

2015 年中基本面展望 ——铜，夹缝求生

张天丰

高级研究员

期货执业证书编号: F0254841

期货投资咨询编号: Z0001868

zhangtf@dxqh.net

黄晓倩

研究员

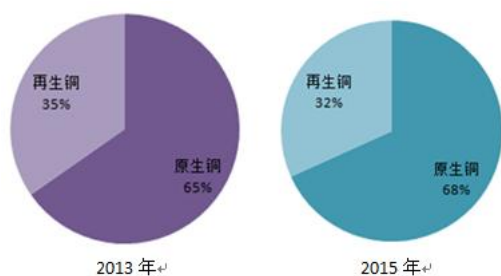
期货执业证书编号: F3012845

huangxq@dxqh.net

- 全球精矿供应上半年受诸多因素干扰，产量增速放缓，废铜进口亦延续着下滑的趋势，精铜原材料供应较预期收紧，制约着精铜产量的大幅增长；
- 上半年精铜产量增速放缓，主要因冶炼厂检修影响；然而微薄的利润或会使得冶炼厂维持着较低的开工率；
- 库存的变化反应全球精铜区域性的供需失衡。中国进入去库存阶段，LME 库存却在旺季持续攀升，内外升贴水缺口不断放大；
- 下半年精铜需求的亮点仍聚焦于政府项目刺激。代表消费性需求的铜产品存在去库存压力，但代表政府性项目需求的铜产品仍有较大的增长空间；
- 欧美经济基本企稳，厄尔尼诺现象等因素抑制着铜矿供应的增长，铜价受到有效支撑；但中国经济下行，对铜需求的担忧挥之不去，美国加息预期不断增强，铜价压力较大；
- 短期铜价将在 37000-39000 震荡，中长期铜价运行区间或维持在 36000—44000，预计年均价将在 41500 附近。

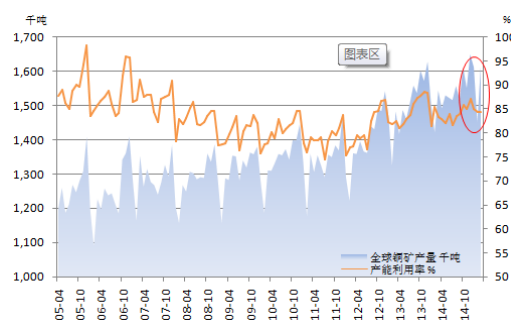
回顾 2015 年上半年，中国精铜供需出现双放缓的形态，供需平衡并未出现年初预料的大幅过剩的局面。而基本面的薄弱除了受到原材料供应收紧、精铜产量放缓、净进口负增长的冲击，下游需求疲弱并不见回暖迹象，使得铜价缺乏上升推助力，上半年呈现冲高回落的态势。但是基于对下半年国家政策性支持的预期，精铜消费仍有提升空间，而精铜供应将保持着相对缓慢的增速运行。

图 1 2013-2015 年铜矿为原材料占比增长



来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

图 2 全球铜矿产量增速放缓



来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

图 3 矿石品位被下修



来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

表 1 主矿品位下降 10% 人工成本增加 7%

A 矿山——露天矿、生产铜精矿，剥离比 1:1						
原矿石产量（百万吨）	品位（%Cu）	回收率（%）	铜产量（千吨）	人工数量	增幅（%）	
20	1%	90%	180	540		
22.22	0.90%	90%	180	576	6.67%	
B 矿山——地下矿、生产铜精矿、分段剥运法，500 米竖井运输						
原矿石产量（百万吨）	品位（%Cu）	回收率（%）	铜产量（千吨）	人工数量	增幅（%）	
10	2%	90%	180	1055		
11.11	1.80%	90%	180	1139	6.89%	

