



責任·專注·超越

共創共享

成就夢想

金瑞期貨銅周報20180924

報告撰寫：李麗 唐羽鋒

電話：0755-82705424

從業資格號：F0309201 F3023045

本期观点：信心先于基本面扭转，静待基本面数据跟上



1) 上周李克强总理在国常会上强调，“稳投资不是要走过度依赖投资的老路，事实上我们在基础设施、民生等领域还有不少短板，当前要聚焦补短板、调结构，积极扩大有效投资。”在经济形势错综复杂的当下，稳投资是稳住经济发展的一个重要举措，因此未来基建投资触底反弹只会迟到不会不到。上周五公布的研发抵扣新规，按照专业人士的解读，总体减税额有望高达558-930亿元，而且近期国家将再次降低增值税的消息也开始在市场发酵，将进一步减轻企业税收负担。总体来看，市场信心先于经济基本面触底回升，期货和股票共振，多头氛围日渐浓厚。

2) 在贸易战情绪暂缓之际，市场信心先于基本面好转，铜价上涨符合之前价格走势判断。随着上周五夜盘伦铜暴涨，按涨幅计算沪铜已经调整至我们的第一目标价位51000-52000。当前国内现货及进口货源均显示现货紧张格局，保税区可流通库存不高，LME亚洲库存流往中国还需更高的溢价。在废铜替代消费还未恢复的当下，上周国内去库速度加快也在情理之中。本周铜的基本面需要观察两点因素：第一，流出的废铜库存有多少。此前废铜制杆企业的开工率仅有四成，在精废价差扩大后，废铜货源涌入市场，但企业仍以观望为主，并未提升开工率。如果未来开工率能够上升，将大大减缓精铜的去库速度，问题在于废铜库存能够替代精铜消费多长时间。第二，国外进口货源是否会松动。国外货源终将会流入国内市场，只是前期的溢价太低，不足以吸引大量到货。目前洋山铜溢价已经上升至115-125美元/吨，是否达到了国外持货商的心理价位还有待观察。一旦有贸易商开始往中国发货，将引发“踩踏事件”，争相往中国出口，进口的大幅增加将延缓国内去库速度。目前的铜价我们认为第一步调整已经到位，如要继续反弹，需要基建等数据触底回升，经济小周期拐点确认。市场预期先于经济数据复苏，如果后续经济数据好转不能跟上，信心将打一定折扣。总体来看，本周铜价或将高位震荡，预计沪铜主力主要波动在51000-52500元/吨。

3) 推荐投资者买入浅虚值看涨期权，待浅虚值变为浅实值后卖出，继续买入浅虚值看涨，直到铜期货达到目标价位52000。铜期权上市首日，P/C比为0.857，看跌期权持仓少于看涨期权持仓，显示看涨情绪。鉴于我们对铜期货的第一目标价位为51000-52000已经达到，如果继续在期货市场做多，短期最大预期收益率仅有 $1000/51000=2\%$ ，对于部分投资者而言风险收益比并不合适，因此能否在期权市场增强收益呢？Delta值是衡量标的资产价格变动时，期权价格的变化幅度，用公式表示 $\Delta = \text{期权价格变化} / \text{标的资产价格变化}$ 。浅虚值期权无限接近于平值期权，其Delta值也就接近平值期权的0.5，代入公式 $\text{期权价格变化} = 2 * \text{标的资产价格变化}$ ，以买入CU1901C51000为例，铜价上涨至52000，价格上涨幅度1000元，则期权价格将上涨2000元。上周五收盘CU1901C51000价格为1082元，即使周二开盘期权价格上涨至2000元，也将有100%的获利空间。

责任·专注·超越



交易策略:

买入浅虚值看涨期权，待浅虚值变为浅实值后卖出，继续买入浅虚值看涨，直到铜期货达到目标价位52000。

下周重点关注:

2018. 9. 24

国内交易所休市

2018. 9. 25

日本央行行长黑田东彦在大阪发表讲话

2018. 9. 26

美国8月新屋销售

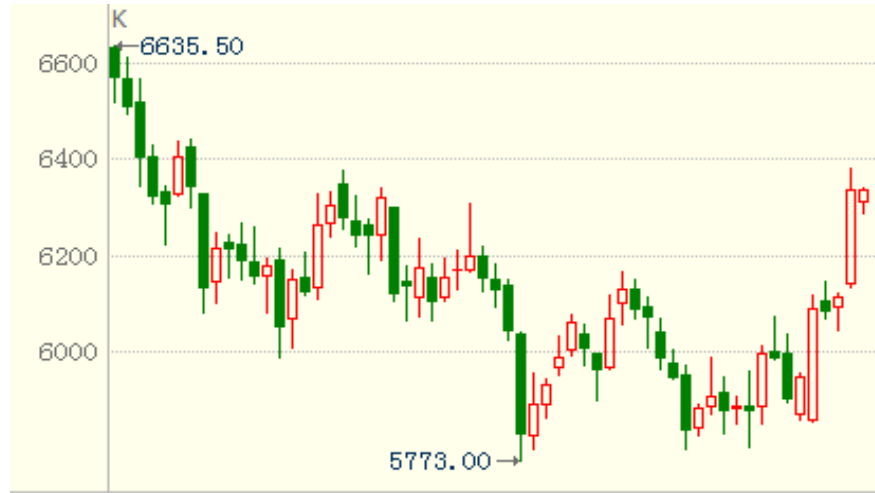
2018. 9. 27

美联储公布利率决议

2018. 9. 28

鲍威尔在参议院会议上就美国经济发表简短讲话、中国9月财新制造业PMI

上周走势回顾：



市场主要数据：

		9月24日	9月15日	涨跌
价格	沪铜三月	49300	48550	750
	伦铜三月	6139	6019	120
现货升贴水	上海升贴水	190	10	180
	广东升贴水	250	120	130
库存	上海库存	75841	95022	-19181
	广东库存	13329	17881	-4552
价差	计税后的精废价差	722	312	410
	沪铜当月-次月	200	180	20
	沪铜现货-三月	680	250	430
比值	沪伦现货比值	8.17	8.14	0.03
	沪伦三月比值	8.03	8.07	-0.04
LME市场	LME库存	216600	225900	-9300
	LME0-3	-7	-22.25	15.25

