

铜价高位震荡，镍价一骑绝尘

神华研究院 梁毅辉

摘要.....	- 3 -
第一部分 行情回顾.....	- 3 -
第二部分 铜价高位震荡.....	- 5 -
2.1、强势美元，铜价承压.....	- 5 -
2.2、铜消费稳中有升，电力，新能源汽车长期向好.....	- 6 -
2.3、矿山投资回暖，供应仍偏紧.....	- 8 -
2.4、全球铜库存高位回落.....	- 9 -
第三部分 镍价一骑绝尘.....	- 10 -
3.1、镍供应继续短缺.....	- 10 -
3.2、镍矿供应偏紧，镍铁价格恢复.....	- 12 -
3.3、不锈钢需求回升，镍价紧跟.....	- 13 -
第四部分 2018 下半年行情展望及策略.....	- 15 -

摘要:

铜：铜价高位震荡，建议逢低减仓

宏观方面，欧美货币紧缩将提速，国内去杆杠等因素令中国经济持续承压，国内需要继续降准降税来增加有效需求。房地产，棚改放缓一定会拖累铜价。

下半年国内冶炼厂检修产能主要集中在6、7月，影响产量较小；国内新增更多的冶炼产能，下半年精铜产出将加速。

上半年智利 Escondida 劳工合同谈判顺利达成，对下半年其他矿山劳工合同谈判有促进作用，预计下半年罢工对铜精矿产出的影响下降。

半年电网投资将发力，成为铜行业消费的主力军。

镍：镍价一骑绝尘，建议回调做多

基本面来看，原生镍供应方面比较稳定，电解镍供应持续将维持偏紧张，因国内新能源汽车预定目标位 2020 年达到 200 万辆乘用车以上，目前新能源汽车超预期增速。

需求方面，不锈钢的对镍需求将在三季度开始进一步走弱，对镍价或有所打压。

中美贸易摩擦的升级将使镍价不断出现回调，中国宏观经济，地方债务问题的担忧阻碍镍价上涨。

第一部分 行情回顾

图 1-1：沪铜走势图



资料来源：Wind、神华研究院

上半年基于市场乐观的宏观预期、铜精矿供应紧缺以及中国限制废铜进口政策，伦铜经历 15 连阳的大涨，最高打到了 7312 美元/吨。随后，由于进入铜的消费淡季，叠加库存不断增加至同期高位，铜价开始回调。此后一段时间一直受美元走强，贸易战担忧，和铜消费逐渐走弱的多重影响，铜价开始横盘震荡。

进入到五月底，对于世界最大的铜矿 Escondida 新一轮的劳资谈判可能引发新一轮供应担忧。伦铜进行了大幅的拉涨，突破了前期的高点，沪铜跟涨。而后美元强势回归，包括加息预期验证铜价走出了近半年的震荡市。

图 1-2：伦铜走势图



资料来源：Wind、神华研究院

伦铜与沪铜的走势相类似,对应的下方支撑位 49000 元/吨,上方高位 56500 元/吨。四月份开始是一个宽幅震荡的区间,年初由于需求预期上升铜价上行,下半年出现季节回调,需求减弱,铜价宽幅震荡。

图 1-3: 沪镍走势图



资料来源: Wind、神华研究院

3 月初,沪镍经过一个月的调整后小幅回调至 96150,技术面显示该点位附近是前期诸多上升浪的高点,有较强的支撑。随后镍价在 2 季度开始走高。4 月 19 日在突破 10 万点大关后直接出现跳空上涨,日内最高至 109790,随后进入 10 点以上调整平台并在 105000 附近企稳。而随着下游不锈钢库存不断回落,新能源汽车产销量不断超预期增长,5 月镍价又迎来一波上涨,冲破 11 万的整数关点后稍作调整后就继续上涨,直到触 12 万整数大关才出现较为明显的调整行情。此后镍价在 112190 点企稳后继续上冲。

