

有色金属组

电话：0571-85103057

2017 年 12 月

需求进入淡季，铜价震荡回踩

一、宏观因素

1、国内经济平稳向好

2017 年 10 月份，全国 CPI 同比上涨 1.9%，食品价格下降 0.4%，非食品价格上涨 2.4%。1-10 月平均，全国 CPI 总水平比去年同期上涨 1.5%。尽管同比涨幅仍然保持在 2% 以下，但 10 月份中国 CPI 涨幅较上月扩大 0.3 个百分点，并且创下今年 2 月份以来的新高点。10 月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.9%，和上月持平，且强于预期，9 月 PPI 同比涨幅为 6 个月来最高。从 CPI 和 PPI 数据来看，10 月通胀数据再次走高，且小幅超市场预期，反映出通胀压力正逐渐显现。但随着经济、大宗商品价格的逐步回落，非食品同比与 PPI 同比并不会大涨，不必对此过度担忧通胀的快速上升。同时，由于 CPI 同比不超过 2.5%，所以目前央行尚不会通过收紧货币来控制通胀压力，货币政策进一步收紧的概率较低，政府有望继续保持目前稳健的货币政策，把防风险放在更重要的位置，加大对影子银行清理整顿和对地方债务的规范。

2017 年 11 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.8%，比上月上升 0.2 个百分点，制造业继续保持稳中有升的发展态势，明显好于市场预期。目前处于秋冬采暖季，虽然高耗能行业受停产限产影响较大，但高端制造业、消费品相关制造业增长动能持续释放，且明显高于制造业总体水平，说明环保限产措施对经济的负面影响可能低于预期。指数回升的主要动力在于生产和需求的改善。本月生产指数较 10 月上升 0.9 个百分点至 54.3%，表明投资需求保持稳健。此外，新兴市场经济改善，全球经济复苏带动外需增长。新出口订单指数上升 0.7 个百分点至 50.8%，近期出口增长态势有望持续。在生产和市场需求扩张的带动下，新订单指数上升 0.7 个百分点至 53.6%，进口和采购量指数都有上升。综合看，国内外环境在改善，经济活力增强，有利于铜等大宗有色的需求。

2、美联储年底加息维持高概率

准美联储主席鲍威尔重申了逐步缩表、进一步加息的目标，表达了捍卫金融稳定和经济繁荣的决心，也表露了放宽金融监管的愿望。强调美联储的目标是维持强劲的劳动力市场，让通胀逐步可控提升，利率会进一步上升，逐步缩减资产负债表规模。美联储的政策正常化不是孤立的，而是在美国经济复苏的背景下进行的，这将有益于全球所有经济体。这意味着美联储将继续在货币政策正常化的道路上走下去，美联储紧缩货币政策的路径选择将会继续。

即将离任的联储主席耶伦近日出席国会联合经济委员会会议发表其任内最后一次证词陈述。陈述中认为美联储将继续保持逐渐加息的路径，预计美国经济将继续扩张，劳动力市场继续保持强劲增长，这有望推动薪资和收入增速加快。此外，通胀水平将逐步回升至美联储目标区间，因此美联储保持渐进加息的节奏是合适的。预计 12 月美联储再加息已是极大概率。

