

2019 年 2 月 15 日

星期五

宏观宽松供应偏紧

铜价下跌空间有限

联系人 徐舟

电子邮箱 xu.z@jyqh.com.cn

电话 021-68555105



要点

- 供应方面，全球大型铜矿生产厂家 2018 年四季度产量超出市场预期，处于近年来高位。预计 2019 年 1 季度，全球铜矿产量同比会继续增加，但环比难有增幅，甚至可能下降。2018 年全年产量达到 902.9 万吨，同比增加 8%。这也是国内精炼铜年产量首次达到 900 万吨之上。2019 年由于上半年国内外冶炼厂的检修等因素，预计上半年精铜供应不会明显增加。
- 需求方面，通过对铜下游终端各领域的分析，2018 年国内铜需求表现较好，预计增速在 4% 左右。但是 2019 年，随着宏观经济下行预期以及房地产调控持续，预计国内铜需求增速回落至 2% 左右。
- 在短期铜库存累库周期之下，铜价或会出现回调，但是下跌空间有限。而一旦下游需求启动，叠加供应偏紧，铜价有望出现上涨行情，预计未来一个月沪期铜主要运行区间在 47000-50000 元/吨。
- 风险点：全球经济放缓超预期；国内环保政策超预期。

目录

一、2019 年 1 月行情回顾.....	5
二、宏观经济分析	6
1、欧美日经济数据不佳，美联储加息预期下降.....	6
2、国内宽松政策加码应对经济下行压力.....	6
三、基本面分析	7
1、全球大型铜矿 4 季度产量高于预期.....	7
2、中国精炼铜产量再创新高，进口维持稳中有升.....	9
3、废铜进口大幅下降，但含铜量小幅下滑.....	11
4、精铜库存处于低位，累库力度不及往年.....	12
5、下游消费不容乐观	13
四、行情展望	15

图表目录

图表 1 铜期货价格走势	5
图表 2 上海现货铜升贴水走势	6
图表 3 发达国家 GDP 增速	7
图表 4 发达国家制造业 PMI 指数	7
图表 5 中国 GDP 增速	7
图表 6 中国 PMI 指数	7
图表 7 2019 年全球主要新建扩建铜矿项目跟踪 (万吨)	8
图表 8 全球铜供需平衡表 (万吨)	9
图表 9 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势	10
图表 10 ICSG 全球精炼铜消费变化	10
图表 11 中国铜精矿现货 TC 走势	10
图表 12 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势	10
图表 13 中国铜材产量及增速变化	10
图表 14 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化	10
图表 15 中国精炼铜产量变化	11
图表 16 中国精炼铜消费量变化	11
图表 17 中国精炼铜进口量及增速变化	11
图表 18 中国精炼铜出口量及增速变化	11
图表 19 中国废铜进口单月变化	12
图表 20 中国废铜进口累计变化	12
图表 21 三大交易所库存变化情况	13
图表 22 SHFE 和保税区库存走势	13
图表 23 电力投资完成额变化	14
图表 24 房地产开发投资增速变化	14
图表 25 家用空调产量增速变化	15
图表 26 家用空调库存变化	15

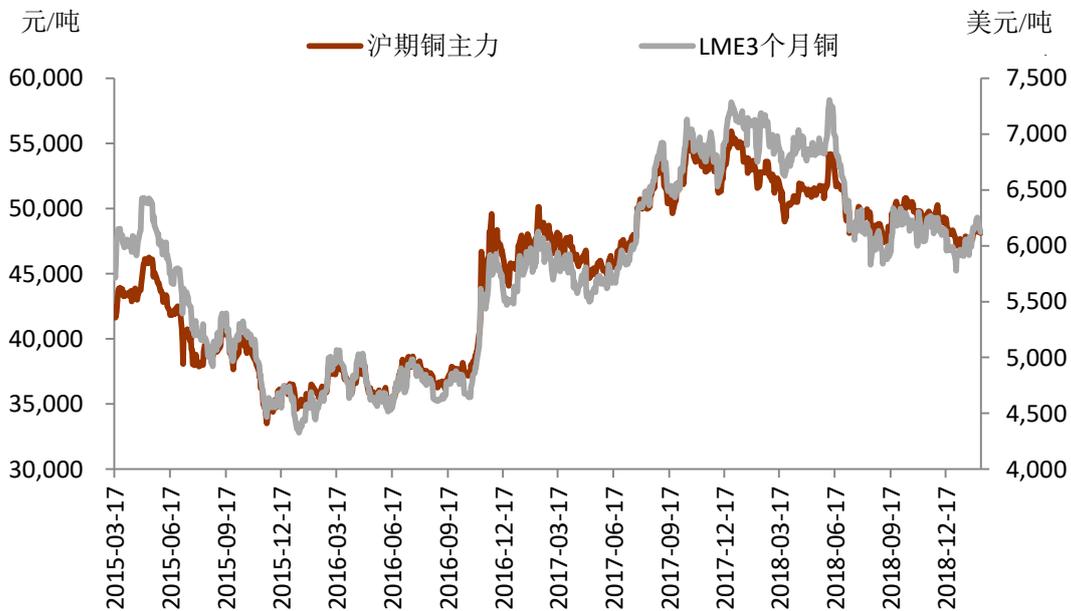
图表 27 汽车产销量变化	15
图表 28 新能源汽车产量及销量变化	15

一、2019 年 1 月行情回顾

2019 年 1 月，铜价整体呈现先跌后涨，探底回升的走势。在进入 2019 年之后，铜价延续了 2018 年 12 月底的跌势，由于现货需求不佳，市场预期悲观，铜价短时间内连续跳水，最低跌至 46210 元/吨。但随着国内降准政策出台，铜价开始企稳，此后美国加息预期下降，以及国内央行在节前释放大量流动性，铜价稳步回升，在 1 月底再次站上 48000 元/吨的整数关口之上。

