

# 沪铜季报

## 供应释放还需时间 铜价将呈倒V型走势

陈敏华

金属研究员

投资咨询号: Z0012670

电话:

0571-28132578

邮箱: chenminhua@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物资大厦

1125室、1127室、12楼和16楼

全国统一服务电话:

4006-728-728

信达期货网址: www.cindaqh.com

### 核心观点

三季度以来,在中美贸易战升温激化,叠加中国宏观经济数据偏弱压制下,铜价持续单边下行,此间,强势美元一度引起新兴国家货币危机,拖累市场风险偏好,加速铜价深跌,伦铜创 5773 美元/吨新低,沪铜主力亦创 47040 元/吨年内新低。随着近期中美贸易战阶段性落定,市场风险偏好有所回升,铜价深跌反弹。截止 9 月 27 日,沪铜主力收于 50130 元/吨,录得带长下影线的阴线。

就供需基本情况而言,三季度国内需求淡季表现稳定,尽管汽车、空调表现较差,但是电线电缆表现稳健,且房地产保持韧性,叠加精废价差维持低位,精铜替代废铜消费,导致国内库存逆季节性大幅去化,现货端亦保持稳健,整体维持升水结构。此外,由于三季度环保导致企业检修较少,产量环比下降,进口维持高位,带动海外持续大幅去库。但是,由于贸易战以及对中国经济下行担忧,基本面让位宏观,铜价弱势难改。。

四季度来看,在 12 月份新增产能有限释放产量之前,国内精铜供应依旧维持偏紧格局,且周边地区如保税区流通货源减少,进口难以维持高位,而需求端目前保持稳健,供需格局继续收紧,库存去化,将支撑铜价维持偏强反弹势头。而随着后续产能集中释放,将促使供需格局发生逆转,铜价四季度料将维持前高后低走势。此外,贸易战的进展将持续影响市场表现,整体料将维持 48000-56000 区间震荡。

操作上以区间操作为主,10 月沪铜 1812 合约可于 49000 元/吨附近轻买入,若能反弹至 53000 元/吨上方,可择机轻仓试空。

## 一、基本面分析

### 1. 全球供需平衡

**ICSG: 今年1-6月全球精铜短缺5.1万吨, 上年同期为短缺14.8吨。**

根据国际铜业研究小组最新数据, 6月全球铜精矿产量为170.8万吨, 同比增长3.69%, 1-6月累计产量为1001.7万吨, 同比增长4.08%。6月全球精炼铜产量为195.3万吨, 同比增长1.43%, 1-6月累计产量为1171.1万吨, 同比增长1.57%。6月全球精炼铜消费量为199.8万吨, 同比增长0.10%, 1-6月累计消费量为1176.2万吨, 同比增长1.14%。6月全球供应小幅短缺4.5万吨, 1-6月累计短缺5.1万吨。

另外, 根据ICSG最新预测, 2018年全球精铜消费增速提升至3%, 约2446.8万吨, 而供应增速为4.3%, 约2451.1万吨, 全球精铜小幅过剩4.3万吨, 此外, 全球铜精矿供应增速回升到3.2%至2067万吨。对于2019年来看, 受益于铜精矿供应增速放缓, 全球精铜供需格局进一步改善, 其中铜精矿供应增速约0.4%, 精铜供应增速为0.6%, 而需求增速依旧保持2.2%的稳定增长, 全球精铜供应将出现约33万吨的供应缺口。

而对2017年全球精铜供需来看: 全球铜精矿2017年累计产量2002.8万吨, 累计同比下降1.6%; 全球精炼铜全年累计产量2350.3万吨, 累计同比增长0.7%, 其中, 原生精铜累积产量为1940.1万吨, 同比增长0.27%, 再生精铜产量为413.1万吨, 同比增长3.36%; 全球精铜全年累计消费2375.8万吨, 累计同比增长0.7%。可以发现, 2017年, 全球精铜市场整体呈现供需边际收紧趋势, 供应累计短缺呈现逐步放大。缺口扩大的主要原因是世界精炼铜供应增长缓慢, 尤其原生精炼铜供应增速放缓所致, 相比而言, 再生精炼铜填补了部分供应缺口。原生精炼铜产量的下降最直观的因素是全球铜精矿供应缩减所致。

**表1: ICSG 全球精炼铜供需平衡**

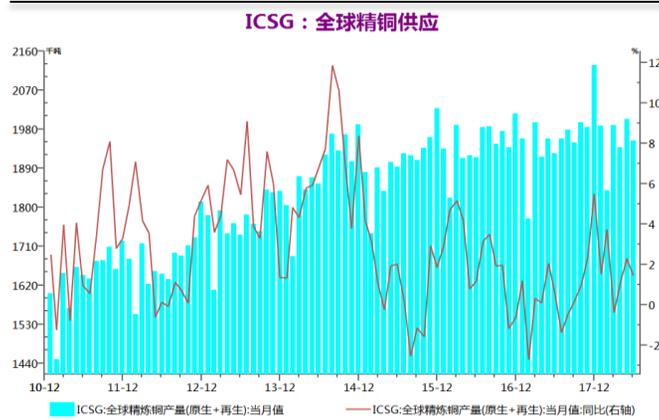
单位: 千吨

ICSG 全球精炼铜供需平衡					
日期	铜精矿产量	精炼铜产量	精炼铜需求	供需平衡	
2014年	18,426	22,491	22,922	-431	
2015年	19,168	22,871	23,077	-206	
2016年	20,357	23,337	23,600	-263	
2017年	20,000	23,504	23,755	-251	
2017年	9,608	11,527	11,628	-101	
2018年	10,017	11,711	11,762	-51	
	3月	1,696	1,990	65	
2018	4月	1,643	1,944	-105	
	5月	1,749	2,023	-31	
	6月	1,708	1,953	-45	
2018年E	20,670	24,511	24,468	43	
2019年E	20,758	24,664	24,995	-331	

