

有色金属年报-铜

有色金属策略研究

国元期货研究咨询/有色金属年报

铜：烟雨却低回，望来终不来

摘要

铜精矿：供应压力弱于预期

废铜：进口政策有所放松，实施存在不确定性

精炼铜：加工费影响有限，产量预计温和增长

终端需求：地产用铜有望增加，空调库存抑制生产，汽车用铜预计有所恢复

结论：铜价继续维持震荡格局

国元期货研究咨询部

电话：010-84555195

相关报告

早盘直通车：8点30之前

每日点睛：16点之前

周报：周一16点之前

目录

一、行情回顾	1
二、全球宏观经济局势未见明显变局	1
2.1 美国刺激政策或将暂停，大选无碍贸易战战略	2
2.2 政策空间有限，欧元区经济压力仍将持续	3
2.3 国内投资率下降仍有空间，稳增长仍为关键	4
三、加工费影响力度有限 主要不确定性在废铜	4
3.1 投资周期作用显现，铜矿增量将有改善	4
3.2 六类废铜进口标准修改 废铜紧张格局有望缓解	4
3.3 四季度加工费尚可，精炼铜生产波动不大	5
四、需求将有小幅改善 地产行业值得关注	6
4.1 地产行业有望小幅提升铜消费	7
4.2 空调库存仍然偏高 需求力度引领生产	8
4.3 库存压力已有改善 汽车生产限制因素减弱	8
五、后市展望	9

图表 1 伦铜走势.....	1
图表 2 全球经济状况.....	1
图表 3 美联储货币政策.....	2
图表 4 国内废铜进口量.....	5
图表 5 年度长单加工费.....	5
图表 6 国内地产行业现状.....	7
图表 7 国内空调库存情况.....	8
图表 8 国内汽车行业现状.....	8

一、行情回顾

纵观 2019 年铜价走势，与去年年报中预测一致，走出了震荡回落的走势，具体来看，主要分为两个阶段：自年初到 4 月中旬，受中美贸易谈判将取得积极进展的乐观预期叠加供应端连续出现问题等利多因素推动，铜价走出一波较为流畅的反弹行情；后铜市利多出尽，经济前景忧虑以及中美贸易谈判反复始终主导铜价情绪，铜市无力维持反弹，开启震荡回落格局。

