



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@gzjkqh.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。

底部支撑较强 铜价波幅收窄

【策略概述】

◆ 核心观点：

11月沪铜整体维持区间内低位震荡。由于全球宏观经济数据持续表现疲软，经济下行压力明显。基本上，铜市供需双弱的局面继续存在，智利矿端的暴乱另供应上担忧，加之废铜限制进口政策，铜价底部支撑较为牢固，但需求端仍无明显好转，因此难以打开上行空间。

进入12月，铜市现阶段的供应紧缺的格局依然维持，2020年TC长单Benchmark定为62美元/吨，TC/RC仍处于近3年绝对地位。四季度以来废铜批文量大幅减少，原料端的供应紧张将逐渐向精炼铜端传到，供应端使铜价下方平台较为稳固。三大交易所的总库存情况继续处于历史低位，并持续下降。但从消费来看，预计今年铜材的整体增速有所下滑，房地产市场预计韧性仍在，但基建、制造业投资等方面预计仍难有较大改善。铜价能否上行的关键，在下游消费端的回暖情况。短期建议关注国内各项经济维稳和改革措施对消费端的恢复影响，以及中美贸易谈判的进展情况，预计12月镍价将维持区间震荡，沪铜主力合约主要波动区间46500-48000元/吨之间。

◆ 风险提示：

1. 全球经济形势进一步恶化。 2. 国际矿端供应端扰动。 3. 中美贸易谈判等宏观事件超预期。

一、11 月行情回顾

11 月沪铜整体维持区间内低位震荡，宏观层面，中美贸易消息夹杂美涉港法案使得市场情绪不稳，美元指数低位反弹令铜价承压。月初，智利骚乱扰动放弃举办 APEC 会议，铜矿供应紧缺风险大，事态需要持续跟踪，配合宏观情绪好转，铜价冲高至平台上方。11 月 6 日夜盘铜价最高涨至 47720 元/吨，而后进入短期下跌行情，其主要原因还是在于消费端走弱，高升水市场交投逐渐清淡，难以支撑铜价进一步上行。11 月中旬，受中国经济数据疲软影响，市场对铜消费表示担忧，下游缺乏接货积极性，铜价表现乏力。直至月末，欧美经济数据预期好转，宏观情绪改善后，铜价从区间底部反弹，但宏观利好消化后缺乏上行动力，铜价再次回落。截至 11 月 29 日收盘，CU2001 合约收于 47320 元/吨，较上月收盘价下跌 90 元/吨，跌幅为 0.19%；CU2002 合约收于 47400 元/吨，较上月收盘价下跌 70 元/吨，跌幅为 0.15%。外盘方面，LME3 月期铜收于 5879.5 美元/吨，月涨幅达 1.27%。

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

从基差来看，11 月初，伦铜与沪铜现货升水均有上涨，期货盘面跟随现货上涨，基差拉大后，贸易商在报价积极性较高，但下游成交逐渐清淡。月末伦铜与沪铜基差有一定缩窄，仍处于合理区间内，国内基差保持在升水 60 元/吨以上，成交情况表现一般。月内，现货供需变化有限，整体消费仍旧疲软，虽然后续存在消费好转预期，但已临近年末，电网预期恐要落空。目前来看现货升水无法扩大。整体而言，国内现货供应紧缺有一定缓解、库存在低位徘徊，消费有一定好转但仍显弱势，绝对价格亦处于偏低水平，基差预计保持相对稳定。

图 3：LME 铜升贴水

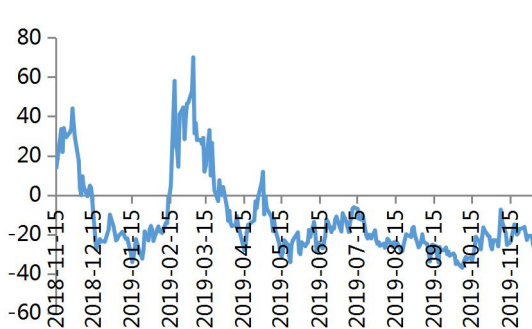
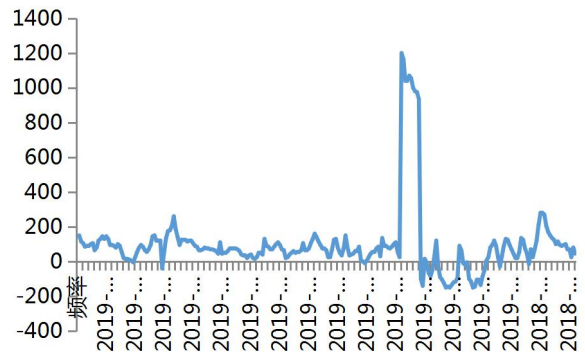


