

创新研究院

2015 年 6 月 4 日

文档编号: GTYF-A01A02456

预期良好难敌实体疲弱

——铜 6 月投资报告

金属分析师

刘洋

CFA 从业资格证书编号:

F0300253

电话:

010-85356556

Email:

liuyang@gtfutures.com.cn

公司网址:

<http://www.gtfutures.com.cn/>

摘 要

- 综合来看, 虽然美国经济复苏, 但由于市场中各个影响变量与决策意愿的相互影响, 美元短期内波动加剧, 在铜市缺乏基本面炒作的情况下, 美元对铜价的影响有所放大。后期铜矿供应并不会出现显著短缺, 国内冶炼企业检修结束, 后续精炼铜供应将保持充足, 国内政策预期炒作短期失效, 实体经济真正受益后, 国内需求有望获得一定的提振。
- 现货升水回落, 国内需求疲弱现状难以改观, 铜市基本面缺乏有力炒作题材。沪铜近期持续下跌, 跌破了前期向上的反弹通道, 在前期密集成交区 43500 一线获得支撑, 预计短期内铜价将再次以 43500 为重心进行震荡, 如果跌破该支撑的话跌幅有望加深。建议投资者在 44500 元下方短线逢高沽空, 如果铜价向下突破 42500 元一线可将持仓周期适当放长。此外投资者需要关注厄尔尼诺现象对于智利和印尼铜矿生产的影响。

目 录

摘 要	1
一、铜期货 5 月行情回顾	4
(一)、沪铜 5 月行情回顾	4
(二)、LME 期铜 5 月行情回顾	5
二、宏观经济分析	5
(一)、国际宏观经济分析	5
(二)、国内宏观经济分析	9
三、铜基本面分析	12
(一)、短期供给仍将充足	12
(二)、下游需求未现好转	14
四、后市分析	16
(一)、铜后市分析	16
(二)、铜操作建议	17
免责声明：	19

图表目录

图表 1 沪铜 5 月走势.....	4
图表 2 LME 3 月期铜 5 月走势.....	5
图表 3 美国成屋销售及 NAHB 住房市场指数.....	6
图表 4 美国初请失业金人数、续请失业金人数.....	6
图表 5 欧元区制造业 PMI.....	8
图表 6 欧元区 ZEW 经济景气指数.....	8
图表 7 欧元区调和 CPI.....	9
图表 8 中采 PMI 和汇丰 PMI.....	10
图表 9 规模以上工业增加值.....	11
图表 10 房地产指标.....	11
图表 11 国内铜矿石、精炼铜进口走势.....	12
图表 12 沪伦比价.....	13
图表 13 中国月度精炼铜产量当月值及同比.....	13
图表 14 LME、上期所铜库存走势.....	14
图表 15 电网投资累计同比.....	15
图表 16 家电产量当月同比.....	15
图表 17 长江有色市场铜升贴水.....	16
图表 18 沪铜连 3 技术分析.....	17
图表 19 沪铜期货期限结构.....	18

一、铜期货 5 月行情回顾

(一)、沪铜 5 月行情回顾

图表 1 沪铜 5 月走势



数据来源: Wind

进入 5 月份后，沪铜首先向上跳空追赶伦铜走势，主要是由于上期所库存连续两周显著减少，市场预期需求回升，向上炒作铜价。但是跳空后，多数调研显示下游需求并未有效恢复，库存最有可能的流向是保税区库存，对铜价构成利空，然而刺激政策预期犹存，且国外部分铜矿生产受到了较多的干扰，又为铜价提供了一定的支撑，沪铜陷入短时期的窄幅震荡。在基本面供求紧平衡，缺乏有力的影响因素下，美元从低位的反弹给予了铜价明显的压力，5 月下旬铜价向下突破，运行至前期密集成交区。

（二）、LME 期铜 5 月行情回顾

图表 2 LME 3 月期铜 5 月走势



数据来源: Wind

5 月份伦铜走势较沪铜明显流畅。LME 库存出现降低迹象，而上期所库存则显著减少，推动了铜价上扬。然而实际需求疲弱，限制了铜价继续上攻，在 6500 美元下方铜价失去动能。商品属性层面缺乏炒作，美元低位反弹对于基本金属构成了明显的压力，铜价再次跌回至反弹前的 6000 美元一线。

