

多重利好叠加 沪铜牛市波动或延续

有色金属/铜

内容提要:

- ◆ 截至北京时间 6 月 23 日,全球确诊新冠肺炎 9190612 例,死亡 475000 例。受疫情影响,世界经济面临 1929 年大萧条以来“最严重”的衰退,金融市场持续震荡,且短期内难以回归“稳态”,其冲击力超过 2008 年金融危机。
- ◆ 3 月 23 日,美联储宣布广泛新措施来支持经济,包括了开放式的资产购买,扩大货币市场流动性便利规模。为确保市场运行和货币政策传导,将不限量按需买入美债和 MBS。之后,美联储在短短两个月内大幅扩表,流动性紧张的局面因此得到了明显缓解,市场对美元流动性需求边际减弱导致美元出现下跌。
- ◆ 一季度铜价曾经跌破了 90 分位线,不过,二季度铜价开始反弹,如今已经回到 90 分位线以上,再次证明 90 分位线的成本支撑依然有效。
- ◆ 截止于北京时间 6 月 19 日,铜精矿粗炼费 TC 平均价为 51 美元/吨,较 3 月份来看,铜精矿加工费大幅下降,对铜价有支撑、提振作用。
- ◆ 铜下游需求恢复较快,5 月份线缆开工率都达到了 100%。需求恢复较快的直观表现就是库存的快速回落,三大交易所铜库存已经从 3 月高点的 65 万吨回落至 45 万吨。国内铜社会库存从 55 万吨回落至 20 万吨,保税区库存降至 20 万吨以下。
- ◆ 沪铜期货合约,3 月下旬触底至今,短短三个月,趋势反弹超过 1 万元/吨,累计幅度超过 25%。世界卫生组织近日的报告称,全球新冠病毒病例出现创纪录的增长,北美南美增幅最大。疫情对供需形成双杀,供需错配带来丰富的交易机会。

陈 啸

从业资格证: T511579

E-MAIL: chenxiao

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

【专题报告】 二季度铝价市场形势和套期保值建议

【异动点评】 妖风刮起 期镍异动打破僵局

【热门商品】 印尼禁矿传闻超预期 镍价恐慌性暴涨

【热门商品】 多重利好提振沪镍逼近历史高位

第一部分 前言

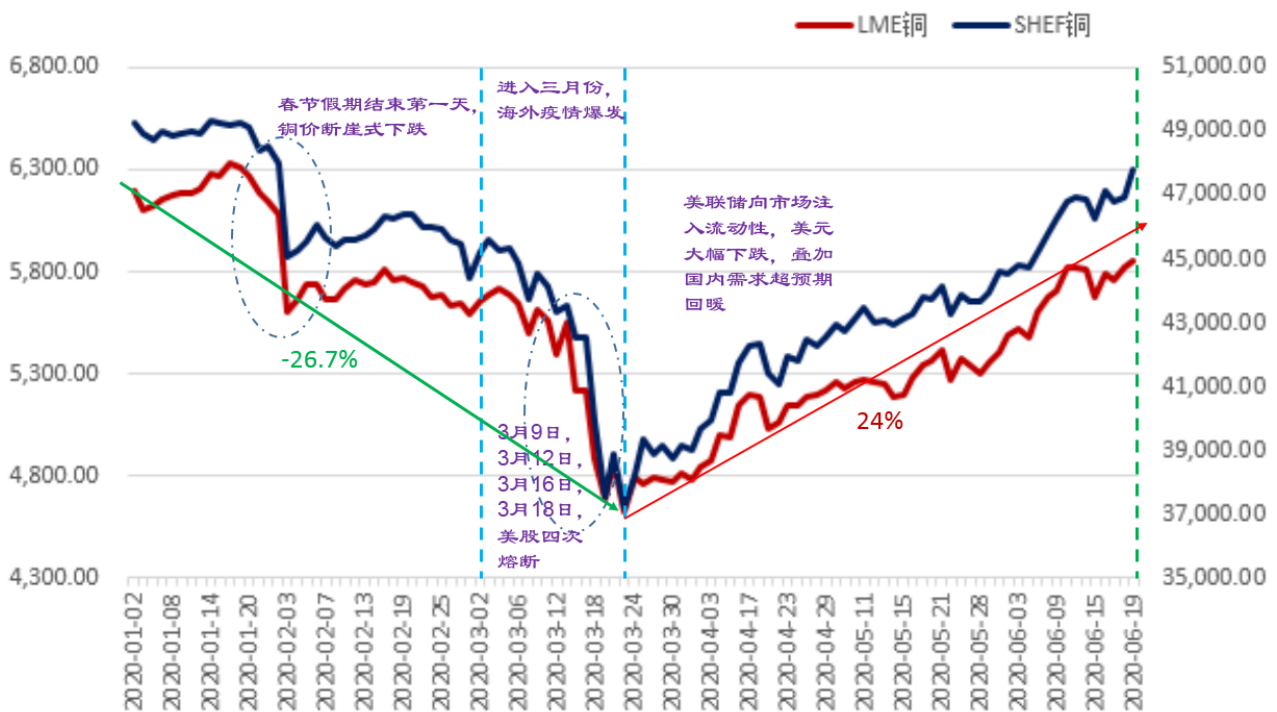
自2020年1月20日至6月23日，铜价先跌后涨。1月20日至3月23日，铜跌幅达26.7%。

一季度新冠肺炎疫情导致需求预期悲观，加上铜的工业属性也就是供需基本面受疫情影响出现供大于求的失衡，铜价出现大跌。1月中国新冠肺炎疫情爆发导致市场对经济增长的担忧不断加剧，春节假期期间伦铜出现了大幅下跌，假期后的首个交易日沪铜开盘一度跌停，但之后因为中国疫情的逐渐控制，加上中国对冲疫情的刺激政策出台，铜价一度出现反弹。不过，随着疫情在海外的加速扩散，铜价重新下跌。3月OPEC+减产协议破裂，导致油价出现大跌，市场避险情绪进一步升温。自3月13日开始，由于美股在6日内触发四次熔断，铜价呈现加速下跌，在6个交易日内连续大幅下跌19.8%。市场担忧爆发流动性危机，沪铜连续大跌，最低触及35300元/吨。

