

## 大有期货研究所

### 有色金属研究组

陈 阁

从业资格证号：F3012832

投资咨询证号：Z0010462

Tel:0731-84409090

E-mail:chengc@dayouf.com

高景行

从业资格证号：F3023116

Tel:0731-84409197

E-mail:gaojingxing@dayouf.com



全国客服热线

**4006-365-058**

您身边的财富管理专家

## 期铜强力反弹 回落因素聚集

### 摘要：

1、美元继续走弱，国际宏观局势在朝鲜问题的刺激下变得更加扑朔迷离。国内方面，7 月经济数据全面下滑，三大经济周期都有见顶的迹象，下半年经济将重新面临较大的下行压力。当前国内社会资金面就已经有所收缩。进入 9 月后，社会资金偏紧状况有可能进一步加剧，因为银行普遍将收紧对非银的资金供应。目前国内外宏观环境都不容过度乐观，后期仍需关注美元走势以及中国资金面的进展情况。

2、铜矿供应收缩已成定局，于此同时，下游需求方面，电网基建投资略有下降，无亮眼表现。商品房成交面积同比增速已连续 9 个月呈现负增长态势，空调的产销高峰已过，铜管开工率也从高位回落，将给铜价带来一定压力，但当期库存连续下降是铜价的重要支撑因素。

3、**操作策略**：预计 9 月铜价维持震荡偏强走势。但目前利空因素亦在慢慢聚集，策略上我们建议轻仓操作，以滚动做多为主，关注下方 51800-52000 元/吨附近支撑。

4、**风险提示**：流动性大幅收紧，消费大幅萎缩。

## 一、8月沪铜期货市场回顾

### 1. 铜价屡创新高 气吞万里如虎

8月铜价延续强劲的上涨势头，沪铜不仅成功突破52000一线关键压力，更是创下了接近四年来的高位，沪铜主力1710合约月涨幅为恰好为2000元。

8月铜价站稳5万一线，月初市场需求较为疲弱，但是下游在迟迟等不到回调的条件下，只得入市备货，因此8月中旬市场成交略有好转。不过好景不长，铜价在经过两周左右的盘整行情后有再度走高，下游只得继续观望，整体看8月市场需求表现偏弱。供应方面看，本周国内市场货源并不充足，一方面是由于市场本身看涨惜售意愿较为强烈，商家捂货不出，另一方面也是由于铜价外强内弱格局显著，进口铜持续处于亏损状态，国内市场货源得不到补充。

整体来看，8月份国内市场呈现出供需两淡局面，但是在铜价猛涨的情况下，下游厂家的低库存使得市场主导权落入持货商手中，而随着9月传统消费旺季的临近，市场需求或将复苏，从而给与持货商更加惜售的资本。

### 2. 期铜涨势凶猛 废铜不甘落后

8月期铜走势强劲，废铜价格也不甘落后，8月主流市场废铜涨幅也在2000元/吨左右，可见废铜价格跟涨意愿十分强烈。截至8月31日，主流市场光亮铜的价格均已经达到45500元左右，部分地区高价甚至达到了46000元以上。

8月废铜价格积极跟涨主要是由于受到市场乐观情绪影响。铜价连续三个月上涨给与市场充足信心，在加上进口废铜货源收紧预期的影响，废铜持货商普遍看涨惜售，贸易商在难以大量补仓的情况下，出货也十分谨慎，因此8月市场货源表现十分紧缺。市场货源偏紧也使得下游厂家十分尴尬，在废铜一货难求的情况下，厂家只得加价采购，在铜杆销售情况不理想的背景下，部分中小型的厂家利润不断缩减。不仅如此，部分地区还身陷环保风暴之中，开工生产困难。预计废铜市场货源紧缺的情况难以出现太大改观。不过随着传统消费旺季的到来，市场需求的回暖或将逐渐弥补铜厂原料成本的增加。

图 1：8 月份 CU1709 走势回顾



数据来源：大有期货研究所，文华财经

## 二、宏观分析

### 1、海外经济：特朗普政府动荡，美联储加息存在分歧

投资人 Carl Icahn 退出特朗普总统特别顾问，白宫首席策略师班农也宣布辞职。目前白宫主要分为三派：以美国财长姆努钦、白宫国家经济委员会主任 Gary Cohn 为代表的华尔街系，以特朗普女婿库什纳为首的传统温和派，和以班农为首的极端派。贸易政策是各方斗争最激烈的战场。

