

有色金属月报-铜

有色金属策略研究

国元期货研究咨询/有色金属月报

铜价弱势中等待疫情控制拐点

摘要

铜精矿：供应压力弱于预期

废铜：进口新规落地，废铜预期宽松

精炼铜：春节后冶炼厂正常恢复生产

终端需求：地产用铜弱化，空调用铜谨慎乐观，汽车用铜预计有所恢复

结论：铜价短期走弱，新冠肺炎疫情得到控制后，铜价将会走出一轮反弹行情

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

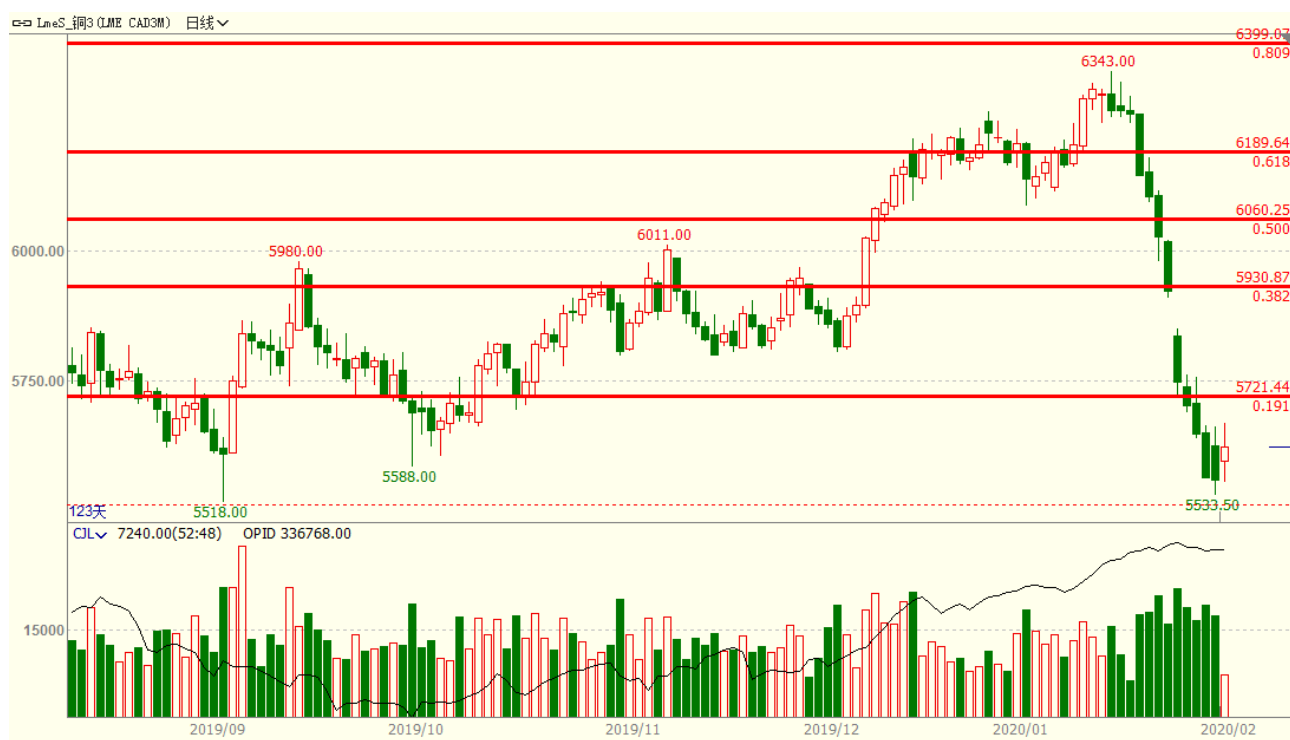
一、行情回顾	1
二、历经风雨，必见彩虹	1
2.1 美伊冲突降温，避险情绪逐步缓和	2
2.2 中美签署经贸协议利好有限，市场逐渐回归理性	2
2.3 全球货币政策延续自身轨迹	3
2.4 伴随新冠肺炎有效控制，国内经济必将展现增长韧性	3
三、原料紧张不及预期 精炼铜产量将有回升	4
3.1 铜精矿不及预期紧张，节后供应仍将相对平稳	4
3.2 废铜进口批文量相对充裕，废铜供应忧虑缓解	4
3.3 精炼铜供应将有回升	5
四、线缆需求难有改善 乐观消费预期将被证伪	6
4.1 地产行业需求拉动作用弱化	6
4.2 地产竣工好转 需求有望拉动空调生产	7
4.3 新能源补贴稳定 汽车行业生产发力可期	8
五、后市展望	9

