



真诚赢得客户  
专业体现价值

投资咨询研究部

研究员：钟诗怡  
邮箱：zhongshiyi@gzjqh.com

证书编码：F3049606

**独立性声明：**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 旺季需求不及预期 铜价延续弱势

### 【策略概述】

#### ◆ 核心观点：

宏观方面，在日本大阪召开的 G20 全球峰会上，美方承诺暂停增加新的关税，宏观情绪有所好转，但最终协议仍未达成，继续密切关系中美贸易磋商进展。美联储主席鲍威尔一再释放鸽派言论，7 月份美联储降息概率猛增，全球货币政策转向新一轮宽松阶段。6 月中国制造业 PMI 持续运行于 50 以下，经济下行压力依然较大。

6 月份是精矿端纷扰不断，智利国营旗下 EI Teniente 铜矿与 Chuquicamata 铜矿分别因事故和工人薪资问题暂停部分产能。同时 TC/RC 加工费一路下跌至 60 美元以下，或对沪铜库存形成影响。随需求淡季到来，铜厂供需两弱格局有所延续，1-5 月工业利润虽有所增加，但制造业整体仍保有一定压力。当前宏观上的不确定性与基本面偏弱交织，铜价上行动力受限，短期铜价主要受到宏观风险事件及供给端扰动所影响。

7 月份铜精矿紧缺、国内废六类环保政策趋严，供给端偏紧的格局不变，铜精矿供应依旧紧张，同时集中检修供应端依然存在支撑。另一方面，铜材加工旺季即将过去，终端需求若无明显亮点，精炼铜消费仍存在一定下降空间。整体来看，重点关注中美贸易斡商的进展，同时关注海外矿山供给扰动因素。预计 7 月铜价将继续维持 45000-49000 区间的偏弱震荡。

#### ◆ 风险提示：

1. 中美贸易摩擦加剧。
2. 海外矿山扰动。
3. 冶炼投产及复产超预期。

## 一、6 月行情回顾

6 月份沪铜价格呈现前低后高走势，最低价曾一度跌破 46000 元/吨。在经过一段时间的寻底过程后开启了反弹之路，最高价于月末录得 47530 元/吨，上下幅度约有 3.64%。伦铜波动幅度更大，6 月上旬一度跌到 5740 美元/吨的位置，已经接近年内最低点。而 6 月最高点曾到达 6063.5 美元/吨，相较于最低点上涨幅度约有 5.63%。宏观方面，中美贸易摩擦在本月有所升级，美国计划在征收 3000 亿关税，且对中方更多科技公司实行制裁，而中方在“不可靠实体清单”等方式发起反制，但随 G20 峰会逐步到来，中美领导人计划于月末进行贸易谈判磋商则是对火热的摩擦进行了降温。美国经济有所见顶的情况下，美联储鸽派转型迅速，7 月美国降息预期大幅度增加，美元指数下行为铜价上扬带来空间。目前铜金属的运行重心仍以宏观情绪为主导，基本面情况疲软，未来铜价走势仍与宏观表现息息相关。截至 6 月 28 日收盘，沪铜主力 1908 合约收于 47010 元/吨，月涨幅达 1.8%；外盘方面，LME3 月期铜收于 6001 美元/吨，月涨幅达 3.05%。

图 1：沪铜主力合约走势



图 2：LME3 月期铜走势



资料来源：博弈大师

现货方面，本月现货铜价逐步上升，升水情况也随之部分回落，月升水均价维持在 100 元/吨左右。月内价格整体呈上行趋势，但市场心态起伏较为频繁，本月端午节前后市场心态更多受制于宏观因素，下游接货谨慎，而基本面情况疲软则增加了下游的观望情绪，本月整体交投情况尚可。进口盈利窗口逐步收敛关闭，月初进口货源逐渐消化完毕后，部分未到港货源转化到下月进行。随铜价逐步起底的同时，内外盘心态逐渐恢复一致，国内需求淡季情况下沪铜价格提振难度增加。预计随后国内铜消费疲软的情况下，进口窗口关闭情况或将有所延续。