二、宏观经济分析

（一）、国际宏观经济分析

1、美国房地产市场基本维持稳定

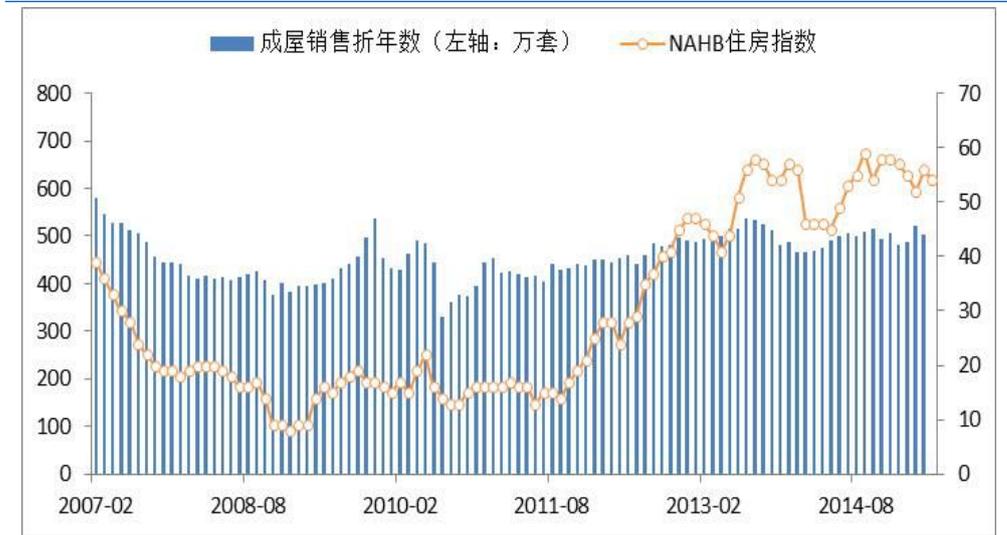
美国住宅建筑商协会 5 月 18 日公布的数据显示，5 月 NAHB 房产市场指数下滑至 54，预期 57，前值 56。虽然美国 5 月住宅建筑商信心指数有所下滑，但仍显示更多的建筑商对市场状况感到乐观。

全美地产经纪商协会 5 月 28 日公布报告称，4 月份美国未决成屋销售指数连续第四个月上升，经季节调整后的 NAR 美国未决成屋销售指数上升至 112.4 点，与 3 月份的 108.7 点相比增长 3.4%，远超经济学家此前预期的 1%，与去年同期相比增长 14%。创下 9 年以来的最高水平，表明未来交易量可能加速增长。

但是从上述数据的整体趋势来看，美国房地产市场虽然相对稳定，但是缺乏进一

步走强的迹象。难以进一步刺激远期基本金属消费的预期。

图表 3 美国成屋销售及 NAHB 住房市场指数



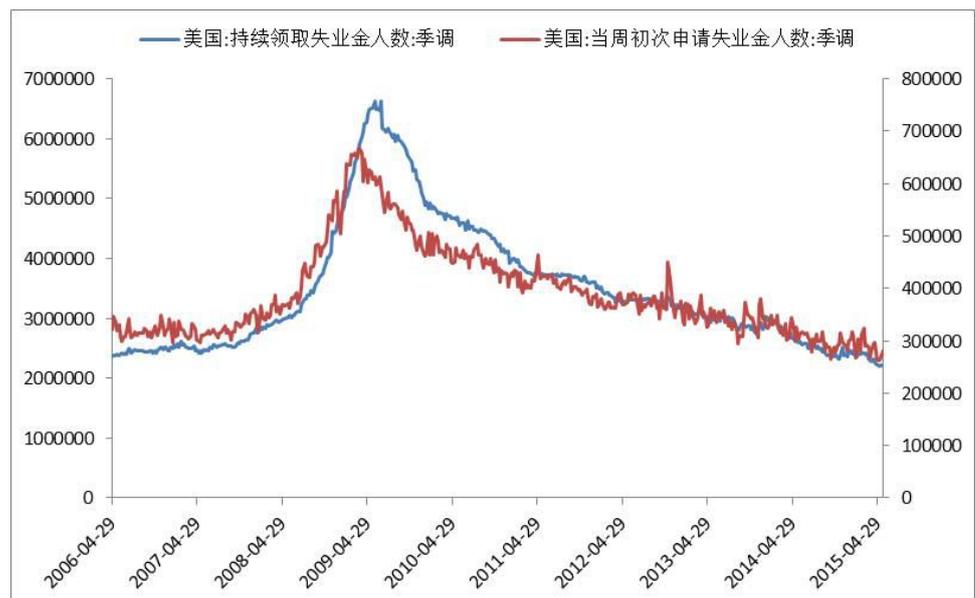
数据来源：WIND

2、美国初请失业金人数有所反弹

美国劳工部报告称，截至 5 月 23 日当周美国初次申请失业救济金人数增加 7000 人，至经季节调整后的 28.2 万人，创下五个星期以来的最高水平。截至 5 月 16 日当周的持续申请失业救济金人数增加 1.1 万人，经季节调整后的 220 万人，5 月早些时候该数据也创下 15 年低点。

初请失业金人数的增加，暗示美国经济复苏强度仍存不确定性。

图表 4 美国初请失业金人数、续请失业金人数



数据来源：WIND

3、美联储升息路在何方

5月23日，美联储主席耶伦表示，美国经济将反弹，如未来经济走势与预期一致，今年某个时候加息是合适的。首次加息后，美联储将逐步谨慎收紧货币政策，因为就业市场和通胀还未达目标水平。

然而美国商务部公布的最新数据显示，美国4月个人消费支出（PCE）物价指数环比零增长，不及预期的增长0.1%，3月为环比增长0.2%。美联储关注的通胀指标核心PCE物价指数在4月的同比增长仅为1.2%，预期和3月增速均为1.3%。

此前市场预期今年9月，美联储将开始加息，但是消费数据和通胀数据的低迷，令市场开始对9月能否加息开始怀疑。近期多项数据表明美国经济复苏动能并非十分强劲，美联储理事Lael Brainard表示，并未看到第二季度美国经济反弹的明显迹象，强劲美元推后了利率正常化。前瞻指引虽然避免了市场当中部分无效波动，但同时会使预期因素显著的体现在市场中——如果所有人都知道美元在接下来的半年内要升值，那么理论上就应该压缩当前消费以获得远期消费的最大化，进而导致当前通胀停滞——自变量和因变量角色的相互转化令美联储加息之路并不那么顺畅。

