国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

2019.4.1

有色金属月报-铜

有色金属策略研究

国元期货研究咨询/有色金属月报

需求预期矫枉过正，铜市有望迎来反弹

摘要

铜精矿：一季度的铜矿供应扰动持续至二季度的可能性预计不大

废铜：废铜不确定性依然存在

精炼铜：二季度全球冶炼产能新增仍不及检修停产带来的冶炼产能减少量，但推算产能减少量将较一季度的有所缓和

终端需求：基建落实带来的铜需求盲目预期在一季度得到修正，但有预期过度修正至过度悲观的嫌疑；虽然空调库存较高，但今年内销较好也许可以刺激空调生产较去年不会下滑太多，空调行业表现也有一定超预期成分

结论：年内铜价尚不存在牛市基础，但我们对二季度铜市相对看好，并预计铜价将在二季度走出一轮反弹行情

国元期货研究咨询部

电话：010-84555195

相关报告

早盘直通车：8 点 30 之前

每日点睛：16 点之前

周报：周一 16 点之前

目录

一、行情回顾 1

二、全球宏观经济下行压力依旧 1

2.1 美联储货币政策验证美国经济增长压力 2

2.2 欧元区经济仍然不佳 2

2.3 中国出台更多经济刺激举措 2

三、二季度供应问题或有缓和 3

3.1 矿山扰动叠加助推铜矿紧张，二季度将有缓和 3

3.2 废铜供应符合预期，但存在潜在风险 3

3.3 二季度全球精炼铜供应较一季度宽松 4

四、终端需求预期矫枉过正，旺季需求仍然可期 4

4.1 农村配网建设仍将拉动铜需求 4

4.2 空调高库存带来的生产抑制作用被内销部分抵消 4

4.3 汽车行业仍处寒冬 5

五、后市展望 5

图表 1 一季度伦铜走势.....1
图表 2 国内空调库存情况.....4
图表 3 国内汽车产量.....5

一、行情回顾

一季度铜价以震荡反弹为主，从具体趋势来看主要分为两个阶段：年初最低下试 5725 美元受到明显阻力后，铜价开启反弹走势，受中美贸易谈判将取得积极进展的乐观预期叠加供应端连续出现问题等利多因素推动，2 月 20 日铜价突破 5900-6350 美元的前期震荡区间。后铜市利多出尽，再加上市场对于需求端的乐观预期过度透支，铜价反弹动力明显减弱，开始高位震荡整理，3 月 21 日、22 日，美国 PMI 爆冷，3 月期美债收益率升破 10 年期美债收益率，收益率曲线出现自 2007 年来首次倒挂令没有关注焦点同时又信心脆弱的市场深受打击，铜价深受拖累大幅下挫，重新回到 6300 美院附近。国内铜价走势与伦铜相似。

图表 1 一季度伦铜走势

数据来源：文华财经，国元期货

二、全球宏观经济下行压力依旧

受全球金融环境收紧、贸易紧张局势持续等因素影响，世界银行在 1 月 8 日发布最新一期《全球经济展望》报告中下调今明两年全球经济增长预期，2019 年和 2020 年全球经济增速预计将分别放缓至 2.9%和 2.8%，较世行 2018 年 6 月预测值均下调 0.1 个百分点。随后，1 月 21 日，国际货币基金组织发布的《世界经济展望》报告中，也将 2019 年全球经济增速预期下调至 3.5%，为三年来最低。