数据来源：Wind，金瑞期货

责任·专注·超越

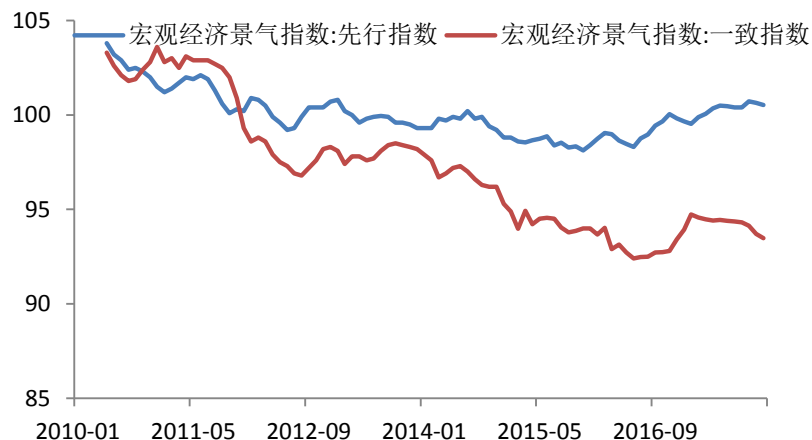




宏观数据

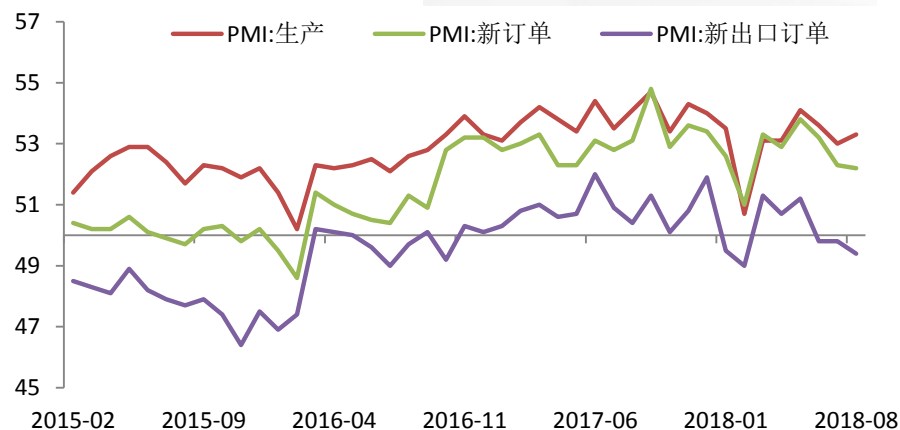
中国经济数据

中国宏观经济景气指数：先行指数和一致指数



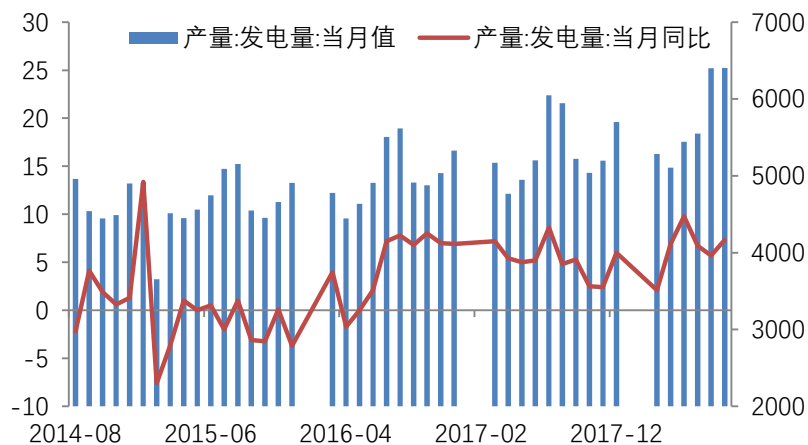
数据来源：Wind，金瑞期货

中国制造业PMI分项数据



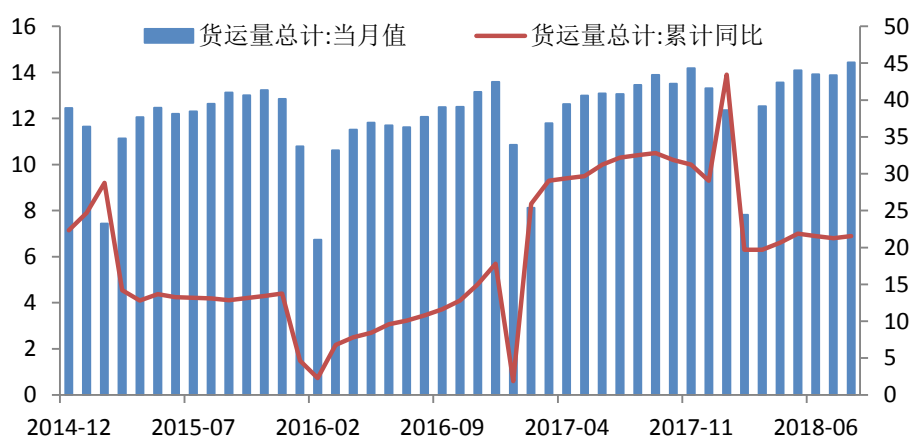
数据来源：Wind，金瑞期货

中国发电量当月值及当月同比



数据来源：Wind，金瑞期货

中国货运量当月值及累计同比



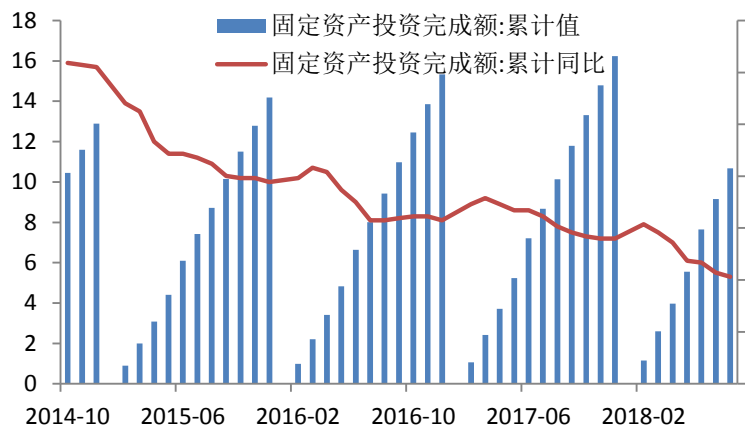
数据来源：Wind，金瑞期货

责任·专注·超越

中国经济数据

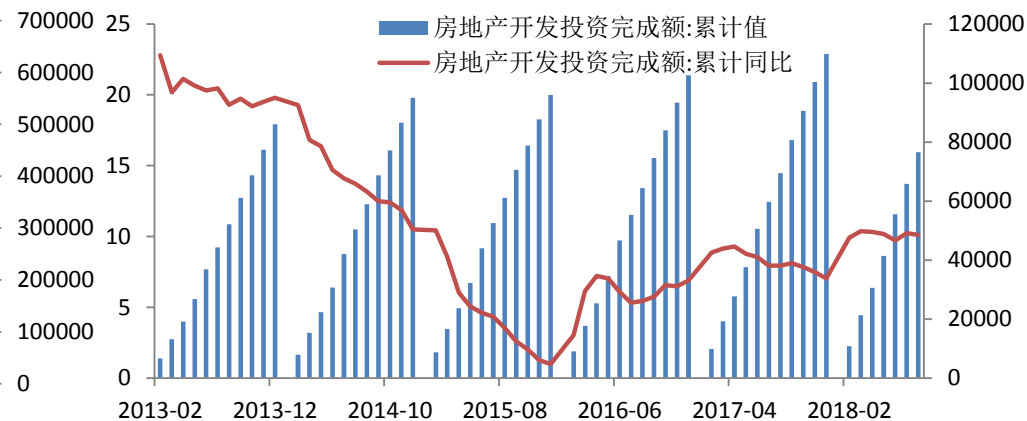


中国固定资产投资完成额累计值及累计同比



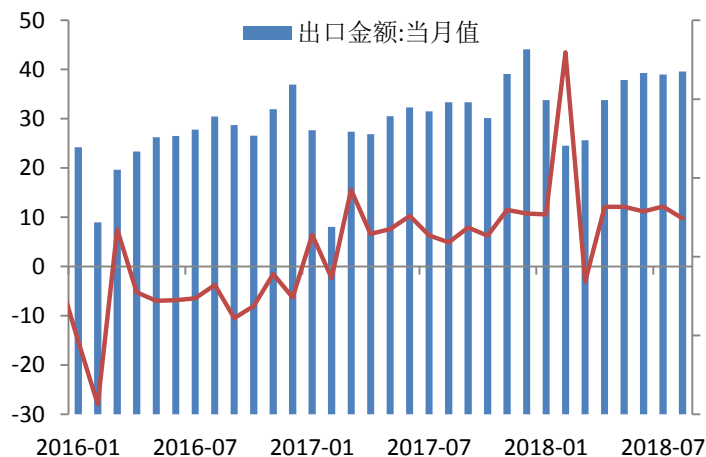
数据来源：Wind，金瑞期货

房地产投资完成额累计值及累计同比



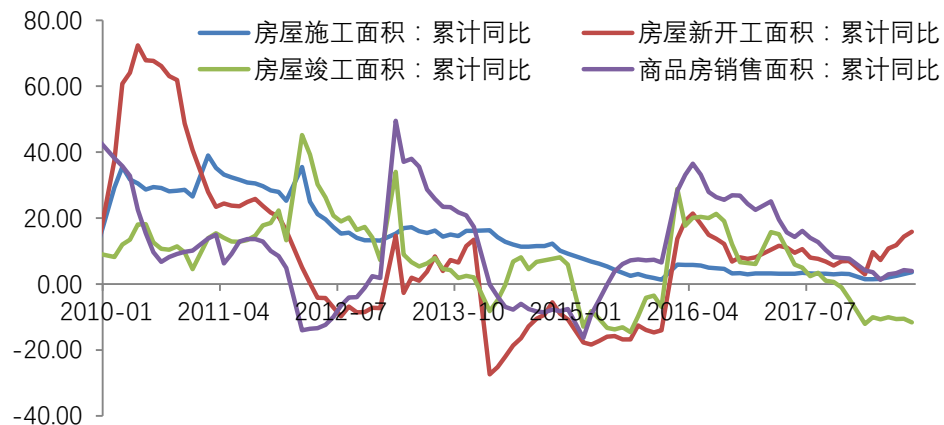
数据来源：Wind，金瑞期货

中国出口金额当月值及当月同比



数据来源：Wind，金瑞期货

房地产数据累计同比



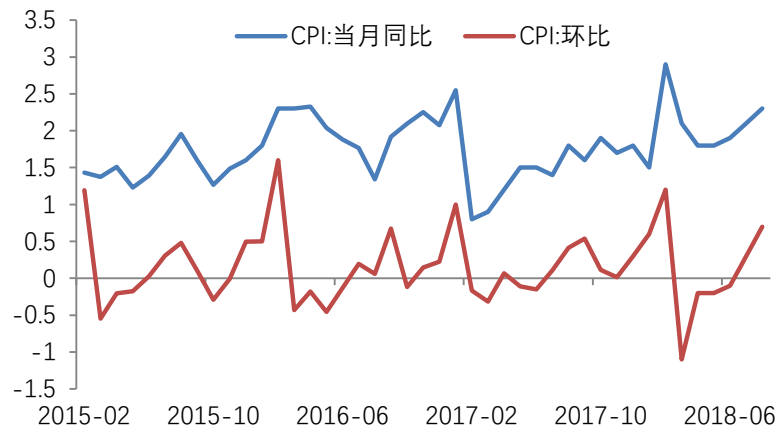
数据来源：Wind，金瑞期货

责任·专注·超越

中国经济数据

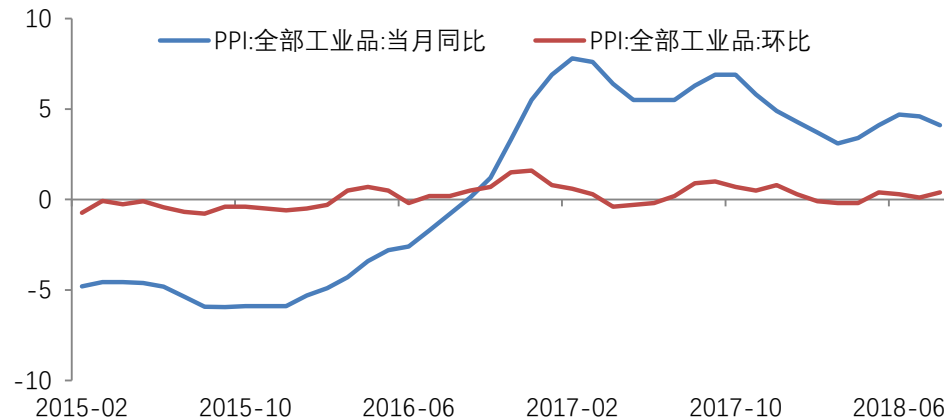


中国CPI当月同比及环比



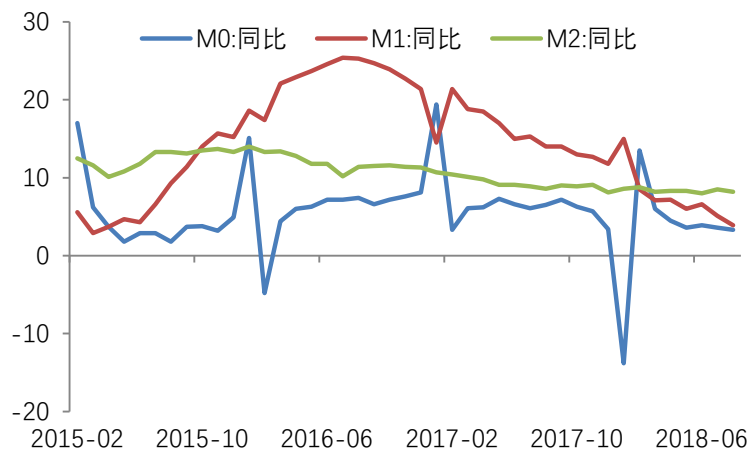
数据来源：Wind，金瑞期货

中国PPI当月同比及环比



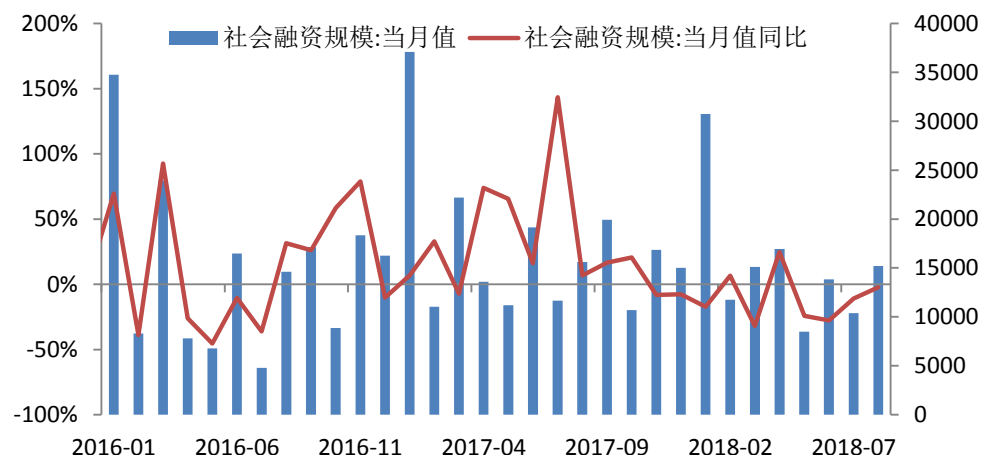
数据来源：Wind，金瑞期货

中国M0/M1/M2同比



数据来源：Wind，金瑞期货

中国社会融资规模当月值及当月同比



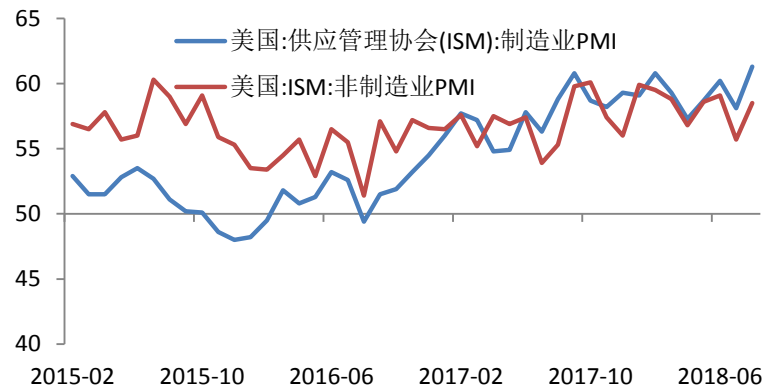
数据来源：Wind，金瑞期货

责任·专注·超越

美国经济数据

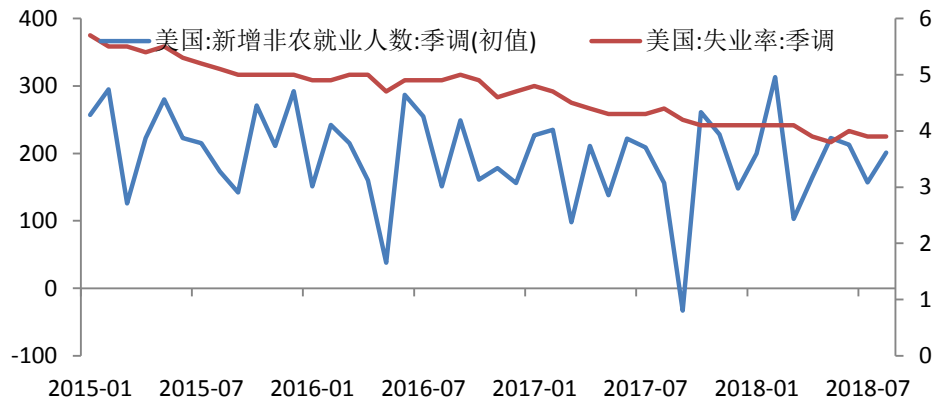


美国ISM制造业PMI及非制造业PMI



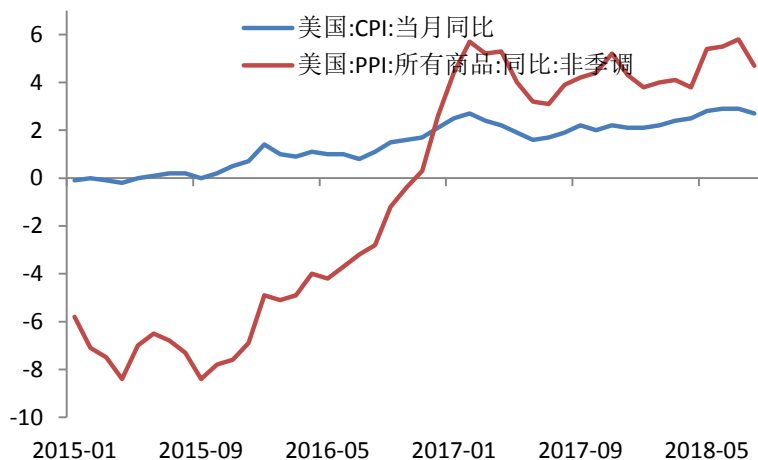
数据来源：Wind，金瑞期货

美国新增非农就业人数及失业率



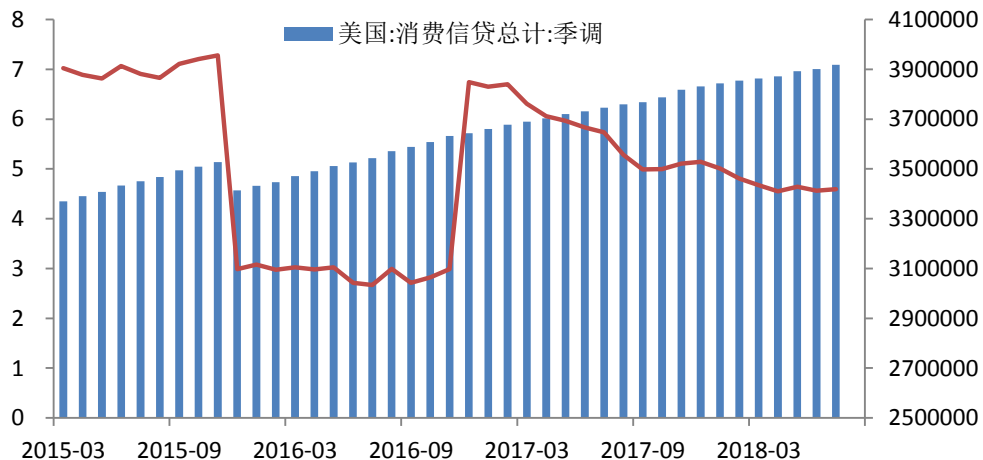
数据来源：Wind，金瑞期货

美国CPI当月同比及PPI当月同比



数据来源：Wind，金瑞期货

美国消费信贷总计及同比



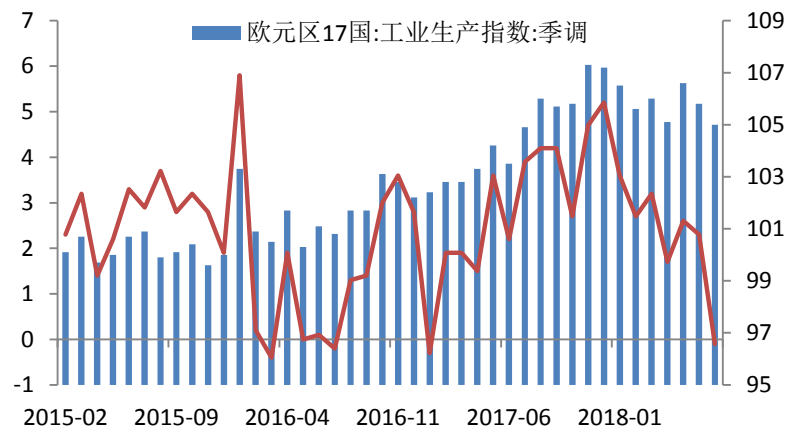
数据来源：Wind，金瑞期货

责任·专注·超越

欧元区经济数据

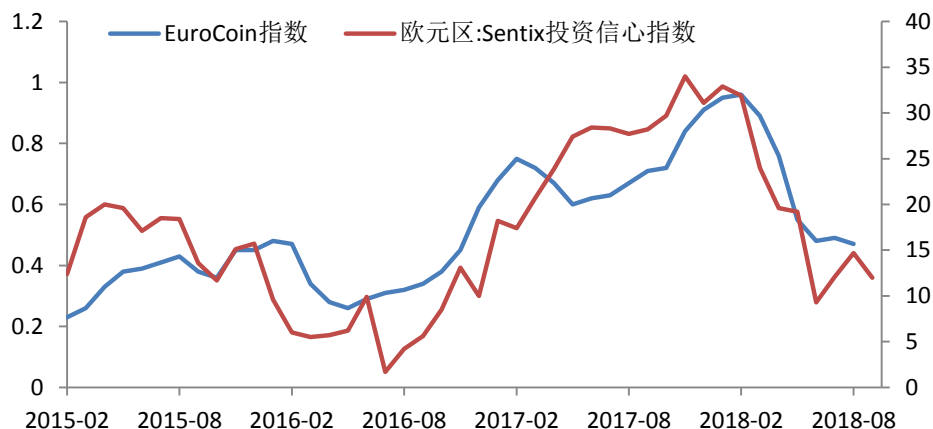


欧元区工业生产指数及同比



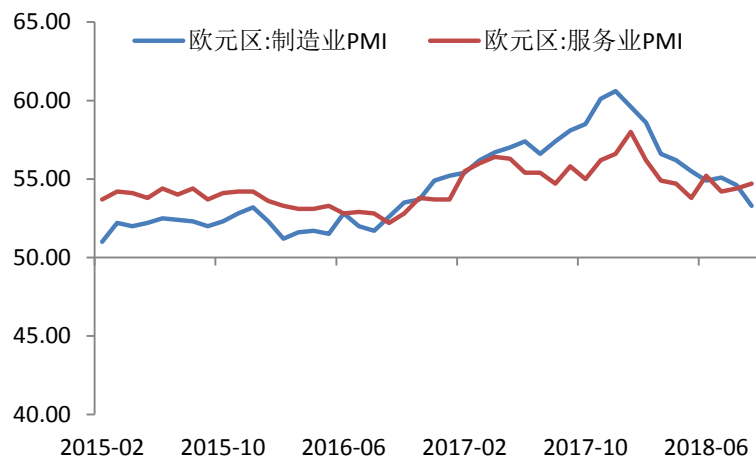
数据来源：Wind，金瑞期货

欧元区EuroCoin指数及投资信心指数



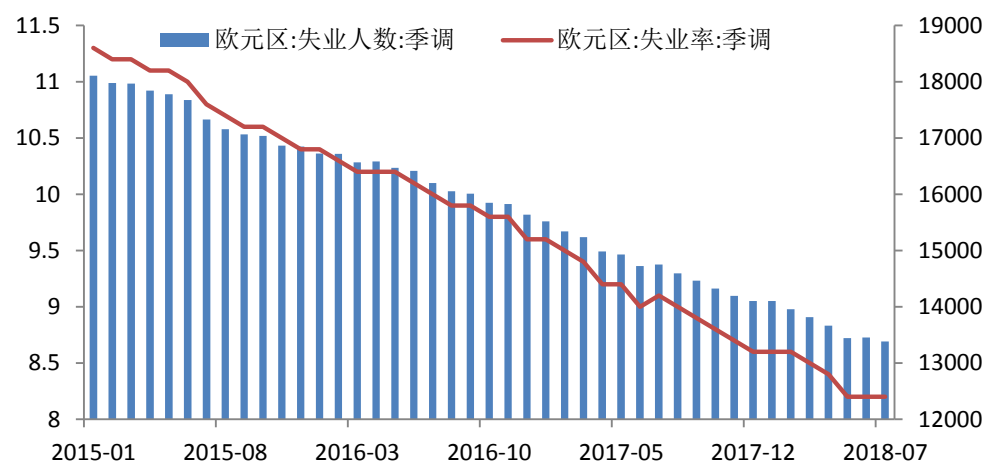
数据来源：Wind，金瑞期货

欧元区制造业PMI及服务PMI