图 4：国内 1#电解铜升贴水



资料来源：Wind，广金期货

二、影响因素分析

1、铜矿供给继续偏紧，TC 维持低位

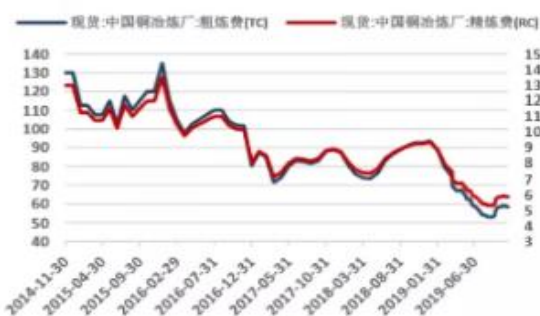
今年以来 TC 持续下降并维持绝对低位，印证了今年铜矿供应持续偏紧的格局，铜价下方存在较强支撑。另外，低 TC 下冶炼厂生产积极性较低，也有大量冶炼企业用此机会进行检修，冶炼厂产能利用率在二三季度处在较低位置。本月以来 TC 维持低位震荡，主流成交在 55-62 美元/吨，11 月 20 日上午 Freeport 与江铜、铜陵、中铜确定了 2020 年 TC 长单价格为 62 美元/吨，为 2012 年以来的新低点。

ICSG 统计数据显示，1-8 月全球矿山铜产量 1343.2 万吨，较去年同期涨 0.04%，增速由跌转涨，主要系美洲和非洲产出持续释放，而亚洲由于自由港旗下的 Grasberg 铜矿产量 1-9 月减少 24 万吨影响而大幅下跌，欧洲和大洋州产出波动较小。

10 月底开始，智利骚乱扰动，上月 22 日 Escondida 工会工人计划周二举行 24 小时罢工，以声援目前暂停的地铁票价上涨引发的持续大规模抗议活动。Codelco 工会也大罢工中，以声援智利的抗议活动，本月智利的 APEC 会议也因骚乱取消。Escondida 在 2017 年铜产量 90 万吨，因薪资谈判破裂导致为期 44 天的罢工；2018 年铜产量 121 万吨；2019 年前三季度铜产量 85 万吨。Codelco，2017 年铜产量 184 万吨；2018 年铜产量 181 万吨；2019 年 1-8 月铜产量 106 万吨。矿端扰动事件对铜矿产量会产生一定影响，对铜价形成支撑，但由于其罢工时间较短，后续的作用效果对矿端产量影响不大，主要的影响可能在于港口运输环节的罢工，骚乱事件对后续影响还需持续关注事件进展。

图 5：铜精矿冶炼费（单位：美元/吨）

图 6：全球矿山产量（单位：万吨，%）



资料来源：Wind，广金期货

10 月进口铜矿 191.43 万实物吨，环比增加 21.08%，同比增加 21.99%。同比环比大增主要系四季度废铜进口批文大降，冶炼厂加大对铜精矿采购力度。2019 年 1-10 月铜矿累计进口量为 1791.40 万吨，较去年同比增加 8.3%。印尼成为 10 月中国铜精矿进口第三大来源国。

