



金瑞期货
JINRUI FUTURES

金瑞期货铜半年报告

——不悲不喜 区间震荡

2019 年 6 月 27 日

金瑞网站：www.jrqh.com.cn

客服热线：400-888-8208

核心观点：



金瑞期货研究所

王思然 (F0258249 Z0001964)

李 丽 (F0309201 Z0010698)

唐羽锋 (F3023045 Z0013747)

黄志明 (F3048828)

电话：0755-82705424

邮箱：lil@jqh.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

- **地产投资支撑转弱 下半年先下后平** 2019 年上半年经济表现低于预期但并未失速，核心在于房地产开发投资仍高位。土地购置压制下房地产投资支撑开始转弱，下半年经济压力也会逐渐显现。但美联储降息周期开启下，中美利差倒挂的风险不在，中国的政策有调整空间，下半年可能会迎来先下后平的格局。
- **市场矛盾仍是中国消费能否复苏 短期聚焦谈判** 一季末市场对旺季消费抱有很高期待，但最终大幅低于预期。二度末猜测三度末中国经济将触底复苏，但从铜消费的各个领域来看，仍存在比较大的不确定性：汽车和空调还看不到企稳的迹象，电力行业下半年确实值得期待，但并非农网改造提速或者电力十三五规划提前完成，仅是上半年电力投资欠账太多，下半年需要提速。地产消费稳字当头，投资增速和施工增速下行，竣工增速回升。
- **铜价涨跌，历史表现宏观说了算** 铜在有色六大品种与宏观的紧密程度较其他品种更高。当宏观与供需方向一致时，毫无疑问判断铜价的方向并不难。但往往现实并非如此简单，宏观与供需错配的行市不在少数。基于历史上的错配行情，宏观与供需劈叉之年，最终都是宏观掌握了铜的定价权。供需只是定价铜在各品种中的相对强弱关系，供需偏紧则较其他品种更强，供需偏弱则表现弱于其他品种。
- **原料继续收紧 精铜保持紧平衡** 集中检修后，精铜供应压力上升。但从冶炼利润角度来看，TC 仍面临下行压力，将对冶炼厂整体开工有压制。下半年消费增长 0.75%（去年同期该增速为 1.8%）之下，精铜维持紧平衡。继续收紧的精矿+小幅削减的废铜进口+中性的精铜供应，继续给予铜基本面一定支撑。
- **下半年铜价或先抑后扬** 目前国内经济下滑进程还未结束，仍将继续探底，贸易谈判结果会决定国内政策调整幅度，外部压力趋弱，则国内对冲力度也会下滑，但外部压力增加，国内的刺激力度也会加强。当下贸易谈判因美国经济压力而阶段性缓和，国内经济边际上也稍微好转，在此假设下，LME 三月核心波动区间为（5800 6400）美元/吨，对应沪铜主力（46000 50000）元/吨。若谈判形势恶化，则境内外价格区间将下移至（5500 6200）和（44000 48000）。

正文目录

一、铜价交易逻辑及我们的观点.....	4
1.1 价格运行逻辑.....	4
1.2 我们的观点.....	4
二、全球经济体正在迈入降息周期.....	4
2.1 美国增长动力面临不足的风险.....	4
2.1.1 美国制造业 PMI 连续下滑	5
2.1.2 美国正在靠近降息周期，衰退尚未开始.....	5
2.2 中国下半年压力仍在	6
2.2.1 房地产销售分化	6
2.2.2 房地产开发投资转向由建筑工程支撑.....	7
2.2.3 房地产开发投资高位难支	8
2.2.4 中国下半年或先下后平，但韧性仍在.....	9
三、需求难言乐观，继续表现不佳.....	9
3.1 下半年看点在电力板块，但不可高估带动作用.....	10
3.2 汽车继续探底，复苏遥遥无期.....	11
3.3 空调产销拐点出现，陷入负增长区间.....	12
3.4 竣工上，施工下，地产铜消费不应乐观.....	13
四、供应持续提供支撑	14
4.2 矿紧逻辑兑现	15
4.3 冶炼减产压力出现 但仍可控	16
4.3 废铜进口削减低于预期	17
4.3.1 第一批批文发放 揭示调整路径.....	17
4.3.2 对精铜消费有限支撑 关注四季度新标制定情况.....	18
五、铜价涨跌，宏观还是供给，且看历史表现.....	18
5.1 2009 年：持续累库下的单边大涨	18
5.2 2016 年：又一个宏观驱动铜价上涨之年	19
六、策略及保值建议	20

图表目录

表格 1 铜季度/年度平衡表	4
表格 2 十三五电力工业发展主要目标	11
表格 3 2018-2023 年全球铜矿产能重要变动梳理 (万吨)	16
表格 4 浙江废 6 批文量同比持平 仅削减废 7 量	18
表格 5 全球铜供需平衡表	18
表格 6 2016-2017 全球铜供需平衡表	19
图表 1 进口下降改善美国贸易逆差	5
图表 2 备货上升提升内部需求	5
图表 3 至低的失业率暗示降息周期的临近	6
图表 4 次级债利率水平并未显著提高	6
图表 5 土地购置与建筑工程此消彼长	7
图表 6 期房与现房销售的分叉	7
图表 7 一线城市房产销售回暖, 小城市压力仍在	7
图表 8 棚户区改造住房建设计划减半	7
图表 9 土地购置领先 1 年下跌	8
图表 10 新屋开工不及竣工面积	8
图表 11 铜表观消费累计增速	10
图表 12 电网分月度基本建设投资完成额	10
图表 13 电网基本建设投资完成额: 累计同比	10
图表 14 汽车产销当月同比	11
图表 15 汽车库存	12
图表 16 汽车经销商库存	12
图表 17 空调内外销当月同比	13
图表 18 空调行业库存	13
图表 19 房地产核心数据累计同比	14
图表 20 土地购置面积增速指引新开工面积增速下行	14
图表 21 不同时点, 某境外机构对未来铜资源缺口的预期	15
图表 22 TC 仍承压	15
图表 23 粗铜加工费低迷	15
图表 24 长周期冶炼产能的变化取决于矿与消费的匹配	17
图表 25 2008-2010 中美欧制造业 PMI	19
图表 26 2015-2017 中美欧制造业 PMI	20

一、铜价交易逻辑及我们的观点

1.1 价格运行逻辑

下半年宏观与供需仍有可能产生错配,基于历史上的错配行情,宏观与供需劈叉之年,最终都是宏观掌握了铜的定价权。市场矛盾仍是中国消费能否复苏这一核心问题,且易受到中美谈判结果的影响。

1.2 我们的观点

房地产投资支撑开始转弱,下半年经济压力也会逐渐显现。但美联储降息周期开启下,中美利差倒挂的风险不在,中国的政策有调整空间,下半年经济可能会迎来先下后平的格局。铜价或先抑后扬,在经济下行压力下表现承压,但贸易摩擦在经历一段时间紧张后有可能会再次出现阶段性缓和,国内政策托底会让经济趋稳,届时铜价可能会有所回升。

基本面来看,下半年消费增长 0.75% (去年同期该增速为 1.8%) 之下,精铜维持紧平衡。继续收紧的精矿+小幅削减的废铜进口+中性的精铜供应,继续给予铜基本面一定支撑。

表格 1 铜季度/年度平衡表

	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020E	2021E
铜精矿产量	818	829	808	837	1700	1737
铜精矿需求	814	823	812	848	1700	1730
铜精矿平衡	4	6	(4)	(11)	0	7
精炼铜产量	1184	1177	1166	1211	2417	2447
精炼铜消费	1167	1199	1165	1208	2409	2445
精炼铜平衡	17	(22)	1	3	8	2
精铜对废铜的替代	9	16	2	0	0	0
调整后平衡	8	(38)	(1)	3	8	2

资料来源:金瑞期货

目前国内经济下滑进程还未结束,仍将继续探底,贸易谈判结果会决定国内政策调整幅度,外部压力趋弱,则国内对冲力度也会下滑,但外部压力增加,国内的刺激力度也会加强。当下贸易谈判因美国经济压力而阶段性缓和,国内经济边际上也稍微好转,在此假设下,LME 三月核心波动区间为(5800 6400)美元/吨,对应沪铜主力(46000 50000)元/吨。若谈判形势恶化,则境内外价格区间将下移至(5500 6200)和(44000 48000)。

