

2016 年有色金属行情展望

一、宏观方面

1、全球经济主要经济体增速再被下调

2015 年全球经济增速放缓，中国经济增长步入“新常态”，除美国经济继续保持强劲增长外，主要经济体经济依然表现低迷。不确定性和复杂的因素正在对全球经济增长产生不利影响，全球经济下行风险依然很大。从发展趋势看，美国方面就业状况改善、居民收入增加，将支撑消费支出增长，经济有望维持强势。欧元区得益于油价下跌和持续的宽松政策，欧洲经济出现复苏，但是债务问题和地缘政治紧张使得经济前景依然堪忧。中国方面，2015 年三季度中国经济增速跌破 7%至 6.9%，十三五规划设定的经济增速目标为 6.5%，未来增速缓将是一种发展态势。制造业过剩将继续深入改革，房地产投资仍将持续探底，仅凭基建投资的增长已是独木难支。新一届政府已然提出“供给侧改革”，重在提高经济内生动力，加强对过剩产能的消化，对于国内大宗商品来说，也意味着对需求端的大规模刺激将再难出现。

2015 年全球经济表现低于预期，在最新一期的 OECD 对全球经济的展望中，主要经济体的经济增速均被下调。由于金属消费与全球经济密切相关，未来全球经济的不确定性将继续制约金属价格走势。

2、美联储开启加息周期金属难言乐观

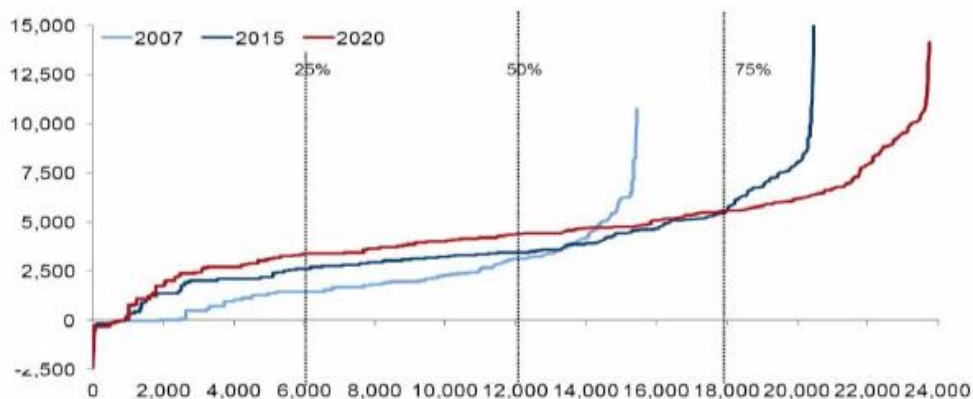
美联储开启了 2006 年 6 月来的首次加息，宣布将联邦基金利率提高 0.25 个百分点，新的联邦基金目标利率将维持在 0.25%至 0.50%的区间。这标志着全球最大经济体正式进入加息周期。美联储也在声明中表示，此次加息之后货币政策仍然保持宽松，实际利率路径将取决于经济前景和数据，美联储对加息节奏的判断依旧是“渐进的”。从加息路径来看，最新公布的美联储对未来利率路径预期“点阵图”显示，美联储多数官员预期 2016 年底利率可能达到 1.375%，这意味着按 25 基点/次的加息速度，美联储明年可能加息四次。美联储加息周期的开启对大宗商品中长期构成利空影响，对短期市场则可能有“靴子落地”的影响，有色金属低位有反弹需求，但趋势性反转是困难的。

二、铜：供给宽裕需求萎缩铜价重心下移

1、铜成本还存在下行空间

铜价离生产成本还较遥远。根据 CRU 数据显示，2007 年以来，随着铜矿产量的增长，铜矿的现金成本区间也被拉高。在 2007 年，75%的铜矿现金成本分位线只有 2900 美元/吨；2015 年 75%的分位线提高到了 4600 美元/吨，目前同价已经导致全球 25% 的铜矿处于现金亏损中。虽然嘉能可此前宣布减产是迫于债务压力和地缘环境因素，但目前只有部分智利湿法冶炼的铜矿和中国部门低产能小矿山正在亏损。按照 09 年经验，价格跌破 75%分位成本才会发生大规模减产。因此，铜本还存在一定的下行空间。