来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

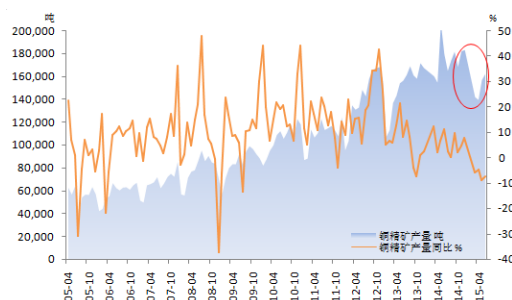
➤ 原材料供应收紧

精铜是通过对开采的铜精矿与回收的废铜进行冶炼加工而成，阐述精铜基本面的变化，应先从上游的铜矿与废铜的供应开始讲起。铜矿作为精铜主要的原材料供应，全球使用占比达到了约 80%。中国市场亦是如此，以铜矿为原材料的占比保持在 65% 以上。然而 13-15 年，这两年间，铜矿使用比例上涨了 3%，目前达到 68%。（这也意味着使用废铜的比例由 35% 下降至 32%。精铜产量逐年递增，而废铜使用率却在下降，亦从侧面印证废铜需求放缓，进口下滑的现象）。

作为精铜生产的主要原材料，铜矿产量在年内却面临产量增速放缓的尴尬。截止 4 月，全球累计铜矿产出 158.7 万吨，月均同比增长仅 5.16%，较去年提升了 0.4 个百分点，然而对比 2013 年 8.33% 的数据，产量增速减缓显著。造成这一现象主要因为年内几大产铜国先后遭受洪灾、罢工、断电等因素冲击，造成生产停滞，产量较计划下调。例如，作为全球第一大产铜国智利（约占全球铜矿产量 32%），3 月北部主要铜矿带阿塔卡玛区和安托法加斯塔区遭受洪灾导致道路运输中断，数个铜矿被关闭（Michilla、Centinela、Distrito Norte、Salvador、Caserones 等），造成 160 万吨产能的生产被搁置。虽然大部分矿厂于 3 月底陆续恢复生产，满负荷运行，但粗略估计，仍造成 15 年上半年逾 35 万吨的产量收缩（2015 年 1-6 月，智利铜产量为 294 万吨，较去年同期增加 2.4%，较年初设定的 5% 增长目标缩减近一半）。赞比亚作为非洲第二产铜大国，铜矿产量占全球产量约 5%。15 年赞比亚遭受了干旱的袭击，造成水坝水位不断降低，供电减少 16%，而这一比例近期已经上调至 30%，部分铜矿企业不得不停工减产；而持续发酵的税收争议也使得铜矿企业成本抬升，开工意愿回落，故赞比亚今年上半年铜产量增速较上年同期放缓至 2.1%。

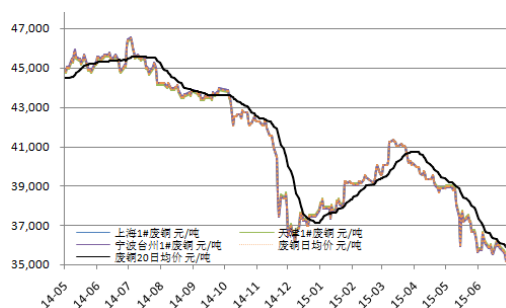
除了上游自然因素造成的干扰外，不断攀升的成本也是造成铜矿产量减少的原因之一。无论是露天矿还是坑采矿，矿石品位近年来均呈现逐年下滑的趋势。根据 CRU 的报告估计，矿石品位每下降 10%，人工开采成本将提升约 7%。按照年初我们的估计，15 年矿石品位

图 4 中国铜矿产量同比负增长



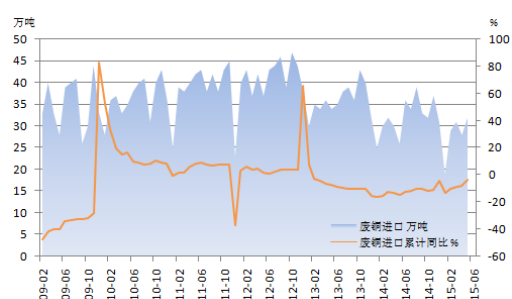
来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

图 5 废铜价格冲高回落



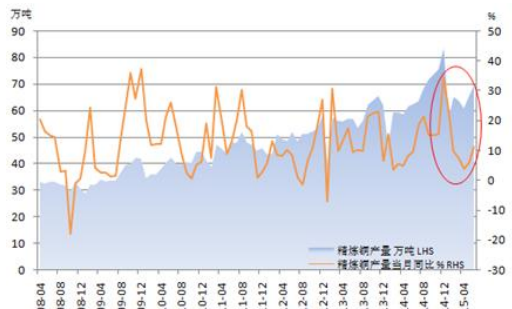
来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