风险点:向上风险全球宏观数据大幅下滑、谈崩;向下的风险来自谈判超预期达成。

二、全球经济体正在迈入降息周期

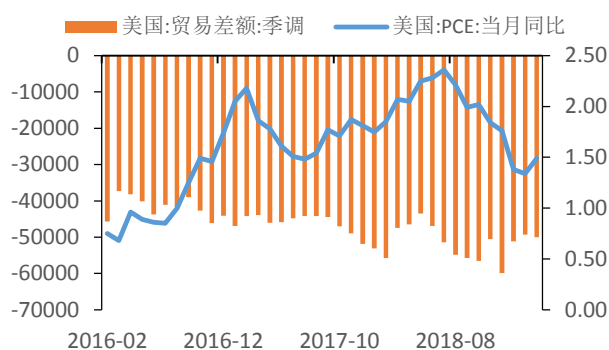
2.1 美国增长动力面临不足的风险

美国经济在 2018 年的增速达到了近年的最高值,而在 2019 年以后就出现了明显的边际上的转弱。2018 年美国经济增速强劲的核心原因在于积极的财政政策刺激,主要包括了减税方案和财政扩张。但这些财政刺激方案的效应正在边际递减,使得 2019 年美国经济大概率是要下行的。

2.1.1 美国制造业 PMI 连续下滑

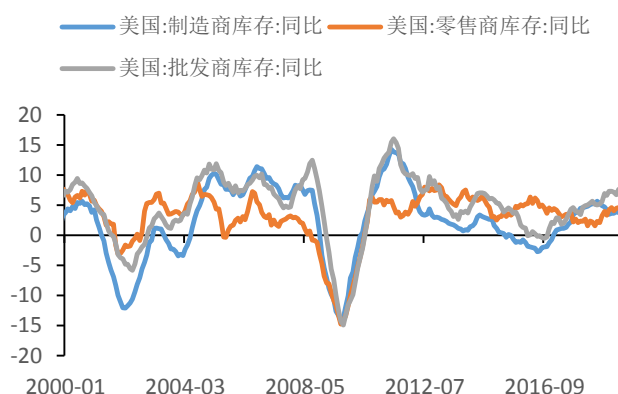
美国一季度 GDP 修正值增长 3.1%，初值为增长 3.2%，一季度的 GDP 增速被略微下调，但仍然是高速增长。拉动率最高的两项是净出口和存货变化。净出口表现好的原因是因为 3-4 季度抢进口导致进口透支，因此 1 季度亮眼的表现难以持续。存货的变化也比较异常，与工业经济表现出现背离。从美股制造业库存变化情况来看，批发商和零售商库存明显增加，制造商库存变化相对较小，这种差异很可能是贸易摩擦而导致下游企业大量备库所致。这些短期因素对美国经济起到了明显的拉动作用。4 月核心 PCE 物价指数同比仅为 1.6%，仍然大幅低于 2% 的增长，消费依旧疲软，这种疲软消费导致通胀水平也处于低位。美国的 ISM 制造业指数延续下跌开始了市场的恐慌，与之相对应的是通胀的下行，这些都是美国经济走软的迹象。作为消费型美国经济长期面临消费失速的压力，这种趋势或在下半年的经济数据中逐步体现，也导致市场目前对于美联储的降息预期也在上升。

图表 1 进口下降改善美国贸易逆差



资料来源：Wind，金瑞期货

图表 2 备货上升提升内部需求



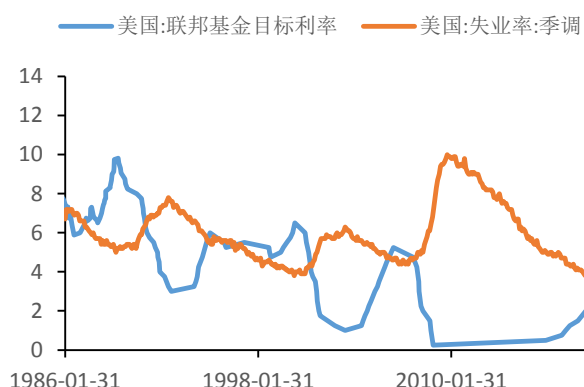
资料来源：Wind，金瑞期货

2.1.2 美国正在靠近降息周期，衰退尚未开始

在 6 月份的美联储议息会议中，美联储维持当前利率在 2.25%-2.5% 的水平，符合我们此前的预期。但美联储官员的讲话发生了明显变化，与此前一次决议的内容相比，本次决议内容明显转鸽。美联储表示，不确定因素有所增加，将密切监控未来收到的信息，将“采取适当行动”来维持经济。同时，美联储 FOMC 在政策声明中删除“耐心”一词。这一描述是美联储今年早些时候政策“转向”的一个关键部分，向市场发出了一个更为温和的利率政策信号。美联储降息历史上都是锚定失业率，历次降息的周期开始就是失业率的最低值，这也体现了美联储的逆周期操作。目前失业率已经达到 70 年以来最低的 3.6%，目前进一步下降至更低的水平难度十分大，周期基本可以确认是失业率的底部，这暗示着美国也即将迎来降息周期。

短期而言，美国次级企业债利差更能反映了当下美国债务的现状。09 年居民端的去杠杆之后也很难再次发生债务问题，下一场危机很可能会发生在不断缓慢积累的企业端负债，而企业次级债的利差便是衡量企业债信用水平的很好指标。CCC 级企业债利差越高，反应企业融资成本越高，信用越低，危机越重。2008 年经济危机时最高达到 40%，2015 年经济下滑的时候达到了 20%，而现在仍低于 10%，仍略低于去年底市场风险情绪上升的时候，反映了当下美国经济的债务问题尚未开始发酵。

图表 3 至低的失业率暗示降息周期的临近



资料来源：Wind，金瑞期货

图表 4 次级债利率水平并未显著提高



资料来源：Wind，金瑞期货

2.2 中国下半年压力仍在

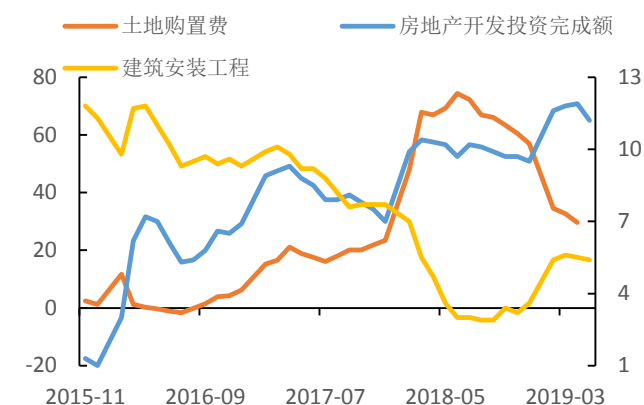
2.2.1 房地产销售分化

对于接下来今年的房地产开发投资而言，销售还是具有领先作用。以前的房地产销售的共性较强，基本上保持在同涨同跌的态势，而在 18 年以后，市场的销售出现了分化。最明显的就是一线城市，其销售同比仍旧保持回暖的态势，与之对比的是其他城市面临的压力仍在，尤其是中小城市仍然处于增速下降的过程之中。考虑到房地产政策调节以因城施策为主，有些城市甚至出现了因区施策，过冷或过热都会带来政策力度的相机变化，导致房地产销售市场的分化，平滑了房地产市场的剧烈波动。

对于接下来房地产的销售情况，经历这一季度上涨之后，我们认为下半年的压力或将显现。决定房地产市场消费最重要的一个因素就是政府的刺激力度，从首套房平均贷款利率来看，利率从 17 年以来便一直在上升，政府是在调控购房，防止市场过热；而到了 18 年年底的时候，房贷利率也到了一个周期的顶点，意味着购房面临着下行压力。如果政府为了救市再实行一波放松限购同时下调利率，这会很大程度上刺激房地产的再次消费。但是这种情况再出现的可能性降低了。为了避免过度刺激房地产市场，政府采取减税降费的方式来直接向企业释放流动性，这种方式的刺激力度是长期但是可持续的，不会重走刺激房地产的老路。从经济增速目标来看，19 年 GDP 的增速目标也放在 6-6.5%之间，目标