近一个月以来，美国公布了多项宏观数据，其中就业数据和消费指数类整体保持良好，但房地产和制造业数据表现平平，同时 7 月美国 CPI 和 PPI 均不及预期。7 月美联储会议纪要没有加息，但美联储官员就今年内开启缩表达成共识，市场预期 9 月份可能开始缩表并加息一次。后期通胀的数据可能会对缩表和加息产生较为重要的作用，预计 9 月份在市场对加息和缩表预期增强之际，铜价可能会受到小幅影响，而美元的走势在前期低位处获得支撑。

### 2、国内经济：经济落通胀稳，资金紧财政缓

经济周期见顶。7 月经济数据全面下滑。从生产看，工业增加值增速回落至 6.4%，且各主要行业增速均较 6 月下滑，仅钢铁、电力热力回升，库存周期步入尾声。而从需求看，三驾马车全面回落，海外经济体复苏步伐放缓，令出口增速降至 7.2%；

投资增速创年内新低至 6.8%，制造业、房地产投资增速大幅回落，基建投资独木难支；零售增速创 3 个月新低至 10.4%，必需消费普遍下滑，可选消费涨少跌多。而作为经济的领先指标，7 月地产销量增速大跌至 2%。考虑到目前地产库存大幅去化、房价大涨推动三四线地产新开工抬头，当前地产去库存政策进一步推进的必要性已大幅下降。而房贷利率持续上行，意味着下半年地产销量增速或重现负增长。三大经济周期都有见顶的迹象，下半年经济将重新面临较大的下行压力。

资金依旧偏紧。7 月新增社融 1.22 万亿，同比多增 7415 亿，表内贷款仍是主要支撑。虽然企业中长贷增加 4332 亿、同比大幅多增，但企业中长期债券、信托委托贷款同比减少，因而企业中长期融资总量同比并未显著增加。而居民中长贷增加 4544 亿，增速虽然不低，但未来居民加杠杆能力已经有限。而 7 月 M2 同比增速降至 9.2%，再创历史新低，资金短期流向政府部门，而 M1 增速虽回升至 15.3%，但难改未来下行趋势。7 月央行公开市场投放货币 4725 亿，但 7 月财政存款上缴高达 10330 亿，而且外汇占款依然下降 50 亿，综合来看央行 7 月净回笼货币仍在 5000 亿左右，我们估算 7 月超储率从 6 月 1.4% 的高位重新回落至 1.1% 的新低。而这也解释为何 8 月以来央行小幅投放货币，但流动性依旧偏紧，因为超储率整体位于历史低位。

财政支出减速。7 月财政收入增速因低基数略升至 11.1%，支出增速大跌至 5.4%，主因前期支出进度加快，相关资金已提前拨付。前 7 月财政支出占年初代编预算 61%，占财政收入 105.6%，均高于往年同期，而 7 月支出增速回落的主因也是前期支出进度加快，这意味着下半年财政收支压力渐增。

另外，7 月 CPI 同比增长 1.4%，PPI 同比增长 5.5%，CPI 和 PPI 长时间出现偏离意味着供给端改革导致的价格上涨始终不能有效的传递至消费端，挤压式的传导已近一年半，政策上后期会坚持还是做出调整还需观察。结合最近如火如荼资金炒作的供给侧改革，很难讲政策上不会对供给侧改革做出相应的调整，难言乐观。

### 三、基本面分析

#### 1、谣言已清 废铜限制进口实际影响有限

7月下旬，市场传言中国有色金属工业协会再生分会已接到通知，明年底废五金包括废电线、废电机马达，散装废五金将禁止进口。消息一出立刻引起轩然大波，各机构纷纷将其解读为铜市重大利好，铜价因此受到激发一度日内大涨 3.77%，开启了 7 月末以来的新一轮上涨。但随着 8 月中旬一系列限制及非限制类进口新目录的公布，此前被爆炒的“废七类被禁止进口”的传言过于夸大其词，铜废七类并没有被列为禁止类，仍属于限制类，延续了 2015 年的政策。近期相关部门仍将进行调研讨论，将对废七类中污染较大的进行分别对待，但这与之前的谣言相距甚远。

7 月国内精炼铜产量同比增长 1.5%至 73.3 万吨，产量增速较 6 月大幅收窄。6 月国内精炼铜进口同比降低 11%至 27.14 万吨，降幅连续第二个月收窄。同期废铜进口量为 33.98 万吨，同比提升 23.65%，同比增速继续回升态势。

