

有色研究团队

孙二春

期货从业资格编号：

F3004203

投资咨询资格编号：

Z0012934

021-20370947

sunec@xzfutures.com

吴鑫

投资咨询资格编号：

Z0012882

期货从业资格编号：

F3012519

021-20370940

wuxin@xzfutures.com

内容提要：

- 投资者对耶伦的讲话失望，美元指数刷新新低，在美国经济数据未出现明显的回升之前，美元指数仍大概率维持疲软。欧元区制造业 PMI 重返向好，表明欧元区经济复苏动能延续强劲，欧元的强势也是美元指数下跌的另一个重要原因。
- 上周国内进口铜精矿现货 TC 报 79-85 美元/吨，均价稳定在 82 美元/吨，部分冶炼厂在零单市场的采购，使得进口铜精矿市场出现小幅回暖，但整体的僵持局面依旧维持。铜精矿供应偏紧的局面仍未解决，同时国内带票废铜依旧紧张，虽然线缆厂青睐于废铜制杆，但短期内废铜大规模的替代效应仍被限制。
- 库存方面，全球精炼铜总库存（显性库存+保税区库存）较上周减少 4.45 万吨至 110.99 万吨，主要是 LME 库存下降 3.05 万吨和上期所库存下降 1.66 万吨

上周铜价在美元疲软和商品市场偏多气氛的带动下出现补涨。由于美元大概率仍维持弱势，欧元区经济复苏形势强劲，同时铜精矿依旧维持偏紧的预期，带票废铜短缺导致替代效应难以体现，而旺季需求仍有所期待，不过本周的风险点是市场的偏多情绪能否维持（周五黑色系出现回调），整体我们维持铜价补涨的判断，但本周不排除铜价或震荡回调，操作上建议多单持有，仅供参考。

1 行情回顾

上周美元继续疲软，而欧元区制造业 PMI 重新向好，铜价在高位盘整一段时间后，重新上扬，周度涨幅 3.5%，符合我们的上周铜价上涨的判断，不过从 6 月初以来铜价的涨幅为 18%（锌为 20%，镍为 30%，螺纹钢为 36%），相对于其他金属而言，本周铜价的上涨更多是补涨。

CFTC 的持仓报告显示，截至 8 月 22 日，COMEX 铜的净持仓继续增加 1958 手至 12.2 万手，但总持仓下降 3599 手至 33.2 万手，主要是基金空头减仓，同时商业空头大幅增加 3462 手，显示套保资金在逐渐入场。

表1: 铜价上周主要数据变化

指标名称	2017-08-25	2017-08-18	变动	幅度
沪铜持仓量	711,536	706,722	4,814	0.68%
沪铜周日均成交量	550,091	410,629	139,462	33.96%
沪铜主力收盘价	52,770	51,060	1,710	3.35%
长江电解铜现货价	52,270	50,530	1,740	3.44%
长江电解铜现货升贴水	-105	-115	10	-
江浙沪光亮铜价格	45,600	44,300	1,300	2.93%
精废铜价差	6,670	6,230	440	7.06%
伦铜电 3 收盘价	6,704.0	6,472.5	231.5	3.58%
LME 现货升贴水(0-3)	-24.8	-33.8	9.0	-
上海洋山铜溢价均值	65.0	65.0	0.0	-

数据来源: WIND, 兴证期货研发部

表2: 铜库存上周变化 (单位: 万吨)

指标名称	2017-08-25	2017-08-18	变动	幅度
LME 总库存	24.08	27.14	-3.05	-11.25%
COMEX 铜库存	16.36	16.29	0.07	0.43%
SHFE 铜库存	18.74	20.41	-1.66	-8.16%
保税区库存	51.80	51.60	0.20	0.39%
库存总计	110.99	115.44	-4.45	-3.85%