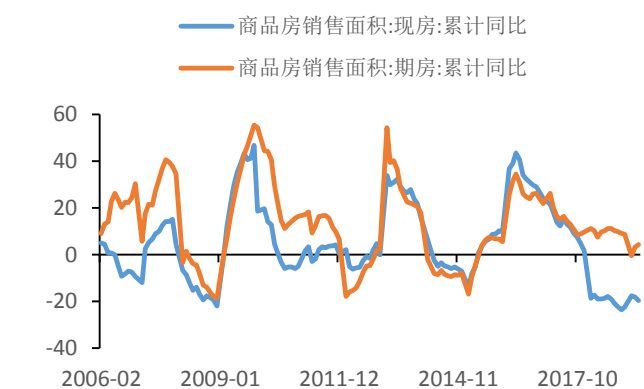
低于 18 年的 6.6%，显示了政府对于经济增速的容忍度在提高，大力刺激房地产的可能性降低。但如果美国的风险急剧上升，外部风险过大时政府可能会选择降息，但目前尚未到来。

图表 5 土地购置与建筑工程此消彼长



资料来源: Wind, 金瑞期货

图表 6 期房与现房销售的分叉



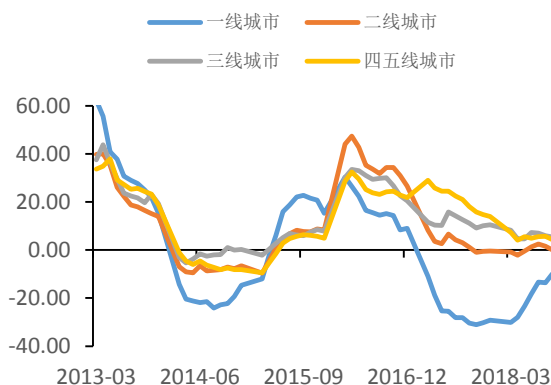
资料来源: Wind, 金瑞期货

2.2.2 房地产开发投资转向由建筑工程支撑

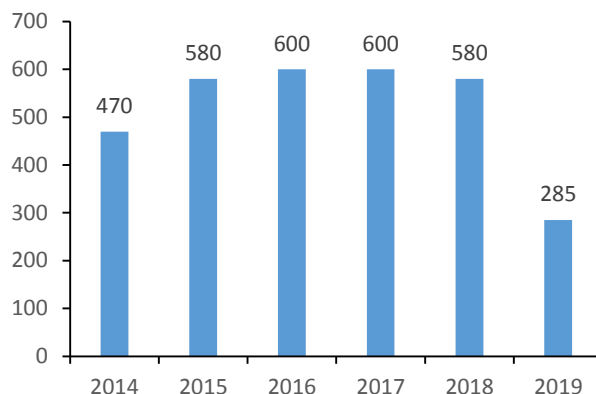
2019 年上半年中国房地产开发投资累计同比维持在高位，在宏观比较悲观的氛围下成为了中国经济的信心支撑。从分项上来看，2018 房地产投资主要来源于土地购置费的高速增长，而建筑工程和安装工程的投资均在下滑。到了 2019 年情况就开始发生了变化，土地购置开始放缓，说明房企对于继续拿地开始变得更加谨慎，这对于房地产开发投资存在不利影响。但从 2019 上半年以来的情况来看，虽然土地购置下降，房地产的施工面积在继续上涨，说明新购的土地部分开始进入施工环节，进而将房地产投资的拉动项从土地购置转向建筑工程，而建筑工程累计同比从去年 12 月的-2.3%上升至目前 9.4%也验证了建筑工程的反弹。虽然土地购置和建筑工程一降一升，但两者对房地产开发投资分别占比 20%和 60%，建筑工程的份额更显著，导致年初以来房地产投资仍然向上。

图表 7 一线城市房产销售回暖，小城市压力仍在

图表 8 棚户区改造住房建设计划减半



资料来源: Wind, 金瑞期货



资料来源: Wind, 金瑞期货

2.2.3 房地产开发投资高位难支

房地产施工带来的建安工程投资同比从去年12月的-2.3%上升至目前5.5%。从土地购置领先的角度来看,土地购置已经经历了一年的下降,土地购置费是房地产开发投资的一部分,其下降或将对房地产开发造成不利影响。另一方面,土地购置是房地产开发的第一环节,随着越来越多的房地产竣工,而用以补充房地产施工的土地不足,建安投资在下半年压力逐渐增大,房地产投资增速有下降的风险,下半年的经济压力也会逐渐显现。从成本结构来看,施工和单位建安成本的支撑因素都开始弱化、建安支出拐点临近,土地支出增速将继续回落。对于土地购置费,前期土地成交价款增速持续回落的传导效应将继续作用,后续土地支出下降的趋势仍在延续。总体而言房地产投资在半年下降的压力开始变大。

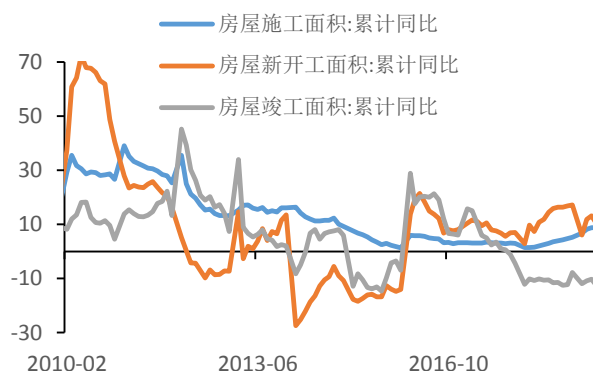
此外,棚改计划几乎削减一般,对下半年地产投资增速逐渐显现。如果19年货币化安置比例维持在35%,预计拖累商品房和住宅销售增速分别下降11.05和12.82个百分点,对房地产投资的直接拉动则为-0.83个百分点。随着棚改政策转向,货币化安置比例下降,意味着销售降温,尤其是对三四线城市商品房销售影响更大,进而对整体地产投资造成一定影响。综上,两者对房地产投资的影响都是偏负面,预计下半年地产投资增速有所回落。

图表 9 土地购置领先 1 年下跌

图表 10 新屋开工不及竣工面积



资料来源: Wind, 金瑞期货



资料来源: Wind, 金瑞期货

2.2.4 中国下半年或先下后平，但韧性仍在

包商银行事件持续发酵，该事件可能会影响到金融市场的链条，中小银行在银行端的同业业务收缩、非银端货基被赎，从而短期内对中小银行以及非银机构产生流动性冲击。包商银行的影响正在扩大，需要高度警惕风险的传染，需要防止信用风险向实体企业扩散。一是流动性风险，刚兑预期打破后，中小银行同业资金融入难度加大，流动性向下游资金链收缩。二是信用收缩风险，当流动性风险恶化，资产抛售压力将会持续向流动性差的资产传导，影响宽货币向宽信用传导效率。19日央行与证监会召集6家大行和部分头部券商，鼓励大行向券商融资，支持券商向中小非银机构融资。体现市场的影响还正在扩大，目前已经扩散到了非银机构。包商银行事件打破同业刚兑预期，短期市场担忧流动性冲击，长期服务于金融供给侧改革。

年初以来房地产投资的高速增长对于经济形成支撑，但这种支撑在下半年逐渐减弱，下半年的压力会逐渐显现，但是中国也有充足的手段应对下行压力，以保持经济的平稳运行，保持良好韧性。18年美国经济增长，并在年内进行了4次加息，美债利率不断追平中债利率，与之对应的是中国经济下行压力不断增大，资本流出的压力增大，限制了央行的宽松空间。今年以来美联储或将进入宽松周期，这令央行的操作空间增大，对冲经济下行的风险。6月10日，专项债新规允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，据测算有望撬动1.5万亿的基建投资，市场预期基金投资将达到8%的增速。该政策一方面有利于进一步化解地方隐性债务；另一方面，制造业投资不断下滑情况下，为建设项目融资，支持托底经济。