图 6 废铜进口持续下降



来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

图 7 中国精铜产量增速放缓



来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

较 14 年平均下降 15%（14 年均值 0.7，降至 15 年均值 0.6），这意味着超过 10% 的成本增加。而全球最大的矿山——Escondida 受矿石品位下滑困扰，下调 16 年产量至 96 万吨（2015 年该矿产量预计为 123 万吨），降幅达到 22%，平均每季度将减产 4.5 万吨的铜矿供应。上半年低迷的铜价，对应着不断攀升的成本，矿石输出的降低也是符合逻辑的。

全球铜矿生产增速放缓，在产能利用率上也能得到相互印证。自进入 15 年，产能利用率一直在 84%—85% 区间徘徊，相较于 12 年年底至 13 年期间 87% 的利用率，铜矿产能并未得到合理、高效的应用，产能未能得到充分释放，产量增速放缓是不可避免的趋势。

全球铜矿生产面临困境，中国也无法幸免——15 年上半年铜精矿产量同比增速均值为 -6.62%（去年同期 11.11%），累计同比下滑 4.68%。作为全球最大的精铜消费国，中国消费量约占全球铜消费 40% 以上，而自身铜矿产量只占了全球不到 9%，仅能够满足约 10% 的精铜生产需求。中国大部分的铜矿供应依靠进口来满足，而全球铜矿产量增速放缓，对上半年铜矿进口亦造成打击，1-6 月铜矿累计进口 600 万吨，同比上涨 11.6%（去年同期值为 47.1%）。

精铜矿供应的收缩，作为替代品废铜的需求量并没有随之出现显著提升。中国对废铜的回收并未普及，冶炼精铜所需的废铜主要依靠进口，而 1-6 月累计废铜进口 139 万吨，同比下降 3.8%。废铜供应的减少主要因为废铜冶炼成本的增加。目前国内废铜 20 日均价已经逼近铜精矿的生产成本——38500 元/吨。若把人工成本、运输成本、仓储成本等加入废铜生产成本一并考虑，在相同的价格成本条件下，冶炼厂更偏向于使用铜矿作为原材料，因为冶炼精铜的同时，可以从废渣中提炼金、镍等其他金属，为冶炼厂带来边际效益。再者，在 13 年海关绿篱行动的作用下，冶炼商、贸易商对废铜的进口需求也在不断下滑，因为废铜进口需要进行严格的检查与审批，繁琐的手续导致货物停留港口的时间增长——存放成本增加。与此同时，废铜与现货铜的价差也在不断收窄，意味着冶炼精铜所带来的收益被压榨，冶炼商使用废铜的意愿被削减。废铜进口量的缩减，使得市场供应紧张，废铜与现货价格甚至在年内一度出现价格倒挂，以废铜为原材料的冶炼厂年内始终位于盈亏线下方，对废铜的需求难以起到提振作用。