资料来源: ICSG, 信达期货研发中心

图 1：全球精炼铜供应

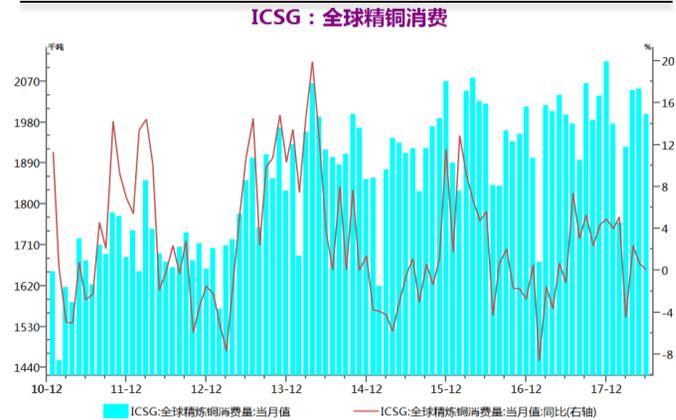
单位：千吨



资料来源：ICSG，信达期货研发中心

图 2：全球精炼铜消费

单位：千吨



资料来源：ICSG，信达期货研发中心

## 2. 国内供需平衡

2018 年三季度，国内精铜供需整体呈现相对偏紧局面，国内库存逆季节性大幅去化。1-8 月精炼铜直接供应累积为 831.37 万吨，其中国产精炼铜为 584.3 万吨，同比大幅增长 11.4%，不过，7-8 月由于环保因素导致冶炼厂开工率下降，产量出现环比下降。1-8 月累计进口 227.6 万吨，同比增长 22.09%，进口量一直维持较高水平。1-8 月国内表格消费量为 831.37 万吨，同比大幅增长 26%。总体来看，三季度，由于今年废铜使用减少，使得精铜消费大幅增长，国内库存逆季节性持续去化。此外，国内精铜产量保持两位数增长，但依旧无法满足国内消费，精铜大量进口也带动海外库存去化。四季度而言，国内冶炼产能集中释放，供应压力将出现明显上升。而需求端，在经济下行压力和贸易战背景下，汽车、家电行业表现偏弱，房地产的高开工也难以持续维持，仅基建带来的电力投资将托底电线电缆对精铜消费。整体供需格局将从三季度的阶段性转好变为阶段性转弱。

表 2：国内精炼铜月度供需情况

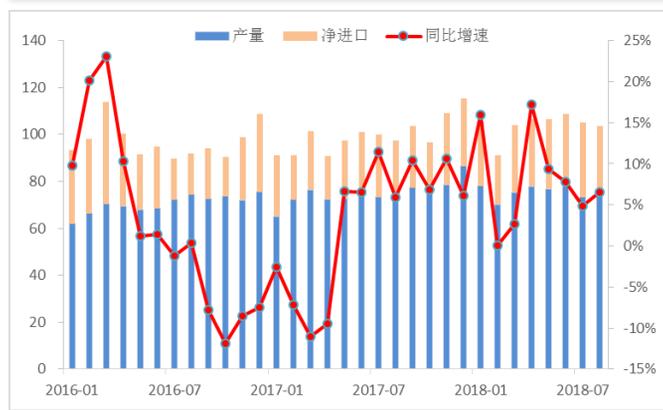
单位：万吨

指标名称	精铜月产量	精铜月进口量	SHFE 库存	上海保税区库存	表观消费量
2017-12	86.50	28.75	15.05	45.67	115.25
2018-01	77.20	27.61	16.42	44.37	104.81
2018-02	71.10	21.06	21.85	50.57	92.16
2018-03	75.30	28.64	30.62	44.87	103.94
2018-04	77.80	28.56	24.97	44.07	106.36
2018-05	76.70	30.00	26.84	47.20	106.70
2018-06	77.60	31.30	26.40	50.30	108.90
2018-07	73.20	31.70	19.71	48.90	104.90
2018-08	74.90	28.70	13.80	43.60	103.60

