

基本面整体偏空，但稳增长预期使铜价下跌空间有限

——铜 2014 年 9 月分析报告

内容导读：美国经济维持了稳健复苏的态势，从目前铜价与美元指数仍维持正相关性来看，经济复苏对铜需求的中期拉动仍是市场关注的重点，同时，市场尚未对美联储加息影响产生过度忧虑。8 月份国内官方制造业 PMI 指数环比回落，分项指标显示国内经济进入被动补库存阶段的概率提高，从投资数据来看，制造业投资增速维持了回落趋势，表明经济内生增长动力仍不足。从铜的供求关系来看，7 月由于铜材产量增速高于精炼铜，国内铜市场供求仍处于改善过程之中，但从下游消费状况来看，电力、空调行业对铜消费拉动力度均有限，这种改善并不可持续，这将使铜价不具备大幅上涨的基础。整体来看，由于政府稳增长的意图明确，如果国内经济出现快速冷却，预计较大规模的刺激政策出台概率将大幅提高，在此背景下过分看空铜价存在较大的风险，但下游消费低迷又不支撑铜价大幅上涨，9 月份沪铜维持区间震荡概率较大，1411 合约运行区间在 48200-51000 元，操作上以区间震荡思路为主。

8 月份铜市场回顾

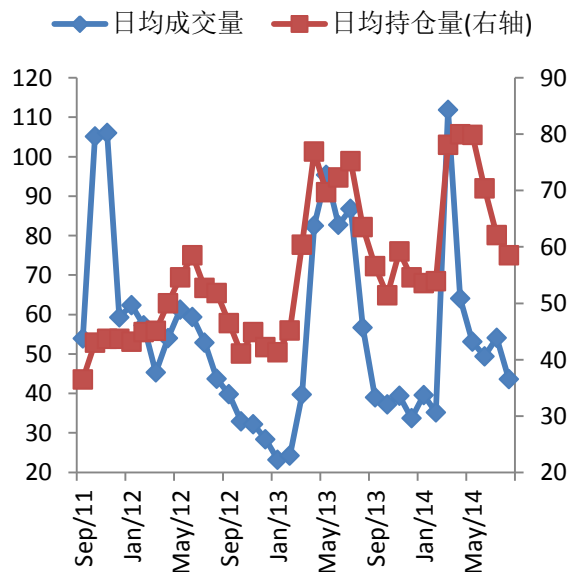
8 月沪铜呈现宽幅震荡走势，月中 1410 合约一度跌破 49000 元重要支撑，但在 49000 元下方仅维持了三个交易日便开始反弹，月末收盘于 49780 元，全月最终下跌 730 元，跌幅为 1.5%（图 1）。仓量方面，8 月沪铜指数日均成交量减少 10.5 万手至 43.6 万手，日均持仓量减少 3.6 万手至 58.5 万手（图 2）。

