

供应压力略缓 宏观配置推波助澜

报告摘要

1、铜矿成本下降边际空间减弱 矿山投资下降加大铜矿产出干扰率

2016 年全球铜矿产出同比增幅在近 4%，而进入 2017 年，各方对于铜矿产出预估值大幅回落至 0% 一线。由于年内工业品出现大涨，无论电力成本、柴油价格亦或钢球、化工品等消耗品均出现的大幅度的调价，以原油为例从年内最低位置已上涨翻倍。由此可见采矿中的刚性成本提升，要继续降低成本仅有通过提高效率或技改一类措施。而经历 2011 年熊市以来，铜价已连续下跌超 5 年，矿山通过增效降成本的努力空间已有限，叠加近年来矿山企业已明显进入降低资本支出模式，矿山维护以及新探矿支出的减少，加大了 2017 年矿产出干扰率，故整体来看，2017 年铜矿供应压力将有一定程度缓解。

2、通胀商品配置需求以及多得-弗兰克法案废除的可能增加资金对铜市场青睐度

资金配置端，2016 年通胀数据在 3 季度触底后迅速反弹，油价方面 OPEC 与非 OPEC 产油国达成了十五年来首个减产协议，原油价格上扬进一步拉高全球通胀预期。而 2017 年市场预期收益率的上升，叠加美联储加息之后流动性的收缩，利空期债市场。债产品收益压力攀升，叠加市场通胀压力，债市资金配置商品的需求可能增加。此外特朗普的竞选声明中有废除多得-弗兰克法案，而该法案的重大影响是其第 619 节的沃克尔规则，该规则禁止美国银行参与自营交易。若多得-弗兰克方案被废除，则对于交易端通过商品来对冲通胀风险的操作可实施空间增加，整体市场配置商品的需求增加。市场资金面增加在商品上的参与度将加大铜价的波动空间，并且对铜价底部抬升形成助力。

3、实际消费面，短端存在情绪性渠道补库支撑，二季度后消费存在被证伪可能

实际消费面，内外贸长单升水同降，表明消费端并未出现一致性全面好转。终端消费面，空调、汽车等在 2016 年高基数增长下，面临继续回升乏力，尤其下半年再叠加房地产调控压力显现，进一步影响消费端预期。电力方面，十三五发展规划主要集中在能源结构端，电网投资有望放缓，虽然存在 2016 年国网招标 17 年交货的效应，但更大程度仅维持平稳，难以有大的增长亮点。故 2016 年底以及 2017 年一季度预计支撑铜价因素主要在于再库存需求。但需注意的是，本轮再库存与以往存在差异，企业再库存缺乏内生性力量，主要依靠情绪性防通胀的由终端渠道补库的外逼式动力。故一旦通胀情绪减弱，并且新订单跟进下降，则倒逼式补库存在退潮可能。

价格展望：

我们对于铜价运行重心抬升的信心增加，运行空间上行至 4800-6800 美元。节奏方面，消费旺季前，市场的补库逻辑依然存在，铜价震荡上行。进入消费旺季周期，市场需观察实际旺季效应，若旺季被证伪则铜价面临调整压力。故整体在一季度消费无法证伪的时间段，铜价受支撑，有望继续上冲。进入二季度后，消费面的实质性表现将直接影响铜价能否继续高位运行的走势。2017 年下半年整体房地产市场调控效应显现，消费面的实际运行状况需跟踪 PPP 项目以及外延需求对冲房地产风险的效果。整体铜价运行节奏强度上，依托于通胀状况以及美国是否废除多得-弗兰克法案的实际效用。

- 主要风险因素：**
- 1、PPP 项目无法对冲 2017 年房地产市场风险
 - 2、特朗普竞选声明中提到的要废除多得-弗兰克法案被否决
 - 3、通胀压力被证伪

投资咨询业务资格

证监许可【2012】669 号

有色金属

研究员：

朱文君
021-60812995
zhuwenjun@citicsf.com
从业资格号：F3006678
投资咨询号：Z0012217

郑琼香
0755-83213347
zhengqx@citicsf.com
从业资格号：F0260068
投资咨询号：Z0002147

吴锴
0755-83212747
wukai@citicsf.com
从业资格号：F3027754
投资咨询号：Z0010134

联系人：
游洋
021-60812978
youyang@citicsf.com

近期相关报告：

- 铜价继续上行高度且看做多逻辑的演变 2016-11-08
2016 年中国国际铜业论坛会议纪要 2016-10-24
铜基本面不支持价格转势 需警惕价格攀升后的风险 2016-07-14
铜消费步入淡季叠加美元走强因素铜价趋弱 2016-05-23
3 月国网招标同比增但交货期滞后旺季提振有限 2016-03-24
铜春节前后基本面市场因素分析 2016-01-21

目录

报告摘要	1
一、2016 年行情回顾	4
二、铜矿成本下降边际空间缩减 铜供应增长压力放缓	4
2.1 工业品价格全线攀升 叠加铜矿连续降成本数年 成本再降边际缩减	4
2.2 降成本因素令矿山资本支出持续走弱 后期铜矿生产扰动或加大	5
三、国产进口 2017 年长单升水双降 消费端仍存压力	8
3.1 国内冶炼企业加工手册出口资质获取增加 炼厂开工取决于加工费	8
3.2 炼厂开工维持高积极性 长单升水全面走弱	9
四、通胀预期升温 实体备货以及资金配置需求增加	10
4.1 通胀压力向终端传导 渠道商补货需求倒逼加工企业备库	10
4.1 电网、工程订单违约成本高 铜价飙升之后存在被迫性备货	12
4.2 债产品收益压力攀升 通胀预期令债市资金配置商品存在可能	13
五、下半年需求端存压力 观察 PPP 及外围对冲效果	15
免责声明	17

图表目录

图 1:	沪铜连三合约走势.....	4
图 2:	伦铜 3 月期货走势.....	4
图 3:	2016 年 11 月全球主流矿山现金成本分布	5
图 4:	2016 年 4 月全球主流矿山现金成本分布	5
图 5:	彭博统计主流矿商资本输出	6
图 6:	彭博统计主流矿山季度资本输出.....	6
图 7:	矿山产铜干扰因素分析	6
图 8:	年度全球精铜供需平衡走向	7
图 9:	铜精矿现货加工费开始显著回落.....	8
图 10:	2017 年长单加工费再降.....	8
图 11:	矿进口量受到进口盈亏影响减弱.....	9
图 12:	进口铜精矿盈亏主要影响精铜出口	9
图 13:	Codelco 发往中国和欧洲的升水均下调	9
图 14:	国内冶炼厂长单近两年出现显著回落.....	9
图 15:	内贸市场现货贴水时间多于升水.....	10
图 16:	现货美金铜升水重心不断下行.....	10
图 17:	出于企业扩张目的的内生性再库存需求不明显	10
图 18:	出于企业利润大幅增加的再库存周期不明显.....	10
图 19:	炎夏之后家用空调产量依然维持高增长格局.....	11
图 20:	临近年末政策尾端汽车产量延续高增长	11
图 21:	渠道商去库之后存在防范涨价的补库动力	11
图 22:	空调零售端价格提升显著 价格推升情绪补库	11
图 23:	PMI 新订单指数显著抬升	12
图 24:	PMI 在手订单指数跃升至近年来同期最高	12
图 25:	2017 年前 4 月国网交货量同比大幅攀升	12
图 26:	线缆企业开工率环比逐月抬升.....	12
图 27:	CPI 数据.....	13
图 28:	PPI 数据.....	13
图 29:	铜作为金融属性偏强品种与国债期货存在一定负相关	14
图 30:	基金多头持仓 11 月大规模增仓	14
图 31:	累计至 11 月招标明年交货量良好.....	15
图 32:	2017 年预计电源投资增速将高于电网	15
图 33:	对外承包工程新订单增长良好.....	15
图 34:	一带一路货运指数一路走高	15
图 35:	PPP 项目落地率持续回升	16
图 36:	PPP 项目中的执行阶段占比大幅度攀升	16