综上所述，精铜的上游在年内均呈现供应短缺的状态，对精铜生产形成一定的压力。

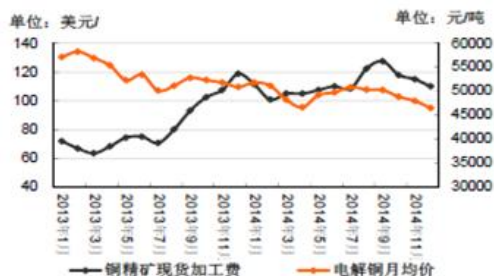
➤ 精铜产量增速放缓

表 2 2015 年冶炼厂停工检修安排

公司	产能(万吨)	开始时间	装限时间	备注
上海大冶	70	2015年1月初	2015年2月底	检修
上海大昌	6	2015年1月中旬	2015年2月底	停产
兰溪自立	8	2015年1月底	2015年4月中旬	检修
白银有色	20	2015年2月	2015年2月	检修
富露江	20	2015年3月初	2015年3月底	检修
云南铜业	60	2015年3月	2015年4月	检修
广西金川	40	2015年4月底	2015年5月中旬	检修
云铝铜业	10	2015年5月初	2015年6月中旬	检修
中条山有色	20	2015年5月初	2015年5月底	检修
豫光金铅	10	2015年5月中旬	2015年5月底	检修
贵冶金铅	12	2015年5月中旬	2015年5月底	检修
金川集团	80	2015年5月中旬	2015年6月中旬	检修
阳谷光远	50	2015年5月下旬	2015年6月底	检修
铜德有色	18	2015年5月底	2015年6月中旬	检修
贵冶云铜	12	2015年6月中旬	2015年8月上旬	检修
富露集团	20	2015年7月初	2015年8月15日	检修
贵冶铜业	20	2015年8月初	2015年8月下旬	检修

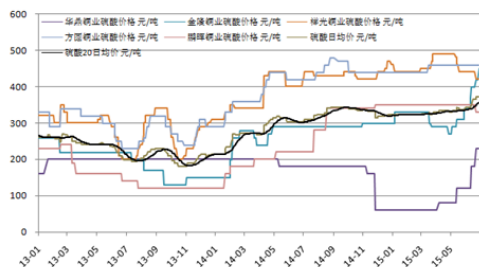
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图 8 TC 与现货铜价关联度增强



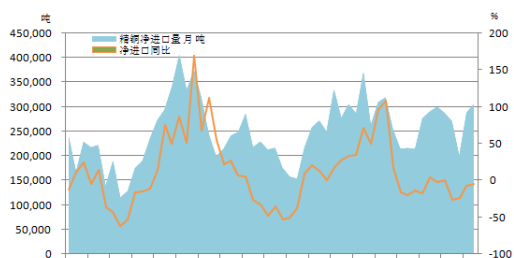
来源: SMM, 东兴期货投资咨询部

图 9 硫酸价格企稳



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图 10 精铜净进口同比负增长



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

原材料供应缩减的影响在精铜生产上亦有所显现,截止6月,累计精铜产量接近378万吨,累计同比增长7.2%(前值9.2%,2013年同期增速为13.9%)。其中,2-5月份精铜产量同比增速是持续下降的,上半年产量增速呈现一个前高后低的态势。然而,造成精铜产量放缓的原因,除了之前讨论的原材料供应短缺外,还有以下几点:

1. 冶炼厂集中停工检修。随着铜价持续走弱，冶炼商自一季度开始便逐渐进行停工检修，月均影响产能逾 80 万吨；
2. TC/RC 下调，冶炼厂利润被侵蚀。铜矿供应收缩，最直接影响体现在 TC/RC 的费用上，今年年度合同中的铜精矿 TC/RCs 分别为每吨 107 美元和每磅 10.7 美分，现货加工费在 2 月曾一度上涨至每吨 120 美元和每磅 12 美分，但进入三季度铜精矿 TC/RCs 下调至每吨 90 美元和每磅 9 美分。1-6 月份，TC/RC 由峰值回落近 25%，意味着冶炼企业利润率的缩减接近 25%。
3. 废铜为原材料的冶炼厂长期处于盈亏线之下，也抑制着精铜产量的增加。

偏低的开工率也印证着精铜供应收缩这一事实，去年 12 月开工率位于 95% 的高位，而进入 6 月，冶炼厂开工率降至 70.23%，降幅超过 20 个百分点。

然而，铜矿供应的收紧，造成精铜产量增速回落，并未能提振铜价走高，TC 与铜价自 14 年起关联性增强，保持着一致向下的步伐。铜价的走低，使得冶炼厂开工意愿减弱，对铜矿需求降低，从另一方面，也抑制着矿商增产意愿，精铜产量进入一个恶性循环。虽然精铜产量增速放缓，但产量还是在增加，因为冶炼厂受到利润的催动，仍保有生产动力。这一动力来自于副产品硫酸。平均生产 1 吨精铜能产生 2.5-3 吨硫酸，而硫酸均价在 1-6 月一直企稳于 350 元/吨，但较 13 年跌破 200 元/吨仍是较为乐观的。粗略估计，当前平均生产一吨精铜可带来近 960 元的边际收益，从而在一定程度上弥补了冶炼利润上的降幅。

