

2017 年 1 月 10 日 星期二

春节临近

铜价震荡偏强

联系人 李婷

电子邮箱 li.t@jyqh.com.cn

电话 021-68555105



要点

- 从宏观面来看，美国劳动力市场已接近充分就业，欧元区经济复苏表现较好。但接下来特朗普政府政策的实施仍具不确定性，先前的乐观预期在其上任后将被证实或者证伪将逐渐清晰。加息节奏过快推高美元不利于美国贸易，我们维持 2017 年美国加息 2 次的判断，首次时点发生在 6 月的可能性较高。短期看来，国内宏观经济运行平稳，但经济向下价格向上的滞胀风险依然存在。
- 从基本面上看，受之前铜价高位时资本投入增加的影响，全球铜矿的产能仍处于上升趋势中。但 2017 年铜加工费长协价的下降强化了市场预计的海外矿山产量增速放缓。中国春节的影响及国内部分炼厂的检修安排将使得 1 月精炼铜产量较 12 月出现明显下降。
- 近期特朗普效益开始消退，美元指数出现回调，人民币贬值压力稍降。今年春节主要在 1 月份，目前铜现货市场供应的弹性不是很大，如果下游在春节前集中备货以应对节后终端订单的话，铜现货市场可能会出现紧张的局面。预计 1 月铜价依然震荡偏强格局，沪期铜主力合约主要波动区间在 44000 元/吨-47000 元/吨之间。

目录

一、行情回顾	4
二、宏观经济分析	4
1、美国接近充分就业，欧洲经济复苏加速.....	4
2、12 月制造业 PMI 不及预期，货币稳定中性	5
三、基本面分析	6
1、全球铜矿供应仍处于扩张阶段.....	6
2、11 月国内精炼铜产量下降，铜精矿现货加工费持续下滑.....	8
3、11 月精炼铜进口反弹，出口继续下滑	9
4、12 月 LME 铜库存大幅增加.....	11
5、2016 年铜消费好于预期.....	11
四、行情展望	13

图表目录

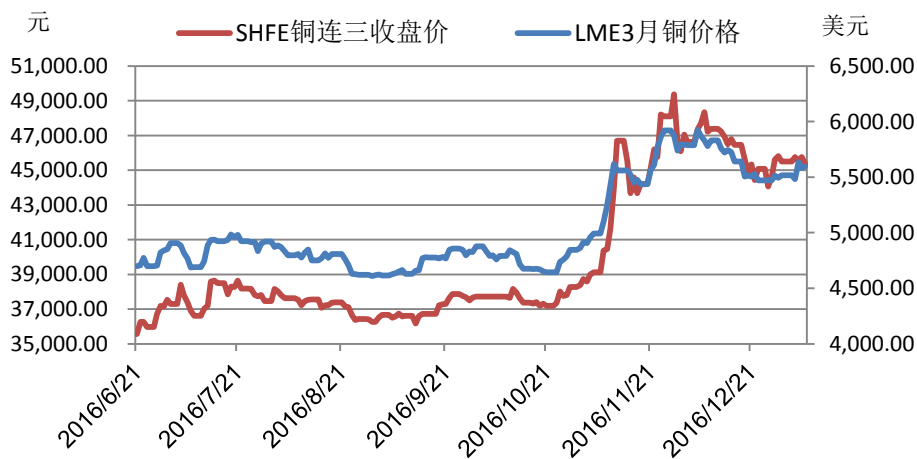
图表 1 铜价格走势.....	4
图表 2 全球主要国家和地区 CPI 变化.....	6
图表 3 美国非农就业人数和失业率变化.....	6
图表 4 美国制造业 PMI 变化.....	6
图表 5 中国官方和财新 PMI 变化.....	6
图表 6 全球精铜供需平衡表（单位：万吨）.....	7
图表 7 中国精铜供需平衡表（单位：万吨）.....	7
图表 8 全球精炼铜供需(WBMS)（吨）.....	8
图表 9 全球精炼铜供需（ICSG）（千吨）.....	8
图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势.....	9
图表 11 全球精炼铜矿产量及 2016 年产量预期.....	9
图表 12 国内冶炼厂检修计划（单位：万吨）.....	9
图表 13 中国铜材进口量及增速变化（万吨）.....	10
图表 14 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化（万吨）.....	10
图表 15 中国精炼铜产量及增速变化（吨）.....	10
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化（万吨）.....	10
图表 17 三大交易所库存变化情况.....	11
图表 18 伦铜价格与伦敦分地区库存走势.....	11
图表 19 电力投资完成额变化.....	12
图表 20 房地产固定资产投资增速变化.....	12
图表 21 家电产品产量增速变化.....	13
图表 22 汽车产量及销量变化.....	13

一、行情回顾

铜价在 11 月强势上涨之后，12 月呈震荡回调之势。主要因为中国年末流动性紧张，再加上 LME 铜库存大幅增加，中国房地产降温带动铜需要预期转弱，以及特朗普效应的减退，铜价高位回落。截止 12 月底，伦铜报收于 5516 美元/吨，月度跌幅为 4.81%，沪期铜报收于 45500 元/吨，月度跌幅为 1.04%，呈现出缩量减仓，资金逐步流出。由于人民币兑美元在 12 月份大幅贬值，沪期铜的走势较伦铜明显抗跌。

进入 2017 年，人民币大幅贬值的态势出现扭转，铜价也呈现出外强内弱的局面，而新年初始国内资金面紧张的局面缓解也为铜价提供了支撑。12 月铜价上涨势头有所放缓，从而导致下游企业拿货谨慎，供应商出货贴水成交，且贴水不断扩大。

