

## 春季躁动，等待牛市

### 摘要

进入 2019 年，中国官方、财新制造业 PMI 数据双双跌穿荣枯线，市场担忧经济增长放缓，而且消费延续疲软格局，上游冶炼厂相对下游企业保持较高开工率，供大于求状况下国内铜库存初现累库迹象，沪铜和伦铜分别在 1 月初跌至 46210 元/吨以及 5725 美元/吨的低点，并在 1 月份延续弱势表现。进入 2 月份，社融强势反弹叠加中美贸易关系缓解，市场对经济未来信心逐渐增强，而且 LME 以及 COMEX 铜库存持续下降，伦铜一路上涨。但 3 月份市场重燃对经济增长的担忧，而且国内旺季消费迟迟未现，LME 库存又是集中交仓，铜价重返弱势。

**展望 2019 年二季度**，我们认为，当前经济下行压力较大，建筑、汽车、空调消费不容乐观，铜价继续下跌的概率较大，存在短暂的做空窗口。但美联储货币政策转向开启全球新一轮货币宽松周期，在中国央行启动降准和降息后，铜价大概率将进入下跌的中后期，后续随着财政政策的发力，企稳的预期逐渐形成，并可能随 PMI 在二季度末或三季度初见底。同时铜矿供给遇阻、废六类进口受限、以及冶炼厂频繁停产检修，供给端利多题材丰富，加上库存低位为上行创造有利条件，因此铜价届时上涨的可能性更大。预计 2019 年二季度伦铜运行区间 6200-7000 美元/吨，沪铜运行区间 47500-53500 元/吨。

操作上，建议短期逢高仍可介入空单，中期可卖出 48000 的看跌期权，或在 48000 以下逐步介入多单。



Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

郑景阳

0571-89727544

[zhengjingyang@nawaa.com](mailto:zhengjingyang@nawaa.com)

投资咨询证书：Z0014143

## 目录

第 1 章	2019 年一季度铜价回顾.....	4
第 2 章	2019 年二季度全球宏观经济展望 .....	5
2.1.	国际宏观：全球开启新一轮货币宽松周期.....	5
2.2.	国内宏观：“经济下行”与“宽政策”的博弈 .....	5
第 3 章	2019 年二季度铜供给端展望 .....	7
3.1.	全球铜矿供给受限 .....	7
3.2.	冶炼厂频繁停产检修 .....	9
3.3.	废铜供应年内仍将是偏紧格局.....	12
第 4 章	2019 年二季度铜需求展望 .....	13
第 5 章	库存仍有下降空间 .....	15
第 6 章	中期存调整压力，长期处上升通道 .....	16
第 7 章	2019 年二季度铜价展望以及操作策略.....	17
	免责声明.....	20

## 图表目录

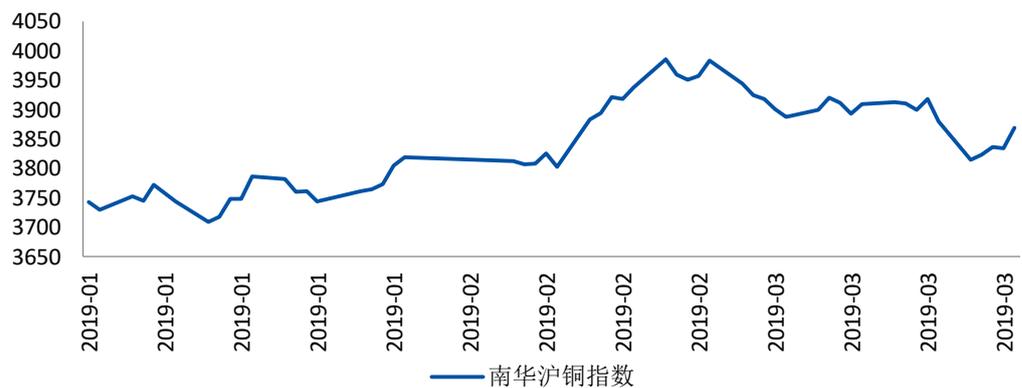
图 1：	2019 年一季度南华沪铜指数表现 .....	4
图 2：	2019 年一季度 CU1903-1904 价差走势 .....	4
图 3：	2019 年一季度 CU1904-1905 价差走势 .....	4
图 4：	美欧日 GDP 增速.....	5
图 5：	FOMC 利率点阵图.....	5
图 6：	沪铜和央行 1 年期定期存款利率 .....	6
图 7：	沪铜和央行金融机构存款准备金率 .....	6
图 8：	沪铜和中采制造业 PMI.....	6
图 9：	沪铜和 M2 .....	6
图 10：	全球主要铜企资本开支.....	7
图 11：	铜矿品位.....	8
图 12：	铜精矿 TC.....	9
图 13：	硫酸价格.....	10

图 14: 废铜进口实物量.....	12
图 15: 废铜进口金属量.....	12
图 16: 国家电网历年计划投资额和实际完成额.....	13
图 17: 房地产投资增速.....	14
图 18: 商品房新开工、施工、竣工数据出现背离.....	14
图 19: 中国空调产量.....	14
图 20: 中国空调销量.....	14
图 21: 中国汽车产量.....	15
图 22: 中国汽车销量.....	15
图 23: 中国新能源汽车产量.....	15
图 24: 中国新能源汽车销量.....	15
图 25: 全球三大交易所库存仍有下降空间.....	16
图 26: 中期存调整压力, 长期处上升通道.....	17
表 1: 2019 年海外主要铜矿山产量变化.....	7
表 2: 国内冶炼厂新增产能.....	10
表 3: 海外冶炼厂新增产能.....	11
表 4: 冶炼厂检修动态.....	11
表 5: 能源局核准 12 条/回特高压工程.....	13
表 6: 全球铜供需平衡表 (万吨).....	17
表 7: 中国铜供需平衡表 (万吨).....	17

