

供给端主导 2018 年铜价走势



【报告要点】

欧洲经济在 2016 年开始走出低谷，加入到经济复苏的队伍中，2017 年经济呈现进一步复苏，欧元走强的背后反映出市场对欧洲经济前景充满信心。特朗普税改尘埃落定，大规模减税可以提振美国居民消费，中长期将为美国带来新的投资，从而带动美国经济进一步上行。我国 2017 年 GDP 同比增长 6.9%，实现 2010 年来首次提速，稳中向好的发展态势未变。

美国、欧洲及中国经济依然维持稳定增长，为 2018 年铜消费需求打下坚实的基础。中国是全球铜最大的消费国，占全球铜消费的 48%，新能源汽车以及一带一路沿线国家的电网建设，为铜未来的需求带来新的预期。

供给端复杂多变的因素，为 18 年期铜上涨增加了期待，铜的供给面需要重点关注智利薪资谈判进展的每一环节，时间跨度长，涉及范围广；刚果金总统大选，这是 18 年最不确定因素，需要及时关注；美元指数的变化，对全球大宗商品也有重要影响；CFTC 非商业持仓对铜价长期走势有重要参考价值，需长期跟踪。

一、宏观经济稳中向好

美国方面，制造业持续扩张，PMI 指数呈现持续扩张态势，去年 12 月 ISM 制造业 PMI 指数达到 59.7，高于预期值 58.2，同时 12 月 Markit 制造业 PMI 终值为 55.1，创 2015 年 3 月以来新高，亦高于预期 55，反映出其工业活动运行保持较强态势；美国失业率持续降低进一步佐证其经济运行依然强势，去年 12 月失业率已下降至 4.1%，为 2017 年来的低位，就业市场接近充分就业；通胀继续回升，美国去年 12 月 CPI 已达 2.1%，超过美联储 2% 的加息目标位；去年三季度 GDP 已达 2.33%，而前年同期仅为 1.52%，虽然去年四季度实际 GDP 增长 2.6%，环比有所回落，但特朗普税改尘埃落定，大规模减税可以提振美国居民消费，中长期将为美国带来新的投资，同时，海外资本受减税的吸引，可能大规模流入美国，从而带动美国经济进一步上行。

欧洲方面，2016 年经济开始走出低谷，加入到经济复苏的队伍中，2017 年经济呈现进一步复苏。制造业 PMI 指数持续扩张，欧元区去年 12 月 PMI 为 60.6，创 1997 年有纪录以来最高水平，Markit 的报告显示，欧元区 12 月综合 PMI 终值为 58.1，为 2011 年 2 月以来新高，亦高于预期 58。欧元区整体表现更是超出市场预期，经济增速超过美国、英国和日本，成为推动全球经济复苏的一股强劲力量，2017 年初至今欧元兑美元从 1 上涨至 1.24，欧元走强的背后反映出市场对欧洲经济前景充满信心。

我国 2017 年 GDP 同比增长 6.9%，实现 2010 年来首次提速，规模以上工业增加值同比实际增幅达 6.6%，高于其年初目标的 6%；国家统计局公布的数据显示，去年 12 月官方制造业 PMI 为 51.6，制造业指数亦持续处于扩张区间，12 月中国官方 PMI 数据为 51.6，连续 17 个月位于荣枯线上方，其中财新制造业 PMI 录得 51.5，上升至四个月高位，显示中国制造业持续改善，分项数据也显示了新订单增长强劲，产出与出口销售也都加速增长，带动制造业采购增速升至 4 个月以来最高。2017 年，全国房地产

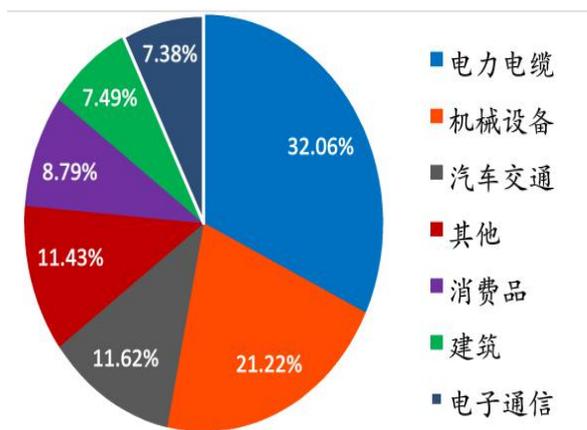
开发投资 109799 亿元，比上年名义增长 7.0%，商品房销售面积 169408 万平方米，比上年增长 7.7%，房地产开发企业到位资金 156053 亿元，比上年增长 8.2%，12 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 101.72，比 11 月份提高 0.09 点。国家统计局声明，判断 2018 年全年经济增长 6.9%左右，稳中向好的发展态势未变。

世界银行认为，2018 年全球经济依然维持稳定增长，并上调 2018 年全球经济增速预期至 3.1%，高于 2017 年的 3%，对于 2018 年美国、欧洲及日本经济增速预期分别为 2.5%、2.1%和 1.3%，较 2017 年 6 月的预期分别上调 0.3%、0.6%、0.3%。同时认为，2018 年中国经济将以 6.4%的速度增长，比 2017 年 6 月的预测高出 0.1 个百分点。世界货币基金组织在最新报告中将 2018 年和 2019 年全球经济增长预测均上调 0.2%至 3.9%，反映出全球经济增长势头未变。当前，主要经济体经济数据均显示出世界经济温和复苏，这为铜价中长期走高奠定坚实的基础。

