

2017 年 12 月 25 日

星期一

供需大致平衡

铜价高位震荡

联系人 李婷
电子邮箱 li.t@jyqh.com.cn
电话 021-68555105



要点

- 展望 2018 年，全球铜精矿供应的将快速修复，供应弹性增加，国内冶炼产能持续扩张，但产出需要时间，2018 年精炼铜供需将呈现大致平衡的状态。
- 明年铜市场主要关注点为：在供应端，体现为全球铜矿恢复性增长与中国限制废铜进口的实际影响。在需求端，主要关注美国的税改和基建政策对经济的提振，以及中国新能源汽车等新的用铜需求未集中释放之前，中国房地产限制政策带来的需求下滑所引发市场担忧。
- 整体而言，铜市的结构性矛盾可能在 2018 年进一步激化，预计铜价将呈高位震荡走势。2018 年铜价主要运行区间为：伦铜 6000-7500 美元/吨；沪期铜 48000-60000 元/吨。
- 风险点：国内环保限产蔓延至铜产业；智利铜矿罢工影响超预期。

目录

一、2017 年行情回顾.....	5
二、宏观经济分析	5
1、全球经济持续复苏, 中国经济韧性较强.....	5
2、通胀温和回升, 货币政策收紧逐渐明朗.....	6
三、基本面分析	8
1、海外铜矿产出将迎来改善	8
2、国内铜精矿产能释放	10
3、铜矿罢工风险仍需关注	10
4、矿山产出恢复, 冶炼厂 TC 受益.....	11
5、国内冶炼产能持续扩张, 但产出需要时间.....	11
6、废铜进口政策收紧	15
7、伦铜库存频繁转移	16
8、下游消费表现平稳	17
四、2018 年行情展望.....	20

图表目录

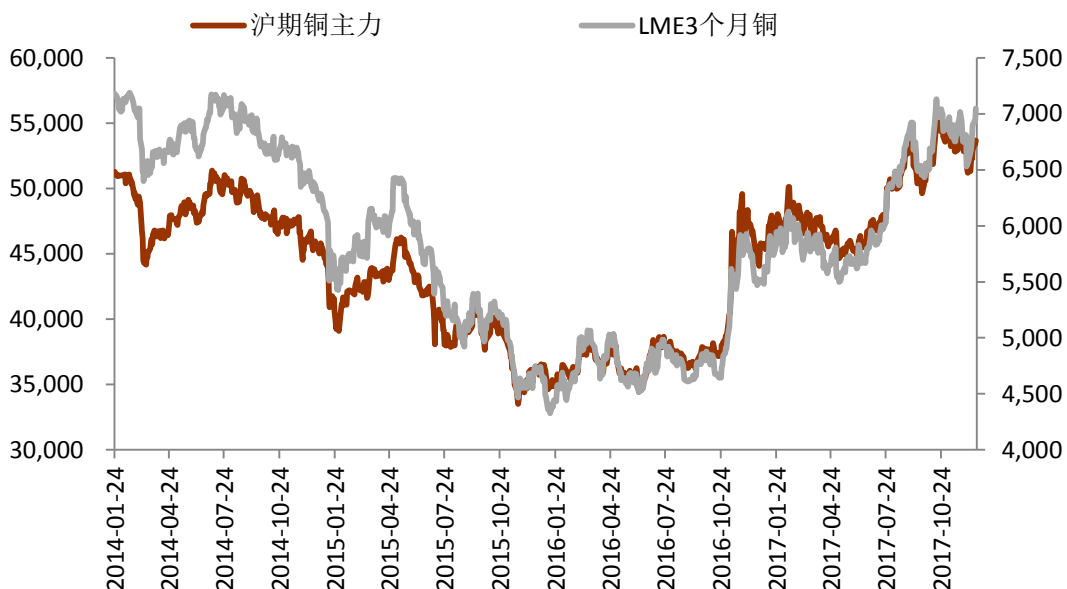
图表 1 铜期货价格走势.....	5
图表 2 OECD 领先指标.....	7
图表 3 全球主要经济体 CPI 变化 (%)	7
图表 4 全球主要经济体 GDP 增速变化 (%)	7
图表 5 发展中国家 GDP 增速变化 (%)	7
图表 6 美国 PMI 增速变化 (%)	7
图表 7 中国官方和财新 PMI 增速变化 (%)	7
图表 8 2018 年全球铜矿新建情况 (千吨)	9
图表 9 全球主要新建铜矿项目跟踪 (万吨).....	9
图表 10 2018-2019 年国内铜矿在建产能情况 (万吨)	10
图表 11 2017 年国内新扩建粗炼项目.....	12
图表 12 2018 年国内计划新扩建精炼项目.....	12
图表 13 2017 年国内新扩建精炼项目.....	12
图表 14 2018 年国内计划新扩建精炼项目.....	13
图表 15 精炼铜供需平衡表 (千吨)	13
图表 16 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	14
图表 17 ICSG 全球精炼铜消费变化 (千吨)	14
图表 18 中国铜精矿现货 TC 走势.....	14
图表 19 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	14
图表 20 中国铜材产量及增速变化 (万吨)	14
图表 21 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化 (万吨)	14
图表 23 中国精炼铜产量变化.....	15
图表 24 中国精炼铜消费量变化.....	15
图表 25 中国精炼铜进口量及增速变化.....	15
图表 26 中国精炼铜出口量及增速变化.....	15
图表 27 2018 年废铜限制进口影响测算 (万吨)	16

图表 28 中国废铜进口单月变化.....	16
图表 29 中国废铜进口累计变化.....	16
图表 30 三大交易所库存变化情况.....	17
图表 31 伦铜价格与伦敦分地区库存走势.....	17
图表 32 电力投资完成额变化.....	19
图表 33 房地产固定资产投资增速变化.....	19
图表 34 家电产品产量增速变化.....	19
图表 35 家用空调库存变化.....	19
图表 36 汽车产销量变化.....	19
图表 37 新能源汽车产量及销量变化.....	19
图表 38 全球精炼铜供需平衡预测（万吨）.....	20

一、2017 年行情回顾

2017 年，铜价整体呈现先抑后扬、震荡上行的走势，主要受年初国外矿山罢工导致铜精矿供应偏紧以及国内废铜进口政策收紧的影响。年初在智利 Escondida 铜矿罢工和印尼 Grasberg 铜矿停产的刺激下，LME 铜价在 2 月份触及 6204 美元/吨高点之后，铜价开启了长达 3 个月的震荡下行走势。进入六月份，在国内黑色系大幅反弹以及 LME 库存下降的支撑之下，铜价止跌重拾反弹行情，7 月国内公布在 2018 年底禁止进口废七类的规定引发市场的做多热情，铜价大幅上涨并连续突破多个整数关压力位，最高逼近 7000 美元/吨。10 月份市场再度传出废六类部分进口废铜资格也将收紧的消息更是刺激铜价刷新了年内的高位。虽然之后价格两次冲高失利，但回落幅度不大，呈高位震荡之势。铜显性库存的变化和人民币兑美元汇率的升值也对铜价的波动造成影响。

图表 1 铜期货价格走势



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、全球经济持续复苏, 中国经济韧性较强

2017 年全球经济呈现出同步复苏的势头，预计全球经济将持续回暖，中国经济韧性较强。IMF 在最新《世界经济展望》中罕见的表示乐观，认为世界经济正在经历自 2010 年从全球经济衰退暂时反弹以来最广泛最快速的增长期。IFM 预计 2017 年世界经济将增长 3.6%，高于去年的 3.2%；2018 年世界经济有望增长 3.7%。并全面调高发达国家、发展中国家的 GDP 增速。2017 年发达经济体的反弹预计将更为强劲(增速预计达到 2.2%，而 4 月的预测值

为 2.0%)，这得益于欧元区、日本和加拿大更强劲增长的带动。美国的 GDP 预测略有下调，2017 年预测增速为 2.18%，反映今年第一季度的疲弱。与 2017 年 4 月预测相比，新兴和发展中经济体 2017 年和 2018 年的增长前景均被上调了 0.1 个百分点，这主要得到了中国更强劲增长预期的推动。中国经济在较为宽松信贷和大量公共投资的支撑下表现也优于预期，2017 年中国的增长预测值为 6.8% (2017 年 4 月预测值为 6.6%)。