2.1 美联储货币政策验证美国经济增长压力

一季度，全球经济增长压力不断显现。年初公布的美国 12 月 ISM 制造业指数虽在扩张区间，但创 2008 年以来最大跌幅，随后美联储公布经济状况褐皮书，表示美国多数地区经济温和增长，但经济增速疲软。1 月末 FOMC 议息会议如市场预期宣布不加息，联邦基金利率目标区间为 2.25%-2.5%不变，同时，美联储发出了暂停加息的最强信号，声明承诺对进一步加息有耐心，将经济表现从“强劲”下调至“稳固”，并新增三大段承诺灵活调整缩表，并提及中欧经济增长放缓和英国硬脱欧风险。此后，美国数据良莠不齐，虽然一月制造业指数以及非农等重要数据表现较强，但二月数据再度转弱，ISM 制造业指数以及非农就业数据均不及预期值，美联储的货币政策态度也逐渐明确，2 月 21 日货币政策会议纪要显示几乎所有官员希望今年结束缩表，3 月 21 日的 FOMC 会议更是超预期地明确 9 月末停止缩表，拟在 5 月将美债缩表规模减半，且多数官员预计年内不加息，而且下调了今、明两年的美国 GDP 及通胀预期。前两年美国经济增长速度都高于美国的潜在增长率，但由于特朗普减税政策带来的财政刺激政策的退出、利率的上升以及美国与中国的贸易战，美国经济增长问题不断凸显。

2.2 欧元区经济仍然不佳

欧元区经济同样表现不佳：一月制造业虽然是高于荣枯线的 50.5，但却是自 2014 年 11 月以来最低值，后欧洲央行维持三大利率不变。2 月 PMI 便跌至荣枯线以下，为 2013 年 6 月以来首次，领先指标 PMI 提示欧洲经济引擎德国也自今年 1 月份起进入收缩区间，3 月 7 日欧洲央行声明表示，将至少在 2019 年底前保持利率不变，较此前会议给出的宽松时间维持到 2019 年夏推后半年，同时将推出新的一系列每季度一次的定向长期再融资操作(TLTRO-III)，从 2019 年 9 月开始，至 2021 年 3 月结束，每次操作（贷款）期限均是两年。

自 2017 年 6 月英国公投脱欧以来，由于英吉利海峡两边、英国各政党间、英国一些党派内部在博弈中充斥着“不信任感”，脱欧进程跌宕起伏。“脱欧”问题举步维艰使得英国与欧盟之间的信任进一步下降，而英国各党派短期内很难找到各方均能接受的解决方案，推迟脱欧成为短期延缓危机的无奈选择。目前，欧盟领导人将英国脱欧“悬崖边缘”推迟至 4 月 12 日，但英国脱欧进程仍是一把达摩克利斯之剑。

2.3 中国出台更多经济刺激举措

由于金融监管收紧、抑制影子银行部门以及以中美贸易战为代表的国际冲突加剧，中国经济增速放缓，国内官方 PMI 自 2018 年 12 月起连续落入收缩区间，反应中小企业经营状况的财新 PMI 同期也均跌落 50 以下。3 月 5 日，李克强总理在政府工作报告中提出，今年 GDP 增速预计为 6-6.5%，低于 2018 年的同比

增长 6.6%。货币政策方面，为提振经济，1 月 23 日，央行开展一季度定向中期借贷便利 2575 亿元，实际使用期限三年，可见政策层面对于 2019 年经济下行预期的判断，我们认为央行此次定向宽松与 2014 年类似，源于政策层面对经济缓慢下行的判断，结合减税的宽松的财政政策，温和调控宏观经济。如经济下行出现显著加速，则全面降息降准可期。财政政策方面，国家加大基建批复力度，其中，2019 年铁路建设投资提高到史上最高的 8500 亿元，新开工里程同比激增 45%至 6800 公里；3 月 15 日，十三届全国人大二次会议闭幕后，李克强答记者问表示，不会让经济运行滑出合理的区间，4 月 1 日就要减增值税，5 月 1 日就要降社保费率，全面推开，财政政策和货币政策双向发力，稳定国内经济增长。