图 1-4: 伦镍走势图



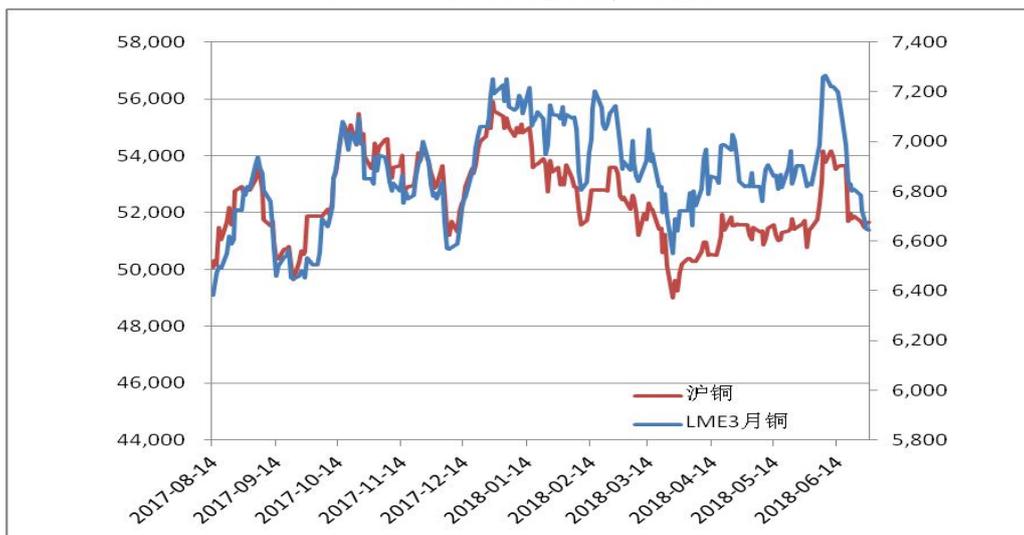
资料来源: Wind、神华研究院

外盘伦镍紧跟沪镍走势，在达到高点后迅速回落，随后有程度更深的回调。沪伦比值随着人民币汇率下降升至高位，且进口的盈利窗口尚未打开。

第二部分 铜价高位震荡

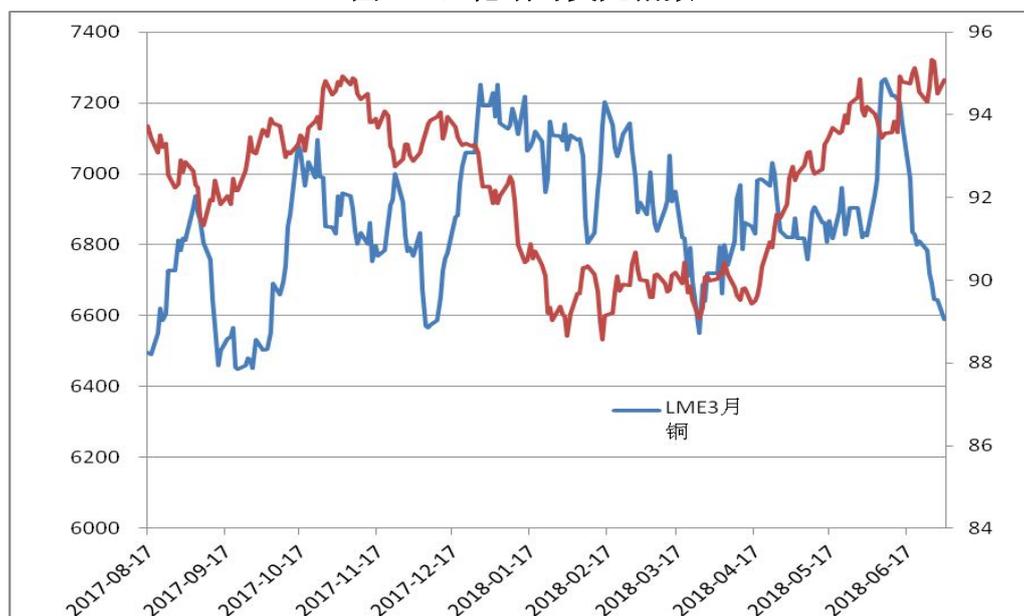
2.1、强势美元，铜价承压

图 2-1：沪铜&伦铜价格趋势



资料来源：Wind、神华研究院

图 2-2：伦铜与美元指数



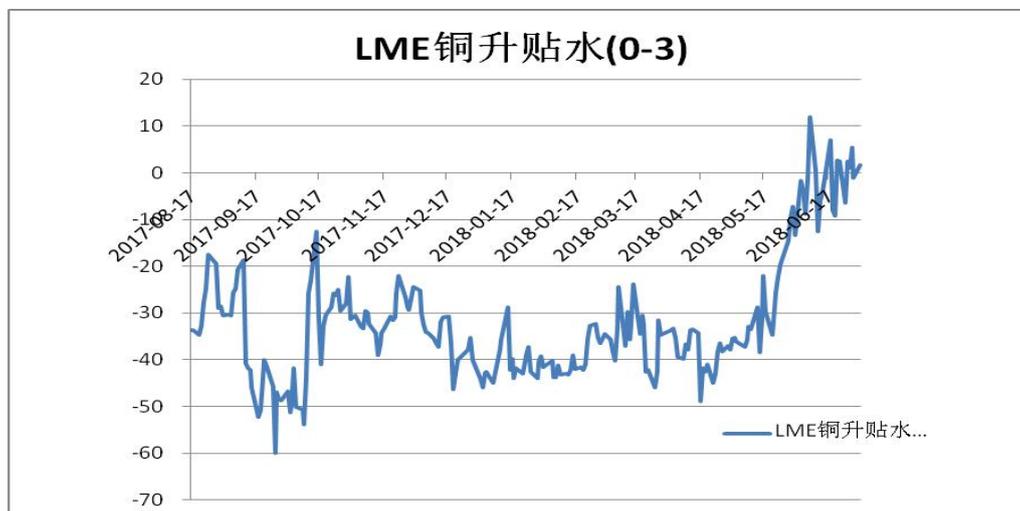
资料来源：Wind、神华研究院

欧美货币紧缩将提速，国内去杠杆等因素令中国经济持续承压，国内需要继续降准降税来增加有效需求。美联储 6 月如期加息，欧央行德拉吉表示基础广泛的经济增长正开始产生积极的定价机制，目前仍然需要大规模的货币宽松政策，

但欧洲央行将耐心等待第一次加息时机，在首次加息之后还可能进一步加息。

反观中国央行却定向降准，释放流动性 7000 亿，旨在通过市朝“债转股”推动去杠杆以及缓和信用收紧背景下小微企业融资难的问题。

图 2-3：LME 铜升贴水

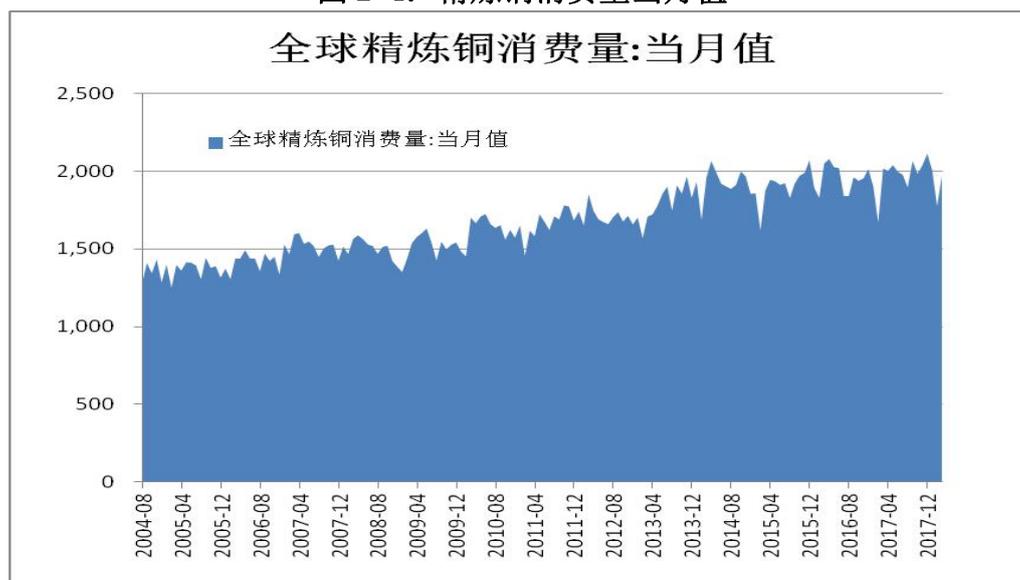


数据来源：Wind、神华研究院

现货升贴水走势较为符合季节性特征，下半年需求转弱，由年初的升水转为贴水，2018 年相比 2017 年波动较大，进入 5 月后贴水一度扩大，预计二季度全部处于贴水状态，高库存叠加需求减弱的状态下，贴水仍将持续。

