

宏观预期向好 铜已初露峥嵘

有色金属/铜

内容提要:

- ◆ 2019 年国际经济形势复杂多变，不确定性因素增加。国内经济稳中有变，今年 GDP 增速延续 2018 年以来的回落态势，经济下行压力有所加大。12 月 6 日，中央政治局会议再次提及“加强基础设施建设”，定调明年稳增长政策将进一步加码。预计随着地方专项债集中发行及中美贸易磋商第一阶段协议的落地，经济增速有望阶段性回暖。
- ◆ 截止 2019 年 11 月 29 日，铜精矿粗炼费 TC 平均价为 56.5 美元/吨，较年初来看，铜精矿加工费大幅下降约 40%，对铜价有支撑、提振作用。
- ◆ 2019 年以来，中美贸易摩擦一波三折，期间经历了升级—缓和—升级的过程，直到 10 月初双方达成初步协议，贸易摩擦才出现实质性缓和。但距离达成最终协议还有较长的路要走，因此中美贸易谈判具有长期性，未来对铜价的影响还将持续。
- ◆ 长期来看，美元周期与美国经济周期高度吻合，随着特朗普财政刺激效应的减弱，美国经济增速逐渐放缓，对美元的支撑作用边际减弱。此外，全球新一轮降息周期背景下，2020 年世界经济有望迎来阶段性复苏，非美国国家与美国经济增长的预期差边际收窄，美元指数趋于走弱的可能性加大。
- ◆ 综合来看，宏观的不确定性或限制铜价难有较大幅度涨幅，不过基本上铜精矿 TC 持续走弱，且目前国内频发积极政策欲改善下游消费，或为铜价提供反弹动能，如若接下来中美贸易关系发生实质性突破，带动全球经济复苏、或美元周期见顶，开始出现回落，则预计铜价波动区间将至（50000,55000）。

陈 啸

从业资格证：T511579

E-MAIL: chenxiao

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

【专题报告】 二季度铝价市场形势和套期保值建议

【异动点评】 妖风刮起 期镍异动打破僵局

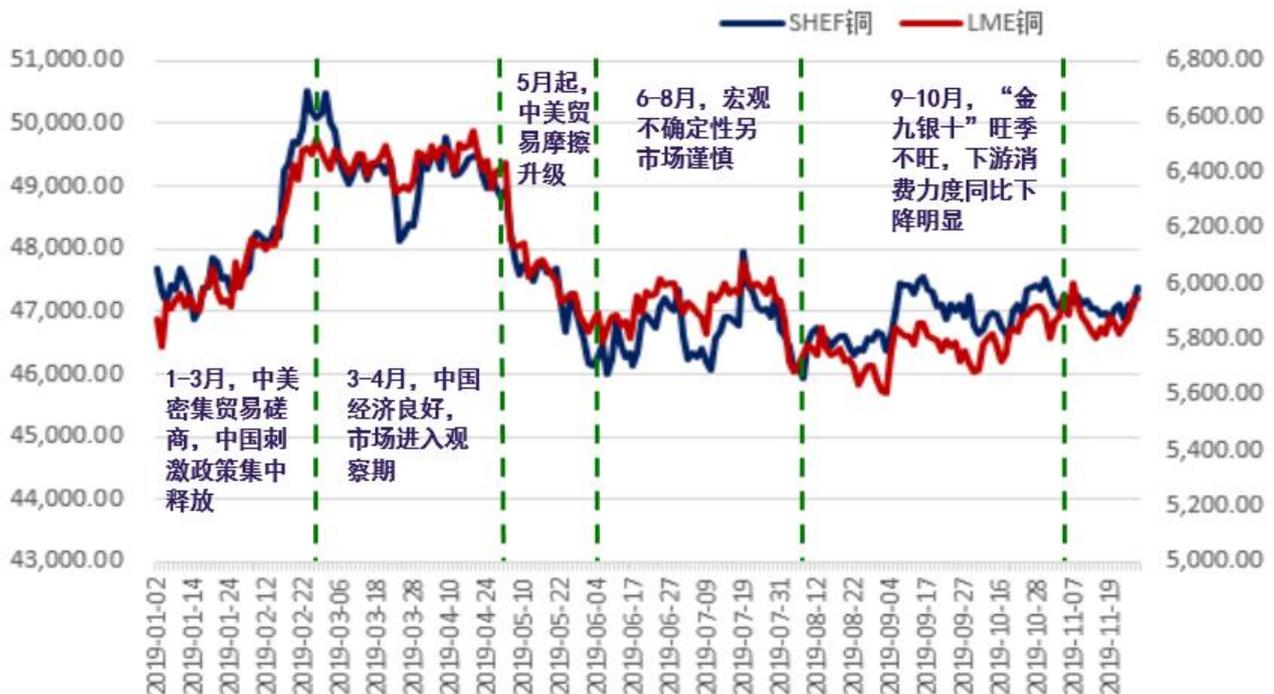
【热门商品】 印尼禁矿传闻超预期 镍价恐慌性暴涨

【热门商品】 多重利好提振沪镍逼近历史高位

第一部分 前言

2019 年起，铜价呈现先扬后抑，一季度，中美贸易谈判释放利好消息，投资者信心得到修复，加之国内 1-3 月货币供应数据大超预期，引发市场对国内政策面托底经济的预期强烈，伦沪铜价展开一轮 10% 幅度的反弹行情。但进入二季度，增值税率由 16% 下调至 13%，同时官方再次提出房住不炒，引发市场对国内房地产走弱的预期，且中美贸易摩擦于 5 月全面升级，美国宣布对中国 2000 亿美元进口商品加征 25% 的关税，伦敦铜价大幅下跌，跌幅达到 10% 左右。进入下半年，铜精矿加工费低位持稳，铜价获得支撑，但下游消费表现较为疲软，铜管及铜杆企业开工率同比与环比均出现不同程度下滑，铜市基本面多空交织。同时中美贸易谈判反复无常，贸易关税影响逐渐边际减弱。进入 9-10 月以来，“金九银十”旺季不旺，受中国经济下行压力加大影响，铜需求受到了明显的抑制，在此情况下铜价区间（45500, 48500）震荡为主。进入年末，中美经贸关系缓和，双方有望达成第一阶段协议，市场风险偏好回升，叠加国内政策面支撑，需求端有回暖迹象，铜价突破震荡区间，目前站上 49000 关口。