图表 1 铜价格走势



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、美国接近充分就业，欧洲经济复苏加速

美国 12 月制造业 PMI 指数超预期，生产端的通胀复苏明显，主要由石油和大宗原材料价格的快速上升导致。受强势美元的影响，美国的贸易逆差在 11 月份明显扩大，美国 11 月商品贸易帐-653 亿美元，为 2015 年 3 月来最大逆差。11 月商品服务贸易逆差为 452 亿美元，比 10 月修订后的逆差 424 亿扩大 6.8%，达到九个月新高。美国 2016 年 12 月新增非农就业 15.6 万不及预期，同时将 11 月数据从 17.8 万上修为 20.4 万，12 月失业率较 11 月略升 0.1% 至 4.7%，劳动力参与率为 62.7%。16 年 12 月平均时薪同比增长 2.9%，是 09 年以来最高。美国 2016 年全年新增非农就业 216 万人，连续 6 年保持在 200 万以上。整体而言，美国劳动力市场依然表现强劲，但改善程度呈现放缓；新增就业人数的放缓叠加劳动者薪资增长的加

速，表明劳动力市场接近充分就业。

另外，12 月美联储货币政策纪要显示，美联储对特朗普治下政策走向、经济形势表示不确定，仅小幅上调 17 年经济增长预期。不确定性表态反映美联储预测经济的困难度加大，从而也加大其与市场沟通的困难，2017 年货币政策调整将边走边看。接下来特朗普政府政策的实施将逐渐证实或者证伪市场的乐观预期，加息节奏过快推高美元不利于美国贸易已被 11 月的贸易数据验证。我们维持 2017 年美国加息 2 次的判断，首次时点发生在 6 月的可能性较高。

欧元区 12 月综合 PMI 增速创 2011 年 5 月以来最高，PMI 数据显示欧洲经济扩张超预期。过去四个月欧元区 PMI 制造业指数持续上行，创五年多以来的新高。欧元区制造业并未受到意大利公投、银行坏账等不确定性因素的冲击，欧元区经济持续稳定恢复。受能源价格上涨推动，欧元区 CPI 涨幅超预期，创下 2013 年 9 月以来新高。法国大选民调显示法国三位大选候选人齐头并进，前总理菲永对极右翼领袖勒庞的优势在逐渐缩小，这一风险不容忽视。欧元的走软同时对欧元区 CPI 与经济活动扩张带来了提振；尽管高景气度持续性存疑，但仍表明欧元区经济复苏依然表现较好。

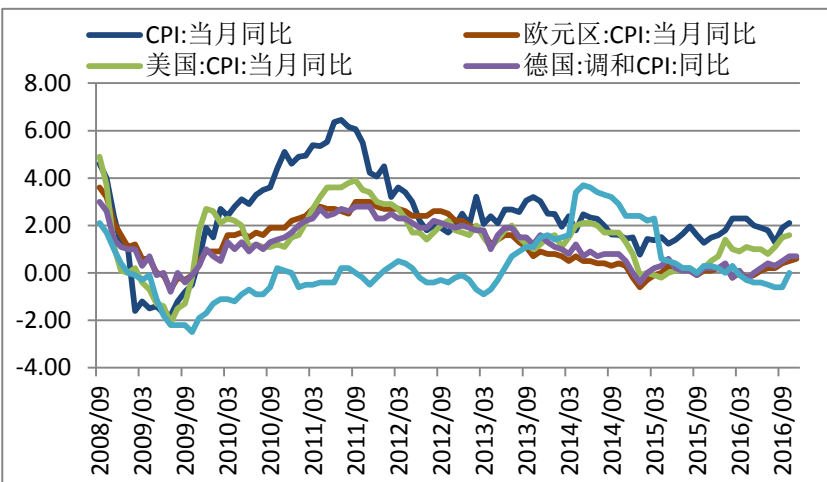
2、12 月制造业 PMI 不及预期，货币稳定中性

中国 12 月官方制造业 PMI 为 51.4，前值 51.7，下降 0.3 个百分点，连续 5 个月高于荣枯线，为年内次高点，也是近 5 年同期的最高点，甚至高于 2013 年经济过热期。分项来看，环比回落主因生产大幅回落，其他几项表现强劲，需求旺盛、价格大涨、库存去化加快。内需保持稳定，外需略有回落。本轮制造业复苏源于上游价格驱动，由于需求端改善动力不足，价格自上而下的传导不畅。但下行风险已经显现：国企和民企利润增速“剪刀差”由负转正，反映出国企对于民企利润挤压明显，小企业景气指数连续下降，制造业投资意愿和能力继续下滑，原材料价格上升开始侵蚀中下游企业利润。

央行公布数据显示，12 月我国外汇储备余额 30105.17 亿美元，较 11 月下降 410.81 亿美元，降幅较前两个月收窄。12 月人民币兑美元贬值 0.9%，汇率维稳亦消耗部分外储。新年伊始在岸和离岸人民币显著反弹，人民币短期企稳，外管局也加强对个人购汇的审核来阻止资本外流。考虑到美国加息、美元可能进一步走强，且中国依然面临资本流出压力，预计 2017 年人民币仍承受贬值压力。