图表 1 伦铜走势（单位：美元/吨）	1
图表 2 全球主要国家 PMI（单位：%）	2
图表 4 国内铜精废价差（单位：元/吨）	4
图表 5 年度长单加工费（单位：美元/吨）	5
图表 6 国内地产行业现状（单位：%）	6
图表 7 国内空调库存情况（单位：万台 %）	7
图表 8 国内汽车产量（单位：万辆 %）	8

一、行情回顾

1月铜价先扬后抑，具体走势可以分为两个阶段：上半个月，在国内央行全面降准、中美签署第一阶段经贸协议等乐观情绪推动下，铜价重心稳步提升，尤其对于中美签署第一阶段经贸协所带来的经济前景乐观预期一度在1月13日推动铜价单日大涨1.42%，期间虽然有美国空袭伊朗带来的中东紧张局势升温，但对铜价影响却相对有限。后半月，伴随国内春节假期的临近，现货备库基本完成，市场继续上行乏力，后新冠肺炎大范围爆发，市场对于经济前景的忧虑情绪瞬间引爆，铜价自1月21日期开启大幅下跌，仅用两日便跌去前半月全部涨幅，伴随疫情的持续爆发，感染人数不断增加，铜价一路跳水，伦铜跌幅已经超过10%以上。

图表 1 伦铜走势（单位：美元/吨）



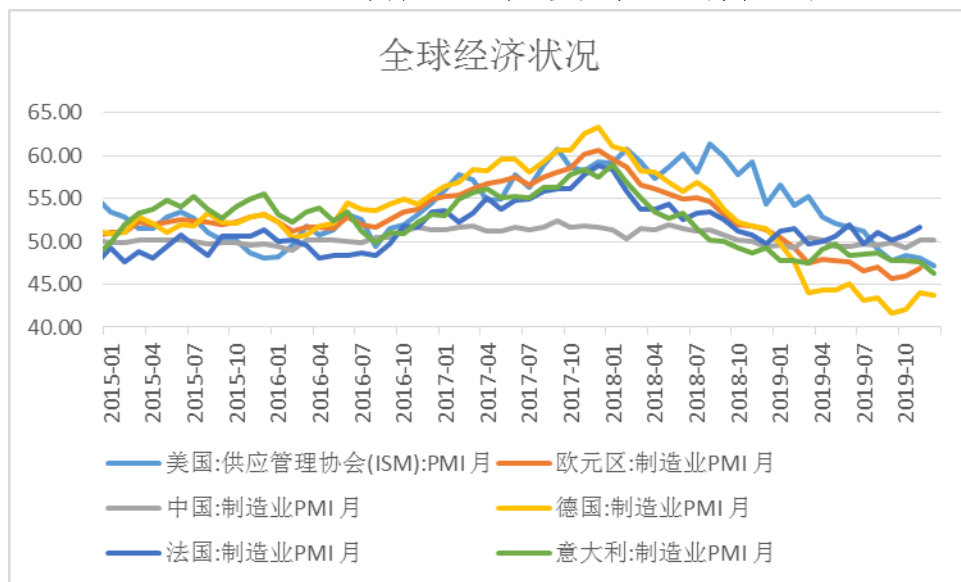
数据来源：文华财经，国元期货

二、历经风雨，必见彩虹

回顾1月份，宏观面飞出“黑天鹅”，美国空袭挑起美伊冲突，一度令市场避险情绪激增，后伴随冲突逐渐趋于稳定，中美签署一阶段经贸协议令宏观氛围明显得以缓和，资本市场的关注焦点也逐渐从美伊冲突聚焦于中美签署经贸协议所带来的经济前景预期。但就在宏观环境趋于平稳之时，国内爆发新型冠状