图 1. 2019 年沪铜&伦铜价格走势



资料来源：WIND 新纪元期货研究

第二部分 宏观分析

一、国际宏观

国际贸易摩擦不断升级，全球经济增长放缓背景下，随着特朗普财政刺激效应的减弱，美国经济增速在 2018 年二季度创下 4.2% 的高位后开始回落。2019 年美国经济增长进一步放缓，前三季度 GDP 分别增长 3.1%、2% 和 1.9%，预计全年经济增速在 2.2% 左右。为缓冲经济下行压力，今年上半年美联储停止加息和缩表，并于下

半年开始降息和扩表。展望 2020 年，美联储货币宽松的效果将开始显现，美国经济增速有望维持在 2% 左右的发展趋势水平。

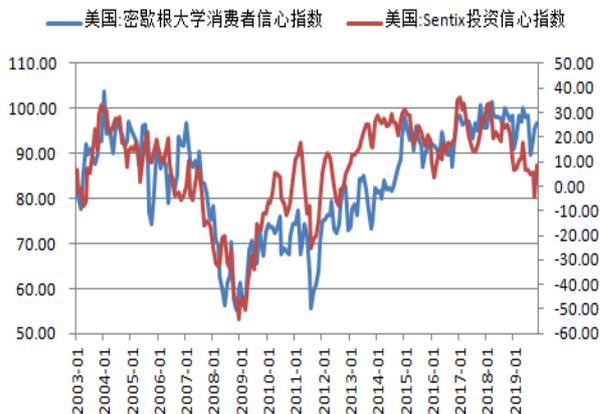
美国经济增长周期性放缓，美联储年内降息的预期上升。从领先指标来看，2019 年美国 11 月 Markit 制造业 PMI 录得 52.2（前值 51.3），连续 3 个月回升，创 5 月以来新高。10 月 ISM 制造业 PMI 回升至 48.3（前值 47.8），结束连续 6 个月下滑，表明美国制造业持续萎缩的势头正在扭转，商业投资信心有所恢复。美国 11 月密歇根大学消费者信心指数录得 96.8（前值 95.5），连续 3 个月回升，创 8 月以来新高。11 月 Sentix 投资信心指数回升至 8.7（前值-4.1），为 6 月以来新高。数据表明随着美国制造业形势的好转，消费者信心开始恢复，未来

图 2. 美国制造业 PMI



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 3. 消费和投资信心指数企稳回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究

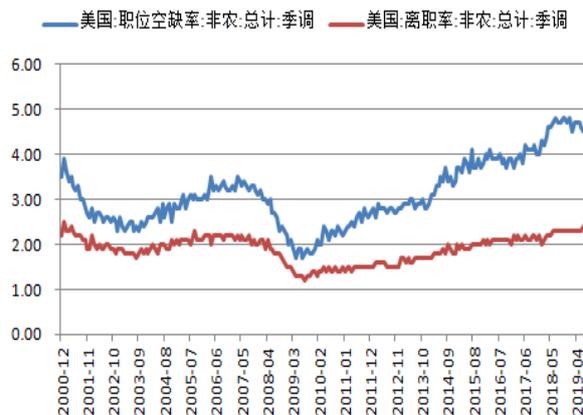
将增加消费支出。

美国就业市场保持强劲，失业率维持长期低位。2019 年美国 10 月新增非农就业 12.8 万人（前值 13.6 万），前 10 个月非农就业人数平均增加 16 万，低于去年同期的 19.8 万。10 月失业率录得 3.6%（前值 3.5%），维持在 1970 年以来的低位，前 10 个月平均失业率为 3.7%，较去年同期下降 0.2 个百分点。10 月平均小时工资环比增长 0.2%（前值 0.3%），平均小时工资年率为 3.0%（前值 2.9%），低于去年同期 0.1 个百分点。数据表明，2019 年美国新增就业和薪资增速有所放缓，但失业率维持在多年低位，劳动力市场依然保持强劲。

图 4. 美国非农就业和失业率



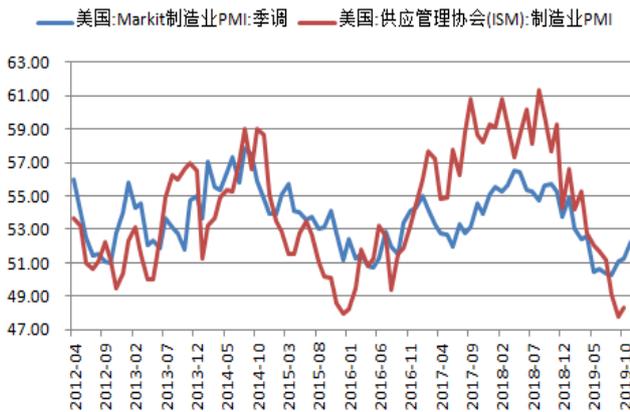
图 5. 非农职位空缺和离职率



资料来源: WIND 新纪元期货研究

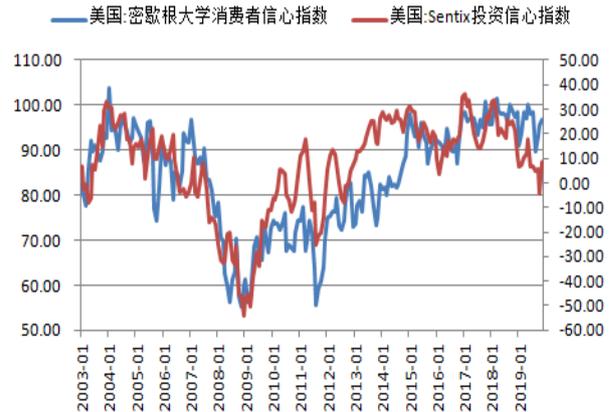
资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 6. 美国制造业 PMI



