

供应驱动未来走势，需求或不是关键(一)

华泰期货研究院 基本金属部

吴相锋

金属研究员

☎ 021-68755929

✉ wuxiangfeng@htfc.com

从业资格号: F3014533

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

2019年1月以来铜市场回顾:

2019年1月份以来,铜价格整体呈现反弹走势,最高反弹幅度近8%;从反弹的逻辑来看,主要有几个方面,1)、对铜需求过度悲观的修正;2018年下半年,市场对铜需求的展望较为悲观,但是随着家电等补贴政策的预期,以及中美贸易谈判的预期转变,过度悲观的需求预期得以修正。2)、铜精矿偏紧的进一步加剧:虽然市场对于2019年铜精矿供应的预期原本不高,但是由于智利2018年铜产量比较高,而新增产能不多,因此留给2019年供应增量的弹性空间比较小,另外,秘鲁2019年增量也较为有限,新增投资尚未转换成实际产能。而加上国际铜矿生产巨头和刚果、赞比亚两大非洲铜生产国矿业政策纠纷导致的供应不确定性,以及印尼矿山转入地下开采工程,这导致2019年铜精矿供应紧张预期进一步的收窄。

交易逻辑:

1、未来铜市场需求展望:

我们认为需求或不是未来铜行情的关键,常规需求力量比较薄弱,但需求仍存在一定的意外情况。

2、未来铜市场供应展望:

我们认为供应方面或是未来铜市场的关键,特别是全球供应流向重新分配或给予国内铜价格以提升动力。

铜价格展望以及策略:

我们认为供应方面或是未来铜市场的关键,可能会出现以下几种状况,1)、首先是非洲供应的风险,特别是个别矿业巨头借机加剧供应紧张的行为;或直接引发铜精矿短缺的风险。2)、铜精矿加工费较低,以及原料采购困难,冶炼企业采取检修手段以获得竞争优势的意愿增加,由于国外冶炼产能弹性较小,因此国内企业具有主导能力,因此一旦博弈局面形成,直接影响精炼铜的供应。3)、在现有供应格局之下,国内库存高,国外库存低的局面是不可持续的,目前市场迹象已经开始显示重新分配的状况。

相关研究:

一：2019 年 1 月以来铜市场回顾：

2019 年 1 月份以来，铜价格整体呈现反弹走势，最高反弹幅度近 8%；从反弹的逻辑来看，主要有几个方面，1)、对铜需求过度悲观的修正；2018 年下半年，市场对铜需求的展望较为悲观，但是随着家电等补贴政策的预期，以及中美贸易谈判的预期转变，过度悲观的需求预期得以修正。2)、铜精矿偏紧的进一步加剧：虽然市场对于 2019 年铜精矿供应的预期原本不高，但是由于智利 2018 年铜产量比较高，而新增产能不多，因此留给 2019 年供应增量的弹性空间比较小，另外，秘鲁 2019 年增量也较为有限，新增投资尚未转换成实际产能。而加上国际铜矿生产巨头和刚果、赞比亚两大非洲铜生产国矿业政策纠纷导致的供应不确定性，以及印尼矿山转入地下开采工程，这导致 2019 年铜精矿供应紧张的预期进一步的收窄。

在我们 2019 年 1 月份以来的铜日报当中，我们基于“铜需求过度悲观的修正”的逻辑提出了铜的反弹策略。

图 1：铜价格相对表现

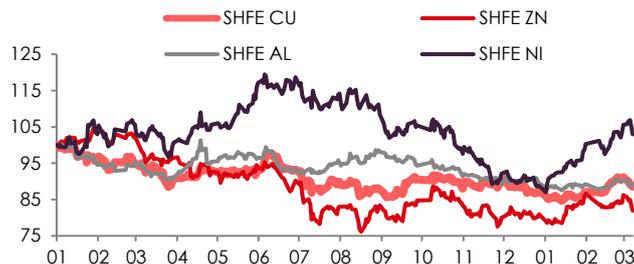
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：铜价格与其他金属对比