分区域来看：美国劳动力市场已经接近充分就业，GDP 增长已经接近潜在增长率。而税改落地后还会带动 2018 年经济增速上行。欧元区今年经济复苏超预期，预计 2018 年欧元区将继续保持较高的经济增长，但增速略微放缓。中国经济表现稳健，经济持续保持中高速增长，一些指标，如 PMI、进出口、用电量、设备更新等增速已经于近两年开始回升，经济发展显示出较强的韧性。整体看来，2018 年全球经济有望延续复苏。

2、通胀温和回升，货币政策收紧逐渐明朗

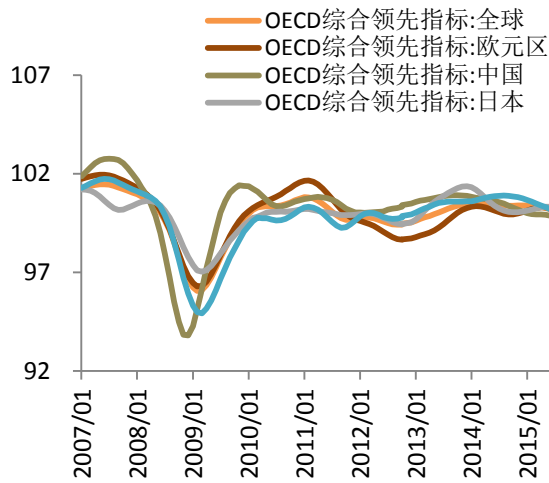
我们认为，2018 年通胀将温和上行，主要原因有以下两点：首先，在下游消费稳定增长，OPEC 延长减产协议的预期下，我们预计 WTI 原油将维持在 50-70 美元的区间偏强震荡。其次，在中国供给侧改革的推动的影响下，叠加全球经济复苏，大宗商品价格料将维持强势，CPI 将在 PPI 的传导下继续上行。

货币政策方面，美国经济内生增长动力较强，美联储加息节奏也将继续维持。在特朗普减税的刺激下，2018 年美联储“加息+缩表”的货币政策正常化进程可能会加快，预计美联储明年加三次息的概率较大。欧元区面临马克龙改革不及预期和意大利大选的风险，这些不确定性或制约欧洲央行货币政策正常化进程。英国在通胀持续高位的情况下开启加息，但脱欧风险或延缓其加息节奏。日本经济增长还需依赖宽松政策，在美英欧货币政策渐次走向正常化的背景下，日本央行政策腾挪空间被压缩，在通胀长期低迷下，日央行或将面临较大考验。

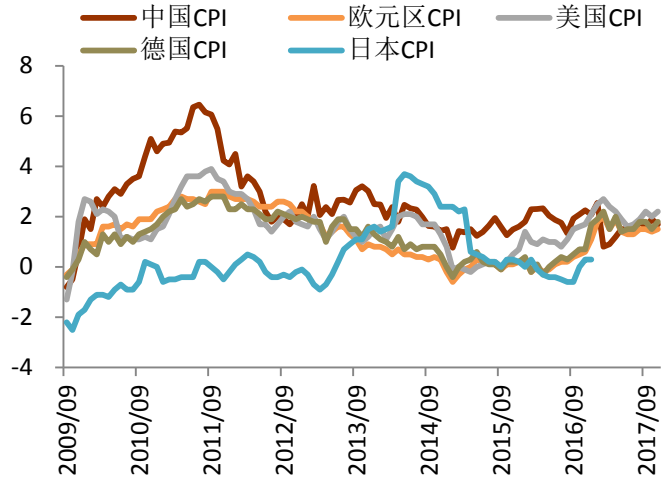
在美联储 12 月加息的同时，中国央行上调公开市场操作利率 5BP，释放出防止中美利差过度收窄、加剧人民币贬值压力和资本外流，稳定预期的信号。在经济表现出较强韧性的宏观背景下，12 月的中央经济工作会议，指出“防范化解重大风险”、“管住货币供给总闸门”，并删去“维护流动性基本稳定”，反映出 2018 年的货币政策存在进一步收紧的可能。2018 年货币政策边际收紧与政策层再度强调“防范风险”、去杠杆的政策目标是相一致的。

在全球资产价格普遍偏高的情况下，美联储政策调整带来的冲击可能较大。对中国而言，国际间资产价格的强对比和来自汇率的硬约束依然存在，进一步增强货币政策弹性空间，有利于更好地应对海外市场的潜在冲击。但同时还有中期的不确定性因素可能影响未来经济复苏的走势，一是美欧日货币政策渐次收紧下，全球经济复苏可能受到干扰；二是地缘政治风险依然此起彼伏。

图表 2 OECD 领先指标

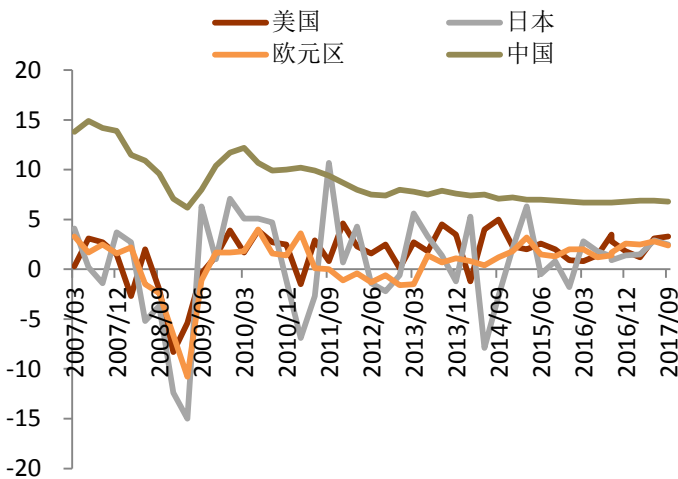


图表 3 全球主要经济体 CPI 变化 (%)

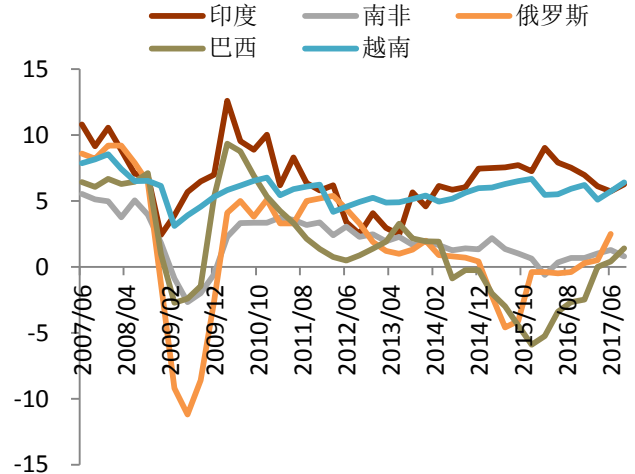


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 4 全球主要经济体 GDP 增速变化 (%)

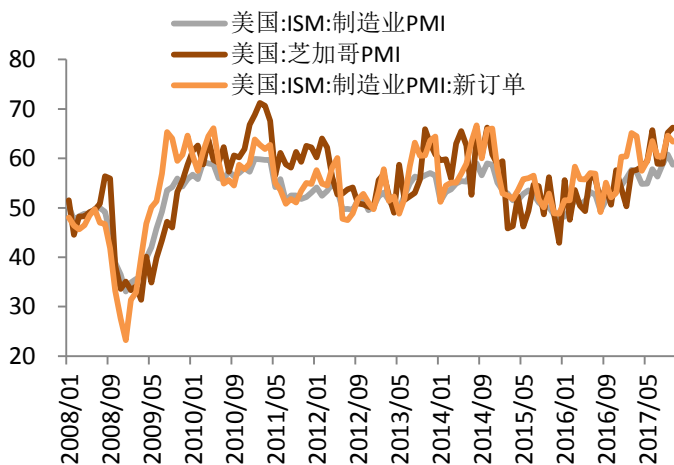


图表 5 发展中国家 GDP 增速变化 (%)

