

## 多空因素逐渐转换 铜市酝酿下跌行情

2016年第一季度铜价整体处于反弹之中。其中LME铜在1月中旬创新低4318美元后便开始震荡上行，3月中旬达到5131美元，较2015年收盘价4689美元上涨9.4%。国内铜价与外盘走势相似，年初因人民币年初贬值要强于外盘，具体来看，沪铜指数年初回落到34330元，此后便持续反弹，3月中旬达到39130元，较2015年收盘价36540元上涨7.08%。

2016年年初铜价表现偏弱与全球金融市场恐慌有关，这包括中国汇市和股市的双降令市场担忧中国经济，全球股市和外汇市快速下跌，原油市场又因供给过剩和伊朗重归市场继续暴跌，全球恐慌笼罩了整个市场。但就是在这种背景下，各国央行政策基调开始发生转变，欧央行进行一次扩大宽松政策，美联储表示担忧外围环境影响到美国经济，并且在最新一次会议上暗示今年加息次数减少，中国在两会上表示要把经济稳定在合适区间，原油价格也因生产国讨论冻结产量止跌反弹，年初利空因素的转变成为第一季度铜价反弹的利多因素。从铜市来看，除了去年年底有大量矿山宣布减产外，中国冶炼厂宣布2016年联合减产和国储第一季度收储都成为铜价反弹的动力。

展望第二季度，我们并不乐观。从宏观看，在推行更为宽松政策后，各国央行的论调正在发生转变，如欧央行行长表示未来继续降息的可能性不大，美联储地区官员谈论四月份或者六月份加息的言论增加；从铜市来看，铜价已经回到生产商的高成本区间，铜相关企业的减产动力不足。从消费上看，在经济增长缓慢的背景下，中国各行业消费难以出现根本转变，特别要提出的是，第一季度国储收储的结束会给基本面形成更大的压力。从历史上看，经济和消费比较好的年份里，铜价的高点也会在5月份出现，今年这两个条件都不具备，因此铜价在第二季度初形成高点并走出下跌行情的可能性很大。

从技术上看，铜价在5200美元附近有很强的阻力，我们倾向于铜价会在4900-5200元形成头部，并有再次回落的可能。从操作上讲，我们建议上游企业对原料进行保值，投机者以寻找好的沽空机会为主。

图 1:一季度铜价反弹

图 2:国内现货进口持续亏损



资料来源:文华资讯、银河期货有色事业部

## 一、全球经济增长仍然温和 政策转变成铜价压力

2016年1月19日,国际货币基金组织(IMF)发布的《世界经济展望报告》中表示,全球经济活动的回升预计将更为缓慢,特别是新兴市场和发展中经济体。全球经济前景面临的风险与新兴市场经济体增长普遍减缓、中国经济正处于再平衡调整之中、大宗商品价格下跌、美国逐步退出宽松的货币政策等因素有关。通过需求支持措施和结构性改革提高实际和潜在产出已变得更加紧迫。预测2016年和2017年全球经济将分别增长3.4%和3.6%,较2015年10月该组织发布的预测数据下调0.2个百分点。从本周期来看,经济增长低于4%表明经济增长温和,在此背景下,铜价不具备走出牛市的动力。

### 1、全球金融恐慌 宽松政策成铜价反弹主因

年初全球金融市场处于恐慌之中,一方面是年初人民币汇率贬值和股市暴跌,对中国经济硬着陆的担忧蔓延至全球,全球股市大跌回落,另一方面是美国放开原油出口以及西方国家解除对伊朗制裁的双重作用下,供应大幅提升的忧虑压倒性的主导原油走势,原油价格跌破30美元,最低达到28.45美元,全球恐慌指数VIX大幅飙升,远高于20的均值。正是在这种背景下,各国政策和央行的政策发生转变,这成为铜价反弹的主因。

欧洲央行方面,1月21日欧央行暗示其能早至3月份开启进一步刺激政策,3月10日欧央行宣布全面下调三大利率,其中下调主要再融资利率5个基点至0%,预期为维持0.05%不变;下调隔夜存款利率10个基点至-0.4%,符合预期;下调隔夜贷款利率5个基点至0.25%,预期为维持0.3%不变。而且,欧央行增加购买规模200亿欧元至每月800亿欧元,并扩大QE购买范围至包括非银行企业债券。同时,欧央行启动新一轮长期再融资操作(TLTRO),开始时间为2016年6月,持续时间为4年,长期再融资操作的最低利率可以与存款利率一致。