数据来源：Wind，金瑞期货

欧元区失业人数及失业率



数据来源：Wind，金瑞期货

责任·专注·超越



供应端分析

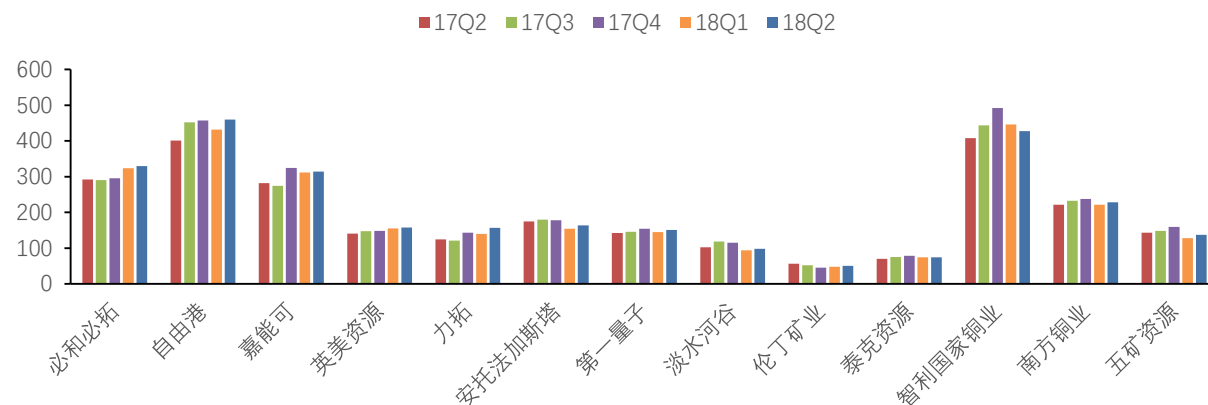
境外矿山动态:

智利、秘鲁、美国、加拿大、墨西哥5国铜精矿产量约占境外矿山产量的70%。2017年累计生产1018.8万吨，累计同比减少2.3%。2018年1-5月合计产量约419.2万吨，同比增长5.9%。

2018增量关注必和必拓、南方铜业、第一量子和**嘉能可**：根据我们对境外13家矿企的跟踪，预计2018年合计产量为1065.9万吨，较2017年将增加61.7万吨，同比增速为3.1%，其中第一量子（Cobre Panama、Kansanshi和Sentinel）、嘉能可（Katanga）、南方铜业（Toquepala）和必和必拓（Los Colorados）是增量来源。

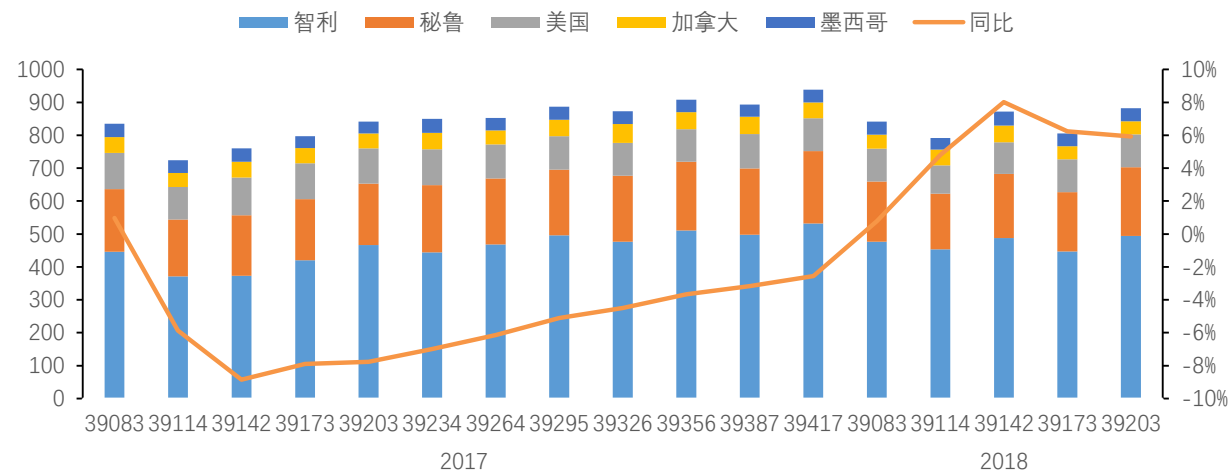
13家矿企的半年报显示，二季度合计铜产量为274.7万吨，同比增长7.4%，环比增长2.8%。

全球13家矿企铜产量



数据来源：财报，金瑞期货

境外5国铜精矿产量及同比

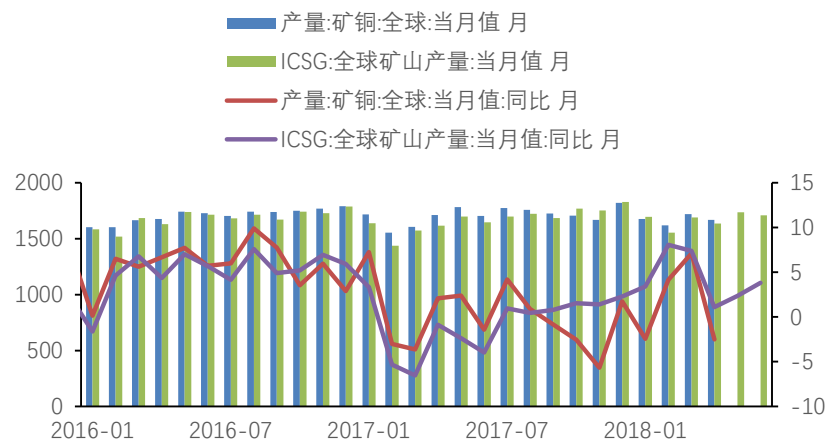


数据来源：网站，金瑞期货

责任·专注·超越

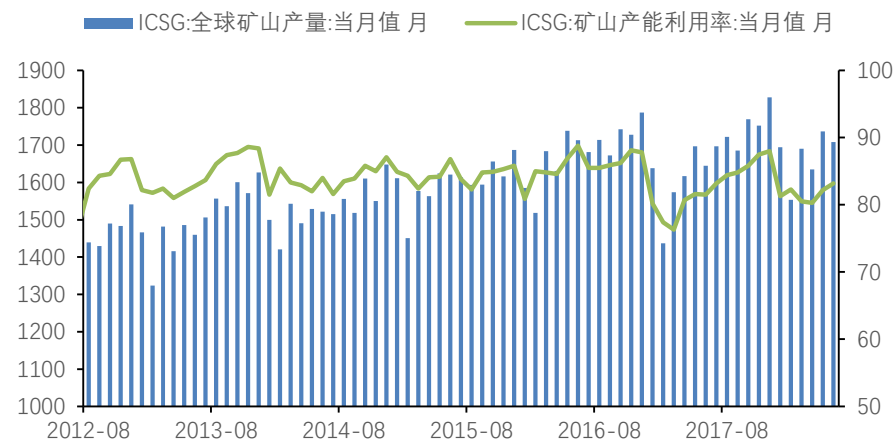


ICSG和WBMS铜矿产量对比



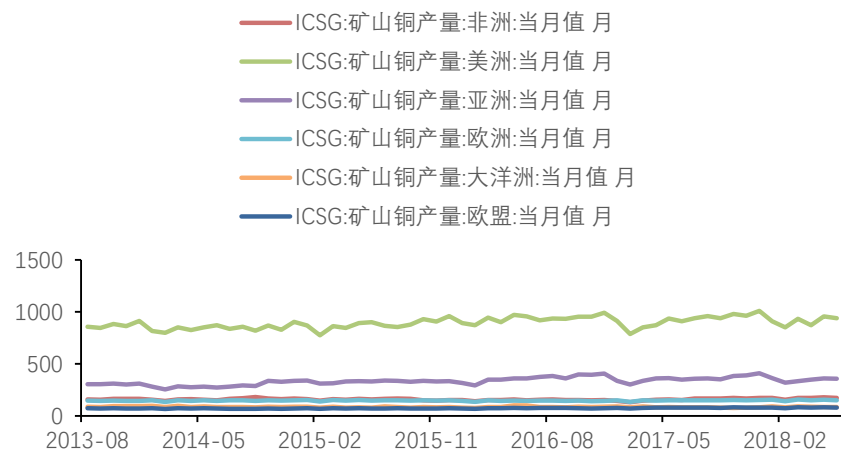
数据来源: Wind, 金瑞期货

ICSG矿山产能利用率



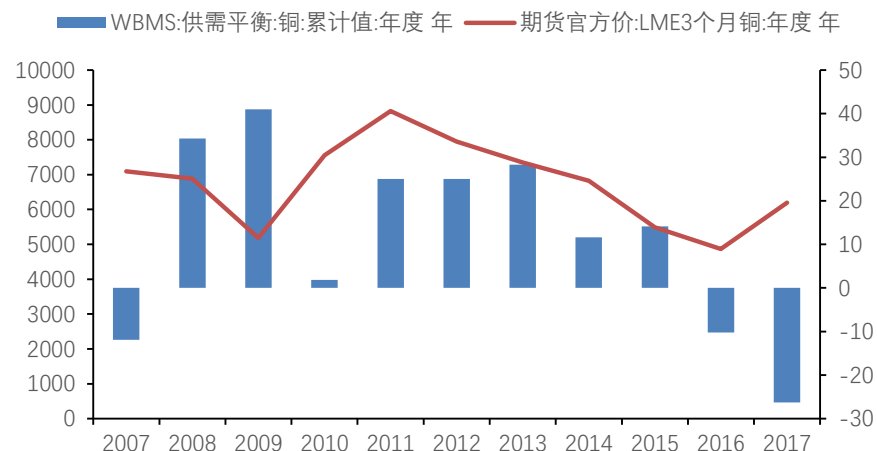
数据来源: Wind, 金瑞期货

ICSG铜矿产量



数据来源: Wind, 金瑞期货

WBMS精铜平衡



数据来源: Wind, 金瑞期货

责任·专注·超越

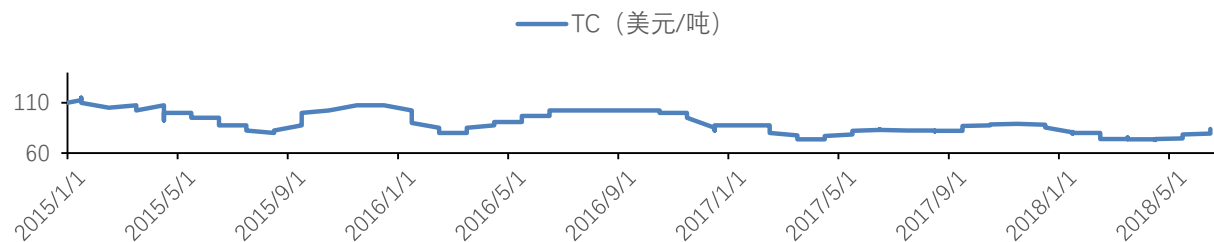


国内铜精矿零单TC

境内铜矿动态:

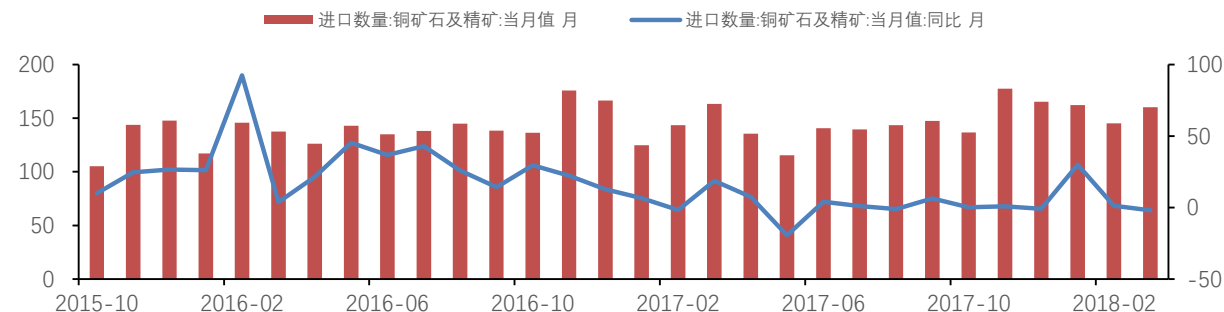
2018年8月中国铜矿砂及其精矿进口量为166万吨，同比增长15.4%。

本周五铜精矿现货TC报88-93美元/吨，继续较上周持平。周五CSPT小组于上海召开四季度会议，与此前一样未公布四季度底板价。目前大型冶炼厂四季度备库已经基本完成，补货价位在90上方，因此对现货采购需求不大，总体市场成交较为清淡。



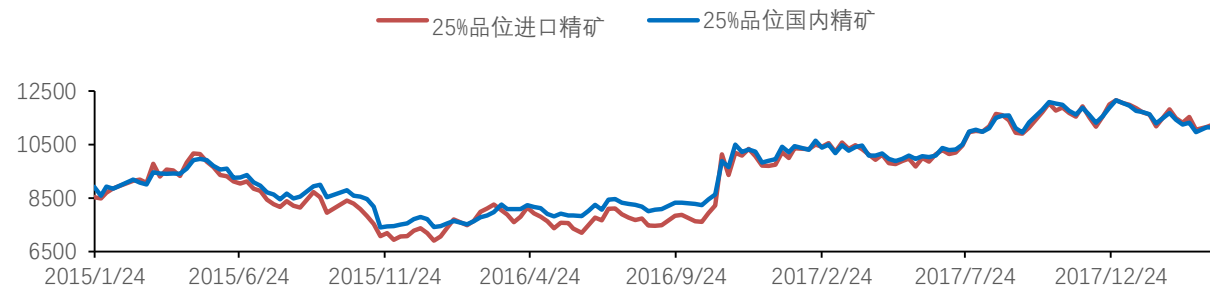
铜精矿进口量及同比

数据来源：Wind，金瑞期货



进口铜精矿与国产铜精矿价格

数据来源：Wind，金瑞期货



数据来源：Wind，金瑞期货

责任·专注·超越



全球铜精矿精铜平衡表 千吨

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
铜精矿产量	15800	15720	16470	16920	17570
铜精矿需求	15665	15820	16370	17150	17650
铜精矿平衡	135	-100	100	-230	-110
精炼铜产量	22820	22960	23580	24100	24650
精炼铜消费	22520	22960	23460	23970	24500
精炼铜平衡	300	0	120	130	150
废铜替代消费	100	-300	150	100	100
国储库存变化	150	0	0	0	0
调整后精炼铜平衡	50	300	-30	30	50