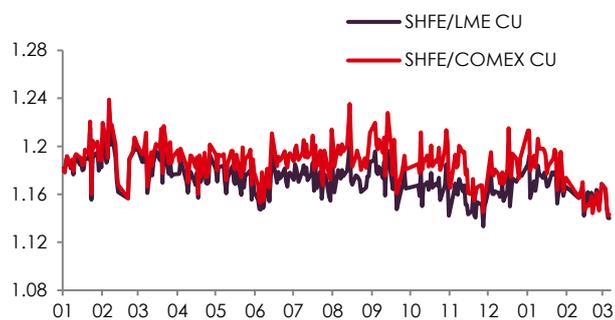
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

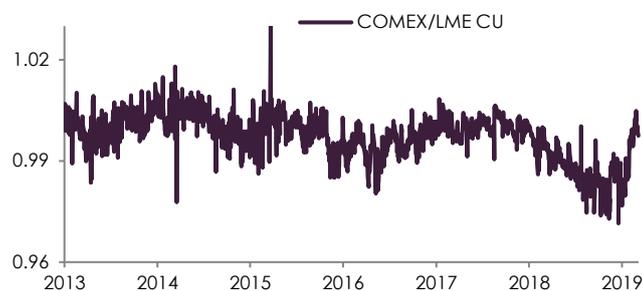
另外，从地区格局来看，2019 年 1 月份以来的反弹，SHFE 铜价格的反弹幅度远远不及 COMEX 的 15.6%的反弹幅度，以及 LME 近 13%的反弹幅度。主要原因在于，一方面是人民币在此期间呈现较为迅猛的反弹，幅度大约 4.4%；另外一方面主要是全球库存格局的变化，即 COMEX 库存一路下降，SHFE 库存则出现累积。

图 3: SHFE 铜相对外盘表现 单位: 1



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: COMEX 和 LME 铜比值 单位: 1



数据来源: Wind 华泰期货研究院

期间人民币汇率以及全球三大铜期货交易所库存表现如下图所示:

图 5: 美元兑人民币汇率 单位: 1



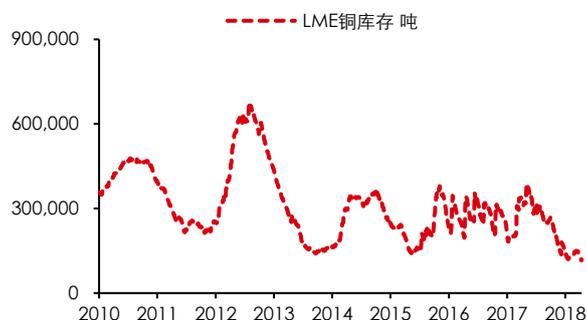
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: SHFE 铜库存 单位: 吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: LME 铜库存 单位: 吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: COMEX 铜库存 单位: 吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

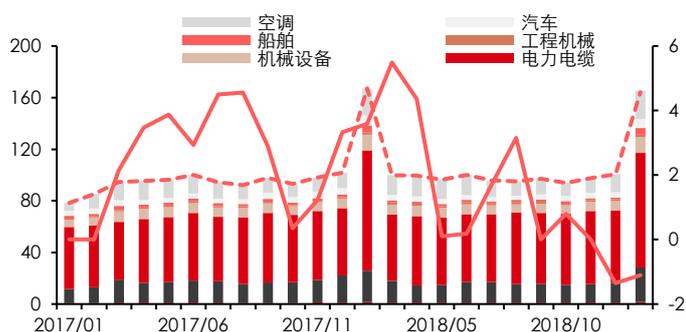
二: 未来铜市场需求展望:

我们认为需求或不是未来铜行情的关键, 常规需求力量比较薄弱, 但需求仍存在一定的意外情况。

1、终端需求实际情况:

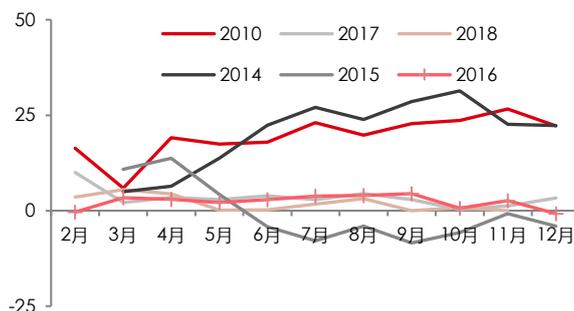
从 2019 年 1-2 月实际需求情况来看, 并不是很理想, 关键需求领域电力电缆以及汽车领域均有太好表现。