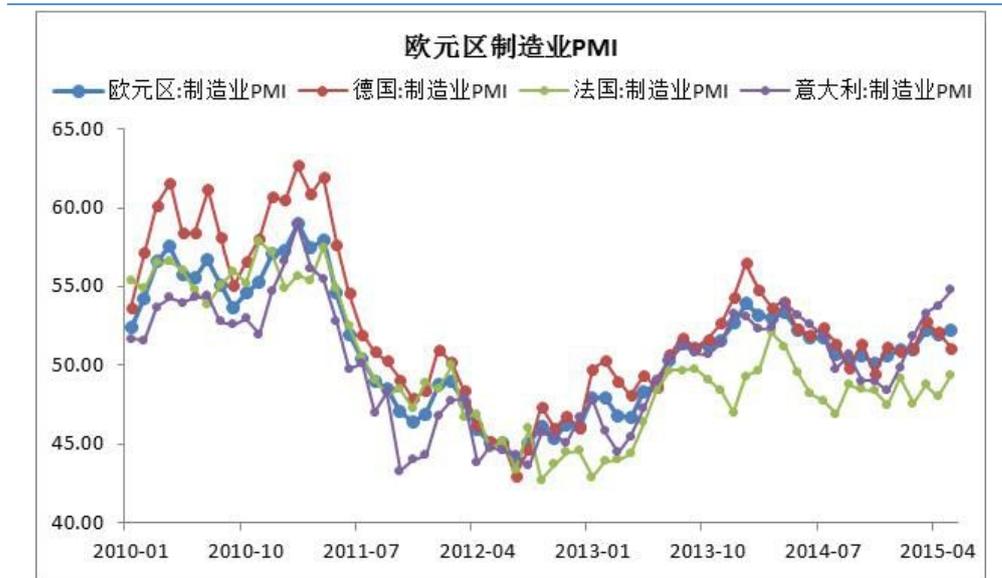
美国房地产市场持稳，对于基本金属的需求有一定的稳定作用。但是美元走势的波动性和不确定性对铜价的影响，显然大过了在商品层面上美国对铜的影响。

4、欧元区经济复苏不确定性仍存

欧元区5月制造业PMI终值为52.2，小幅低于预期52.3，也低于前值52.3。其中，欧元区5月制造业PMI新订单分项指数终值为52.7，创近13个月来最高水平。

同时数据显示，德国5月制造业PMI终值为51.1，不及预期51.4，也低于前值51.4。尽管法国5月制造业PMI终值为49.4，小幅高于预期49.3，亦高于前值49.3，但这一数据已经连续13个月低于50荣枯线。意大利5月制造业PMI意外连升五个月，由4月53.8，续升至54.8，为2011年4月以来最高。

图表 5 欧元区制造业 PMI



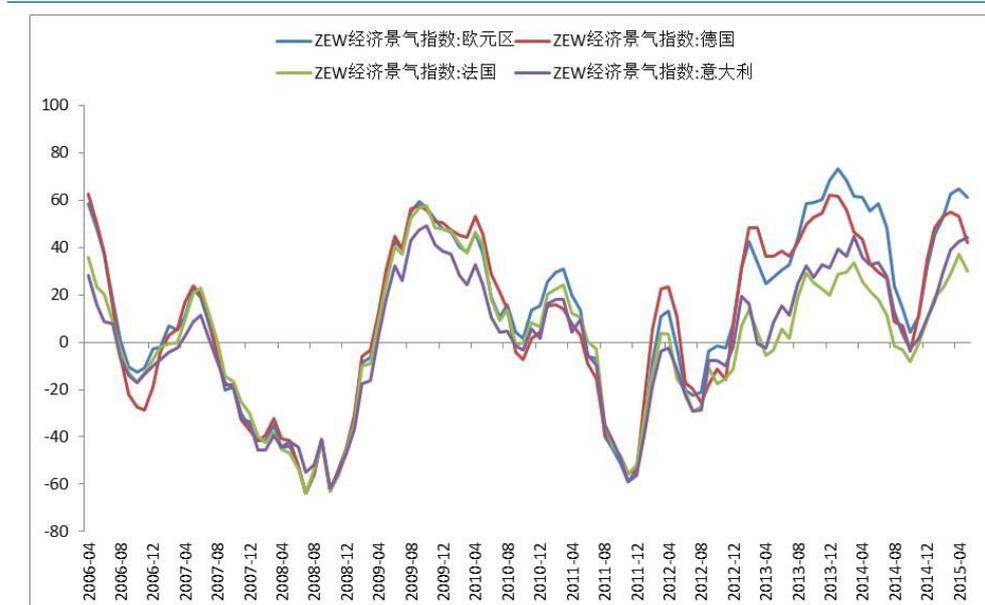
数据来源: WIND

欧洲经济研究中心(ZEW)周二(5月19日)公布的数据显示,欧元区5月经济景气指数下滑,为近八个月以来首次。

法国5月ZEW经济景气指数跌至29.9;5月ZEW经济现况指数则升至-56.9。此外意大利5月ZEW经济景气指数升至44.2;5月ZEW经济现况指数升至-59.5。

德国5月ZEW经济景气指数从4月的53.3跌至41.9,远低于市场预期的49.0,且为连续第二个月下降。这也是该指数自2014年12月以来的最低水平。

图表 6 欧元区 ZEW 经济景气指数



数据来源: WIND

5、欧央行 QE 效果“显著”