图 1 全球铜扣除副产品以后的现金成本曲线（单位）纵轴为美元/吨；横轴为千吨）

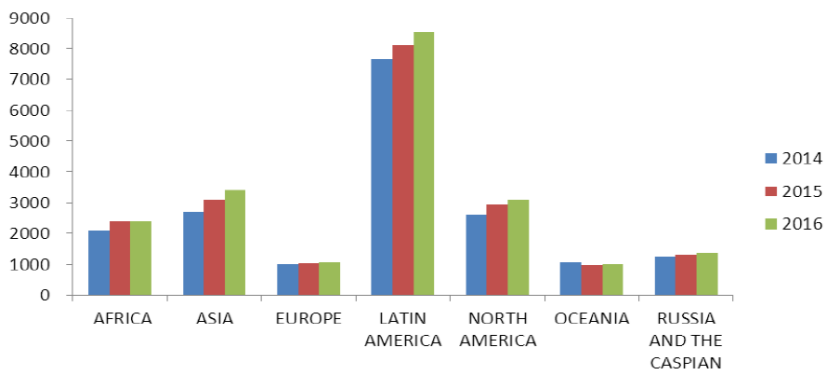


资料来源：CRU

2、新增矿山产量增加，铜矿供应过剩

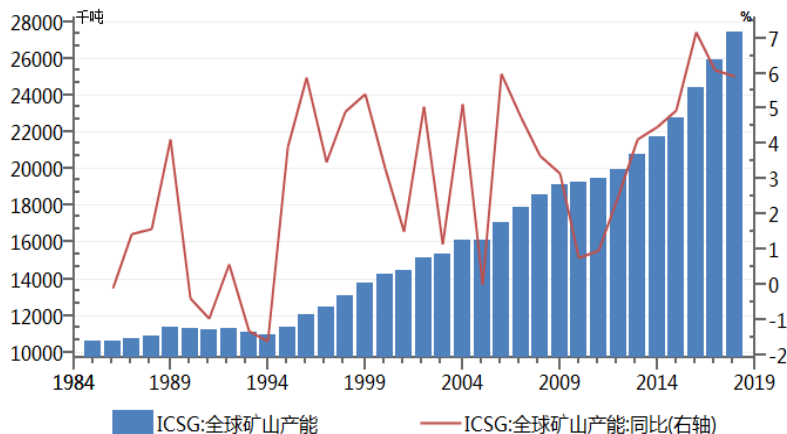
2016 年铜矿供应仍处于增产周期，目前预计减产数量并不影响供应过剩格局。虽然矿山产量有增有减，但是综合来看，2016 年新增大于退出，新增的主要分布在北美洲、南美洲、和亚洲。根据 Wood Mackenzie 数据显示，亚洲 15 年产量预计 309 万吨，16 年 341 万吨，新增 32 万吨；预计北美洲 15 年产量 293 万吨，16 年产量 310 万吨，同比增加 14 万吨；预计南美洲 15 年产量 810 万吨，16 年产量 860 万吨，同比增加 50 万吨。综合来看，16 年预计铜矿产量 2120 万吨，较 15 年同比增长 4.8%，即较 2015 年增加 100 万吨左右。另外 CRU 也认为明年铜矿将新增 100 万吨供应，ICSG 认为将新增供应 80 万吨，多头摩根斯坦利亦认为明年新增铜矿供应预计在 100 万吨左右。

图 2 各地区年度铜精矿产量对比图（单位：千吨）



资料来源：Wood Mackenzie

图 3 铜矿产能变化



数据来源: wind

3、全球精铜过剩，国内精铜产量增加

根据 ICSG 预测，2015 年全球精炼铜冶炼产能或同比增长 5.74%至 2236.6 万吨。主要冶炼产能增长来自印度、中国、伊朗等亚洲国家；预计铜精炼产能在 2012-2016 年间将年均增长 5.02%，至 2016 年精炼产能或达到 2297.2 万吨/年。主要的精炼产能增长依然来自亚洲。