三、二季度供应问题或有缓和

3.1 矿山扰动叠加助推铜矿紧张，二季度将有缓和

纵观 2019 年，海外矿山将增加约 39 万吨的铜精矿供应量，主要来自于：第一量子旗下 Cobre panama 项目，2019Q1 运营，2020 满产，预计增加铜精矿 10 万吨；铜陵有色旗下米拉多铜矿，该矿预计将在 2019 年一季度完工，二季度试生产，预计增加铜精矿增量 9.6 万吨；智利国家铜业旗下 Chuiquicamata 铜矿，由于转入地下开采，铜精矿增量预计增加 8.9 万吨；南方铜业旗下的 Toquepala，预计增产 8.5 万吨；必和必拓旗下 Olympic Dam 铜矿，预计增产 5.4 万吨。从铜精矿增加情况来看，较 2018 年的约 45 万吨增速放缓。

考虑到智利强降雨一直持续到二季度的可能性不大、自由港已获得印尼政府新颁布的出口许可证、Las Bambas 受当地土著居民封锁为短期困扰，而南方铜业旗下 Toquepala 项目以及第一量子旗下 Sentinel 扩产持续稳定带来增量，二季度铜精矿供应扰动预计较一季度会有所缓和。

3.2 废铜供应符合预期，但存在潜在风险

1-2 月国内废铜累计进口量同比减少 25%至 24.8 万吨，2019 年废七类进口全面禁止，据十位海关编码数据统计，2018 年七类废铜金属量占总废铜进口金属量的 16%左右，由于国内废铜的结构中，进口废铜供应占据绝对比重，国内废铜生产虽然有新产能，但由于进口依存度过高，国内新增废铜产能对废铜供应影响微弱，因而，二季度废铜供应仍将由于废七类禁止进口而继续收紧。不过值得注意的是，新年伊始市场传出消息，称有关部门正在研究制定回收铜、回收铝原料产品质量标准，符合国家有关产品质量标准的回收铜、回收铝原料产品不属于固体废物，可按普通自由进口货物管理，这令今年的废铜供应充满不确定性。

3.3 二季度全球精炼铜供应较一季度宽松

一季度，海外冶炼厂检修较多，进入二季度，Sterlite 停产依旧，Pasar 检修将持续到 5 月、Aurubis 迎来检修以及 Onsan 检修持续，合计影响产能约为 18.4 万吨。国内来看，二季度冶炼厂迎来集中检修期，祥光、金隆、紫金等均在二季度迎来大规模检修，推算影响产能为 18.15 万吨，而国内冶炼厂新增产能有南国铜业 30 万吨产能释放。纵观二季度全球冶炼产能新增仍不及检修停产带来的冶炼产能减少量，但推算产能减少量将较一季度的有所缓和。

