

大有有色

陈阁

从业资格证号：F3012832

投资咨询证号：Z0010462

Tel:0731-84409090

E-mail:cheng@dayouf.com

陈小波

从业资格证号：F3011263

Tel:0731-84409083

E-mail: chenxiaobo@dayouf.com



全国客服热线

4006-365-058

您身边的财富管理专家

美联储加息与国内资金偏紧预期下 铜市震荡难改

摘要：

1、美联储加息与国内资金偏紧主导商品价格走势。市场预期美联储 6 月份加息可能性为 80%。并将于 12 月宣布开始缩减资产负债表，且缩表时间有可能提前至 9 月会议。国内方面，中国国内流动性紧张。防风险严监管成为新常态，央行缩表悄然进行，6 月资金面大概率将继续承压。宏观方面看，不利于商品价格回升。

2、基本面改善力度不大。成本利润方面，铜矿供应端扰动落幕，TC/RC 小幅回升，硫酸价格维持高位。冶炼利润有所改善。洋山港溢价缓慢回升，沪伦比值小幅下跌，进口需求略有好转。**供需方面，**铜矿供应收缩，库存下滑，消费维持平稳，整体上对铜价有所支撑。但库存下滑速度偏慢，去库存缺乏力度。供需矛盾并不突出。**市场数据方面，**升贴水表现弱于往年。持有收益率小幅高估。产业方面矛盾并不突出，关注后续库存变化以及消费是否有超预期表现。

3、操作策略：预计 6 月铜价维持震荡走势。月度策略上我们建议反弹至震荡区间上沿滚动抛空为主，关注上方 46000-47000 元/吨一线压力。长期策略上，我们建议回落至 42000-44000 元/吨区间滚动做多为主。

4、风险提示：消费超预期。美联储 6 月未加息。

一、5月沪铜期货市场回顾

5月份铜价整体上呈现出先抑后扬的走势。月初在LME库存短期大幅增加超过10万吨的压力下，铜价大幅下跌，LME铜3月电子盘最低跌至5462.50美元/吨，国内沪铜主力合约最低跌至44420元/吨。随后，在中国公布4月份CPI和PPI数据维持增长的利好刺激下，以及“一带一路”峰会传达积极正面消息的带动下，期铜维持震荡上行格局。整体上看，5月份铜价依然维持区间震荡的格局。

图1：5月份LME铜3月电子盘走势回顾



数据来源：大有期货研究所，博弈大师

二、宏观分析

1、美联储加息窗口开启

美联储5月会议纪要显示，美联储有意弱化第一季度GDP和通胀数据疲软的情况，这令其加息的可能性上升；此外，美联储的官员们还就缩减资产负债表达成共识。尽管一季度经济增长放缓，美联储仍没有改变计划的迹象，因为他们认为放缓只是暂时的。高盛认为美联储6月份加息可能性为80%。此外其还将在9月加息一次，并在12月宣布开始缩减资产负债表，且缩表时间有可能提前至9月会议。因此，6月份加息将对全球市场造成冲击。

2、中国流动性收紧 央行缩表仍在延续

近期，中国国内流动性紧张备受市场关注。防风险严监管成为新常态，央行缩量悄然进行，6月资金面大概率将继续承压。银行间7天、14天回购利率持续回升。经济企稳，风险暴露，监管趋严成为新常态，过去流动性宽松的微观基础正在发生逆转。以银监会为例，银监会一共出台了多份银行业监管文件，部署银行业经营行为的自查和检查，涉及风控、套利、违法违规、加强监管等多方面内容，多数自查和检查的时间要求也比较紧迫。如果出现经济下行压力再次加大、金融杠杆明显去化、外部不确定性事件等情况，双紧格局带来的流动性紧张格局才会发生改变，目前来看，可能要到4季度才会出现。

