



铜年度报告：2018 年 12 月 28 日

宏观弱预期与强产业的博弈，2019 年铜市危中有机

铜产业链研究

摘要：

- 美国经济增速或下降，欧洲经济也面临低迷，叠加中国经济在结构转型期不可避免的阵痛式下行，全球经济增长或逐渐放缓，大宗商品整体将承压运行
- 供应端，铜矿供应增速放缓，废铜供应趋紧将提振精铜消费，产业链利好或成为支撑铜价的重要因素
- 消费端，下游消费无较大亮点，铜价更多受到供给端的利好影响，基本面整体呈现利多略占优势的格局
- 预计 2019 年铜价下探至 42000-45000 元/吨将受到较强支撑，上方压力区域在 52000-56000 元/吨区域

作者姓名：江露

邮箱：jianglu@csc.com.cn

电话：023-81157289

投资咨询资格号：Z0012916

发布日期：2018 年 12 月 28 日

目 录

一、铜行情回顾	5
二、宏观经济形势与政策分析	5
1、国际宏观	5
2、国内宏观	11
三、基本面分析	19
四、技术面	29
五、结论与操作建议	29

图表目录

图 1: LME3 月铜和沪铜连三合约收盘价	5
图 2: 全球 GDP 实际增速及预测	6
图 3: 全球采购经理人指数(PMI).....	6
图 4: 经合组织综合领先指标	7
图 5: 经合组织商业及消费者信心指数	7
图 6: 美国国内生产总值及其增速	7
图 7: 美国新增非农就业人数及失业率	7
图 8: 美国非农企业薪酬及工作时长	8
图 9: 美国非农职位空缺数	8
图 10: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数	8
图 11: 美国物价指数变动情况.....	8
图 12: 美国国际贸易及其增速	9
图 13: 美国国内消费及其增速	9
图 14: 欧元区 and 欧盟 GDP（不变价、季调）及其增速.....	9
图 15: 欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化.....	9
图 16: 欧元区采购经理人指数	10
图 17: 欧盟和欧元区制造业产能利用率.....	10
图 18: 欧盟 28 国失业人数及失业率	10
图 19: 欧盟及欧元区核心 CPI	10
图 20: 美国基准利率及债券收益率	11
图 21: 英国及欧元区基准利率	11
图 22: 中国国内生产总值及其增速	12
图 23: 中国固定资产投资及其增速	12
图 24: 中国社会消费品零售总额及其增速.....	12
图 25: 中国进出口贸易额及其增速	12
图 26: 中国固定资产投资增速	13
图 27: 中国制造业投资增速	13
图 28: 中国工业增加值同比增速	14
图 29: 中国制造业 PMI 指数	14
图 30: 中国公共财政收入和支出及其增速.....	15
图 31: 中国税收收入和企业所得税收入累计增速.....	15
图 32: 中国货币供应增速及剪刀差变动.....	15
图 33: 中国人民银行现金净投放	15
图 34: 中国社会融资规模及新增信贷占比.....	16
图 35: 中国新增人民币存贷款	16
图 36: 中国人民银行存款准备金率	17
图 37: 上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）	17
图 38: 城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速.....	17
图 39: 中国物价变动情况	17

图 40: 中国外汇储备变动情况	18
图 41: 美元和欧元兑人民币汇率中间价.....	18
图 42: WBMS 铜供需平衡 (万吨)	19
图 43: ICSG 铜供需平衡 (万吨)	19
表 1: 2017-2020 年大型铜矿投产项目 (万吨铜/年)	20
图 44: 全球矿山产量及利用率 (单位: 万吨)	21
表 2: 中国铜精矿供求关系 (单位: 千吨铜)	21
表 3: 中国精炼铜供求关系 (单位: 千吨铜)	21
图 45: 铜精矿加工费 (单位: 美元/吨)	22
图 46: 精炼铜产量 (单位: 万吨)	22
表 4: 2018、2019 年国内铜企投放产能 (单位: 千吨铜)	22
图 47: 铜精矿加工费 (单位: 美元/吨)	23
图 48: 精炼铜产量 (单位: 万吨)	23
图 49: 废铜进口累计值及同比 (单位: 吨)	23
图 50: 长江有色与佛山光亮铜价差 (单位: 元/吨)	23
图 51: 铜精矿进口量 (单位: 万吨)	24
图 52: 精铜当月进口量 (单位: 吨)	24
图 53: 未锻造铜及铜材进口累计值 (单位: 吨)	24
图 54: 废铜进口量 (单位: 吨)	24
图 55: 进口盈亏及比价	25
图 56: 到岸升贴水 (单位: 美元/吨)	25
图 57: 交易所库存 (单位: 吨)	25
图 58: LME 铜升贴水 (单位: 美元/吨)	25
图 59: 2018 年 1-11 月铜管产能利用率	26
图 60: 2018 年 1-11 月铜板带产能利用率	26
图 61: 电网基本建设投资完成额及同比 (单位: 亿)	27
图 62: 房地产开发投资额及同比 (单位: 亿)	27
图 63: 家电产量累计同比 (单位: %)	27
图 64: 汽车产销量及同比 (单位: 万辆)	27
图 65: LME 铜价与 CFTC 净持仓 (单位: 张)	28
图 66: 铜期货总持仓 (单位: 手)	28
图 67: 铜期权成交量变化 (单位: 张)	28
图 68: 铜期权持仓量变化 (单位: 张)	28
图 69: 伦铜电 3 价格走势	29
图 70: 沪铜指数价格走势	29

一、铜行情回顾

2018 年初至 12 月，伦铜及沪铜价格中枢呈现下移，伦沪铜全年跌幅超过 10%。一季度，国内官方对房地产调控趋紧，叠加全球几大主要矿山薪资谈判进展顺利，罢工预期未能兑现，伦沪铜震荡下行，伦铜自 7300 美元/吨下行至 6500 美元/吨，沪铜主力跌破 50000 元/吨关口。二季度，欧美宏观数据回暖使得市场对全球宏观面偏空的预期有所修复，加之矿山供应趋紧预期逐步升温，铜价呈现反弹态势，伦铜自 6500 美元/吨反弹自 7300 美元/吨，沪铜回升至 54500 元/吨附近。三季度，特朗普宣布对中国加征关税，加之美元持续反弹，铜价大幅下挫，伦沪铜跌幅超过 10%，伦铜触及今年最低点 5800 美元/吨附近，沪铜跌至 47000 元/吨附近。四季度，全球铜库存创近几年新低，精废价差持续收窄等产业利好因素被市场挖掘，伦沪铜展开反弹，但伴随着全球股市持续下行，叠加美联储继续加息等宏观面利空因素犹存，伦沪铜价呈现先扬后抑。

图 1：LME3 月铜和沪铜连三合约收盘价



数据来源：WIND、中信建投期货

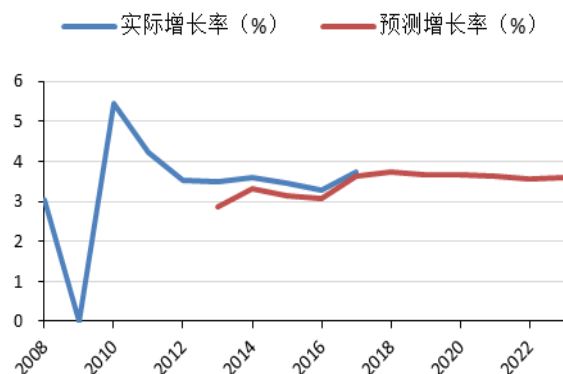
二、宏观经济形势与政策分析

1、国际宏观

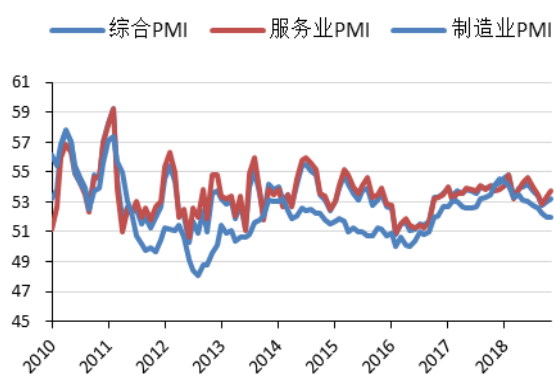
1.1 全球经济增长放缓，经济前景隐忧显现

全球经济从 2016 年中期开始进入周期性复苏，随着美国财政刺激的带动，2017、2018 两年世界经济增速有所提升，但是，复苏的进程或难持续。IMF 在 2018 年 10 月的《世界经济展望》中指出，全球经济扩张的均衡性已经下降，一些主要经济体的增长速度可能已经触顶，并基于最近的世界贸易局势变化以及货币政策变化，

下调了 2018-2019 年的全球经济增速预测值至 3.7%，相比于 2018 年 4 月份的预测值均下调了 0.2 个百分点。

图 2：全球 GDP 实际增速及预测


数据来源：Wind，IMF，中信建投期货

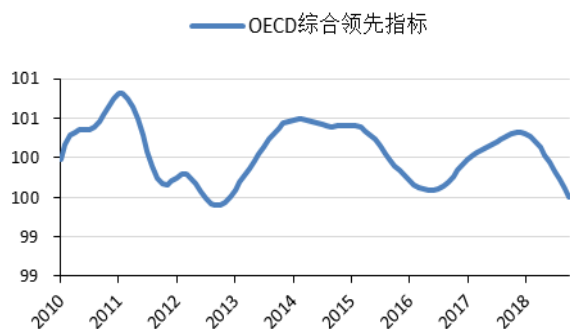
图 3：全球采购经理人指数(PMI)


数据来源：Wind，中信建投期货

2016 年中期以来，全球经济整体复苏步入正轨，经济开始扩张、市场景气程度不断提升、消费信心也不断增强，并在 2018 年初逐渐达到顶点，随后经济复苏的脚步渐缓，经济扩张速度减慢、市场景气程度也有所下降。摩根大通全球 PMI 指数显示，2018 年 1 月前后，综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数纷纷在触顶后逐步下行，其中全球制造业 PMI 指数回落最快，从 2017 年底时的 54.3 的水平快速下降至 52.0，表明全球制造业的扩张速度有所放缓，全球经济复苏开始减速。在全球制造业扩张步伐放缓的背景下，消费者信心也逐渐下滑。经合组织统计数据显示，2018 年 10 月份，商业和消费者信心指数分别为 100.6432 点和 100.7753 点，分别较 2017 年同期低 0.6727 点和 0.1803 点，均呈现出逐渐下降的趋势，且商业信心指数下降速度明显快于消费者信心指数，表明企业对未来的经济形势表现出更不乐观的情绪。

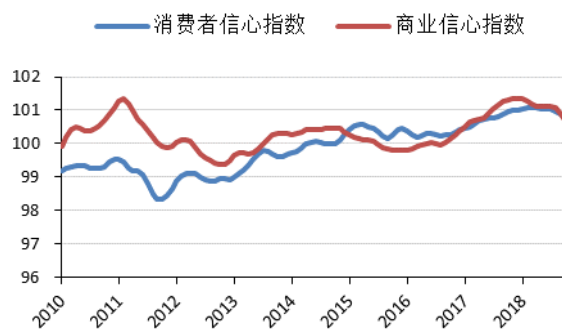
需要认识到的是，虽然全球经济复苏步伐放缓，但目前全球经济仍在继续扩张，只是目前的经济前景面临更加悲观的情景。目前大多数经济体通胀仍然低迷，全球金融市场收紧的速度可能更快、力度可能更大，加上地缘政治问题及贸易保护主义抬头，这些单因素或多因素叠加将给中长期的全球经济增长带来冲击，可以看到，目前这些因素已经给新兴经济体带来沉重的打击。从全球大宗商品角度看，2016 年至 2017 年因欧美经济复苏带来了一轮商品价格的上涨，随着经济前景的暗淡，加之美国政府为其政治目的人为压低油价，目前国际大宗商品价格又整体走入了下降通道，而中国的供给侧改革也逐渐退潮，部分工业品价格也呈现回落的趋势。此外，以美豆为代表的农产品依然处于历史底部附近，这表明全球通胀仍低迷的状态仍将持续。从就业市场看，失业率因全球经济的复苏而持续下行，但工人薪资改善并不明显，主要经济体工人工作时间未达到饱和状态。IMF 在最新的《世界经济展望》中指出，美国将在 2020 年开始取消财政刺激，届时货币紧缩周期预计将达到封顶，因此，经济增长率将下降；中国的增长将保持强劲，但预计将逐步放缓；在政策高度不确定的环境下，全球增长面临的风险偏于下行。

