

板块 有色金属

建议多铜空锌：



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

投资研究中心

期货分析师：张若溪

电话：021-68770091

邮箱：zhangruoxi@qhfc.com.net

从业资格号：F3056946

期货分析师：黄笑凡

电话：021-68770092

邮箱：huangxiaofan@qhfc.com.net

从业资格号：F3037570

投资咨询号：Z0013258

多因素导致中长期需求释放 铜价或强于锌

报告摘要

- 贸易摩擦增加了生产成本。2018年加征关税后美国家电CPI明显上涨。5月贸易冲突升级后航运费用增加。BDI上行意味着产成品的转移，未来或将发生生产地的转移，东南亚和印度的铜需求可能提前释放。
 - 全球范围内的可再生能源将提供中长期需求。铜由于优越的导电性能很难被替代，广泛存在各种场景中。
 - 下半年中国的铜需求有望改善。
 - 基于铜上游供给紧，下游需求的边际改善将大幅拉升铜价。推荐多铜空锌，买入有铜矿的铜企股票，并可考虑直接多铜。
- 2019年上半年有色金属整体缺乏驱动力
 - 铜价弹性较差
 - 多因素导致中长期需求释放

Sector Nonferrous

Long Copper Short Zinc:



QIANHAI FUTURES CO., LTD

Investment consulting qualification

Investment research center

Analyst: Ruoxi Zhang

Tel: 021-68770091

E-mail: zhangruoxi@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3056946

Analyst: Xiaofan Huang

Tel: 021-68770092

E-mail: huangxiaofan@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3037570

Investment consulting certificate No.:

Z0013258

Multi factors cause mid and long term demand to rise

Copper may outperform Zinc

Abstract

- Trade friction increases production costs. US appliance CPI has risen sharply after first tariff increase in 2018. Shipping cost has gone up in May after trade tension escalates. The upward trend in BDI has its roots in the shifting of finished goods. Shifting of whereabouts the goods are produced may come soon. That may drive demand for nonferrous metals in southeast Asia and India to release earlier than expected.
 - Renewable energy applications worldwide will provide major mid to long term demand. Due to its superb conductivity, copper is difficult to be replace in these scenarios.
 - China's demand is expected to improve in the second half of 2019.
 - Based on tight up stream supply, minor increase in downstream demand will cause huge lift in copper price. We recommend to buy copper and short zinc, to buy copper mine company shares, and considering to buy copper directly.
- Nonferrous metals lack key drivers in first half of 2019
 - Copper price is poorly elastic
 - Multi factors cause mid and long term demand to rise

一、2019 上半年有色金属整体缺乏驱动力

(一) 行情回顾

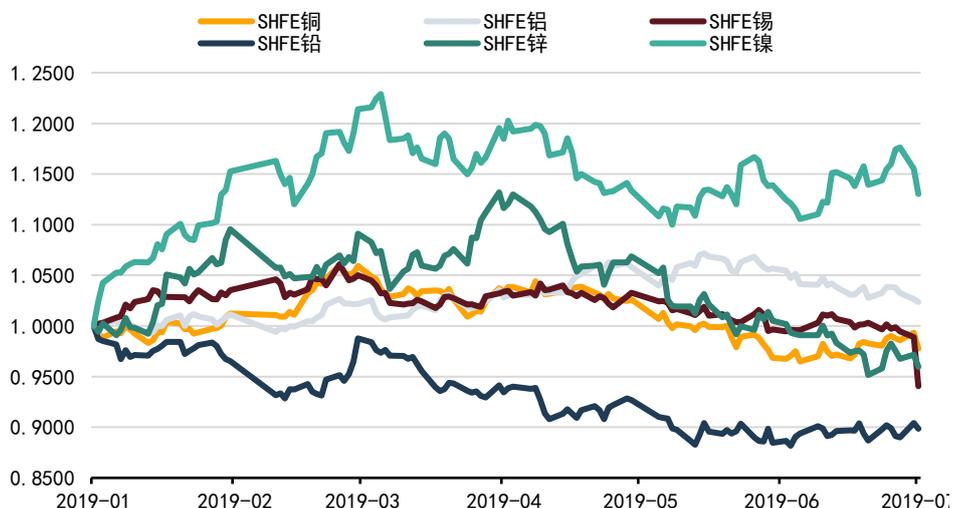
截至 2019 年 6 月 30 日，铜年内下跌 2.4%，铝上涨 1.65%，锡下跌 0.53%，铅下跌 11.02%，锌下跌 4.54%，镍上涨 15.29%。从下图可以看到，除了镍和铅，其他有色品种都集中在±10%以内运行。有色金属没有明显的多空驱动因素，绝对收益远远落后股指。

由于有比较特殊的逻辑，铅和镍占据了有色金属收益曲线的上下沿。铅下跌较多是由于电瓶车规范出台导致需求蓄电池下降，加上汽车行业仍处在低谷，铅的供需关系还在再平衡中。镍上涨较多或许和基本面关系不大，可能是由于上半年印尼政局和天气扰动比较多，且上游资源较为集中，比较反常。其他有色金属或多或少都有下游需求疲弱的问题。