近期全球各类资产走势开始分化，流动性充裕助推上涨的行情结束，铜价回归供需因素指引，库存持续增加以及长假过后下游消费并未启动，铜价出现回落，跌至 48000 元/吨一线。

图表 1 铜期货价格走势

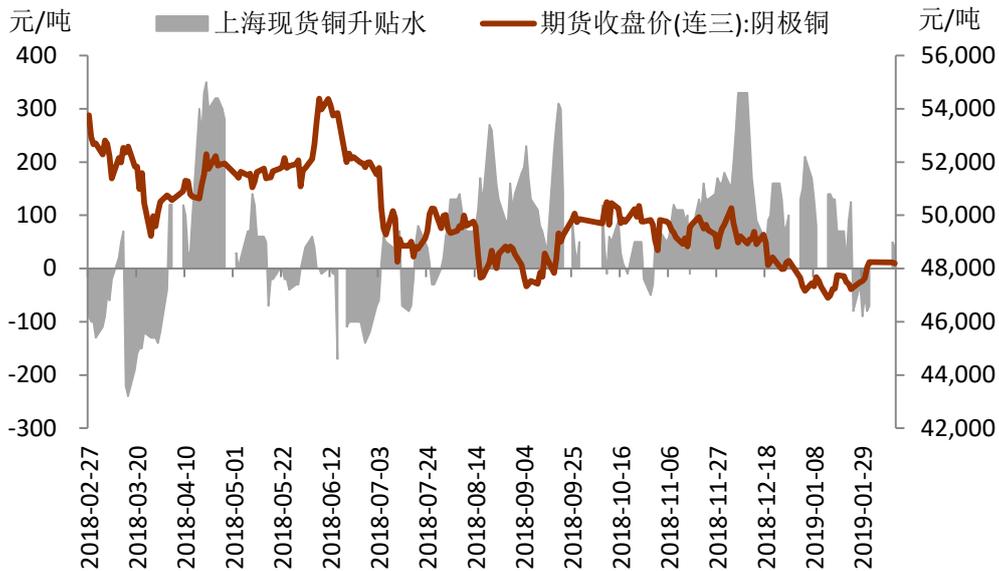


资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

进入 2019 年之后，铜的现货升贴水走势整体比较低迷，从现货升水一路跌至现货贴水。元旦之后，由于短期内铜价大幅下跌，下游出现逢低进场补货，现货升水较 2018 年年底有所上升，最高至 200 元/吨之上。但随着春节假期临近，市场需求下降，补库意愿较差，现货升水逐步下滑，在春节长假之前降至贴水近百元每吨。

近期由于国内外库存持续增加，市场供应充足，现货仍然维持贴水；同时春节长假才过，下游工厂还未完全复工，市场需求有限，因此现货升贴水短期之内难以出现上涨。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、欧美日经济数据不佳，美联储加息预期下降

2019 年 1 月美国制造业 PMI 为 56.6，较 2018 年 12 月 54.3 有所上升；2019 年 1 月欧元区制造业 PMI 为 50.5，较 2018 年 12 月 51.4 有所下滑，这也是欧元区制造业 PMI 近三年来的最低水平；2019 年 1 月日本制造业 PMI 为 50.3，较 2018 年 12 月 52.6 出现较大幅度下滑。

整体来看，美欧日这三大主要经济体制造业 PMI 等先导指标已经开始明显走弱，美国工厂订单、德国工业产出等实际经济活动指标同样低于预期，显示经济下行。近期美联储官员言论逐渐转向鸽派，1 月美联储议息会议纪要偏鸽，因此 2019 年美联储加息预期不断降温，预计 2019 年美联储可能只加息一次，甚至不加息。欧央行方面表态也转向鸽派，此前的缩表表态不见，未来不排除重启扩表操作。

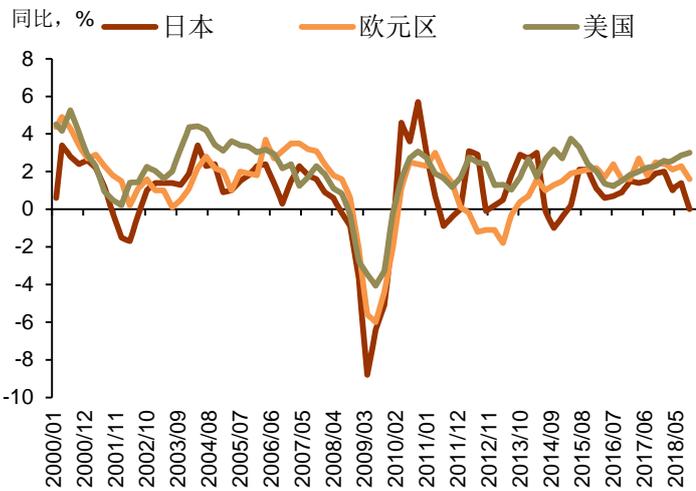
2、国内宽松政策加码应对经济下行压力

2018 年 12 月国内 GDP 当季同比为 6.4%，低于此前 6.5%的水平；2019 年 1 月国内 PMI 位 49.5，略高于 2018 年 12 月的 49.4，连续两个月低于荣枯线；2019 年 1 月财新 PMI 为 49.6，低于 2018 年 12 月的 49.7，同样连续两个月低于荣枯线。