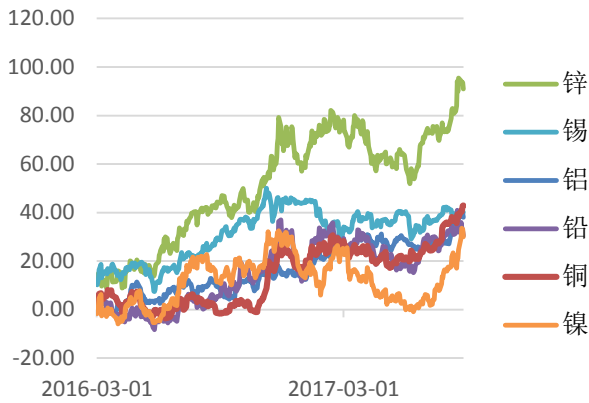
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

表3: CFTC持仓变动

CFTC 持仓	2017-08-22	2017-08-15	变动	幅度
总持仓	332,408	336,007	-3,599	-1.07%
基金空头持仓	27,341	29,351	-2,010	-6.85%
基金多头持仓	149,474	149,526	-52	-0.03%
商业空头持仓	118,036	114,574	3,462	3.02%
商业多头持仓	40,560	40,388	172	0.43%
基金净持仓	122,133	120,175	1,958	-
商业净持仓	-77,476	-74,186	-3,290	-

数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图1. LME各品种2016年以来的涨幅



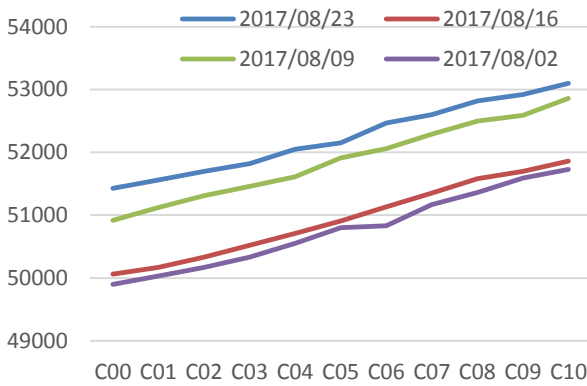
资料来源: 文华财经, 兴证期货研发部

图2. LME3M电铜日K线走势图



资料来源: 文华财经, 兴证期货研发部

图3. 沪铜期限结构: 远期升水仍维持大幅升水



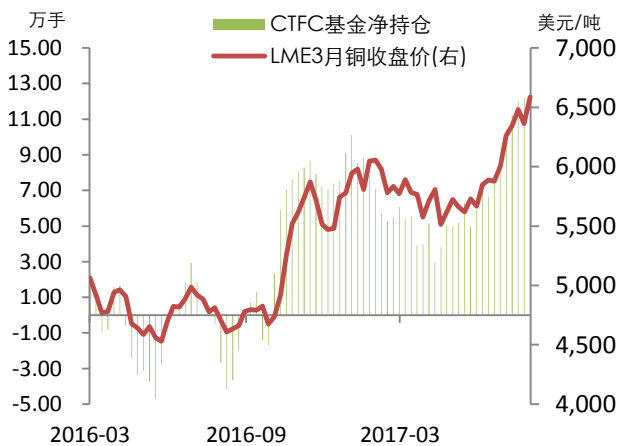
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图4. 沪铜成交持仓比有所提高



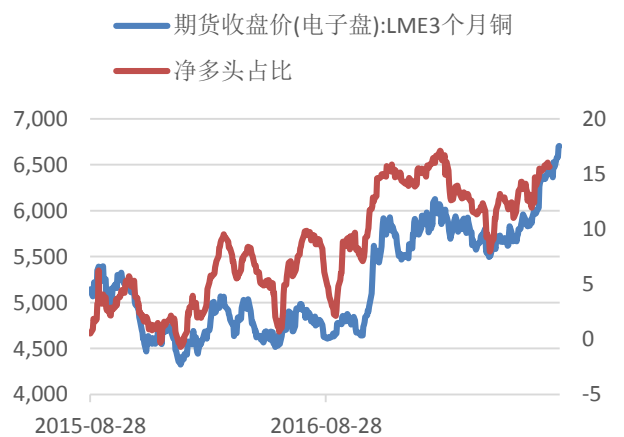
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图5. CFTC8月8日基金净多头达11.2万手, 继续刷新新高, 有拥挤交易的可能



