

黄晓倩

研究员

期货执业证书编号: F3012845

huangxq@dxqh.net

减产挺价难逆需求疲弱，铜价 或延续底部震荡

- 中国经济下行压力犹在，宽松格局难改写；美元加息预期卷土重来，但融资铜需求收缩，美元强势对铜价压制作作用减弱。
- 铜价低迷，全球矿工不约而同采取减产措施，但供应过剩难逆转，年内铜矿供应仅是增速放缓。
- 铜矿增速放缓，致使国内精铜产量增速降至个位数，而铜价走低迫使冶炼商降低产量，限制增速上行。
- 终端供应未见起色，电力投资初见起色，对铜需求的拉动作用有待考察。
- 库存水平较温和，净进口较往年同比下滑，双双印证供需紧平衡的局面。
- 我们预计年内铜价将保持震荡偏弱态势，若基本面得以改善，或会稍稍提振铜价于 36500-41000 区间窄幅震荡。

目前铜市的供需结构基本符合我们早前的判断，继续维持着供需相对平衡的状态，内外铜价延续震荡寻底的态势。沪铜自5月高点后保持不断下滑的走势（从年内高点下跌18.8%创年内最低点），之后2次尝试上冲40000点上方，但未能站稳，企稳在37000-40000之间运行；伦铜年内下挫25%，近阶段受压于强势美元以及中国需求疲弱，守在5000点上下波动。低迷的铜价使得各大矿商、冶炼厂相继宣布减产、停产，以待提振铜价，然而下游需求靡弱，铜价难获有效支撑。年内，供需两弱的局面恐难以被改写。

图1 9-10月行情引爆点回顾



来源：文华财经、东兴期货投资咨询部

宏观面：中国维持宽松格局

中国经济放缓无需赘述，稳增长势在必行，宽松基调短期不会改变。受到房地产投资减速影响（房地产建设涉及建材、机械、钢铁、水泥等行业），三季度GDP增长首度低至6.9%，是自09年二季度以来首次。产能过剩以及持续疲弱的内需令制造业继续承压，10月中国官方PMI指数与9月份持平，继续位于荣枯线下方。为了实现15年GDP增速7%的目标，稳增长迫在眉睫，政府不断出台积极的财政、货币政策应对：今年政府安排财政赤字增加2700亿至1.62万亿元，赤字率从去年的2.1%提高至2.3%（由于我国GDP基数较大，因此，赤字率每提高0.1个百分点，财政赤字扩大需至少700亿元的规模，对经济增长的刺激力度不容小觑）。随着经济进入中低速增长的新常态，财政支出需具有一定刚性和可持续性以达到促进经济的稳定增长，而就国际标准3%的赤字率警戒线而言，我国至少还有0.5个百分点的空间可以提升（金融危机的时候，中国赤字率一度高达2.8%），说明未来在低财政风险下，用以对抗下行压力、提振市场信心的财政赤字的拓展空间将维持宽松。15年起，央行已经先后5次进行降息、4次降准操作，以降低融资成本、向市场注入流动性。9月30日，监管部门降低最低首付比例，财政部、税务局也对符合条件的商品房降低营业税等，用以降低购房者的资金压力，刺激楼市需求，稳定房地产增长。

然而，就以往经验而言，财政政策推出后，对实体经济的最大促进作用一般出现在推出5个月后，而货币政策则是9个月后。可见，政策的利好不能马上立竿见影，早前的政策推动作用，实际效果才初现苗头。财政政策的刺激下，

房地产市场表现较为突出，商品房销售自 5 月份由负转正，平均增速接近 10%，房地产市场的回暖，有望在几个季度后带动房地产投资的回升，但年内对经济大环境的作用较弱。与此同时，货币政策延续宽松格局，市场流动性持续充裕，M2 增速超过 13%，高出年初既定目标 1 个百分点；隔夜拆借利率等短期利率保持下行趋势，相比年初也下降很多（SHIBOR 隔夜利率较年初下降超过 1 个百分点，1 个月拆借利率降幅约 2 个百分点）。但宽松的流动性下，实体经济未见好转迹象，如何使流动性流进实体成为问题的关键。若是实体增长未能有所改善，宽松的财政、货币政策仍将继续投放，市场的流动性也会持续下去。