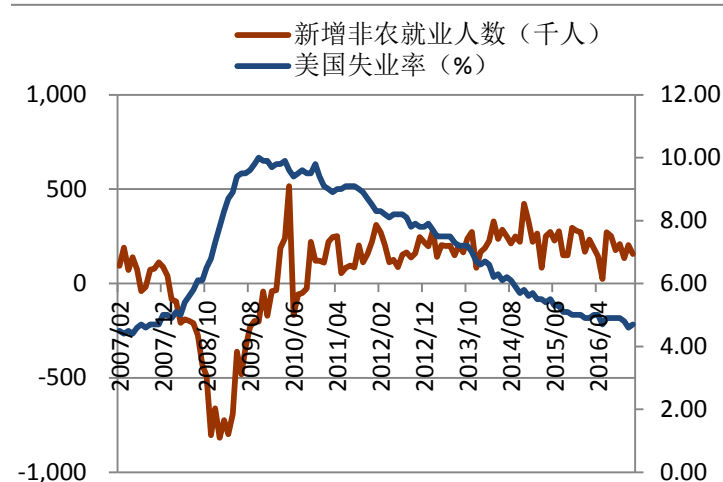
短期来看，宏观经济运行平稳，微观状况继续改善，2016 年全年增长 6.7% 无虞，但稳增长的代价却是房价大涨、杠杆骤升、汇率承压。通胀将继续上行，这将继续压缩宏观政策的宽松空间。中央经济工作会议定调，抑制地产泡沫和防范金融风险将是 17 年首要目标。货币更稳健，财政更有效，监管更强力的防风险政策组合将继续施压资本市场。中期来看，宏观微观表现可能逐步背离，经济向下价格向上的滞胀风险依然存在，压力可能在明年二季度逐步显现。届时政策将面临两难，直到价格重新回落、经济重新进入通缩周期后才会迎来新的政策宽松。

图表 2 全球主要国家和地区 CPI 变化

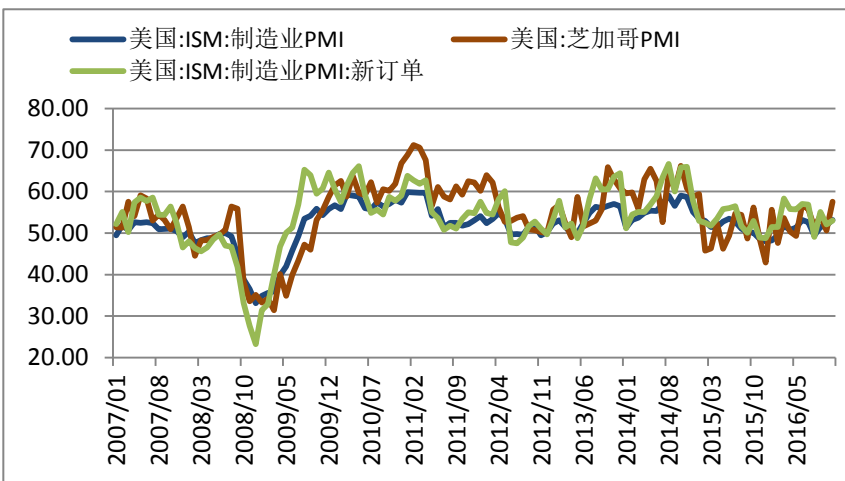


资料来源：Wind、铜冠金源期货

图表 3 美国非农就业人数和失业率变化

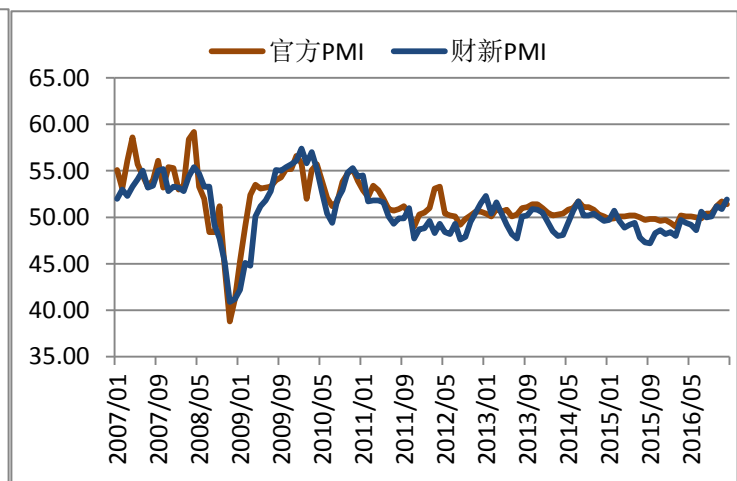


图表 4 美国制造业 PMI 变化



资料来源：Wind、铜冠金源期货

图表 5 中国官方和财新 PMI 变化



三、基本面分析

1、全球铜矿供应仍处于扩张阶段

受之前铜价高位时资本投入增加的影响，全球铜矿的产能仍处于上升趋势中。随着 11 月份以来铜价大幅走高，预计资本投入将从低谷有所恢复。12 月智利财政部长表示，政府将给与铜业巨头 Codelco 公司 9.75 亿美元资金，增加资本投入实施其雄心勃勃的计划。同时，随着铜价走高，减产矿山的生产运营将恢复甚至超过之前的水平。根据 SMM 的数据，全球铜矿产量 2016 年同比增加了 5%，预计在 2017 年增幅达到 3%。

2016 年中国铜矿产量比较平缓，因为今年铜价整体处于低位震荡中，铜价近期才出现

大涨，国内部分铜矿山扩建和停产项目推迟投产。预计 2017 年国内铜矿产量将增长 4.4%，因被推迟的矿山项目将在 2017 年投产。SMM 预计 2016 年中国精炼铜供应增速约为 4.9%，精炼铜产量约 776 万吨左右；预计 2017 年精炼铜供应增速会下降至 3.1%，精炼铜产量约 800 万吨；2018 年增速将小幅反弹至 3.8%，总体产量 830 万吨左右。