一、2016 年行情回顾

2016年1-10月，铜市场在基本面偏弱的背景下，持续运行于收敛三角形区域内，多数时间窄幅波动在4500-5000美元之间，前10月在有色品种中显著处于弱势，涨幅为所有品种之末。进入10月之后，中国房地产市场迎来最强调控，但市场反应有限，黑色商品再吹上涨冲锋号。在全市场工业品价格纷纷上抬运行重心的影响下，年内始终表现偏弱的铜价面临整理三角形突破。此外工业品价格上升，使原料端价格上涨压力开始向终端商品价格传导，通胀预期的自我强化循环开启。受到价格调涨压力，终端商品渠道商开启补库需求，10月PMI大幅攀升，企业新订单出现显著增加，价格上涨以及通胀预期所引导的补库需求推动铜价出现大幅度上行，截止至12月中旬，伦铜最高触及6045.5美元。由此年内铜市场在1-10月整体运行重心500美元区间的鸡肋行情被打破，市场重新审视铜基本面的变化。

图1:沪铜连三合约走势

单位：元/吨

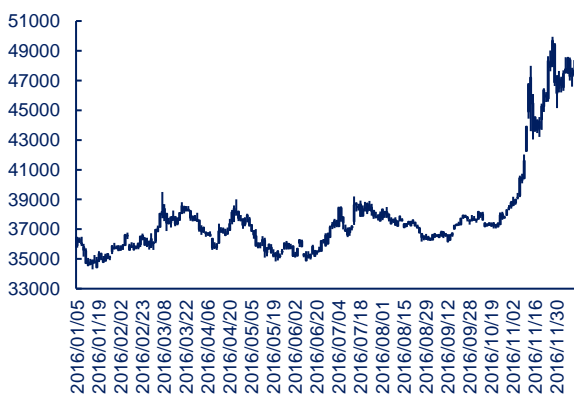
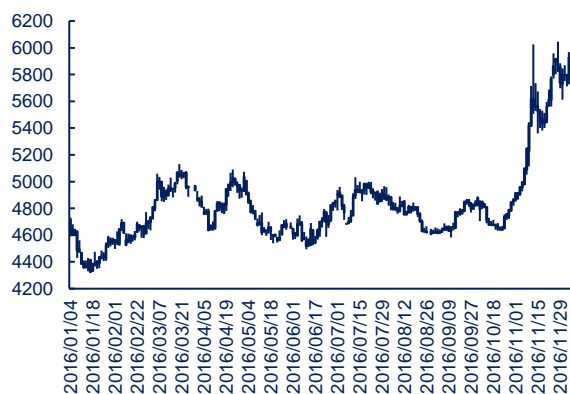


图2:伦铜3月期货走势

单位：美元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

二、铜矿成本下降边际空间缩减 铜供应增长压力放缓

2.1 工业品价格全线攀升 叠加铜矿连续降成本数年 成本再降边际缩减

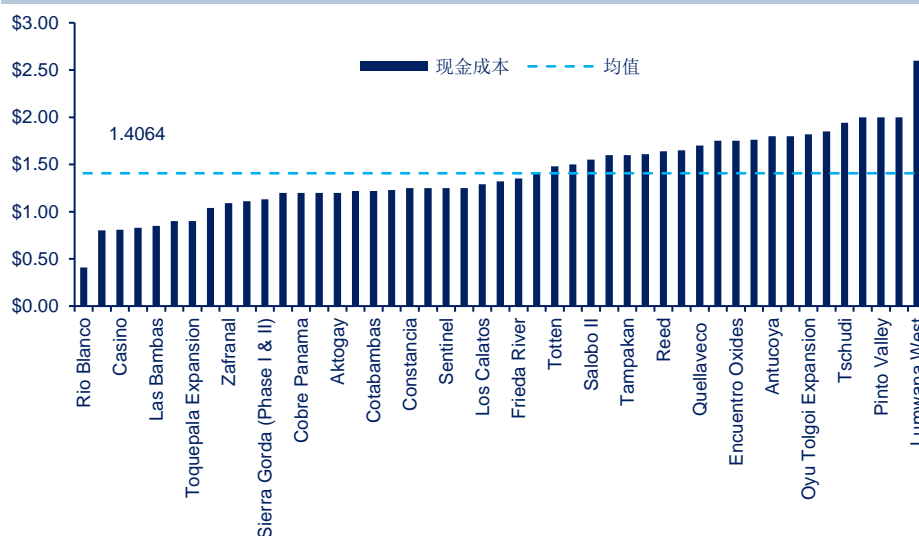
Cochilo 数据显示,智利生产商 2016 年上半年的平均现金成本自去年同期的 1.514 美元/磅削减至 1.27 美元/吨。而二季度智利铜矿山平均现金成本为 1.267 美元/磅,矿山的现金成本下行的势头出现显著放缓。

根据 SMM 对矿山成本分布调研显示,露天矿以及地下矿的开采以及浮选成本中,电力、运输使用柴油以及其他耗材占比在 40-60%。由于年内工业品出现大涨,无论电力成本、柴油价格亦或钢球、化工品等消耗品均出现的大幅度的调价,以原油为例从年内最低位置已上涨翻倍。由此可见采矿中的刚性成本提升,要继续降低成本仅有通过提高效率或技改一类措施。而经历 2011 年熊市以来,铜价已连续下跌超 5 年,矿山通过增效降成本空间已有限,叠加近年来矿山企业已明显进入降低资本支出模式,矿山维护以及新探矿支出的减少,令矿山品位的下降已开始显现。故整体来看,铜矿成本进一步下降的边际空间已经缩减。

从彭博 2016 年 11 月更新的全球主流矿山现金成本分布均值来看 1.4064 美元/磅的水平,与年初 3、4 月其统计的 1.4027 美元/磅的平均水平已出现微幅上升。其最新数据主要通过 2016 年三季度财报获得,从四季度工业品价格进一步攀升的格局来看,2016 年四季度现金成本有继续抬升的可能。

图3:2016年11月全球主流矿山现金成本分布

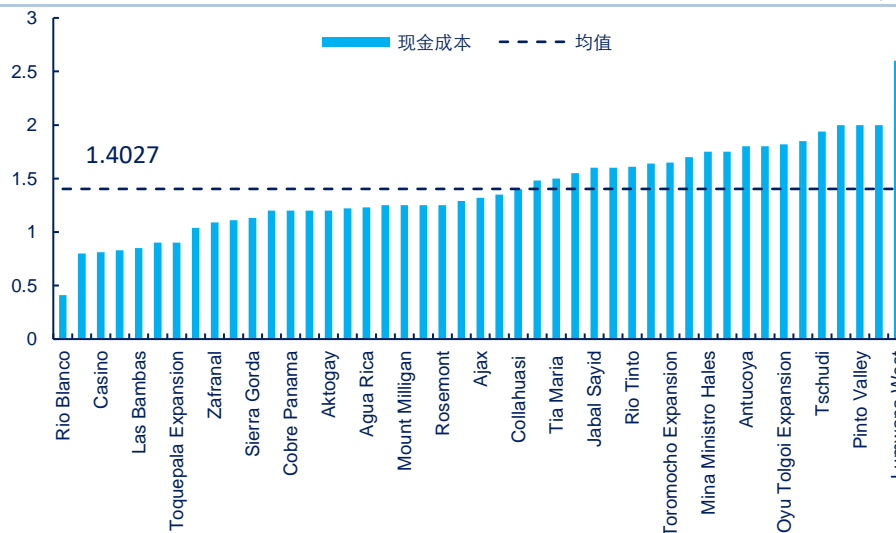
单位：美元/磅



资料来源：彭博 中信期货研究部

图4:2016年4月全球主流矿山现金成本分布

单位：美元/磅



资料来源：彭博 中信期货研究部

2.2 降成本因素令矿山资本支出持续走弱 后期铜矿生产扰动或加大

从图 5、图 6 中彭博统计的全球主流矿山企业资本输出情况来看，在 2012 年达到顶峰之后，已连续出现回落，而从季度的矿山企业资本输出情况显示，基本已回落至 08、09 年金融危机时期。矿山企业持续性缩减投资，一定程度上已开始对老牌矿山产生影响，智利全球最大的产铜国 10 月铜产量为 445117 吨，同比减少 11.1%。1-10 月累计产铜 458.07 万吨，同比减少 4.7%。