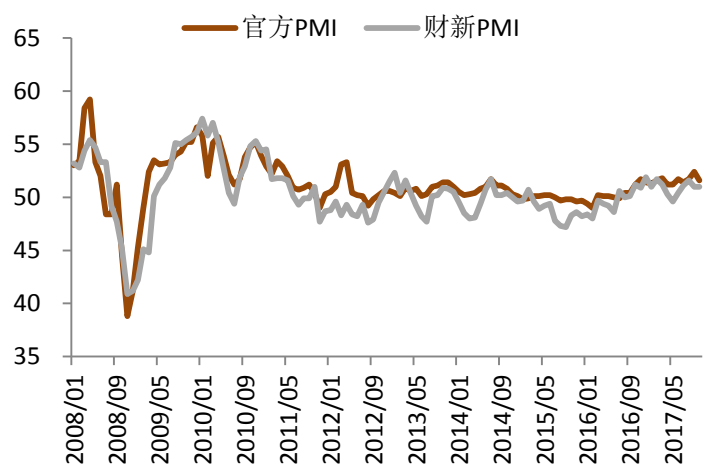


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 6 美国 PMI 增速变化 (%)



图表 7 中国官方和财新 PMI 增速变化 (%)



资料来源: Wind, 铜冠金源期货,

三、基本面分析

1、海外铜矿产出将迎来改善

今年由于铜矿罢工和产出不及预期导致铜精矿供应缩减,但墨西哥和秘鲁产能扩张部分抵消了减产的影响。预计 2018 年铜精矿产量将迎来改善,一方面罢工矿山产量恢复正常,另一方面新建扩建项目的投产将带来一定的增量。

三季度,全球十大铜精矿企业对 2017 年产量的预期进行调整。9 月情况来看,2017 财年产量较上次维持平稳,不过,随着下半年矿山不利因素的解除,2018 财年预期产量环比有一定的弹性增量。自由港称将出让 Grasberg 铜矿 51%的所有权并在巴布亚省建立第二座冶炼厂,同时还承诺在 Grasberg 矿进一步投资约 200 亿美元。相应的,自由港可“立即”申请将采矿许可有效期从 2021 年向后延期十年,并且有望最终延期至 2041 年。

据嘉能可 Katanga Mining Limited 公告,Katanga 矿山复产,2018 年预期产量为 15 万吨,2019 年预期产量增加至 30 万吨。2015 年 9 月,嘉能可宣布 Katanga 和 Mopani 的生产将暂停 18 个月,以完成扩张和改进计划,从而降低营业成本。期间,钴和铜价格大幅上涨,特别是钴价格上涨幅度较大,另外,嘉能可非洲项目钴产量较高,占据当年世界总供应的 2.3%,因此生产动力较足。不过,由于紫金矿业和嘉能可在非洲的供应基本上均是按照计划表实施,并无过多的超意外产出。

而十大铜精矿企业之外,2017 年上半年,新增的铜矿扩产项目不多,主要是此前投资的矿山开始逐步形成产能布放。紫金矿业在刚果(金)科卢韦齐(Kolwezi)铜矿项目正在加紧建设,近期科卢韦齐铜矿产出首批粗铜,标志着该矿采选冶工艺流程全线贯通,进入试生产阶段。科卢韦齐铜矿蕴含铜储量 170.13 万吨,平均品位 4.4%,远高于中国铜矿平均品位的 0.6%,达产后年产铜 5 万吨。另外,Kamoa 铜矿项目目前尚无建设时间表。铜陵有色在厄瓜多尔 Mirador 铜矿在 2017 年只有 10 万吨投产,预计 2018 年才把剩余的 10 万吨投产并形成稳定的供应。

拉美和非洲现有在产矿山和基本假设下项目产量分别在 2019、2020 年达到顶峰。全球来看,将在 2020 年达到顶峰。拉丁美洲仍会是产量最大地区,而非洲则将贡献 2016-2020 全球新增产量的将近一半,扩建项目对未来矿山新增产量至关重要。未来五年新建的大型铜矿项目极少,仅有第一量子的巴拿马项目预计在 2019 年投产。2018-2020 年全球铜精矿产能新增分别约为 48 万吨、34 万吨、34 万吨。

从各大矿企和产铜国官方发布的预估来看,2017—2020 年,在全球前十大铜矿企业中,预计智利 Escondida 铜矿 2018 年将增加产能达 33.8 万吨,2018 年嘉能可非洲矿山复产,增量为 20 万吨左右。厄瓜多尔的 Mirador 铜矿在 2017 年 10 万吨投产,预计 2018 年才把剩余的 10 万吨投产。我们认为,在干扰项目的复产及新项目的投产带动下,2018 年铜矿供应不会紧张,预计全球铜矿增速在 3-4%。

而从全球铜矿投资潜能来看,铜矿增产潜能依旧较大,只不过存在时间差,铜矿从投资

到达产需要 5 年左右。一方面，随着 2016—2017 年铜价上涨，全球铜矿勘探活动非常积极；另一方面，一些原先推迟或者停止的铜矿项目开始重启。其中，矿业公司计划未来十年在智利投资大约 650 亿美元，较大规模的项目包括 El Abra Mill 矿场和 Sierra Gorda 的复产。2018 年秘鲁将启动三个大型铜矿项目，分别是 Quellaveco、Justa 和 Michiquillay 三大铜矿。从近几个月的动向来看，英美资源、嘉能可也在努力加强对铜矿资源的扩展。

图表 8 2018 年全球铜矿新扩建情况 (千吨)



资料来源：SMM, Mymetal, 铜冠金源期货

图表 9 全球主要新建铜矿项目跟踪 (万吨)

铜矿	国家	控制人	产量	投产时间	时间计划
Aktogay	哈萨克斯坦	KAZ Minerals	10	2017	2017 年 H1 生产销售
Chita Copper	俄罗斯	Norilsk	6.6	2017	在建
Tominskoye	俄罗斯	Russian Copper	6.3	2017	在建
Sungun	伊朗	National	5.3	2017	在建
Tia Maria	秘鲁	Southern Copper	12	2017	在建
Caspiche	智利	Exeter Resources	11	2017	在建
Cobre Panama	巴拿马	First Quantum	32	2018	已完成 50%
Tsagaan Suvaga	蒙古	Mongolyn Alt	7.5	2018	在建
Kolwezi	刚果金	紫金矿业	5.8	2018	新建
Encuentro Oxides	智利	Antofagasta	4.3	2018	2017 年在建
Mirador	厄瓜多尔	铜陵有色、中铁建	20-25	2018	2017 年在建
Altlk	瑞典	OZ Minerals	3	2018	2018 年扩产
Carrapateena	澳大利亚	Boliden	5.5	2019	2019 年新建
Chuquicamata	智利	Codelco	30.9	2019	计划 2019 年启动开采
Resolution	美国	BHP	20-30	2020	2020 年新建

Oyu Tolgoi	蒙古	Rio Tinto	30	2020	2020 年新建
Olympic Dam	澳大利亚	BHP	23	2021	2021 年完成 40%目标
Frieda River	巴布亚新几内亚	广盛资产	20-30	—	2014-2025
Komoa	刚果金	紫金矿业	50	—	勘探阶段
Rio Blanco	秘鲁	紫金矿业、铜陵有色	20	—	勘探阶段

资料来源：SMM，Mymetal，铜冠金源期货

2、国内铜精矿产能释放

2018 年国内投产的大型项目主要是紫金矿业的紫金山金铜矿扩建工程（新增年产铜 3 万吨）、中国黄金集团的甲玛铜矿二期工程（新增年产铜 5 万吨），这两个矿山项目的投产时间都在四季度，对当年的产量影响不大。云南铜业普朗铜矿 2017 年 3 月中旬举行投产仪式，项目进入试生产阶段；铜陵有色公司沙溪铜矿（年产铜 1.5 万吨）原计划 2016 年建成投产，推迟今年 7 月份，这是 2017 年投产的两个主要项目。预计 1-2 年内新增 35 万吨铜矿山，2018 年可能增加 13 万吨的产量。