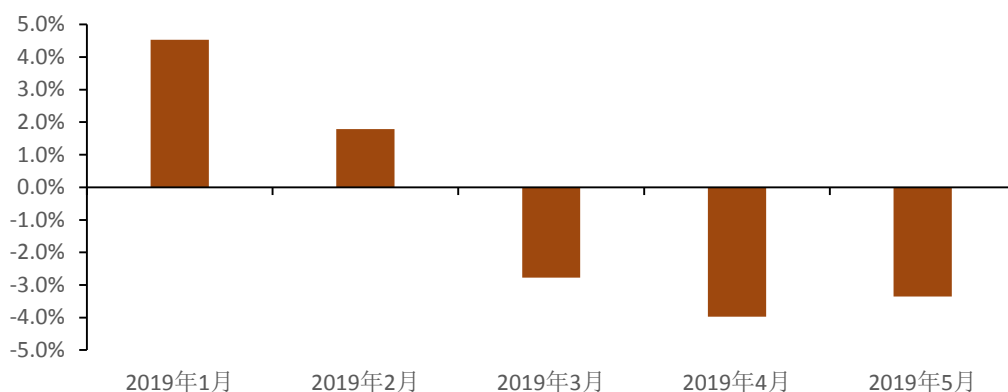
三、需求难言乐观，继续表现不佳

一季度末市场对今年旺季消费抱有很高的期待，当时制造业PMI和社融触底反弹，一度令市场亢奋不已，甚至有部分人士认为二季度末中国经济就将迎来拐点复苏。然而之后行情急转而下，旺季消费大幅不及预期，1-5月份表观消费负增长3.4%。

今年表观消费增速之所以负增长，除了下游终端消费确实表现较差之外，与去年的高

基数也不无联系。2018 年前 5 个月精铜产量和净进口均有不小增长，同时库存增幅更低，因此表观消费增速高达 17.6%。

图表 11 铜表观消费累计增速



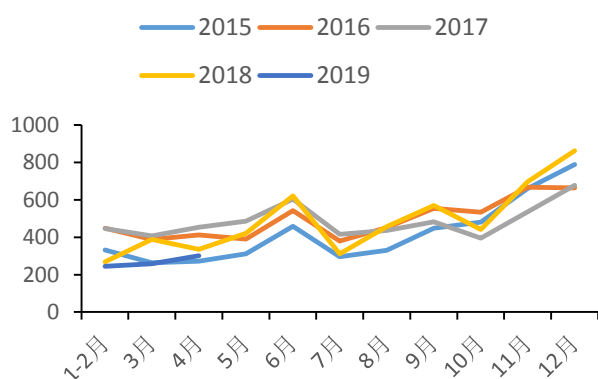
资料来源：Wind，金瑞期货

3.1 下半年看点在电力板块，但不可高估带动作用

二季度铜消费表现不佳，很重要一个原因就是电网投资力度不足，1-4 月累计同比负增长 19.1%。分月度数据来看，投资额在近 5 年中属于低位，基本与 15 年持平，投资力度大幅低于 16-18 三年。

根据之前的调研情况，电力消费表现不佳，线缆企业普遍反映是电网公司资金紧张所致，导致订单提货不及时，企业无法开足马力生产，甚至还有部分 18 年的订单也没有执行，大幅占用企业期货保证金。

图表 12 电网分月度基本建设投资完成额



资料来源：Wind，金瑞期货

图表 13 电网基本建设投资完成额:累计同比



资料来源：Wind，金瑞期货

6 月 19 日国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，提出下一步各地和电网企业要加大工作力度，确保今年以省为单位，提前一年完成“十三五”规划明确的全部改造升级任务。进一步缩短企业获得电力时间，优化营商环境。并且重点强调要提前一年完成农村电网改造升级，助力乡村振兴。

根据我们对电力“十三五”规划的跟踪，发现大部分指标早已提前完成，即使是有剩余指标需要在 19 年完成，整个工作量也并不庞大，基本与 2016-2018 年均值相当。

表格 2 十三五电力工业发展主要目标

十三五电力工业发展主要目标				
类别	指标	2015	2020（目标）	2018（实际）
电力 总量	总装机（亿千瓦）	15.3	20	19
	全社会用电量（万亿千瓦时）	5.69	6.8-7.2	6.84
	西电东送（亿千瓦）	1.4	2.7	
	非化石能源发电装机比重	35%	39%	40%
电力 结构	非化石能源消费比重	12%	15%	14.3%
	水电（亿千瓦）	2.97	3.4	3.5
	核电（亿千瓦）	0.27	0.58	0.45
	风电（亿千瓦）	1.31	2.1	1.8
	太阳能发电（亿千瓦）	0.42	1.1	1.7
节能 减排	线路损失率	6.64%	<6.5%	6.21%
	现役煤电机组平均供电煤耗（克标煤/千瓦时）	318	<310	308
民生 保障	充电设施建设	满足 500 万辆电动车充电		77.7 万个，预计 19 年 140 万个

资料来源：Wind，金瑞期货

农网改造方面，主要目标是到 2020 年全国农村地区基本实现稳定可靠的供电服务全覆盖，供电能力和服务水平明显提升，农村电网供电可靠率达到 99.8%，综合电压合格率达到 97.9%，户均配变容量不低于 2 千伏安。目前了解到的情况，南方电网已经基本提前完成农网改造升级，国家电网旗下的小部分公司也提前完成了改造。

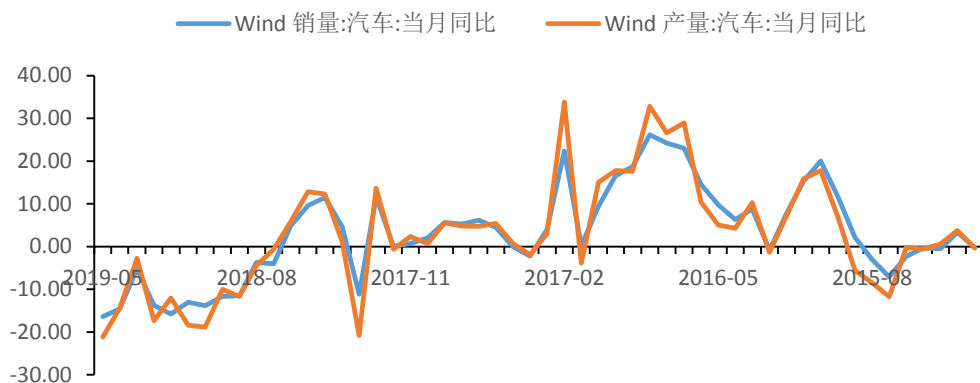
农村电网改造的有关指标难以详细拆分对铜消费的提升，若从资金总量来观测，2016-2018 年农网投资规模合计 4769 亿元，此前有专家预计整个农网改造投资规模会达到 7000 亿元，按此估算今年农网投资规模为 2231 亿元，提升力度确实很大，较 2016-2018 年的均值增长 40%。

目前市场对下半年的电力板块确实抱有一定的期待，大概率会重复去年下半年的节奏，累计投资增速不断缩窄，到年底转为正增长，但最终结果是否如此，还有待进一步观察。

3.2 汽车继续探底，复苏遥遥无期

在 2-3 月份汽车销售经历一次弱复苏后，单月销售负增长幅度在二季度再次扩大，同比继续维持两位数的负增长。汽车作为大额非必须消费品，具有极强的周期性，在经济下行周期很容易受到挤压，令消费者推迟购买。

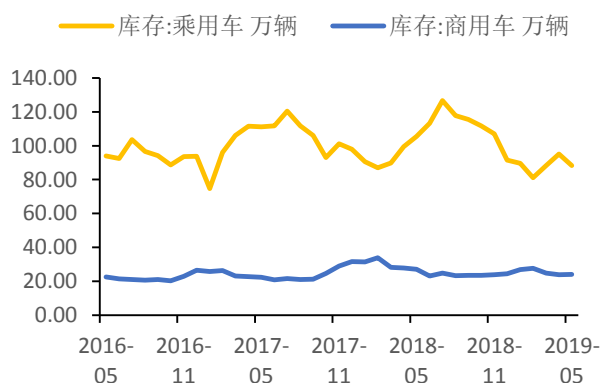
图表 14 汽车产销当月同比



资料来源: Wind, 金瑞期货

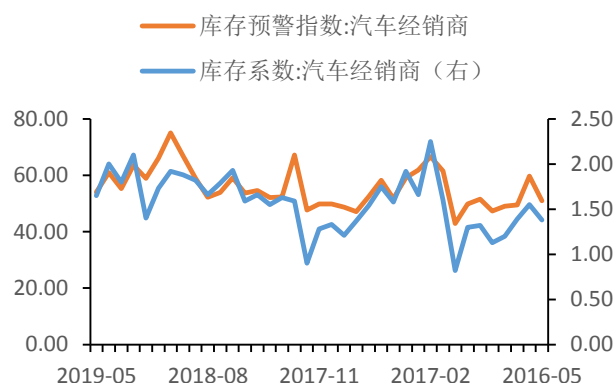
汽车行业原本就因为销售不佳而减少生产,结果国五向国六切换又加剧了汽车厂生产的消极性。目前已有 15 个省市将于 2019 年 7 月 1 日实施轻型汽车国六标准,但车厂和经销商国五车型仍然积压严重,不得不采取官降、员工购车优惠等方式促销,希望在限期内积极去库存。从消费者的角度而言,7 月 1 日以后国五汽车仍然可以上牌,但在这个特殊时期,不少消费者选择观望,希望能在新规实施后获得更大的折扣,并不急于购买。