图 1 沪铜 1410 合约日 K 线



数据来源：博易大师 中钢期货

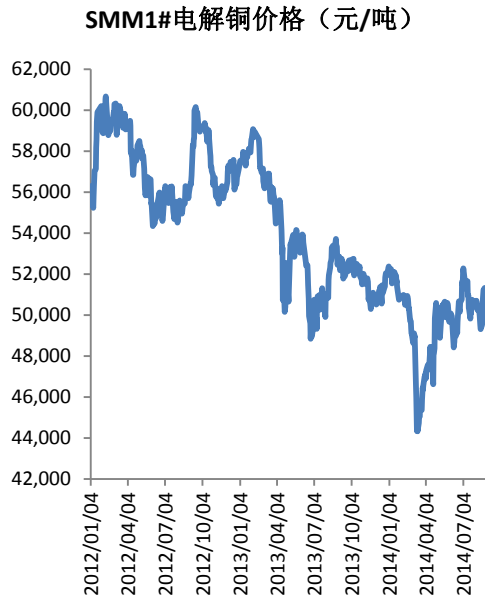
图 2 沪铜指数日均成交量与持仓量



数据来源：文华财经 中钢期货

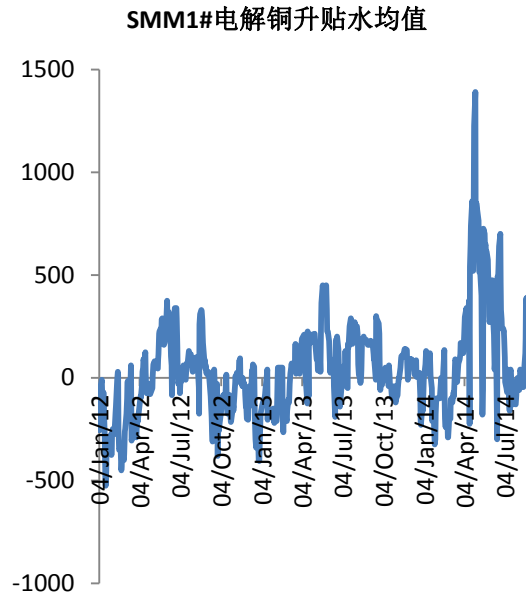
现货价格走势与期货价格相似，呈现下跌-反弹-下跌走势（图 3），SMM 现货价格运行区间为 49310-51335 元，现货较当月合约全月基本维持升水，且呈现“两端低中间高”，月中最大升水达到 390 元（图 4），表明现货供给偏紧，月末升水回落，主要是持货商月末资金偏紧，抛售库存而打压了升水。

图 3 SMM 现货 1#铜价



数据来源：SMM 中钢期货

图 4 SMM 铜现货较当月合约升贴水



数据来源：SMM 中钢期货

上次报告观点回顾

在 8 月报中，我们预计 1410 合约维持震荡走势，运行区间在 49000-51500 元，实际走势与我们的预期一致。

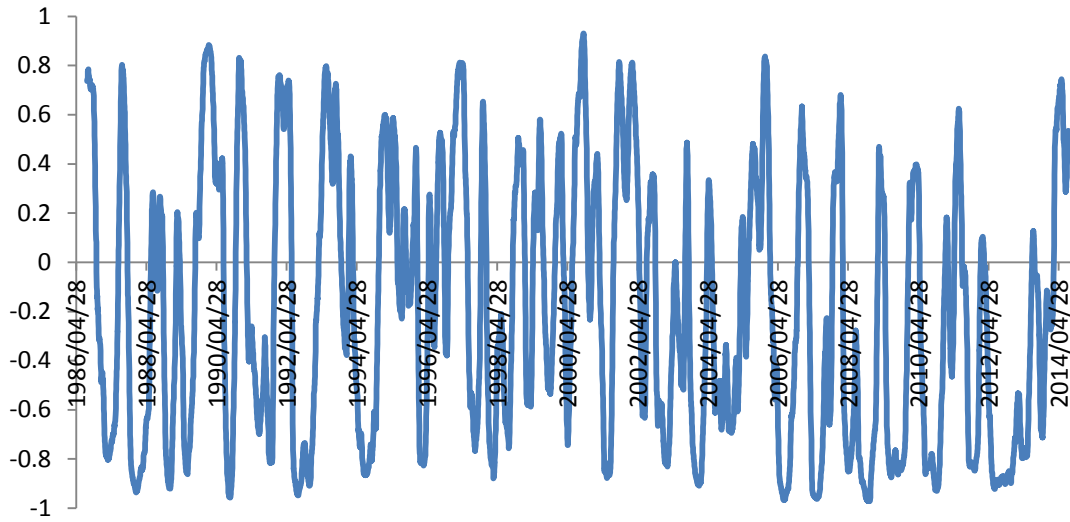
9 月份影响因素分析

一、美国经济稳健增长，国内经济内生增长动力仍不足

国际方面，美国经济维持了持续稳健的复苏态势。7 月 ISM 制造业 PMI 指数为 57.1%，创 2011 年 5 月以来的新高，同时新增非农就业人数也维持在 21 万人的高位；从高频就业数据来看，当周初次申请失业金人数四周均值维持了缓慢下行的趋势。但需要关注的是，美国经济复苏加剧了市场对美联储加息的担忧，市场预计美联储在 10 月份议息会议上将结束债券购买，之后将主要根据经济复苏的程度对加息时点以及加息节奏进行评估。美联储开始加息对铜价将是重大利空，但从目前铜价与美元指数仍处于正相关性来看（图 5），市场并未预期加息在短期会降临，美国经济复苏对铜消费的提振仍是影响铜价的主要因素。总体来看，美国经济维持了非常稳健的增长，美国经济增长拉动全球经济增长，将有助于铜消费的增长，中期利多铜价。

