

有色金属季报-铜

有色金属策略研究

国元期货研究咨询/有色金属季报

基本面有所转强，铜价继续下跌幅度有限

摘要

铜精矿：铜矿供应将较三季度有所收紧

废铜：废铜进口批文缩减预期较强

精炼铜：冶炼产量提升幅度预计不及三季度

终端需求：基建力度由资金匹配度决定；空调、汽车生产发力可期

结论：四季度铜市基本面转强，继续下跌空间有限，美元走势决定铜价能否出现反弹行情

国元期货研究咨询部

电话：010-84555195

相关报告

早盘直通车：8 点 30 之前

每日点睛：16 点之前

周报：周一 16 点之前

目录

一、行情回顾	1
二、全球货币宽松仍有空间	1
2.1 全球流动性宽松	2
2.2 中美贸易关系前景仍不明朗	2
三、供应端将有再度收紧可能	3
3.1 上游铜矿供应将有收紧	3
3.2 四季度废铜进口批文不确定性加大，废铜供应收紧预期较强	3
3.3 加工费震荡寻底 精炼铜产量提升幅度将不及三季度	4
四、资金支持力度决定需求端发力强度	5
4.1 资金匹配力度决定四季度基建落实进展	5
4.2 空调库存压力缓和 四季度生产力度可期	5
4.3 汽车行业去库存效果明显	6
五、后市展望	6

图表 1 三季度伦铜走势.....	1
图表 2 国内空调库存情况.....	5
图表 3 国内汽车产量.....	6

一、行情回顾

三季度铜价走势主要可以分为三个阶段，均由宏观经济形势主导：7月铜价以反弹为主，美联储7月降息预期与中美贸易谈判进展主导铜价，美联储主席鲍威尔暗示当月美联储将会降息，国内宏观数据令市场需求忧虑缓和以及月末的绿色建筑评价标准也对铜价形成短暂刺激。8月铜价震荡回落。月初，美联储虽然如期宣布降息，但表示并不代表降息周期开启，铜价大幅承压，中美贸易问题升级、人民币汇率“破七”、美国把中国列入汇率操纵国等事件令市场恐慌情绪持续发酵，铜价快速下跌。后市场情绪稍有缓和，铜价一度反弹修整，但阿根廷总统在第一轮总统选举中超预期输掉令该国股汇债齐跌，恐慌情绪再度被触发，后美国10年期和2年期国债收益率倒挂、中国对美国进行关税反制，中美贸易战继续升级以及由此带来的经济前景忧虑把铜价再度碾压。9月，市场对于国内将释放流动性刺激经济的预期不断升温，叠加美联储9月大概率降息预期，铜价再度反弹。

图表 1 三季度伦铜走势



数据来源：文华财经，国元期货

二、全球货币宽松仍有空间

7月末，IMF下调全球经济展望，预计2019年、2020年全球经济将分别增长3.2%、3.5%，均较此前预期下调0.1个百分点；预计发达经济体2019年和2020年分别增长1.9%和1.7%（2019年增速预测上调

0.1 个百分点)，预计美国 2019 年增长 2.6%（上调 0.3 个百分点），预计欧元区 2019 年和 2020 年分别增长 1.3%和 1.6%（上调 0.1 个百分点）；新兴市场和发展中经济体预计 2019 年增 4.1%，2020 年加快至 4.7%（分别下调 0.3 和 0.1 个百分点）。

2.1 全球流动性宽松

3 季度，全球宏观经济焦点在于各国央行的货币政策。市场对于美联储在三季度将会降息抱有近乎一致的预期，美联储先后在 7 月末和 9 月中下旬宣布降息，虽然 7 月末首次降息时，美联储强调当次降息并不代表开启降息周期，但随后的 9 月，美联储宣布将其基准利率再度下调 25 个基点至 1.75%到 2%的目标区间，且将隔夜逆回购利率下调 30 个基点至 1.7%，将超额准备金利率下调 30 个基点至 1.8%。

在 9 月 12 日结束的议息会议上，欧洲央行如市场预期宣布下调存款利率 10 个基点至-0.50%，开启欧元区自 2016 年以来的首次降息，与此同时，欧洲央行还宣布从 11 月 1 日起重启资产购买计划，规模为每月 200 亿欧元，且无固定期限，并实行分级利率制度，旨在缓解负利率下降息对银行业盈利的不利影响。