中国环保政策影响对精矿供求影响较小。对铜精矿的供应和需求都有影响，主要影响小型矿山的生产，这类矿山对环保设施的投入不足，主要是年产量低于 1 千吨的矿山以及 1-5 千吨的矿山，两种类型矿山年度总量分别在 7-8 万吨及 30 万吨。但由于这些矿山分布在中西部偏远地区，环保影响的时间将推迟。

图表 10 2018-2019 年国内铜矿在建产能情况（万吨）

企业	2018 年新增产量	2019 年新增产量	投产时间
紫金矿业	3	5.5	2018
江西铜业	1	2.35	2019
铜陵有色	1.5	1.5	2017
宏达股份	0.4	1	2018
云铜集团	1	5	2017
中国黄金	4	6	2017
西部矿业	2.5	2	2018
合计	13.4	23.35	

资料来源：安泰科，铜冠金源期货

3、铜矿罢工风险仍需关注

2017 年是全球铜大型铜矿集中进行薪资谈判的年份使铜精矿产出受到干扰。境外机构声称，明年智利和秘鲁两国将有约 40 家工会谈判，其中智利有 32 家，代表了智利全国 3/4 的铜矿产出，约等于全球 20%的供应量。其中最为重要的谈判就是今年罢工过 43 天的

Escondida1 号工会，其延期后的合同将于明年 8 月 1 日再次到期。由于 Escondida 在四季度进行了扩产，是明年铜矿增量的主要来源之一，令市场担忧明年的矿供应。不过，三季度必和必拓与 Escondida2 号工会签订了集体合同，于 10 月 1 日开始生效。因此，即使明年 1 号工会合同到期时再次罢工，预计也有 2 号工会的工人来维持矿山部分生产，并不会如今年一样完全停摆，所以不必将 Escondida 的干扰率上调太大。但随着智利新的劳工法规的发布，以及物价的上涨，工人们的工资预期在逐步提高，铜矿罢工风险仍需关注。

4、矿山产出恢复，冶炼厂 TC 受益

在今年 11 月底的 CESCO 的亚洲铜周会上，中国铜原料谈判小组 (CSPT) 与国际矿企由于双方意见分歧太大，尚未就 2018 年的铜精矿长协加工费 (TC/RC) 达成一致，预计谈判将会一直持续至 2018 年初。

今年全年除了第二季度受智利铜矿长时间罢工的影响，现货铜精矿的 TC 跌倒 80 美元/吨附近外，大多数时间铜精矿 TC 运行在 85 美元/吨上方，并逐步上涨到 90 美元附近，个别但能达到 95 美元左右。从未来 1-2 年新增铜矿产能来看，以 3% 的增长率测算，大概率能维持当前较高的加工费报价。在不考虑环保因素的影响下，明年铜精矿供大致均衡，还可能会有一些超额供应。

5、国内冶炼产能持续扩张，但产出需要时间

“十三五”以来，中国铜粗炼产能扩张速度有所放缓，但仍以平均每年增加 40 万吨左右的速度在扩张。而且“十三五”末期，中国将再次迎来铜冶炼产能扩张的高峰，2019 年全球冶炼产能将开始过剩并在后几年过剩程度逐步加剧。

根据 SMM 对各冶炼厂生产计划的统计，2017 年中国冶炼厂将增加 25 万吨粗炼产能，预计 2018 年新增 130 万吨产能，主要集中在中铝东南铜业 40 万吨、金昌冶炼厂、广西南国铜业分别 20 万吨产能。

2017 年精炼产能主要取决于此前计划产能的达产，目前综合各种情况来看，2017 年中国精炼产能最大增量或不超过 75 万吨，2017 年中国实际新增精炼产能或在 50 万吨附近，而且主要集中在 8、9 月份投放，年内已无新增产能投放。由于各种原因，东营方圆没有按计划扩产。2018 年计划投产 145 万吨产能，主要集中在中铝东南铜业 40 万吨、广西南国铜业 30 万吨产能。2018 年计划投放产能大部分都在下半年和第四季度投产，从投产到产出需要时间，预计真正产能投放只有 35-45 万吨，不会对 2018 年的市场造成大的影响，2019 年产能扩张将加速。

2017 年上半年共有 23 家冶炼企业进行检修，涉及产能 1020 万吨，大力度的减产导致全年铜矿供应压力减弱。2018 年冶炼企业尚未有的检修计划公布。

图表 11 2017 年国内新扩建粗炼项目

炼厂名称	新建粗炼产能 (万吨)	新增后粗炼总产能	原料	投产时间
江铜富冶和鼎铜业有限公司	10	30	铜精矿	2017 年 9 月
易门铜业有限公司	2	10	铜精矿	2017 年下半年
楚雄滇中有色金属有限责任公司	2	10	铜精矿	2017 年下半年
山东烟台国润铜业	6	12	铜精矿	2017 年下半年
吐鲁番中企铜业有限公司	5	5	铜精矿	2017 年下半年
总计	25	67		

资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 12 2018 年国内计划新扩建粗炼项目

炼厂名称	新建粗炼产能 (万吨)	新增后粗炼总产能	原料	投产时间
中铝东南铜业有限公司	40	40	铜精矿	2018 年四季度
灵宝黄金股份有限公司 (金城冶金)	10	10	铜精矿	2018 年一季度
金昌冶炼厂	20	20	铜精矿	2018 年二季度
山东恒邦股份有限公司	10	27	铜精矿	2018 年
西矿青海铜业有限公司	10	10	铜精矿	2018 年二季度
豫光金铅	10	20	铜精矿	2018 年
山东烟台国润铜业	10	22	铜精矿	2018 年
广西南国铜业有限公司	20	20	铜精矿	2018 年下半年
总计	130	169		

资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 13 2017 年国内新扩建精炼项目

炼厂名称	新建精炼产能 (万吨)	总精炼产能 (扩建后)	原料	投产时间
山东祥辉铜业有限公司	10	10	废铜/粗铜	2017 年 3 月
葫芦岛宏跃集团	15	15	铜精矿	2017 年 11 月
江铜富冶和鼎铜业有限公司	15	35	铜精矿	2017 年 8 月
宁波世茂铜业股份有限公司	10	10	废铜/粗铜	2017 年 3 月
总计	50	70		

资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 14 2018 年国内计划新扩建精炼项目

炼厂名称	新建精炼产能 (万吨)	总精炼产能 (扩建后)	原料	投产时间
中国黄金 (三门峡)	15	35	铜精矿	2018 年一季度
中铝东南铜业有限公司	40	40	铜精矿	2018 年四季度
灵宝黄金股份有限公司 (金成冶金)	10	10	铜精矿	2018 年一季度
金昌冶炼厂	10	10	铜精矿	2018 年二季度
山东恒邦股份有限公司	10	27	铜精矿	2018 年
西矿青海铜业有限公司	10	10	铜精矿	2018 年二季度
山东烟台国润铜业	10	22	铜精矿	2018 年
豫光金铅	10	20	铜精矿	2018 年
广西南国铜业有限公司	30	30	铜精矿	2018 年下半年
总计	145	204		

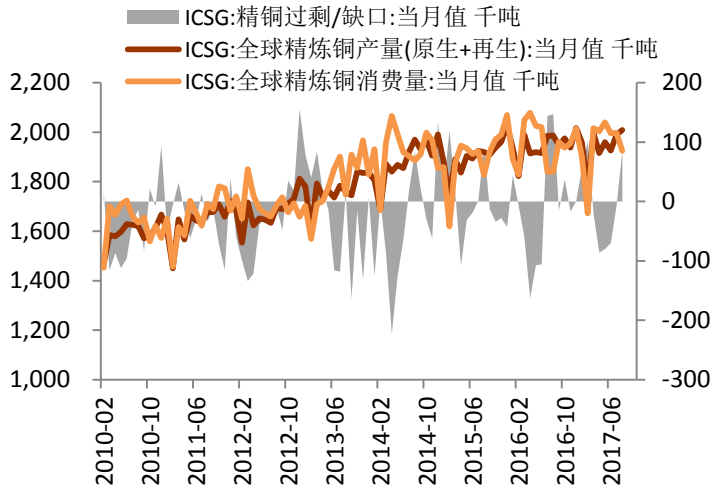
资料来源: SMM, 铜冠金源期货

图表 15 精炼铜供需平衡表 (千吨)