图 9: 中国铜需求结构 单位: 吨



数据来源: 华泰期货研究院

图 10: 中国铜需求历史增速 单位: %



数据来源: 华泰期货研究院

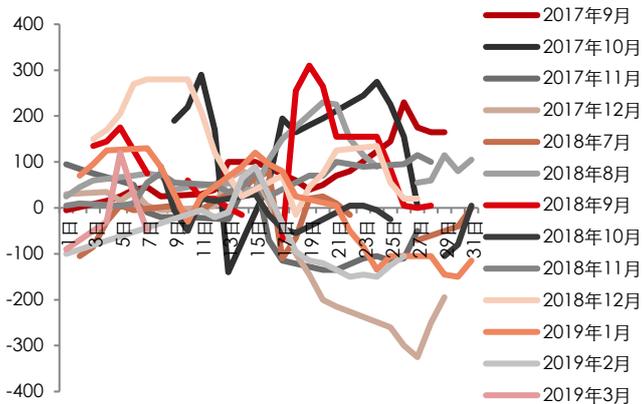
表格 1: 中国铜需求

	电子电器	电器设备	电力电缆	机械设备	工程机械	船舶	汽车	空调	增速(%)右	总量
2017/01	0.8	10.92	48	5.7	0.7	2.4	3.94	5.92	——	78.38
2017/02	0.82	12.17	48	6.1	0.85	2	4.14	11.2	——	85.28
2017/03	1.01	17.79	45	8.08	1.06	3.07	4.48	14.16	2.15	94.65
2017/04	1.04	15.5	49.4	7.81	1.06	2.21	3.7	14.63	3.47	95.35
2017/05	1.03	16	50.3	7.87	1.11	2.27	3.65	14.03	3.87	96.26
2017/06	1.1	16.96	52.62	7.69	1.2	2.28	3.77	14.38	2.93	100
2017/07	1.08	16.51	50.09	7.1	1.1	2.44	3.47	12.49	4.5	94.28
2017/08	0.92	14.59	51.64	7.52	1.14	1.87	3.57	10.97	4.56	92.22
2017/09	0.94	15.63	53.97	7.58	1.1	2.21	4.88	11.44	2.89	97.75
2017/10	0.95	15.92	52.23	6.73	1	1.79	4.35	10.1	0.35	93.07
2017/11	1.3	17.46	53.27	7.1	0.99	1.82	5.17	10.95	1.23	98.06
2017/12	1.12	21.05	52.2	7.48	0.99	2.09	5.11	11.81	3.33	101.85
2018/ (1-2)	1.64	24.22	93.26	12.25	1.71	5.33	7.78	21.02	3.59	167.21
2018/03	1.11	16.81	51.5	7.77	1.5	1.5	4.52	15.14	5.49	99.85
2018/04	1.07	13.42	53.71	7.96	1.56	1.62	4.1	16.07	4.36	99.51
2018/05	1.06	13.81	51.94	7.69	1.5	1.59	3.98	14.87	0.1	96.44
2018/06	1.19	16.06	52.35	7.67	1.47	1.94	3.9	15.6	0.18	100.18
2018/07	1.1	15.97	52.55	6.89	1.43	1.6	3.44	12.89	1.69	95.87
2018/08	1.01	14.39	55.56	6.37	1.48	1.88	3.37	11.06	3.15	95.12
2018/09	1.01	14.77	54.75	7.4	1.43	1.7	4.01	12.06	0	97.13
2018/10	1	13.98	55	6.63	1.3	1.82	3.92	10.18	0.8	93.83
2018/11	1.15	14.19	56.83	7.14	1.14	1.47	4.27	11.4	0	97.59
2018/12	1	15.43	55.97	7.76	1.04	1.36	4.18	13.74	-1.35	100.48
2019/ (1-2)	1.7	26.5	89	12.25	1.88	5.01	7	22	-1.1	164.24

