

供应增加+宽松的资金环境+疲弱的消费

进入四季度，在中国汇率稳定后，铜的比价开始回落，国内主力合约的铜价格也围绕 39500 元上下不到 1000 点的开始了震荡行情。价格到目前位置，嘉能可减产了 40 万吨铜精矿，伴随着价格还有再次走低的可能，也有一些矿山的减产不断的被市场预期。

供应上铜的产量继续温和上升，消费继续疲弱，中国经济数据持续不如预期，尤其跟铜相关的房地产行业持续下滑。

铜进口在八月开始增加，国内四季度供应增幅较大，比价在人民币稳定后回落，进口窗口关闭，后期国际库存下降压力减少，国际价格也开始承压。

资金方面，利率下跌，企业债火爆，市场预计四季度还有再次降准降息可能，加上美元走弱，对铜价有提供支持。

许劲松 策略分析师

021-68402441-126

倍特期货有限公司

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

一、供应温和增加，价格持续下跌面临更多的减产可能

进入四季度，在中国汇率稳定后，铜的比价开始回落，国内主力合约的铜价格也围绕 39500 元上下不到 1000 点的开始了震荡行情。价格到目前位置，嘉能可减产了 40 万吨后，伴随着价格还有再次走低的可能，也有一些矿山的减产不断的被预期。

CRU 认为，铜价仍处于下降通道之中，对于 2016 年度的基本判断如下：

全球铜的消费偏弱；

上游矿山预期会遇到更多的减产事件；

全球显性库存将保持中性或略有减少；

美元升值现金运营成本处于继续下降。

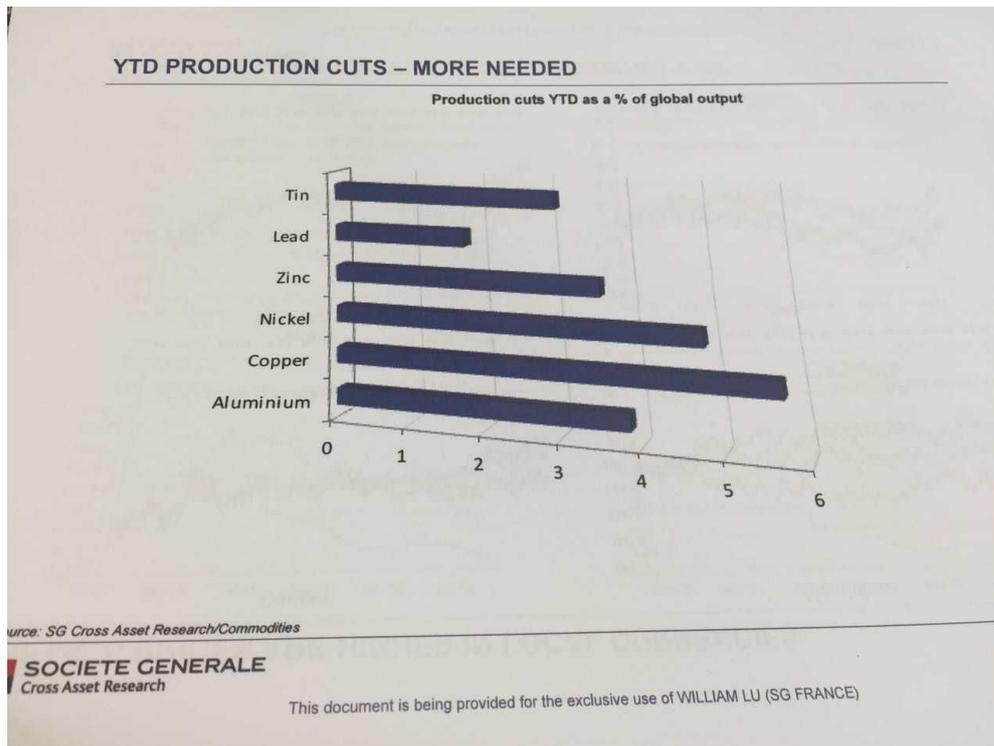
从需求来看

市场关注点集中在中国，但实际上全球其他地区表现也不及预期。2015 年估计全球铜需求同比增长 1%，其中中国同比增幅为 2.5%，北美、东北亚、西欧这些铜的主要消费低同比增幅 0.7%，世界其他地区需求则出现了 1.2% 的降幅。预期 2016 年全球铜需求增幅将为 2.4%，中国将为 3.2%。

