

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（四季度报）

宏观压力与供给支撑均衡 铜价保持宽幅震荡

李金涛

一德研究院

■ 内容摘要

李金涛

有色金属分析师
期货从业资格号：
F3015806
投资咨询从业证书号：
Z0013195
lgtoo@163.com

一德期货有限公司

电话：(022) 58298788
网址：www.ydqh.com.cn
地址：天津市和平区解放北路
188号信达广场16层
邮编：300042

供应：中长期供应来看，新一轮矿山投资周期还没到来，产量释放需要更长时间，铜精矿至精炼铜供需在很长时间内仍有一定错配。另外矿山品位下降，环保投入增加，刚性成本抬升，矿山需要合理铜价提供利润支持，中长期供应面对铜价格有支撑。从近期情况来看，由于铜精矿供应弹性比较小，这将制约精炼铜的产量供给，四季度供给源端偏紧的局面将延续。

需求：传统消费板块中汽车、家电用铜需求表现不理想，但电线电缆行业表现不俗，今年最后一个季度电网工程投资发力潜力较大，预计四季度的电网投资规模有望增加，成为支撑消费的主力贡献力量。

■ 核心观点

总体上，宏观经济疲弱是压制铜价的最主要因素，进入四季度宏观形势混乱不减，中美贸易摩擦，英国脱欧、美总统遭弹劾、地缘政治等等，风险度极高很不利于全球经济改善，现阶段铜市缺少乐观的依据。从产业角度看，铜供应源头矿石周期性紧张，而且在较长一段时间无法扭转，产业对铜价有支撑，而较低的库存给微观情况下创造了反弹条件。因而，我们认为在没有出现系统性风险情况下，四季度铜价走出单边行情可能性不高，很有可能延续 46000-48000 元/吨的区间震荡，策略上以逢低买入为主，或围绕区间上下沿做动态卖出跨式期权组合。

- 风险点：1、中美贸易对抗加剧
- 2、全球经济持续下滑超预期
 - 3、地缘政治冲突风险
 - 4、货币政策转向不及预期

目 录

1 铜价回顾与主要逻辑.....	2
2. 基本面分析	3
2.1 供应分析.....	3
2.1.1 资本开支周期结束 铜矿产量增长有限.....	3
2.1.2 国内精炼自给能力增强 仍受矿石供应制约.....	6
2.1.3 废铜市场逐渐被规范 对精铜需求影响降低.....	8
2.2 消费端：期待四季度电力投资规模增加.....	9
2.3 供需平衡：微观下四季度有望供需双增.....	13
2.4 全球库存去至近年来新低.....	13
3. 总结与展望	14
免责声明	15

1 铜价回顾与主要逻辑

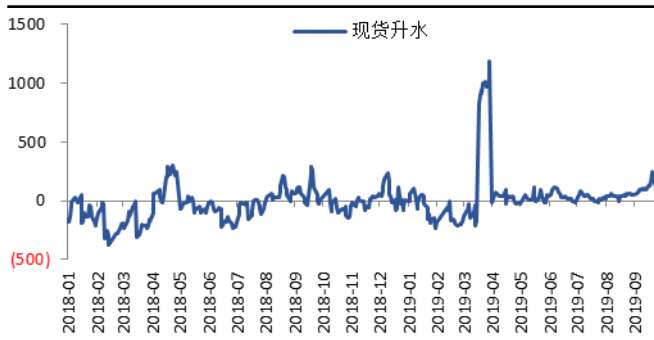
图 1.1：沪铜指数



数据来源：文华财经

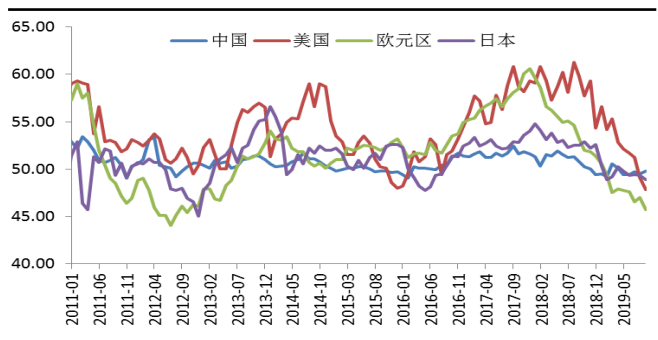
2019 年以来铜价呈现前高后低，平台震荡格局。一季度开年时中美贸易谈判释放一定利好消息，国内一系列的政策性加码，市场对国内政策托底经济的强烈预期，沪铜价格从年初走出 10% 的反弹行情。进入二季度，中美关系日益严峻，随之谈判陷入僵局，中美经贸摩擦升级。全球主要制造业陷入萎缩，给全球经济运行趋势蒙上一层阴影，市场避险情绪集中爆发使全球大宗商品价格承压，铜价跌回去年末水平。虽然三季度美联储在一系列压力下降息，给市场造成波动影响，但沪铜价格始终没走出 46000 至 48000 核心震荡区间。当前铜价在宏观经济不景气和产业供应偏紧影响的均衡状态，形势一时难以扭转因而波动率大幅下降。

图 1.2: 国内现货升贴水



资料来源: wind, 一德研究院

图 1.3: 主要经济体 PMI



资料来源: wind, 一德研究院

2. 基本面分析

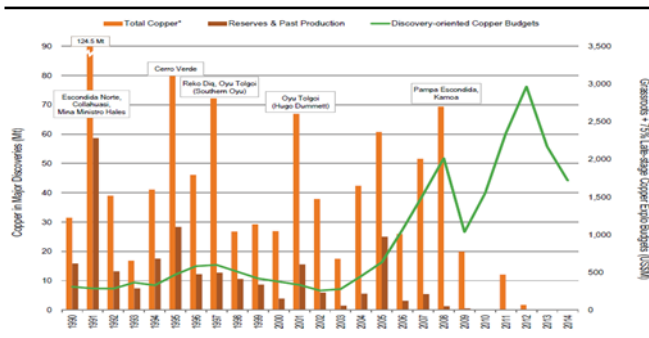
2.1 供应分析

2.1.1 资本开支周期结束 铜矿产量增长有限

铜矿周期性特征很明显, 总体看铜价的涨跌走势不取决于供给过剩与否的绝对数, 而是取决于供需格局的趋势变化, 供需出现改善大概率伴随铜价上涨, 供需恶化则会多伴随铜价下跌。