欧美方面，对国内宏观的影响基本已经透支。美元加息的预期作为年内重大导火索已经不断被否决，近期美国经济数据表现参差不齐（10 月非农数据出乎意料出现跳增，而美国工业数据、通胀数据以及贸易数据均呈现疲弱的态势），美联储内部对于 11 月、12 月加息的可能性虽持对立看法，但是对大宗商品乃至铜价走势的压制作用逐渐缩小。假设年内加息，其打压作用或将只是昙花一现，因中国融资铜的需求自 14 年 6 月后大幅收缩：中国的融资成本趋于持续宽松（年内 5 次降息使得国内利率较 13 年降低超过 50%，利差收窄），前期人民币大幅贬值亦使得汇差套利盈利空间被压缩，而需求不济降低现铜流动性，多因素下融资铜需求降低，美元加息对国内铜价的影响亦不及早前那般强劲。而欧元区各国的经济数据表现温和，经济增速一致放缓，让市场对于欧元区延长 QE 的呼声不断响起。全球经济放缓，市场流动性宽松的格局，料在年内不会有太大变革，因此宏观环境对铜价的中长期影响也较为稳定。

图 2 降息降准拉动经济回暖呈 4-5 个月滞后性

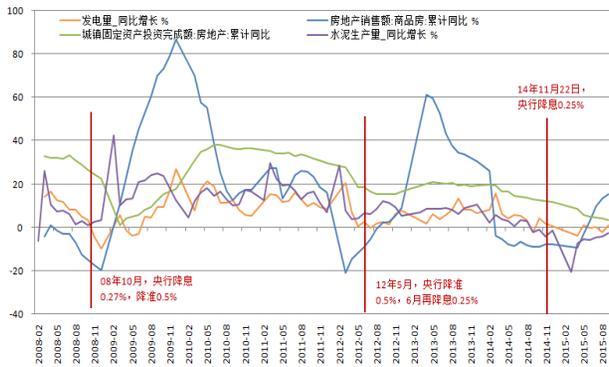


图 3 商品房销售自 5 月出现回暖迹象

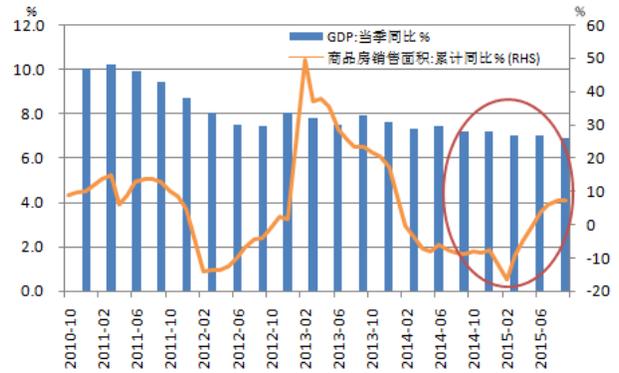
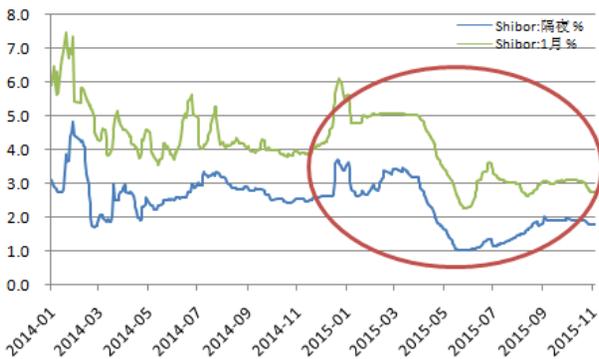