故虽然近期铜价出现大幅度飙升，铜价运行重心攀升至 5500 美元上方，但短周期来看，即使矿山追加投资，投资生效至矿产量增加较难短期内实现。故从市场各研究机构对 2017 年矿山产铜预估值来看，无论表 1 中 WoodMackenzie 的数据亦或表 2 中 ICSG 的数据，均显示 2017 年矿山铜供应基本处于零增长格局。

中信期货研究|策略年报（铜）

图5:彭博统计主流矿商资本输出

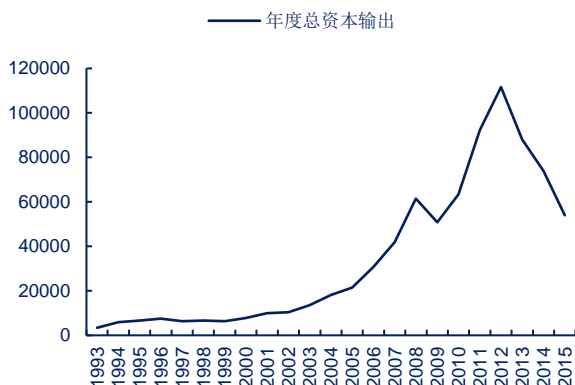
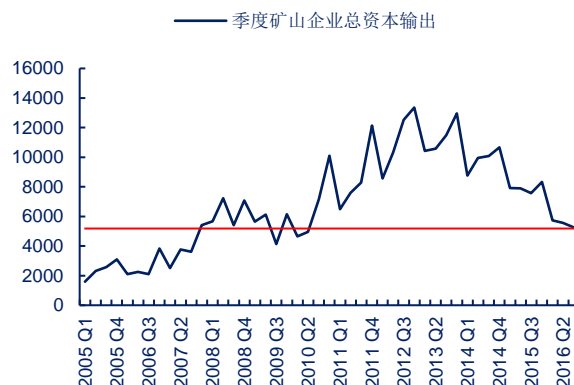
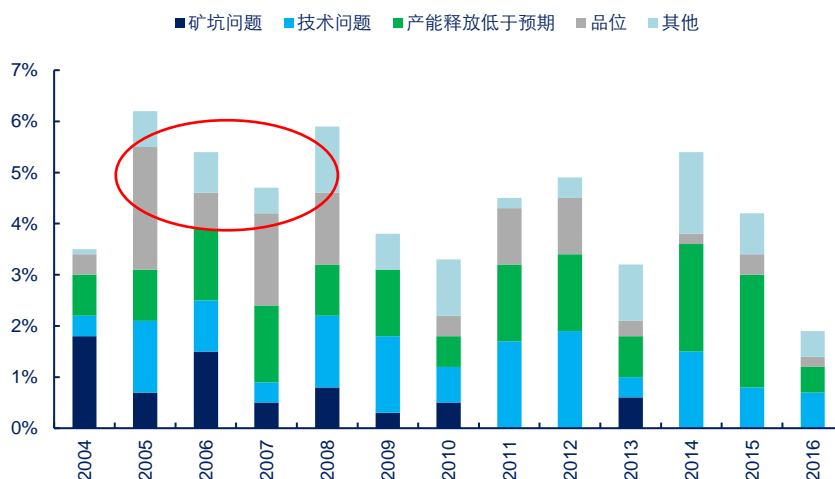


图6:彭博统计主流矿山季度资本输出



资料来源：彭博 中信期货研究部

图7:矿山产铜干扰因素分析



资料来源：WoodMackenzie 中信期货研究部

表1:WoodMackenzie 全球矿山产铜供应估算表

单位：千吨

	2016	2017	2018
矿山产铜量	20140	20840	21613
干扰量	250	1040	1080
矿山产铜量（修正量）	19890	19800	20533
同比	3.8%	-0.4%	3.7%

资料来源：WoodMackenzie 中信期货研究部

表2:ICSG 全球矿山产铜供应预测

单位：千吨

	2015	2016	2017
铜矿产量	19128	19936	20702
铜矿产量（修正量）	19128	19884	19878
同比	3.8%	4.0%	0.0%
干扰量	-	52	824

资料来源：ICSG 中信期货研究部

从 WoodMackenzie 和 ICSG 两大全球机构对 2017 年矿山产铜的干扰量预估来看，虽然 104 万吨和 82.4 万吨间的干扰预估值存在一定差异，直接影响了其对 2017 年供应增速上出现一减一平的格局。但从两方统一观点纷纷调高干扰系数来看，表明矿山的确存在因投资减少所影响到产出稳定性的可能。

而从图 7 中 2004-2016 年的铜矿产出干扰因素分析来看，图中排除了天气和罢工因素之后，2005-2008 年周期内的铜矿产出干扰率显著高于其他年份。而从图 5 中显示，矿山企业的资本支出已下跌至 2008 年周期水平，故由此判断 2017 年各机构将产出干扰系数调高，2017 年矿产出干扰量增加的可能性较高。

此外，今年铜精矿长单谈判周期，市场一度传出自由港迈克墨伦欲下调 2017 年发往中国冶炼厂长单量的 50%，虽然最终未见具体实施。但最后铜精矿长单加工费 92.5 美元/吨的水平完全低于此前市场的一致预期。故并不排除炼厂为稳定经营，以价换量的格局导致的长单加工费超预期回落。由此可见矿山端亦开始担忧其产出稳定性情况。

表3:全球精铜季度供需平衡表

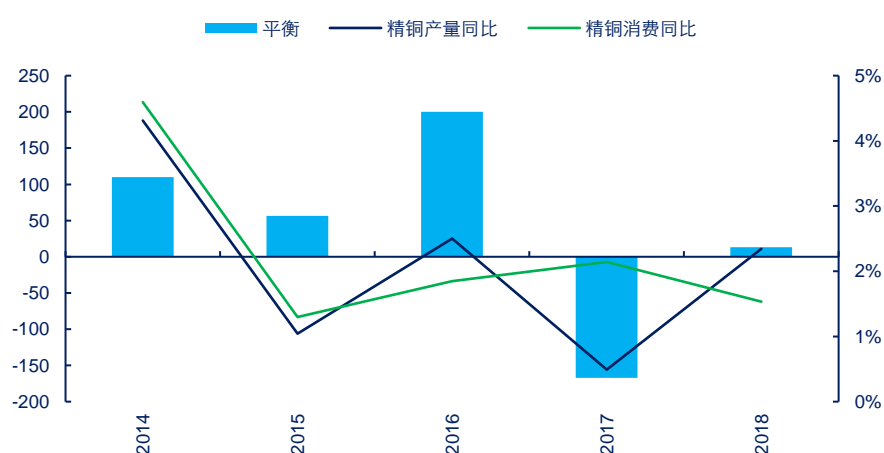
单位：千吨

	供应	需求	供需平衡
2013	20817	20655	161
2014	21714	21604	110
2015	21941	21885	56
2016	22490	22290	200
2017Q1	5631	5186	445
2017Q2	5645	5971	-326
2017Q3	5648	5921	-273
2017Q4	5677	5689	-13