6月2日公布的欧元区5月CPI数据强劲回升，预期年率上升0.2%，实际年率上升为0.3%。德拉吉5月份曾表示，到目前为止，非常规措施已经被证明是有效的，这也超出了很多观察家的预期。欧洲央行理事霍诺翰表示，物价上涨趋势正重归正轨。

图表7 欧元区调和CPI



数据来源: WIND

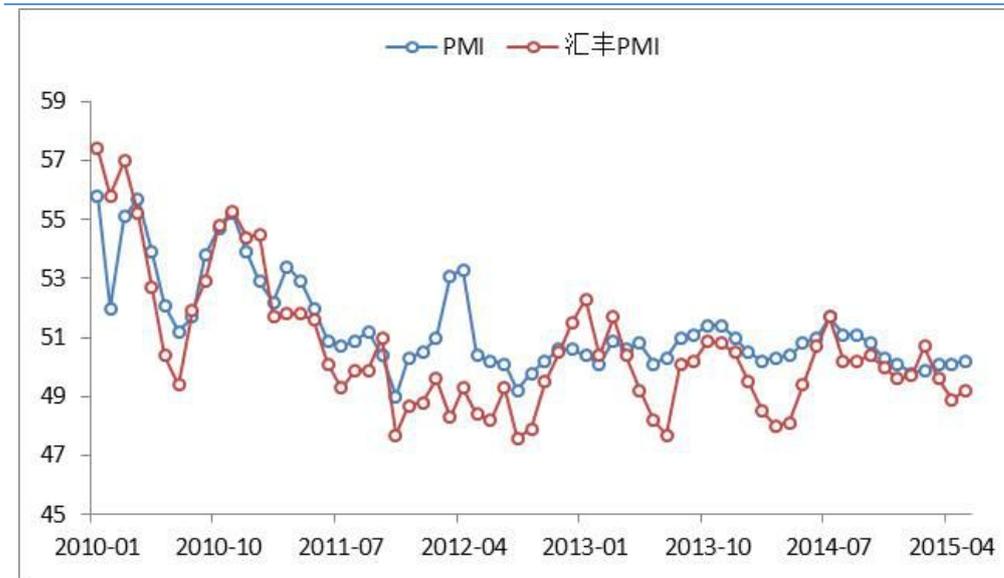
欧元区5月PMI与ZEW经济景气指数基本一致，除意大利外，指数均呈现下滑趋势，但整体依然向好。欧央行QE持续，欧元区CPI上升，虽然我们不能断定二者之间具有必然联系，但如果CPI能持续回升，QE继续提供充沛的流动性，那么欧元区经济将有望形成一个良性的自我强化趋势。

(二)、国内宏观经济分析

1、中采PMI、汇丰PMI走势一致显示制造业预期有所改善

国家统计局公布5月中国制造业PMI为50.2%，比上月微升0.1个百分点，高于临界点；同时汇丰中国此前公布的数据也显示，5月汇丰中国制造业PMI小幅上升至49.2%，符合预期，略高于初值49.1%。

图表 8 中采 PMI 和汇丰 PMI



数据来源: WIND

5 月份中采和汇丰 PMI 虽然仍存在荣、枯的分歧, 但是都出现了一定程度的上升, 表明整体上制造业预期有所改善。

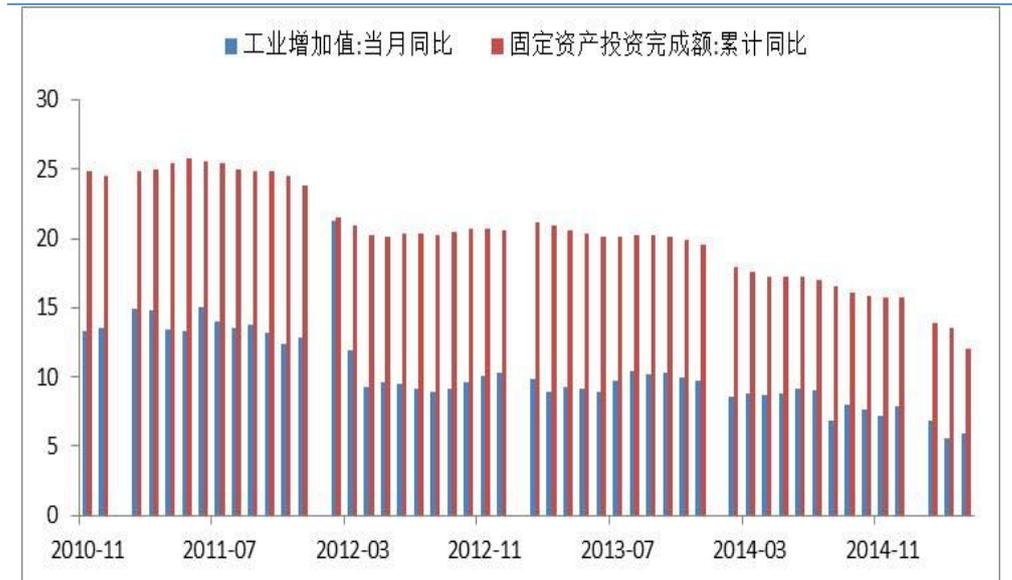
2、固定资产投资增速继续下滑、规模以上工业增加值有所回升

5 月 13 日, 国家统计局公布数据显示, 2015 年 1-4 月份, 全国固定资产投资 119979 亿元, 同比名义增长 12.0%, 增速比 1-3 月份回落 1.5 个百分点, 创逾 14 年新低。从环比速度看, 4 月份固定资产投资增长 0.89%。