中国人民银行决定于 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，在此之外，为促进加大对小微民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。这是央行自今年 1 月后第 2 次宣布全面降准。

至此，今年以来，全球已经有数十个国家开启降息行动。如果美联储 7 月首次降息前，各央行降息的目的是释放流动性对冲美元回流美国造成的对其他国家的经济冲击，那么自 7 月末美联储降息开始，全球央行降息的目的在于“追随”美联储脚步，以避免本国货币升值造成对本国经济的潜在压力。美联储降息仅刚刚开始，欧洲、日本央行等部分国家和地区央行便已出现负利率，考虑到货币政策传导至实体经济并收到效果需要时间，当前全球经济增长脱钩背景下，以中美两国为代表的贸易摩擦形势严峻将会对货币政策持续施压，全球货币政策进一步宽松仍然很有必要。

2.2 中美贸易关系前景仍不明朗

回顾三季度，中美贸易磋商仍然一波三折。7 月末，中美高级别经贸磋商在上海举行，但随后：人民币汇率“破七”，美国将中国列为“汇率操纵国”，美国决定 12 月 15 日对 3000 亿中国输美产品加征 10%关税，中国对美加征关税采取反制措施且五矿稀土宣布有序停产，中美贸易局势再度升级。8 月末到九月初，贸易战紧张局势再度推升，双方又一次互加关税，此时，市场对于中美贸易短期内难以达成一致意见已经存在广泛预期。

对于中美贸易摩擦的根源，一种观点认为是由于美国本国制造业的工作岗位大量流失到海外、中国不公平的海外投资政策；另一种观点认为中国步入高科技产业将会撼动美国的霸主地位。挖局其背后的深层心理，无意识是中国迅速崛起引发美国的战略焦虑，因此美国将用当年对付日本、德国贸易的经验对付中国，不仅持续时间会很长、波及领域也会很多、打压对手的手段也将是多种多样。从这个意义上说，中美争端的长期性不可避免。

三、供应端将有再度收紧可能

3.1 上游铜矿供应将有收紧

纵观整个三季度，矿山一端相对静淡，扰动事件也较上半年明显减少：8月初，南方铜业旗下 Tia Maria 项目的反对者在项目所在地一秘鲁阿雷基帕省举行罢工行动，据悉秘鲁南部多地均举行抗议活动，导致 Cusco 地区道路受阻，Matarani 港船只离港延误，并对 Las Bambas、Antapaccay Cerro Verde、Constancia 铜矿的发货产生影响，该港口已经于 8 月 10 日恢复出口；后由于开采寿命衰竭，嘉能可关闭了位于赞比亚 Mopani 铜矿项目的北井和中央竖井运营，预计影响铜精矿产量 0.2 万吨；同期，刚果 Mutanda 铜钴矿也宣布将关闭两年，并不太可能很快恢复，原因是公司“需要非常迅速地解决安全性问题”，据悉，在检修期间，该矿将保留员工，预计影响铜精矿产量较预期减少 4.4 万吨，四季度受影响的铜精矿产量推算在 2.5 万吨；9 月末，Las Bambas 铜矿所在库斯科地区居民采取武力措施封锁了铜矿主要运输道路，要求采矿公司支付道路使用费并承担其劳工和环境义务，具体影响尚不详。整体推算，受矿山关闭等扰动因素印象，四季度铜精矿产量将较预期减少 2.7 万吨以上，铜精矿供应格局较三季度将有所收紧。

在铜矿供应增量释放速度放缓的情况下，虽然二季度矿山问题减少，但一季度供应扰动带来的影响，由于时间滞后作用，使铜矿的紧张程度在二季度继续增强。加工费被一路打压，从年初的 92 美元/吨下滑至 6 月末的 59 美元/吨。伴随矿山供应紧张的情况逐渐过去，加工费在三季度的降幅明显收窄：截止 9 月 20 日当周，进口铜精矿加工费报 53-57 美元/吨，较前一周出现回升，且较 6 月末的 59 美元下降 4 美元/吨，而一季度加工费走弱 20 美元/吨，二季度加工费走弱幅度为 14.5 美元/吨。加工费开始如我们此前分析的，进入震荡寻底阶段。考虑三季度有部分矿山关闭，四季度铜精矿供应格局将较三季度有一定程度紧张，加工费仍有被进一步下压可能，但倾向于认为继续走弱空间有限，加工费已经开始震荡寻底。