图 5 铜价与美元指数仍呈现正相关

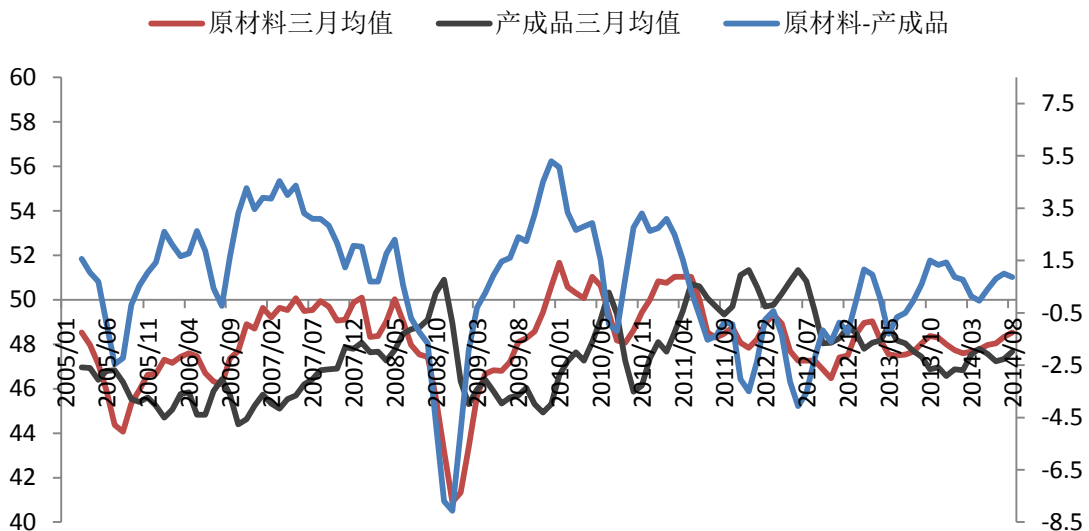
LME3月铜价与美元指数100日相关系数



数据来源: wind 中钢期货

国内方面，8月官方制造业PMI指数为51.1%，环比回落0.6个百分点。从往年的环比数据来看，2005年以来8月较7月平均回升0.3个百分点；从分项指标来看，新订单、新出口订单、生产、原材料库存指标分别回落1.1%、0.8%、1%、0.4%，产成品库存指标回升0.5%；分项指标表明8月国内经济从需求和供给两个方面都有趋冷的迹象，原材料库存与产成品库存指标的反向变化则反映了实体经济有进入被动补库存阶段的可能，被动补库存阶段一般被认为是经济开始步入衰退，但从三个月移动均值来看，目前还未陷入衰退阶段(图6)。

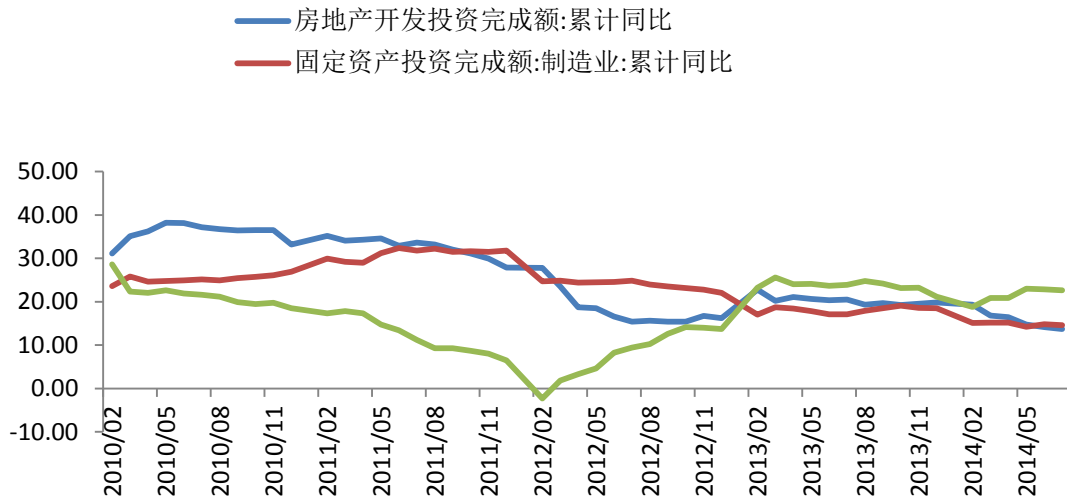
图6 国内宏观经济再次进入被动补库存阶段的概率提高



数据来源: wind 中钢期货

从投资数据来看，我们可以判断目前中国经济企稳的主要力量源于基础建设投资的增长，而制造业投资增速整体仍处于下降过程之中表面经济增长的内生动力不足(图7)。

图7 国内宏观经济仍靠基础设施投资增长来支撑



数据来源: wind 中钢期货

从货币政策来看,7月份信贷数据令市场大跌眼镜,7月份社会融资总额和新增信贷仅为2731亿元和3852亿元,远低于上半年月均1.8万亿元和9563亿元的融资量。但从8月份四大国有银行放贷情况来看,预计8月份新增信贷量将回升至7000亿元左右。