图 4：经合组织综合领先指标



数据来源：Wind，中信建投期货

图 5：经合组织商业及消费者信心指数



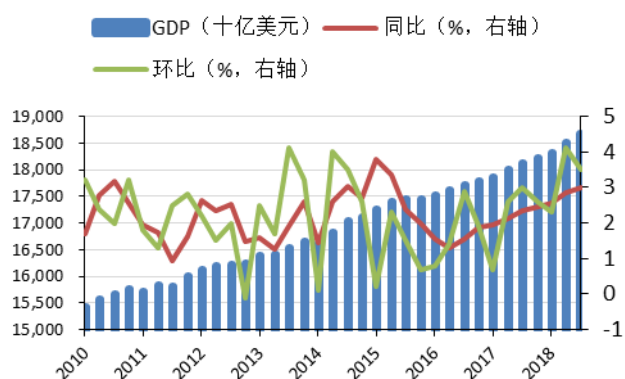
数据来源：Wind，中信建投期货

经历了 2013/14——2016 上半年的调整周期后，全球经济整体复苏步入正轨，经济开始扩张、市场景气程度不断提升、消费信心也不断增强。摩根大通全球 PMI 指数显示，2016 年下半年开始，综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数纷纷结束了下行趋势开始逐步上行，其中全球制造业 PMI 指数上升最快，从 2016 年最低时的 50% 水平快速升至 54.5，全球制造业的扩张速度在加快，后期将有助于支撑全球经济的持续强劲复苏。全球制造业加快扩张背景下，消费信心也不断增强。经合组织统计数据显示，2017 年 12 月份，商业和消费者信心指数分别为 101.372 和 100.978 点，分别较 2016 年同期高 0.967 点和 0.552 点，前者呈现出持续上升的趋势，后者 12 月环比略有下跌。商业信心指数上升速度明显快于消费者信心指数，表明企业对未来的经济形势表现出更为乐观的情绪。

1.2 美国经济持续强劲，驱动因素不断增强

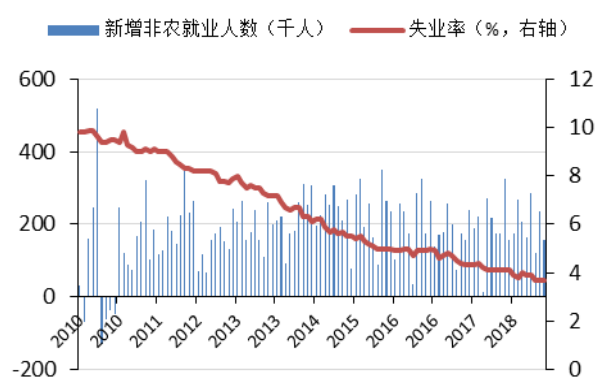
2018 年，美国经济延续着强劲的增长势头，就业市场持续性改善、制造业扩张维持在高位，保持在合理区间的物价增长支撑了民众的消费信心，美国经济的驱动力也不断得到增强。

图 6：美国国内生产总值及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

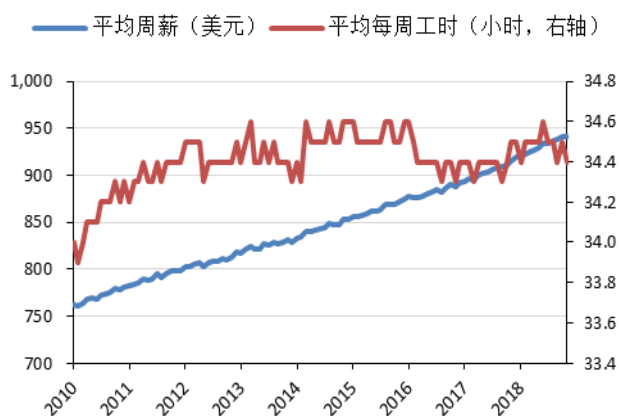
图 7：美国新增非农就业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

美国经济分析局公布的统计数据显示，2018 年美国第三季度 GDP（不变价）达到 18.67 万亿美元，同比增长 3.00%，增速较 2017 年同期高 0.66 个百分点，延续着持续回升的态势，这已经是美国经济连续第 9 个季度同比增速加快。

图 8：美国非农企业薪酬及工作时长



数据来源：Wind，中信建投期货

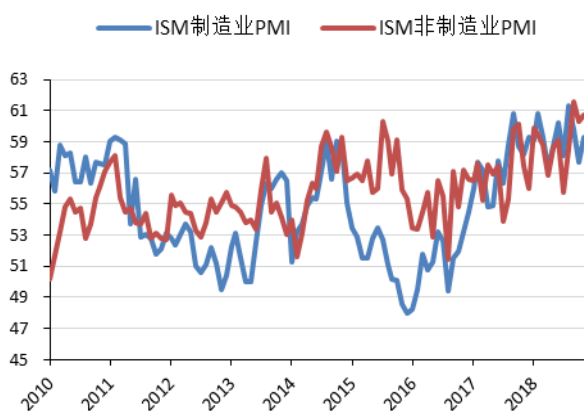
图 9：美国非农职位空缺数



数据来源：Wind，中信建投期货

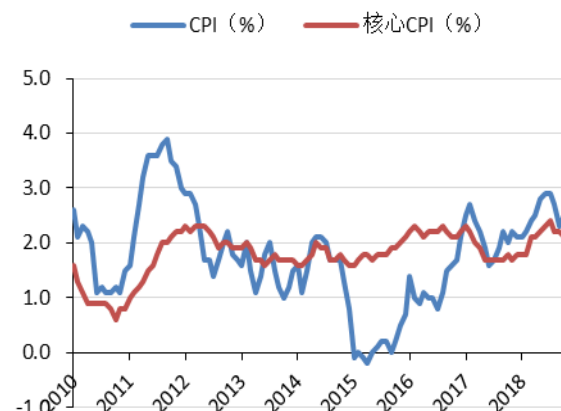
就业形势的持续改善印证了美国经济的强劲势头。美国劳工部最新统计数据显示，2018 年 11 月份新增非农就业人数达到 15.5 万人，继续保持稳定；经季节性调整后的失业率进一步降至 3.7%，相比于 2017 年同期低 0.4 个百分点，并且已处于 50 年来的低位。美国失业率的降低，伴随着薪资的增长和职位空缺数的增加，且非农企业员工工作时长保持在稳定区间，这意味着美国就业市场持续收紧。美国劳工部公布的最新统计数据显示，2018 年 11 月份美国非农企业员工平均周薪达到 940.84 美元，较 2017 年同期增加 25.21 美元，延续着持续增加的趋势；11 月份美国非农企业员工平均每周工作时长为 34.4 小时，较 2017 年同期减少 0.1 小时，平均每周工时继续保持在 34.4—34.6 小时区间；美联储关心的职位空缺数继续增加，10 月份经季节性调整后的职位空缺数达到 707.9 万人，较 2017 年同期多 102.0 万人。

图 10：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

图 11：美国物价指数变动情况

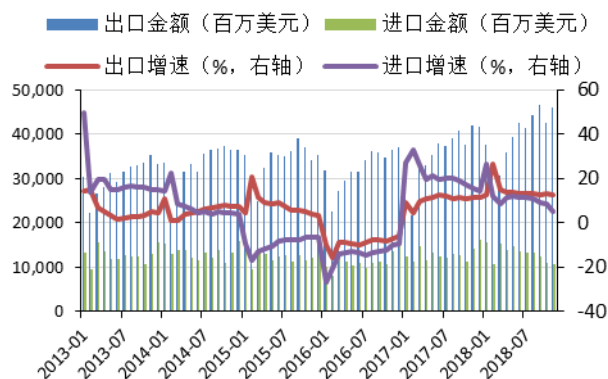


数据来源：Wind，中信建投期货

制造业及非制造业扩张持续加速从另一个侧面反映出美国经济强劲增长的势头。美国供应管理协会公布的统计数据显示，2018 年 11 月份美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数分别报 59.3 和 60.7，较 2017 年同期分别高 1.10 和 3.30，制造业的持续扩张为美国经济强劲的增长奠定了坚实的基础，带动非制造业景气程度也走向高位。就业市场的持续改善及制造业和非制造业扩张不断提速背景下，美国物价水平逐渐上升，美国劳工部公布的统计数据显示，2018 年 11 月份美国经季节性调整后的核心 CPI 同比增长 2.2%，较去年同期增速高 0.5%，这

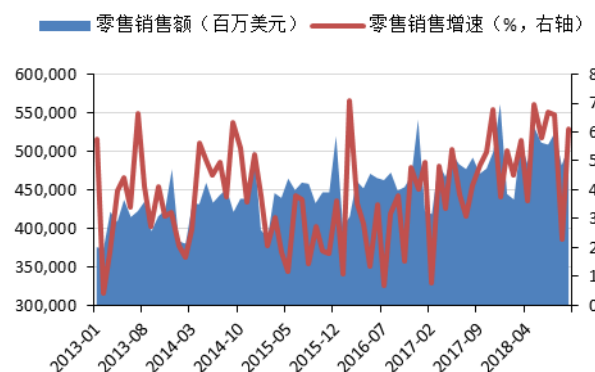
将有助于提升收入不断增加民众的消费需求。

图 12：美国国际贸易及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 13：美国国内消费及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

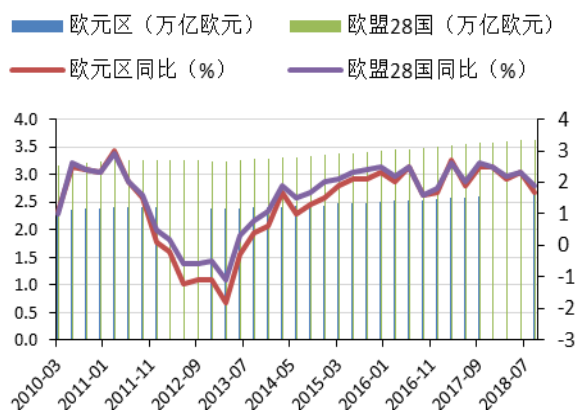
另外，虽然贸易摩擦问题存在，美国外贸及消费增速仍在高位，美国经济驱动力仍然旺盛。美国经济分析局最新的统计数据显示，2018年11月份美国出口和进口同比增长12.90%和5.00%，增速较2017年同期变化1.10和-10.9个百分点，也显现出贸易摩擦对美国进口影响较大；10月份美国零售销售总额同比增长6.13%，增速较2017年同期高0.83个百分点，增速延续着震荡回升的态势。

虽然2018年美国保持强势，但美国经济继续增长仍有隐忧。一方面，特朗普的财政刺激政策只能短时间有效；另一方面，美联储的加息亦使得美国经济承压。因此，美国经济复苏的持续性仍需观察。

1.3 欧洲内部矛盾不断，经济复苏难以持续

随着欧元区内部矛盾的不断显现，且欧洲央行宽松货币政策逐渐退出，欧洲经济的快速增长难以为继。

图 14：欧元区和欧盟 GDP（不变价、季调）及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 15：欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化



数据来源：Wind，中信建投期货

欧盟统计局最新统计数据显示，2018年第三季度，欧元区国内生产总值（季调、不变价）达到2.65万亿欧元，同比增长1.7%，增速较2017年同期降低0.8个百分点；欧盟28国国内生产总值（季调、不变价）达到3.63

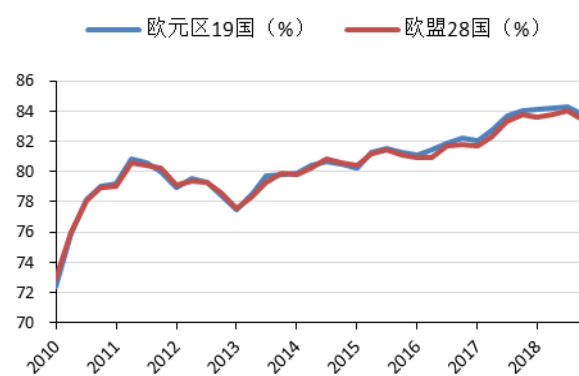
万亿欧元，同比增长 1.9%，增速较 2017 年同期低 0.7 个百分点。随着脱欧问题的逐步加剧，以及欧元区国家与欧盟关于预算赤字争端等问题，欧元区和经济增速冲高后回落，欧洲经济前景难言乐观。

图 16：欧元区采购经理人指数



数据来源：Wind，中信建投期货

图 17：欧盟和欧元区制造业产能利用率

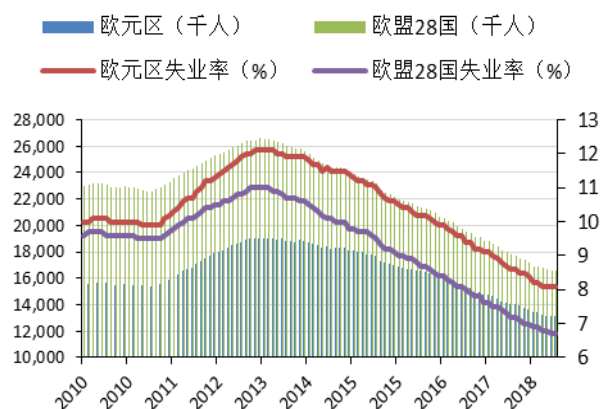


数据来源：Wind，中信建投期货

工业生产、制造业及服务业扩张速度不断放缓，也佐证了欧洲经济难以持续复苏。欧盟统计局最新统计数据 displays，2018 年 11 月份，欧元区 19 国和欧盟 28 国工业生产指数同比增长 1.2% 和 1.3%，增速较 2017 年同期低 1.7 和 2.0 个百分点，且增速延续着震荡下行的态势；虽然工业生产的扩张速度放缓，但制造业产能利用率却仍在相对高位，2018 年第四季度欧元区 19 国和欧盟 28 国制造业产能利用率分别达到 83.8% 和 83.4%，较 2017 年同期下降 0.2 和 0.4 个百分点。制造业产能利用率高位回落也使欧盟未来的经济增长蒙上一层阴影，未来产能利用率继续下降是大概率事件。