2.2、铜消费稳中有升，电力，新能源汽车长期向好

图 2-4：精炼铜消费量当月值



资料来源：Wind、神华研究院

预估 2018 年世界铜消费将增加 48.2 万吨，增速将在 2.2%左右，其中中国

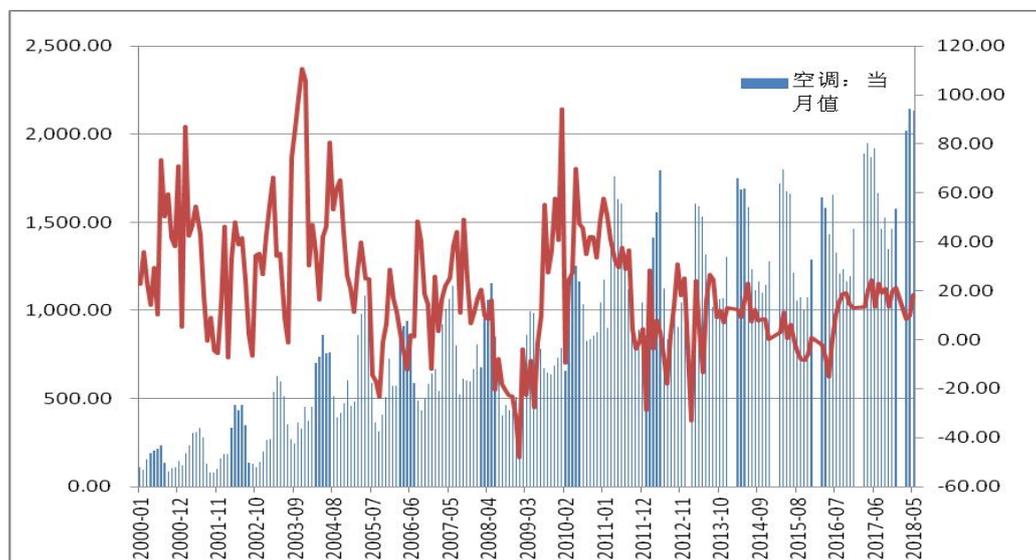
增速 3%左右。从国内的消费项目来看，2017 年铜的消费中家电产销都十分强劲，但进入四季度以来，电缆投资、房地产、家电与汽车行业均出现下行压力。

图 2-5：新能源汽车销售量比



资料来源：Wind、神华研究院

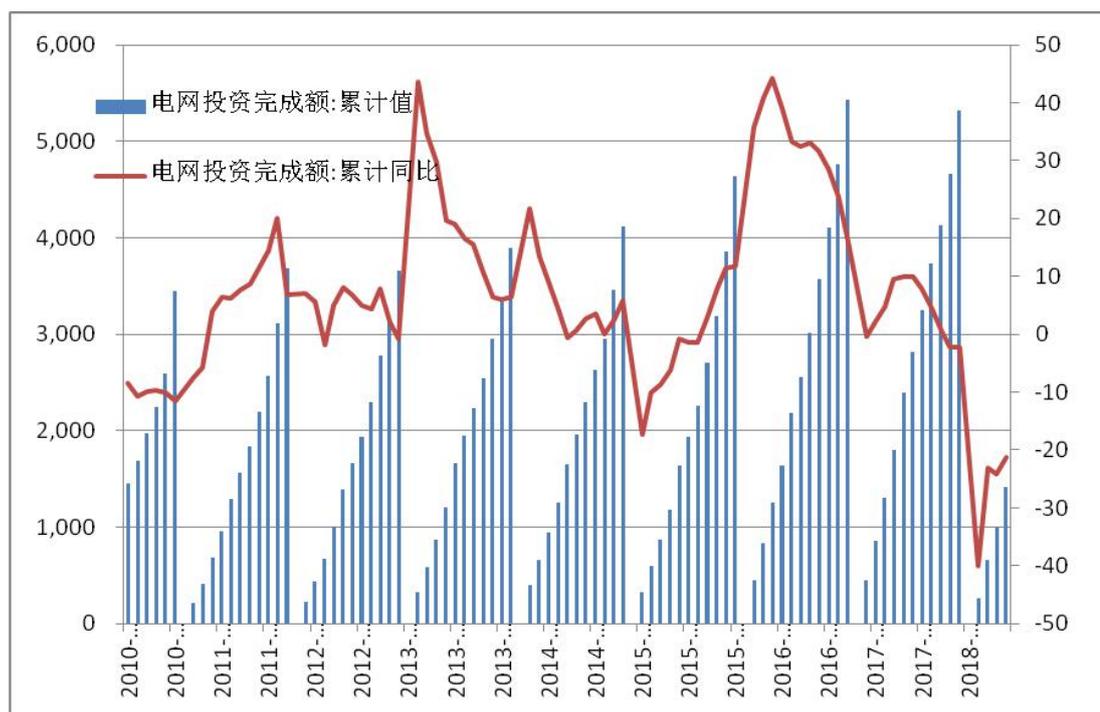
图 2-6：空调销售量比



资料来源：Wind、神华研究院

分具体行业来看，电力行业占据铜消费的 45%左右。截止 3 月份国家电网基本建设投资完成额累计值 657 亿元，累计同比-23.20%，4 月投资完成额累计值 993 亿元，累计同比-24%，5 月投资完成额累计值 1414 亿元，累计同比-21.20%。均低于去年同期，但是根据国家电网投资规划，2018 年电网投资总额是略高于 2017 年的，所以下半年电网投资可能有较大增幅。

