



2015年01月31日
沪铜月报

国储收铜传闻难振铜价 沪铜天量持仓惹关注

基本金属分析师：

郭 颂

联系方式：0755-83472566

邮箱：guosong@szjqh.com

网址：www.szjqh.com

观点综述：

- ▶ 国储局计划购买 20 万吨精炼铜的市场传闻，并没有对沪铜起到提振作用，铜价仍维持弱势格局。而按照国储局的收储计划，去年的 50 万吨收储目标已经完成，今年尚没有公布购买计划。首先，国储收储消息目前只是个传闻，后期也不会有官方证实，因此对待这个消息需要谨慎，不排除多头放风的意图；其次，从市场传闻来看，国储 2014 年收储可能是弹性的，初步预计是 20 万吨，甚至传闻要完成 200 万吨的收储，这一点很难符合国家收储的情况。目前除了铜价低之外，尚没有理由触发国家收储。铜市目前难寻实质性利好，面临美元强势、油价腰斩、供需失衡、全球经济失速等不利因素，铜价跌势未尽。此外，沪铜各合约 95 万手的总持仓创下了历史记录，历史数据显示，沪铜只在 2013 年 4 月有过持仓超 90 万手的记录。这引发了市场的想象空间。临近农历羊年，铜下游陆续停产放假，致使即期消费减少，目前现货市场出下游采购基本匿迹，铜价无力获得现货市场的支撑。预计后市弱势格局未变，沪铜操作上建议节前以逢高短空为主，轻仓参与为宜。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.szjqh.com



一、期铜 1 月份行情走势综述

进入 2015 年铜价走势开门不利，展开了一波淋漓的跌势。LME 伦铜当月跌幅达 12.58%，累计跌幅达 790 美元/吨，最后报收于 5494 美元。沪铜主力 1504 合约跌幅 14.03%，累计跌幅 6380 元/吨，月末收盘报 39090 元/吨。LME 库存从月初 17.7 万多增至月底的 24.8 万吨，当月增加近 7 万吨。上期所库存从月初的 8.6 万吨增加至 13.7 万吨，增加近 5 万吨，隐形库存逐步显现。仓单库存有进一步上升趋势。

图、伦铜沪铜日 K 线图



以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



宏观面上，美国从金融危机中艰难走出并进入复苏之路，尤其是房地产市场复苏更为稳健和制造业复苏力度显著增强。2015年美国继续复苏是大概率事件。制造业复苏的力度有望继续保持全球领先，就业消费循环的动能将继续增强，房地产市场继续保持缓慢复苏的态势。然而美国经济复苏对铜消费的支撑作用非常有限，乐观的估计也就是10万吨左右的消费增量，但是美元回流对中国经济的负面冲击可能比较大，对铜价的影响是偏负面的。中国经济则难以摆脱周期性规律的制约，政府改革态度坚决，对经济增速的容忍度可能继续降低，企业去杠杆将持续，去产能化令中国铜需求增速继续放缓。

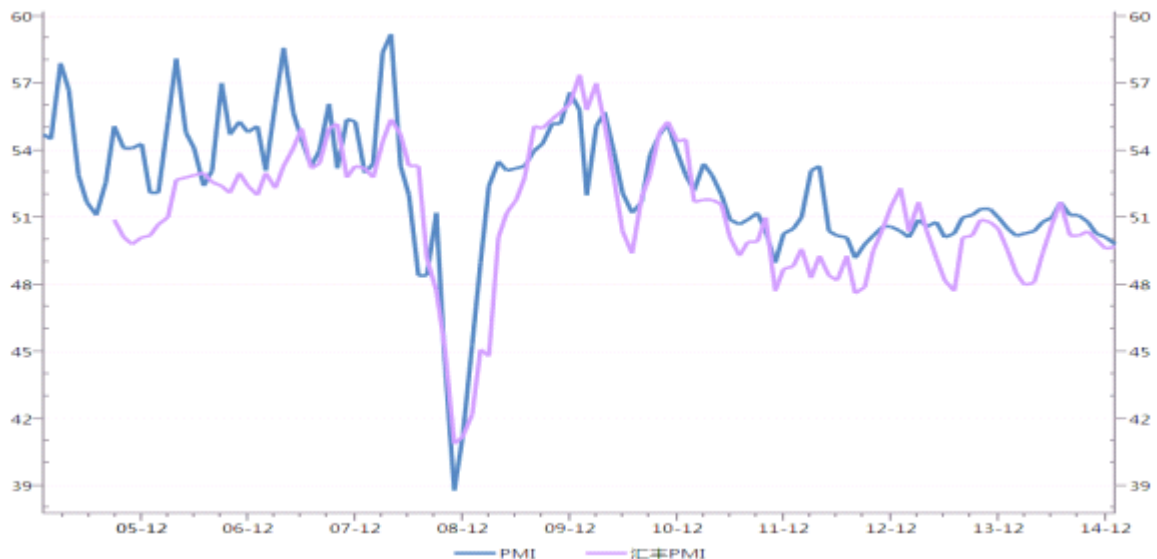
基本上，供大于求的格局将会愈演愈烈已是不争的事实。铜精矿供应将继续相对宽松的格局基本已成定局。在海外以及中国冶炼产能的进一步投产情况下，较高的铜精矿加工费将推动冶炼厂投产达产周期，加上原有产能进一步提升开工率，全球精铜产量将继续增长。需求方面，中国电网投资力度减弱、房地产业疲软以及整体家电行业发展进入低速周期，将使得下游需求亮点难觅。