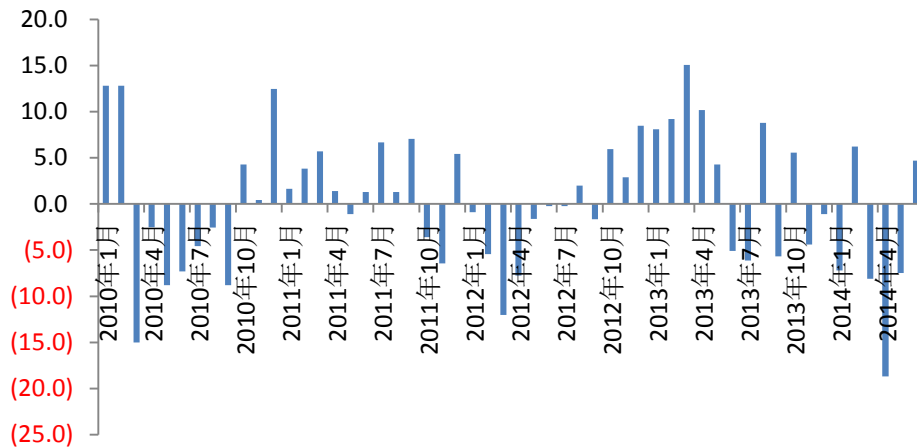
总体来看,目前国内宏观经济增速骤然趋缓的风险在提高,但从8月出台的“定向降息”、扩大定向再贷款、加快基础设施投资等政策来看,政府稳增长的意图明确,如果国内经济出现快速冷却,预计较强规模的刺激政策出台概率将大幅提高,在此背景下过分看空铜价存在较大的风险。

二、单月全球铜出现供给过剩,中长期维持过剩仍是大概率事件

根据世界金属统计局的数据,2014年6月全球铜供给过剩4.7万吨,1-6月份全球铜供给累计短缺29.6万吨,去年同期为供给过剩41.7万吨,月度虽然出现供给过剩,但供求关系较去年仍出现改善(图8)。从铜精矿产量数据来看,根据ICSG的数据,5月全球铜精矿产量为157万吨,同比增长5.6%,增速维持在高位(图9)。从中长期来看,自2005年铜价高涨引发的矿山投资逐步形成产能,未来2年全球铜精矿供应仍将维持较高的增速,供求过剩局面的持续中长期利空铜价。