图表 1 伦铜走势

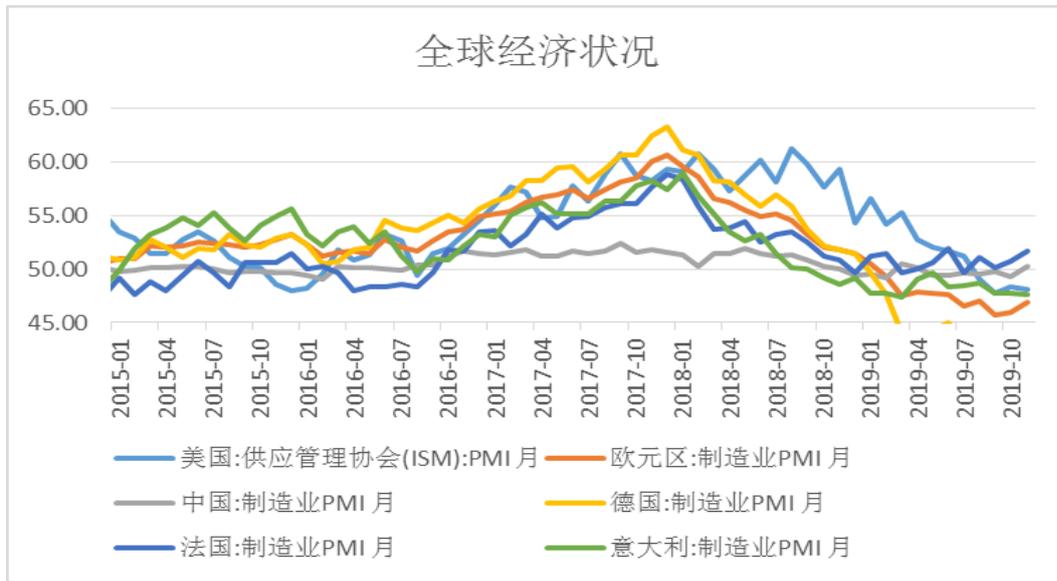


数据来源：文华财经，国元期货

二、全球宏观经济局势未见明显变局

今年 OECD 在全球经济展望中多次下调全球经济增长预期，在其 11 月 21 日发布的最新经济展望中，预期全球经济 2020 年仅能实现 2.9% 的增长，2021 年也不会超过 3%，全球经济增速将进入 2008 年国际金融危机以来最慢时期。IMF 也四次下调 2019 年经济增长预期，并将 2020 年的全球经济增速预期下调至 3.4%，全球经济增长压力凸显。

图表 2 全球经济状况

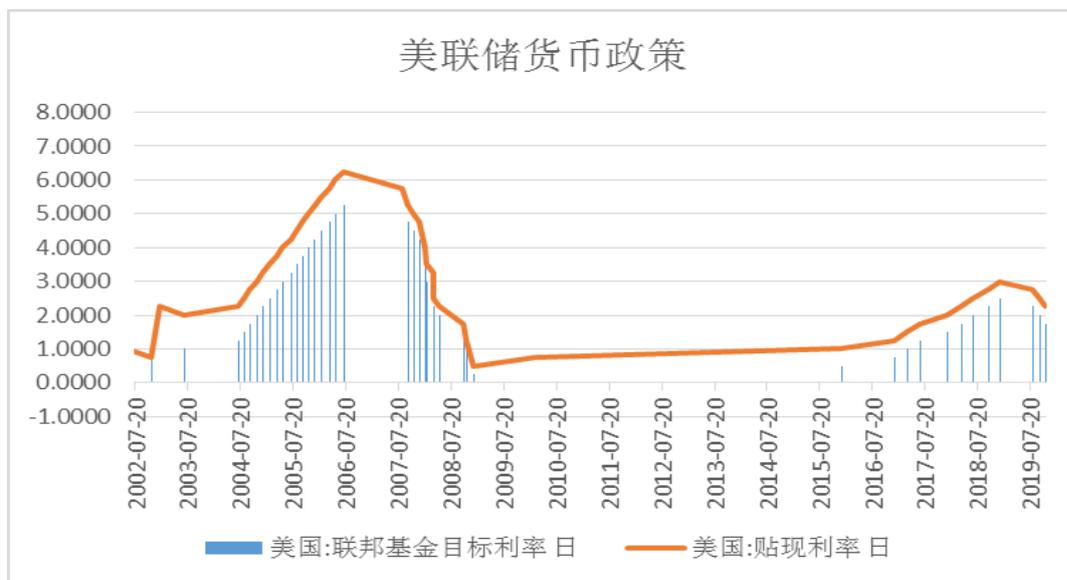


数据来源: Wind, 国元期货

2.1 美国刺激政策或将暂停，大选无碍贸易战战略

伴随上半年中美贸易局势从密集谈判到冲突加剧，美联储货币政策导向也发生了明显转变。从年初美联储释放“暂停加息最强信号”，到3月21日的FOMC会议超预期地明确9月末停止缩表，5月21日的美联储会议纪要传达出鉴于全球经济和金融形势的不确定性，在判断未来联邦基金利率目标区间上“上保持耐心”，并下调超额存款准备金利率5个基点至2.35%，美联储对于降息的态度逐渐明朗。6月议息会议美联储票委观点明显转鸽，市场对于降息预期不断被推高。3季度起，全球对宏观经济聚焦于各国央行的货币政策，市场对于美联储在三季度将会降息抱有近乎一致的预期，美联储先后在7月末和9月中下旬宣布降息，10月末再度降息一次，年内三次“预防性”降息将联邦基金利率目标区间从2.25%-2.5%下调至1.5%-1.75%。