国内方面，新增粗炼较多，据安泰科统计，14 年新增有效粗炼产能 61 万吨，15 年新增有效粗炼产能 58 万吨，至此国内粗炼产能达到了 580 万吨，同时 16 年还有将要新增粗炼产能 49 万吨。由于铜精矿不缺，且冶炼利润高企，而粗炼瓶颈消除，那么冶炼厂开工率会继续走高。根据 Wood Mackenzie 预估，中国粗炼开工率不断走高，预计 16 年粗铜产量可以达到 720 万吨，同比增幅 4%；国内精炼产能利用率受粗铜产量的提高也会大幅度提高，16 年预计精铜产量可达 860 万吨，同比增幅 5%。总之，全球精铜过剩，国内精铜产量增加，精铜供应压力仍然较大。

图4 中国粗铜产量及其产能利用率（单位：% ，千吨）



资料来源: Wood Mackenzie

图5 中国精炼产量及产能利用率（单位：% ，千吨）

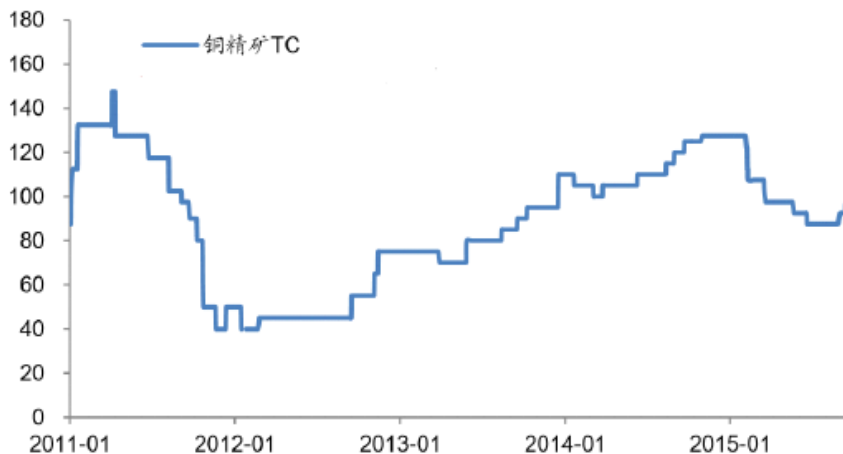


资料来源：Wood Mackenzie

4、铜加工费协议价虽下降但仍处于高位

江西铜业股份有限公司日前与智利矿业公司达成 2016 年世界铜加工费协议价。2016 年世界铜加工精炼费 / 精炼费为 97.35 美元 / 吨和 9.735 美分 / 磅，相较去年，价格均有所降低。单从冶炼成本来说，国内冶炼厂的成本多在 50、60 美元/吨，2016 年 97.35 美元/吨的价格，并未触及他们的底线。加工费虽然有所下降但处在高位，表明铜矿供应目前处于过剩状态，只有海外矿山大量减产才能驱动加工费下行，冶炼商高涨的生产欲望才会降温，最终推动铜市场走向再平衡。不过，矿山产能由于前期投入高、投资周期长，难以在短期内实现产能增速迅速掉头。

图6 铜加工费（单位：吨）



来源：亚洲金属网

5、明年或难以实现大规模减产

中国十大铜冶炼企业宣布 2016 年将总计减产 35 万吨。这些企业同意在短期内关停亏损产能，长期内不再建设新产能，同时呼吁政府停止审批新的冶炼产能。铜企的减产并不足以平衡国内铜市场，首先，之前上行周期中大量的资本投资将推动 2016-17 年上游铜矿供应加速增长，到 2017 年年底全球供应将增加约 140 万吨/年。2016 年 97.35 美元/吨长协 TC 对国内冶炼厂来说仍有利可图，因而不会减少明年冶炼

厂的生产积极性，明年或难以实现大规模减产。其次，减产 35 万吨仅相当于 2014 年全国总产量的 4.4%，这部分减产可以轻易被进口填补。因此，减产消息在短期内可能会提振市场信心并对铜价提供暂时的支撑，但不能改变长期内我们对国内铜价的悲观看法。

6、2016 年中国铜需求将保持疲软

从全球和我国铜消费结构看，国内铜的下游终端需求主要分布在电力、建筑、家电、交通、电子等领域，其中电力领域约占 46%，而目前中国的消费量占全球消费量的比重接近 50%。

