

## 铜矿产量增速下滑，预期下半年铜价有比较好的表现

2018年7月2日 星期一

兴证期货·研发中心  
有色研究团队

孙二春  
期货从业资格编号：  
F3004203  
投资咨询资格编号：  
Z0012934  
021-20370947  
sunec@xzfutures.com

### 内容提要

### 行情回顾

上半年铜价表现弱势，截至6月29日跌幅近9%，在六种基本金属中跌幅仅次于锌（-13.24%）。

一方面上游大矿山今年受到罢工等外生干扰不多，铜矿产量恢复性增长，一季度前10大矿企铜产量同比增11.41%，另一方面国内冶炼企业检修偏少，1-5月国内精炼铜产量同比增13.37%，达到360.36万吨，精炼铜供应压力显现。

宏观方面，中美贸易摩擦此起彼伏，压制铜金融投机属性，加之欧美国家制造业PMI边际转弱，精铜消费无明显亮点，整个上半年铜价以弱势宽幅振荡为主基调。

### 后市展望及策略建议

**1. 全球大矿企二至四季度产量释放速度预期减缓，供应端支撑铜价的逻辑短期不会改变。**一季度铜矿产量正常释放，前10大矿企（CR10：51%）一季度铜产量同比增加26.38万吨，增幅11.41%，产量增量主要来自BHP与Rio Tinto共有的全球最大铜矿山Escondida（21.95万吨）。我们预期2018年前10大矿企产量增量为59.92万吨，在一季度增量已有26.38万吨情况下，后三个季度产量释放将明显放缓（累计增量预期33.54万吨）。从中小矿企的产量预期看，今年11-20位矿企铜产量预期增量只有3.2万吨，增幅仅为1.06%，明显低于去年同期4.88%的增幅，供应端支撑铜价的逻辑短期不会改变。

**2. 七类废铜进口受限，精铜替代废铜生产铜材的比例上升。**随着国家对固体废物进口限制力度加大，7类废铜进口受到严重影响，前第十四批限制进口类固废批文共发放审批量48.8万吨，同比去年发放的批文下降83.76%，预计2018年7类废铜进口量将减少30万吨金属吨，同比大幅下滑70%。从我们5月下旬对广东地区铜材市场调研的结果看，一方面，部分铜材产线，由于废铜紧缺，更多选择增加精铜作为原料，另一方面，目前铜材新

增产线，基本以精铜作为原料，精铜替代废铜生产铜材的比例上升，精铜需求有一定的替代性增量。

**3.印度 Vedanta 旗下 40 万吨冶炼厂继续关停，全球精炼铜产量增速或将放缓。**印度南部 Tamil Nadu 地方政府已经下令永久关闭 Vedanta 旗下 40 万吨印度最大的铜冶炼厂，对全球尤其印度精铜供应冲击较大（2017 年印度精铜产量仅为 84.5 万吨）。

**4.下半年电网投资有望回升，带动铜消费回暖。**2018 年 1-5 月全国电网基本建设投资完成额 1414 亿元，同比下降 21.20%，对铜杆需求偏弱。但今年国家电网计划投资额 4989 亿元，同比 2017 年计划额增 7.12%，同比 2017 年实际完成额增 2.78%，预计下半年电网投资力度将有所加大，考虑到国内电力用铜量占铜总需求 50%以上，铜价有望得到一定支撑。

**5.新能源汽车快速增长，精铜消费前景广阔。**2018 年 5 月新能源汽车产量达到 9.6 万辆，同比增长 88.24%，1-5 月累计产量达到 32.8 万辆，同比增长 123.13%。新能源汽车平均用铜量在 80KG 左右，假设 2018 年新能源汽车产量同比 2017 年增 36%，达到 108 万辆，预计 2018 全年用铜 9.07 万吨左右。据 Glencore 财报数据预计，到 2020 年新能源汽车领域将额外带动 39 万吨铜的消费量。

**6.欧美经济稳定，美联储年内第二次加息。**加息初期铜价往往有比较好的表现，加息初期一般是美国实体经济由复苏逐步进入过热的过程，这表明其对铜的实体需求稳步向好，虽然目前美国对全球精炼铜的消费占比不足 8%，但通过外溢效应将带动其它经济体铜实体消费的增长，所以在加息初期，铜价一般表现比较好。

我们认为二季度以后，全球铜矿产量增速将下滑，随着国内冶炼厂检修力度加大，精炼铜供应压力将有所缓解。电网投资下半年有望回升，家电预期表现平稳，叠加新能源汽车对铜需求增量逐步抬升，铜消费大概率保持稳定。综上，我们认为铜基本面向下半年出现边际改善的概率较大，预期铜价有比较好的表现。仅供参考。

## 风险提示

- 1.中美贸易摩擦加剧，影响全球经济增长
- 2.下半年国内电网投资、新能源汽车表现低于预期

## 目录

1.	上半年行情回顾：铜在有色金属中表现相对较差.....	4
2.	下半年行情展望：铜矿产量增速预期下滑，供应端支撑铜价上涨逻辑不变.....	4
2.1	供应端.....	4
2.1.1	铜矿产量增速预期下滑.....	4
2.1.2	七类废铜进口受限，精铜替代废铜生产铜材的比例增加.....	7
2.1.3	六月后冶炼厂检修力度加大，国内精炼铜供应压力将有所缓和.....	9
2.1.4	印度 Vedanta 旗下 40 万吨冶炼厂关停，影响全球精炼铜供应增速.....	10
2.2	需求端.....	11
2.2.1	铜材开工率全面高于去年同期.....	11
2.2.2	终端消费情况.....	12
2.3	宏观面.....	15
2.3.1	欧美国家制造业 PMI.....	15
2.3.2	铜金融属性相关指标.....	16
2.4	库存压力不大.....	17
3.	结论.....	18

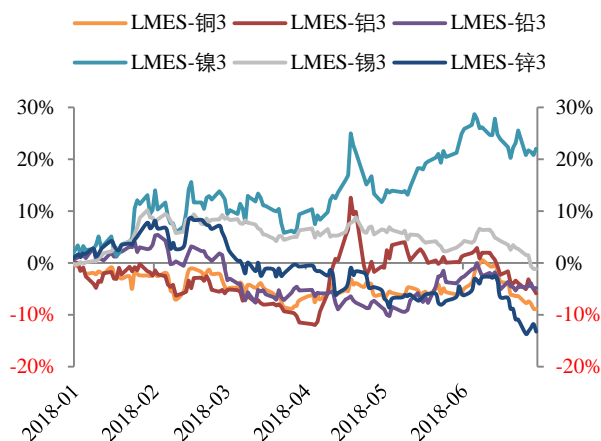
## 1.上半年行情回顾：铜在有色金属中表现相对较差

上半年铜表现弱势,截至6月29日跌幅近9%,在六种基本金属中跌幅仅次于锌(-13.24%)。

一方面上游大矿山今年受到罢工等外生干扰不多,铜矿产量恢复性增长,一季度前10大矿企铜产量同比增11.41%,另一方面国内冶炼企业检修偏少,1-5月国内精炼铜产量同比增13.37%,达到360.36万吨,精炼铜供应压力显现。