2015 年 4 月份, 规模以上工业增加值同比实际增长 5.9%, 比 3 月份加快 0.3 个百分点。从环比看, 4 月份, 规模以上工业增加值比上月增长 0.57%。1-4 月份, 规模以上工业增加值同比增长 6.2%, 该增速为近六年新低。

固定资产投资增速持续下滑, 表明截止 4 月底, 政府刺激政策资金仍未实际落实到具体项目。而规模以上工业增加值的回升, 我们认为仍然主要依靠的是规模以下部分企业暂时退出市场, 市场份额出现一定程度的集中所导致的。

图表 9 规模以上工业增加值



数据来源: WIND

3、房地产投资增速下滑但销售有所回升

2015年1-4月份,全国房地产开发投资23669亿元,同比名义增长6.0%,增速比1-3月份回落2.5个百分点,创2009年5月以来新低。

4月份当月,全国商品房销售面积8130万平方米,同比增长7.0%,为2014年年初以来首次正增长。随着近期政府出台的多项房地产松绑政策,一线城市和部分二线城市市场回升明显,同时房地产开发商也抓住时间去库存。

图表 10 房地产指标



数据来源: WIND

投资增速下滑利空远期金属消费,去库存持续一定时间后,伴随着一定的新住房或改善住房需求,房地产投资增速才有望再次上升。

整体来看，固定资产投资、房地产投资仍然疲弱，工业增加值的回升难以推断出实体经济企稳，但是 PMI 数据的好转，表明政府货币、财政刺激政策已经从心里预期层面改善了实体经营者对后续经济走势的预期，协调博弈有望向好的一面发展。

三、铜基本面分析

（一）、短期供给仍将充足

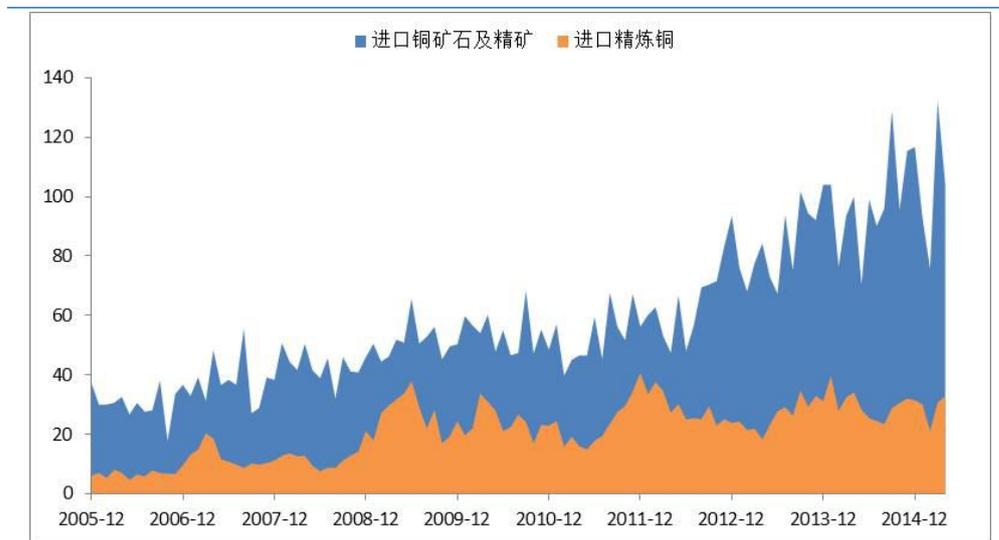
1、铜矿进口显著回升、精炼铜相对持稳

海关数据显示，4 月中国未锻造铜及铜材进口 43 万吨，环比增加 4.9%，同比减少 4.44%。1-4 月累计进口 153 万吨，同比减少 14.04%。

4 月中国铜精矿进口量为 103.9 万吨，同比增长 4.32%，同时 1-4 月铜矿砂累计进口量为 404.7 万吨，同比亦增长 9.37%，因进口自蒙古的铜矿砂高达 39.1 万吨，同比剧增 1.8 倍。

受机械故障、劳工谈判以及智利洪涝灾害影响，一季度全球铜矿石供应预期偏紧，TC 加工费也从去年年底的 110 美元/吨最低降至 95 美元/吨附近，但近来铜矿供应已经逐渐恢复，虽然智利四月份铜产量环比同比均出现小幅下降，但是蒙古奥尤陶勒盖铜矿输出缓解了担忧，TC 加工费再次上涨至 110 美元/吨。