但今年国外矿山的增速明显大于国内，近两年是全球矿山供应量的增长期，据 SMM 调研统计，预计 2016 年全球供应增速近 5%，预计 2017 年有所下降至 3%。

国际铜业研究小组(ICSG)发布的月报称，今年 9 月全球精炼铜市场供应短缺 1.5 万吨，8 月为供应过剩 15.6 万吨。今年 1-9 月，全球精炼铜市场供应短缺 8.4 万吨，上年同期为供应短缺 2.8 万吨。全球 9 月精炼铜产量为 196 万吨，消费量为 197 万吨。中国保税区铜库存 9 月短缺 5.5 万吨，8 月过剩 13.8 万吨。

秘鲁 10 月铜产量同比跳增 37.7%至 218,685 吨，去年同期为 158,855 吨，因 Freeport 旗下 Cerro Verde 矿场、中国铝业公司的 Toromocho 矿场及 Hudbay Minerals 公司的 Constancia 矿场产量增加，中国五矿集团投资 83 亿美元的 Las Bambas 矿场亦开工。

智利 11 月铜产量为 479,959 吨，较上年同期减少 1.3%，因矿石品位下滑和某矿山进行检修项目。矿石品位下滑影响了产量，但很多新矿山的投产帮助提振了产出。

图表 6 全球精铜供需平衡表 (单位: 万吨)

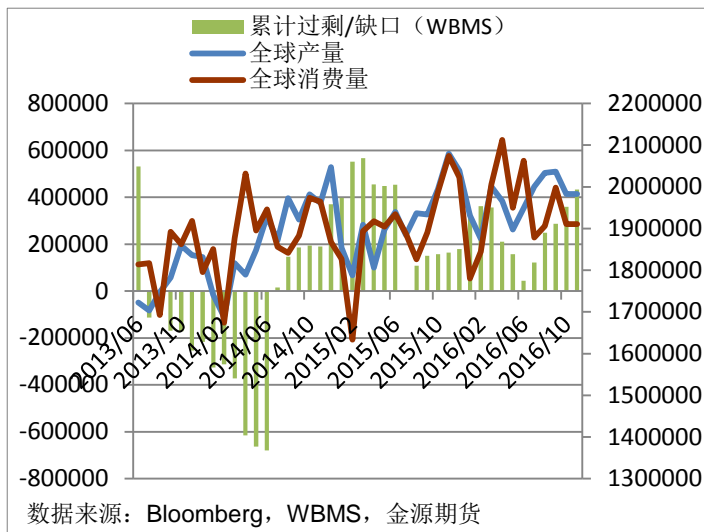
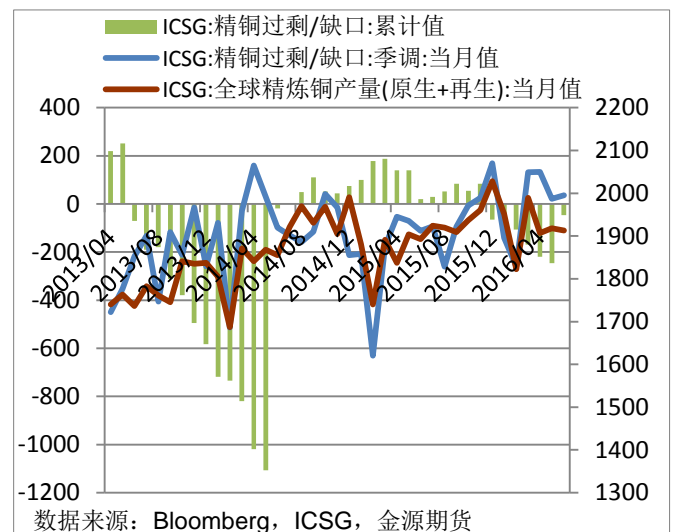
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-11 月*
产 量	2076.0	2160.0	2200.0	2056.0
消 费 量	2055.0	2125.0	2165.0	2021.0
供需平衡	21.0	35.0	35.0	35.0

资料来源：安泰科*e 为预估值；f 为预测值

图表 7 中国精铜供需平衡表 (单位: 万吨)

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-10 月	2016 年 11 月**
产 量*	617.9	688.4	736.9	631.0	67.0
净进口量	291.2	332.4	346.6	260.7	20.0
供 应 量	909.1	1020.8	1083.5	891.7	87.0
消 费 量*	915.0	966.0	993.0	852.0	88.0
供需平衡	-5.9	54.8	90.5	39.7	-1.0

资料来源：安泰科*为预估值；**为预测值

图表 8 全球精炼铜供需 (WBMS) (吨)

图表 9 全球精炼铜供需 (ICSG) (千吨)