#### 2、现货铜价大幅上涨 冶炼加工利润维持偏低水平

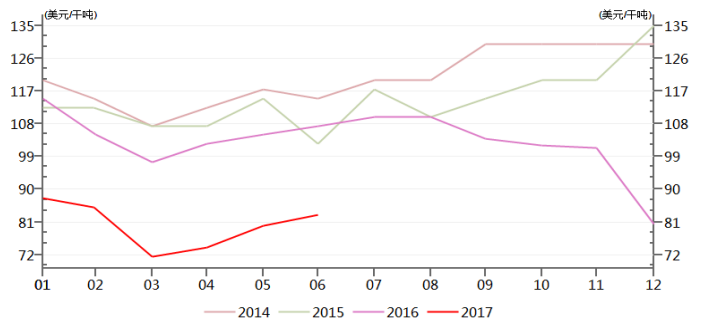
8 月份现货铜价维持震荡偏强走势，基本维持强势上涨格局。冶炼 TC/RC 方面，8 月 TC 报价 81.5，去年同期的 110，RC 报价 8.15，去年同期 11，无论是绝对值还是季节性走势仍处于偏低水平。2017 年以来，现货市场铜精矿 TC/RC 报价一直偏低，一定程度上抑制了国内精炼铜产量的释放。2017 年加工费整体弱于 2016 年，2018 年预计加工费可能进一步下降，不断走低的 TC/RC 或抑制精炼铜的产量。副产品方面，硫酸价格有所反弹，白银价格大幅走低。TC/RC 偏低运行，副产品价格表现较弱，难以刺激冶炼厂提高产量。

图 2：近 3 年以来铜现货价格走势



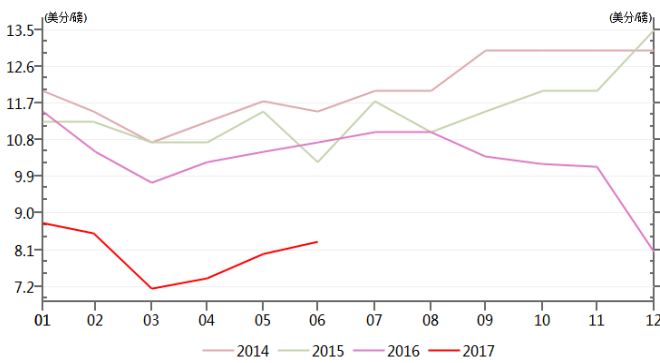
数据来源：大有期货研究所，wind

图 3：2014 年以来粗炼加工费月度变化 (TC)



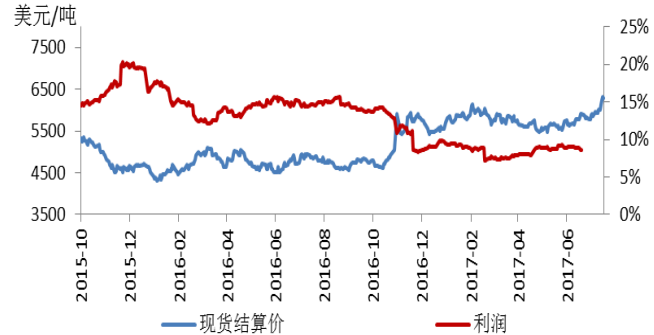
数据来源：大有期货研究所，wind

图 4：2014 年以来精炼加工费月度变化 (RC)