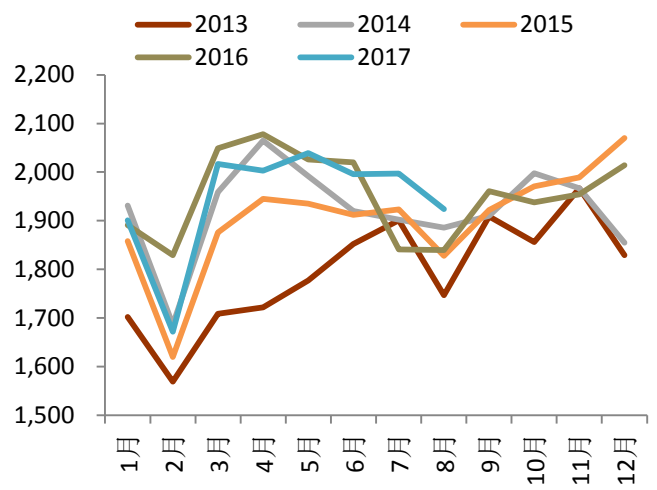
	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	同比(%)
中国									
生产	1947	2067	2024	2009	1992	2030	2136	2223	10.7
消费	2159	2692	2777	2991	2262	2829	2863	3068	2.6
政府购买	150	50	0	0	0	0	0	0	
过剩/缺口	680	106	-213	-243	415	-154	-29	-20	-91.8
全球 (除中国)									
生产	3628	3597	3621	3705	3593	3587	3608	3704	0
消费	2886	3012	2892	2851	2894	2994	2929	2903	1.8
政府购买	0	0	0	0	0	0	0	0	
过剩/缺口	-300	-197	188	114	15	-51	-19	-25	-121.6
全球									
生产	5575	5663	5645	5714	5586	5617	5744	5972	3.7
消费	5045	5704	5669	5842	5156	5823	5792	5972	2.2
政府购买	150	50	0	0	0	0	0	0	
过剩/缺口	380	-91	-24	-129	430	-206	-49	-45	-65.3

资料来源: CRU, 铜冠金源期货

图表 16 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势



图表 17 ICSG 全球精炼铜消费变化 (千吨)

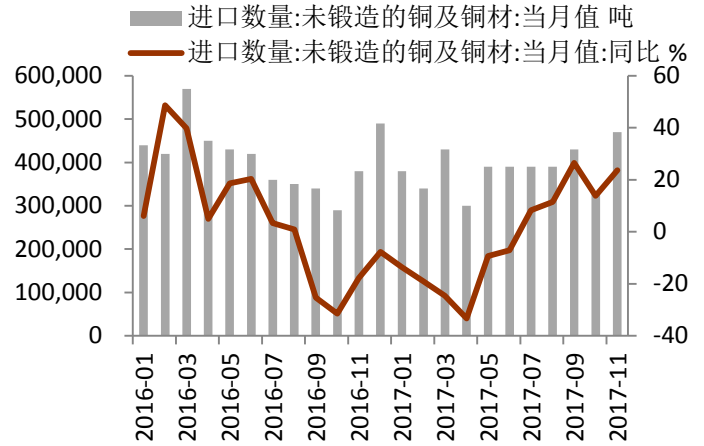


资料来源: Bloomberg, WBMS, ICSG, 铜冠金源期货

图表 18 中国铜精矿现货 TC 走势

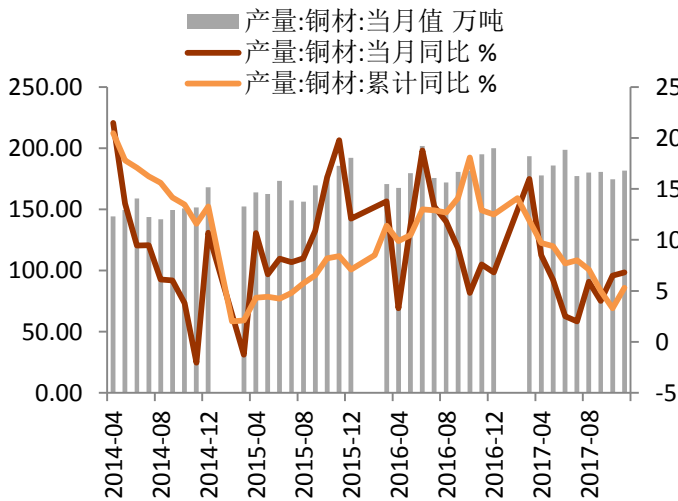


图表 19 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

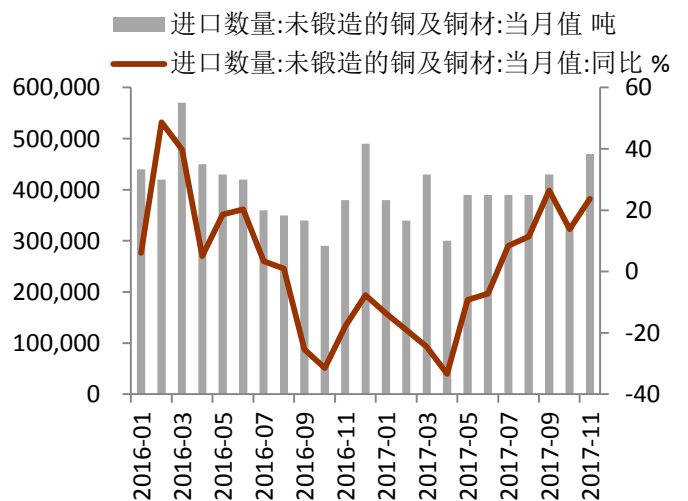


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 20 中国铜材产量及增速变化 (万吨)

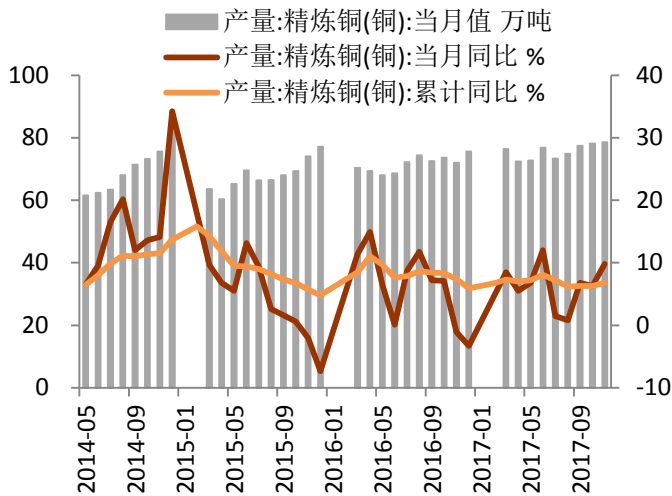


图表 21 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化 (万吨)