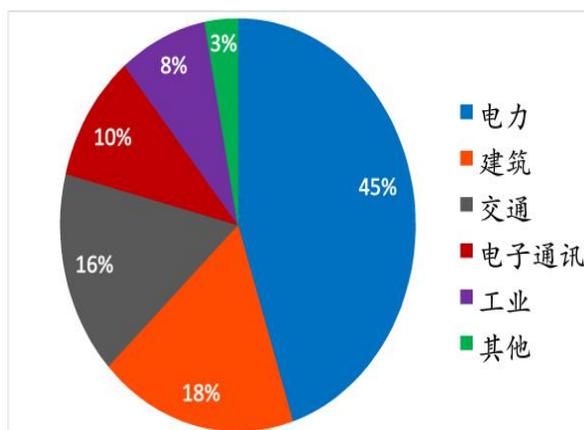
二、铜需求平缓增长

欧美日等发达经济体表现良好，“一带一路”以及美国基建计划也提振需求预期，国内虽然基建、房地产、汽车等传统领域存在增速减缓的可能，但预计这种下滑是相对有限的，空调与电缆仍会保持较高增速，同时，铜还广泛应用于电子电器、电动汽车等新兴经济领域，这些领域在中国经济转型升级、结构优化的过程中，仍将继续受益，因此需求端虽未处于牛市但仍值得期待。

全球铜下游消费结构



我国下游铜消费结构



数据来源：万得 和合期货

2.1 电力行业

电力行业的消费在铜消费中占比最大，在 40%—50%，电力行业是铜消费的最主要领域。随着固定资产投资和电网投资增速的放缓，消费增速下降，未来电力投资可能向电站、风电、光伏以及新能源充电桩等配电设施转移，电力和电网投资对铜的需求相对稳定。2018 至 2020 年，农村配电网建设值得期待，并且随着特高压建设逐步完成，2018 年重点关注配电网改造，2017 年“煤改气”导致天然气紧张，2018 年“煤改电”是否加大投入也需关注。国外需求主要集中在欧美的基础设施再更新，以及一带一路沿线国家的电网建设。

2.2 家电行业

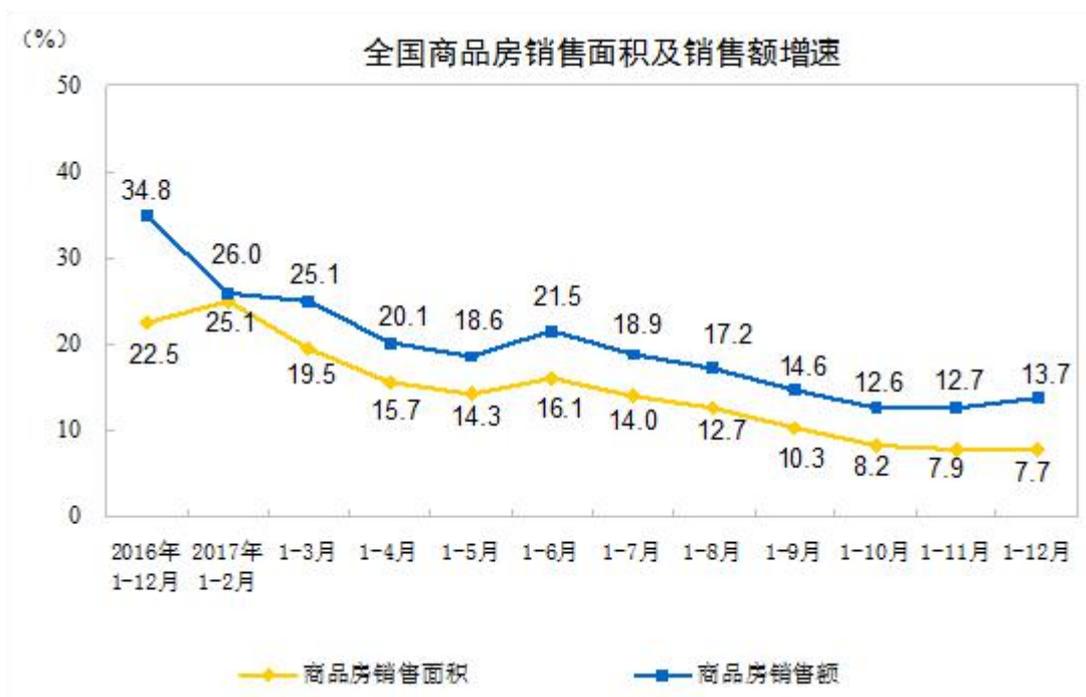
家电行业经历了 2—3 年的去库存过程，去年的空调产销量明显回升。随着变频节能产品和高端产品的推出，空调行业复苏，铜消费势头强劲，表现超出市场预期。从居民追求高品质生活的角度来看，空调等家电行业的需求预计逐步增长。第一，经过十几年我国经济的高速发展，中国城镇空调每百人的保有量为 123.7 台，再增长的空间不大，空调的使用寿命一般在 10--15 年，更换周期的到来城镇空调需求比较稳定，现在的空调电子化更高，用铜密度较以前提高很多，所以家电行业用铜需求稳定增长；第二，农