病毒感染的肺炎，截止 1 月 30 日 22 时 11 分，全国确诊感染人数 8152 人，其他国家感染人数也在持续增加中。全球范围恐慌情绪不断加剧。

图表 2 全球主要国家 PMI（单位：%）



数据来源：Wind，国元期货

2.1 美伊冲突降温，避险情绪逐步缓和

新年伊始，市场仍未完全走出新年的喜庆氛围之时，1 月 3 日上午 9 点 40 分左右，路透社消息称，美国官员证实，美国当日对巴格达两处与伊朗有关的目标发动了袭击，定点清除伊朗伊斯兰革命卫队“圣城旅”负责人苏莱曼尼，美伊矛盾骤然激化。5 日，伊朗宣布将不再遵守伊核协议的任何限制，并表示将“严厉报复”。美方则强硬警告回应称，如果遭遇伊朗攻击，将对伊朗境内 52 处关键目标进行打击，并“可能会以不成比例的方式”迅速反击等，中东紧张局势的不断升温令市场避险情绪大增。8 日，作为对美军打死伊朗军事指挥官卡西姆·苏莱马尼的报复行为，伊朗伊斯兰革命卫队先后向多个驻伊拉克美军基地发起两轮导弹袭击，并发表声明要求美国尽快从伊拉克撤军，中东紧张局势一度令黄金和原油等快速上涨，COMEX 金最高触及 1613.3 美元，美油最高触及 63.38 美元，布油触及 68.96 美元。后针对伊朗的报复行动，美国总统特朗普态度发生戏剧性转变，从原本的强硬态度转而宣称“准备拥抱和平”，后地缘政治影响逐渐开始减弱。

2.2 中美签署经贸协议利好有限，市场逐渐回归理性

据商务部新闻发言人消息，1 月 13 日，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤率团访问华盛顿，当地时间 13 号，美国财政部发表声明，将中国移出汇率操纵国名单，并

于 15 日上午 11 点与美方签署第一阶段经贸协议。外汇市场对此反应较为强烈，人民币升值明显，铜价也在乐观预期推动下在 1 月 13 日单日大涨 1.42%。个人倾向于市场对中美经贸协议签署的情绪略显盲目，因为早在 2019 年 12 月 13 日，中美双方已经就第一阶段经贸协议文本达成一致，并且铜价已经在当时消化掉贸易局势乐观的情绪。此外，特朗普总统面对弹劾压力、经济下行、贸易升级等多重因素制约其政绩，市场普遍认为，短期缓和与美国与中国的外贸关系实则是其寻求连任的一种策略，从较长的时间周期来看，美国发动贸易战的真正目的在于遏制中国崛起，维持美国的霸权，这决定了中美长期关系仍然会面临多种形式的冲突，并且有冲突加剧的可能。

2.3 全球货币政策延续自身轨迹

从全球经济领先指标来说，全球主要国家经济增长仍然面临不同程度的压力。

美国制造业 PMI 数据在 2019 年整体表现出走弱态势，较前两年经济相对平稳的表现明显不同，经历 2019 年的多次降息刺激，美国的通胀水平已经从 11 月起突破 2%，失业率仍然维持在近年低位，但美国经济放缓的潜在风险仍在，在此背景下，暂停降息给未来货币政策留出空间仍是必然选择。在短期内，美联储货币政策将维持不变的预期在 1 月 16 日发布的美联储褐皮书中也得到证实，根据美联储官员的预测报告，“多数官员都赞成在 2020 年全年维持利率不变，除非经济前景发生重大变化”。

欧元区经济温和回落态势仍在持续，除法国相对稳定外，德国、意大利等国家的经济压力仍然持续，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，货币政策的边际效用已经弱化，短期可预期的政策力度将会更加有限。

相对于美国的走弱态势，中国制造业 PMI 数据走势相对平稳，经济在面临较大压力的情况下展现出了较好的增长韧性。自 11 月起，国内制造业 PMI 数据重回荣枯线之上，物价指数在 2019 年末也基本得以稳定，有分析认为，2020 年内再次实施全面降准和定向降准仍有空间和可能，MLF 利率也有望再次下调。