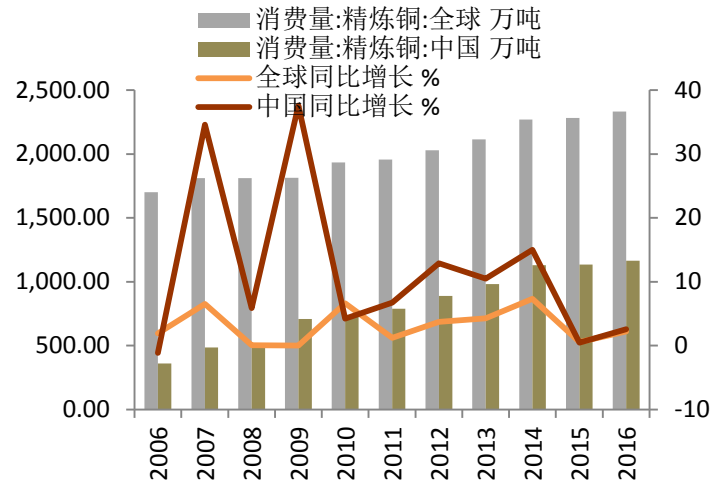


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 23 中国精炼铜产量变化

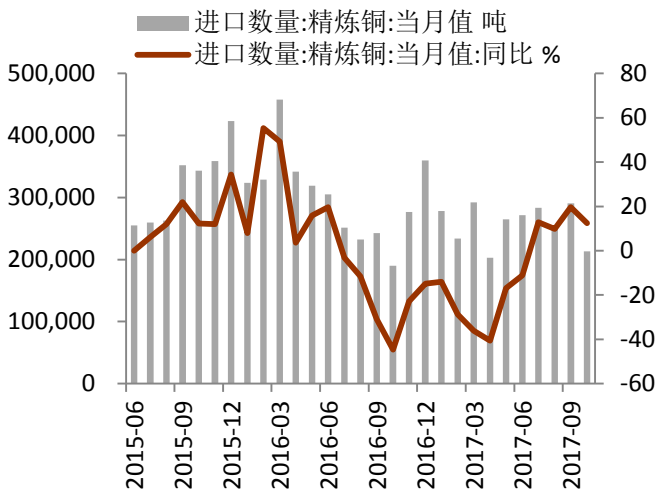


图表 24 中国精炼铜消费量变化

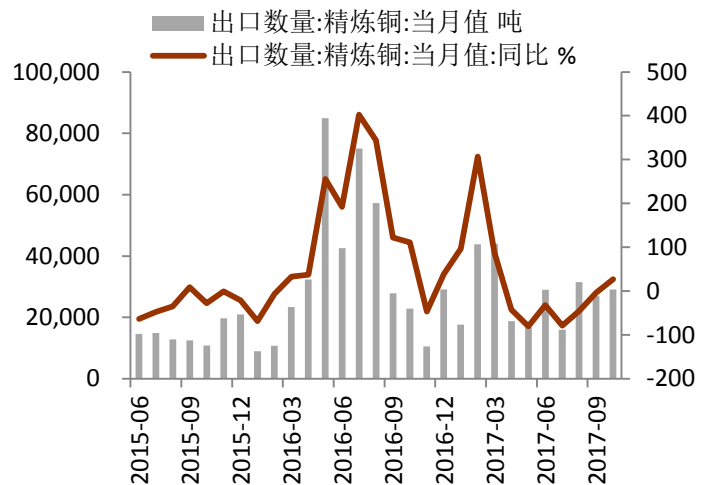


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 25 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 26 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

6、废铜进口政策收紧

铜价的大幅上涨提振了市场对废铜的需求,今年上半年我国废铜进口同比明显增加。但是,随着国内环保要求越来越严厉,国家将对“洋垃圾”进口采取越来越严厉的限制,今年下半年废铜进口新增批文明显收紧,海关清查力度加大,自9月以来广东地区报关费用上涨幅度超过5成,严重挤压了进口利润,广东地区废七类库存急剧减少,预计截至明年一季度市场上流通的废七类铜货源都将维持紧张格局。

目前主要有三大政策影响废铜市场:2018年初,国内废金属进口资质限制;2018年底,国内废金属禁止进口7类;2018年3月,再生进口杂物不超过1%。

废铜的影响量受很多因素的影响,根据相关数据调研,我国2016年废铜进口量为335万吨,从含铜量来说,6类废铜占比30%-40%,7类废铜占比60%-70%,7类废铜的影响量大

约在 30 万吨。根据我的有色网预计，禁止废铜进口政策对明年废铜的影响量在 55 万吨。

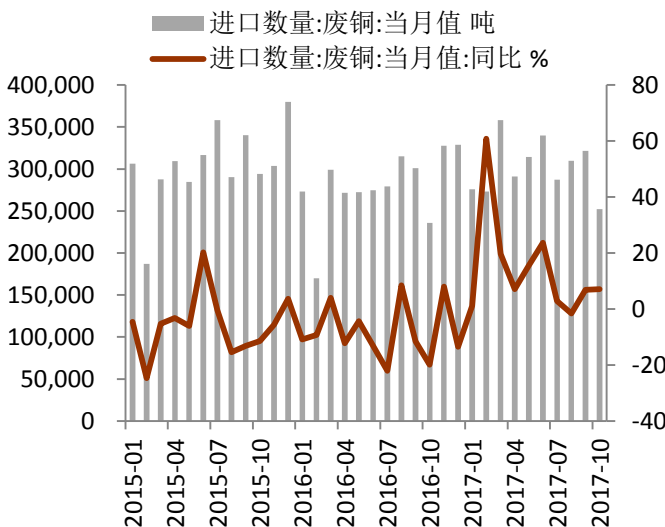
中国逐渐成为废铜主要消费国，发达国家是废铜的主要供应国，但随着环保趋严、人力成本上升，东南亚几国的进口量排名逐渐上升，而回收行业非常敏感，海外建厂不确定因素较多。对中国而言，影响废铜供应最主要因素是环保和税务，其中税务影响更大。税率从 6% 增长到 10%，对进口商造成一定的压力。且随着税率的增加，近两年的废铜价差的增长被部分抵消，与前几年的差价相比并没有太大改变。另外，对于废铜进口杂物不超过 1% 的规定可能对废铜的影响更大。收紧的废铜进口政策，的确会刺激精铜的消费。目前国内的废铜回收进入高峰期，可以部分抵消进口的减少，实际影响不会太大。

图表 27 2018 年废铜限制进口影响测算（万吨）

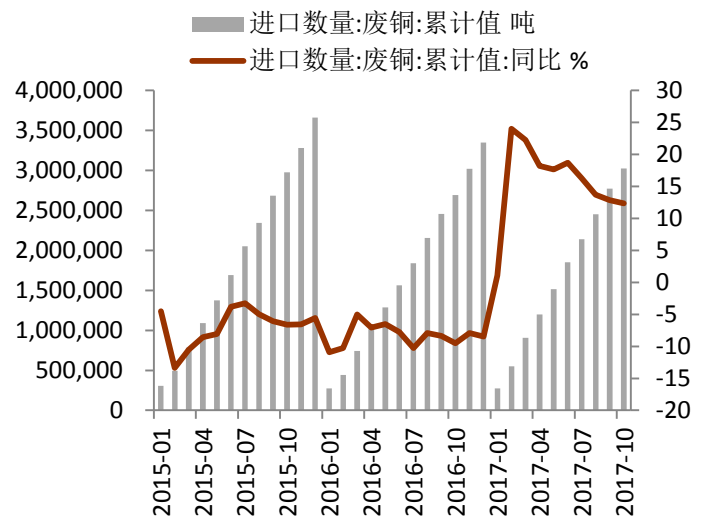
	2016 年进口量 (实物)	金属量	进口政策	2018 年预计损失
废 7 类铜	—	30	禁止进口	30
废 6 类铜	—	100	禁止贸易商进口	25
合计	335	130	—	55