图 7 我国铜消费结构

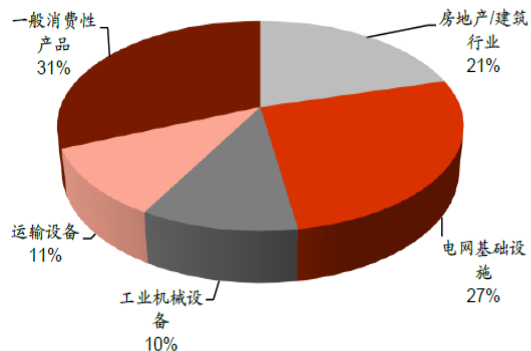
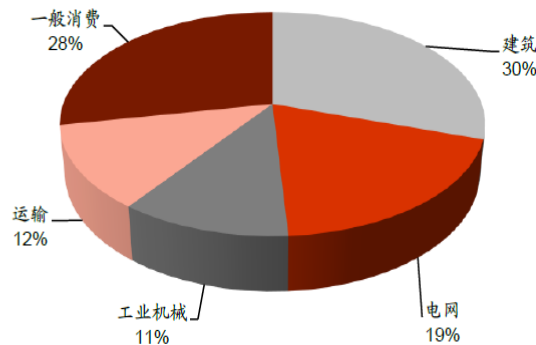


图 8 全球铜消费结构



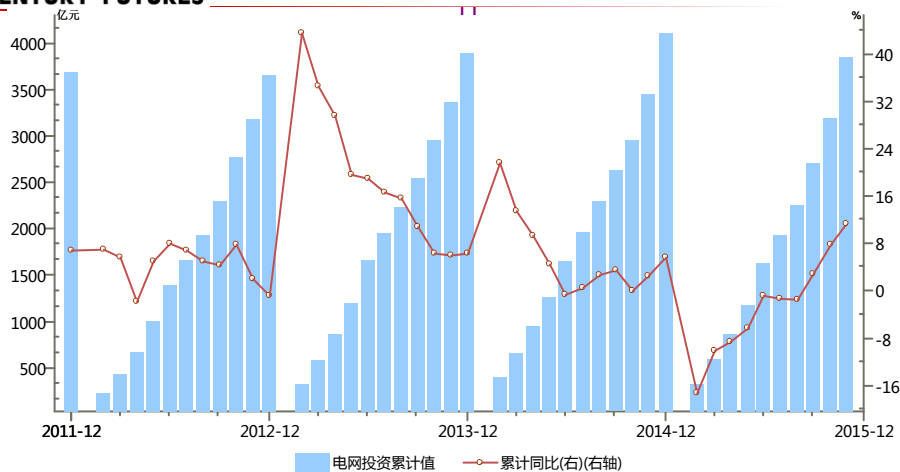
资料来源：Woodmac

1) 电力电网投资铜需求有亮点但总体需求仍较弱

2015 年 10 月中国电力电缆产量为 5,084,841.81 千米，同比下降 7.76%。2015 年 1-10 月止累计中国电力电缆产量 44,752,658.15 千米，同比下降 2.69%。但是随着国家后续加大对电网升级改造投资，预计明年将电力电缆需求将有所改善。一直到 8 月份电网基本建设投资完成额一直同比呈负增长，但是随着 9、10 月份国家电网投资开始发力，这一数值转为正增长，截止到 10 月份，电网基本建设投资完成额累计同比增长 7.91%。

七月份，国家电网公司为了加快推迎农村电网升级改造宣布国网将在今年 902 亿农村电网升级改造投资的基础上追加 674 亿投资，投资规模创历史新高。8 月下旬，国家电网将 2015 年固定资产投资计划从 4396 亿元上调至 4679 亿元，追加投资主要用于农网升级改造工程、部分特高压等部分项目；南方电网也在年度固定资产投资规模 700 亿元的基础上升至 834 亿元。由于四季度处于电线电缆的传统消费淡季，户外施工受天气影响而放缓将停滞，之前追加的电网投资增加的需求可能要延迟至明年才体现出来，后续投资必将刺激电线电缆的需求。预计明年电网投资仍将对铜的需求形成支撑。在下游其他领域前景黯淡的情况下，电力电网投资拉动铜需求将成唯一亮点。

