

市场乐观氛围浓厚，但后续走势仍待需求验证

主要观点

- 行情回顾。**2月在美元走弱、中美贸易谈判顺利、社融数据大超预期、铜矿加工费TC不断下滑、伦铜库存不断下滑等多重利好提振下沪铜不断上涨。截止2月28日，沪铜指数收于50090元/吨，月内涨4.2%。由于美元走弱人民币不断升值、伦铜库存下降现货升水等因素，2月伦铜表现强于沪铜，月内沪铜涨5.15%，收于6481美元/吨。
- 美联储释放鸽派信息，贸易谈判获实质性进展。**1月会议纪要美联储释放了强烈的鸽派信息，几乎所有参会者都同意将在今年年底结束缩表计划。经过2月份密集的贸易谈判，双方取得了实质性进展，特朗普决定推迟提高关税，中美元首可能再次会晤。美联储释放鸽派信息，将大幅缓解市场流动性，也缓解了人民币的贬值压力，央行的货币政策操作空间将更大。另外中美贸易谈判取得积极进展，关于贸易谈判进展正逐渐被乐观情绪主导，近期市场风险偏好明显上升，这也是推动股市及有色板块大涨的重要原因。
- 铜供给端干扰不断，加工费TC不断下滑。**春节以来受强降雨影响，智利铜业和自由港暂停了部分铜矿的运营；另外刚果将铜矿权利金税率由2%上调至3.5%，部分矿企减产；1季度铜供给端干扰不断，再加上国内冶炼厂投产进度较为顺利，加剧了市场对于铜矿供应紧缩的预期，铜矿加工费TC近期不断下滑，已由春节前的91美元/吨将至77.5美元/吨。
- 铜消费旺季即将到来，但需求启动情况还有待验证。**“金三银四”的铜消费旺季即将到来。12月基建（不含电力）累计同比增长3.8%，较11月提升0.1个百分点。为应对国内经济下滑压力国家明显加大了基建投资的政策力度，包括加快基建项目批复，增加专项债，1月新增专项债1088亿元。预计随着天气逐渐转暖，各项工程将陆续开工，基建投资增速或继续回升。
- 后市展望。**2月份在宏观氛围，铜供给端偏紧预期，铜需求端将好转等多重利好刺激下铜价不断上扬。目前来看各种利好消息或已反应在铜价中，铜价已运行至50000元/吨上方。但后续铜价是否能延续2月上漲趋势，还需关注需求端真实恢复状况。另外3月还需重点关注两会，关注是否有超出市场预期的政策出台。目前来看，市场乐观氛围浓厚，如果铜消费没有超预期下滑，3月份预计铜价易涨难跌。1季度是铜消费淡季，上期所铜库存进入传统累库阶段，相较于1月份的铜库存低点，上期所库存已增加近13万吨，但相较于去年同期，上期所库存下降3.3万余吨。从历史数据来看，伴随着铜消费旺季的到来，上期所铜库存将在3月中旬附近进入去库阶段。库存是铜供需状况的显性指标，由于此次上期所累库时间较短，累库幅度不及往年，如果铜消费旺季启动带动库存不断下降，那么铜价或将在需求向好，库存较低的刺激下进一步上扬。

报告日期 2019-03-04

主力合约行情走势



研究所

李瑶瑶

有色期货分析师

从业资格号：F3029554

010-84183058

liyaoyao@guodu.cc

目录

一、行情回顾.....	5
二、宏观形势分析.....	5
(一) 美联储释放鸽派信息, 中美贸易谈判获实质性进展.....	5
(二) 2月 PMI 连续 3 月低于枯荣线, 但内需边际改善.....	6
三、基本面分析.....	8
(一) 铜供给端干扰不断, 加工费 TC 不断下滑.....	8
(二) 铜消费旺季即将到来, 但需求启动情况还有待验证.....	9
四、后市展望.....	11