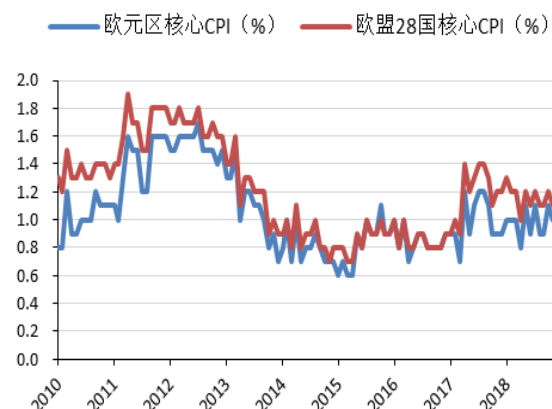
从采购经理人指数角度看，欧洲市场景气程度不断回落，制造业、非制造业扩张速度不断减速。数据统计机构最新的统计数据显示，2018 年 12 月欧元区 Markit 综合、制造业和非制造业 PMI 指数分别报 51.4、51.4 和 51.3，分别较 2017 年同期下降 9.2、5.2 和 6.8，已逐步接近枯荣线。

图 18：欧盟 28 国失业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 19：欧盟及欧元区核心 CPI



数据来源：Wind，中信建投期货

欧洲就业形势仍在不断改善之中，这也说明目前欧洲经济增长的潜力仍存。欧盟统计局最新的统计数据显示，2018 年 10 月份欧盟 28 国失业人数为 1662.6 万人，较 2017 年同期减少 152.3 万人；失业率已经降至 6.7%，

较 2017 年同期低 0.7 个百分点。虽然欧盟就业形势在不断改善，失业人数也持续性减少，但失业率依然未能下降至金融危机前的水平之下，这也是欧洲经济进一步复苏的潜在隐忧。就业形势未恢复至金融危机前的水平，也拖累了消费热情的提升，令欧洲的物价水平持续低迷。欧盟统计局最新统计数据显示，2018 年 11 月欧元区核心 CPI 同比增长 1.0% 和 1.1%，增速分别较 2017 年同期变化 0.1 和 -0.1 个百分点，仍然徘徊于 1% 附近，未能摆脱长期低迷的状态。

1.4 美联储收紧流动性，欧央行跟随之路缓慢

在经济持续复苏及对通胀逐渐达标的背景下，自 2015 年 12 月份开始，美联储开启了加息的进程。截至 2018 年 12 月份，美联储已连续加息 9 次，美联储基金利率已至 2.25%—2.5%。由于当前美国经济持续强劲，且在美国制造业和非制造业扩张持续增强背景下，后期经济有望继续保持强劲势头，加上民众收入的持续增长，将有助于增强美国民众的消费信心，进而支撑美国消费价格的继续走高。鉴于此，美联储采取进一步加息的概率较大，在最新的声明中，美联储表示，目前的利率已达到中性利率的底部，预计 2019 年还将加息两次。并且美联储的缩表也在持续进行之中，全球流动性紧缩已经给新兴市场国家带来一定的压力。

为推动欧洲经济早日实现复苏，欧洲央行于 2015 年推出“欧版 QE”，并延续至 2018 年 12 月。在 2018 年 12 月欧央行政策利率会议声明中，欧央行表示，将于 12 月底结束 QE，但仍维持三大利率不变。声明还表示，欧洲央行的关键利率至少在 2019 年夏季保持在目前的水平，直至确保欧元区中期通胀率持续趋同至低于但接近 2% 的水平。此外，在此次会议声明中，欧洲央行强化了对再投资的前瞻指引，称只要有必要，将对到期债券进行再投资，再投资将持续到首次加息后。投资计划持续时间会保持必要的长度，以维持有利的流动性条件和货币宽松的充足程度。这表明了欧洲整体的经济形势难言乐观，可以预计，2019 年欧央行并不会完全追随美联储加息的步伐，而是会根据自身的情况进行货币政策的调节。

图 20：美国基准利率及债券收益率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 21：英国及欧元区基准利率



数据来源：Wind，中信建投期货

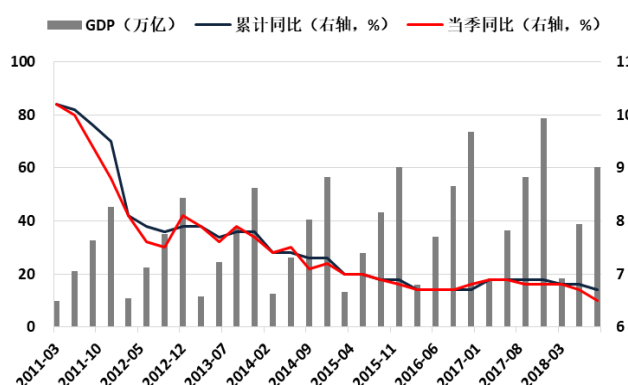
2、国内宏观

2.1 经济下行压力增大，结构调整继续

2018 年，受去杠杆和中美贸易摩擦等因素影响，国内宏观经济面临较大的下行压力。国家统计局数据显示，

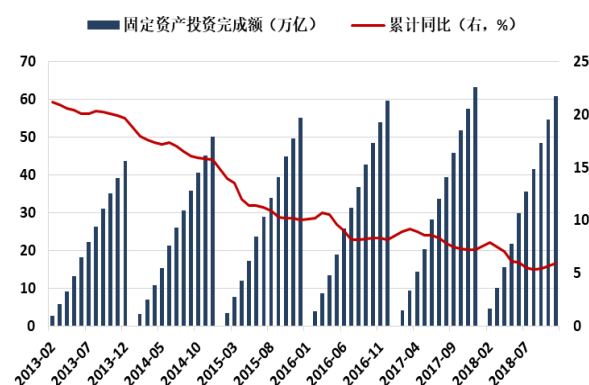
2018 年第一、第二和第三季度国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%、6.7%和 6.5%，增速分别较 2017 年同期低 0.1、0.2 和 0.3pct，呈现较明显的下行趋势。尽管今年经济下行的压力较大，但经济增长的结构仍在继续调整。2018 年 1-11 月，固定资产投资完成额 60.9 万亿元，同比增长 5.9%，而社会消费品零售总额为 34.5 万亿元，同比增长 9.1%，出口 2.27 万亿美元，同比增长 11.8%。从 2015 年底至 2016 年初，投资和消费的增速开始变换节奏，投资增速持续走低，消费增速则维持高位。出口方面，尽管今年出口同比大增，但实际较 2014 年仅增长 7.6%，四年 CAGR 不足 2%。因此，投资仍是经济增长的主要推动力，消费对经济的拉动作用已经愈发重要，而出口对经济的拉动则不断减弱。

图 22：中国国内生产总值及其增速



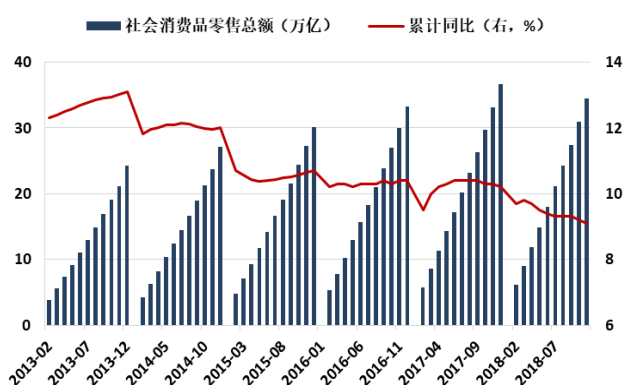
数据来源：Wind，中信建投期货

图 23：中国固定资产投资及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 24：中国社会消费品零售总额及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 25：中国进出口贸易额及其增速



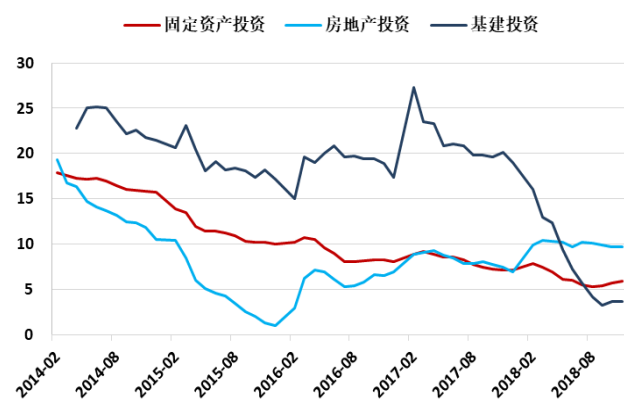
数据来源：Wind，中信建投期货

经济增长的研究分析离不开投资、消费和出口三架“马车”，三架“马车”的比重亦是经济结构的反映。当前阶段，我国正从投资拉动型经济转向消费拉动型经济，但投资仍然是经济增长的最大拉动力量，其次则为消费，最后才是出口。

受基建增速下滑拖累，投资增速明显下滑。房地产方面，尽管 2018 年调控趋严，但在行业高利润、低库存的背景下，投资仍然维持着较高增速。国家统计局数据显示，2018 年 1-11 月份，房地产投资累计完成 11 万亿元，同比增长 9.7%，增速较 2017 年同期提高 2.2pcts。基建方面，由于地方政府去杠杆，严控地方违规举债，基建投资增速大幅下滑。2018 年 1-11 月，基建投资（不含电力）增速仅为 3.7%，较去年同期大幅降低 16.4pcts。

可喜的是，制造业投资增速在整体固定资产投资增速持续下滑的背景下，持续上升，并且显著高于固投增速，是 2012 年以来首次出现反弹迹象。

图 26：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 27：中国制造业投资增速



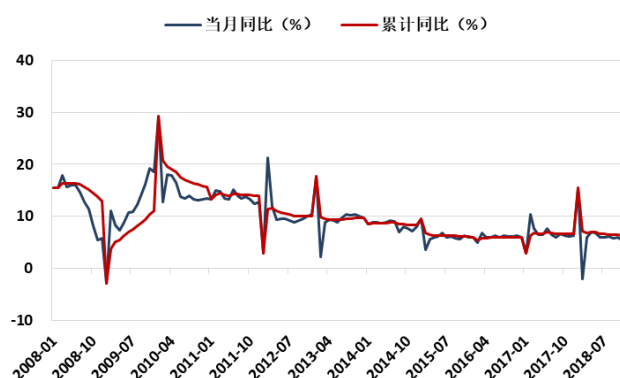
数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年，投资预计能够维持稳定。首先，在高压调控下，房地产投机热潮褪去，我国城市化进程进入后半程，加之工业化已进入转型阶段，房地产投资增速料逐渐回落。其次，在经济面临下行压力下，基建的托底效应增强，中央经济工作会议亦提到将较大幅度增加地方专项债规模。因此，基建投资增速有望回升。再者，我们分析认为，当前阶段制造业投资增速触底反弹的很大一个原因是先进制造业投资加快。由于我国产业转型和制造业升级的潜力巨大，这部分投资还将保持高速增长，并带动制造业投资继续回升。综合而言，尽管房地产投资大概率回落，但在基建和制造业投资回升的带动下，2019 年总的投资增速能够保持相对稳定。

消费方面，受经济下行、居民负债快速增长影响，增速进一步回落。国家统计局数据显示，2018 年 1-11 月份，中国全社会消费品零售总额同比仅增长 9.1%，增速较 2017 年同期低 1.2pcts。特别注意的是，2018 年 11 月消费增速仅 8.1%，为 2004 年以来最低值。从细分看，城镇消费增速降低 1.1pcts 至 8.9%，乡村消费增速降低 1.7pcts 至 10.2%。2019 年，经济下行和居民负债的上升仍是影响消费的主要不利因素，但在降低个税，实行个税专项抵扣后，个人实际收入增加，有望部分对冲消费增速的下行压力。因此，我们认为 2019 年总体消费增速或延续 2018 年缓慢下滑的趋势。

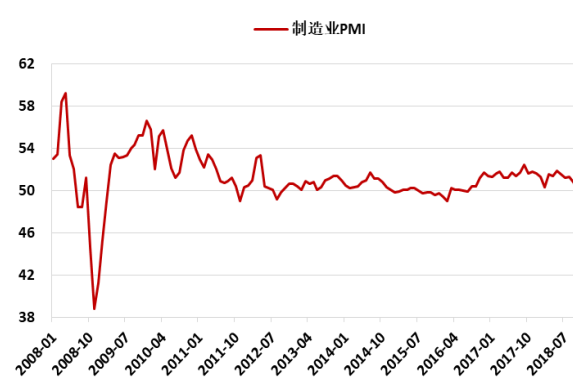
出口方面，得益于外部经济保持较强增长和我国持续深化的开放政策，对外贸易保持了较快的增长。海关总署统计数据显示，2018 年 1-11 月份，中国进出口贸易总额达到 4.24 万亿美元，同比增长 14.8%，增速较 2017 年高近 3pcts。分出口和进口来看，出口增速为 11.8%，进口增速为 18.4%，进口增速远高于出口增速。需要警惕的是，2018 年 11 月进出口增速均出现断崖式下跌，其中 11 月出口增速从 10 月份的 13.4% 降至 5.7%，进口增速从 15.7% 降至 2.7%。同时，在制造业 PMI 分项指标中，出口新订单指数在 2018 年 10-11 月分别为 46.9 和 47。事实上，该指数自今年 5 月份以来一直处于 50 荣枯线下方，揭示了出口下滑的潜在风险。2019 年，在中美贸易摩擦尚未得到妥善解决的背景下，加之全球经济均面临增长放缓的压力，国际贸易形势难言乐观，我国出口面临较大幅度下滑的风险。

图 28：中国工业增加值同比增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 29：中国制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

