

宏观供需利好，增加多头配置

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所
郑景阳

0571-89727544

zhengjingyang@nawaa.com

投资咨询证书：Z0014143

主要逻辑：

宏观：中国 1-2 月工业增加值同比增速跌至 17 年低位，经济仍处下行趋势，但固定资产投资回暖令市场对宏观预期边际转好，且增值税下调利好经济。中美贸易关系方面，特朗普表示不急于与中国达成贸易协定，但习特会面存在预期，中美达成贸易协定的大方向没有改变。

供给：中长期看，铜矿干扰率大概率提升，加之二季度冶炼厂检修、停产较为频繁。

需求：预计 3 月铜杆开工环比回升，但同比下降，主要是因为今年终端回暖节奏放缓，而且精废价差扩大，废铜制杆挤占部分订单。

库存：上期所铜库存 26.46 万吨，环比增加 28432 吨；LME 铜库存 18.64 万吨，环比增加 69700 吨；COMEX 铜库存 4.96 万短吨，环比减少 3757 短吨。上海保税区铜库存环比增加 1.15 万吨至 54.15 万吨。贸易商集中交仓导致 LME 库存上周大幅增加将近 7 万吨。但市场对交仓已经存在预期，因此落地后对铜价影响有限。但库存绝对量的增加仍在短期压制铜价。

周度关注：

1. 美国 FOMC 利率决议、欧元区 3 月制造业 PMI 初值；
2. 中美贸易谈判、美股、A 股、美元、人民币走势。

周度观点：

宏观方面，中国 1-2 月工业增加值同比增速跌至 17 年低位，经济仍处下行趋势，但固定资产投资回暖令市场对宏观预期边际转好，且增值税下调利好经济。中美贸易关系方面，特朗普表示不急于与中国达成贸易协定，但习特会面存在预期，中美达成贸易协定的大方向没有改变。供需方面，当前铜下游消费表现一般，而且精废价差拉大抑制精铜消费，上周 LME 库存也是大幅增加，短期建议谨慎为主，区间操作为宜。但中长期看，铜矿干扰率大概率提升，加之二季度冶炼厂检修、停产较为频繁，因此一旦下游需求回暖以及宏观预期转好，铜价上涨的概率更大，建议中长期多单逢低介入。

一周数据统计

盘面数据	最新价	周涨跌	涨跌幅	周成交
伦铜	6431.50	36.00	0.56%	73.9
沪铜	49320	280	0.57%	203.6
COMEX 铜	2.9085	0.009	0.31%	35.4
现货数据	价格	涨跌	基差	周涨跌
伦铜现货	6443.50	11.50	12.00	-24.50
上海金属	49625	5	55	-20
长江有色	49590	-130	-10	0
上海物贸	49400	-180	-170	-20
期限结构	价差	周涨跌		
Cu1904-Cu1905	-60	-440		
Cu1904-Cu1906	-150	-570		
Cu1904-Cu1907	-110	-600		
Cu1904-Cu1908	-130	-660		
LME 铜升贴水(3-15)	-21	-15		
进口利润	沪伦比	进口成本	进口利润	周涨跌
现货	7.74	50476	-885.94	-136.98
三月	7.67	50651	-1321.11	124.44
库存数据	现值	周变动		
SHFE	264601	28432		
LME	186425	69700		
COMEX	44978	-3408		
交易所库存合计	496004	94724		
保税区库存	541500	11500		
社会库存	125000	9600		

期货盘面回顾

上周伦铜依旧在高位企稳。宏观方面多重利好铜价，英国脱欧多重方案相继被否，英镑在周三晚间暴涨超 2%，除此之外，美国 2 月非农就业人口大幅低于预期且创近 17 个月新低，抑制市场对美元的避险情绪，美元高位，下探至 96.37，提振铜价攀升至高位 6519 美元/吨。但周末由于 LME 铜库存出现“交仓”，大增 32850 吨，创去年 11 月来最大增幅，LME 期铜表现跌幅超 1%，探低 6370.5 美元/吨，周五铜价表现回调，收阳实体拉长上影线，上方承压 5 日、10 日、20 日均线形成的交叉粘连，周度 K 线拉长上影线下方已跌破 5 日均线。上周伦铜以多头增仓为主，持仓量增加 5000 余手至 30.2 万手。

上周沪铜表现探高回落态势。上周国内股市表现强劲，上证指数上周初上探至 3093 位置，叠加宏观环境利好，因此周初从低位 48810 元/吨随外盘探高至 49720 元/吨，但随后因国内两会闭幕，市场陆续放出降税流言，影响市场情绪，1903-1904 合约价差从周初的 150 元/吨左右快速拉涨至 700 元/吨附近，另外中国 2 月份新增人民币贷款和社会融资规模环比大减且远低于预期，铜价高位回落，周末更是跳空低开，探低 48670 元/吨，但随后周五由于国内“两会”降税“时间的实锤”，远月合约表现走强，1903-1904 合约价差快速扩大至千元左右。沪铜主力表现重心跌落至 5 日均线下方，失去布林曲线中轨支撑，MACD 指标绿柱持续下拉。沪铜指数上周以空头减仓为主，上周持仓量减仓 9000 余手至 66.7 万手，周末合约交割，但 1903 合约持仓量仍维持在 4 万手附近。

现货方面，上周现货出现先扬后抑格局。周初贸易商收货平水铜交付长单，且周五当月合约交割，市场报价存在获利空间，贸易氛围显活跃，低升水货源有吸引力，报价迅速被拉升，但随后报价高企但难有成交，下游接货意愿低迷，保持刚需节奏，市场换现意愿仍占主导，且盘面价差扩大，令投机中间商缺乏操作空间，市场虽询价氛围积极，但实际成交有阻力，市场报价快速收窄，周末全面贴水。周五由于降税的影响，价差扩大至千元左右，持货商基本驻足，市场表现有市无价。

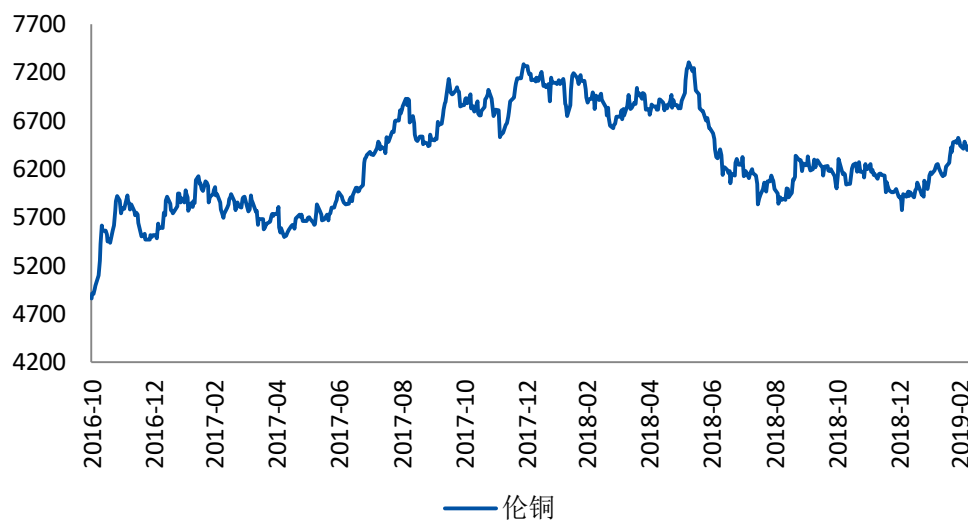
废铜方面，进入三月，沪铜价格虽有所走弱，但精废价差依然维持在 1200 元/吨以上，精铜杆和废铜杆也有 1000 元左右的价差，废铜仍具价格优势。