图8 全球精炼铜单月出现供给过剩

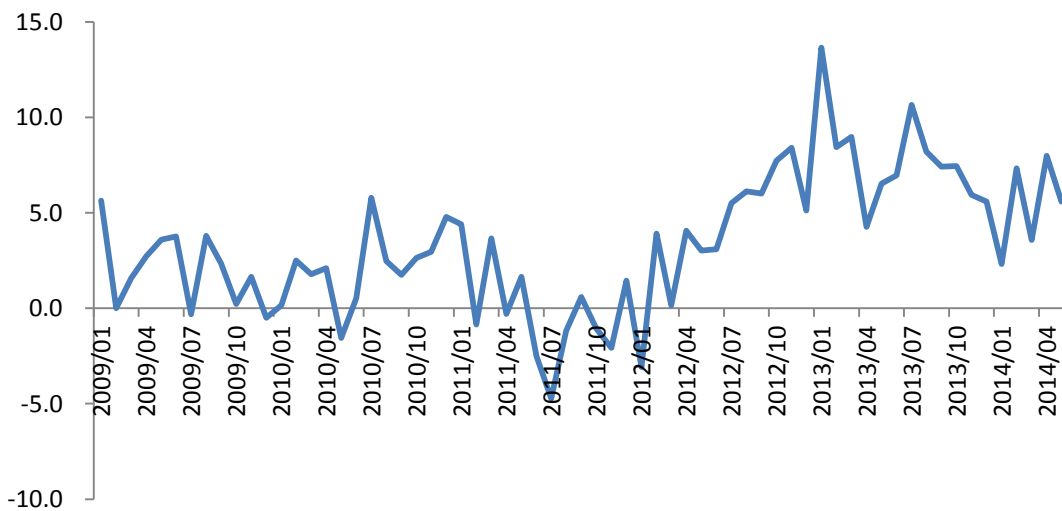
过剩/短缺（万吨）



数据来源：WBMS 中钢期货

图9 全球铜精矿产量增速维持高位

全球铜精矿产量同比增长率%



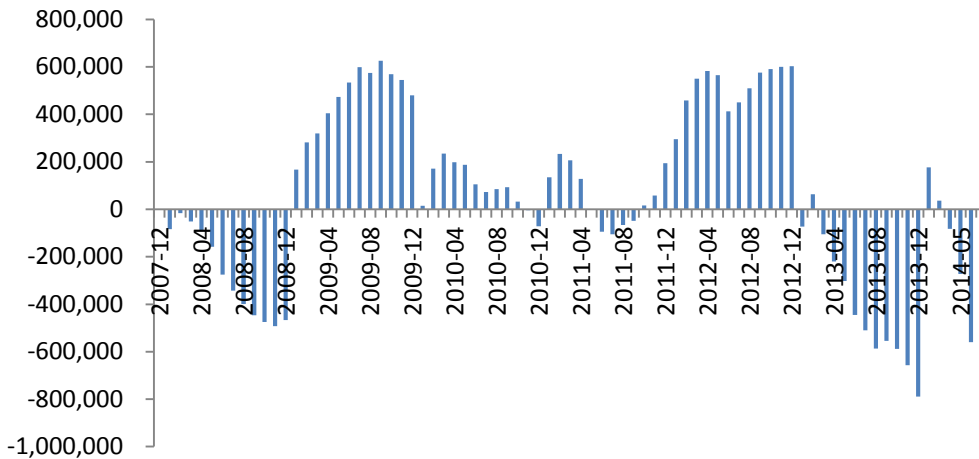
数据来源：ICSG 中钢期货

三、铜材产量增速提高使铜供求关系得到改善

从铜的表观消费量（粗略代表铜的供给）与铜材产量（粗略代表铜的需求）的差值来看，1-7月铜的表观消费量（粗略代表铜的供给）与铜材产量（粗略代表铜的需求）的累计差值为-72.8万吨，1-6月为-56万吨（图10），该指标显示7月国内铜供给关系仍出现改善。