插图

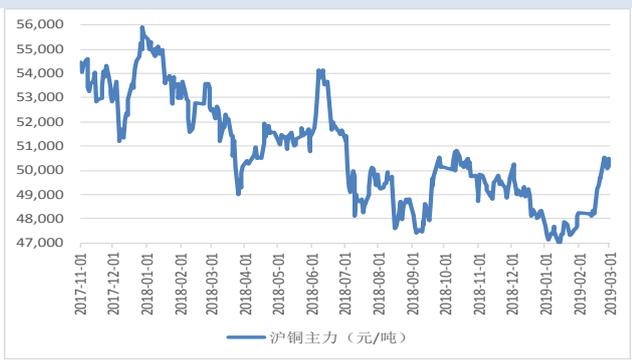
图 1 SHFE 铜走势	5
图 2 LME 铜走势	5
图 3 发达经济体 PMI	5
图 4 美国通胀及失业率	5
图 5 PMI 生产、需求	6
图 6 PMI 主要原材料购进价格和出厂价格	6
图 7 PMI 原材料库存及产成品库存	6
图 8 PMI 进出口	6
图 9 工业增加值	7
图 10 工业企业利润	7
图 11 固定资产投资分项	7
图 12 房地产投资分项	7
图 13 社会消费品零售总额	7
图 14 进出口金额	7
图 15 M1M2 增速	7
图 16 社会融资规模	7
图 17 废铜进口	8
图 18 未锻造的铜及铜材进口	8
图 19 精炼铜产量	9
图 20 铜矿加工费 TC	9
图 21 精废价差	9
图 22 进口利润	9
图 23 铜材产量	10
图 24 房屋销售面积	10
图 25 电网投资	10

图 26 电源投资	10
图 27 汽车产量	10
图 28 新能源汽车产量	10
图 29 空调产量	10
图 30 铜库存	10

一、行情回顾

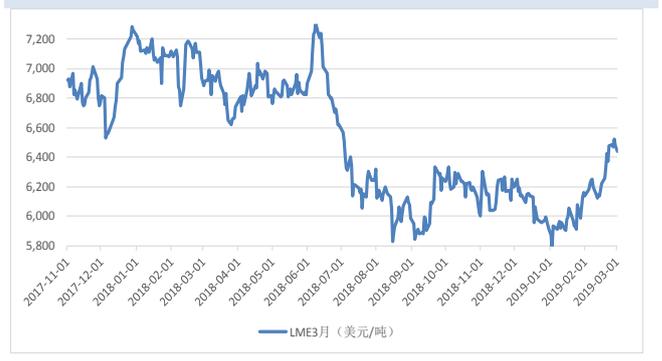
2月在美元走弱、中美贸易谈判顺利、社融数据大超预期、铜矿加工费TC不断下滑、伦铜库存不断下滑等多重利好提振下沪铜不断上涨。截止2月28日，沪铜指数收于50090元/吨，月内涨4.2%。由于美元走弱人民币不断升值、伦铜库存下降现货升水等因素，2月伦铜表现强于沪铜，月内沪铜涨5.15%，收于6481美元/吨。

图 1 SHFE 铜走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 LME 铜走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

二、宏观形势分析

(一) 美联储释放鸽派信息，中美贸易谈判获实质性进展

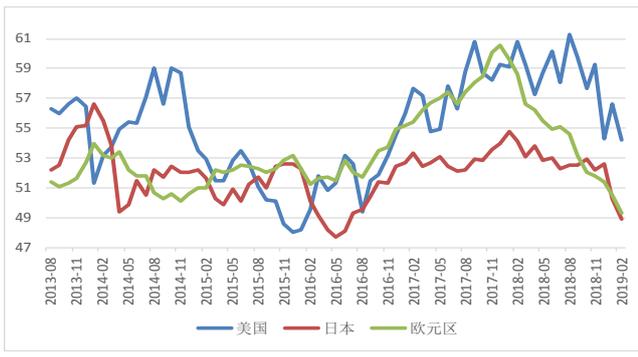
2月21日凌晨美联储公布了1月会议纪要的内容，本次会议纪要美联储释放了强烈的鸽派信息。在本次会议纪要中，美联储官员表达出了对经济增长的担忧，几乎所有参会者都同意将在今年年底结束缩表计划，另外美联储官员表示将对未来的利率调整保持耐心，并多次提到以数据为指导。