总体来看，未来两年全球铜矿产能集中释放，供应增加幅度愈加明显；全球经济步入正常的复苏轨道，发达国家基准利率将逐渐上升，增加了融资交易的套利成本，进而抑制金融属性对工业品价格的无序冲击；铜市将逐渐淡化金融属性的影响，更多地会受到来自于供需面的商品属性影响。我们认为，在铜市场供应过剩进一步扩大的背景下，铜价中长期下行趋势难改，跌跌不休的熊市征程仍未结束。

二、宏观面分析：中国经济前景不佳，强美元压制金属价格

中国经济数据延续下滑，从最新公布的1月中国官方制造业PMI为49.8，大幅低于前值的50.1和预估值。市场分析认为主要受到元旦与春节假期因素因素影响，和大宗商品价格持续下跌，以及外部环境需求偏弱的影响。制造业面临的下行压力不减的情况下，也预示着对2015年的货币政策宽松较乐观，并伴随着美元兑人民币有走贬趋势。特别是春节前后市场对降息、降准的预期不断增强。

图、中国官方PMI及汇丰PMI



资料来源：深圳金汇期货、WIND

自2014年7月以来美元指数启动涨势，开启了新一轮美元牛市行情。美元升值对大宗商品是不利的。作为国际大宗商品的主要定价货币，美元价格与商品价格之间负相关性很高。此外，回顾布雷顿森林体系崩溃之后美元的两轮牛市行情，基本的国际经济景气格局均呈现出美强而欧弱、日弱的态势，因而对大宗商品的实际需求也是不利的。所以在美元强势周期阶段，大宗商品震荡回落就会是一种大概率事件。

从经济基本面看，美国经济在2015年依然是增长最亮眼的，而欧洲经济在结束衰退之后依然只能维持很

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.szjhhq.com



低增速。从最近欧洲的 PMI 数据看，其复苏力度还是偏弱。其他新兴市场国家，特别是资源品属性的国家在低油价的背景下也将面临增长困境。中国相对稳定，但增速正面临下行风险。此外，美联储也是全球最早退出宽松政策的央行。无论美联储是在今年二季度还是三季度加息，比较确定的是美国会在 2015 年正式进入加息周期。而欧洲，日本，中国三大央行依然处于降息或宽松的货币周期。无论是经济基本面，还是央行的动作，都将支持美元在 2015 年继续上涨，这对以美元计价的基金属价格形成强有力的压制。