图 1：沪铜与美元走势



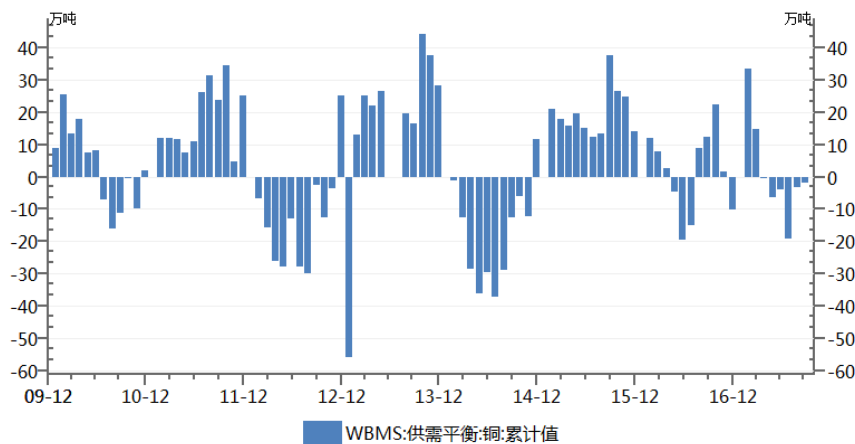
资料来源：新世纪期货、Wind

二、供需因素

1、全球铜供需平衡趋紧

据世界金属统计局(WBMS)数据显示,今年 9 月全球精炼铜产量为 201.15 万吨,消费量为 203.52 万吨。今年前 9 个月全球铜市供应过剩 2 万吨,2016 年全年为短缺 10.2 万吨。1-9 月全球矿山产量为 1,505 万吨,较上年同期减少 0.5%。1-9 月全球精炼铜产量为 1,764 万吨,同比增长 1.3%,其中中国产量显著增加 38.5 万吨,而智利产量减少 18.9 万吨。今年 1-9 月全球铜消费量为 1,762 万吨,上年同期为 1,766 万吨。主要消费国中国前 9 个月表观消费同比增加 1.9 万吨至 875.7 万吨,约占全球需求的 50%。欧盟 28 国产量同比增加 11%,且需求为 260.5 万吨,较上年同期增加 1.3%。

图 2：WBMS 全球铜供需平衡

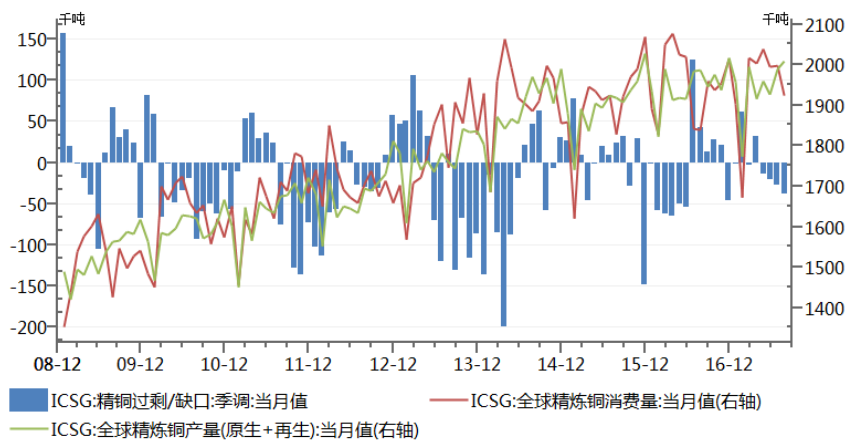


资料来源：新世纪期货、Wind

据国际铜研究小组（ICSG）数据显示，因供应量增长缓慢，今年 1-8 月全球铜市场仍出现短缺。1-8 月全球精炼铜短缺 5.2 万吨，经季节调整，市场短缺量缩小为 4.7 万吨。去年前 8 个月短缺 13.9 万吨，经季节调整为短缺 13.3 万吨。前 8 月全球精炼铜消费量 1560 万吨，与去年持平，中国虽然精炼铜产量增长 6%，但由于进口下降 16% 使得消费量下降了 1%。前 8 个月世界矿山铜产量下降 29.4 万吨，降幅 2.2%，主要是因为铜矿工人罢工和智利产量减少 5%。另外阿根廷、加拿大、蒙古、印度尼西亚和美国产量也出现下降。但是，哈萨克斯坦、秘鲁等国产量增长弥补了矿山铜产量下降。1-8 月，世界精炼铜产量减少 8.3 万吨，其中原生铜产量下降 1.5%，再生铜产量增长 10%。其中，中国和印度产量分别增长 6.0% 和 8.0%，一些欧洲国家产量也出现增长，但是世界第二大精炼铜生产国智利产量下降了 10%。

综合看，WBMS 和 ICSG 分别发布的铜供需平衡数据都显示，目前全球铜供给短缺现象仍然在持续，2017 年全球精炼铜供需平衡维持紧张，对于 2018 年的展望也不容乐观。