数据来源：金瑞期货

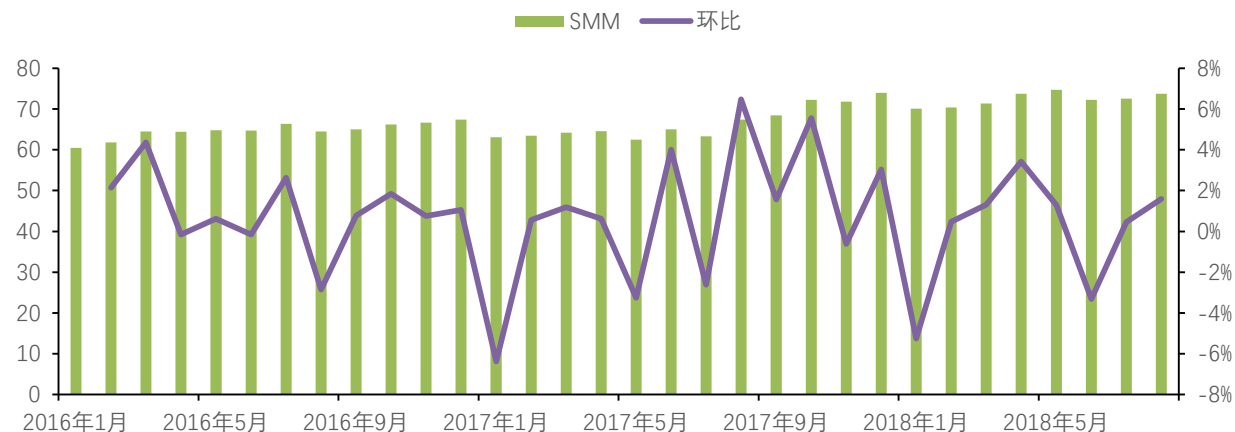
2018 年全球铜矿供给恢复正常，供需无突出矛盾。2017 年高干扰率导致全球铜精矿产量增速转负，随着罢工结束部分矿企产量已恢复，叠加新建及扩建项目的投产，2018 年铜精矿产量预计将取得较大改善，我们预计产量增速为 2.8%。终端消费增速 1.8% 的预估下，铜精矿与铜需求之间的匹配并不存在突出矛盾。

责任·专注·超越



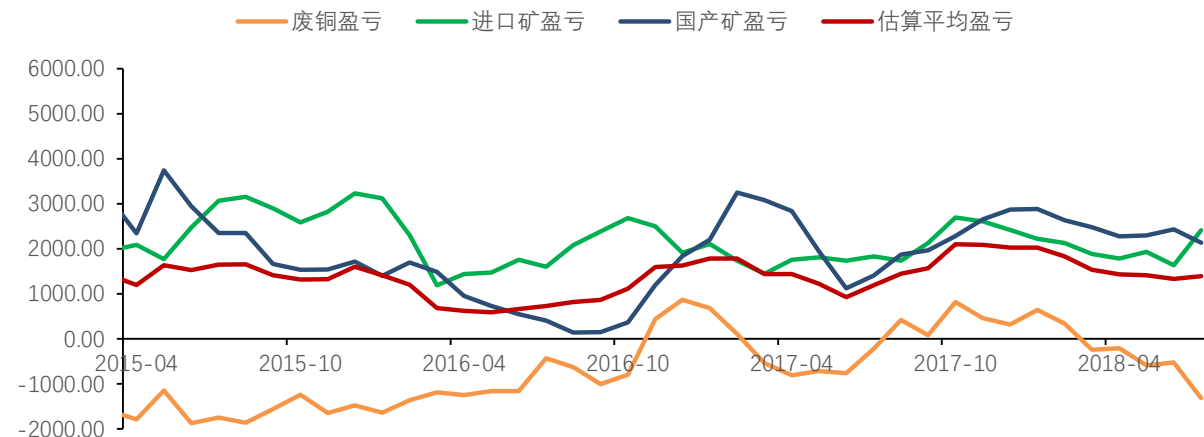
SMM国内精铜产量

2018年8月SMM中国精铜产量为73.73万吨，环比增加1.58%，同比增加9.39%，1-8月累计产量为578.92万吨，累计同比增长12.64%。



冶炼利润估算

数据来源：SMM，金瑞期货



数据来源：Wind，金瑞期货

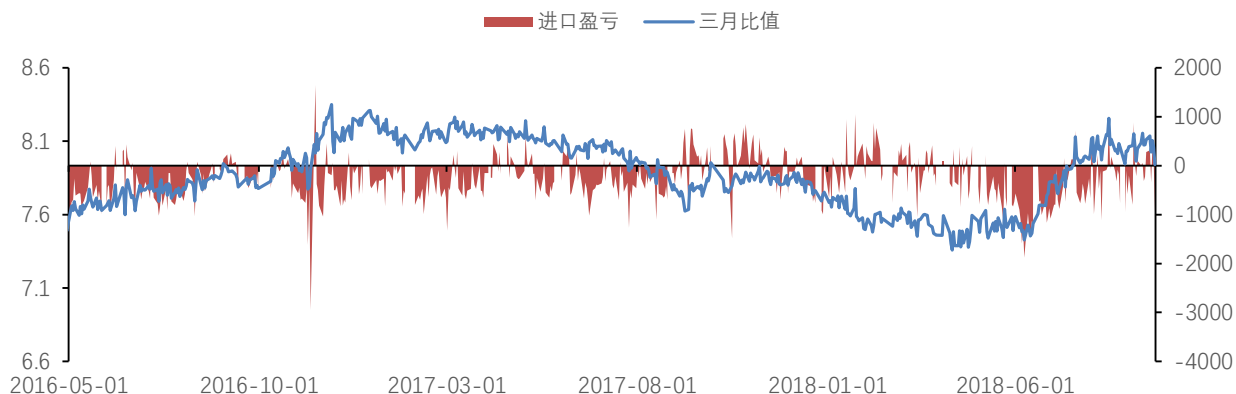
责任·专注·超越

本周五洋山銅溢價較上周大幅上漲，報115-125美元/噸。三月比值小幅上行，主要運行在8.03-8.13之間。

8月未鍛軋銅及銅材進口量為42萬噸，環比減少6.7%。2018年1-8月中國進口未鍛軋銅及銅材347萬噸，同比增加15.3%。

隨著銅價反彈，精廢價差擴大，廢銅貨源大幅流出，但廢銅需求仍在低位，並未看到開工率大幅提升，因此廢銅對精銅消費的替代還未凸顯。

3月沪伦比值及进口盈亏



数据来源：Wind，金瑞期货

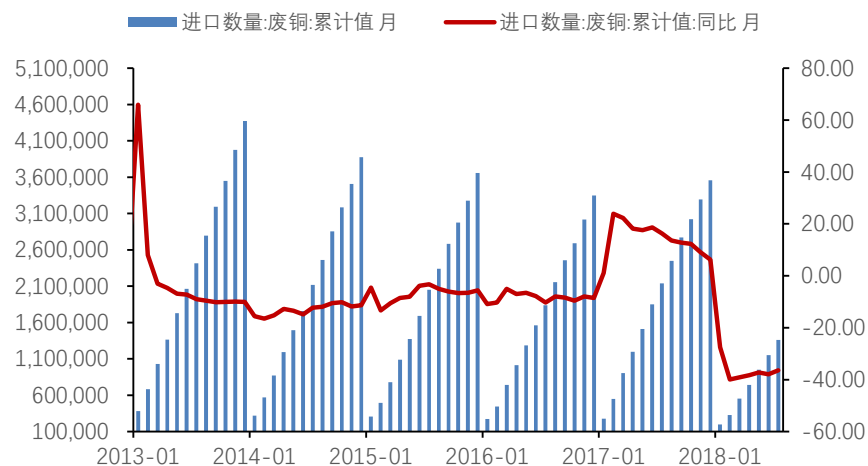
精铜进口量及内外利差



数据来源：Wind，金瑞期货

责任·专注·超越

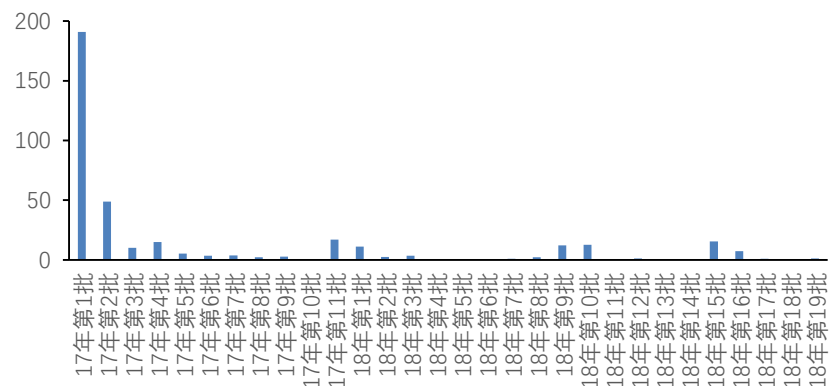
废铜累计进口量及累计同比



废七类核定进口量

数据来源: Wind, 金瑞期货

废七类核定进口量



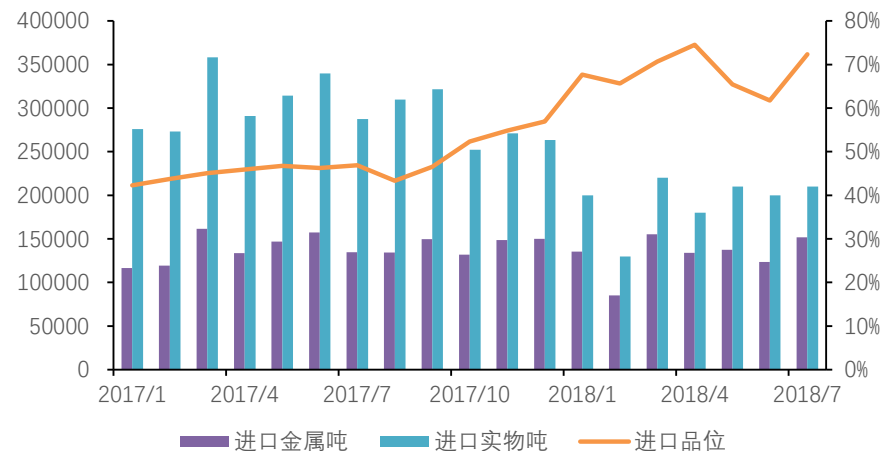
数据来源: 中国固废化学品管理网, 金瑞期货

计税后的精废价差



废铜进口

数据来源: Wind, 金瑞期货



数据来源: Wind, 金瑞期货

责任·专注·超越



2018国内冶炼厂检修情况统计

公司名称	检修时间	产能 万吨	影响产量
金川本部	2017年7-10月	40	2.5
紫金矿业	2017年7月	30	1
中条山有色	2017年7月	20	0.35
张家港联合	2017年8-9月初	30	0.65
东营方圆	2017年8月	70	0.2
中原黄金	2017年9-10月	20	0
赤峰云铜	2017年9月底-10月初	15	0.2
烟台鹏晖	2017年9-10月	12	0.4
豫光金铅	2018年1月-2月	10	0.6
云南铜业	2018年3月	50	0.4
金川防城港	2018年3月下-4月上	80	0.9
白银有色	2018年3月	20	0
铜陵金冠	2018年5月	40	0
富冶集团	2018年5月底-6月初	35	0.75
大冶有色	2018年4月中-5月	60	0.3
云南锡业	2018年6月-7月	10	0.8
豫光金铅	2018年5月下-7月中	10	1.5
张家港联合	2018年5月下-6月中	30	1
江西铜业	2018年6月	100	0.4
紫金矿冶	2018年9月	10	
云南锡业	2018年9-10月	10	
江西铜业	2018年11月	100	

数据来源：SMM，金瑞期货

国内冶炼厂新增项目产能统计（万吨）

粗炼项目	产能	投产时间	精炼项目	产能	投产时间
金昌冶炼厂	20	2018Q2	中金三门峡	15	2018Q1
西矿青海铜业	10	2018Q2	豫光金铅	3	2018Q2
中铝东南铜业	40	2018Q3	金昌冶炼厂	20	2018Q2
金城冶金	10	2018Q3	西矿青海铜业	10	2018Q2
山东恒邦	5	2018Q3	中铝东南铜业	40	2018Q3
广西南国	20	2018Q4	金城冶金	10	2018Q3
			山东恒邦	10	2018Q3
			广西南国	20	2018Q4
合计	105		合计	128	