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 7. 消费和投资信心指数企稳回升



资料来源: WIND 新纪元期货研究

欧洲内部矛盾未决，经济增速持续下滑。受全球贸易摩擦和英国脱欧不确定性等因素的影响，2019 年欧元区经济呈现加速下滑的态势，尤其制造业陷入技术性衰退。为避免经济失速风险，欧洲央行时隔 3 年再次降息，并宣布重启净资产购买，规模为每月 200 亿欧元。进入 2020 年，随着英国脱欧不确定性的消除，以及欧洲央行量化宽松效果的显现，欧元区经济有望迎来阶段性复苏。

从先行指标来看，2019 年欧元区 11 月制造业 PMI 录得 46.6（前值 45.9），降至 2012 年欧债危机时的水平，连续 10 个月低于扩张区间。服务业 PMI 降至 51.5（前值 52.2），为年内次低水平。欧元区 11 月经济景气指数降至 101.3（前值 101.8），创 2015 年 3 月以来新低。11 月消费者信心指数录得-7.2（前值-7.6），Sentix 投资信心指数录得-4.5（前值-16.8），整体维持在年内低位。数据显示，欧元区制造业尚未摆脱技术性衰退，消费和投资信心不足，制造业复苏将在很大程度上取决于全球经济改善和英国脱欧进展。

货币政策趋向宽松。全球经济共振放缓，全球加息周期暂停，经济下行之下，流动性整体偏宽松方向。美元指数是衡量美元兑一篮子主要贸易伙伴国家货币相对价值综合变化情况，一篮子货币成分及权重分别为：欧元（57.6%）、日元（13.6%）、英镑（11.9%）、加拿大元（9.1%）、瑞典克朗（4.2%）和瑞士法郎（3.6%），今年美元上升攻势明显，连续刷新两年高位，一度录得 99.674，逼近一百大关。虽然今年美联储频繁释放降息信号，但美元指数表现却不降反升，主要原因归结于以下四点：1. 全球风险情绪恶化推升包括美元在内的避险资产需求；2. 地缘政治风险或导致美元偏强；3. 美国经济相对非美经济体表现相对更为稳定；4. 除美之外全球亦掀起降息热潮，欧央行“鸽声嘹亮”压低欧元汇率。

从美联储表态变化来说，变化也是非常迅速，年初表态暂停加息，进入观察开始，3 月则表示停止加息，并将于 9 月停止缩表，降息预期变得强烈。而进入 7 月，美国联邦储备委员会主席鲍威尔在提交给众议院金融服务委员会的证词中说，随着经济前景的不确定性的持续，美国各地的商业投资最近已经放缓。通胀一直低于联邦公开市场委员会(FOMC)的关注 2%目标，而贸易紧张和对全球经济增长的担忧等互相矛盾一直在影响经济活动和经济前景，央行将“适当”采取“适当行动”以维持当前经济扩张。美联储表态的变化，一方面此前美国对中国加征关税的影响可能在下半面有更明显的体现，另一方面是美国财政刺激效果进一步衰退，且美国核心通胀预期低迷，经济数据高峰回落，美联储降息稳国内的需求增加。随后，美联储分别于 8 月和 9 月两次宣布降息，降息幅度都是 25 个基点，至 1.50%-1.75%。在第三次降息后美联储在政策声明中删除了“采取适当行动”的承诺。美联储措辞的微妙转变降低了今年再次降息的可能性，中偏鹰的降息对大宗商品市场的影响逻辑不会体现。随后，主席鲍威尔称货币政策处于良好位置，如果经济数据证实美联储的经济展望，当前货币政策可能仍然适当。美联储在 2019 年内再降息可能性较小，2020 年则会视宏观数据继续降息。本轮美联储降息总

体可视为在全球经济共振下行之下的阶段政策调整，未必意味着全球进入降息周期。不过，由于全球经济共振放缓显著，跟随美联储降息或进一步宽松，成为全球各国应对的普遍之策。

图 8. 美元指数月度 K 线



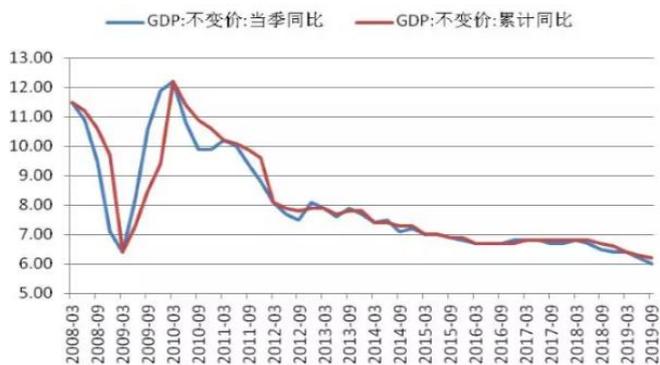
资料来源：WIND 新纪元期货研究

国际宏观小结：伴随着贸易摩擦带来的负面效应，目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象，面对经济下滑的风险，美联储的态度也相应由鹰转鸽，给市场一定的降息预期，并于今年降息三次，但出于鲍威尔偏鹰派的降息发言，美元指数不降反增，目前美元指数企稳于 97 关口之上，高位美元对铜价上行空间造成打压。