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图6. LME铜基金净多头占比也在增加



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

2 宏观经济

投资者对耶伦的讲话失望，美元指数刷新新低。上周杰克逊霍尔研讨会上，美联储主席耶伦的讲话偏鸽派，未涉及货币政策的阐述，投资者较为失望，美元遭到抛售。我们认为，在美国经济数据未出现明显的回升之前，尤其是通胀数据的回升，美元指数仍大概率维持疲软。

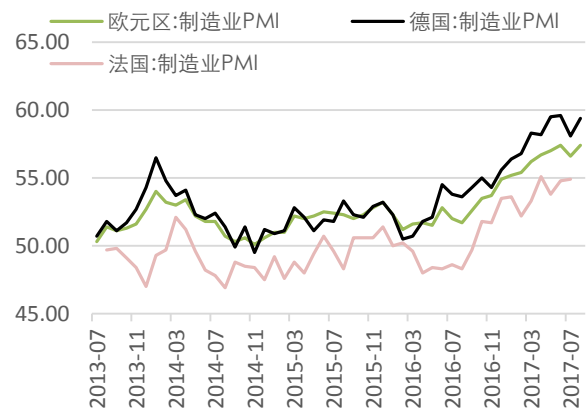
欧元区制造业 PMI 重返向好。据 IHS Markit 公布，欧元区制造业 PMI 初值为 58.1，为两个月来最高，高于预期值 56.3 和前值 56.5，德国和法国的 8 月制造业 PMI 初值也高于预期，其中法国的还创下了 76 个月来的新高。数据表明欧元区经济复苏动能强劲，也使得德拉吉对货币政策正常化充满信心。欧元的强劲也是美元指数下跌的另一个原因。

图7. 7月有色采选业投资继续收缩



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图8. 有色金属采选业的工业增加值继续收缩



数据来源：WIND，兴证期货研发部

3 供需情况

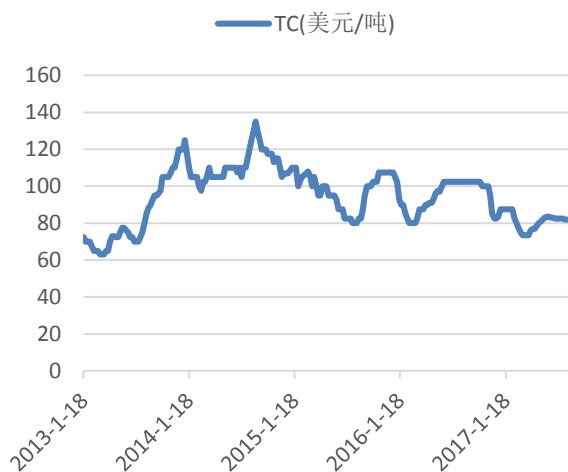
3.1 铜精矿短单 TC 持稳，同时国内废铜紧张，原料供应担忧仍在

上周国内进口铜精矿现货 TC 报 79-85 美元/吨，均价稳定在 82 美元/吨，零单主流成交维持 82-83 美元/吨，但将杂质偏多的铜精矿与干净矿组合打包成交可达 85-86 美元/吨，部分冶炼厂在零单市场的采购，使得进口铜精矿市场出现小幅回暖，但整体的僵持局面依旧维持。

消息上，自由港印尼部 Grasberg 矿场有望恢复产出，不过这个矿场工人的罢工并未停止，未来 9 月中旬的劳资谈判仍是关注点。其次，嘉能可在赞比亚的两个铜矿依旧处在停产中。