图 2-7：电网基本投资完成额：累计值



资料来源：Wind、神华研究院

2.3、矿山投资回暖，供应仍偏紧

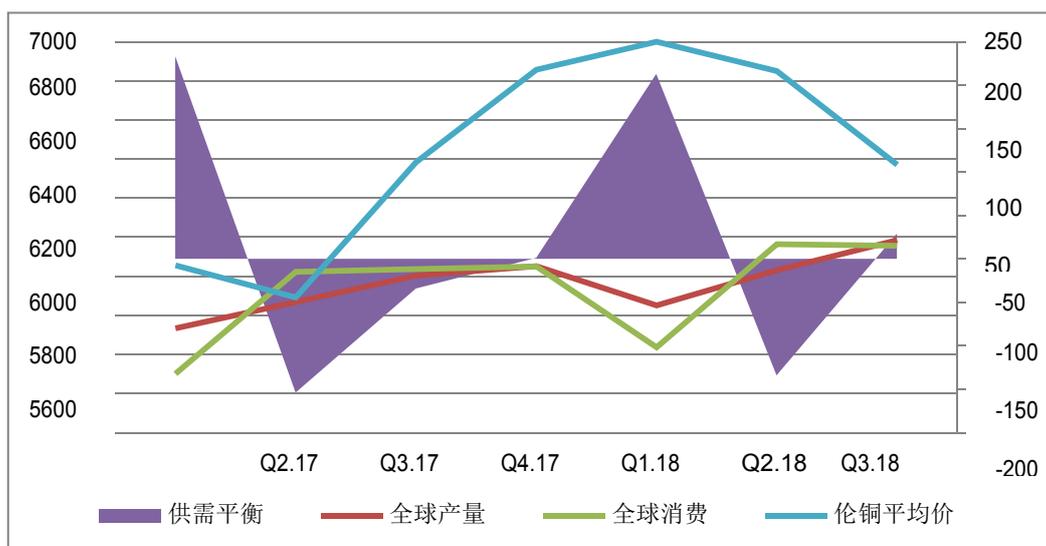
表 2-1：2018 年企业新增产能计划（万吨）

公司	国家	名称	产能	预计投产
中资企业	厄瓜多尔	Mirador	20-25	2018
Boliden	瑞典	Aitik (扩产)	3	2018
OZ Minerals	澳大利亚	Carrapateena	5.5	2019
第一量子	巴拿马	Cobre Panama	32	2018/2019
俄罗斯诺里尔斯克镍业公司	俄罗斯	Bystrinsky	3	2018
中工国际	吉尔吉斯斯坦	库鲁-捷盖列克	2	N/A

资料来源：Wind、神华研究院

随着铜价上涨，各大矿企盈利水平明显改善，目前已经开始加大资本开支，这将有助于缓解铜矿远期的供需缺口。嘉能可称，2018 年铜产量预计增至近 150 万吨，因旗下刚果 Katanga 铜矿预计增 15 万吨。2 月份，智利 Coquimbo 地区政府称，智利金属产商 Antofagasta 公司旗下 Los Pelambres 矿耗资 11 亿美元的扩产计划环评已经获得当地环境监管机构的批准。该计划是该矿的基础设施升级三期工程，其目的在于寻求铜矿产出在每年 40 万吨附近的水平。

图 2-8：供需缺口



资料来源：Wind、神华研究院

综合情况来看，十大铜精矿企业短期弹性主要体现在必和必拓的矿山恢复增产上，另外，从 2018 年产量展望来看，铜价格刺激十大铜精矿企业增产动力，不过受到产能限制，整体增量不大。

表 2-2：全球精铜供需及价格预测（万吨）

	Q1.17	Q2.17	Q3.17	Q4.17	Q1.18	Q2.18	Q3.18
全球产量	5533	5667	5802	5850	5649	5830	5985
全球消费	5300	5821	5836	5849	5436	5964	5956
供需平衡	233	-154	-34	1	213	-134	29
伦铜平均	5856	5692	6384	6856	7000	6850	6370

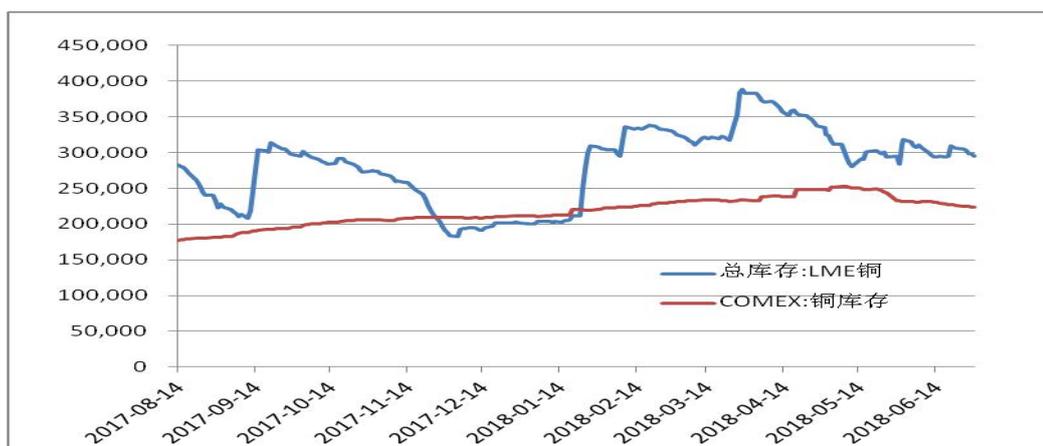
资料来源：Wind、神华研究院

全球铜供应的一个重要风险就是薪资谈判带来的罢工风险，2018 年在智利和秘鲁还有 30 多个劳工协议需要重新签订，总计 430 万吨的产能暴露在罢工的风险之下，这些产能占世界总量的 20%左右，其中智利最大的铜生产企业将面临协议集体到期的情况。