3月23日至今，铜价已反弹24%左右，仍处于牛市波动。

二季度美联储向市场注入流动性导致美元下跌，加上国内需求超预期回暖，金融属性和工业属性共振导致铜价大涨。3月美股大跌之后，美联储采取了极其宽松的货币政策，将基准利率直接降到零，同时采取了危机时刻的应对模式，开启了无限量QE，在之后短短两个月内大幅扩表，流动性紧张的局面因此得到了明显缓解。其次，中国疫情缓解之后，经济活动逐渐恢复正常，加上下游集中赶工导致的需求释放以及主动补库，铜库存出现大幅下降，去库力度远远超过往年同期水平。

图1. 2020上半年沪铜&伦铜价格走势



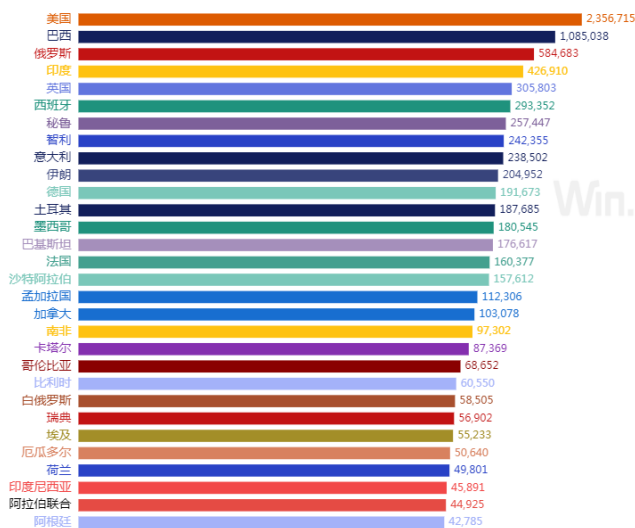
资料来源：WIND 新纪元期货研究

第二部分 宏观分析

一、受疫情影响，世界经济大幅下行

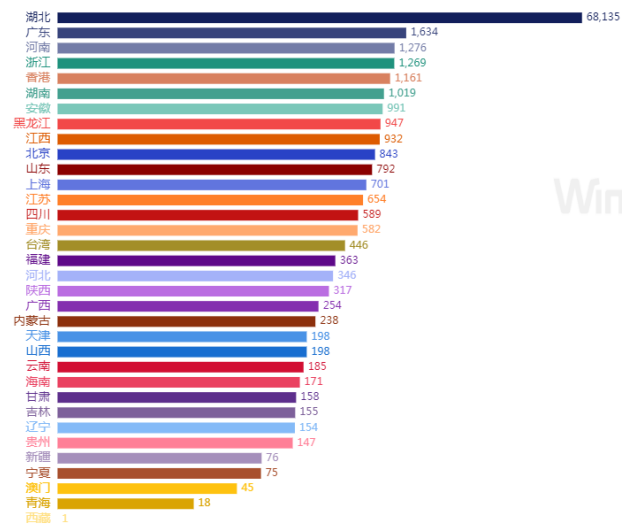
2019年末至今，新冠疫情席卷全球。2019年12月31日中国武汉市卫健委报告了湖北省武汉市的一组肺炎病例，最终确认了一种新型冠状病毒。2020年3月11日，世界卫生组织(WHO)召开新闻发布会，宣布新冠肺炎(Covid-19)疫情已经构成全球性大流行。根据世界卫生组织最新实时统计数据，截至北京时间6月23日，全球确诊新冠肺炎9190612例，死亡475000例。

图2. 海外各国累积确诊（截止 6.21）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

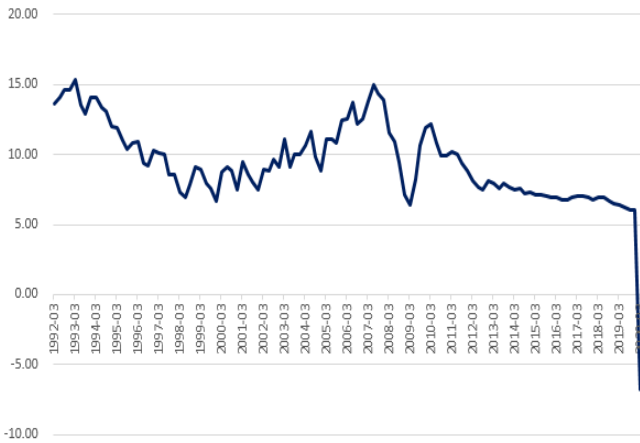
图3. 国内各省疫情累积确诊（截止 6.22）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

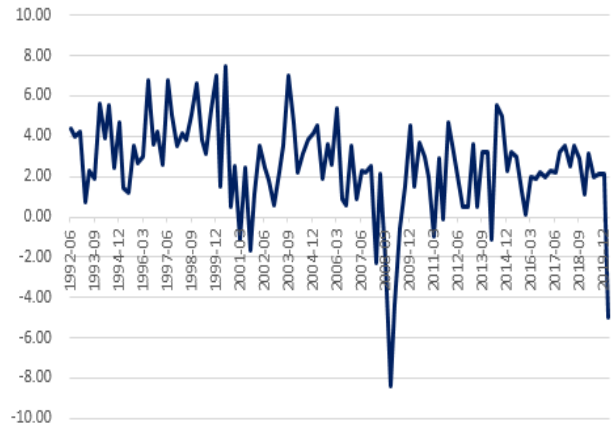
受疫情影响，世界经济面临1929年大萧条以来“最严重”的衰退，金融市场持续震荡，且短期内难以回归“稳态”，其冲击力超过2008年金融危机。宏观层面看，中国2020年第一季度GDP同比下降6.8%，出现自1992年以来首次单季度负增长；美国一季度GDP环比萎缩4.8%，创08年第四季度以来美国GDP最大跌幅。2020年4月14日国际货币基金组织(IMF)发布《世界经济展望》，2020年全球经济预计将出现3%的衰退，比金融危机期间0.1%的衰退更加糟糕；与2020年1月的预期相比大幅下降6.3个百分点，全球整体贸易额将减少11.0%。IMF表示，若疫情能在下半年有效控制，相关抗疫措施能够逐渐放宽并配合一系列政策的支持，2021年全球经济有望出现5.8%的复苏。但其强调，因为疫情走势及可能引发影响仍不完全明朗，因此全球经济前景仍有极强的不确定性。