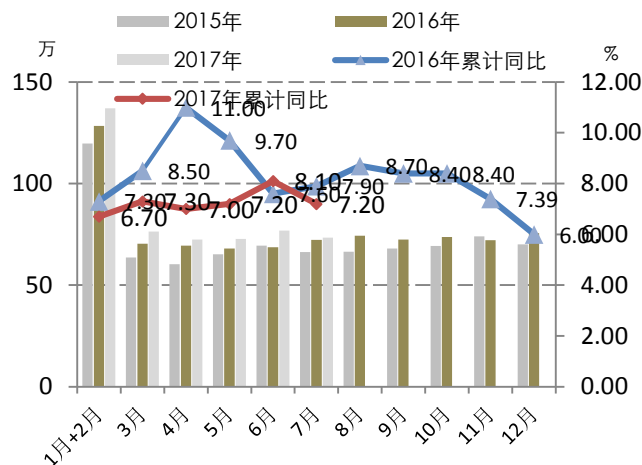
整体来看，由于国内冶炼厂在下半年新增产能的释放，铜精矿供应偏紧的局面仍将维持。

图9. 上周铜精矿短单加工费TC均价稳定在82美元/吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图10. 国内电解铜产量逐渐恢复

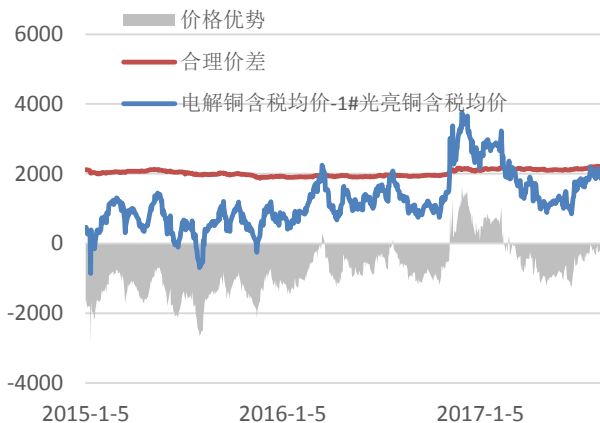


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

3.2 带票废铜紧张, 限制废铜的替代效应

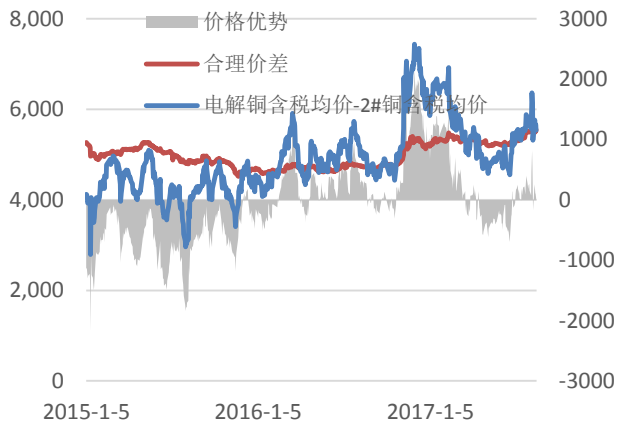
上周 SMM1#光亮铜周均价为 49440 元/吨, 上涨 1057 元/吨, 周平均精废价差扩大至 2011 元/吨。随着价格的上涨, 持货商出货积极, 而且精废价差的拉大, 线缆厂依旧青睐废铜制杆, 但带票废铜依然紧张, 票点升至 9-9.5%, 限制了精废价差的拉大。带票废铜的紧张依旧限制废铜对精铜的大规模替代。