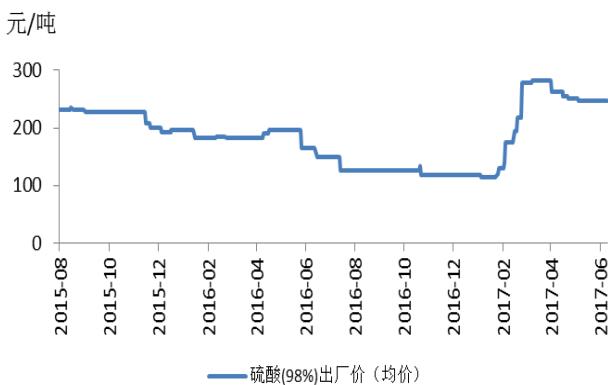
数据来源：大有期货研究所，wind

图 5：近 2 年以来进口铜精矿加工利润



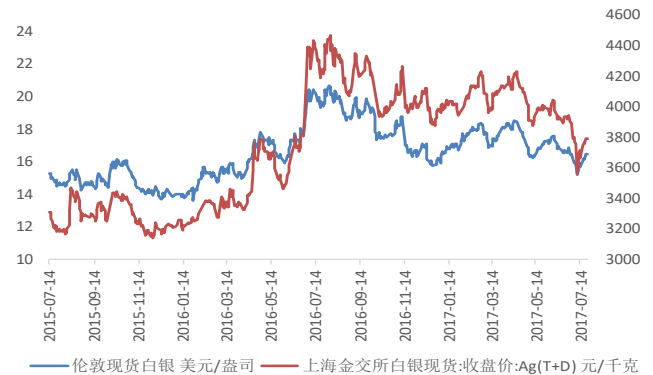
数据来源：大有期货研究所，wind

图 6：2015 年 8 月以来硫酸价格走势



数据来源：大有期货研究所，wind

图 7：2015 年 7 月以来白银价格走势

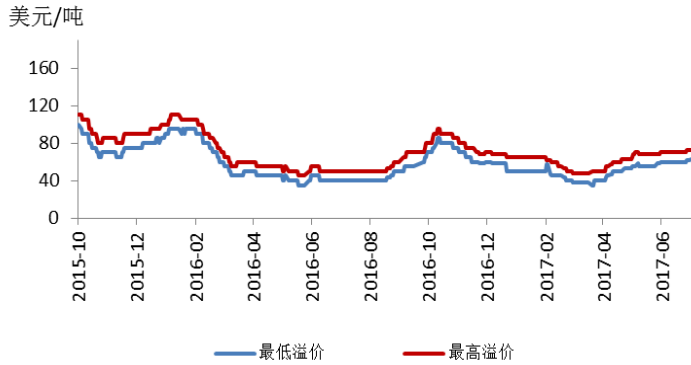


数据来源：大有期货研究所，wind

### 3、沪伦比值高位回落 进口溢价回升

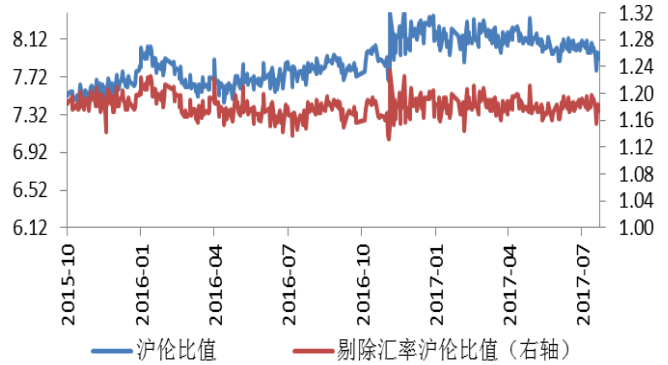
近期人民币汇率持续走低，人民币中间价跌至 6.59 附近，导致沪伦比值重心继续下移，比值波动在 (7.70-8.00) 附近波动。洋山铜溢价持续回升，季节性表现强于往年，显示中国需求维持向好，对铜价有所提振。

图 8：2015 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 9：2015 年 7 月以来沪伦比值



数据来源：大有期货研究所，wind

### 4、供应缺口逐步演绎为现实 三大铜矿供应缩减

罢工继续演绎，市场忧虑铜供应升温。自由港旗下位于印尼 Grasberg 铜矿的约 5000 名工人在劳动争端谈判未取得成效后，7 月 21 日时宣布决定将罢工延长至 8 月末。该矿工人罢工自 5 月 1 日开始，目前已经持续了约 3 个月。除此之外，秘鲁一矿业工会为抗议政府提出的劳工权益相关改革，工会组织工人开始无限期全国大罢工。国内 56 家矿业工会的工人参与了此次罢工行动，其中包括全国最大铜矿的工会工人。不断演绎的罢工让市场忧虑铜供应问题可能加剧。

大型矿山半年度报告铜供应减少，让铜矿供应短缺的逻辑有所体现。力拓二季度铜矿产量 12.47 万吨，环比增加 48%，同比减少 6%。其中智利 Escondida 因为罢工结束环比增加 152%，至 6.83 万吨，但同比仍下降 12%。2017 上半年力拓共计生产铜矿 20.89 万吨，较去年同期下降 21%。BHP (必和必拓) 2017 财年 (2016.07-2017.06) 产铜 (包括铜矿和铜板) 共计 133 万吨，同比下降 16%。英美资源 2017 年二季度铜矿产量 (金属量) 14.08 万吨，同比下降 2%。上半年共计产量 28.34 万吨，同比减少 3%。