期限结构方面，3 月 15 日，国务院总理李克强表示，4 月 1 日就要减增值税，5 月 1 日就要降社保费率，全面推开。消息一出台，沪铜 1903-1904 合约价差迅速拉大，周中，市场对降税已众说纷纭，合约价差从周一的 150 元/吨逐渐扩大至 600 元/吨左右，周五上午降税消息一确认，价差迅速拉大到 1040 元/吨。目前各合约价差并不明显。

内外比值方面，现货比值上调至 7.74，进口亏损 886 元/吨，三月比值上调至 7.67，进口亏损 1321 元/吨。

图 1、伦铜走势

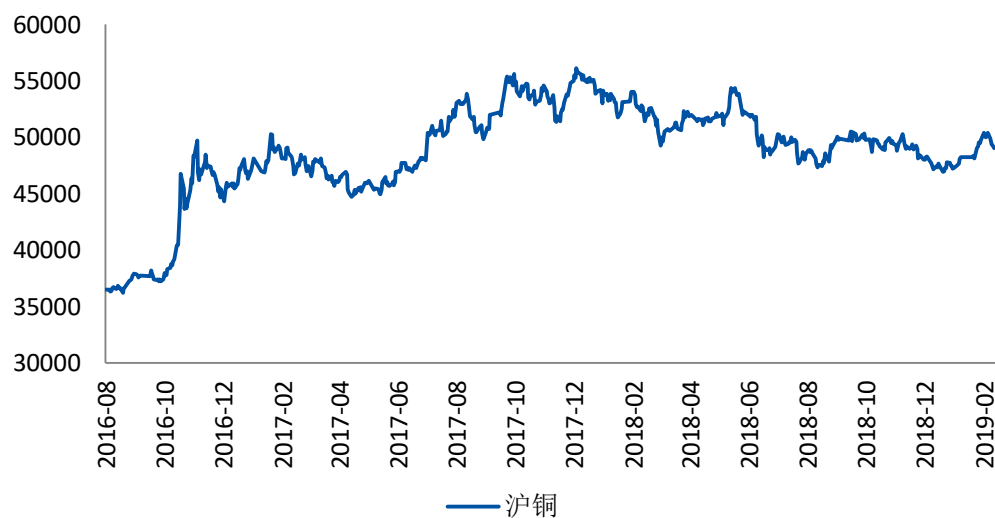
单位：美元/吨



数据来源:Wind 南华研究

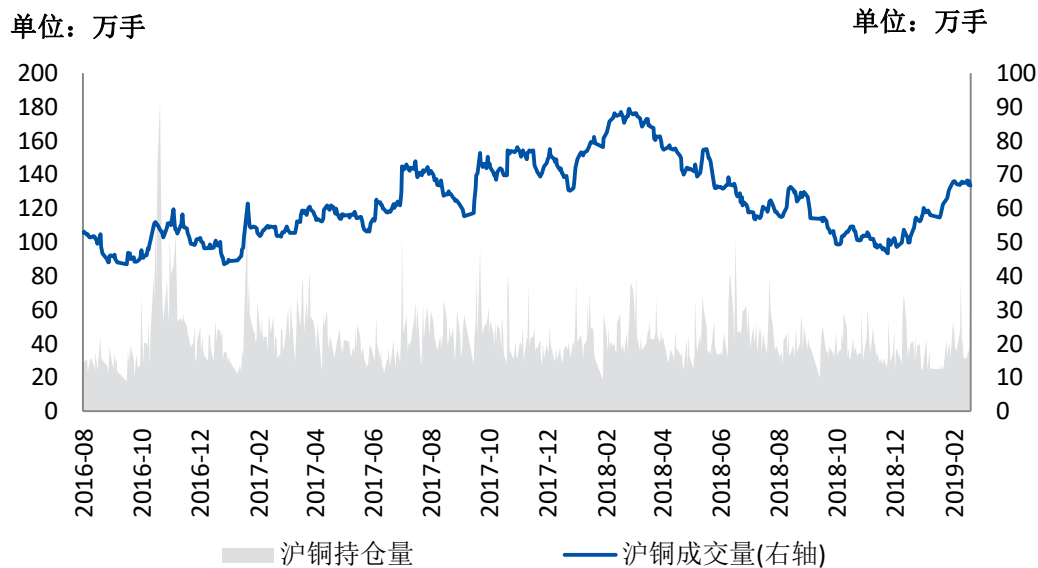
图 2、沪铜走势

单位：元/吨



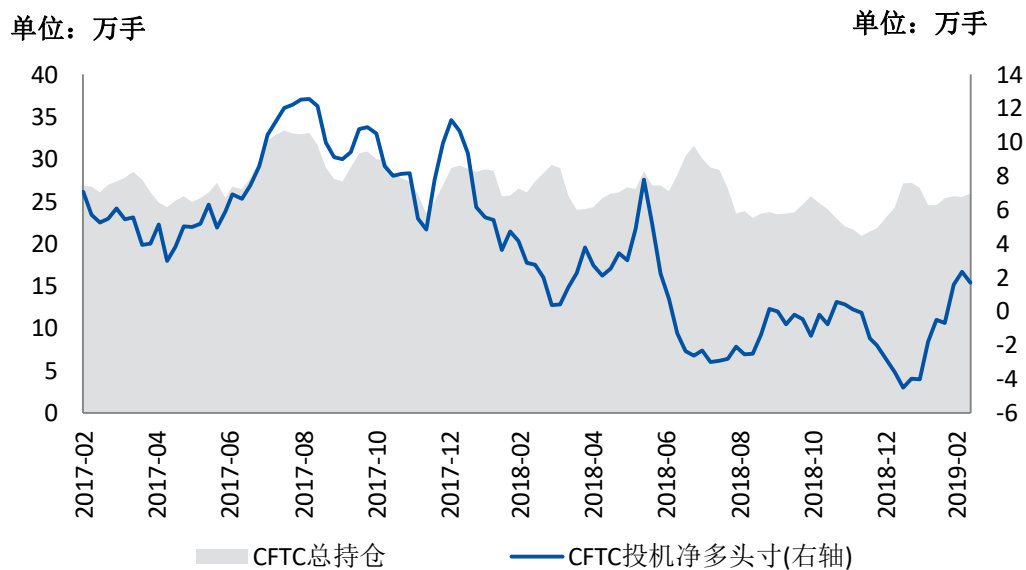
