



东兴期货
DONGXING FUTURES

期铜月报

商品研究报告

投资咨询部

黄晓倩

研究员

期货执业证书编号: F3012845

huangxq@dxqh.net

**供需平衡下，消费旺季对铜价
提振作用有限**

近期银监会密集发文，金融监管、金融去杠杆加速，铜价摆脱资金炒作所带来的异常波动，进入震荡偏弱的通道。进入二季度，铜市迈入传统消费旺季，供需料将维持相对平衡状态，对铜走势形成一定支撑。而宏观面的风险事件相对集中，诸如美联储加息、英国启动脱欧程序、法国大选，以及突发事件如朝美争端、叙利亚问题以及中国监管面可能造成的被动式“钱荒”，都有可能左右市场情绪，从而影响价格走向。

图1 SHIBOR自2016年12月起持续走高

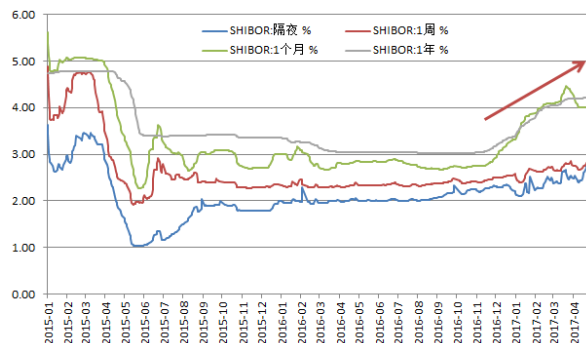
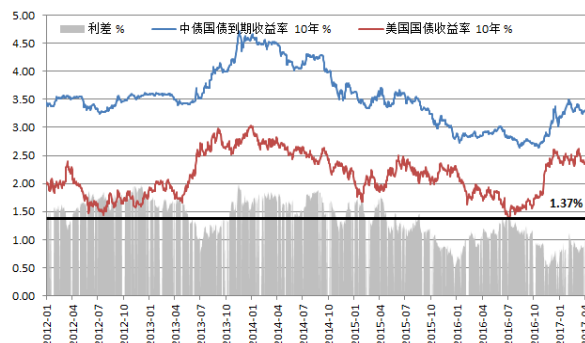


图2 中美利差基本位于1bp之内,美加息预期下恐难突破5年年均值137bp



来源: Wind、东兴期货投资咨询部

供应端分析:

随着世界第一大铜矿 Escondida 结束为期 43 天的罢工，炒作了一个季度的铜矿集中罢工事件暂告一段落（据统计，全球今年合同到期的铜矿有 11 家，其中 5 家集中在下半年的 10 月份和 11 月份，一旦劳资双方无法达成一致，铜市下半年或再掀“罢工潮”）。受到全球铜矿罢工影响，按照 GFMS 估算，年初迄今的铜矿罢工已经导致铜产量损失约 22 万吨；智利 2 月份铜产量下降 17.1% 至 37.09 万吨，创 3 年来单月最低。现货 TC/RC 也明显反映出铜矿供应偏紧的格局。3 月短单 TC 一度跌至 73.5 美元/吨水平，较 16 年底回落 16%，较 3 年均值 100.86 美元/吨下滑 27.13%。尽管冶炼费用断层式回落，中国铜精矿进口却逐步回升，3 月进口铜矿 163.22 万吨，同比上涨 18.75%。我们认为，进口逆市而行的原因主要如下：第一，原材料进口结构发生变化。由于铜矿资源匮乏，铜矿供应主要依靠进口，而未锻造铜及铜材较铜精矿省却了锻造这一环节，可以理解为原生态未经冶炼过的铜矿，因此作为铜精矿的替代品，在国内冶炼厂能逐年递增的年代，未锻造铜及铜材的进口与铜精矿进口维持一致增长。然而自 2016 年 9 月，这一规律被打破，铜精矿进口维持两位数高速增长（剔除节假日因素）而未锻造铜及铜材则呈现增速回落，说明冶炼厂逐步向铜精矿为原材料进行冶炼转移。第二，尽管冶炼费用已较 17 年长协回撤 22.7%，较 16 年现货 TC 均值回落 30.8%，但仍有盈利空间，因此，对铜精矿的需求有增无减。此外，截至 4 月 25 日，冶炼厂硫酸出厂均价为 302 元/吨，较 2016 年的低位 202 元/吨上涨了近 50%（较 3 年均值上涨 12.7%），这意味着，只要冶炼厂开工，副产品硫酸的溢价就弥补了冶炼费的损失。第三，由于早春的因素，企业于 2 月底已恢复生产，而船运的周期导致 2 月下的订单于 3