图 4 SHIBOR 隔夜、1 月利率均回落超 1 个百分点



来源：iFind、东兴期货投资咨询部

基本面：铜、矿供应增速双放缓，各大机构纷纷下调生产预期

前期我们的报告已经提示供应端可能出现增速放缓的忧虑，而事实证明机构预期的精铜供应过剩的局面在前三季度

并未显现，最主要原因来自冶炼精铜原材料铜矿供应的收紧，以及作为精铜产量大国中国的产量增速放缓，而造成这一现象的“罪魁祸首”还是年内铜价持续低迷。

先看一组数据，WBMS 公布 1-8 月全球铜矿产量较去年同期增加 3.1%，低于去年同期的 6.8%。造成铜矿供应增速缩减近半，撇开上半年因为洪水、断电、罢工造成的停产，还有很大一部分原因是来自各大矿山主动停产、减产。随着铜价持续走低，主流矿山基本在盈亏线边缘运营（2015 年 1-8 月，LME 铜平均价 5090，较去年下降 27%，而 Wood Mackenzie 估算，目前主流矿山成本在 4500-5000 美元，75%成本分位线为 4600 美元/吨），除去矿山开采成本，作为企业还需考虑资金成本，在无法盈利的窘境里，大部分企业都不可避免的出现销售额与利润双降的局面。最大资源需求国中国的经济减速愈演愈烈，对矿的需求增量不及从前，令暴跌的商品价格雪上加霜，各公司削减成本的压力增加。为了扭转亏损局面，各矿商纷纷采取各种措施，或减产停产、或延后项目、或出售旗下资产，更有甚者，例如嘉能可，不仅减产铜 40 万吨，还计划出售旗下位于澳洲 Cobar 铜矿以及位于智利的 Lomas Bayas 铜矿，并且通过释放库存赚取短期资金流动性。在节节败退的铜价面前，矿商迫于无奈只好通过减少市场供应以求稍稍提振铜价以弥补亏损（另一方面，通过降低市场供应，矿商所需支付的冶炼加工费也相应出现降低）。

然而，上游的减产行动却收效甚微，铜矿生产只是增速放缓，阶段性供应过剩难以逆转。据统计，2015 年以来，全球主要矿山减产近 72 万吨，其中受价格下跌而减产、停产的产量影响比重占到了 94%（早前企业由于极端天气、电力供应不足等因素造成的供应收缩，在恢复生产后基本都通过加紧产出而弥补回来大部分降幅）。但随着近年来不断有扩建项目的投产，2015 年预计新增铜矿产能就达到 119.5 万吨。在接近 120 万吨的新增产能面前，72 万吨的减产只能对铜矿供应过剩起到缓和的作用，如若不是矿商主动减产（这里主要指售价格波动影响而造成的减产），市场将呈现大幅供应过剩。精铜加工费就能从侧面很好地印证这一点：自 6 月 70 美元/吨的低位（受非不可抗力因素导致的市场供应收缩），加工费稳步回升，近月保持在 90-100 美元/吨区间，说明市场并不过分担忧各大矿山的减产行为，对铜矿供应过剩的局面保持一致看法。

图 5 1-8 月伦铜均价较去年同期下降 27%

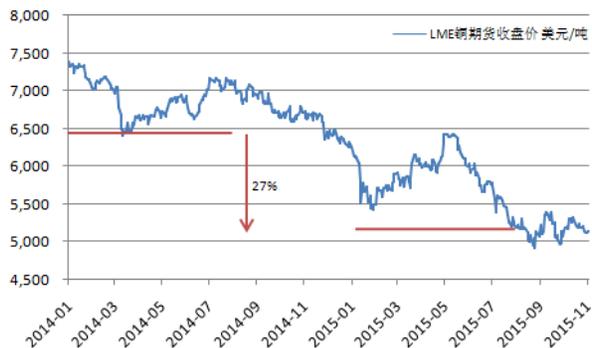


表 2 2015 年主要矿山扩建项目

2015年主要铜矿山扩建项目		
项目名称	国家	新增产能(万吨)
Sentinel	赞比亚	16.5
Batu Hijau	印尼	14.6
Grasberg	印尼	13.3
Toromocho	秘鲁	13
Buenavista	墨西哥	12.8
Caserones	智利	9.1
Morenci	美国	9.1
Mina Ministro Hales	智利	8
Salobo	巴西	6.3
Sierra Gorda	智利	5.8
Konkola Deep	赞比亚	5.5
Lumwana	赞比亚	5.5
合计		119.5