从这些劳工协议的分布时间来看，上半年相对平滑，一季度和二季度涉及到的产能分别在 120 万吨和 140 万吨。而下半年的变化较大，第三季度的协议最少，只有 30 万吨，四季度回升到 147 万吨。从初步劳资谈判的过程看出现大规模持续的罢工概率并不高。

2.4、全球铜库存高位回落

图 2-9：铜库存



资料来源：Wind、神华研究院

一季度高库存成为打压铜价的主要因素。从历史走势来看，由于中国春节因素，全球精铜显性库存基本上都会在一季度累库存达到年内最高，1至3月，全球库存累计增加 29.8 万吨，三大交易所总库存达到 92.3 万吨，远超历史同期峰值水平 80 万吨。主要由于一季度需求疲软导致的被动累库，而近期市场对未来经济的悲观预期使部分隐性库存转为显性，进一步加剧了库存增加的趋势。预计下半年铜库存依旧是高位震荡趋势。

第三部分 镍价一骑绝尘

3.1、镍供应继续短缺

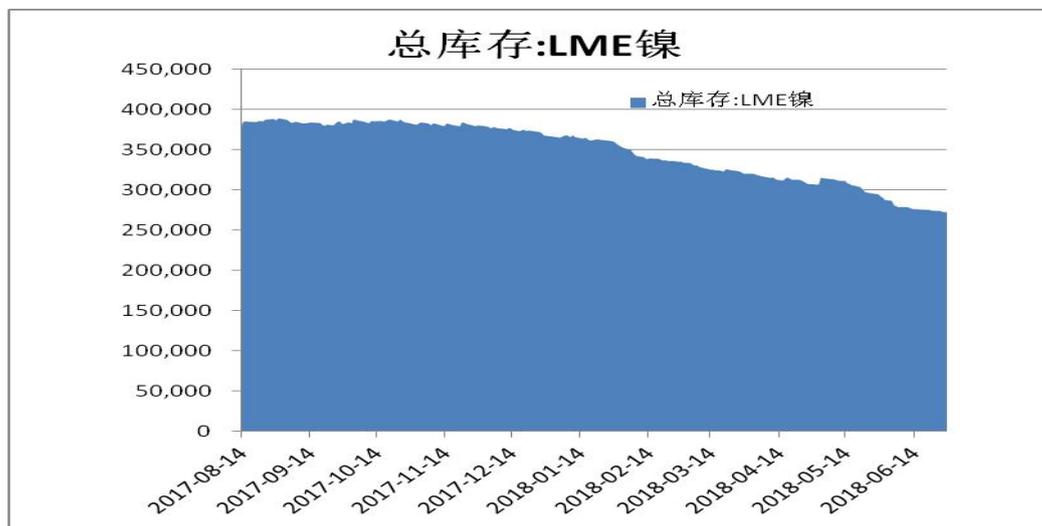
表 3-1：镍供应继续短缺（单位：万吨）

	镍供应 (全球)	镍消费 (全球)	镍供需平 衡全球)	镍产量 (中国)	镍净出口 量中国)	镍消费 (中国)	镍供需平 衡中国)
2006	126.3	122.2	4.1	14.2	9.6	23.1	0.6
2007	143.7	137.7	6	21.3	13.7	31.5	4.2
2008	136	129.3	6.7	20.7	15.8	31.5	5
2009	133.5	130	3.5	27.8	30.1	44.2	13.7
2010	144	147	-3	32.6	20	54.9	-2.3
2011	160	161	-1	45.8	25.8	68.4	3.2
2012	176	167	9	55.8	23.1	74.7	4.2
2013	196	178	18	70	19.8	86.7	3.1
2014	194	189	5	70	11.4	94	-11.6
2015	197	189	8	63	45.2	97.5	10.7
2016	198.3	203.3	-4.97	60	50.5	108	2.5
2017	205.2	215	-9.8	58.1	52.6	113	-2.3
2018E	220.6	225.9	-5.3	59.6	57	118	-1.4

资料来源：Wind、神华研究院

全球镍供应预计连续三年继续短缺，印尼及菲律宾镍矿供应提升，短期内出现缺口的可能性极低，两大交易所镍库存下降速度减缓，为平均 0.2 万吨/月，仓单依旧延续下降格局，预计 2018 年全球会出现 5.3 万吨的镍短缺，偏紧格局持续全球镍供应格局会在后年得到改善。