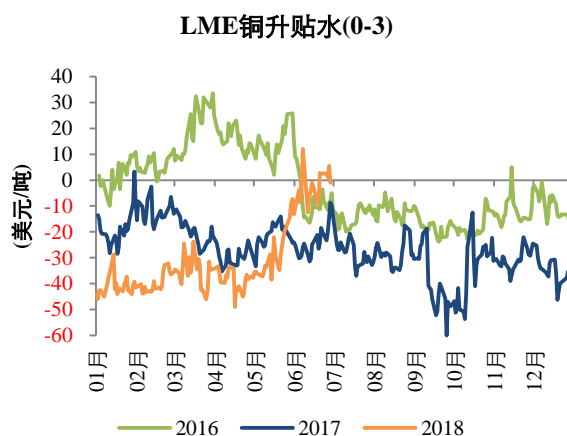
宏观方面,中美贸易摩擦此起彼伏,压制铜金融投机属性,加之欧美国家制造业PMI边际转弱,精铜消费无明显亮点,整个上半年铜价以弱势宽幅振荡为主基调。

图1: LME各品种2018年以来涨跌幅



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图2: LME铜升贴水季节性



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.下半年行情展望：铜矿产量增速预期下滑，供应端

### 支撑铜价上涨逻辑不变

#### 2.1 供应端

##### 2.1.1 铜矿产量增速预期下滑

全球大矿企二至四季度产量释放速度预期减缓,供应端支撑铜价的逻辑短期不会改变。

一季度铜矿产量正常释放,前10大矿企(CR10: 51%)一季度铜产量同比增加26.38万吨,增幅11.41%,产量增量主要来自BHP与Rio Tinto共有的全球最大铜矿山Escondida(21.95万吨),背后原因更多是2017年一季度Escondida出现43天罢工,导致虽然今年产量恢复正常水平,但同比增幅较大的情况。其它矿企方面,Freeport-McMoRan同比增4.58万吨,Codelco同比增3.03万吨,Glencore同比增2.13万吨。产量出现下滑主要有Antofagasta(-1.81万吨),Grupo Mexico(-1.54万吨),MMG(-2.01万吨)。

我们预期2018年前10大矿企产量增量为59.92万吨,在一季度增量已有26.38万吨情况下,后三个季度产量释放将明显放缓(累计增量预期33.54万吨)。从中小矿企的产量预期看,今年

11-20 位矿企铜产量预期增量只有 3.2 万吨，增幅仅为 1.06%，明显低于去年同期 4.88% 的增幅。从大矿企产能计划来看，今年基本没有新建矿山产能释放，供应端支撑铜价的逻辑短期不会改变。

表 1: 矿企 2018 年产量预期

序号	公司	2016 产量 (万吨)	2017 产量 (万吨)	2018 增量	2018E 同比	2017 同比	2017 增量
1	Codelco	182.7	184.20	0.00	0.00%	0.82%	1.50
2	Freeport-McMoRan	191.51	169.51	5.90	3.48%	-11.49%	-22.00
3	BHP	152.96	144.74	21.88	15.12%	-5.37%	-8.22
4	Glencore	142.58	130.97	15.53	11.86%	-8.14%	-11.61
5	Grupo Mexico	105.44	101.06	5.40	5.34%	-4.15%	-4.38
6	Antofagasta	70.94	70.43	1.82	2.58%	-0.72%	-0.51
7	Rio Tinto	77.35	67.53	13.02	19.28%	-12.70%	-9.82
8	KGHM Polska	67.70	65.64	0.00	0.00%	-3.04%	-2.06
9	MMG	50.35	59.82	-2.32	-3.88%	18.81%	9.47
10	Anglo American	57.71	57.93	6.57	11.34%	0.38%	0.22
11	First Quantum	53.95	57.40	1.60	2.79%	6.39%	3.45
12	Vale	44.55	43.85	-1.65	-3.76%	-1.57%	-0.70
13	Norilsk	36.02	40.11	3.69	9.20%	11.34%	4.09
14	Teck Resources	32.4	28.70	-0.90	-3.14%	-11.42%	-3.70
15	Kazakhmys	14.35	25.85	2.65	10.25%	80.14%	11.50
16	洛阳钼业	24.88	24.88	-2.03	-8.14%	0.00%	0.00
17	江西铜业	20.99	20.96	-0.28	-1.34%	-0.14%	-0.03
18	紫金矿业	15.50	20.80	3.60	17.32%	34.22%	5.30
19	Lundin Mining Corp	25.70	20.30	-3.70	-18.22%	-21.01%	-5.40
20	Barrick Gold Corp	18.82	18.73	0.21	1.11%	-0.48%	-0.09
	前 10 大矿企	1059.56	1017.61	59.92	5.89%	-3.96%	-41.95
	11-20 大矿企	287.15	301.57	3.20	1.06%	5.02%	14.42
	前 20 大矿企	1346.71	1319.18	63.11	4.78%	-2.04%	-27.53
	全球-ICSG		2006.10				

数据来源：公司财报，兴证期货研发部

表 2: 一季度大矿企产量正常释放

	2017Q1	2018Q1	2018Q1 增量	2018Q1 同比
Anglo American	14.30	15.50	1.20	8.39%
Antofagasta	17.19	15.38	-1.81	-10.53%
BHP	22.69	45.68	22.99	101.32%
Codelco	41.60	44.63	3.03	7.28%
Freeport-McMoRan	38.60	43.18	4.58	11.87%
KGHM Polska	16.18	14.29	-1.89	-11.68%
Glencore	32.41	34.54	2.13	6.57%

Grupo Mexico	24.70	23.1656	-1.54	-6.22%
MMG	14.79	12.7751	-2.01	-13.61%
Rio Tinto	12.21	19.55	7.34	60.11%
前 10 大矿企	231.14	257.52	26.38	11.41%

数据来源：公司财报，兴证期货研发部

图 3：1-5 月铜精矿进口



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：中国铜精矿现货加工费



数据来源：SMM，兴证期货研发部

**矿企资本支出 2012-2013 年附近达到峰值，2017-2018 年以后铜矿产能释放进入放缓周期。**

国际上比较大的矿业公司基本都是以多元化经营为主，像 Rio Tinto 和 BHP，它们最大的业务是铁矿石，Rio Tinto 铜业务收入占公司收入比重只有 11%。

