

2016-12-9

**有色金属篇**

**作者：李婕**

**执业编号：F3015168**

**电话：021-60212719**

**微信：yahalii**

**邮箱：lijie@cnhtqh.com.cn**

恒泰期货2017年度投资报告

# 价格拐点，铜供需转向弱平衡

**摘要**

需求决定金属走势，供应决定价格节奏。

2017年宏观环境将会面临较大转折，从旧的环境转到新环境，国外政治环境转变，贸易联盟或将面临转变，看似危机四伏又或柳暗花明，经济增长速度或面临差异化。从货币政策发力转向财政政策发力，基建成为拉动需求的主旋律，我们认为基本金属需求从宏观格局来看，存在向好的趋势。有色金属需求，目前仍集中在中国，2016年从房产的去库存，以及汽车的购置税减半，我们从产业链角度来看，从终端的去库存，逐渐使得整体库存下滑。低库存品种出现了大幅上涨，从绝对数量来看，我们认为微观的有色需求在房产建设后端，仍有驱动力度。

供应目前有色金属仍出现分化，本文在此特别探讨铜的供需结构改变，铜供应从上游矿可以看出，供应增速下降，而由加工费传导来看，产量增速获奖下滑。从国内角度考虑，供应开始收缩。另一方面的供应来自精铜进口，由于人民币贬值，中美利差缩窄，融资套利导致的进口下滑，而比价导致的进口窗口关闭也将使得铜供应收窄。2017年铜供需进入转折，我们认为多头格局逐步确立。

对比铜，其他金属中镍从上游矿收紧，到海外资源增量有限，我们认为也存在较大多头机会，而锌则面临第三四季度矿供应上升，上涨空间有限。铝维持价格中枢不变，震荡的格局。

**操作策略**

2017年，我们认为或者反季节的一年，第一季度或出现铜价走强的机会，来自库存的下降，显性库存或基于保值需求转化为隐形库存，关注内盘44000至45000一线支撑。美联储加息利空袭来，价格回落至该区域，可以考虑做多，止损设置在43500.如价格在45500处稳住，则可考虑在45500-46000入场做多，止损在45200.

目录

[价格拐点，铜供需转向弱平衡 2](#_Toc469460317)

[一、铜供需结构预测 4](#_Toc469460318)

[1.1、2017年铜供需结构表 4](#_Toc469460319)

[1.2、2016铜价走势回顾 5](#_Toc469460320)

[二、经济形式转变，宏观需求转暖 6](#_Toc469460321)

[2.1、货币政策维稳，宏观需求靠财政刺激 7](#_Toc469460322)

[2.2、终端需求绝对量仍在，从下游有补库需求。 7](#_Toc469460323)

[三、微观产业链收紧，铜去库存开始 9](#_Toc469460324)

[3.1、铜矿供应增速下降 9](#_Toc469460325)

[3.2、精铜供应出现收紧 10](#_Toc469460326)

[3.3、中间品产量开始上升 11](#_Toc469460327)

[3.4、可知库存出现反季节下降 12](#_Toc469460328)

[四、投资基金多头情绪仍有宣泄空间 13](#_Toc469460329)

[五、铜价投资机会揭示及其他品种机会 14](#_Toc469460330)

## 一、铜供需结构预测

### 1.1、2017年铜供需结构表

根据CRU等机构信息，我们预测铜2017年供需结构如下，首先值得注意的是铜过剩量缩窄。也就是来自三年以来的过剩，开始出现重要转变，17年是重要的转折之年，这对价格的中枢来说，起到了提振作用。而其中量变主要来自需求的维稳，供应一端矿增量的放缓。

图表1：2017年全球铜供需结构预测

|  |
| --- |
| C:\Users\acer\AppData\Roaming\Tencent\Users\529064531\QQ\WinTemp\RichOle\IMR{(${E)BDX}654LIH3@3V.png |
| 数据来源：cru、、花旗银行、恒泰期货研究所 |