数据来源：SMM，金瑞期货

责任·专注·超越

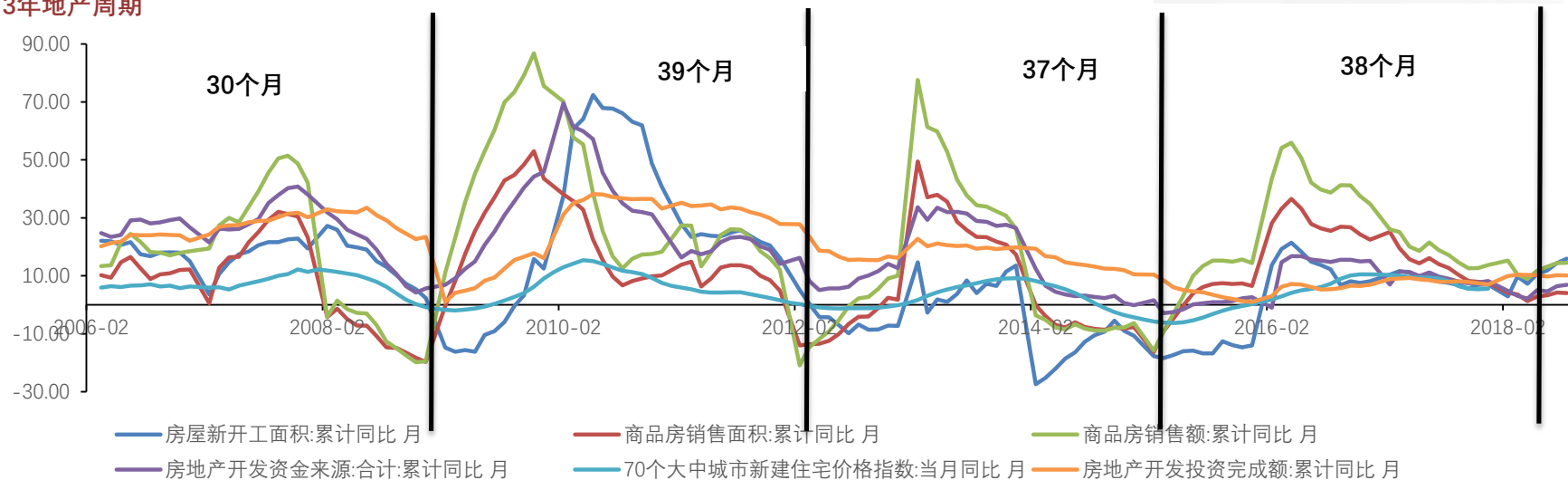


需求端分析

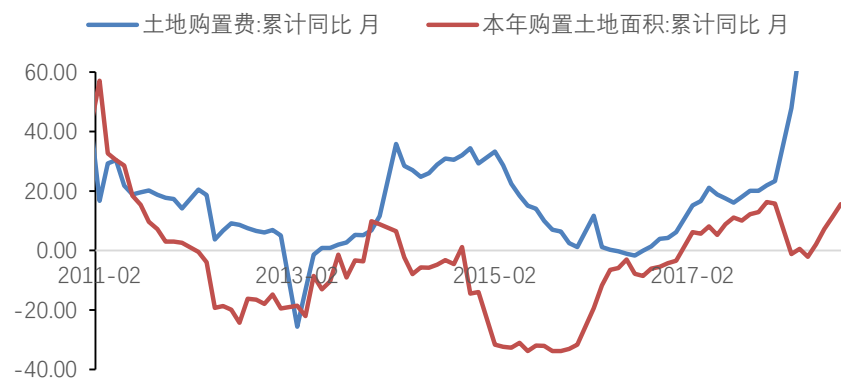
房地产



3年地产周期



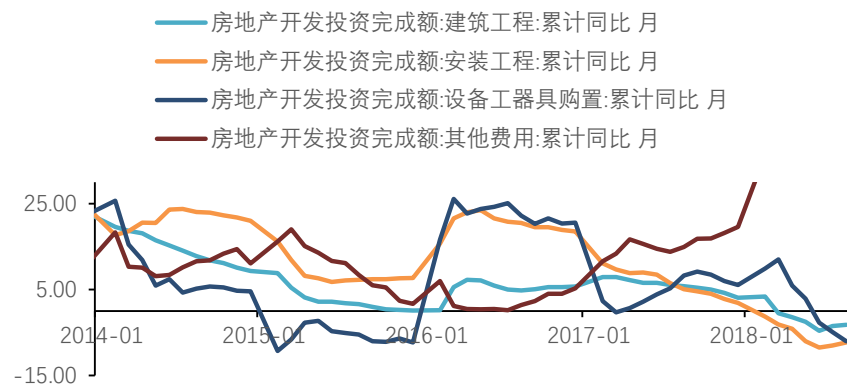
3月份土地购置增速异常高涨



数据来源：Wind，金瑞期货

房地产开发投资完成额建安费用继续下行

数据来源：Wind，金瑞期货



数据来源：Wind，金瑞期货

责任·专注·超越

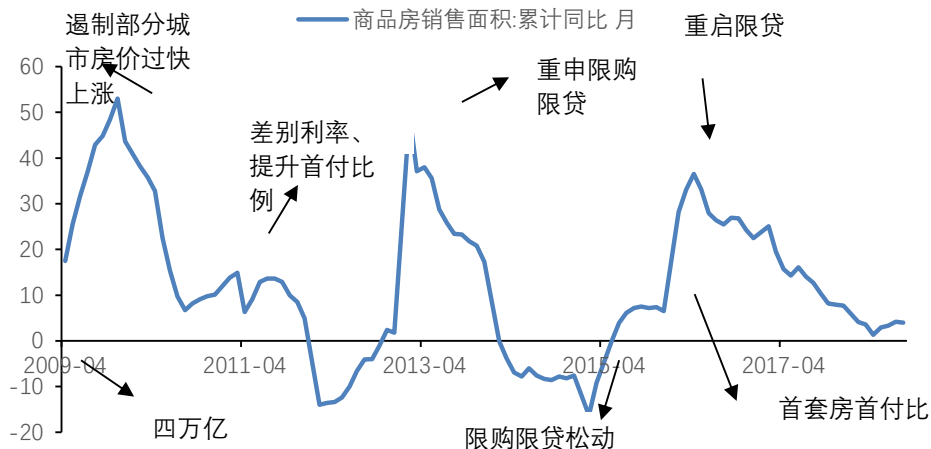


货币工具周期



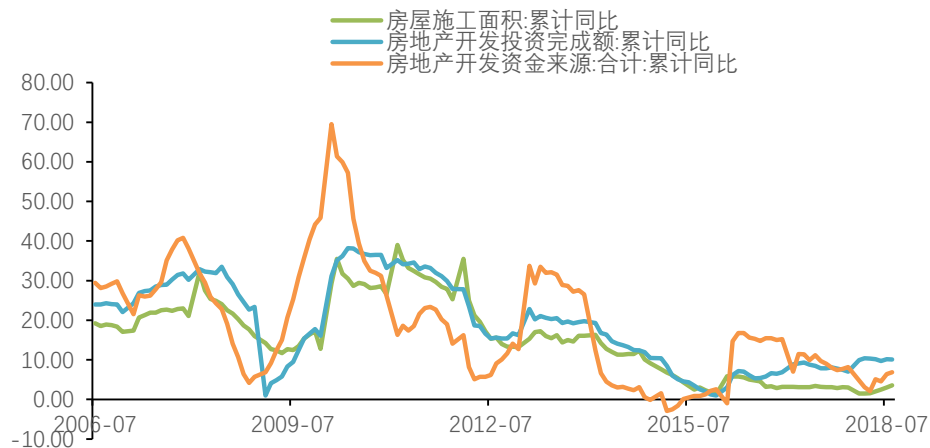
数据来源：Wind，金瑞期货

行政工具周期



数据来源：Wind，金瑞期货

开发资金来源增速领先新开工面积和开发投资完成额下行



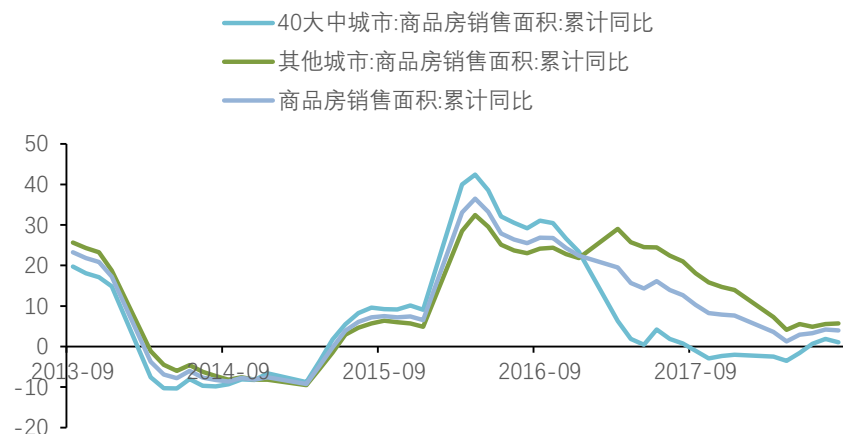
数据来源：Wind，金瑞期货

1. 目前处于新一轮三年地产周期的初始阶段，上一年地产周期已于18年4月份触底。
2. 地产开发投资完成额持稳，主要是由于土地购置增加抵消了建筑和安装的下滑。地产投资内部结构变化，建安工程长期低速增长，一方面说明本轮地产周期对大宗商品的拉动作用减弱，另一方面暗示地产下行阶段，需求的实际减弱幅度也有限。

责任·专注·超越

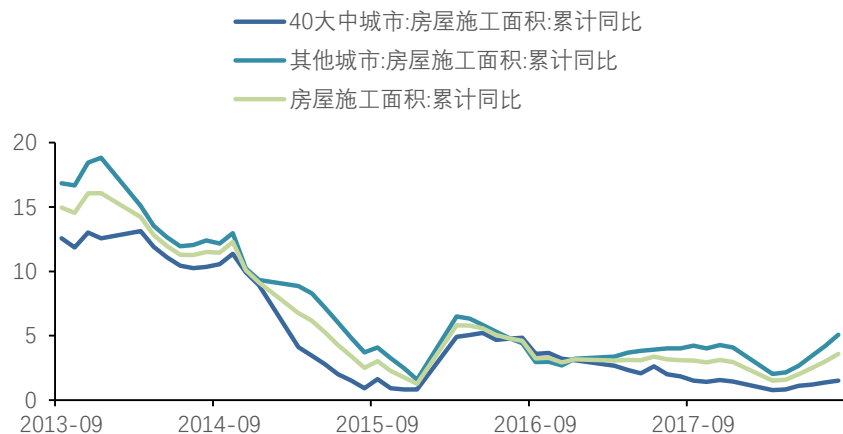


三四五线城市销售面积增速下行



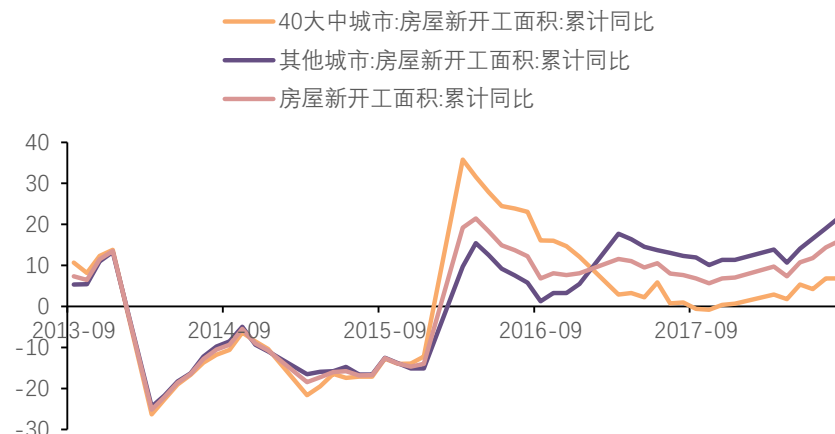
数据来源: Wind, 金瑞期货

三四五线城市施工面积增速开始反弹



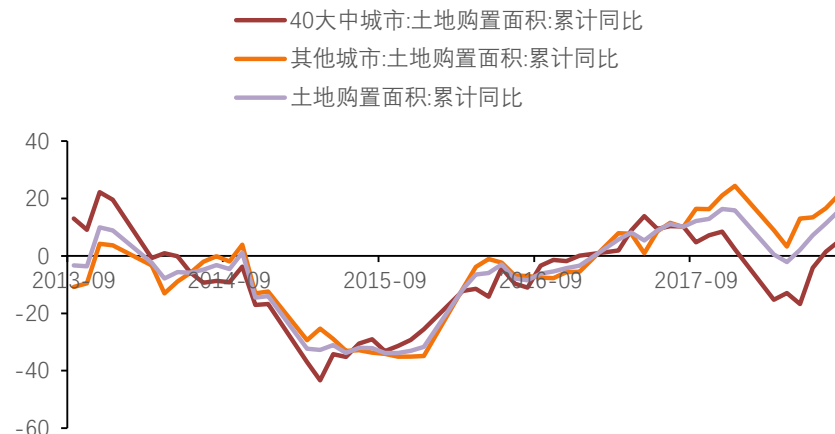
数据来源: Wind, 金瑞期货

全国新开工面积增速小幅反弹



数据来源: Wind, 金瑞期货

全国土地购置面积增速反弹

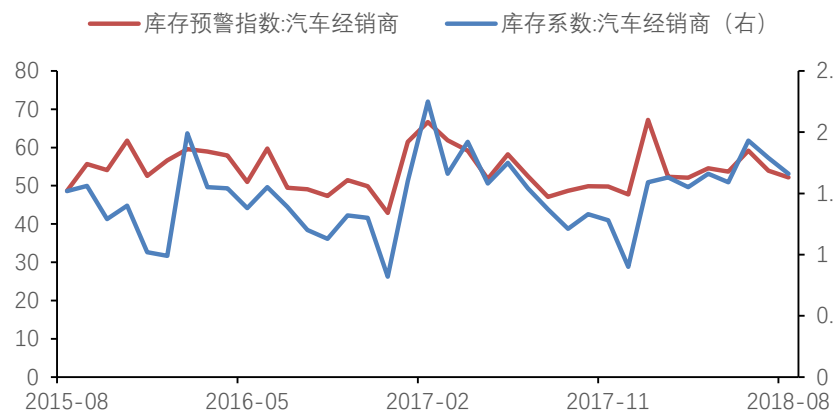


数据来源: Wind, 金瑞期货

责任·专注·超越

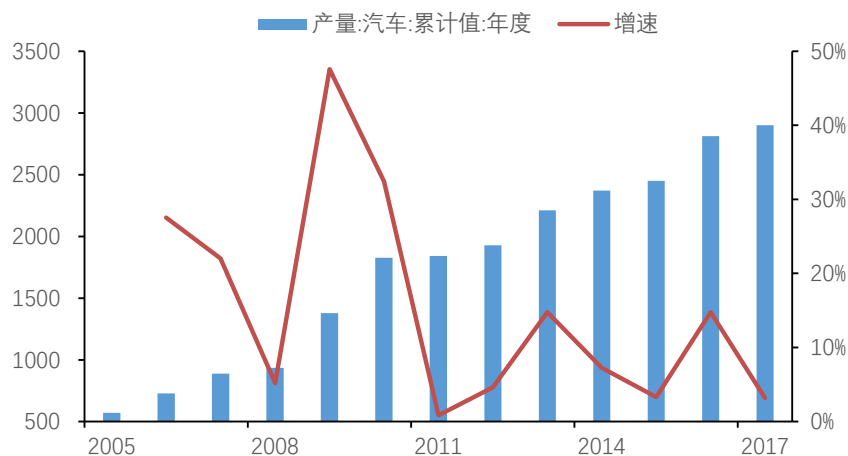
汽车

汽车经销商库存



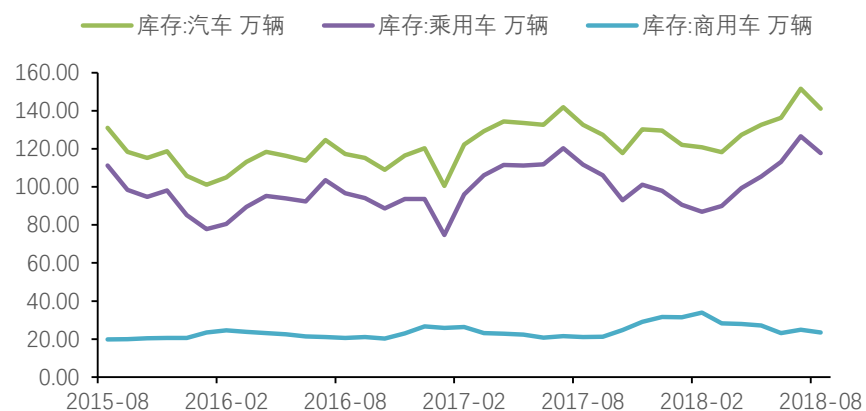
数据来源: Wind, 金瑞期货

汽车累计产量及增速



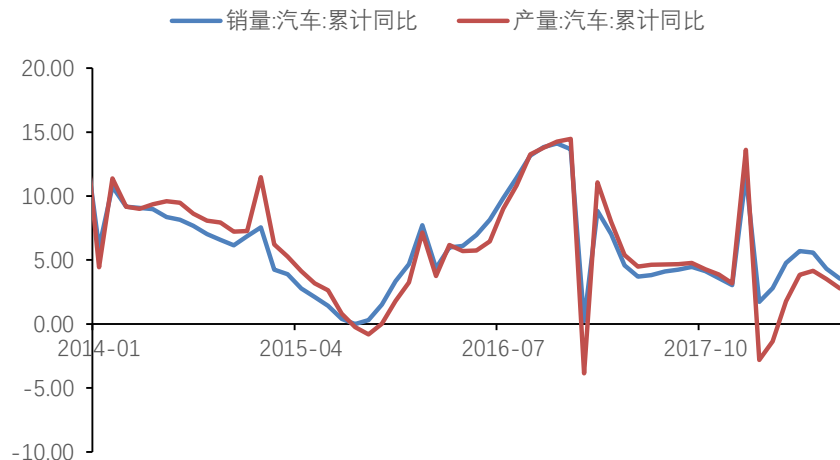
数据来源: Wind, 金瑞期货

汽车库存



数据来源: Wind, 金瑞期货

汽车产销增速



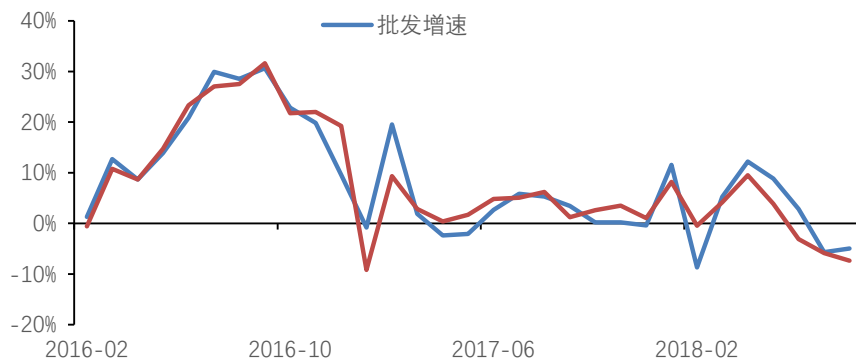
数据来源: Wind, 金瑞期货

责任·专注·超越

汽车



汽车批发零售增速

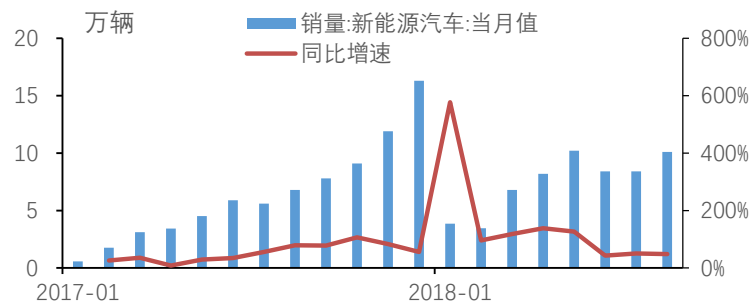


重卡销售增速



新能源汽车销量及同比增速

数据来源：Wind，金瑞期货



新能源乘用车产量及积分比例

数据来源：Wind，金瑞期货

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
推导新能源汽车产量	322679	500152	775236	1212783	1685579
推导新能源汽车增速	151.0%	55.0%	55.0%	56.4%	39.0%
乘用车产量	24314971	25409145	26552556	27747421	28996055
乘用车增速	15.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
积分比例				10.0%	12.0%
NEV目标积分				2774742	3479527
需抵扣CAFC负积分				1470000	2420000
合计NEV积分				4244742	5899527