基于此，我们认为铜价6月份将面临来自宏观方面的压力。

三、基本面分析

1、冶炼厂加工利润继续小幅改善

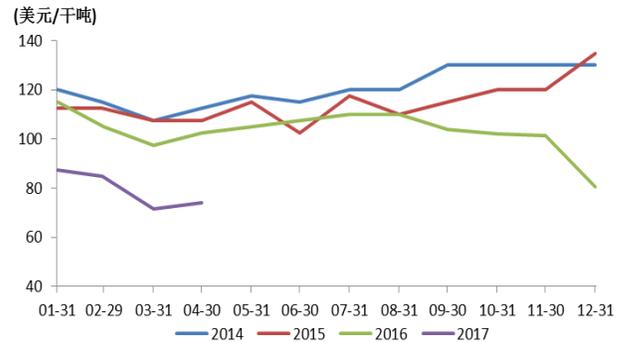
5月份现货铜价依然没有摆脱震荡格局，走势平淡。冶炼TC/RC方面，3月底，中国铜原料联合谈判组(China Smelters Purchase Team, CSPT)已经同意将二季度铜加工精炼费削减11%，因此前全球两大铜矿生产受阻致使全球原材料供应减少。4月份，由于罢工因素消散，现货市场铜精矿加工费有所回升。5月份，铜精矿加工费延续回升，但是整体回升比较缓慢，另外，由于6月份面临季度加工费谈判，加工费博弈或限制铜精矿供应。副产品方面，硫酸价格偏高运行，将在一定程度上增厚冶炼厂利润。整体上看，当前利润区间，冶炼厂无减产动力。

图2：近3年以来铜现货价格走势



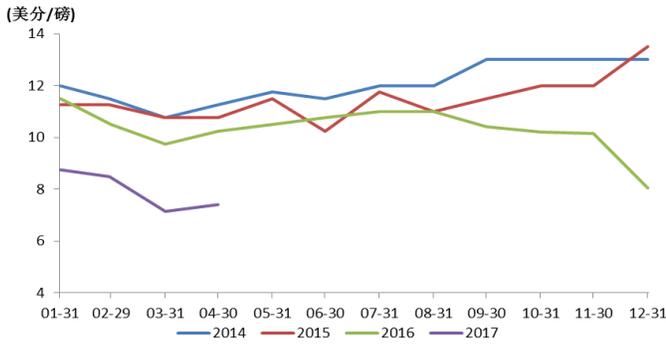
数据来源：大有期货研究所，wind

图3：2014年以来粗炼加工费月度变化(TC)



数据来源：大有期货研究所，wind

图 4：2014 年以来精炼加工费月度变化 (RC)