图 9 电网投资累计值

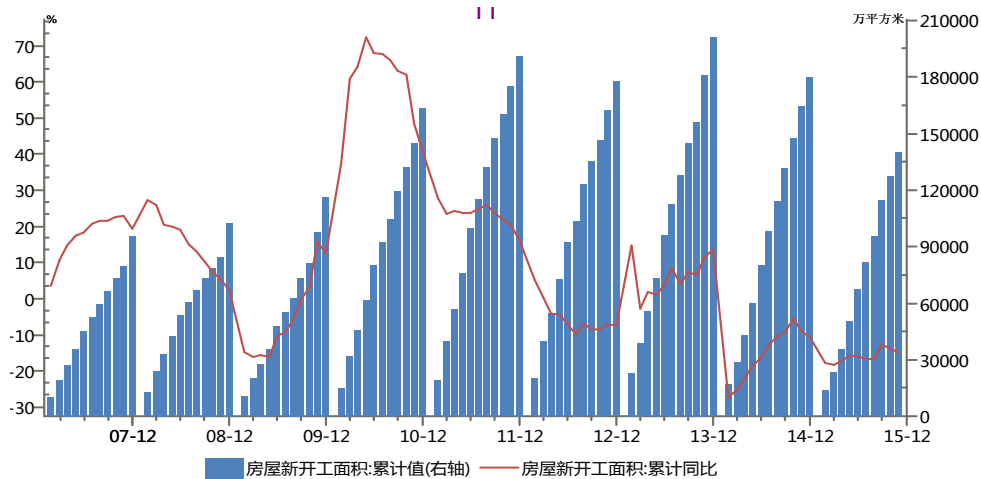


数据来源: wind

2) 房地产供给过剩对铜的终端消费需求提振有限

2014 年同比下滑 11%，2015 年 1-10 月份同比下滑 14%，2014-15 年房地产新开工面积连续两年大幅下滑，将令竣工面积进一步走软。路透社最近的一项调查显示，2016 年中国住宅市场均价预计上涨 2%，继续受宽松政策环境以及热点城市带动，但库存偏高及需求透支意味着全年涨幅有限。另一方面，明年房地产投资增速很可能继续下行，而缓解高库存困境可能需要两年以上时间。因此，明年建筑板块对铜的终端消费需求提振有限。

图 10 新屋开工同比大幅回落



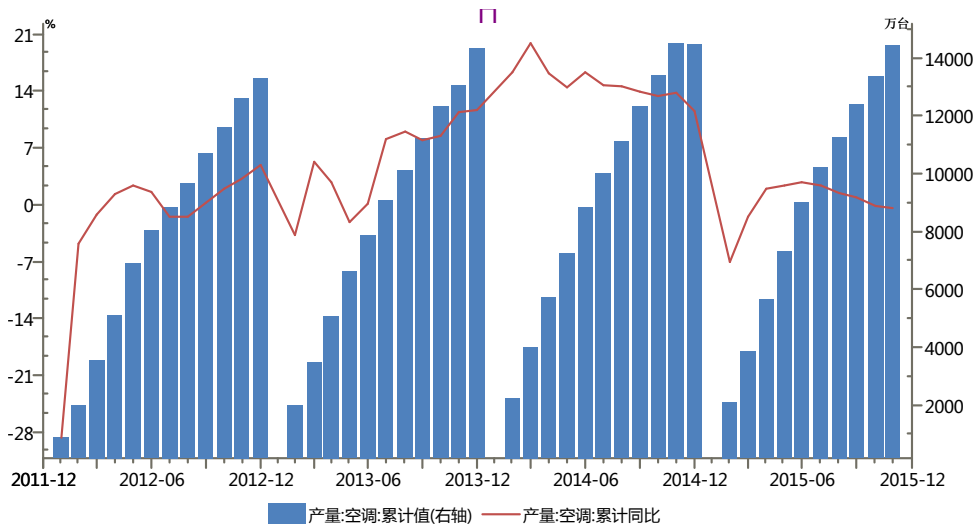
数据来源: wind

3) 空调面临去库存压力

今年 1-10 月中国空调累计产量达 1.33 亿台，下降 0.11%。从 7 月份开始已经连续 4 个月同比产量下跌。国家信息中心数据显示，2015 冷年空调市场销售量同比下滑 5.4%，而销售额同比下滑幅度达到 10.50%。业内人士透露，2015 冷年空调内销出货 6955 万台，冷年空调内销下降。根据现有状况，地产及城镇化的带动在 2016 年仍会继续减弱，4300 万套上下徘徊的零售量会在一段时间内持续。缺少增量的市场会让空调企业面临更大的困境。由于欧美市场经济低迷、需求不足、新能效制度切换等因素抑制了空调销量，而非洲