年初，由于房地产方面需求较强，电解铝去库顺畅，加之氧化铝成本不断上涨，铝价缓慢上行。6 月以来，由于海德路复产产能爬坡，氧化铝供给偏紧的局面扭转，电解铝利润空间打开，刺激更多电解铝产能复产，铝价开始下行。

以嘉能可为代表的锌矿在 2016 年关停了 50 万吨锌矿产能，推升了 2016-2017 年锌价。目前锌矿处在 17 年锌价上涨引发的产能扩张回报期，整体上矿石相对宽松，冶炼产能偏紧，供需弱平衡。冶炼厂利润处在历史高点，矿石端利润尚可，精炼锌的低库存不足以支撑锌价，预计锌将继续走熊。

图 1 2019 年上半年有色金属收益率



数据来源：Wind，前海期货

具体到铜，虽然由于铜矿产能吃紧，年初被一致看多，但由于下游需求较弱，铜价震荡下行。铜矿的扰动率今年比较高。近期就有智利国家铜业公司（CodeIco）旗下的 Chuquicamata 铜矿进行了工人罢工事件。铜矿相对于炼化产能的紧张导致加工费下跌。硫酸价格也环比下滑，同时废铜价格上涨，冶炼厂利润受到严重挤压。

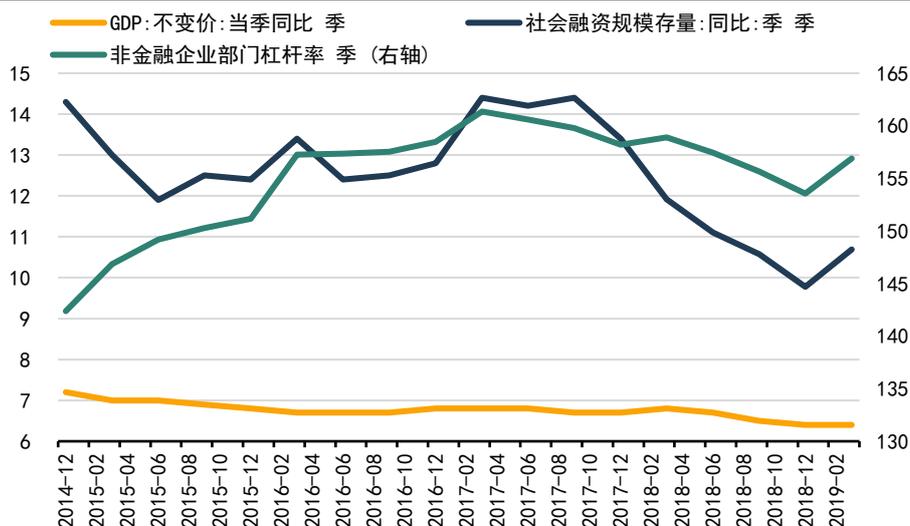
精炼费 TC 从去年年底的 93.5 美元/千吨将至 62.5 美元/千吨。粗炼费 RC 由 9.35 美分/磅将至 6.25 美分/磅。降幅均为 33%左右。截至 2019 年 6 月 20 日，98%硫酸全国价 300 元/吨，较去年底 432.5 元/吨下跌 132.5 元，跌幅 30%。废铜体现了国内价格稳定，进口废铜紧张的局面。截至 2019 年 6 月 25 日，废铜 1#光亮铜线上海报价 41670 元/吨，年初价格在 42000 元/吨上下浮动。进口废铜均价则从年初的 4585.63 美元/吨上涨至 5 月份的 5376.81 美元/吨。进口数量也大幅减少。1 至 4 月累计进口 50.74 万吨，去年同期累计进口 73.70 万吨，同比减少 31.15%。SMM 数据显示，4 月冶炼厂平均开工率为 86.72%，环比减少超 4 个百分点，体现了由于冶炼厂利润挤压，部分工厂开始检修停产。

（二）宏观经济

近年来中国经济下行压力增大，实际 GDP 增速逐步放缓，名义 GDP 增速快速下滑。2019 年一季度中国实际 GDP 增速为 6.4%，和 2018 年四季度持平。社会融资规模由 2018 年 12 月的低点 9.78%反弹至 5 月份的 10.59%。虽然中间有春节扰动，但社融明显提速。面对巨大经济下行压力，中央把去杠杆定调为稳杠杆，一季度中国非金融部门总杠杆率同比增速一反 2016 年年中以来的下降趋势，由-0.1%大幅反弹至 1.5%。原因主要在于名义 GDP 增速快速下滑，政府为了刺激经济出台托底措施，加杠杆导致债务上升再次加快。