中美贸易摩擦以来，双方已进行了7轮磋商，仅2月份双方就密集进行了3次高级别谈判，月底的谈判还延长了2天时间，说明双方为达成协议均付出了十足的诚意和努力。此次谈判也取得了实质性的进展，特朗普决定推迟提高关税，中美元首可能再次会晤。对于美方推迟加征关税的措施，3月2日中方回应表示欢迎。

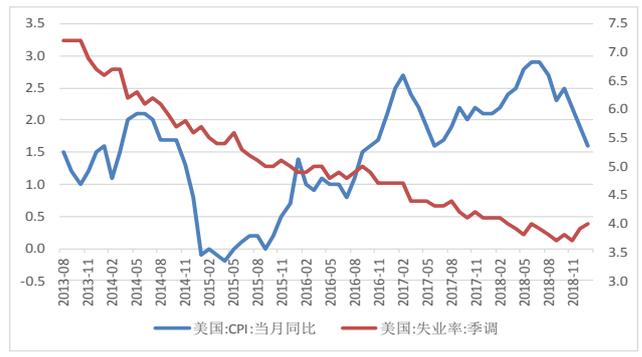
美联储释放鸽派信息，将大幅缓解市场流动性，也缓解了人民币的贬值压力，央行的货币政策操作空间将更大。另外中美贸易谈判取得积极进展，关于贸易谈判进展正逐渐被乐观情绪主导，近期市场风险偏好明显上升，这也是推动股市及有色板块大涨的重要原因。

图 3 发达经济体 PMI

图 4 美国通胀及失业率



数据来源: Wind、国都期货研究所



数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 2月 PMI 连续 3 月低于枯荣线，但内需边际改善

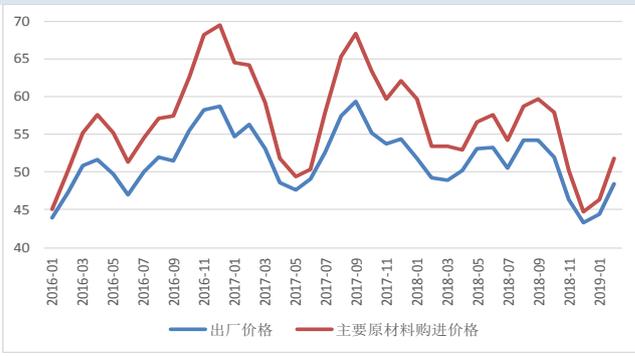
2月制造业PMI为49.2%，较上月下滑0.3个百分点，连续三个月位于枯荣线下方。分项指标来看反应内需的新订单指数较上月上升1个百分点，另外生产经营预期回升显著，较上月回升3.7个百分点。受春节因素影响，生产指数下降1.4个百分点。进出口方面，新出口订单下滑1.7个百分点至45.2，进口下滑2.3个百分点至44.8，进口主要受春节因素拖累，出口下滑显示外需恶化。价格方面，出厂价格指数和原材料购进价格指数较1月分别回升近4和5.6个百分点至48.5%和51.9%，PPI快速下行压力有所缓解。

图 5 PMI 生产、需求



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 6 PMI 主要原材料购进价格和出厂价格



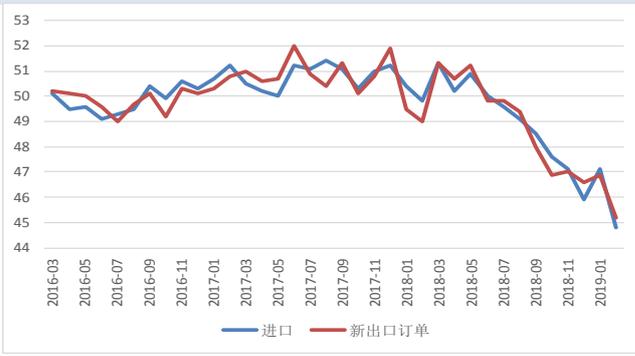
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 7 PMI 原材料库存及产成品库存