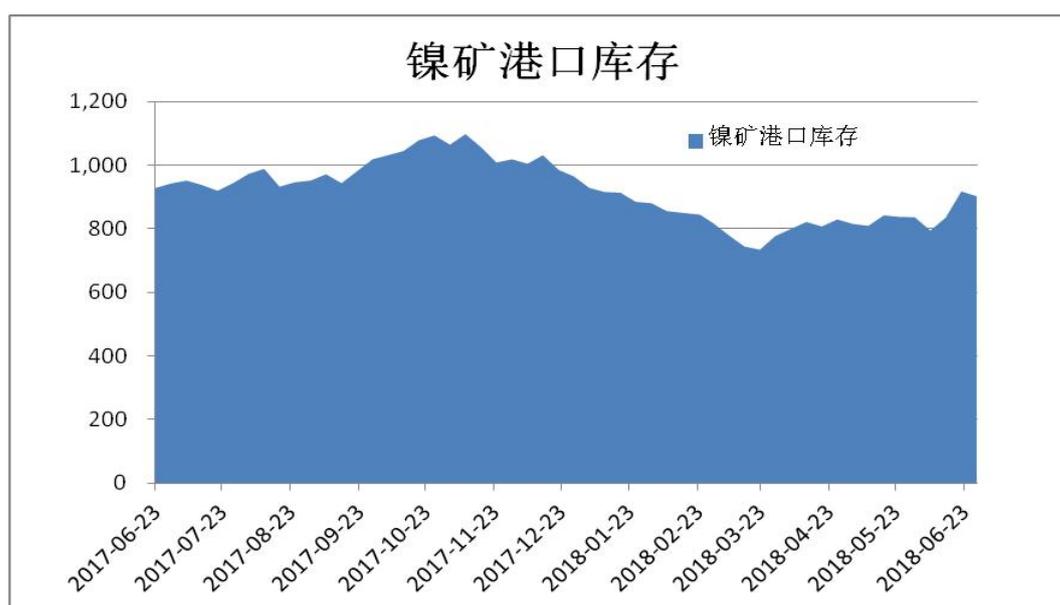
图 3-1：镍库存持续下降



资料来源：Wind、神华研究院

一季度镍价内盘和外盘行情均显示走强，无论价格上上涨无力还是交易量都稳步增长，显示出不锈钢和新能源汽车消费对价格拉动作用非常明显。2018 年不锈钢端消费增速预期仍保持 3%-4%，而新能源汽车端预期增调高至 50%-60%。介于三季度为终端传统消费旺季，四季度进入 10 月中旬后消费将出现季节性回落，因此预计下半年三季度镍价仍以上升为主。

图 3-2：镍矿港口库存

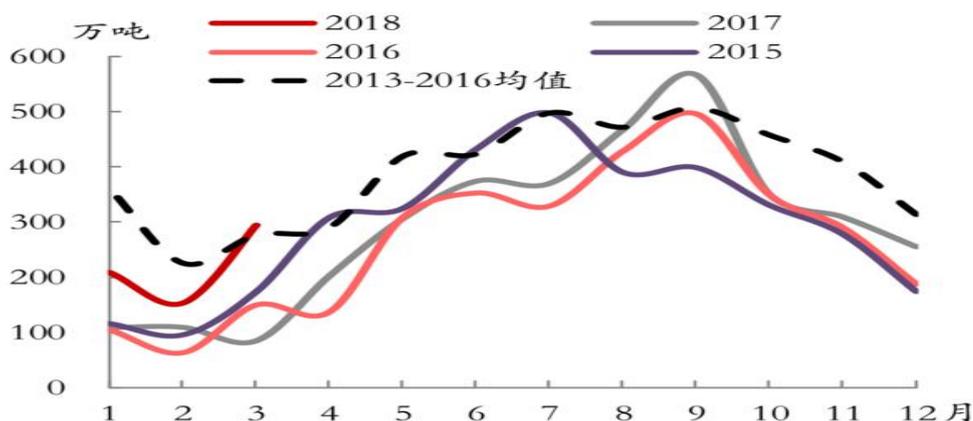


资料来源：Wind、神华研究院

镍铁产业链利润恢复已持续近 9 个月时间，预期未来镍铁行业仍将保持较高的利润，国内镍铁产业链经过过去 3 年的整合，集中度已从 2014 年的前 10 家占 33% 的产量上升至 2017 年的 75% 产量占比，同时全国镍铁企业减少至约 40 家左右，集中度日间提高有利于镍铁企业掌握镍铁定价权。