2019 年货币和财政政策的核心是“定力”，即托底但不上拉，货币政策在一季度宽松后在二季度又偏紧了。到了 6 月下旬包商银行事件导致信用分层，银行同业周转下降，货币投放才再次放松。目标是应对经济下行和贸易战的不确定性，同时保持克制。上半年房地产景气度还是比较高的，下半年由销售指标来看，大概率房地产会减速。

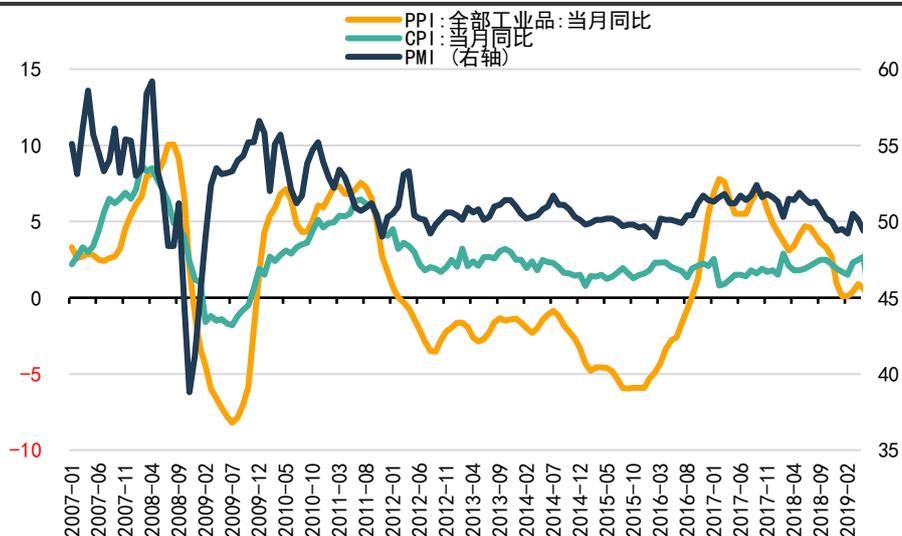
图2 实际 GDP 同比增速和社会融资规模以及非金融企业部门杠杆率



数据来源: Wind, 前海期货

全球主要经济体受需求不足的困扰, 普遍 PMI 减速, 美国十年期国债收益率和短期收益率持续倒挂, 全球央行开始鸽声一片。下半年, 央行的货币政策空间或许更大。基建增速或许会加速, 来应对地产下行。

图3 中国 PMI, CPI 和 PPI



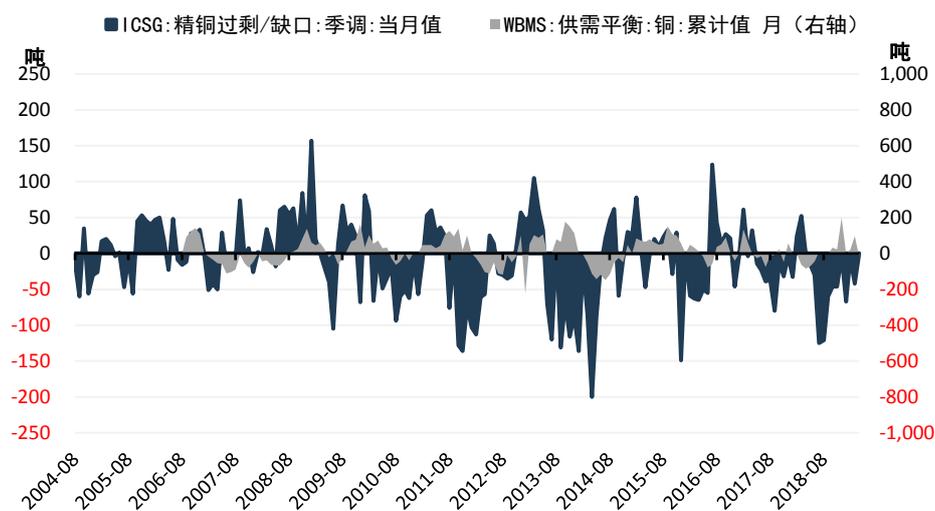
数据来源: Wind, 前海期货

就近期来看, 专项债的推出释放了地方政府的能动性, 有超预期的可能。老旧小区改造也将拉动部分补短板的基建投资。但总体上, 下有底, 上有顶是目前政府层面的调控目标, 在经济真正复苏前, 有色金属难以出现大的单边行情, 因此寻找基本面落差大的两个品种, 做多空策略或许是更好的选择。

二、铜价弹性较差：

根据国际铜研究小组 ICSG 的测算，2018 年全球铜精矿产量 2050 万吨，增加 43.9 万吨，增幅为 2.1%。2018 年全年精炼铜消费量 2414.8 万吨，同比增加 44.7 万吨，增幅为 1.9%，目前铜价处在紧平衡中。而国际铜研究小组 ICSG 判断 2019 年铜精矿增幅将降至 1.2%，供给趋紧。