图表 3 美联储货币政策



数据来源：美联储，国元期货

美联储在过去 10 个大选年都采取了政策调整，除了 2016 年是在 11 月大选过后才实施了加息，即使 2012 年美联储没有调整已经为零的基准利率，但也在 9 月宣布了第三轮大规模资产购买计划。2020 年将迎来美国第 59 届总统选举，根据彭博社在 12 月 2-4 日对 29 位经济学家进行的调查中，受访者放弃了他们之前的关于 2020 年降息的预期。预测中值表明，预计到 2021 年底，联邦基金利率的目标区间将保持在 1.5%-1.75% 的水平。美联储在大选之年按兵不动的情况在美国历史上并不多见。有分析认为大选不确定性的传递、美联储独立性问题、美国的经济预期、金融泡沫加剧、全球经贸局势矛盾以及美国低通胀高就业格局等因素令美联储货币政策较难预测。

而对于贸易战，目前市场已经基本达成一致预期，美国发动贸易战并非战术，而为战略，不论美国大选结果如何，未来全球冲突不断加剧的局面仍将继续。即使中国对于贸易战应对得当，成功化解贸易战产生的负面经济影响，令美国的战略难以达成预期目的，美国仍可能会推升其他形式的冲突。

2.2 政策空间有限，欧元区经济压力仍将持续

相对于美国经济增长的高韧性，欧元区经济情况显得相对暗淡。自 2008 年次贷危机以来，2012 年的欧债危机以及 2018 年开始的全球贸易环境恶化把欧元区货币政策空间几乎消耗殆尽。有分析认为，由于欧洲央行降息举措滞后于经济下行时间，造成经济增速与利率水平在时间上存在错位，欧洲央行由于行动滞后造成的利率总在经济恢复之时仍在低位，而为了维持经济持续恢复，加息更加谨慎，循环往复，致使每次面对经济压力，欧元区货币政策空间日趋减小。目前欧元区已经进入“负利率”时代，而经济却并未见到明显恢复，对于明年欧元区经济刺激举措，可预期的政策力度将会更加有限。

英国“脱欧”一直未能有效解决也令欧元区 and 英国经济大受打击。目前欧盟 27 国成员同意英国推迟“脱欧”到 2020 年 1 月 31 日的申请，但不论最后英国能否顺利“脱欧”，这场旷日持久的僵局已经对欧盟经济造成损伤，英国的经济局势也大受影响，且短期内较难恢复。

2.3 国内投资率下降仍有空间，稳增长仍为关键

目前市场对于中国明年的经济增长仍将处于增速放缓的趋势之中几乎预期一致。有分析认为，由于前期使用地产、基建等手段刺激经济，目前中国投资率较高并带动杠杆率增大，而所有制歧视使大量信贷资源流入国有企业，民企融资愈加困难，致使国企和政府负债量大，且投资效率不高。中国步入转型后投资率下降空间仍然较大，经济增速也将可能继续受到一些影响。此外，中国的人口老龄化问题不断凸显，并且老龄化进程将继续显著加剧，也令国内经济面临的压力增加。

三、加工费影响力度有限 主要不确定性在废铜

3.1 投资周期作用显现，铜矿增量将有改善

2019 年是铜矿供应相对紧张的一年，受上游矿业投资周期影响，不仅新增铜矿产能只有不到 20 万吨，而且，智利暴雨、秘鲁工人封锁道路、赞比亚关闭多个铜矿、智利发生全国性抗议活动等令铜矿供应紧张程度加剧。受铜矿供应紧张影响，加工费被一路压低，8 月曾一度触及 54.5 美元/吨的低水平，随后有所企稳。