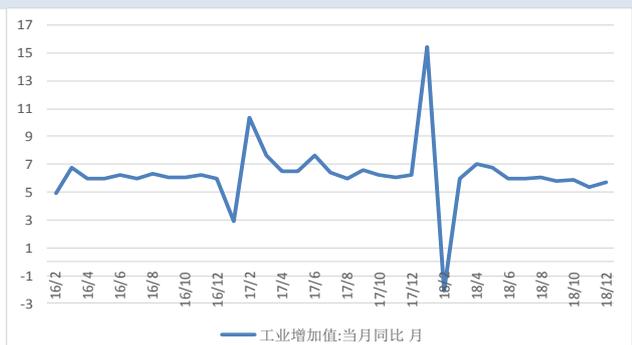
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 8 PMI 进出口

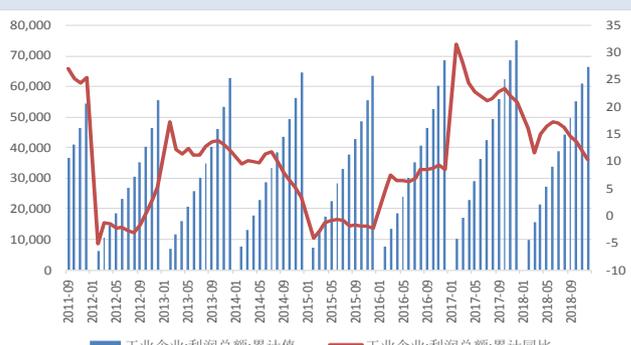


数据来源: Wind、国都期货研究所

1月经济数据中表现最为亮眼的便是社融数据，1月社融新增4.64万亿，增速高达10.4%，大超市场预期。其中人民币信贷新增3.23万亿，分部门看，住户部门贷款增加9898亿元，非金融企业及机关团体贷款增加2.58万亿元，其中，短期贷款增加5919亿元，中长期贷款增加1.4万亿元，票据融资增加5160亿元，短期贷款及票据融资在信贷中占比不低，可持续性存疑，2月信贷数据能否延续高增长还有待观察。1月M1和M2增速分别为0.4%和8.4%，M2和M1剪刀差继续扩大，显示企业现金流压力仍未缓解。

图 9 工业增加值


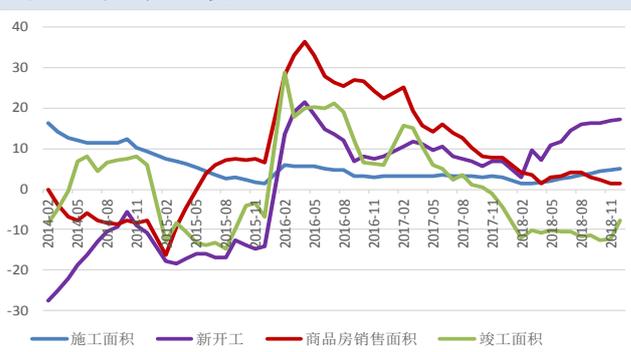
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 10 工业企业利润