图 4 ICSG 和 WBMS 精炼铜供需平衡

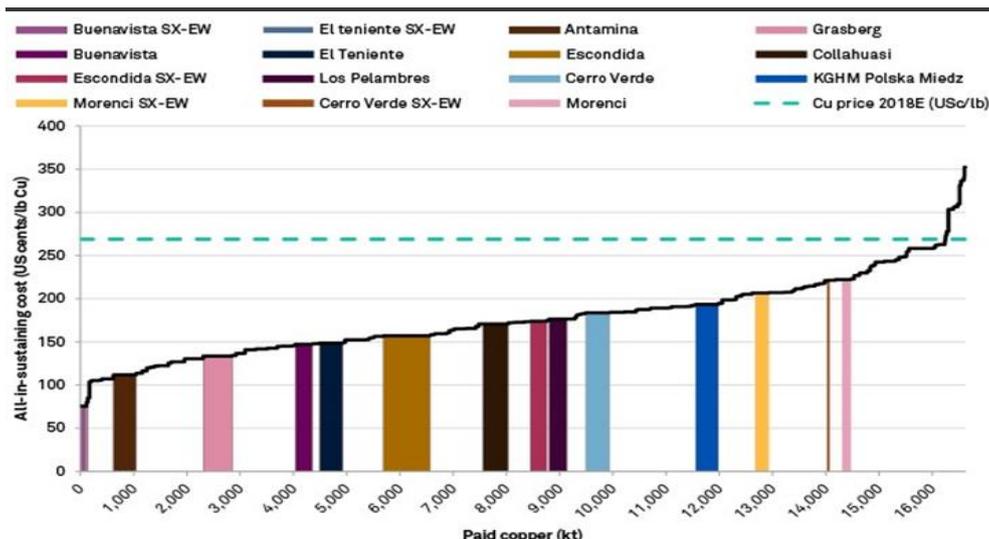


数据来源：Wind，前海期货

今年铜矿主要减量部分来自产量排名全球第二的印度尼西亚 Grasberg 矿山：它的开采方式逐渐由露天转为地下，预计将导致 2019 产量减少约 22.5 万吨。增量的部分主要来自第一量子公司和嘉能可的部分矿山。整体来看，供给在超出需求些许后弹性急剧变差，几乎是 80 度上扬。只要需求有 5% 左右的改善铜价就会达到 7500 美元/吨。

除了 Grasberg 减产，大铜矿品位持续降低也困扰着铜矿的生产，尤其是智利。智利生产了全世界 38% 的铜矿。在占世界产量 10% 左右的最大铜矿 Escondida，铜品位从 2007 年的 1.72% 迅速下降至 2011 年的 0.97%，降幅近 40%。普遍预计在 2025 年前后全世界铜矿品位将降至 0.55% 左右。

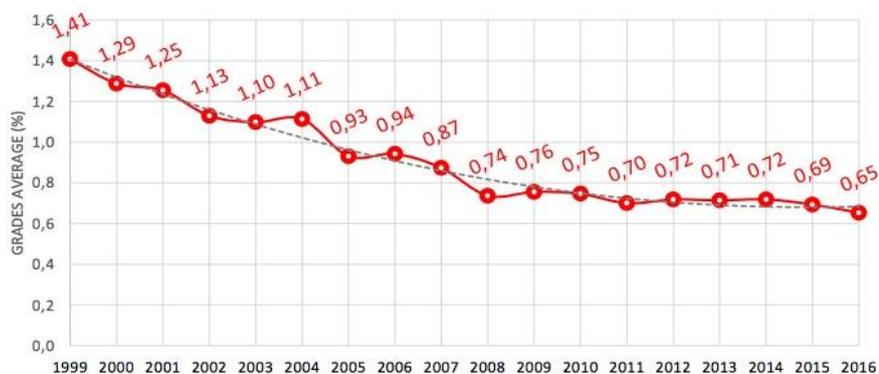
图5 主要铜矿成本曲线



数据来源：S&P Global，前海期货

图6 智利铜矿品位曲线

Average copper mining grades in Chile 1999-2016



数据来源：Minging.com，前海期货

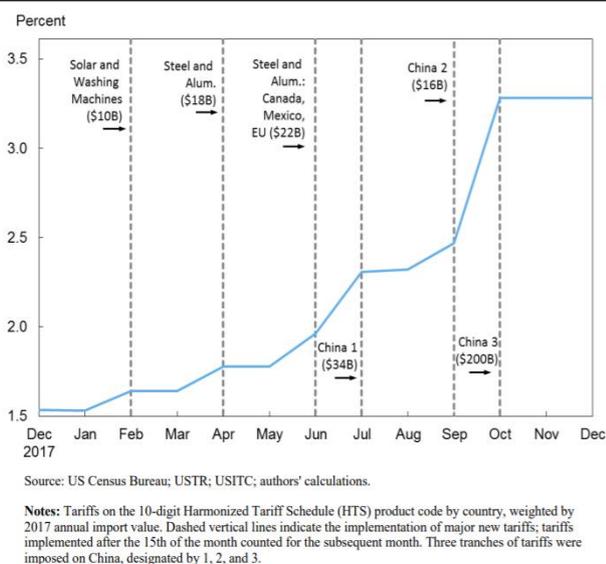
在2011年-2016年，铜在低位运行了近5年。这对应了矿产的出清和供需再平衡过程。直到目前，铜价尚不足以刺激国外矿山企业大规模增产。由于典型的矿山企业开发周期在5-7年，料这一次供给偏紧能保持较长时间，理论上为长牛创造了足够时间窗口。