数据来源:Wind 南华研究

图 3、沪铜持仓和成交



数据来源:Wind 南华研究

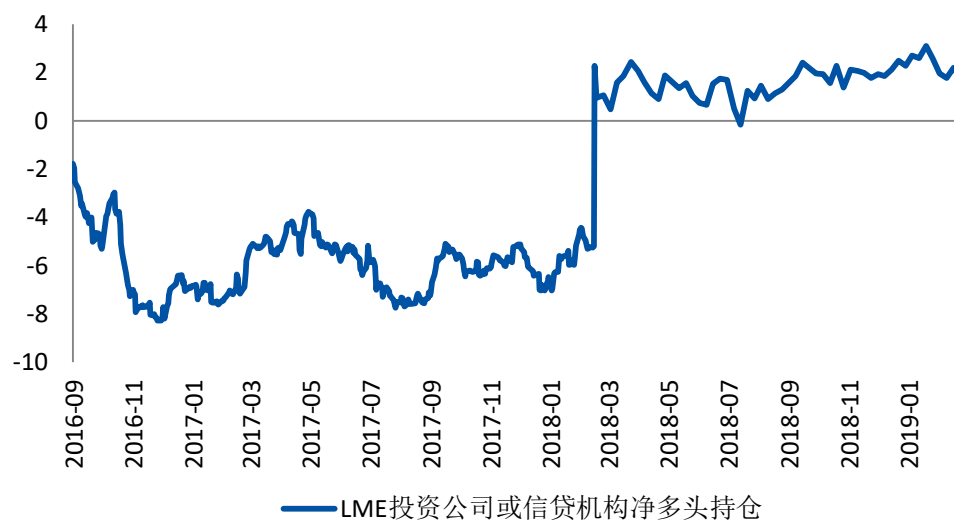
图 4、CFTC 持仓



数据来源:Wind 南华研究

图 5、LME 持仓

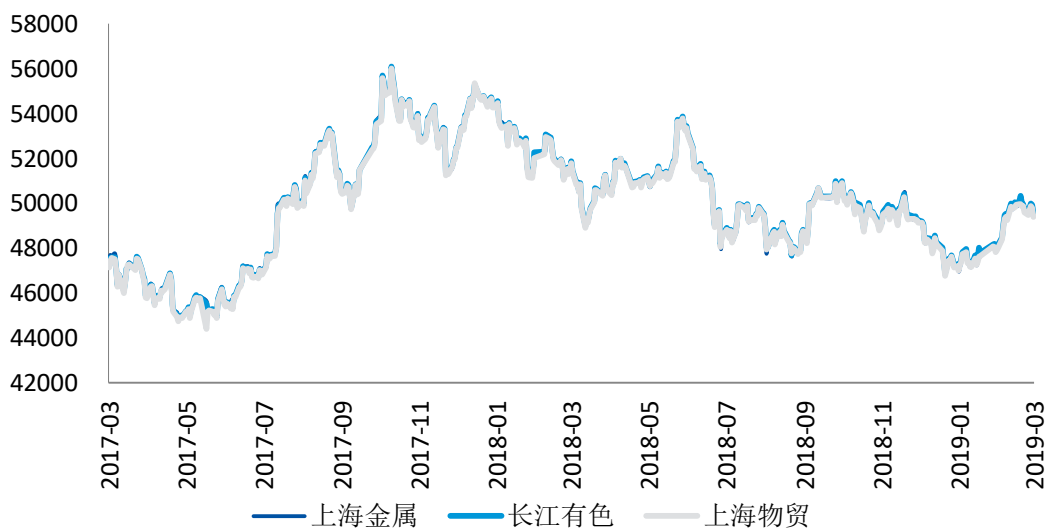
单位：万手



数据来源: Wind 南华研究

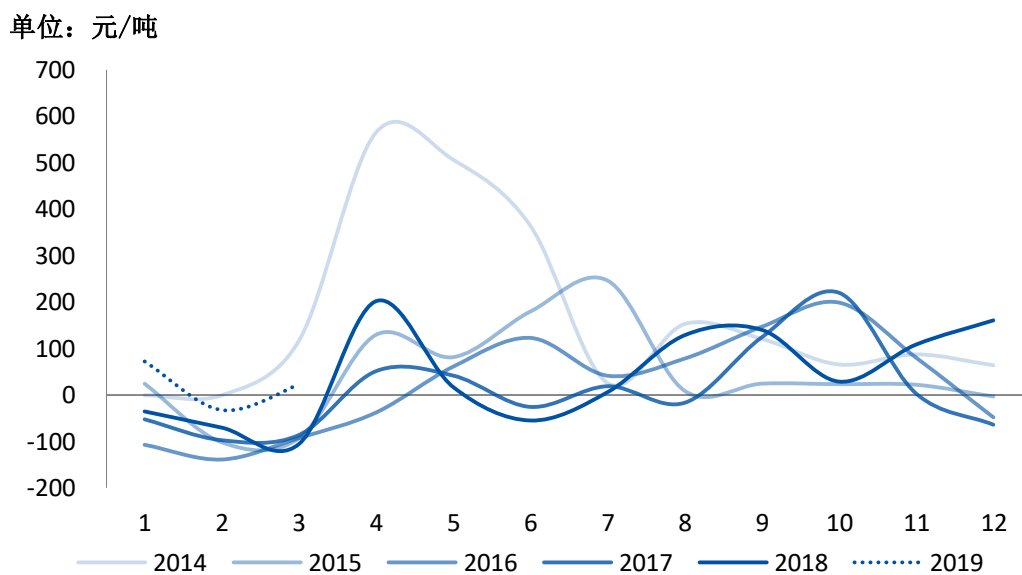
图 6、铜现货走势

单位：元/吨



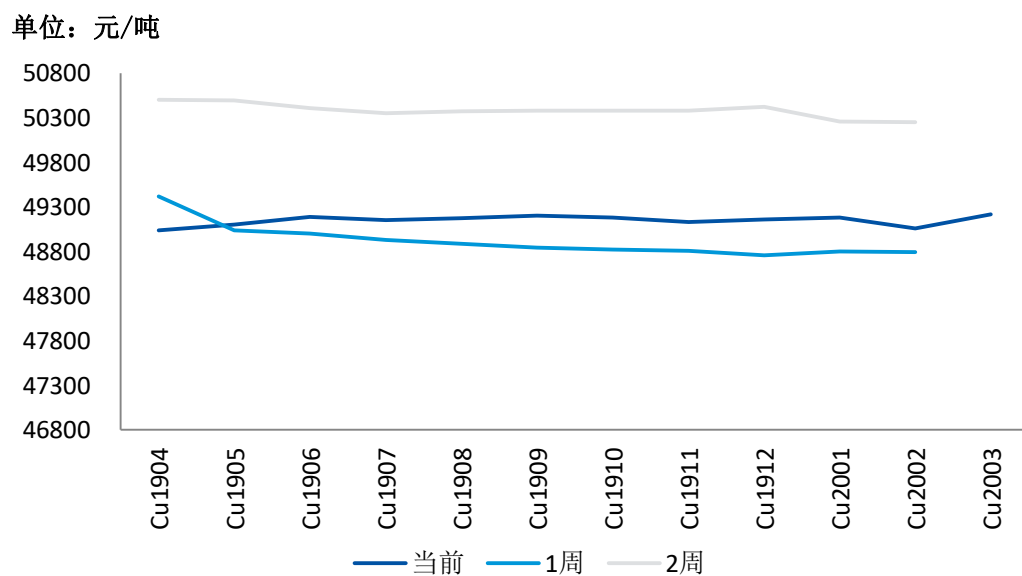
数据来源: Wind 南华研究

图 7、长江有色升贴水



数据来源:Wind 南华研究

图 8、沪铜期限结构



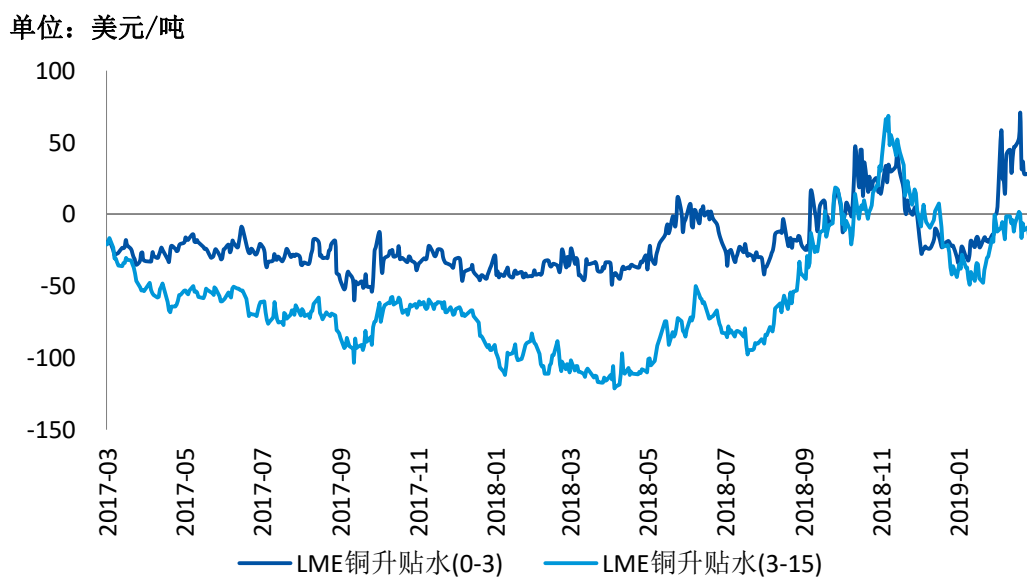
数据来源:Wind 南华研究