图表 15 汽车库存



资料来源: Wind, 金瑞期货

图表 16 汽车经销商库存



资料来源: Wind, 金瑞期货

对于车企来说,国五库存清理不够彻底之前,并不会加大国六车型的生产来抢占国五的市场,否则国五车型就会非常难以去化,因此我们观察到汽车生产比销售的降幅更大,全行业进入到主动去库存阶段。

降价去库存意味着短期即使有销售上的好转,汽车厂商也不会立刻加大生产,对于汽车行业的铜消费而言,短期复苏的可能性也就不大。

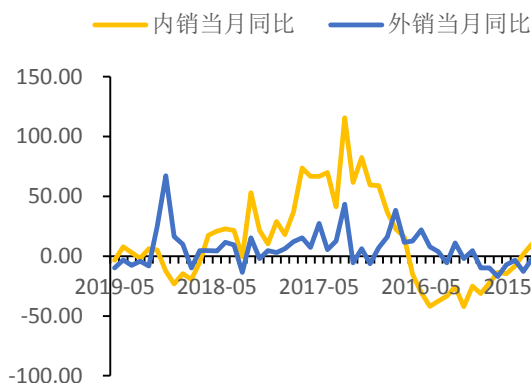
3.3 空调产销拐点出现,陷入负增长区间

早在我们 5 月初的空调专题报告中就提出,今年由于厄尔尼诺天气的影响,南方多雨凉爽,北方会持续高温。但因为国内空调市场南北的比例为 7.5:2.5,即使北方空调销售表现极佳,也无法带动内销向好。

果不其然,产业在线公布的 5 月份空调产销数据显示,产量 1664 万台,同比下滑 3.7%,销量 1656 万台,同比下滑 6.9%,其中内销 1027 万台,同比下滑 3.4%,出口 629 万台,

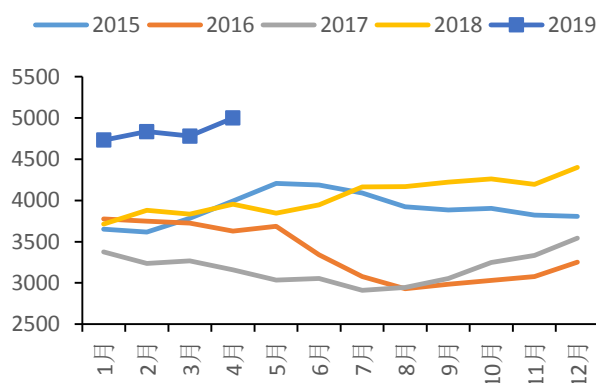
同比下滑 12.1%。累计来看 1-5 月销量 7536 万台，同比下滑 0.78%，其中内销 4255 万台，同比增长 2.2%，出口 3282 万台，同比下滑 4.4%。

图表 17 空调内外销当月同比



资料来源: Wind, 金瑞期货

图表 18 空调行业库存



资料来源: Wind, 金瑞期货

内外销同时下滑其实已经在市场预料当中，尤其是外销，由于去年四季度到今年一季度抢出口，透支了未来的出口增长。今年欧美经济表现不佳，空调销售出现爆发的概率不大，因此前期进口的库存需要一定时间消化，对未来空调外销部分不应做太多的期待。

目前国内空调库存仍然在继续攀升，不断创下历史新高，截止 4 月底全行业空调库存 4999 万台，可供国内市场半年销售。由于长时间雨水天气影响，空调销售旺季不旺，全行业背负很大的去库压力，在此背景下空调行业开启价格战和举报门。有空调厂预计今年全年空调产销量将大致与去年持平，这也就意味下半年不会出现产销大幅增长的可能，空调行业用铜继续悲观。

3.4 竣工上，施工下，地产铜消费不应乐观

正如前文所述，5 月份以前国内经济表现超预期，离不开房地产投资增速的超预期，但随着 1-5 月累计投资同比增速较 1-4 月下滑 0.7 个百分点，市场提出房地产投资拐点已现。目前比较主流的观点是下半年地产投资增速将下一个台阶，但全年增速仍然维持在 6-8% 之间。

18 年以来传统的房地产分析框架出现失灵，部分指标预测精度下滑，出现了销售增速下行但新开工增速上行的怪现象，同时新开工增速又与竣工增速劈叉，无疑加大了市场对于地产周期判断的难度。

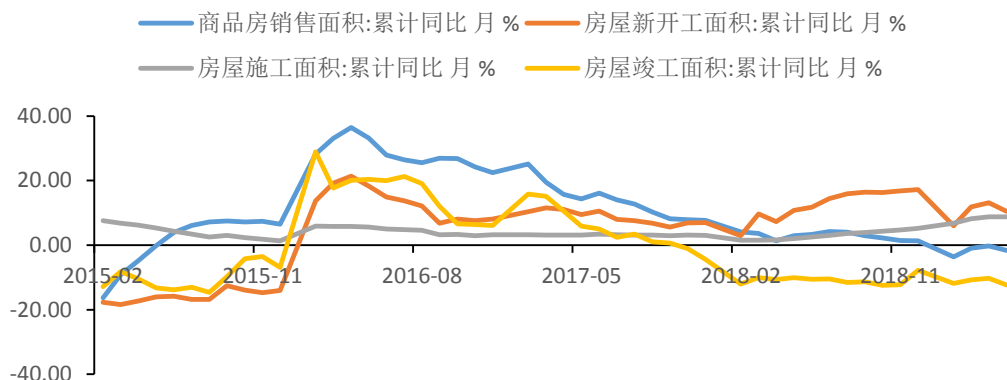
但无论中间过程怎样，房地产行业必然也存在一些铁律，有销售就有施工和竣工，因为卖房必须交房，卖房数据几乎不可能作假。从地产行业的整个流程来说，通常遵循“拿地-开工-施工-销售-继续施工-竣工-交房”的顺序。在期房销售之前，需要拿到房屋预售许可证，而获得许可证的条件是投入开发建设的资金达到工程建设总投资的 25% 以上，并已经确定施工进度和竣工交付日期。

通常一二线城市需要更高的完成投资占比，三四五线未满足条件但获得预售证的情况也不在少数，这就导致从签订销售合同到最终交房耗时 1-3 年不等。从销售到竣工，不存在面积上的变化，但整个开工到竣工环节的时间高度不可控。

房企一般会在“拿地-开工-施工-销售”环节遵循高周转策略，尽可能预销售回款，但在随后的“继续施工-竣工-交房”环节，房企并没有加快建设的动力。因为已经获得购

房者的全部购房款项，属于无息预收款，房企可以在可接受的范围内尽可能拖长工期，减少后续建设施工对资金的占用。这也就是销售增速高涨，但施工增速不温不火的原因，竣工增速也因施工周期被拉长而熨平波动。

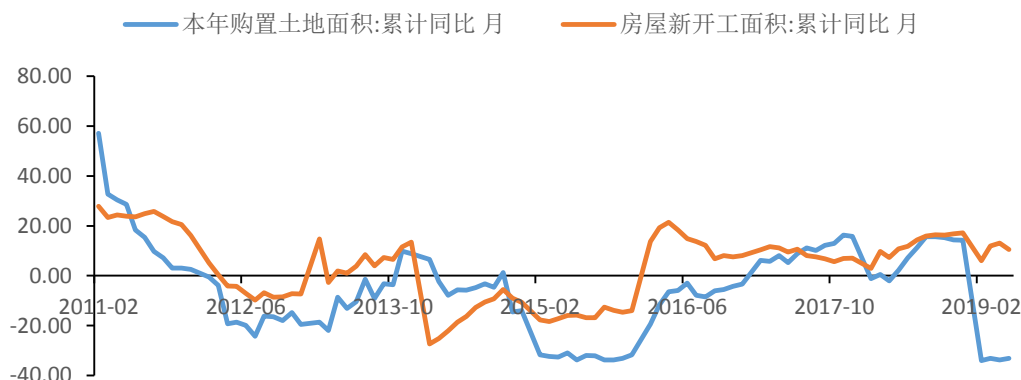
图表 19 房地产核心数据累计同比



资料来源：Wind，金瑞期货

正是由于房地产企业在前期普遍追求高周转回款策略，因而在拿地之后会尽早开工，这就导致拿地与新开工之间的时间周期被缩短，两个数据的增速变化高度一致。在房企拿地积极性大幅下滑的背景之下，未来新开工增速放缓应该是大概率事件，新开工体量不足又会带来施工面积增速的下行，未来施工增速继续缓慢上行的概率不高。