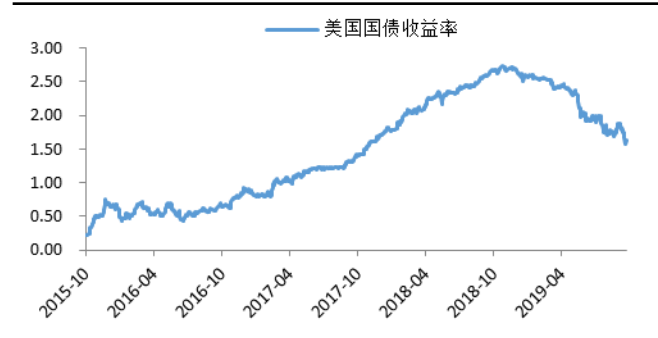
前几年铜价的下行导致铜矿投资明显放缓, 资本开支自 2013 年开始逐年下滑, 铜矿的投资周期较长, 从资本开支到产能释放普遍需要 4 至 5 年的时间, 因此从 2018 年开始, 新增铜矿项目明显减少。进入 2019 年, 随着铜价的走低, 矿山盈利情况远低于前两轮增产, 而伴随着美联储 2016-2018 年的加息周期, 直接导致全球融资成本抬升。

图 2.1.1: 铜矿资本支出与铜精矿产量



资料来源: 安泰科

图 2.1.2: 美国国债收益率



资料来源: wind

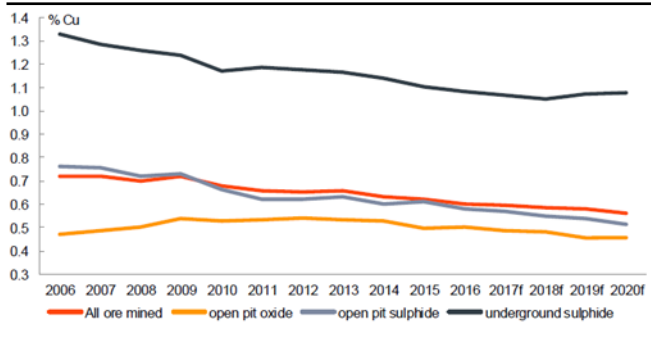
在铜矿资本支出压力趋紧的情况下, 铜矿供应还面临着两个问题:

2017 年留给市场最深的印象之一就是铜矿山罢工对铜矿供应干扰。2018 年虽然劳工谈判依然较多, 尤其是

智利和秘鲁，但从 2017 年罢工事件解决的经验来看，矿山劳工谈判最终都是以一次性奖金和薪水幅度上调来解决，在这样解决方案的参照下，2018 年并未出现大规模持续性的罢工。进入到 2019 年，一季度共有 3 次罢工事件，大都以加薪及提供签约奖金解决；二季度 CodeIco 旗下 Chuquicamata 铜矿罢工，导致影响产量 1 万吨左右。

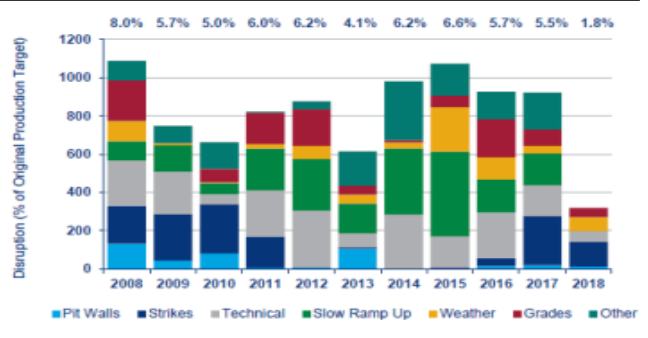
结合 2017 年至今铜价的变化，我们发现铜矿的大规模罢工，大都出现在铜价上行期间，铜企利润得到有效修复，降本增效不是主要矛盾，企业目标则是增产扩产，而劳工薪资提升预期也在增高，因此极易发生罢工；而目前铜价处于低位时，企业的主要任务是尽可能的降低成本，拒绝劳工薪资提升要求态度也很坚决，因此我们认为当铜价处于相对低位时的罢工扰动的效应或将减弱。2019 年存在一些零星的协议谈判，实际影响已经不大。

图 2.1.3: 2006-2020 开采铜矿石品位



资料来源: Goldman Sachs

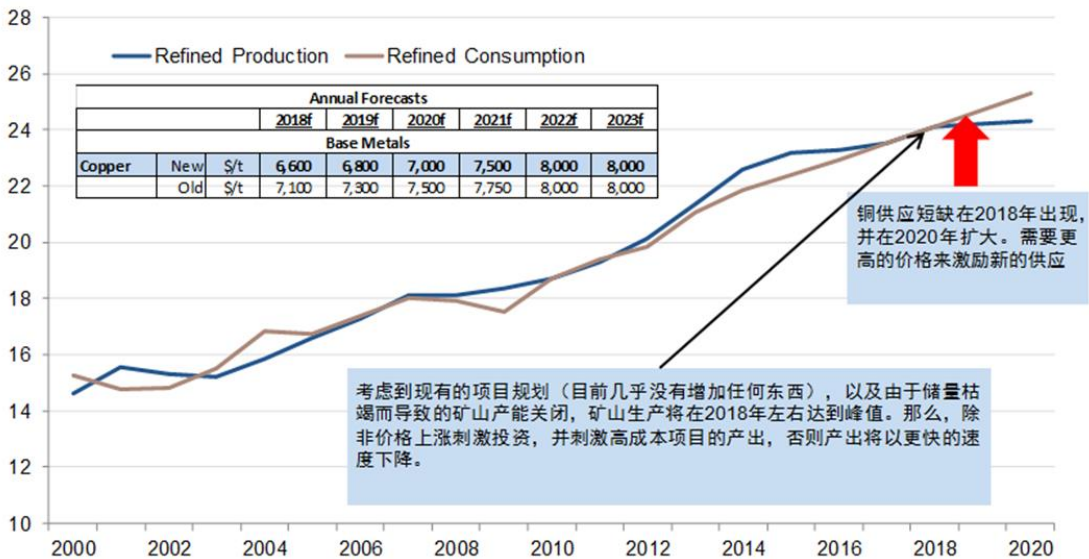
图 2.1.4: 矿山干扰率



资料来源: Wood Mackenzie

矿山原矿品位问题也需要重视, CRU 数据显示, 现阶段全球的铜矿山, 澳大利亚, 智利, 秘鲁已经开发到中后期阶段, 智利和秘鲁的平均品位在逐年下降; 全球的平均品位从十年前的 1.6%, 下降到 2017 年平均品位 0.6%。预计在未来十年期间, 矿石品位下降 17%, 而在弥补矿石品位的下降, 叠加全球铜需求保持平均增速为 2.3% 的条件下, 这就要求铜矿每年需要 48 万吨的新增供应量。