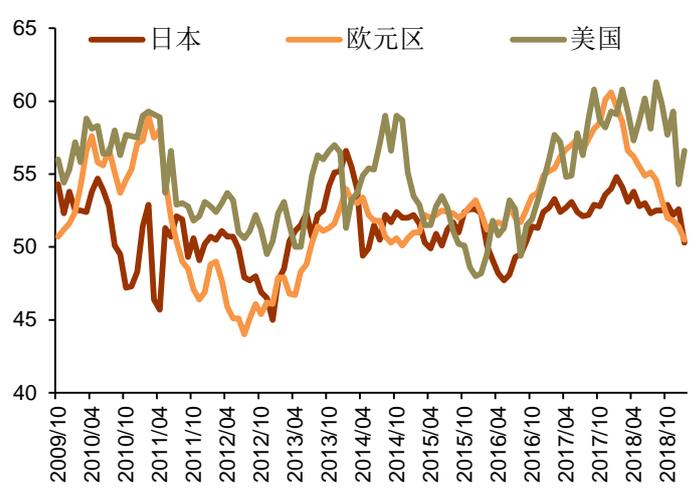
2018 年的去杠杆政策导致国内信用持续收缩，加大了内需下行压力，叠加外需放缓，共同带动国内经济下行。1 月中采和财新 PMI 均保持弱势，财新 PMI 显著跌落，显示经济下行压力持续。然而经济下行压力加大也迫使宽松政策不断加码。央行在年初开启降准操作，

同时信贷和社融也在逐步回升，预计国内经济将获得托底支撑，1 季度经济下行压力有所缓解。

图表 3 发达国家 GDP 增速



图表 4 发达国家制造业 PMI 指数

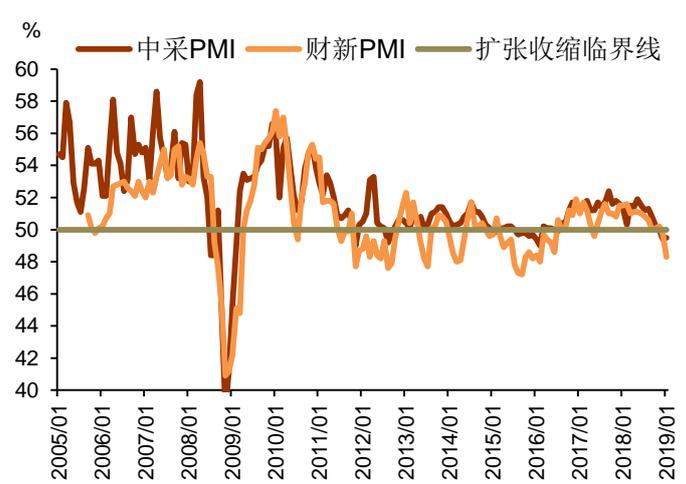


资料来源：Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：Wind, 铜冠金源期货

三、基本面分析

1、全球大型铜矿 4 季度产量高于预期

近期部分海外生产商陆续公布了 2018 年的产量情况以及 2019 年产量计划，从公布数据来看，2018 年这些大型生产商产量高于此前市场预期，对于 2019 年产量计划较为乐观。预计 2019 年 1 季度全球铜矿产量仍将维持在高位，同比继续增长。

嘉能可 2018 年铜产量同比增长 11% 至 145.4 万吨，主要原因是其在加丹加的加工业务重新启动。公司预计 2019 年铜产量为 154 万吨，上下浮动 4.5 万吨。

南方铜业 2018 年第四季度铜产量同比增长 4.0%至 23.5 万吨,主要是由于 Toquepala 矿产量增加(+20.8%)。2018 年全年铜产量同比增长 0.8%至 88.4 万吨,秘鲁 Toquepala(+15.0%)和 Cujone(+1.6%)两处矿厂的产量增长部分抵消了墨西哥矿产量下降的影响。

第一量子公司 2018 年铜总产量 605853 吨,2017 年 573963 吨,同比增长 6%。其中赞比亚的 Kansanshi 矿山铜产量从 2017 年的 250801 吨增加到 2018 年的 251552 吨;土耳其 Çayeli 矿山产量同比增加 19896 吨铜;芬兰的 Pyhäsalmi 矿山铜产量下降,从 2017 年的 13501 吨降至 11904 吨。

五矿资源公告 2018 年第四季度, Kinsevere 生产电解铜 1.85 万吨,同比减少 9%。2018 年全年, Kinsevere 电解铜产量 7.97 万吨,同比减少 1%。公司铜产量总计 38.68 万吨,同比下降 15%。

安托法加斯塔公司 2018 年四季度铜产量跳增至 22 万吨,较前三季度增加 16.8%,去年同期产量为 17.78 万吨。该公司 2018 年全年铜产量为 72.53 万吨,较前一年增加 3%。该公司预期 2019 年铜产量将为 75-79 万吨。