农村地区空调保有量仅为 47.6 台，这意味着“空调下乡”仍有较大增长空间，由于我国农村地区、四五线城市的空调普及率、渗透率偏低，相较于冰箱、洗衣机、彩电，空调保有量过低，随着冰箱、洗衣机逐步趋于饱和，后续家电购置需求或转向空调，因此从长期看，空调内销将依然是值得关注的亮点之一。

2.3 房地产

2017 年，全国房地产开发投资 109799 亿元，比上年名义增长 7.0%，其中，住宅投资 75148 亿元，增长 9.4%，增速回落 0.3 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.4%；商品房销售面积 169408 万平方米，比上年增长 7.7%，其中，住宅销售面积增长 5.3%，办公楼销售面积增长 24.3%，商业营业用房销售面积增长 18.7%；房地产开发企业到位资金 156053 亿元，比上年增长 8.2%，其中，国内贷款 25242 亿元，增长 17.3%；利用外资 168 亿元，增长 19.8%，自筹资金 50872 亿元，增长 3.5%，其他资金 79770 亿元，增长 8.6%。





数据来源：国家统计局

市场曾一度担心中国房地产重挫会导致中国经济大幅放缓，但实际情况是中国房地产处于低库存态势，房地产商在 2017 年加大土地购买面积，2018 年的主动补库存就会使房地产放缓的速度大大下降，不仅如此，政府又积极推进租赁房建设，2018 年棚户区改造数量远超市场预期 16%，这些都将大大缓解中国房地产下行周期的力度，中

国经济在 2018 年仍会保持稳定增长。

2018 年三四线地产销售增速将较去年减速，一二线地产销售有望出现触底反弹，但总体来看，新开工增速或有所减缓，但施工面还保持较稳定的增长速度，在 16、17 年较高的销售面积为后两年的施工面积打下坚实的基础。

2017 年房屋施工、开工、竣工面积数据

| | | |
|---------------|--------|------|
| 房屋施工面积（万平方米） | 781484 | 3.0 |
| 其中：住宅 | 536444 | 2.9 |
| 办公楼 | 36015 | 2.8 |
| 商业营业用房 | 105232 | 0.6 |
| 房屋新开工面积（万平方米） | 178654 | 7.0 |
| 其中：住宅 | 128098 | 10.5 |
| 办公楼 | 6140 | -4.3 |
| 商业营业用房 | 20484 | -8.2 |
| 房屋竣工面积（万平方米） | 101486 | -4.4 |
| 其中：住宅 | 71815 | -7.0 |
| 办公楼 | 4007 | 10.4 |
| 商业营业用房 | 12670 | 1.2 |

数据开源：国家统计局

2.4 新能源汽车

汽车行业也是铜消费的重要领域，中国汽车工业协会数据显示，2017 年度我国新能源汽车产销均接近 80 万辆，分别达到 79.4 万辆和 77.7 万辆，同比分别增长 53.8% 和 53.3%。相关数据显示，2017 年全球新能源汽车发展势头迅猛，英国新能源汽车销量增长 27%，创历史新高；美国新能源汽车销量逾 47 万辆，增长 6%。

根据彭博新能源财经预测，2040 年新能源汽车将占全球轻型车销量的 54%（去年预测值为 35%），电力将成为所有新出售汽车的主要燃料类型。虽然仍有不少人表示怀疑，但根据国际能源署的统计，2012-2016 年电池成本下降了近一半以上，目前电池平均成本约 273 美元/千瓦时，彭博预测，当电池成本达到 100 美元/千瓦时，电动汽车的成本将与传统汽车相当（2020 年中旬实现）。这是个非常重要的假设，如果电池价格不能很快下跌，新能源汽车将需要更长的时间才能达到成本竞争力。

随着新能源汽车的推广，汽车用铜量稳中有升，2019—2020年，新能源汽车产量增速预计加快，铜消费也将加速。新能源汽车等政策因素虽然长期利好铜消费，从短期来看，由于基数还太小，难以带动今年整体铜消费大幅增长，但新能源车用铜比重是传统汽车的4倍，而且新能源汽车也是得到国家政策长期支持发展，所以这是铜未来重要需求领域，需要我们长期关注。

2.5 铜箔行业

预计2017年全球铜箔总需求约为53.64万吨，主要是标注铜箔和锂电铜箔，2017年标准铜箔需求约40.8万吨，全球锂电铜箔总需求约12.84万吨。

标准铜箔应用领域广泛，市场空间仍然广阔。从应用领域上来看，电子级铜箔(纯度99.7%以上，厚度5um-105um)是电子工业的基础材料之一，产品广泛应用于电子信息产业、通讯设备、汽车用电子部件和印刷电路板(PCB)。PCB行业景气度不减，认为未来铜箔需求市场空间广阔，标准铜箔是印刷电路板PCB的重要原材料，并且铜箔占PCB材料成本的15%，是不可忽略的一部分。

2017年新能源汽车销量达到77.7万辆，超过预期的70万辆，2016年新能源汽车总产量为51.7万辆，较2016年上涨50%。2016年新能源汽车快速发展，拉动了锂电铜箔的需求，财政部、科技部、工信部、发改委等四部委发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，新能源汽车补贴调整方案终于落地。17年底新能源汽车免购置税三年政策出台，进一步拉动铜箔需求，锂电铜箔的需求量有望持续扩大。

2.6 美国基建、一带一路、印度发展

特朗普在国情咨文中称“我呼吁国会拿出一份法案为新的基础设施建设提供至少1.5万亿美元投资”，特朗普一直重申将批准通过公共资金和私人融资的形式向美国基础设施建设领域投资，用以修建公路、桥梁、隧道、机场和铁路，创造数百万个新的工