图11.1#光亮铜与精铜价差拉大



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图12. 2#废铜与精铜价差拉大



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

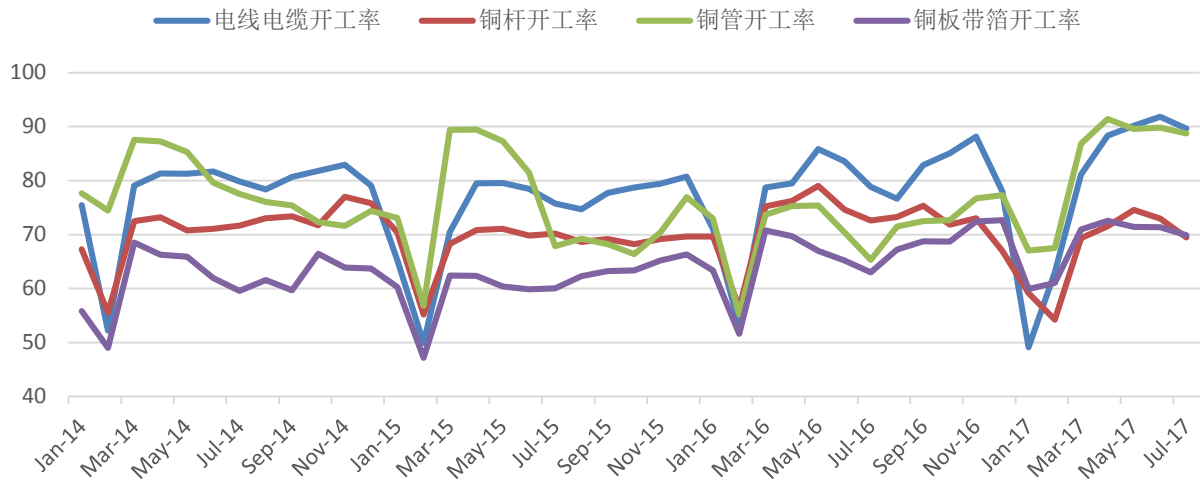
3.2 下游需求

据 SMM 调研数据显示, 7 月份铜板带箔企业开工率为 69.86%, 同比上涨 6.85 个百分点, 环比下降 1.51 个百分点。7 月环比下降是季节性效应, 同比增加表明今年淡季比去年要好, 而且据部分企业表示, 目前黄铜板带消费尚可, 五金、机电方面需求稳定。而铜箔方面仍呈现供不应求的状态, 铜箔价格也随之迎来上涨的态势。

根据笔者对宏观数据方面的判断以及终端行业的了解, 今年淡季不淡的现象延续, 旺季即将来临, 在旺季需求没有被证伪之前, 仍维持需求稳中偏强的

判断。

图13.国内铜材开工率情况：7月开工率环比下滑，但同比仍较好



数据来源：WIND，兴证期货研发部

表 4：中国 7 月电解铜终端行业情况

铜的终端情况	单位	2017 年 7 月	同比增长 (%)	2017 年 1-7 月	累计同比 (%)
电网基本建设投资	亿元	415.17	1.09	2813.17	9.89
电源基本建设投资	亿元	208.38	0.86	1254.56	(13.69)
发电设备	万千瓦	895.00	(16.80)	7427.00	(0.50)
交流电动机	万千瓦	2580.50	9.90	16722.90	8.60
家用空调	万台	1391.20	44.80	7774.70	35.34
家用洗衣机	万台	446.50	14.80	2985.30	9.94
家用电冰箱	万台	690.30	3.80	3909.10	1.08
汽车	万辆	197.12	4.76	1558.52	4.65
新能源汽车	万辆	5.90	55.26	27.20	26.51
挖掘机	万辆	1.47	66.10	11.77	69.00
房地产销售面积	亿平米	1.17	0.01	8.64	14.00
铜材	万吨	177.30	2.00	1217.60	8.00

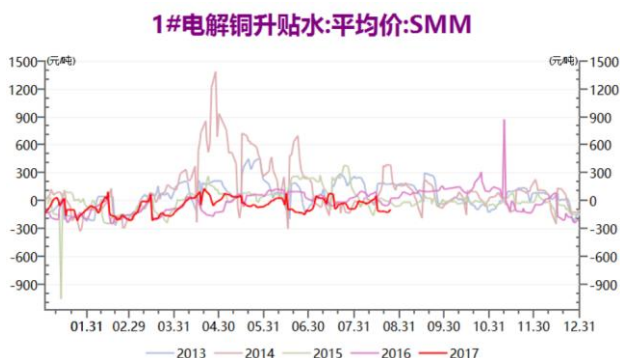
4 现货与库存

现货方面，周初大贸易商低贴水抛售大量进口铜，报价在贴水 150-100 元/吨，令其他贸易商无价格优势只能被动调价跟随。由于好铜占比少，尤其在好铜贴水百元附近，买盘主动积极。周后，随着市场抛货减少，好铜率先贴水收窄，平水铜随之紧跟，成交抬高至贴水 130-70 元/吨。总体成交仍显僵持，收货者多为长单交付者，下游畏高严重，被迫维持刚需买入。