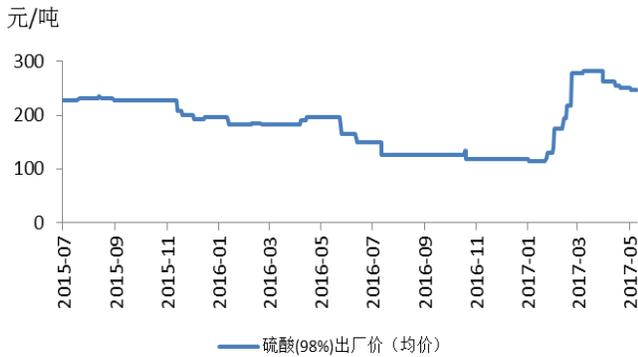
数据来源：大有期货研究所，wind

图 5：近 2 年以来进口铜精矿加工利润



数据来源：大有期货研究所，wind

图 6：2015 年 6 月以来硫酸价格走势

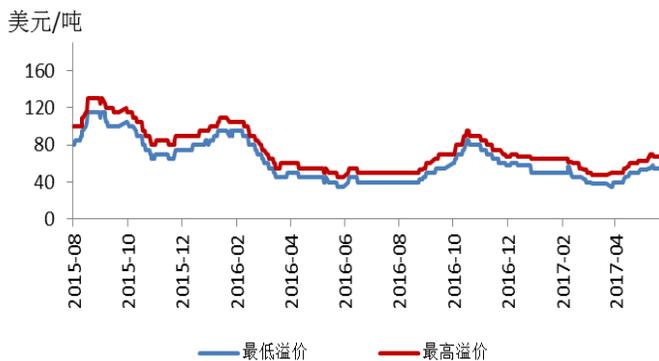


数据来源：大有期货研究所，wind

2、沪伦比值高位回落 进口溢价回升

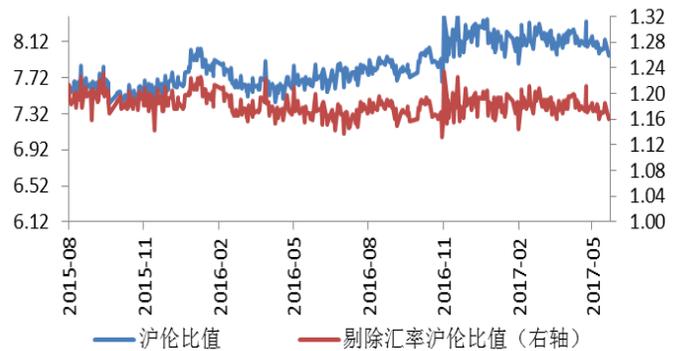
沪伦比值重心下移，比值波动在 (7.81-8.16) 附近波动，近期汇率大幅下跌，导致前期市场普遍参与的反套头寸亏损，反套减持导致近期比值有所回落。进口窗口打开，洋山铜溢价回升，国内进口需求提升，但整体提升幅度较弱。表明国内需求并不强势。

图 7：2015 年 7 月以来洋山铜溢价走势



数据来源：大有期货研究所，wind

图 8：2015 年 7 月以来沪伦比值

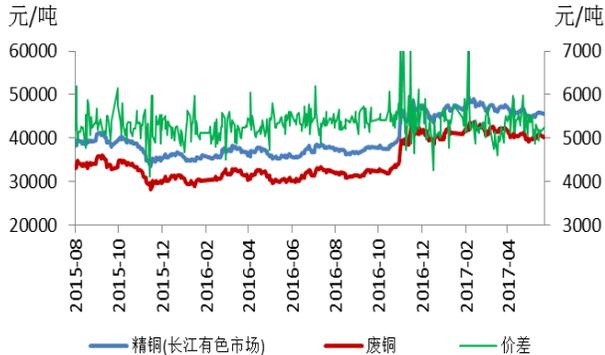


数据来源：大有期货研究所，wind

3、精铜废铜价差走低

陕西电缆事件也导致西北部分电缆厂受到影响，限制了废铜的需求，促使精废铜价差快速扩大，一度回升至接近 6000 元/吨。但近期精铜价格维持强势，导致废铜需求有所增加，价差回落至 5500 元/吨。

图 9：2015 年 7 月份以来废铜精铜价差



数据来源：大有期货研究所，wind

4、铜矿供应收紧

2017 年以项目统计的新增铜精矿产量增加约为 64 万吨，其中增产的主要贡献是 Las Bambas 的全年达产，Sentinel 矿的达产以及 Toromocho 的扩建，剩下的增产贡献为 5 万吨以下级别小矿山的增产。2017 年新增矿山的绝对量较 2016 年继续下滑，同时单个项目增产的幅度最大仅为 12 万吨。

表 1 2017 年新增铜矿产能（千吨）

项目	公司	国家	2016 年	2017 年	增加
Las Bambas	Minerals	Peru	275	400	125
Toromocho	Chinalco	Peru	200	300	100
Sentinel	First Quantum	Zambia	130	225	95
Cobre Panama	First Quantum	Panama	0	80	80
Caserones	Pan Pacific Copper	Chile	50	100	50
EI Arco	Southern Copper	Mexico	0	50	50
Mirador	Tongling Nonferrous	Ecuador	0	50	50
Escondida Organic	BHP/Rio/Mitsubishi/	Chile	50	80	30
Rio Tinto	Antofagasta	Spain	20	50	30
Bystrinsky	MMC Norilsk Nickel	Russia	0	30	30
总计					640

2015-2019 年预计投产的新铜矿大部分已于 2015-2016 年开始运行。2013-2016 年铜价下跌，令铜矿企业在 2015-2016 年降低了资本支出，并将在 2017 年继续减

持债务，缩减 2017-2019 年的铜矿扩张计划。基于此，我们认为 2017 年是全球铜供需平衡的拐点年份，在需求不出现大幅萎缩的情况，铜预计从前期的弱平衡转为紧平衡格局。

表 1 铜供需平衡表（千吨）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
全球供应	20150	20810	21790	22250	23460	23530	23520
同比增长/%	2.1	3.3	4.7	2.1	2.1	2.5	0
全球需求	19570	20600	21630	22080	23400	23540	23880
同比增长/%	-0.2	5.3	5	2.1	2.5	2.8	1.5
其中：中国需求	8200	9160	9840	10070	10550	10970	11220
同比增长/%	5	11.7	7.3	2.4	4.8	4	2.3
全球供需平衡	580	210	170	160	58	-10	-360