图表2：国内铜供需平衡表

|  |
| --- |
| C:\Users\acer\AppData\Roaming\Tencent\Users\529064531\QQ\WinTemp\RichOle\O4_`]5M6}O9E_PC@9OIUL$G.png |
| 数据来源：smm、恒泰期货研究所 |

我们将在后文分别阐述重要的点，2017年需求的可能情况，2017年主要转变的供应情况。为了更好的分析铜市场，我们首先回顾2016年发生的故事。

### 1.2、2016铜价走势回顾

2016年铜市场经历了先抑后扬的局面，上半年是5200是主要压力位，由于年对内加工费较高，进口原料上升，供应始终处于较为宽松的状态，资金流入铜相对较少，因而形成区间震荡。10月之后消费量上升，而相对的精铜市场则进入产量下降的阶段，部分企业开始维修。同时人民币开始进入加速贬值阶段，因此进口量也出现明显下降。资金的流入使得铜价出现爆发式增长。进入12月需求开始转淡，但去库存仍然支撑多头格局。

图表3：铜价历史走势分析

|  |
| --- |
| C:\Users\acer\AppData\Roaming\Tencent\Users\529064531\QQ\WinTemp\RichOle\5(T3T4@8P94IAXSPW5HA9[T.png |
| 数据来源：文华财经、恒泰期货研究所 |

而品种间走势，我们可以看出，2016年走势最强的为锌，而铜属于相对较弱的品种，整体走势都呈现上涨态势。

图表4：有色金属品种间强弱

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：wind、恒泰期货研究所 |

## 二、经济形式转变，宏观需求转暖

**结论**：我们认为需求决定价格的趋势性方向，从宏观层面来看，我们认为2017年仍维持与2016年相似的幅度，无大幅提振可能，主要来自货币支撑有限，需求发力点更多来自财政减税与基建投资，而贸易需求则取决于新兴市场的脱离美元的贸易联盟，短期预期乐观。

结合2016年价格历史回顾，我们可以看出金属价格本身走势呈现出较高的一致性。不同的基本面情况，走势却非常相似，是什么导致这一现象发生？我们利用工业品价格（PPI）与铜价来进行比较，从历史图又一次证明走势的相似性。PPI代表的整体工业品价格，而不同品种特别是有之间存在着不同的供应情况，单个金属与其相似说明引起价格走势变动的并不是供应。另一方面，我们利用代表中国需求的GDP与终端需求的集中领域（房地产、汽车）与铜价进行对比，发现同比增速与商品价格走势在大趋势上非常一致。这表明，需求决定价格走势。

图表5：铜价与需求端关系

|  |
| --- |
| C:\Users\acer\AppData\Roaming\Tencent\Users\529064531\QQ\WinTemp\RichOle\FS$FCGR~QPP_AO3H$WWEM90.png  C:\Users\acer\AppData\Roaming\Tencent\Users\529064531\QQ\WinTemp\RichOle\7HIV9G[12YPQPET7RGTC}`6.png |
| 数据来源：wind、恒泰期货研究所 |

### 2.1、货币政策维稳，宏观需求靠财政刺激

市场整体需求活跃程度与信贷市场活跃程度有关，经济运行是总资金（现金与信贷）与总商品（含服务）的互换，信贷通过乘数效应刺激经济，引发需求上升。但信贷不可无限增长，债务过高，企业失去偿付能力，政府通过不断的宽松政策来减轻债务。但资金由于资本回报率过低，以及外部利率政策不一致，资金一方面难以进入实体经济，另一方面出现流出现象。从而利率下调刺激作用越来越有限，对应需求也难以得到大幅提高。大宗商品的需求主要集中在新兴市场，特别是金属集中在中国。新兴市场（特别是中国）面临上述困境。

目前从货币政策角度，已无法有效提振需求，目前央行通过债务结构转变来调整利率市场，短期货币市场维持稳定，对于需求来说，提振的贡献率不大。目前宏观需求拉动，更多的集中在基建投资。企业减税来提升企业的再投资力度。