3.2 四季度废铜进口批文不确定性加大，废铜供应收紧预期较强

自去年国家开始对“洋垃圾”实施进口管制以来，国内废铜进口量明显受到抑制。海关总署数据显示，

今年 1-8 月，国内废铜累计进口量同比减少 31.5%至 109 万实物吨。

在刚刚开始实行废铜进口批文的三季度，据 SMM 报道，为了帮助利废企业顺利度过过渡期，国家发放的进口额度都相对宽松。目前公布的第九、十、十一三次批文总获批废铜进口量为 45.26 万吨，按 80.42% 的品位测算，合计金属量为 36.39 万吨，基本可以满足加工企业正常生产需求。

据 SMM 了解企业早在 9 月初即开始了四季度废铜进口批文的申报工作，但普遍预计四季度批文会大幅减少，且减幅可能过半，部分冶炼厂表示将通过进口铜锭来弥补废铜原料的缺口。

令根据中国财政部 8 月 23 日晚些时候公布的对美国反制关税清单，从 12 月 15 日起，中国将对从美国进口的废铜和废铝加征 5% 的关税，而在此前议论的关税争端中，中国已对从美国进口的废铜征收了 25% 的关税，并在 2018 年两度对美国废铝征收 25% 的关税。从以上两个角度来看，四季度的废铜供应情况可谓严峻。

3.3 加工费震荡寻底 精炼铜产量提升幅度将不及三季度

三季度，国内冶炼厂检修较二季度明显减少，且完成检修的冶炼厂产能逐步恢复：其中，涉及二季度检修的国内冶炼厂产能推算合计有 17.45 万吨，由于二季度国内冶炼厂大修多集中于当季初期，因此检修结束后，时间滞后影响在三季度体现并不明显。三季度冶炼厂检修力度明显减弱，检修影响产能推算不足 1 万吨。而国内新投产冶炼产能方面，上半年投产的南国铜业和赤峰云铜产量仍处于逐步释放期，8 月 18 日，黑龙江紫金铜业有限公司举行铜冶炼项目点火仪式，标志着公司铜冶炼项目正式进入试生产阶段，项目达产后，年产标准阴极铜 15 万吨。国内精炼铜产出数据来看，从 6 月起，精炼铜产量便得以相当的恢复，且 6-8 月间精炼铜产量持续维持在高位，可见国内冶炼环节格局较二季度明显改变。

海外方面，8 月末，智利国家铜业公司宣布已经关闭旗下智利中部海岸沿线的 Ventanas 冶炼厂，以进行检修，但其未说明关停时间以及对产量的影响。

根据有关机构年初公布的检修计划推算，四季度国内冶炼厂检修将会影响 3.3 万吨以上产能，海外检修影响产能推算将在 3.75 万吨以上，虽然新疆五鑫和福建紫金将会在四季度投产合计 20 万吨产能，但对国内冶炼产量影响在 4 季度贡献较小。据此，判断 4 季度国内冶炼环节将较三季度有所收紧。

据知情人士透露，6 月底 Antofagasta 已经同意，在 2020 年上半年向铜陵有色和江西铜业供应铜精矿，且加工费为 60 美元/吨，目前据 SMM 报出的加工费大概在 57 美元/吨，可以推测下半年将是加工费震荡寻底的过程，这与上文我们从铜精矿供需角度推断得出的结论一致。且在全球经济增长面临压力的背景下，铜精矿供应紧张向精炼铜传导的过程将被弱化，冶炼企业产量仍将有所提升，但提升程度预计不及三季度。

四、资金支持力度决定需求端发力强度

4.1 资金匹配力度决定四季度基建落实进展

市场普遍对于四季度的基建落实抱有比较高的期待。从政府目标来看，今年固定资产投资完成额累计同比增长目标为 5.6%，据此推算，完成额需要达到 681832.8 亿元。从近几年政府固定资产投资目标完成情况来看，自 2017 年起完成情况普遍不太乐观，按照去年固定资产投资完成比例推算，今年增速应该在 0.45% 左右，进一步推算投资完成额约为 648581 亿元。

有分析认为新增专项债和 PPP 项目规模将对基建投资增速存在重要影响，但地产调控没有全面放松致使土地出让收入增速受抑、金融监管背景下非标融资制约仍在以及化解隐性债务“红线下”城投平台再融资承压等因素会对基建增速带来抑制作用。