二、国内宏观

国内经济下行压力加大。2019 年国际形势复杂多变，不确定因素增加。国内经济稳中有变，下行压力有所加大，今年国内经济延续 2018 年的回落态势，经济下行压力持续加大。GDP 方面，2019 年 1-3 季度，国内 GDP 当季同比增长分别为 6.4%、6.2%、6.0%，经济呈现加速下行的走势。至 3 季度，国内 GDP 累计同比增长 6.2%，较 2018 年下跌 0.4%。PMI 方面，11 月制造业 PMI 在连续 6 个月低于荣枯线后重回扩张区间，升至 50.2%，其中生产和新订单指数分别明显回升至 52.6%和 51.3%，显示供需两端均有所改善，对比新订单和新出口订单可见内需依旧是需求改善的主力，这表明逆周期调节持续发挥作用。CPI 方面，2019 年 10 月 CPI 同比上涨 3.8%（前值 3.0%），高于去年同期 1.3 个百分点，涨幅创 2012 年 2 月以来新高。前 10 个月 CPI 同比上涨 2.6%（前值 2.5%），高于去年同期 0.5 个百分点，涨幅创 2014 年以来新高。但 10 月核心 CPI（剔除食品和能源）同比上涨 1.5%，连续三个月持平，为 2016 年 2 月以来新低。

图 9. 国内 GDP 增速下行



资料来源：百川资讯 新纪元期货研究

图 10. 国内 PMI 采购经理人指数



资料来源：百川资讯 新纪元期货研究

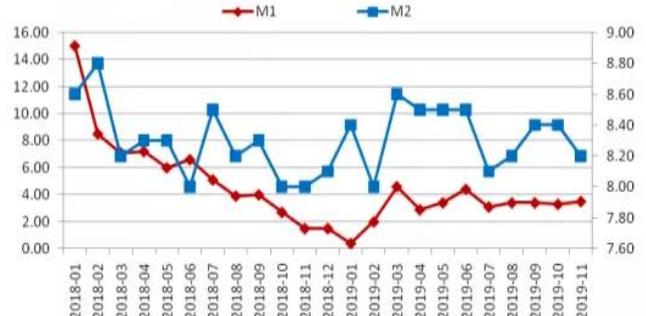
社融信贷延续改善 稳增长政策或带动实体需求回暖：11 月，国内社会融资规模 1.75 万亿元，环比多增 1.14 万亿元，好于 1.5 万亿元的市场预期；国内新增信贷 1.39 万亿元，环比多增 0.73 万亿元，高于市场预期 1.2 万亿元。M2 同比增长 8.2%，较 10 月下降 0.2%，不及 8.4% 的市场预期，M1 同比回升 0.2% 至 3.5%，仍低于 3.9% 的市场预期。下半年以来，尽管当局通过货币、财政政策对冲经济下行压力，企业中长期信贷稳步恢复，但受实体经济疲弱、中美贸易摩擦风险持续的影响，金融机构风险偏好下降，融资环境依旧偏紧。12 月 6 日，中央政治局会议再次提及“加强基础设施建设”，定调来年稳增长政策进一步加码，预计随着专项债集中发行及中美贸易磋商阶段结果的落地，国内信贷环境将延续改善，稳增长政策将带动实体需求的回暖。

图 11. 社会融资总额与新增人民币贷款



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 12. M1&M2



资料来源：WIND 新纪元期货研究

第三部分 供给分析

一、铜矿产量增长缓慢，加工费低位维稳

全球铜矿产量增长缓慢将成常态。全球铜精矿产量主要集中在智利、秘鲁、和澳大利亚等国，产量合计占比接近全球总产量的一半。2019 年 8 月全球铜矿产量为 178.2 万吨，较去年同比增加 4.76%；2019 年 1-8 月全球铜矿累计产量为 1343.20 万吨，同比增加 0.04%。

图 13. 全球铜矿产量&同比增减



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 14. 铜精矿 TC



资料来源：WIND 新纪元期货研究

另一方面，今年全球新增铜矿项目稀少，叠加在产矿山品味呈现下降趋势，罢工、道路封锁、恶劣天气等干扰，导致 2019 年大型矿企产量出现不同程度下滑。

铜精矿加工费 (TC/RC) 是铜冶炼企业与铜矿生产商博弈的结果，决定铜精矿加工费水平高低的重要因素是矿铜的供求关系。当预计铜矿供应趋紧时，铜矿厂商在谈判中占据一定的优势地位，此时铜精矿加工费的定价倾向于下降，而当预计铜矿供应宽松时，铜冶炼企业处于优势地位，铜精矿加工费的定价倾向于上涨，故一定程度上铜精矿加工费的变化是铜精矿供需变化的晴雨表。

截止于北京时间 11 月 29 日，铜精矿粗炼费 TC 平均价为 56.5 美元/吨，较年初来看，铜精矿加工费大幅下降约 40%，对铜价有支撑、提振作用。

主要矿山的罢工威胁：

2017 年铜供应的一个重要风险就是薪资谈判带来的罢工风险，此前罢工风险已经体现一次。

2018 年，劳工谈判矿山依然比较多，特别是智利和秘鲁，其中智利最大的铜生产企业将面临协议集体到期的情况。而秘鲁两大型矿山也将面临艰难谈判。不过，从历史上来看，这些矿山劳工谈判大多数是通过一次性奖金和薪水幅度小幅上调来解决。从此前达成的矿山情况来看，大约为 165 美元/吨铜的一次性平均成本，以及 2%左右的薪水上调幅度，因此，可能会成为今年谈判的公允参照，在有这样的参照之下，虽然 2018 年谈判比较严峻，但是出现大规模持续的罢工概率并不高。12 月情况显示，最终谈判以和平收场。

2019 年，罢工事件总结：

1 月份，智利国家铜业公司 (Codelco) 旗下位于智利北部 Gabriela Mistral 铜矿的高管联盟拒绝了公司提出的最终版集体薪资协议，诱发未来数日爆发罢工的风险。