作岗位。在税改目标完成之后，基建被认为是特朗普在 2018 年最先考虑的议题，但是在两党未能在“钱从哪来”的问题上达成一致之前，任何关于实际进展的讨论都为时尚早。

“一带一路”沿线国家未来几年电力需求有 1.5 万亿美元，在南亚和非洲无电人口还有 10 亿，当然市场非常巨大，但发展依然缓慢。目前，国家电网在境外工程有 400 亿美元，累计建成 10 条跨国输电线路，同时还要开通中尼、中蒙、中俄等跨国输电项目，在肯尼亚、埃及、土耳其、沙特等国都有在建项目。近两年“一带一路”沿线国家特别是发展中国家经济增长较好，中国投入也很大，但由于这些国家固有的经济结构、工业化水平不同，当前对铜的需求量不大，暂时不会对全球铜供需产生较大的影响，随着经济快速发展未来对铜需求将加大，需要我们密切关注。

新兴市场，除中国外，铜需求的增长亮点集中在印度，预计 2018 年印度的经济增速将逐步回升至 7.5%。2016 年印度消费 45 万吨铜估算，其人均用铜量仅为 0.35kg，大幅低于世界 3.11/kg 的平均水平，基础设施需要大规模的建设，电力行业需求潜力巨大，当前市场有观点认为，到 2020 年后印度铜年消费量或超过 100 万吨。

三、铜矿供给端影响因素复杂

从供应上看，2018 年铜矿的理论增幅很大，会在 3.5%，这与 2017 年基数有关，2017 年因为罢工减产影响产量 27 万吨。17 年底铜冶炼厂生产积极，中国 2017 年 12 月精炼铜产量同比增长 16.7%至 86.5 万吨，铜产量创历史高点，2017 年全年产量达到 889 万吨。虽然说下半年铜价上涨与中国废铜有很大关系，但年底铜价持续上涨使废铜供应增加，精废比扩大使废铜对精铜的替代增加，这给铜价形成了回调压力，2017 年全年废铜进口 356 万吨，仍较 2016 年增加 6.2%。

3.1 铜矿生产及我国铜进口分析

3.1.1 铜产大国生产情况

智利 2017 年前 11 个月铜产量累计 504.57 万吨，全年预估在 555 万吨左右，与 16 年持平，但在 1 月 18 日智利国家铜业委员会 (Cochilco) 公布 17 年铜产量预计为 574 万吨，较 16 年增产 18 万吨。2107 年第一季度必和必拓旗下 Escondida 铜矿工人针对薪资及其他福利展开的超过一个月的罢工，导致上半年减产 27 万吨，下半年产量明显复苏，主要是大型矿山供给干扰逐渐减除，中小型矿山增产有补缺效应，使 2017 全年达到不错的产量。智利国家铜业委员会将 2018 年铜均价预估从之前预期的每磅 2.95 美元上调至每磅 3.06 美元，2018 年料为 591 万吨，但智利将迎 32 家铜矿薪资谈判，市场多认为罢工为供应的重要风险点。

秘鲁能源和矿业部公布的数据显示，2017 年 11 月秘鲁铜产量为 206,328 吨，较上年同期增加 3.8%，在 Las Bambas 项目顺利达产之后，产量增速较去年有明显收窄。秘鲁前 11 个月铜产量 221.39 万吨。预计临近年底 12 月铜产量维稳，2017 年产量预估在 240-242 万吨之间，较 16 年增产 5-7 万吨。秘鲁能源和矿业部高层预计，2018 年秘鲁铜产量为 250 万吨，也有几家铜矿薪资谈判，需要关注。

赞比亚是非洲第二大铜生产国，赞比亚统计局公布，2017 年铜产量触及纪录新高，因全球价格上扬促使矿商加强运作，全年电力供应较为稳定，2017 年铜产量为 85 万吨，较 2016 年的 77.4 万吨增加 10%。该国矿业部认为现有矿山的扩张和新矿投产推动产量增长，在此前三年受价格下滑和电力供应中断影响，该国铜产量减少，近几年我国对赞比亚电力工程大力援助，该国电力供应得到保障，还有多余电力输送邻国刚果金等国。

哈萨克矿业公告称，第四季度，铜产量为 6.5 万吨，全年铜产量达 25.8 万吨，较

2016 年全年增加 80% ,并符合于 2017 年下半年发布的提升指引 25 至 27 万吨。2017 年产量增长乃受于 2017 年二月开始营运的 Aktogay 硫化物选矿厂开始生产铜并提高铜产量以及 Bozshakol 的提产所驱动,是 17 年增产较大的国家。

刚果金 2017 年前 10 个月的产量为 93.37 万吨,以下半年 9.5 万吨的月度均值来计算,刚果金全年的产量大概率在 112 万吨附近,2016 年该国铜产量为 98.66 万吨。刚果是全球铜矿供应边际增量的主要来源,铜产量逐年上升,2018 年产量预估在 130 万吨,但是要实现这一目标面临诸多问头:第一,严峻的电力短缺,需要从赞比亚进口电力但成本很高,中资企业控制该国铜矿产量的 50%左右,如华刚矿业建设自己的发电厂供应矿业生产;第二,该国将铜、钴和黄金的专利使用费提高到 3.5%,并引入了一项利润暴利税,同时,政府将从新矿业项目中获得的干股由 5%提高到 10%,该国税收政策的不稳定性降低矿商生产的积极性;第三,该国总统大选不确定性是最大风险点,现任总统卡比拉是在 2006 年和 2011 年获得两次连任,宪法规定卡比拉不得三次连任,原定于 2016 年 11 月的总统大选推迟举办,各种原因总统大选将推迟到 2018 年 4 月,如果卡比拉不能继续执政可能引发该国内乱。