资料来源：WoodMackenzie 中信期货研究部

图8:年度全球精铜供需平衡走向

单位：千吨



资料来源：WoodMackenzie 中信期货研究部

整体来看，在 2017 年市场对于矿山产铜以及精炼铜产量增速均调降的背景下，宏观预期转暖利于市场对于精炼铜消费增速的偏乐观预期，从 WoodMackenzie 的供求平衡数据上显示，2017 年或迎来阶段性供应短缺。虽然 2018 年矿山产量增速有望回升，但短期来看对于 2017 上半年的压力有限。

三、国产进口 2017 年长单升水双降 消费端仍存压力

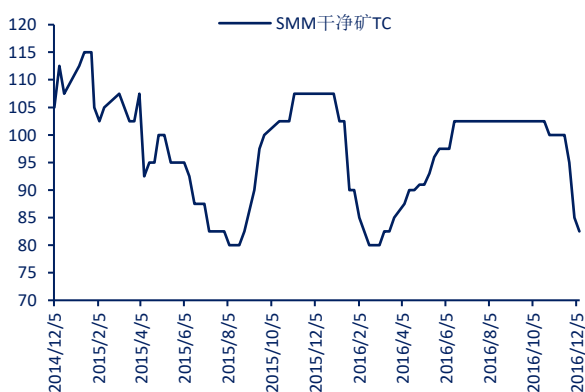
3.1 国内冶炼企业加工手册出口资质获取增加 炼厂开工取决于加工费

表4:拥有铜精矿进料加工手册冶炼企业名录

冶炼厂	进料加工手册	矿冶炼产能（万吨）
铜陵有色	有	103
江西铜业	有	70
金川集团	有	80
云南铜业（本部）	有	35
大冶有色	有	30
中条山	有	20
白银有色	有	17
阳谷祥光	有	40
紫金铜业	新增	38
山东方圆	新增	40
和鼎铜业	新增	20
豫光金铅	新增	10
赤峰云铜	新增	15
总计		518

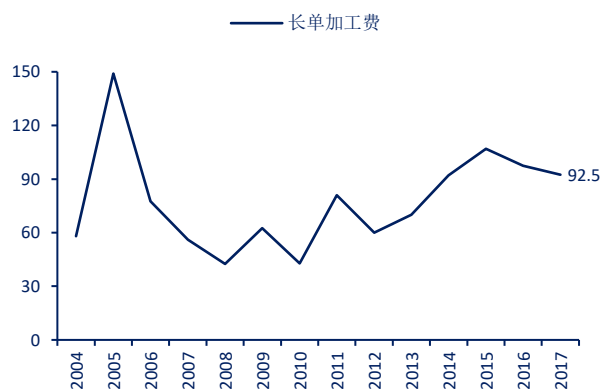
数据来源：SMM 中信期货研究部

图9:铜精矿现货加工费开始显著回落 单位：美元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究部

图10:2017年长单加工费再降 单位：美元/吨



从 SMM 统计的年内新增的进口铜精矿加工手册出口资格的冶炼企业来看，年内无论是新投产产能亦或部分传统冶炼厂均获得了加工手册出口资格，目前加工手册粗炼产能已占全国产能的近七成。故冶炼企业的开工状况受到沪伦比值的影响减弱。更大程度上看冶炼盈利指标铜精矿的加工费水平。

从 2017 年长单加工费 92.5 美元的水平来看，由于人民币贬值显著，故若以人民币折算之后的加工费并未较 2016 年有下降，炼厂在此加工费水平，盈利状况依然可观，故炼厂开工率将维持相对高位。但炼厂生产之后内销亦或外贸，则直接与比价相关。从图 11 的矿月度进口量与矿进口盈亏对比图来看，2015 年还存在

一定的关联，当进口处于大幅亏损周期，炼厂减少铜精矿进口量，但进入 2016 年后，此关联弱化明显，年内月度铜精矿进口量维持平稳状态，多数时间处于稳定的高进口规模。

但从图 12 中的精炼铜出口与进口矿盈亏关系来看，当铜精矿进口出现亏损周期时，出口量显著增加，而随着 2016 年加工手册企业资质的放宽，2016 年出口精炼铜量飙升。故在选择内外市场套利操作过程中，需观察的内外市场基本面变化指标需增加铜精矿的进口盈亏检测，当进口铜精矿出现亏损，并且在亏损延续周期内，炼厂必然增加加工手册出口量，则内贸市场供应量减少。叠加当矿端进口出现亏损周期，精炼铜进口必然已处于大幅亏损周期，则从进口精炼铜铜端报关进口量亦会减少，故在国产和进口两端同时收缩的过程中，沪伦比价修复速度加快，反套可操作性加强。

图11:矿进口量受到进口盈亏影响减弱 单位:元/吨、万吨

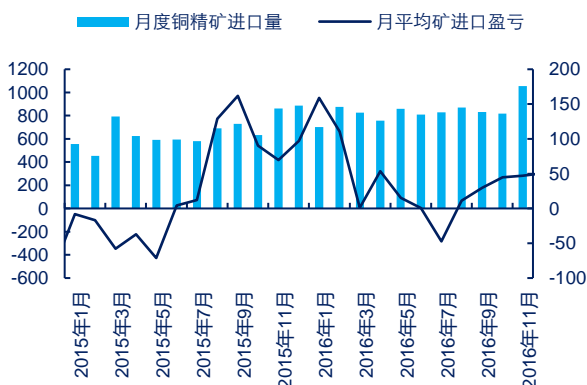
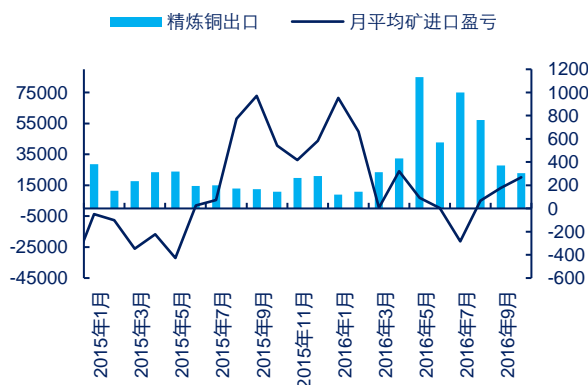


图12:进口铜精矿盈亏主要影响精铜出口 单位:吨、元/吨



资料来源: Wind 中信期货研究部

3.2 炼厂开工维持高积极性 长单升水全面走弱

由于 2017 年铜精矿长单加工费普遍处于炼厂盈利区域，炼厂开工将持续处于高位。SMM 对于 2017 年中国精炼铜产量预计 800 万吨，较 2016 年增长 24 万吨。安泰科预计 2017 年中国精炼铜产量攀升至 825 万吨，较 2016 年增量在 45 万吨。虽然国内机构间对于 2017 年国产铜供应预估有所差异，但若从国内冶炼企业长单升水来看，2016 年在较 2015 年下调 30% 的基础上，2017 年再下调超 30%。由此可见炼厂销售压力较大，而下游企业长端信心不足，未完全转暖。