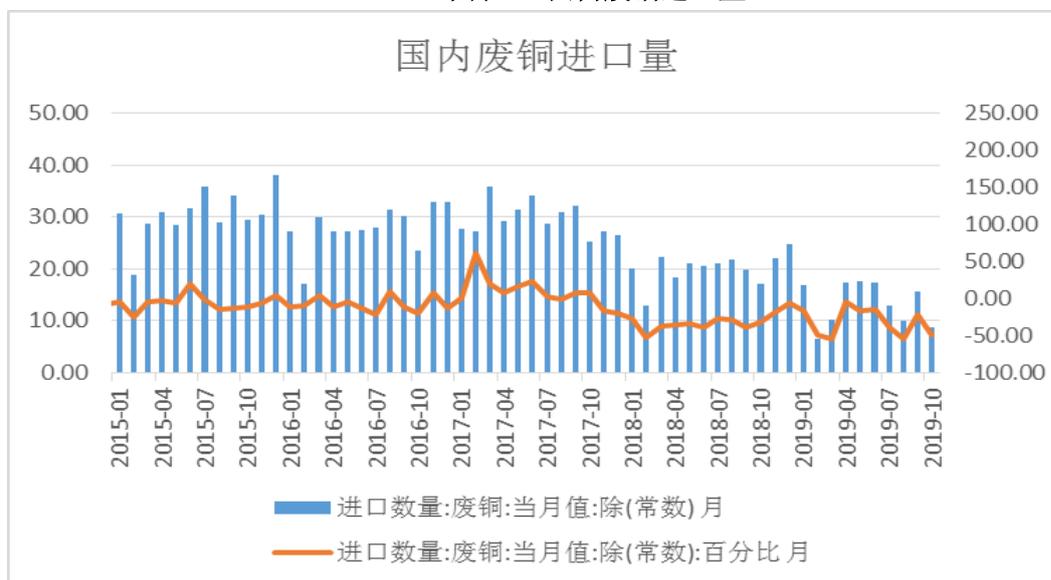
对于 2020 年的全球铜精矿供应，目前市场普遍预计将会较为紧张。笔者通过分析发现：从铜精矿新增产能角度来讲，虽然目前的统计结果存在差异，但基本可以判断明年的铜精矿供应将较 2019 年的增量水平有一定的增加，而这也基本符合投资周期规律。从矿山增产的分项情况来看，铜精矿增量将主要来自于蒙古、智利、秘鲁和美国等国家，个人倾向于赞同矿山增产在 90 万吨左右的水平。这一增量较 2019 年铜精矿供应格局有所好转。

3.2 六类废铜进口标准修改 废铜紧张格局有望缓解

从国内废铜进口政策的脉络来看，2019 年全面禁止七类废铜进口，自 2019 年 7 月 1 日起，六类废铜转为限制类，2019 年的废铜进口政策仍然以收紧为主。在废铜政策收紧作用下，国内废铜进口量自 2018 年起均有明显下降，其中 2018 年的废铜进口量较前五年平均水平降低约 30%以上，2019 年废铜进口继续保持下降格局，降幅也基本接近 30%，尤其进入四季度以后，废铜进口批文开始大幅减少，四季度的第一批进口批文批复数量仅为三季度第一批批文批复数量的 24%，至此之后的批文批复的废铜进口数量不断加