资料来源：Wind，信达期货研发中心

图 11: 中国精炼铜供应

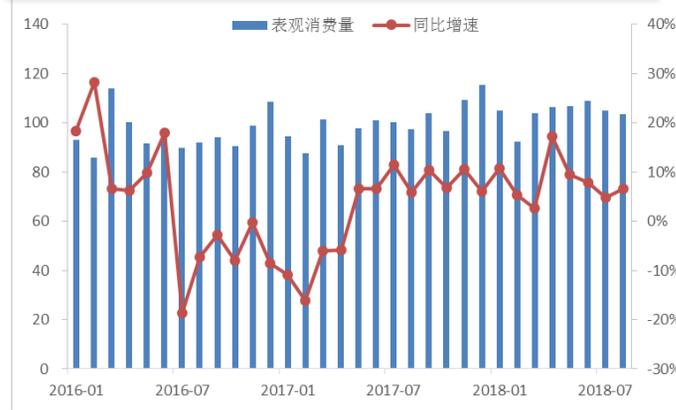
单位: 万吨



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

图 12: 中国精炼铜需求

单位: 万吨



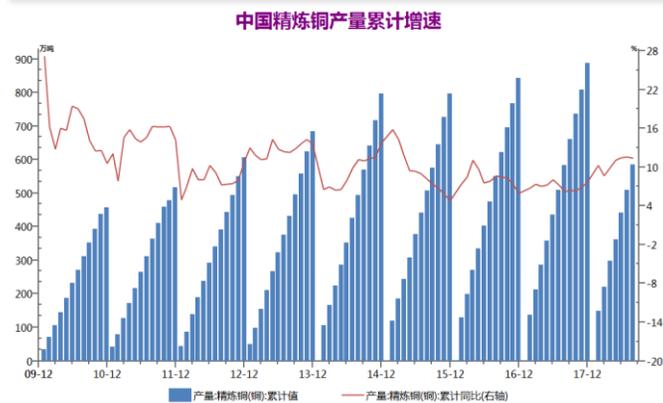
资料来源: Wind, 信达期货研发中心

### 3. 国内铜供给结构。

国内精铜供应结构中，主要包括国内冶炼铜、进口精铜、进口废铜三大块。2018 年 1-8 月，国内冶炼精炼铜产量为 584.3 万吨，同比增长 11.4%，但是 7-8 月产量受环保及检修影响，出现环比下降；1-8 月进口精铜 227.6 万吨，同比增长 22.09%，前期进口窗口持续打开，进口维持高位；废铜进口量为 144.7 万吨，同比大减 40.92%，但是废铜含铜量大幅提升，实际废铜含铜量减少远小于实物减少比例。可以发现，三季度国内精铜供应构成中，国产精铜产量尽管同比保持两位数增长，但是环比下降，且废铜进口受政策影响，保持稳定，而精铜进口却呈现明显增长，以弥补国内供应缺口。此外，国内库存逆季节性大幅去化，也进一步验证该现象。四季度而言，一方面，国内新增产能要等到 11 月之后才能有效释放，在此之前国内供应依旧偏紧，库存将持续去化，且保税区等库存已下降至 40 万吨下方，周边可流通货源有限。我们预计 10-11 月整体供应格局将在短期推动铜价再上一个台阶。