资料来源：华泰期货研究院

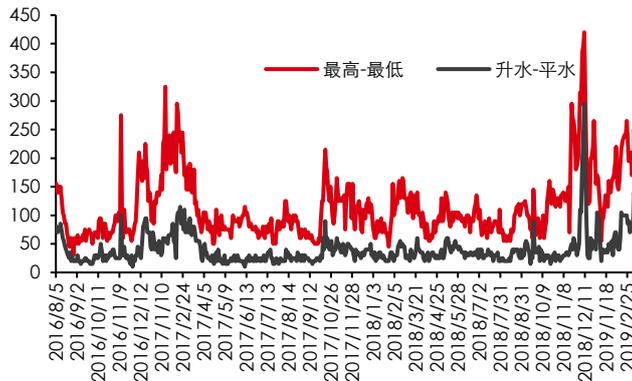
另外，从现货市场实际跟踪的情况也基本上切合统计数据，2019年1-3月份，下游企业从现货市场采购几乎没有特别集中以及扩大的行为，因此，导致各个品牌之间价差始终处于高位区域。

图 11: 现货升贴水月度节奏变化 单位: 元/吨



数据来源: 华泰期货研究院

图 12: 铜现货各个品牌之间价差 单位: 元/吨

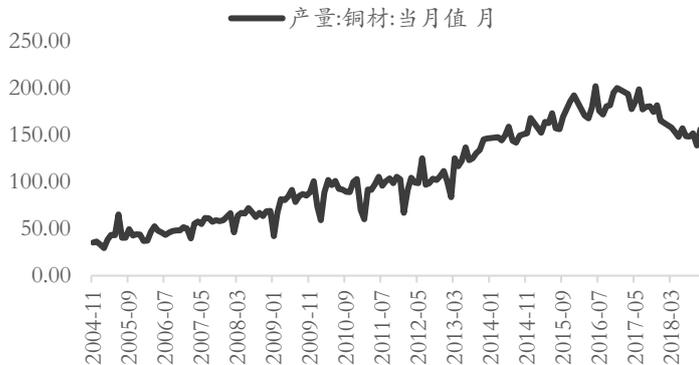


数据来源: 华泰期货研究院

2、间接需求和核心领域相关关系:

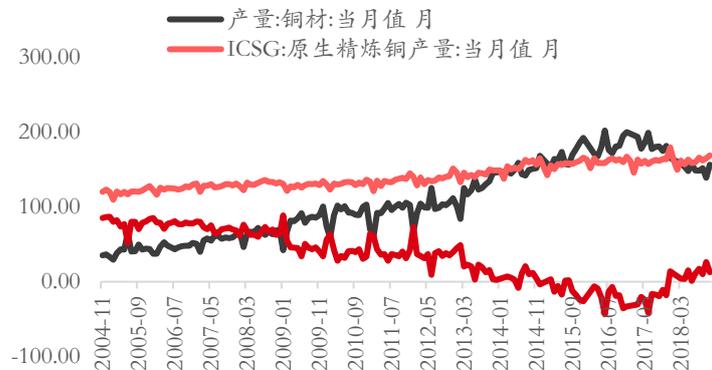
另外, 近几年, 随着铜下游行业的进一步集中, 我们认为统计局公布的铜材产量数据将越来越具有参考价值, 即未来铜材产量将另外一个铜需求的良好指标。