图10 国内6月铜供给关系显著改善

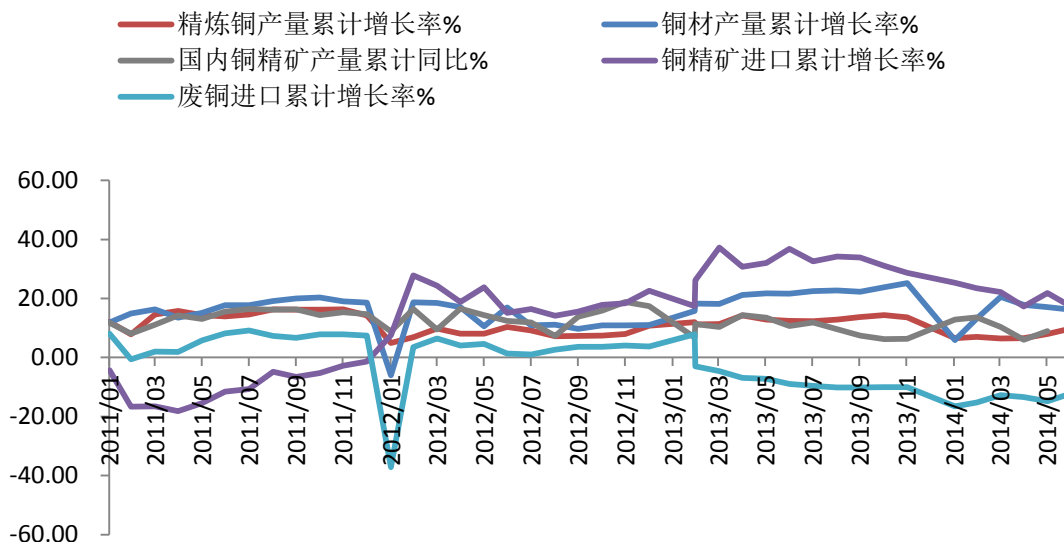
精炼铜表观消费量与铜材产量年度累计差值



数据来源: wind 中钢期货

具体来看, 7月国内精炼铜产量为63.4万吨, 环比增长1.6%, 同比增长16.5%; 铜材产量为143.7万吨, 环比减少9.6%, 同比增长9.5%。1-7月份国内铜精矿产量同比增长7.6%, 增速较1-6月回升1.3个百分点; 1-7月国内进口铜精矿同比增长17.3%, 回落4.5个百分点; 1-7月进口废铜同比增长-12.2%, 回升2.6个百分点(图11)。7月精炼铜产量处于较高的水平, 由于铜精矿进口供给充裕, 加工费维持在110美元上方, 预计9月份国内精炼铜产量仍将维持在60万吨以上的高位。总体来看, 铜材产量增速远高于精炼铜是7月国内铜供求关系显著改善的直接原因。需要注意的是, 铜材生产好于精炼铜所引发的供求关系改善不具备可持续性, 真正的改善还需看下游消费状况。

图 11 国内铜材生产好于精炼铜是供求关系改善的直接原因

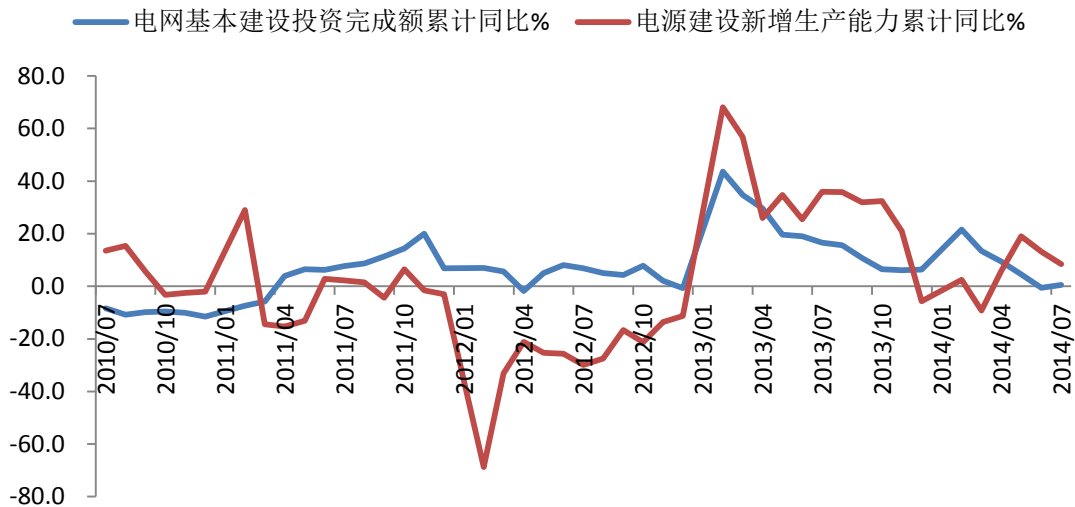


数据来源: wind 中钢期货

四、下游消费疲弱，铜价不具备大幅上涨的基础

国内铜消费的主要应用领域是电力行业与空调用铜。1-7月电网基本建设投资累计完成额同比增长0.6%，电源建设新增生产能力累计同比增长8.4%，电力投资增速处于2013年以来较低的水平（图12）；1-7月电力电缆产量同比增长4.6%，虽然较1-6月回升2.2个百分点，但属于低速增长，数据表明7月份电力行业对铜消费拉动作用偏弱。受审计等因素影响，上半年国家电网公司实际完成电网投资1588亿元，仅占全年投资计划的41.6%，在政策因素的不利影响消除后，下半年电网投资增速恢复的概率较高，对铜消费拉动作用增强，但9月份对铜消费的促进作用仍很不确定。