► 精铜净进口出现负增长

精铜产量放缓,而净进口供应也不见好转。上半年精铜净进口 155.88 万吨,同比下降 10.2% (而去年同比上涨 84.9%)。15 年较 14 年净进口变化之大,一部分原因是由于青岛融资铜事件引发的进口需求减少所致。由于银行自 14 年 6 月起收紧融资信用凭证的签发,使得融资难度加大,融资需求大幅萎缩,对精铜进口形成打击。另一方

面，1-6 月份沪伦比值多次触及 7.0 下方，进口贸易失去盈利空间，故对进口需求出现回落（上半年进口累计同比下降 10.74%，而 LME 期现升贴水亦从开年的升水 71.5 美元/吨持续下滑至 6 月底的贴水 16 美元/吨）。然而，近月伦铜价格不断刷新 5 年低位，进口盈利窗口打开，净进口量出现先抑后扬的形态，当月同比转负为正，涨幅达 13%。与此同时，随着伦铜价格持续走弱，5、6 月份出口同比也出现骤减（沪伦比值不断上修，近期位于合理区域盘整，人民币美元汇率近阶段波动较大，出口利益被扼杀，削弱了贸易商出口意愿）。由于 6 月进口增加而出口降低，净进口出现好转，但随着套利盘增加，套利空间缩减，这一状态并不能长久保持，故净进口累计同比仍处于负增长态势。

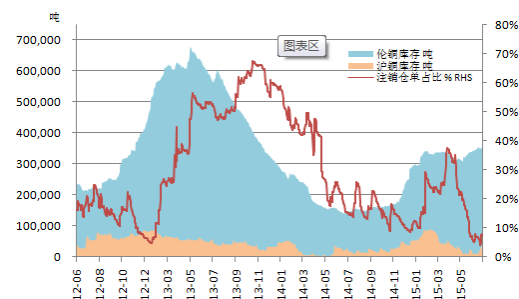
➤ 中国进入去库存阶段

作为精铜供应的另一来源——库存，年内迈入了一个去库阶段。在春节开假之后，库存一度攀升至 33.3 万吨高位，而随着需求旺季的来临，库存急速下降，截止 6 月底，上期所总库存仅为 11.3 万吨，降幅达 66%。反观 LME 库存，表现截然不同。LME 库存年内基本位于 30 万吨上下浮动。中国春节长假结束之后，伦敦库存并未因需求进入旺季而下降，反而保持不断增加的形态，截止 6 月底，库存已经攀升至 32.4 万吨，注销仓单占比亦从高位 37.5% 下降至 18.6%，全球显性库存不断增加。内外需求不平衡，从期现升贴水亦能有所反映：LME 期现升贴水延续着下降的走势，近月始终保持 在贴水水平，而沪铜升水跟随着库存的降低表现坚挺，6 月下旬高居升水 200 元/吨上方。虽然国内库存的下降使得期现升水坚挺，但对铜价的影响有限：4-6 月份月均库存降幅达到 6.75 万吨，铜价在此期间却出现了一个冲高回落的走势。这从侧面反映，库存下降只是弥补了产量下滑与进口降低的供应短缺，市场供需关系较为宽松，对铜价无法形成有效提振。

与此同时，随着冶炼厂停工检修，其库存也呈现一个下滑的态势。但 5 月底由于铜价跌破大型冶炼厂的成本线，部分冶炼厂惜货待售，库存出现小幅回升。贸易商方面，受到精铜产量增速放缓的冲击，年内库存亦不断减少，市场供应的收缩，在需求的旺季，市场较冷清，贸易商补库意愿偏弱。然而随着铜价的冲高回落，贸易商逢低吸货，库存降幅出现放缓迹象；但进入 6 月，伴随着财政年底的资金压力，贸易商套现意愿增强，库存降幅再度拉大。