图 13: 铜材产量 单位: 万吨/月



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 铜材和 ICSG 铜供应关系 单位: 万吨/月

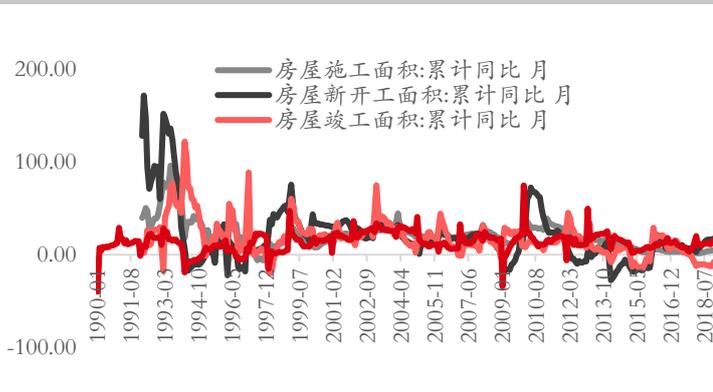


数据来源: Wind 华泰期货研究院

从铜材需求和地产的历史相关性来看, 地产新开工率对铜材料需求有一定的领先性, 但竣工率和铜材产量增速基本上保持同步。

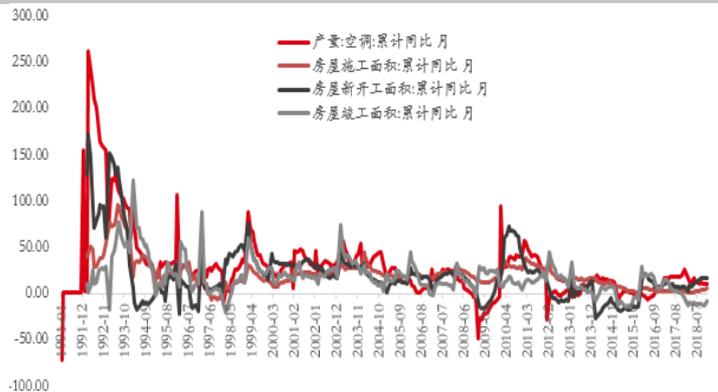
另外, 当前的地产新开工和铜材产量增速几乎保持一致, 因此, 除非未来开工大幅增加, 否则从历史情况来看, 地产对铜材需求的推动是较为有限的。

图 15: 铜材产量和地产关系 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 空调产量和地产关系 单位: %



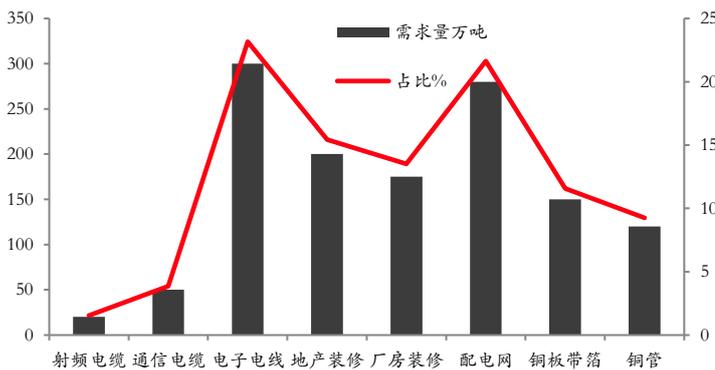
数据来源: Wind 华泰期货研究院

另外一方面, 从空调和地产的相关性来看, 此前空调产量的增速高于地产新开工, 因此, 空调行业库存累积比较高, 未来将处于去库存状态。

3、其他需求统计方式:

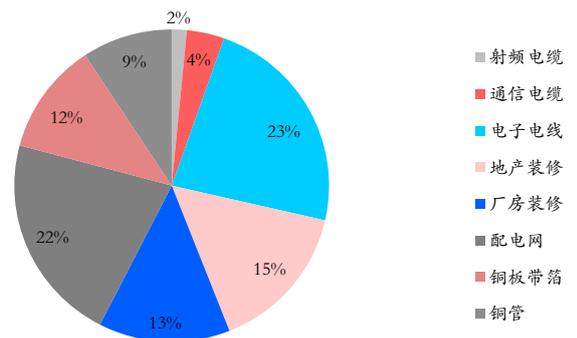
不同于直接终端需求、以及间接需求的方式, 我们通过对“铜物理性质”的划分不同的需求领域, 大致将铜需求结构进行拆分。

图 17: c



数据来源: 华泰期货研究院

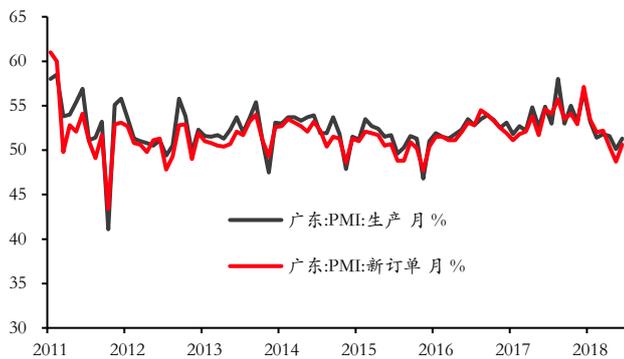
图 18: 需求结构饼状图 单位: %



数据来源: 华泰期货研究院

从该角度来看, 电子电线以及配电网建设是铜需求的关键领域, 在实践中, 我们发现, 电子电线需求和广东 PMI 数据较为一致, 但因各种因素, 广东 PMI 已停止公布。