库存方面，全球精炼铜总库存（显性库存+保税区库存）较上周减少 4.45 万吨至 110.99 万吨，主要是 LME 库存下降了 3.05 万吨，LME 注销仓单占比维持在 50% 的高位，其余部分，上期所减少 1.66 万吨至 18.74 万吨，COMEX

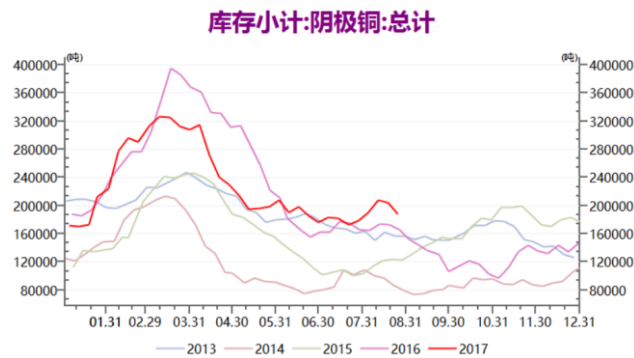
库存增加 0.07 万吨至 16.36 万吨，保税区增加 0.2 万吨至 51.8 万吨。

图14.年初以来，国内现铜贴水程度低于往年



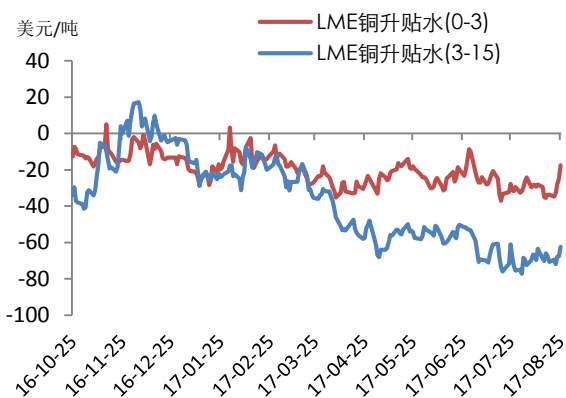
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图15. 上期所铜库存同比往年仍处于偏高的水平



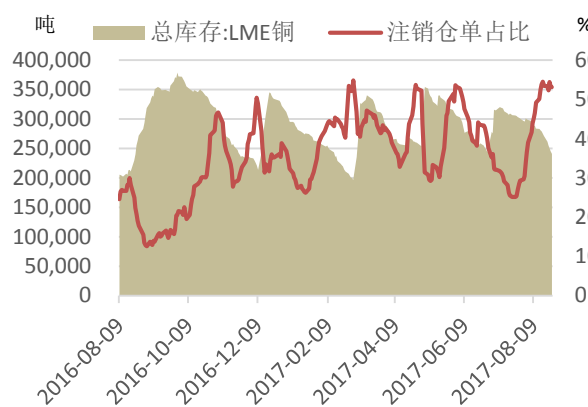
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图16. LME铜Contango结构有所收窄