目前宏观环境仍呈现出区域分化式发展，美国经济通过前期货币宽松与财政支撑的做法，资金面流通畅顺推动实体经济发展，制造业的复苏、就业市场的改善促进实体需求。欧洲经济复苏力度有限，货币政策的统一与财政政策的分离，制约欧洲银行业对实体经济的救助。地区差异化的经济需要不同的货币与财政政策，利益诉求的差异使得欧洲经济外强中干。新兴发展中国家则面临着经济增长放缓，资金回流的压力，中国地方政府的高杠杆以及内需、外需的不足使得经济增长放缓，资金紧张加大融资成本，实体经济增速有限。

因此，我们认为宏观需求主要来自财政方面的预期提振，短期更多来自市场心理预期，货币层面对于宏观提振较为有限。因此对于金属整体需求，我们预计仍维持与2017年相似的方向。

### 2.2、终端需求绝对量仍在，从下游有补库需求。

从2016年需求增量，对于金属主要还是集中在汽车领域，对于铜下游需求来说，家电产量提升也有较大的贡献量。从绝对量来说，虽然房地产市场开始限制政策，但从施工和后期才是家电的主要贡献量。而从时间周期的角度考虑，家电销售仍滞后于房地产销售，绝对量仍对需求有提振。从终端产业链利润与存货情况来看，基于人民币贬值预期，通胀压力下存货优于存钱，目前企业有资金情况下，企业补库行为会支撑需求。

图表6：终端增幅较大，需求基数仍在

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：wind、恒泰期货研究所 |

铜电网需求目前虽然招标项目有提升，但是新领域上升对于铜消耗量来说，仍有不足，因此这方面的增量稳定，变化不大，而主要变动点则是边际增量的房地产家电等企业，我们预计仍存在增量。

下游是否补库，是价格能否得到支撑的关键，此处我们从宏观企业利润与人民币贬值角度来探讨补考的可能性，在微观库存一节就目前库存结构进行进一步分析。

企业是否补库来自两方面，一方面是订单情况，另一方面来自资金情况。目前由宏观PMI订单来看，新订单项目仍处在相对乐观的情况，因此有补库基础。资金则面临存货还是存钱，钱多还是钱少的问题。企业利润处于上升阶段，而M1-M2的剪刀差也表明企业有较为充裕的现金流。但是目前通胀预期上升，人民币贬值压力较大，使得存货优于存钱，因此从这个角度，企业有补库动力。

图表7：新订单较好，企业利润上升有补货基础

|  |
| --- |
| C:\Users\acer\AppData\Roaming\Tencent\Users\529064531\QQ\WinTemp\RichOle\~@89BG_]1LLI%K%ZUQY1V3M.pngC:\Users\acer\AppData\Roaming\Tencent\Users\529064531\QQ\WinTemp\RichOle\W_`(I6UFU]F2V4(`9Q}XNDT.png |
| 数据来源：wind、恒泰期货研究所 |

## 三、微观产业链收紧，铜去库存开始

**结论**：我们认为从铜供需平衡表中，可以看出，全球铜矿增速开始下滑，从加工费逐渐传导至铜产量供应，而需求增速不变，铜产业链开始从去库存以及库存由上游向下游转移的过程。铜价维持谨慎乐观，从季节性来说，由于人民币贬值预期以及宏观需求基数，2017年第一季度或呈现反季节上涨。

### 3.1、铜矿供应增速下降

根据矿企机构和研究机构统计，2017年全球主要矿产面临资源品味下降的问题，而未来南美主要矿山增速放缓，智利北部一些湿法铜将会关闭，同时秘鲁新建矿山增速放缓，因此预计2017年矿山产铜的增速，由原来的3%下降至1%。主要体现在对矿供需上方谈判的加工费上，由于2016年10月以来一系列矿山的事件，本年度最终加工费为92.5，比市场此前预计的97下降幅度较大。这使得供需平衡表出现较大幅度改变。