快收缩。废铜供应紧张格局愈加突出，废铜进口贸易十分清淡。

图表 4 国内废铜进口量



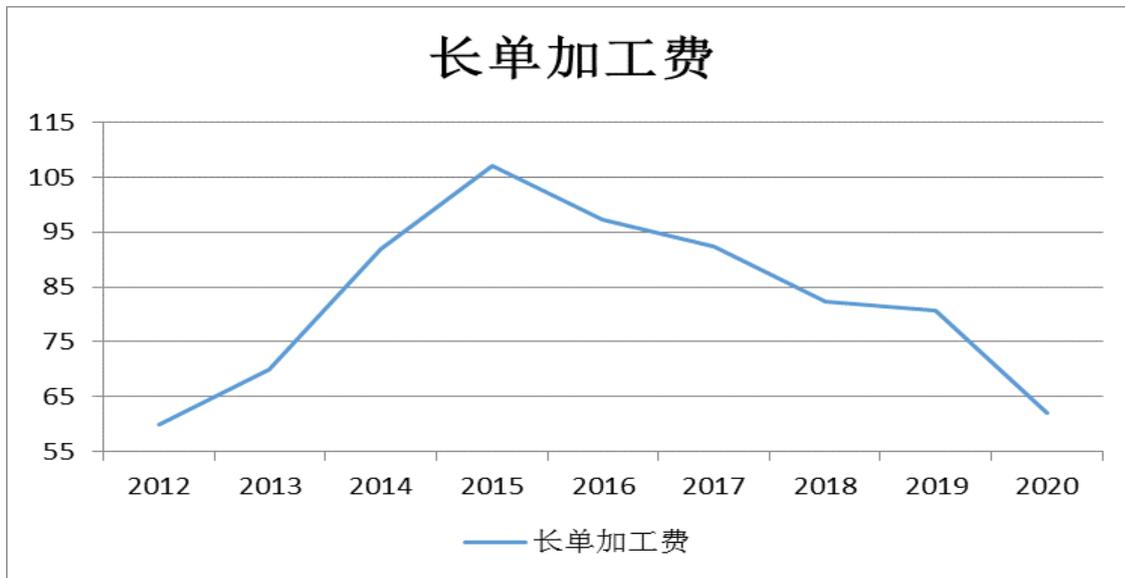
数据来源：海关总署，国元期货

2019年11月21日，中国有色金属工业协会秘书长王吉位在一次采访中提到，中国拟修改六类废铜进口标准。修改后，高端进口六类废铜转为可再生铜而不是废铜。江西铜业股份有限公司贸易事业部副总裁徐元峰补充到，新的标准预计在明年3月份或者第2季度开始实施，而低端六类废铜仍受进口配额限制。考虑到目前国内废铜自给率仍然处于比较低的水平，国内废铜对于进口的依赖程度仍然较高，将高端进口六类废铜转为可再生铜将有可能缓解废铜供应紧张格局。

3.3 四季度加工费尚可，精炼铜生产波动不大

据SMM报道，11月21日上午，江铜、铜陵、中铜与Freeport确定了2020年TC长单价格为62美元/吨，为2012年以来的新低点，且远低于2019年80.8美元/吨的加工费水平，但基本符合市场预期。有观点认为主要是由于中国新建冶炼产能将投入运营，但矿山产出或将保持平稳，这对TC/RCs施压。

图表 5 年度长单加工费



数据来源：SMM，国元期货

回顾 2019 年，加工费自年初的 86 美元/吨一路下滑，8 月末最低达到 54.5 美元/吨，副产品硫酸销售也始终困扰国内冶炼厂，而国内冶炼厂的生产除二季度按计划检修外，并未因为加工费的降低而受到过多影响，冶炼厂集中检修结束后，精炼铜产量快速得以恢复。据百川盈孚统计数据，从今年国内冶炼厂新增产能情况推算，目前基本已经可以稳定贡献规模产量的冶炼厂，如广西南国铜业、赤峰云铜、恒邦冶炼、云南锡业等新增冶炼产能约为 45 万吨左右，并驱动国内精炼铜产量在后半年加工费较低的情况下提速明显。

据有关统计数据显示，2020 年赤峰金剑、国润铜业等冶炼厂将有新上产能，不过值得注意的是，赤峰金剑的 20 万吨产能投产后，老厂能将会关闭，因此，由于 2020 年新投产而带来的实际新增冶炼厂能预计将会有限，而主要精炼铜生产增量将来自于 2020 年后期开始投产的冶炼厂能产量的逐步释放。根据统计数据显示，在 2019 年投产较晚的冶炼产能主要有紫金矿业（福建）、紫金矿业（齐齐哈尔）、豫光金铅等，合计约有 40 吨左右的冶炼产能将主要增产在 2020 年。因此，通过推算，明年国内冶炼厂增产情况将会略多于 2019 年。