图 9、沪铜近月-三月



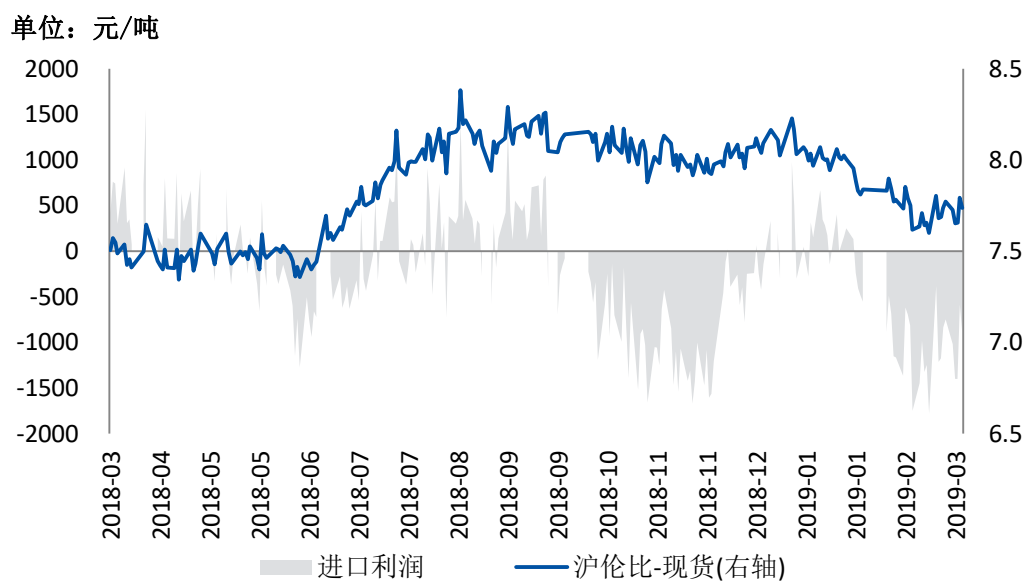
数据来源：Wind 南华研究

图 10、伦铜升贴水



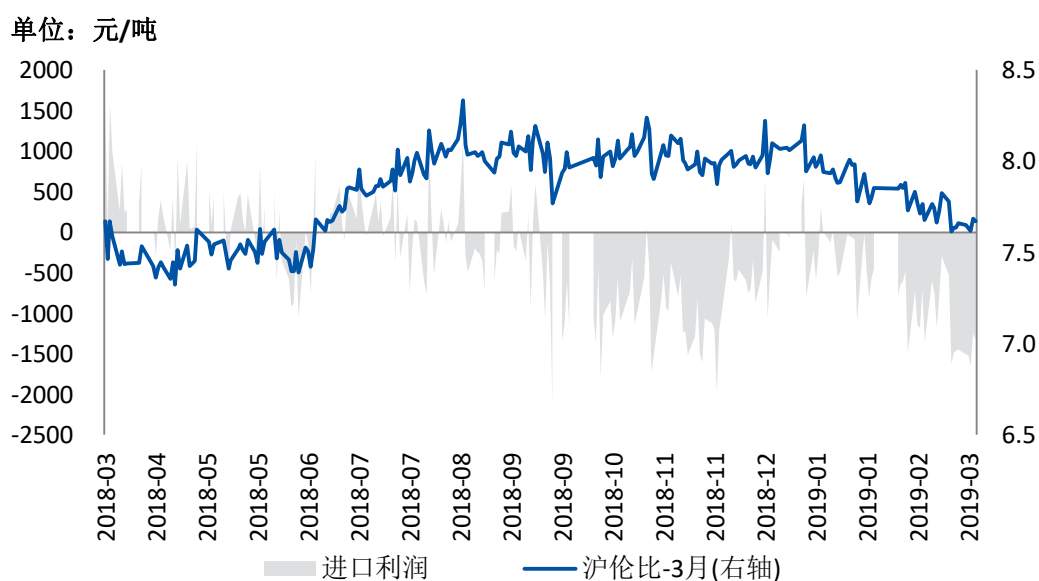
数据来源：Wind 南华研究

图 11、沪伦比-现货



数据来源：Wind 南华研究

图 12、沪伦比-三月



数据来源：Wind 南华研究

国际宏观情况

美国 1 月零售销售、核心耐用品订单数据向好，缓解了市场对经济的担忧，但新屋销售环比降 6.9%，低于市场预期。3 月联储议息或按兵不动，而且宣布在今年晚些时候结束缩表的可能性较大。同时，欧央行利率决议修改了利率前瞻指引，预计至少 2019 年底前维持利率不变，此前为 2019 年夏天前。美联储暂缓加息、欧央行释放鸽派信号，加剧了市场对全球经济增长的担忧，但美元上升势头放缓一定程度利好金属。