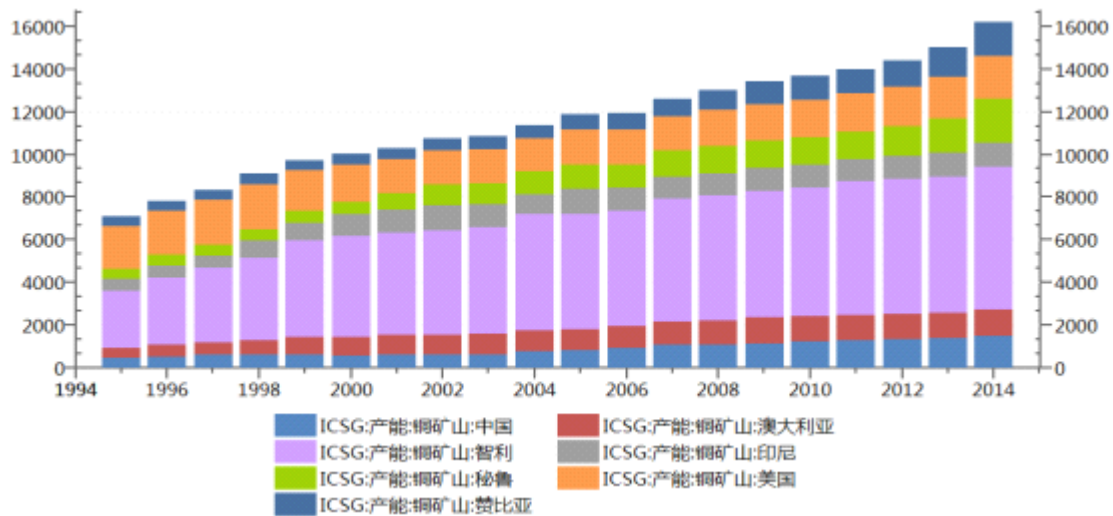
三、基本面分析：低迷消费难抵供应增长，供需过剩压制铜价走势

1、全球铜矿及冶炼产能扩张迅猛

2014 年以来，全球主要地区铜矿产量逐步增长，年内全球铜矿供应预计将持续宽松。据世界各国统计局数据显示，2014 年上半年智利、秘鲁、印尼、非洲和美国等五个国际和地区的铜矿产量达到 548.4 万吨，同比增长 6.56%。据中国统计局数据显示，2014 年 1-11 月份中国铜矿产量达到 157.22 万吨，同比增长 9.55%。据 ICSG 最新数据显示，在 2014 年延后推进的产能释放将集中在 2015 年体现，印尼精矿出口恢复提振，预计届时 2015 年全球铜精矿产量增速将回升至 7%，至 1981.6 万吨。

全球铜矿产能主要集中在智利、秘鲁、美国、赞比亚、中国、印尼和澳大利亚，多为环太平洋地区。2014 年，主要铜矿生产国产能的 42%在智利、13%在秘鲁、12%在美国。从 1995 年以来的铜矿产能变动趋势来看，智利、秘鲁、中国、赞比亚和澳大利亚五个国家的产能增加较多，2014 年与 1995 年相比，智利增加了 149.9%，秘鲁增加了 377.99%，中国增加了 231.07%，赞比亚增加了 260.28%，澳大利亚增加了 160.45%。最近三年，铜价回落较慢，铜矿利润率相对较高，2012 年主要铜矿生产国新增产能 42.5 万吨，2013 年为 64.3 万吨，2014 年为 109.0 万吨，新增产能逐年提高，2015 年的新增产能也主要集中在上述五个国家。

图：全球铜矿产能逐年扩张



资料来源：深圳金汇期货、WIND

ICSG 最新预测显示全球精炼铜产量继 2014 年增长至 2213.6 万吨之后，2015 年将继续增加 95 万吨至 2308.6 万吨，虽然增速较 2014 年 5.12% 有所回落，但 4.29% 的增幅在历年中依然处于较高水平。1995 年以来，主要精铜生产国的铜精炼产能逐年增加，并且大部分增量在中国。2014 年中国铜精炼产能已经占主要精铜生产国产能的 38%；智利的占比也较高，为 19%。

今年以来，铜矿加工费走高令冶炼企业利润回升，从而提升了企业开工积极性。数据显示，2014 年 11 月中国精铜产量达到 75.55 万吨，创历史新高，同比增长达 14.1%。1-11 月份，中国精炼铜产量累计值为 716.73 万吨，同比增长 11.49%，增速呈现持续加快的势头。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

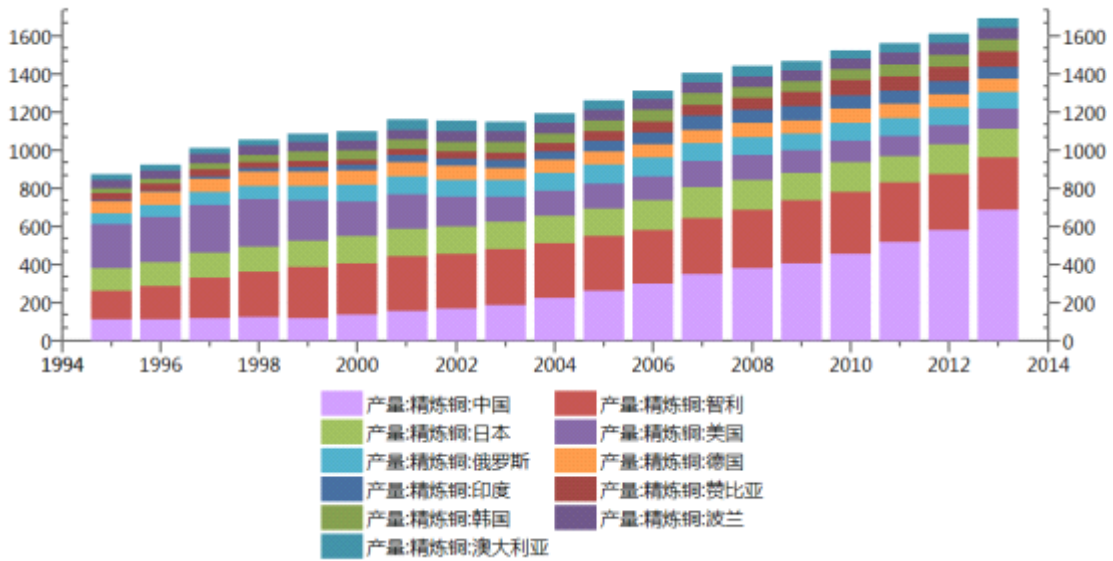
免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