图 3：ICSG 全球精炼铜供需平衡

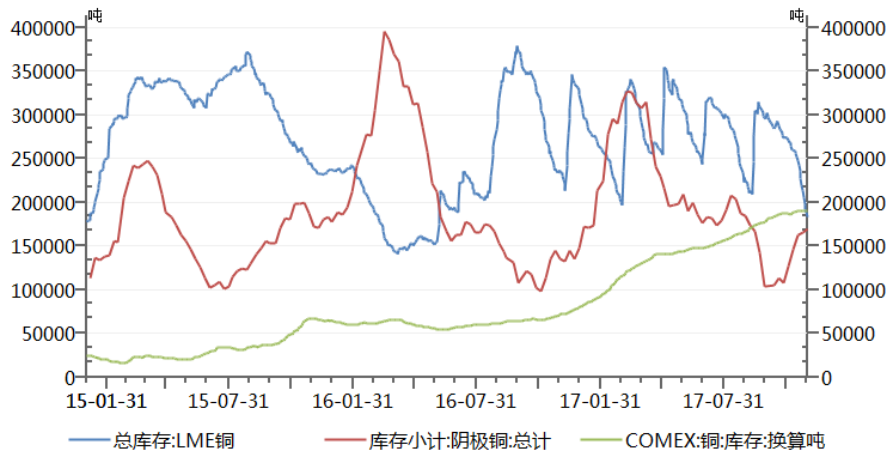


资料来源：新世纪期货、Wind

库存方面，全球三大交易所总库存 11 月净下降 2.57 万吨至 54.19 万吨。其中，LME 库存下降迅速，上

期所库存大幅增加，COMEX 库存小幅增加。LME 库存进入 2017 年 11 月以来，总体呈现一路下滑，铜库存削减下降 8.91 万吨至 18.35 万吨，环比下滑 32.69%。上期所库存在 11 月大幅上升，幅度为 56.6%，较 10 月底上升 6.11 万吨达到 16.9 万吨。COMEX 库存在 11 月稳步上涨，自 10 月底上升 0.23 万吨至 18.94 万吨。10 月 LME 现货依然持续处于贴水状态，本月月中现货贴水一度达到 39 美元/吨水平，至月末缩窄至现货贴水 27 美元/吨，现货市场仍然相对疲弱。