2 月份，全球最大铜矿商智利国家铜业公司 Codelco 称，已与智利北部 Gabriela mistral 矿的监事工会达成协议，避免了罢工威胁。Codelco 表示，已同意在新合同中给工人加薪 1%，并提供 5,200-6,400 美元的签约奖金。监事工会上周拒绝了公司提出的一项新集体劳资协议，迫使政府在所有可能的罢工发生之前进行最后阶段调解。Gabriela mistral 矿在 2017 年生产了 12.27 万吨铜，2018 年 1-11 月期间生产 9.65 万吨铜。

3 月份，波兰矿商 KGHM 及其在智利的 Sierra Gorda 铜矿工会同意延长合同谈判，暂时避免了罢工威胁。

6 月份，Chuquicamata 铜矿罢工，最终 75%的工人最终接受 Codelco 提出的最新合同方案，结束了为期两周的罢工行动，重返工作岗位。在罢工期间，该铜矿的产能仅维持在 60%。罢工行动已经导致该铜矿减产达到约 1 万吨。

进入 10 月份，智利矿企开始发生频繁罢工，世界最大铜矿，智利的埃斯康迪达 (Escondida) 铜矿部分工人在 10 月份罢工 3 次，该矿第一工会呼吁撕毁集体薪资谈判协议，支持智利全国范围内的示威活动。大约有 2500 名工会工人开始在北部的安托法加斯塔大区开始罢工。埃斯康迪达铜矿运营商，澳大利亚的必和必拓公司称，该矿铜产量下降，低于产能。另外，智利国家铜业公司 (Codelco) 旗下的 Chuquicamata、Salvador 和 Andina 等铜矿工会在 10 月份也举行了为期两天的罢工。

二、废铜：进口承压 新政效应显现

2018-2019 年废铜进口政策发生重大变化，2018 年 12 月 31 日起废七类禁止进口，2019 年 7 月 1 日铜废六类限制进口。2018 年全年进口废铜 261.29 万实物吨，平均含铜品位 51.69%，合 135 万金属吨。2019 年上半年废铜进口量为 85.73 万吨，较去年同期的 114.3 万吨大幅下降了 25%，平均品位 80.42%，合金属量 68.73 万吨，较去年增加近 11 万金属吨。

图 15. 精废价差



资料来源：WIND 新纪元期货研究

从精废价差的角度来看，年初至今铜精废价差经历先升后降再升的过程。前期价差扩大是由于精铜价格快速上行，相比之下废铜产业链对价格的传导性较弱而未能同步跟涨，价差扩大废铜会替代精铜。下半年废六限制进口后，废铜有一定程度供应紧张，引起精废价差扩大，但精废价差保持在千元左右，废铜对精铜的取代作用并不明显。反过来也可能是国家标准制定升级，对废铜使用渠道管制，导致废铜市场萎缩的结果。由于中国原生铜冶炼产能大量投放对再生铜依赖降低，这将导致我国铜冶炼发生结构性转变。

下半年进口废六类开始实施限制进口，三季度发放四批批文，总实物量 48.42 万吨，按照上半年进口品位计算金属吨 38.94 万吨，四季度目前发放两次批文，批文量较三季度大幅下降，两次批文实物量 6.85 万吨，金属量 5.5 万吨。根据实际进口数据来看，三季度进口废铜实物吨 38.15 万吨，批文量尚剩余 10 万吨，三季度批文较为充裕，市场废铜供应未现紧张，然随着四季度进口批文的大幅下降，废铜供应紧张凸显，10 月进口废铜环比降 44% 至 8.66 万吨，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，1-10 月我国进口废铜实物吨 114.07 万吨，较去年减少 6.5 万吨，据悉 12 月底可能发放明年上半年进口批文，而今年四季度进口批文可能仅两批，这意味着年末废铜进口量将降至冰点，去年预警进口废铜较去年减少 20 万金属吨。

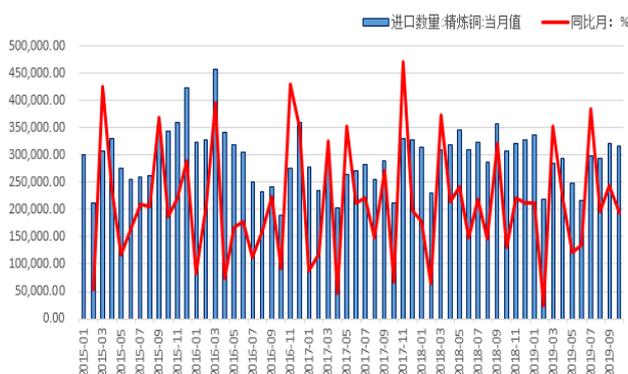
进入 2020 年，废铜进口政策可能会修改，当前的废六类包括高品位的 1# 光亮线、2# 铜、紫杂铜、黄杂铜等，多直接流向加工端或冶炼端，对环境污染很低，在我国铜精矿对外依存度高达 75% 以上，在 2020 年铜精矿 TC 继续下降的背景下，将高端进口六类废铜转为可再生铜不受进口配额限制能大幅缓解原料端压力，而低端废六类铜仍受配额限制。按照禁止洋垃圾入境实施方案提出的目标，至 2020 年底废六类或也将面临全面被禁止，占比 30% 的废黄铜将被禁，造成至少 40 万吨的废铜原料缺口。虽然高端废铜放开提振进口，但废黄铜被禁使得 2020 年废铜进口依旧难有明显回升。

三、精炼铜整体供应偏紧

年初，在去年新建扩建的冶炼产能陆续投产的带动之下，国内精铜产量同比出现了增长，结合年初高位的进口量，整体供应量同比出现增加。同时，国内冶炼厂的计划大修让市场对于未来精铜产量有所担忧。而二季度过后，随着冶炼厂的大修计划陆续结束，国内冶炼厂开工率再次回升，叠加新建扩建的产能爬升，国内精铜产量开始快速增加，但是由于今年保税区融资铜需求大幅回落，整体进口需求明显下降，在盈利窗口没有打开情况之下，进口量急剧下降。