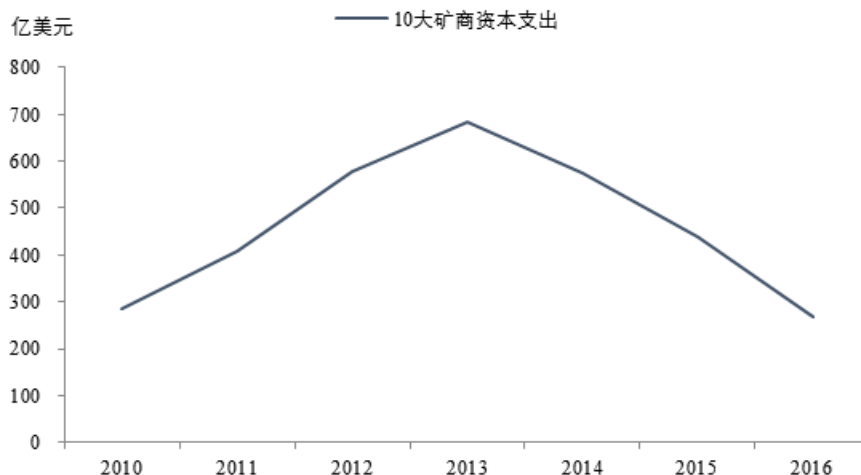
因为很多矿企最重要的业务不是铜，所以用公司资本支出推演铜矿后期产能释放有一定的缺陷。但我们认为，大宗工业商品走势类似，资本支出规律相近，基本上可以把矿企总的资本支出周期类比到铜业务上。

我们这里选取了两个维度的数据，一是全球前 10 大矿企的资本支出数据，可以看到在 2012-2013 年左右时高峰，按矿山 5-7 年的建设周期，2017-2018 年左右是矿山产能释放的最高峰。二是 bloomberg 统计的多家矿企的资本支出的数据，基本与我们的数据吻合，也是在 2012-2013 年左右达到顶峰。

往前回溯，在 2005/2006 年的时候，资本支出开始大幅增加，5-7 年后的 2012/2013 年产能开始释放。我们预判，矿企资本支出在 2012 年达到顶峰后，铜矿可能在 2017 以后产能释放逐步放缓，从 ICSG(国际铜研究小组)预测的产能释放情况看，2018 开始铜矿端产能释放速度逐步走低。

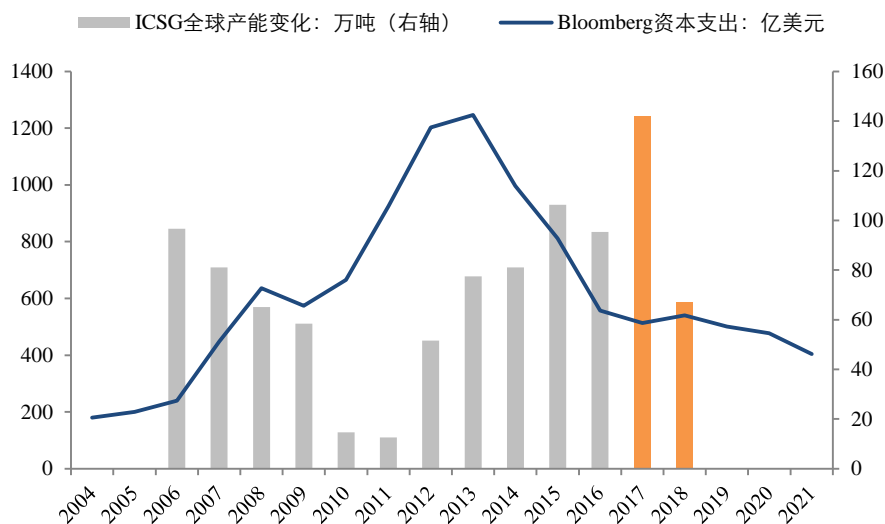
通过以上分析，我们可以推断铜矿大概率逐步进入产能释放放缓周期，结合冶炼产能释放情况，我们预判 2019/2020 左右可能会进入铜矿短缺周期。

图 5：10 大矿企资本支出：亿美元



数据来源：公司财报、兴证期货研发部

图 6：Bloomberg 统计矿企资本支出与矿山产能释放



数据来源：Bloomberg、ICSG、兴证期货研发部

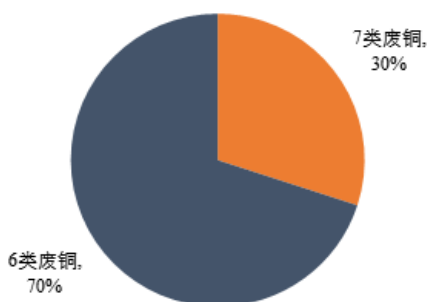
### 2.1.2 七类废铜进口受限，精铜替代废铜生产铜材的比例增加

随着国家对固体废物进口限制力度加大，7 类废铜进口受到严重影响，前第十四批限制进口类固废批文共发放审批量 48.8 万吨，同比去年发放的批文下降 83.76%，据我的有色网预测，2018 年 7 类废铜进口量将减少 30 万吨金属吨，同比大幅下滑 70%。



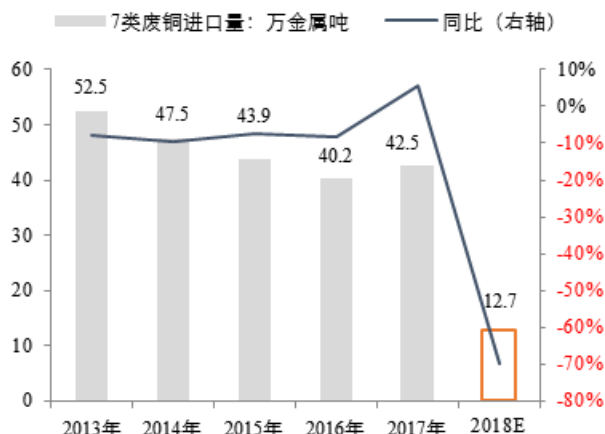
图 7：进口废铜分布

六类、七类废铜进口占比（金属吨）



数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 8：预计 2018 年 7 类废铜进口减少 30 万吨



数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

**废铜供应紧张，精铜替代废铜生产铜材的比例上升**

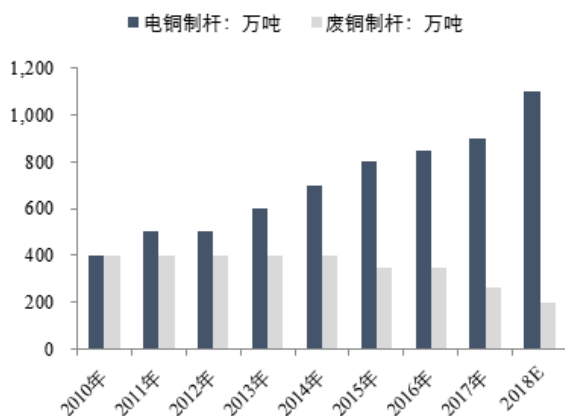
从我们 5 月下旬对广东地区铜材市场调研的结果看，一方面，部分铜材产线，由于废铜紧缺，更多选择增加精铜作为原料，另一方面，目前铜材新增产线，基本以精铜作为原料，精铜替代废铜生产铜材的比例上升，精铜需求有一定的替代性增量。