从供应来看

CRU 预计 2016 年由于低铜价将有 25 万吨产能消减。CRU 特别提及 2015 年下半年投产的墨西哥 Buenavista 铜矿、Grasberg DMLZ 项目和 2016 年初将投产的 Cerro verde 扩产项目、Lasbambas 等大型铜矿项目，2016 年新增铜精矿的投放仍是未来的压力。冶炼方面，CRU 预计 2016 年冶炼产量增长 0.2%，低于今年的 1.5%。成本来看，铜矿山成本 90% 分位线将继续下移至 5000 美元下方。

图一 各种金属减产占年产量的比例



资料来源：法兴

铜产量的减少占比相对较大。

产量维持高位，供应继续过剩。

中国精铜产量稳定增长，开工率平均达到 97%以上，产量稳定增加，八月产量超 65 万吨，但是消费持续下滑，供应继续过剩。

图二 中国铜供需平衡表

中国精铜供需平衡表 (单位: 万吨)

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-7 月	2015 年 8 月 **
产 量*	561.7	617.9	688.4	419.0	65.0
净进口量	312.8	291.2	332.4	180.3	25.0
供 应 量	874.5	909.1	1020.8	599.3	90.0
消 费 量*	768.0	820.0	872.0	521.0	76.0
供需平衡	106.5	89.1	148.8	78.3	14.0