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 11 固定资产投资分项


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 房地产投资分项


数据来源：Wind、国都期货研究所

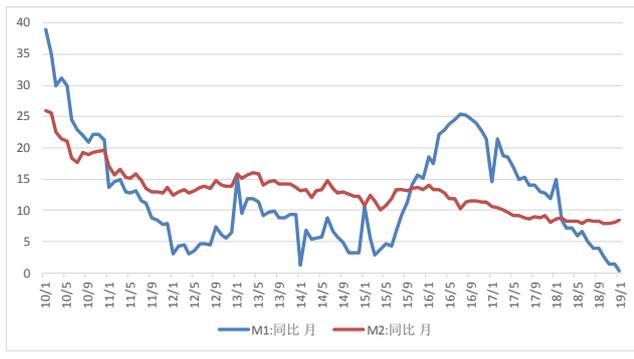
图 13 社会消费品零售总额


数据来源：Wind、国都期货研究所

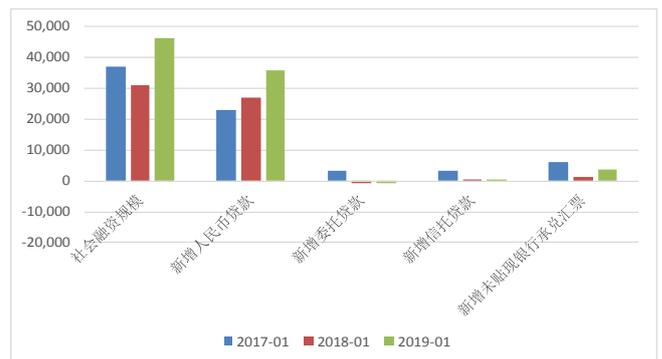
图 14 进出口金额


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 15 M1M2 增速
图 16 社会融资规模



数据来源: Wind、国都期货研究所



数据来源: Wind、国都期货研究所

三、基本面分析

(一) 铜供给端干扰不断，加工费 TC 不断下滑

由于铜矿资本开支减、全球大型矿山矿石品位下降以及全球第二大铜矿 Grasberg 铜矿的作业方式逐步从露天开采转向地下开采，产量因此会受到大幅影响，全球铜矿增速放缓，ICSG 预计 2019 年全球铜矿增速在 1.2 左右。

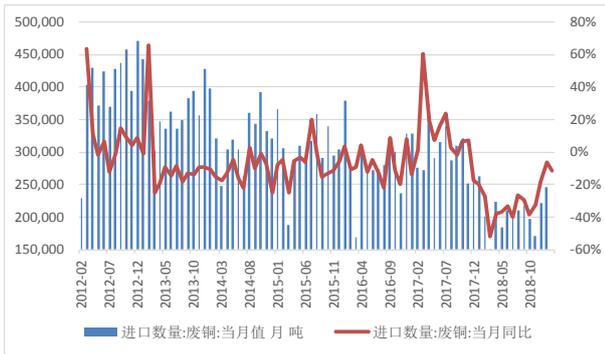
春节以来受强降雨影响，智利铜业和自由港暂停了部分铜矿的运营；另外刚果将铜矿权利金税率由 2% 上调至 3.5%，部分矿企减产；1 季度铜供给端干扰不断，再加上国内冶炼厂投产进度较为顺利，加剧了市场对于铜矿供应紧缩的预期，铜矿加工费 TC 近期不断下滑，已由春节前的 91 美元/吨将至 77.5 美元/吨。但之前备受市场关注的 Vedanta 印度冶炼厂重启受阻，公司将销售 Sterlite 冶炼厂铜精矿库存，此消息为近期不断下降的 TC 提供一定支撑。后续可持续观测 TC 变化，TC 是反应铜矿供应状况的最直观指标。

海关总署最新公布数据显示，2019 年 1 月，中国共进口废铜 18.07 万实物吨，同比减少 8%。平均含铜品位 75.83%，折金属量为 13.70 万吨，同比大增近 39%。这主要是因为随着铜价的持续上涨，精废价差不断上扬，从而刺激废铜需求，另外 1 月份进口窗口多次闪现，平均进口亏损仅 200 元/吨左右，因此 1 月末锻轧铜及铜材进口量环比增加 12% 至 47.9 万吨，同比增加 8.9%。

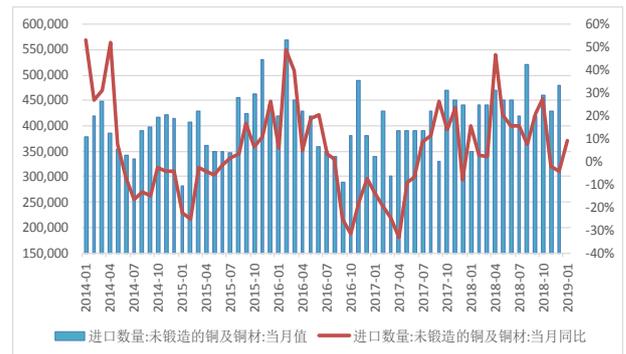
据 SMM 统计，1 月中国精铜产量为 73.75 万吨，环比减少 3.16%，同比增长 5.22%。1 月部分大型冶炼厂放缓生产节奏，同时青海铜业和豫光金铅，因检修和环保因素导致月度产量减半，是导致环比产量下降的主因。从 SMM 调研来看，2018 年新扩建和复产的冶炼产能仅中铝宁德和梧州金升尚未完全达产，中铝宁德计划在将在 4 月全面达产，1 月产能利用率近 60%，梧州金升产能利用率尚不足三成，达产时间尚需时日。