四、终端需求预期矫枉过正，旺季需求仍然可期

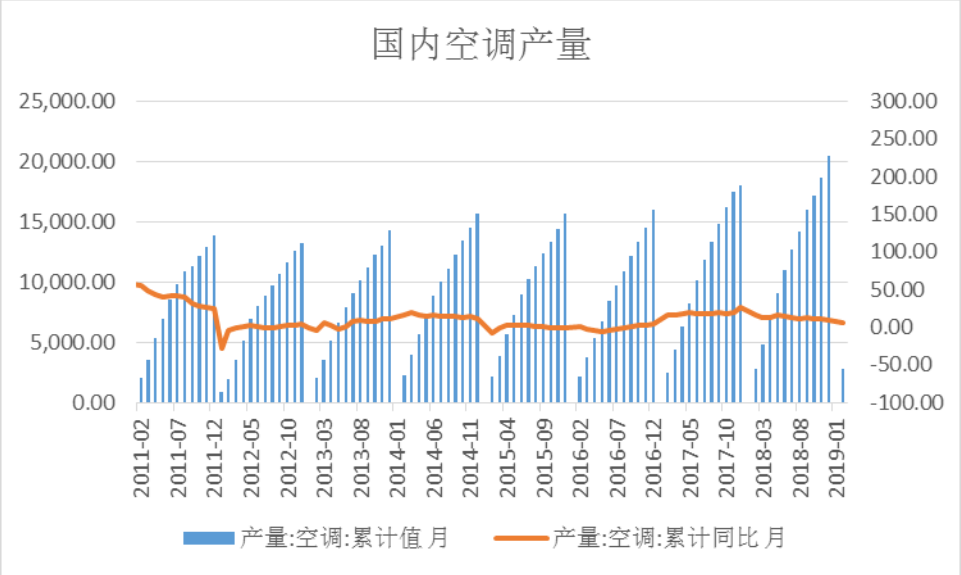
4.1 农村配网建设仍将拉动铜需求

据报道，根据今年政府工作报告“完成新一轮农网升级改造”的要求，国网明确，今年将完成青海、西藏外“三区两州”（不含云南怒江州）和中西部贫困地区电网建设任务；南网要以市州为单位全部提前实现国家新一轮农网改造升级目标。最新公布的数据显示，今年 1-2 月，电源基本建设投资完成额累计值同比降低 3.57%值 243 亿元，同期电网基本建设投资完成额累计同比降低 8.96%至 244 亿元，但这并不足以支持今年农网建设将表现疲弱并带来铜需求不佳的观点。

4.2 空调高库存带来的生产抑制作用被内销部分抵消

最新公布的数据显示，2019 年 1-2 月家用空调产量同比增长 6.2%至 2788.5 万台。 一季度空调库存得到了一定程度消化，截至二月末，已经从去年底的 1012.2 万台降低至 974 万台，库存消化掉 38.2 万台，不过目前空调库存仍然处于高位。一季度国内空调产量较去年同期并不低，同期出口明显放缓，这表明库存的消耗主要来自内销。考虑到 2 月-4 月空调生产仍将进一步有所提升，虽然空调库存较高，但今年内销较好也许可以刺激空调生产较去年不会下滑太多，这是有一点超预期的。