资料来源：Bloomberg, WBMS, ICSG, 铜冠金源期货

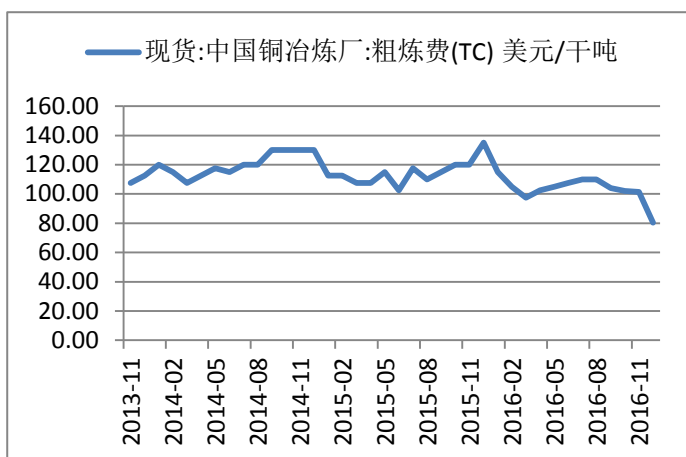
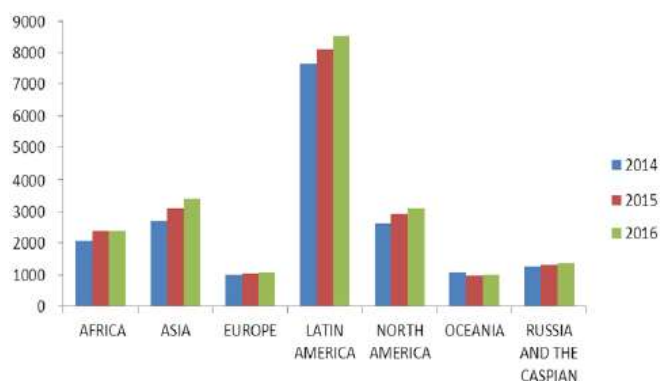
2、11 月国内精炼铜产量下降，铜精矿现货加工费持续下滑

国家统计局数据显示，中国 11 月精炼铜产量较去年同期下降 1.1%，为 72 万吨；1-11 月产量为 768.1 万吨，同比增加 7.4%。由于 CSPT 谈判小组与国外矿商就明年加工费进入谈判期，上下游博弈加剧，导致国内产量有所下降。

SMM 调研显示：12 月精炼铜产量为 67.4 万吨，环比增长 1.05%，同比增长 2.9%，2016 年全年累计产量 776.9 万吨，同比增长 5.01%。12 月产量没有预期的高，主因云南铜业本部检修，产量出现较为明显的减少，且此次检修将会持续影响 1 月份产量。环比增长主要来自于江西铜业检修结束后的产量恢复。

SMM 预计 1 月精炼铜产量为 64.8 万吨，同比增长 7.11%，产量较 12 月出现明显下降。主要因为：一、部分炼厂的检修安排，如云南铜业本部、保定建昌等有安排检修，以及部分传统再生铜企业的停产。二、各大冶炼厂在经过 12 月的冲年度产量目标后适当调节生产效率。三、因中国春节的影响，部分炼厂计划产量下滑。

加工费方面，今年 TC 长协价下降为 92.5 美元/吨强化了市场预计的海外矿山产量增速放缓。当前铜精矿现货加工费持续下滑，现货 TC 在 79~82 美元/吨左右。据调查，中国铜原料联合谈判小组(CSPT)确定明年第一季度的 TC 基准价为 90 美元/吨。

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

图表 11 全球精炼铜矿产量及 2016 年产量预期


资料来源: Bloomberg, Wood Mackenzie, 铜冠金源期货

图表 12 国内冶炼厂检修计划 (单位: 万吨)

公司名称	公司产能	开始时间	结束时间	影响产量
云南铜业	60	2016 年 3 月中	2016 年 3 月底	0.3
大冶有色	70	2016 年 4 月上旬	2016 年 5 月中旬	2.8
张家港联合铜业	30	2016 年 1 月	2016 年 2 月	1.6
中交山有色	20	2016 年 4 月初	2016 年 4 月底	0.65
江西铜业	100	2016 年 5 月中旬	2016 年 6 月中旬	2.6
金川集团	80	2016 年 5 月中	2016 年 5 月底	0.1
赤峰金剑	10	2016 年 5 月初	2016 年 5 月 20 日	0.4
赤峰云铜	10	2016 年 6 月初	2016 年 7 月初	1
白银有色	20	2016 年 7 月	2016 年 8 月	1
中条山有色	20	2016 年 6 月	2016 年 7 月	0.7
富冶集团	25	2016 年 8 月	2016 年 8 月	1.2
东营方圆	70	2016 年 7 月底	2016 年 8 月底	3
紫金挥春	10	2016 年 8 月 28 日	2016 年 9 月下旬	0.2
中原黄金冶炼厂	20	2016 年 9 月初	2016 年 9 月下旬	0
五矿铜业(湖南)	10	2016 年 9 月初	2016 年 9 月下旬	0.55
江西铜业	100	2016 年 10 月	2016 年 11 月	0

资料来源: 上海有色网铜冠金源期货

3、11 月精炼铜进口反弹, 出口继续下滑

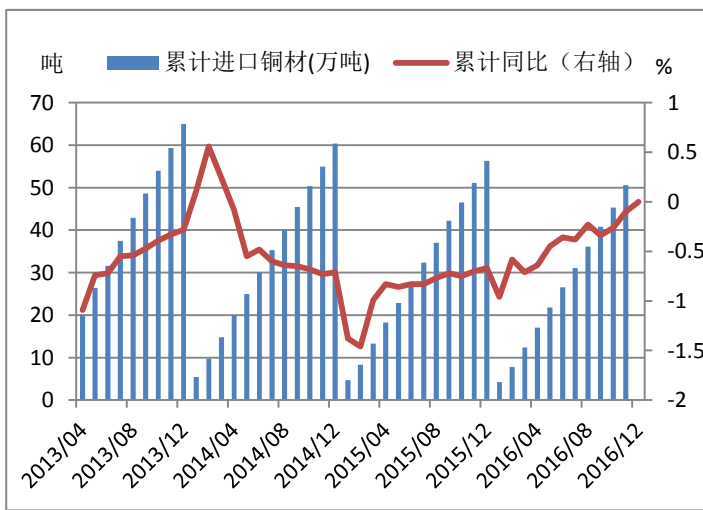
中国海关公布的数据显示, 中国 11 月未锻轧铜及铜材进口量同比下降 17.8%, 环比增加 31%, 至 38 万吨。1-11 月累计进口 446 万吨, 同比增加 4.2%。中国 11 月铜矿石及精矿进口量为 176 万吨, 同比增加 22.45%, 环比增加 29.41%。1-11 月累计进口 1535 万吨, 同比增加 29.9%。进入年底, 由于国内将逐渐进入消费淡季, 预计进口需求将继续减弱。