图表 11 国内铜矿石、精炼铜进口走势



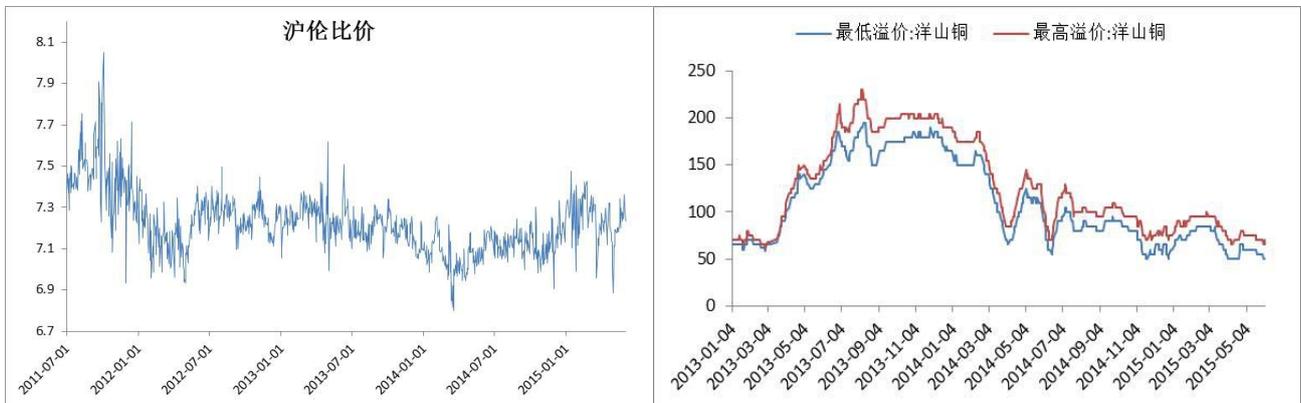
数据来源：WIND

2、沪伦比价有所走高

从沪伦比价的走势图来看，5 月份沪伦比值有所回升，一方面实体需求疲弱，产业进口有限；另一方面融资进口需求也有所下降，但融资进口需求的下降并不意味着企

业资金充足，而是由于银行授信困难、金属变现难度增加以及美元走强押汇收益消失等原因造成的。

图表 12 沪伦比价



数据来源：WIND

3、国内精炼铜产量下滑

国家统计局公布的数据显示，中国 4 月精炼铜产量 603498 吨，3 月为 636351 吨。4 月精炼铜产量环比下降 5.2%，4 月铜产量同比增长 6.8%。1-4 月总产量则同比上升 11.9%，至 244 万吨。

精炼铜产量下滑一方面是由于前期 TC 费用下跌，冶炼企业生产积极性降低，另一方面部分冶炼企业在 4 月份检修，也从客观上减少了精炼铜的产量。

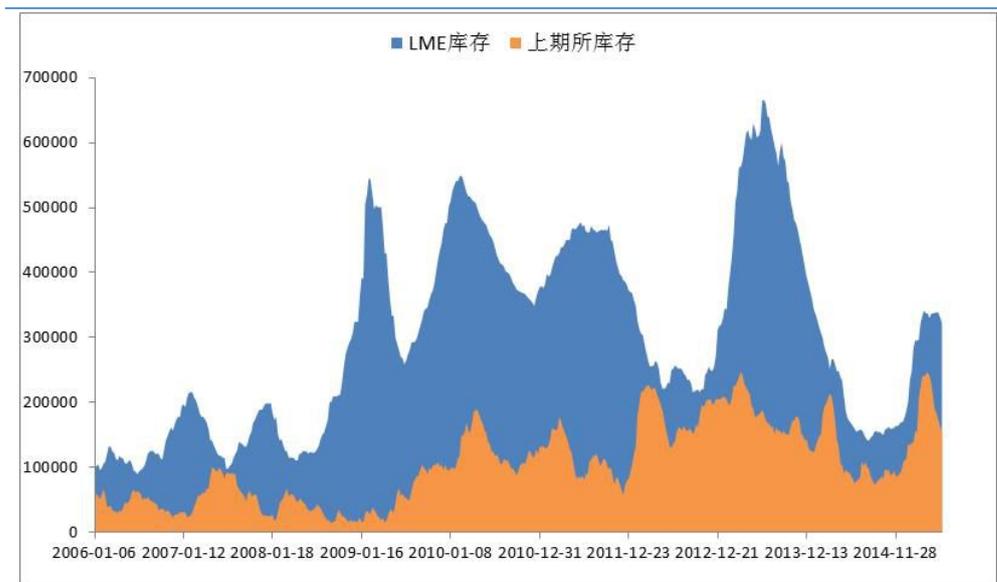
图表 13 中国月度精炼铜产量当月值及同比



数据来源：WIND

4、上期所库存显著下滑

图表 14 LME、上期所铜库存走势



数据来源：WIND

5 月份 LME 库存相对持稳，并且出现了一定程度的下滑，但减少幅度有限。相反，上期所库存在 5 月份出现了显著的下滑，5 月底已经降至 15.6 万吨。库存下跌对铜价形成支撑，但是显性库存下降的备货，隐性库存即保税区库存在逐渐增加，预估为 55-60 万吨。

5、后期供应将有所增加

国内部分铜冶炼企业自 4 月份开始逐渐进入检修状态，时间在半个月到 1 个月不等，月度影响产量在 5-15 万吨之间。6 月中旬之后，铜冶炼企业产能检修将逐步复产，现货供应量将有所增加。秘鲁地区虽然在明年大选前矿场冲突可能会加剧，但是针对的主要是新项目开工，对于短期走势影响有限。

（二）、下游需求未现好转

1、电网投资进度仍有待提升

电缆投资累计增速同比仍然处于下滑状态，但是下滑速度较 3 月份有所收窄。5 月中旬国家电网表示，随着后续“五交八直”特高压工程的加快推进，新增特高压电网投资将达到 4500 亿元，带动电源和相关产业投资 1.7 万亿元。然而由于特高压应用上铝材的技术替代，对于线缆铜的消费提振有限。