图表8：铜矿增速变化与加工费博弈

|  |
| --- |
| C:\Users\acer\AppData\Roaming\Tencent\Users\529064531\QQ\WinTemp\RichOle\S})T16[%UQU571@6I2X0927.png |
| 数据来源：文华财经、恒泰期货研究所 |

从进口一端，我们预计铜矿进口量受到影响，而国产铜矿方面，增量有限，虽然市场目前有倾向于用现货替代长单，但从加工费基调不升反降的角度来看，矿山供应存在下降，而从矿山的成本角度，我们也认为目前在能源成本后期提升等情况，矿山增加投资动力不足。

### 3.2、精铜供应出现收紧

精铜供应从国内角度分为两部分，一方面来自国产铜产量，另一方面来自净进口量。从国产铜的角度考虑，首先要考虑的是铜产能的增量，从铜冶炼产能增速情况来看，目前新增主要集中在2017年下半年，而从铜矿加工费到铜冶炼产量的角度来看，加工费下降，利润下降。铜产量增速放缓。

图表9：铜加工利润与铜产能产量

|  |
| --- |
| C:\Users\acer\AppData\Roaming\Tencent\Users\529064531\QQ\WinTemp\RichOle\`R99]I~8_(H5@5CRBG{TB9S.png |
| 数据来源：wind、恒泰期货研究所 |

从基数上来看，由现货tcrc开始走低，产量增速已从10月开始放缓，而从季节性来看，第一季度产量增速较低。

图表10：铜产量季节性与冶炼厂开工率

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：wind、smm、恒泰期货研究所 |

另一部分来自净进口量的补充，国内进口量由于进口盈利处于亏损状态，特别是资金大量涌入商品市场，拉动整体价格上涨后，人民币贬值也使得进口不利，整体进口增量较2015年下降。另一方面，部分冶炼厂按照加工手册出口铜，从出口的铜数量来看，有明显增加，而2017年人民币大概率继续贬值，因此进口仍处于不利位置，因此净进口量较2016年预计小幅下滑。

图表11：进口量季节性与进口盈利对比

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：wind、恒泰期货研究所 |

除了精铜的供应，废铜进口量也受到影响，而国内废旧企业出现停产，因为环保等因素，整体产量也不急预期，因此废铜方面的补充量不足。

### 3.3、中间品产量开始上升

铜中间产品主要为铜材，铜材有铜杆、铜箔、铜线等领域，分别用于电线电缆，家用空调等领域。中间品的产量自10月开始出现大幅上升，2016年金9银10的产量上升，一方面来自下游电网订单退后接单生产，另一方面来自家电行业的产销两旺。从铜材的季节性可以看出，主要增长在第二季度和第三季度末，短期来看，我们通过微观铜材企业开工率与铜现货市场情况来衡量下游加工材的补货情况。

图表12：铜材产量季节性与企业开工率情况

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：wind、恒泰期货研究所 |

短期微观市场我们用现货市场的升贴水情况反映目前市场供需情况。市场结构一方面反映短期现货的紧缺情况，另一方面可以通过升贴水情况反映市场情况，以及验证市场补货的可能性。

图表13：现货升贴水与季节性

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：wind、恒泰期货研究所 |

目前来看市场仍处在均衡状态，市场呈现contango结构，如果市场从现货补库，则在后期会形成升水结构。目前仍处在现货市场均衡，库存隐性化的阶段。

### 3.4、可知库存出现反季节下降

从今年10月开始，可知库存（这里主要指可以监控到的全部显性库存）连续下降，而从库存的结构来看，国内外库存与保税区库存均有下降，我们认为，市场处在去库存阶段。而结合目前企业利润较高，同时在人民币贬值预期背景下，企业存在补库的基础和动力。

图表14：可知库存与铜价

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：我的有色网、恒泰期货研究所 |

分情况来看，目前国内库存与国内显性库存均处于较低位置。而保税区库存则受到外贸情况的影响短期也存在下降。

图表15：lme库存与shfe库存

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：我的有色网、恒泰期货研究所 |

在整体库存下降的环境下，铜价不易下跌，而在基本面相对较为偏紧的格局下，资金涌入市场会带来价格波动增大，在预期通胀的情况下，价格会出现上涨。

## 四、投资基金多头情绪仍有宣泄空间

我们从投资基金持仓结构来分析，目前铜价仍处在净多头的格局下，资金在10月后大量流入，从而推高价格。从持仓量角度来看，目前lme持仓上升，市场正在蓄势待发，后期仍有宣泄空间。