2.4 伴随新冠肺炎有效控制，国内经济必将展现增长韧性

临近春节假期前，国内新型冠状病毒感染的肺炎患者开始快速增加，短短数日，全国多地均确诊新冠肺炎感染病例且人数不断增加。后除中国外，全球多个国家也先后确诊新冠肺炎感染病例，市场对于全球经济增长前景的担忧甚嚣尘上，铜价连续多日大跌。据中金宏观报告，中国经济 2003 年 2 季度受“非典”影响最大，但“非典”并没有改变当时经济长期的上行的趋势。2003 年 4 个季度中国 GDP 增速分别为 11.1%、9.1%、10% 和 10%，虽然 2 季度 GDP 增速比前后两个季度平均增速低 1.5 个百分点，但伴随疫情逐步得到控制，国内经济展现了极强的增长韧性。当前的新冠肺炎无疑会在短期对国内经济造成一定损害，但在

全国乃至全球全力对抗疫情情况下，我们相信新冠肺炎很快便能得到有效控制，国内经济在短期阴霾后，必将展现出极强的增长韧性。

三、原料紧张不及预期 精炼铜产量将有回升

3.1 铜精矿不及预期紧张，节后供应仍将相对平稳

市场整体对于今年铜精矿的供应格局存在一定误解，认为铜精矿的供应将如 2019 年一般紧张，甚至紧张程度更甚，然而，通过统计推算，发现事实情况并非如此。2019 年全球铜精矿新增产能约为 20 万吨，而冶炼却处于迅猛扩张时期，国内冶炼产能增加 80 万吨以上，加之废铜政策的收紧，故供应端紧张曾一度带给铜价一定支持作用。今年铜精矿新增产能明显恢复，Cobre Panama、Carrapateena、Mirador 等项目将在今年启动，合计推算新增产能在 80 万吨以上，部分机构推算新增铜精矿产能在 45 万吨左右，即，保守估算，今年铜精矿新增产能较去年明显增加。而据 SMM 调研数据，国内冶炼厂今年将新增粗炼产能 30 万吨，新增精炼产能 45 万吨，且年初并无新产能投放。因此，铜矿供应紧张预期恐不能对今年年初的铜价带来支持。一月期间，上游矿山并无明显的扰动事件发生，因此，预计二月铜精矿整体供应情况较为平稳。

3.2 废铜进口批文量相对充裕，废铜供应忧虑缓解

2020 年限制类铜废碎料进口批文目前已经公布两批，其中，第一批废铜批文量为 270885 吨，第二批涉及铜废碎料 26566 吨，目前两批累计批文量为 297451 吨，按照 80%品位测算，共涉及金属量 229961 吨。据悉，目前企业对于今年的废铜供给担忧暂时解除。1 月中旬，再生铜进口政策公布，并确定自今年 7 月 1 日开始实施，从目前的情况来看，再生铜进口新规下废铜供应将会较为充足。1 月期间，铜价一度在中美签署经贸协议的乐观情绪下盲目上涨，这令精废价差走阔 100 元以上，国内废铜供应量将受到积极推动，此外，考虑东南亚地区新建粗炼厂也在陆续提供粗铜，整体供应格局可谓较为宽松。