2018 年，在“内忧外患”下，国内经济增长放缓的压力逐渐增大，工业增加值同比增速逐步走低，制造业 PMI 回落至荣枯线附近。2018 年 1-11 月，中国工业增加值累计同比增长 6.3%，较去年同期降低 0.3pct，全年保持向下趋势。从制造业 PMI 看，我国制造业从 2016 年 2 季度重回扩张区间，但数据显示，经济扩张的速度并不快，PMI 远低于欧美地区。截至 11 月，PMI 已经降至 50，经济重回收缩区间的风险进一步增大。

整体来看，受基建降速拖累，投资增速继续降低；消费则由于经济下行，资产缩水，叠加负债上升，增速进一步放缓；出口方面，尽管中美贸易摩擦持续发酵，但受抢出口影响，全年出口增速并未明显放缓。因此，尽管 2018 年中国经济面临较大挑战，但经济仍能保持 6.5% 以上的增速。

2019 年，尽管总的投资增速有望保持相对稳定，但出口面临大幅下滑的风险，消费则大概率延续弱势，宏观经济面临的下行压力进一步增大。

2.2 积极的财政政策将成经济托底的重要手段

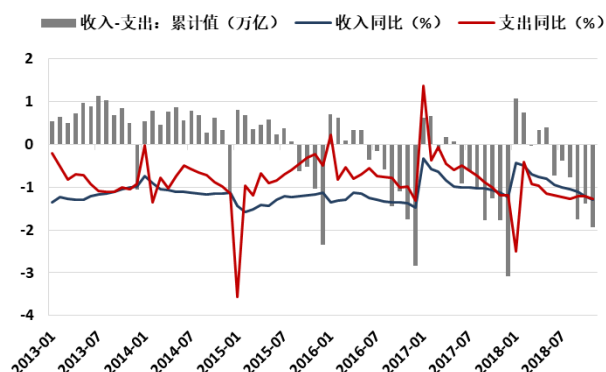
2018 年以来，政府继续实施积极的财政政策，财政政策逐渐成为经济调控的主要手段。积极的财政政策主要着力点是体现在加大减税降费力度、降低实体经济成本，持续推进增值税改革，降低制造业、交通运输、建筑、基础电信服务等行业增值税税率，更强调可持续性和聚力增效，降低赤字率，以效率换支出规模，促进经济结构转型，重点支持中小创新发展。

受财政政策调整的影响，2018 年财政收入与支出增速双双下行。财政部公布的统计数据显示，2018 年 1-11 月份，全国公共财政支出累计达到 19.18 万亿元，同比增长 6.79%，增速延续着从年初开始的持续回落态势，且相比于 2017 年同期要低 1.48pcts。支出减少主要在教育、医疗卫生与计划生育、城乡社区事务和交通运输方面，它们占财政支出的比重较高，但 1-11 月同比分别仅增长 4.2%、5.8%、3% 和 6.5%。全国公共财政收入 17.23 万亿，同比增长 6.54%，增速较去年同期大幅下降 2.56pcts。其中非税收入同比下降 9.1%，税收收入同比增长 9.5%，主要税种收入增速均超过平均水平。需要解释的是，非税收入的同比下降表明政府清理不合理收费项目的工作成效显著，而税收收入同比持续高增长并非因为减税措施的失败，而是由于征收效率的提高所致。

2019 年，由于国内经济形势下行的压力，财政政策料更加积极。12 月份的中央经济工作会议强调，财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。正如前文所言，地方政府基建投资大概率得以维持稳定，而企业和个人的税费负担减轻，生产和消费将得到一定提振，将部分缓冲宏观经济

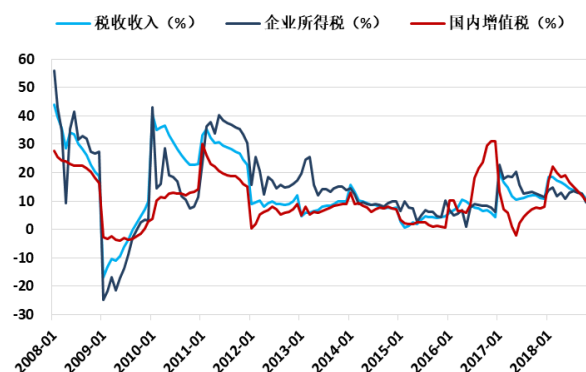
济的下行压力。

图 30：中国公共财政收入和支出及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 31：中国税收收入和企业所得税收入累计增速



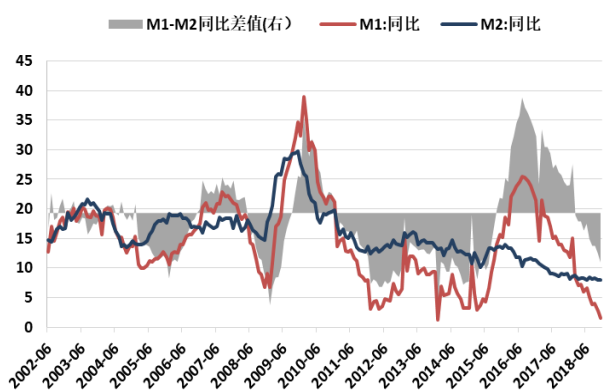
数据来源：Wind，中信建投期货

2.3 货币政策悄然生变，“边际宽松”成主要特点

2018 年初，央行工作会议指出全年工作任务，保持货币政策稳健中性和切实防范化解金融风险居于首位。但是，随着信贷市场收紧，融资环境恶化，金融数据不断下行，先有结构性去杠杆，后又从“去杠杆”转变为“稳杠杆”。今年一季度，央行关于流动性的基调仍是“合理稳定”，而央行二季度例会则指出，要高度重视逆周期调节，要保持流动性“合理充裕”。因此，2018 货币政策存在一个由紧到松的过程。

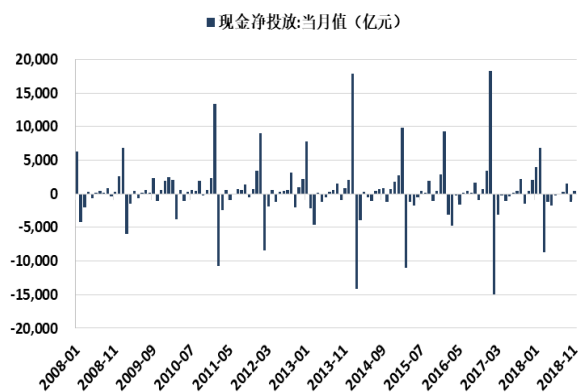
2018 年，受防风险、去杠杆以及经济形势下行等多重因素影响，融资形势不容乐观。人民银行统计数据显示，截至 2018 年 11 月份，狭义货币供应量 M1 同比增长 1.5%，增速较 2017 年同期大幅下降 11.2pcts，且延续自 2016 年中以来的回落态势，为历史次低值；广义货币供应量 M2 同比增长 8%，增速较 2017 年同期低 1.1pcts，下行趋势起点可以追溯至 2010 年初，且 M2 增速创下历史最低水平。M1-M2 增速差亦达到-6.5%的较低水平，表明经济确实承受着较大的下行压力。

图 32：中国货币供应增速及剪刀差变动



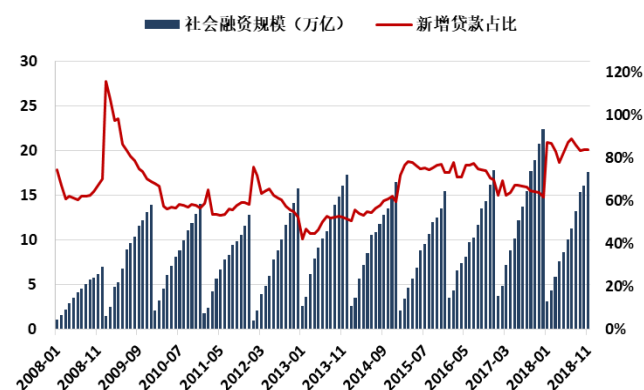
数据来源：Wind，中信建投期货

图 33：中国人民银行现金净投放



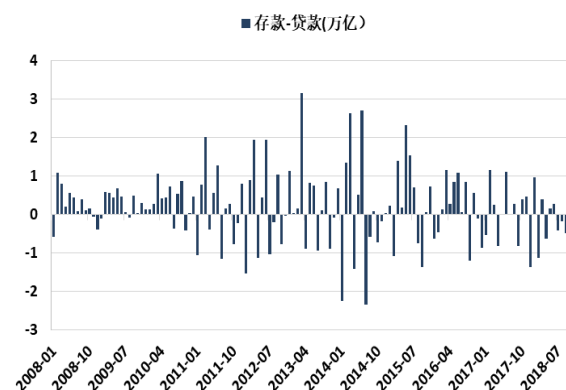
数据来源：Wind，中信建投期货

图 34：中国社会融资规模及新增信贷占比



数据来源：Wind，中信建投期货

图 35：中国新增人民币存贷款



数据来源：Wind，中信建投期货

由于我国 M2 与 GDP 比值处于国际较高水平，M2 基数较大，同时在经济下行和转型期，单纯依靠货币供应难以产生实质的刺激作用，货币供应保持低增速或将成为常态。货币供应增速持续回落背景下，人民银行向市场净投放资金的力度也有所减小。人民银行统计数据显示，2018 年 1-11 月份，人民银行向市场净回笼现金合计 82 亿元，相比于 2017 年同期净投放 319 亿元继续减少。

从融资需求来看，2018 年社会融资规模增速持续走弱，表外转表内导致人民币贷款逆势增长。人民银行统计数据显示，2018 年 1-11 月份，社会融资规模达到 17.64 万亿元，较 2017 年同期少 3.17 万亿元，减少幅度达 15.25%。除了去杠杆和防风险的因素外，在经济下行期，投资的需求明显回落，企业和个人对于融资的需求下降，亦是社融下滑的重要原因。受清查影子银行、防范系统风险等因素影响，表内信贷保持较高增速。2018 年 1-11 月份，新增人民币贷款 14.74 万亿元，同比增长 11.08%，但增速较 2017 年同期下降 4.8pcts。由于新增信贷快速增长，使得新增信贷在社会融资中的占比有所提升，2018 年 11 月份达到 83.59%，较 2017 年同期提高近 20 个百分点。

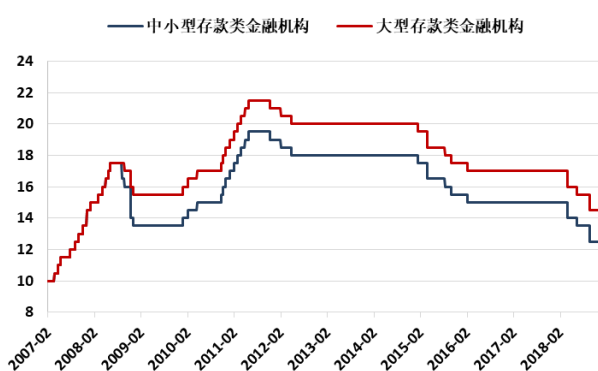
2018 年前 11 个月新增人民币贷款中，短期贷款及票据融资增加 2.57 万亿，中长期贷款增加 10 万亿，其中居民中长期贷款新增量低于去年同期，表明居民加杠杆速度有所放缓。但是，需要警惕的是，2018 年 1-11 月份，新增存款与贷款的差额达到 -1.75 万亿，为历史最大值。另一方面，尽管由于影子银行等其他融资渠道关闭，社会融资需求集中到银行部门，但实际增量大幅上升的融资形式仍是票据融资等短期高信用工具。从实际情况看，即全市场融资形势恶化，中小企业面临严峻的融资难融资贵问题，而银行间利率和债券市场利率却持续走低。这种现象表明，货币市场资金相对充足，金融机构对实体企业放款趋于谨慎，偏好大型企业，对中小企业持谨慎态度。换言之，货币市场的问题不在于资金供应的不足，而在于利率传导机制的低效，因此，未来货币政策的重点是疏通利率传导的机制。

2018 年 12 月，中央经济工作会议关于货币政策的精神是稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策的传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。2017 年，相关论述为保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社融合理增长，促进多层次资本市场发展。同时，2018 年删去了保持人民币汇率基本稳定和守住不发生系统性金融风险。对比 2018 年和 2017 年相关表述，2019 年货币政策操作空间扩大，重点将着力提高资金从金融体系传导到实体的效率，同时降低实体企业融资成本，提振企业经营效益。结合前文的分析，我们认为，“大水漫灌”的可能性极低，但货币供应大概率保持边际宽松，以促进信贷和融资的合理增长，满足必要的融资需求。

2.4 全面降息概率渺茫，定向降息成为主要调节手段

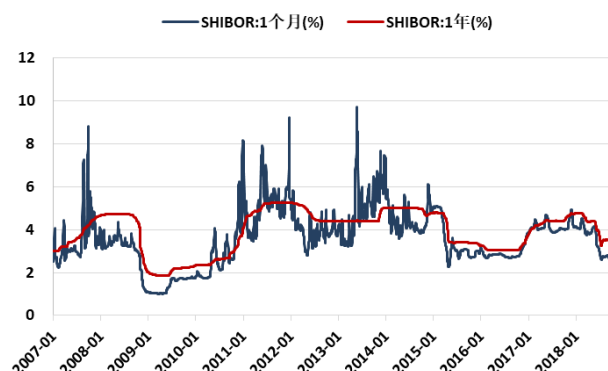
2018 年，货币政策经历由紧到松，致使利率水平前高后低。Wind 统计数据显示，截至 2018 年 12 月 24 日，上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）1 个月和 1 年期分别报 3.232% 和 3.517%，分别较 2017 年年底低 1.7032 和 1.2411pcts，整体回落至 2015 年下半年至 2016 年时的水平。前文提到，2018 年呈现出实体融资难融资贵和金融体系利率持续走低的矛盾现象，问题的关键在于货币政策的传导机制，而非供应问题。2018 年，央行分别于 1 月、4 月、7 月和 10 月共进行四次降准，大型机构存款准备金率降至 14.5%，中小结构降至 12.5%，已处于 2008 年金融危机以来的最低水平，累计释放资金约 3 万亿元，当前市场的流动性已经达到相对充裕的状态。