表 1 2015 年来全球矿山减产统计

2015年以来全球主要减产铜矿山			
时间	矿山	公司	产量(万吨)
1月15日	Mineral Park	Mercator Minerals	1.7
1月15日	Dikulushi	Mawson West	1.4
1月15日	Aranzazu	Aura Minerals	1.2
1月15日	Morado	Nyrstar	0.4
1月15日	Wolverine	Yukon Zinc	0.3
4月15日	Myra Falls	Nyrstar	0.4
9月15日	Katanga/Mopani	Glencore	40
9月15日	Santo Domingo	Santo Domingo	10
9月15日	EI Abra	Freeport McMoRan	7.5
9月15日	Miami	Freeport McMoRan	4
9月15日	Mexico	Grupo	3
9月15日	Baluba	Luanshya	2
9月15日	Matchless	Nyrstar	0.5
9月15日	MaCreedy West	KGHM	0.3
	合计		72.7

表 3 2015 年因价格造成的计划减产统计

2015年全球主要矿山宣布价格因素导致的减产计划					
日期	矿山	公司	2014年产量(万吨)	措施	时长
8月底	Miami	Freeport McMoRan	2.6	停产	待定
8月底	Tyrone	Freeport McMoRan	4.3	减产50%	待定
8月底	EI Abra	Freeport McMoRan/Codelco	16.6	减产50%	待定
9月底	Collahuasi	Anglo American/Glencore	47	每年减产3万吨	
8月底	Ray	Asanco	8.2	减产40%	待定
9月	Katanga	Glencore	16	延期生产	18个月
9月	Mopani Mines	Glencore	11	延期生产	18个月
9月	Mopani Refinery	Glencore	18.5	延期生产	18个月
9月	Matchless	Nystar	0.6	停产	待定
3月	Mowana	African Copper	1	停产	

来源：iFind、CRU、ICSG、东兴期货投资咨询部

中国铜矿产量亦不容乐观。受到开采难度以及铜矿品位较低的限制，近年来铜矿产量增速不断下滑。尽管国内在建项目不断增加，但矿山整体规模较小，15年内甚至没有大中型铜矿项目投产，无法改善自产铜矿供应偏紧的格局。加之年内铜价持续回落，国内中小型矿山亏损现象较为严重，部分大型矿山也在亏损边缘运作，有些企业被迫停产，这无疑是压倒铜矿产量的最后一个稻草。15年来，中国铜矿产量一直处于同比负增长，1-9月累计同比下降5.85%。铜冶炼原材料自给率从2005年的27%降至如今24%，冶炼铜对外依存度依旧处于相对较高水平，而铜矿供应紧张使得该数据走低。从中期来看，基于铜价下挫，矿山投资放缓，新扩建项目延期，预计年内以及未来几年国内矿山产量增幅难以有明显的实质改变。

全球铜矿供应端受价格影响，一致性下调产量，对精铜产量造成的影响也是不可忽视的。中国精铜产能增长占据了全球的半壁江山，随着中国的冶炼产能、产量却快速扩张，近年来产量增速保持在双位数增长，对原材料铜矿的需求逐年递增。然而铜矿产量的持续下滑使得国内铜矿供应缺口放大，只有依靠进口铜矿来满足（1-9月铜矿砂累计进口增长了9.22%）。作为铜矿的替代品——废铜，在年内供应也处于逐步收紧的格局。由于国家对废品进口的审核相对严格（尤其绿篱行动后），使得废铜进口每况愈下；加之铜价走低，进口废铜再加工的成本与直接购买精铜的费用相当，对废铜的需求亦有所减低。冶炼原材料的双收紧，精铜的生产也受到一定抑制，尽管至15年末粗炼与精炼产能预计达到600万吨/年与1041万吨/年，但1-9月中国精铜产量累计同比仅增长了7.3%。