中国 11 月精炼铜进口量终结年内一降再降之势, 环比增加 46% 至 276,730 吨, 同比降

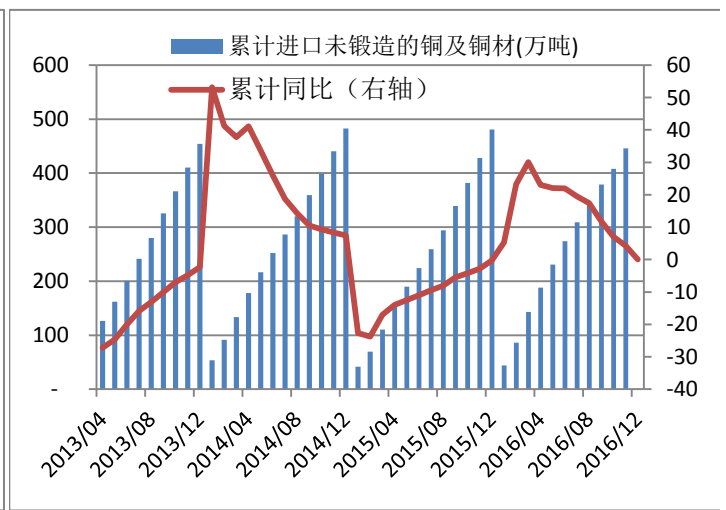
22.9%；1-11 月累计进口量为 3,269,273 吨，同比增 0.44%。随着沪伦比值缩窄，当月进口铜倒挂出现缩小趋势，导致当月出现进口盈利机会，从而刺激国内进口境外精炼铜，但美元走强依然为主体，进口铜清关盈利的机会并不多，从而使精炼铜进口同比依然下降，环比出现上涨趋势。

由于 10 月以来人民币贬值预期加强，沪伦比值整体走高，精炼铜出口环比不断下滑。11 月精炼铜出口同比大幅下滑 46.5%，环比减少 54.0%至 1.05 万吨；1-11 月累计出口量为 39.66 万吨，同比增 108.0%。11 月精铜出口双降主因有：一、内外盘铜价倒挂幅度缩水，导致出口无利可图；二、国内来料加工手册企业年底并未有出口需求，因此减少出口量。