## 第1章 2019 年一季度铜价回顾

进入 2019 年，中国官方、财新制造业 PMI 数据双双跌穿荣枯线，市场担忧经济增长放缓，而且消费延续疲软格局，上游冶炼厂相对下游企业保持较高开工率，供大于求状况下国内铜库存初现累库迹象，沪铜和伦铜分别在 1 月初跌至 46210 元/吨以及 5725 美元/吨的低点，并在 1 月份延续弱势表现。进入 2 月份，社融强势反弹叠加中美贸易关系缓解，市场对经济未来信心逐渐增强，而且 LME 以及 COMEX 铜库存持续下降，伦铜一路上涨。但 3 月份市场重燃对经济增长的担忧，而且国内旺季消费迟迟未现，LME 库存又是集中交仓，铜价重返弱势。

图 1：2019 年一季度南华沪铜指数表现



资料来源：Wind 南华研究

2019 年“两会”政府工作报告宣布今年将制造业增值税自 16% 降至 13%，1903-1904 和 1904-1905 合约价差迅速扩大，尤其是 1904-1905 的价差一度达到 400 元/吨以上。3 月 15 日，降税时间确定于 4 月 1 日开始，1903-1904 合约价差快速扩大至千元左右，基本反映降税的影响，然而，因为 5 月 1 日的“降税预期”提前至 4 月 1 日，1904-1905 合约价差迅速回落至贴水。

图 2：2019 年一季度 CU1903-1904 价差走势

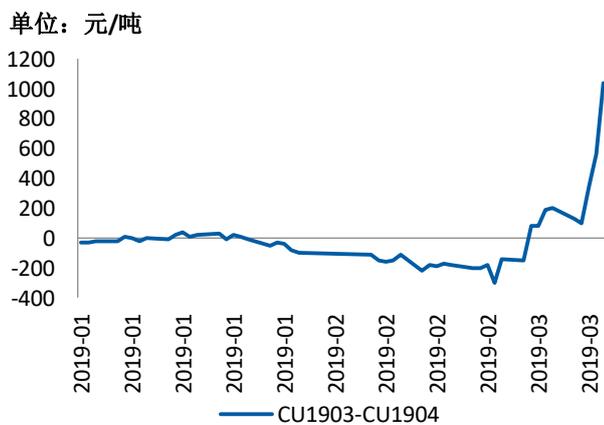
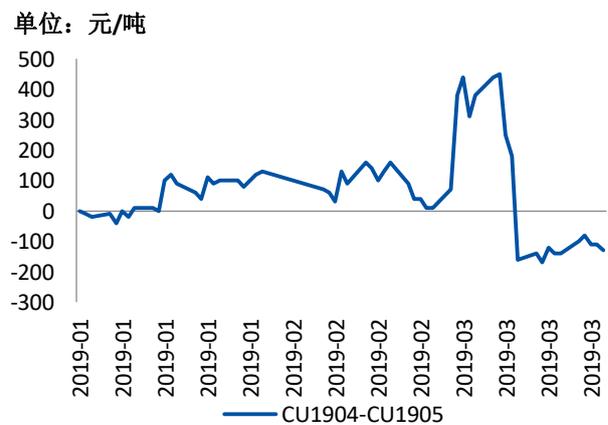


图 3：2019 年一季度 CU1904-1905 价差走势



资料来源：Wind 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

## 第2章 2019 年二季度全球宏观经济展望

### 2.1. 国际宏观：全球开启新一轮货币宽松周期

2018 年全球主要经济体经济见顶回落，欧元区 GDP 增速从 2017 年的 2.7% 大幅回落至 2018 年的 1.1%。日本 GDP 增速从 2017 年四季度的 2.4% 大幅回落至 2018 年四季度的 0.3%。美国 GDP 增速在 2018 年二季度达到 4.2% 的高点后，之后连续两个季度回落。

在经济下行的背景下，全球货币政策开启新一轮宽松周期。3 月份欧洲央行和美联储议息会议先后释放强烈的鸽派信号。3 月初欧洲央行首先下调了欧元区经济增速和通胀预期，且预计至少在 2019 年底之前都将保持政策利率不变，同时决定推出新的定向长期再融资操作。美联储 3 月议息会议全面下调经济展望，不但明确计划今年 9 月末停止缩表，而且多数联储官员预计今年全年不加息。美联储由鹰转鸽，首先会令新兴经济体货币贬值的压力有所缓解。此外，美联储由鹰转鸽有利于中美利差的重新走扩，人民币贬值压力缓解，中国央行降息的可能性上升。