图 17 度铜进口

图 18 未锻造的铜及铜材进口



数据来源: Wind、国都期货研究所



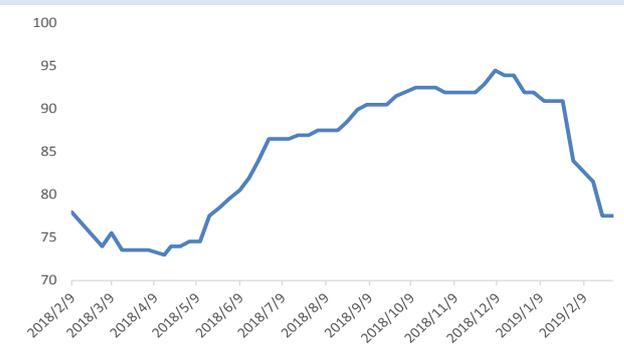
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 精炼铜产量



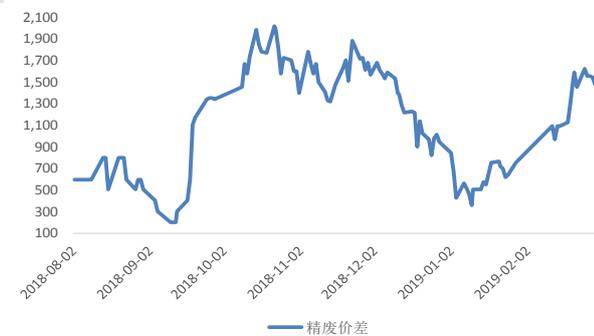
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20 铜矿加工费 TC



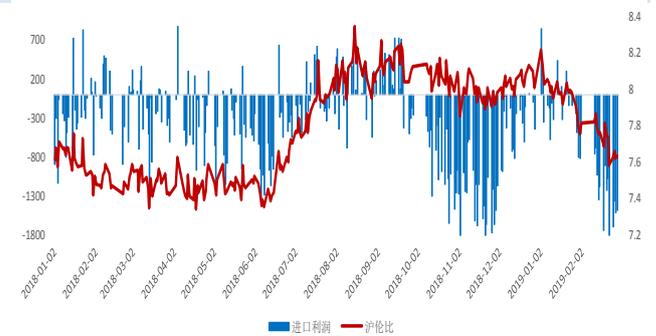
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 21 精废价差



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22 进口利润



数据来源: Wind、国都期货研究所

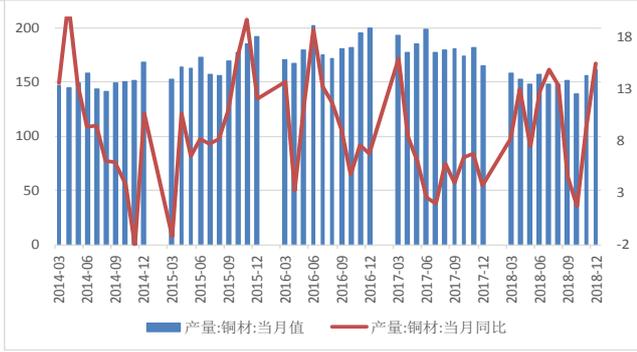
(二) 铜消费旺季即将到来，但需求启动情况还有待验证

“金三银四”的铜消费旺季即将到来。12月基建（不含电力）累计同比增长3.8%，较11月提升0.1个百分点。为应对国内经济下滑压力国家明显加大了基建投资的政策力度，包括加快基建项目批复，增加专项债，1月新增专项债1088亿元。预计随着天气逐渐转暖，各项工程将陆陆续续开工，基建投资增速或继续回升。

库存方面，1季度是铜消费淡季，上期所铜库存进入传统累库阶段，相较于1月份的铜库存低点，上期所库存已增加近13万吨，但相较于去年同期，上期所库存减少3.3万余吨。伦铜库存存在铜消费淡季一反常态，1季度库存不增反