图 13: 中国精炼铜产量累积同比

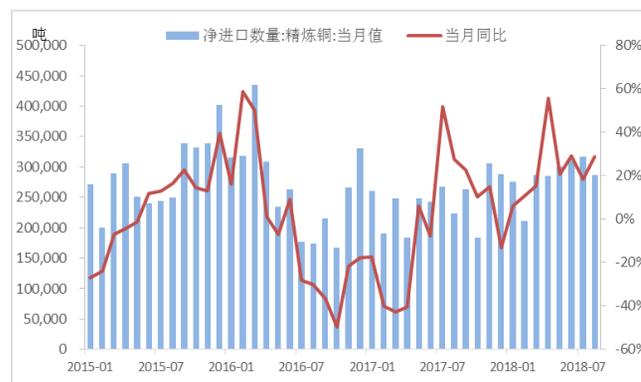
单位: 万吨



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

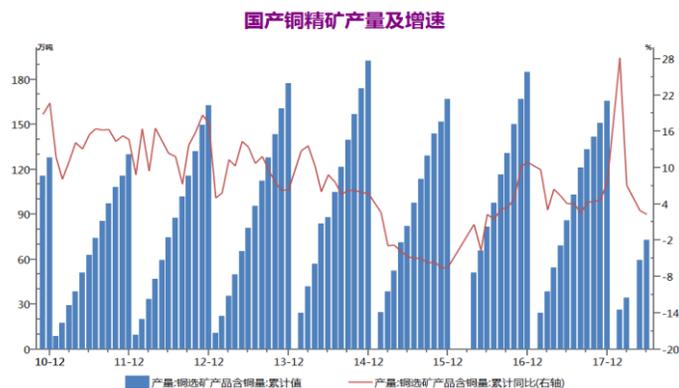
图 14: 中国精炼铜进口累积同比

单位: 吨



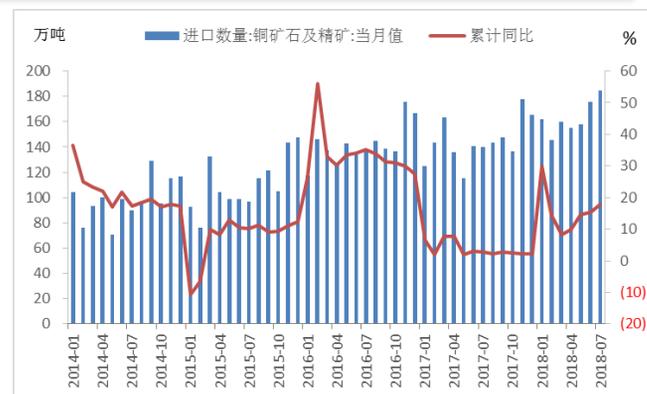
资料来源: Wind, 信达期货研发中心

图 15: 中国铜精矿产量累积同比 单位: 万吨



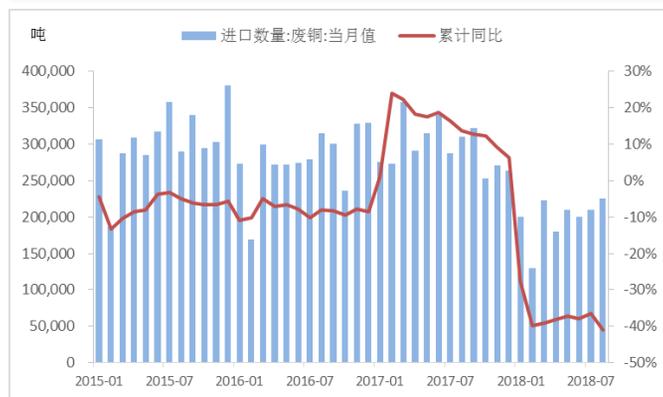
资料来源: Wind, 信达期货研发中心

图 16: 中国铜精矿进口累积同比 单位: 万吨



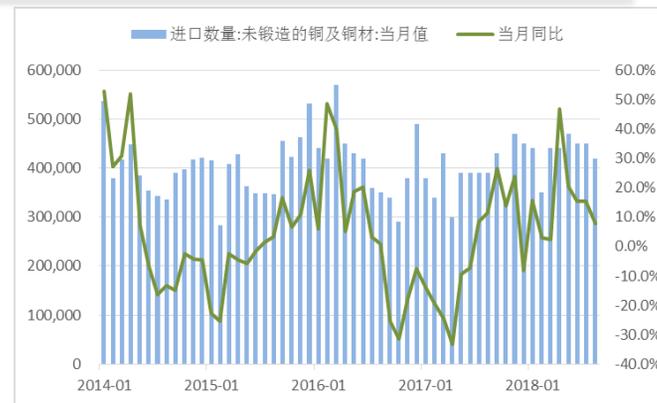
资料来源: Wind, 信达期货研发中心

图 17: 中国废铜进口累积同比 单位: 吨



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

图 18: 中国未锻造铜及铜材进口累积同比 单位: 吨



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

#### 4. 矿山罢工威胁已去 供应阶段性处于宽松

2017 年原料端铜精矿供应偏紧成为影响全年铜价的一个关键因素，尤其是 2017 年一季度全球相继主要矿山的罢工，进一步加剧了铜精矿供应偏紧格局，仅使得铜精矿加工费（TC/RC）整体走势承压，对铜价形成显著支撑。据不完全统计，2017 年矿山罢工已经造成共计 30 万吨铜精矿的减量，这也使得全球铜精矿供应自 2002 年以来首次出现同比下降，2017 年全球铜精矿产量同比下降 1.88% 至 1998.3 万吨。

矿山	控制人	罢工时间	结束时间	持续天数	影响产量（万吨）
Escondida	必和必拓	2月9日	3月24日	43	20
Cerro Verde	自由港	3月1日	3月30日	21	4
Grasberg	自由港	5月1日	6月30日	61	5
Cuajone、Toquepala	墨西哥铜业	4月10日	4月19日	10	1

回顾历史可以发现，每一次铜价在经过熊市企稳反弹后，铜价的上涨往往会带来矿山企业罢工风险的提升。追其原因在于铜价下跌周期内，企业纷纷缩减开支，降低成本，工人薪资长期没有明显提升。而当铜价上涨企业利润上升后，工人开始迫切希望能分享铜价上涨带来的收益，导致铜价上涨阶段矿山端的劳资纷争会快速积累并爆发。

从我们跟踪的情况来看，上半年并没有出现之前市场普遍预期的罢工潮，也使得铜精矿供应今年以来比较稳定，尤其4月份印度铜冶炼厂关停后，之前紧张的局面明显有所缓解。虽然说 Escondida 矿山从6月份开始就对全球铜精矿市场造成极大不确定性，但是经过两个月的漫长谈判，最终得以和解。四季度虽有几家矿山劳工合同到期，但预期不会形成显著影响，铜精矿供应平稳。

**表4：四季度矿山扰动显著降低**

矿山	地区	公司	合同到期	2018年预期产量（万吨）
Escondida	智利	BHP	2018年6月	128.5
Caserones	智利	Lumina Copper	2018年7月	15.5
Andina	智利	Codelco	2018年8月	21.5
Cerro Colorado	智利	BHP	2018年8月	7.1
Cerro Verde	秘鲁	Freeport	2018年9月	47.9
Centinela	智利	Antofagasta Minerals	2018年10月	27
EI Teniente	智利	Codelco	2018年10月	41.5
MM Hales	智利	Codelco	2018年11月	18.6

资料来源：Wood Mackenzie，信达期货研发中心

而下半年铜精矿市场而言，受益于上半年低干扰率的影响，叠加铜价反弹企业投资意愿加大，全球铜精矿生产保持稳定增长。可以发现，从最新的 ICSG 月报的数据已经有所体现，其中，铜精矿6月产量为170.8万吨，同比增长3.69%，而之后并无企业罢工减产，也无自然灾害发生，后续将保持稳定增长。目前来看，各大主要铜输出国均保持较高产量，铜精矿供应偏紧预期已被证伪。

从国内现货铜精矿加工也能直观体现这一变化，现货加工费（TC）从4月初的70-77美元/吨持续反弹至目前的88-93美元/吨，加工费均值上涨近17.5美元/吨。目前市场焦点在四季度铜精矿加工费的谈判中，此外，中国铜原料联合谈判小组（CSPT）上周五敲定四季度TC/RCs地板价为90美元/吨，9.0美分/磅，去年四季度，TC/RCs敲定在每吨95美元和每磅9.5美分。而10月8日召开的LME WEEK以及上海CESCO

会议将直接决定 2019 年加工费的涨跌，这也对后续国内新增冶炼厂的投放 实质性影响

图 8: 四季度铜精矿供应宽松 加工费维持在 90 美元上方

单位: 美元/吨



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

#### 5. 新增产能投放 但实际产量释放在 11 月之后。

今年二季度末, 国内共有 3 家铜企新增产能投放; 分别是金昌冶炼厂 10 万吨, 西矿青海铜业有限公司 10 万吨, 和中铝东南铜业有限公司 40 万吨, 合计 60 万吨新增产能。而此前一季度, 已有 25 万吨产能投放。随着这三家冶炼厂产能逐步达产, 将推动国内精铜产量逐步上升, 下半年产量有望创新高。叠加其他几家前瞻待投产产能, 下半年国内精铜供应宽松局面比较确定。

不过, 从企业的投产和产量爬坡周期来看, 12 月开始国内产量将开始出现明显增长, 供应的高峰期将在 2019 年第一季度, 而届时则是铜需求的淡季, 因此, 铜价格的基本面低点或在 2019 年第一季季度。

表 5: 2018 国内冶炼厂新增产能统计

单位: 万吨

冶炼厂名	新建精炼产能	总精炼产能	原料	投产时间
山东祥辉铜业有限公司	10	10	废铜/粗铜	2017 年 3 月
葫芦岛宏跃集团	15	15	铜精矿	2017 年 11 月
江铜富冶和鼎铜业有限公司	15	35	铜精矿	2017 年 8 月
宁波世茂铜业股份有限公司	10	10	废铜/粗铜	2017 年 3 月
合计	50	70		