2020 年的加工费虽然显著低于 2019 年水平，但考虑到主要大型冶炼厂生产成本较低、具备资源优势或地域优势等因素，因加工费偏低带来的冶炼厂减产恐怕较难见到。

四、需求将有小幅改善 地产行业值得关注

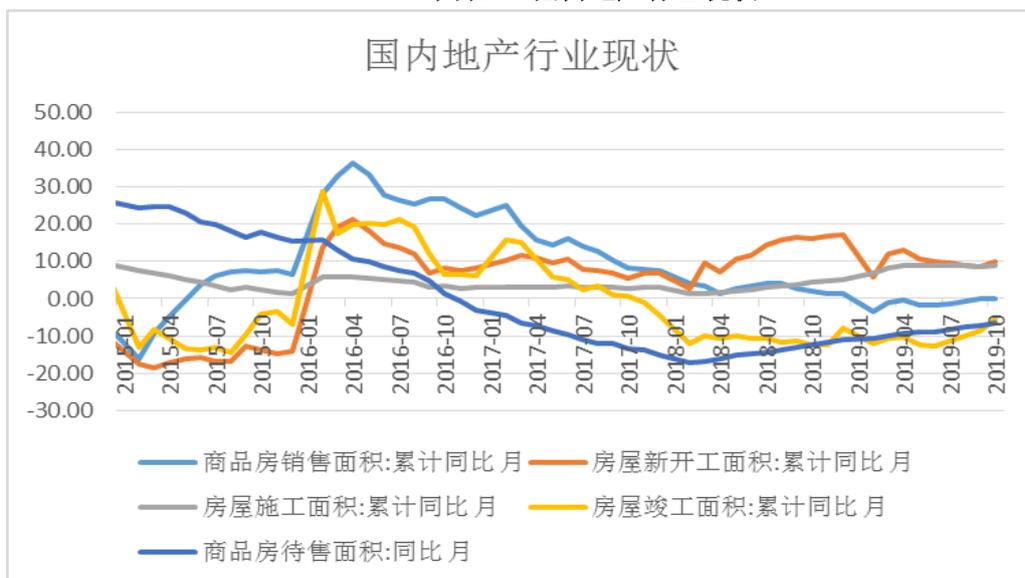
4.1 地产行业有望小幅提升铜消费

2019 年整体电缆消费情况可谓乏善可陈：上游铜杆开工率全年持续偏弱，较 2018 年整体开工情况明显收缩；上海有色网调研的电线电缆企业开工率虽然好于往年，但主要是由于小型线缆企业资金压力大、利润低导致其无法生存，线缆产能集中于大企业，从而提高开工率。

基建投资完成情况在 2019 年也并无过多亮点：电源建设完成进度在 2019 年出现趋势性逆转，自 4 月份起开始持续摆脱负增长；除此之外，电网投资完成额维持负增长，铁路和地产投资完成情况始终相对偏弱。

地产行业来看，房屋新开工和施工面积虽然维持正增长，但增速较 2018 年均有所回落，房屋竣工面积在 8 月开始逆转连续七个月的负增长，并且逐渐加速，房屋销售情况也在同期出现正增长，因此，虽然后半年房屋竣工面积加大，但并没有造成较大的库存压力，房屋去库存格局仍然在持续。

图表 6 国内地产行业现状



数据来源：国家统计局，国元期货

2020 年国家“十三五”规划即将收官，农网的主要目标是到 2020 年全国农村地区基本实现稳定可靠的供电服务全覆盖，供电能力和服务水平明显提升，农村电网供电可靠率达到 99.8%，综合电压合格率达到 97.9%，户均配变容量不低于 2 千伏安。据了解，南方电网已经基本完成农网改造升级，国家电网旗下的小部分分公司也提前完成了改造。