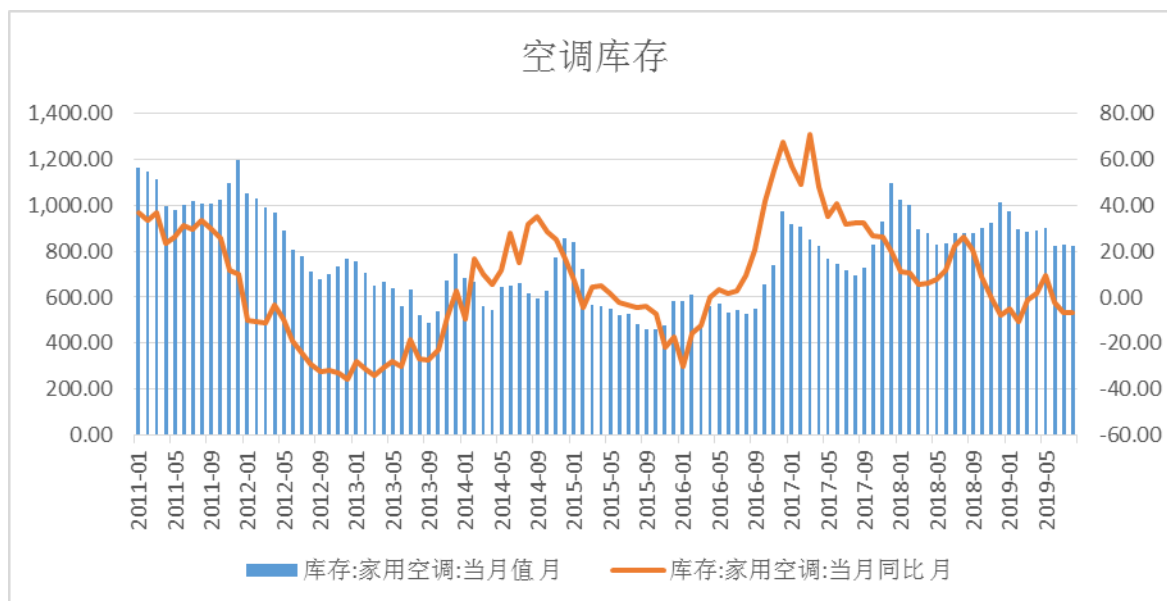
笔者从资金来源分析发现：从财政收支情况来看，每年的财政收支缺口均会在四季度出现快速放大，推算四季度一般公共预算支出将有提升空间；今年新增人民币贷款增速不及去年力度，分季度来看，除一季度新增人民币贷款规模增长不错外，二季度开始便开始出现增速回落现象；从目前的社会融资规模数据来看，今年 1-8 月社会融资总量累计同比增长 22.47%，约为 162068.94 亿元，今年的社会融资规模普遍较往年偏高，但比照往年趋势来看，四季度社融规模会有一定程度收缩。因此，四季度对于基建项目能否带动需求端发力，资金能否匹配到位至关重要。

4.2 空调库存压力缓和 四季度生产力度可期

今年 1-8 月，除 4、5 月间出现垒库外，其他时候国内空调均处于去库存进程。截止 8 月末，国内空调库存为 823.1 万台，库存压力已经在一定程度上得以缓和。上半年国内空调生产力度较强，并带来一定的库存增量，但从三季度起，空调产量季节性回落快于往年。而对比去年空调出口的强劲态势，上半年空调出口并不乐观，持续的负增长格局直到 7 月才被扭转。7、8 月间，空调出口力度较往年增强，生产力度同期快速回落，共同带来了三季度空调库存的进一步消化。