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。

图 16. 精炼铜进口量当月值



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 17. 精炼铜进口量累计值



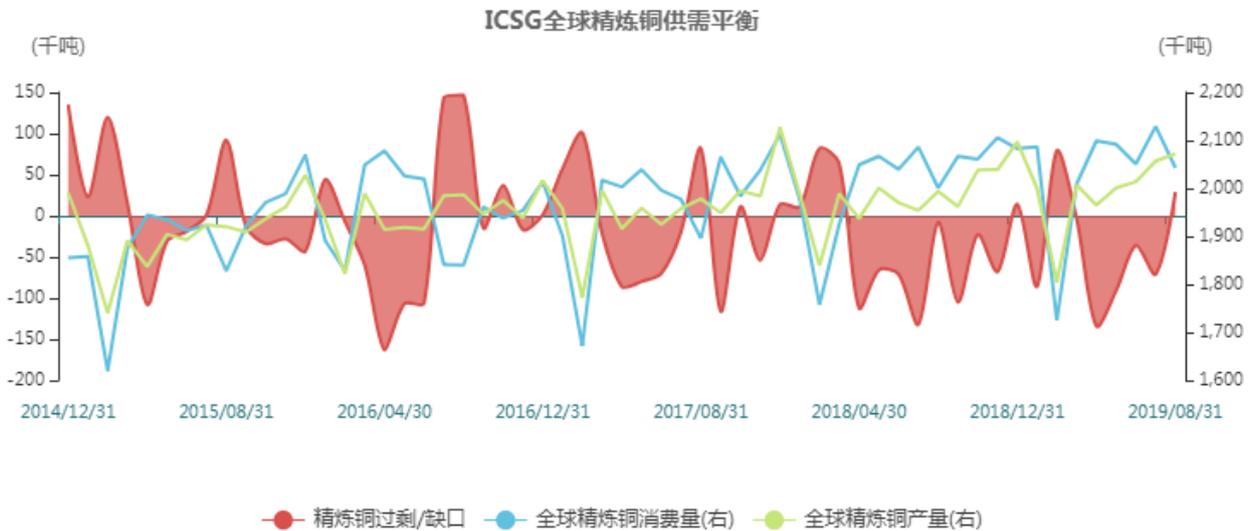
资料来源：WIND 新纪元期货研究

四、供需平衡分析

根据 ICSG 统计，2019 年 08 月份，原生精炼铜产量为 1,725 千吨，再生精炼铜产量 347 千吨，全球精炼铜总供给（原生+再生）为 2,072 千吨；全球精炼铜消费量为 2,043 千吨，精炼铜增加 29 千吨。从季节性角度分

析，当前供需平衡情况较近5年相比维持在较低水平，当前产量较近5年相比维持在较高水平，当前消费量较近5年相比维持在较高水平。

图 18. 近五年铜供需平衡



资料来源：WIND 新纪元期货研究

五、内外库存走势出现分化

6月下旬以来，由于国内季节性需求淡季及中美贸易形势影响，需求表现疲软，而冶炼厂检修显著减少，国内开始累库存。LME市场由于多次上演交仓事件，库存水平自3月中旬以来逐渐回升。全球显性库存仍低于去年同期水平，但降幅收窄。截止至2019年12月06日，上海期货交易所阴极铜库存为112,667吨，较上一周盈余112,667吨。从季节性角度分析，当前库存较近五年相比维持在较低水平。截止至2019年12月11日，LME铜库存为181,700吨，较上一交易日减少3,500吨，注销仓单占比为36.74%。从季节性角度分析，当前库存较近五年相比维持在较低水平。

图 19. LME 铜库存&SHEF 铜库存

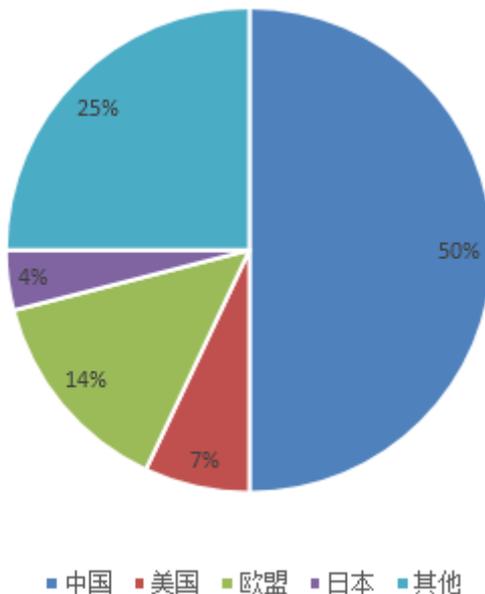


资料来源：WIND 新纪元期货研究

第四部分 终端需求分析

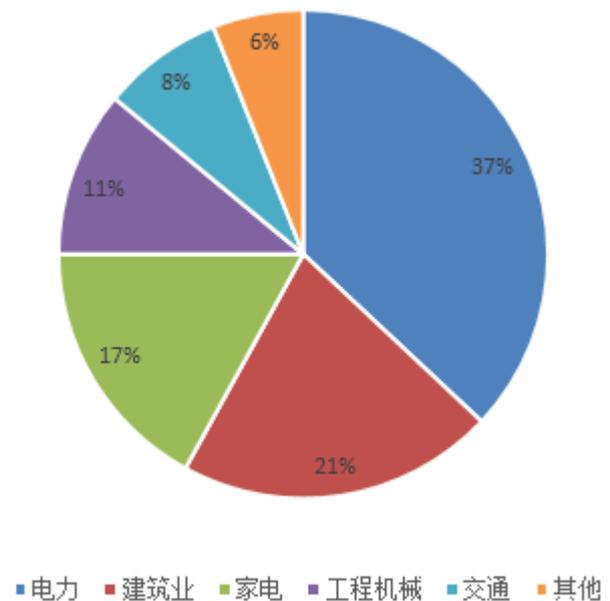
从全球各地区精铜消费变化看，中国是首屈一指的消费大户，占全球消费比重 5 成。铜终端消费主要集中在电力电缆、建筑、家电、工程机械等行业。电力电缆占比接近 4 成，建筑占 21%，家电占比 17%，工程机械占比 8%，交通占比 6%。