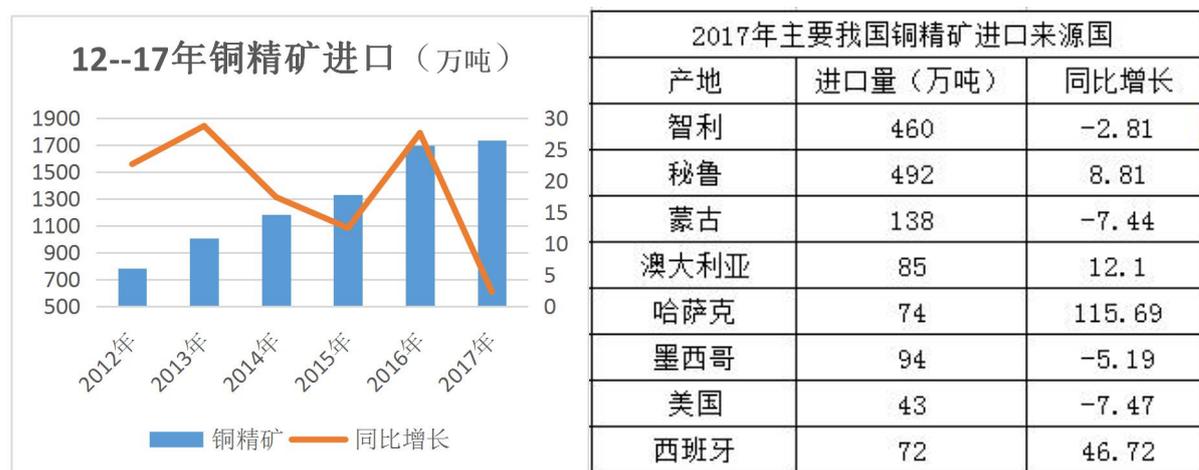
美国、俄罗斯、澳大利亚、墨西哥等铜矿产量大国不会有较大波动;印度尼西亚 2018 年估计保持 42 万吨产量,由于 Grasberg 铜金矿股权问题和该国出口政策的影响,产量不会增加;蒙古最主要的铜矿来源就是奥尤陶勒盖(OyuTolgoi)铜矿,力拓和蒙古政府在地下开采的税收和融资方面已经达成和解,将会有少量增产。

3.1.2 我国生产及进口情况

我国近几年在铜储量方面有重大突破,特别在西藏地区,玉龙铜矿已探明铜资源储量 794.88 万吨,中国黄金集团甲玛铜矿探明及控制资源量 1.48 亿吨,铜含量增至 613.8 万吨,露天矿可采年限持续至 2039 年,约 1 万吨年产。驱龙铜矿将由西藏巨龙铜业有

限公司开发，合计铜金属 719 万吨。最新勘探多龙铜矿整个矿集区铜金属量已超过 2000 万吨，成为世界少有的超级大矿一员。储量有很大突破，但产量没有变化，由于西藏地区海拔较高、生态脆弱、生产成本高、建设周期长等原因，暂时不会有较大产量，国内产量还是原有矿产生产或扩建，国内整体产量还是维持在 160--170 万金属吨。

2107 年在铜精矿、精炼铜、废铜进口种类由于环保政策影响，可能有此消彼长的情况，但整体铜进口金属量平稳增长，精炼铜进口 324 万吨，较 2016 年下降 10%；阳极铜进口 79.8 万吨，较 2016 年增加 13.02%；废铜全年进口 355.7 万吨，较 2106 年增长 6.2%；铜精矿进口 1734 万吨，较 2016 年增加 2.31%。



数据来源：中国海关总署

3.2 薪资谈判

随着智利新的劳工法规的发布，以及物价的上涨，工人们的工资预期在逐步提高，因而，智利秘鲁 2018 年将进行 40 家与工会的谈判，而这涉及到 500 万吨的铜产量，约占全球产量的四分之一。2017 年最大铜矿 Escondida 举行 44 天的大罢工，导致该矿减产 17 万吨，只是达成临时协议，最终协议还需 2018 年谈判。

2017 年罢工阴影还没消散，2018 年将要迎接更大挑战，我认为后果没有市场预期悲观，第一，经过 12--16 年铜价下跌周期，工人工资水平已经很低，16--17 年铜价上涨以及物价的上涨，工会要求工资上调是合理的；第二，铜价目前稳定在 7000 美

元，较 16 年 4500 美元有了 50% 的上涨，而成本没有太多提高，矿工有足够的利润空间满足工会的要求；第三，达不成协议导致大罢工，如 Escondida 举行 44 天的大罢工，两败俱伤，双方都不愿意看到的结果，会相互让步，努力促成协议。2017 年已有矿工达成协议就是 2018 年薪资谈判的借鉴。