此外，2017 年为劳资合同谈判年，后期还有众多的劳工合同谈判 (见表 1)。

表 1 2017 年下半年主要铜矿山劳工合同谈判情况汇总（千吨）

矿山	所在地	所属公司	2017 年产量	合同谈判时间
Zaldivar	Chile	Antofagasta	113	7
Rado Tomi	Chile	Codelco	210	9
Ei Teniente	Chile	Codelco	426	10
Mantos Blanco	Chile	Anglo American	49	11
Collahuasi	Chile	Anglo American	460	11
Candalaria	Chile	Aurex	170	12

数据来源：大有期货研究所，wind，安泰科，CRU。

对照全球铜企目前的供应情况来看，我们修正 2017 年铜供应增速 1.8%，需求增速 2.4%，供需缺口相对前一个季度测算的缺口有所扩大。后期如弱供应进一步缩减，预计缺口将进一步加大，这将提振铜价。

表 2 铜供需平衡表（千吨）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
全球供应	20150	20810	21790	22250	23460	23929
同比增长/%	2.1	3.3	4.7	2.1	2.1	1.8
全球需求	19570	20600	21630	22080	23400	23961
同比增长/%	-0.2	5.3	5	2.1	2.5	2.4
全球供需平衡	580	210	170	160	58	-33

数据来源：大有期货研究所，wind，安泰科，CRU

### 5、空调数据表现较好，但未来需求有回落风险

从终端需求来看，电缆行业需求缺乏亮点，2017 年国家电网计划投资 5871 亿元，根据去年的情况，推测实际投资完成额将不低于 6500 亿元，今年前 7 个月实际投资 2813.17 亿元，增速在 7 月份小幅收窄，目前投资完成仅占 47.9%，因此后续仍有一定的潜力；

铁路方面，对电缆消费带动作用曾在一季度较往年基本持平，但进入 4 月以后增速持续处于回落之中，7 月铁路投资完成额虽然增速较 6 月提升 1.4 个百分点至增长 3.3%，但较往年同期相比仍然处于低位；

房地产方面，1-7 月份，商品房销售面积 86351 万平方米，同比增长 14%，增速比 1-6 月份降低 2.1 个百分点，销售面积的增加主要来自于三四线城市，且以去库存为主，对于用铜来说一般具有半年左右的滞后期，因此未来到三季度末房地产对铜的使用量仍将有一定的保障。但随着全国性的限购政策，三四线未来的销售预期并

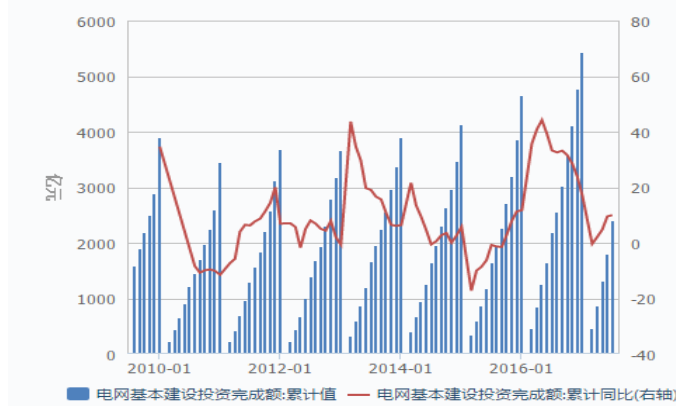


不被看好；

空调方面，7月空调产量增速再度出现大幅回升，为同比增长23%，较6月份的同比增长13.4%大幅回升9.6个百分点。不过值得注意的是，7月空调产量增速大幅扩大主要来源于去年同期基数较低，从7月空调产量绝对数来看，7月共计生产空调1665.4万台，较此前每月高达近2000万台的产量相比已然显著回落。