月集中到港，即补库需求的提振。考虑到一季度全球铜矿生产中断以及年底可能再现罢工潮，市场对铜矿供应收缩的预期依旧存在，冶炼厂提前布局备库，我们认为4月铜精矿进口将维持高速增长。

图5 TC费用持续回落但铜精矿进口依旧同比增长

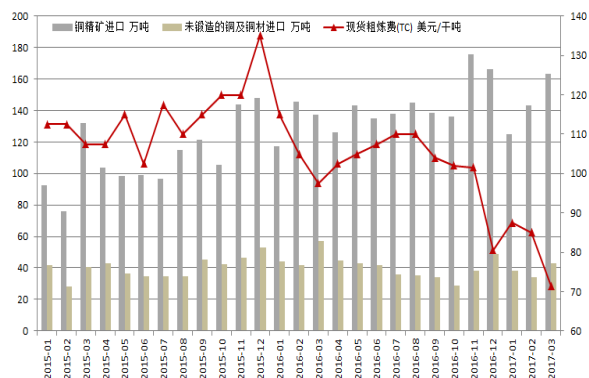


图6 3月铜矿产量增速回落，但进口增长推升整体供应水平

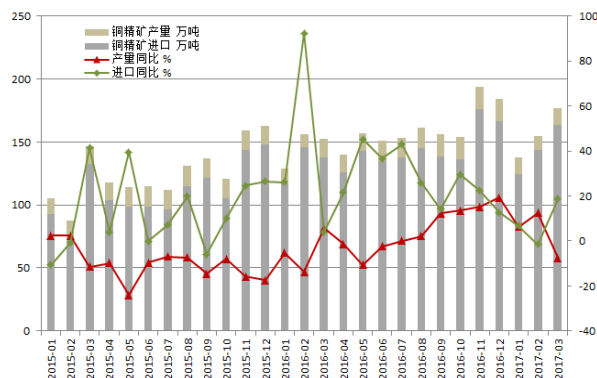
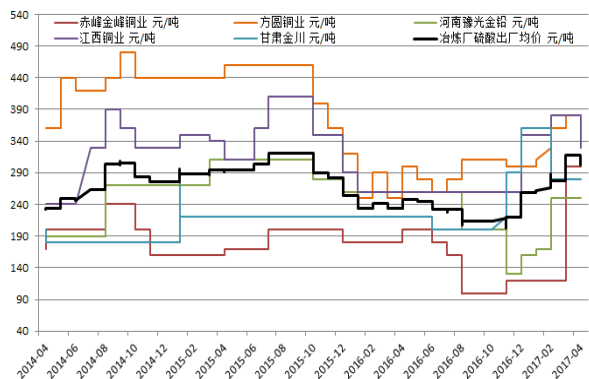


图5 副产品硫酸价格较2016年低位反弹近50%



来源：Wind、SMM、东兴期货投资咨询部

铜精矿的供应增长，在其需求端精铜生产得以反映。3月，中国精铜产量同比增长8.55%至76.4万吨，创下16年来单月最高值。从开工率观察，3月开工率较2月略微回落0.03%，主要受到3月冶炼厂集中检修的拖累（据统计3月检修影响冶炼产能近150万吨），但是新增产能的投放使得在开工率环比回落的情况下，产量环比出现了11.1%的增长。考虑到4月仍有近100万吨产能的检修安排，我们预计4月精铜产量将维持在76万吨左右，而随着检修季的结束，铜矿供应充足的情况下，精铜产量或攀升至80万吨附近。

从进出口方面观察，3月进口盈利窗口鲜有开启，进口需求相对疲弱（3月精铜进口同比回落36.2%至29.24万吨），洋山铜溢价也始终徘徊在44美元/吨上下。与之形成鲜明对比的是3月精铜出口再创年内新高，达到4.4万吨，同比飙涨88.2%。造成进口骤减主要是因为精铜产量的增长，在供需相对平衡的阶段，产量的冲高抵消了一部分进口的需求，叠加进口盈利窗口长期关闭，套利需求减弱。结合净进口与产量观察，精铜供应（产量+净进口）较去年同期