图 13、美元指数



数据来源:Wind 南华研究

国内宏观情况

中国 1-2 月规模以上工业增加值同比 5.3%，预期 5.6%，前值 6.2%。1-2 月城镇固定资产投资同比 6.1%，预期 6.1%，前值 5.9%。1-2 月社会消费品零售总额同比 8.2%，预期 8.2%，前值 9%。工业生产仍处弱势，但主要是受春节影响，但固定资产投资回暖，主要由地产和基建投资支撑，然地产投资高增长难以持续，因此经济仍有下行压力，但较预期仍有边际转好。3 月 15 日，国务院总理李克强表示，今年下决心要进行更大规模的减税降费。把增值税和单位社保缴费率降下来，减税降费红利近两万亿元。4 月 1 日就要减增值税，5 月 1 日就要降社保费率，全面推开。该措施将会对国内的经济的发展有较大提振作用。

中美贸易关系方面，美国总统周三表示不急于与中国达成贸易协议，强调协议中必须包括对知识产权的保护，这也是双方数月贸易谈判的主要症结。3 月 14 日上午 7 时，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦进行第三次通话，双方在文本上进一步取得实质性进展。3 月 15 日彭博报道，习特会最早可能在 4 月。目前来看，中美达成贸易协定的大方向没有改变。

供求关系情况

上周五铜精矿现货 TC 报 70-75 美元/吨，较上周小幅下滑。前期 CSPT 大型冶炼厂不愿接受低于长单价的现货 TC，但近期在 75 以下补货，说明认可未来铜精矿偏紧这一趋势。2018 年全球铜矿干扰率仅为 2%，若今年出现明显抬升，那么铜矿供应将受到影响，甚至可能出现负增长。

2019 年 2 月中国精铜产量 71.96 万吨，环比减少 2.25%，同比增长 2.19%。2 月仅豫光金铅受到当地环保压力，产量有微幅影响，余下炼厂未有检修发生。当下硫酸价格较好，弥补了部分铜精矿 TC 下滑所带来的压力；但多数冶炼厂表示节后下游恢复节奏弱于往年，厂内电解铜库存有积压现象。3 月，金川防城港将开始检修，但对当月产量影响有限，中国整体产量环比会有 6% 的回升。

印度最高法院在之前撤销了绿色法庭的一项指令，最高法院的驳回让 Vedanta 在印度南部的铜冶炼厂重启蒙上了阴影，该公司的复产计划受到阻挠。Vedanta 和政府消息人士表示，其公司正在销售泰米尔纳德邦的 Sterlite 冶炼厂铜精矿库存，希望削减去年 5 月份永久关闭的工厂的成本。可见 Vedanta 在原本上半年复产的计划宣告流产，且未来的复产之路也较为坎坷。

中国 2 月末锻轧铜及铜材进口量为 31.1 万吨，同比下跌 11.65%，1-2 月累计进口量为 78.9 万吨，低于去年同期的 79.4 万吨。2 月末锻轧铜及铜材进口量基本处于全年低位，因春节以及消费淡季影响。进口同比的下降一方面是因为进口窗口关闭，下游需求的薄弱令进口窗口关闭。另一方面，精废价差的扩大抑制了精铜的需求，未锻轧铜及铜材中精铜占比 70%。但今年前两月的进口量与去年大致持平，贸易商在 1 月的提前备货也是 2 月同环比下降的原因之一。

2019 年 1 月，中国共进口废铜 18.07 万实物吨，同比减少 8%。平均含铜品位 75.83%，折合金属量为 13.70 万吨，同比大增近 39%。1 月废铜进口金属量大超预期，主因废七类被禁后，六类废铜品位抬升所致。我们预计 2019 年上半年，禁止进口的废七类也将可由废六类替代，不会造成供给上的短缺。但下半年废六类转限后能否满足全部消费需求则充满不确定性。

据中电联数据，2018 年全国电网工程投资完成额 5373 亿元，累计同比上升 0.6%。2018 年全社会用电同比增加 1.9 个百分点，电力相关数据表现乐观。大部分线缆企业也表示 1 月底电网企业招标已经启动，年后提货的电力及漆包线订单已有所增加。但 1 月电线电缆开工率环比下滑，主要是因为消费淡季以及春节停工时间前移。预计 2 月开工率仍将处于低位，因为 2 月尚处于春节假期，但 3 月份以后将全面复工。

2 月中国汽车产销同比分别下降 17.4% 和 13.8%，增速大幅下滑，但新能源汽车产销同比分别增长 50.9% 和 53.6%。新能源汽车耗铜量是传统汽车的 3—4 倍，因此新能源汽车的高速增长一定程度抵消了传统汽车下滑对铜需求的拖累。而且考虑到发改委对于汽车未来消费的支持力度，汽车用铜消费不宜过度悲观。

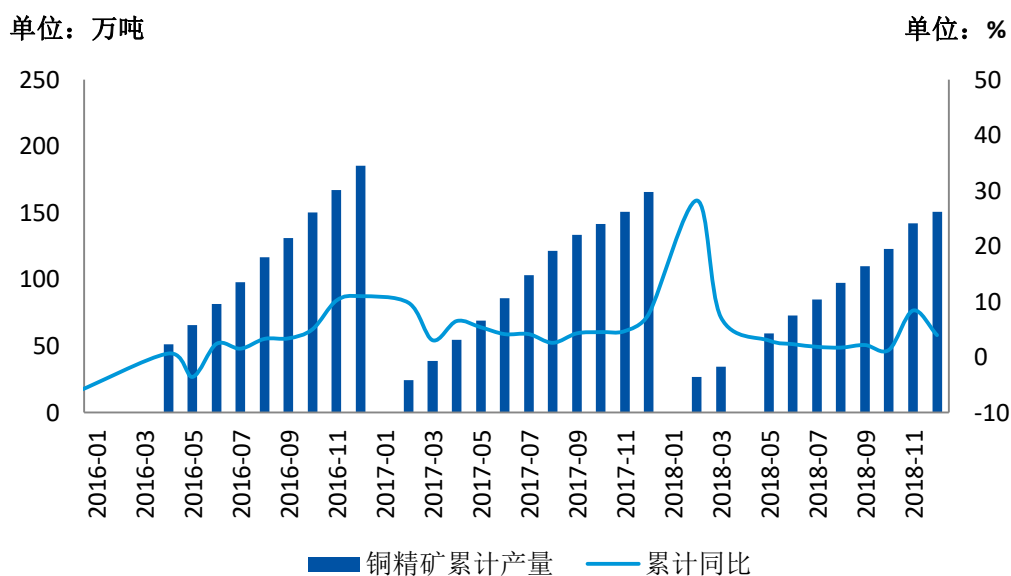
2 月铜杆企业开工率为 46.47%，环比上月下滑 19.83 个百分点，同比下