图 4. 中国 GDP 当季同比 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 5. 美国 GDP 环比 (季调: %)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

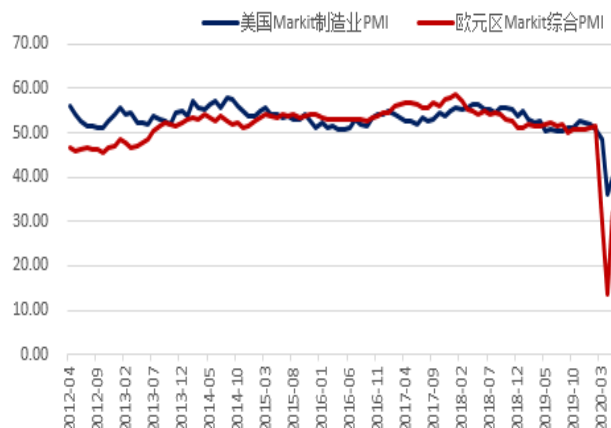
中国由于新冠疫情爆发较早, 2 月份, 制造业供需两端已出现明显收缩, 2 月中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 35.7%, 创下统计以来的新低。但随着我国疫情逐步得到遏制, 生产生活秩序加快恢复, 企业复工率已接近 100%, 制造业和非制造业生产经营活动继续改善, 我国 5 月制造业采购经理指数 (PMI) 达到 50.6%, 3、4、5 三个月数值均位于 50 荣枯线以上, 但疫情对我国第一季度制造业造成的打击仍不可小觑。

全球 PMI 指数也再创新低。欧元区采购经理人指数 (PMI) 从 3 月的 29.7 跌至 4 月的 13.6%, 为有史以来最低值, 且远低于经济学家预期, 其中服务业 PM 从 3 月的 26.4 跌至 4 月的 11.7%, 制造业 PMI 从 3 月的 44.5 跌至 4 月的 33.6%。尽管 5 月 PMI 指数有所回落达 31.90%, 但仍远未达到正常水平, 经济复苏的道路仍不明朗。美国 4 月 Markit 制造业 PMI 终值降至 36.1%, 创 2009 年 3 月份以来终值新低, 连续第二个月萎缩; 产出分项指数终值降至 28.8%, 创 2007 年开始此项调查以来的新低, 新订单分项指数降至 2009 年 1 月份以来新低。美国制造业受到疫情的沉重打击, 产出下降的程度甚至超过了金融危机最严重时期的水平, 随着订单以十多年未见的速度减少, 供应链中断也达到了创纪录的程度。5 月, 美国 Markit 制造业 PMI 值略有回升, 初值达到 39.8%, 但仍然位于低水平。

图 6. 中国制造业 PMI



图 7. 美国&欧元区 PMI



资料来源: WIND 新纪元期货研究

资料来源: WIND 新纪元期货研究

二、美联储疯狂释放流动性，美元转弱提振铜价

美联储密集出台宽松政策，大手笔注入流动性：

3月中上旬美联储连续两次大幅降息至0利率，并迅速推出7000亿美元QE刺激，重启量化宽松政策。

3月17日，美联储又祭出次贷危机时的非常规流动性支持工具（CPFF、PDCF和MMLF），为企业、家庭、非银机构注入流动性。

3月19日，美联储紧急和各国央行签订了4500亿美元的货币互换协议。

3月23日，因为新冠肺炎对社会各界造成巨大困难，美联储宣布广泛新措施来支持经济，包括了开放式的资产购买，扩大货币市场流动性便利规模。为确保市场运行和货币政策传导，将不限量按需买入美债和MBS。之后，美联储在短短两个月内大幅扩表，流动性紧张的局面因此得到了明显缓解，市场对美元流动性需求边际减弱导致美元出现下跌。

2020年6月10日，美联储宣布，将基准利率维持在0%-0.25%不变。报告还提到，所有决策者都预计，到2021年底，联邦基金利率将维持在接近零的水平，而除了两位委员外，所有委员认为这种近零利率会持续到2022年底。2020年6月15日，美联储宣布其政策工具二级市场公司信贷融资便利（SMCCF）将开始购买企业债券组合，为市场提供流动性支持。这意味着，美联储将从6月16日起直接出手购买单个公司的债券。根据CME美联储观察工具显示，美联储7月维持利率在0%-0.25%区间的概率为100%，加息25个基点至0.25%-0.50%区间的概率为0%；9月维持利率在0%-0.25%区间的概率为100%，加息25个基点的概率为0%。