虽然部分国内拆解厂，转移到东南亚国家进行废铜拆借，但市场普遍预计只有到下半年 9-10 月，此部分拆解的废铜才会逐步进入国内，而且由于东南亚国家环保等政策的不稳定性，此部分废铜供应的持续性并不能得到很好的保证。

国内废铜回收方面，一是国内废铜回收循环体系并未很好的建立起来，虽然国内已经进入家电汽车等用铜产品的淘汰周期，但实际进入废铜贸易循环的量并不多。二是废铜税票政策收紧，国内大规模废铜回收仍存在一定难度。

综合来看，短期废铜紧张问题很难解决，下游铜材产线倾向更多使用精铜作为原料，精铜需求有一定的替代性增量。

图 9：废铜制杆产能下滑



数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 10：精废铜价差：元/吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

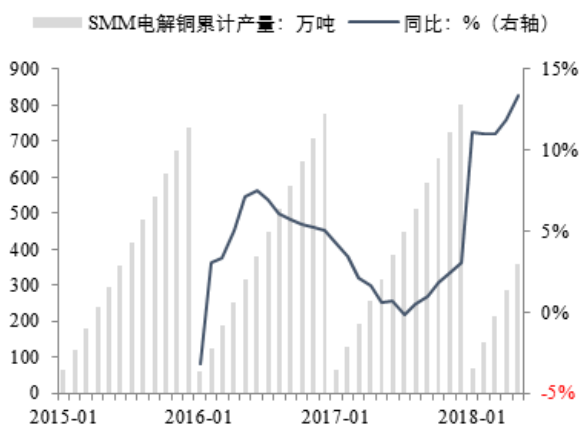


### 2.1.3 六月后冶炼厂检修力度加大，国内精炼铜供应压力将有所缓和

上半年国内冶炼厂检修力度偏少，我的有色网统计 1-5 月铜企检修 14 次，涉及产能 414 万吨，影响产量 4.19 万吨，检修力度小于全年，这也导致前 5 月国内精炼铜产量同比大幅增长 13.37%，达到 360.36 万吨。

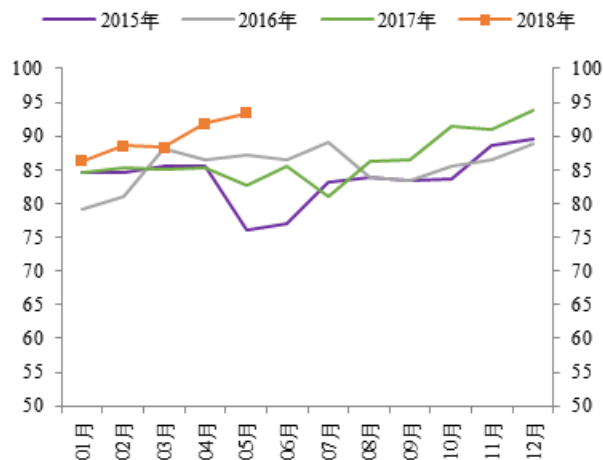
不过从 6 月开始，铜企检修力度将逐步加大，主要由于环保力度加大导致市场粗铜供应，企业被迫检修，预计下半年铜产出环比有所下降，市场供应压力缓解，上海有色网预计 6 月国内精炼铜产量将环比下滑 2.46%，至 72.89 万吨。

图 11: 国内电解铜产量



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 12: 国内冶炼企业开工率



数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 3: 2018 年 1-6 月检修及限产情况

公司名称	产能	开始时间	结束时间	检修环节	产量影响 (万吨)	备注
金冠铜业	40	1 月 15 日	1 月 22 日	粗炼	0	检修
金川总部	40	1 月	1 月	粗炼和精炼	0.3	低温导致设备问题
广西金川	40	1 月	1 月	粗炼和精炼	0.2	低温导致设备问题
山东恒邦	17	1 月	1 月	粗炼和精炼	0.14	低温导致设备问题
新疆五鑫	10	1 月	1 月	粗炼和精炼	0.15	低温导致设备问题
北方铜业	10	1 月	1 月	粗炼和精炼	0.2	天然气缺
清远江铜	10	2 月 10 日	2 月 20 日	粗炼	0	常规
中铝云铜	50	2 月 2 日	2 月 28 日	粗炼检修	0	常规
金隆铜业	45	2 月	2 月	粗炼小检修	0	常规
云铜总部	42	3 月	3 月	常规检修	1.1	常规
广西金川	40	4 月	4 月	常规检修	1	常规
五鑫铜业	20	4 月 15 日	5 月 31 日	设备故障	0.32	意外检修
豫光金铅	10	5 月 20 日	6 月 25 日	设备故障检修	0.58	全面停产
金川总部	40	5 月 25 日	6 月 25 日	常规检修	0.2	常规
烟台国润	10	6 月	6 月	粗炼和精炼	未确定	计划

张家港	30	6月	6月	检修	未确定	检修
江西铜业	100	6月	6月	检修		非计划
总计	554				4.19	

数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

### 2.1.4 印度 Vedanta 旗下 40 万吨冶炼厂关停，影响全球精炼铜供应增速

印度南部泰米尔纳德邦地方政府已经下令永久关闭 Vedanta 旗下 40 万吨印度最大的铜冶炼厂，对全球尤其印度精铜供应冲击较大（2017 年印度精铜产量仅为 84.5 万吨）。