图 4：美欧日 GDP 增速

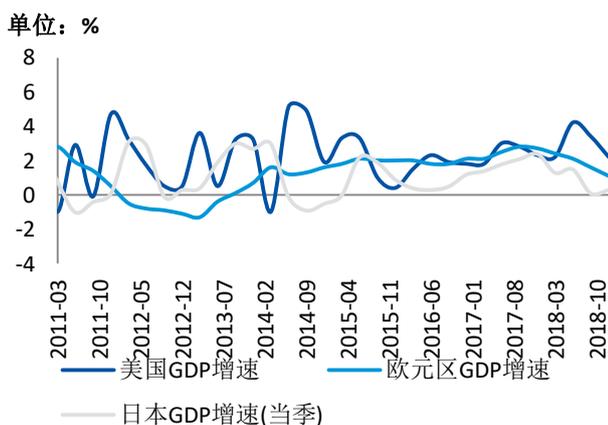
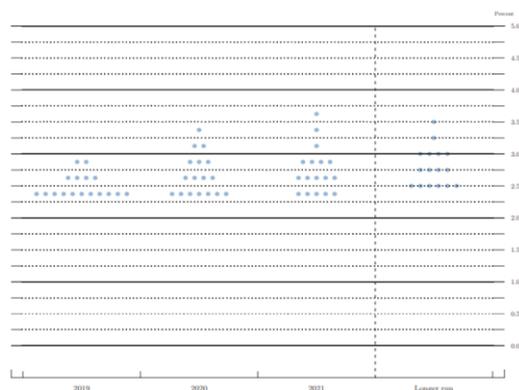


图 5：FOMC 利率点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Wind 南华研究

资料来源：FOMC 南华研究

### 2.2. 国内宏观：“经济下行”与“宽政策”的博弈

2019 年 2 月中采制造业 PMI 下降 0.3 个百分点至 49.2%，连续 3 个月处于收缩区间，预示经济下行压力仍然较大。2019 年政府工作报告提出今年国内生产总值增长目标为 6%-6.5%。

但 2018 年年底以来，宏观政策强化逆周期调节，央行连续降准、财政部加快地方政府专项债大规模发行，2019 年 1 月社融和 M2 增速率先触底回升，2 月新增社融出现季节性回落，但综合 1-2 月来看，社融增速仍显著回升，而且货币政策和财政政策还在持续发力。货币政策转为稳健略微宽松，叠加外部环境的改善，二季度央行降息的可能性增加。财政政策预计减税降费总额度将达到近 2 万亿元，4 月 1 日制造业等行业增值税税率将由 16% 降至 13%，5 月 1 日起城镇职工基本养老保险单位的缴费比例将从 20% 降到 16%。从历史上来看，央行启动降准和降息后，铜价的下行将进入中后期，后期企稳的预期逐渐形成，并随 PMI 一起见底。

图 6：沪铜和央行 1 年期定期存款利率



图 7：沪铜和央行金融机构存款准备金率



资料来源：Wind 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

图 8：沪铜和中采制造业 PMI



图 9：沪铜和 M2



资料来源：Wind 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

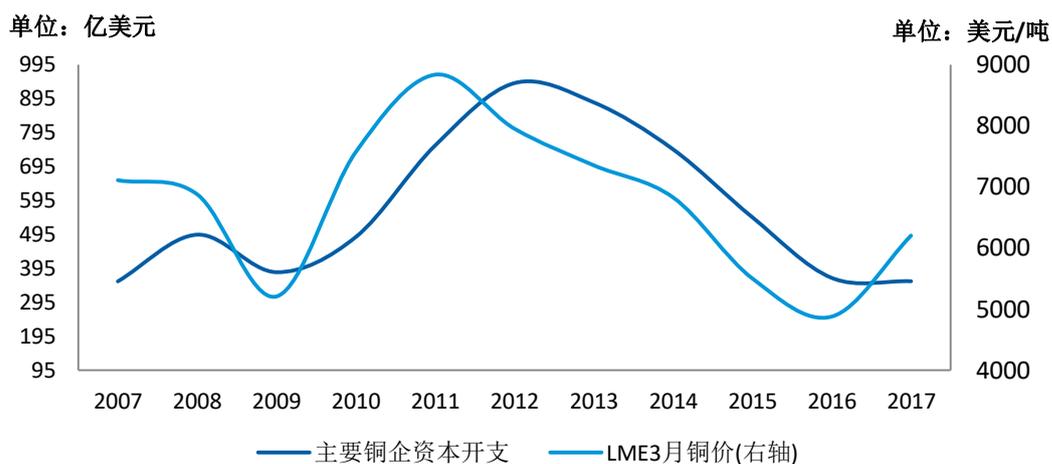
中美贸易关系方面，美国贸易代表团于 3 月 28 日-29 日访华进行第八轮中美高级别贸易磋商，中方代表团将于 4 月初赴美进行中美第九轮高级别贸易磋商。中美双方正在努力达成协议，以结束两国的贸易争端。

## 第3章 2019 年二季度铜供给端展望

### 3.1. 全球铜矿供给受限

2019 年铜矿的供应增速放缓。前几年铜价的下行导致铜矿投资明显放缓，资本开支自 2013 年开始逐年下滑，2016 年铜价回升导致一些矿山加快了项目的投资，但铜矿的投资周期较长，从资本开支到产能释放普遍需要 4 至 5 年的时间。因此 2018-2022 年新增的铜矿产能有限，2019 年预计新增铜矿 50 万吨，增速将下滑至 2.4% 左右，其中海外的增量主要来自于 First Quantum 的 Cobre Panama (15 万吨)，而印尼 Grasberg 铜矿的作业方式将从露天开采转向地下开采，因此预计产量下滑 28 万吨。另外，全球的铜矿山开发已经到了中后期阶段，智利和秘鲁的铜矿平均品位逐年下降。2002 年，全球铜矿山的平均品位为 0.75%，到 2017 年平均品位仅为 0.6%。2018 年以后，矿石品位下降、矿山设备老化以及环保压力将影响铜矿山的产出。