整体而言 2014 以及 2015 年将是中国产量释放相对较好的周期,2015 年不仅将有 70 万吨新增产能投产(详见表 4),此外前期投产的广西防城港、豫光金铅、浙江和鼎、中条山有色等开工率将继续提升,为 2015 年中国精炼铜产量增量做出贡献。除了新扩建产能的投产以及达产效应,原有老产能随着 2015 年长单铜精矿加工费的走高而将进一步提升开工率。

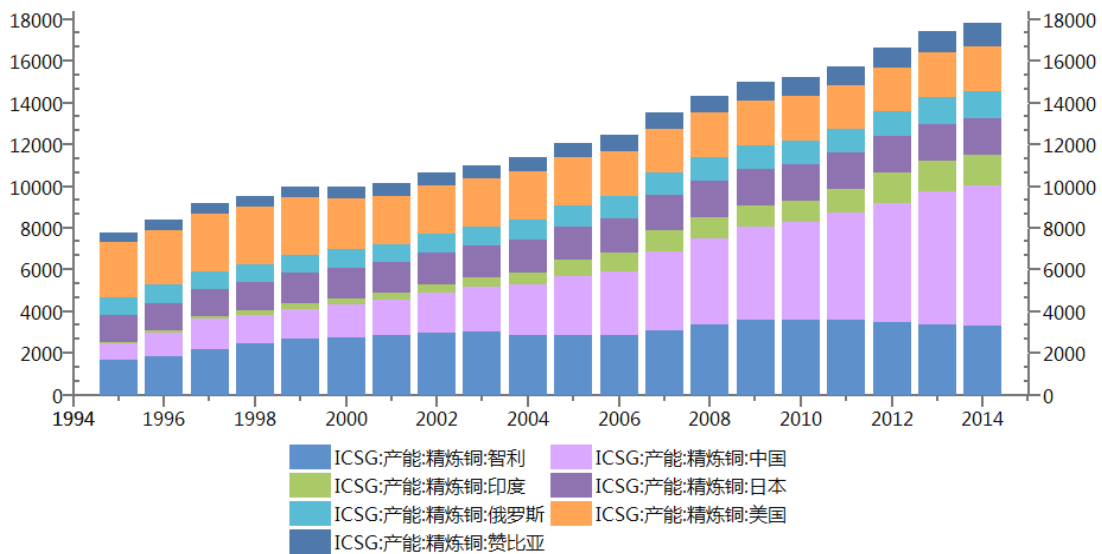
由于 2014 年较好的现货加工费,冶炼企业进口铜精矿积极性高企,在 2013 年全年进口铜精矿实物吨接近 30%的增速之后,2014 年继续保持近 15%的增长。而从国内炼厂签订长单加工费水平来看,预期 2015 年 105 美元/吨的长单加工费,将成为 08 年以来的最高水平,在 100 美元上方的加工费保证了炼厂的加工利润,签订长单积极性升高,预计 2015 年冶炼厂长单签订比例进一步提升,保证了全年的产量增幅。整体判断 2015 年中国精炼铜产量较 2014 年将继续有 60-70 万吨的增量。