资料来源：Mymetal，铜冠金源期货

图表 28 中国废铜进口单月变化



图表 29 中国废铜进口累计变化



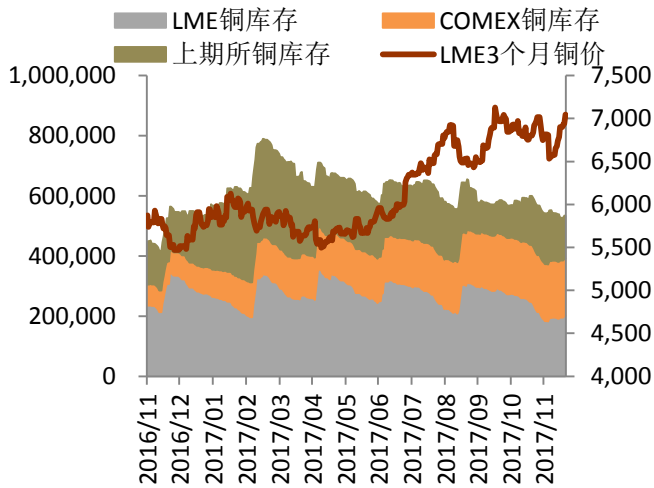
资料来源：Wind，铜冠金源期货

7、伦铜库存频繁转移

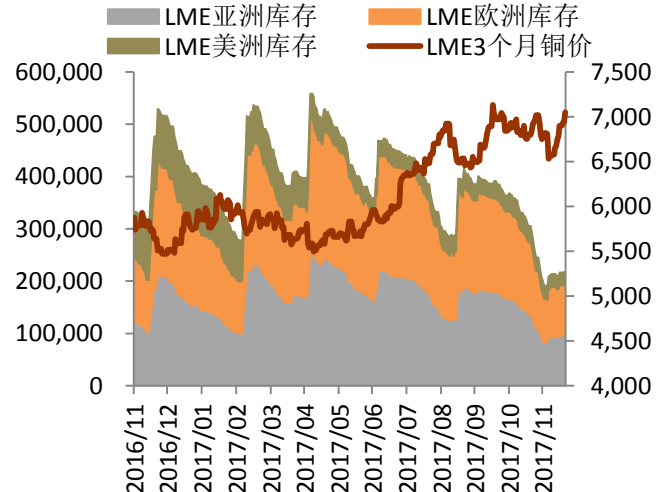
截止 12 月 21 日，LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存分别为 20.2 万吨、19.1 万吨和 14.1 万吨，合计 53.4 万吨，近几个月全球显性库存水平波动不大，略有下降之势。多年来，市场对库存的关注一直围绕 LME 和 SHFE 的库存变化，而规模位居全球第三的 COMEX 铜库存却经常被忽视。但 COMEX 铜库存自去年 6 月以来一直呈持续增加之势，从以往的 5 吨左右增加至 19 万吨的水平，已达 13 年高点 且还在继续攀升。特朗普效应并不足以解释库存增长的地区分布和规模，其中也有套利的因素，还体现了 CME 对铜定价权的影响力越来越大。

值得注意的是，自 2016 年 8 月以来，LME 铜库存量曾短暂飙升，随后迅速下降，形成了一种常规的上下波动的模式。通过跟踪观察发现，伦铜库存的变动往往是亚洲库存的变化所导致的，而与此同时，上期所的铜库存大部分情况下都会呈现此消彼长的变动。可见，全球铜库存在东西方之间的转移，并没有体现出消费的变化。这种情况也可能是大型贸易商对价格压力和远期价差的一种策略调整。也就是说，交仓和提货是在铜市上演“拉锯战”的重要部分，铜市库存的变化已不能简单认为是供需关系的直接体现。

图表 30 三大交易所库存变化情况



图表 31 伦铜价格与伦敦分地区库存走势



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

8、下游消费表现平稳

中国铜需求的增加一直是全球需求增长的最主要影响因素。2017 年，随着国内经济的回升，加上一些行业的超预期表现，带动整体精炼铜消费增稳定增长。电力行业依旧是国内精铜消费的最主要领域，而空调制冷行业自 2015 年底开始回暖后，开始保持高速增长提振精炼铜消费，房地产和汽车消费的优异表现也拉动了建筑和交通行业的整体用铜水平。但国内铜消费出现一些结构性的变化，建筑和电力需求增速有所放缓，但在交通和家电方面的需求增速有所提升。展望 2018 年，我们依然看好中国在汽车以及家电领域的铜消费增长。

电力行业稳定增长，投资增速放缓

电力行业作为国内精铜消费占比最大的行业，伴随固定资产投资和电网基本建设投资增速放缓，消费增速略有下降，但是考虑到结构性因素问题，电力行业实际精铜消费将维持稳定增长。虽然“十三五”规划中电力行业投资增速略有放缓，但考虑到未来三年电力投资的核心增长可能集中于电站、充电桩和中西部风电、光伏等发电的配电设施投资，电力和电网投资对铜的需求增速可能进一步回升。虽然说电力行业投资增速放缓，但是未来对新能源投资比例加大，行业用铜密度提升。此外，考虑到电力行业占铜整体消费较大比重，其带来的消费增量依旧可观。

房地产下行，但无需过度担忧

建筑领域用铜主要来自于电力电缆、建筑导线、母排等部分，建筑类型的不同会导致建筑用铜密度不同。由于用电需求的增长，在过去几年各种类型建筑的用铜密度均不断上升。据统计，2017 年 1—11 月，全国房地产开发投资 100387 亿元，同比名义增长 7.5%，增速比 1—10 月回落 0.3 个百分点。从数据可以看出，房地产投资数据继续降温，7.5% 是近一年内的最低点，预计 12 月将继续降低。在楼市调控影响下，房地产投资数据的涨幅呈加速放缓趋势。整体来看，全国房地产市场持续分化，一二线城市调控效果明显。虽然说房地产调控带来的房地产投资、建设等下行压力已成市场共识，但是考虑到国内房地产市场结构性差异、公租房和租赁房建设以及棚户区改造等因素，我们预计 2018 年全国房地产投资增速虽放缓仍能保持一定的增长。另外，由于目前较高的施工面积和新开工面积等数据，我们认为明年上半年房地产方面的精铜消费不会有明显下滑，但投资增速的放缓会将导致明年新开工面积的显著减少，因此我们预计明年地产用铜将是前高后低。

家电行业将保持稳定增长

2016 年二季度以来，国内空调等家电行业复苏强劲，今年更是表现大超市场预期，空调市场异常火爆，产量增速高达 18%。2017 年的空调冷冻年，空调总销售规模 31017 万台，同比增长 28.8%，增幅创近 5 年以来新高。回顾历史数据，商品房销售面积对于空调的内销量具有一定程度的领先。从今年三季度三四线城市较好的商品房销售情况来看四季度空调需求依旧稳健。但目前房屋销售面积的下行或将对明年空调的内销起到不利影响。据了解，11 月空调消费有所好转，加上进入备库周期，不论是空调企业还是渠道商备库力度均加大，为明年消费旺季做准备。不过随着补库阶段的完成，和叠加高基数的影响，明年增速将有所下滑。但国内经济稳定发展，以及居民生活水平的进一步提高，我们认为空调等家电行业未来将保持稳定增速，家电行业将继续精铜消费稳定增长。

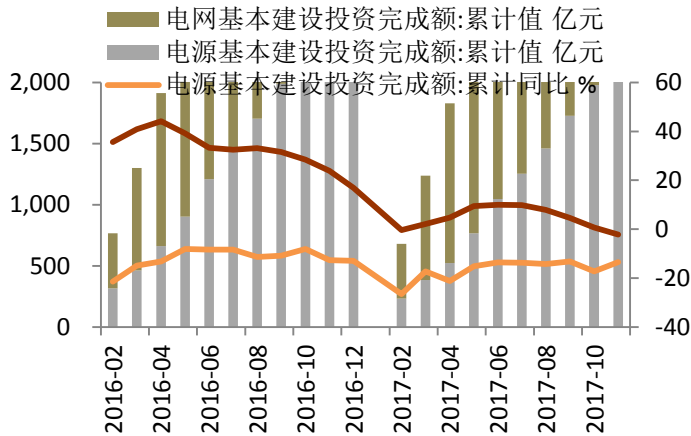
新能源汽车是未来用铜需求亮点

在 2017 年上半年，汽车行业受去年政策的影响，消费提前透支而保持较低的增速，但在下半年消费淡季表现不淡。中国汽车工业协会最新公布的数据显示：2017 年前 11 月累计产销分别为 63.9 万辆和 60.9 万辆，同比增长分别为 49.7% 和 51.4%。其中，新能源汽车产销同比保持高速增长，2017 年 1-11 月，新能源汽车产销分别完成 63.9 万辆和 60.9 万辆，同比分别增长 49.7% 和 51.4%，全年销售量有望超过 70 万辆。从汽车销量的历史数据来看，四季度是传统的销售旺季。另外，从 2018 年 1 月 1 日开始将恢复对 1.6L 小排量汽车征收 10% 的车辆购置税也会提前透支明年的一部分消费，预计今年四季度汽车销售将保持高速增长。考虑到需求的提前透支，我们预计明年的汽车销售增速将会有所放缓。但居民收入水平的提高仍将使得未来我国汽车产销将保持较高的增速。