图 10：全球主要铜企资本开支



资料来源：公开资料整理 南华研究

表 1：2019 年海外主要铜矿山产量变化

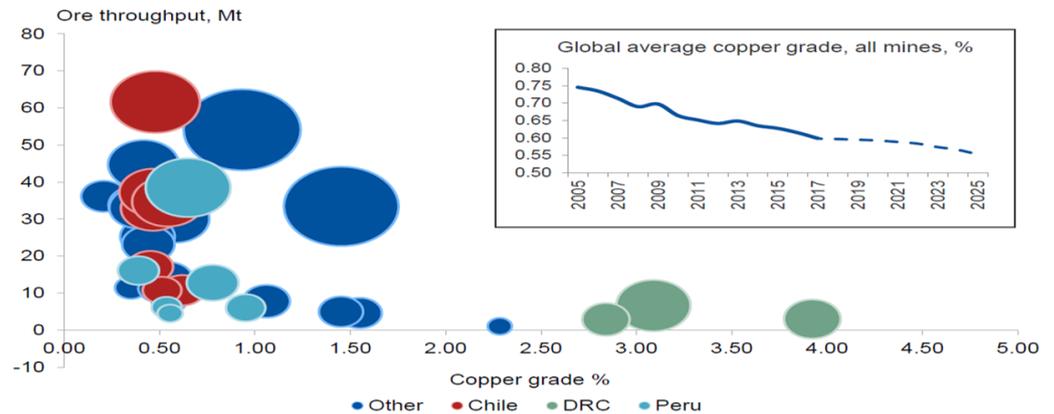
国家	公司	矿山	19 年变化(万吨)
巴拿马	First Quantum	Cobre Panama	15
智利	Codelco	Chuquibambilla	8.5
刚果	Glencore	Katanga	7
秘鲁	BHP/Teck	Antamina	4
秘鲁	Group Mexico	Toquepala	5
赞比亚	CNMC	Chambishi (NFC)	2.5
美国	Rio Tinto	Bingham Canyon	2
赞比亚	First Quantum	Sentinel	2
厄瓜多尔	Ecuacorrientes	Mirador	3
澳大利亚	OZ Minerals	Carrapateena	3

厄瓜多尔	CRCC	Mirador	5
赞比亚	Glencore	Mopani Deeps	3.5
澳大利亚	BHP Billiton	Olympic Dam Expansion	2
合计			62.5
印尼	FCX	Grasberg	-28

资料来源：Wood Mackenzie、SMM 南华研究

图 11：铜矿品位

Ore throughput (Mt) and grades (% Cu) for projects in Chile, Zambia, Peru and DRC

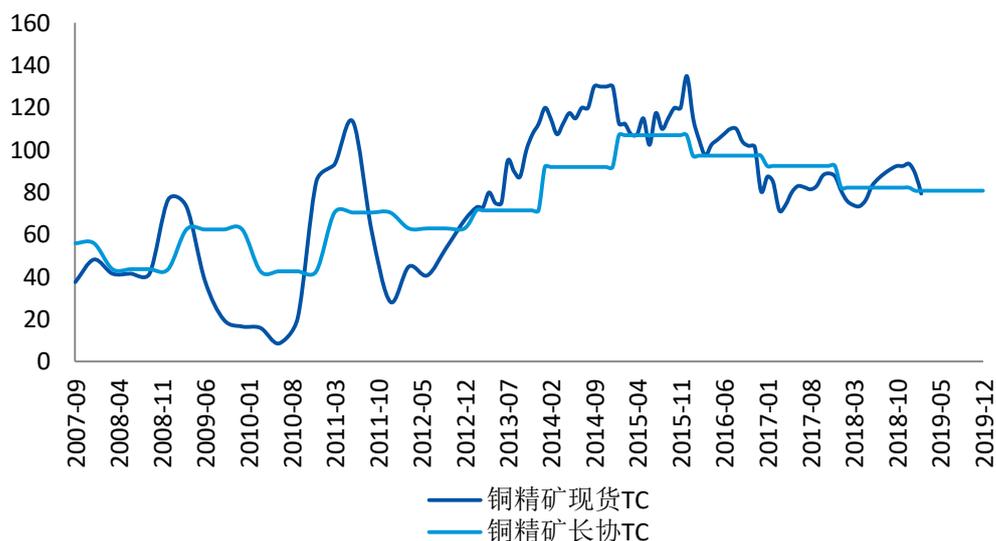


资料来源：公开资料整理 南华研究

同时，今年境外矿山供应端干扰频出，加工费从高位 90 迅速滑落至 80 以下，成交重心刷新三个季度以来的新低，市场成交基本围绕 75 美元/吨左右，低位甚至有 70 美元/吨的报盘。中国铜原料联合谈判小组 (CSPT) 近期将在上海召开会议，确定第二季度铜精矿加工精炼费用 (TC/RC) 最低标准为 73 美元/吨和 7.3 美分/磅，低于第一季度的 92 美元/吨和 9.2 美分/磅。2018 年全球铜矿干扰率仅为 2%，处于历史低位，但今年铜矿供应不确定性增加，干扰率抬升是大概率事件，尤其是非洲，刚果和赞比亚的铜矿供应面临矿产税上升的困扰，刚果规定铜的使用费从 2% 提高到 3.5%，赞比亚对矿企的特许权使用费比例将提高 1.5 个百分点至 5.5% 到 7.5%，而且铜价超过 7500 美元和 9000 美元，特许权使用费率将分别上升至 8.5% 和 10%。此外，赞比亚对铜精矿征收 5% 的新进口税已经阻碍了从刚果到赞比亚的原材料流动。第一量子裁员以应对赞比亚的税收，Vedanta 宣布将削减其 Nchanga 冶炼厂的生产，ERG 暂停其 Boss 矿，嘉能可表示将减少 Mutanda 的产量。