下滑 11%仅 101 万吨。从洋山铜溢价观察，目前均价已较 3 月低值上涨 27.9%至 55 美元/吨，意味着 4 月进口或现好转。

图 7 3 月精铜产量大增但开工率受检修影响保持平稳

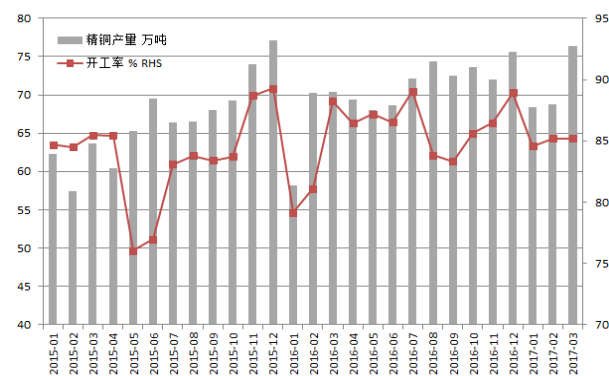


图 8 3 月精铜总供应受进口拖累出现回落

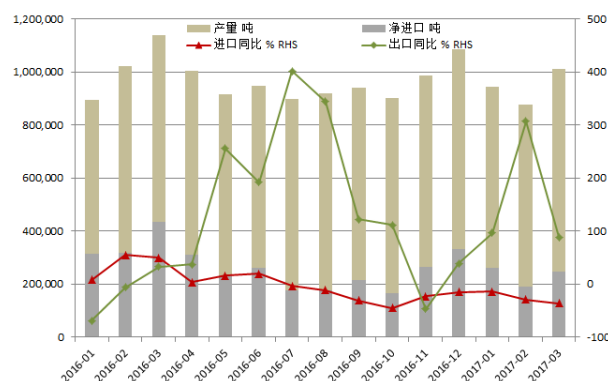


图 9 4 月进口盈利窗口开启增多，洋山铜溢价回升或意味着进口现好转

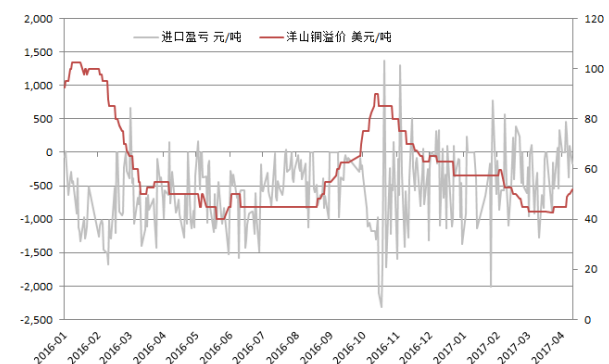


表 1 2017 年冶炼厂检修安排

日期	企业名称	企业产能(万吨/年)	开始时间	结束时间	备注
2017	赤峰金剑铜业有限责任公司	12	2017年4月5日	2017年4月20日	检修
2017	云南锡业	10	2017年4月10日	2017年6月初	检修
2017	福建紫金铜业有限公司	30	2017年6月	2017年6月	检修
2017	河南中原黄金冶炼厂有限责任公司	20	2017年4月	2017年4月	检修
2017	大冶有色金属集团控股有限公司	60	2017年5月中旬	2017年6月	检修
2017	阳谷祥光铜业有限公司	50	2017年4月中	2017年4月底	检修
2017	张家港联合铜业有限公司	30	2017年2月底	2017年3月底	检修
2017	东营方圆有色金属有限公司	70	2017年2月底	2017年3月中旬	检修
2017	金川集团股份有限公司	40	2017年7月	2017年7月	本部检修
2017	金隆铜业有限公司	45	2017年5月	2017年6月	检修20天
2017	河南豫光金铅集团公司	10	2017年3月初	2017年3月底	检修30天
2017	铜陵金冠铜业	40	2017年2月20日	2017年3月底	检修45天
2017	五矿铜业湖南有限公司	10	2017年1月中	2017年2月6日	检修
2017	河北大无缝建昌铜业有限公司	20	2017年1月初	2017年1月底	检修
2017	云南铜业股份有限公司	45	2016年12月底	2017年1月底	本部检修