除去上游原材料供应问题外，造成精铜减产的原因还有来自冶炼商的主动减产。同样是受到铜价低迷的拖累，年内陆续有21家冶炼厂停产检修，更是创下近年来的数量以及频率之最。而现货价格在年内长时间处于贴水状态，令冶炼厂利润缩减，与此同时，副产品硫酸的价格也在不断刷新低位，冶炼厂开工、复工意愿不强，类似金川之类的大型冶炼厂的产能利用率降低至70%（江铜亦宣布停产部分电解铜产能，年内减产10万吨）。再者，基于铜价价格低迷的影响，年内新增冶炼产能投产进度也低于预期，目前实现运行产能约65万吨，仅占到先前计划的40%。随着国家提倡环保生产，不断出台法律法规规范生产，冶炼企业生产料将受到一定限制，而十三五的临近，环保作为重要主题，对今后精铜产量的抑制作用将持续增强。

图6 2015年铜矿产量和进口量同降

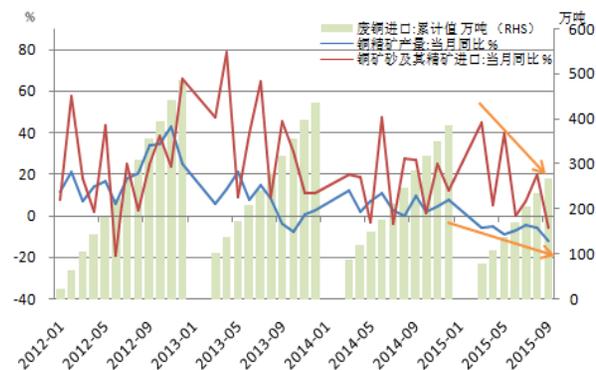
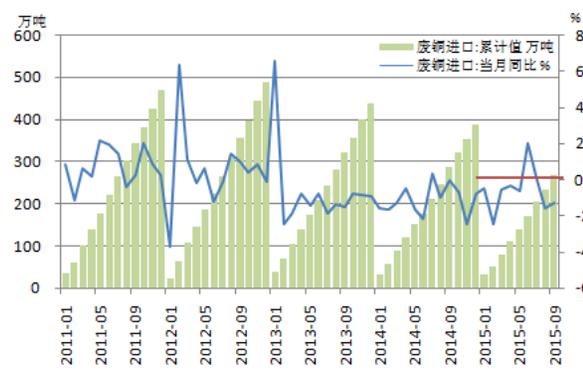