图 36：中国人民银行存款准备金率



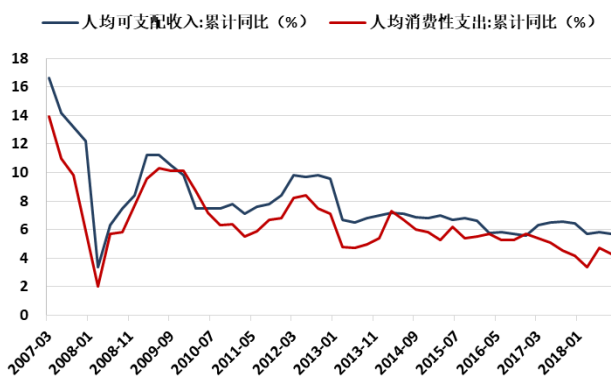
数据来源：Wind，中信建投期货

图 37：上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）



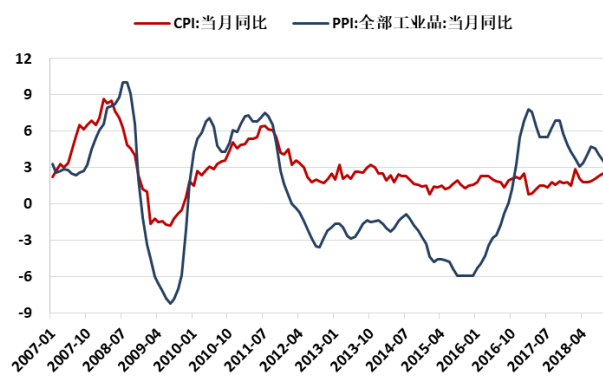
数据来源：Wind，中信建投期货

图 38：城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 39：中国物价变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年，由于美联储加息节奏有望放缓，国内通胀压力减小，货币政策操作空间较 2018 年大。

据国家统计局数据，2018 年前三季度，居民可支配收入同比增长 5.7%，较去年同期下降 0.89pct，终结自 2017 年以来的回升态势。而人均消费支出则同比增长 4.3%，较去年同期下降 0.23pct，基本延续下行的趋势。由于消费增长乏力，我国消费者物价指数得以保持在较低水平。此前，供给侧改革导致工业品物价指数大幅攀升，并带来 CPI 的上行压力，但今年以来，PPI 逐步回落，二者趋于收敛，通胀压力已经大幅减小。

美国方面，2018 年美联储继续渐进加息，全年累计加息四次，美国联邦基金利率已经升至 2.25%-2.5% 区

间。2018 年四季度以前，市场普遍预计 2019 年美联储仍将加息三次，但进入四季度后，随着美股暴跌，全球经济增长放缓的风险增大，美联储官员关于加息的态度有所软化。若美联储加息进程放缓或停止，人民币利率面临的压力明显减轻。

尽管美联储加息节奏有望放缓和国内通胀压力减小拓展了货币政策操作空间，但全面降息的概率仍不大。一方面，货币市场利率处于历史较低水平，表明金融市场货币供应较为充裕。并且，美元利率经过多次加息，已经接近正常区间的下沿，留给人民币利率的空间并不大。因此，降息并非解决当前融资问题的最佳手段。

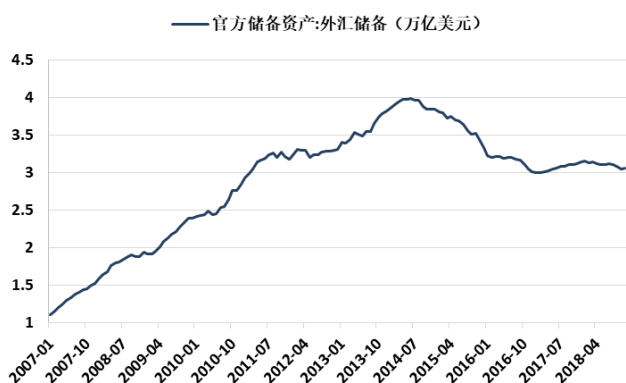
2018 年 12 月 19 日，央行宣布创设定向中期借贷便利（TMLF），进一步加大金融对实体经济，尤其是小微/民企等重点领域的支持力度，疏通货币传导机制的薄弱环节。在银行体系资金相对充裕的情况下，单纯通过降准提高货币乘数的方式同样不是解决当前货币传导问题的最佳手段。相比直接降准，TMLF 能够控制资金流向，完成定向支持的目标。我们认为，通过 TMLF，既能解决中小微企业融资困境，又能避免流动性泛滥，这种“定向降息”的调节手段，亦是短期内解决货币政策传导滞后的最佳手段。因此，2019 年，TMLF 大概率将成为解决融资问题、货币传导问题的最主要手段，规模和范围或适时扩大。

2.5 外汇储备与汇率稳定可期

2018 年，受贸易摩擦、国内经济下行和美联储加息等因素影响，人民币汇率面临较大的贬值压力，外汇储备亦终结自 2017 年以来的回升之势，全年保持下行趋势。2017 年，随着我国经济逐步走向复苏，人民币汇率稳步升至，至 2018 年 2 月份，美元兑人民币中间价最低触及 6.2822，但随后在经济下行压力增大、贸易摩擦升级和美联储持续加息等多重利空影响下，人民币重回贬值通道，并一度逼近整数关口“7”。与此同时，外汇管理局统计数据显示，中国外汇储备从年初的 3.16 万亿美元降至 3.06 万亿。

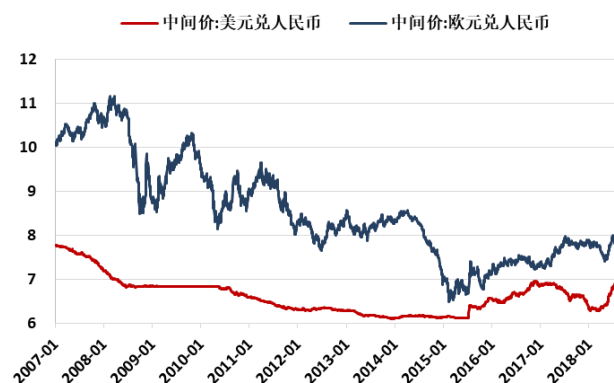
2019 年，人民币进一步贬值的空间不大，随着国际经济形势的变化，甚至可能出现一定的升值。首先，随着美联储加息进程的放缓，人民币贬值的压力大幅减轻；其次，美国经济后续增长动力减弱，美股面临回调压力，避险情绪上升，黄金相对美元资产更具投资价值；再者，国内经济下行风险对汇率的影响已经得到足够的释放，且中国作为全球最大的新兴市场，极具投资价值，随着对外开放的加速，能够吸引大量资本流入。因此，2019 年人民币汇率将维持相对稳定，不具备进一步大幅贬值的空间，外汇储备亦能够维持相对稳定。

图 40：中国外汇储备变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

图 41：美元和欧元兑人民币汇率中间价



数据来源：Wind，中信建投期货

小结：宏观层面，全球经济增长或逐渐放缓。2019 年，美国经济增长继续强劲，但增速或下降，欧洲经济

热度也面临低迷，叠加中国经济在结构转型期不可避免的阵痛式下行，全球主要经济体均面临较大的挑战，大宗商品整体将承压运行。此外，随着美联储继续加息缩表，以及欧央行退出 QE，主要经济体走向边际紧缩，这势必导致全球流动性继续收紧，对全球金融市场造成一定冲击，这也可能导致全球商品波动进一步加剧。

三、基本面分析

3.1 全球铜供需维持平稳

世界金属统计局(WBMS)公布报告显示，2018 年 1-10 月全球铜市供应过剩 8.1 万吨，较 2017 年全球供应过剩 11.72 万吨有所下滑。供应方面，2018 年 1-10 月全球矿山铜产量为 1,711 万吨，较 2017 年同期增加 0.6%。1-10 月全球精炼铜产量为 1,956 万吨，同比增加 0.35%，因赞比亚(增 9.7 万吨)和智利(增 4.4 万吨)产量增加。下游消费方面，1-10 月全球铜消费量为 1,948 万吨，较去年同期的 1,941 万吨有所下滑，中国 1-10 月铜表观需求量为 1,026.9 万吨，较 2017 年同期增加 5.6%。

国际铜业研究组织(ICSIG)在最新公布的报告中预计 2018 和 2019 年全球矿山产量增速为 1.9%和 1.2%，全球精炼铜供给增速为 2.8%和 2.7%。17/18/19 年精炼铜供给缺口分别为 26.1 万吨、9.2 万吨和 6.5 万吨，供给缺口将呈现收窄，但短缺态势未变。

总体而言，从近期两家国际机构的统计数据中可以看出，2019 年铜市场供需结构有一定改善，但变化并不明显，供应与需求端均无较为明显的亮点。

图 42: WBMS 铜供需平衡(万吨)

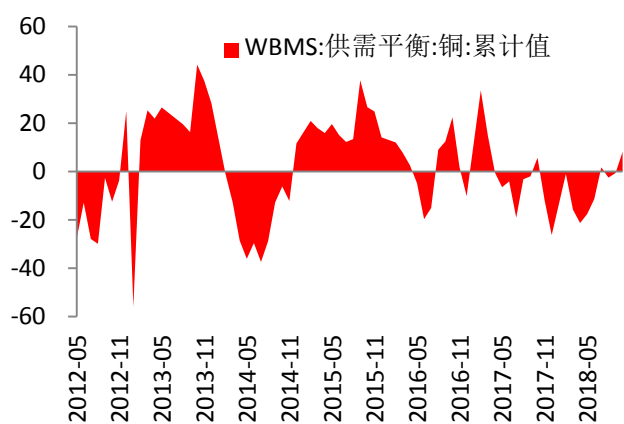


图 43: ICSG 铜供需平衡(万吨)



数据来源: WIND、中信建投期货

3.2 铜矿供应增速放缓

美国资源调查局 2017 年数据显示，全球铜储量约为 7.2 亿吨，主要集中在智利，澳大利亚，秘鲁，美国这些国家。其中智利铜储量为 2.1 亿吨，居于首位，同时，智利是全球最大铜产国和出口国家。根据国土资源部 2017 年数据，2016 年我国已查明铜矿产资源储量为 10110.63 万吨，较 2015 年上涨 2%。预测资源量为 30445 万吨，资源查明率 30.5%。我国铜矿资源储量最大省份是江西，云南、安徽和内蒙古等地为主要矿产区。

据智利国家铜业委员会(Cochilco)公布的数据显示，智利 1-10 月铜产量较上年同期增加 6%至 474 万吨。

产量增加是因必和必拓（BHP）旗下 Escondida 铜矿表现强劲，上年同期该矿曾发生罢工，其今年生产正常，铜产量同比增 47% 达到 95900 吨，此外，根据智利国家铜业公司（Codelco）1-10 月铜产量下降 3.4%，至 145 万吨。

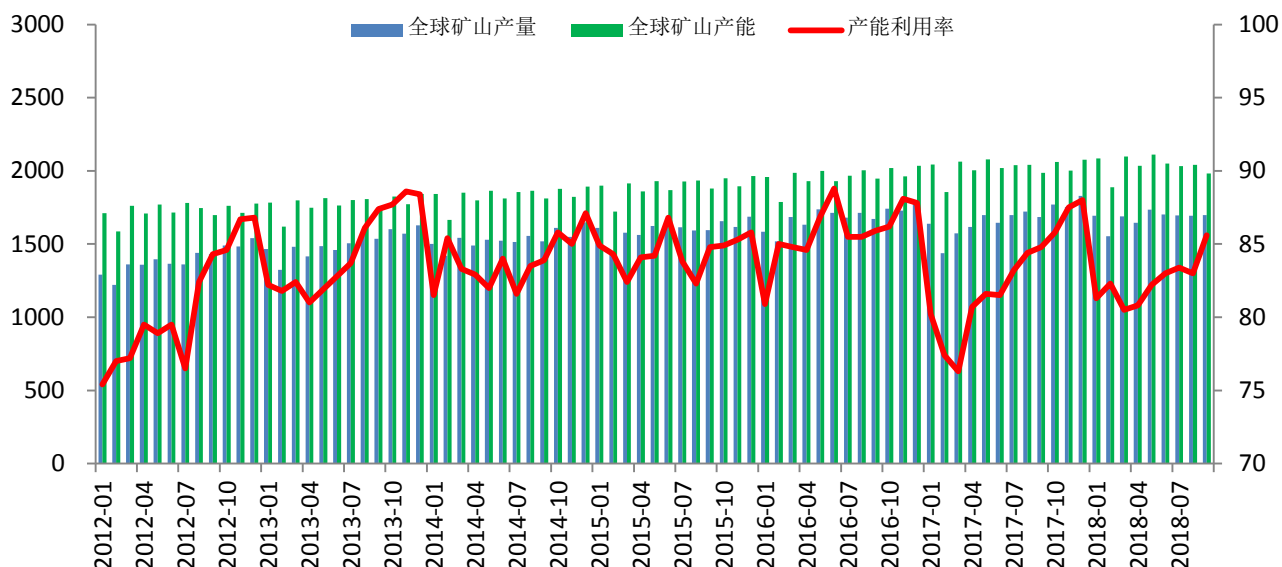
表 1：2017-2020 年大型铜矿投产项目（万吨铜/年）

项目名称	国家	类别	2016 年产能	投产时间/产能（产量）				
				2017	2018	2019	2020	2021 或更晚
Bozshakol	哈萨克斯坦	新建	5	8	9	9.6	9.6	
Aktogay	哈萨克斯坦	新建	0	5.5	7.5	8	8	
Carrapateena	澳大利亚	新建	0	0	0	1.5	6.5	
Bystrinskoe	俄罗斯	新建	0	0	4	5	6	
Kolwezi（Commus）	刚果（金）	新建	0	0.9	2.5	3.5	4.5	
Cobre Panama	巴拿马	新建	0	0	5	15	32	
Carrapateena	澳大利亚	新建	0			6	6	
Spence	智利	新建	0				17	
Taca Taca	阿根廷	新建	0					27
Quebrada Blanca II	智利	新建	0					20
Kamoa	刚果（金）	新建	0					37
Taimyr Peninsuls	俄罗斯	扩建	31.9	35.3	35.3	35.8	35.9	
Toquepala	秘鲁	扩建	11.7	13.5	18.5	20.2	21.9	
Andina	智利	扩建	19.3	21	21.5	21.5	21.5	
Olympic Dam	澳大利亚	扩建	16.3	16.6	16.6	21.1	21.1	
Sarcheshmeh	伊朗	扩建	16.1	16.1	17	17	17	
Caserones	智利	扩建	8.7	11.5	12.5	14	14	
Buenavista del cobre （湿法铜）	墨西哥	扩建	13.1	15	18	18	18	
Chuquicamata	智利	扩建	28			38	38	
Los Pelambres	智利	扩建	37					40
项目名称	国家	类别	2016 年产能	投产时间/ 产能（产量）				