澳大利亚力拓公司 2018 年矿山铜产量为 63.35 万吨,较上年增长 33%。预计 2019 年矿山铜产量在 55-60 万吨之间,2019 年精炼铜产量在 22-25 万吨之间。

必和必拓因集团取消出售 Cerro Colorado 铜矿,铜的生产目标增加到 164.5 万吨至 174 万吨之间。2018 年下半年以铜产量折算的集团产量基本保持不变,全年产量预计与去年持平。

智利铜业委员会称,2018 年智利铜产量总计 583 万吨,同比增长 6%。该国国营铜业公司(Codelco)2018 年产量下滑 1.9%至 180 万吨,全球最大铜矿场埃斯孔迪达同期产量大增 34%。矿石品级自然下降,影响了 Codelco 的产出。

整体来看,全球大型铜矿生产厂家 2018 年四季度产量超出市场预期,处于近年来高位。2019 年,全球缺乏新的大型铜矿开采,全球铜矿增量主要来自于嘉能可 Katanga 的 15 万吨以及第一量子 Cobre Panama 的 15 万吨,此外还有印尼自由港露天转入地下造成的产量下降影响,2019 年全球铜矿增量有限,预计全年增速在 1.4%。预计 2019 年 1 季度,全球铜矿产量同比会继续增加,但环比难有增幅,甚至可能下降。

图表 7 2019 年全球主要新建扩建铜矿项目跟踪 (万吨)

铜矿	国家	公司	2019 增量 (万吨)	时间计划
Katanga	民主刚果	Glencore	15	矿复产
Olympic Dam	澳大利亚	BHP	7	扩产
sentinel	赞比亚	First Quantum	1.5	扩产
Cobre Panama	巴拿马	First Quantum	15	新建, 2018Q4 试车
Kenecott	美国	Rio Tinto	1.5	
Sudbury	加拿大	Vale	3	维护减产恢复
Candelaria	智利	Lundin	1	维护减产恢复
Centinela	智利	Antofagasta	3.5	扩产

Zaldívar	智利	Antofagasta	1	品位提升
Las Bambas	秘鲁	MMG	5	事故后恢复
Grasberg	印尼	Freeport	-20	露天转向地下
Chuquibambilla	智利	Codelco	9	地下矿
Toquepala	秘鲁	Southern copper	10	扩产，2018Q4 试车
Carrapateena	澳大利亚	OZ Minerals	1.5	新建
	合计		54	

资料来源：SMM，Mymetal，铜冠金源期货

2、中国精炼铜产量再创新高，进口维持稳中有升

中国 2018 年 12 月精炼铜产量同比增长 4.5%至 83.9 万吨，为 2015 年 2 月有追溯纪录以来的历史高位。2018 年全年产量达到 902.9 万吨，同比增加 8%。这也是国内精炼铜年产量首次达到 900 万吨之上。由于近两年国内铜冶炼产能的快速扩张，国内精炼铜产量节节攀升，预计 2019 年国内精炼铜产量还将继续增加，达到 930 万吨。但是需要注意的是，今年国内冶炼厂检修大年，包括铜陵有色在内的大型冶炼厂集中在上半年展开大修，预计 2019 年一季度精炼铜产量会有所下降。

进出口方面，中国 2018 年 11 月份精炼铜进口量 32.1 万吨，同比下降 2.37%；2018 年 1-11 月份累计进口 342.4 万吨，同比增加 17.5%。中国 2018 年 11 月份精炼铜出口量 2.39 万吨，同比增加 1.14%；2018 年 1-11 月份累计出口 25.3 万吨，同比下降 14.8%。2018 年全年精炼铜进口窗口打开机会少于往年，但精炼铜进口数量依然继续维持增长。这主要是由于国内废铜供应受到影响，对于精炼铜需求增加，因此整体精炼铜进口数量继续上升。精炼铜出口数量则维持下降趋势，尽管年底出现了部分冶炼企业以手册方式出口情况，但在国内精炼铜整体供应偏紧情况下，出口继续下降。

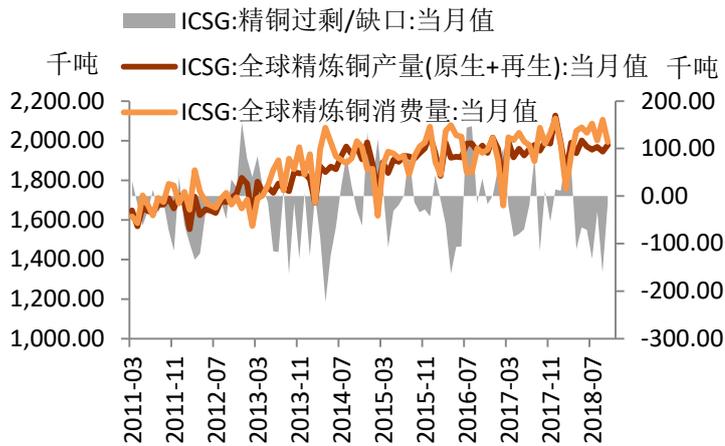
中国 2018 年末锻轧铜及铜材进口量为 530 万吨，比 2017 年增加 19.6%。中国 2018 年 12 月末锻轧铜及铜材进口量为 43 万吨，环比减少 6.5%，同比减少 4.4%。