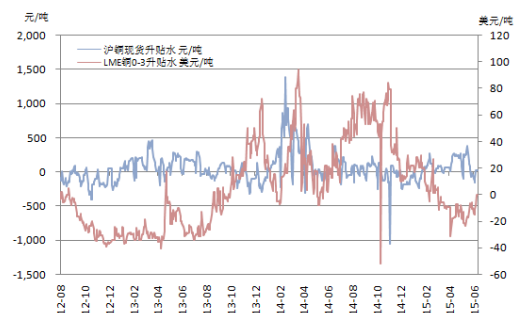
综上所述，15 年上半年，精铜供应并未实现预期的快速增长，而早

图 11 内外库存相背离



来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

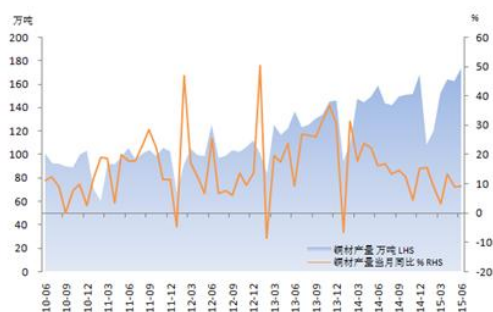
图 12 内外期现升贴水缺口放大



来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

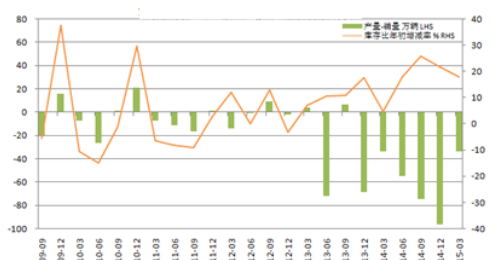
前对于供应大幅过剩的忧虑亦没有出现：全球（包括中国）铜矿产量增速放缓，天气不佳与成本增加的双重作用下，铜矿供应遭受冲击；废铜生产成本较高，对废铜需求减弱，进口下滑致使市场供应收缩，废铜进入一个恶性循环；铜价低迷，上游供应偏紧，冶炼厂停工检修，精铜产量增速降至个位数；净进口呈现负增长，进口需求回暖迟缓；中国进入去库阶段，库存降幅基本上弥补了供应的短缺，总供应维持在一个小幅过剩的姿态。然而，下半年精铜供应仍存在不确定因素：智利、秘鲁的持续罢工、赞比亚减少电力供应以及一直被炒作的厄尔尼诺现象，对下半年铜矿开采增速形成压力；中国环保规范日益完善，政策从紧，致使中小型矿厂、冶炼加工厂被动性停工减产，精铜供应继续承压；随着集中性检修期接近尾声，但低微的利润或会使得冶炼厂维持低开工率运行。废铜进口减少，价格相对高位横盘，以废铜为原材料的冶炼厂或转而投向国内的废铜回收，考虑到中国废铜回收率一直较发达国家处于相对低位，若回收利用有所增加，从长期来看，对精铜的供应或将形成一定支撑。因此，考虑下半年的供应情况，我们认为产量增速将继续保持在个位数的增长，而净进口量受到沪伦比值与升贴水影响，或会出现阶段性回升，库存方面，经历大幅去库行动后，预计三季度将逐渐展开补库活动。

图 13 铜材产量增速放缓



来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

图 14 汽车正在经历去库周期



来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

➤ 需求疲弱，消费亮点聚焦于基础建设投资

中国经济下行，对铜的需求亦承压，甚至覆盖了供应收紧的影响。经济不振，终端需求疲弱，中端企业的产量增速也不断下滑。先看铜材，作为精铜主要产成品（占70%），是对精铜需求的最直接的衡量。1-6月，铜材产量增速下降，累计同比只有4.2%（前值17.1%），降幅超过75%。对应着铜材加工厂二季度各品种平均开工率只有73%，消费旺季的表现更逊于一季度（开工率为75%）。持续下滑的开工率，生产面临持续放缓的尴尬，从侧面印证着需求的低迷。而开工率的走低，与利润空间大幅缩水不无关系：原材料、能源、劳动力以及环境成本的逐年递增，使得大部分的铜加工企业徘徊在盈利与亏损边缘，而银行融资难度增大，资金压力无疑更是雪上加霜。行业内同质化的竞争，使得铜材加工费不断降低，企业面临亏损运行的困境，前景并不乐观。

再看终端行业——汽车，以铜板带箔的运用为主，平均生产制造一辆汽车需耗铜27.6kg，1-6月累计消耗铜33.4万吨，按照14年精铜年消耗量算，只占了不到5%。汽车产业对铜的需求减弱因为行业内面临着去库存的压力。虽然15年开始，汽车产量、销量增速同