图：全球主要国家精炼铜产量



资料来源：深圳金汇期货、WIND

图：全球主要国家精炼铜产能



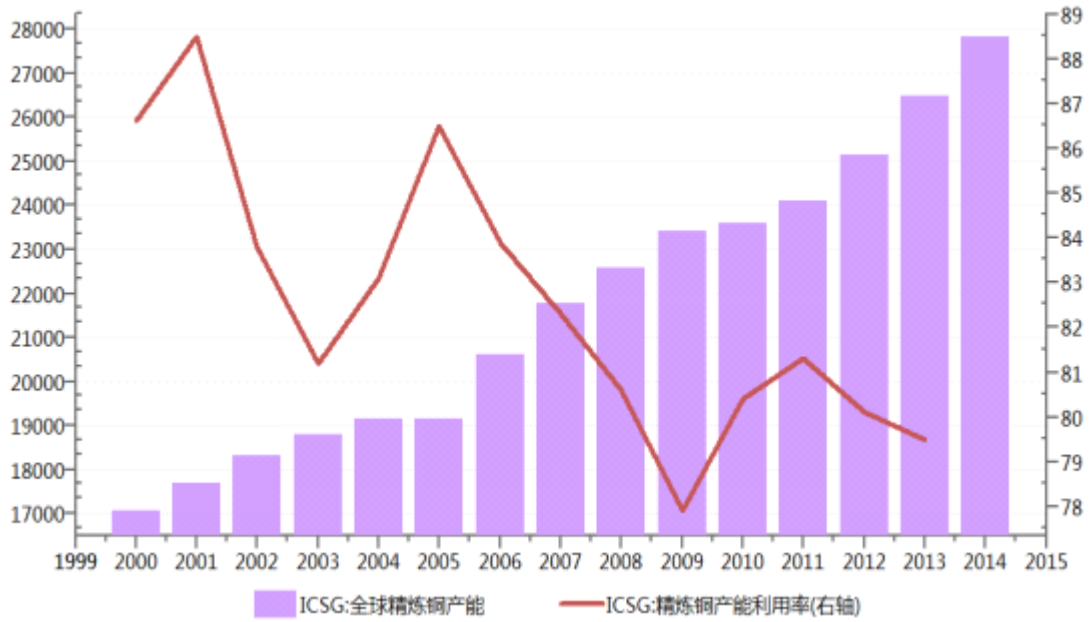
资料来源：ICSG

以上资料仅用作实际交易之参考,本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明:本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体,但是来源与数据未经独立验证,严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此,金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