图表 15 电网投资累计同比

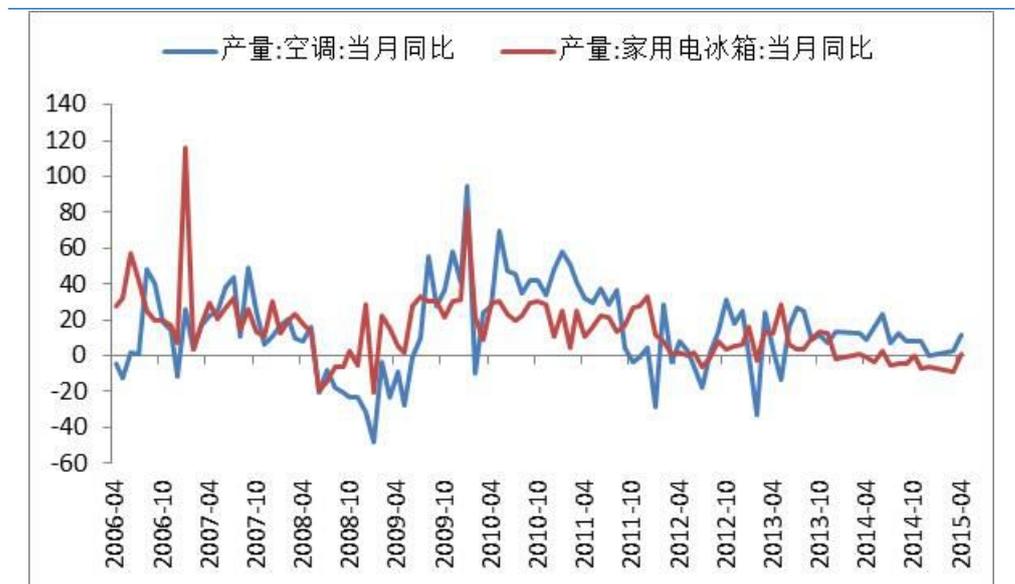


数据来源: WIND

2、家电需求改善有限

在进入消费旺季后,空调、冰箱产量逐渐进入消费旺季,4月份空调产量同比上升11.33%,同时冰箱消费也较去年同期出现了小幅的增长。但是有调研显示,家电消费弱于行业内前期预期,而下游矿用电缆、汽车线、工程用布电线、电磁漆包线等订单则出现回落,因此对于远期用铜需求并不看好。

图表 16 家电产量当月同比



数据来源: WIND

四、后市分析

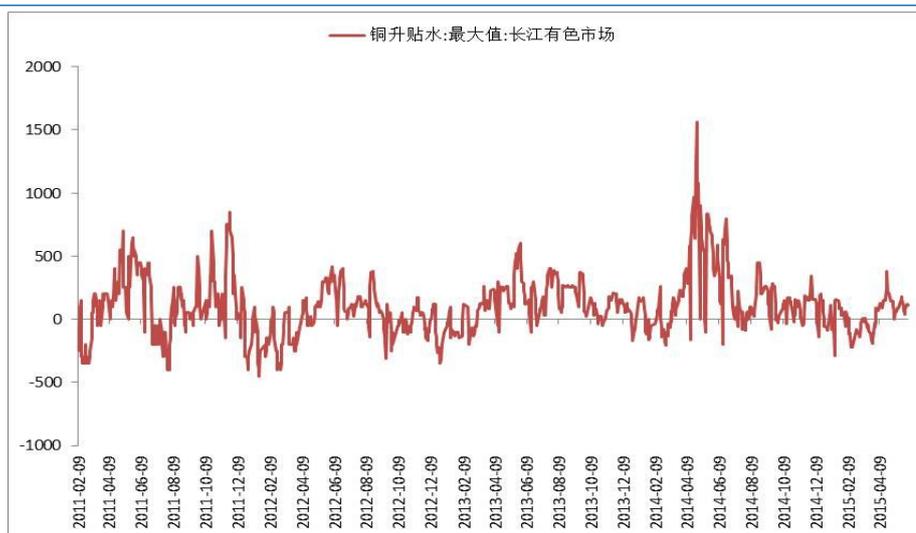
（一）、铜后市分析

1、国内供给、需求

虽然4月份铜精矿进口较3月份明显回落，但由于1-4月累计进口仍高于去年同期近10%，智利等过铜矿产出并不会出现较大幅度的减少且蒙古奥尤陶勒盖铜矿后期产能有望增加，因此后续铜矿供应仍然充足。

从现货升贴水情况来看，2014年4-7月份期间，由于国内铜冶炼检修、采散供长等操作，现货升贴水大幅走高，而今年虽然同样出现了上述情况，现货升贴水升幅有限，且近期持续走低，表明当前国内实货需求有限。虽然PMI数据显示制造业预期转好，但具体到铜材上，预计短期内国内需求难以出现显著回升。

图表 17 长江有色市场铜升贴水



数据来源: WIND

2、国外市场需求或许成为变量

中国铜消费占全球消费的近50%，但国内需求端疲软现象短期较难出现改变，基建项目刺激尚未有效落实，因此需要适当关注全球需求中占比50%的其他国家消费。2014年的全球消费中，欧洲地区增长22万吨，而今年伴随着欧央行的QE，市场流动性充沛，如果需求继续显著增加的话，那么在全球供需紧平衡的状态下，铜价将获得显著的提振。

