出逐渐分化的局面。中国货币政策已过了紧缩的高潮,未来将维持“紧平衡”一段时间;美国货币政策正在紧缩的路上,四季度以后可能还会有一次加息,缩表将会先行;欧洲货币政策还未开始紧缩,但逐渐转向紧缩的趋势是明确的;日本货币政策将继续维持宽松。

从基本面来看，铜精矿供应逐渐修复，国内现货铜精矿加工费持续反弹，而国内产量增加对进口形成替代。中国 2016/2017 年新建较多的精炼产能预计在 2017 年四季度开始集中释放。一旦这些精炼产能落地，就意味着全球精炼产能投放的高峰已经实现，供应弹性的压力将得以实质释放。目前库存整体偏高，伦铜库存上演“拉锯战”虽然对铜价的短期波动造成影响，但这种反复的增减并未能改变铜价的趋势性走势。下半年 10 月将迎来季节性的生产旺季，而此时国内冶炼厂将与矿业巨头之间 2018 年铜精矿长单的谈判将至，双方的博弈会增加。市场对供应方面的变化会尤其敏感，需密切关注风向的变化。

从技术形态上看，近期铜价震荡上行创三个月高位，预计现阶段铜价将维持高位震荡的走势，主要波动区间 46000 元/吨-48000 元/吨附近。从中期来看，全球精铜供需 2017 年维持“紧平衡”的概率较大，后市主线将更多依赖宏观政策博弈与流动性主导，对中期铜价持震荡偏强的观点，主要支撑在 45000-46000 元/吨附近，上方强阻力在 48000-50000 元/吨一线。

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

深圳市福田区彩田路 3069 号星河
湾世纪大厦 A 栋 2908 室
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。