图 7：铜精矿进口数量当月值（单位：万吨）

图 8：铜精矿进口数量累计值（单位：万吨，%）



资料来源：Wind，广金期货

2、精铜供应继续增加，废铜大幅减少

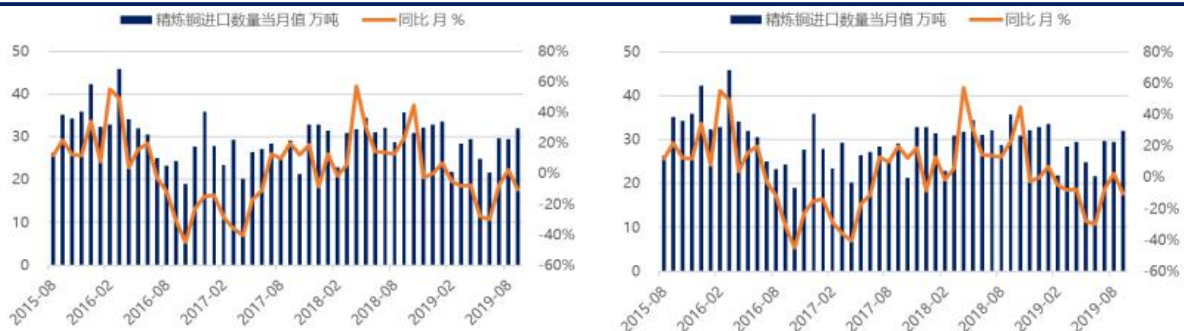
据 SMM 统计，10 月中国电解铜产量为 78.3 万吨，环比增 3.12%，同比增 8.66%，国家统计局统计数据显示 10 月国内精铜产量 86.8 万吨，环比增 3.58%，同比增 17.93%。两家统计数据均显示 10 月精铜产出环比同比均增加，统计局数据与 SMM 统计数据差距大幅扩大。

据 SMM 数据统计 10 月实际产量高于预期，主要是江铜、铜陵、云铜、金川产量高于计划，从一定程度反应冶炼厂年末赶工；尽管铜精矿 TC、粗铜加工费与硫酸价格都持续低迷，冶炼厂接近现货盈亏平衡点，但尚无冶炼厂因此收缩精炼产能。另外四季度废铜进口批文量缩减超 80%，而据 SMM 调研国产废铜部分亦供应紧张，部分使用再生铜为原料的冶炼厂反映 11 月计划量的完成有较大难度。11 月，根据各冶炼厂排产来看，部分冶炼厂产量仍受到废铜和阳极铜供应紧张影响，但新投放冶炼产能仍在继续爬产，二者增减量基本形成对冲。SMM 预计 11 月国内电解铜产量将会提升至 78.66 万吨。

2019 年 10 月国内精炼铜进口量为 31.69 万吨，同比增加 2.71%。2019 年 1-10 月国内精炼铜进口量为 282.98 万吨，同比减少 8.81%。由于“金九银十”不及预期，10 月精炼铜进口累计值不及去年，不过从单月数值来看，国内铜消费市场正在逐渐恢复企稳。1-10 月未锻轧铜及铜材进口量为 397 万吨，较去年同期减少 9.98%，降幅较 1-9 月缩窄。从数据看，10 月铜相关进口项目均走强，但国内铜库存却并未出现相应的回升，表明需求仍有韧性。

图 9：精炼铜进口量当月值（单位：万吨）

图 10：未锻轧铜及铜材进口量（单位：万吨，%）



资料来源：Wind，广金期货

中国 10 月废铜进口量为 8.66 万吨，环比减少 44.08%，为 3 月以来最低，由于 11 月份进口批文仅 1.11 万吨，目前废铜进口批文已经用完，据了解今年不会再有新的批文发放，预计 11-12 月可利用的进口废铜批文仅剩 3.7 万吨，约合金属量 3.3 万吨，可报关的废铜寥寥无几。

截至 2019 年 11 月 29 日，精炼铜与不含税废铜（光亮铜线：佛山）价差为 4220 元/吨，本周精废价差有小幅扩大趋势。精废价差对于废铜消费来说仍无优势。加之国内废铜供应大幅减少，将引导更多的加工厂商使用精铜。据 SMM 调研数据显示，10 月废铜制杆企业开工率为 56.41%，环比减少 0.79 个百分点，同比减少 5.13 个百分点。