3、宏观经济

美国经济复苏仍然持续，对于铜的需求将逐渐恢复，欧洲地区虽然制造业仍数据

以及 PPI 仍然并不是非常乐观，但是通胀水平已出现改观，后续经济将有望进入良性循环。国内宏观预期较强，但是实体经济仍然未获得实质性支撑，因此宏观政策后期对铜价预期的支撑效果难以确定。

综合来看，虽然美国经济复苏，但由于市场中各个影响变量与决策意愿的相互影响，美元短期内波动加剧，在铜市缺乏基本面炒作的情况下，美元对铜价的影响有所放大。后期铜矿供应并不会出现显著短缺，国内冶炼企业检修结束，后续精炼铜供应将保持充足，国内政策预期炒作短期失效，实体经济真正受益后，国内需求有望获得一定的提振。

（二）、铜操作建议

沪铜近期持续下跌，跌破了前期向上的反弹通道，在前期密集成交区 43500 一线获得支撑，预计短期内铜价将再次以 43500 为重心进行震荡，如果跌破该支撑的话跌幅有望加深。

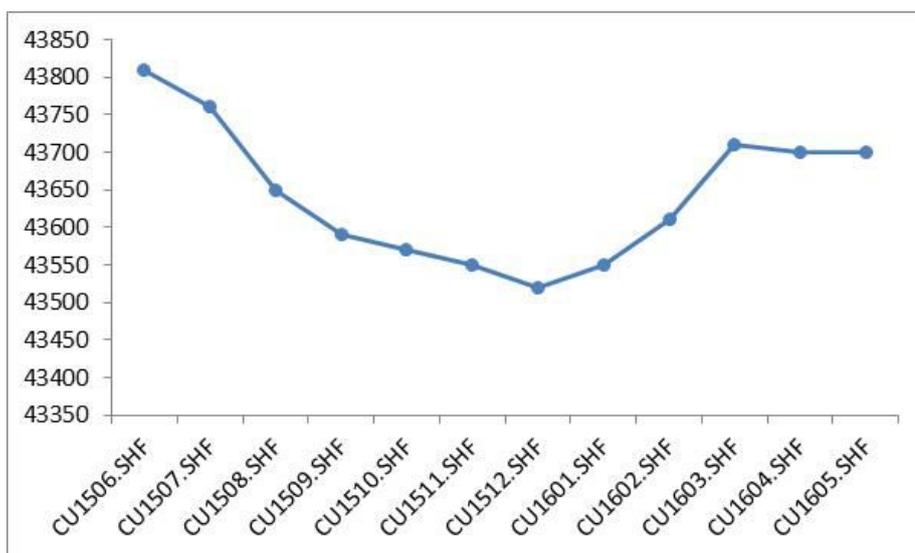
图表 18 沪铜连 3 技术分析



数据来源：文华财经

从当前沪铜期货期限结构来看，投资者对中期铜价并不看好，但是远期预期有所走强，然而由于期限结构中月间价差较小，因此总体上铜价仍然缺乏明确方向。现货升水回落，国内需求疲弱现状难以改观，铜市基本面缺乏有力炒作题材。

图表 19 沪铜期货期限结构



数据来源：文华财经

建议投资者在 44500 元下方短线逢高沽空，如果铜价向下突破 42500 元一线可将持仓周期适当放长。此外投资者需要关注厄尔尼诺现象对于智利和印尼铜矿生产的影响。

免责声明:

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

冠通期货有限公司业务机构

北京总部

电话：010-85356666

地址：北京市朝阳区门外大街甲6号万通中心4（D）座18层（电梯楼层20层）（100020）

北京营业部

电话：010-62572060

地址：北京市海淀区苏州街18号长远天地大厦B1座3A03（100080）

郑州营业部

电话：0371-65612587

地址：郑州市未来大道69号未来大厦1618室（450008）

秦皇岛营业部

电话：0335-5980335/5996770

地址：秦皇岛市海港区秦皇东大街264号八达大厦九楼901、903、905、907室（066000）

柳州营业部

电话：0772-2610000/2630977

地址：广西柳州市潭中东路17号华信国际A座1206室（545005）

青岛营业部

电话：0532-85023358/85023917

地址：青岛市市南区香港中路20号黄金广场北栋1519室（266071）

深圳营业部

电话：0755-33063293

地址：深圳市福田区彩田路东方新天地C座1007（518000）

武汉营业部

电话：027-87647989

地址：武汉市江岸区江汉路206号世纪大厦8楼E室

上海营业部

电话：021-68401589

地址：上海市浦东新区松林路300号期货大厦2604室（200122）

大连营业部

电话：0411-84807286/84807281

地址：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2706号

贵阳营业部

电话：0851-8639393/8639123

地址：贵州省贵阳市都司大道中天商务港10楼5C（550001）

南通营业部

电话：0513-87112388

地址：南通市崇川区88号南通国际贸易中心26层2602室（226000）

天津营业部

电话：022-26224611

地址：天津市河北区海河东路49号507（300131）

成都营业部

电话：028-85970371

地址：成都市高新区天府三街69号新希望国际大厦B座27层2710（610041）

长沙营业部

电话：0731-85178206

地址：湖南省长沙市五一大道235号湘域中央1栋1609、1611室（410011）