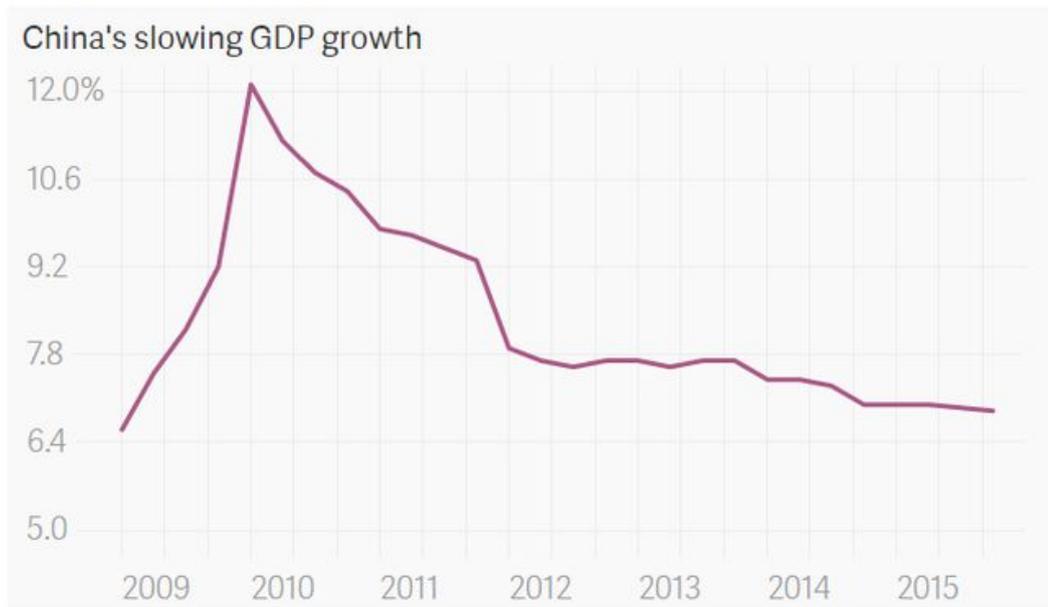
注: *为安泰科数据; **为预估值

资料来源: 安泰科

二、中国经济数据持续下滑

1、国家统计局公布的数据显示，中国经济在三季度同比上涨 6.9%，创下 2009 年一季度以来最低经济增速。

图三：中国 GDP



资料来源：华尔街见闻

2、9月，中国住宅销售额同比增长 15.6%，较 8 月 31.5% 的增速大幅回落。

全国房地产开发投资同比名义增长 2.6%，为 2009 年年初以来最慢增速，较 1-8 月份回落 0.9 个百分点。其中，住宅投资增长 1.7%，增速回落 0.6 个百分点。

图四：房地产销售面积及销售额增速



资料来源：华尔街见闻

3、房地产投资增速持续下滑

图五：房地产投资增速



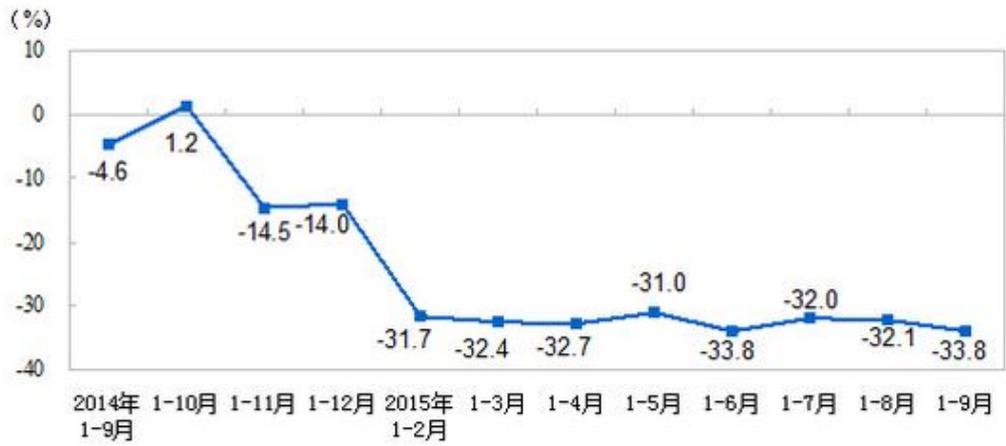
资料来源：国家统计局

全国房地产开发投资同比名义增长 2.6%，为 2009 年年初以来最慢增速，较 1-8 月份回落 0.9 个百分点。其中，住宅投资增长 1.7%，增速回落 0.6 个百分点。

4、房地产土地购置面积继续下滑

图六：房地产购置面积增速

全国房地产开发企业土地购置面积增速



资料来源：国家统计局

房地产开发企业土地购置面积同比下降 33.8%，降幅比 1-8 月份扩大 1.7 个百分点；土地成交价款下降 27.5%，降幅扩大 2.9 个百分点。

5、工业增加值增速继续回落

图七：规模以上工业增加值



资料来源：国家统计局

2015年9月份，规模以上工业增加值同比实际增长5.7%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），比8月份回落0.4个百分点。从环比看，9月份，规模以上工业增加值比上月增长0.38%。1-9月份，规模以上工业增加值同比增长6.2%。

6、发电量下滑

图八：日均发电量同比增速



资料来源：华尔街见闻

9月发电量出现显著下滑，同比下降3.1%，前值增长1%。中国1-9月发电量同比增长0.1%，前值增长0.5%。用电量萎缩同样显著，同比下降0.2%，前值为增长1.9%。1-9月，用电量同比增长0.8%，前值增长1.0%。