图 4：三大交易所铜库存

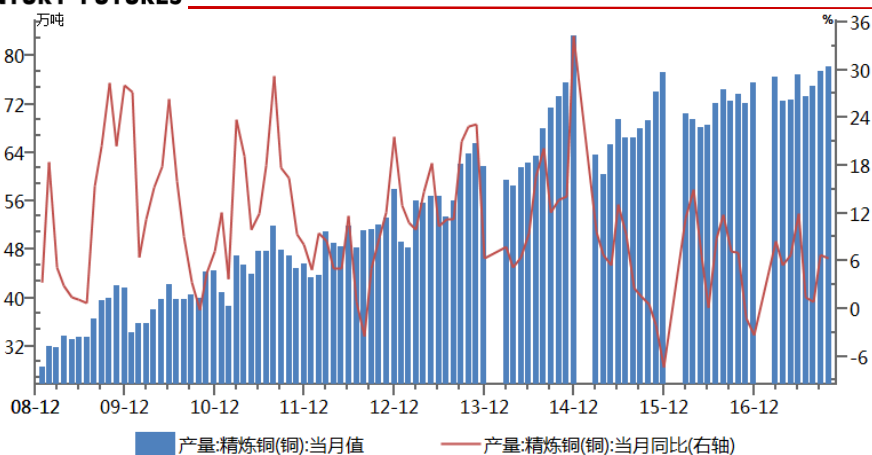


资料来源：新世纪期货、Wind

2、国内增产进口增加

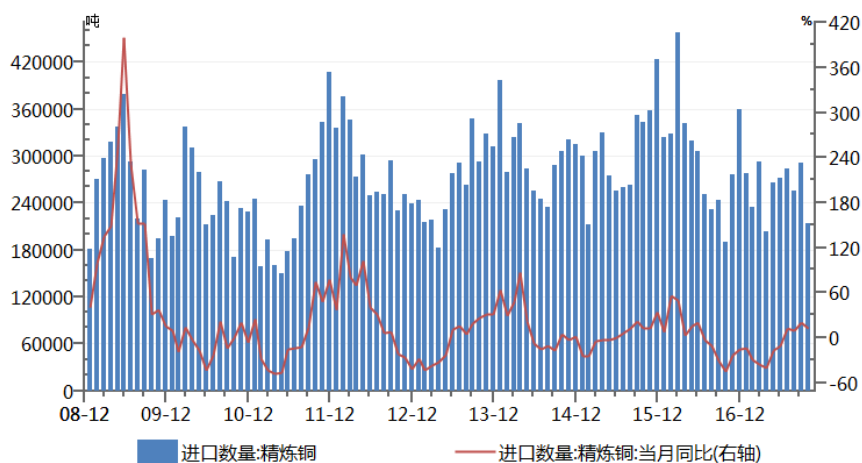
2017 年 10 月全国精炼铜(电解铜)产量为 78.1 万吨，同比增长 6.3%。1-10 月累计产量为 737.1 万吨，同比增长 6.3%。海关数据显示，10 月精炼铜进口量同比增加 12.36%，至 213,273 吨。1-10 月累计进口量同比减少 13.6%，至 2,585,397 吨。10 月份进口未锻造的铜及铜材 32.7 万吨，1-10 月份未锻造的铜及铜材进口总量为 376.3 万吨，去年同期累计 408.1 吨，同比减少 7.8%。10 月废铜进口量同比增 7.03%至 25 万吨，环比减少 21.58%。根据统计，2016 年中国进口废铜总金属量为 120 万吨左右，2017 年预计为 127 万金属吨，其中七类料占比为 60%-70%，七类废铜进口禁令非直接影响进口量约为 75-90 万吨。总体看，10 月份精炼铜产量、进口量均体现出同比增长。但是，根据精炼铜当年度进口累积量和废铜进口禁令执行力度观察，本年度后续时间铜进口供给将会趋紧。