冶炼厂名	新建精炼 产能	总精炼 产能	原料	投产时间
中国黄金（三门峡）	15	35	铜精矿	2017年12月
灵宝黄金股份有限公司（金城冶金）	10	10	铜精矿	2018年2月
金昌冶炼厂	10	10	铜精矿	2018年6月
西矿青海铜业有限公司	10	10	铜精矿	2018年5月
中铝东南铜业有限公司	40	40	铜精矿	2018年6月
山东恒邦股份有限公司	15	32	铜精矿	2018年9月
山东烟台润铜业	4（粗炼）	10	铜精矿	2018年
豫光金铅	10	20	铜精矿	2018年
广西南国铜业有限公司	30	30	铜精矿	2018年下半年
瑞昌西矿	20	20	铜精矿	2018年
<b>合计</b>	<b>160</b>	<b>217</b>		

资料来源：SMM，信达期货研发中心

三季度，受环保影响，冶炼厂检修明显增多，行情开工率有所下降。四季度来看，环保因素边际减弱，而企业自身安排检修也相对有限，行业开工率将有所回升。

表 7：2017 年国内冶炼厂检修情况统计

单位：万吨

2018 年国内冶炼厂检修情况统计				
公司名称	检修时间	产能（万吨）	检修环节	影响产量
江西新金叶	6月	5	检修	0.3
南方有色	6月	10	检修	0.3
上饶金汇	6月	6	检修	0.4
上饶和丰	6月	5	检修	0.4
湖南五矿	7月1日-16日	10	检修	0.48
浙江富冶	7月	36	限产	1.5
金玺铜业	7月	10	限产	0.09
江西铜业	7月	100	限产	0.5
云南锡业	8月	10	检修	*
吉林紫金	8月	12	计划检修	*
赤峰云铜	8.1-8.30	20	粗炼检修	0.5
山东恒邦	8.1-8.30	15	检修	0.47
侯马冶炼	8.10-8.30	10	检修	0.4
山东方圆	9.1-9.30	55	粗炼	1
中原黄金	9.1-9.30	35	粗炼	0.3

资料来源：我的有色，信达期货研发中心

## 6. 国内需求分析

三季度，作为国内的消费淡季，但整体表现季节性波动平缓，下游淡季下滑幅度相对有限。占据一半消费的电线电缆行业，虽然投资增速大幅下滑，但从企业开工情况来看，并没有明显下滑，反而出现同比增长，且下半年基建投资有望发力，将支撑精铜消费；不过，汽车、空调行业今年表现疲软，尤其空调行业，产销出现负增长，对下游铜管消费形成一定拖累，如 2016-2017 年火爆行情可能难现；房地产行业依旧表现韧性，虽然调控一直加大，但从销售、开工和投资，三季度都未出现显著下滑，反而呈现一定增长。整体来看，下游需求保持稳定。而四季度来看，除了电线电缆行业由于基建投资发力带来增长外，家电、房地产承压，汽车行业料将难有明显亮点。

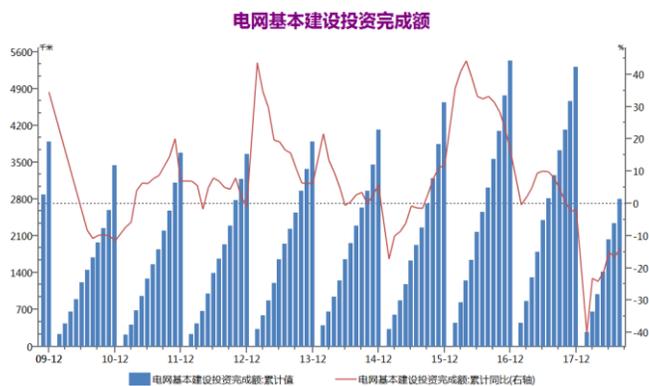
1、电线电缆：1-8 月，电网基本建设投资完成额累计为 2803 亿元，同比下降 13.7%，环比降速缩窄 2.9 个百分点。可以发现，近几个月，地方政府发债速度明显加快，各地基建项目争相上马，基建托底经济意图明显，四季度基建发力有望对宏观经济下行压力形成一定支撑，也将对铜杆消费形成明显利好。据 SMM 调研数据显示，8 月份铜杆企业开工率为 81.35%，环比略降 0.02 个百分点，同比大增 9.74 个百分点。预计 9 月铜杆企业开工率为 78.20%，环比下降 3.15 个百分点，同比增加 3.36 个百分点。。

2、空调行业：8 月国内调产量为 988.4 万台，同比大幅下降 15.9%，销售 993.6 万台，同比大幅下降 17.2%，可以发现，7 月份之前，空调行业依旧保持火爆，产销都保持在两位数增长，但是 7-8 月夏季由于并未出现高温天气，使得销售大幅不及预期，叠加房地产销售的延后影响，空调行业开始呈现产销负增长。四季度来看，作为季节性淡季，且之前产业链堆积的库存，使得四季度空调行业难有表现。

3、汽车行业：8 月份汽车产量为 199.99 万辆，同比下降 4.2%，1-8 累计产量 1813.47 万辆，同比增长 2.58%；汽车销量为 210.34 万辆，同比下降 3.75%，1-8 月累计销售 1809.61 万辆，同比增长 3.34%。可以发现，汽车行业今年来表现疲软，8 月跟随如此。不过受益于能源汽车的推广和普及，其用铜密度的提高将进一步提振整体用铜量的提升。汽车行业对精铜消费大体保持稳定，但难以贡献增量。