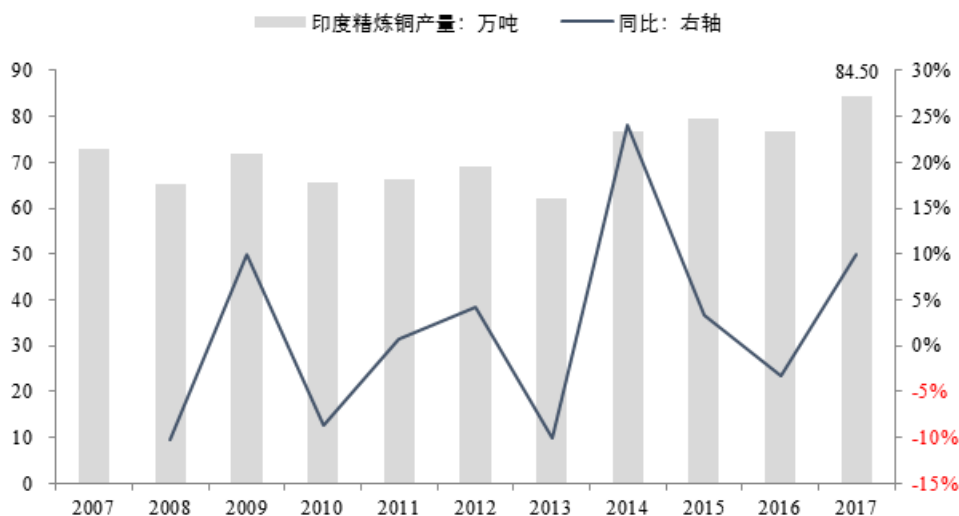
事件的起因源于 Vedanta 旗下 Sterlite 炼厂已经造成当地出现了较为严重的污染问题，Vedanta 计划继续扩建 40 万吨冶炼产能的决定引起当地民众反对，大量群众开始举行示威游行，Sterlite 炼厂于 3 月 27 日被迫停产。Vedanta 选择通过法律程序提出诉讼，但是由于其在环保投入方面存有大量水分，并未解决问题，反而使事态进一步升级，警方在与示威群众冲突中致 13 人死亡，印度南部 Tamil Nadu 地方政府随即下令永久性关停该冶炼厂，虽然 Vedanta 已经计划对泰米尔纳德邦地方政府提出诉讼，但从此次事件严重程度看，Vedanta 铜冶炼厂很难在短期内解决，后期或对全球精铜供应造成较为严重的冲击。

表 4: Vedanta 阴极铜产量（万吨）

年份-截至0331	矿铜产量（万吨）-赞比亚	阴极铜产量（万吨）-赞比亚	阴极铜产量（万吨）-印度
2013财年	15.9	21.6	35.3
2014财年	12.8	17.7	29.4
2015财年	11.6	16.9	36.2
2016财年	12.3	18.2	38.4
2017财年	9.4	18	40.2
2018财年	9.1	19.5	40.3

数据来源：公司财报

图 13: 印度 2017 年精炼铜产量仅为 84.5 万吨



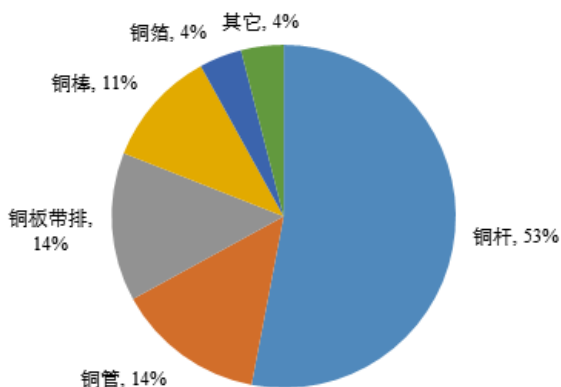
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2 需求端

### 2.2.1 铜材开工率全面高于去年同期

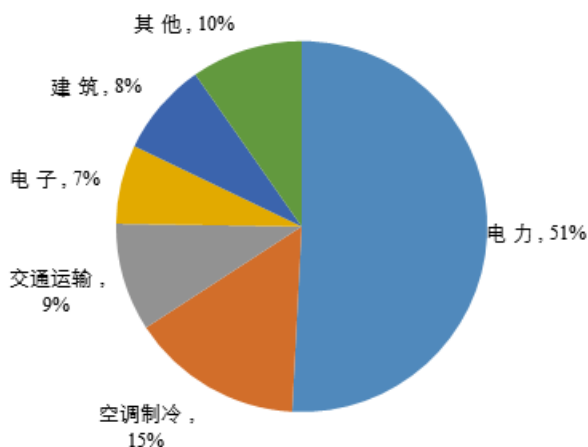
上海有色网调研的今年 5 月铜材开工率全面高于去年同期，结合我们前面对废铜生产铜材的调研情况看，上半年国内整体对精炼铜消费并不差，虽然 7/8 月份国内进入高温天气，铜材生产逐步步入相对淡季，但由于中游冶炼厂检修力度也逐步加大，国内精炼铜供需状况有望得到好转。

图 14: 国内铜消费按品种分布



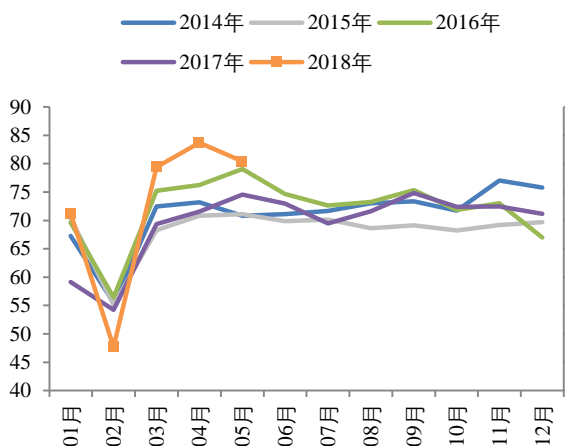
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 15: 国内铜终端消费行业分布



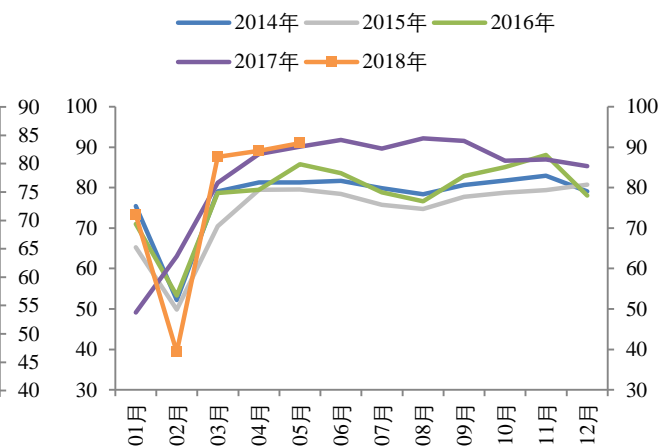
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图 16: 铜杆企业开工率



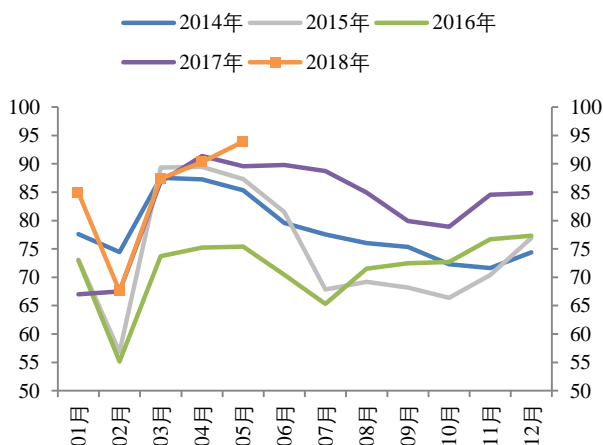
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 17: 电线电缆企业开工率