注：需抵扣CAFC负积分为工信部预估值

数据来源：Wind、工信部，金瑞期货

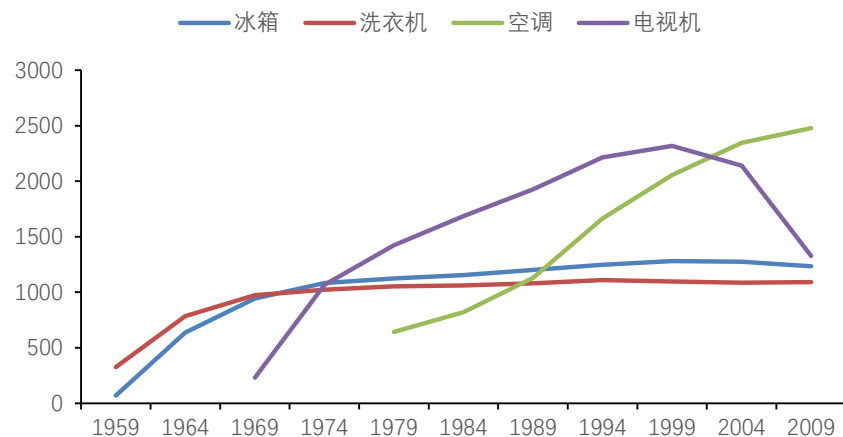
汽车产销进入负增长：8月汽车生产199.99万辆，环比下降2.10%，同比下降4.38%；销售210.34万辆，环比增长11.34%，同比下降3.75%。

新能源汽车销售增速放缓：8月新能源汽车产销分别完成9.94万辆和10.12万辆，同比分别增长39.02%和49.46%。1-8月，新能源汽车产销分别完成60.72万辆和60.06万辆，同比分别增长75.38%和87.96%。

责任·专注·超越

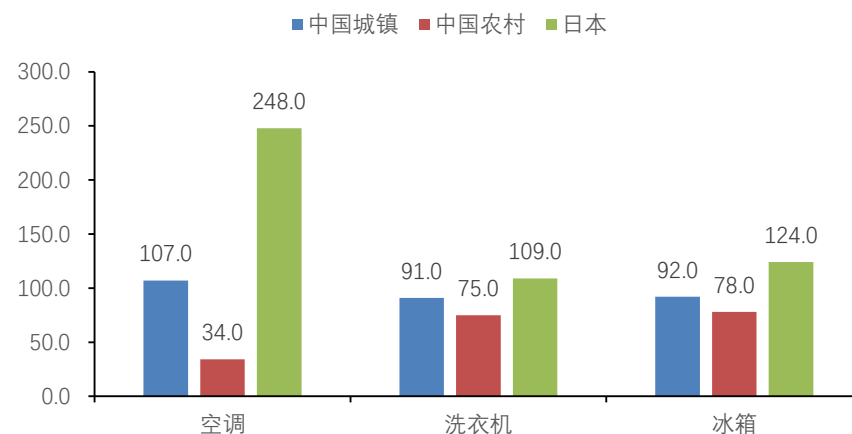
空调

日本家电每千人保有量



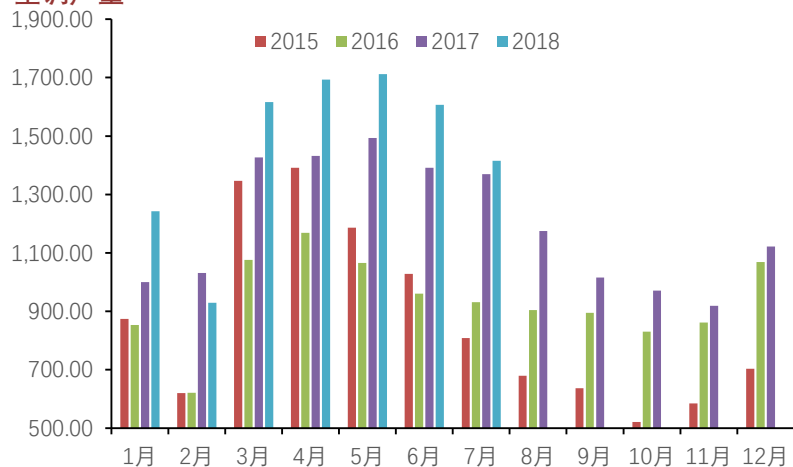
数据来源：日本统计局，金瑞期货

中日家电每百人保有量对比



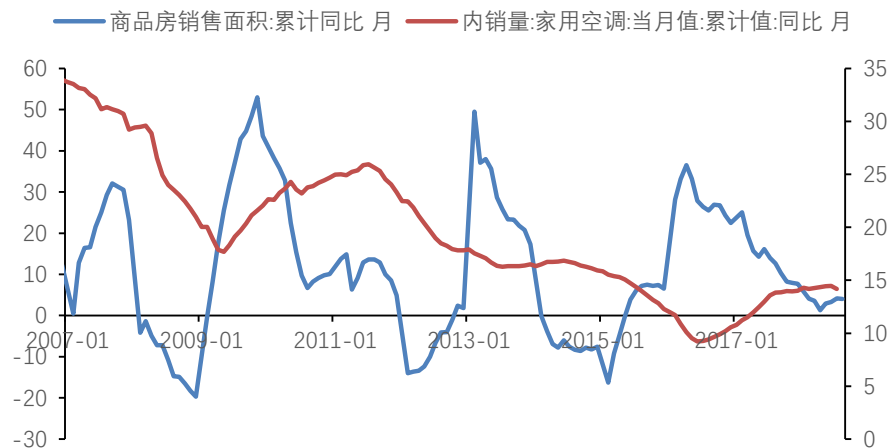
数据来源：中国统计局、日本统计局，金瑞期货

空调产量



数据来源：Wind，金瑞期货

商品房销售与家用空调销量

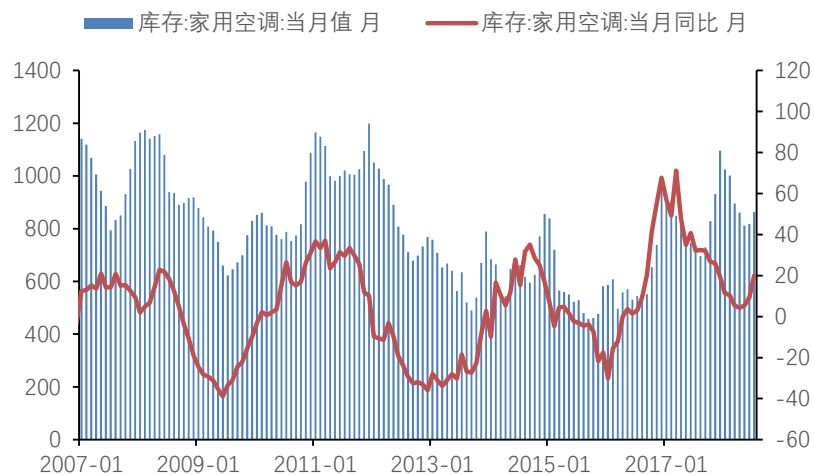


数据来源：Wind，金瑞期货

责任·专注·超越

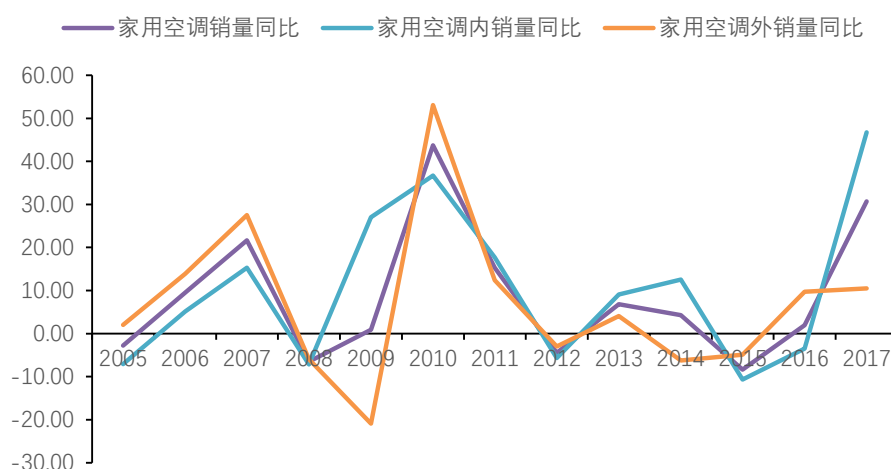


家用空调库存



数据来源：Wind，金瑞期货

空调销售大小年显著



数据来源：产业在线、中怡康，金瑞期货

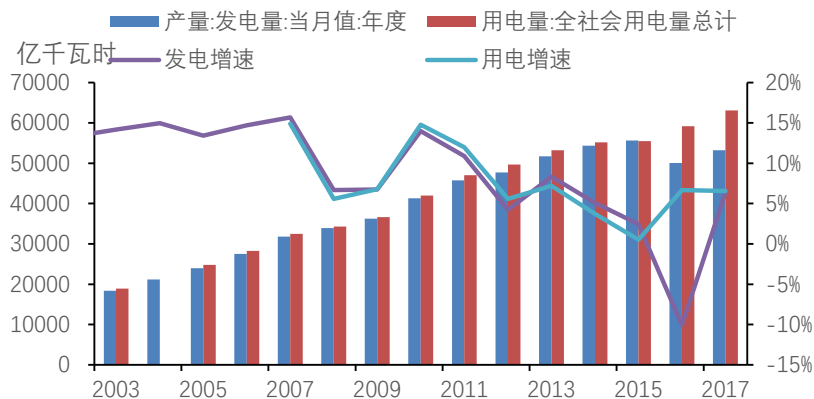
8月份空调产销延续负增长

8月份空调数据继续表现不佳，中怡康单月零售量同比下滑10%，1-8月累计零售量同比下滑6.4%；产业在线8月空调产量988万台，同比减少16%，1-8月累计同比增长8%。去年同期基数大，以及7-8月份凉夏是导致产销量在下半年负增长的主要原因。从9月份排产数据来看，除了格力美的外的其他企业9月份计划排产量均低于去年同期，总量合计912万台，不及去年的941万台。