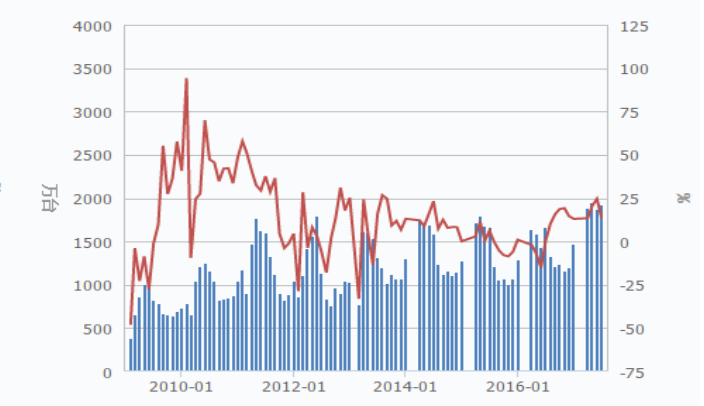
汽车方面，7月汽车产量增速再度转为回落，同比增速从6月的6.2%回落至4.3%，6月汽车实际产量也回落至207.3万辆，汽车生产繁荣周期已过，虽然新能源汽车虽然有将近8%的涨幅且用铜量是传统汽车的两倍以上，但由于占比太小，不足2%，因此短期带动可以忽略不计。