数据来源：安泰科、中信建投期货

据安泰科统计的数据显示，2017-2020 年期间，全球铜矿投产开始下降。2019 年至 2020 年期间，上游端铜矿投产将继续下降，反映出全球铜矿投产高峰已过，供应端将呈现逐步收紧态势，这或将对铜价形成一定利好支撑。

图 44：全球矿山产量及利用率（单位：万吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

表 2：中国铜精矿供求关系（单位：千吨铜）

	2017 年	2018 年 H1	2018 年 H2	2018 年	同比	2019 年
产 量	1,643	759	821	1,580	-3.80%	1,620
进口量	4,333	2,359	2,611	4,970	14.70%	5,450
供应量	5,976	3,118	3,432	6,550	9.60%	7,070
需求量	5,853	3,123	3,269	6,392	9.20%	7,200
平衡关系	173	-5	163	158	-	-130

数据来源：安泰科、中信建投期货

3.3 国内铜产量保持充裕态势

国内方面，精铜产量保持高位，供应端依然呈现宽松态势。国家统计局公布的最新数据显示，11 月份我国精炼铜（电解铜）产量为 76.8 万吨，同比增长 7.6%。1-11 月累计产量为 817 万吨，同比增长 10.7%。11 月铜材产量为 156.3 万吨，同比增长 9.4%。1-11 月累计产量为 1561.1 万吨，同比增长 14.6%。从冶炼端供应来看，目前国内依然处于较为充裕的态势，2018 年国内供应维持在 10% 以上的增长。

表 3：中国精炼铜供求关系（单位：千吨铜）

	2017 年	2018 年 H1	2018 年 H2	2018 年	同比	2019 年
产 量	8,007	4,203	4,257	8,460	5.70%	9,050
进口量	3,243	1,814	1,796	3,610	11.30%	3,000
出口量	338	157	193	350	3.60%	370
消费量	10,740	5,320	5,710	11,030	2.70%	11,300
平衡关系	172	540	150	690	-	380

数据来源：安泰科、中信建投期货

图 45：铜精矿加工费（单位：美元/吨）

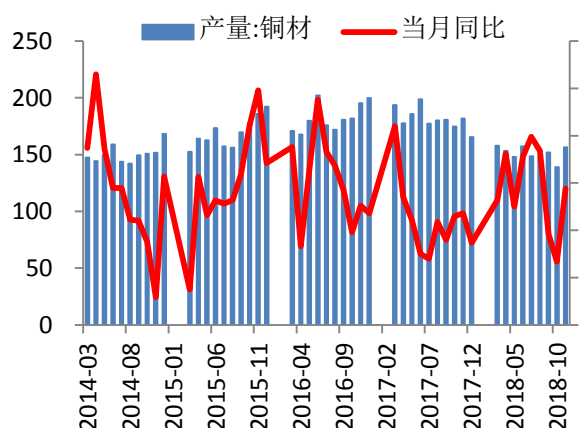
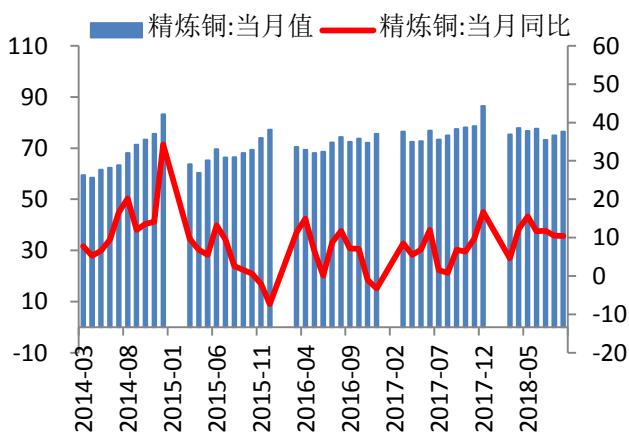


图 46：精炼铜产量（单位：万吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

2019 年 TC/RC 长单加工费的下滑侧面反映出上游端铜矿有一定收紧。铜矿供应紧张，则加工费（TC/RC）越低。11 月江西铜业和 Antofagasta 达成的 2019 年的铜精矿长单来看，签订 TC/RC 为 80.8 美元/吨，8.08 美分/磅，TC 较 2018 年 82.25 美元/吨下降 1.45 美元/吨，从近几年铜矿加工费持续下滑至少反映出供应端并不宽松。

表 4：2018、2019 年国内铜企投放产能（单位：千吨铜）

冶炼厂名	新建精炼产能（万吨）	精炼产能（扩建后）	原料	原定时间	推后时间
中国黄金（三门峡）	15	35	铜精矿	2017 年 12 月	2018 年 1 月
中铝东南	40	40	铜精矿	2018 年 11-12 月	2018 年 11 月
灵宝黄金（金城冶金）	10	10	铜精矿	2018 年	2018 年 10 月
金昌冶炼（铜陵有色）	10	10	铜精矿	2018 年 4 月	2018 年 6 月
山东恒邦	10	10	铜精矿	2018 年 6 月	2018 年 10 月
西矿青海	10	10	铜精矿	2018 年 8 月	2018 年 9 月
广西南国	30	30	铜精矿	2018 年下半年	2018 年 12 月计划
瑞昌西矿	20	20	铜精矿	2018 年	2018 年 12 月计划
赤峰云铜	15	35	铜精矿	2018 年下半年	2019 年 5 月
紫金矿业（紫金山）	10	40	铜精矿	2018 年 12 月	2019 年计划
紫金矿业（黑龙江）	10	10	铜精矿	计划年底开始建	2019 年计划
梧州金升铜业股份有限公司	15	15	废铜/粗铜	2018 年 8 月点火	2018 年 11 月
已投产总量	110	130			

2019 年中国铜企新增产能情况

冶炼厂名	新建精炼产能（万吨）	精炼产能（扩建后）	原料	原定时间	计划时间
紫金矿业（紫金山）	10	40	铜精矿	2018 年 12 月	2019 年
紫金矿业（黑龙江）	10	10	铜精矿	计划年底开始建	2019 年 9 月
赤峰云铜	15	35	铜精矿	2018 年 11 月点火	2019 年 5 月

山东恒邦	10	20	铜精矿	2018 年没开	2019 年 4 月
中条山垣曲冶炼厂	4	14	铜精矿		2019 年 6 月
豫光金铅	3	15	铜精矿		2019 年 9 月
梧州金升铜业股份有限公司	15	30	废铜/粗铜		2019 年 10 月
总计	67	164			

数据来源：上海钢联、中信建投期货

图 47：铜精矿加工费（单位：美元/吨）

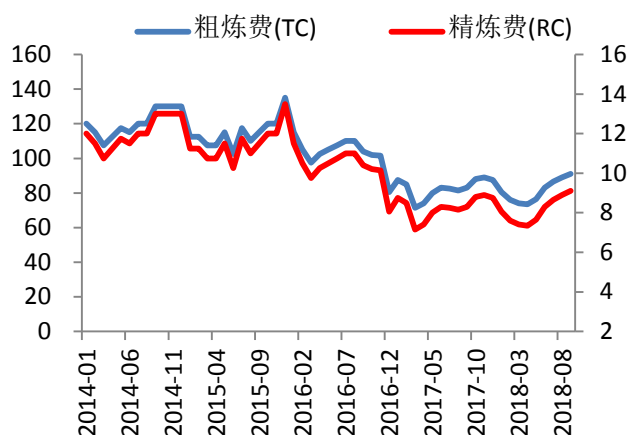
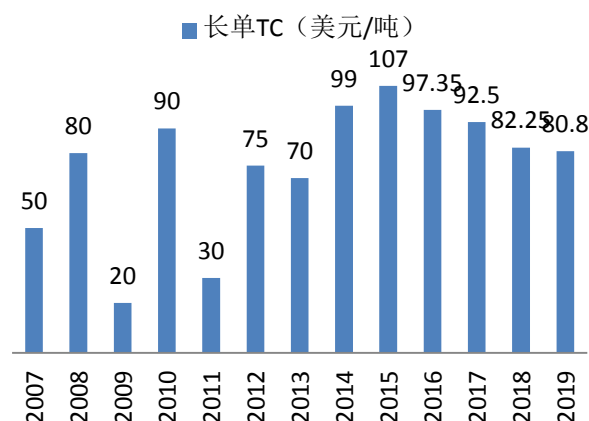


图 48：精炼铜产量（单位：万吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

3.4 废铜政策将提振 2019 年精铜消费

2018 年至今，中国对进口固体废物推行严格的限制进口政策，2018 年废铜进口量明显减少。据海关数据显示，2018 年 1-10 月中国累计废铜进口量为 211 万吨，同比下滑 35%。

图 49：废铜进口累计值及同比（单位：吨）

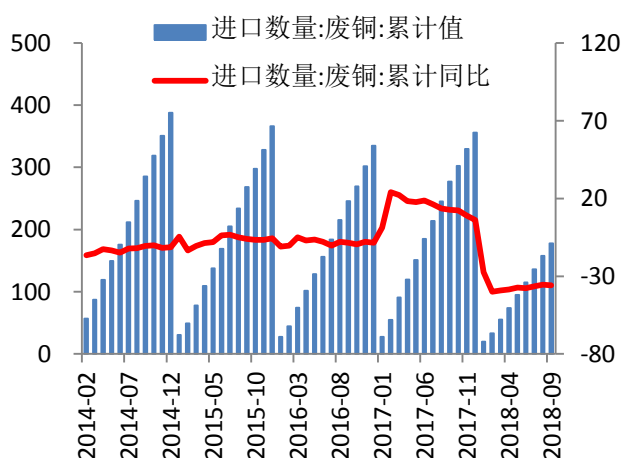


图 50：长江有色与佛山光亮铜价差（单位：元/吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

据 SMM 报道, 2019 年 7 月官方开始废铜废铝废钢等 8 品种被调入限制进口类固废目录, 预计 2019 年废铜供应将进一步趋紧。据测算, 废七类实物吨占比 40%, 废六类实物吨占比 60%; 废六类铜金属量占比约 80%, 废七类铜金属量占比约 20%。与此同时, 国内环保核查趋严是大概率事件, 这将导致国内废铜的供应量继续减少, 预计精炼铜的消费将得到提振。此外, 2018 年我们统计长江铜与广东佛山废铜价差时发现, 2018 年 9 月份, 国内精铜价格跌至 47000 元/吨, 精废价差收窄至 4500 元/吨附近时, 精铜价格存在安全边际, 即精铜对废铜的替代效应得到凸显。伴随着国内废铜政策以及环保等因素的影响, 废铜供应将受到抑制, 因此跟踪精废价差的走势可以为下游企业点价等作出辅助性判断。

3.5 进口将整体保持平稳

图 51: 铜精矿进口量 (单位: 万吨)