滑 1.2 个百分点。环比大幅下降，一是因为 2 月春节假期；二是因为精废价差拉大，废铜替代精铜；三是因为今年下游企业采购时间延后。预计 3 月铜杆开工环比回升，但同比下降，主要是因为今年终端回暖节奏放缓，而且精废价差扩大，废铜制杆挤占部分订单。

2 月份铜管企业开工率为 62.4%，环比下降 15.5 个百分点，同比下降 5.2 个百分点。2 月铜管企业开工率环比减少，一是因为 2 月春节放假，下游企业开工较晚；二是因为部分出口被前置；三是因为铜价上涨抑制企业生产积极性。3 月重点空调企业排产计划较去年同比增长 6.4%，3 月家电用管需求量有望增长，因此将带动铜管企业开工率上升。

上期所铜库存 26.46 万吨，环比增加 28432 吨；LME 铜库存 18.64 万吨，环比增加 69700 吨；COMEX 铜库存 4.96 万短吨，环比减少 3757 短吨。上海保税区铜库存环比增加 1.15 万吨至 54.15 万吨。贸易商集中交仓导致 LME 库存本周大幅增加将近 7 万吨。但市场对交仓已经存在预期，因此落地后对铜价影响有限。但库存绝对量的增加仍在短期压制铜价。