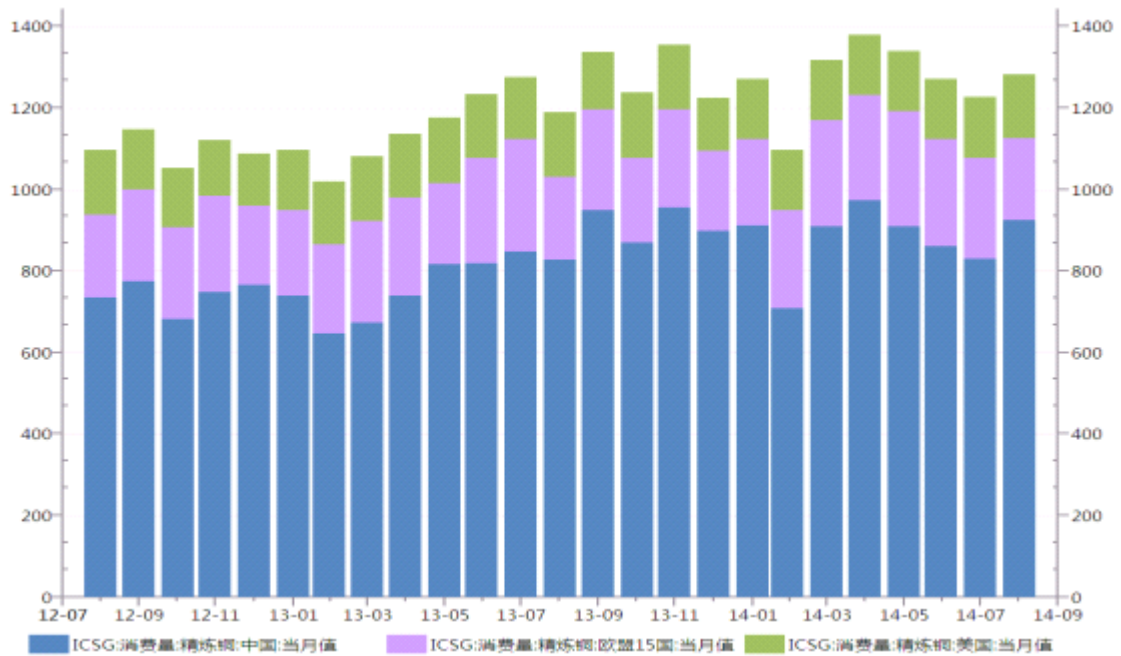
图：全球精炼铜产能与产能利用率



资料来源：深圳金汇期货、WIND

2、终端消费亮点难觅是压制铜价的核心因素

图：全球主要国家地区精炼铜消费量



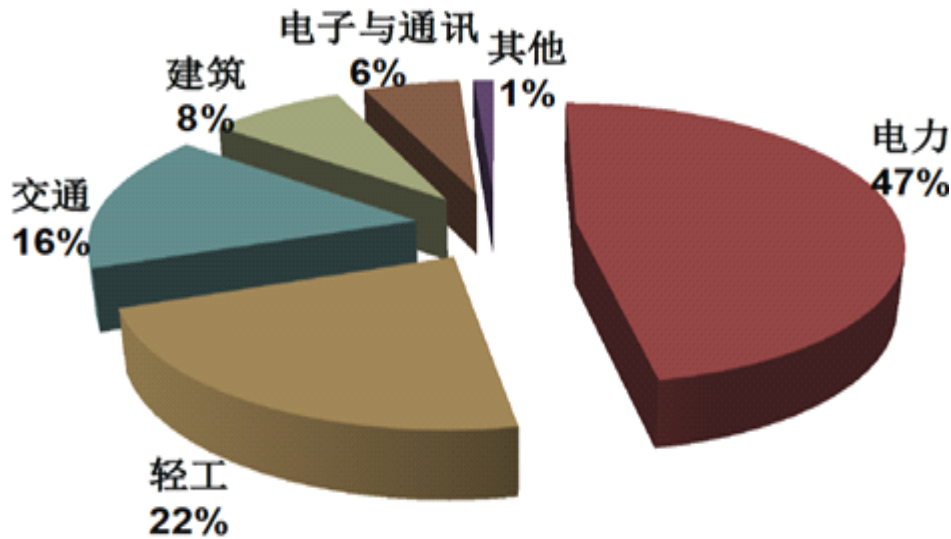
资料来源：深圳金汇期货、WIND

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



图：中国铜消费结构



1995年以来，中国精铜消费总量快速增加，而美国、德国、日本、韩国等发达经济体的铜消费总量基本保持稳定。1995年，中国精铜消费量为114.34万吨，2013年为983.01万吨，翻了近9倍。1995年，美国、德国、日本和韩国铜消费量分别为253.44万吨、106.58万吨、141.45万吨、53.96万吨，2013年分别为184.20万吨、112.27万吨、99.43万吨和70.41万吨，其中美国和日本出现了绝对量的下滑，德国小幅上升5.34%，韩国增幅略大，为30.49%。

2009年以来，全球经济复苏力度较弱，中国政府不断推出经济刺激政策，使得全球铜消费增量的绝大部分都在中国，而有些国家铜消费量还出现了绝对的下滑。2013年，中国铜消费量占全球铜消费量的47%，其次为美国，占9%，德国与日本各占5%。分析铜需求端的变动，需要把主要精力放在中国精铜消费方面，而不宜过度关注美国、德国和日本实体经济复苏对铜消费量的支撑作用。

总的来说，全球铜消费和消费增量主要集中在中。中国消费量占比接近50%，美国、德国和日本等发达经济体的铜消费量占比均在10%以下。在铜矿供应增速提高、铜精炼产能不存在限制的情况下，中国铜消费变动依旧是决定铜价运行方向最核心的因素之一。换言之，铜价更多反映的是中国实体经济的情况，而不是美国、德国和日本等发达经济体实体经济的情况。

从铜的终端消耗比例图可以看到，电力投资领域占比为47%，在铜终端需求中处于第一位；其次是空调制冷，而在空调制冷领域中主要应用则是空调，再次是房地产。因此，我们主要对电力投资、空调制冷及房地产三个领域进行分析。

(1) 电力投资放缓，无力拉动用铜需求

电力方面，据中电联数据显示，2014年1-11月电源投资完成额累计值为2886.56亿元，较2013年同期下滑6.14%，这已经是2013年全年同比负增长之后，连续第11个月累计负增长；1-11月电网投资完成额累计值为3460.3亿元，较2013年同期仅仅小幅增长2.58%，而2013年同期增速高达6.10%。观察历史数据可看出，年底一般是电网投资高峰期。近期国家电网第五批货物集中招标，电网投资增速也呈现回升迹象。但当前整个大环境的疲软使得后期投资增速回升势头或有限，因此对铜消费的带动力度不会很大。

今年电力投资始终处于低速增长状态，与年初高增长计划形成较大背离。由于铜主要用于导体领域，全社会用电量的情况一定程度上可以看出新增用电量对各个设备中导体的需求程度，