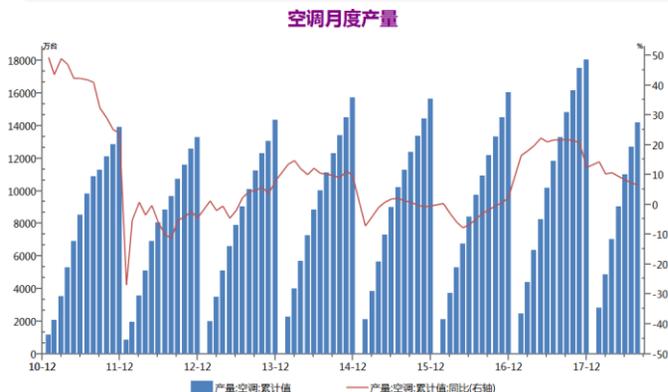
4、房地产：1-8 月，全国商品房销售面积累积为同比增长 4%，环比下降 0.2 个百分点；房屋新开工面积累积同比增长 15.9%，环比增加 1.5 个百分点；房屋施工面积累积同比增长 3.6%，环比略微增长 0.6 个百分点。数据来看，虽然房地产调控越来越严厉，但跟踪的数据来看，房地产依旧韧性十足，近期销售数据也有所反弹，投资增速和新开工面积增速依旧维持两位数，我们认为虽说房地产调控压力依旧存在，，但考虑的目前内宏观情况，以及房地产自身的结构问题，年内很难出现明显下行，但是房地产处于下行周期比较确定，下半年料将继续承压。

图 21：中国电网投资完成额：累计值 单位：亿元



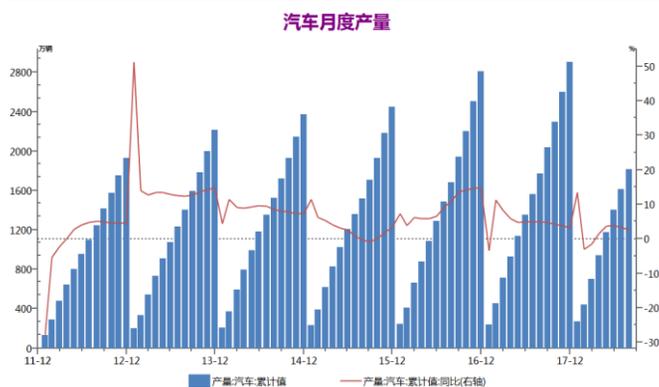
资料来源：Wind，信达期货研发中心

图 22：中国空调产量：累计值 单位：万台



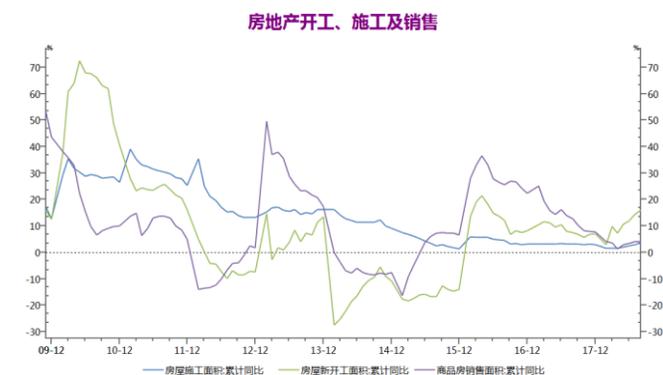
资料来源：Wind，信达期货研发中心

图 23：中国汽车产量：累计值 单位：万辆



资料来源：Wind，信达期货研发中心

图 24：房地产开工、施工面积 单位：%



资料来源：Wind，信达期货研发中心

### 三、市场结构分析

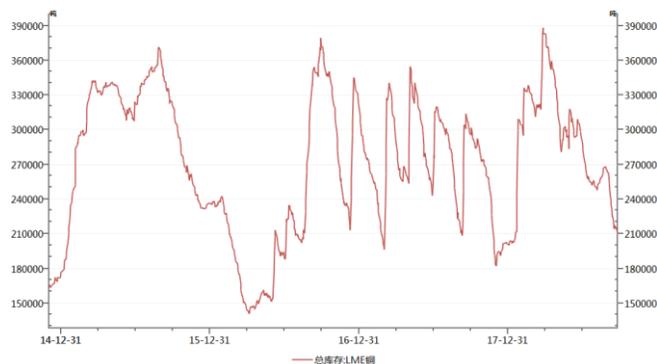
#### 1. 全球库存

截止 9 月 27 日，全球三大交易所库存较二季度末大幅下降 28.09 万吨至 48.08 万吨，对比去年同期下降 13.85 万吨，处于相对偏低水平。其中 LME 库存减少 8.36 万吨至 21.09 万吨，COMEX 库存减少 4.43 万吨至 15.89 万吨，SHFE 库存下降 15.29 万吨至 11.1 万吨。另外，中国保税区库存三季度也大幅下降 9.6 万吨至 40.7 万吨。

全球库存来看，3 月底开始了新一轮季节性去库，但是随着的 7-8 月传统消费淡季，全球库存依旧逆季节性大幅去库，尤其是国内库存，7 月份以后加速去化。我们认为主要是因为国内废铜限制导致精铜对废铜的替代，叠加新增产能还未释放，全球处于被动去库阶段。四季度预计还将持续去库。