图表 13 中国铜材进口量及增速变化（万吨）

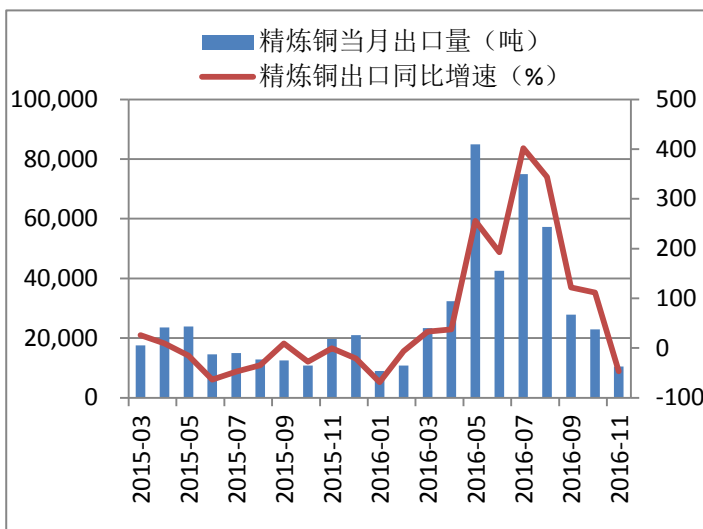


图表 14 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化（万吨）

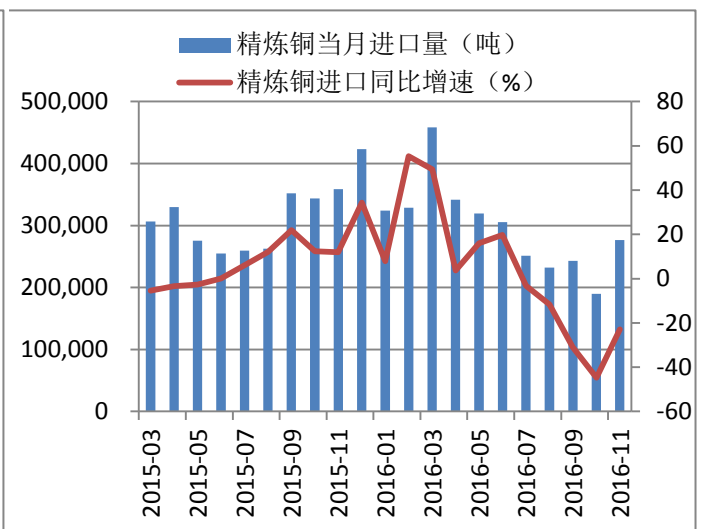


资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

图表 15 中国精炼铜出口量及增速变化（吨）



图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化（万吨）



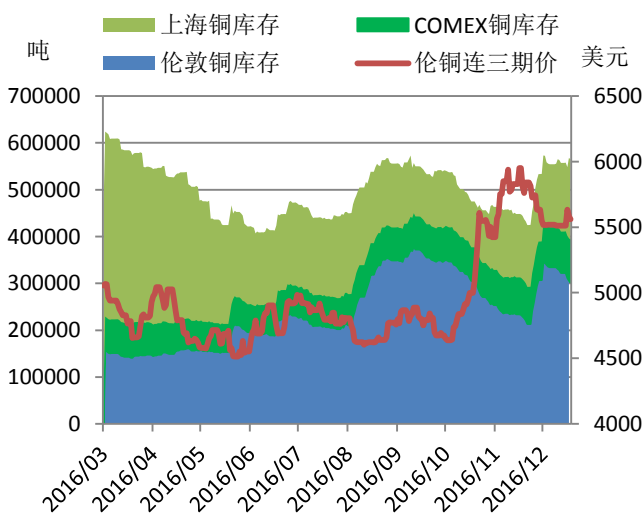
资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

4、12 月 LME 铜库存大幅增加

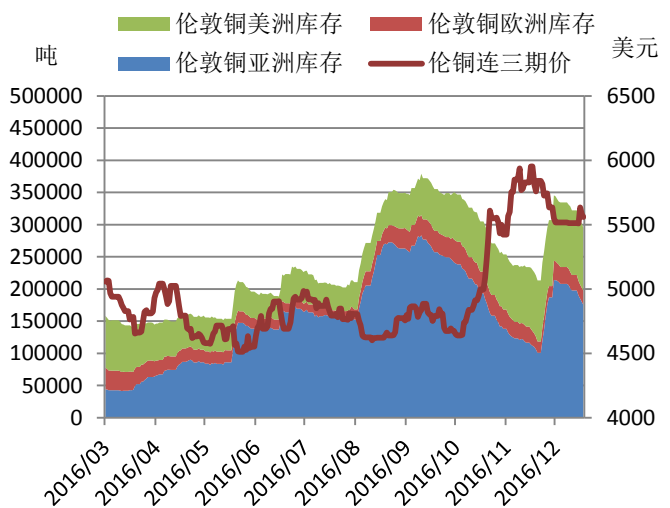
进入 12 月份以后 LME 库存大幅增加。截止 12 月末，LME 库存比 11 月末增加了 8.82 万吨至 32.22 万吨。但市场目前反应有限，主要是因为近两个月 LME 库存变动频繁，不能反映市场的真实需求变动。从 LME 现货掉期来看，下半年长期呈 contango 结构，显示铜供应整体宽裕。

12 月份上海期货交易所铜库存比 11 月底增加了 1.12 万吨至 14.66 万吨，与去年同期比减少 3.13 万吨。COMEX 环比增加了 0.87 万吨至 8.01 万吨。整体而言，三大交易所 12 月末库存比 11 月末增加 10.82 万吨至 54.89 万吨，与去年同期比则增加了 7.16 万吨。12 月上海保税区铜库存则减少了 1.9 万吨，至 45.15 万吨，比去年同期下降 2.85 万吨。

图表 17 三大交易所库存变化情况



图表 18 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

5、2016 年铜消费好于预期

由于去年中国上半年信贷扩张，房地产市场回暖，国家电网投资大幅增加，以及汽车和家电消费走强，使得 2016 铜的消费需求超出年初的市场预期。分行业来看：

电力电缆：电网投资的高速增长使得来自电力行业的铜消费明显增加。电力行业是明显的消费增长驱动行业，作为政府进行财政基建投资刺激的重要方面，自 2015 年 8 月份后电网投资出现了大规模的突击花钱效应，由于 2015 年 1-8 月的低基数效益，2016 年电网基本建设投资完成额年度增长水平达到了 20% 以上。目前政府债务比例仍高，明年电网投资再继续保持高速增长可能性不大，但还会维持在高位。

房地产：2016 年房地产行业在经历了数次政策放松之后，房地产销售与开工于上半年快速反弹，特别是一二线城市房地产成交极为火爆，进入下半年，整体政策基调再次转向，新一轮的限购政策出台，流动性开始在一定程度上收紧，房地产市场进入持续回落的状态。

基数效益叠加调控加码将导致 2017 年新开工于销售同比下滑。由于目前一二线城市与三四线城市库存分化明显，一二线城市存在一定的补库存空间，房地产调整幅度将较为温和。