三、多因素导致中长期需求释放

(一) 贸易摩擦增加了生产成本。生产函数的劣化意味着生产一个单位的产成品，现在需要更多的原材料或者资本、技术。初期体现在物价指数上，部分商品价格上涨明显。比较明显的还有航运指数向上。由于新增的人工壁垒，产成品需要经过更多转运绕道进入消费地，导致了短期需求超过供给。未来或将发生生产地的转移。新建工厂需要配套电网建设，东南亚和印度的铜需求可能提前释放。

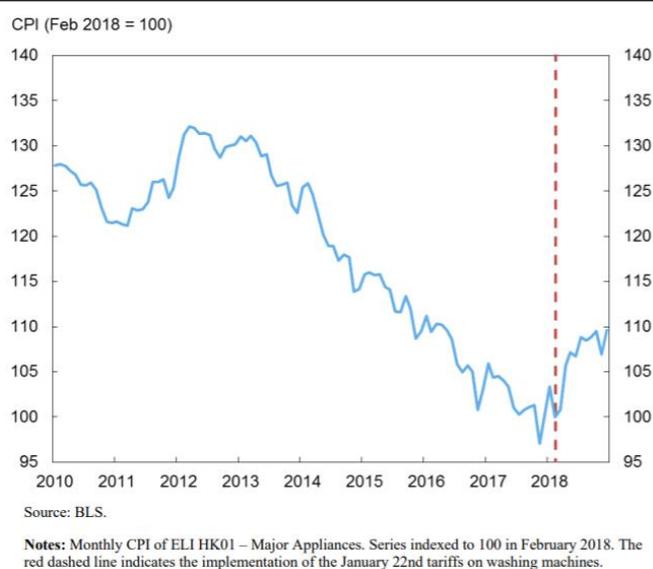
贸易冲突增加了人工壁垒，降低了资源配置效率。同样生产一单位的产品，现在需要更多的生产资料和劳动力。美国国家经济研究局 2019 年 3 月的工作论文指出，关税加征后，主要家用电器的 CPI 显著上升。

图 7 中美贸易战时间轴



数据来源：NBER，前海期货

图 8 美国主要家电 CPI



数据来源：NBER，前海期货

另一个比较明显的现象是航运指数上升。这个现象比较反常识。由于贸易限制，很多原有的路线不能直达，只能通过增加航运点，增加航运里程，通过转运将产品送至目的地。这就导致了短期的航运需求超过了供给，拉动 BDI 向上，航运产业反而从贸易战中受益。美国产的大豆可能借道南美流入中国，中国的家电可能借道东南亚流入美国。从下图可以看出，2019 年 5 月，中美没有达成协议，美国针对 2000 亿美元的中国商品提高关税，税率由 10%-25%。在这个时间点前后，BDI 开始迅速增长。

需要注意的是,在贸易战初期即加征10%关税时点前后(2019年1月1日),航运指数确实是向下的。经济活力降低和贸易摩擦成本两个因素都会影响航运价格,哪个因素发挥主导性作用可能有更复杂的规律。

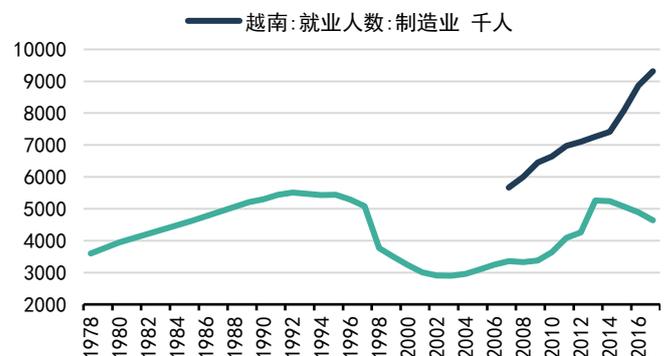
产成品转移的下一步是生产关系的转移。随着中国劳动力价格上升,劳动力密集型产业向东南亚转移。贸易战会加速这个过程。从下图中可以越南制造业就业人数和中国制造业就业人数数据可以看出,这个趋势本来就是存在的,贸易摩擦预计会加速这个过程。