图7 废铜进口逐年递减，15年同比增速除6月份外均负增长



来源：iFind, 东兴期货投资咨询部

图 8 精铜产量增速直线回落

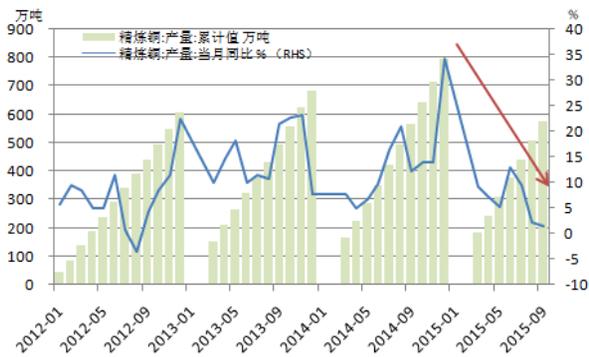


表 4 2015 年新增冶炼产能实际投产统计

新增冶炼产能投产进度低于预期				
项目	新增产能	原计划投产时间	实际投产时间	目前运行产能
东营方圆	20	2015年	2015年	8
中条山有色	5	2014年	2015年	5
铜陵有色	10	2014年	2014年底	1
豫光金铅	10	2014年	2014年底	4
鑫慧铜业	10	2014年中	2015年中	6
中国黄金三门峡	10	2015年	2015年	8-10
青海铜业	10	2014年	2015年	4
白银有色	10	2015年	2015年	6
珠海市紫金铜业	10	2014年	2015年	3
和鼎铜业	10	2015年	2015年	4
广西南国铜业	20	2015年	2015年	5
五矿湖南有色	10	2015年	2016年	
飞尚铜业	5	2014年	2015年	
水口山有色	10	2015年	2016年	

来源：iFind、安泰科、东兴期货投资咨询部

终端需求依旧羸弱，消费亮点存在滞后性

在经济增长放缓的大环境下，实体企业更是难以独善其身，金九银十的希望破灭，四季度将延续弱势，终端需求年内恐难有大幅改善。

国内，商品房销售面积累计同比回升，但开发投资完成额和施工面积累计同比却继续下滑。虽然房地产市场成交回暖，价格上行，但是对于铜消费的拉动存在滞后性，提振年内铜需爱莫能助。汽车方面，产销两弱的僵局仍在持续（1-8月产量同比下降0.24%，销量环比连续4个月下降），老百姓购车欲望的减退对产家生产力度形成压制，打击对铜的需求。

去年四季度成为铜需顶梁柱的空调行业，年内表现欠佳。房地产遇冷，作为二次消费的空调需求被“冷”待，9月产量下滑19.28%，销量下滑18.74%，产销结构维持着弱平衡的态势。而去年开始堆筑的库存未能如期被消化，销售的疲弱使得库存下降的幅度相对较小，9月库存仅下降了3.7%（往年为双位数降幅），预计年内库存将高达4000-5000万台。年末将至，空调销售进入传统消费淡季，对去库存的帮助更是微乎其微，为消化库存，企业仍将保持减速生产的节奏，对铜管企业的开工率只会形成抑制。受到终端行业的连累，9月铜管企业的平均开工率连续5个月下滑，降至68.2%。

先前我们看好的依靠国家基建投资带动的电力电缆行业，也表现平平。15年国家计划投入4202亿元（较去年同比增长了15%）用于电网建设，但电力电缆产量却出现连续8个月的负增长，这现象有悖逻辑。考虑到14年电力电缆的产量较往年出现较大幅度的提升（尤其三四季度月均增幅达到17.34%），库存出现堆积，而为了加快出货，产家在15年消费淡季采取减产的措施也是情有可原。然而，连续8个月的产量下滑，意味着今年前三季度，几乎每个月环比均出现下降，在投资增速超过10%的刺激政策下，电力电缆企业平均开工率却始终位于去年同期值下方，这说明一种结论，国家电网建设实际增速不及预期，甚至出现倒退。事实上，1-8月电网投资同比下降1.5%，仅完成全年投资计划不足60%。基础建设的投资落后，致使对电力电缆的需求滞后，电力电缆企业不得不减产以降低成本。为了加快基建项目的落实，提振经济，国家电网大幅追加农村和城镇电网投资力度，将8月固定投资计划从4396亿元上调至4697亿元、南方电网也将投资由700亿增加至834亿元。这一举动还是有一定见效，截止9月，电网投资增速小幅回升，累计完成额同比增长了2.88%。国家表达了对前期拖欠的投资将在四季度加速弥补的决心，这无疑为四季度精铜消费打了一剂强心剂。然而，考虑到目前已迈入四季度，作为传统电线电缆消费的淡季，以及天气因素对户外施工的影响，追加的电网投资在年内恐怕难以全额实现，对铜需求的拉动作用或受限制。