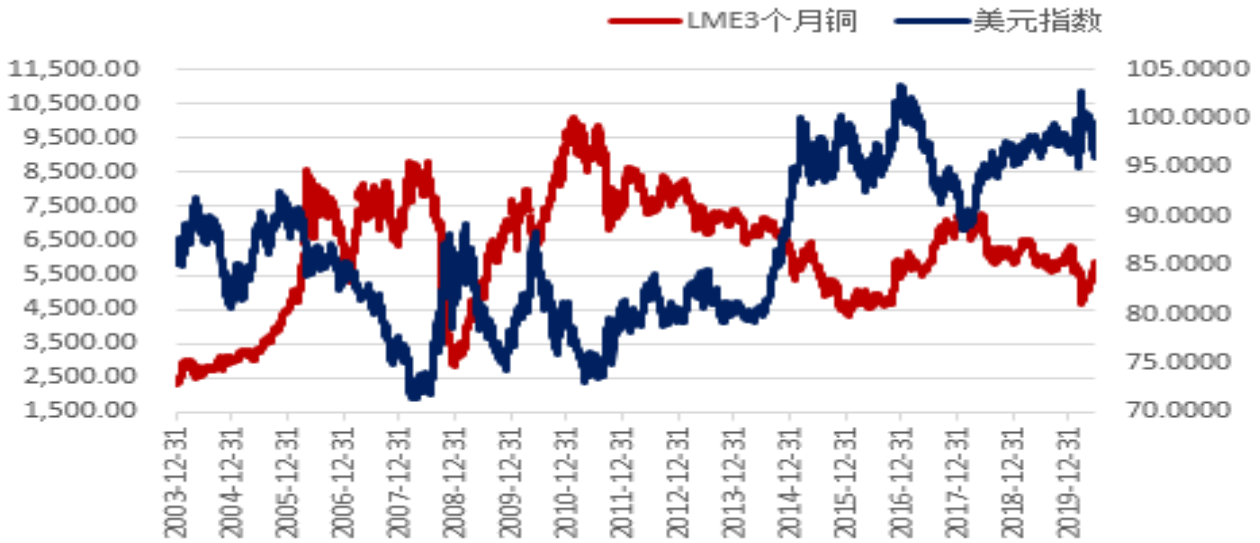
图8. 美元指数周度K线



资料来源: 新浪财经 新纪元期货研究

从历史来看，美元指数与铜价呈负相关性关系，美元高位转弱对铜价有着深远意义，对铜价支撑较强。

图9. 美元指数与铜价呈负相关性关系



资料来源：WIND 新纪元期货研究

第三部分 供给分析

一、成本成铜价重要支撑，TC 维持低位

铜矿生产成本的 90 分位线支撑依然有效。根据 Wood Mackenzie 的统计，油价下跌导致铜矿生产成本 (C1 成本+维持生产必须的资本) 的 90 分位线从 2019 年的 2.47 美元/磅 (5445.42 美元/吨) 下滑至 2020 年的 2.23 美元/磅，即 4916.31 美元/吨。一季度铜价曾经跌破了 90 分位线，不过，二季度铜价开始反弹，如今已经回到 90 分位线以上，再次证明 90 分位线的成本支撑依然有效。

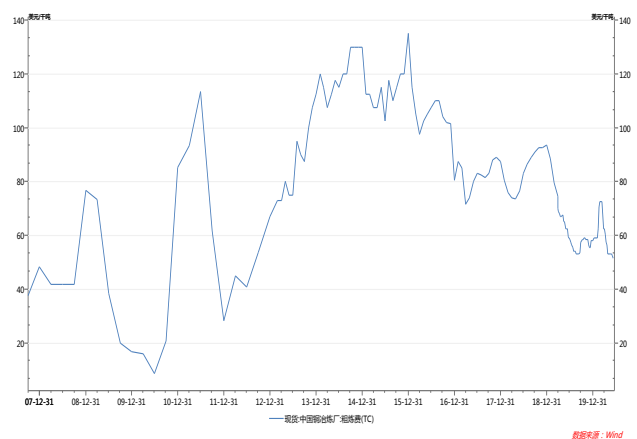
回顾历史，铜价绝大多数时间都运行在成本曲线 90 分位的水平以上，1990 年以来仅有 4 次短期、小幅跌破 90 分位线。其中 1993 年前后在 90%分位线水平停留 5-6 个月；1998 年在 90%分位线水平停留约 1 年；2001-2003 年前后在 90%分位线水平停留 2 年左右；2015 年在 90%分位线水平停留约 5 个月左右。截至 2020 年 6 月 5 日，铜价收于 5659 美元/吨 (2.55 美元/磅)，位于 C1 边际成本曲线 97%分位线，这意味着全球在产矿山中已有 3%左右的产量在亏损现金，若再考虑期间费用、税费等，现金亏损比例会更大。再加上油价已回升至 40 美元/桶以上，边际成本曲线有望抬升，所以，铜价具备较强成本支撑。

图 10. 铜价长期表现会高于成本曲线 90 分位的水平



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 11. 铜精矿 TC 维持低位



资料来源：WIND 新纪元期货研究

另一方面，铜矿生产边际改善，但维持紧张局面。5 月以来海外矿山逐步放松生产及物流限制，秘鲁、智利、厄瓜多尔等均逐步恢复生产，供应边际改善。但智利、秘鲁疫情形势依然严峻，预计到三季度才可全面恢复，因此目前铜矿供应维持紧张格局，进口铜精矿加工费 TC 低位继续小幅下降。

铜精矿加工费（TC/RC）是铜冶炼企业与铜矿生产商博弈的结果，决定铜精矿加工费水平高低的重要因素是矿铜的供求关系。当预计铜矿供应趋紧时，铜矿厂商在谈判中占据一定的优势地位，此时铜精矿加工费的定价倾向于下降，而当预计铜矿供应宽松时，铜冶炼企业处于优势地位，铜精矿加工费的定价倾向于上涨，故一定程度上铜精矿加工费的变化是铜精矿供需变化的晴雨表。

截止于北京时间 6 月 19 日，铜精矿粗炼费 TC 平均价为 51 美元/吨，较 3 月份来看，铜精矿加工费大幅下降，对铜价有支撑、提振作用。

二、废铜：精废价差回归正常区间

2020 年，固废或将全面停止进口。按照“禁止洋垃圾入境”实施方案提出的目标，“2019 年年底以前，逐步停止进口国内资源可以替代的固体废物”，至 2020 年，“废六类”或也将面临全面被禁止，并且自 2019 年来可以看到，废六进口占比已经基本趋近于 0 的水平，而进口废铜品位也自 2019 年期呈现出了明显的上涨，因此在新冠疫情来袭之前，即便进口实物吨数量或许出现了较为明显的下降，但是实际金属吨却并未有太过于明显的下降。

海关数据显示，2020 年 2 月废铜进口 11.95 万吨，同比减少 48.47%，废铜供应受疫情影响几乎中断。中国 3 月废铜（铜废碎料）进口量为 90,252 吨，同比下滑 11%。4 月废铜进口量为 80597 实物吨，环比减少 1.76%，1-4 月累计进口 305680 实物吨，累计同比减少 44.37%。2020 年 5 月 18 日，中国固废化学品管理网 2020 年第七批废铜进口配额公布，其中，涉及铜废碎料核定进口量总计 10423 吨。合计批文量为 2,150 实物吨。中国第一批于合计 27.09 万吨；第二批合计 2.66 万吨；第三批合计 0.462 万吨，第四批批文量为 3520 吨，第五批批文量为 22.20 万吨，第六批批文量为 2150 吨，算上前六批，一共有 54.021 万吨。

消息显示，马来西亚第四次延长行动管制至 6 月 9 日，但此次延期主要针对娱乐以及人员密集领域，工业制造业不再受到严格管制，废铜拆解企业复产继续推进，并且港口运作基本恢复正常，需持续关注后续进口废铜的到货情况，及对国内整体废铜供应的影响。