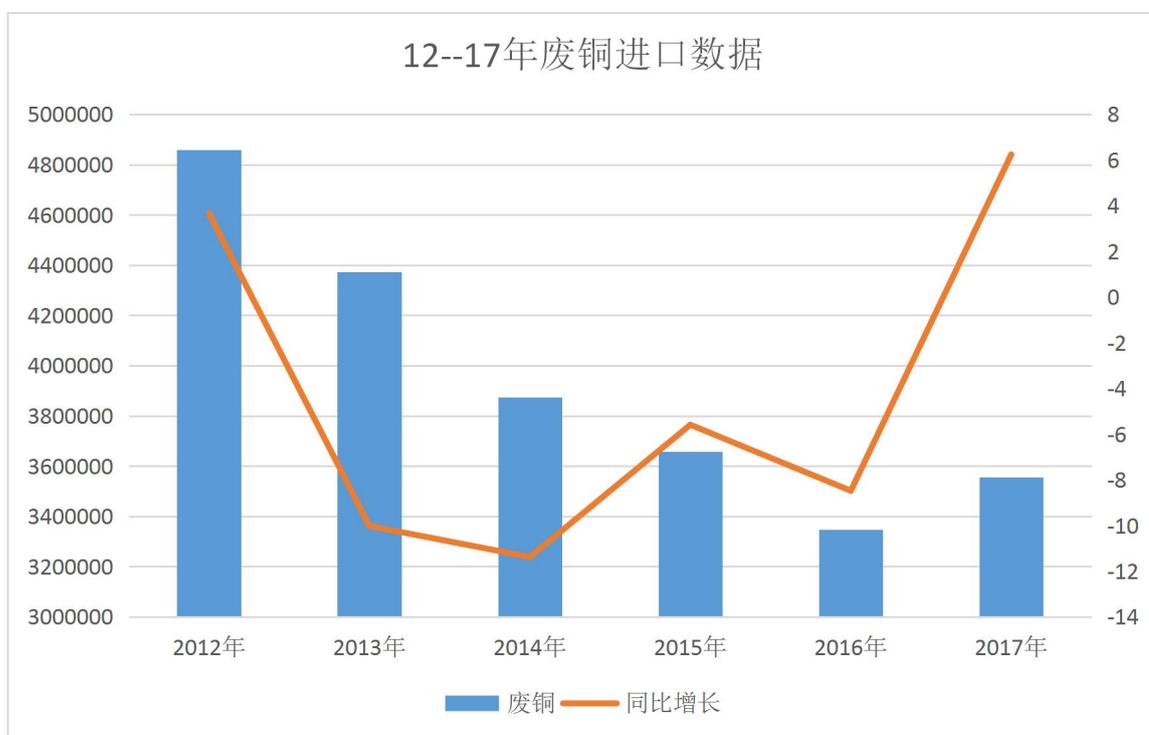
英美资源集团控制的科亚瓦西铜矿，在 2017 年 5 月薪资谈判达成协议，有限期 36 个月到 2020 年，协议内容不加薪，但发一次性奖金 1.64 万美元；2017 年安托法加斯塔旗下的森帝内拉铜矿达成协议，协议内容是薪资上调 2%，还可获得 2.26 万美元的奖金；全球最大的铜生产商 Codelco 铜公司 1 月 27 日表示，已经与旗下 Andina 铜矿工人达成薪资协议，同意上调薪水 1%，并为该矿的每位工人支付 13,600 美元的奖金，该协议有效期为 36 个月，同时，公司正努力在 18 年有大量薪资谈判的工会达成预先协议；必和必拓公司 Escondida 的 250 - 300 名工人将成立一个新的工会，并有可能在月底前正式成立工会，并寻求与该公司在今年 6 月之前结束谈判。

并不是所有谈判如期顺利，佳能可旗下智利 Lomas Bayas 铜矿工会周四拒绝了资方提出的“最终版”薪资提议，并开始由政府居间调解下与资方举行会谈，以避免罢工，但截至目前，该矿劳资双方的分歧依然很大。双方都会坚守自己的利益，不可能一谈而就，需要多次多方的协商，而这次需要大规模谈判难上加难，所以 2018 年上半年会经常触碰铜价的“神经”，也是炒作影响铜价的因素。

铜矿工和产铜国相对集中，应该会保护自己的大局利益，在铜价处于高位、矿山利润丰厚，以及市场普遍对铜市中长期走势持乐观预期的前提下，将积极制定防御措施，尽可能地排除铜矿供应干扰因素，避免罢工事件发生，对薪资做出适当调整及让步，这也是个漫长的过程，需要我们长期关注。

3.3 废铜进口限制

2017年7月底出台政策废7类铜在2018年底禁止进口，消息一出引起市场高度紧张，推动沪铜2017年下半年大幅上涨。海关总署数据，中国12月共进口26万吨废铜，较11月的27.1万吨-4.1%，同比-19.8%，2017年全年铜进口355.7万吨，较2016年增长6.2%，据安泰科统计，2017年进口废铜实物量为355.7万吨，折算金属量为149.4万吨，其中废7类铜金属量不到20万吨，但废铜实物量占总进口50%--60%，废7类铜含铜量低，污染高，这也是为什么要禁止废7类铜的原因。



数据来源：中国海关总署

备受关注 2018 年第一批建议批准的限制进口类申请明细表公布，废铜进口再次影响市场，对比 2018 年与 2017 年第一批审批数量，2018 年第一批审批量急剧减少；第二批限制进口类申请明细表，同比减少 94%；第 3 批废七类铜相关企业批文同比减少 65%，而前两批均同比大幅减少 94%，今年第 3 批次批准量反超第 2 批次，批准量或许有望开始相对回升；近日公布了第 4 批建议批准的固废限制进口类明细，第 4 批批准量同比再次大减 95%，不过由于此次所获批文企业均位于广西梧州地区，且只有