图 2.1.5: 铜矿石供应消费预测



资料来源: 安泰科 SG 跨资产研究/商品

表格 1：2018-2021 年境外新投产矿山

公司	项目	国家	产能（万吨）	启动时间
第一量子	Cobre Panama	巴拿马	<10	2018
嘉能可	Katanga 复产	刚果（金）	15	2018
南方铜业	Toquepala Expansion	秘鲁	4	2018
智利国家铜业	Chuiqicamata U/G	智利	37	2019
OZ 矿业	Carrapateena	澳大利亚	6	2019
自由港	LoneStar/Safford Project	美国	6	2020
南方铜业	Tia Maria	秘鲁	12	2020
力拓	Oyu Tolgoi Underground	蒙古	>50	2020
必和必拓	Spence Growth Option	智利	18.5	2020
安托法加斯塔	Los Pelambres Exp Ph 1	智利	5.5	2021
泰克资源	Quebrada Blanca 2	智利	30	2021
第一量子	Taca Taca	阿根廷	25	2021
紫金矿业	Kamoa	刚果（金）	30	2021

资料来源：百川资讯

表格 2：2017-2020 年境外主流矿企铜产量及目标产量

公司	铜矿项目	国家	状况	产量			
				2017	2018	2019	2020
南方铜业	Toquepala	秘鲁	2018Q3 扩产	12	16	24.5	24.5
南方铜业	Buenavista	墨西哥	2020	0	0	0	2
自由港	Grasberg	印尼	2017Q1 罢工后恢复	44.6	64	33	47
自由港	LoneStar/Safford Project	美国	2020	0	0	0	6
俄镍	Bystrinskoe	俄罗斯	2017 底	0	3.7	5	6
第一量子	Sentine	赞比亚	扩产	19	22	24	26
第一量子	Cobre Panama	巴拿马	2018H2 开, 2019Q1 运营, 2020 满产	0	5	15	30
必和必拓	Escondida	智利	2017Q1 罢工后恢复 +2017Q4 扩产	68.2	102	103	103
必和必拓	Olympic Dam	澳洲	扩产	14.2	12.9	18.3	21.5
OZ 矿业	Carrapateena	澳洲	2019Q4 完工	0	0	1.5	6.5
力拓	Oyu Tolgoi	蒙古	2020 地下矿出产	15	14	13.6	15.8
佳能可	Mopani	赞比亚	2015Q4-2018late	0	0	3.5	4.5
佳能可	Katanga	刚果金	2015Q4-2018H1	1	15	30	30
佳能可	Alumbrera	阿根廷	接近枯竭	3.8	2.5	0	0
紫金矿业	Kolwezi	刚果金	2018 满产	2.4	4	4.5	4.7
哈萨克矿业	Aktogay	哈萨克斯坦	2018 满产	6.5	7.5	8	8
智利国家铜业	Chuiqicamata	智利	转为地下开采	39.3	38.2	47.1	39.7
铜陵有色	米拉多	厄瓜多尔	2019	0	0	9.6	9.6
紫金矿业	Kolwez	刚果金	2017Q3 一期, 2019Q2 二期	2.2	5.5	8.5	10

紫金矿业	Kamoa	刚果金	2020	0	0	0	20
国外铜精矿增量					84.1	36.8	51.4
中国铜精矿增量					11	15	12
全球铜精矿增量					95.1	51.8	63.4

资料来源：百川资讯

由上表可以看到，铜矿新增供应量峰值是出现在 2018 年，然而未来预估的新增供应量还包含一定程度的弹性供应量，即矿企在铜价相对高位的情况下，才会刺激项目的投资，产生新增供应量。在 2019 年来看，随着铜价低迷，矿企投资动力不足，铜矿新增供应量可能难以达到预估增量。综合情况来看，2019 年铜矿产量增量有限，预估较大程度后延，铜精矿供应持续或将紧张。

全球主要矿商铜矿成本平均成本变化不大，已经很难依赖矿商降低成本来带来利润。目前铜矿供应问题主要集中在从品位下降，环保强化，劳动力成本的刚性增长，能源与水的短缺，以及随着非洲铜供应量的提升这些国家政治风险以及税收问题等等因素，将会继续推高未来铜矿成本。预计 2019 年下半年，铜供应方面仍有可能受到来自矿端的干扰，涉及影响产量 165 万吨。

表格 3：2019 年下半年铜矿供应扰动

事件	国别	相关企业	相关铜矿	影响产能 (万吨)
铜矿罢工	智利	Codelco	Chuquicamata	30
提高矿权使用税	刚果	Glencore、MMG、Eurasian Resources	Mutanda、Frontier等	40
征收进口关税、增值税改销售税	赞比亚	Glencore、First Quantum、Vedanta、Barrick Gold等	Kansanshi、Konkola、Lumwana等	80
审查项目合同	巴拿马	First Quantum	Cobre Panama	15
总计				165

资料来源：五矿、网络整理

2.1.2 国内精炼自给能力增强 仍受矿石供应制约

受益于前几年铜精矿加工费 TC/RC 处于高位推动，18-19 年中国精铜冶炼产能进入投产的高峰时期。根据数据统计，19 年就有近 110 万吨的规模的新扩建产能上马，而且这些产能大部分在下半年投放。此外今年各冶炼厂在二季度集中检修较多，预计影响量在 13 万吨左右，占全年影响问题的 60%以上。所以总观上半年精炼铜减产支撑了季节性去库存表现。三季度随着大部分检修完成，和新扩建产能上马，精炼铜供应会重新带来压力。