图 25: LME 铜库存

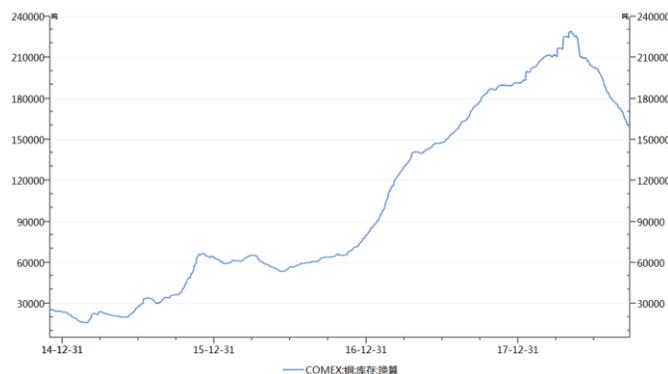
单位: 吨



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

图 26: COMEX 铜库存

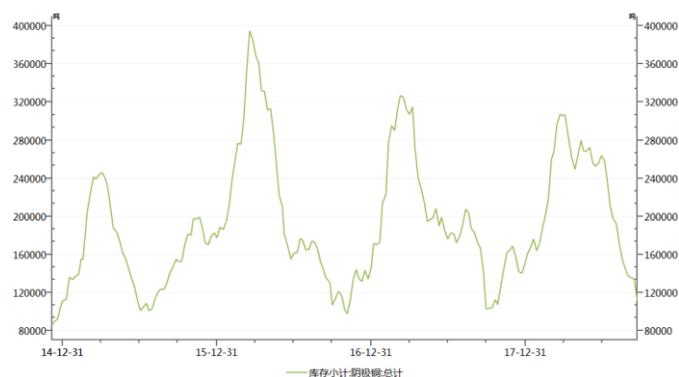
单位: 吨



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

图 27: SHFE 铜库存

单位: 吨



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

图 28: 上海保税区铜库存

单位: 万吨



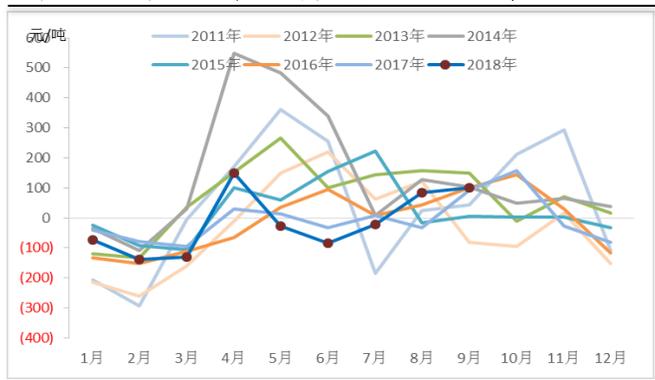
资料来源: 我的有色网, 信达期货研发中心

## 2. 现货升贴水

国内现货升贴水今年三季度来看, 不仅环比显著上升, 而且也处于近几年同期相对偏高水平。对于国内现货升贴水来说, 与库存类似, 具有显著的季节性, 一般在 4-5 月位于年内最高水平, 随后持续走低。但是今年受库存逆季节性大幅下降支撑, 7 月以来, 现货逐步走强, 9 月中旬现货升贴水一度走高至 300 元/吨高位水平。后续来看, 基于我们对库存持续下降的预期, 升贴水将继续维持偏强格局, 现货升水将是常态, 真正走低还需等到国内新增产能释放之后, 国内库存开始累积。

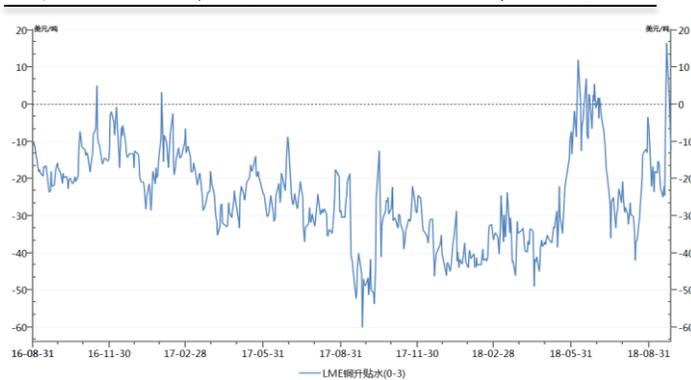
而就 LME 的升贴水来看, 虽然库存一直处于去库阶段, 但是现货升贴水也在 7 月份以后才明显回暖, 从之前的贴水 40 美元水平回升到目前平水, 乃至小有升水结构。整体而言, 海外铜供需相对稳定, 而国内由于还处于阶段性去库, 将带动 LME 持续去库, 有望支撑 LME 现货表现, 四季度 LME 现货有望维持升水结构。

图 29: 上海 1#铜升贴水月均值 单位: 元/吨



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

图 30: LME 铜升贴水 单位: 美元/吨



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

### 3. 铜精矿加工费 (TC/RC)

三季度国内冶炼厂由于环保因素检修较多, 行业开工率较低, 而海外铜精矿供应比较稳定, 市场普遍担心的 Escondida 矿山罢工问题也圆满解决, 全球铜精矿供应充足, 国内现货加工费也持续上涨至 88-93 美元/吨。而就四季度而言, 铜精矿的供需格局还未发生变化, 整体供应依旧宽裕, 加工费料将维持高位。

此外, 中国铜原料联合谈判小组 (CSPT) 上周五敲定了 TC/RCs 地板价为 90 美元/吨, 9.0 美分/磅, 去年四季度, TC/RCs 敲定在每吨 95 美元和每磅 9.5 美分。即将在 10 月 8 日召开的 LME WEEK 成为了最近的重头戏, 通后续在上海 CESCO 会议上拍板最后价格。所以, 近期交投氛围较为平静, 炼厂买兴一般, 贸易商也并无过多库存, 双方略显僵持。届时矿商将主打冶炼 19 年投产以及铜矿的紧缩逻辑, 炼厂将依靠当前现货的高 TC 以及国内环保的趋严, 随着 LME WEEK 和 CESCO 会议的临近, 长单谈判将进入最后的博弈。