两家获批。目前来看，今年为按地区下发批文，不同于往年各地区批文同时下发，而废铜进口主要地区广州、天津两地的批文还并未下发，后续批准量仍需关注。

环保部固废中心也将今年的总目标基本控制在不超过 2017 年度实际进口量的一半水平，废铜进口减少必然会加大精铜使用量，但加工费下调会限制冶炼产能扩张力度。受环保影响国内加工厂和拆解厂陆续搬迁东南亚国家，把废 7 类铜初步加工、拆解达到国内环保标准，再进口到内地，到 2018 年底政策实施应该会平稳过度，另外，废 7 类铜金属量占比较低，不会造成较大供应短缺，但政策的变化炒作、预期对期铜有较大影响，需进一步关注进展情况。

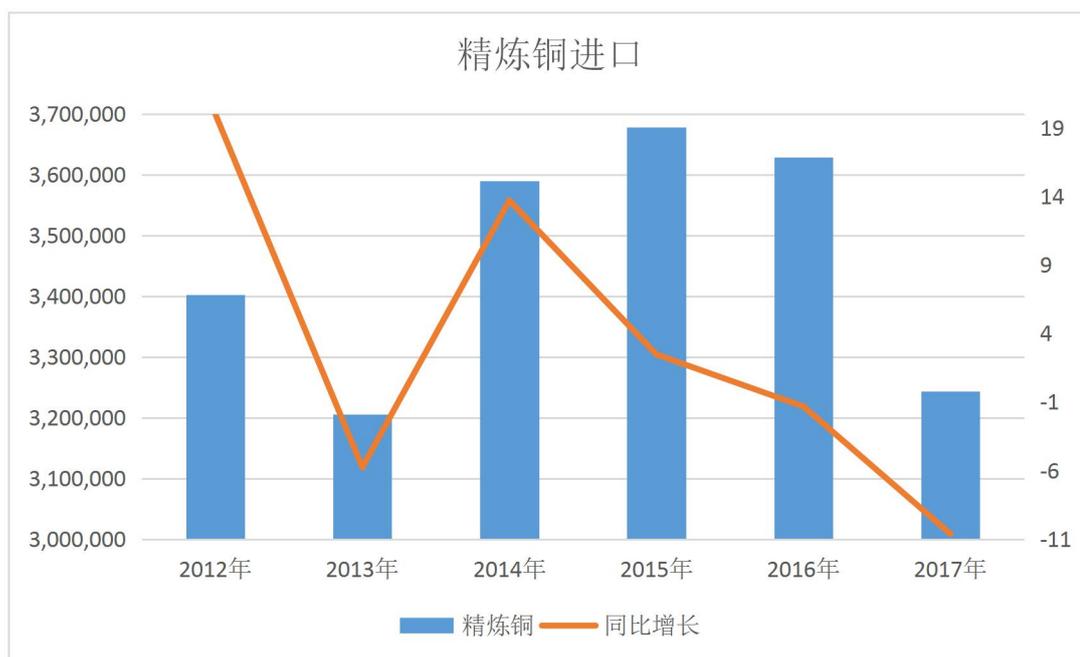
3.4 精炼铜生产

我国是主要的铜冶炼国，贡献了全球 37% 的精炼铜产量，ICSG 的报告显示，2017 年精炼铜产量预计为 2415.7 万吨，增速放缓至 2.52%。国家统计局数据显示，中国 2017 年 12 月精炼铜产量同比增长 16.7% 至 86.5 万吨，全年产量达到 889 万吨。

国外精炼产能投放集中在 2016 年，计划投放为 45 万吨，但是 2017 年国外精炼项目比较少仅 1 万吨，2018 年哈萨克斯坦和越南冶炼产能有一定增量，为 17 万吨，2019 年主要以印度为主，更远期展望主要是智利国家铜冶炼精炼项目。

我国精炼产能还在扩张，2018 年预计投放精炼产能或在 80 万吨，其中中铝东南 40 万吨，广西南国 30 万吨为主，另外，2017 年冶炼厂受环保等因素影响出现了计划外的大修，冶炼厂一般两年大修一次，因此预计 2018 年大修将较 2017 年明显减少，对铜精矿需求将大幅增加。尽管铜精矿产量增加，但受 2018 年新增冶炼产能大量投放的影响，预计 2018 年铜精矿库存将较 2017 年有所下降。铜精矿供需紧张情况在 2018 年的长单 TC 上也得以印证，铜陵有色与自由港签订的 2018 年铜精矿长单 TC 为 82.25 美元/吨，远低于 2017 年的 92.5 美元/吨。精炼铜产能扩大，对铜精矿需求加大，但

对精炼铜进口减少。



数据来源：中国海关总署

四，其他因素

4.1 美元指数下跌



2017 年美元指数开启波澜壮阔的大跌行情，从年初的最高点 103 一直到年末跌破 90 大关，创是 2011 年以来最大跌幅，除 2 月、9 月、10 月有小幅反弹以外，其余月