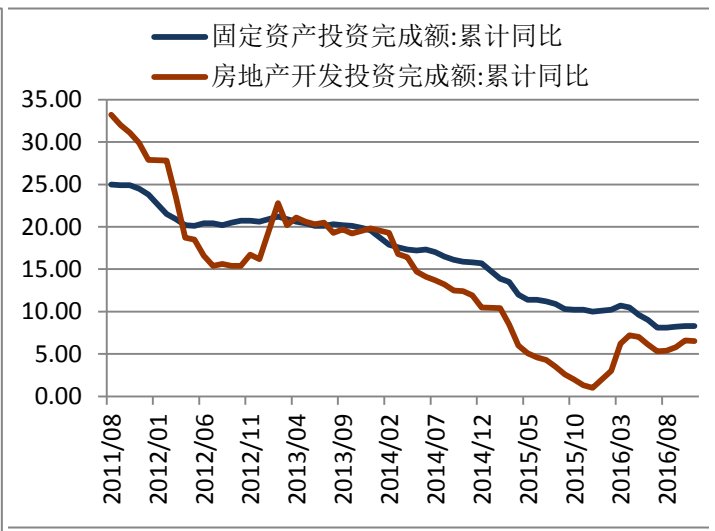
家电行业：数据显示，2016 年 1-11 月空调产量 14514.2 万台，同比增长 3.1%，预计 2016 年空调产量同比增长 3.0-4.0%。11 月空调内销出货增速创近 6 年来单月新高，内销数据再超预期。2016 年空调产量的表现整体先抑后扬，主要受到房地产尾端效应的带动，房地产空调库存从年初的 5000 万台下降到目前的 2500 万台。预计 2017 年上半年空调领域的铜消费增长还会延续，下半年增速可能会有所回落，也是因为房地产尾端效应走弱的原因。

汽车消费：中汽协发布数据显示，我国 11 月汽车产销创历史新高，11 月份乘用车销量为 259 万辆，同比增长 17.2%；1-11 月份乘用车销量 2167.8 万辆，同比增长 15.6%。2016 年前 11 个月乘用车已超过去年全年销量。中国乘用车销量势将创下 26 年连涨纪录。乘用车销量高速增长与 1.6 升以下购置税减免及新能源汽车补贴有关。1.6L 及以下乘用车增速高于总体，新能源车消费快速增长。2017 年 1.6 升以下汽车购置税优惠减少 50%，新能源乘用车的整体补贴额度下降了 40%，可能影响明年的汽车消费。另外，今年春节前的销售高峰提前到 12 月启动，车市总体火爆行情将在 12 月延续。

图表 19 电力投资完成额变化

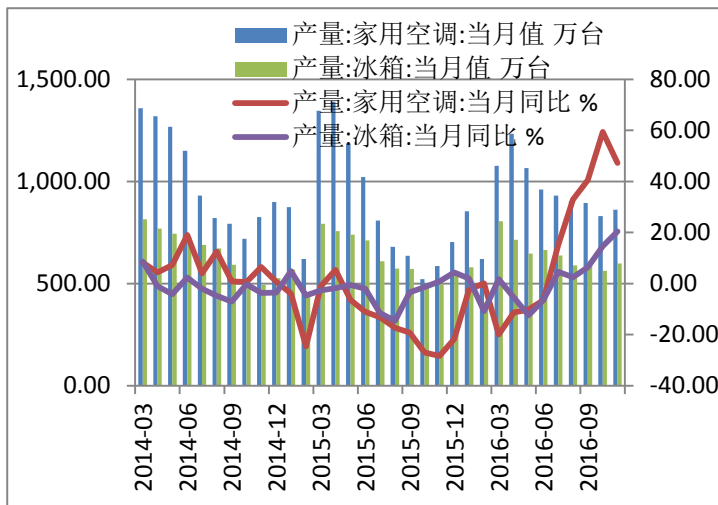


图表 20 房地产固定资产投资增速变化

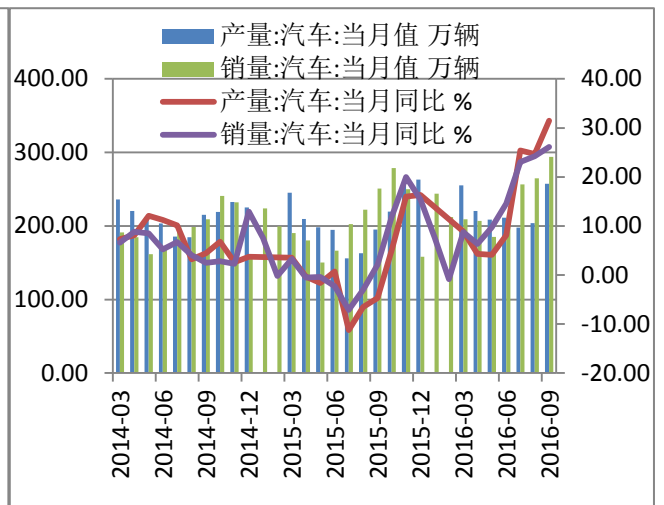


资料来源：Wind，铜冠金源期

图表 21 家电产品产量增速变化



图表 22 汽车产量及销量变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

四、行情展望

从宏观面来看,美国劳动力市场已接近充分就业,欧元区经济复苏表现较好。但接下来特朗普政府政策的实施仍具不确定性,先前的乐观预期在其上任后将被证实或者证伪将逐渐清晰。加息节奏过快推高美元不利于美国贸易,我们维持 2017 年美国加息 2 次的判断,首次时点发生在 6 月的可能性较高。短期看来,国内宏观经济运行平稳,但经济向下价格向上的滞胀风险依然存在。

从基本面上看,受之前铜价高位时资本投入增加的影响,全球铜矿的产能仍处于上升趋势中。但 2017 年铜加工费长协价的下降强化了市场预计的海外矿山产量增速放缓。中国春节的影响及国内部分炼厂的检修安排将使得 1 月精炼铜产量较 12 月出现明显下降。

近期特朗普效益开始消退,美元指数出现回调,人民币贬值压力稍降。今年春节主要在 1 月份,目前铜现货市场供应的弹性不是很大,如果下游在春节前集中备货以应对节后终端订单的话,铜现货市场可能会出现紧张的局面。预计 1 月铜价依然震荡偏强格局,沪期铜主力合约主要波动区间在 44000 元/吨-47000 元/吨之间。

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。