图 31: 铜精矿加工费企稳反弹 单位: 美元/吨



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

#### 4. 精废铜价差

今年受进口政策影响，废铜进口量同比大幅减少约 40%，此外，环保趋严也使得废铜拆解生产受到严重干扰，废铜供应偏紧，精废价差维持低位，甚至出现倒挂，企业利用废铜经济效用有限，促使精铜替代废铜。不过，近期受益于铜价反弹，废铜并未跟涨，使得精废价差回升明显，企业利用废铜动力开始出现。此外废七类年底全面禁止，而废六类禁止也在 2020 年展开也已是板上钉钉了，也可能使用批文的形势来逐步限制减少，未来废铜进口的缺口将持续扩大，国内废铜回收拆解企业面临产业化升级调整，加强科技与环保的结合，在环保合规的情况下促进国内拆解能力进一步发展。精废价差难以大幅扩大，后续精铜替代废铜消费将是常态化。

#### 5. CFTC 基金净多头持仓

三季度，受中美贸易战的持续发酵升温，以及国内宏观经济下行压力，铜价呈现持续单边下行走势，伦铜创年内新低 5773 美元，近期由于贸易战阶段性落定后，有所反弹。CFTC 基金持仓有伴随铜价的弱势，净多头持仓也创 2016 年 8 月以来新低，尽管近期铜价有所反弹，但是净持仓依旧处于净空状态，且回升有限，更多地是空头减仓，而非多头增仓，铜价弱势课件一般。后续来看，若无多头主动增仓上行，铜价很难出现较为刘畅的上涨行情。此外，根据我们的分析，基金持仓处于近 3 年极值后，如果开始拐头，也暗示之前的趋势行情将反转，一定程度上也指示铜价继续下跌概率偏低。

图 32：精废铜价差

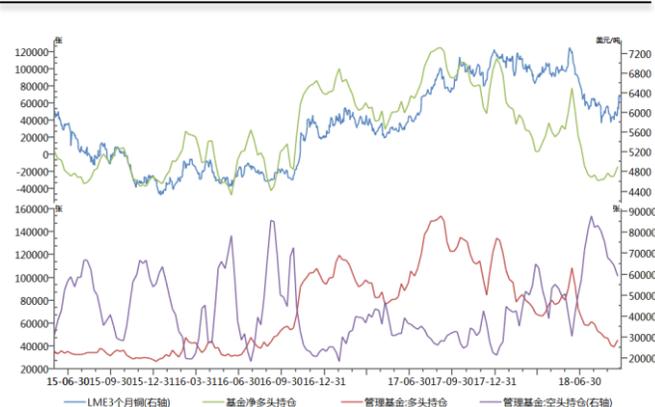
单位：元/吨



资料来源：Wind，信达期货研发中心

图 33：CFTC 净多头持仓

单位：张



资料来源：Wind，信达期货研发中心

## 四、技术分析及操作建议

铜价三季度持续整体呈现单边下跌走势，并创去年7月以来的新低，截止9月27日，沪铜主力收于50130元/吨，季K线录得带长下影线的大阴线。

形态上来看，铜价依旧维持在48000-56000区间宽幅震荡，铜价三季度持续大幅下跌后，在48000元/吨一线获得支撑，尽管前后3次试探该支撑位，但最终并无有效跌破。而目前铜价已经反弹至5万关口上方，短期呈现偏强形态，后续继续关注48000元/吨关键支撑，若不能跌破，铜价将持续处于49000-56000的区间震荡。

结合前面基本面分析，我们认为在新增产能有效释放之前，铜价受现货端支撑，将维持偏强格局，叠加贸易战有阶段性落地，国内基建逐步发力，宏观氛围亦有所改善，将进一步支撑铜价反弹。但是，12月后的供应释放，且需求并未明显亮点，供需结构将呈现阶段性转弱，铜价四季度有望呈现前高后低走势。操作上建议48000-56000区间操作思路为主。12月之前，在5万下方时机买入，若铜价达到53000上方，等待基本面数据配合择机卖空。

图 34：沪铜指数合约日 K 线

单位：元/吨



资料来源：Wind，信达期货研发中心

## 公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货经纪业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会批准成立，核发《期货经纪业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（注册号 330000000014832），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货经纪公司之一。公司全新改版后的新网站 [www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com) 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您的交易提供最优的服务。

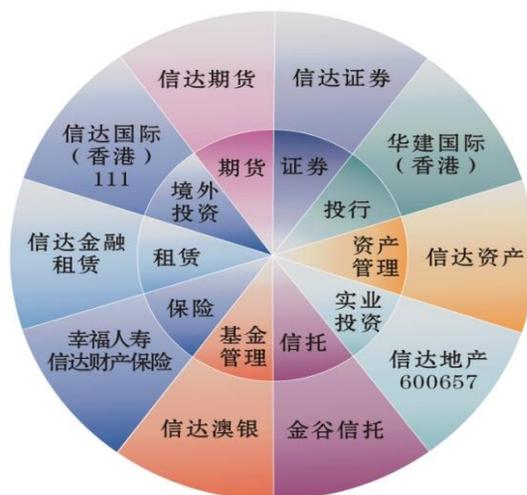
公司总部设在杭州，下设 20 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川 5 家分公司，以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、温州、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭 15 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

## 雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本 362.57 亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

### 信达资产拥有全牌照金融服务平台



## 全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82300876)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A (咨询电话: 0755-83739066)
- 苏州分公司 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室 (咨询电话: 0512-62732060)
- 四川分公司 成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号 (咨询电话: 028-85597078)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691960)
- 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 2408 房间  
(咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27868777)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区锦绣路 1067 号置信中心 1 幢 616 室 (咨询电话: 0577-88128810)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708180)
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室 (咨询电话: 0571-82752636)
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 (咨询电话: 0571-88797516)

## 重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。