图表16：cftc基金持仓与铜价持仓量分析

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：我的有色网、恒泰期货研究所 |

## 五、铜价投资机会揭示及其他品种机会

2017年宏观环境将会面临较大转折，从旧的环境转到新环境，国外政治环境转变，贸易联盟或将面临转变，看似危机四伏又或柳暗花明，经济增长速度或面临差异化。从货币政策发力转向财政政策发力，基建成为拉动需求的主旋律，我们认为基本金属需求从宏观格局来看，存在向好的趋势。有色金属需求，目前仍集中在中国，2016年从房产的去库存，以及汽车的购置税减半，我们从产业链角度来看，从终端的去库存，逐渐使得整体库存下滑。低库存品种出现了大幅上涨，从绝对数量来看，我们认为微观的有色需求在房产建设后端，仍有驱动力度。

供应目前有色金属仍出现分化，本文在此特别探讨铜的供需结构改变，铜供应从上游矿可以看出，供应增速下降，而由加工费传导来看，产量增速获奖下滑。从国内角度考虑，供应开始收缩。另一方面的供应来自精铜进口，由于人民币贬值，中美利差缩窄，融资套利导致的进口下滑，而比价导致的进口窗口关闭也将使得铜供应收窄。2017年铜供需进入转折，我们认为多头格局逐步确立。

对比铜，其他金属中镍从上游矿收紧，到海外资源增量有限，我们认为也存在较大多头机会，而锌则面临第三、四季度矿供应上升，上涨空间有限。铝价维持价格中枢不变，震荡的格局。

从铜价的单边趋势机会，我们认为:美联储进入加息周期，短期会对铜价形成冲击，铜价下方44000-45000形成支撑，投资者可考虑在44500附近建立多单试探，止损设置在43800.如价格在45500稳住，可以考虑在该位置轻仓试多，止损45100处。

图表17：铜价走势

|  |
| --- |
| C:\Users\acer\AppData\Roaming\Tencent\Users\529064531\QQ\WinTemp\RichOle\VNEI0%J$M{Z~%A`NMTRO~VS.png |
| 数据来源：文华财经、恒泰期货研究所 |

**免责声明**

本报告由恒泰期货研究所制作，未获得恒泰期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。 本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在恒泰期货有限责任公司及其研究人员知情的范围内，恒泰期货有限责任公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。

[图表1：2017年全球铜供需结构预测 4](#_Toc469461108)

[图表2：国内铜供需平衡表 4](#_Toc469461109)

[图表3：铜价历史走势分析 5](#_Toc469461110)

[图表4：有色金属品种间强弱 5](#_Toc469461111)

[图表5：铜价与需求端关系 6](#_Toc469461112)

[图表6：终端增幅较大，需求基数仍在 7](#_Toc469461113)

[图表7：新订单较好，企业利润上升有补货基础 8](#_Toc469461114)

[图表8：铜矿增速变化与加工费博弈 9](#_Toc469461115)

[图表9：铜加工利润与铜产能产量 10](#_Toc469461116)

[图表10：铜产量季节性与冶炼厂开工率 10](#_Toc469461117)

[图表11：进口量季节性与进口盈利对比 11](#_Toc469461118)

[图表12：铜材产量季节性与企业开工率情况 11](#_Toc469461119)

[图表13：现货升贴水与季节性 12](#_Toc469461120)

[图表14：可知库存与铜价 13](#_Toc469461121)

[图表15：lme库存与shfe库存 13](#_Toc469461122)

[图表16：cftc基金持仓与铜价持仓量分析 14](#_Toc469461123)

[图表17：铜价走势 15](#_Toc469461124)