图13:Codelco发往中国和欧洲的升水均下调 单位:美元/吨

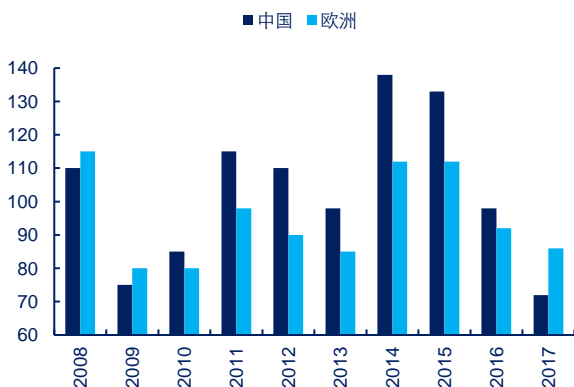
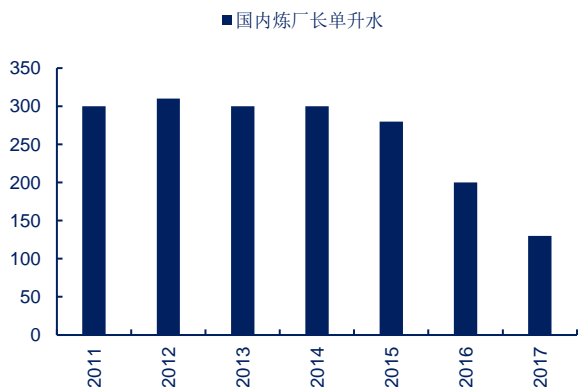


图14:国内冶炼厂长单近两年出现显著回落 单位:元/吨



资料来源: SMM 中信期货研究部

中信期货研究|策略年报（铜）

图15:内贸市场现货贴水时间多于升水 单位: 元/吨



图16:现货美金铜升水重心不断下行 单位: 美元/吨



资料来源: Wind 中信期货研究部

除了内贸长单升水出现大幅度下调之外, 进口铜长单升水亦出现显著走弱。

Codelco 发往中国市场的 2017 年长单升水下调至 72 美元, 不仅较 2016 年长单水平下调近 30%, 且为近年来少见的低于欧洲市场 82 美元的长单升水。内外贸市场升水的同时大幅度下调, 虽然存在长单升水多数时间大幅度高于现货升水, 导致近年来签订长单升水的企业处于亏损格局。此外, 亦显示出铜行业转向买方市场, 下游企业对后续消费持续性信心不强。故进入 2017 年, 消费端的实际走向, 是否如宏观向好预期探低回升, 重心上移需紧盯现货市场升水走向。下游签订长单意愿不高, 若订单好转, 必然转向现货市场采购, 若现货升水出现长时间高于长单升水的状况, 则表明市场信心开始显著走好。

四、通胀预期升温 实体备货以及资金配置需求增加

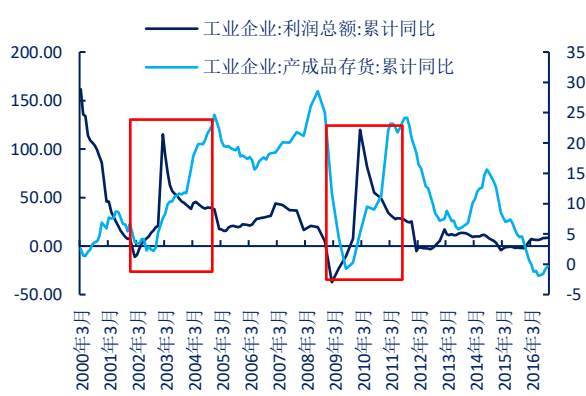
4.1 通胀压力向终端传导 渠道商补货需求倒逼加工企业备库

从上述分析内外贸长单升水同降的趋势来看, 消费端并未出现一致性全面向好。2016 年底以及 2017 年一季度预计支撑铜价因素我们判断主要在于再库存需求。但需注意的是, 本轮再库存与以往有所不同, 我们判断企业再库存有内生性力量和外逼式动力。而对于铜加工企业来说, 主要推动企业内生性再库存需求主要有两种可能, 一种是基于企业有较大扩建需求, 在企业准备产能扩张周期, 增加原料或者成品库存动力较大。第二种为企业基于利润的增长而产生的再库存动力。从图 17 和图 18 显示, 由此两种内生性动力推动的再库存持续时间较长。

图17:出于企业扩张目的的内生性再库存需求不明显



图18:出于企业利润大幅增加的再库存周期不明显



资料来源: Wind 中信期货研究部

中信期货研究|策略年报（铜）

图19: 炎夏之后家用空调产量依然维持高增长格局

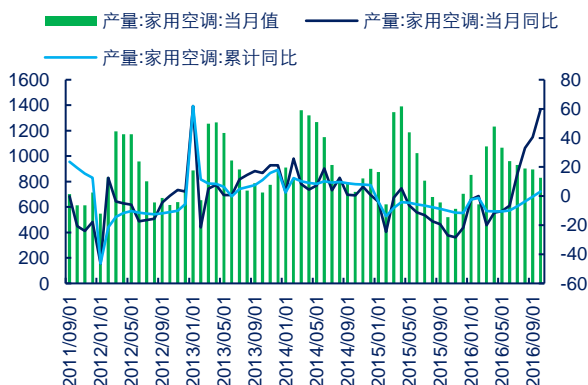
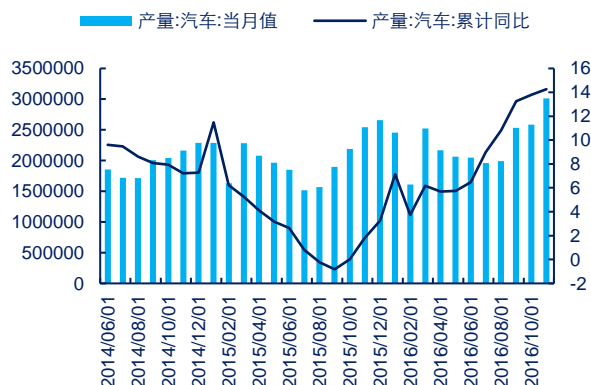


图20: 临近年末政策尾端汽车产量延续高增长



资料来源: Wind 中信期货研究部

而从目前有色金属冶炼及压延的固定资产投资增速来看，仍处于负增长格局。此外整体工业企业的利润水平虽然出现了探低回升，但整体利润水平并不乐观，刚从临近亏损边缘好转，故预计由利润推动再库存需求理由有限。

故我们判断此轮补库需求更大程度是基于工业品价格全线回升令通胀预期增加，通胀预期逐步自原料端向终端商品端传导，令终端商品的经销商在生产商端涨价压力下开启的再库行为。

从中怡康零售监测数据来看，2016年10月空调行业终端产品均价同比增长6.16%，格力、美的及海尔分别同比增长6.5%、6.18%及0.61%。空调零售端价格受到原材料价格大幅上涨倒逼进行调价。从产业在线的家用空调10月产量增速来看，近60%的月度同比增速为近年来罕见水平。在空调行业经历过年内热销销量大增之后，进入10月产销继续呈现超预期增长，主要来自于渠道商补库存需求。从图21来看，自2015年下半年开始，空调行业进行了一场较为彻底的去库存操作，产业在线内销主要指空调生产企业向渠道商出货情况，而零售数据直接与渠道商的销售挂钩，从两者间的差距可明显看到渠道商的去库存力度。而经历了去库存周期的渠道商，在通胀压力向终端商品传导过程中，是存在较强补库存需求的，尤其是在旺季消费来临之前，实际零售端消费潜力无法证伪，渠道商首先将基于通胀以及全线工业品价格上涨所带来的情绪性补库。