图 11：废铜进口量当月值（单位：万吨，%）

图 12：精废价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind，广金期货

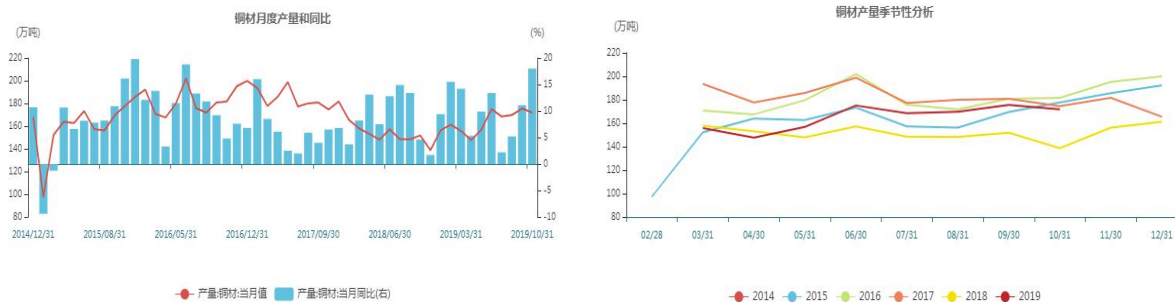
3、下游继续疲软，铜材产量维持低位

从精铜需求来看，直接体现铜材的产量上。中国是精铜的主要消费国，占据了全球精铜消费量的一半以上，2018 年，国内累计消费精炼铜 1248 万吨，同比增 5.9%，由于铜材加工过程中包含合金，因此铜材全年产量为 1836 万吨，在今年弱消费背景下，预计今年同比增速有一定下降。今年 1-10 月，铜材累计产量 1586.1 万吨，同比增长 14.1%，2018 年铜材产量为近 5 年最低水平，今年有一定的改善。

10 月铜杆企业较 9 月环比下降，我的有色调研数据显示 10 月铜杆企业开工率 63.5%，与历年相比处在最低位。其市场下游拿货以刚需为主，上半月市场整体消费好于下半月。10 月铜板带企业虽然还处于消费旺季，但需求增长乏力，开工率较 9 月环比提升，但实际仍与预期有一定差距，主要原因还是在于终端消费表现较差，旺季不及预期。2019 年 10 月份铜管企业产能利用率 76.55%，环比上月下降 1.13%，产能利用率同比下降，受中美贸易战影响，桂林当地企业铜管产品关税从 10%提至 25%，出口影响 30%订单量。2019 年 10 月铜棒企业整体也有一定的回暖，但主要是大型铜棒企业带动导致，其他铜棒企业订单依旧不理想，铜棒企业开工率近几个月一直在历年同期较低水平。

图 13：铜材月度产量同比（单位：万吨，%）

图 14：铜材季节性分析（单位：万吨）



资料来源：Wind，广金期货

在宏观经济下行压力大背景下，终端消费均出现同比下滑的情况。9 月国家出台 20 条促进消费政策等一系列逆周期调控政策，9 月与 10 月消费旺季叠加政策效果有一定的显现，终端消费同比下滑有所缓解，但从铜下游的电力、汽车、房地产与家电行业来看，终端消费仍在处弱势。

电力方面：2018 年电网基本建设投资完成额 5373 亿元，今年的计划投资有 5% 的增长，但截至今年 10 月，电网基本建设投资完成额 3415 亿元，只完成计划额度 60.5%。从往年的电网消费季节性来看，电网的集中投资建设集中在第四季度，但就目前消费情况来看现货成交仍然清淡，电力产业能否完成计划投资额存疑，如按消费预期进行投资，需求额的增长叠加供给的偏紧状况会对铜价有一轮拉升。

汽车方面：据乘联会数据显示，10 月国内狭义乘用车销量达 191.29 万辆，同比下降 4.2%，环比增加 3.64%；狭义乘用车产量达到 184.34 万辆，同比下降 5.7%，环比增加 3.48%。销售依旧较弱，应有的冬季回暖走势不强，消费者购车能力和信心尚未恢复。生产有所改善，国六车型逐步到位，然需求低迷，企业生产安排谨慎。从 11 月的当周日均销量来看，11 月日均销量 3.98 万辆，小于 10 月的 6.69 万辆。

家电方面：根据产业在线数据显示，10 月空调、冰箱、洗衣机产量同比增速 8.2%、5.9%、1.2%，销量同比增速 3.1%、4.5%、1.0%。产销同比均增加主要是由于同期低基数影响。从双十一数据来看，由于龙头企业大打价格战，龙头企业销售亮眼，二三线品牌受到打压。

地产方面：2019 年 1-10 月，房地产投资增速 10.3%，较上月下滑 0.2 个百分点，处于本年低位；销售增速 0.1%，增速首次由负转正；新开工增速 10%，较上月增加 1.4 个百分点；施工面积增速回升 0.3 个百分点至 9%。十月房地产行业表现韧性，新开工、销售以及施工