图表 8 全球铜供需平衡表（万吨）

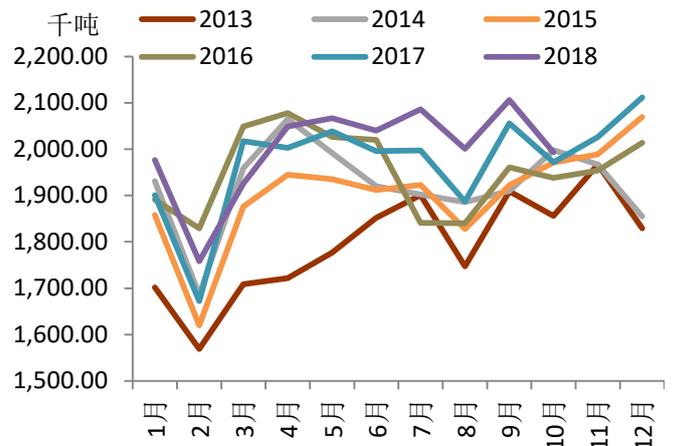
	2016	2017	2018E	2019E
铜精矿产量	2036	2003	2093	2123
增速 (%)	6.3	-1.6	4.5	1.4
精炼铜产量	2333	2356	2423	2465
增速 (%)	1.6	1.0	2.8	1.7
精炼铜需求	2345	2372	2433	2457
增速 (%)	2.1	1.1	2.6	1.0
过剩/缺口	-12	-16	-10	8