数据来源：大有期货研究所，wind，安泰科，CRU

5、短期需求维持向好

国内铜消费增速回暖。从国内的消费行业分类来看，电力行业应该在铜消费中占比最大，达到 40-50%左右。排名第二的是空调制冷行业，制冷行业还包括冰箱制冷等，巅峰期时这个行业的占比达到 20%，近几年基本上都在 15%左右。其他的行业包括建筑、交通运输和电子行业等，占比约 7-10%。

虽然国家对房地产进行调控，但去年以来火爆的销售情况，以及电网投资的加速任然支撑铜价。从安泰科公布的预期看，由于今年地产销售回暖、电网投资加速，国内铜消费 1022 万吨，铜消费增长在 3%-4%之间。从前期公布的电网、空调、冰箱以及房地产数据来看，整体上依然维持偏好的格局，后期受地产调控影响可能有所下滑，但大幅下滑的可能性不大。

图 10：2013 年以来电网投资完成额



数据来源：大有期货研究所，SMM

图 11：2013 年以来空调产量



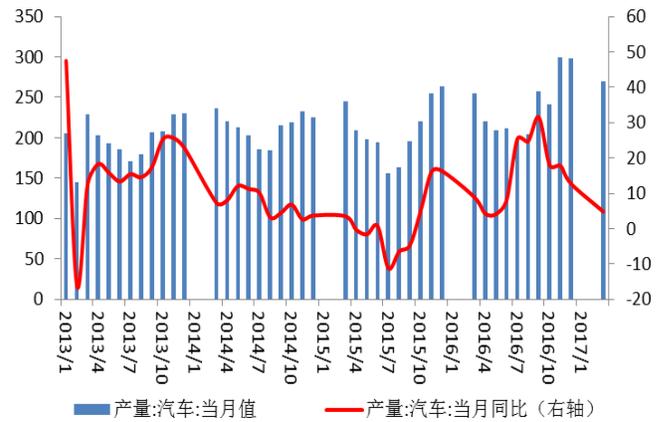
数据来源：大有期货研究所，SMM

图 12：2013 年以来电冰箱产量



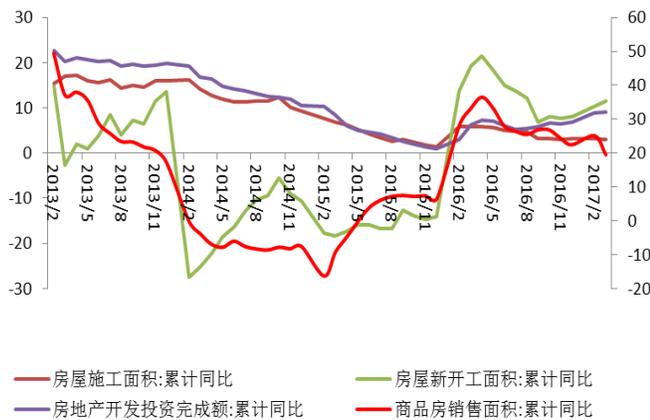
数据来源：大有期货研究所，SMM

图 13：2013 年以来汽车产量



数据来源：大有期货研究所，SMM

图 14：2013 年以来房地产产业数据