增速均回升，主要是房企为了更好地做销售和回笼资金，加快开工和销售，持续性存疑。

图 15：电网基本建设投资（单位：亿元，%）

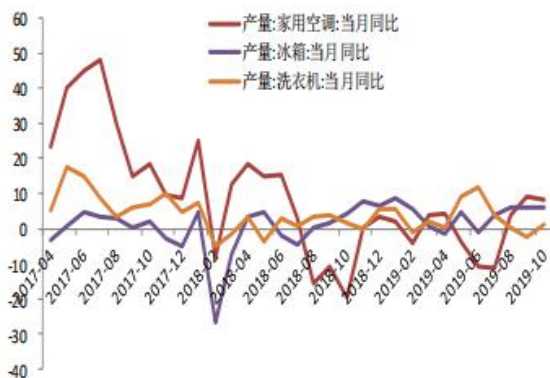
图 16：汽车产量（单位：万辆，%）



资料来源：Wind，广金期货

图 17：家电产量增速（单位：%）

图 18：房地产投资增速（单位：亿元，%）

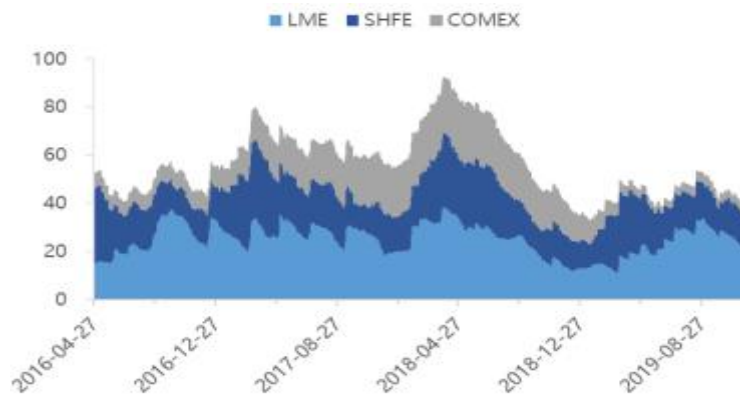


资料来源：Wind，广金期货

4、库存继续下降，处于历史低位

截至 11 月 29 日，三大交易所总库存为 36.89 万吨，周库存减少 2.51 吨。显性库存处于低位并持续下降，库存已经降至半年以来最低。截至 11 月 29 日上期所库存为 12.02 万吨，周库存减少 1.48 万吨；COMEX 铜库存单周无变动维持 4.01 万吨；LME 库存截止 11 月 29 日为 20.86 万吨，周库存减少 1.0 万吨，上期所库存减少明显。总体而言，全球库存下降，库存的下降，表明供应偏紧的状态仍在延续。

图 19：2019 年不锈钢粗钢产量（单位：万吨）



资料来源：Wind，广金期货

三、后市研判

11 月沪铜整体维持区间内低位震荡。由于全球宏观经济数据持续表现疲软，经济下行压力明显。基本上，铜市供需双弱的局面继续存在，智利矿端的暴乱另供应上担忧，加之废铜限制进口政策，铜价底部支撑较为牢固，但需求端仍无明显好转，因此难以打开上行空间。

进入 12 月，铜市现阶段的供应紧缺的格局依然维持，2020 年 TC 长单 Benchmark 定为 62 美元/吨，TC/RC 仍处于近 3 年绝对地位。四季度以来废铜批文量大幅减少，原料端的供应紧张将逐渐向精炼铜端传到，供应端使铜价下方平台较为稳固。三大交易所的总库存情况继续处于历史低位，并持续下降。但从消费来看，预计今年铜材的整体增速有所下滑，房地产市场预计韧性仍在，但基建、制造业投资等方面预计仍难有较大改善。铜价能否上行的关键，在下游消费端的回暖情况。短期建议关注国内各项经济维稳和改革措施对消费端的恢复影响，以及中美贸易谈判的进展情况，预计 12 月镍价将维持区间震荡，沪铜主力合约主要波动区间 46500-48000 元/吨之间。

风险提示：

- ✓ 全球经济形势进一步恶化
- ✓ 国际矿端供应端扰动
- ✓ 中美贸易谈判等宏观事件超预期

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

佛山营业部

地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路 8 号龙汇大厦 1720-1722 单元

电话：0757-85501836

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：0531-58766302

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：0571-87251385

成都分公司

地址：成都高新区天晖中街 56 号 1 栋 10 层 1026 号

电话：028-61320595

梅州营业部

地址：广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴园店铺 2-19

电话：0753-2185061

保定营业部

地址：河北省保定市复兴中路 3108 号康泰国际 15 楼 1 单元 1509 室

电话：0312-3135300

福州营业部

地址：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

台州营业部

地址：浙江省台州市临海市古城街道朗成大时代 4 幢 23 层

电话：0576-85932178

河北分公司

地址：河北省石家庄市长安区中山东路 508 号东胜广场三单元 1406

电话：0311-83075314

唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区金融中心 3 号楼 1608

电话：0315-5266603