图9 中国精炼铜消费量



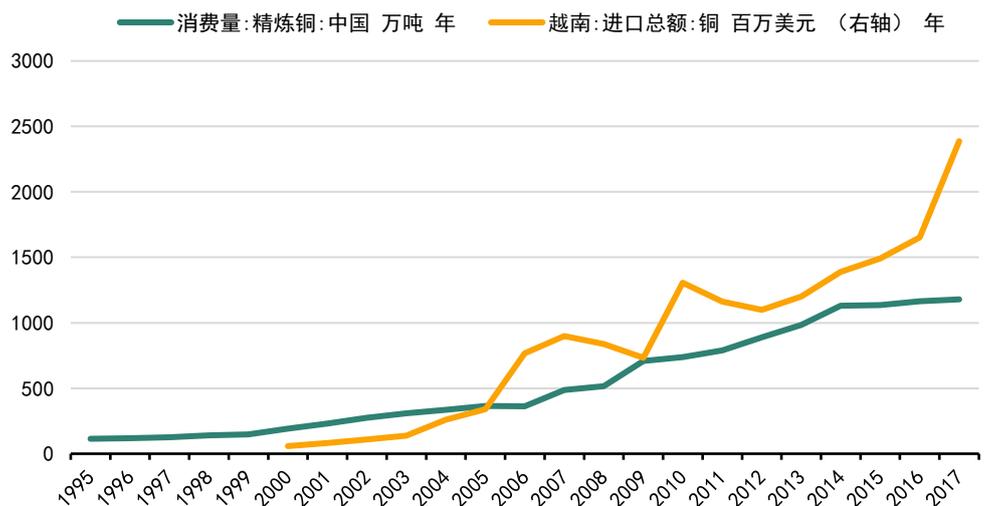
数据来源: Wind, 前海期货

图10 中国越南制造业就业人数



数据来源: Wind, 前海期货

图11 中国精炼铜消费量 越南铜进口总额



数据来源: Wind, 前海期货

伴随着生产关系的转移,配套的电网将显著拉动当地铜需求。中国的铜需求快速增长是介于2006年到2009年,那段时间也伴随着中国制造业就业人数

的迅速增长。虽然总量尚小，但越南进口铜的数量在迅速增长。

贸易摩擦对应的是世界范围内的贫富差距扩大背景，预计将长期存在。这一逻辑或许将长期有效。

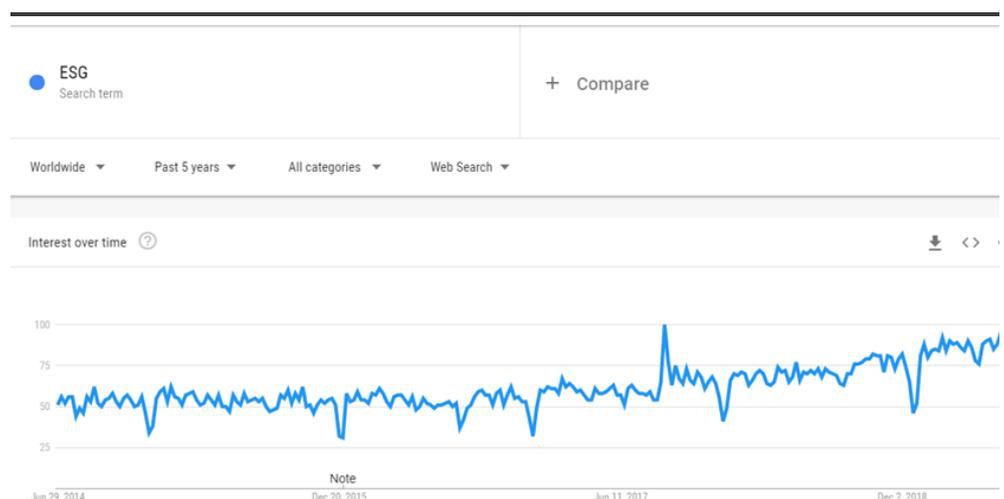
(二) 全球范围内的新能源应用将提供中长期需求。其中铜由于优越的导电性能很难被替代，广泛存在各种新能源应用场景中。

1) ESG 引导可再生能源投资

ESG 即 Environmental, social and corporate governance 的首字母缩写，即环境，社会和公司治理。核心就是衡量一个公司能否在上述三个标准上做到可持续的正面影响。它是一场发自投资端的由上至下的反馈机制，通常和投资绑定。它由公司能否可持续经营为出发点，经由投资为手段，进而演变成了具备更多道德色彩要求的衡量准则。

根据苹果公司数据，2014 年以来，苹果全部的数据中心全部采用可再生能源供电。2011 年以来，苹果的可再生能源减少了 210 万吨的二氧化碳排放，降幅约为 54%。近年来，符合 ESG 的公司和投资项目通常更受基金经理的青睐，股价也能够获得更高的收益率，通过薪酬期权影响公司管理层的薪资水平。这是一个从上至下的闭环反馈机制。从谷歌搜索数量可以看出，ESG 在世界范围内认知度正在逐渐提升。