图 3：电解铜升贴水（单位：美元/吨）



资料来源：wind，广金期货

## 二、影响因素分析

### 1、矿山供应持续偏紧 TC 下滑

世界金属统计局 (WBMS) 公布, 2019 年 4 月全球铜市供应短缺 4.3 万吨, 而上月公布的 2019 年 1-3 月精炼铜供应过剩 24.1 万吨, 本月数据维持铜矿偏紧逻辑, 但是从供需层面来说, 此次供需偏紧主要来源于矿产端政策及罢工干扰。全球矿山品位下降, 全球主要矿产企业近年主要投资计划用于修复矿山上。ICSG 预测, 到 2021 年, 现阶段世界铜矿山产能将以年均 2.2% 的速度增长。随着更多的新建和扩建矿山投产, 其增速将达到 4%。到 2021 年, 精炼铜产能平均年增速有望达到 3.5%。中国精炼铜产能将继续增长, 但增速较以前放缓。从 2000 年到 2017 年, 中国精炼铜产能增长了 5 倍, 到 2021 年还将增长 3%, 占 2018-2021 年期间世界精炼铜产能增量的 68%。除了中国, 到 2021 年, 智利、民主刚果、印度尼西亚和蒙古将新建精炼厂, 而印度、伊朗和波兰将进行扩产。

近期受海外矿山罢工事件扰动, 加剧了全球精矿偏紧状态。据外媒报道, 韦丹塔资源 (Vedanta Resources) 旗下的 Konkola 已停产数周。赞比亚政府之前指责 Vedanta 旗下公司 KCM 违反运营执照, 威胁剥夺 Vedanta 的股份, Vedanta 正在寻求国际仲裁, 法律诉讼已延期至 6 月 4 日。Konkola 自产铜矿产量 3 万吨, 同比下降 20%, 由于升级检修完成情况晚于计划; Nchang 自产铜矿产量 1.3 万吨, 同比下降 1%, 由于季风天气影响露天矿作业, 且地下矿一季度停止开采。但总体来看, 2019 年, 存在一些零星的协议谈判, 实际影响已经不大。

图 4: 全球矿山增量

公司	2019 年预计增量	2020 年预计增量	增产矿山
第一量子	16	15	Cobre Panama、Sentinel
南方铜业	13	6	Toquepala、Pilares
嘉能可	7	8	Katanaga
紫金矿业	6	13	多宝山、Kolwezi...
...	...	...	...
合计	68	71	

资料来源: 上海有色网, 广金期货

图 5: 全球矿山减量

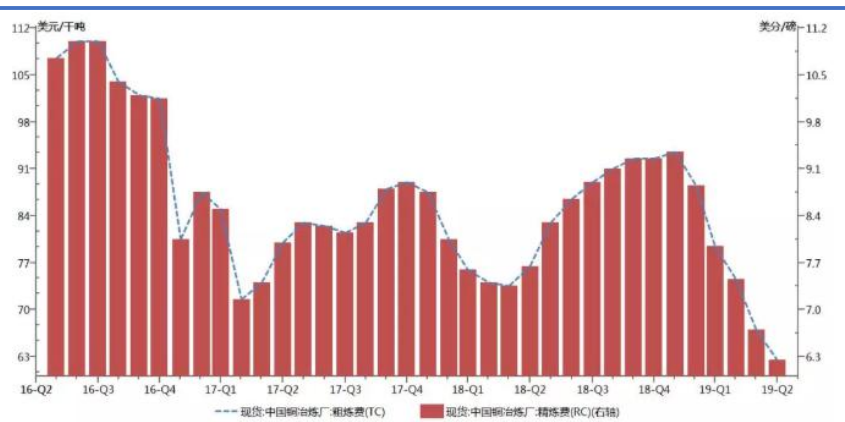
公司	2019 年预计增量	2020 年预计增量	增产矿山
第一量子	-5	-0.5	Las creces、Kansanshi...
自由港	-30	7	Grasberg
泰克资源	-3.4	-5	Carmen de Andacollo、 Quebrada Blanca
必和必拓	-1	0	Escondida
...	...	...	...
合计	-39.8	1.5	