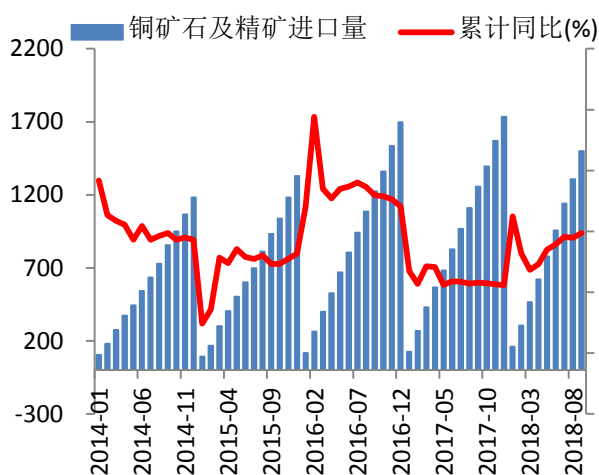
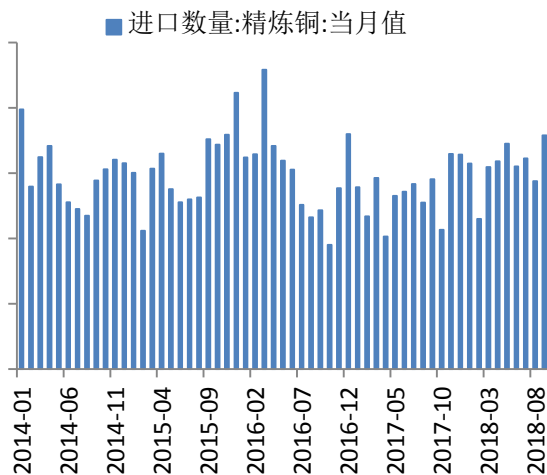


图 52: 精铜当月进口量 (单位: 吨)



数据来源: WIND、中信建投期货

图 53: 未锻造铜及铜材进口累计值 (单位: 吨)

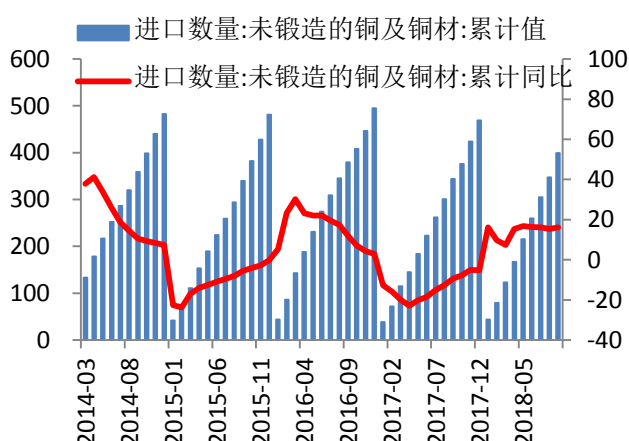
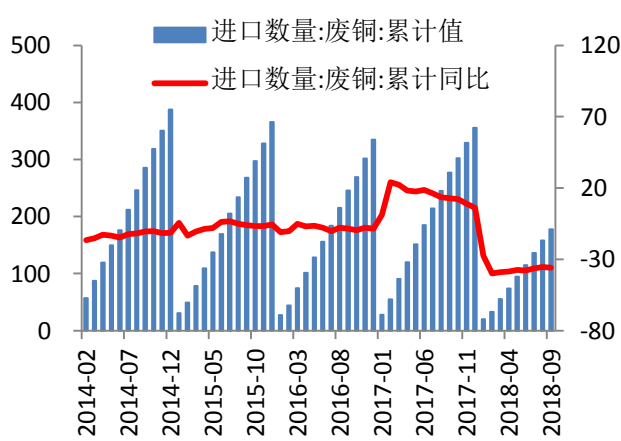


图 54: 废铜进口量 (单位: 吨)



数据来源: WIND、中信建投期货

中国海关总署公布的数据显示, 1-9 月精炼铜进口累计 279 万吨, 同比增加 17%, 由于 2018 年 3 月之后海关不再公布国内精铜进口量, 之后又重新公布, 目前最新更新至 9 月。中国 11 月未锻轧铜及铜材进口量 47 万

吨，创 2016 年 12 月以来最高位，同比增加 24%，环比增加 42%。11 月未锻轧铜及铜材进口量大增的主要原因是 10 月至 11 月上旬现货铜进口多数时间处于盈利状态，刺激进口增加。中国 1-11 月未锻轧铜及铜材进口量同比下降 5.0%至 424 万吨，2018 年全年铜材进口增速呈现下滑，其中美元反弹，以及人民币持续贬值等因素导致套利窗口多数时间处于关闭，此外，国内宏观下行压力较大，企业现金流紧张，也使得企业多以按需采购为主。中国 1-11 月铜矿砂及其精矿进口量同比增加 16.4%至 1825.4 万吨，由于国内冶炼端继续投产，加之外矿加工费整体维持较高水平，可以预计 2019 年铜矿进口将继续保持高位。

从进口盈亏来分析，2018 全年以来进口套利窗口持续关闭，人民币走势持续贬值，沪伦比值扩大至 8.2 以上，国内铜进口保持在稳中偏弱的水平，这导致国内库存持续下滑，与此同时，国内铜出口量呈现上升态势。

图 55：进口盈亏及比价

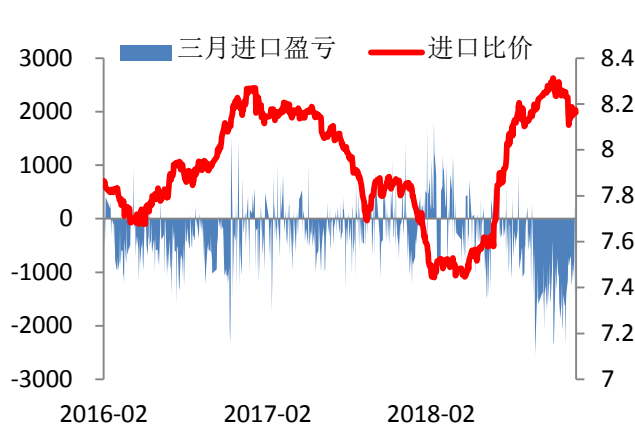
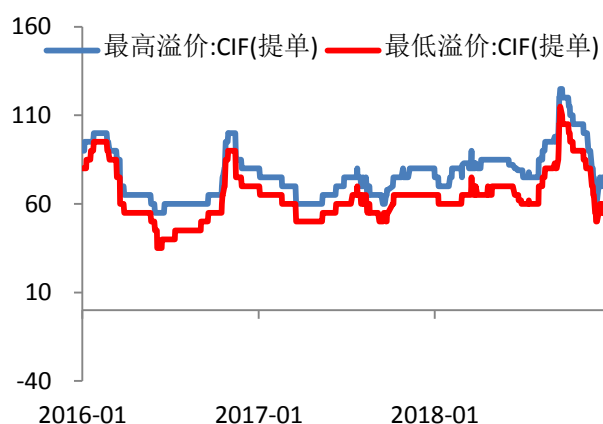


图 56：到岸升贴水（单位：美元/吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

3.6 库存或将维持较低水平

图 57：交易所库存（单位：吨）

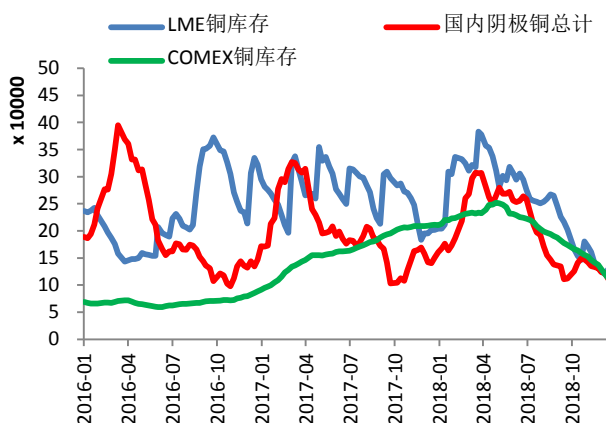
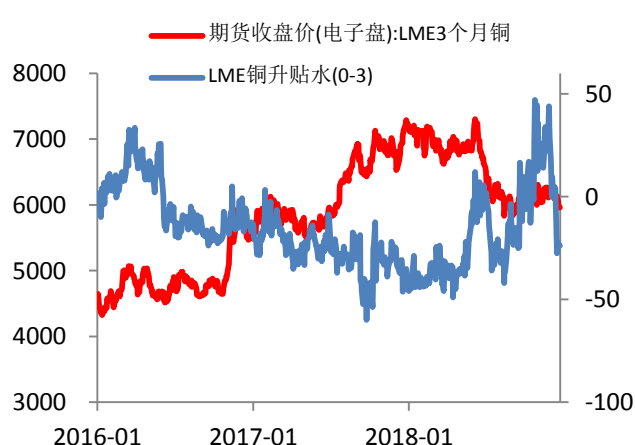


图 58：LME 铜升贴水（单位：美元/吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

全球铜库存持续下滑，低库存或将对铜价形成支撑。截止 12 月 24 日，保税区库存下滑至 40.5 万吨，较年初下滑 6 万吨左右。LME 库存为 12.9 万吨，较年初下降近 10 万吨。国内上期所 11.0 万吨，较年初下降 7.4 万

吨, COMEX 铜库存折算后为 10.1 万吨, 较年初下降 8.8 万吨, 2018 年全球铜库存呈现大幅下降, 去库存较为明显, 预计 2019 年库存或将保持低位态势。从升贴水数据来看, 2018 年 LME 铜以及国内现货端多数时间维持升水状态, 与库存下滑有较大关系。

3.7 下游消费无较大亮点

世界金属统计局(WBMS)统计数据显示, 消费区域分布方面, 中国铜需求占比全球第一, 占比接近 50%, 欧元区占比约为 14%, 美国需求占比约为 8%。铜消费结构方面, 全球铜消费以建筑及基础设施建设为主, 占比达到 45%; 国内精铜消费结构以电力及相关设备投资为主, 占比达 45%, 家电及汽车领域合计占比 23%, 建筑占比低于海外, 仅为 18%, 未来具备较大提升潜力。

从国内下游开工明显低于去年, 反映出需求端呈现弱势。据上海钢联统计数据显示, 2018 年 11 月铜管开工率 80.3%, 1-11 月铜管开工明显低于去年。房地产市场销售趋于弱势, 新房入住率下降, 空调用量减少, 加之空调渠道库存累积至 4050 万台, 需求表现弱于去年。铜板带开工方面, 2018 年 11 月开工率 67.6%, 2018 年铜板带行业较 2017 年略有回升, 主因上半年线路板行业表现较好, 而下半年受中美贸易摩擦影响, 订单表现持续下降趋势。

图 59: 2018 年 1-11 月铜管产能利用率

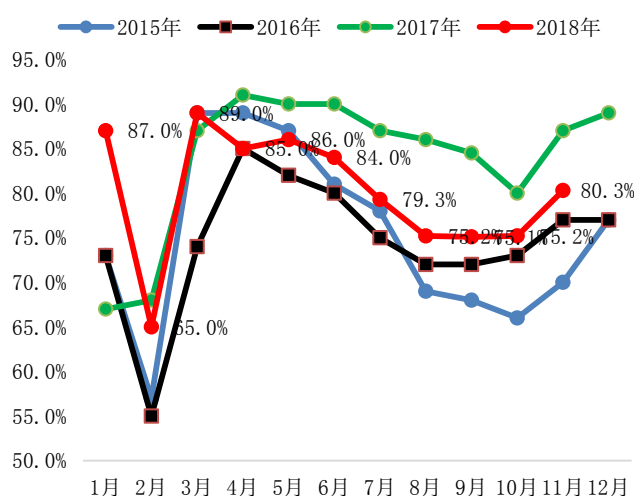
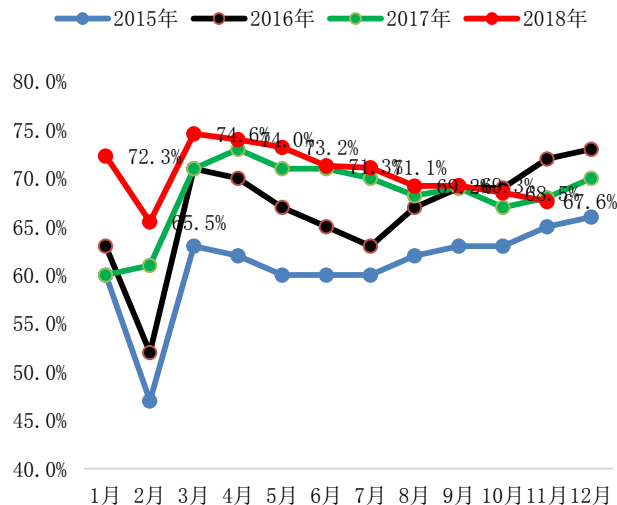


图 60: 2018 年 1-11 月铜板带产能利用率



数据来源: 上海钢联、中信建投期货

中国铜下游需求则主要来自于电力、建筑和家用电器。电力基础设施投资是拉动铜内需的主要动力, 铜行业的需求约有 45% 来自电力。国家《配电网建设改造行动计划》预计到 2020 年, 高压配电网变容量达到 21 亿 kVA、线路长度达到 101 万千米; 中压公用配变容量达到 11.5 亿 kVA、线路长度达到 404 万千米。此外, 据国家电网工作计划, 在 2016-2020 年五年时间将投资提高 28% 至 2.3 万亿, 主要用来扩大输电网络, 超过了 2011-2015 年的 1.8 万亿元。截止至 2018 年 10 月, 电网基本建设投资完成额累计值为 3,814 亿元, 累计同比下降 7.6%, 2018 年下滑的因素可能与下游资金趋紧, 需求放缓等因素有关。

图 61: 电网基本建设投资完成额及同比 (单位: 亿)