以及在用电过程中设备的维修更换率。而随着全社会用电量增速的不断回落，尤其是国家产业结构调整对高

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

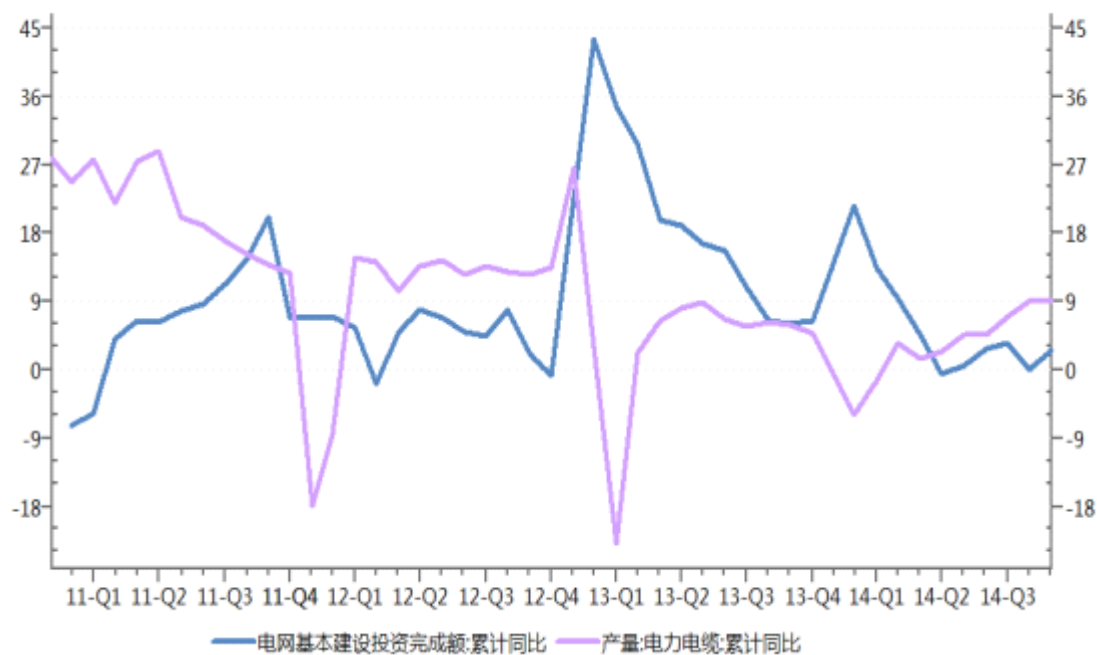
免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



耗能企业发展的限制，中国全范围大规模建设基础用电设施的周期已经过去，电网铺设已相对完善，目前电网投资消耗量更大的主要在远距离传输优化能源结构的目的，而这方面对于铜导体线缆的需求增速将明显放缓。从电力电缆长度产量以及电线电缆企业主营业务收入同比变化情况来看，均处于增速下降通道。

由此判断，虽然 2015 年是“十二五”规划的最后一年，但电力投资超预期增长来弥补前几年低量投资的可能性较小。一方面是随着经济转型，单位 GDP 增长的能源消耗量下降，中国经济增长结构的优化将令全社会用电量增速低位运行，直接影响继续大幅度提高电网建设的需求。此外，近期发改委表示，过去 5 年中国浪费 6.8 万亿美元投资，“无效投资”占到中国经济总投资的近一半。由此判断，中国粗放式投资模式将会改变，大规模依靠电力投资拉动铜需求的周期结束。

图：电网投资完成额与电力电缆产量



资料来源：深圳金汇期货、WIND

(2) 家电行业延续低迷

家电方面，2014 年空调行业延续低迷。经过前期家电政策持续提前消化市场需求之后，由于房地产市场的疲软，家电新增消费有限，增速放缓。据 wind 数据显示，2014 年 11 月中国空调产量为 1142.25 万吨，同比增长 8.23%。1-11 月累计值为 14516 万吨，累计同比 13.77%。库存方面，今年年初，销售不景气导致空调行业库存大幅攀升，第一季度录得 15.9% 的涨幅。随后，在空调行业龙头老大格力电器开启降价促销后，市场进入去库存阶段，截至 9 月库存较年初减少 1.8%。进入 2015 年，整体家电行业发展将进入低速周期，加上银行对企业强制去杠杆，渠道商生产企业的去库存压力将持续加大，2015 年家电行业用铜量增速恐表现有限。

(3) 房地产市场持续走弱

而从固定资产投资来看，房地产市场走弱明显，年内新屋开工面积同比持续处于负增长状态。而今年新开工面积走弱将较大可能影响明年竣工面积，而接近竣工阶段是大量铺设电线电缆以及用电设备时期，或将影响铜需求。而整体固定投资方面，铁路投资以及轨交投资将成为用铜方向的相对热点，轨交建设无论地铁站照明系统亦或用电设施均需要大量电缆，而铁路投资国内电气化率上升，铁路电气化将提升铁路建设中铜导体用量。由此可见交通方面将是明年铜消费相对较好板块。但由于整体交通用铜在铜消费饼图中占比较小，