截至 2020 年 5 月 29 日，精炼铜与不含税废铜（光亮 精废价差铜线：佛山）价差为 3680 元/吨，精废价差回归正常区间，并有逐渐扩大的趋势，废铜供应消费均得到改善。

图 12. 精废价差

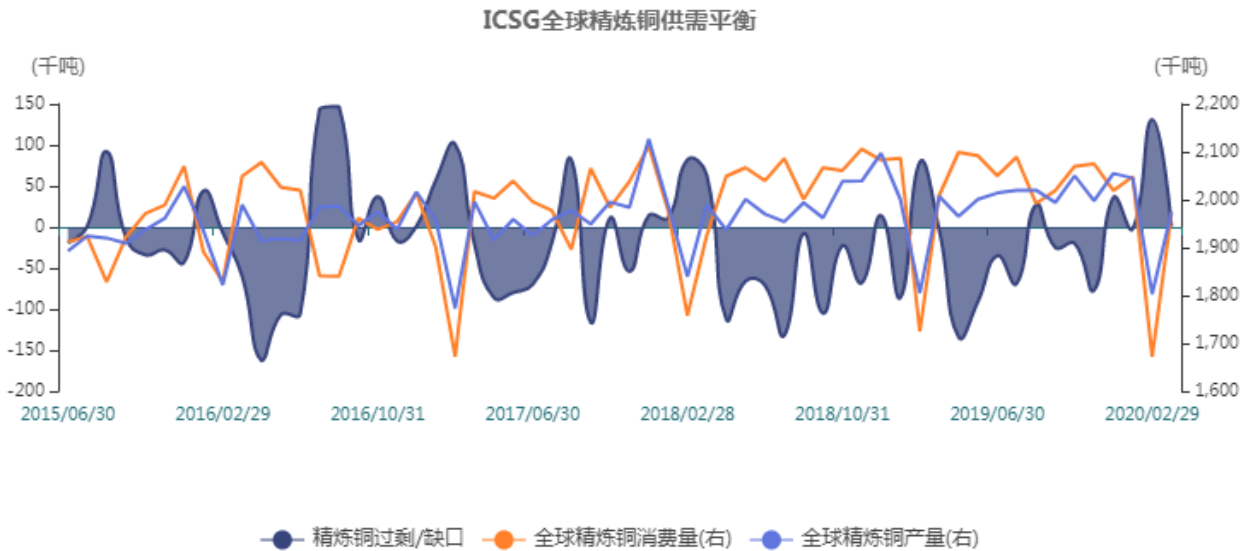


资料来源：WIND 新纪元期货研究

三、供需平衡分析

根据 ICSG 统计，2020 年 03 月份，原生精炼铜产量为 1,667 千吨，再生精炼铜产量 307 千吨，全球精炼铜总供给（原生+再生）为 1,974 千吨；全球精炼铜消费量为 1,973 千吨，精炼铜增加 1 千吨。从季节性角度分析，当前供需平衡情况较近 5 年相比维持在平均水平，当前产量较近 5 年相比维持在较低水平，当前消费量较近 5 年相比维持在平均水平。

图 13. 近五年铜供需平衡

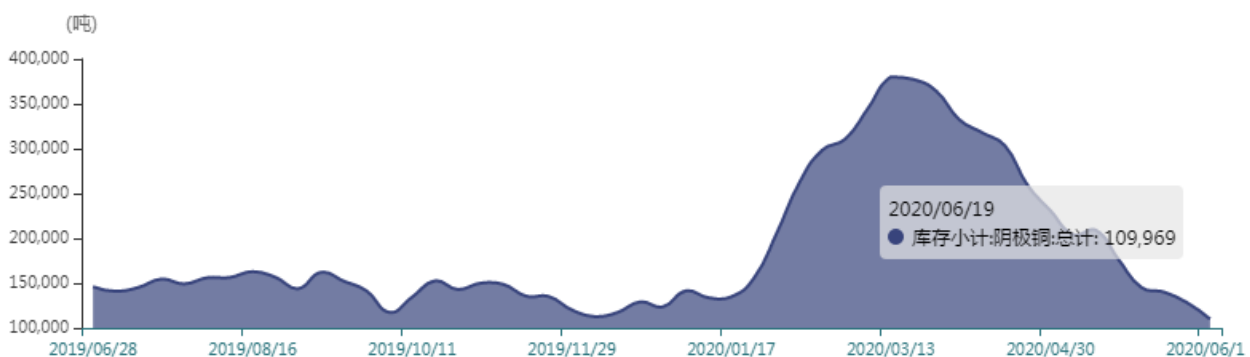


资料来源：WIND 新纪元期货研究

四、国内去库存化超预期

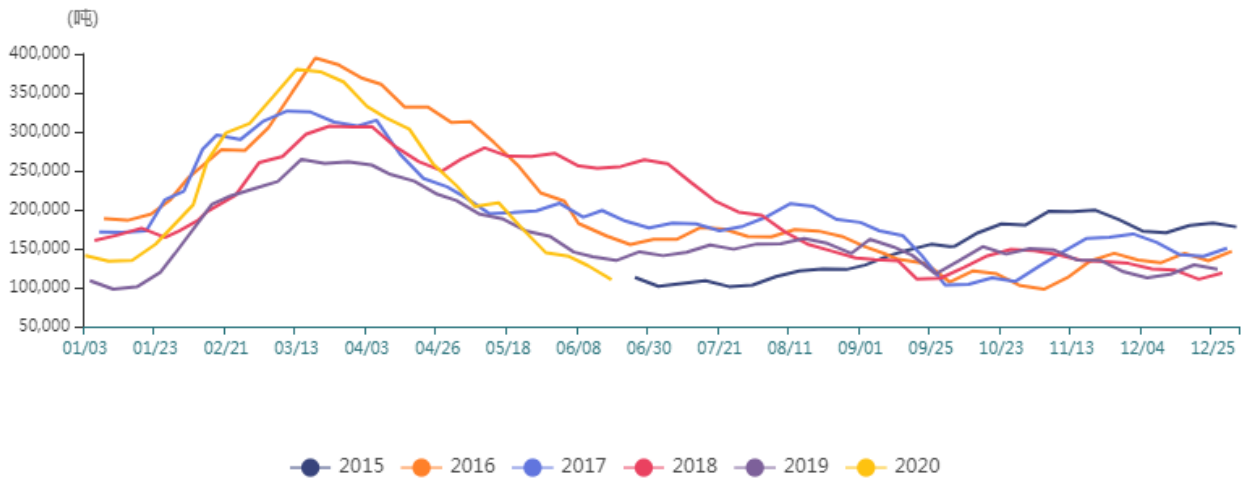
疫情对需求端的冲击减弱后，需求进入复苏的阶段。而且工业生产复苏相对较快，比如房地产、基建、汽车等。铜下游需求恢复较快，5 月份线缆开工率都达到了 100%。需求恢复较快的直观表现就是库存的快速回落，三大交易所铜库存已经从 3 月高点的 65 万吨回落至 45 万吨。国内铜社会库存从 55 万吨回落至 20 万吨，保税区库存降至 20 万吨以下。