责任·专注·超越

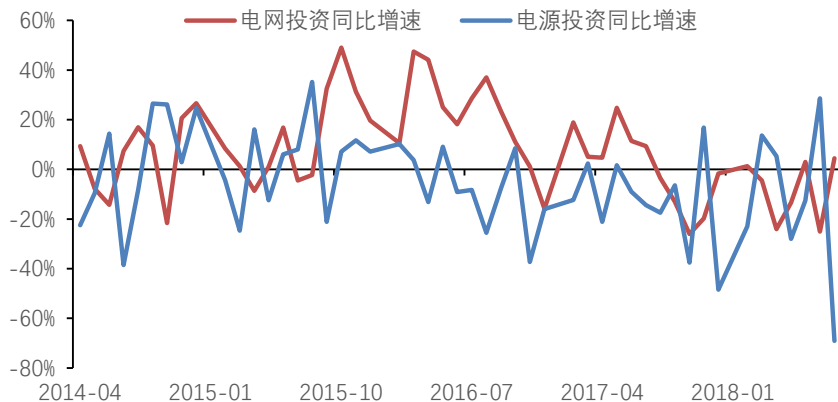
电力

电力发展基本情况



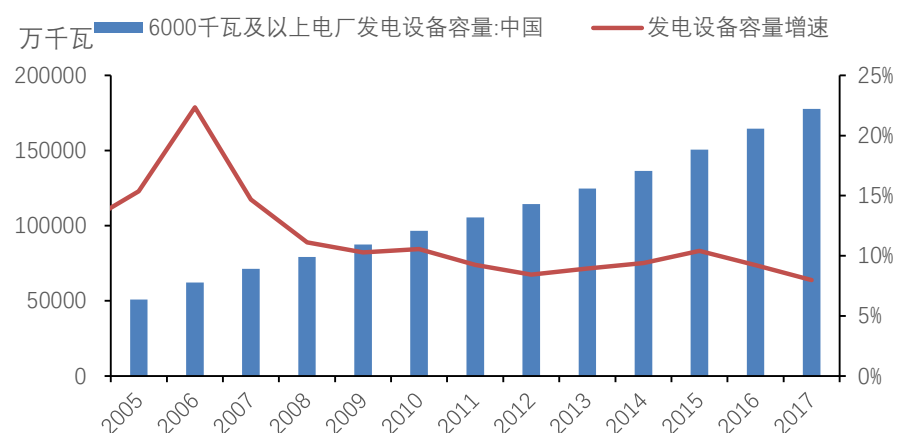
电网电源投资同比增速

数据来源：Wind，金瑞期货



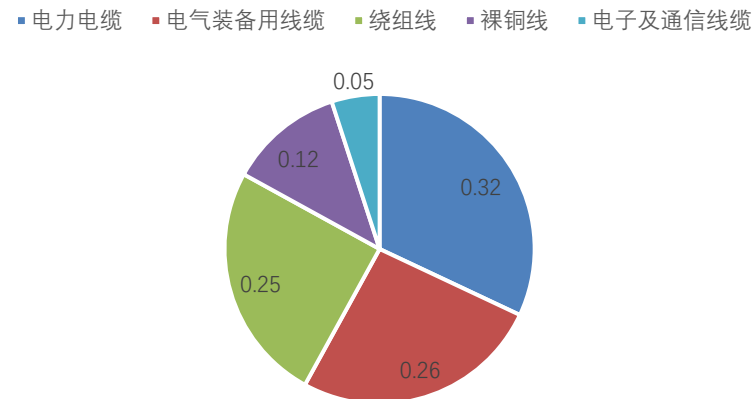
数据来源：Wind，金瑞期货

发电设备容量增长情况



铜杆消费占比

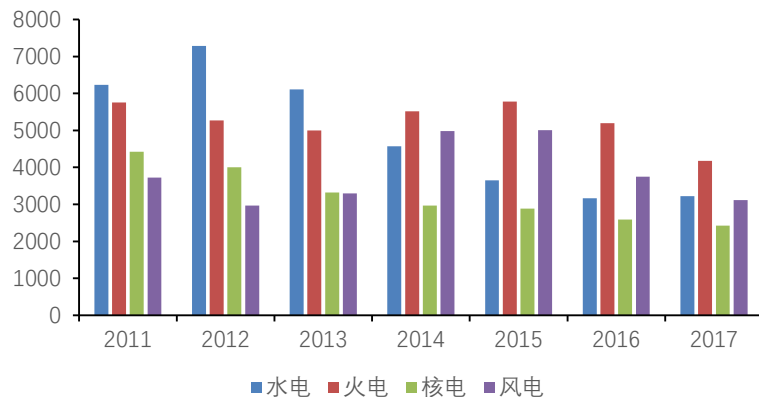
数据来源：Wind，金瑞期货



数据来源：Wind，金瑞期货

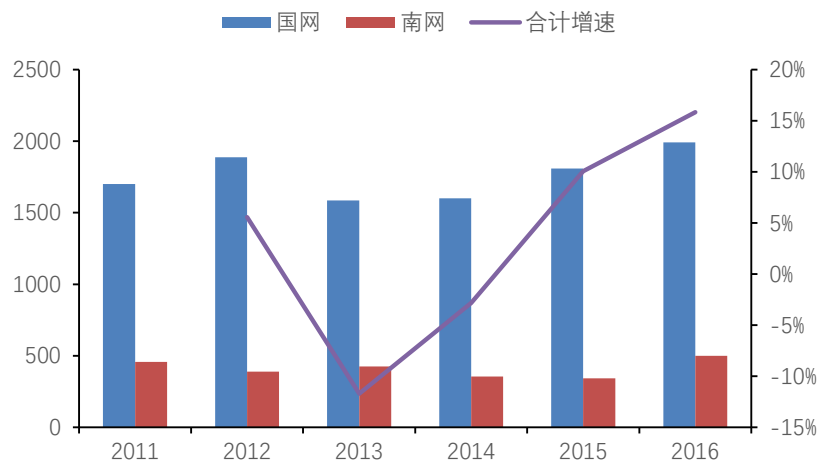
责任·专注·超越

电源基本建设投资完成额



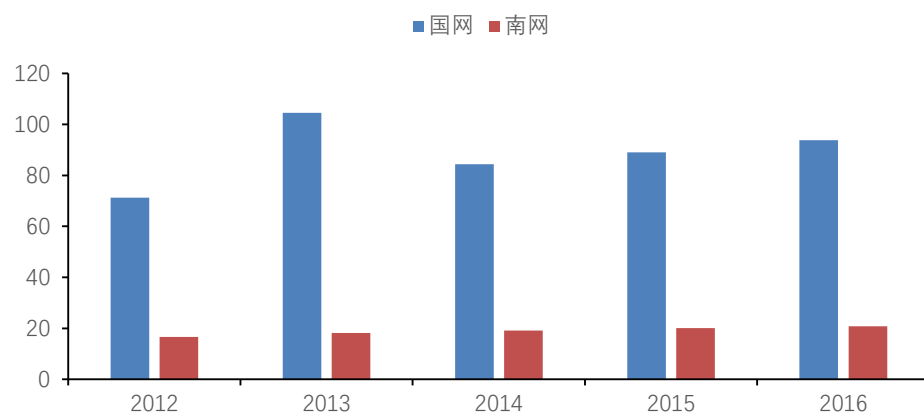
数据来源：Wind，金瑞期货

国网与南网配电网投资



数据来源：SMM，金瑞期货

国网与南网输电线路长度



数据来源：国网、南网，金瑞期货

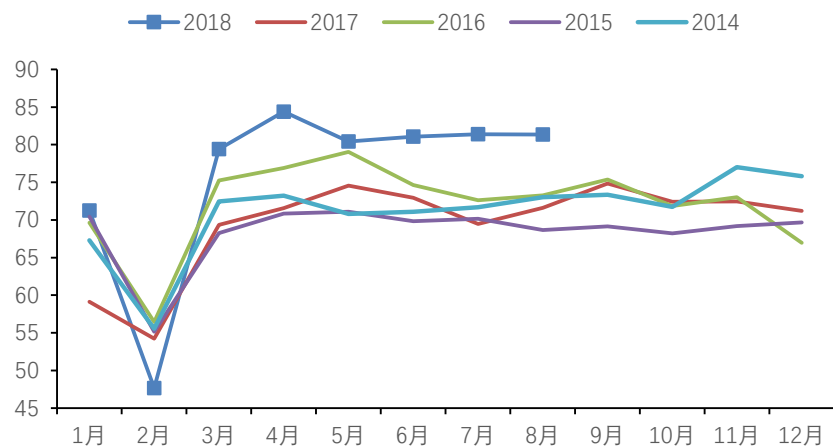
新能源发电是亮点：我国火电、水电增长高峰已过，十三五少有新增项目，风电、核电、光电将是未来主要增长点。相比火电，新能源发电厂具有更高的用铜密度，大约为火电的3-4倍，更高的用铜密度有利于增加用铜。

电力投资有望增速加快：国家电网承诺2018年电网投资投入4989亿元，较2017年实际投资增长2.8%。根据历年国网的承诺值和实际值来看，每年均超额完成指标。

配网建设带动铜消费增长：目前我国常规电网的主干输电线路已经全面建成，未来电网投资的主要领域将是特高压和配电网。未来随着新能源汽车兴起，充电桩这样的新兴负荷势必会对配网提出新的挑战，因此《电动汽车充电基础设施发展指南2015-2020》和《配电网建设改造行动计划2015-2020》中均有提出要加强配套电网保证能力。