资料来源: 上海有色网, 广金期货

2019 年冶炼加工费持续走低, 基于全球精矿供应偏紧。据中国统计局的数据显示今年 6 月精炼铜粗炼费 (TC) 为 62.5 美元/吨, 较上月环比下降 7.4%。据 SMM 调研显示, 国内精炼铜短单加工费已跌破 60 美元/吨, 大冶炼厂长单加工费维持在 65-70 美元/吨左右, 小冶炼厂利润已达负值, 大冶炼厂利润也已被压缩。TC 的快速下行直逼冶炼厂生产利润, 无疑

给冶炼厂尤其是中小型冶炼厂较大压力。整体而言，受精矿进口成本上涨及冶炼加工费持续走低影响，国内冶炼企业利润同时受到双重压制，处于近三年来低点，后续关注冶炼利润走弱后精炼铜产能释放情况。

图 6：中国铜冶炼厂加工费（单位：美元/吨）



资料来源：SMM，广金期货

进口方面，据海关总署，中国 5 月进口铜精矿 184 万吨，环比增加 11.1%，同比增加 16.5%，1-5 月累计同比增幅 16.6%。铜精矿进口继续保持高速增长，主要由于中国冶炼产能的集中投放，目前广西南国和赤峰金剑新建产能顺利推进，导致对铜精矿的需求同比大幅增加。

总体来说，由于新增大型铜矿项目稀少，叠加矿端干扰率的上升，铜矿供应趋紧的格局不变。且二季度冶炼厂集中检修的结束，以及下半年新增产能的投放，都进一步加剧了铜精矿的紧缺，进口 TC 仍有进一步下行的压力。

## 2、精废价差减少，废铜优势减弱

至今年 6 月底，精废价差约为 5400 元/吨，由于步入七月废铜新政将要出台，废七类全面禁止，废六类被列入限制进口名单，从 6 月对废铜的市场调研来看，废铜现货交易较少，主要原因为废铜贸易商惜货，倾向于新政出台后抛售，预计 7 月后废铜价格将存在一定上涨空间，精废价差将进一步缩窄，市场对于废铜的需求量或转向精铜。

“废七类”、“废六类”占据我国进口废铜的 2/3 左右，2020 年，固废或将全面停止进口。按照“禁止洋垃圾入境”实施方案提出的目标，“2019 年年底，逐步停止进口国内资源可以替代的固体废物”，至 2020 年，“废六类”或也将面临全面被禁止。未来进口产品将转向精炼铜和精矿。

据 SMM 调研数据显示，5 月废铜制杆企业开工率为 54.44%，环比减少 12.54 个百分点，同比减少 20.74 个百分点，废铜消费不济已经凸显。精废价差则持续收窄，废铜价格优势减弱，市场从废铜消费转向精铜消费，也对目前的去库贡献了一部分力量。

图 7：废铜进口数量变动（单位：万吨，%）



图 8：精废价差（单位：元）



资料来源：Wind，广金期货

### 3、保税区库存回升，国内去库存接近尾声

截止 6 月 28 日，三大交易所全球铜总库存为 33.45 万吨，相较上月环比增加 10.47%，主要是由于前期上涨行情中的隐性库存逐渐交仓引起全球库存回升，从全球来看，除中国外，库存主要集中在北美洲，全球库存重新分配预期不变。

今年上期所铜库存去库速度高于往年，目前已经较 3 月高点下降约 45%，库存绝对量也较往年同期旺季时间偏低。在整体旺季不旺的背景下，今年铜库存的持续去库主要在于供应端层面，一方面二季度冶炼厂的集中检修减少了精铜的供应，另一方面精铜对废铜的替代效应也加剧了精铜的消耗。但是，随着冶炼厂集中检修的结束以及下半年新建产能的投放，如果需求没有明显改善，上期所去库周期或接近尾声。