份都是下跌趋势。造成美元如此弱势的主要原因，第一，欧元区经济强势复苏，英国走出脱欧影响，欧元、英镑对美元大幅反弹，导致美元下跌；第二，中国经济超预期的增长，人民币汇率走高，离岸市场从年初的 6.98 上升到年末的 6.28，也是美元走弱的重要因素；第三，美国政府特别特朗普上台以来维持弱势美元政策，最近美国财政官员在达沃斯论坛上说出支持美元下跌的消息，美元直接跌破 90 大关，一度最低到 88.4。

（离岸市场 人民币与美元汇率）



数据来源：文华 和合期货

世界大宗贸易商品都是以美元计价，其中包括铜，2017 年美元指数的大幅下跌，也是助长期铜 17 年大幅上涨的重要推力。2018 年美元指数走势可能有所改变，第一，美国政府不会放任美元下跌不管，如果继续向下，国内资金可能外流，这不符合特朗普政策目标，美国财长讲话后特朗普随后极力解释就是一例证；第二，美元过度下跌，自身修复反弹，走到合理水平。我认为 2018 年美元指数会止跌反弹，有所恢复，对期铜的上涨会有压制。

4.2 CFTC 持仓跟踪

CFTC 非商业持仓与期铜长期走势保持高度一致，CFTC 非商业净持仓反映投资者的情绪，是影响铜价的关键指标，CFTC 非商业持仓多为大机构头寸，仓位调整能够反映出其对未来铜价的预测，是判断铜价长期趋势的重要依据之一，2016 年底以来 CFTC 非商业持仓一直呈现净多头状态，截至 1 月 23 日，COMEX1 号铜非商业持仓数据显示，非商业多头持仓为 134151 手，非商业空头持仓 82116 手，净多头持仓 52035 手。

CFTC 非商业持仓已连续 60 多周维持净多状态，反映出资金对铜价看多氛围依然浓厚，但需保持谨慎态度，近期铜价回调压力加大，前期净多头持仓有减少迹象，可能多头出现获利了结情况，但多头主要趋势没有改变。

4.3 TC/RC

TC/RC 加工费是判断下一年铜精矿供求的晴雨表，2017 年下半年中国 CSPT 谈判小组与铜矿供给商进行了多次的博弈，最终败阵下来，铜陵有色与自由港签订的 2018 年铜精矿长单 TC 为 82.25 美元/吨，远低于 2017 年的 92.5 美元/吨，下降幅度 11%，随后 CSPT 接受大幅下滑的铜加工费，印证铜精矿供给趋紧。2018 年的长单加工费下降印证铜精矿供需紧张情况，我认为其一可能是薪资谈判存在罢工影响，其二最重要的是我国新增精炼产能的集中释放，铜精矿需求加大，废铜减少缺口也需铜精矿的弥补，造成铜精矿供给紧张。

五、2018 年沪铜走势分析

欧洲、美国、中国主要经济体经济数据均显示出世界经济温和复苏，这为铜价中长期走高奠定坚实的基础，新能源汽车、印度需求以及一带一路沿线国家的电网建设，为铜未来的需求带来新的预期。薪资谈判、刚果金总统大选等供给端复杂多变的因素，为 18 年期铜上涨增加了新的预期。

利多铜价因素分析：智利秘鲁薪资谈判可能导致罢工，由于谈判规模巨大，上半年铜价会一直不断被谈判消息的影响，也是铜矿生产最大不可控因素，如不出现铜矿 Escondida 长期罢工情况，下半年生产会进入稳定期；刚果金 4 月进行总统大选，如果选举不顺利爆发内乱，下半年 60-70 万吨的产量会受到影响，还可能更长时间；美国基建看 3、4 季度能否有实质性进展，带来需求新增预期；新能源汽车看 3、4 季度产销量能否实现预期增长，有无新的利好政策出台；18 年“一带一路”和印度对铜的全球供需应该没有实质性的改变，但是对未来的巨大需求一直会存在美好预期；

利空铜价因素分析：刚果金 4 月进行总统大选，如果顺利进行 18 年刚果金铜产量还会增加，增量主要来自中资企业；美元指数 2、3 季度会反弹 94--97 之间，压制铜价的上涨；防止系统性金融风险包括去杠杆因素，2018 年金融加强监管，引导资金脱虚向实，金融市场上资金流动性减弱，资金成本上升，会压制铜价的上涨。

趋势预测一：



智利秘鲁薪资谈判时间跨度长，涉及范围广，必定引发一些罢工事件，同时推动铜矿生产成本提高，助长铜价上升；最不确定因素是刚果金总统大选，可能引发该国内乱，

60-70 万吨的产量会受到影响，铜价快速上升；随着市场情绪的平稳，美元指数 2、3 季度会反弹，资金成本上升流动性紧张等因素，铜价回落；新能源汽车 3、4 季度产销量达到预期水平，美国基建有所进展，需求端拉升铜价。

趋势预测二：



智利秘鲁薪资谈判时间跨度长，涉及范围广，必定引发一些罢工事件，同时推动铜矿生产成本提高，助长铜价上升；刚果金总统大选平稳过渡，18 年该国会有 10-15 万吨的新增产量，压制铜价上升，随着智利秘鲁两国铜矿生产恢复，美元指数在 2、3 季度的反弹，资金成本上升流动性紧张等因素，铜价进一步回落；新能源汽车 3、4 季度产销量达到预期水平，美国基建有所进展，需求端拉升铜价。

综合分析：预计 2018 铜价整体宽幅震荡区间在 50000--60000，区间重心将上移在 54000-56000。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述投资标的物的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的内容不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为和合期货,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。