图 15 房地产销售略见回暖



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

比下降,但产量增速仍较高于销量(分别为2.6%与1.4%),供需缺口的放大,意味着库存的高企——6月汽车库存出现同比增长42.2%的高值,库存较年初增长保持在双位数居高不下。库存压力传导至行业生产,暗示着下半年汽车产商产量增速或许会进一步下调,以消耗库存为主要任务,对铜需求难以提到推动作用。

房地产行业,作为铜二次消费的重要风向标,年内对铜的需求提振有限。尽管房地产销售率经历14年的底谷之后,出现了反弹,但上半年土地购置面积同比仍呈持续下滑的迹象(1-6月累计下滑34%),而新屋开工面积也只有小幅回升,从一季度同比下降18.4%提高至二季度同比下滑16.2%。结合这组数据可以推导出,市场并没有明显开发新楼盘的意愿,而销售的好转,主要以出售先前竣工待售房屋为主,在建楼盘动工增速缓慢。换一个角度看,房屋销售数据利好,可以刺激地产商重新开发新楼盘,但考虑到一般楼层建筑周期至少需要半年至一年的时间,意味着即使房地产出现回暖迹象,但下半年对铜的需求也难以起到举足轻重的提升作用。

而去年铜消费的主力家电行业也面临着需求不振的冲击。以电器行业中铜消费主力冰箱与空调为例,两者供需弱平衡受到库存压力的挤兑,平衡难以维持。空调方面,1-6月销量累计下滑4.4%,产量累计下滑4.6%,供需呈现双回落,两者之间的平衡相对稳定;而库存方面亦出现了2.4%的累计下降,但对比13年20%的累计下降(14年空调产业补库行动,数据缺乏可比性),库存降幅并不理想。考虑到季节性因素,随着夏天即将结束,下半年对空调的需求将持续下滑,故早前的弱平衡难以维持。冰箱方面,产量减速的幅度不及销量,两者差距超过1.4%,库存较年初增长8.1%,冰箱行业呈现供大于求,进入一个被动补库时期。销量的不济,库存的高企,从一定程度上更加坚定企业减速生产的决心,下半年生产力度的放缓难以提振对铜的需求。

铜需求的最后希望集中在国家建设投资上——电力电缆行业(平均电网投资1意愿,均消耗880吨精铜)。国家对电力电网的投资保持着线性上升的姿态,2015年继续投资4202亿元建设电网,然而截止6月只完成了39%的投资计划。这意味着下半年,国家将要完成余下接近60%的投资计划(对比13、14年国家电网投资完成情况,国家投资下放基本集中在三、四季度,约占全年总投资60%,并均实现超计划完成,故推断无突发情况,15年下半年完成2881亿元的投资可行性还是相当大的)。若年内全额完成计划,意味着下半年电网所需铜将高达225.8万吨,约占20%的铜年消费量(2014中国全年消费量约1100万吨)。而考虑到国家一般在四季度加大对

表 3 电力投资对比

	单位	2012年全年	2013年		2014年		2015年	
			全年	同比%	全年	同比%	1-6月	同比%
电源投资	亿元	3772	3717	-1.5	3646	-5.8	1321	7.63
电网投资	亿元	3693	3894	5.4	4118	6.8	1636	-0.77
电力总投资	亿元	7465	7611	2.0	7764	2.0	2957	2.82

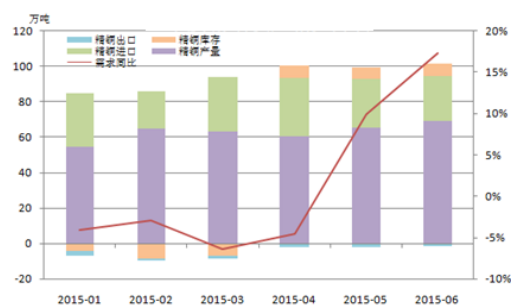
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