四季度为空调行业传统生产旺季，考虑库存压力已经在一定程度上得以缓和，四季度空调生产力度在没有过多库存压制的情况下，或有亮眼表现。

图表 2 国内空调库存情况

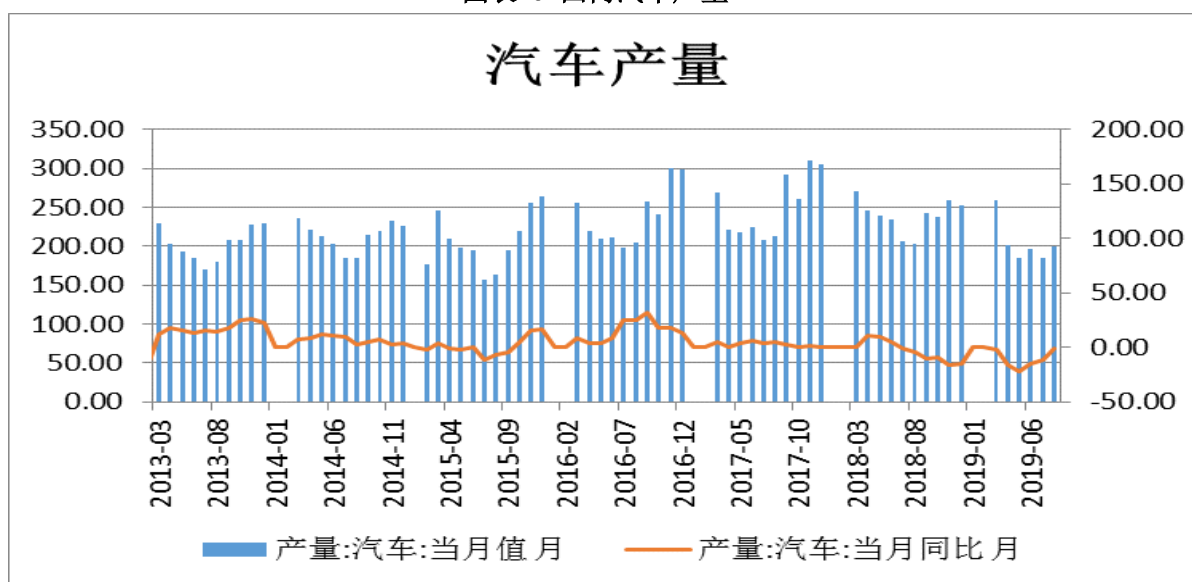


数据来源: Wind, 国元期货

4.3 汽车行业去库存效果明显

三季度, 国内汽车库存温和增加, 截止 8 月末, 汽车库存为 99.4 万吨。分析来看, 库存增加在 7 月源自于销量下降速度快于生产减弱程度, 8 月则是由于生产回升的速度快于销售提升力度所致。四季度是汽车行业的产销旺季, 目前库存相对温和背景下, 四季度汽车生产也将摆脱库存限制。

图表 3 国内汽车产量



数据来源: 国家统计局, 国元期货

五、后市展望

全球宽松货币政策落地，目前进入货币政策发力到实体经济见效的等待期，且从长周期来看，货币宽松仍有空间；中美贸易战持续，短期难以实质性停战已成市场共识，一旦出现超预期利好，市场再度修正预期力度将较为强烈。美元进一步走强与否对四季度铜价较为关键。

基本面来看，铜矿供应将再度有所收紧，废铜批文缩减预期较强，冶炼产量增幅或较三季度弱化共同带来供应端存在一定收紧预期；市场对于基建发力预期取决于资金能否匹配到位，空调和汽车行业四季度生产可期。

四季度铜价进一步回落空间相对有限，美元指数走势将决定铜价能否出现一轮反弹行情。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，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。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层

电话：010-84555000 传真：010-84555009

合肥分公司

地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115908

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312522

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号（世基大厦 12 层西侧）

电话：0475-6380818 传真：0475-6380827

大连营业部

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840 传真：0411-84807340-803

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室

电话 0532--66728681, 传真 0532-66728658

郑州营业部

地址：郑州市未来路与纬四路交叉口未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809/53386892

上海营业部

地址：上海浦东新区松林路 300 号期货大厦 2002 室

电话：021-68401608 传真：021-68400856

合肥营业部

地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115888 传真：0551-68115897

宝鸡营业部

地址：陕西省宝鸡市金台区陈仓园金九商务楼 9 层 920-921 室

电话：0917-3859933

北京业务总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 9 层

电话：010-84555028 010-84555123

合肥金寨路营业部

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼

电话：0551-62895501 传真：0551-63626903

西安营业部

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

重庆营业部

地址：重庆市江北区观音桥步行街 2 号融恒盈嘉时代广场 14-6

电话：023-67107988

厦门营业部

地址：厦门市思明区莲岳路 1 号 1604 室 08 室

电话：0592-5312922、5312906

深圳营业部

地址：深圳市福田区百花二路 48 号二楼

电话：0755-36934588

唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室

电话：0315-5105115

龙岩营业部

地址：厦门市思明区莲岳路 1 号磐基商务楼 2501 单元

电话：0597-2529256 传真：0592-5312958

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号双城国际大厦 4 号楼 22 层

电话：0571-87686300