图表 20 土地购置面积增速指引新开工面积增速下行



资料来源：Wind，金瑞期货

铜在地产中的消费其实更多运用在施工阶段，竣工后的室内装修环节，其铜消费占比不会超过 30%。去年以来施工增速一直保持稳健，因而地产端的铜消费也一直韧性十足，但未来若施工增速大幅下行，竣工面积的增长或许无法对冲施工环节铜消费的减少，因此对下半年的地产铜消费不如市场上其他投资者乐观。

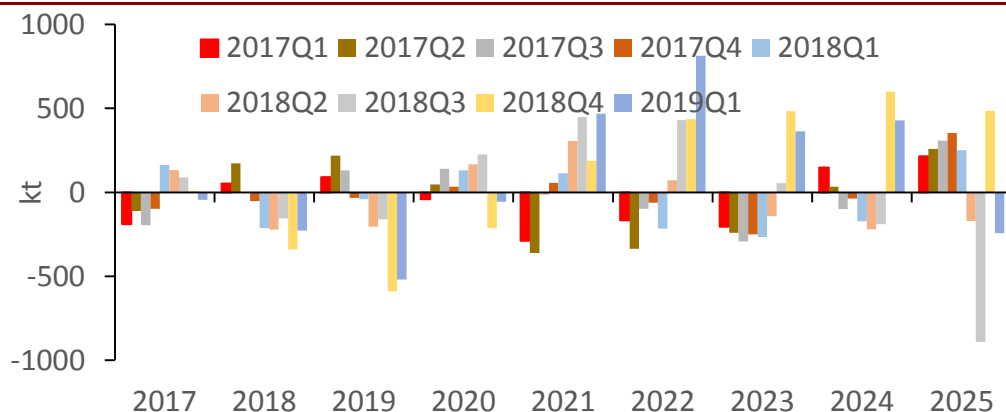
四、供应持续提供支撑

集中检修后，精铜产量将逐步释放，叠加下半年新冶炼产能的投放，精铜供应压力上升。但从冶炼利润角度来看，TC 仍面临下行压力，将对冶炼厂整体开工有一定压制。因此，预期更加偏紧的精矿+小幅削减的废铜进口+中性的精铜供应，继续给予铜基本面一定支撑。

4.1 机构平衡表变化之视角

根据某境外机构的最新一季预测，2019-2020 年的缺口收窄，且 2021-2022 年的过剩扩大。与之前预测结果差异在于，2020 年铜资源（铜矿+粗铜+精铜）短缺量级明显收窄，且 2021-2022 年的铜资源（铜矿+精铜）供应过剩加剧。整体缺口/过剩情况的变化，都是基于对未来消费的下调，与目前市场对宏观的预期比较一致。消费低增速下，远期铜资源短缺的命题难以成立。

图表 21 不同时间点，某境外机构对未来铜资源缺口的预期

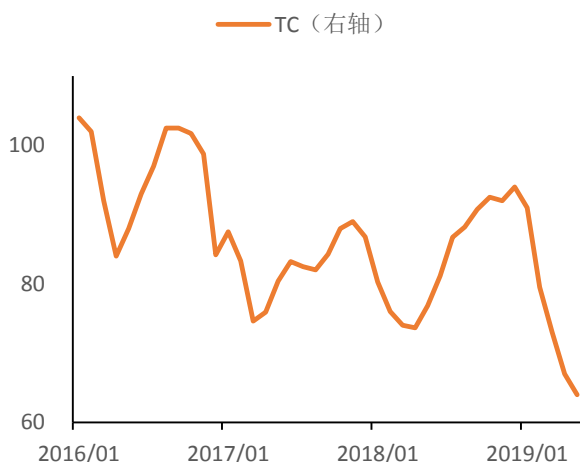


资料来源：Wind, 金瑞期货

4.2 矿紧逻辑兑现

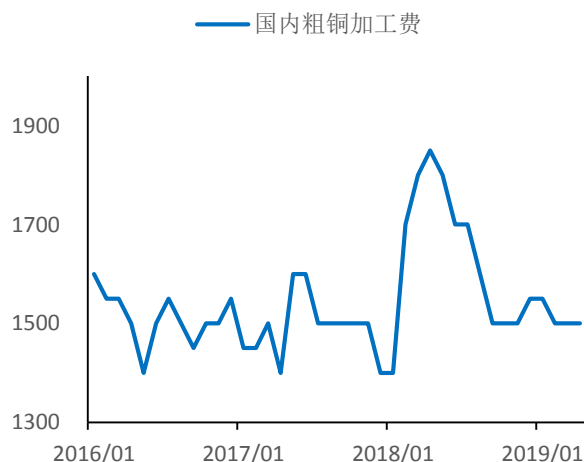
在二季度境内外冶炼厂检修量级较大的背景下，铜精矿加工费出现了超预期的快速下滑，说明铜精矿的干扰率较去年应该是明显提升的，符合我们之前的判断，低干扰率不可维持。由于环保、天气、品位等原因，粗略估算上半年矿产量折损量级约 13 万吨，接近 1% 的干扰率。且据目前观测，干扰率仍有被上调风险，而全年 3% 的干扰率意味着今年矿产量不增。调研来看今年矿增速转负也是机构及市场主流预期。

图表 22 TC 仍承压



资料来源：Wind, 金瑞期货

图表 23 粗铜加工费低迷



资料来源：Wind, 金瑞期货

未来 2-3 年，铜精矿产量变化多是已有项目的边际贡献，产出较为刚性。而更长周期如未来 3-5 年后铜精矿产量边际变化一方面是已有项目自然增减；另一方面来自新项目的投产，后者与铜价正相关。根据专业机构的估算，6000 多美金激励价格对应的供给量约满足 1.2% 的消费增速。换言之，如果消费无进一步坍塌，铜价向下空间将有限。且一旦消费预期被上调，则需要更高的激励价格。