资料来源：CRU，铜冠金源期货

图表 9 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势



图表 10 ICSG 全球精炼铜消费变化

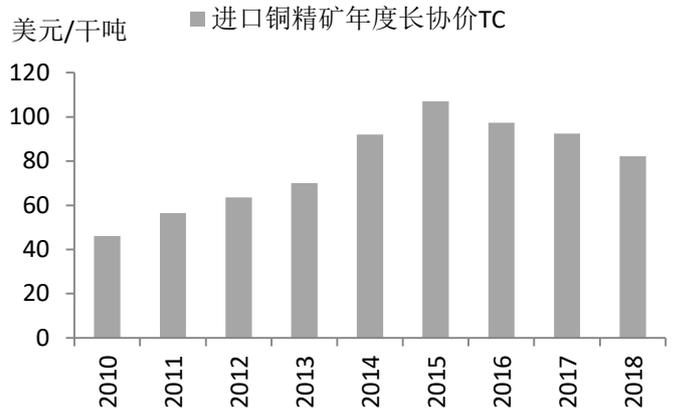


资料来源: Bloomberg, WBMS, ICSG, 铜冠金源期货

图表 11 中国铜精矿现货 TC 走势

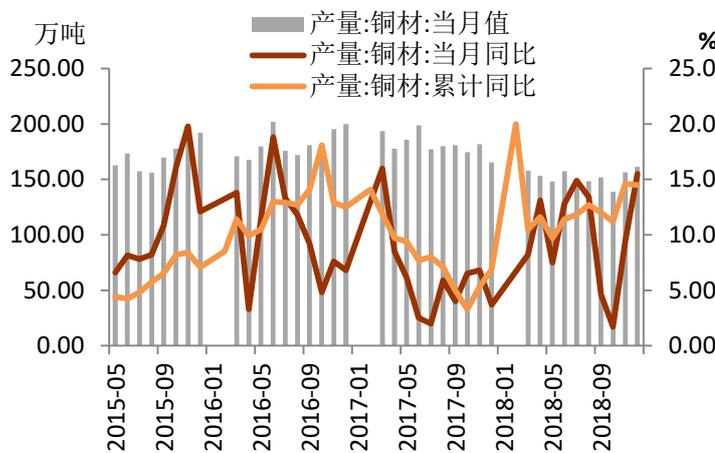


图表 12 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 13 中国铜材产量及增速变化



图表 14 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

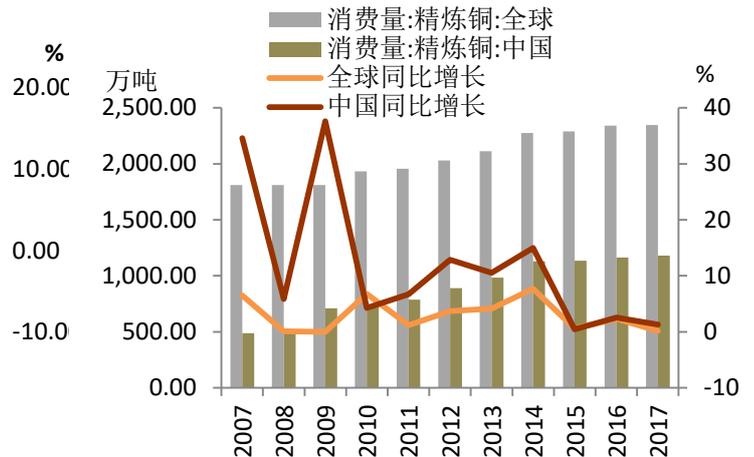


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 15 中国精炼铜产量变化



图表 16 中国精炼铜消费量变化

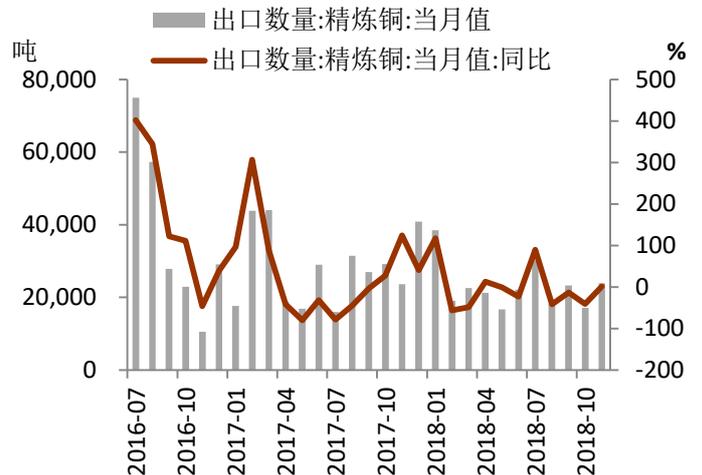


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 17 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 18 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

3、废铜进口大幅下降，但含铜量小幅下滑

中国 2018 年 11 月份废铜进口量 22.1 万吨，同比下降 18.6%； 2018 年 1-11 月份累计废铜进口 216.6 万吨，同比下降 34.2%，创下近十年来最低水平。2018 年国内废铜进口数量延续了 2017 年的下降趋势，这也是政府收紧废铜进口所致。

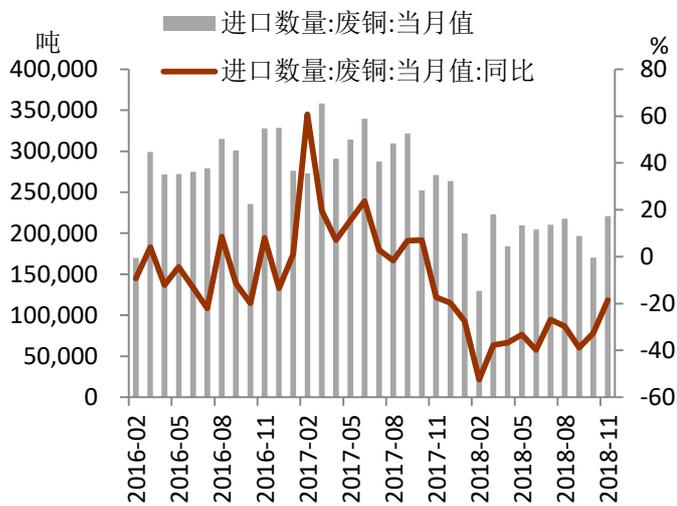
尽管废铜进口数量出现了明显下滑，但是由于废铜进口结构出现了变化，因此进口废铜的含铜量下降幅度小于废铜进口数量的下降幅度。2018 年，国内进口废铜中，“七类”已经向“六类”开始转换，金属含量在提高，根据海关数据测算，2018 年进口废铜平均品位达 61%，高于 2017 年的 42%。

此外，国内精废价差整体走势也出现了收窄。这主要是由于新政策之下，废铜供应下降，精铜供应上升所致。

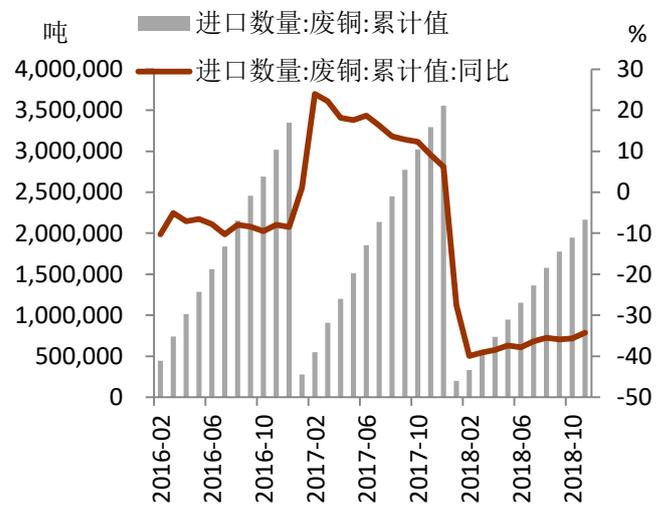
2019 年废铜进口政策将更加严苛。生态环境部、海关总署等联合发布公告，将废钢铁、铜废碎料、铝废碎料等 8 个品种固体废物从《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》，自 2019 年 7 月 1 日起执行。2019 年废七类将被禁止进口，而废六类将被限制性进口。

国家全面禁止“七类”废铜禁止进口，限制性进口“六类”废铜，预计 2019 年废铜进口还将继续下降。而全面禁止“七类”废铜之后，废铜含铜品位提升对于废铜进口数量下降的抵消预计有限，预计废铜进口中铜金属量将下降 18 万吨。因此 2019 年废铜供应将保持紧张格局，精废价差也将继续维持在低位。