综合来看，四季度的下游需求相对悲观，电网建设对铜需求的拉动作用仍存在较大疑问。

图9 房地产销售回暖但开发投资与施工面积同比仍在下滑



图10 汽车产销弱平衡，8月出现回暖迹象



来源: iFind, 东兴期货投资咨询部

图11 空调产销弱平衡但库存高企仍是隐患

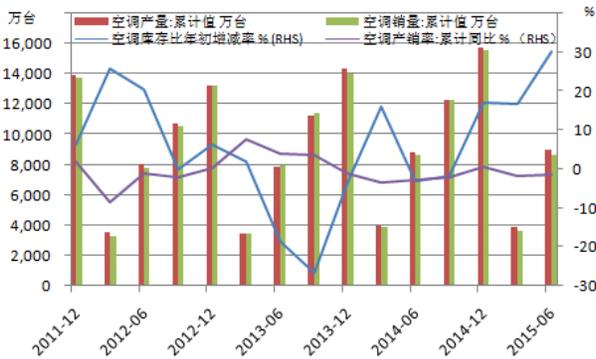
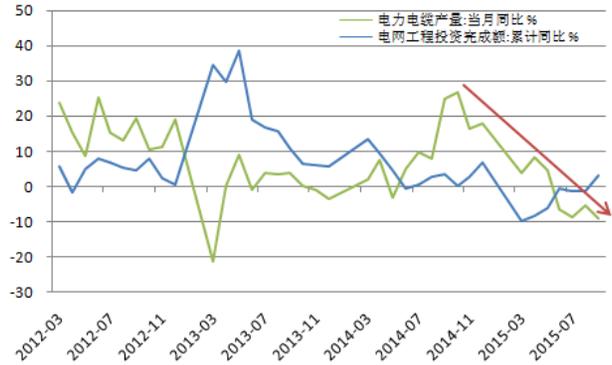


表5 1-8月电网投资同比负增长

电力投资比较							
	2012	2013		2014		2015	
		全年	同比%	全年	同比%	1-8月	同比%
电源投资	3772	3717	-1.5	3646	-5.8	1923	11.6
电网投资	3693	3894	5.4	4118	6.8	2262	-1.5
电力总投资	7465	7611	2.0	7764	2.0	4185	4.2

来源: iFind, 东兴期货投资咨询部

图12 电网投资完成额小幅回升但电信电缆产量直线回落



库存、进出口印证供需维持紧平衡:

上至精铜产量下至精铜需求, 均呈现出两弱的局面, 使得市场形成了相对平衡的供需环境。作为供应端的补充, 精铜净进口累计同比仍然保持着负增长(原因于前期报告讨论过, 自14年青岛港融资骗贷事件后, 官方监察力度加大, 融资铜需求大幅削减; 年内多次降息降准以及人民币大幅贬值, 使得境内外利差、汇差收窄, 融资盈利空间缩水; 国内货币供应持续宽松, 信贷难度逐渐降低, 对融资铜的需求也有所收敛)。库存方面, 截止10月底, 上期所库存仅22万吨, 处于相对温和水平, 若以日耗5万吨精铜算, 仅足够国内4.5天使用(全球库存亦呈现相同格局, 三大交易所库存总量只有50万吨, 较2002年记录高位155万吨, 下降了1/3, 仅能满足全球1.1周的消费量)。因此, 进口与库存的双疲弱, 并没有改写市场的格局, 消费不济造成早前对总供应过剩的担忧逐渐消除, 而供需紧平衡将维持下去。