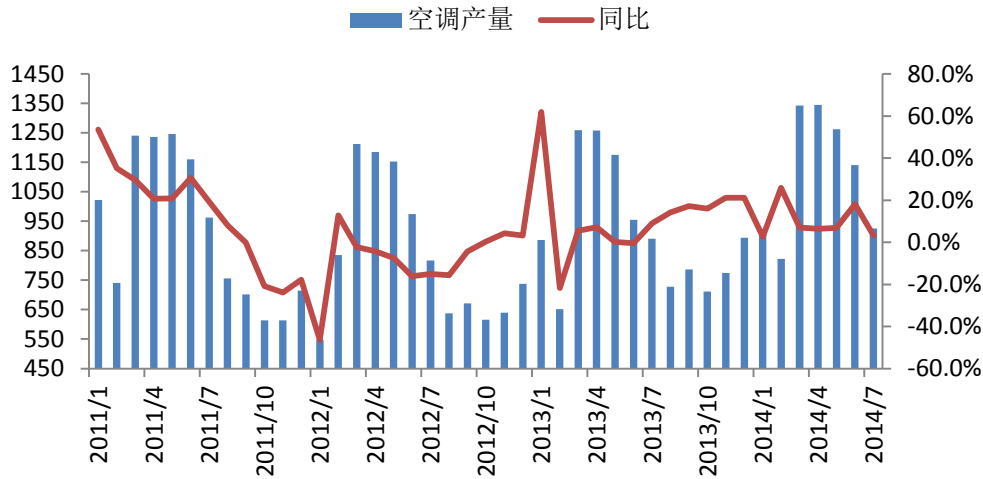
图12 1-7月电力行业对铜消费拉动作用仍偏弱



数据来源：wind 中钢期货

7月国内空调产量同比增长3.3%，增速较6月18%的增速大幅回落，同时绝对量也由于季节性因素出现下降，7月开始空调行业进入生产淡季，对铜消费的拉动作用显著减弱。（图13）。

图13 空调生产同比增速回落绝对产量也环比减少

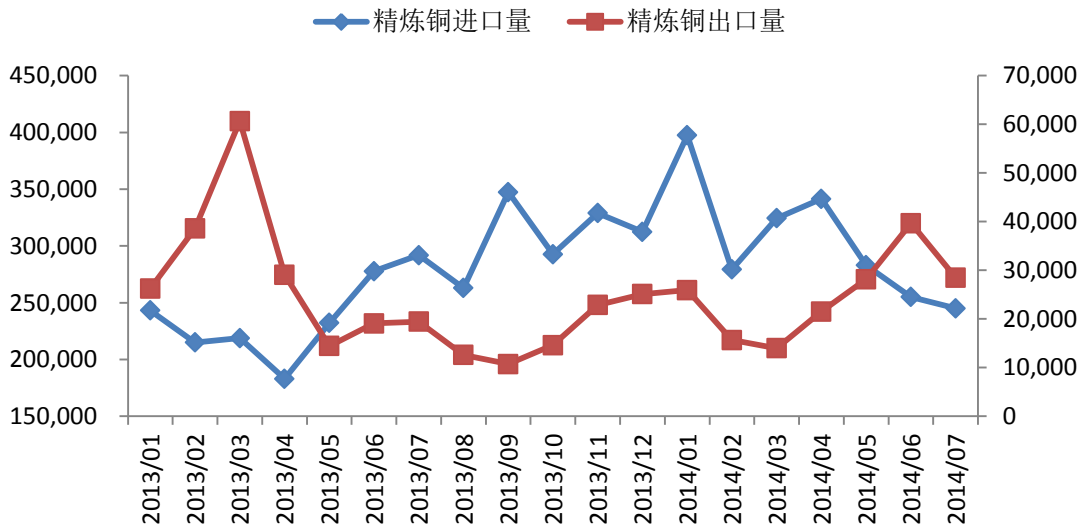


数据来源：产业在线 中钢期货

五、青岛港重复质押事件使保税区库存持续，短期现货供给增加利空铜价

6 月份青岛港重复质押事件对铜实物流向产生了重大的影响，8 月份这种影响仍然存在。主要体现在中国保税区融资铜需求大幅减少，现有的融资铜也在回流 LME 仓库或者流入国内市场。首先，融资铜需求减少，7 月中国进口精炼铜为 24.5 万吨，环比减少 3.9%；其次，保税区融资铜在回流 LME 市场，7 月中国出口精炼铜为 2.8 万吨，高于 2013 年 1 月至 2014 年 5 月月均 2.3 万吨的水平（图 14）。我们预计保税区铜库存向国内市场以及 LME 市场回落的趋势不会改变，短期现货仍将维持充裕的状态，利空铜价。

图 14 7 月份铜实物流向延续了 6 月份的特点



数据来源：wind 中钢期货

小结：美国经济维持了稳健复苏的态势，从目前铜价与美元指数仍维持正相关性来看，经济复苏对铜需求的拉动仍是市场关注的重点，市场尚未对美联储加息影响产生过度忧虑。美国经济增长将拉动全球经济增长，将有助于铜消费的增长，中期利多铜价。8 月份国内官