图 14. SHEF 铜库存



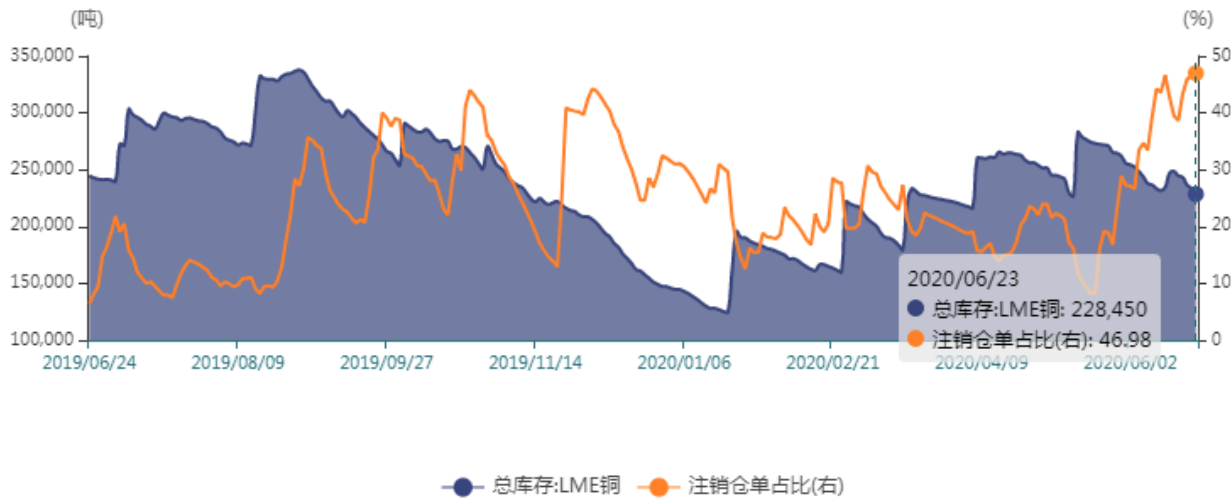
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 15. SHEF 铜库存季节性分析



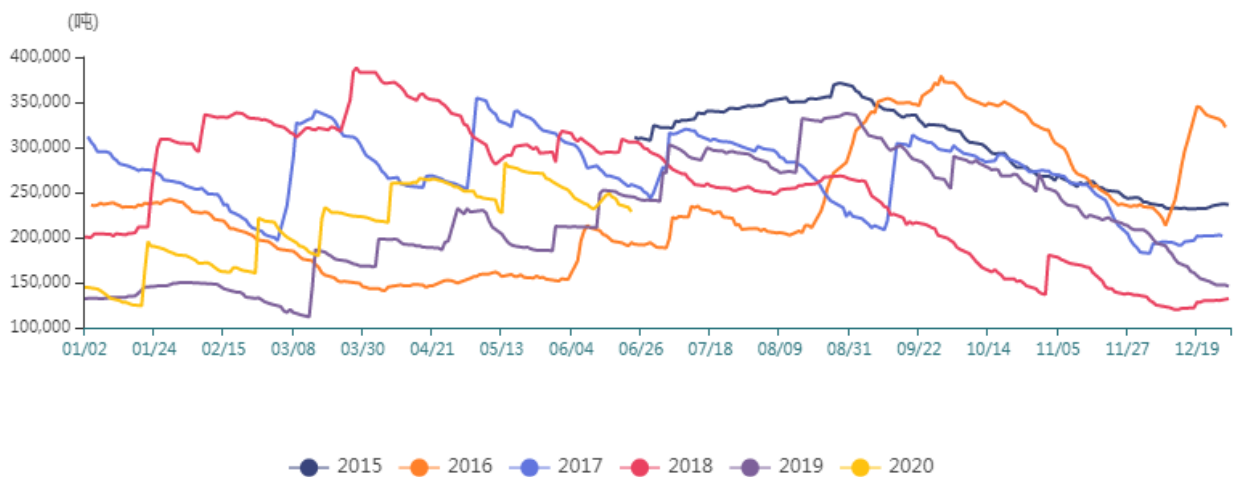
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 16. LME 铜库存