图 19: 广东省 PMI 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 耐用品和 GDP 关系 单位: 1



数据来源: 华泰期货研究院

不过, 仍然有一些办法对电子电线需求进行粗略的预期, 其中一个方式就是电子电线的核心下游耐用品和 GDP 的关系, 从历史情况来看, 即耐用品的增速是跟不上 GDP 的速度, 若 GDP 增速预期不高的话, 那么电子电线领域需求也难以有太好的表现。

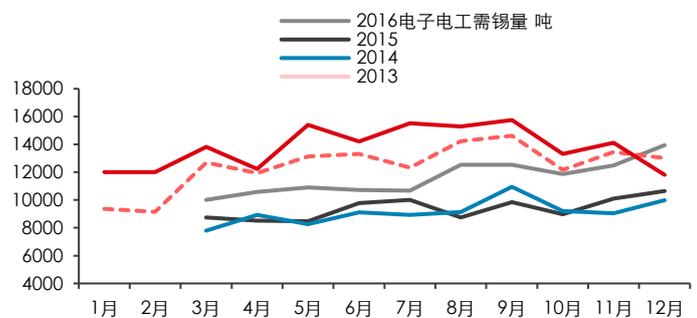
另外, 从电子电线相关的锡需求领域来看, 这一块的需求现状也是较为一般的。

图 21: 电子行业锡需求数据 单位: 吨



数据来源: 华泰期货研究院

图 22: 电子行业锡需求月度数据 单位: 吨



数据来源: 华泰期货研究院

图 23: 耐用品订单指数



数据来源: Wind 华泰期货研究院

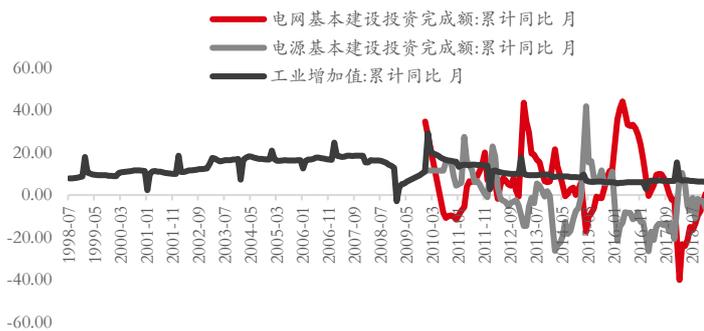
图 24: 耐用品采购订单指数环比 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

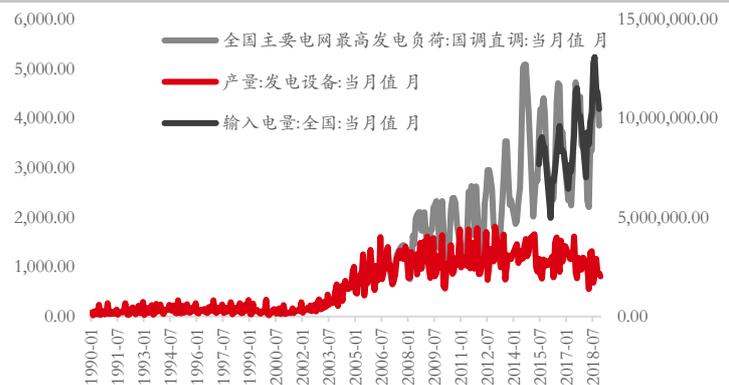
从配电网领域的情况来看, 3 月份, 国家电网公司公布计划, 2019 年发展总投入 5909 亿元, 电网投资 5126 亿元, 电网投资较去年实际投资增速 5% 左右, 由于电网计划投资每年落地的差别较大, 因此, 该增速并不具备太多的参考意义。另外一方面, 2019 年电网投资增加的一个核心因素在于 2018 年下半年开始, 国家电网的特高压项目再度增多, 而特高压项目对铜的需求带动能力是比较弱的。

图 25: 电网投资规律 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 电网输入和输出 单位: 万千瓦