美联储方面，1月27日美联储会议中维持利率不变，但会后声明中对于经济形势、海外局势、劳动力市场、通胀的表述均出现重要变化，美联储阐述了当前经济放缓的客观现状并且强化了对海外局势的担忧。这使市场对全年加息的时点往后延。3月16日的利率会议仍然偏鸽派，点阵图暗示2016年将加息2次，这样的表述，低于市场预期的加息3次和去年年底对2016年加息4次的预期。

中国方面，从2015年3月30日开始，中国不断对房地产进行刺激，包括首付会回到20%；契税营业税的减免、公积金政策的调整等等都已经全部兑现，中国房地产现止跌回升之势，这给市场带来很大信心。在两会上，兼顾稳增长和结构性改革的需要，中国明确2016年国内生产总值增长目标为6.5%-7%。

## 2、全球经济恐慌散去 美国加息时点再成压力

随着恐慌氛围逝去，政策性利好的氛围也将不再。除了欧央行表示未来没有进一步加息的必要外，美联储在第二季度加息的时点将再次成为市场的压力。3月21日一周里，有三位美联储决策者均发表偏鹰派的讲话，暗示美国仍有可能最在下个月升息。

亚特兰大联储主席洛克哈特称，联储在3月份政策会议上决定维持利率不变，更多是为了确保最近的全球金融市场动荡已经平息，他对这一“耐心”之举表示支持，他现在认为，美国可能最早4月就升息，

旧金山联储主席威廉姆斯(John Williams)也表示，“在所有其他条件均等的情况下，假设所有其他条件基本不变并且数据继续按我所希望和预期的那样发展，那么4月份或6月份肯定将是潜在的加息时机。”

美国里奇蒙德联储主席莱克指出，美国未来几年通胀可能加速，且迈向美联储(FED)2%的通胀目标，指出物价升速存在上行风险。

美联储决策者的讲话反映出美联储内部正逐步形成共识，即虽然全球经济疲弱，但美国经济增长未受影响，今年可能再升息0.5个百分点。目前市场对4月份或者6月份加息的预期再次升温，将对第二季度的铜价形成压力。

表 1:国内宏观经济整体环境依然不佳

	社会零售当月增幅	工业增加值当月增幅	固定资产投资累计增幅	房地产开发投资累计增幅
2015-02	10.71	3.60	13.90	10.40
2015-03	10.24	5.60	13.50	8.50
2015-04	10.00	5.90	12.00	6.00
2015-05	10.13	6.10	11.40	5.10
2015-06	10.63	6.80	11.40	4.60
2015-07	10.51	6.00	11.20	4.30
2015-08	10.79	6.10	10.90	3.50
2015-09	10.90	5.70	10.30	2.60
2015-10	11.02	5.60	10.20	2.00
2015-11	11.17	6.20	10.20	1.30
2015-12	11.10	5.90	10.00	1.00
2016-02	10.20	0.00	10.20	3.00

资料来源:银河期货有色事业部

## 二、利多因素渐转为利空 铜市压力将会显现

2016 年全球经济增长温和，铜的消费增长仍然疲软，铜的基本面过剩量会在 20 万吨左右，这成为铜价重心下移的主要原因。从区间来讲，铜价跌到 4000 美元或者 30000 元附近会有大量生产商减产，铜价会有支持，但在 5200-5300 美元或者 40000 元会使前期减产的企业面临回归市场，因此全年来看，铜价会在低位区间震荡。

### 1、铜价回到生产商的高成本区 供应端的支持因素不再

2016 年第一季度铜价反弹的最主要的原因在于供应端的变化，这包括全球铜矿减产，中国冶炼厂宣布将产 35 万吨并且会在第一季度惜售 20 万吨，中国国储在第一季度收储 15 万吨，但随着铜价反弹和时间的流逝，这些利多因素正转为利空因素。