图 20. 各国精炼铜消费占比



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 21. 中国铜下游消费占比



资料来源：WIND 新纪元期货研究

国内铜终端消费主要集中在电力电缆、家电、汽车、房地产等行业板块。其中电力电缆占比接近 37%，家电（空调等制冷设备）占 15%，汽车行业占比 8%，建筑占比 21%。铜材做为电解铜到消费终端的中间过渡品，开工情况能体现下游的消费状况。铜材包括铜杆线、铜管、铜板带等。

中国铜消费主要依赖电力行业，用铜主要集中在电力电缆和电网设备，电力行业投资变化对铜消费走向举足轻重的作用。从中长期看国民经济发展是决定电力需求及投资的重要因素。随着中国经济发展由高增速向高质量的中低速换挡，未来中国电力投资保持高速增长的可能性不大。2019 年 1-10 月电源基本建设投资完成额为 2065 亿元，同比上升 7.60%；2019 年 1-10 月电网基本建设投资完成额为 3415 亿元，同比下降 10.50%。下半年电网投资在逐渐发力。2019 年电网投资计划完成 5126 亿元，截至到 10 月电网投资仅完成了全年计划量的 66.6%。在国家的政策刺激下，预计电网投资增速将逐渐回升。

房地产需求主要指水电改造和电器安装的电线消费，和空调销售的影响基本是新屋竣工时间往后推移一年。2019 年 1-10 月份，全国房地产开发投资 109603 亿元，同比增长 10.3%。1-10 月份，房地产开发企业房屋施工面积 854882 万平方米，同比增长 9.0%。1-10 月份房屋竣工面积 54211 万平方米，下降 5.5%，降幅收窄 3.1 个百分点。1-10 月份，商品房销售面积 133117 万平方米，同比增长 2.2%。可以看到今年三季度开始，房地产行业建设出现企稳迹象，预料明年地产对铜的消费支撑可以见底。房地产销售企稳带动空调等家电销量回升。据国家统计局数据，2019 年 1-10 月份，空调累计产量为 12817 万台，同比下滑幅度收缩至 0.45%，空调累计销量 12886 万台，同比下降 1.52%。但是从三季度开始月产销数量已经同比回升。

2019 年 10 月汽车产量为 227 万辆，同比下降 2.10%。汽车产量已经处于筑底阶段；2019 年 10 月新能源汽车产量为 9.5 万台，同比下降 0.35%；中国 10 月汽车销量同比下降 4%。中国 10 月新能源汽车销量同比下降 45.6%。汽车行业依然是拖累需求的主要因素，短时间内未见明显的边际改善。

房地产市场韧性依旧，我国10月房屋施工面积和新开工面积均呈现出上涨趋势，房屋竣工面积同比增速的降幅也在逐渐收窄。不同于螺纹钢水泥，铜铝等有色金属主要用于房屋建设后半段，房屋竣工面积更具有参考意义。2019年1-10月房屋竣工面积累计值为45.42亿平方米，累计同比下降5.5%。而新开工面积累计同比增速为10%，增速高于前三个月，房地产中期依然是支撑消费的重要力量。

图 22. 电源基本建设投资



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 23. 电网基本建设投资



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 24. 空调产量



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 25. 空调销量



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 26. 汽车产量



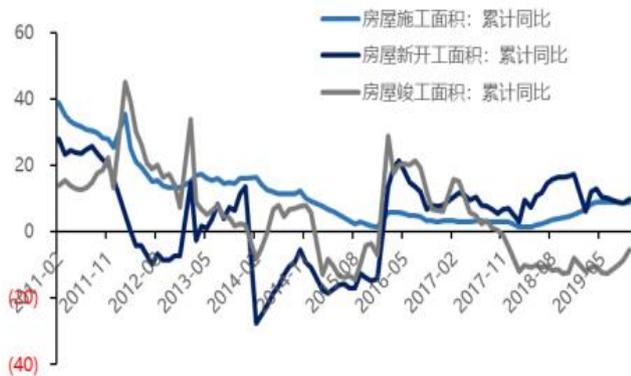
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 27. 新能源汽车产量



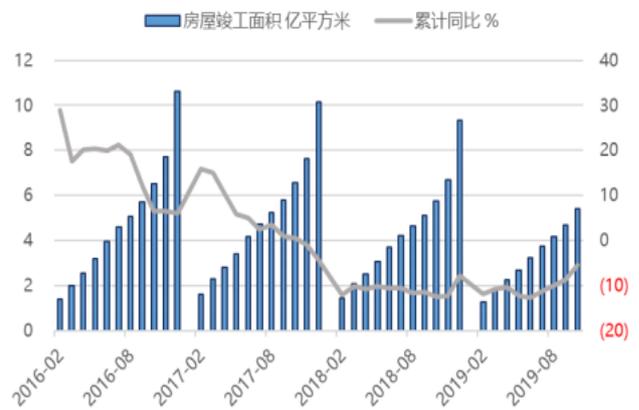
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 28. 房屋数据对比