图21: 渠道商去库之后存在防范涨价的补库动力

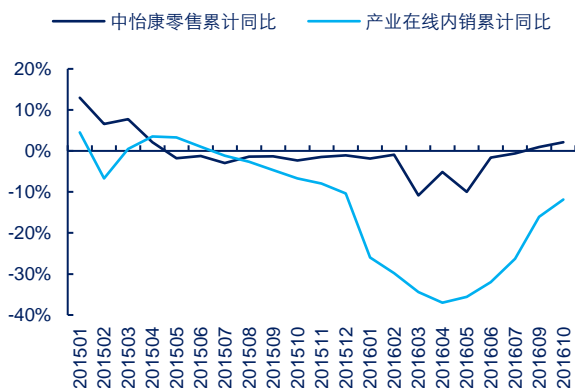
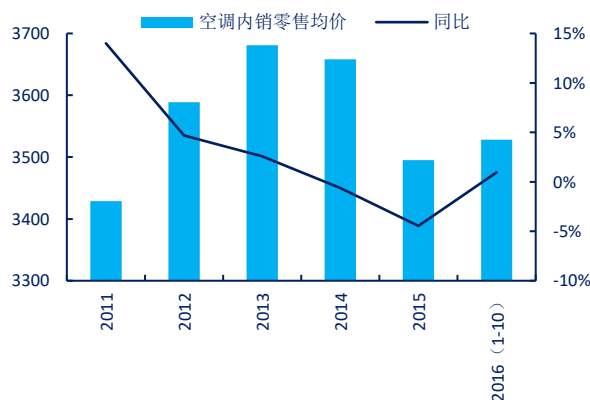


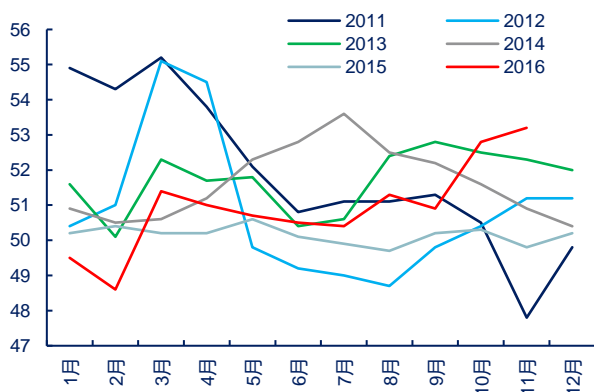
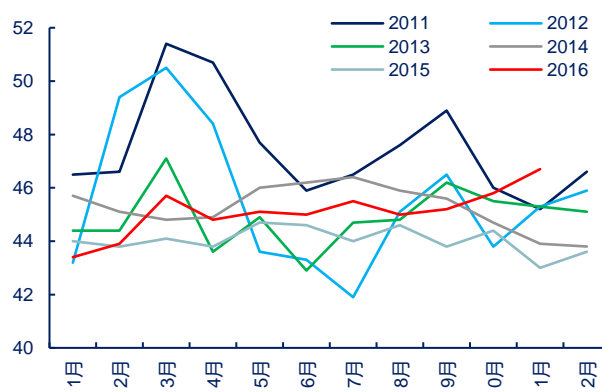
图22: 空调零售端价格提升显著 价格推升情绪补库



资料来源: 中怡康 中信期货研究部

此外，除了空调生产企业10月大增之外，汽车生产增速继续呈现攀高格局。从汽车减税政策来看已实施一年，市场普遍担忧的汽车产销增速回落的状况并未发

生，暂时来看从汽车相关铜制品配件订单来看继续维持向好态势。故渠道商端的补库效应不仅在空调行业存在，并且在大部分终端销售渠道以及经销商中存在。由此可见通胀预期与原材料价格上涨至终端商品价格的实质性上涨形成了内生循环。但需要注意的是，该种补库主要依托于情绪，故相对持续时间偏弱。此外，若进入 2017 年二季度，市场进入实质性消费旺季，则对于渠道商补库的后续消费力将进行考验。届时若渠道销售保持良好，则需求将正向反馈，否则将面临较大压力。

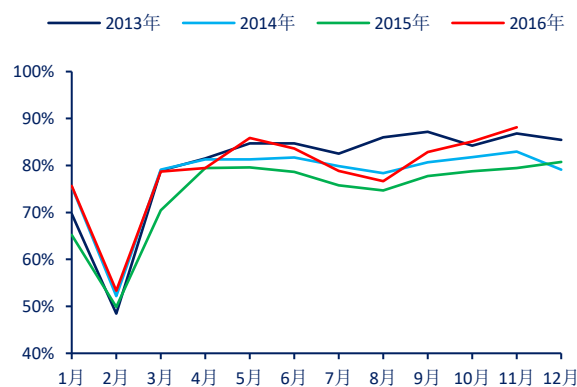
图23: PMI新订单指数显著抬升

图24: PMI在手订单指数跃升至近年来同期最高


资料来源: Wind 中信期货研究部

而从 PMI 新订单指数在 10 月开始大幅度攀升，并且 PMI 在手订单亦大幅跃升至近年来同期高点，一定程度上亦显示出由渠道补库开启的加工企业新订单增加而倒逼加工企业在原材料价格大涨周期依然采购的原因。故我们判断再库存并非是单纯由于低库存原因产生，而是需要情绪性推动力量。故后期 PMI 新订单以及在手订单需持续关注，一旦显著走低，则会令补库存在阴霾。

4.1 电网、工程订单违约成本高 铜价飙升之后存在受迫性备货

图25: 2017年前4月国网交货量同比大幅攀升

图26: 线缆企业开工率环比逐月抬升


资料来源: SMM 中信期货研究部

除了上述的情绪性推导的终端商品渠道商补库之外，铜价飙升之后，中标电网、大型工程订单的铜相关消费企业，例如线缆企业存在受迫性备库。截止 2016 年 11 月底的国网招标统计显示，2017 年 3、4 月国网铜电缆交货量出现大幅攀升，2017 年 1-4 月累计交货同比将大幅攀升近翻倍，而该部分交货基本需要在春节前或 2 月完成采购。该部分原料采购虽然面临铜价大幅攀升之后的压力，但由于电

网、大型工程项目违约成本较高，一旦违约或预示后期难以进驻。故该部分交货订单若未及时进行采购保值，则面临一旦价格回调即需补货的境况，成为价格的支撑因素。

此外线缆企业的常规性产品，尤其是装修端的布电线需求亦存在类似空调渠道商的补库需求。由于常规民用线多数通过建材市场经销商销售，而对于铜占比较高的线缆来说，铜价上涨亦会推动该部分渠道的补库。从 SMM 线缆开工率来看，11 月虽然铜价大幅度飙升，但依然未影响企业开工，亦显示出通胀预期推动的渠道商补库力量。

4.2 债产品收益压力攀升 通胀预期令债市资金配置商品存在可能

2016 年通胀数据在 3 季度触底后迅速反弹，最新的 11 月份 CPI 数据受食品和大宗商品双重作用下不断走高，继续超预期上行。2016 年以来，美国、欧元区通胀均出现上行，美国 CPI 同比由 1% 上行至 1.6%，欧元区 HICP 由 0% 上行至 0.6%，日本 CPI 在 10 月之前一直为 -0.5% 左右，但 10 月也上行至 0.1%。

另一方面，在 2016 年 12 月，OPEC 与非 OPEC 产油国达成了十五年来首个减产协议。而在此之前，OPEC 成员国也已经达成了减产协议。这一系列的原油减产协议将一定程度上削弱原油的供给端，推高原油价格。预期在 2017 年，原油价格也将有所上扬，进一步拉高全球通胀预期。而 2016 年国内商品价格大幅上涨，和供给侧改革推动，2017 年整体通胀预期水平将继续上行。这将使得 2017 年市场预期收益率有所上升，进一步推高国债收益率中枢，压缩收益率下行空间，利空期债市场。