图 5：精炼铜月度产量



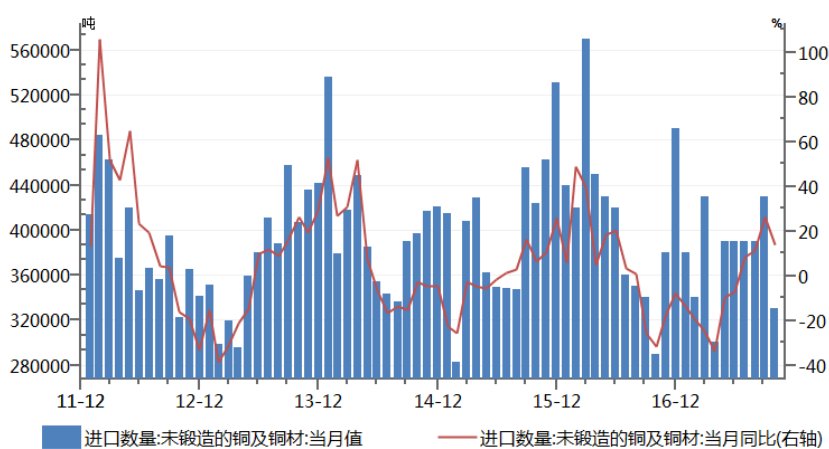
资料来源：新世纪期货、Wind

图 6: 精炼铜月度进口



资料来源：新世纪期货、Wind

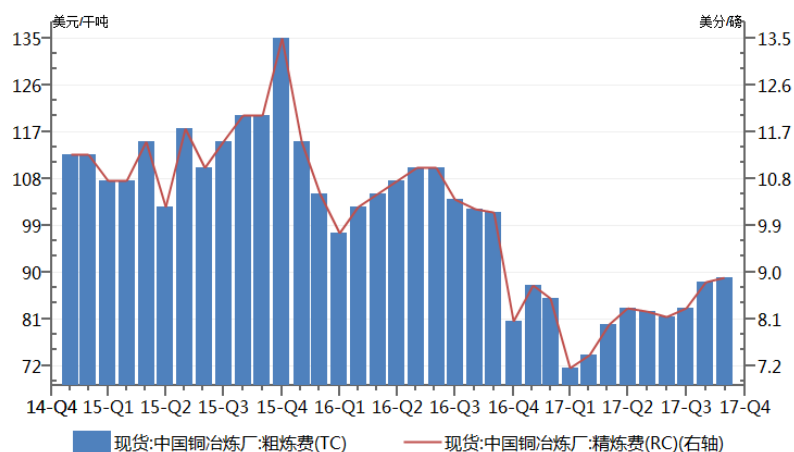
图 7: 未锻造的铜及铜材进口量



资料来源：新世纪期货、Wind

10 月份铜冶炼厂开工率为 91.57%，同比增加 5.95 个百分点，环比增加 4.97 个百分点，11 月产量继续高位运行。自 8 月份以来，冶炼厂开工率持续提升，市场现货货源充裕，临近年底冶炼厂铜精矿库存也比较充裕，最新国内冶炼厂铜加工粗炼费上升至 89 美元/吨，精炼费上升至 8.9 美分/磅。对于 2018 年度的加工费谈判，因双方在供应与需求问题上的分歧，中国铜冶炼商与国际矿企尚未达成一致，谈判可能拖入 2018 年。中国铜原料联合谈判小组 (CSPT) 声称，通过对供需动态进行“全面且具系统性的分析”，认为 2018 年供需将并非如矿商所称 2018 年铜精矿将会短缺，而是大概率维持大致均衡，甚至可能会有一些超额供应。预计铜精矿加工费应该会分别低于今年的每吨 92.50 美元和每磅 9.2 美分，更多观点认为双方大概率最终会在每吨 85 美元或每磅 8.5 美分左右找到共识，全球绝大多数冶炼商在这一价位上都能实现获利。由于矿商向中国冶炼商支付加工原材料的费用谈判通常会为该地区的其他协议确立基准，这些费用是衡量铜供应的领先指标，建议重点关注后续事件后续发展。

图 8：国内铜加工费走势图



资料来源：新世纪期货、Wind

3、下游需求进入淡季

2017 年 10 月，中国铜材产量为 174.6 万吨，同比增长 5.5%。2017 年 1-10 月中国铜材产量为 1635.6 万吨，同比增长 3.3%。预计 2017 年中国铜材累计产量将达 2152.6 万吨，累计增长约 3.2%。根据统计数据显示，10 月铜材企业平均开工率为 72.70%，环比下降 2.66 个百分点，11 月预计整体开工率将继续降至 71.83%。10 月份铜板带箔企业开工率为 69.13%，同比增加 0.45 个百分点，环比下降 4.75 个百分点，10 月份铜管企业平均开工率为 61.17%。各项开工率数据下滑，主要原因在于下游消费走弱，企业订单减少。例如作为铜管消费的重要终端，空调行业消费逐渐走弱，受到房地产市场持续降温的影响，空调企业产销量环比出现下滑，生产节奏放缓，加上部分企业国庆期间生产停工以及设备检修等影响，从而导致铜管企业订单减少。除此以外资金紧张、环保政策不断出台均影响企业开工率，部分企业反应今年货款回笼周期在 2 至 3 月，

资金链短缺，开工率自然因此受限。

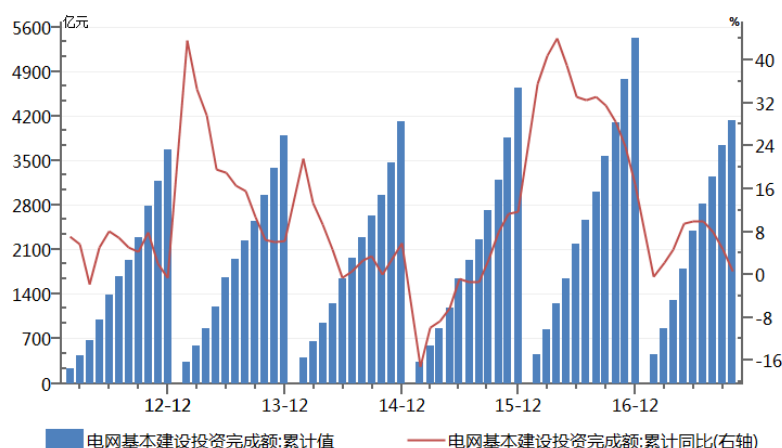
表 1：2017 年 1-10 月全国铜材产量具体月份

月份	当期值(%)	累计值(%)	同比增长(%)	累计增长(%)
/2017 年 2 月	0	274	0	14.1
2017 年 3 月	193.6	455.7	16	11.9
2017 年 4 月	177.7	633.5	8.5	9.7
2017 年 5 月	185.8	821.3	6.1	9.4
2017 年 6 月	198.8	1013.9	2.5	7.7
2017 年 7 月	177.3	1217.6	2	8
2017 年 8 月	180.1	1395.9	5.9	7.1
2017 年 9 月	180.8	1542.9	4	5
2017 年 10 月	174.6	1635.5	6.5	3.3

资料来源：新世纪期货、Wind

电网投资方面，1-10 月份，全国电网工程完成投资 4126 亿元，同比增长 0.6%。1-10 月份，全国主要发电企业电源工程完成投资 1977 亿元，同比下降 17.2%。其中，水电 392 亿元，同比下降 22.5%;火电 573 亿元，同比下降 25.3%;核电 315 亿元，同比下降 16.0%;风电 471 亿元，同比下降 14.0%。水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的 71.0%，比上年同期提高 3.1 个百分点。