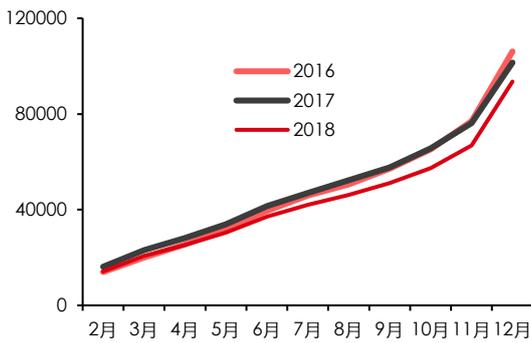
数据来源: 华泰期货研究院

从历史情况来看, 电网投资有其内在的规律 (图 25), 首先是工业的发展促进电力的需求, 从而形成电力缺口, 随后进行电源项目建设, 并带来配电网扩展的需求。2018 年电网投资增加的核心原因在于此前电源投资幅度比较大, 已经形成电源和电网的矛盾点, 但 2018 年末, 基本上电网投资已经补上来了。那么, 短期内是否需要新一轮电源和电网投资呢?

从电网的输入电量和输出电量的结果来看，目前电力市场供过于求的结果尚未改变，短期内不至于形成缺电的局面，因此，预估 2019 年电源和电网建设的力量难以太大。

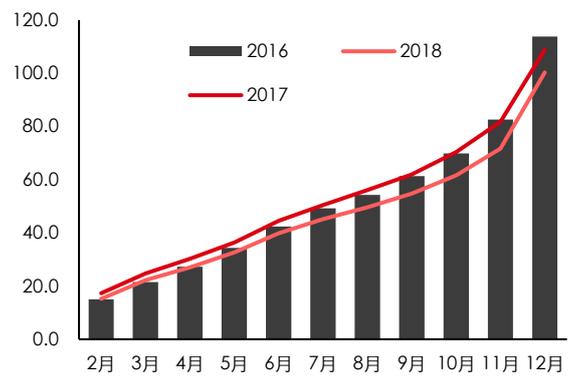
从厂房仓库和地产直接装修需求来看，厂房仓库的建设力度比较弱，另外，地产直接装修需求动力主要取决于竣工面积。