图表 19 中国废铜进口单月变化



图表 20 中国废铜进口累计变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

4、精铜库存处于低位，累库力度不及往年

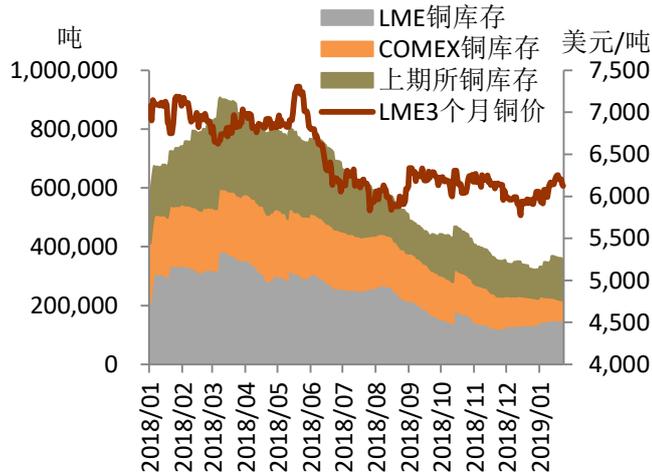
截至 2 月 1 日，LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存分别为 15 万吨、14.3 万吨和 7.6 万吨，合计 36.9 万吨，较去年同期 72.5 万吨下降 49%，较年初 34.9 万吨上升 5.7%。

中国方面，保税区库存 48.3 万吨，国内显性铜库存（SHFE+保税区）为 62.6 万吨，较去年同期下降 4.3 万吨，较年初增加 4.8 万吨。

从库存绝对水平来看，无论是三大交易所库存还是国内显性库存数量都处于近年来的低位；从库存的相对变化来看，目前正处于库存持续增加周期，但是和往年相比，库存增加力度明显低于往年同期水平。

因此，尽管现在铜库存的增加会对铜价形成一定压力，但考虑到库存处于低位，以及库存增幅有限，现在库存增加而造成铜价下跌的空间也有限。

图表 21 三大交易所库存变化情况



图表 22 SHFE 和保税区库存走势



资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

5、下游消费

电网投资下半年发力，期待 2019 继续增加

电力行业是国内精铜消费占比最大的行业。2018 年国家电网计划电网投资 4989 亿元，较 2017 年增加 7.1%。2018 年 1-12 月国家电网实际投资 5373 亿元，累计同比增加 0.6%，扭转了前 11 个月一直低于 2017 年电网实际投资状况。从分月情况来看，可以明显看出 2018 年下半年以来，国家电网当月投资额快速增加，这除了完成年初制定投资计划外，也是国家增加基建投资来缓和经济增速下滑的手段。

虽然目前对于电网在 2019 年投资计划还无从知晓，但是在经济下行背景下，包括电网投资建设在内的基建投资将会是国家积极财政政策的重要手段，结合 2018 年电网投资基数低，2019 年的电网投资依然值得期待。

地产调控仍将继续，2019 用铜不乐观

2018 年 1-12 月份，全国房地产开发投资 120264 亿元，同比名义增长 9.5%，增速比 1-11 月份回落 0.2 个百分点。2018 年 1-12 月，房地产开发企业土地购置面积 29142 万平方米，同比增长 14.2%，增速比 1-11 月份回落 0.1 个百分点。2018 年 1-12 月，房地产开发企业房屋新开工面积 209342 万平方米，增长 17.2%，增速比 1-11 月提高 0.4 个百分点。2018 年 1-12 月，房地产开发企业房屋竣工面积 93550 万平方米，下降 7.8%，增速比 1-11 月提高 4.5 个百分点。

房地产调控政策整体上依然会在 2019 年继续延续，但不排除地方出现部分微调，一城一策。整体来看，2018 年国内新屋开工面积同比高增速预计难以在 2019 年再度出现，预计会大幅下滑；而竣工面积同比增速将会出现回升。因此，随着房地产拿地下降，新开工面积增速下滑，2019 年房地产用铜难言乐观。

空调行业面临高库存难题

2018 年空调行业整体处于产销两旺局面，根据产业在线数据，2018 年 1-12 月家用空调

累计产量 14985 万台，累计同比增加 5.8%；1-12 月家用空调累计销量 15069 万台，累计同比增加 5%。无论是内销还是出口，2018 年空调产销都取得了不错表现。

2019 年市场主要担忧两个问题。首先是销量问题，随着国内商品房销售面积持续回落，空调需求预计也会跟随下降。其次是库存问题，目前空调库存已经处于历史高位，未来将进入去库存周期。因此，2019 年空调行业在销量增速下滑以及主动去库存的预期之下，产量也将回落，对于铜的需求也将回落。

新能源汽车是未来用铜需求亮点

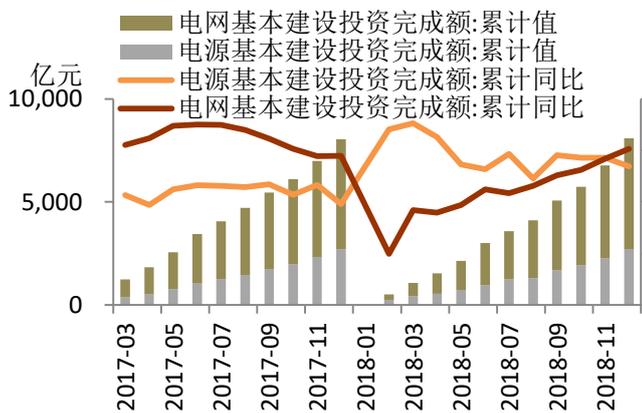
根据中汽协数据，2018 年 1-12 月汽车产量 2781 万辆，累计同比下降 4.16%；1-12 月汽车销量 2808 万辆，累计同比下降 2.76%。这也是近年来国内汽车产销首次出现负增长。无论是从汽车保有量还是居民消费能力来看，国内汽车产销出现拐点，2019 年预计汽车行业仍将延续弱势。但目前国家已经出台汽车下乡政策，预计有望缓解汽车行业下降趋势。