表格 4：2019 年精炼铜新建项目

精炼铜新建项目				
公司名称	新扩建产能	总产能	原料	预计投产时间
恒邦股份	10	22	铜精矿	2019年上半年
赤峰云铜	25	40	铜精矿	2019年5月
广西南国铜业	30	30	铜精矿	2019年Q2
兰溪自立环保	10	10	废铜/粗铜	2019年10月
新疆五鑫铜业	10	20	铜精矿	2019年底
黑龙江紫金铜业	15	15	铜精矿	2019年
紫金铜业	8	38	铜精矿	2019年Q4
总计	108	175		

资料来源：SMM、网络整理

表格 4：2019 年粗炼铜新建项目

粗炼新建项目				
公司名称	新扩建产能	总产能	原料	预计投产时间
赤峰云铜	25	40	铜精矿	2019年5月
广西南国铜业	30	30	铜精矿	2019年Q2
新疆五鑫铜业	10	20	铜精矿	2019年底
紫金铜业	8	38	铜精矿	2019年Q4
黑龙江紫金铜业	10	10	铜精矿	2019年
总计	83	138		

资料来源：SMM、网络整理

表格 5：2019 年冶炼厂检修计划及影响产量

公司名称	精炼产能	粗炼产能	开始时间	结束时间	检修环节	预计影响(万吨)	实际影响(万吨)
青海铜业	10	10	1月	1月	粗炼	0.35	0.5
烟台国润	10	10	12月1日	1月	粗炼和精炼	0.34	0.35
广西金川	40	30	3月	3月	粗炼和精炼	1.2	*
赤峰金剑	15	15	4月1日	4月30日	粗炼和精炼	0.5	0.5
新疆五鑫	10	10	4月1日	5月10日	粗炼和精炼	0.8	0.6
祥光铜业	45	35	4月5日	5月10日	粗炼和精炼	1.5	5
东营方圆	55	45	4月15日	5月10日	粗炼和精炼	1	2.9
山东恒邦	15	15	4月15日	4月22日	粗炼	0.2	0.28
豫光金铅	12	10	4月1日	5月26日	粗炼和精炼	1.5	2.8
金隆铜业	45	30	4月1日	5月10日	粗炼	1	0.2
富冶和鼎	28	25	5月26日	6月30日	粗炼	0.4	0.6
青海铜业	10	10	5月1日	5月30日	粗炼	0.5	0.5
赤峰云铜	15	15	5月1日	5月30日	粗炼和精炼	0.9	0.9
中原黄金	35	35	5月7日	5月31日	粗炼和精炼	0.8	0.6
联合铜业	30	30	5月5日	6月5日	粗炼	0.3	0.3
金昌冶炼(铜陵)	10	10	6月	6月	粗炼和精炼	0.3	0.3
紫金铜业	28	25	6月	6月	粗炼和精炼	0.5	*
白银有色	30	30	6月	6月	粗炼和精炼	0.6	0.4
五矿湖南	10	10	7月	7月	粗炼	0.5	0.6
远东铜业	10	10	9月	9月	粗炼	*	*
大冶有色	50	45	9月	9月	粗炼和精炼	1.1	*
金冠铜业	40	30	10月	10月	粗炼和精炼	0.8	*
江西铜业	120	80	10月	10月	粗炼和精炼	2.5	*
总计	673	565				16.89	

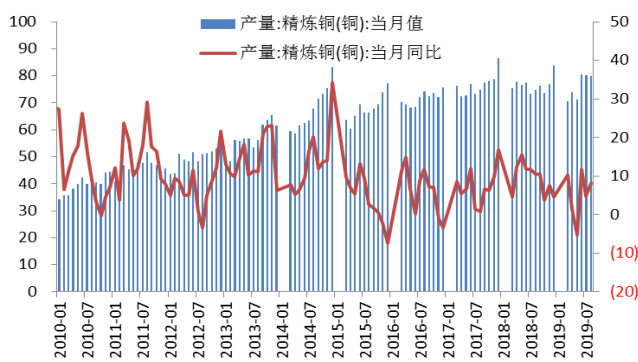
资料来源：我的有色网、资料整理

国内方面 18、19 年中国精炼产能的扩张和铜矿增幅错配是导致铜精矿加工费全年持续下行的一个主要因素。2019 年，7 月份，敲定第三季度的 TC 地板价为 Mids-50 (55 美元/吨上下)，TC 以 55 美元/吨为基数。此外，智利矿业巨头 Antofagasta 与江铜、铜陵有色签订 2020 年上半年 TC 长单，价格为 mids-60 (65 美元/吨上下)。9 月底，现货加工费连升两周。27 日，SMM 干净矿现货 TC 报 54-60 美元/吨，均价 57 美元/吨，较上周五重心上升 2 美元/吨。铜精矿现货 TC 的抬升，主因是印尼 Grasberg 出口配额提高至 70 万湿公吨现货铜精矿，致使出口量增多，但因 Grasberg 产出的铜精矿属于干净高金矿，对大多数没有提取贵金属设施和回收率不足的中国冶炼厂吸引力较弱，故而市场对于因 Grasberg 所拉动的这波 TC 回升颇有争议。国内铜冶炼企业利润被动收缩，只是大中型冶炼厂有年初的长单保护，压力暂时不大。而中小冶炼厂长单签订量小，加工费已达到了盈亏平衡点。另外由于精炼副产品硫酸价格低迷，冶炼厂硫酸处理不畅可能会出现四季度个别炼厂再停产检修。

国外方面，印度 Vedanta 在 2018 年将旗下 Sterlite 铜冶炼厂产能关闭，进行维护工程，此后，随着当地民众的抗议示威活动增加，其关闭时间一再延长。2 月份，印度最高法院推翻了国家绿色法庭去年 12 月提出的重启冶炼厂的命令。韦丹塔资源公司(Vedanta Ltd)正在抛售印度南部 Sterlite 冶炼厂的铜精矿库存，以期在 5 月份永久关闭前降低成本。另外，由于 Vedanta 此前原计划扩大现有产能，而最高法院的裁决使得短期内难以实现，不过，由于 Vedanta 对印度铜需求具有信心，因此未来关注其新厂址的可能。