图 12: 铜精矿 TC

单位: 美元/干吨



资料来源: Wind 南华研究

### 3.2. 冶炼厂频繁停产检修

当前硫酸价格高位, 弥补了部分铜精矿 TC 下滑所带来的压力, 国内冶炼厂的投产意愿较强, 根据统计, 2019 年全国预计仍有超过 70 万吨的产能将要投放, 但从 2019 年 3 月份开始, 包括广西金川在内的国内大型铜冶炼厂将迎来密集检修。

海外方面, 去年 12 月开始, 智利 Codelco 铜业旗下 Chuquicamata 铜冶炼厂为了努力达到智利更严格的排放标准, 开始进行预期 60-80 天的检修。但工程建筑承包方加拿大 SNC-Lavalin 多次严重违反合同, 包括延迟付款给分包商, 延误工期并且工程存在质量问题, Codelco 被迫终止合同, 并自行接管 Chuquicamata 冶炼厂升级改造工程, 因此 Chuquicamata 冶炼厂的重启时间将推迟至 4 月底。

除此之外, 在今年 2 月底, Vedanta 在印度南部年产能 40 万吨的 Sterlite 铜冶炼厂重启受阻, 因印度最高法院撤销了绿色法庭的一项指令, 并且此冶炼厂可能将面临永久性关停。

图 13: 硫酸价格

单位: 元/吨



资料来源: Wind 南华研究

表 2: 国内冶炼厂新增产能

公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原料	投产时间
中国黄金(三门峡)		15	铜精矿	2018年1月
中铝东南铜业有限公司	40	40	铜精矿	2018年8月
国投金城冶金有限责任公司	10	10	铜精矿	2018年9月
新金昌冶炼厂	20	10	铜精矿	2018年5月
山东恒邦股份有限公司	10		铜精矿	2018年8月
西矿青海铜业有限公司	10	10	铜精矿	2018年5月底
梧州金升铜业股份有限公司		15	废杂铜/阳极铜	2018年9月
合计	90	100		
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019年5月
广西南国铜业有限公司	20	30	阳极铜/铜精矿	2019年1月
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	10	铜精矿	2019年年底
紫金铜业有限公司	8	8	铜精矿	2019年4季度
黑龙江紫金铜业有限公司	10	10	铜精矿	2019年
兰溪市自立环保科技有限公司		10	废杂铜/阳极铜	2019年10月
合计	73	93		
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020年5月
合计	20	10		

中条山有色金属集团有限公司	20	20	铜精矿	2021 年
五矿铜业(湖南)有限公司	20	20	铜精矿	2021 年
合计	40	40		
瑞昌西矿铜业有限公司	20	20	铜精矿	未明确
广西南国铜业有限公司	20	20	铜精矿	未明确
湖南宝山铜业	15	15	铜精矿	未明确
中国黄金(满洲里)	10	10	铜精矿	未明确
祥光铜业(巴彦淖尔)	20		铜精矿	未明确
合计	85	65		

资料来源：SMM 南华研究

表 3：海外冶炼厂新增产能

国家	冶炼厂	类型	产能变动(万吨)	投产时间
哈萨克斯坦	KAZ Minerals	扩产	15	2018 年
越南	VIMICO	扩产	2	2018 年
印度	Vedanta	关停	-40	2018 年
合计			-23	
伊朗	伊朗国家铜业	扩产	20	2019 年
印度	Vedanta	复产	40	2019 年
合计			60	
印度	Vedanta	扩产	40	2020 年
刚果(金)	中国有色矿业	新增粗铜	10	2020 年
合计			50	

资料来源：SMM、Wood Mackenzie、CRU 南华研究

表 4：冶炼厂检修动态

企业名称	粗炼产能(万吨)	开始时间	结束时间	天数
青海铜业责任有限公司	10	2019 年 1 月	2019 年 1 月	15 天
广西金川有色金属有限公司	40	2019 年 3 月	2019 年 4 月	40-50 天
新疆五鑫铜业有限公司	10	2019 年 4 月	2019 年 4 月	30 天
新金昌铜业(奥炉项目)	20	2019 年 4 月	2019 年 5 月	25 天
金隆铜业	35	2019 年 4 月	2019 年 5 月	45 天
豫光金铅	15	2019 年 4 月	2019 年 5 月	40 天
金川集团(本部)	40	2019 年 5 月	2019 年 5 月	20 天
阳谷祥光铜业	40	2019 年 5 月	2019 年 6 月	45 天
中原黄金冶炼厂	35	2019 年 5 月	2019 年 6 月	40 天
福建紫金铜业有限公司	30	2019 年 6 月	2019 年 7 月	25 天
江铜富冶和鼎铜业有限公司	30	2019 年 7 月	2019 年 7 月	30 天
江铜富冶和鼎铜业有限公司	30	2019 年 9 月	2019 年 9 月	30 天

金冠铜业	40	2019 年 10 月	2019 年 10 月	25 天
江西铜业	65	2019 年 10 月	2019 年 11 月	48 天
国投金城冶金	10	2019 年 10 月	2019 年 10 月	25 天

资料来源：SMM 南华研究

### 3.3. 废铜供应年内仍将是偏紧格局

2019 年 2 月，中国进口废铜实物量 7.11 万吨，环比减少 61%，同比减少 52%。平均含铜品位为 77.58%，折合金属量为 5.51 万吨，环比减少 60%，同比减少 27%。但综合 1-2 月来看，进口废铜金属量累计同比仍有 11% 的增长。这主要是因为“废六类”占比进一步提高之后，含铜品位大幅提升。