3.2、镍矿供应偏紧，镍铁价格恢复

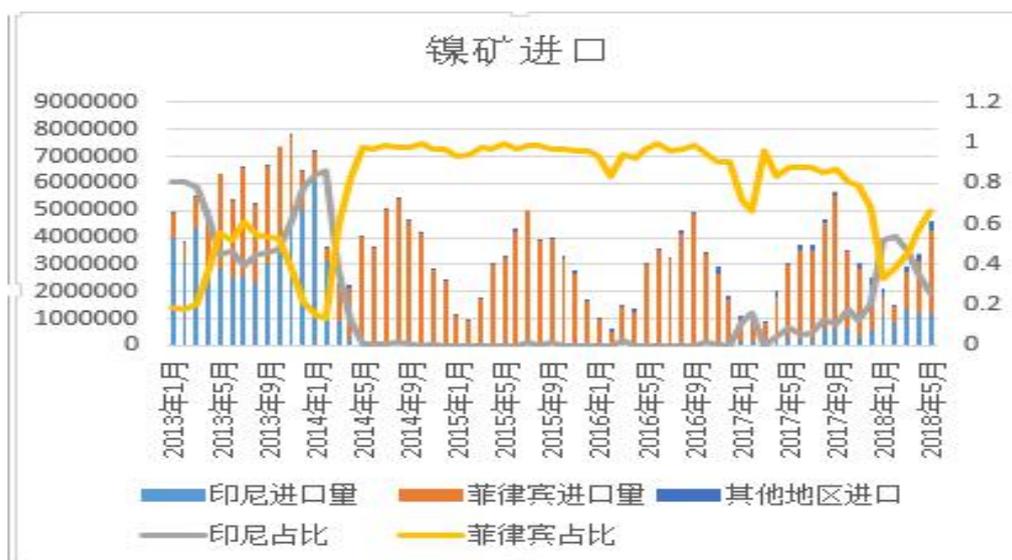
图 3-3：镍矿进口对比图



资料来源：Wind、神华研究院

2018 年镍矿进口量明显高于前三年，但相较于均值线而言，镍矿的进口量维持的是一个较低的水平，其中中高品位镍矿，印尼镍矿将占优势。

图 3-4：菲律宾进口和印尼进口占总量比的趋势

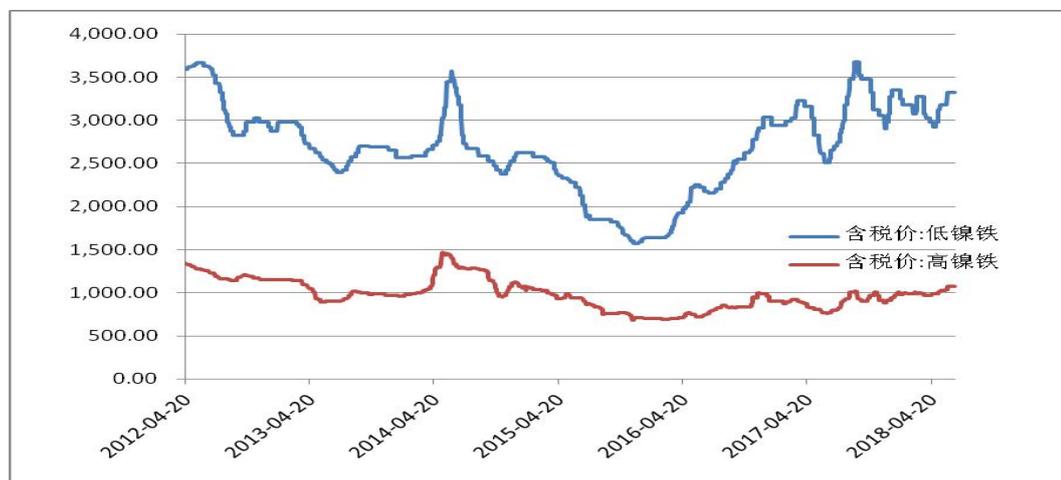


资料来源：海关总署、神华研究院

印尼镍矿开放后，国内库存明显增加，到 2018 年年初印尼镍矿进口占比一度超过了菲律宾镍矿中高品位镍矿中印尼矿更占优势(因印尼矿的镍含量更适合

制造镍含量 10%-15% 的高镍铁，同时其酸碱度、硅镁比与菲律宾矿相对冶炼炉内衬侵蚀更少，使得高镍铁生产成本能有所下降），国内镍矿供应大幅过剩的情况不会出现，镍矿库存预计维持在去年水平。

图 3-5：高镍铁、低镍铁价格走势

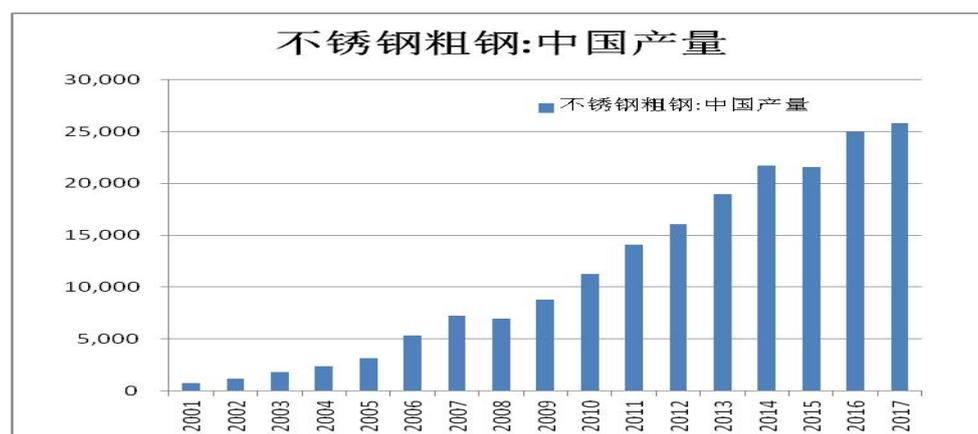


资料来源：Wind、神华研究院

镍铁的价格上升得益于不锈钢消费恢复，库存下降。具体产量上，3 月镍铁总产量因企业主动减产，同比有所下降，5 月开始后的环保督查“回头看”工作开展，同比下降态势更加明显。