图 12 ESG 搜索次数



数据来源：Google trend, 前海期货

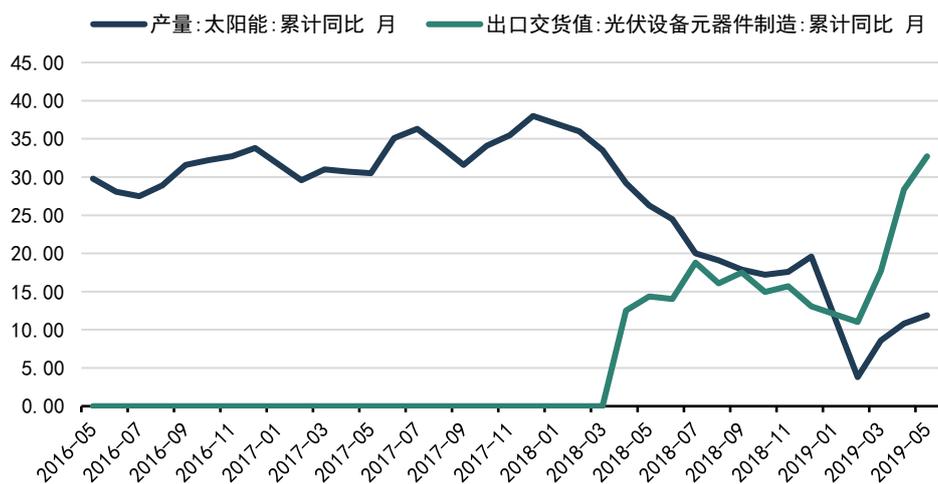
在大宗商品领域，它主要和新能源应用相关。美国各大科技公司开始逐渐

自建新能源电站。未来，应该会看到越来越多的处于 ESG 考量的私企投资新能源项目。

2) 光伏和风电

风电和光伏，尤其是光伏，比其他传统能源耗铜量更大。火电站每形成 1 千瓦时的产能需要 2 千克铜，光伏大概需要 5 千克。由于可再生能源制造成本的持续下降，预计多个国家未来几年会达到可再生能源不依靠补贴也更具竞争力的转折点。2018 年下半年哈 2019 年上半年可以明显看到中国的光伏设备出口增加。2018 年由于中国地方政府去杠杆，光伏产量断崖式下滑。但在出口拉动下，已经显著回升。

图 13 中国太阳能产量累计同比 光伏设备元器件出口交货值累计同比



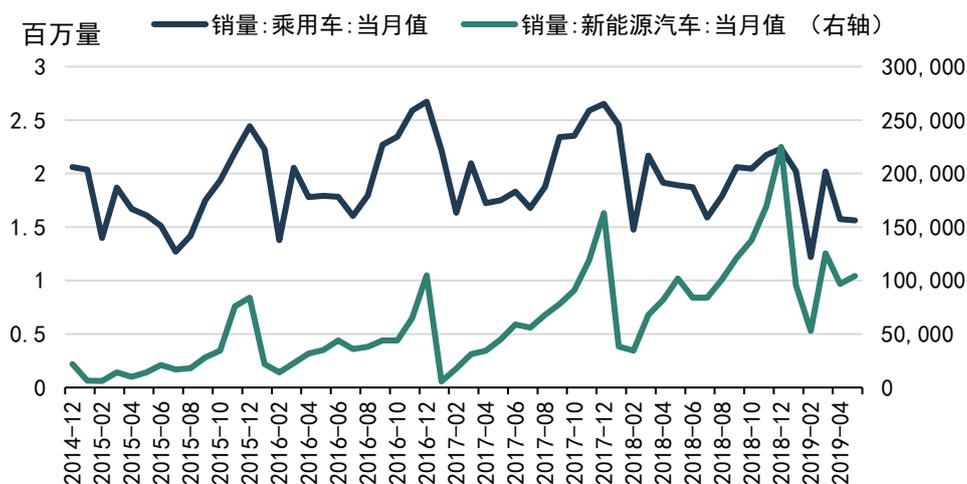
数据来源: Wind, 前海期货

3) 新能源汽车

虽然目前传统汽车销量呈现断崖式下跌，新能源汽车还是保持了较好的增速。近期新能源汽车补贴面临退坡，增速稍微减缓。

传统汽车用铜量约为 8-22 公斤/辆，混动新能源车约为 40 公斤/辆，纯电动新能源车可达到 80 公斤/辆。虽然新能原车耗铜量远超过普通内燃机车，单总量尚小，无法弥补内燃机车销量产量的缺口。

图 14 中国乘用车和新能源汽车月销量



数据来源: Wind, 前海期货

(三) 中国下半年需求或将改善。

电缆交付将在下半年拉动铜消费。房地产需求预计将有所降低。汽车消费或将出现拐点。

1) 下半年国网南网订单交付比例高

中国铜消费中电力仍然占比接近 50%。根据《国家电网有限公司 2018 社会责任报告》，2019 年国家电网计划投资额 5126 亿元，较去年实际完成额同比增加 4.84%。