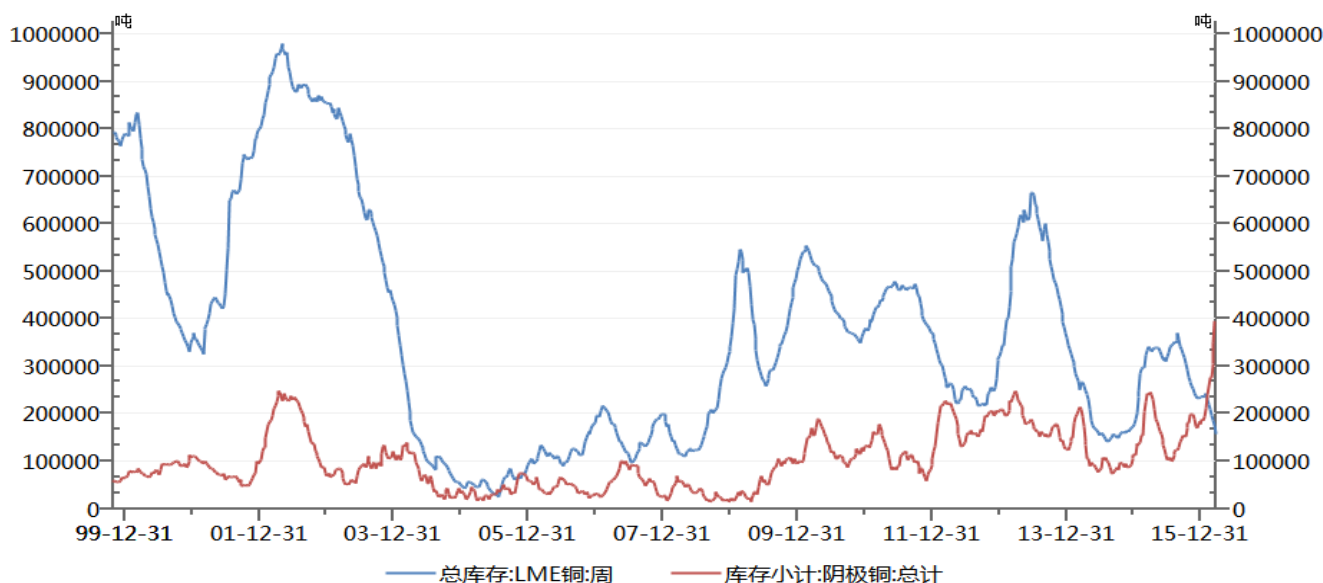
2015 年 9 月份铜价跌破 5300 美元，矿山企业生产盈利压力陡然上升，高成本矿山开始陆续宣布将退出生产。这主要包括 Freeport 和嘉能可，其中 Freeport 在北美的小型铜矿减产或停产：北美 Miami 停产、Sierrita 停产、Tyrone 半产，将南美 El Abra 铜矿的开采率下调约 50%。Freeport 称这会影响到产量 15.9 万吨。另外，嘉能可在 9 月份宣布下属非洲 Katanga 和 Mopani 将停产 18 个月，影响到产量 40 万吨。11 月 4 日称 Mopani 延长至 2018 年重启，减产量因此增加至 45 万吨。此外还有一些矿山减产，我们统计的数据，大约有 80 万吨的减产量。

国内铜矿产量从 2015 年开始下降，这主要是因为国内铜矿生产成本多集中在 3 万到 4 万元，2015 年铜价下破 4 万元使国内铜矿减产明显，国内生产商在 33000 元附近也联合宣布减产以维护价格。

但目前铜价回到 5100 美元附近，国内回到 40000 元附近，在消费仍难有根本好转的情况下，这将成为铜价的档板。

不仅如此，目前国储收铜已经接近尾声，第二季度没有国储收铜，供应断的压力将会大增，这将给铜价形成很大压力。

图 3: 国内外库存开始出现分化



资料来源: Wind 资讯

## 2、中国稳增长调结构政策不变 铜消费难见明显回暖

2016 年第一季度铜的消费行业氛围也在发生变化，前两个月市场交投冷淡，消费商多退场观望，但随着 3 月份金属价格回升，以及房价回暖，消费人气出现好转。从目前的数据来看，中国前两个月数据普遍疲软，如社会零售当月增幅自去年 11 月起再度回落，到 2 月份已经为连续第三月回落，并回落至 10.2%；中国工业产量增幅继续下降至 5.4%，中国出口降幅分扩大到-17.8%。2 月份中国 PMI 持续下降至 49%，汇丰 PMI 再次下降至 48%。只有固定资产投资累计增幅为 10.2%，略高于去年年底的 10%，房地产投资增长 3%。固定资产投资和房地产投资增幅出现止跌回升给市场以信心，我们也认为这对中国经济的平稳过渡是个好消息，但客观地讲，目前中国房地产的库存问题仍然很大，一线城市房价疯涨已经引起领导层的关注，针对不同城市采取不同政策的方案已经在出台，房地产整体去库存的路径不会改变。从整体消费来讲，近期人气有所恢复还是与季节性有关，但因为中国产能过剩，需求不足的根本问题仍未解决，中国铜消费仍难有本质性的好转。

具体看一下铜的消费行业。我们跟踪的终端需求行业数据，如电力电缆、变压器、电子元件等数据自去年 11 月起再无更新，为了较好的表述我们的观点，我们从主要消费产品——电缆及空调着手探讨需求端现状。