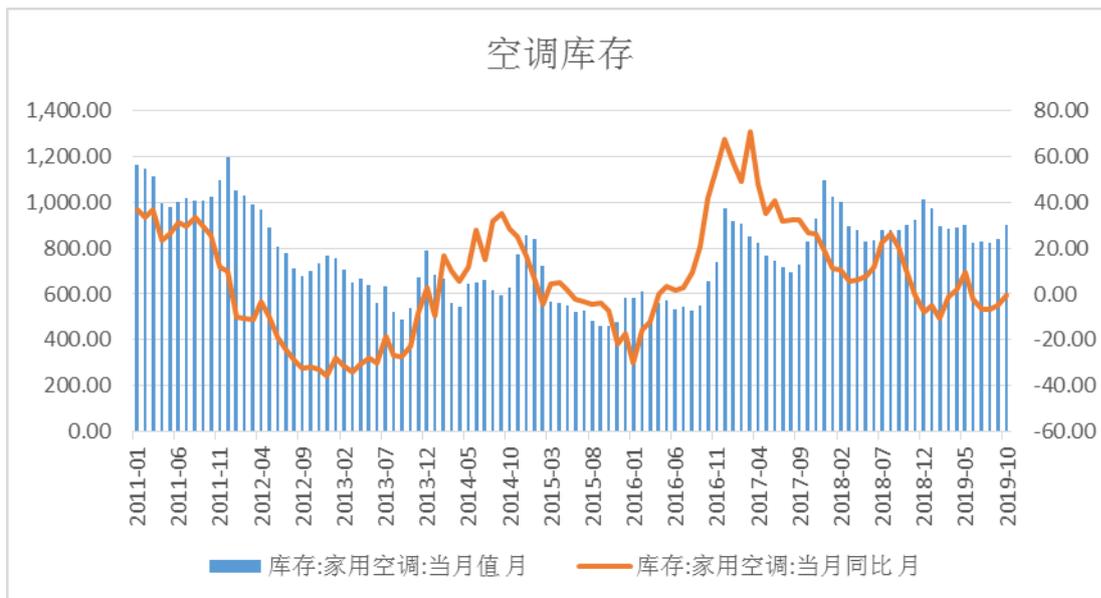
地产用铜方面，预计在 2020 年，地产行业可能将会维持今年后半年出现的房屋竣工加速格局，此外，地产行业整体表现预计将会好于 2019 年，对铜的需求会有一些的推动作用。

4.2 空调库存仍然偏高 需求力度引领生产

2019年空调市场整体格局与2018年较为相似：国内空调库存偏高背景下，空调生产力度并不强，年内空调生产偶有负增长，国内空调消费也相对平稳，空调库存变动的主要驱动力来自于出口。2019年下半年空调出口同比由负转正，空调库存得到一定程度消化。

目前国内空调库存有900万台以上，库存水平仍然偏高，这对2020年国内空调生产力度存在一定制约作用，预计生产仍将维持2018及2019年格局，以不显著增加空调库存为前提。从需求端来说，基于对2020年地产行业整体预期将好于2019年的判断，国内空调需求预期并不悲观。全球气候变暖令欧美国家夏季频繁出现“热浪”，空调出口需求预计也将存在一定季节性增强。