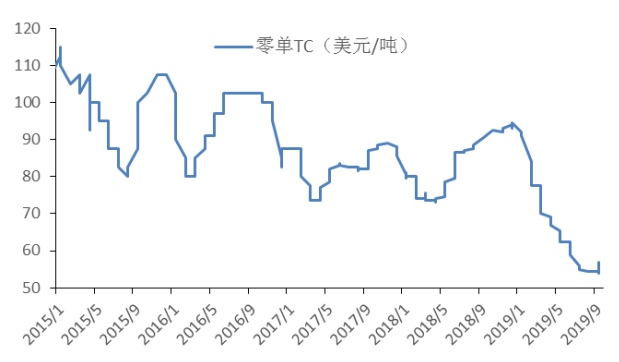
综合情况来看，随着 2018 年和 2019 年精炼产能的投放，国内精炼自给能力增强，当前供应主要取决于矿的供应。全球新一轮铜矿投资周期还没到来，产量释放需要更长时间，铜精矿至精炼铜供需在很长时间内仍有一定错配，精炼铜产能和产出不应成为主要供给制约条件。长远看国内冶炼产业在下次矿石供应上升周期占据先机具有战略意义。

图 2.1.6: 精铜产量



资料来源：SMM 一德研究院

图 2.1.7: 精炼加工费(周)



资料来源：SMM 一德研究院

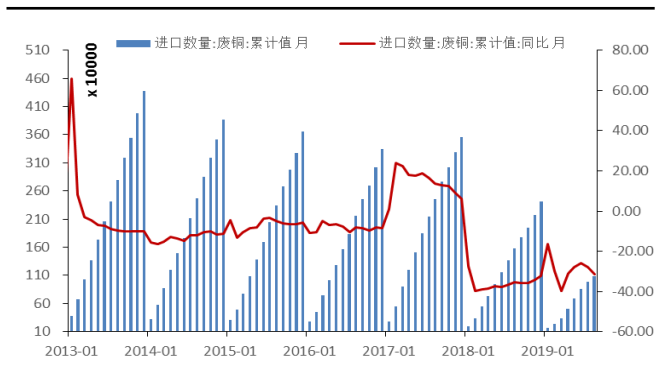
2.1.3 废铜市场逐渐被规范 对精铜需求影响降低

2019 年开始废七类进口已被禁止，但由于 2018 年废旧铜进口结构已经发生较大的调整，废旧七类的进口量

已经较低,实物量大幅下滑的背后是进口废铜品位抬升带来的金属量的增加。下半年废六类列入限制类进口名录,利废企业需要拿到进口批文才能进口“六类”废铜。对于废六类进口由加工企业根据实际需求来申请额度的形式。这意味着贸易环节将受到极大的影响。9月份,固废中心公布第四批进口废铜批文,涉及废铜批文总量为3.2万实物吨,约2.5万金属吨,前四批批文累计发放废铜48.4万实物吨,约38.7万金属吨。而中国8月中国进口废铜10万吨,同比下降达到55.5%,1-8月累计减少31.5%。国内废铜消费量逐渐减少,冶炼端用废量下滑更为明显,冶炼用废铜转向精铜矿,加工端用废量继续保持低位。从十三五规划来看,再生铜占比增量仅增加2%,当前精炼铜供应的主要力量仍然是原生冶炼产能。另外,从政策面来看,国家加强对废旧铜进口的管制,进口难度有一定增加,规范了废旧铜利用,再生铜逐步走向更加规范。

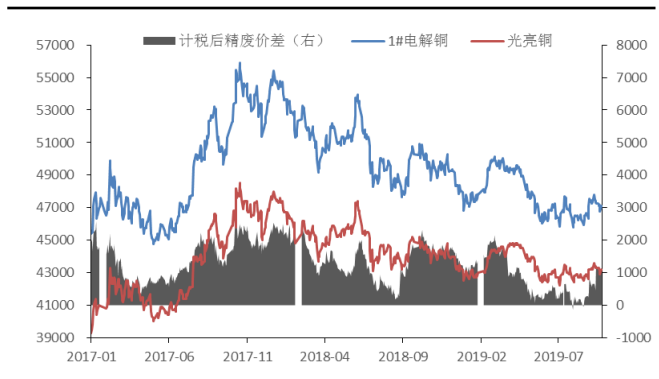
从精废价差的角度来看,年初至今铜精废价差经历先升后降再升的过程。前期价差扩大是由于精铜价格快速上行,相比之下废铜产业链对价格的传导性较弱而未能同步跟涨,价差扩大废铜会替代精铜。下半年废六限制进口后,废铜有一定程度供应紧张,引起精废价差扩大,但精废价差保持在千元左右,废铜对精铜的取代作用并不明显。反过来也可能是国家标准制定升级,对废铜使用渠道管制,导致废铜市场萎缩的结果。

图 2.1.8: 废铜进口量



资料来源: SMM 一德研究院

图 2.1.9: 精废价差

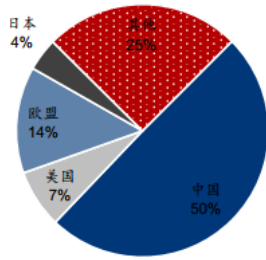


资料来源: SMM 一德研究院

2.2 消费端: 期待四季度电力投资规模增加

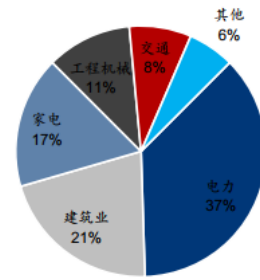
从全球各地区精铜消费变化看,中国是首屈一指的消费大户,占全球消费比重接近5成,而全球其他地区目前仍未发现新的增长点。美欧日等发达国家消费平稳,东南亚等新经济体虽然铜需求增速较高,但消费基数较低,在如此低比例的铜消费下,至少3-5年对全球铜消费增长贡献作用依然较小,需求分析更多关注中国。