图 13 精铜进口减缓



图 14 目前全球总库存较 2013 年水平下降约 45%

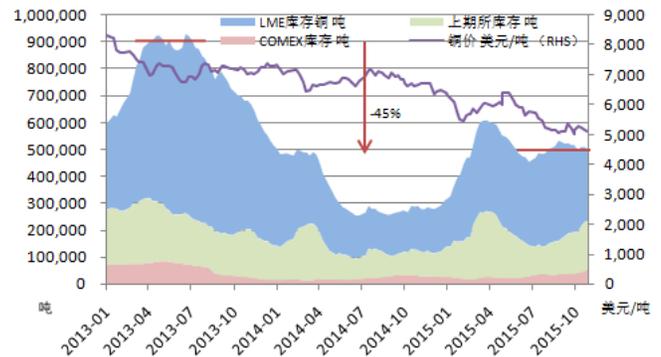


表 6 15 年供需涨幅均大幅缩水

供需平衡表								
	2012年		2013年		2014年		2015年1-9月	
	万吨	%	万吨	%	万吨	%	万吨	%
产量	606.00	17.01	683.60	12.81	795.80	16.41	575.50	7.30
净进口	312.81	16.76	291.24	-6.90	332.38	14.13	239.24	-2.11
总供应	918.81	16.93	974.84	6.10	1,128.18	15.73	814.74	1.29
库存	20.48	119.67	12.58	-38.54	10.55	-16.15	15.04	84.38
表观消费量	898.34	15.69	962.26	7.12	1,117.63	16.15	799.70	0.43

来源：iFind, 东兴期货投资咨询部

后期展望：

我们预计年内铜价将保持震荡走势，价格重心或再度试探年内低点。首先，美元加息的预期作为一颗定时炸弹，在年内不断被炒作，使国际铜价长期笼罩在加息阴影之下，市场已经出现厌倦的情绪。假设年内加息，其打压作用或将只是昙花一现，铜价或摆脱加息困扰扬眉吐气，回归基本面主导。融资铜需求放缓，中国进口铜需求显著回落，导致美元对铜价的抑制作用减弱，美元走强也只是短暂性的影响。

再者，来自供应端的基于低价而采取的减产措施，收效胜微。正如早前的讨论，这种基于价格因素造成阶段性缩减供应并不能改变全年供大于求的格局，只是将产量增速放缓，在供需两弱的环境下，供应端的缩减（假设需求维持现状）仅能起到成本线的支撑作用，不能较好地支持铜价反弹。铜价探底过程中，市场已预期后续以嘉能可为代表的供应商迫于财政压力可能进一步减少市场供应，因此，若再有减产消息释放，对铜价亦只能造成短期波动，不能真正有效地提振价格重回高点。

需求上看，除了电力建设的刚需外，其他方面变数不大。随着前期财政政策效果逐渐显现，房地产销售出现好转，（基于建设周期考虑）但对房地产投资以及房地产回暖所带动的二次消费年内恐难以看见，预计其对铜需求的提振作用将延后至明年一季度之后；汽车产销出现反弹迹象，然而考虑到库存高筑以及汽车行业正往节能方面转型，对铜的需求出现稳定增长需待产销稳定且技术成熟之时。相对乐观的消息还是来自电力投资，早期的财政政策初现端倪（作为基建增长最直接的需求水泥产量上看，自 3 月增速见底后呈反弹走势并保持着稳步增长的态势，说明基建平稳增长；全国发电量自 8 月触底后亦形成反弹，或暗示着企业开工率的回升），加上国家对基建项目的加码与加速（9 月电力投资累计完成额同比结束 8 连跌，由负转正，财政加码加快落实），铜的刚性需求将继续支撑铜价。考虑到基建投资所需铜量一般是年初便公布，产家按照订单作出计划生产，而面对年内铜价震荡寻底的走势，产家更偏向于按需接货，备货意愿并不强烈。虽 8 月低电网投资再加码，但较原计划仅增加 8.5%，对计划外的铜需求大约

40 万吨，对铜需求的提升作用相对有限。但是国家若要在年内完成剩余的约 35% 的投资总计划（按照加码后计算），意味着四季度所需用铜量仍将达到 150 万吨水平，这无疑对弱势运行的铜价起到强劲有效支撑作用。综上所述，预计四季度铜价保持着震荡偏弱的态势运行，若电网投资增长加速，或能使铜价能迎来反弹希望。

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。