资料来源：WIND 新纪元期货研究

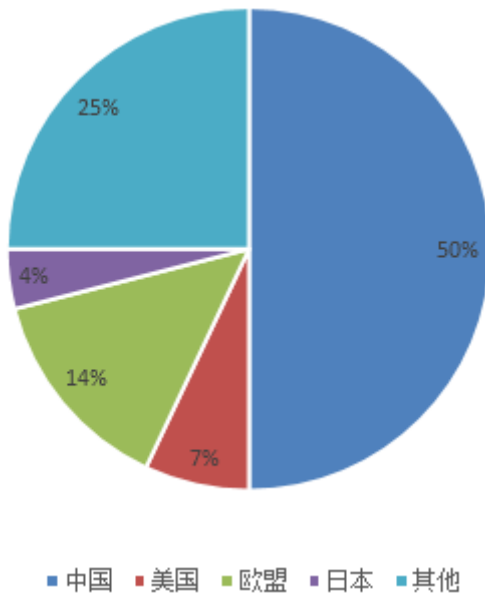
图 17. LME 铜库存季节性分析



第四部分 终端需求分析

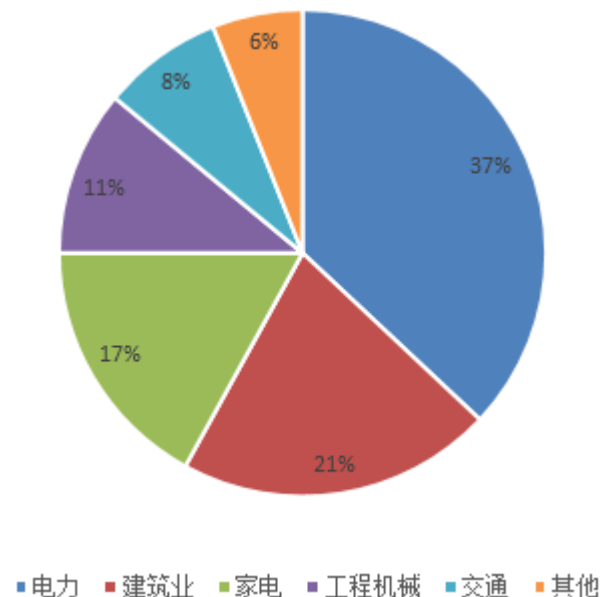
从全球各地区精铜消费变化看，中国是首屈一指的消费大户，占全球消费比重5成。铜终端消费主要集中在电力电缆、建筑、家电、工程机械等行业。电力电缆占比接近4成，建筑占21%，家电占比17%，工程机械占比8%，交通占比6%。

图 18. 各国精炼铜消费占比



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 19. 中国铜下游消费占比



资料来源：WIND 新纪元期货研究

国内铜终端消费主要集中在电力电缆、家电、汽车、房地产等行业板块。其中电力电缆占比接近37%，家电（空调等制冷设备）占15%，汽车行业占比8%，建筑占比21%。铜材做为电解铜到消费终端的中间过渡品，开工情况能体现下游的消费状况。铜材包括铜杆线、铜管、铜板带等。

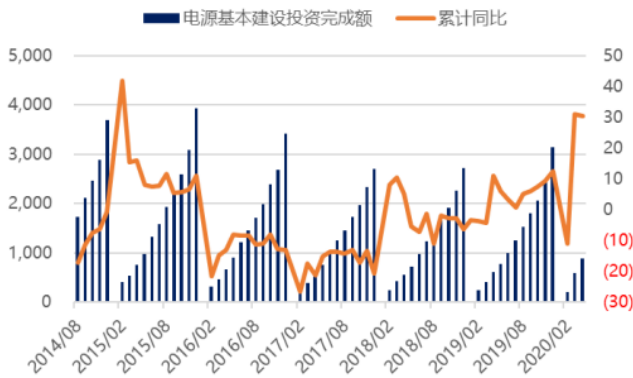
中国铜消费主要依赖电力行业，用铜主要集中在电力电缆和电网设备，电力行业投资变化对铜消费走向举足轻重的作用。截至2020年4月，电源投资累积完成额889亿元，同比大幅增长30.40%，电网投资累积完成额670亿元，同比下滑16.5%。但电缆企业开工率在今年2月触底之后，截止5月数据显示，目前大型电缆企业已经完全复工，而据SMM调研显示，在4、5月间，电缆企业预计用铜量较3月份呈现出了明显的上涨，5月电缆企业耗铜量达到13.1万吨。而随着国内对于新能源机制的不断深化，国家电网经营区新能源利用水平持续提升，随着新冠疫情的进一步被控制以及经济活动的持续恢复，预计电缆板块耗铜量仍将维持于相对较高的水平。

2020年4月空调产量为1915.9万台，同比下滑17.3%。2020年4月家用空调销量为1435万台，随着复工复产不断推进，销量同比降幅收窄至18.9%。从4月产量数据来看，空调产量明显收缩，不过销量数据环比持续改善，在房地产后周期时代，随着竣工面积和销售面积的增加，对空调的消费有望逐步增加。

2020年4月汽车产量为210万辆，同比增加5.1%。2020年4月新能源汽车产量为8万台，同比下降21%。中国4月汽车销量同比增加4.4%。中国4月新能源汽车销量同比下降26.5%，整体来看，随着疫情得到有效控制，车市正在加速回暖中。汽车产销同比数据均结束连续21个月下降，汽车总体市场逐步恢复，一方面得益于防疫形势的向好和相关促消费政策推动；另一方面是受企业补库存的拉动，截至目前，行业企业库存水平基本正常。

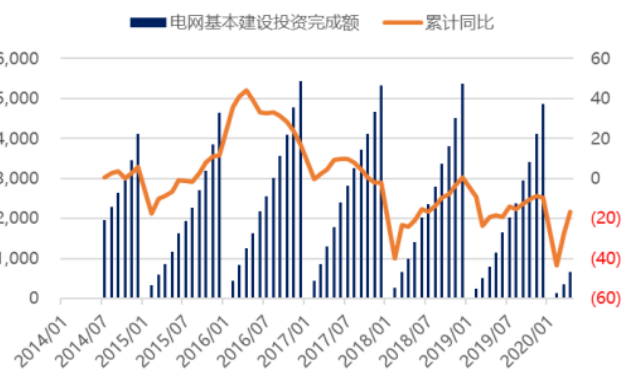
4月份全国复工复产的深入推进，4月房屋竣工面积同比和新开工面积同比降幅继续所收窄。不同于螺纹钢水泥，铜铝等有色金属主要用于房屋建设后半段，房屋竣工面积更具有参考意义。2020年4月房屋竣工面积累计值为1.93亿平方米，累计同比下降14.5%。而新开工面积累计同比下降18.40%，降幅收窄，随着复工复产的推进和国内疫情得到控制，房地产中期依然是支撑消费的重要力量。

图 20. 电源基本建设投资



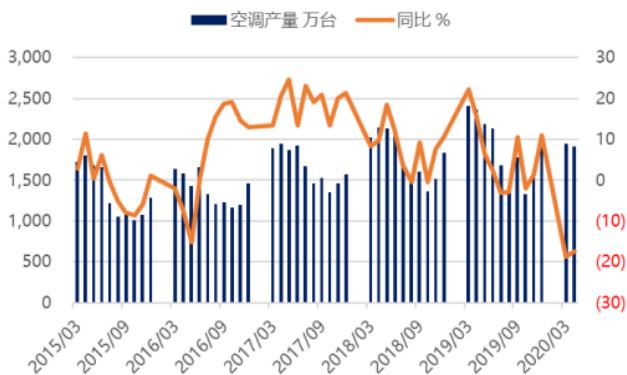
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 21. 电网基本建设投资