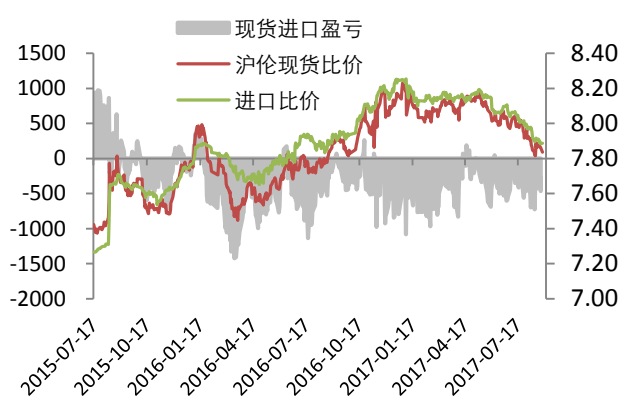
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图12.LME铜库存注销仓单占比继续反弹



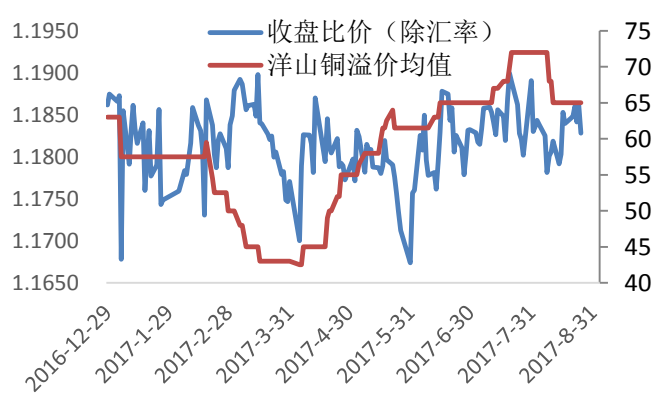
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图17.进口铜亏损300-400元/吨



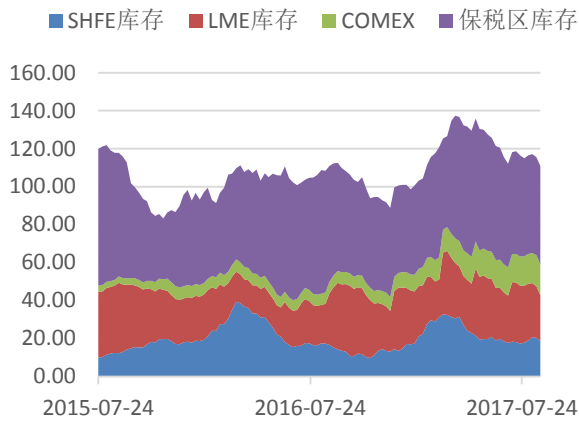
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图18. 洋山铜溢价稳定在65美元/吨，进口需求较差



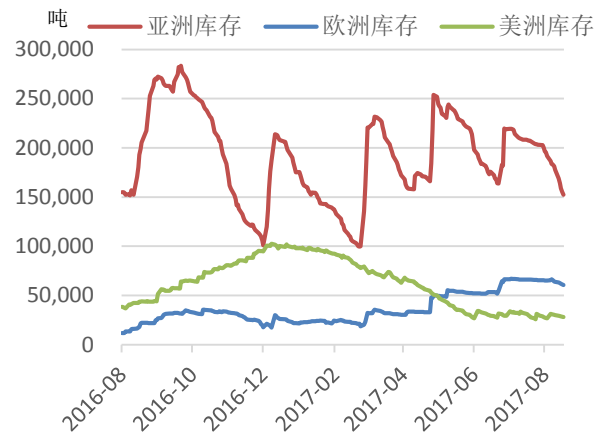
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图19.全球铜总库存（显性库存+保税区库存）降至
110.99万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图20. LME亚洲地区库存下滑



数据来源：WIND，兴证期货研发部

5 后市展望

上周铜价在美元疲软和商品市场偏多气氛的带动下出现补涨。由于美元大概率仍维持弱势，欧元区经济复苏形势强劲，同时铜精矿依旧维持偏紧的预期，带票废铜短缺导致替代效应难以体现，而旺季需求仍有所期待，不过本周的风险点是市场的偏多情绪能否维持（周五黑色系出现回调），整体我们维持铜价补涨的判断，但本周不排除铜价或震荡回调，操作上建议多单持有，仅供参考。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，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。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损失负任何责任。