图 9：国内电网投资额

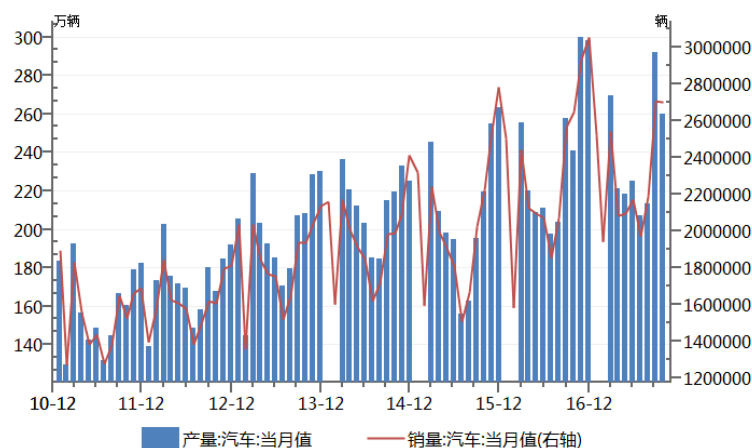


资料来源：新世纪期货、Wind

汽车方面，10 月份汽车产销量分别为 260.4 万辆和 270.4 万辆，同比分别增长 0.7% 和 2%。1-10 月份，汽车产销量分别为 2295.7 万辆和 2292.7 万辆，同比分别增长 4.3% 和 4.1%。其中，乘用车产销量分别为 1955.3

万辆和 1950.2 万辆，同比分别增长 2.3% 和 2.1%。商用车产销量分别为 340.4 万辆和 342.5 万辆，同比分别增长 16.9% 和 17.2%。2017 年 10 月份新能源汽车产销量分别为 9.2 万辆和 9.1 万辆，同比分别增长 85.9% 和 106.7%。1-10 月份，新能源汽车产销量分别为 51.7 万辆和 49.0 万辆，同比分别增长 45.7% 和 45.4%。进入下半年，新能源车同比出现了两位数的增长，出现了明显提高。汽车行业产销情况保持乐观，拉动对铜需求。

图 10：汽车月度产销量

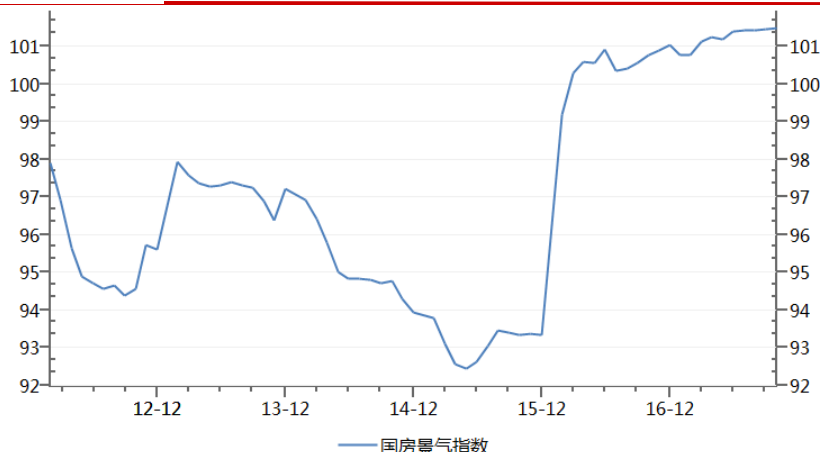


资料来源：新世纪期货、Wind

白色家电方面，2017 年 10 月，中国空调产量 1347.3 万台，同比增长 13.5%。1-10 月，中国空调产量 16164.7 万台，同比增长 18.5%。2017 年以来，国内空调累计产量增速持续“两位数”增长，且增长率基本保持在 16%~19% 之间。2017 年 10 月中国家用电冰箱产量为 813.2 万台，同比增长 18.6%。2017 年 1-10 月中国家用电冰箱产量为 8224.6 万台，同比增长 13.7%。2017 年 10 月中国家用洗衣机产量为 658.3 万台，同比增长 5%。2017 年 1-10 月中国家用洗衣机产量为 6395.4 万台，同比增长 3.9%。10 月白色家电三驾马车产量皆同比上升，显示今年需求较去年好转，看好明年需求提升。本年度内，临近年末预计白色家电产量会有所下滑。