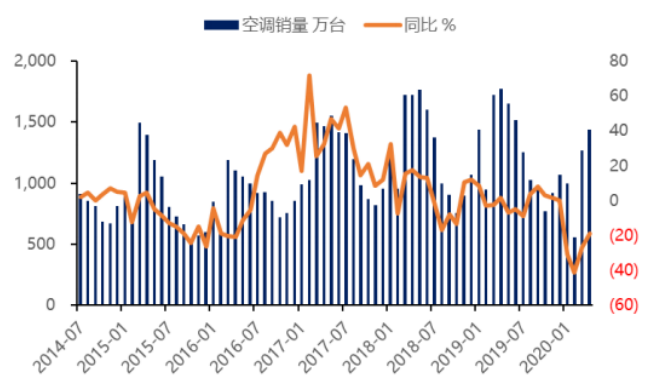
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 22. 空调产量



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 23. 空调销量



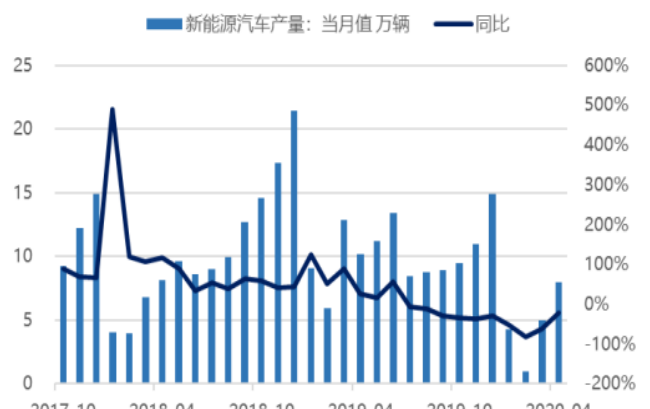
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 24. 汽车产量



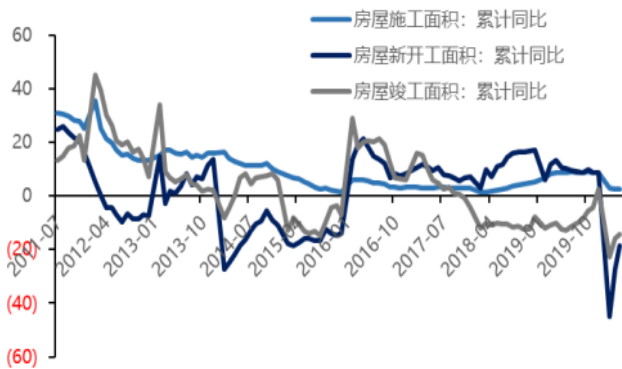
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 25. 新能源汽车产量



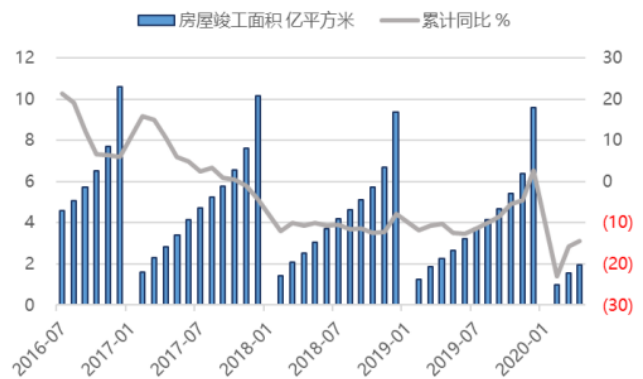
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 26. 房屋数据对比



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 27. 房屋竣工面积累计值



资料来源: WIND 新纪元期货研究

第五部分 总结与展望

沪铜期货合约，3月下旬触底至今，短短三个月，趋势反弹超过1万元/吨，累计幅度超过25%。世界卫生组织近日的报告称，全球新冠病毒病例出现创纪录的增长，北美南美增幅最大，供应端在南美疫情仍严峻的局面下，短期仍难有大的改观。疫情对供需形成双杀，供需错配带来丰富的交易机会；全球仍处于政策的释放期，流动性宽裕，政策宽松倾向明显，最新的美联储主席讲话也验证了这一点，预计美联储无限量宽松刺激下，美元指数剧烈跌至年内低价区。综合来看，这几项因素都不支持铜价现在出现拐点，也是沪铜下半年或维持牛市波动的重要驱动。

风险点：宏观上，中美关系、海外疫情的控制是较大变量；

微观上，南美矿山的恢复情况、消费端可能的变化、以及隐性库存的流出问题。

免责声明

本研究报告由新纪元期货股份有限公司撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货股份有限公司并获得许可，并需注明出处为新纪元期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系我们

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
电话：0516-83831105
研究所电话：0516-83831185
传真：0516-83831100
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

电话：021-60968860
传真：021-60968861
地址：上海市浦东新区陆家嘴环
路166号未来资产大厦8E&F

成都分公司

电话：028-68850966
邮编：610000
传真：028-68850968
地址：成都市高新区天府二街138
号1栋28层2803、2804号

深圳分公司

电话：0755-33376099
邮编：518009
地址：深圳市福田区商报东路英龙
商务大厦1206、1221、1222

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
传真：010-84261675
邮编：100027
地址：北京市东城区东四十条68
号平安发展大厦4层407室

南京营业部

电话：025-84787999
传真：025-84787997
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号

徐州营业部

电话：0516-83831119
传真：0516-83831110
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

常州营业部

电话：0519-88059977
传真：0519-88051000
邮编：213121
地址：常州市武进区延政中路16
号世贸中心B栋2008-2009

南通营业部

电话：0513-55880598
传真：0513-55880517
邮编：226000
地址：南通市环城西路16号6层
603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560998
传真：0512-69560997
邮编：215002
地址：苏州干将西路399号601室

上海东方路营业部

电话：021-61017395
传真：021-61017336
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69
号裕景国际商务广场A楼2112室

杭州营业部

电话：0571-85817186
传真：0571-85817280
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号

广州营业部

电话：020-87750826
传真：020-87750882
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703大
院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850968-826
传真：028-68850968
邮编：610000
地址：成都市高新区天府二街
138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023-67917658
传真：023-67901088
邮编：400020
地址：重庆市渝中区新华路388号
9-1号