图 9：全球铜显性库存（单位：吨）

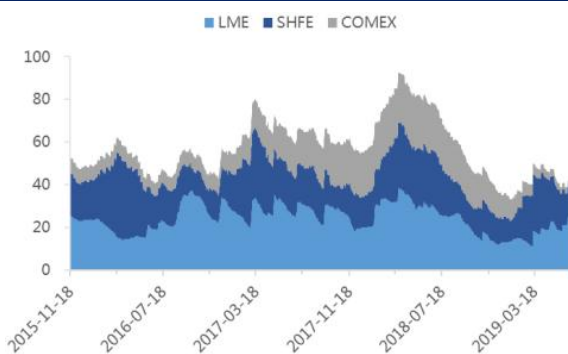
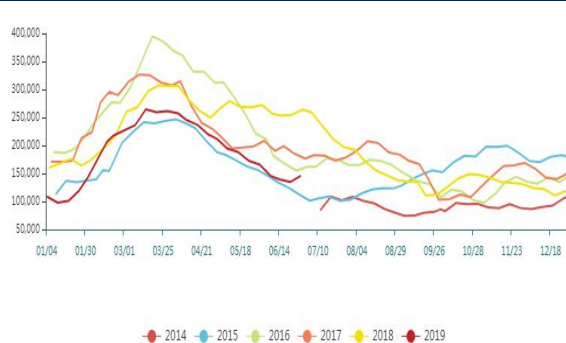


图 10：上期所铜库存季节性变化（单位：吨）



资料来源：Wind，广金期货

### 4、消费端整体表现较弱

截止至 2019 年 05 月，铜材月度产量为 156.8 万吨，较上个月增加 9.1 万吨，同比上涨 9.9%。从季节性角度分析，当前月度产量较近 5 年相比维持在较高水平。展望 2019 年 7 月铜材市场，相较 5、6 月存在一定下滑，铜杆 68.9%、铜板带 71.2%、铜管 89.7%、铜棒 70%，主要由于铜材旺季逐渐过去，厂商普遍对于后市存在消极态度，市场整体订单情况目前尚好，后续还需等待宏观指引及政策变化带动行业消费新增长点。

图 11：铜材当月产量变化（单位：万吨，%）



资料来源：SMM，广金期货

从终端消费来看，电网投资方面，1-5 月电网基本建设投资累计完成额 1157 亿元，较去年同期下降 18.2%。去年国家电网投资并没有完成计划投资额，也是近 5 年来首次没有达到国家计划投资额，而今年国家电网计划投资额 5126 亿，比去年实际增长 5%，整体依然面临较大压力。此外，今年国家大力推动特高压建设，但特高压主要用的是钢芯铝绞线，对铜

需求影响较小。

房地产方面，经历过 3、4 月份的小阳春后，5 月数据再次出现下滑。1-5 月份，商品房销售面积 55518 万平方米，同比下降 1.6%，降幅比 1-4 月份扩大 1.3 个百分点。1-5 月，房屋竣工同比降幅进一步扩大至-12.4%。总体来看，新开工、投资高位放缓，竣工拐点仍未出现。此外，国家政策面多次强调“房住不炒”，预计国内房地产市场将进入平稳运行状态，房屋销售预计难有大幅攀升，后市房地产行业对于铜的需求支撑可能较为有限。

汽车行业则延续去年下半年以来的疲软态势。1-5 月，汽车产销分别完成 1023.7 万辆和 1026.6 万辆，产销量比上年同期均下降 13%。新能源汽车虽然继续高速增长，但是随着行业逐渐成熟以及补贴退坡，预计未来新能源汽车的增速也将放缓，且当前新能源汽车的体量较小，对铜消费的需求增量有限。

家电方面，一季度市场呈现小幅回暖态势，空调产量累计同比小幅增加。截至 4 月，家用空调产量累计 5,620.70 万台，累计同比 2.28%，但是房地产销售面积走弱持续影响家用空调销售走差，4 月家用空调销量 5,692.40 万台，累计同比下降了 0.36%。此外，整体行业还面临高库存的压力。从 6 月重点企业空调排产计划看，同比产量下降 9.6%。