图 2.2.1：各国精炼铜消费占比



资料来源：媒体整理

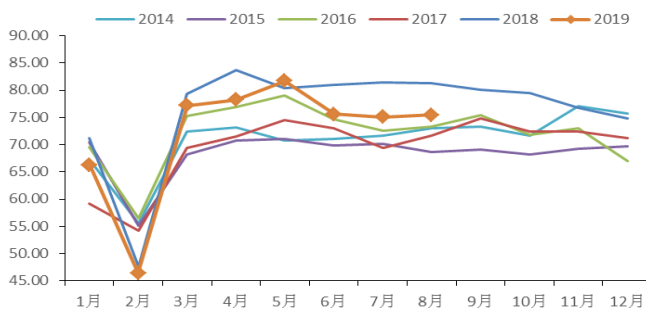
图 2.2.2：中国铜下游消费占比



资料来源：媒体整理

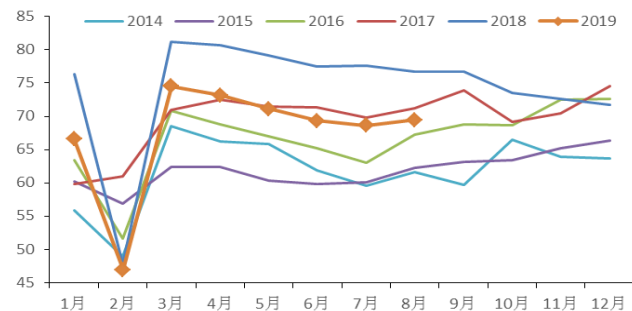
国内铜终端消费主要集中在电力电缆、家电、汽车、房地产等行业板块。其中电力电缆占比接近 37%，家电（空调等制冷设备）占 15%，汽车行业占比 8%，建筑占比 21%。铜材做为电解铜到消费终端的中间过渡品，开工情况能体现下游的消费状况。铜材包括铜杆线、铜管、铜板带等。铜材的开工数据相对好追踪，从铜材情况看，今年需求表现还不错。但需要注意的是，这毕竟是样本统计，不能代表整体情况，接下来还是看具体的下游行业。

图 2.2.3：电线电缆开工率



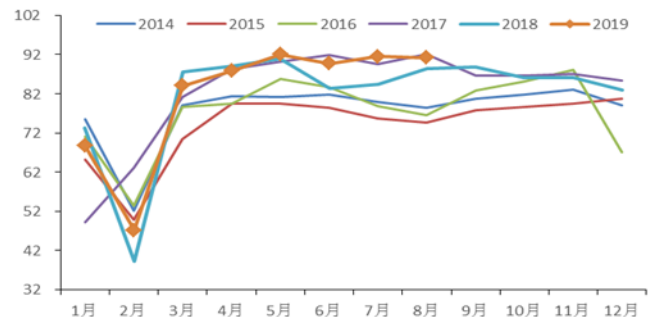
资料来源：smm，一德研究院

图 2.2.5：铜板带箔开工率



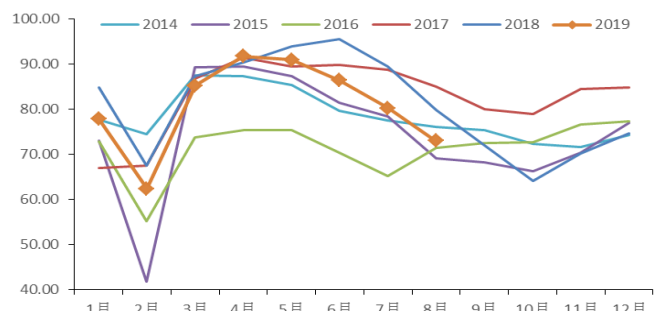
资料来源：smm，一德研究院

图 2.2.4：电线电缆开工率



资料来源：smm，一德研究院

图 2.2.6：铜管开工率

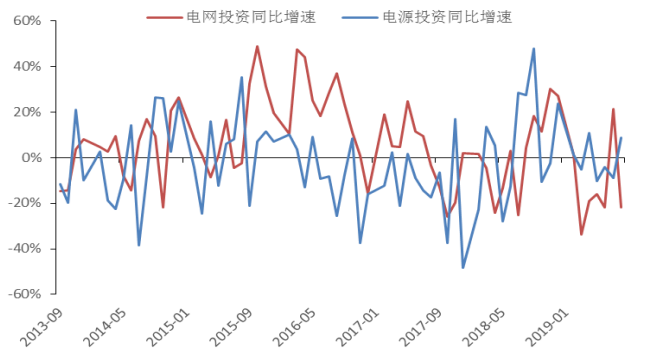


资料来源：smm，一德研究院

中国铜消费主要依赖电力行业，电力行业用铜主要集中在电力电缆和电网设备。8 月份，电网工程投资完成额累计 2378 亿元，累计同比下降 15.2%；电源工程投资完成额累计 1533 亿元，累计同比增加 5.2%。电网领域电源投资和电网投资增速差仍然存在需求的未兑现预期。2019 全年国家电网的计划投资额为 5126 亿元，较 2018

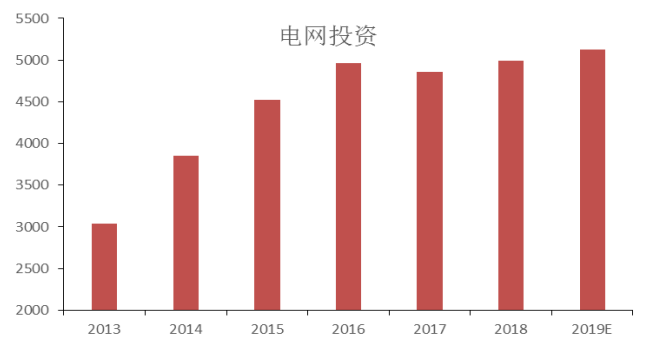
全年完成额 4889.4 亿元增加 4.84%。截止 8 月完成 2378 亿元，占计划额约 46%左右，处于近 6 年最低位。7、8、9 月电线电缆企业开工率均同比上升，其中 9 月电线电缆企业开工率为 93.45%，环比回升 2.29 个百分点，同比上升 4.6 个百分点。今年财政政策有所宽松，尽管电网投资前三季度不尽如意，预计今年电网投资的走势和去年一样是前低后高。且中央积极推进老旧小区的改造建设，而老旧小区的存量规模庞大，因而对电线电缆更新换代的需求较大。因此，下半年电力发力潜力较大，预计四季度的电网投资规模有望增加。