房地产方面，10 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 101.49，比 9 月份提高 0.04 点。2017 年 1-10 月份，全国房地产开发投资 90544 亿元，同比名义增长 7.8%，增速比 1-9 月份回落 0.3 个百分点。其中，住宅投资 61871 亿元，增长 9.9%，增速回落 0.5 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.3%。1-10 月份，商品房销售面积 130254 万平方米，同比增长 8.2%，增速比 1-9 月份回落 2.1 个百分点。1-10 月份，房地产开发企业到位资金 125941 亿元，同比增长 7.4%，增速比 1-9 月份回落 0.6 个百分点。综合看，房地产行业部分指标增速放缓回落，地产行业对铜需求稳定，但提升空间有限。

图 11：国房景气指



资料来源：新世纪期货、Wind

三、技术分析

2017 年 11 月，沪铜主力合约 1801 月线下跌 1.82%，主要在 55000 至 52500 区间内盘整。从主力合约看成交量总体呈现下滑趋势，持仓量也在减少，总体市场参与热情降温。综合判断，临近年末基本面供给和需求都偏于下滑，全球显性库存下滑。短期内沪铜走势开始有所回落，技术面看沪铜预计在 53000 一线窄幅震荡后进一步下探。中期来看，由于国内外经济环境转暖，利于有色大宗行情，铜中期趋势依然向上。操作上，建议稳健投资者仍然可选择在震荡区间中逢低做多为主。

图 12：沪铜连续合约走势图



资料来源：新世纪期货

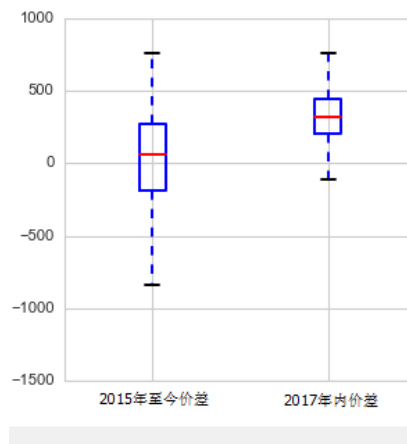
期限价差角度观察，沪铜连三合约减连续合约之间的价差水平处于 210，接近自 2015 年 1 月至今价差数据的 67.81%分位数，位于 2017 年内 26.89%分位数。回顾 11 月初，月报提出当时价差位于年内 10.05%分位数，可短期内做多价差，即多远月抛近月，结果 11 月内价差如期望发弹。因当前价差接近 65%分位数，而且连三合约为春节期间合约，从价差角度分析，不建议稳健投资者就价差进行套利。就激进投资者而言，可以考虑 2017 年内分位数观察角度，当前价差位于年内 26.9%分位数附近，依然可短期内做多价差，入场

点可选择价差低于 200。

图 13: 沪铜连三-连续合约价差走势图



图 14: 沪铜连三-连续合约价差箱图



资料来源：新世纪期货

品种间比价角度观察，沪铜连三/沪铝连三比价最新数据为 3.64，处于自 2015 年 1 月至今比价数据的 98.18%分位数，处于 2017 年内 100%分位数。上月月报曾经建议等比价反弹至 3.4 之上方可入场做空比价，比价在上半月回落少许后再度反弹。目前，面对比价高企的情况，建议入场做空比价。