图27:CPI数据

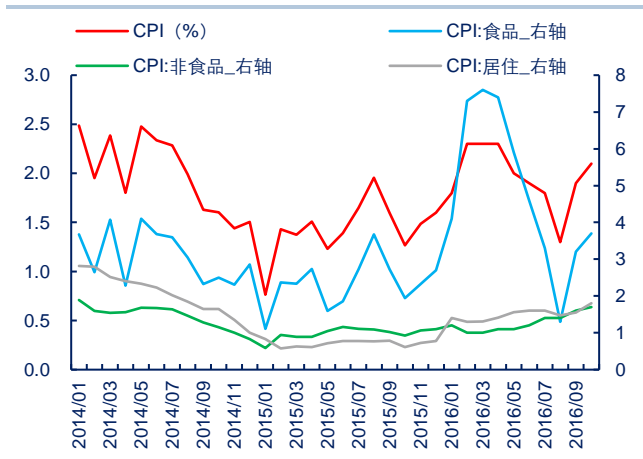
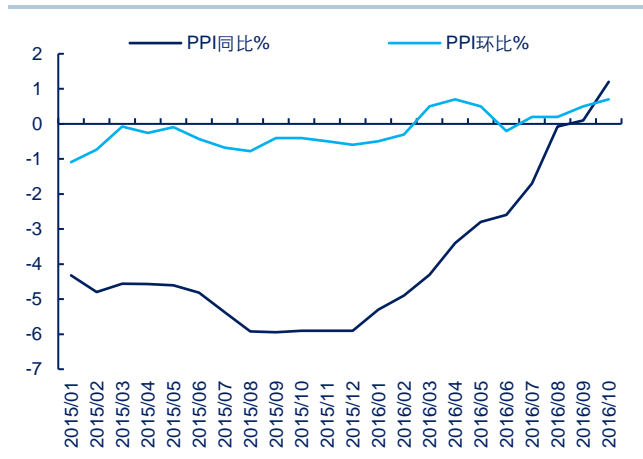


图28:PPI数据

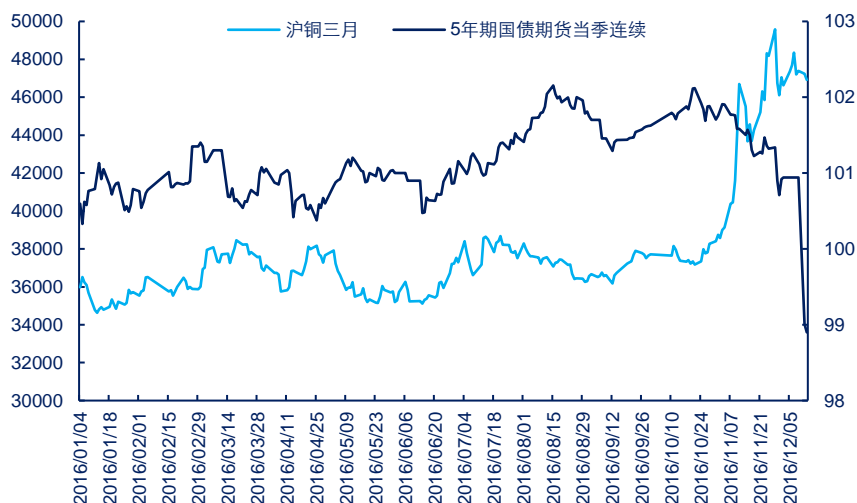


资料来源：Wind 中信期货研究部

此外，在 2016 年 12 月份美联储加息后，预计 2017 年美联储全年的加息节奏会有所加快。从经济指标上来看，就业、消费和通胀数据都能有效的支撑加息，但企业部门的数据仍然存在隐患。自从特朗普在大选中获胜之后，美国 10 年期国债收益率已经上行近 50bp，相当于美联储两次加息的水平。也就是意味着市场提前预支了特朗普上台后，美联储加息进程可能加快的预期。若美联储年内加息如 12 月议息声明中显示的 3 次，可能继续推高美元指数，加剧中国资金外流压力，从而使得市场流动性承压，进一步增加国债收益率上行的压力，并且推高通胀预期。

图29:铜作为金融属性偏强品种与国债期货存在一定负相关

单位：元/吨

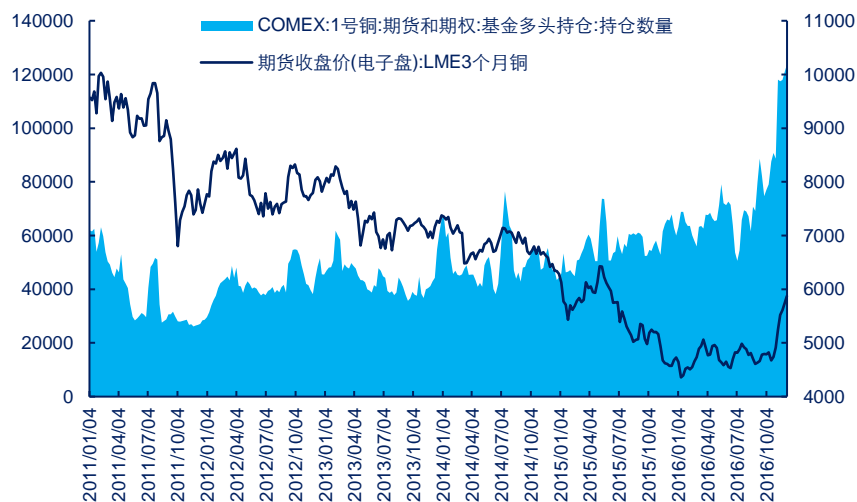


资料来源：Wind 中信期货研究部

故整体在通胀预期攀升，而债产品收益压力增大的背景下，债产品的资金配置或部分开始向商品市场转移。从图 29 来看，年内沪铜走势与 5 年期国债企业表现呈现一定程度的负相关。由此可见，铜作为金融属性偏强品种，在通胀周期内将一定程度吸引资金作为防通胀配置需求。

图30:基金多头持仓11月大规模增仓

单位：张



资料来源：Wind 中信期货研究部

此外，从 CFTC 基金持仓多头来看，11 月出现短时间大幅度飙升的走势，并且从绝对量上来看已攀升至 2011 年以来甚至是历史新高。从 CFTC 基金持仓在短周期不计成本的规模建仓来看，我们判断有两种可能，一方面进入 11 月市场通胀预期全面升温，全球性资产增加防通胀商品配置。此外，11 月美国大选特朗普胜选，在特朗普的竞选声明中有要废除多得-弗兰克法案，而该法案的重大影响是其第 619 节的沃克尔规则，该规则禁止美国银行参与自营交易。若多得-弗兰克方案被废除，则对于交易端通过商品来对冲通胀风险的操作可实施空间增加，整体市场配置商品的需求增加。

故整体来看，2017 年铜市场受到基本供求面影响力量之外的因素干扰度将加大，铜市场的波动区间预计将加大，尤其市场通胀因素将加大对铜价的影响力度。

五、下半年需求端存压力 观察 PPP 及外围对冲效果

从年内截止至 11 月底的国网招标平台统计显示，2016 年全年绝缘电缆所涉及的铜导体交货量同比增长 8.28%，主要交货量积压在 12 月。具体数据来看 1-11 月交货量依然处于同比-10.77%的状态，至 12 月则跃升至正增长。故若大量积压在年末的交货量出现延期则一定程度上利好 2017 年上半年的电缆交货。而从目前统计的交货量来看，2017 年表现较好，2016 年招标安排 2017 年交货的量累计至年末已仅同比-15.28%，由此再叠加 2017 年招标并且在本年度交货的量，预计 2017 年国网交货量同比表现不会差。