来源：iFind，Wind，SMM，东兴期货投资咨询部

库存方面，进入传统消费旺季，全球显性库存一直下滑。截止 4 月 22 日，全球交易所（COMEX+LME+SHFE 小计）库存由年内峰值 79.92 万吨下降至 66.34 万吨，降幅 17.0%（去年同期为 57 万吨）。其中 SHFE 库存较年内高点回落

33.8%至 24.02 万吨，LME 库存下降 20.5%至 26.84 万吨。值得注意的是，LME 库存降幅逐步放缓并出现小幅回升，通过各大洲库存变化幅度观察，增量来自于亚洲仓库，结合中国 2、3 月精铜出口数据分析，不排除库存转移的可能。从保税库存观察，截止 4 月 22 日，保税库存已攀升至 66.7 万吨，创近 2 年新高，较 16 年底上涨 34.4%。进口清关滞缓，货物积压在保税仓库居高不下，制约铜价上行动力。

综合看来，精铜供应未受铜矿争端而出现大幅缩减，基本保持稳定。精铜产量与进口此消彼长，交易所库存与保税库存一增一减，总供应整体持平去年同期，预计二季度需求的推动下，总供应将平稳增长。

图 10 全球显性库存进入去库周期

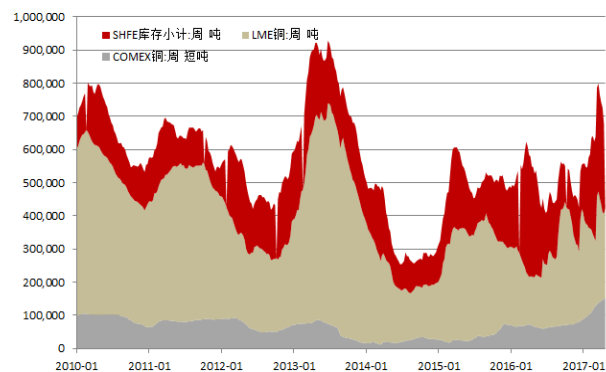


图 12 加工企业原材料库存位于平均水平

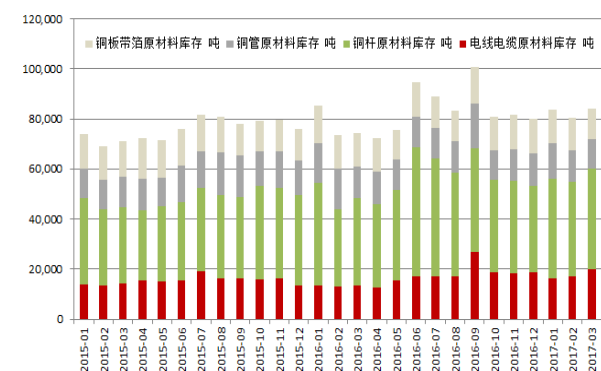


图 11 铜材产量增速回落

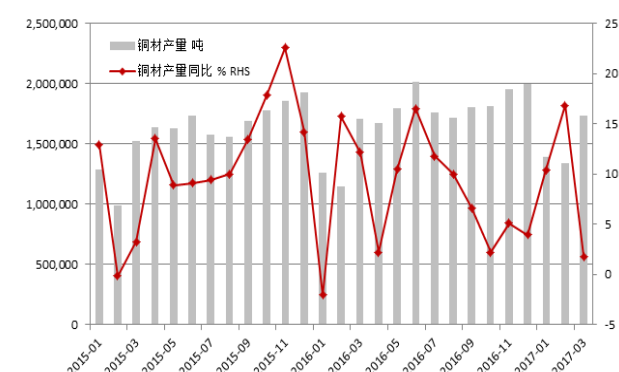
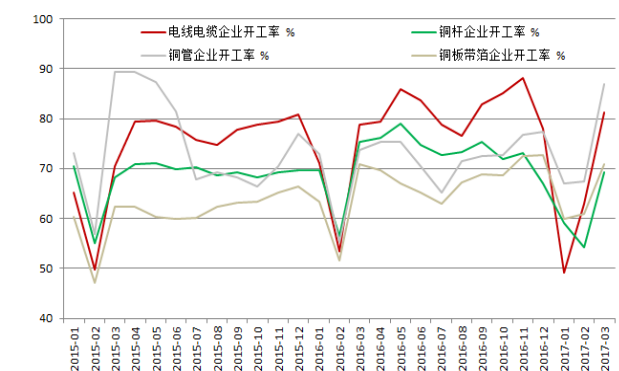