市场前期库存积压导致出货受阻，2015 年空调出口量也明显下滑至 4310 万套，同比下滑 4.4%。产量增加而销量销额双降，预估空调的库存在 4500 万台以上，因此预计高达 4500 万台以上的库存量将令整个行业在 2016 年面临去库存的压力。

图 11 中国空调产量走势图



数据来源: wind

7、小结与展望

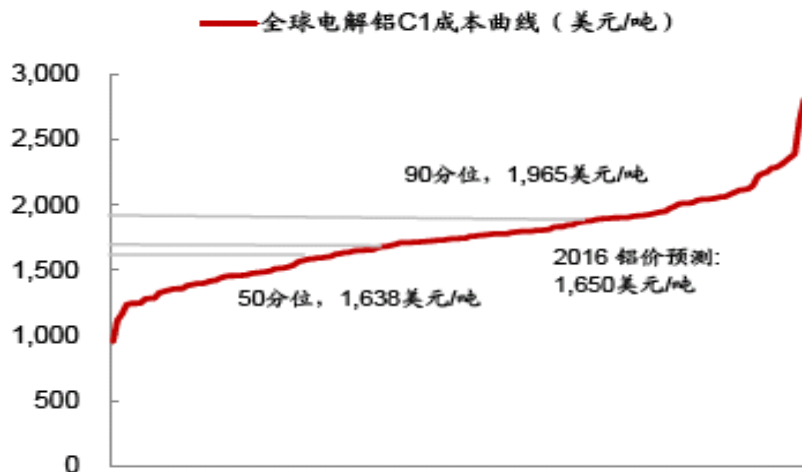
综上，我国经济增长预计继续下行，经济结构调整将延续，对大宗工业品的需求增速仍将保持趋势性放缓。目前产能投放仍然处于的高峰期，新增产能足够抵补减产导致的产量损失，供给上还是相对宽裕。消费上，我国铜的消费又占到世界消费的近 50%，对铜价的影响举足轻重，铜的下游包括电力电缆、建筑、空调、冰箱行业需求将延续今年的疲软态势，对铜价难以形成支撑，因此，预期 2016 年铜价重心或将下移。

三、铝：铝价弱势不改

1、一半以上产能处于现金亏损

若铝价为 1,650 美元/吨则全球大概将有 49.42% 的电解铝产能（对应约 2,802 万吨产能）处于亏损状态，其中约 2,073 万吨是中国的产能，而目前 1560 美元/吨的价位则有超过一半以上的产能都处在亏损状态。主要是因为中国地方政府的直接和间接的资助才会出现这么大的亏损产能。直购电或者补贴是两种常见的帮助铝厂继续开工的办法。因此，预计中国的亏损产能关停的步伐还是很慢，不光是因为关停会影响到当地就业和税收的问题，还会影响到当地电网的稳定程度。