图表 3 国内铜精废价差（单位：元/吨）

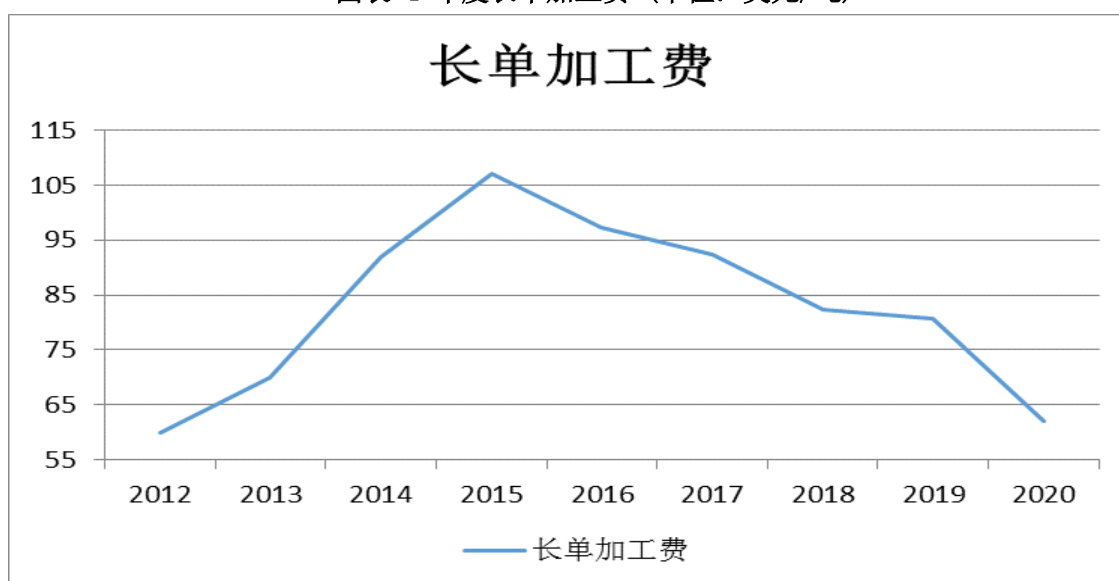


数据来源：国元期货

3.3 精炼铜供应将有回升

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。12 月 26 日，CSPT 敲定 2020 年一季度的 TC 地板价为 67 美元/吨，较 2019 年 Q4 上升 1 美元/吨。

图表 4 年度长单加工费（单位：美元/吨）



数据来源：SMM，国元期货

目前，国内冶炼厂面临加工费偏低以及硫酸销售困难的双重压力，度日较为艰难。受今年春节偏早影响，冶炼厂资金推测在 12 月末至二月初期间会较为紧张，对产量存在一定影响。伴随春节后资金逐渐平稳，冶炼厂生产将陆续回归正常。市场对于国内冶炼厂的新产能扩张存在广泛预期，但仔细分析来看，今年国内即将新扩建的粗炼 30 万吨和精炼 45 万吨产能预计投产时间均相对较晚，这意味着 2 月期间并无新产能再度扩充国内精炼铜市场，精炼铜产量除年后正常稳定增长外，其余增量将主要来自于去年末投产的福建紫金、黑龙江紫金以及新疆五鑫等冶炼厂产量的逐步释放。虽然市场对冶炼厂在加工费并不占优背景下会延长检修力度存在一定预期，但根据 SMM 调研情况，2 月间似乎并无冶炼厂有检修计划，因此，推断精炼铜供应在 2 月间将会回升。