图 10：国内电网投资



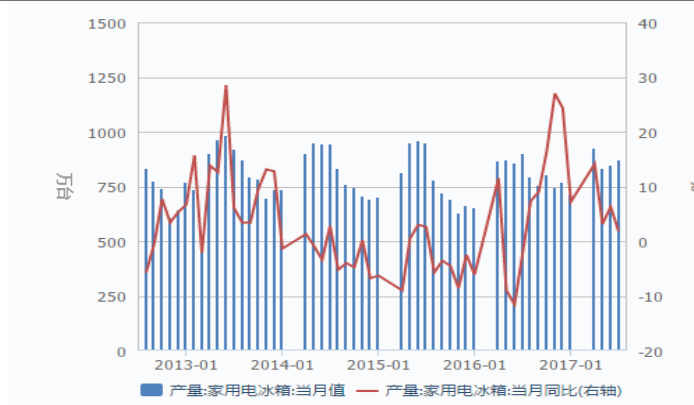
数据来源：大有期货研究所，SMM

图 11：空调产量



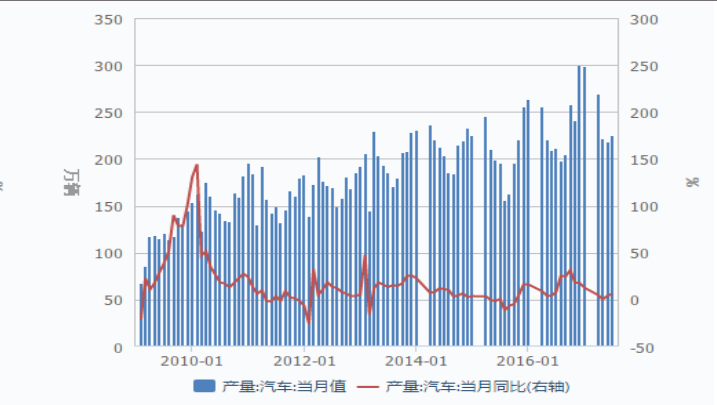
数据来源：大有期货研究所，SMM

图 12：2013 年以来电冰箱产量



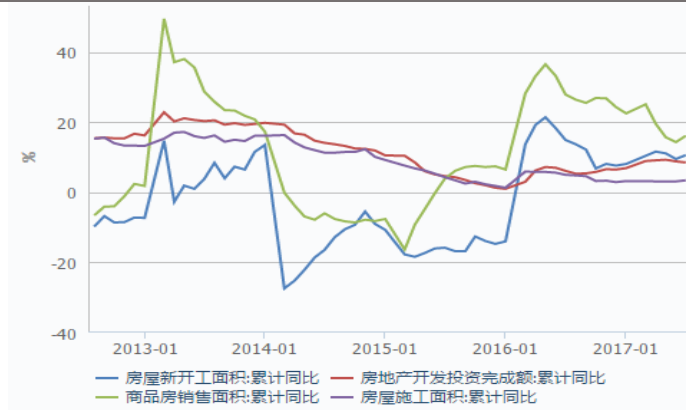
数据来源：大有期货研究所，SMM

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

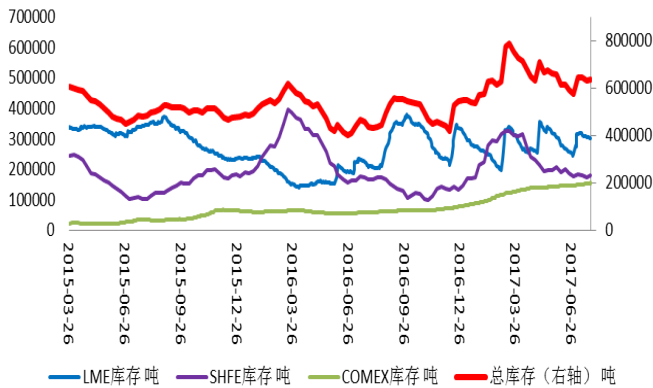


数据来源：大有期货研究所，SMM

### 7、库存继续下滑

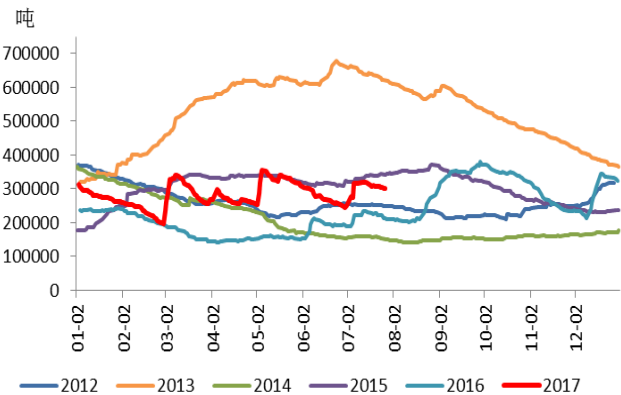
截止 9 月 1 日，全球三大交易所库存共计 57.30 万吨。其中 LME 库存 22.35 万吨，COMEX 库存 16.60 万吨，SHFE 库存 18.36 万吨。近期 LME 库存快速下降，虽然 COMEX 和 SHFE 库存有小幅回升，但 SHFE 库存仍处于低位。全球库存下降叠加供应收缩对铜价形成强支撑。

图 15：2015 年 7 月以来全球显性库存



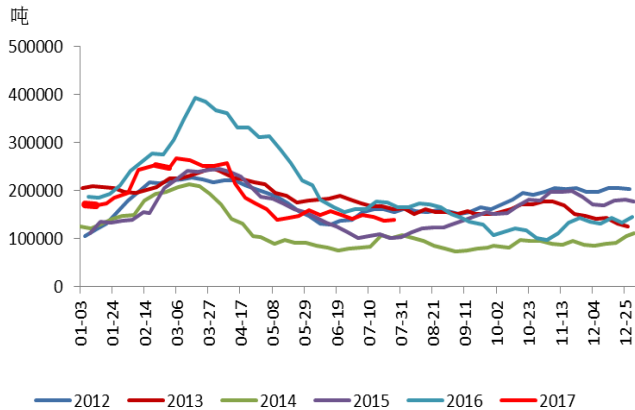
数据来源：大有期货研究所，wind

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

## 四、总结

近一个月铜价的上涨突破了很多人的预期，在供给侧改革和环保的所谓“新周期”带动下，资金青睐商品，特别是工业品。资金的介入打破了原有的商品价值衡量标准，而供给侧改革为其提供了枪膛。对铜而言，我们依旧认为目前铜的基本面是供需平衡，不存在短缺，也不在供给侧改革和环保调查的范围内，但铜作为宏观的风向标之一，其金融属性决定了在这场所谓的“新周期”下，铜也是资金所追逐的对象。从政策上来看，国家希望通过供给侧改革提高上游国企盈利能力和竞争力，但被资金过分爆炒后，从近期上层的一系列动作来看，政策上有微调的可能，可能会对供给侧改革重新定义，当然大的基调不会改变。因此中短期来看，铜价以及整个大宗确实存在回调的需要，但目前从盘面上还没有迹象，或仍需要时间的积累。而从多空双方的较量上看，空头始终没有组织起有效的进攻，大部分空单来自于套保和套利头寸。因此除非是多头坍塌式的下跌，否则铜价回调幅度也不会太深。

综合来看，8月受到供给侧改革和环保政策的持续影响，在淡季铜价依然呈现单边上扬的走势。而9月以后铜又将步入消费的旺季，因此预计铜价暂时难以出现大幅回落，后市震荡偏强。预测9月份伦铜6700-7100，沪铜主力5.18-5.48万，废铜4.5-4.7万。

## 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，但我公司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>