图 2.2.7: 电力投资同比



资料来源: wind, 一德研究院

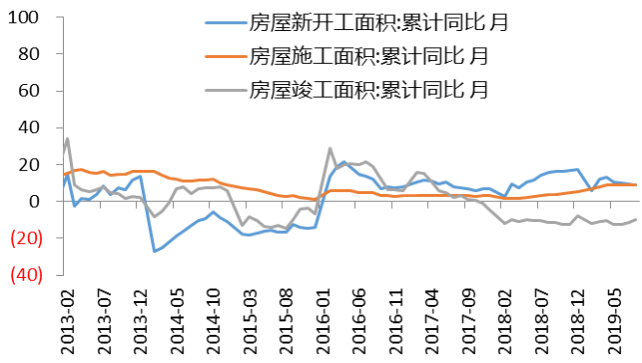
图 2.2.8: 电网投资额



资料来源: wind, 一德研究院

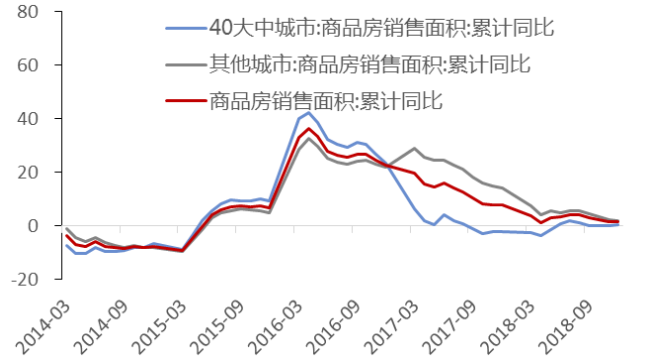
其次我们把房地产和空调行业一块看，房地产需求主要指水电改造和电器安装的电线消费，和空调销售的影响基本是新屋竣工时间往后推移一年。2019 年 1-8 月份，全国房地产开发投资 84589 亿元，同比增长 10.5%，2019 年 1-8 月我国房地产竣工面积为 41610.27 万平方米，累计下降 10%。2019 年 1-8 月份，房地产开发企业房屋新开工面积增长 8.9%。1-8 月份，商品房销售面积 101849 万平方米，同比下降 0.6%，降幅比 1-7 月份收窄 0.7 个百分点。今年地产表现对下半年乃至明年地产铜需求是有影响的。当然受影响的还有空调行业，新房交房慢空调初次安装量低。据国家统计局数据，2019 年 8 月份，空调产量为 1433.2 万台，同比下降 2.9%，同比降幅与上月持平，环比降 15%。受到全球经济下滑、制造业景气度下降、汇率波动、贸易战的影响，厨电、洗衣机、冰箱等家用电器订单压力较大而且在需求低迷的背景下，电器生产商陷入比惨阶段，企业采取去库存的方式先熬过今年也是必然选择，所以今年家电生产对铜消费拉动比较低迷。

图 2.2.9: 房地产数据同比



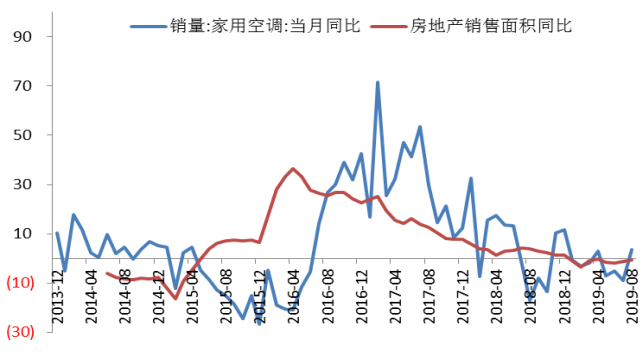
资料来源: wind, 一德研究院

图 2.2.10: 40 个大中城市及其它城市销售面积同比



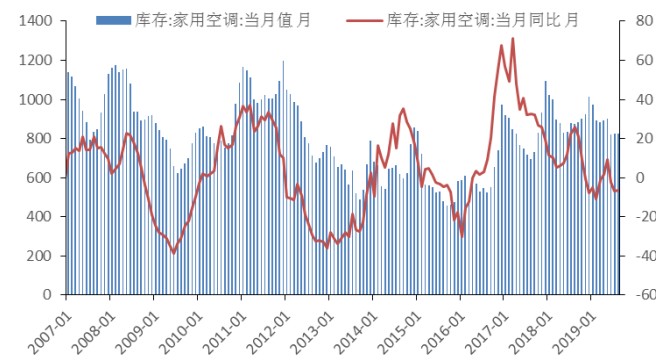
资料来源: wind, 一德研究院

图 2.2.11: 空调与房屋销售同比



资料来源: wind, 一德研究院

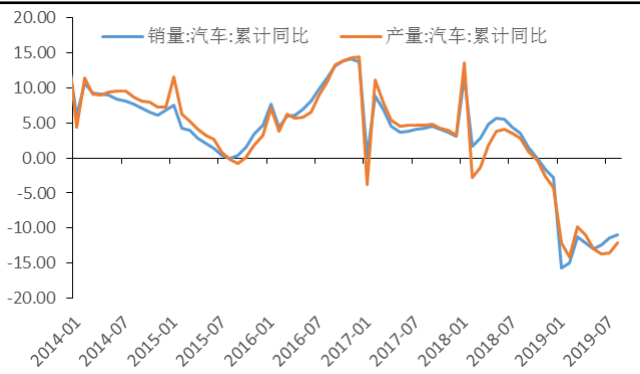
图 2.2.12: 空调库存



资料来源: wind, 一德研究院

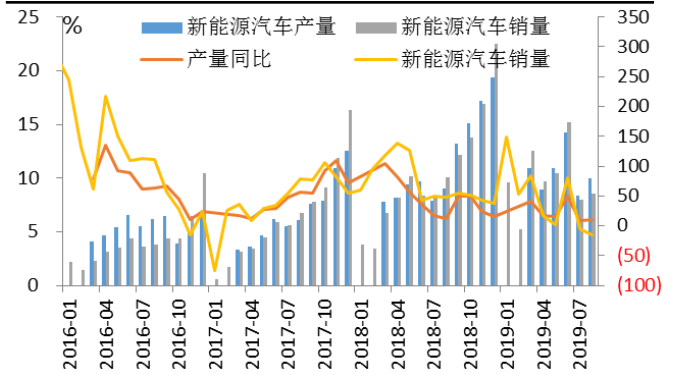
再关注汽车交通领域。虽然今年各部委多次发布政策，牵头促进汽车消费回暖，厂家通过降价、补贴等手段紧跟政策，但车市仍然表现低迷。根据乘联会公布的数据显示，8月汽车产销量分别完成199.1万辆和195.8万辆，环比分别增长10.3%和8%，同比下降0.5%和6.9%，产量同比降幅比上月缩小11.4个百分点，销量降幅扩大2.6个百分点。1-8月，汽车产销1593.9万辆和1610.4万辆，同比下降12.1%和11%，产销量降幅比1-7月分别收窄1.4和0.4个百分点。8月汽车产销进入回升阶段，这符合历年的发展规律。但汽车市场受国五车型促销透支的影响还未退却，汽车产业整体下行压力依然较大。8月新能源乘用车批发销量7.1万台，同比下降15.5%，环比7月增长6%。1-8月新能源乘用车批发71.4万台，同比增速41.7%。由于6月底补贴退坡带来的销售成本大幅上涨，产销各环节很难快速应对这样的成本变化。新能源乘用车7月和8月的销量下滑，主要是因为受补贴政策逐步退坡和燃油车排放标准切换，厂家和经销商开始放量促销所致。我国汽车市场将长期进入低增长期，四季度除非有政策大力扶持，否则汽车销量很难提升。