图31:累计至11月招标明年交货量良好

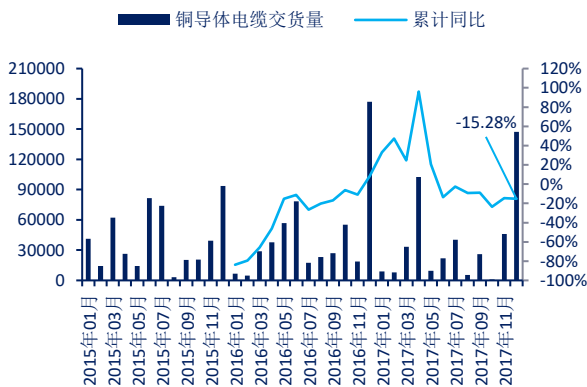
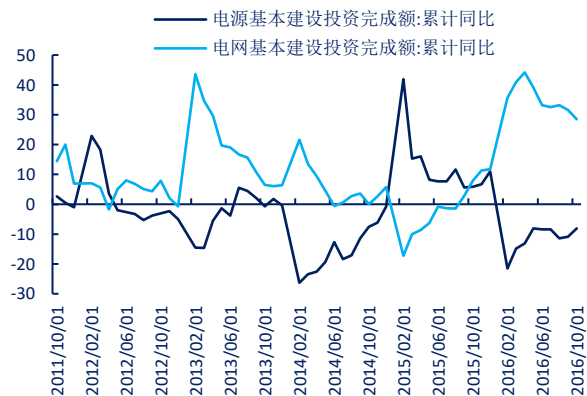


图32:2017年预计电源投资增速将高于电网



资料来源：Wind 中信期货研究部

但从电力发展“十三五”规划来看，发展重心落在水电、核电、气电、风电、太阳能等各项新能源以及清洁能源规划上，要求到 2020 年非化石能源消费比重达到 15%，则非化石能源发电装机将比 2015 年增加 2.5 亿千瓦至 7.7 亿千瓦左右，增幅近 50%。故按此规划发展，电网投资增速远高于电源投资增速的 2016 年格局或将在 2017 年扭转，叠加 2017 年电网投资基数较高的问题，整体对于 2017 年电网投资增速并不乐观。故结合国网招标交货量的分析，预计 2017 年电力用铜需求保持平稳，但靓点难以依靠电力端。

图33:对外承包工程新订单增长良好

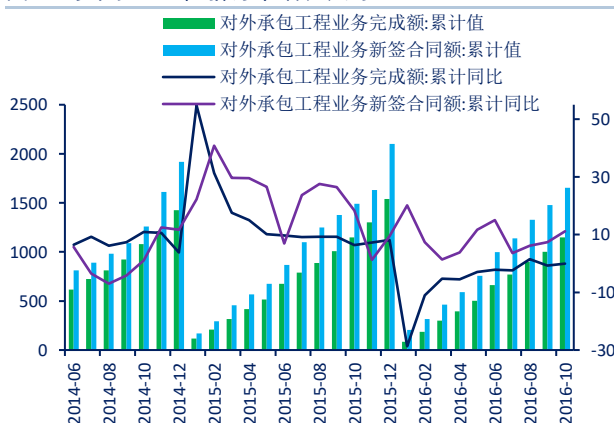
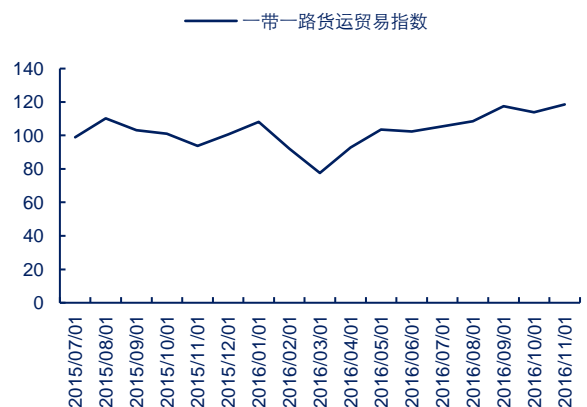


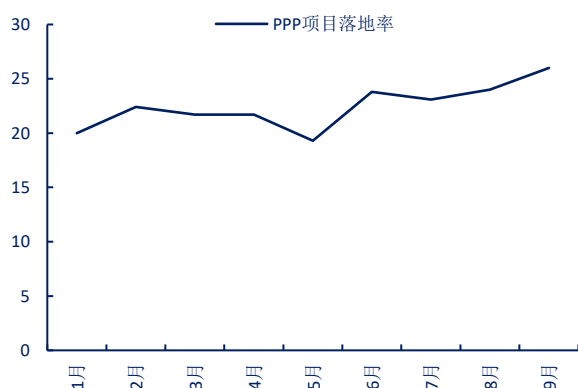
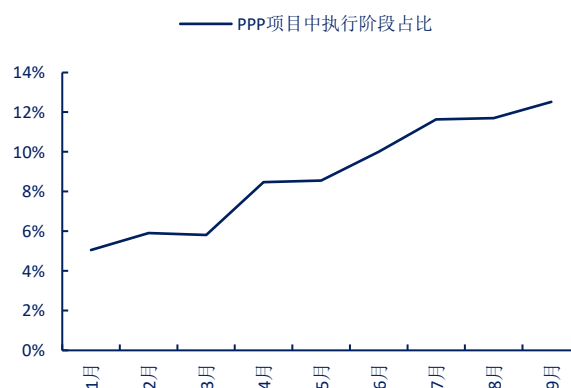
图34:一带一路货运指数一路走高



资料来源：Wind 中信期货研究部

中国对外承包工程业务新签合同额 1-10 月累计 1655 亿美元，同比增长 11.1%。而对外承包工程业务完成额上在年初出现调降之后已企稳回升至与去年同期相当的状态。随着整体新签合同量的稳定性两位数增长，以及目前来看一带一路货运

贸易指数的回升，表明中国对外设备类输出以及建设工程输出正在好转，叠加一带一路沿线国家基础设施建设明显薄弱的现状，未来外延式铜需求的增量前景较好。

图35:PPP项目落地率持续回升

图36:PPP项目中的执行阶段占比大幅度攀升


资料来源：Wind 中信期货研究部

PPP项目方面，10月中国房地产市场出现大规模的调控，基于中国房地产市场对于经济的稳定性作用，政府的大规模调控预计存在其他投资的对冲。而目前来看，无论从PPP项目的落地率来看，年内呈现持续攀升格局，9月的项目落地率在26%。此外，从统计的PPP项目中执行阶段的项目投资额占比总投资额的比例出现了显著的攀升，9月已攀升至12.52%。故无论从PPP的立项到实际PPP的执行，速度表现有加快的迹象。故我们目前猜测在需求端2017年中国的房地产市场压力将得到PPP项目的一定对冲。但实际落实效果依然需继续观察各月度的经济数据指标。

由此，我们预计整体2017年一季度，由于各方预期向好，并且的确存在经济指标以及新经济亮点的实际表现，故从价格面来说，缺乏证伪依据。而进入二季度，尤其至5、6月份，市场实际的消费表现将持续考验市场乐观预期的落地状况。若旺季消费走好，渠道商倒逼的前置性补库需求得到零售端的响应，则渠道商的库存趋于良性的正向反馈，否则旺季消费不佳则会直接影响到渠道商继续承载库存的能力。

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。中信期货有限公司可提供与本报告所载资料不一致或有不同结论的报告。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司2016-2017版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：<http://www.citicsf.com>