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



故整体依然难改明年铜消费放缓的步伐。

总的来说，2015年铜下游需求亮点难觅。受基建投资的影响，电力电缆产量增速可能维持在7%左右的水准。房地产开工面积、空调、汽车产量增速亦不乐观。考虑到2015年中国政府不能接受过低的经济增速，但也需要进行改革和经济结构调整，那么央行货币政策会继续宽松，但不会很激进，商业银行在不良率提高的情况下不敢贸然过度放贷，企业和消费者也未必具有足够的购买力，使得家用电器和汽车对铜消费的支撑作用受限。

(4) 铜融资热潮消退

2014年进口铜市场始终处于风暴中心，首先年中青岛港仓单重复质押事件，令银行对仓单开证条件进一步加严，开证流程增加，手续繁琐，令单次铜融资周期明显拉长，周转率的下降直接影响融资套利的利润情况。此外市场间票据贴息利率明显较去年下降，票据市场加进口铜开证融资套利模式利润空间减弱，通过进口铜融资的资金成本优势大大下降，部分资金需求方减少融资操作。

而年内银行对铜融资风控力量的加大，以及房地产市场走弱的趋势，令前期操作灵活性较大的具有铜生产企业背景，并兼具房地产企业背景的集团性公司面临银行大范围收贷，加上银行强制对企业降杠杆操作，进一步影响融资铜市场。从美金铜升水走势已明显看出，不断下降的美金铜现货升水，以及现货市场越趋清淡的交投氛围，均显示出铜融资热潮的消退。

而随着铜融资的收益效应减弱，保税区库存持有收益下降，年内保税区库存出现一波大幅度下降走势，从年内高位80万吨上方，降至近期50万吨上下水平。进入年末中国开启了时隔两年的第一次降息，预示中国降息通道的开启，未来或将继续出现1-2次的降息机会。在此情况下，内外息差套利空间进一步收窄，加上明年美元升息的大概率事件，利用融资铜套利空间持续收窄将进一步降低融资需求。

在此情况下，市场谨慎情绪高企，对于2015年codelco133美元/吨的长单报价接受度较低。长单报价之后，现货升水并未止跌企稳向上有靠拢长单迹象，市场整体签订长单意愿不高，近期市场已有相关在120美元/吨下方的长单签订水平报出。故整体来看明年铜进口量降幅将在10%以上。融资铜对铜价的支撑因素降低。

观点综述及下月走势展望

从历史走势来看，沪铜在春节前上涨的概率较大。沪铜在春节之前一般会有一轮反弹行情，2001年至2013年的12年均出现过类似的反弹或上涨行情，平均上涨周期约为13周，平均涨幅约为32.30%，我们把他定义为春季攻势。近两年，在铜价转为熊市之后出现了变化，沪铜2014年的春季攻势失败，并在同时间段出现大幅下跌。从目前金属铜基本面来看，仍然处于弱势。伦铜库存自2014年8月起开始进入增加周期，目前增幅已超过70%。持续增加的库存使伦铜现货受到一定的压力，近期升水回落至30美元/吨附近，处于近两年的较低水平。

此外，国储局计划购买20万吨精炼铜的市场传闻，并没有对沪铜起到提振作用，铜价仍维持弱势格局。而按照国储局的收储计划，去年的50万吨收储目标已经完成，今年尚没有公布购买计划。首先，国储收储消息目前只是个传闻，后期也不会有官方证实，因此对待这个消息需要谨慎，不排除多头放风的意图；其次，从市场传闻来看，国储2014年收储可能是弹性的，初步预计是20万吨，甚至传闻要完成200万吨的收储，这一点很难符合国家收储的情况。目前除了铜价低之外，尚没有理由触发国家收储。铜市目前难寻实质性利好，面临美元强势、油价腰斩、供需失衡、全球经济失速等不利因素，铜价跌势未尽。此外，沪铜各合约95万手的总持仓创下了历史记录，历史数据显示，沪铜只在2013年4月有过持仓超90万手的记录。这引发了市场的想象空间。临近农历羊年，铜下游陆续停产放假，致使即期消费减少，目前现货市场出下游采购基本匿迹，铜价无力获得现货市场的支撑。预计后市弱势格局未变，鉴于目前的高持仓，空方或借助利空消息继续下打，38000元/吨支撑若破，则价格将快速奔向35000-36000区间；若沪铜持仓下降，铜价则将呈现震荡下行格局。密切关注沪铜持仓变化，操作上建议节前以逢高短空为主，轻仓参与为宜，不建议盲目抄底。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。