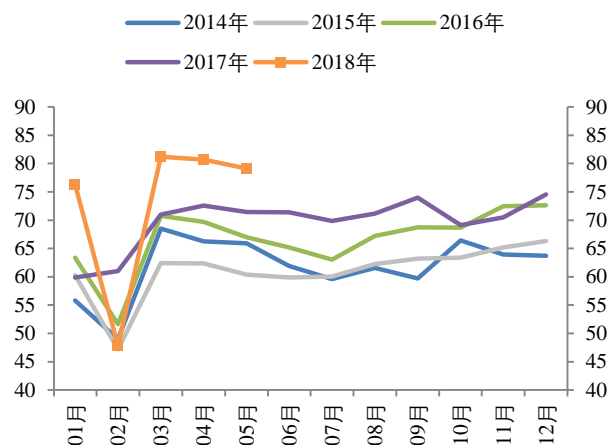
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 18: 铜管企业开工率



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 19: 铜板带箔企业开工率



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

## 2.2.2 终端消费情况

### 电网投资: 下半年有望回升

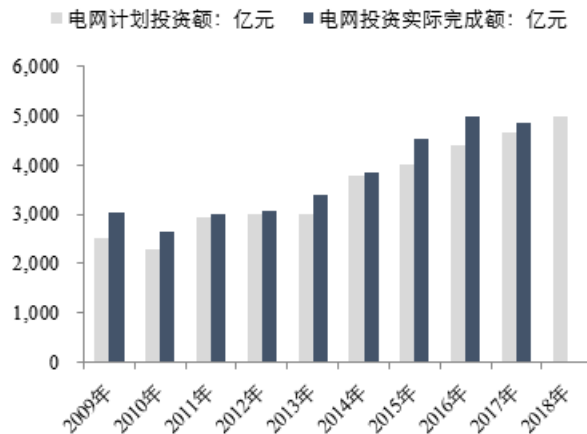
2018年1-5月全国电网基本建设投资完成额1414亿元,同比下降21.20%,今年以来全国电网基本建设投资完成额同比持续大幅回落,对铜杆需求下降。但今年国家电网计划投资额4989亿元,同比2017年计划额增7.12%,同比2017年实际完成额增2.78%,预计下半年电网投资力度将有所加大,考虑到国内电力用铜量占铜总需求50%,铜价有望得到支撑。

图 20: 电网基本建设投资



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 电网计划与实际投资完成额



数据来源: 国家电网, 兴证期货研发部

图 22: 发电新增设备容量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: 新增输电线路长度

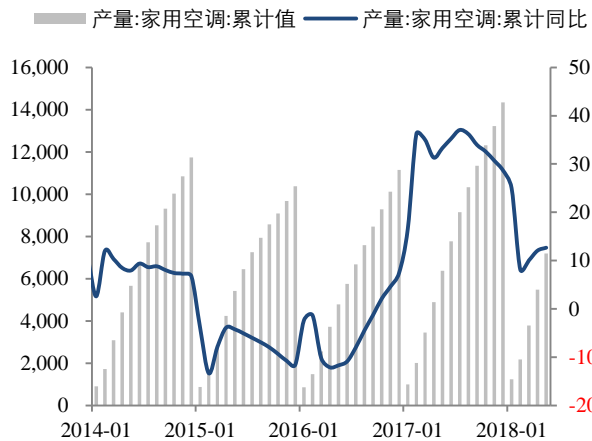


数据来源: 国家电网, 兴证期货研发部

**空调: 产量维持两位数增长**

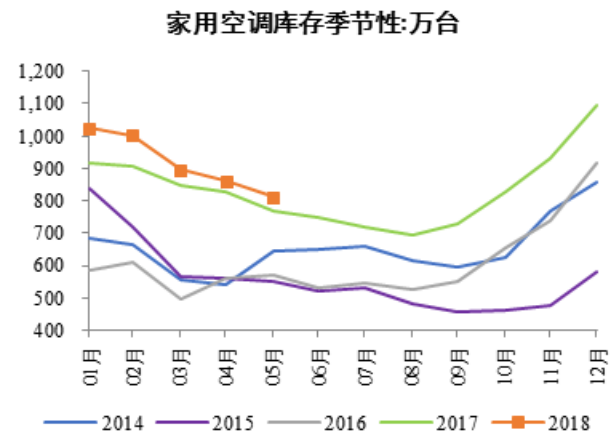
空调产销量超预期, 空调用铜量提升。产业在线数据显示, 2018 年 5 月家用空调总产量 1712 万台, 同比增长 14.60%, 1-5 月份国内家用空调总产量 7185 万台, 同比增长 12.66%。据我的有色网数据, 空调平均用铜量为 5.5-6.5KG/台, 若下半年空调行业维持景气, 预计空调用铜总量 126.2 万吨, 同比 2017 年增加 11.5 万吨用铜量。

图 24: 空调产量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 25: 空调库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 冰箱产量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: 洗衣机产量



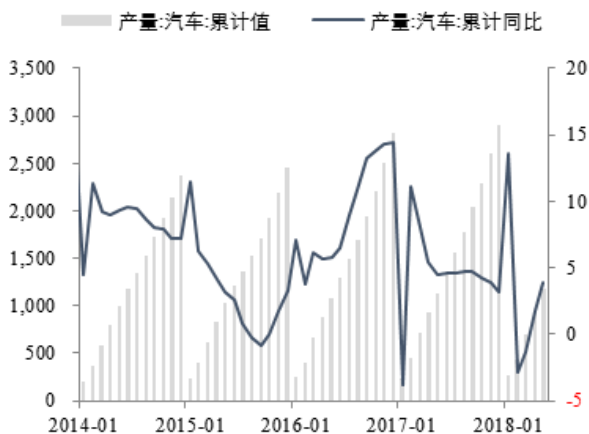
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

**汽车: 新能源汽车快速增长, 精铜消费前景广阔。**

据中国汽车工业协会数据显示,2018 年 5 月全国共生产汽车 234.44 万辆,同比提升 12.34%,1-5 月生产汽车 1176.80 万辆,同比增加 3.61%。新能源汽车方面,2018 年 5 月新能源汽车产量达到 9.6 万辆,同比增长 88.24%,1-5 月累计产量达到 32.8 万辆,同比增长 123.13%。

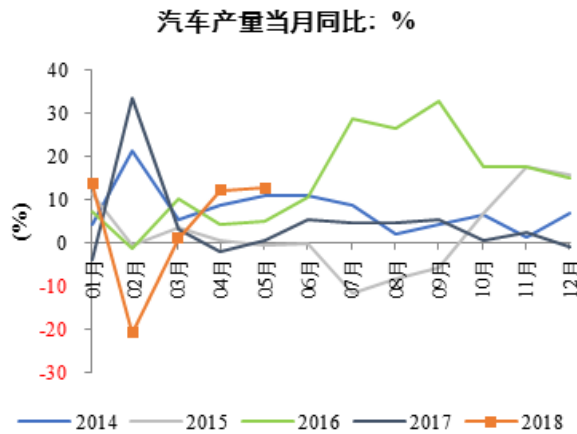
新能源汽车平均用铜量在 80KG 左右,假设 2018 年新能源汽车产量同比 2017 年增 36%,达到 108 万辆,预计 2018 全年用铜 9.07 万吨左右。据 Glencore 财报数据预计,到 2020 年新能源汽车领域将额外带动 39 万吨铜的消费量。