电缆作为铜的最大终端消费产品，对需求有举足轻重的影响。电缆的主要消费主要来自国网建设、固定资产投资、房地产销售以及铁路投资。从此前国网年度工作会议公布的数据来看，2016 年电网计划固定资产投资 4568 亿元，电网投资 4390 亿元，该数据相较 2015 年国网电网投资的 4521 亿元下滑 2.9%。而固定资产投资我们前面已经提到，2 月份为同比增长 10.2%，仍处于低位。房屋销售面积为难得的亮点，受一系列利好政策推动，2 月同比大幅提高至 28.2%。再看铁路投资，中国铁路总公司计划 2016 年铁路将完成固定资产投资 8000 亿元，该数据相较 2015 年的 8238 亿元降低 2.89%。为了更好的判断近期终端需求情况，通过与电缆厂实际了

解情况，我们发现电缆厂在一季度略微感受到订单回暖之后，二季度难以持续乐观，订单预计并不会在二季度有好的体现。

再看空调行业。空调的高库存问题是我们一直所强调的，最新公布的数据截止到本年2月份，空调库存同比增加0.2%，这与空调企业在今年夏季来临前开工生产不无关系。但我们需注意，在空调库存如此高企的背景下，旺季所带来的生产提升作用料将有限。

### 3、国内外库存对比强烈 复出口的压力正在进行中

2016年第一季度铜价反弹的主因在于供应端的减少，但实际情况却是全球三大交易所铜库存近三个月基本处于增长趋势之中，三大交易所总库存自年初的48.4万吨增加至62.4万吨。而且三大交易所库存表现却明显不同于以往。自新年过后，LME铜库存持续走低，库存自1月2日当周的23.5万吨持续下降，至3月19日当周库存已经降至15.8万吨相对低位。而与之相反的是国内库存的持续走高。上期所铜库存已经从年初的17.8万吨累积至39.5万吨历史高位。此外，COMEX铜库存也从年初的7万吨小增至目前的7.1万吨。

LME库存处于历史低点使LME现货紧张，升水走高，3月18日达到了升水32.5美元的近高位。而国内正好相反，由于国内库存压力过大，现货长期贴水，进口亏损扩大到1000元以上，贸易升水持续下降，目前已经从2月份的100美元持续回落到45-55美元。

由于进口亏损较大，国内冶炼厂开始考虑使用出口手册，近期复出口的企业在不断增多。我们认为国内外库存正处于重新的梳理之中。从历史上看，这种情况曾多次出现，如2012年2月-4月，2014年2月-3月，2015年11月，最终的结果都是随着LME库存紧张问题缓解后铜价出现下跌。因此未来LME和中国库存的转变成为市场关注的焦点。

表 2:终端消费二季度回暖与否仍存疑问

指标名称	产量:发电设备:当月同比	产量:变压器:当月同比	产量:电力电缆:当月同比	产量:空调:当月同比	产量:汽车:当月同比	产量:电子元件:累计同比	房屋新开工面积:累计同比	房屋竣工面积:累计同比
2015-02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.14	-17.70	-12.90
2015-03	12.90	-0.28	3.87	2.90	3.50	1.59	-18.40	-8.20
2015-04	-11.30	3.28	8.30	11.33	-0.30	0.90	-17.30	-10.50
2015-05	-32.90	-1.29	4.82	0.50	-1.60	-1.96	-16.00	-13.30
2015-06	2.90	0.22	-6.32	6.20	0.70	-3.92	-15.80	-13.80
2015-07	-20.90	-8.11	-8.50	-0.40	-11.20	-5.43	-16.80	-13.10
2015-08	-45.80	-0.82	-5.19	-5.16	-6.50	-5.30	-16.80	-14.60
2015-09	-23.50	-3.34	-9.03	-7.90	-4.70	-5.81	-12.60	-9.80
2015-10	-9.47	4.25	-7.76	-8.56	5.01	-5.70	-13.90	-4.20
2015-11	-7.90	0.00	0.00	-6.00	16.00	0.00	-14.70	-3.50
2015-12	-29.80	0.00	0.00	1.00	16.30	0.00	-14.00	-6.90
2016-02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	13.70	28.90

资料来源:银河期货有色事业部

### 三、利多因素向利空因素转变 铜市酝酿下跌行情

综上所述，全球经济增长温和的大背景注定铜价难有大的涨势。从铜市来看，基本面过剩使铜价重心仍会下移，生产商的高成本区间会成为铜价的上档板，在 75%成本线附近的铜生产商减产会给铜价形成下档板，铜价低位区间震荡将是 2016 年的大的格局中。

对于第二季度，生产商减产和国储惜售的利多因素将会消失，相反，消费旺季不旺和美联储加息的压力将会显现，这使铜价面临着下行压力。考虑到经济 和消费比较好的年份里铜价的高点也会在 5 月份出现，在当前环境中，我们倾向于铜价的区间顶部将会在 4 月份形成。因此从操作上讲，4 月初成为生产企业卖出保值的时间点，从投机上讲，我们寻找好的沽空机会。