图 13 铜管企业开工率带头反弹



来源：iFind、WIND、SMM、东兴期货投资咨询部

消费端分析：

铜材消费方面受终端消费影响，呈现两极分化。3 月铜材产量同比上涨 1.81%至 173.9 万吨，1-3 月累计同比增加 7.21%，说明消费较 16 年同期略微回升，符合我们年初的判断。分类观察，铜材消费的提振主要得益于铜管与铜板带箔需求的高企。

铜管主要运用于空调消费，而空调的补库需求以及消费习惯（智能化）的改变，推升了此轮铜管生产积极性的飙升。

3 月，家用空调产量高达 1426.8 万台，同比增长 32.6%；1-3 月累计产量高达 3457.9 万台，同比增长 35.6%。同时，空调企业库存较 2 月回落 58.1 万台（3 月空调销量高达 1484.9 万台，同比增长 24.9%，超过单月产量，故库存出现

回落)。目前企业库存水平较往年补库阶段的均值 1050 万台仍有近 120 万台的上升空间。这意味着二季度空调产量将维持高增长的态势,此外,随着高温天气的来临,空调消费的旺季将继续刺激铜管需求。3 月铜管企业开工率创 16 年来新高,达到 87%,而原材料库存低至 1.19 万吨(3 年均值为 1.34 万吨),消费的复苏由下自上刺激了企业的备库需求,对铜价形成有力支撑。

随着新能源汽车补贴政策落实和实施,3 月产量增速逆转,同比增长 30.77%至 3.3 万辆。基于政策性的扶持偏向于纯电动型车辆,新能源车产量增幅主要来自于此类型,同比增长 41.8%,而插电混动车产量则出现 1.5%的回落。由于新能源车的生产受政策左右,我们认为在目前的补贴条例下,以及技术的转换,新能源汽车将按照高于 80%的纯电动车与不足 20%的插电式混动车相结合地产出模式延续高速增长。3 月铜板带箔企业开工率较 16 年均值上涨 4.28%至 70.98%,原材料库存降至 1.2 万吨,而产成品库存较 16 年均值 1.23 万吨回落了 11.5%。由于铜板带箔行业的壁垒相对较高,难储存,且企业扩张周期较长(需 1-2 年),17 年产量增长有限。在新能源汽车的强劲需求下(铜箔价格自 2016 年 7 月的 6 万/吨飙升 80%,突破 11 万元/吨),或出现供不应求格局,铜箔企业产成品库存或进一步回落。但新能源汽车的销售、电池的需求以及政策变动依旧是铜箔消费的风险点。

反观铜主要消费领域电线电缆与铜杆,因政策托底的意愿减弱而锐减。3 月铜杆企业开工率较 2 月上涨至 69.35%,仍旧低于 16 年平均水平 74%,而原材料库存与产成品库存相对偏高,分别达到 4 万吨和 4.28 万吨;电线电缆企业开工率恢复至 81%,原材料库存上涨至 2 万吨,环比增加 3150 吨,同比增加 6690 吨。由此可见,电源投资并未落实到位,延续 16 年疲弱的态势(3 月电源建设投资完成额同比回落 17.3%);而电线电缆企业现追赶订单的苗头,(原材料库存和开工率一致回升),电网投资增速或逐渐发力(3 月电网投资完成额同比仅增长 2.14%,远低于 16 年 30.47%的平均增速),但对铜消费的提振有限(电网投资对铜消耗量不及电源投资,详见有色 17 年年报)。

整体看来,二季度精铜的供需将维持平衡状态。铜矿供应充足的条件下,精铜产量将持续攀升,进口铜在盈利窗口开启的前提下或有所恢复,而隐形库存显性化则是影响供应的一个重要因素。需求上观察,政府政策性托底的意愿减弱,铜消费的大头短期难见起色,而新能源汽车和空调消费的提振现阶段仍然有效,但可持续性(下半年对消费的影响)持疑。在供需相对平衡的状态下,铜价或将维持区间震荡,而造成铜价异常波动的因素主要还是来自宏观面突发事件以及政策性的指向性。沪铜短期关注 45000-49000,中期关注 43500-51000;伦铜关注 5400-6100。

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。