方制造业 PMI 指数环比回落，分项指标显示国内经济进入被动补库存阶段的概率提高，从投资数据来看，制造业投资增速维持了回落趋势，表明经济内生增长动力仍不足。但目前政府稳增长的意图明确，如果国内经济出现快速冷却，预计较强规模的刺激政策出台概率将大幅提高，在此背景下过分看空铜价存在较大的风险。从铜的供求关系来看，7月由于铜材产量增速高于精炼铜，国内铜市场供求仍处于改善过程之中，但从下游消费状况来看，电力、空调行业对铜消费拉动力度均有限，这种改善并不可持续。下游消费疲弱使铜价不具备大幅上涨的基础。

技术分析

从沪铜 1411 合约日 K 线来看，20 日均线向下延伸，40 日均线整体维持横向延伸，60 日均线维持上行趋势，短期技术面偏中性；8 月盘面实际走势显示 51000 元附近仍存在较强的压力，短期向上突破仍需基本面利多的支撑，但 3 月下旬反弹到 7 月初的 0.382 回撤位 48200 元上方支撑力度强，预计 9 月份维持 48200-51000 元的概率较大。（图 15）

图 15 沪铜 1411 合约日 K 线



数据来源：博弈大师 中钢期货

从周 K 线来看，沪铜 1411 合约 20 周线向上延伸，40 周线横向运行而 60 周线下行趋势也大为放缓，铜价中期走势中性偏多（图 16）。

图 16 沪铜 1411 合约周 K 线



数据来源：文华财经 中钢期货

从月 K 线来看，1411 合约 10、20、40 月线呈现空头排列，长期下跌趋势不变（图 17）。

图 17 沪铜 1411 合约月 K 线



数据来源：文华财经 中钢期货

小结：技术面来看，铜价短期偏向横向整理，中期技术面则偏多，但长期下跌趋势不改。8 月盘面实际走势显示 1411 合约在 51000 元附近仍存在较强的压力，短期向上突破仍需基本面利多的支撑，但 3 月下旬反弹到 7 月初的 0.382 回撤位 48200 元上方支撑力度强，预计 9 月份 1411 合约维持 48200-51000 元的概率较大。

9 月市场展望

美国经济维持了稳健复苏的态势，从目前铜价与美元指数仍维持正相关性来看，经济复苏对铜需求的拉动仍是市场关注的重点，市场尚未对美联储加息影响产生过度忧虑。美国经济增长将拉动全球经济增长，将有助于铜消费的增长，中期利多铜价。8 月份国内官方制造业 PMI 指数环比回落，分项指标显示国内经济进入被动补库存阶段的概率提高，从投资数据来看，制造业投资增速维持了回落趋势，表明经济内生增长动力仍不足。从铜的供求关系来看，7 月由于铜材产量增速高于精炼铜，国内铜市场供求仍处于改善过程之中，但从下游消费状况来看，电力、空调行业对铜消费拉动力度均有限，这种改善并不可持续。下游消费

疲弱使铜价不具备大幅上涨的基础。整体来看，由于政府稳增长的意图明确，如果国内经济出现快速冷却，预计较强规模的刺激政策出台概率将大幅提高，在此背景下过分看空铜价存在较大的风险，但下游消费低迷又不支撑铜价大幅上涨，9月份沪铜维持区间震荡概率较大，1411 合约运行区间在 48200-51000 元，操作上以区间震荡思路为主。

风险提示

- 1、中国经济增速出现快速冷却而稳增长政策未出台；
- 2、美国经济加速复苏，市场对美联储加息时点预期提前。

研究发展总部 霍建强
010-62688577

8 月份铜市场大事记

8 月 5 日，近期，全球最大的铜生产国智利称，今年至 2018 年将给予国家铜业公司（Codelco）40 亿美元用于投资项目。财政部长 Alberto Arenas 称：“智利国家铜业公司的投资计划意在保持并增加产量和利润，保证财务的可持续性。”该公司铜产量占全球的 10%。

8 月 26 日，Freeport McMoran 铜金公司称与印尼政府达成一项协议，使其得以恢复印尼的铜精矿出口，这实际上结束了长达六个月的税务争端。在获得出口许可之后，该公司表示将立刻全面恢复运营，Grasberg 预计在 8 月恢复铜精矿出口，下半年预计将从印尼出口 75.6 万吨铜精矿。

免责声明

本刊中所载研究报告由中钢期货有限公司（以下简称“中钢期货”）品种研究员撰写编译，仅为所服务的客户的一般用途而准备，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发本刊中的研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为中钢期货月刊，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中钢期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，作者力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与中钢期货及品种研究员无关。