表格 3 2018-2023 年全球铜矿产能重要变动梳理（万吨）

公司	铜精矿项目	国家	时间	2018	2019	2020	2021	2022	2023
南方铜业	Toquepala	秘鲁	2018Q4 扩产	15.5	25.8	26	26	26	26
南方铜业	Buenavista	墨西哥	推迟至 2020	0	0	1	1.5	2.2	2.2
南方铜业	Pilares	墨西哥	推迟至 2020	0	0	2.5	3.5	3.5	3.5
墨西哥集团	San Martin	墨西哥	2019Q1 重启	0	0.2	0.7	0.8	0.8	0.8
印尼财团	Batu Hijau	印尼		7.4	6.9	13.8	20.8	20.8	20.8
自由港	Grasberg	印尼	2019 转入地下开采	52.6	28.7	37.7	77.5	87.5	75
自由港	Lone Star	美国	2020 年底投产	0	0	1	6	6	6
俄镍	Bystrinskoe	俄罗斯	2017 年底	2	5	6	7.5	7.5	7.3
第一量子	Sentinel	赞比亚	扩产	22	23.5	25.5	28	28	28
第一量子	Cobre Panama	巴拿马	2018 年底开，2019Q1 运营，2020 满产	5	15	28.5	34	33	32
必和必拓	Escondida	智利	2017Q1 罢工后恢复+2017Q4 扩产	98.1	96	102	103	116	116
必和必拓	Olympic Dam	澳洲	扩产	15.3	21.1	21.1	21.1	23.1	25.2
OZ 矿业	Carrapateena	澳洲	2019Q4 完工	0	1.5	6.5	8	7.6	7
力拓	Oyu Tolgoi	蒙古	扩建项目推迟至 2021Q3 完工	14	15.6	14.9	17.5	26.4	45
力拓	Bingham Canyon	美国	2020 年底扩建完工	17	21	22.5	22.5	22.5	22.5
嘉能可	Mopani	赞比亚		5.9	2	4.5	5.5	6	6
嘉能可	Mutanda	刚果金	2019 改变采矿方式	19.9	10	10	10	20	20
嘉能可	Katanga	刚果金	2017 年底复产	15.24	28.5	28.5	28.5	28.5	28.5
嘉能可	Alumbra	阿根廷		2.5	0.9	1.8	2.3	2.3	2.3
哈萨克矿业	Aktogay	哈萨克斯坦	2018 年底满产	10.9	10.5	10	10	15.5	17
智利国家铜业	Chuquibambilla	智利		38.2	47.6	35.5	14.1	12.1	7.5
智利国家铜业	Chuquibambilla Underground	智利	转为地下开采	0	0.5	6.5	14	22	30.5
安托法加斯塔	Centinela	智利		15.2	18	18	16.9	16.1	15
泰克资源	QB2	智利	2021 年运营	0	0	0	3	18	29
英美资源	Los Bronces	智利		32.5	32.7	34	32.2	30.5	29.5
铜陵有色	Mirador	厄瓜多尔	2019Q1 一期完工，Q2 试生产	0	1.5	5	6	6	6
紫金矿业	Kolwezi	刚果金	2017Q3 一期，2019Q2 二期	4	5.1	5.4	5.4	5.4	5.4
艾芬豪矿业	Kamoa-Kakula	刚果金	2020 运营，2021 满产	0	0	0	18	24	30
内华达铜业	Pumpkin Hollow	美国	2020 中期完工	0	0.7	3.1	3.7	3.6	3.4
国外铜精矿增量				73.14	25.06	53.7	75.3	73.6	26.5
中国铜精矿增量				9.2	7.4	9.6	15.1	11.7	8.6
全球铜精矿增量				82.34	32.46	63.3	90.4	85.3	35.1
公司	湿法铜项目	国家	时间	2018	2019	2020	2021	2022	2023
万宝矿业	Lepidangaung SxW	缅甸		9	9.5	10	10	10	10
万宝矿业	Monywa SxW	缅甸	2021 开采寿命到期	5.3	5	5	0	0	0
必和必拓	Escondida SxW	智利	2017Q1 罢工后恢复+2017Q4 扩产	26.5	26	25.5	19.5	16.5	16.5
必和必拓	Spence SxW	智利		17.6	18.5	16	15.7	15.4	15.1
洛阳钼业	Tenke Fungurume SxW	刚果金		17.5	19.5	17	14	15	13
自由港	El Abra SxW	智利		9.5	13.7	13	12.5	12.5	12.5
智利国家铜业	Radomiro Tomic SxW	智利		20.5	20.5	21.3	23.9	16.8	9.9
第一量子	Las Cruces SxW	西班牙	2022 开采寿命到期	7.2	7	7	3.5	0	0
自由港	Cerro Verde SxW	秘鲁	2023 开采寿命到期	4.5	5.8	5.7	3.5	0.5	0
南方铜业	Toquepala SxW	秘鲁		2.2	2.5	3.8	5	4.6	4.3
南方铜业	Buenavista del Cobre SxW	墨西哥		11.5	18	18	18	18	18
南方铜业	Metalkol SxW	刚果金		0.6	6	7.5	7.7	9.2	10.2
南方铜业	Toquepala SxW	秘鲁		2.5	3.8	5	4.6	4.3	4.2
全球湿法铜增量				0.7	21.4	-1	-16.9	-15.1	-9.1
全球铜矿+湿法铜增量				83.04	53.86	62.3	73.5	70.2	26

资料来源：金瑞期货

4.3 冶炼减产压力出现 但仍可控

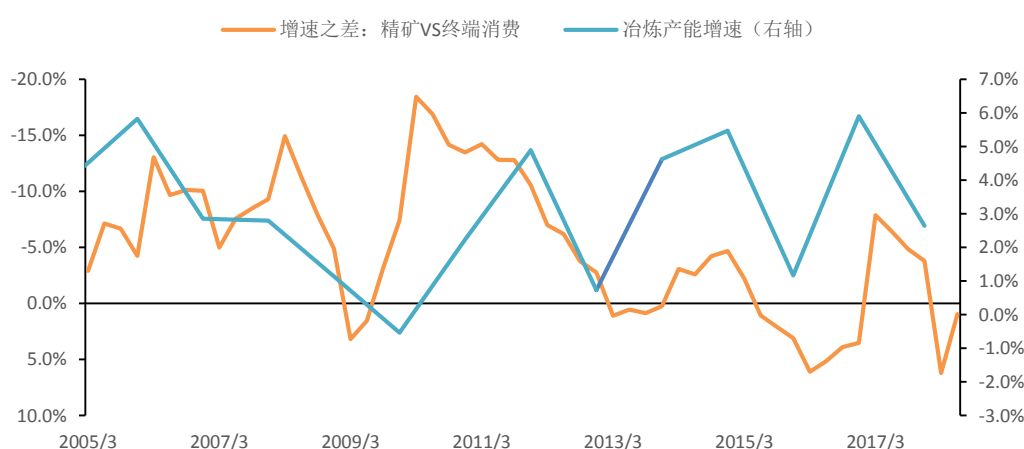
下半年静态来看，铜精矿增约 20 余万吨，但相对于冶炼需求约 30 余万吨的需求增量，加工费仍处于下行压力。基于对冶炼厂利润测算的角度，冶炼厂综合成本在 45-60 美元/吨。我们发现部分小型冶炼厂尤其无原料供给优势、无地域优势的厂生产积极性受到

了压制导致开工下滑。如果下半年 TC 长期处于 60 美元/吨之下，则仍存高成本冶炼厂开工不足的现象，对整体开工形成一定压力。

是否对精铜产量形成大的削减影响呢？

首先，长周期冶炼产能变化的影响因素归根到底是矿与消费的匹配，当矿与消费匹配出现明显矛盾时，将通过价格和加工费来调节冶炼产能变化。如预期未来矿产量无法满足消费，则通过价格上涨来刺激更多的铜矿产出，矿商利润再通过加工费让渡至冶炼，从而提升冶炼扩张。反之，未来矿产量大于消费，则会通过价格下跌来完成从终端利润到矿商利润，再到冶炼利润的压缩，从而削减冶炼产能至平衡。

图表 24 长周期冶炼产能的变化取决于矿与消费的匹配



资料来源：Wind, 金瑞期货

其次，短期冶炼产能利用率的变化则应该与冶炼利润成正相关，冶炼利润主要受加工费的驱动，也是通常市场拟合的加工利润。但除此外，冶炼厂稳定经营不免有流水线上的半成品及成品周转库存，天然的现货多头意味着价格上涨趋势将带来存货收益。因此，静态来看冶炼开工受加工费利润的驱动，而动态来看还应该考虑进铜价和副产品因素。这也是可以解释，2010 年前后，加工费低至 40 美元下方，但冶炼产能利用率并未出现明显下降，2010 年铜价涨幅超过 20%。

最后，从另一个维度来看，国内冶炼厂产能集中度高，前 10 名占据 70% 的产能。且其央企、国企居多。综合成本偏低，原料供应有优势、原料中长单比例 8 成之上。其产能利用率的变化除考虑经济效益外，还有兼顾地方 GDP、就业等社会问题。年内的长单价格均在成本线之上，且即便跌破成本线，也并不会立即兑现为开工下降。

4.3 废铜进口削减低于预期

4.3.1 第一批批文发放 揭示调整路径

浙江、安徽地区第一批废铜进口批文的发放，令废铜供应预期进一步明朗。根据发放情况来看，废 6 类的批文量为 24 万吨实物量，与去年三季度该区域废 6 类进口量相当。减少量级为同期废 7 类进口量，约 5.35 万/季。且从调研了解，企业表示用完仍可继续申请，则一定程度也可弥补 7 类削减量。固废中心实行统一的批文发放标准，则可推断全国其他地区废 6 类量级并不会出现明显短缺，而其他地区 7 类占比仅 2 成，削减量约 0.9 万/季。同理推算，下半年废铜进口削减量最多为 13.75 万吨，占去年废铜进口量的 8.7%，

远低于市场 30%的削减量级。

表格 4 浙江废 6 批文量同比持平 仅削减废 7 量

地区	类别	Q3	Q4	全年
全国	6 类	44.5	42.9	172
	7 类	25	30	98
浙江	6 类	22.5	21.7	75
	7 类	21.4	23.6	80
浙江批文	6 类	24		

资料来源: Wind, 金瑞期货

4.3.2 对精铜消费有限支撑 关注四季度新标制定情况

根据测算,废铜下滑量级远低于市场预期。无疑精铜端结束大规模的检修后,市场寄予希望的废铜削减预期有所打折。然而,废铜进口仍有不确定因素,2020 年固废实行零进口政策指引下,废铜作为铜原料进口的标准制定仍未明朗,成为四季度关注点。废 6 类当中光亮铜、1 号废紫铜、2 号废紫铜等高品位废铜占比接近 65%,废黄铜占比 30%,其他占 5%,新标的确定将至关重要。

五、铜价涨跌,宏观还是供给,且看历史表现

铜作为有色六大品种中最特殊的一个,与宏观的紧密程度较其他品种更高。当宏观与供需方向一致时,毫无疑问判断铜价的方向并不难。但往往现实并非如此简单,宏观与供需错配的行市不在少数,此时到底我们是应该信宏观,还是应该基于供需基本面做判断呢?