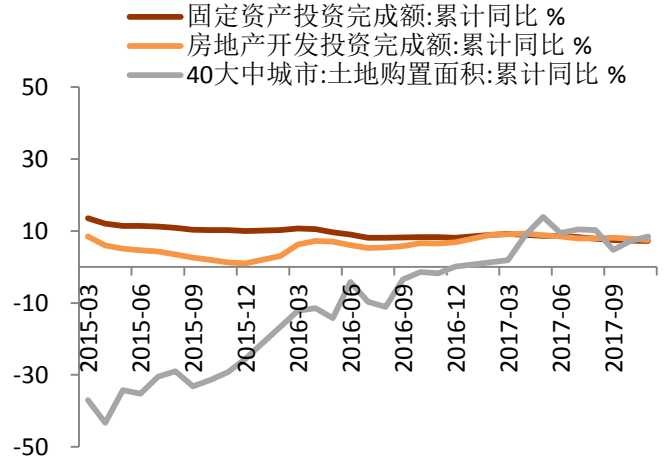
随着新能源汽车的普及，其占有率将快速提高，叠加配套充电装置的用铜，将为整体精铜需求提供增长动力。根据国际矿业巨头嘉能可的估算，一辆电动车电池平均需要 40-50 公斤镍、50-75 公斤铜和 5-15 公斤钴。2030 年全球电动车保有量将增加至 2600 万辆，电动汽车销量将占汽车总销量的 30%，预计由此带来每年 200 万吨的新增铜需求。伴随新能源汽车

推广和汽车电子化趋势加速，新汽车用铜需求将是未来铜消费增加的亮点。

图表 32 电力投资完成额变化

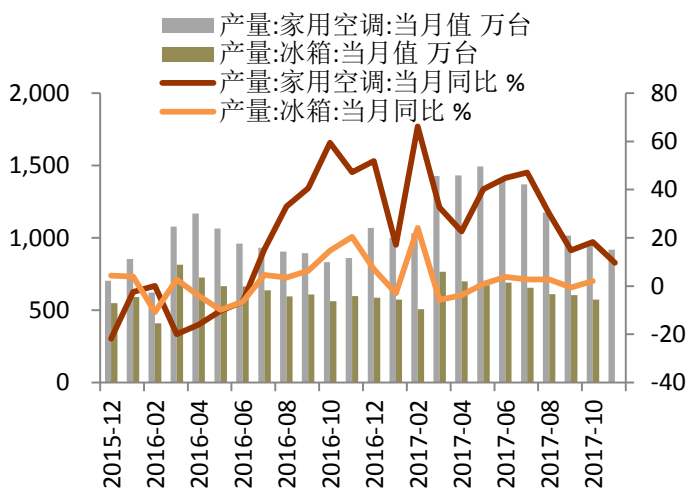


图表 33 房地产固定资产投资增速变化

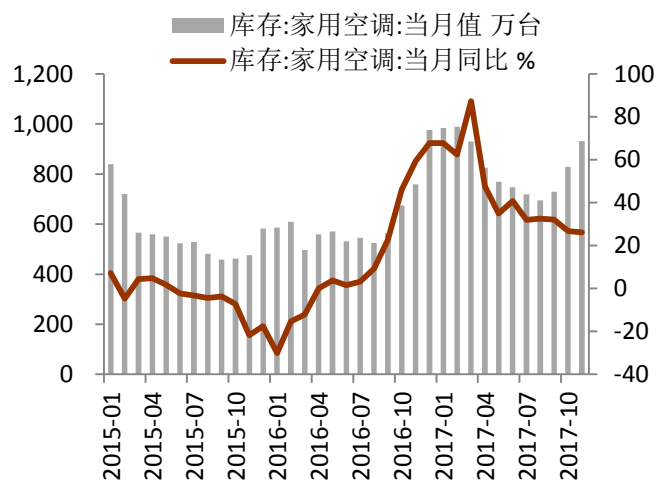


资料来源: Wind, 铜冠金源期

图表 34 家电产品产量增速变化

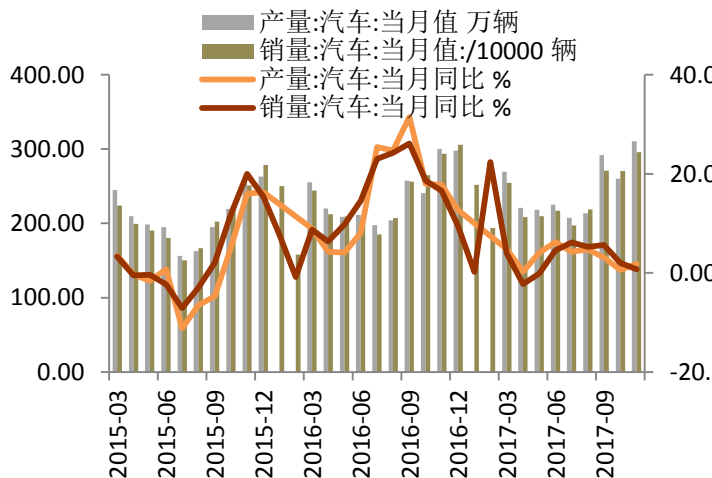


图表 35 家用空调库存变化

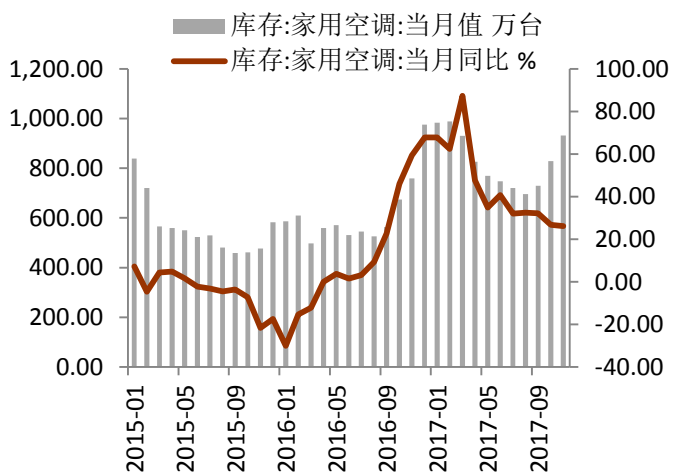


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 36 汽车产销量变化



图表 37 新能源汽车产量及销量变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

四、2018 年行情展望

2017 年全球经济呈现出同步复苏的势头，全球制造业维持扩张，贸易改善环境进一步改善。IMF 全面调高发达国家和发展中国家的 GDP 增速。中国经济韧性较强，在较为宽松的信贷和大量公共投资的支撑下表现也优于预期。预计 2018 年全球经济将延续回暖，通胀将温和上行，全球货币政策收紧逐渐明朗。在特朗普减税的刺激下，2018 年美联储“加息+缩表”的货币政策正常化进程可能会加快，预计美联储明年加三次息的概率较大。2018 年的我国货币政策较有可能进一步收紧。在全球资产价格普遍偏高的情况下，美联储政策调整带来的冲击可能较大。

图表 38 全球精炼铜供需缺口预测（万吨）

机构	2017	2018	2019
CRU	10.1	-4.4	-6
Wood Mackenzie	-6.9	1	5.8

资料来源：CRU，Wood Mackenzie，铜冠金源期货

展望 2018 年，我们认为全球铜精矿供应的将快速修复，供应弹性增加，国内冶炼产能持续扩张，但产出需要时间，2018 年精炼铜供需将呈现大致平衡的状态。

明年铜市场主要关注点为：在供应端，体现为全球铜矿恢复性增长与中国限制废铜进口的实际影响。在需求端，主要关注美国的税改和基建政策对经济的提振，以及中国新能源汽车等新的用铜需求未集中释放之前，中国房地产限制政策带来的需求下滑所引发市场担忧。整体而言，铜市的结构性矛盾可能在 2018 年一步激化，预计铜价将呈高位震荡走势。2018 年铜价主要运行区间为：伦铜 6000-7500 美元/吨；沪期铜 48000-60000 元/吨。

风险点：国内环保限产蔓延至铜产业；智利铜矿罢工影响超预期。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
2603、2904 室
电话：021-68400688



深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河
湾世纪大厦 A 栋 2908 室
电话：0755-82874655

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 67 号
百年汇 D 座 705 室
电话：0411-84803386

铜陵营业部

铜陵市义安大道 1287 号财富广场
A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货研发中心力求准确可靠，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。