基建建设的投入(14年四季度完成36%年计划,13年完成35%年计划),意味着铜的需求在四季度会大幅回暖。另一方面,1-5月国家累计电网投资还是同比下降6.2%,而1-6月累计同比下降已经缩窄至0.77%,6月环比实现39%的投资增长,亦证明国家对贯彻电网建设力度出现增长的苗头,对电线电缆企业是一个利好迹象。而电力电缆产量较去年小幅上升,月均同比增幅接近6%,但6月产量同比出现负增长。造成这一现象主要因14年高筑的库存,但随着下半年基建的需求回暖,库存的消耗,或再一次拉动电力电缆加工企业的开工积极性,预计产量有望重新高企。

与此同时,继13、14年电源投资小幅缩减之后,今年国家再度重视电源建设,截止6月已完成1321亿,月均同比增长17.82%,双位数的同比涨幅意味着电源投资对铜需也是年内的一匹黑马。

可见,经济承压下行,居民消费意愿减弱,对铜的终端需求亦随之降低。汽车与家电行业均面临着去库存的压力,而房地产销售的利好,年内对铜的需求提振作用不大,下半年的需求亮点仍然集中在国家对基础建设的投资上。随着基础建设资金的到位,铜的消费亦能好转,电力电缆企业的产量与开工率将成为一个先行指标,揭示着铜市的供需变化。

图 19 进入二季度供应增幅来自库存



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图 20 供需平衡表

	2015年1-6月		
	万吨	同比	2014
精铜产量	378.44	7.2%	9.2%
精铜净进口	155.88	-10.2%	84.9%
精铜总供应	534.32	2.6%	24.9%
精铜库存变化	-0.53	-92.1%	123.7%
精铜表观需求	533.79	3.9%	19.0%

来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

➤ 上半年, 供需呈现弱平衡

从供需平衡来看,进入二季度的传统消费旺季,供应增量主要来自库存的消耗。一、二季度精铜表观供应量同比增速仅为2.62%(前值24.94%),增速大幅下降主要因为精铜产量增速的下滑与精铜净进口量的回落(15年1-6月精铜产量受到冶炼厂停产检修冲击,同比增速仅有7.2%,前值9.2%;15年1-6月净进口增速出现负增长,为-10.2%,前值84.9%)。然而,表观消费的疲弱抵消了供应增速的回落:15年1-6月表观消费量较去年同期增长放缓近15个百分点,仅有3.9%(去年同期为18.98%)。从细节观察,4-6月精铜供应(产量+进口)基本保持在90万吨以上,精铜产量同比增长而进口产量同比下滑,两者影响大部分相互抵消,可以推断出冶炼厂停休减产期间,国内进口量的增加很大一部分用以缓解市场精铜供应紧张。同时,库存降幅在5、6月出现较去年同期逾3倍的增幅,可见二季度供应增幅主要来自库存的补给。1-6月精铜产量的增速并不足以弥补年内进口与库存降幅同比负增长所造成的供应收紧,总供应增速缓慢,而1-6月累计表观消费增速仅有3.9%,大幅低于去年同期的19%(近8年消费年增长均值为11.2%),上半年的供需呈现一个

弱平衡的状态。

虽然中国经济下行压力显著，但精铜消费仍在缓慢地增长。全球最大的经济体美国经济复苏出现向好迹象，而欧元区经济亦保持温和增长的态势，支撑着全球铜的刚性需求；国内电力投资在四季度加速是大概率事件，意味着届时对铜的消费起到拉动作用；而厄尔尼诺现象，以及铜矿开采受限等因素或导致年内供应持续收紧，则从另一方面支撑着铜价。然而美联储下半年加息预期不断增强，美元强势还将延续，对铜价造成压力；中国的降息和人民币贬值仍存下降空间，银行收紧进口信用证使得融资需求继续降低，铜金融属性则延续着自 2012 年起的弱化。再者，6 月底中国股市暴跌，导致金融市场流动性溢价增加，预计下半年铜价走势仍将受流动性因素干扰。若消费增长不显现，电力投资未能如期下达，对铜价的支撑作用将消失殆尽，而多重利空因素叠加，铜价存在下破 35000 的可能性；若供应端存在突发状况，而需求端受到基建项目的有效拉动，铜价有上探 44000 的希望。短期铜价将在 37000-39000 震荡，中长期铜价运行区间或维持在 36000—44000，预计年均价将在 41500 附近。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货投资咨询部所有。未获得东兴期货投资咨询部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货投资咨询部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