图 28: 汽车产量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

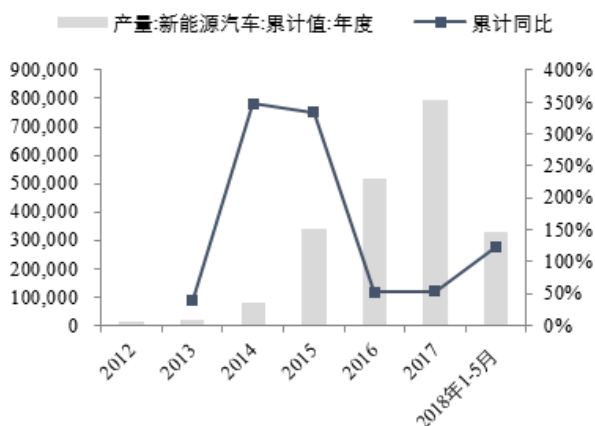
图 29: 汽车产量季节性



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

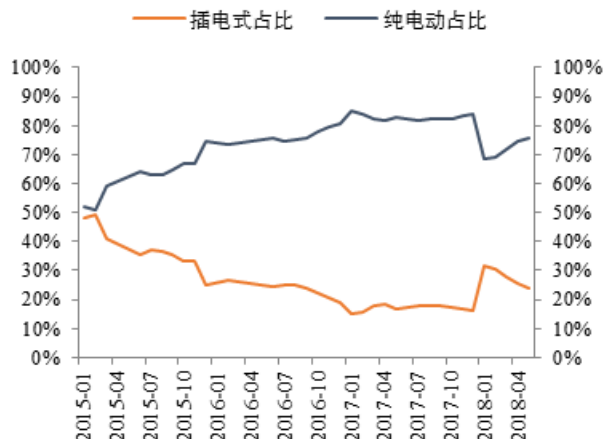


图 30: 新能源汽车产量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 31: 新能源汽车产量结构



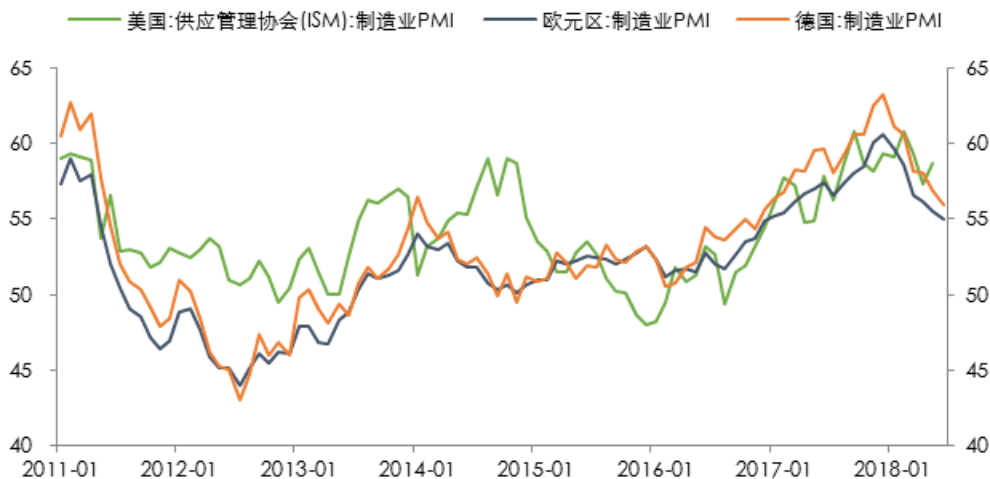
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.3 宏观面

### 2.3.1 欧美国家制造业 PMI

欧美国家精铜消费占全球比例在 20%左右, 是中国以外最大的两个消费区域。从欧美国家制造业表现看, 虽然去年 12 月份以来, 制造业景气度高位下滑, 但仍维持在扩张区间, 其中欧元区 5 月制造业 PMI 维持在 55.5, 美国 5 月制造业 PMI 回升至 58.7 高位, 欧美国家铜消费未见明显转弱迹象。我们认为目前欧美发达国家实体经济良好, 后期对铜消费预期大概率维持低速平稳状态。

图 32: 欧美地区制造业 PMI 走稳



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.3.2 铜金融属性相关指标

近期美元指数强势回升，一度涨破 95，明显抑制铜金融投机属性。但从铜自身基本面商品属性来看，中长期支撑铜价回暖的铜矿产能周期、废铜供应紧张因素并未逆转，美元走强只能在短期成为扰动铜价的一个因素，很难左右铜价中长期走势。