新能源汽车仍是汽车行业的亮点。2018 年 1-12 月新能源汽车产量和销量分别达到 127 万辆和 126 万辆，累计同比增速分别接近 60%和 62%。2018 年国内新增充电桩 85849 个，较 2017 年 72649 个有所增加。随着新能源汽车产量增加，其对铜需求影响也在逐渐加大。整体来看，由于新能源汽车的大幅增长带来的铜需求增加将会是未来汽车行业的用铜需求亮点。

2019 下游终端需求不容乐观

通过对铜下游终端各领域的分析，2018 年国内铜需求表现较好，预计增速在 4%左右。但是 2019 年，随着宏观经济下行预期以及房地产调控持续，预计国内铜需求增速回落至 2%左右。

图表 23 电力投资完成额变化

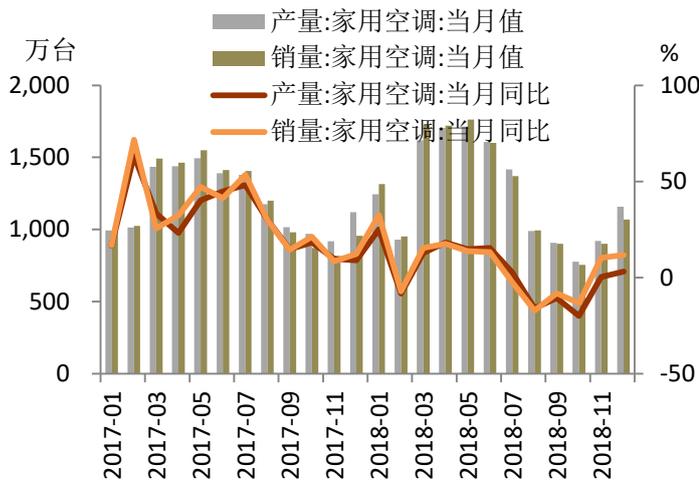


图表 24 房地产开发投资增速变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期

图表 25 家用空调产量增速变化

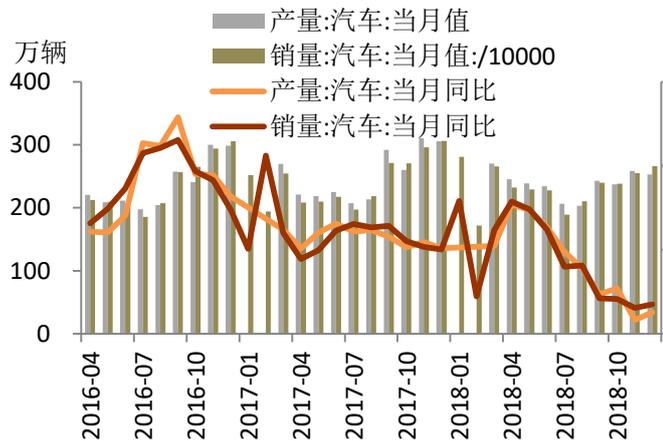


图表 26 家用空调库存变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 27 汽车产销量变化



图表 28 新能源汽车产量及销量变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

四、2019 年行情展望

2018 年年末全球经济开启共振向下进程，美欧日和中国的制造业 PMI 等先导指标明显开始走弱，全球经济下行压力较大。因此，全球主要经济体货币政策也开始转向，美联储加息预期降温，欧央行不再缩表，中国重启降准操作，包括巴西、澳大利亚、印度等央行也进行了鸽派表态，全球货币政策或将再次进入宽松周期。

基本面来看，2019 年铜矿缺乏大型项目投产，增速有限；印度铜冶炼厂何时复工未有下文，国内冶炼厂上半年面临大修，供应难以转向宽松；全球铜库存处于低位，同时累库周期库存增加力度有限；预计对铜价形成支撑。但国内需求难以维持 2018 年高增速，在经济下行压力之下，需求增速将下降，对铜价形成压力。

我们认为，在短期铜库存累库周期之下，铜价或会出现回调，但是下跌空间有限。而一旦下游需求启动，叠加供应偏紧，铜价有望出现上涨行情，预计未来一个月沪期铜主要运行

区间在 47000-50000 元/吨。

风险点：全球经济放缓超预期；国内环保政策超预期

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

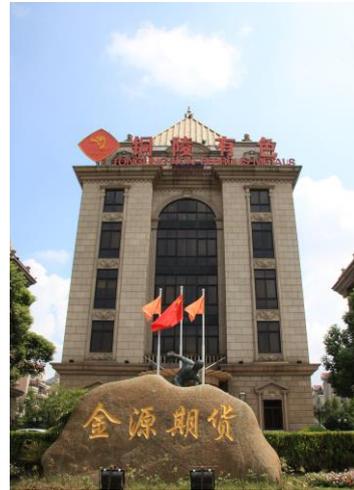
全国统一客服电话：400-700-0188

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
1803、2104B 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

大连市河口区会展路 129 号期货大
厦 2506B
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。吨