图 12 全球电解铝 C1 成本曲线



资料来源: woodmac

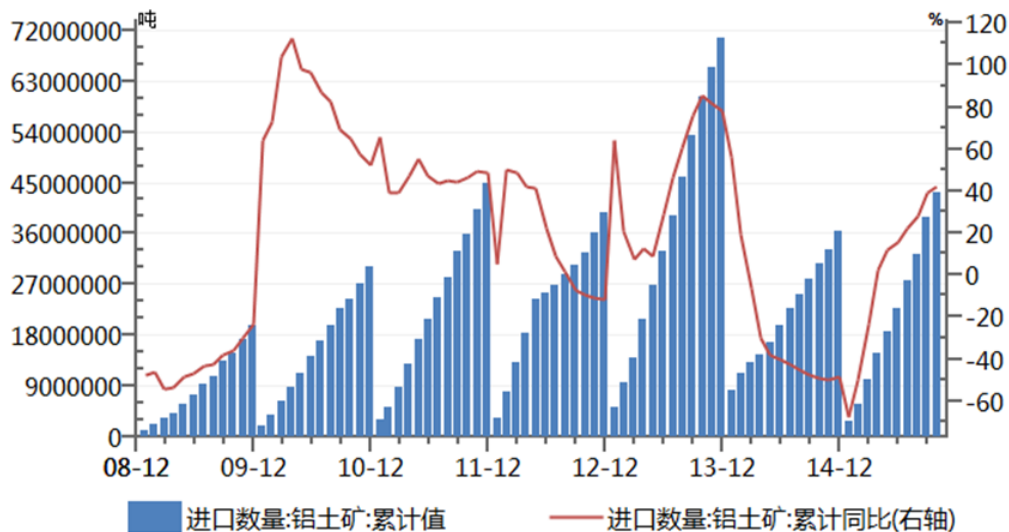
2、2016 年铝成本或有继续下降空间

电力成本是决定电解铝企业盈利与否的主要因素。电力和氧化铝是电解铝的主要成本构成，占比分别达到 40%。因为氧化铝主要是市场定价，各地区间差异一般不会超过 200 元/吨，因此电力成本是决定不同企业盈利差异的主要因素。从未来的电价走势看，由于目前电网的销售每度电仍可获利 3 分以上，可知未来提高用电价格的概率较小，另外我们关注到电网改革进度加快，未来电价收费模式将采用过网费形势，因此总体来看未来电解铝电费成本重新提高的可能性不大。

3、原料端供应充足

印尼禁令并未限制铝土矿供应。2014 年市场热炒印尼禁令将导致国内铝土矿供应短缺，时至 2015 年，国内铝土矿并未出现前期所说的短缺情况。来自海关总署的数据显示，2015 年 1-10 月，全国铝土矿共进口 4346 万吨，累计同比增速达到 42%，预计全年进口量将达到 5100 余万吨。目前这一供应量能够完全覆盖山东地区和部分河南地区的铝土矿需求。

图 13: 铝土矿进口累计值 (左轴, 单位: 吨), 累计值同比 (右轴)

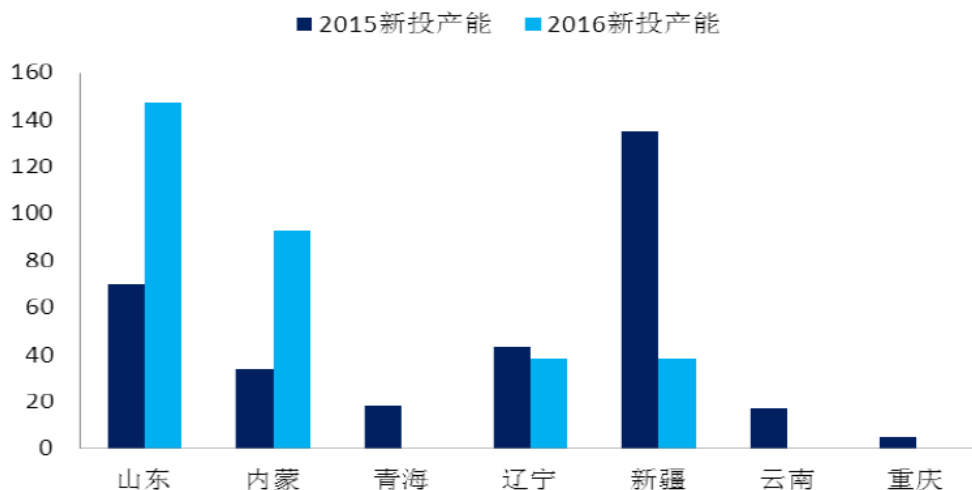


资料来源: wind

4、2015 年电解铝产量再创历史新高, 新增产能仍将陆续投产

2015 年电解铝产量再创历史新高, 电解铝新增产能大幅增加。国家统计局数字显示 1-10 月全国共生产 2645.6 万吨, 累计同比增速达到 11.3%, 与去年同期的 7.7% 相比高 3.6 个百分点。截止 2015 年 12 月, 中国电解铝减产约 380 万吨, 分别来自河南、青海、甘肃等 16 个省份。而新产能的增加, 主要来自山东、新疆、内蒙等区域, 2015 年电解铝建成并投产产能约 310 万吨。2016 年新增电解铝产能预计 320 万吨, 其中主要来自山东、内蒙、辽宁、新疆、广西等区域, 但需要注意的是新建项目投产的时间节点。如果电解铝价格持续低迷, 投产期限或有所延长。从近期铝企业联合会的开会结果来看, 虽然未来铝企业不会重启已关停产能, 但新增产能并未约定停止投放, 因此, 未来这些地区的新增产能仍有可能进一步冲击市场, 导致全国平均成本下移。