图 14：废铜进口实物量



图 15：废铜进口金属量



资料来源：Wind 南华研究

资料来源：SMM 南华研究

根据生态环境部、商务部、发改委、海关总署于 2018 年 4 月 19 日联合发布的“关于调整《进口废物管理目录》的公告”，废五金电器、以回收铜为主的废电机（统称“废七类”）等将从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，并在 2018 年 12 月 31 日起执行，2019 年起彻底禁止“废七类”进口。“废七类”逐步被禁，国家鼓励国内企业“走出去”，国内拆解厂纷纷转至周边如东南亚等国家建厂，将“废七类”拆解为“废六类”再进口。根据 2018 年 12 月《进口废物管理目录》的公告，铜废碎料（“废六类”）从《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》，自 2019 年 7 月 1 日起执行。

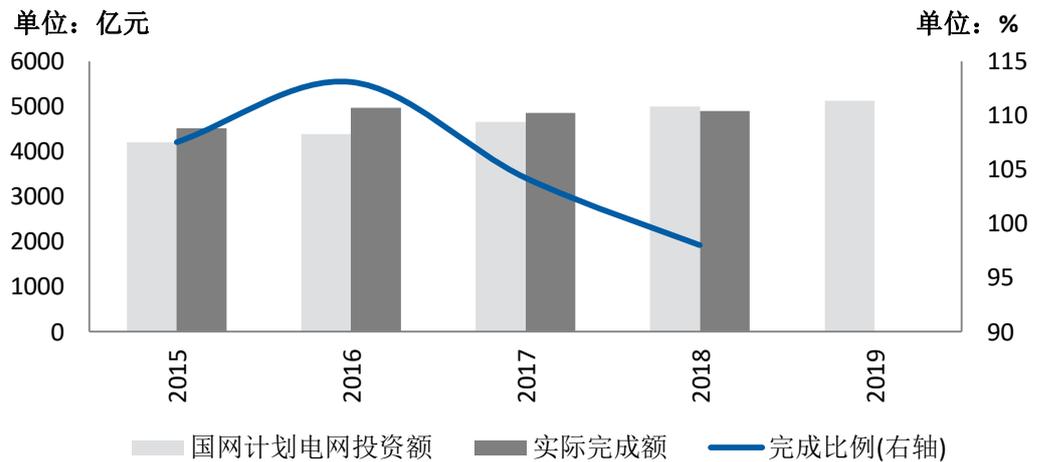
2020 年，固废或将全面停止出口。按照“禁止洋垃圾入境”实施方案提出的目标，2019 年年底前，逐步停止进口国内资源可以替代的固体废物，至 2020 年，“废六类”或也将面临全面禁止。但是，自 2018 年四季度起，环保局和标准委员会、再生协会就在共同推动鼓励固体废物资源化的问题，在固废全面禁止进口的同时，部分“废六类”或将单独拎出来作为资源类进口。

2019 年上半年，“废六类”作为非限制类正常进口，因此可以弥补“废七类”的损失。但下半年，“废六类”转为限制类，预计进口量将回落。而且国内回收依然受环保、资金等诸多因素制约，因此下半年国内废铜供应总体仍将是偏紧的格局。2020 年起，含铜品位在 94% 以上的废铜大概率将作为资源类正常进口，剩余部分的“六类”固废将全面禁止进口，因此占比 30% 的废黄铜将被禁止进口，预计造成的废铜原料缺口将达到 40 万吨。

## 第4章 2019 年二季度铜需求展望

根据《国家电网有限公司 2018 社会责任报告》，2019 全年国家电网的计划投资额为 5126 亿元，较 2018 全年完成额 4889.4 亿元增加 4.84%，今年财政政策有所宽松，因此电力、基建投资值得期待，预计对于线缆耗铜有拉动作用。

图 16: 国家电网历年计划投资额和实际完成额



资料来源：国家电网 南华研究

2018 年 9 月，能源局下发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，项目共涉及 9 条输电线路，如果包括直流输电项目的配套工程，则共计 12 个项目，涉及输电能力 5700 万千瓦，预计将在未来两年内带动 2000 亿以上的电网投资。但由于特高压以钢芯铝绞线为主、铝合金绞线为辅，因此对铜需求拉动作用较弱。

表 5: 能源局核准 12 条/回特高压工程

序号	项目名称	电压等级	输电容量	核准时间
1	青海-河南	±800kV	800 万千瓦	2018 年 Q4
2	陕北-武汉	±800kV	800 万千瓦	2018 年 Q4
3	张北-雄安	1000kV	600 万千瓦	2018 年 Q4
4	雅中-南昌	±800kV	800 万千瓦	2018 年 Q4
5	白鹤滩-江苏	±800kV	800 万千瓦	2019 年
6	白鹤滩-浙江	±800kV	800 万千瓦	2019 年
7	南阳-荆门-长沙	1000kV	600 万千瓦	2019 年
8	云贵联网	±500kV	300 万千瓦	2019 年
9	闽粤背靠背		200 万千瓦	2019 年
合计			5700 万千瓦	

资料来源：国家能源局 南华研究

2019 年 1-2 月，全国房地产开发投资 12090 亿元，同比增长 11.6%，增速比 2018 年全年提高 2.1 个百分点。一方面，土地购置费依然保持较快增长，另一方面，施工进度加快或施工项目投资强度提