图 33：美元指数



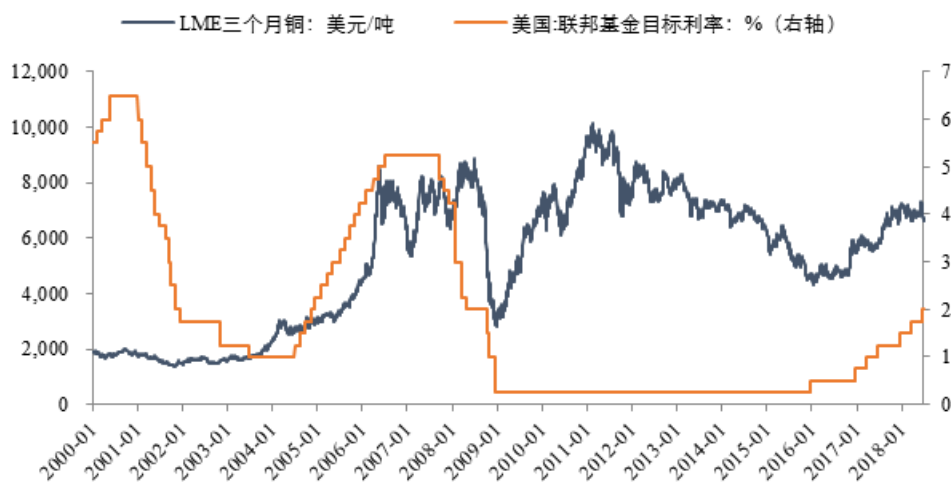
数据来源：Wind，兴证期货研发部

#### 6 月 14 日美联储年内第二次加息落地

目前市场比较关注美联储加息，但从历史数据来看，加息可能并不会成为铜价下跌的导火索。参考 2003-2007 年的牛市行情，铜价是伴随着加息进程逐步走高的。

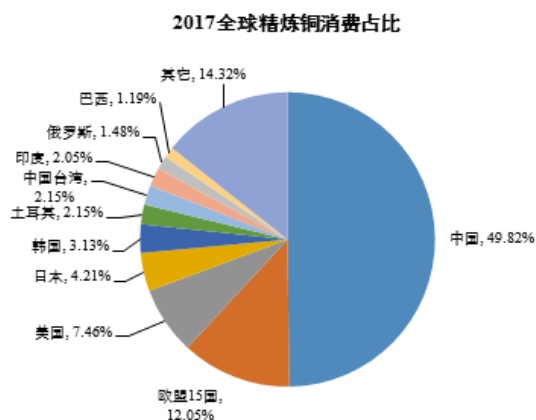
历史上看，加息初期铜价往往有比较好的表现。加息周期初期一般是美国实体经济由复苏逐步进入过热的过程，这表明其对铜的实体需求稳步向好，虽然目前美国对全球精炼铜的消费占比不足 8%，但通过外溢效应将带动其它经济体铜实体消费的增长，所以在加息初期，所以在加息初期，铜价一般表现比较好。

图 34：美联储加息与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 35：美国精炼铜消费占比不足 8%



数据来源：ICSG，兴证期货研发部

图 36：美国精炼铜进口增速仍在 20%以上

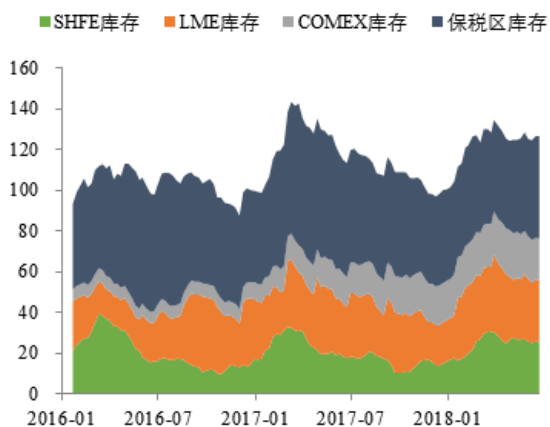


数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

## 2.4 库存压力不大

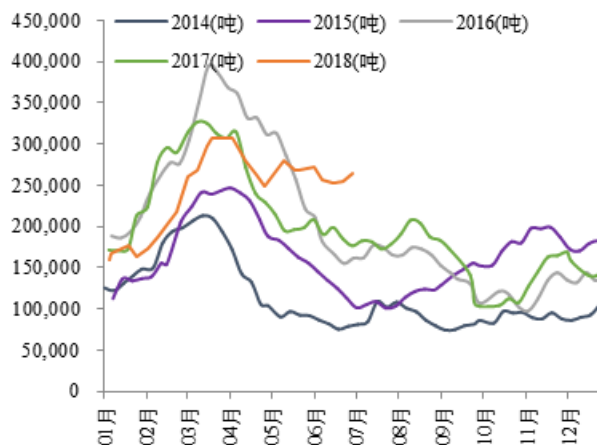
截至 6 月 29 日，三大交易所加上保税区库存总共 126.47 万吨，同比去年增加 13.09 万吨。随着后期铜矿产量释放放缓，以及 Vedanta40 万吨冶炼厂关停对精铜供应的冲击，我们认为电解铜库存很难出现大幅回升局面。

图 37：各交易所和保税区铜库存：万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 38：上期所铜库存季节性：吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.结论

**1.全球大矿企二至四季度产量释放速度预期减缓，供应端支撑铜价的逻辑短期不会改变。**一季度铜矿产量正常释放，前10大矿企（CR10：51%）一季度铜产量同比增加26.38万吨，增幅11.41%，产量增量主要来自BHP与Rio Tinto共有的全球最大铜矿山Escondida（21.95万吨）。我们预期2018年前10大矿企产量增量为59.92万吨，在一季度增量已有26.38万吨情况下，后三个季度产量释放将明显放缓（累计增量预期33.54万吨）。从中小矿企的产量预期看，今年11-20位矿企铜产量预期增量只有3.2万吨，增幅仅为1.06%，明显低于去年同期4.88%的增幅，供应端支撑铜价的逻辑短期不会改变。

**2.七类废铜进口受限，精铜替代废铜生产铜材的比例上升。**随着国家对固体废物进口限制力度加大，7类废铜进口受到严重影响，前第十四批限制进口类固废批文共发放审批量48.8万吨，同比去年发放的批文下降83.76%，预计2018年7类废铜进口量将减少30万吨金属吨，同比大幅下滑70%。从我们5月下旬对广东地区铜材市场调研的结果看，一方面，部分铜材产线，由于废铜紧缺，更多选择增加精铜作为原料，另一方面，目前铜材新增产线，基本以精铜作为原料，精铜替代废铜生产铜材的比例上升，精铜需求有一定的替代性增量。

**3.印度Vedanta旗下40万吨冶炼厂继续关停，全球精炼铜产量增速或将放缓。**印度南部Tamil Nadu地方政府已经下令永久关闭Vedanta旗下40万吨印度最大的铜冶炼厂，对全球尤其印度精铜供应冲击较大（2017年印度精铜产量仅为84.5万吨）。

**4.下半年电网投资有望回升，带动铜消费回暖。**2018年1-5月全国电网基本建设投资完成额1414亿元，同比下降21.20%，对铜杆需求偏弱。但今年国家电网计划投资额4989亿元，同比2017年计划额增7.12%，同比2017年实际完成额增2.78%，预计下半年电网投资力度将有所加大，考虑到国内电力用铜量占铜总需求50%以上，铜价有望得到一定支撑。

**5.新能源汽车快速增长，精铜消费前景广阔。**2018年5月新能源汽车产量达到9.6万辆，同比增长88.24%，1-5月累计产量达到32.8万辆，同比增长123.13%。新能源汽车平均用铜量在80KG左右，假设2018年新能源汽车产量同比2017年增36%，达到108万辆，预计2018全年用铜9.07万吨左右。据Glencore财报数据预计，到2020年新能源汽车领域将额外带动39万吨铜的消费量。

**6.欧美经济稳定，美联储年内第二次加息。**加息初期铜价往往有比较好的表现，加息初期一般是美国实体经济由复苏逐步进入过热的过程，这表明其对铜的实体需求稳步向好，虽然目前美国对全球精炼铜的消费占比不足8%，但通过外溢效应将带动其它经济体铜实体消费的增长，所以在加息初期，铜价一般表现比较好。

我们认为二季度以后，全球铜矿产量增速将下滑，随着国内冶炼厂检修力度加大，精炼铜供应压力将有所缓解。电网投资下半年有望回升，家电预期表现平稳，叠加新能源汽车对铜需求增量逐步抬升，铜消费大概率保持稳定。综上，我们认为铜基本面在下半年出现边际改善的概率较大，预期铜价有比较好的表现。仅供参考。

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。