3.3、不锈钢需求回升，镍价紧跟

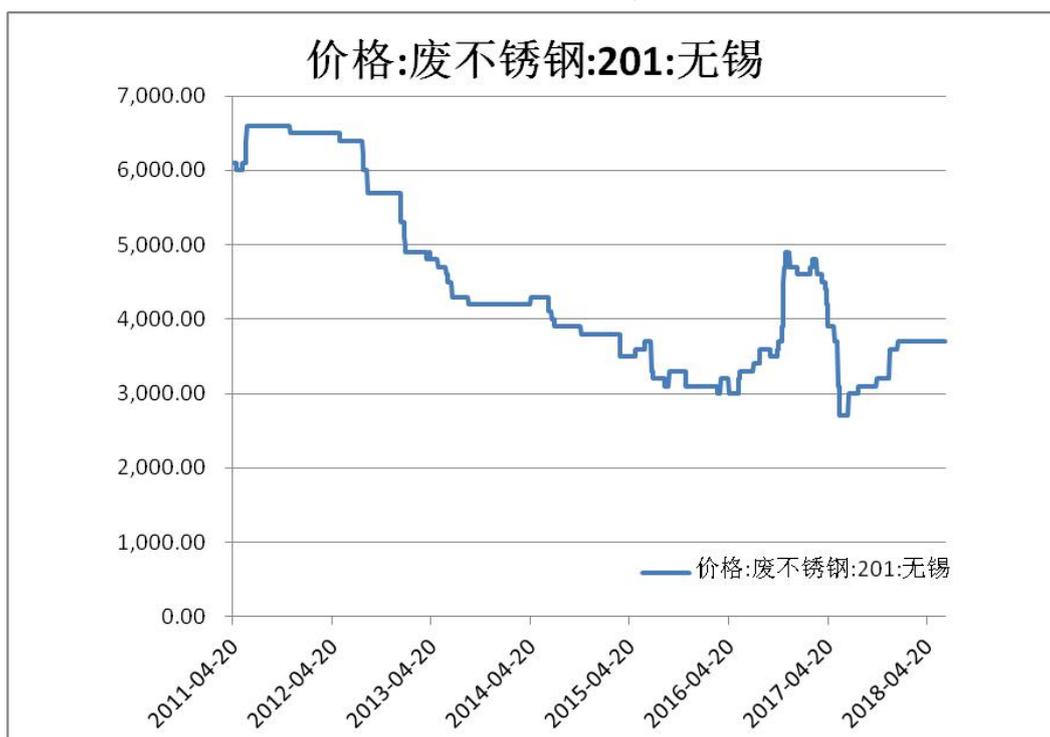
图 3-6：不锈钢粗钢产量



资料来源：Wind、神华研究院

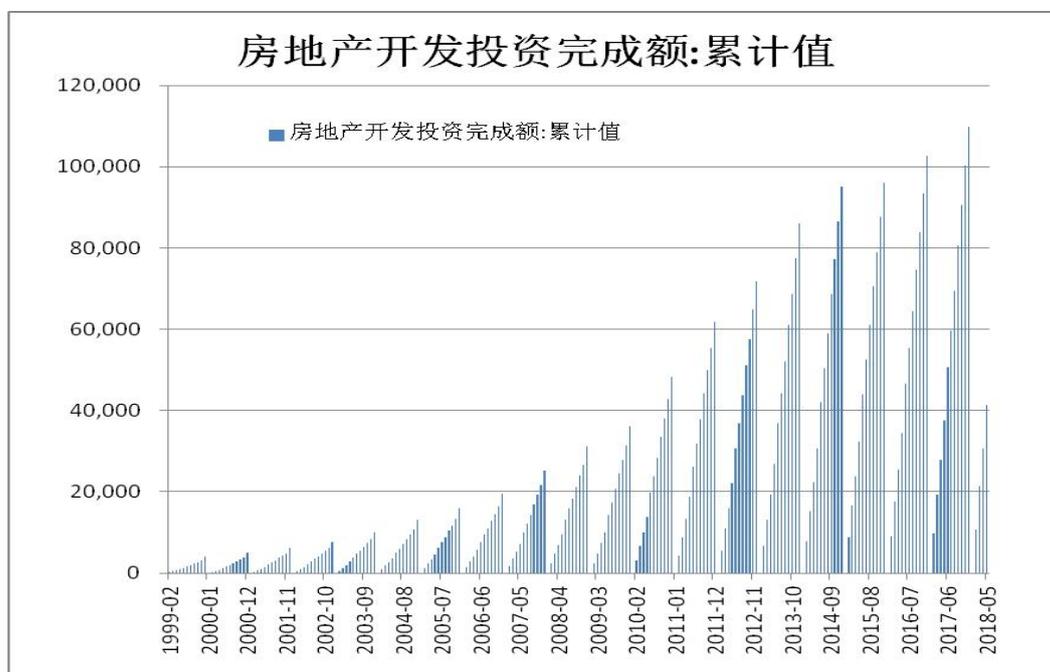
不锈钢终端消费有所恢复，因此不锈钢库存得以稳步下降，且回到历史较低水平，预期未来钢厂产量保持平稳增长，不锈钢价格继续稳步上升走势。且不锈钢消费中约 62% 与房地产有关，约 36% 与基建有关，今年前 5 月，房地产开发完成额同比有 10% 的增速，固定资产投资也有 6% 的增速，下游消费情绪能得到较好的恢复。

图 3-7：不锈钢价格



资料来源：Wind、神华研究院

图 3-8：房地产开发投资完成额累计值



资料来源：Wind、神华研究院

第四部分 2018 下半年行情展望及策略

图 4-1：沪铜主力合约周 K 线走势图

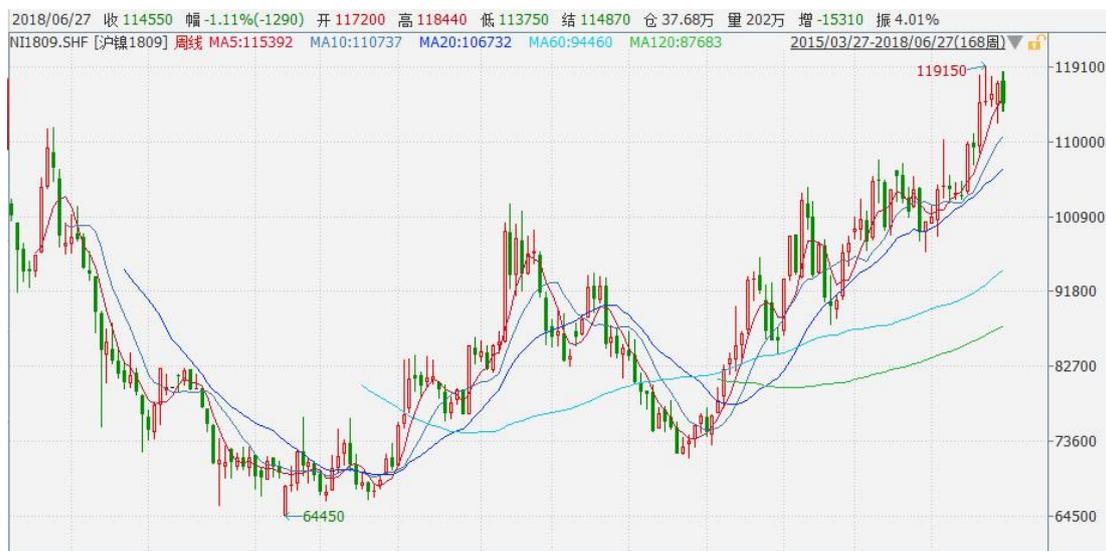


资料来源：文华财经、神华研究院

展望三季度，短期受中美贸易战等宏观波动加剧和美元走强影响，铜价面临被打压的局面。但是全球铜矿供应偏紧的格局不变，废铜收缩比较明显，叠加铜矿劳资谈判，三季度罢工风险仍存。

而需求方面，房地产超出预期，目前家电尤其空调的产销超预期，加上下半年的电网投资可能有较大增幅，基本面向好，铜价下行空间有限。但三季度在宏观扰动事件下，铜价趋势性行情难有，综合来看，判断三季度沪铜 50000-56000 元/吨之间波动。

图 4-2：沪镍主力合约周 K 线走势图



资料来源：文华财经、神华研究院

今年镍市总体基调仍是供不应求，不锈钢增长预期平稳奠定镍市增长基调，而新能源汽车高速增长则是镍价上涨的波动率来源。短期来看，中美贸易摩擦的升级将使镍价不断出现回调，但中长期不锈钢消费稳步增长和新能源汽车爆发式增长将不断推高镍价，镍价延续震荡走势，建议短线操作，回调做多，依 20 日均线逢低加仓，震荡中轴在 110000 上下。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。

本报告版权归神华研究院所有。在未获得神华研究院书面授权下，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“神华研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。投资有风险，入市须谨慎！