升推高了房地产投资，1-2月房屋施工面积增长6.8%，增速比2018年全年提高1.6个百分点。但1-2月房屋竣工面积下降11.9%，降幅较2018年全年扩大4.1个百分点。铜在建筑领域主要为中后端消费，开工数据影响相对不大，而竣工数据的大幅下降对铜消费构成直接不利。2019年，房地产投资回落是大概率事件，但整体仍有韧性，而且如果放松房企融资政策和限价令，房企资金周转压力将有所缓解，竣工增速也有望回升，对铜消费有所支撑。

图 17: 房地产投资增速



资料来源: Wind 南华研究

图 18: 商品房新开工、施工、竣工数据出现背离



资料来源: Wind 南华研究

根据产业在线数据，2019年1月家用空调产量1270.5万台，同比增长2.2%，销量1308.7万台，同比下滑0.5%。其中内销出货740.6万台，同比增长6.22%，出口568.1万台，同比下滑8.14%。1月份内销出货在高基数下表现尚可，出口由于节奏前移出现了同比下滑。但从3月重点空调企业排产情况来看，计划较去年同比增长6.4%，旺季空调对铜管的需求较为乐观。

图 19: 中国空调产量



资料来源: 产业在线 南华研究

图 20: 中国空调销量



资料来源: 产业在线 南华研究

2018年以来，中国汽车产销持续低迷，一方面是前两年推出的购置税优惠政策提前透支了需求，另一方面，国内经济下行，中美贸易摩擦加剧导致消费者预期收入降低，民众消费乏力。2019年1-2

月中国汽车产销同比分别下降 14.1%和 14.9%，延续下滑态势。但新能源汽车产销同比分别增长 83.5%和 98.9%。新能源汽车耗铜量是传统汽车的 3-4 倍，因此新能源汽车的高速增长一定程度抵消了传统汽车下滑对铜需求的拖累。

图 21：中国汽车产量



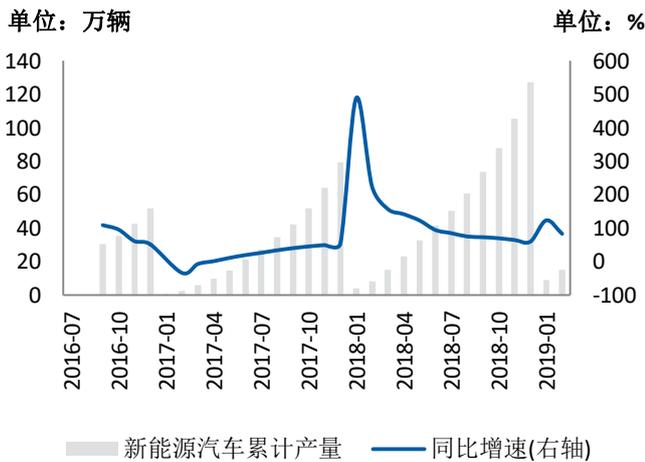
资料来源：中汽协 南华研究

图 22：中国汽车销量



资料来源：中汽协 南华研究

图 23：中国新能源汽车产量



资料来源：中汽协 南华研究

图 24：中国新能源汽车销量



资料来源：中汽协 南华研究

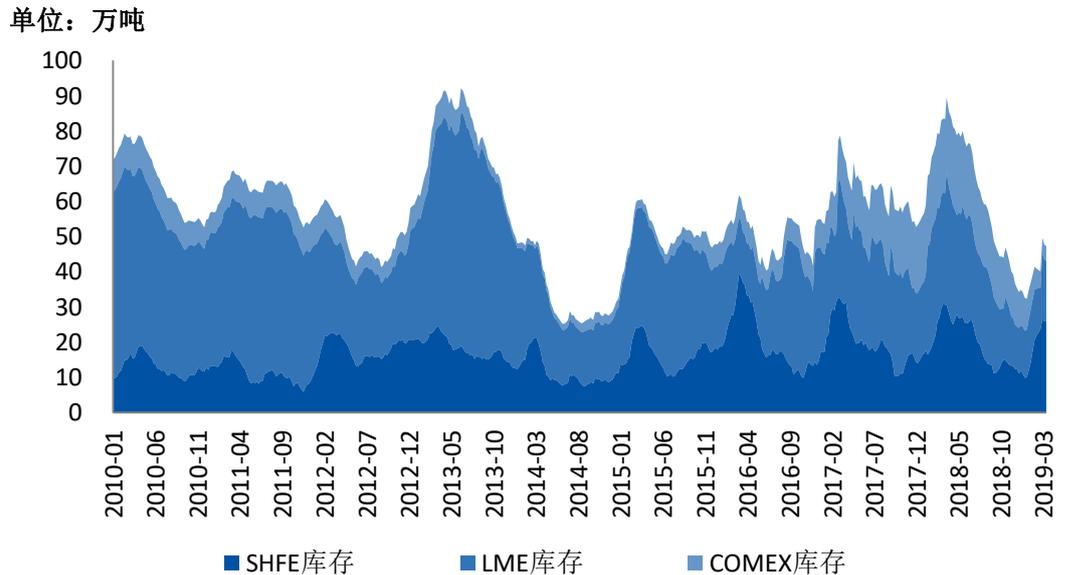
2019 年 1 月，发改委等十部门印发《进一步优化供给推动消费平稳增长 促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》，多措并举促进汽车消费、促进家电产品更新换代。考虑到发改委对于汽车、家电行业未来消费的支持力度，汽车、空调用铜消费不宜过度悲观。