三、应对经济下滑，国家加大了财政投入，资金利率下滑

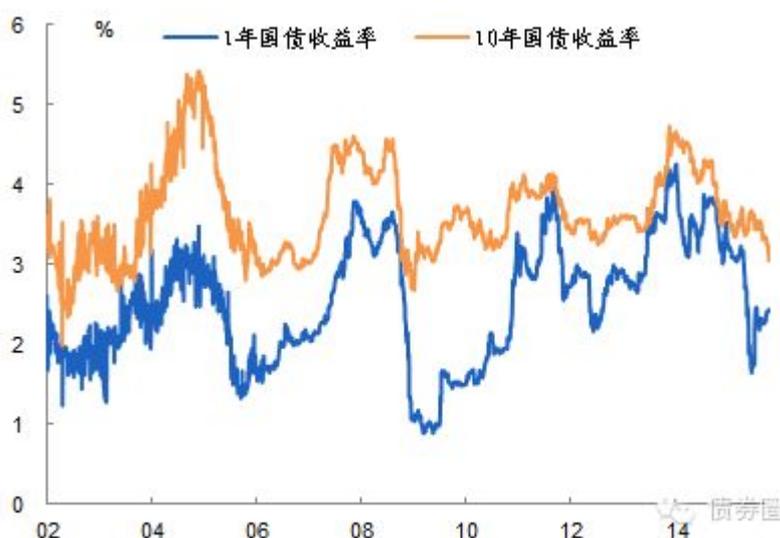
数据显示，9月全国一般公共预算支出17,799亿元，同比增速进一步加快至26.9%。其中，地方一般公共预算支出15898亿元，猛增31.7%，尽管中央本级一般公共预算支出下降了2.5%至1901亿元。中央支出下降“主要是前几个月加快重点支出预算执行进度，部分资金已提前拨付”，财政部表示。

整个1-9月，全国财政支出120,663亿元，同比增长16.4%，为预算的70.4%，比去年同期进度加快2.7个百分点。

进入10月，我们感受到债市的牛市氛围突然转强，中长期利率债收益率快速下行，

国庆节前一周 10 年期国债收益率还在 3.33%附近，10 年期国开债收益率在 3.78%附近，目前，10 年期国债招标加权利率已经跌破 3.0%，10 年期国开债收益率也降至 3.53%，如果扣除国庆的节假日，实际上收益率在不到半个月的时间内下行幅度接近 30bp，速度明显比 7、8 月份加快。国债期货也从 9 月下旬以来连续拉升，创了年内新高。

图九：利率全面下滑



利率下行的趋势与我们所面临的经济环境和经济周期相关。中国从以往的加杠杆周期逐步进入去杠杆周期，表现在企业、地方政府和居民都缺乏持续的加杠杆意愿和空间。由于专项金融债项目主要是政策性银行主导，9 月份贷款反弹

10 年期国债上周触及 3.0%的水平，与美国 10 年国债的利差压缩到 100bp 左右。10 年国债收益率离 08 年次贷危机后的 2.7%的低点不远。而目前的货币市场利率相比于 08 年当年还是要高不少，在居民收入放缓，通胀压力逐步回落的情况下，未来央行仍有必要继续引导短端货币市场利率下行。中长期利率的下行空间也将进一步打开。10 年国债收益率跌破 2.7%也只是时间问题。

总结：

铜的基本面弱势持续没有特别大的变化，以上的工业数据显示，未来铜需求可能出现负的增长。现货方面看，因为前期比价高，进口铜陆续到货，供应十分充足，国内库存增加，国际库存减少，总的库存水平没有特别大的变化，消费方面看，不支持价格有什么大的上涨行情出现。

供应方面冶炼产量温和增加，但是由于人民币没有升值预期，铜精矿的加工费未来优势减弱，如果价格再次下台阶，减产的可能还会出现，因此如果价格进一步走弱，减产的可能让大资金会放弃追空的意愿。

资金方面，财政投入，信贷投入，利率的下降，对铜价是有支持的，但是，因为这个过程是有滞后性，显现到现货市场需要时间，因此，我们认为，四季度后，铜的价格会受到这些因素的支持

综合以上的分析，我们继续维持铜价格在四季度区间震荡的行情不变，震荡的区间37500-40500元。