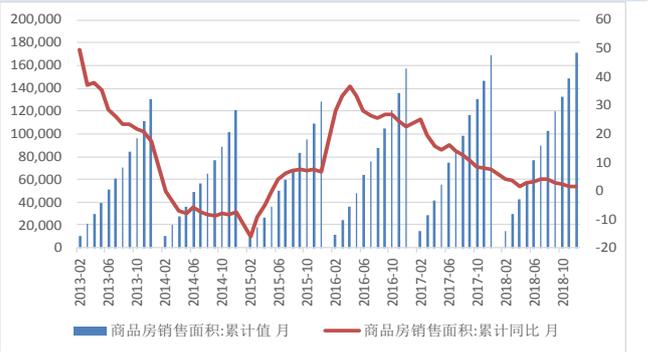
降，与去年同期相比，伦铜库存减少近20万吨。整体来看目前全球铜显性库存处于历史地位，为铜价提供底部支撑，不过铜隐性库存若发生交仓行为，伦铜库存或将大幅增加。从历史数据来看，伴随着铜消费旺季的到来，上期所铜库存将在3月中旬附近进入去库阶段。库存是铜供需状况的显性指标，由于此次上期所累库时间较短，累库幅度不及往年，如果铜消费旺季启动带动库存不断下降，那么铜价或将在需求向好，库存较低的刺激下进一步上扬。

图 23 铜材产量



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 24 房屋销售面积



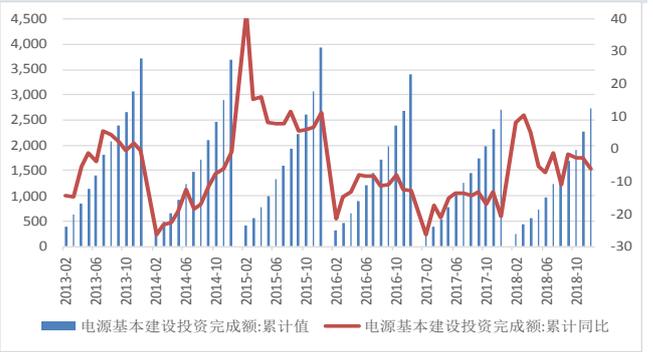
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 25 电网投资



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 26 电源投资



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 27 汽车产量



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 28 新能源汽车产量

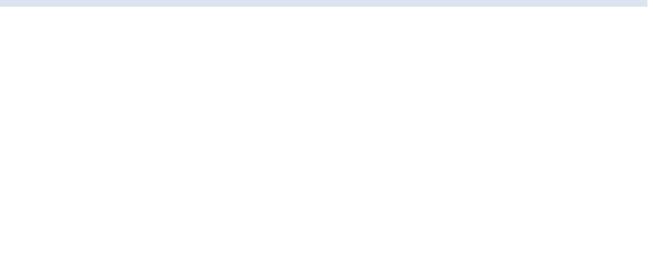


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 29 空调产量



图 30 铜库存





数据来源: Wind、国都期货研究所



数据来源: Wind、国都期货研究所

四、后市展望

2月份在各种利好消息带动下，沪铜持续走高。宏观方面，美联储释放强烈鸽派信号；中美贸易谈判进展顺利，1月社融数据大超市场预期，股市大涨，市场情绪明显改善，风险偏好提升；基本面方面，铜供给端干扰事件频出，加工费TC不断下降，显示铜矿供应偏紧；3月将迎来铜传统消费旺季，在国家财政及货币政策不断刺激下，市场一致预期铜消费将好转。目前来看各种利好消息或已反应在铜价中，铜价已运行至50000元/吨上方。

但后续铜价是否能延续2月上涨趋势，还需关注需求端真实恢复状况。另外3月还需重点关注两会，重点关注是否有超出市场预期的政策出台。目前来看，市场乐观氛围浓厚，如果铜消费没有超预期下滑，3月份预计铜价易涨难跌。1季度是铜消费淡季，上期所铜库存进入传统累库阶段，相较于1月份的铜库存低点，上期所库存已增加近13万吨，但相较于去年同期，上期所库存减少3.3万余吨。从历史数据来看，伴随着铜消费旺季的到来，上期所铜库存将在3月中旬附近进入去库阶段。库存是铜供需状况的显性指标，由于此次上期所累库时间较短，累库幅度不及往年，如果铜消费旺季启动带动库存不断下降，那么铜价或将在需求向好，库存较低的刺激下进一步上扬。

分析师简介

李瑶瑶，东北财经大学金融工程学硕士，现任国都期货有色/金工分析师。擅长基本面研究。

国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。