图 15 电网基本建设投资完成额累计同比



数据来源: Wind, 前海期货

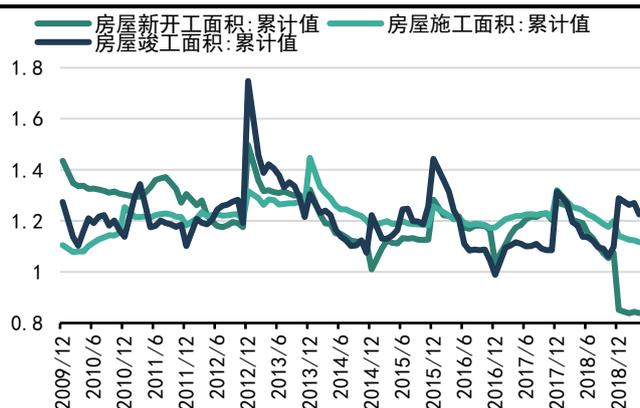
但由于今年的电网投资偏重于特高压工程，对于铜的拉动不如往年。根据测算，电缆交付量将集中在二季度和四季度，比例约为 60%左右。进入二季度后，这些需求会随着国网南网订单交付逐渐释出。

2) 房地产预计减速，汽车行业或接近拐点

房地产和汽车是铜除了电力外的重要消费领域。

中国 1-5 月房地产开发投资同比增 11.2%，前 4 月为 11.9%。1-5 月份，房地产开发企业房屋施工面积同比增长 8.8%，增速与 1—4 月份持平。房屋新开工面积增长 10.5%，增速回落 2.6 个百分点。房屋竣工面积下降 12.4%，降幅扩大 2.1 个百分点。房地产企业周转降速导致的房地产后周期仍将起效，这将拉动房地产后周期的家电消费。但下半年房地产投资增速预计将降至 7%左右。

图 16 中国房屋新开工，施工，竣工面积累计同比



数据来源：Wind，前海期货

图 17 乘用车月销售量



数据来源：Wind，前海期货

根据乘联会数据，中国 5 月广义乘用车零售销量 161.1 万辆，环比增长 4.6%，同比下降 12.5%，为连续第 12 个月同比下跌；狭义乘用车销量 158.2 万辆，环比增长 4.8%，同比下降 12.5%；5 月新能源狭义乘用车销量 9.4 万辆，同比增长 1.6%，环比增长 9.5%。初步判断或接近拐点。

四、策略推荐

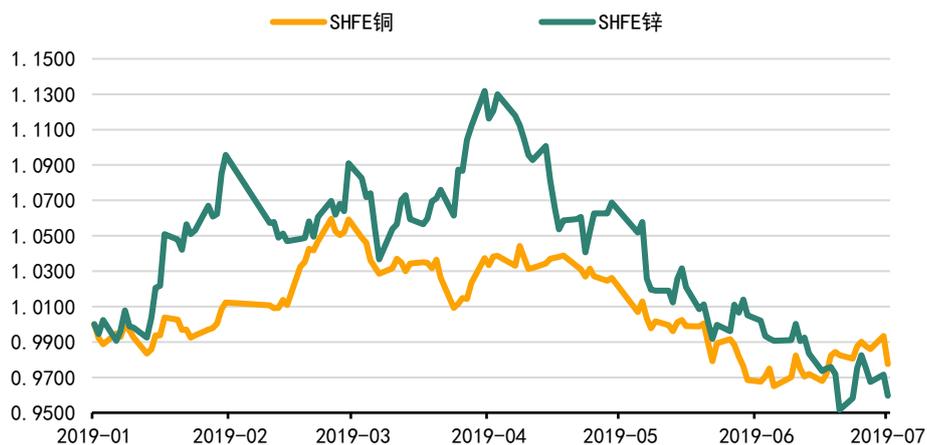
(一) 鉴于铜基本面较紧，和能源相关度高，而锌基本面偏空，和房地产相关度高，建议多铜空锌

上半年精炼锌是处在冶炼产能相对紧张，锌精矿相对宽松的局面。随着国

内冶炼产能逐渐释放，下半年有望进入矿炼双松的局面。镀锌板是锌产业第一大下游用途，占比超过 50%，和钢铁行业关系紧密。在下半年房地产减速，基建集中在补短板的情况下，钢铁总消费预计下行。

从年内收益率上看，铜刚刚超过锌。现在执行这个策略正当时。

图 18 铜和锌年内收益



数据来源：Wind，前海期货

（二）买入有铜矿的铜企股票

中国传统上贫矿多冶炼产能。现在加工费比 2018 年底已经下跌 30%，加上硫酸价格也比去年底降低了 30%左右，冶炼厂利润同比下滑严重。建议买入出海购买铜矿的铜企股票，在铜价上涨初期有比铜价更高的收益。

（三）风险点和关注指标

伦铜沪铜偏离程度，锌行业进行供给侧改革，贸易谈判不及预期等。

免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfco.net>