图 14 2015 年、2016 年国内主要新增产能 (万吨)



来源: 安泰科

5、电解铝未来去库存进行时

国内 5 月份以来的显性库存下降速度缓慢, 也证实了需求进入低迷期。社会库存下降远慢于 2013、2014 年, 截止 12 月全国主流地区电解铝现货库存总量为 89.7 万吨。同比增加 31.4 万吨。尽管减产, 收储等因素对现货库存走低提供利好, 但隐性库存的增加依旧对价格形成压制。预测 2016 年 7 地现货库存总量维持在 85-140 万吨左右。

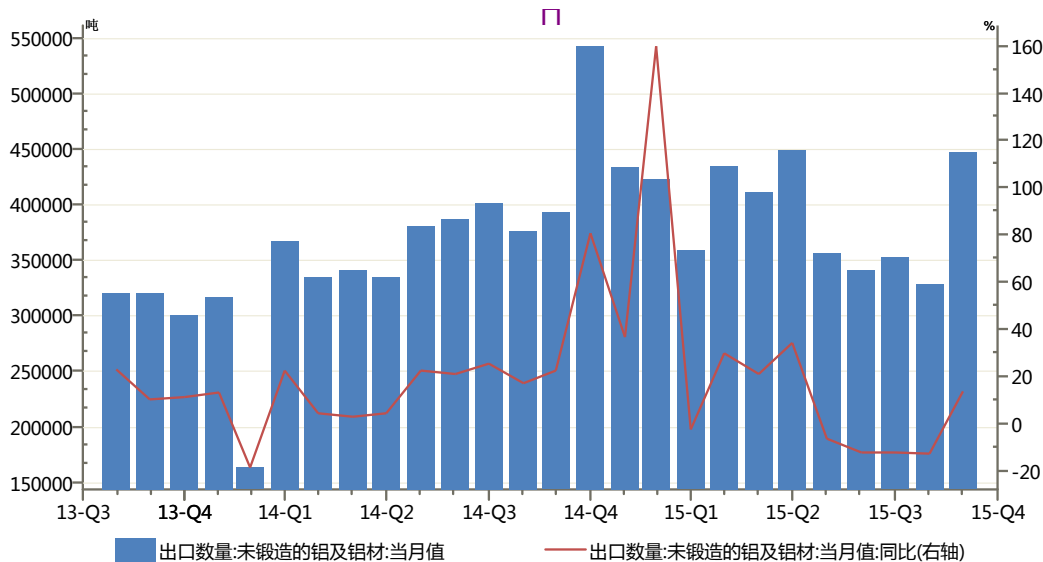
6、电解铝需求缺乏亮点

电解铝需求端缺乏亮点, 消费增速有进一步放缓的趋势。国内市场方面, 在中国宏观经济放缓的大背景下, 用铝需求增速呈下降趋势。在房地产上, 投资增速一直在下滑, 处于下降周期, 预计 2016 年将继续探底。新屋竣工面积今年以来远差于去年, 但萎缩幅度在四季度明显收窄。未来在建筑领域的替代效应, 扩大铝合金围护板应用或许成为新亮点。建筑业用铝占比或呈下降趋势, 但交通用铝、包装用铝、电力用铝占比预计逐步提高。总体来说, 预计明年铝需求难以高于今年的需求增速。

在铝材出口上, 2015 上半年保持着强劲的增长势头, 但下半年面临国外反倾销等调查, 初加工产品出

口受到打压，出口萎缩直到 11 月份才开始显著回升，出口需求增加难以抵御内下滑。在人民币继续贬值预期下，2016 年铝材出口有望维持今年的增速在 10%。但国外高升水溢价暴跌后一直处于低位，加上国外可能上调部分挤压铝制品进口关税，高增长局面也有一定不确定性。

图 15 铝材出口走势图



数据来源: wind

7、小结与展望

供给上，2016 年国内电解铝市场仍然大概率过剩，而消费需求端缺乏亮点，消费增速有进一步放缓趋势。2016 年国内铝市料将延续供大于求格局，处于大熊市周期下铝价价格重心逐年下移不改，后市仍将聚焦宏观经济环境指引及动态成本下移，减产力度等。

免责声明:

本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。