## 第 5 章 库存仍有下降空间

当前上期所铜库存 261412 吨，LME 铜库存 168525 吨，COMEX 铜库存 44427 短吨，三大交易所库存合计 47 万吨，处于历史相对低位。春节归来，上期所库存一直呈现增长态势，从 2 月 1 日的 14.3 万

吨持续增长至 3 月 15 日的 26.5 万吨，而且贸易商集中交仓导致 LME 库存在 3 月份大幅增加。然而目前 LME 的交仓风险已经解除，而且 4 月 1 日增值税落地后，现货升水回归正常水平，加之终端消费回暖，以及冶炼厂的检修，库存预计仍有下降空间。

图 25：全球三大交易所库存仍有下降空间



资料来源：Wind 南华研究

## 第6章 中期存调整压力，长期处上升通道

技术上，伦铜中期存在回调压力，但长期看，仍处 2016 年以来的上升通道中。伦铜从 2011 年 2 月 15 日高点的 10190 下跌至 2016 年 1 月 15 日的 4318，然后从 4318 反弹至 7250 附近，即 10190 到 4318 的 50 分位线。伦铜在此多次受阻后，从 7348 下跌至 5800 附近，正好也是 4318 到 7348 的 50 分位线，伦铜在此受到多次支撑，并重新上涨。尽管目前经济下行压力较大，铜价存在回调的需求，但跌破 5800 的难度较大，而且一旦宏观预期改善，那么配合供给端的利多，伦铜仍可能重新上攻 10190 到 4318 的 50 分位线。

图 26：中期存调整压力，长期处上升通道



资料来源：文华财经 南华研究

## 第7章 2019 年二季度铜价展望以及操作策略

展望 2019 年二季度，我们认为，当前经济下行压力较大，建筑、汽车、空调消费不容乐观，铜价继续下跌的概率较大，存在短暂的做空窗口。但美联储货币政策转向开启全球新一轮货币宽松周期，在中国央行启动降准和降息后，铜价大概率将进入下跌的中后期，后续随着财政政策的发力，企稳的预期逐渐形成，并可能随 PMI 在二季度末或三季度初见底。同时铜矿供给受阻、废六类进口受限、以及冶炼厂频繁停产检修，供给端利多题材丰富，加上库存低位为上行创造有利条件，因此铜价届时上涨的可能性更大。预计 2019 年二季度伦铜运行区间 6200-7000 美元/吨，沪铜运行区间 47500-53500 元/吨。操作上，建议短期逢高仍可介入空单，中期可卖出 48000 的看跌期权，或在 48000 以下逐步介入多单。

表 6：全球铜供需平衡表（万吨）

	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	2019 Q1	2019 Q2 E
精炼铜产量	590	586	597	609	605	598
精炼铜消费量	537	606	600	616	553	620
供需平衡	52	-20	-3	-7	52	-22

资料来源：CRU 南华研究

表 7：中国铜供需平衡表（万吨）

	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	2019 Q1	2019 Q2 E
产量	226	233	237	245	241	237
净进口量	74	88	86	84	72	69
消费量	242	302	305	325	249	311
供需平衡	58	19	19	4	64	-5

资料来源：CRU 南华研究

## 南华期货分支机构

### 总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层  
客服热线: 400 8888 910

### 上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元  
电话: 021-20220312

### 上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
电话: 021-52586179

### 上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元  
电话: 021-50431979

### 普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层  
电话: 0663-2663855

### 厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元  
电话: 0592-2120291

### 南通营业部

南通市南大街 89 号 (南通总部大厦) 六层 603、604 室  
电话: 0513-89011168

### 广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房, 2009 房  
电话: 020-38809869

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003  
电话: 022-28378072

### 苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室  
电话: 0512-87660825

### 汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式  
电话: 0754-89980339

### 太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室  
电话: 0351-2118001

### 桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层  
电话: 0573-83378538

### 浙江分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902  
电话: 0574-87280438

### 余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室  
电话: 0574-62509011

### 永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼  
电话: 0579-89292777

### 萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室  
电话: 0571-83869601

### 绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室  
电话: 0575-85095807

### 温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室  
电话: 0577-89971808

### 成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号  
电话: 028-86532609

### 嘉兴营业部

嘉兴市南湖区文桥路 505 号融通商务中心 3 幢 1801 室  
电话: 0573-89997820

### 慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格里拉 7 楼  
电话: 0574-63925104

### 宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
电话: 0574-87274729

### 台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室  
电话: 0576-88539900

### 青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
电话: 0532-80798985

### 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-大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号  
电话: 0411-39048000

#### **重庆营业部**

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3  
电话：023-62611588

#### **合肥营业部**

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302  
电话：0551-62586688

#### **舟山营业部**

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼  
三层 3232、3233 室  
电话：0580-8125381

#### **义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话：0579-85201116

#### **南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼  
1405 室  
电话：0791-83828829

#### **北京分公司**

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室  
电话：010-63155309

#### **北京营业部**

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室  
电话：010-63161286

#### **沈阳营业部**

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室  
电话：024-22566699

#### **郑州营业部**

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间  
电话：0371-65613227

#### **兰州营业部**

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号  
电话：0931-8805351

#### **哈尔滨营业部**

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室  
电话：0451-58896600

#### **深圳分公司**

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心  
2701、2702 室  
电话：0755-82577529

#### **深圳营业部**

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室  
电话：0755-82577909

#### **南京分公司**

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室  
电话：025-86209875

#### **济南营业部**

山东省济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室  
电话：0531-80998121

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net