图 2.2.13: 汽车产销累计同比



资料来源: Bloomberg, 一德研究院

图 2.2.14: 新能源汽车产销同比



资料来源: Bloomberg, 一德研究院

2.3 供需平衡: 微观下四季度有望供需双增

考虑到废铜替代减少以及来自铜矿供应端的干扰作用, 下调全球精炼铜产量增速至 1.5%, 全球铜消费增速平稳, 表观消费增速维持 2%左右。2019 年全年呈现去库存状态。三、四季度在国内电缆消费带动下, 用铜需求优于上半年, 四季度精炼铜可能表现为供需双增, 铜库存维持低位, 国内需求表现要强于国外。

表格 7: 全球铜市场供需预估

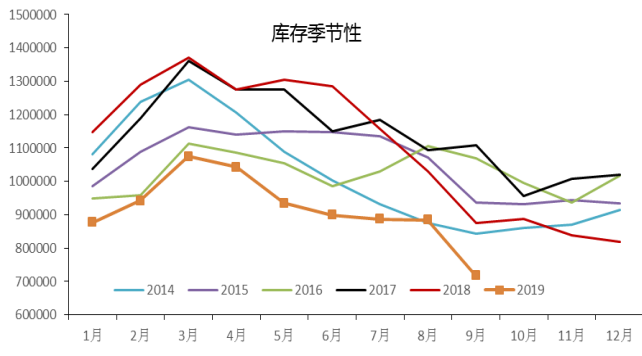
(万吨)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2019H1	2019H2E	2020E
精铜矿产量	1473	1536	1629	1610	1655	1690	843	847	1720
精铜矿消费量	1487	1529	1618	1620	1657	1694	834	860	1725
精铜矿供需平衡	-14	7	11	-10	-2	-4	9	-13	-5
精炼铜产量	2172	2196	2276	2290	2342	2379	1184	1195	2420
精炼铜消费量	2160	2193	2252	2298	2345	2395	1182	1213	2430
精炼铜平衡	12	3	24	-8	-3	-16	2	-18	-10

资料来源: 一德研究院

2.4 全球库存去至近年来新低

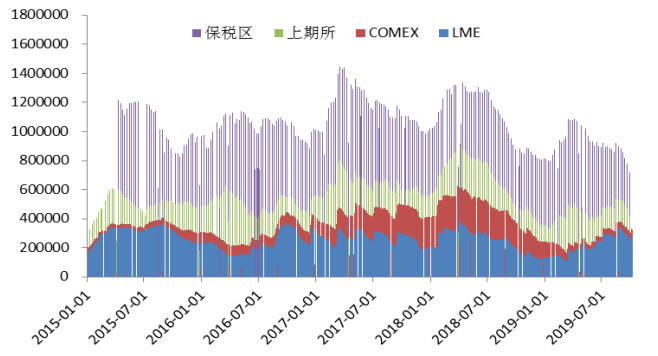
库存是最能体现供需结构的指标, 上半年全球显性库存变化也符合以往季节性走势。由于中国的春节效应, 每年 1-3 月份都是库存累积的阶段, 随着春节后开工率上升, 消费量回归库存一路下滑。今年也大体如此, 上半年库存高点在 3 月份达到 109 万吨, 二季度开始去库存化, 三季度尤其是 9 月库存去化比较明显, 保税区库存持续流出, 截止 9 月底全球三大交易所加保税区库存下降至 71.7 万吨, 为五年来新低。今年库存水平一直低于过去几年, 上半年有精炼检修减产支撑了去库存, 下半年三季度末金九银十行情消费回暖, 去库存速度加快, 另一方面由于印度 Vedanta 冶炼厂关停并重启无望, 印度变成精铜净进口国, 库存大量向印度流入。

图 2.4.1: 全球铜库存季节性



资料来源: wind, 一德研究院

图 2.4.2: 全球铜库存



资料来源: wind, 一德研究院

3. 总结与展望

供应: 中长期供应来看, 新一轮铜矿投资周期还没到来, 产量释放需要更长时间, 铜精矿至精炼铜供需在很长时间内仍有一定错配。另外矿山品位下降, 环保投入增加, 刚性成本抬升, 矿山需要合理铜价提供利润支持, 中长期供应面对铜价格有支撑。从近期情况来看, 由于铜精矿供应弹性比较小, 这将制约精炼铜的产量供给, 四季度供给源端偏紧的局面将延续。

需求: 传统消费板块中汽车、家电用铜需求表现不理想, 但电线电缆行业表现不俗, 今年最后一个季度电网工程投资潜力较大, 预计四季度的电网投资规模有望增加, 成为支撑消费的主力贡献力量。

总体上, 我们认为宏观经济疲弱是压制铜价的最主要因素, 进入四季度宏观形势混乱不减, 中美贸易摩擦, 英国脱欧、美总统遭弹劾、地缘政治等等, 风险度极高很不利于全球经济改善, 大环境下铜市缺少乐观的依据。从产业角度看, 铜供应源头矿石周期性紧张, 而且在较长一段时间无法扭转, 产业对铜价有支撑, 而较低的库存给微观情况下创造了反弹条件。因而, 我们认为在没有出现系统性风险情况下, 四季度铜价走出单边行情可能性不高, 很有可能延续 46000-48000 元/吨的区间震荡, 策略上以逢低买入为主, 或围绕区间上下沿做动态卖出跨式期权组合。

风险点: 1、中美贸易对抗加剧

2、全球经济持续下滑超预期

3、地缘政治风险

4、货币政策转向不及预期

免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703

Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室

Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）

Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元

Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）

Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室

Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间

Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间

Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号

Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室

Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室

Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

Tel: 0571-8799 6673