图 12：电网投资完成额（单位：亿元，%）

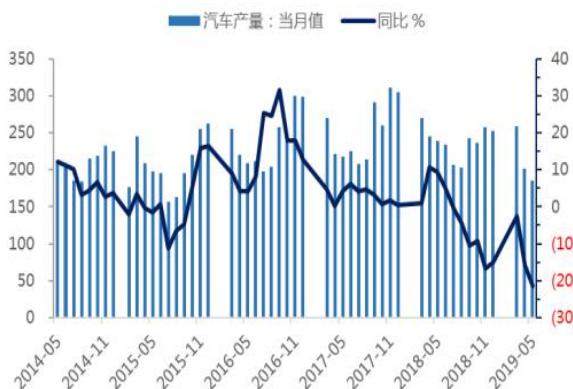
图 13：房屋施工、开工、竣工情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind，广金期货

图 14：汽车产量及增速（单位：万辆，%）

图 15：空调产量及增速（单位：万台，%）



资料来源：Wind，广金期货

### 三、后市研判

宏观方面，在日本大阪召开的 G20 全球峰会上，美方承诺暂停增加新的关税，宏观情绪有所好转，但最终协议仍未达成，继续密切关系中美贸易磋商进展。美联储主席鲍威尔一再释放鸽派言论，7 月份美联储降息概率大增，全球货币政策转向新一轮宽松阶段。6 月中国制造业 PMI 持续运行于 50 以下，经济下行压力依然较大。

6 月份是精矿端纷扰不断，智利国营旗下 El Teniente 铜矿与 Chuquibambilla 铜矿分别因事故和工人薪资问题暂停部分产能。同时 TC/RC 加工费一路下跌至 60 美元以下，或对沪铜库存形成影响。随需求淡季到来，铜厂供需两弱格局有所延续，1-5 月工业利润虽有所增加，但制造业整体仍保有一定压力。当前宏观上的不确定性与基本面偏弱交织，铜价上行动力受限，短期铜价主要受到宏观风险事件及供给端扰动所影响。

7 月份铜精矿紧缺、国内废六类环保政策趋严，供给端偏紧的格局不变，铜精矿供应依旧紧张，同时集中检修供应端依然存在支撑。另一方面，铜材加工旺季即将过去，终端需求若无明显亮点，精炼铜消费仍存在一定下降空间。整体来看，重点关注中美贸易斡商的进展，同时关注海外矿山供给扰动因素。预计 7 月铜价将继续维持 45000-49000 区间的偏弱震荡。

#### 风险提示：

- ✓ 中美贸易摩擦加剧。
- ✓ 海外矿山扰动。
- ✓ 冶炼投产及复产超预期。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货公司”，并保留我公司的一切权利。

**总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元**  
**联系电话：400-930-7770**  
**公司官网：www.gzjkqh.com**



## 广州金控期货有限公司分支机构

### 广州营业部

地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元

电话：020-38298555

### 顺德营业部

地址：佛山市顺德区容桂街道办事处德胜居委会桥东路 10 号首层(528305)

电话：0757-28606588

### 佛山营业部

地址：佛山市禅城区汾江中路 148 号华美大厦 11 楼

电话：0757-88352866

### 大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房

电话：0411-84806645

### 山东分公司

地址：山东省济南市市中区英雄山路 129 号祥泰广场 1 号楼 2403 室、2406 室

电话：0531-58762272

### 大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口会展路 129 号 1909、1910、2012 房间

电话：0411-84995079

### 杭州分公司

地址：浙江省杭州市下城区绍兴路 161 号野风现代中心北楼 903 室

联系电话：0571-85231387

### 成都分公司

地址：四川省成都市高新区天府大道中段 530 号东方希望天祥广场 A 座 2706 室

电话：028-61320595

### 深圳营业部

地址：深圳市福田区福田街道福田区中心区 23-1-6 卓越大厦 2003-2005A

电话：0755-82549070

### 梅州营业部

地址：广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴花园店铺 2-19

电话：0753-2185061

### 清河营业部

地址：河北省邢台市清河县长江东街 156 号（原济华路东、长江街南侧）

电话：0531-58766302

### 福州营业部

地址：福建省福州市鼓楼区五凤街道铜盘路 29 号左海综合楼 2 楼 B 区 201 室

电话：0591-87219989