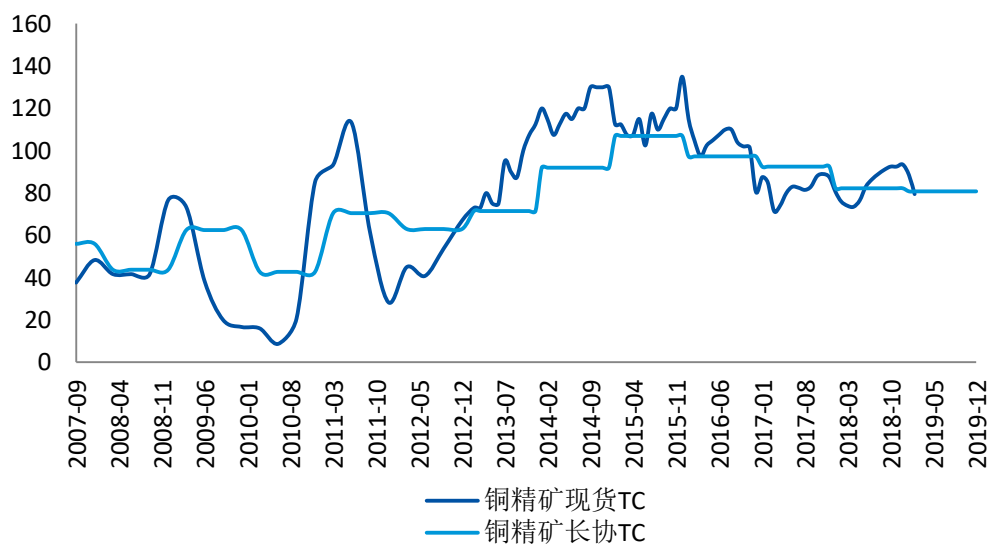
图 14、国内铜精矿产量



数据来源:Wind 南华研究

图 15、铜精矿现货加工费

单位：美元/吨

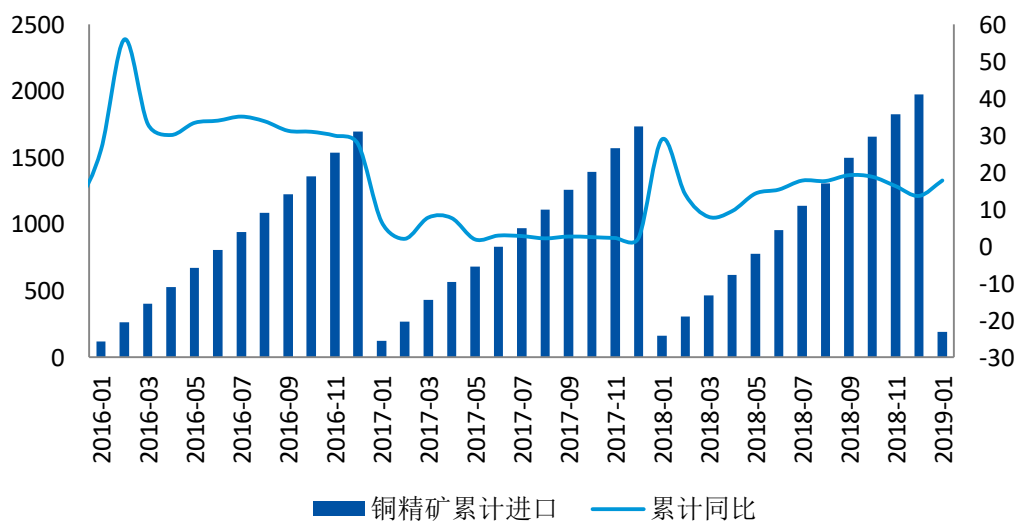


数据来源: Wind 南华研究

图 16、铜精矿进口

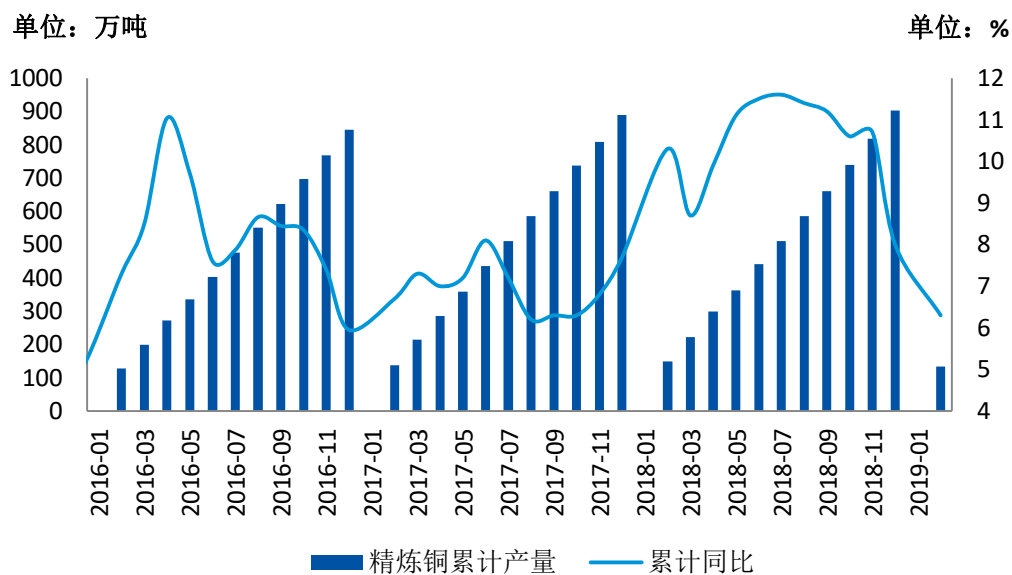
单位：万吨

单位：%



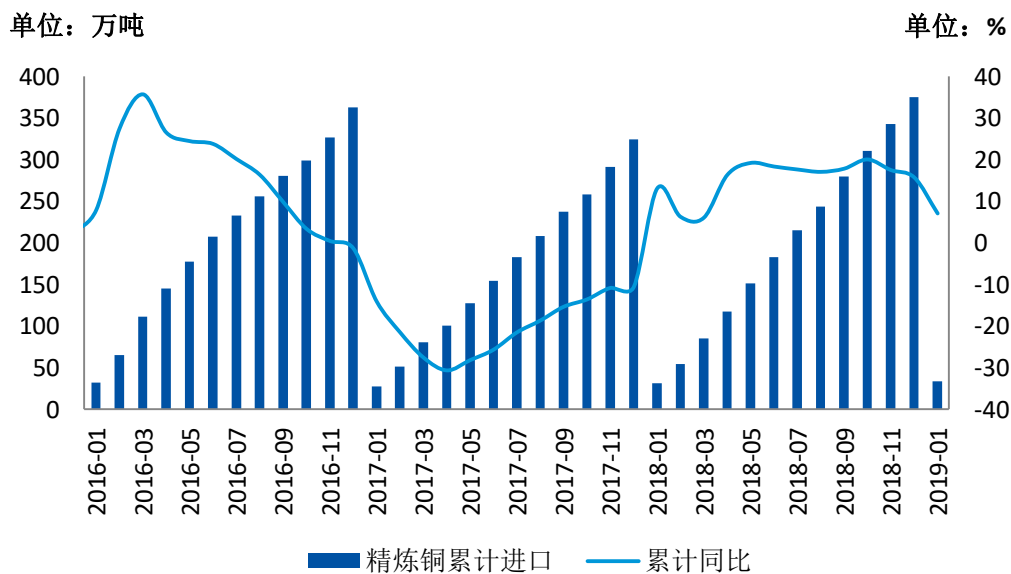
数据来源: Wind 南华研究

图 17、国内精炼铜产量



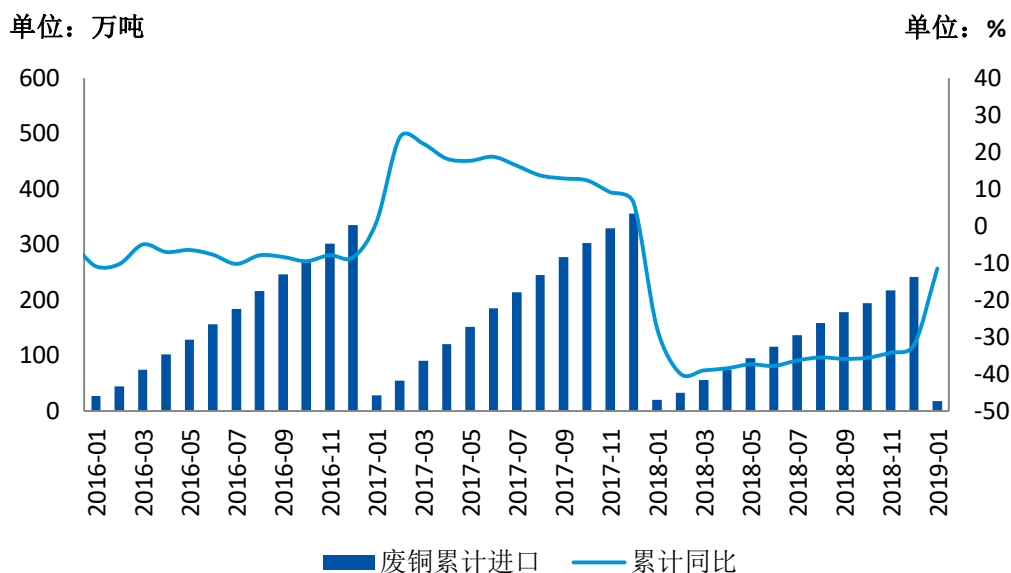
数据来源：Wind 南华研究

图 18、精炼铜进口



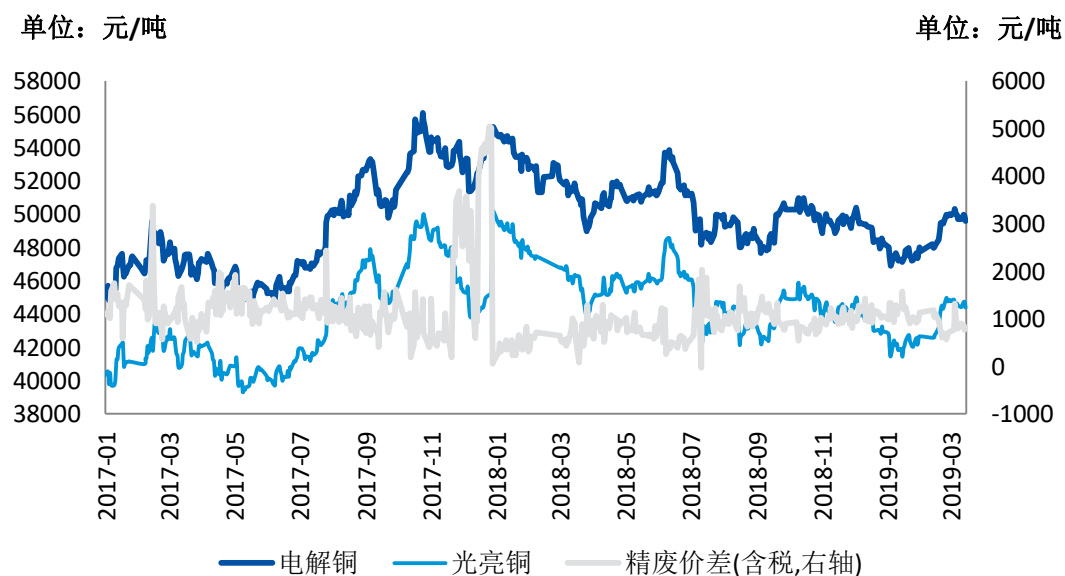
数据来源：Wind 南华研究

图 19、废铜进口



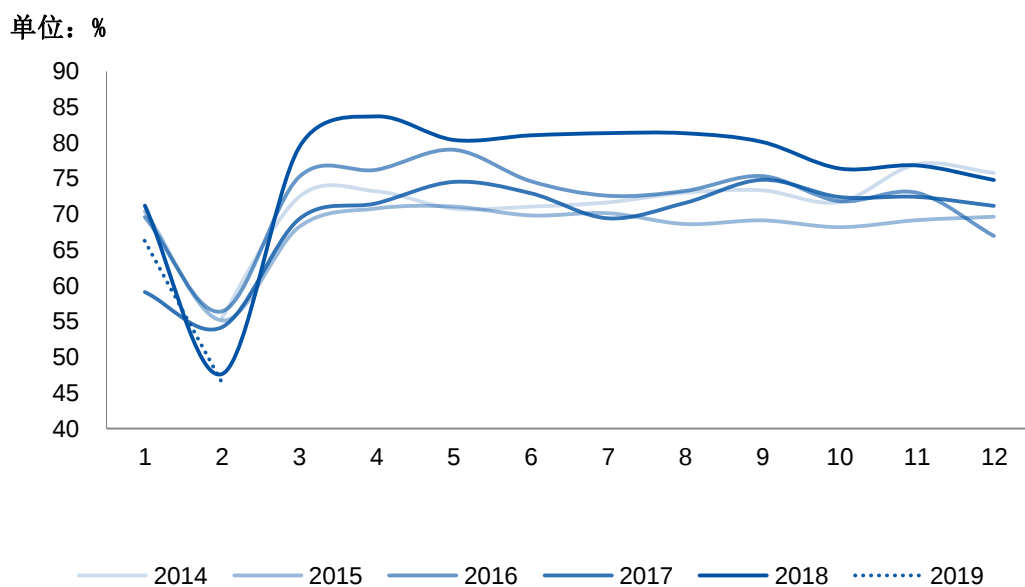
数据来源：Wind 南华研究

图 20、精废价差



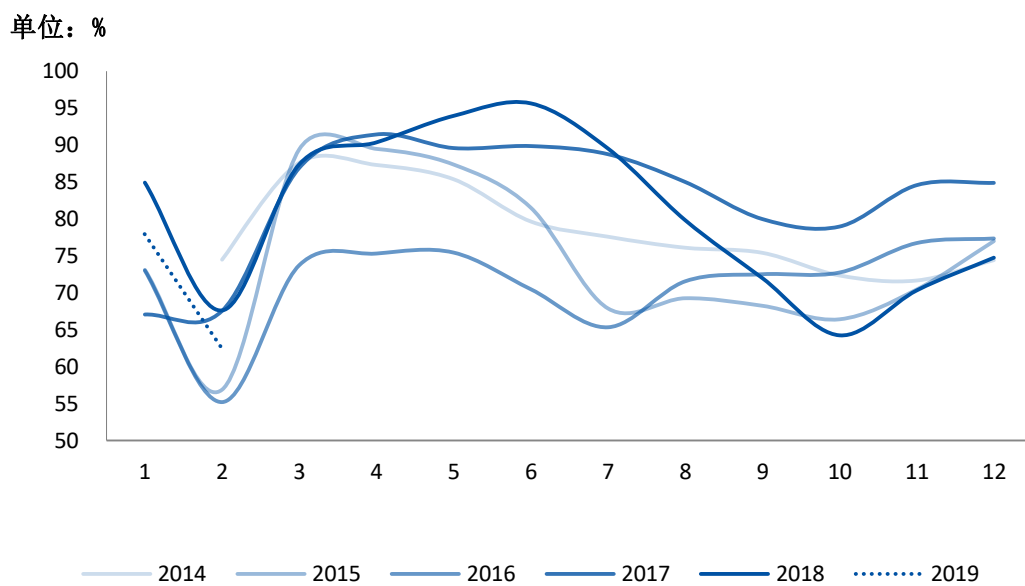
数据来源：Wind 南华研究

图 21、铜杆开工率



数据来源：SMM 南华研究

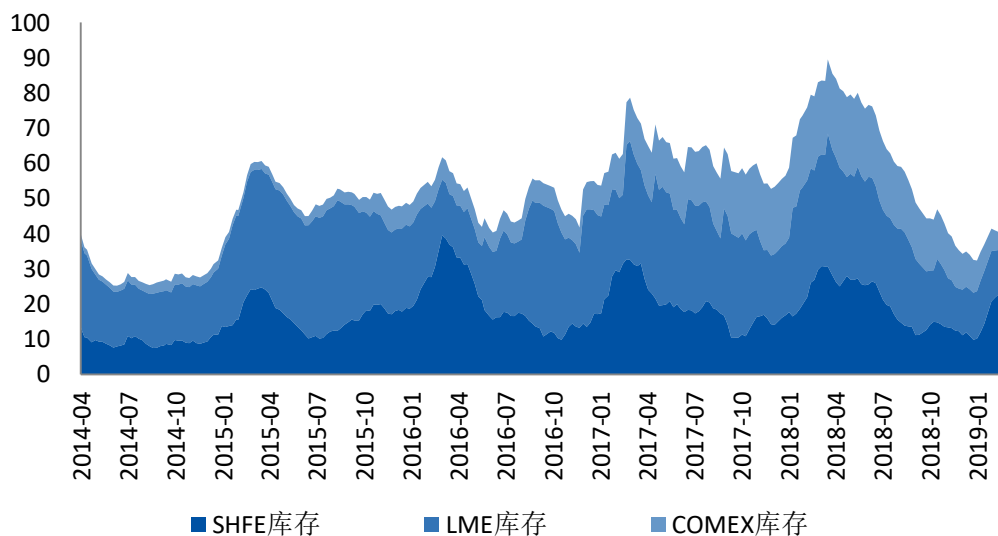
图 21、铜管开工率



数据来源：SMM 南华研究

图 23、铜三地库存

单位：万吨



数据来源：Wind 南华研究

图 24、铜保税区库存

单位：万吨



数据来源：Wind 南华研究

主要观点和操作建议

宏观方面，中国 1-2 月工业增加值同比增速跌至 17 年低位，经济仍处下行趋势，但固定资产投资回暖令市场对宏观预期边际转好，且增值税下调利好经济。中美贸易关系方面，特朗普表示不急于与中国达成贸易协定，但习特会面存在预期，中美达成贸易协定的大方向没有改变。供需方面，当前铜下游消费表现一般，而且精废价差拉大抑制精铜消费，上周 LME 库存也是大幅增加，短期建议谨慎为主，区间操作为宜。但中长期看，铜矿干扰率大概率提升，加之二季度冶炼厂检修、停产较为频繁，因此一旦下游需求回暖以及宏观预期转好，铜价上涨的概率更大，建议中长期多单逢低介入。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

嘉兴市南湖区文桥路 505 号融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话: 0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话: 0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话: 0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话: 0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话: 010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话: 024-22566699

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连
期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话: 0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话: 0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话: 0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心
2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82577909

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话: 025-86209875

济南营业部

山东省济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室
电话: 0531-80998121

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变更，在任何情况下，我公司报告中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。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华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了南华期货公司的立场，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南华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。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、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“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net