图表 7 国内空调库存情况

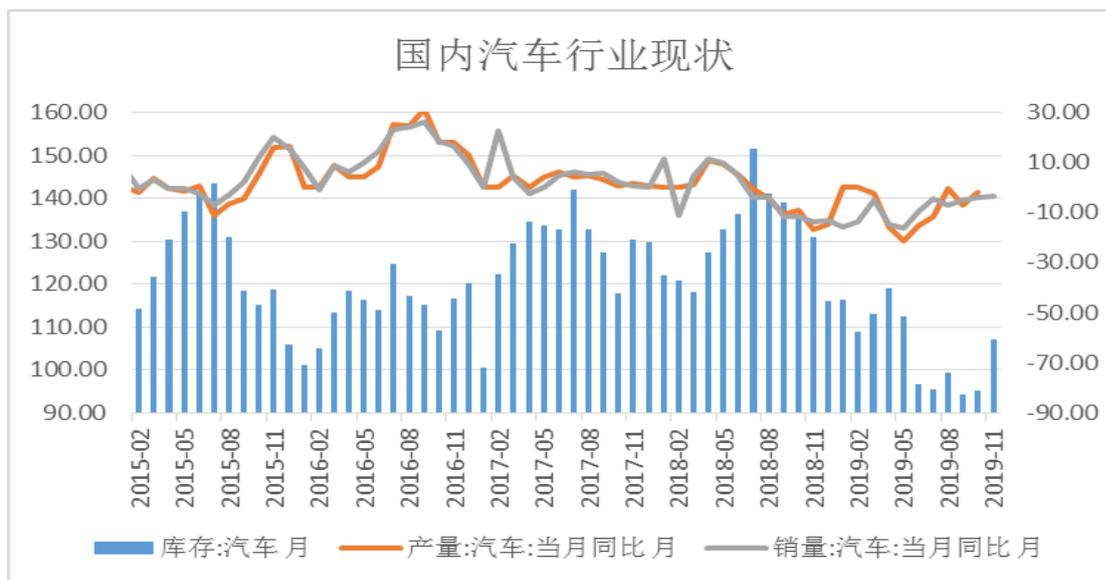


数据来源：Wind，国元期货

4.3 库存压力已有改善 汽车生产限制因素减弱

2019年是国内汽车行业着力去库存的一年：国内汽车库存自2018年末的115.9万辆显著回落至100万辆以下，汽车行业库存压力明显缓解。汽车生产环节力度减弱对汽车行业去库存产生了较为显著的影响。预计在国内汽车库存压力明显减弱背景下，明年的汽车生产力度将较2019年有小幅恢复。

图表 8 国内汽车行业现状



数据来源：国家统计局，国元期货

五、后市展望

2020年宏观经济环境预计较2019年并无太大变化：借助2019年的宽松货币政策，美国经济有望继续呈现较强的增长韧性，贸易冲突或其他新型冲突将继续深化，最大的不确定性将来自于美国就业数据对市场经济增长预期的指引。欧元区经济刺激政策力度预计将会有限，英国脱欧的影响持续。国内经济仍将表现出较强的增长韧性，且刺激政策仍有空间

基本面来看，铜精矿供应较2019年将会有所好转，加工费虽然不高，但对冶炼厂生产影响恐将有限，废铜进口政策是供应端的风险因素。需求方面，地产用铜存在一定加速可能，空调行业需求仍将平稳增加，但高库存对生产力度形成抑制，汽车行业库存压力缓和后，生产预计将会有所恢复。

综上，我们对2020年铜价仍然做出震荡判断。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，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。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街46号天恒大厦B座21层
电话：010-84555000 传真：010-84555009

合肥分公司

地址：合肥市蜀山区金寨路91号立基大厦A座六楼（中国科技大学金寨路大门斜对面）
电话：0551-62895501

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路1号2204室之01室（即磐基商务楼2501室）
电话：0592-5312522

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路37号（世基大厦12层西侧）
电话：0475-6380818 传真：0475-6380827

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号国际金融中心A座期货大厦2407、2406B。
电话：0411-84807840 传真：0411-84807340-803

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路195号9号楼9层901室
电话0532--66728681, 传真0532-66728658

郑州营业部

地址：郑州市未来路与纬四路交叉口未来大厦1410室
电话：0371-53386809/53386892

上海分公司

地址：上海浦东新区松林路300号期货大厦2002室
电话：021-68401608 传真：021-68400856

合肥营业部

地址：合肥市金寨路329号国轩凯旋大厦4层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115888 传真：0551-68115897

宝鸡营业部

地址：陕西省宝鸡市金台区陈仓园金九商务楼9层920-921室

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段64号凯德广场西塔6层06室
电话：029-88604088

厦门营业部

地址：厦门市思明区莲岳路1号1604室08室
电话：0592-5312922、5312906

深圳营业部

地址：深圳市福田区百花二路48号二楼
电话：0755-36934588

唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区北新西道24号中环商务20层2003-2005室
电话：0315-5105115

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路1785号双城国际大厦4号楼22层
电话：0571-87686300