图表 2 国内空调库存情况

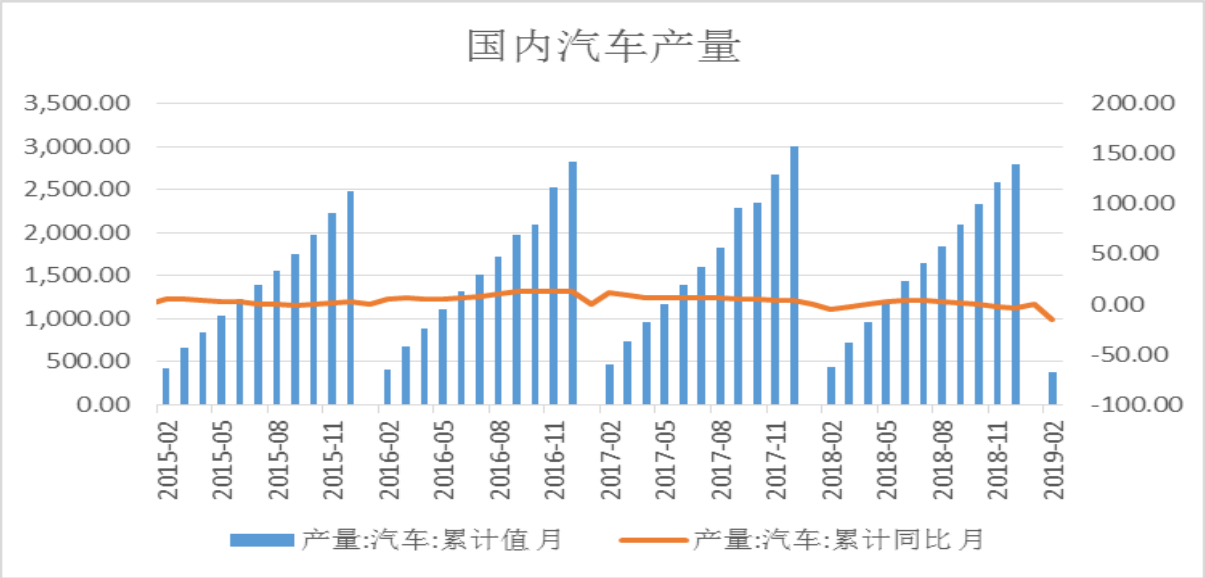


数据来源：Wind，国元期货

4.3 汽车行业仍处寒冬

一季度汽车行业仍然处于去库存阶段，1-2 月国内汽车产量累计同比降低 15.1%至 372 万辆，产量收缩明显，销量仍然延续同比负增长，产销双双放缓，汽车行业仍需更多时间消化高库存。

图表 3 国内汽车产量



数据来源：国家统计局，国元期货

五、后市展望

一季度，全球宏观经济数据均提示经济下行压力，中美贸易谈判距离全面偃旗息鼓仍然尚远，市场情

绪较为脆弱。从目前全球主要国家的政策倾向来看，虽然经济增长压力较大，但主要经济体均已经明确意识到压力并在积极寻求经济刺激措施，因而，虽然有宏观经济增长面临压力注定了铜市牛市缺乏基础，但刺激政策的出台将推动市场乐观预期，并不妨碍铜价走出短期反弹行情。

基本面来看，一季度的铜矿供应扰动持续至二季度的可能性预计不大，废铜不确定性依然存在，二季度全球冶炼产能新增仍不及检修停产带来的冶炼产能减少量，但推算产能减少量将较一季度的有所缓和，因此，预计供应端在二季度对铜价的支撑作用将有所减弱。而需求端，基建落实带来的铜需求盲目预期在一季度得到修正，但有预期过度修正至过度悲观的嫌疑，虽然空调库存较高，但今年内销较好也许可以刺激空调生产较去年不会下滑太多，因此空调行业表现也有一定超预期成分。

基于此，虽然我们认为年内铜价尚不存在牛市基础，但我们对二季度铜市相对看好，并预计铜价将在二季度走出一轮反弹行情。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，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。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218 网址：www.guoyuanqh.com

国元期货总部
地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
邮编：100027
电话：010-84555000 传真：010-84555009

合肥分公司
地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115908

福建分公司
地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522

通辽营业部
地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号（世基大厦 12 层西侧）
邮编：028000
电话：0475-6380818 传真：0475-6380827

大连营业部
地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
邮编：116023
电话：0411-84807140 0411-84807540 传真：0411-84807340-803

青岛营业部
地址：青岛市崂山区苗岭路 28 号金岭广场 1502 室
邮编：266000
电话：0532-80936887 传真：0532-80933683

郑州营业部
地址：郑州市未来路与纬四路交叉口未来大厦 1410 室
邮编：450000
电话 ：0371-53386809/53386892

上海营业部
地址：上海市浦东松林路 300 号期货大厦 3101 室
邮编：200122
电话：021-68401608 传真：021-68400856

合肥营业部
地址：安徽省合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层
邮编：230001
电话：0551-68115888 传真：0551-68115897

合肥金寨路营业部
地址：合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼
邮编：230001
电话：0551-62890051 传真：0551-62890051

西安营业部
地址：陕西省西安市高新区高新四路 13 号朗臣大厦 11701 室
邮编：710075

重庆营业部
地址：重庆市江北区观音桥步行街 2 号融恒盈嘉时代广场 14-6
邮编：400020

厦门营业部
地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号磐基中心商务楼 1707-1708 室
邮编：361012
电话：0592-5312922、5312906

深圳营业部
地址：深圳市福田区百花二路 48 号二楼
邮编：518028 电话：0755-36934588

唐山营业部
地址：河北省唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室

龙岩营业部
地址：厦门市思明区莲岳路 1 号磐基商务楼 2501 单元
邮编：361012 传真：0592-5312958

杭州营业部
地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
联系电话：0571-87686300