四、线缆需求难有改善 乐观消费预期将被证伪

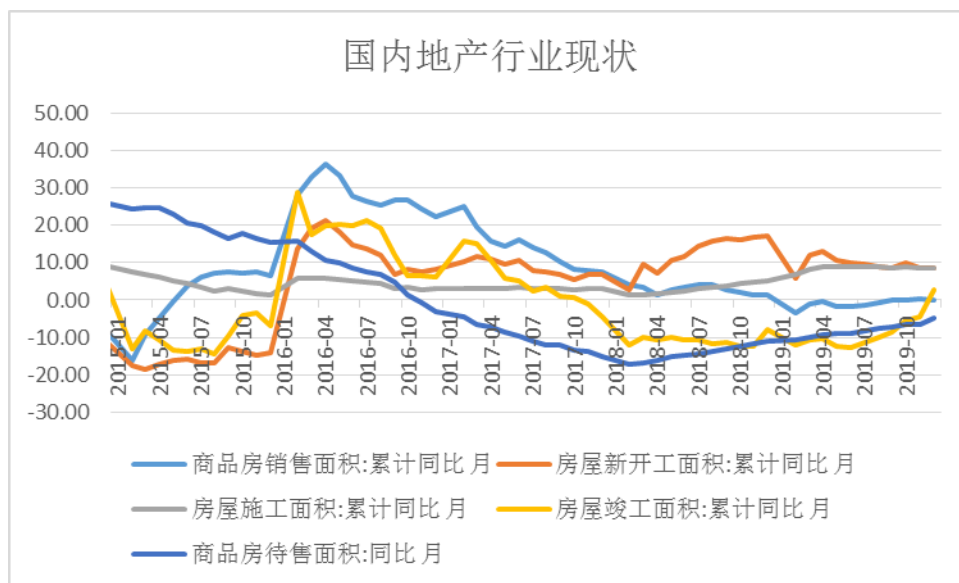
4.1 地产行业需求拉动作用弱化

12 月初，国网公司下发了《关于进一步严格控制电网投资的通知》（国家电网办【2019】826 号文）。电网公司将在未来一段时间内，严控电网投资，从相对较长的时间周期来看，电网投资快速拉动铜的需求增长的时代基本宣告结束。1 月 6 日，国家电网有限公司宣布，提前一年完成新一轮农网改造升级目标任务，相关工程全部竣工投产，这意味着在“十三五”规划的收官之年，农网对铜的需求拉动作用较弱。

目前线缆企业开并未出现消费好转，虽然 SMM 调研数据显示年末精铜杆企业开工率回升较好，但主要与企业完成年度生产目标有关，此外，精铜杆企业成品库存和线缆企业原料库存均处高位，也可窥见端倪。

春节后归来已经步入 2 月，地产项目集中交付期已过，地产环节对于铜需求的拉动作用也将逐步弱化。

图表 5 国内地产行业现状（单位：%）

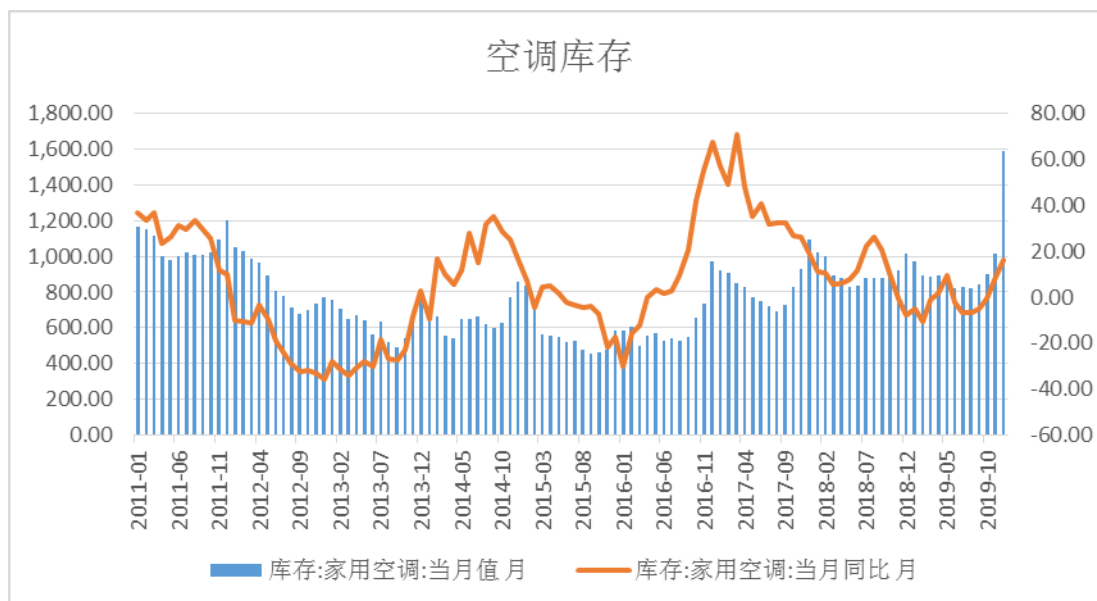


数据来源：国家统计局，国元期货

4.2 地产竣工好转 需求有望拉动空调生产

春节后，空调生产迎来传统旺季，截止 12 月国内空调库存有 1585.7 万台，库存水平仍然偏高，这对今年国内空调季节性旺季的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，地产竣工持续好转，年前集中交付房屋的空调购置需求将有助于空调生产商去库存，因此，2 月空调生产的铜需求将主要取决于空调的终端销售情况，对此，倾向于预期谨慎乐观。