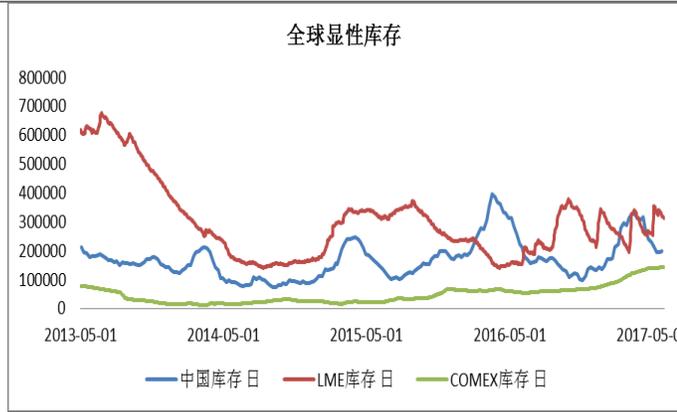


数据来源：大有期货研究所，SMM

6、库存下降速度缓慢

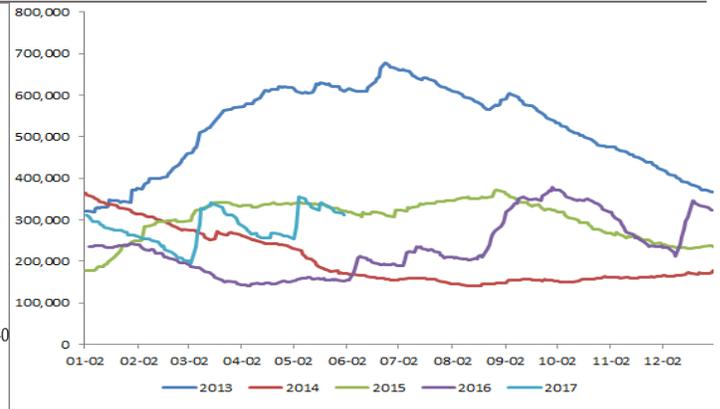
截止 5 月 26 日，全球三大交易所库存共计 66 万吨。其中 LME 库存 31.9 万吨，COMEX 库存 14.3 万吨，SHFE 库存减少 19.9 万吨。近期 LME 库存缓慢下滑，SHFE 库存持续下降，且降幅较快。

图 15：2015 年 7 月以来全球显性库存



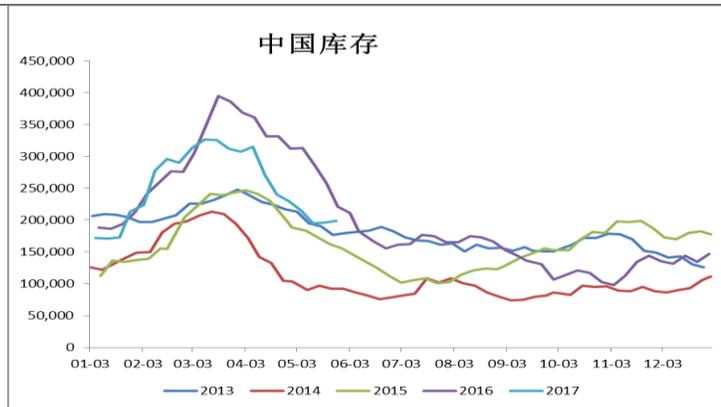
数据来源：大有期货研究所，wind

图 16：近 6 年以来 LME 库存季节性



数据来源：大有期货研究所，wind

图 17：近 6 年以来 SHFE 库存季节性

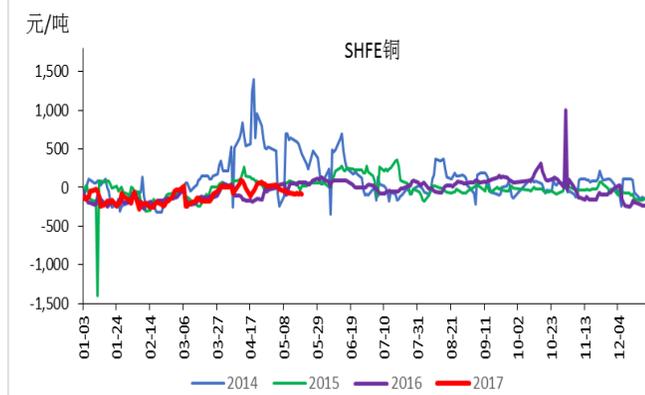


数据来源：大有期货研究所，wind

7、市场数据

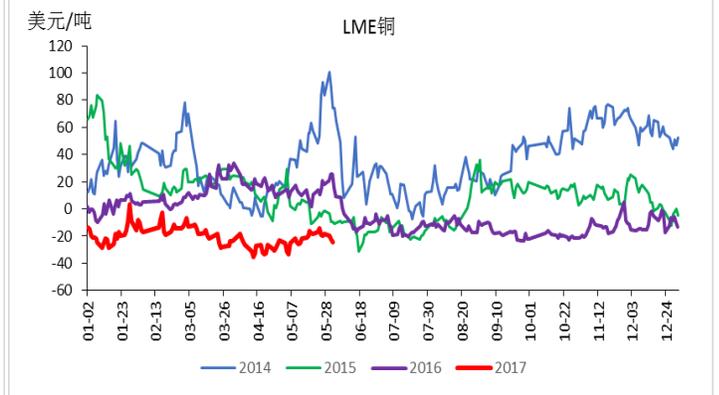
升贴水方面来看，LME 铜升贴水走势偏弱。SHFE 升贴水近期季节性偏弱运行。升贴水整体表现偏弱。基差小幅波动变化不大。持有收益率处于中性位置。连三与连续合约价差低位回升。整体来看，市场数据结构也反应了当前铜价震荡运行的格局。