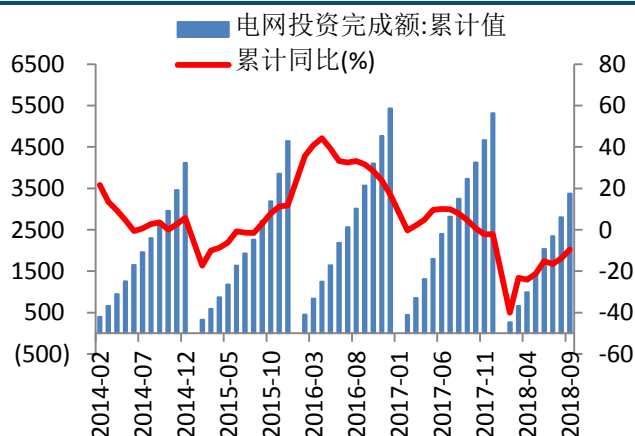
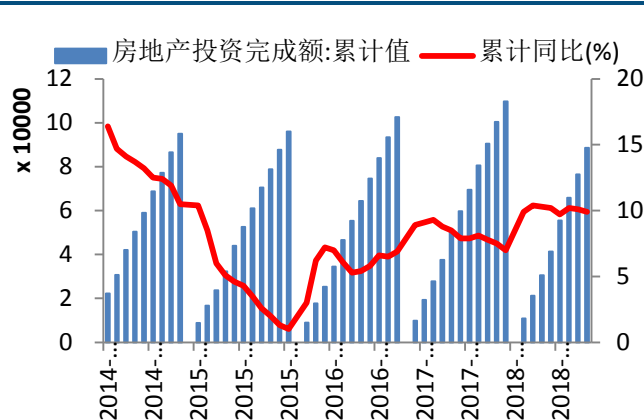


图 62: 房地产开发投资额及同比 (单位: 亿)



数据来源: WIND、中信建投期货

由于 2018 年基建投资受制于财政约束影响, 但伴随在中央经济工作会议上政策的转向, 2019 年财政政策将更加积极, 可以预计 2019 年依然实现基建托底经济为主, 目前国内面临政府债务负担约束等影响, 接下来的基建投资可能会更加注重节奏的把握, 而非大且快, 因此, 电网投资增速不宜过分悲观, 保持稳定概率较大。

建筑行业是中国铜消费的第二大行业, 占比约为 18%。随着 2018 年以来官方调控政策的升级, 全国房地产销售各项数据均呈现一定程度的下滑, 与之配套的家电等消费均受到较大影响。2018 年 1-10 月房屋新开工面积为 168,754.05 万平方米, 累计同比增长 16.3%; 房屋竣工面积为 57,391.81 万平方米, 累计同比下降 12.5%;

2019 年房地产市场将延续“房住不炒”、“构建房地产市场健康发展长效机制”的概率较大, 当前决策层并未有放松房地产调控的迹象, 也是市场预期国内经济下行加大的重要原因。2019 年房地产市场不会有明显回暖, 房地产投资也将大概率延续稳中偏弱态势, 这对铜的终端消费无较大的提振。

图 63: 家电产量累计同比 (单位: %)

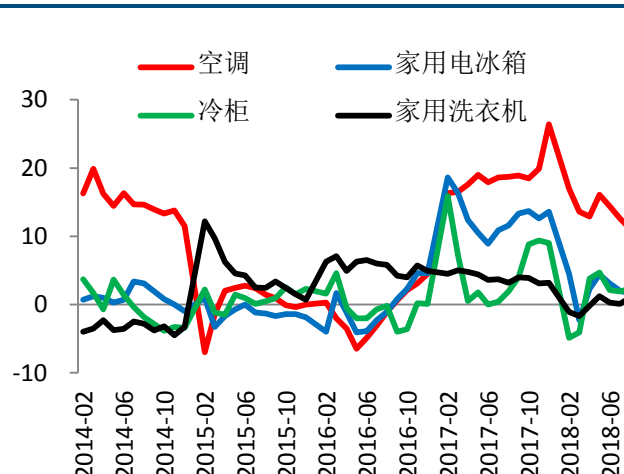
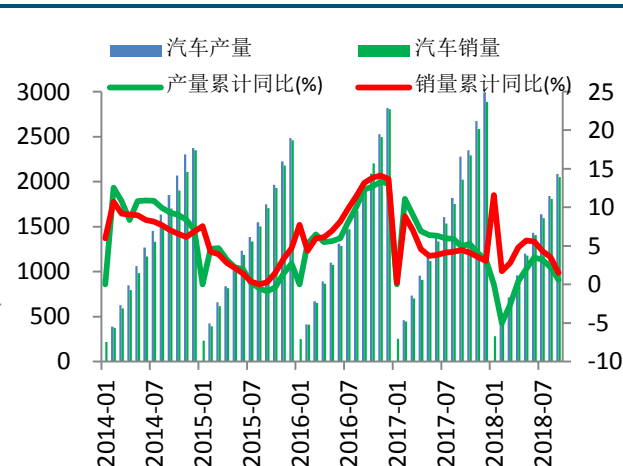


图 64: 汽车产销量及同比 (单位: 万辆)



数据来源: WIND、中信建投期货

3.8 期权成交量将继续放大

资金是影响铜价的重要因素，代表市场主流的看法。截至 12 月 18 日，COMEX1 号铜非商业持仓数据显示，非商业多头持仓为 76807 张，较年初减少 73334 张，非商业空头持仓 43450 张，空头持仓较年初减少 6744 张，净空头持仓 9925 张，2018 年以来净持仓由净多转为净空，反映出资金对铜价正在转向偏空。从净持仓多空前 8 名占比数据来看，截至 12 月 18 日，净持仓多头前 8 名占比 21.1%，净持仓空头前 8 名占比 36.7%，前 8 名持仓占比无较大变化。

国内铜总持仓总体稳中下滑，特别是 2018 年四季度以来，铜总持仓下滑至近 5 年来新低，其中与国内流动性趋紧以及下游资金紧张有较大关系，此外，铜期权的上市也分流一部分资金进入期权市场。自国内期权上市以来，成交、持仓总体呈稳步上升。据上海期货交易所公布的数据显示，截至 12 月 24 日，累计成交 110.05 万手(单边)，日均成交 1.80 万手，占铜期货的 18.88%；累计成交额 78.2 亿元，日均成交额 1.3 亿元；12 月 24 日收盘时全部合约共持仓 4.79 万手，占铜期货的 9.44%。目前来看，铜期权成交以及持仓量还未有较大提高，伴随着市场对铜期权交易、结算、行权等规则的深入了解，预计 2019 年期权的交易将继续上升。

图 65: LME 铜价与 CFTC 净持仓 (单位: 张)

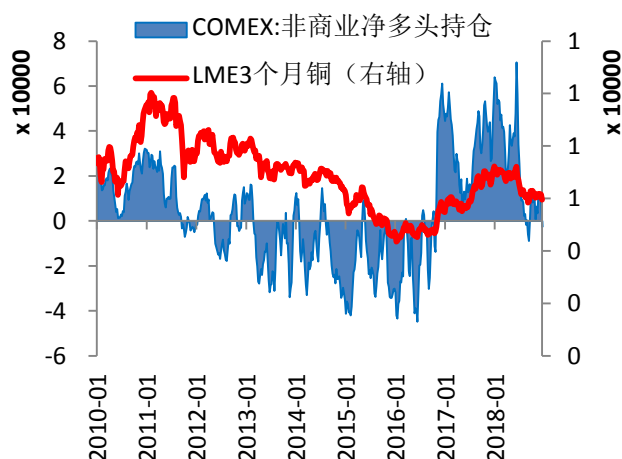
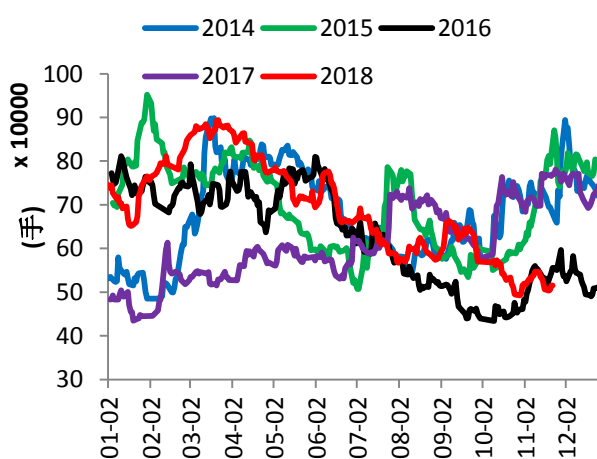


图 66: 铜期货总持仓 (单位: 手)



数据来源: WIND、中信建投期货

图 67: 铜期权成交量变化 (单位: 张)

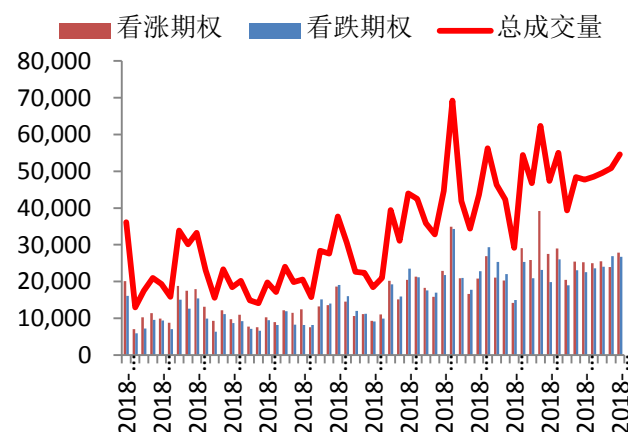
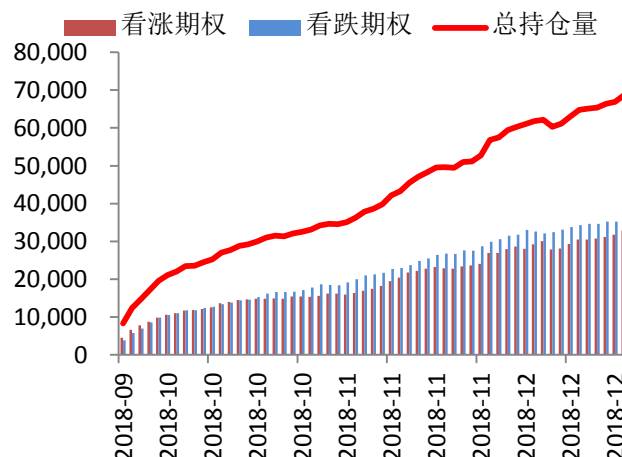


图 68: 铜期权持仓量变化 (单位: 张)



数据来源: WIND、中信建投期货

四、技术面

2018 年铜价运行于上升通道中,且重心继续上移。从伦铜月线图看上方压力区域在 7000-7300 美元/吨附近,下方支撑区域在 5500-5800 美元/吨。沪铜月线图看,铜价上方压力区域在 52000-56000 元/吨附近,下方支撑区域在 42000-45000 元/吨附近,若沪铜回调至 45000 附近区域支撑有效,铜价将会维持震荡格局。预计 2019 年铜价运行区间最高上探范围 58000 元/吨区域附近,最低下探范围 42000 元/吨附近区域。

图 69: 伦铜电 3 价格走势



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 70: 沪铜指数价格走势



数据来源: Wind, 中信建投期货

五、结论与操作建议

综上,2019 年美国经济增长继续强劲,但增速或下降,欧洲经济热度也面临低迷,叠加中国经济在结构转型期不可避免的阵痛式下行,全球主要经济体均面临较大的挑战,大宗商品将承压运行。此外,随着美联储继续加息缩表,以及欧央行退出 QE,主要经济体走向边际紧缩,这势必导致全球流动性继续收紧,全球商品波动进一步加剧。产业方面,铜矿供应增速放缓,废铜供应趋紧将提振精铜消费,产业链利好或成为支撑铜价的重要因素,但下游消费无较大亮点,铜价更多受到供给端的利好影响,基本面整体呈现利多略占优势的格局。预计 2019 年铜价下探至 42000-45000 元/吨将受到较强支撑,上方压力区域在 52000-56000 元/吨区域。

操作策略上,进行买入套期保值交易的投资者考虑在铜价运行区间下沿附近,或期现价差明显倒挂(即期货价格明显低于现货价格)时介入保值;卖出套期保值交易的投资者考虑在主体运行区间上沿附近,或期货价格明显较现货价格偏高(即期货实际价格已经明显高于理论期货价格)时介入保值。此外,伴随着铜期权成交量的不断增大,期权和期货工具的综合运用将进一步为企业降低成本,且提高套保的效率。

联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4, C

电话：023-86769605

上海世纪大道营业部

地址：上海自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元

电话：021-68765927

长沙营业部

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903

电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼 -3404 室

电话：0791-82082702

廊坊营业部

地址：廊坊市广阳区金光道 66 号圣泰财富中心 1 号楼 4 层西侧 4010、4012、4013、4015、4017

电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号

电话：0596-6161588

西安营业部

地址：西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G

电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912

电话：010-82129971

武汉营业部

地址：武汉市武昌区中北路 108 号兴业银行大厦 3 楼

电话：027-59909521

杭州营业部

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811、812 室

电话：0571-28056983

太原营业部

地址：太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

济南营业部

地址：济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座十层 1016、1018、1020 室

电话：0531-85180636

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901、2904、2905、2906 室

电话：0411-84806316

郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房

电话：0371-65612397

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话：020-28325286

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话：023-88502020

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号

电话：028-62818701

深圳营业部

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 11I

电话：0755-33378759

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室

电话：021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座

电话：025-86951881

宁波营业部

地址：浙江省宁波市江东区朝晖路 17 号

电话：0574-89071681

合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室

电话：0551-2889767

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406

电话：020-22922102

上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室

电话：021-68597013

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com