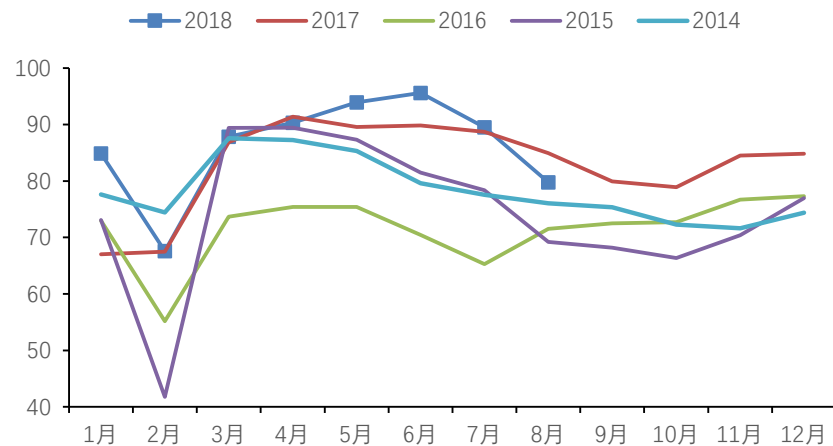
责任·专注·超越

铜杆线企业开工率



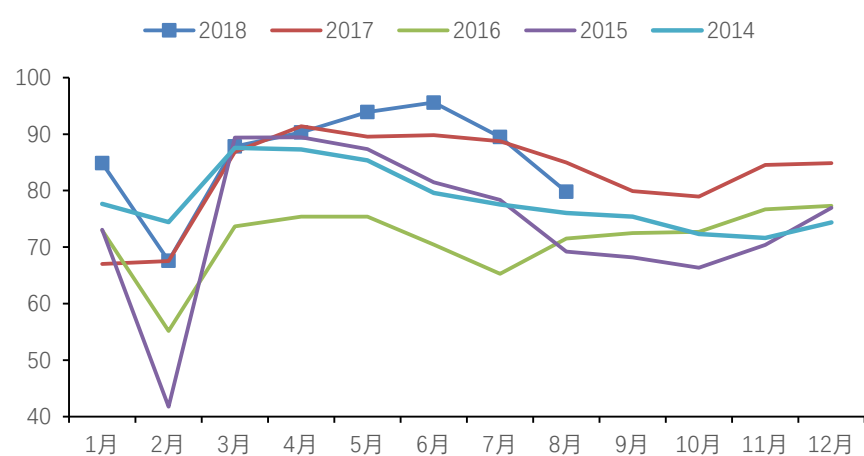
数据来源：SMM，金瑞期货

铜管企业开工率



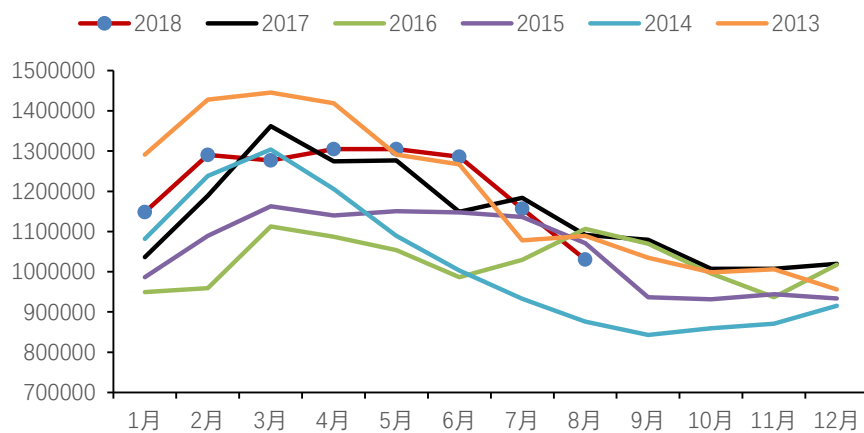
数据来源：SMM，金瑞期货

铜板带箔企业开工率



数据来源：SMM，金瑞期货

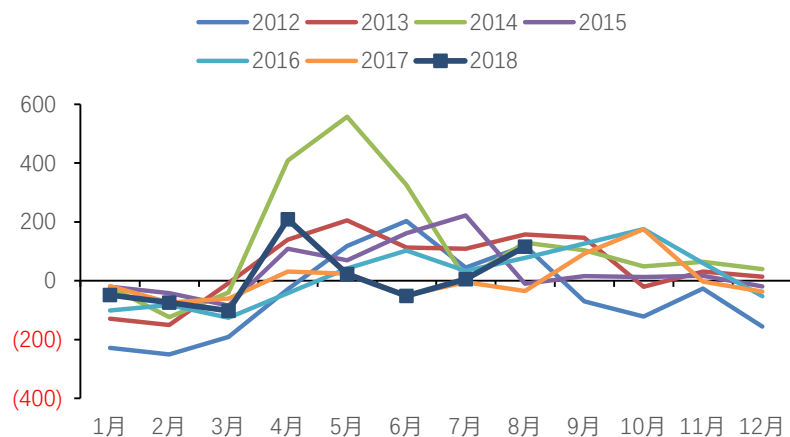
四地库存季节性变化



数据来源：Wind，金瑞期货

责任·专注·超越

国内铜现货升贴水季节性走势



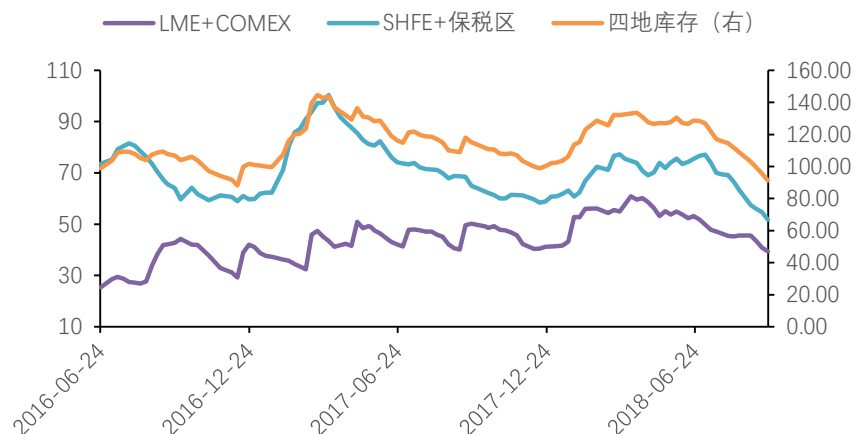
数据来源：金瑞期货

LME库存及注销仓单



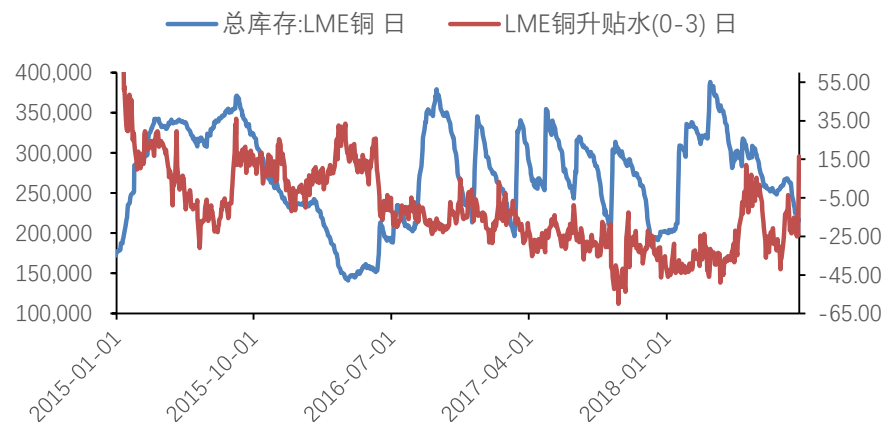
数据来源：Wind，金瑞期货

境内外库存



数据来源：Wind，金瑞期货

LME铜库存及0-3升贴水

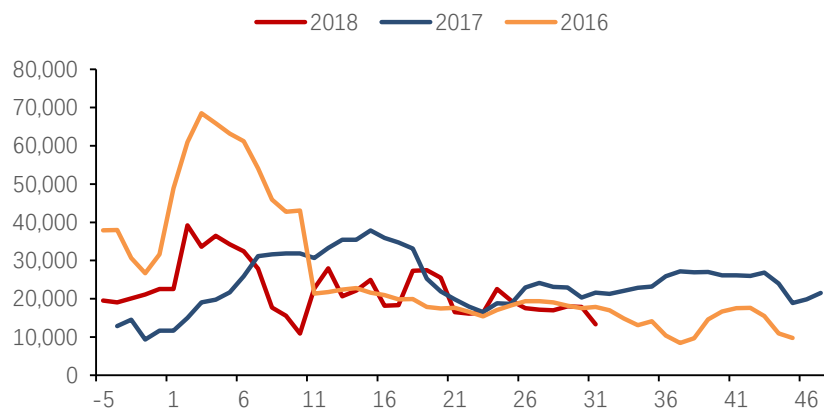


数据来源：Wind，金瑞期货

责任·专注·超越

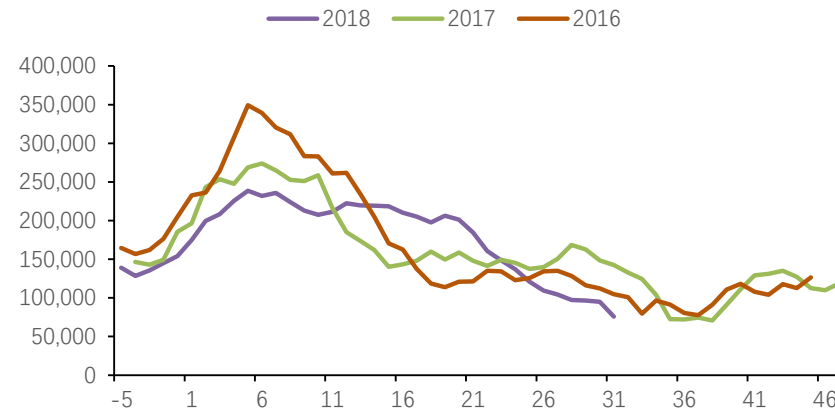


广东库存季节性对比（经春节调整）



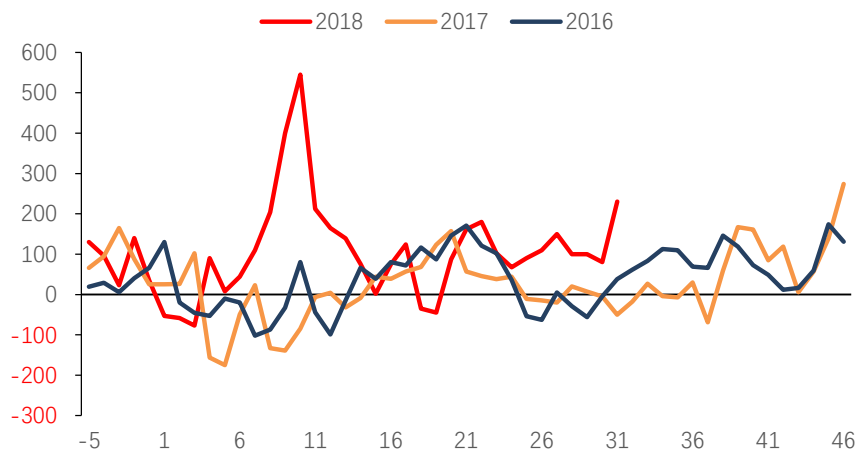
数据来源：Wind，金瑞期货

上海库存季节性对比（经春节调整）



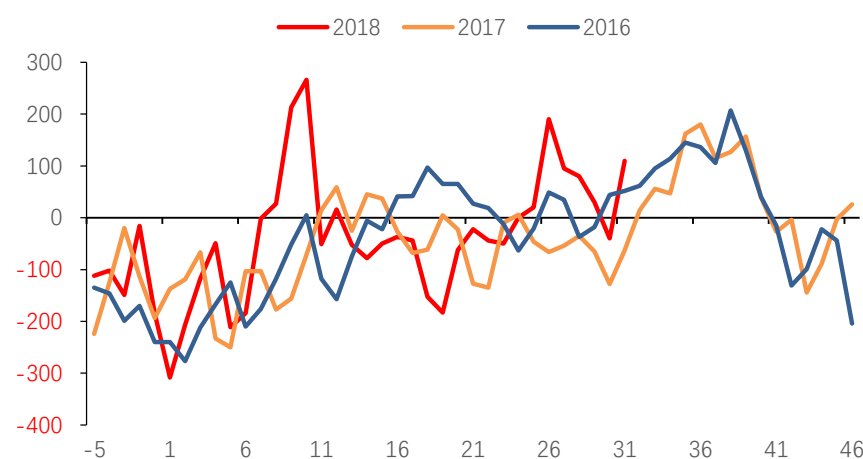
数据来源：Wind，金瑞期货

广东平水铜升贴水季节性对比（经春节调整）



数据来源：Wind，金瑞期货

上海平水铜升贴水季节性对比（经春节调整）

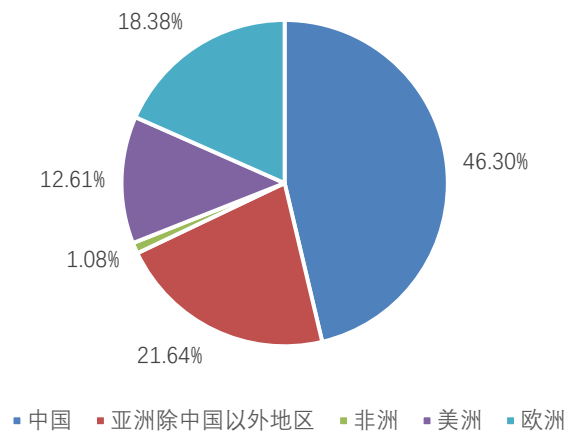


数据来源：Wind，金瑞期货

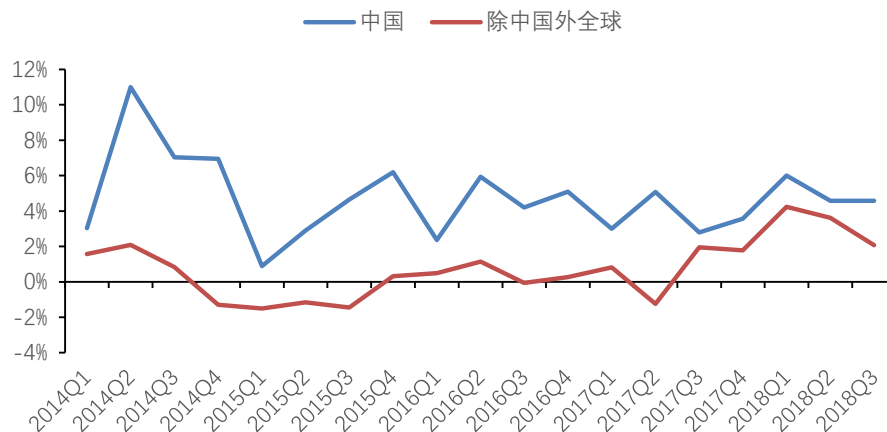
责任·专注·超越

境外消费

全球精铜消费占比

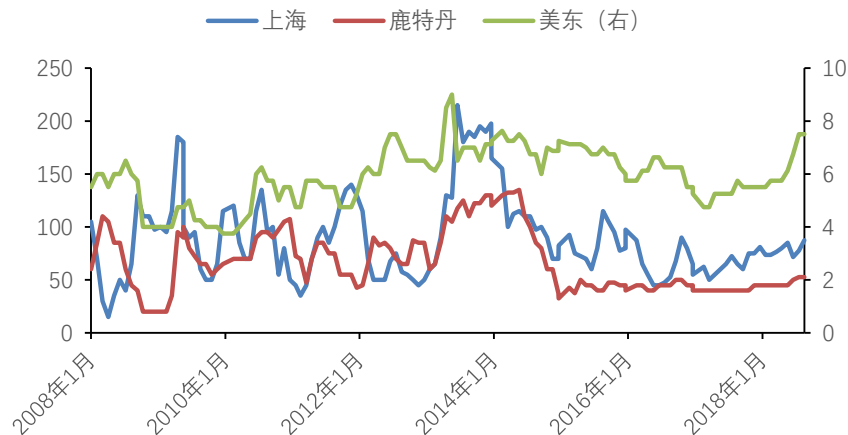


中国及非中国精铜消费同比增速



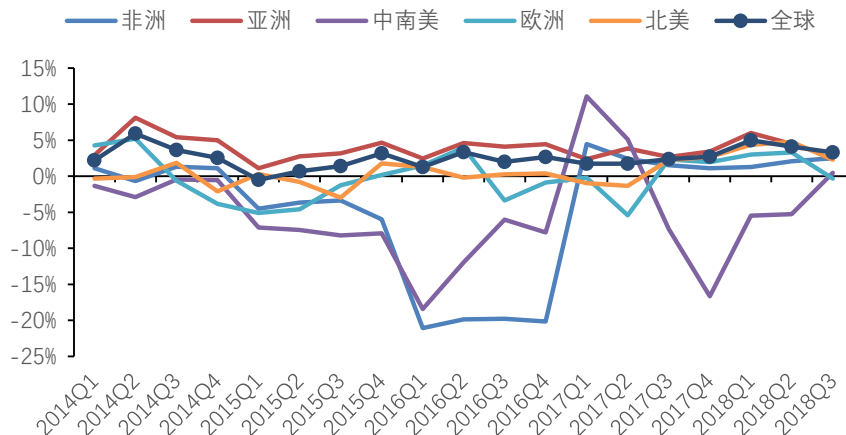
三地CIF均价

数据来源：Bloomberg, 金瑞期货



全球铜消费增速

数据来源：CRU, 金瑞期货

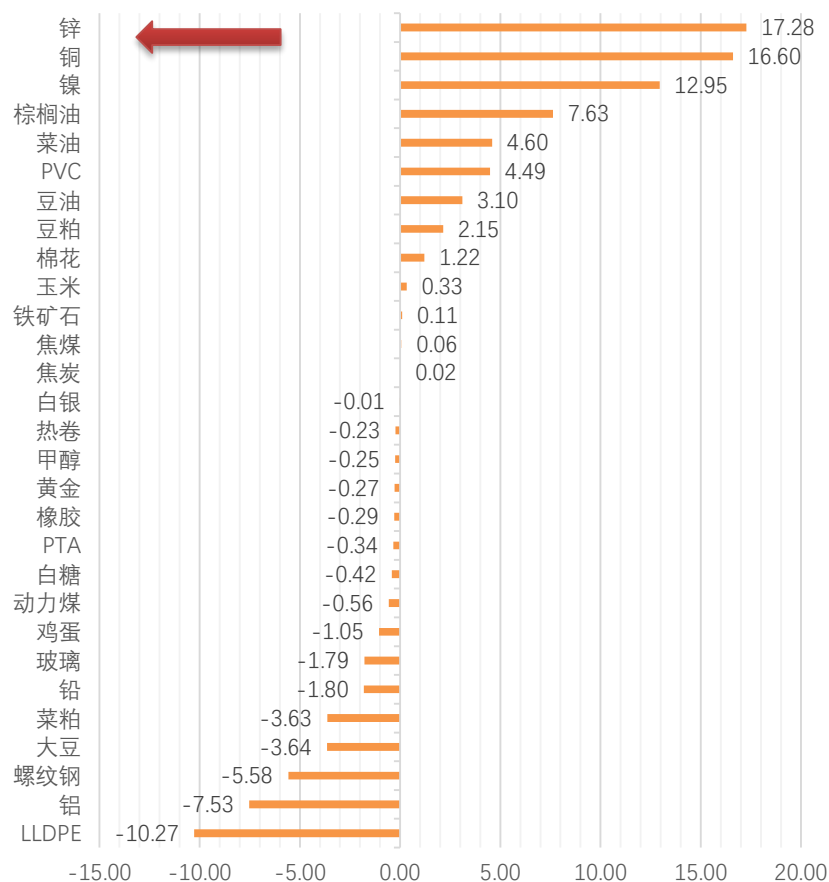


责任·专注·超越

资金层面数据

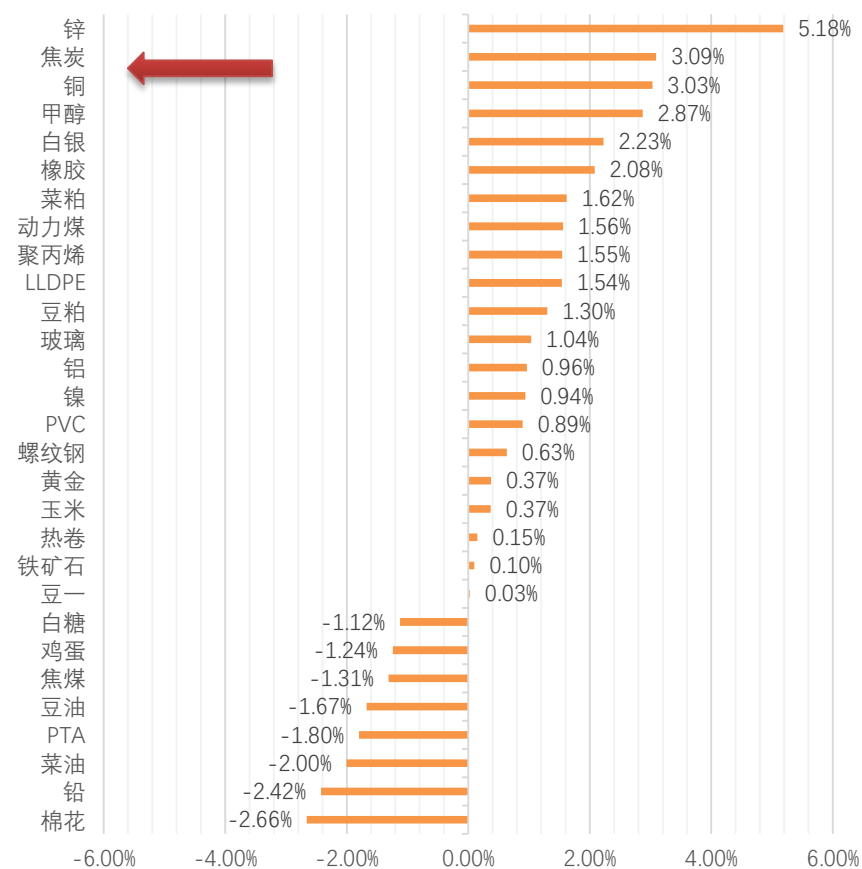


主要品种资金流入流出



数据来源：Wind，金瑞期货

主要品种周度涨跌幅



数据来源：Wind，金瑞期货

责任·专注·超越



两市持仓

品种	2018/9/21	2018/9/14	变动	幅度
沪铜	64.8	62.2	2.6	4.18%
伦铜	28.3	28.6	-0.3	-1.05%

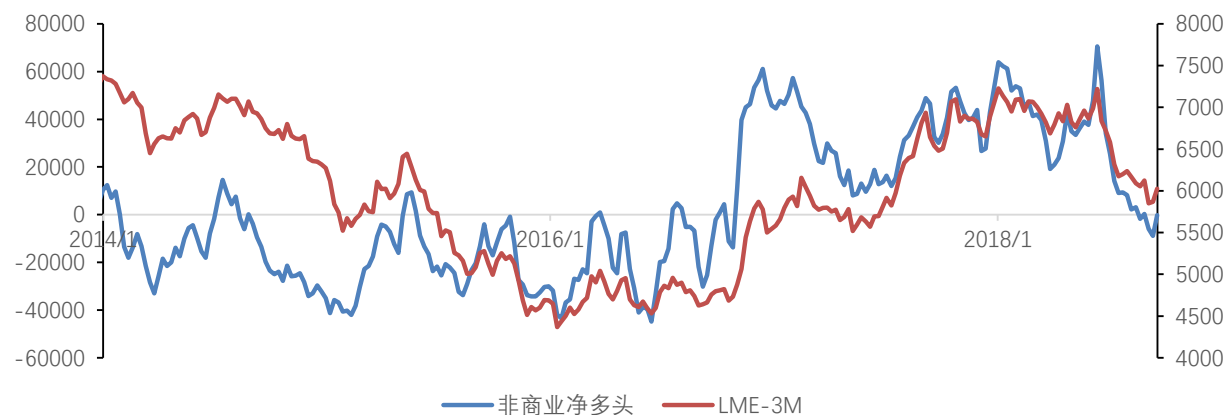
数据来源：Wind，金瑞期货

LME铜仓单集中度

Warrant Banding	30%-40%	40%-50%	50%-80%	80%-90%	90%-100%	Unreported Wrnts(%)
2018/9/19	1	0	0	0	0	3.23
2018/9/18	0	0	1	0	0	0
2018/9/17	1	0	0	0	0	0
2018/9/14	0	0	0	0	0	0
2018/9/13	0	0	0	0	0	0

数据来源：LME，金瑞期货

CFTC持仓

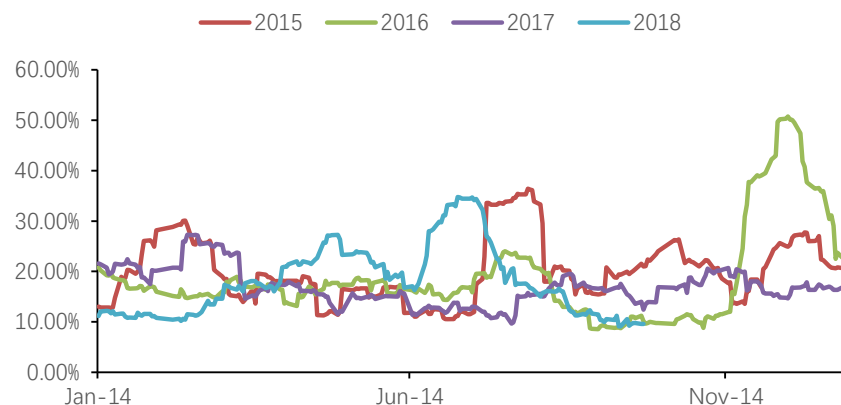


数据来源：Wind，金瑞期货

责任·专注·超越

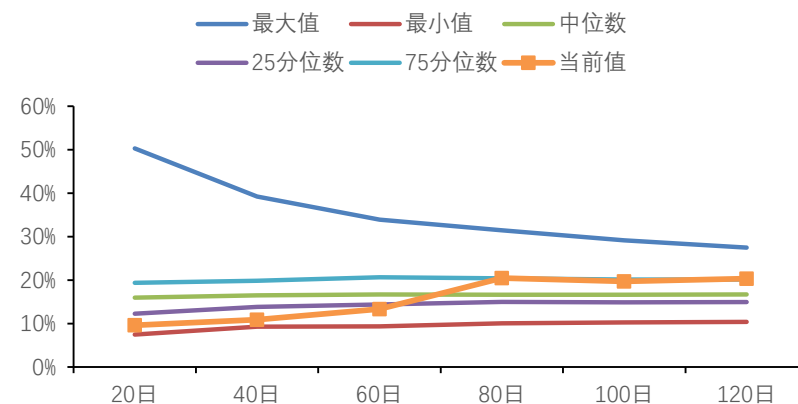


沪铜主力合约20日波动率



数据来源：Wind，金瑞期货

2014年以来沪铜主力合约历史波动率锥



数据来源：Wind，金瑞期货

分析师声明



负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人受到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市福田区彩田路东方新天地广场A座32楼
电话：400-888-8208

责任·专注·超越