图 15: 沪铜连三/沪铝连三比价走势图

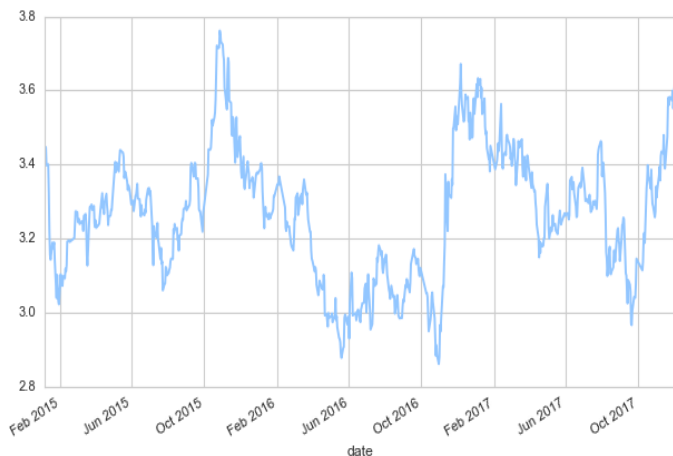
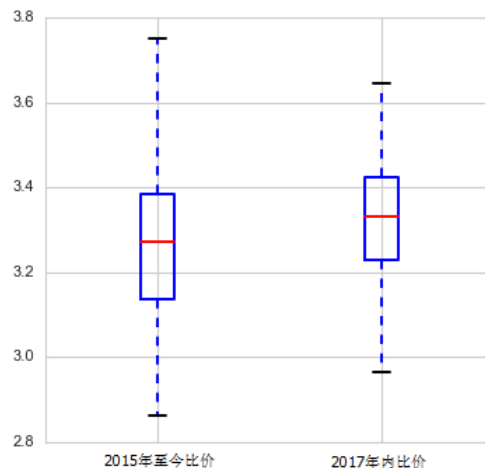


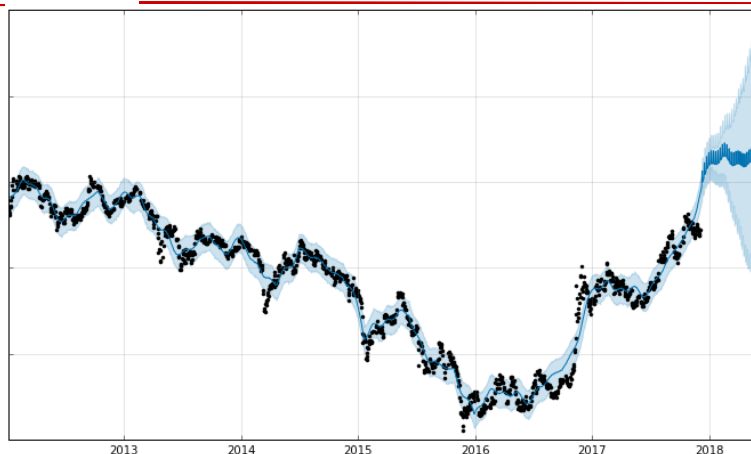
图 16: 沪铜连三/沪铝连三比价箱图



资料来源：新世纪期货

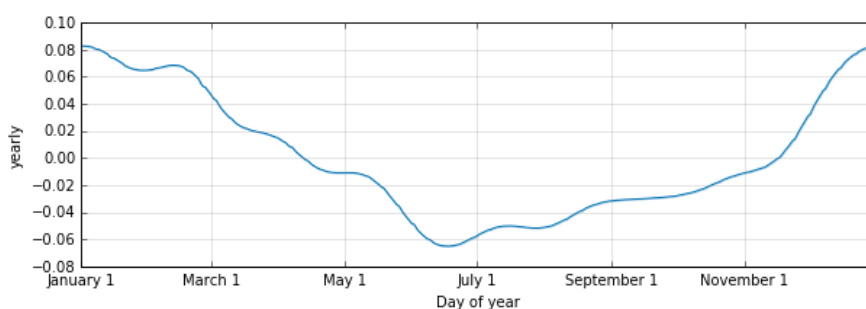
根据机器学习分析连续合约走势后发现，后期沪铜上行动能仍非常强劲，在四季度依然保持上涨态势，并在 2018 年初开始宽幅震荡。由于数据拟合周期为 6 个月，只考虑到往年周期性因素和今年内走势，所以总体趋势向上，仅供投资者参考。

图 17: 机器学习预测走势图



资料来源：新世纪期货

图 18：铜季节性走势统计图



资料来源：新世纪期货

四、小结与展望

综合以上基本面及技术面的分析，我们主要持以下观点：

- 1、主要矛盾：需求方面，国内实体经济指标转暖，国外经济复苏。供给方面，铜产业受供给侧改革影响较少，下半年铜企冶炼费用继续反弹，全球显性库存下滑。
- 2、助推因素：全球铜矿供给端偏紧平衡，矿场工会罢工驱动矿场供给紧缩。
- 3、风险因素：美联储缩表加息，地缘政治局势紧张。
- 4、技术上：短期回踩，中期继续上行。

操作策略：

基于以上分析，预计行情仍是夯实平台后继续向上。建议在 12 月采用箱体震荡逢低做多操作策略，主力合约的多单可建在 52000 一线，目标 55000 至 55500。到达目标区域后，可择机多单入场。

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。