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 29. 房屋竣工面积累计值



资料来源：WIND 新纪元期货研究

第五部分 贸易战影响

在经济复苏动能不足的背景下，中美贸易谈判在 5 月又出现了重大变数。在 2018 年 12 月美国暂缓 2000 亿美元关税上调，中美双方开启了新的谈判后，中美双方都对于协议的最终达成抱持着乐观态度，诸多消息显示协议已经接近达成。但 5 月 6 日特朗普突然宣布因谈判进展过慢，将于 5 月 10 日凌晨对 2000 亿中国出口产品的关税从 10% 上调至 25%，并威胁对剩余 3000 亿中国产品加征关税。面对美方压力，中方并未退缩，提出协议要满足中方的三大诉求——取消全部加征关税、贸易采购规模要符合实际、协议文本要有平衡性，不会因为急于与美方达成协议而放弃底线，并对美方的关税措施进行反制。

在此之后，中美贸易摩擦开始不断升级，并且出现了向贸易以外领域扩展的现象。美方将华为及其附属企业纳入“实体清单”，禁止华为在未经美国政府批准的情况下从美国企业获得元器件和相关技术，并对其进口申请做拒绝推定。6 月末，中美元首在 G20 大阪峰会期间举行会晤，同意重启两国经贸磋商，美国不再对中国出口产品加征新的关税，并希望通过在一定程度上放松对华为的限制，换取中国重新采购美国农产品。但此后双方在谈判中，对最终协议的立场依然存在鸿沟。8 月 1 日特朗普再度行动，宣布将在 9 月 1 日起对剩余 3000 亿美元来自中国的商品加征 10% 的关税。在贸易战升级的背景下，人民币兑美元破 7，美方随即在 1994 年后首次将中国设定为汇率操纵国。此后，尽管美方将 3000 亿清单中部分关税生效的时间推迟到了 12 月，但在中方的反制措施后，特朗普再度宣布将对华关税清单中商品的税率全部上升 5%，并威胁宣布进入紧急状态迫使美国企业撤出中国，不过最新情况来看，近期中美双方密切磋商，第十三轮谈判达成初步共识，市场整体情绪偏强，铜价暂时得到缓和。

综合来看，中美贸易磋商距离达成双方都满意的协议还有较长的路要走，而中美贸易摩擦对铜价走势影响是也显而易见的。长期来看，贸易摩擦的不确定性仍在。

图 30. 沪铜指数日 K 线



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

第六部分 总结与展望

宏观层面来看，美元运行周期对铜价后市运行或起到决定作用，今年美联储虽三次降息，但在贸易战的背景下，全球经济增速下行压力凸显，不仅仅是美国，诸多国家亦开启货币宽松政策，全球降息热潮也冲淡了美联储降息对美元走势的实质影响，虽然美联储今年降息三次，但美元其后走势都展现出较强一面。另一方面美元作为避险资金，其他国家货币贬值会激增美元的避险买需，这也会使得美元在今年保持较强势头。长期来看，美元周期与美国经济周期高度吻合，随着特朗普财政刺激效应的减弱，美国经济增速逐渐放缓，对美元的支撑作用边际减弱。此外，全球新一轮降息周期背景下，2020 年世界经济有望迎来阶段性复苏，非美国国家与美国经济增长的预期差边际收窄，美元指数趋于走弱的可能性加大。

由于美元与铜价有较强的负相关性，故美元走势对铜价有深远影响：

图 31. 铜价与美元指数的相关性



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

基本面来看，国内进口铜精矿加工费维持低位；由于铜精矿供应弹性比较小，矿紧张的局面已经开始凸显，这将制约精炼铜的整体产量供给。另外，由于新增项目进展缓慢，未来 1-2 年铜精矿紧张格局可能延续，

因此，铜精矿维持偏紧格局不变，铜价底部获得支撑。需求端，美贸易摩擦持续发酵，我国目前经济下行压力大，铜消费的传统板块退步明显，但进入下半年以来，由于多项利好政策的实施，政府有意推动下游消费，使得铜终端消费有回暖迹象，这也使得铜价表现出较强的韧性。

综合来看，宏观的不确定性或限制铜价难有较大幅度涨幅，不过基本上铜精矿 TC 持续走弱，且目前国内频发积极政策欲改善下游消费，或为铜价提供反弹动能，如若接下来中美贸易关系发生实质性突破，带动全球经济复苏、或美元周期见顶，开始出现回落，则预计铜价波动区间将至（50000, 55000）。

免责声明

本研究报告由新纪元期货股份有限公司撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们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。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货股份有限公司并获得许可，并需注明出处为新纪元期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系我们

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
电话：0516-83831105
研究所电话：0516-83831185
传真：0516-83831100
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

电话：021-60968860
传真：021-60968861
地址：上海市浦东新区陆家嘴环
路166号未来资产大厦8E&F

成都分公司

电话：028-68850966
邮编：610000
传真：028-68850968
地址：成都市高新区天府二街138
号1栋28层2803、2804号

深圳分公司

电话：0755-33376099
邮编：518009
地址：深圳市福田区商报东路英龙
商务大厦1206、1221、1222

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
传真：010-84261675
邮编：100027
地址：北京市东城区东四十条68
号平安发展大厦4层407室

南京营业部

电话：025-84787999
传真：025-84787997
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号

徐州营业部

电话：0516-83831119
传真：0516-83831110
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

常州营业部

电话：0519-88059977
传真：0519-88051000
邮编：213121
地址：常州市武进区延政中路16
号世贸中心B栋2008-2009

南通营业部

电话：0513-55880598
传真：0513-55880517
邮编：226000
地址：南通市环城西路16号6层
603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560998
传真：0512-69560997
邮编：215002
地址：苏州干将西路399号601室

上海东方路营业部

电话：021-61017395
传真：021-61017336
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69
号裕景国际商务广场A楼2112室

杭州营业部

电话：0571-85817186
传真：0571-85817280
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号

广州营业部

电话：020-87750826
传真：020-87750882
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703大
院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850968-826
传真：028-68850968
邮编：610000
地址：成都市高新区天府二街
138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023-67917658
传真：023-67901088
邮编：400020
地址：重庆市渝中区新华路388号
9-1号