图表 6 国内空调库存情况（单位：万台 %）

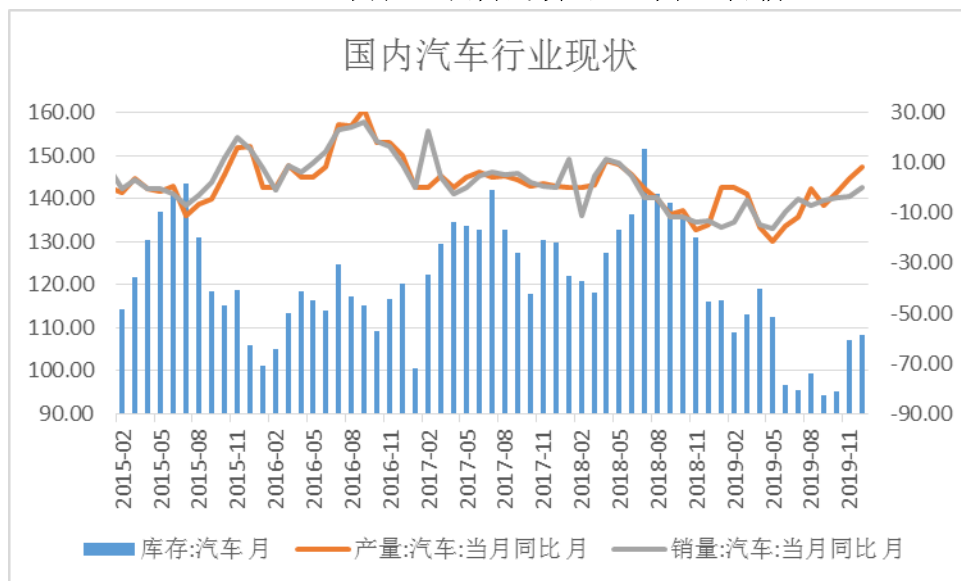


数据来源: Wind, 国元期货

4.3 新能源补贴稳定 汽车行业生产发力可期

截止目前，国内汽车库存压力明显缓和，这在一定程度上有利于今年的汽车生产。新能源汽车方面，工信部表示“2020 年的新能源补贴政策将保持相对稳定，不会出现大幅退坡”，较此前的在 2020 年完全取消新能源补贴有一定变化，这对新能源汽车产业可以算作利好。在汽车库存压力缓和，新能源补贴稳定背景下，对于今年 2、3 月份汽车行业生产发力存在一定期待。

图表 7 国内汽车产量（单位：万辆 %）



数据来源: 国家统计局, 国元期货

五、后市展望

伴随美伊冲突缓和，中美签署第一阶段经贸协议，整体宏观氛围一度回归相对平衡状态。目前全球主要国家货币政策均相对宽松，货币政策在 2 月间预计仍将延续前期轨迹。2 月宏观经济的关注焦点将是新冠肺炎的防控效果以及其对宏观经济预期的影响。个人认为新冠肺炎对于国内经济的影响仅为短期，伴随防控效果的逐步显现，国内经济必将展现极强的增长韧性。

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，废铜进口新规也带来废铜供应宽松预期，春节归来，冶炼厂将会照常逐步恢复正常生产，精炼铜供应稳步提升。需求方面，房屋集中交付后，地产用铜在 2 月份将会弱化，空调行业用铜需求谨慎乐观，汽车行业库存压力缓和后，生产预计将会有所恢复。

基于此，认为 2 月份铜价将会在经济前景短期忧虑情绪和基本面抑制下短期走弱，新冠肺炎疫情得到控制后，将会带来一波反弹行情。

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

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

大连分公司

地址：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

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

上海分公司

地址：上海自由贸易试验区民生路 1199 弄 1 号 3 层 C 区

电话：021-68400292

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

电话：0475-6380818

合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115906、0551-68115888

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386892/53386809

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

深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）

电话：0755-82891269

唐山营业部

地址：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 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

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

电话：0917-3859933

电话：021-68400292