5.1 2009 年:持续累库下的单边大涨

2009 年是非常特殊的一年,是 08 年金融危机爆发后的首个年份,当时市场不厌其烦地探讨“什么时候经济会复苏?真的复苏了吗?”,而且宏观和铜的供需结果劈叉,宏观总量指标上的复苏无法在铜的微观环境上寻得印证,因此整个分析师行业陷入了一种自我怀疑,持续增加的库存没法说服自己看涨,总认为上涨已经到头了,但铜价就是涨个不停。

从安泰科统计的供需平衡表来看,确实 2009 年四个季度都在累库,除了二季度之外,其余季度累库均超过 30 万吨。当时整个行业的研究还是非常扎实的,早在一季度就提出了全年大幅累库的判断,而且后续的库存变化也不断验证该观点的正确性。按照传统的供需平衡驱动价格涨跌的逻辑,铜价应该下跌才对,让高成本产能退出市场,实现供需平衡。最终铜价大幅上涨,让严格的基本面供需派无所适从。

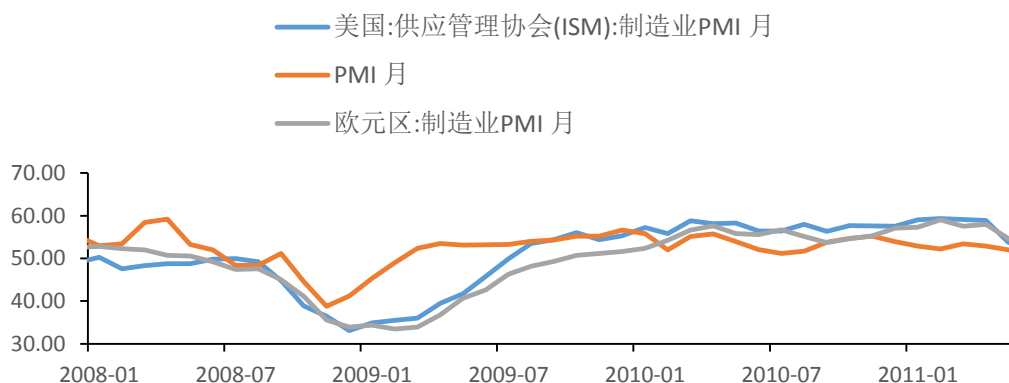
表格 5 全球铜供需平衡表

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4
全球产量	4380	4540	4520	4640	4420	4570	4620	4750
全球需求	4070	4490	4220	4330	4370	4640	4430	4380
供需平衡	310	50	300	310	50	-70	190	370

资料来源: 安泰科, 金瑞期货

但如果从宏观派的角度来看待问题，中美两国为首的“四万亿”刺激计划，给全球经济复苏注入了一针强心剂，各项宏观指标不断向好。只要相信未来会更好，那暂时的过剩就不是问题，预期超越现实，实现了现实过剩下的大幅反弹。

图表 25 2008-2010 中美欧制造业 PMI



资料来源：Wind, 金瑞期货

5.2 2016 年：又一个宏观驱动铜价上涨之年

回顾历史报告，我们会发现在 16 年 10 月份之前，主流观点都不认为铜价应该大幅上涨，仍然会维持底部区间震荡。判断依据主要有三：一、中国经济延续相对低迷；二、对需求前景的担忧令供应过剩压力加重；三、上游铜精矿的供应过剩也难有转变。倒是有小部分先见之明的分析师认为货币宽松将驱动铜价上涨，而且铜价前期表现弱于其他品种，有补涨需要，但该观点是持有者也没有认为铜价后期将有一波 20% 的涨幅。

表格 6 2016-2017 全球铜供需平衡表

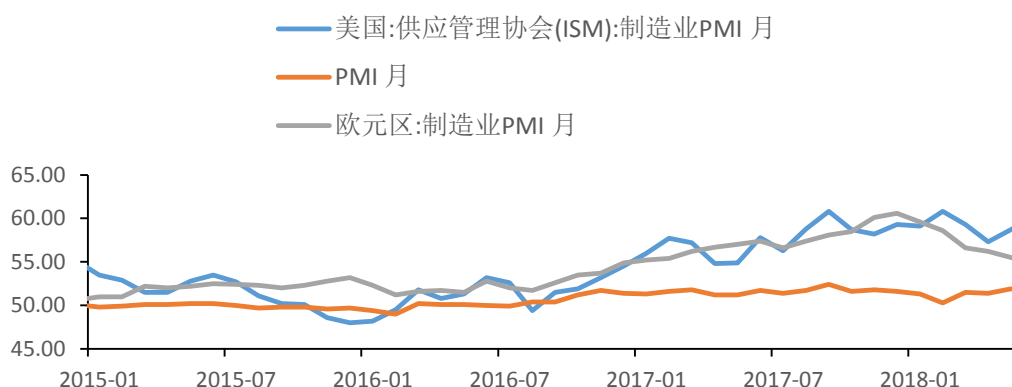
	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017
全球产量	5510	5620	5670	5700	22900
全球需求	5320	5530	5630	5720	22650
供需平衡	190	90	40	-20	250

资料来源：安泰科, 金瑞期货

市场当时所认为的 2016 年平衡表将维持小幅过剩，也就是说绝对量级上没有大的供需矛盾，尤其是铜矿仍然是过剩的。但经历 11 月份铜价大幅拉涨之后，市场风云突变，观点发生了 180 度大转弯。尤其是在铜矿方面，境外研究机构开始将未来几年的铜矿平衡转为短缺，铜价下跌周期导致铜矿资本投入不足，中短期内都看不到铜矿比较大的增量。这一观点在当时深入人心，尤其是被券商系所追捧。

真的是铜矿的基本面发生了如此大的逆转吗？其实应当是经济预期好转，需求增速上调，才使得前期偏过剩的铜矿转为短缺。

图表 26 2015-2017 中美欧制造业 PMI



资料来源: Wind, 金瑞期货

经过上述两个年份的复盘结果,会发现在宏观与供需劈叉之年,最终都是宏观掌握了铜的定价权。也就是说铜价大势由宏观决定,供需只是定价铜在各品种中的相对强弱关系,供需偏紧则较其他品种更强,供需偏弱则表现弱于其他品种。

六、策略及保值建议

目前国内经济下滑进程还未结束,仍将继续探底,贸易谈判结果会决定国内政策调整幅度,外部压力趋弱,则国内对冲力度也会下滑,但外部压力增加,国内的刺激力度也会加强。当下贸易谈判因美国经济压力而阶段性缓和,国内经济边际上也稍微好转,在此假设下,LME 三月核心波动区间为(5800 6400)美元/吨,对应沪铜主力(46000 50000)元/吨。若谈判形势恶化,则境内外价格区间将下移至(5500 6200)和(44000 48000)。结构来看,内外平衡并无大的矛盾,趋势性套利机会并不明朗。

保值建议:

矿山: 区间高点择机卖出锁定利润;或卖出高执行价看涨期权;

中下游: 震荡走势预期下可考虑宽跨市期权策略。

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市福田区彩田路东方新天地广场 A 座 31 楼

电话：0755 - 8860 5629

传真：0755 - 8367 9900