图 27: 地产竣工面积 单位: 平方米



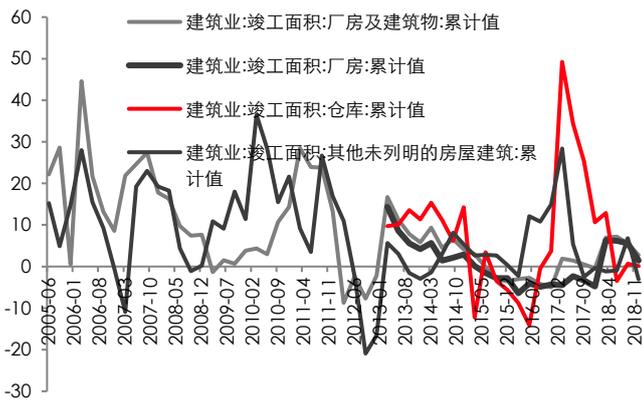
数据来源: 华泰期货研究院

图 28: 民用电缆电线需求弹性 单位: 万吨



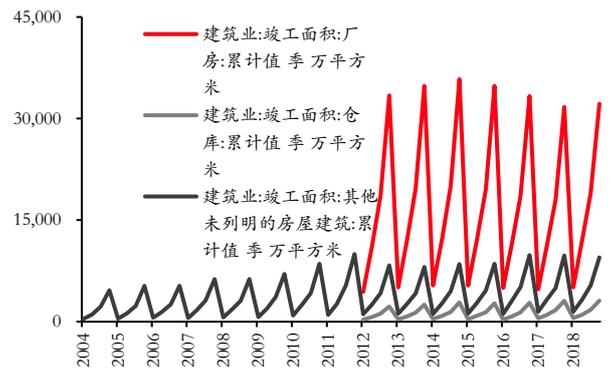
数据来源: 华泰期货研究院

图 29: 厂房仓库建筑面积同比 单位: %



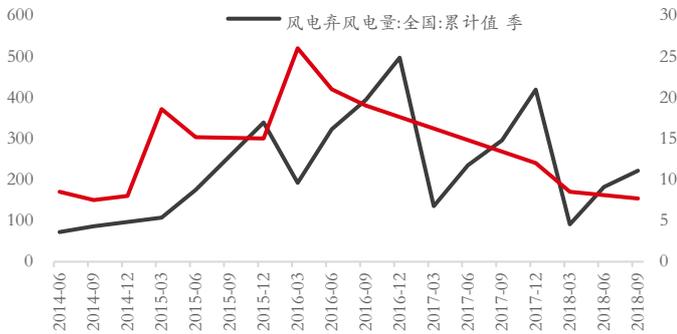
数据来源: 华泰期货研究院

图 30: 厂房仓库建筑面积 单位: 万平方米

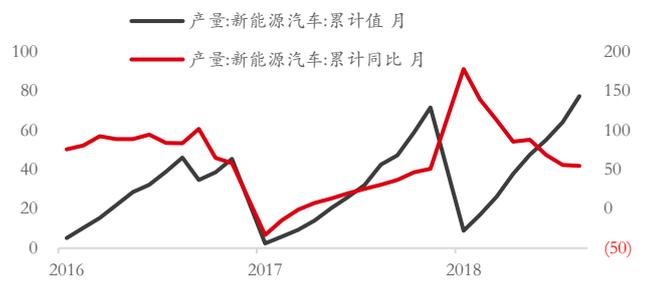


数据来源: 华泰期货研究院

另外，从铜需求的新增热点领域来看，风电、新能源汽车，以及未来大规模 5G 基站建设，新增领域需求存在亮点，但是由于绝对值比较低，从而对需求的驱动力量不会很明显。

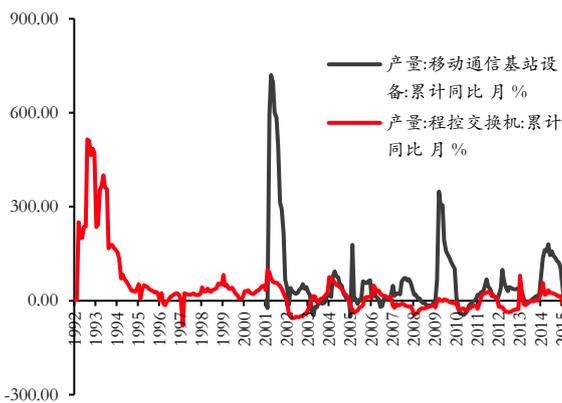
图 31: 风电弃风率 单位: %


数据来源: 华泰期货研究院

图 32: 新能源汽车产量 单位: 万辆, %


数据来源: 华泰期货研究院

从数据来看, 2018 年四季度开始, 基站建设增速加快。

图 33: 移动基站建设 单位: %


数据来源: 华泰期货研究院

图 34: 射频电缆产量 单位: 千米/年


数据来源: 华泰期货研究院

4、国外新增需求变量:

从国外市场需求增量的情况, 目前潜在的增量热点主要是“一带一路”新兴市场的建设需求, 另外一部分是美国等西方国家的再基建; “一带一路”初始铜需求主要集中在电源领域(各类发电厂)以及相关的配电网, 由于“一带一路”基础建设主体是以中国企业为主, 而上述国家缺乏相应的发电设备, 因此, 可以通过中国发电设备以及相关出口来跟踪一带一路需求, 目前的数据显示, 需求力量并不明显。另外, 美国基建需求逻辑上需要先落实

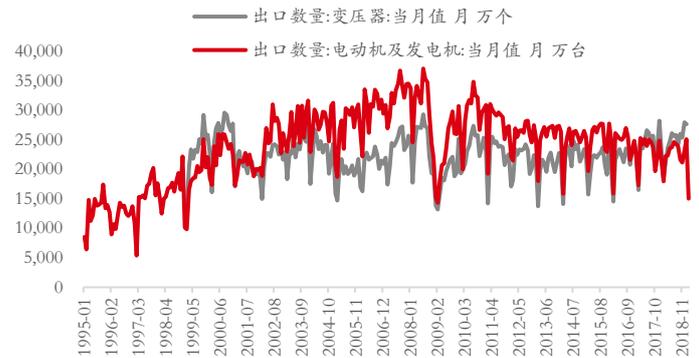
资金，然后才能形成需求，但因美洲期货市场的存在，市场预期占据主导，因此，波动会比较大。

图 35: 发电设备 单位: 万千瓦



数据来源: 华泰期货研究院

图 36: 相关设备出口 单位:万个, 万台



数据来源: 华泰期货研究院

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司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。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，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。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2019版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com