图 18：近 4 年以来上海物贸升贴水走势



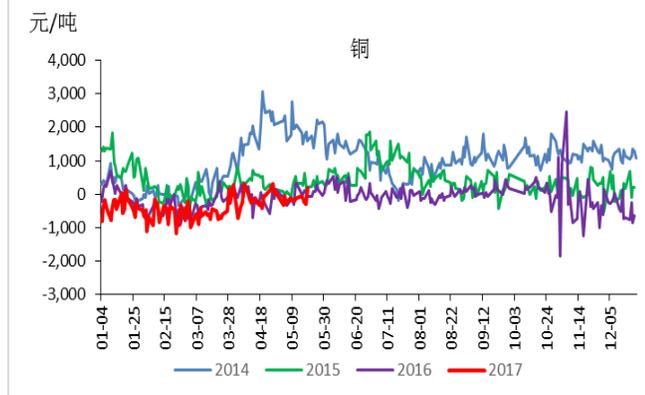
数据来源：大有期货研究所，wind

图 19：近 4 年以来 LME 铜升贴水走势



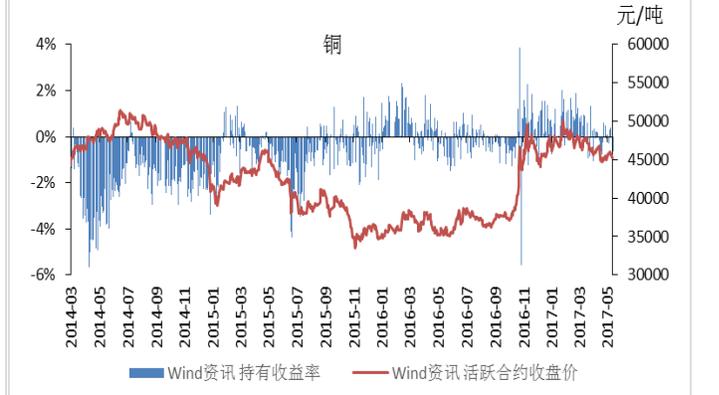
数据来源：大有期货研究所，wind

图 20：近 4 年以来基差走势



数据来源：大有期货研究所，wind

图 21：近 4 年以来持有收益率走势



数据来源：大有期货研究所，wind

图 22：近 2 年以来连续连三合约价差走势



数据来源：大有期货研究所，wind

8、技术分析

技术上看，铜价在 2 月 13 日短暂突破去年高位之后，一路震荡回调走弱。目前来看，铜价维持在 44500-46500 之间的区间震荡，同时受制于 2 月中旬以来形成的下降通道压制。操作上保持震荡思路，高抛低吸为宜。

图 24：技术分析



数据来源：大有期货研究所，博弈大师

四、总结

综上所述，铜矿供应收缩已成定局，短期库存偏高对价格有所压制。6 月份是传统铜消费淡季，短期价格仍然承压。伴随着房地产调控的逐步推进，终端库存偏高的压力会逐步显现，同时 6 月份宏观压力偏大，预计 6 月铜价重心将继续下移。月度策略上我们建议反弹至区间上沿逐步抛空为主，关注上方 46000-47000 元/吨一线压力。但是从更长期的基本面逻辑看，铜价供应增量偏少，同时供应面临罢工等多重因素的干扰，而需求下滑力度不大，如果宏观方面有所改善，铜价表现依然会偏强运行。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表述的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点及见解以及分析方法，如与大有期货公司发布的其它信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了大有期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映大有期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经大有期货公司允许批准，本报告内容不得以任何形式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处“大有期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

湖南省证监局、期货业协会温馨提示：期市有风险，入市需谨慎。



公司总部地址：湖南省长沙市芙蓉南路二段 128 号现代广场三、四楼

全国统一客服热线：4006-365-058

电话：0731-84409000

网址：<http://www.dayouf.com>