

研究员信息

方富强

0592-5822724

fangfq@itf.com.cn

执业证号: F3043701

投资咨询: Z0015300

【铜】供需双弱经济疲软，铜价重心继续下移

摘要:

宏观: 受全球经济增速放缓及经贸局势持续紧张影响，美国制造业 PMI 全线下滑，但随着美联储 7 月开始及时预防式降息，年底美国房地产和耐用消费品等对利率敏感的增长领域均出现了一些修复迹象。且目前其货币政策“量”的变化正在接过接力棒对资产价格提供支撑，每个月 600 亿美元左右的短债购买有望明显改善美元的流动性并推动全球流动性重回正增长，整体来看，2020 年美国衰退风险较低；欧元区受全球贸易局势持续紧张、英国脱欧僵持，以及汽车行业表现低迷等因素影响，经济表现疲弱，2020 年欧元区经济仍缺乏复苏动力，但经济进一步大幅下滑的概率降低；2019 年国内 GDP 持续下行，2020 年全球经济有望出现温和回升，但不稳定不确定因素增多，仍面临下行风险。预计 2020 年中国经济增长 6.0% 左右，CPI 上涨 3.4% 左右；受全球经济疲弱及贸易局势紧张影响，日韩制造业 PMI 下滑明显，作为全球贸易活跃度的晴雨表，2019 年日韩进出口金额的大幅下滑，反映出今年全球经贸形式不乐观，而年底进出口跌幅有所收窄，预示着全球贸易局势有所好转。整体来看，今年美联储的三次降息行动将进一步传导至经济，且中美贸易摩擦缓和将减轻全球经济下行的压力，明年上半年全球经济形势有望得到好转。但前期全球经贸局势的持续升级已对经济造成不可逆影响，且中美间将大概率维持谈谈打打局面，货币政策和财政政策作用也许将大为削弱，因此综合来看 2020 年全球经济整体上仍将继续下行，但下行幅度较 2019 年将有所收窄。

供需基本面: 2019 年全球精炼铜产量增长有限，增速约 1.8%，而需求端增速低至 1%，全球精铜供给短缺幅度有所收窄，供需呈现紧平衡状态；展望 2020 年，全球精铜产量增长仍维持低位，预计增量在 40 万吨左右。消费端需求持续低迷，传统电网投资、空调产销及汽车消费等均难有起色，预计明年消费增量在 30 万吨左右，2020 年全球铜供应出现小幅过剩约 10 万吨。此外，智利国内暴力抗议或将持续干扰铜矿供应，且 TC 费用走低也将对精铜产出产生影响，2020 年供给端面临较大不确定性。

操作策略: 全球铜显性库存已跌至历史低位，且 2020 年铜精矿长单 TC 仅 62 美元/吨，基本处于大中型冶炼厂盈亏平衡线附近，叠加硫酸价格已跌至 2013 年来新低，2020 年冶炼厂将面临较大的经营压力，预计届时将有部分冶炼厂出现意外减

停产情况，对现货及近月价格将产生支撑，操作上关注铜买近卖远正套策略；2019年年底中美贸易摩擦缓和，叠加货币宽松政策的传导，将减轻全球经济下行的压力，明年上半年全球经济形势有望得到好转。但前期全球经贸局势的持续升级已对经济造成不可逆影响，2020年全球经济仍面临较大下行压力。而供需方面明年铜将继续维持供需两弱局面，且需求端表现更弱。预计明年价格将呈现前高后低走势，重心下移。其中，伦铜价格区间【5300，6500】美元/吨，价格均值在5720美元/吨；沪铜区间【44000，51000】元/吨，价格均值在45500元/吨左右。

风险关注：全球经济增速、中美经贸问题、铜供应端扰动

一、铜产业链行情走势回顾

（一）2019年行情回顾：全球贸易局势紧张，铜价前高后低

2019年，铜价呈现前高后低走势，年初受中美贸易谈判取得进展，以及美联储提前停止加息及缩表等利好消息刺激，价格快速走高；而5月份中美贸易摩擦持续升级，市场避险情绪升温，铜价持续走低。下半年，全球货币流动性好转且铜基本面对铜价支撑较强，但全球贸易局势仍未明朗，铜价宽幅区间震荡。具体走势如下图所示：

（1）1-2月份，在中美贸易谈判取得进展，国内减费降税政策出台在即，以及美联储或提前停止加息及缩表等利多消息刺激下，内外盘铜价快速走高。期间，美国贸易代表办公室2月27日宣布，在美国总统特朗普决定推迟原定于3月1日中美达成贸易协议的最后期限后，将采取行动，正式暂停原定于3月1日对中国商品的关税税率上调，“直至另行通知”。整体上，1-2月份宏观情绪明显好转，其中沪铜价格由47000上涨至50000元/吨，LME铜由5900上涨至6500美元/吨。

（2）3-4月内外盘铜价均高位震荡，期间国内增值税在4月1日由16%下调至13%影响，沪铜月间价差快速拉大，内盘主力合约价格明显弱于外盘。伦铜价格重心保持在6500美元/吨附近，沪铜价格重心则由50000元/吨下挫至49000元/吨附近。

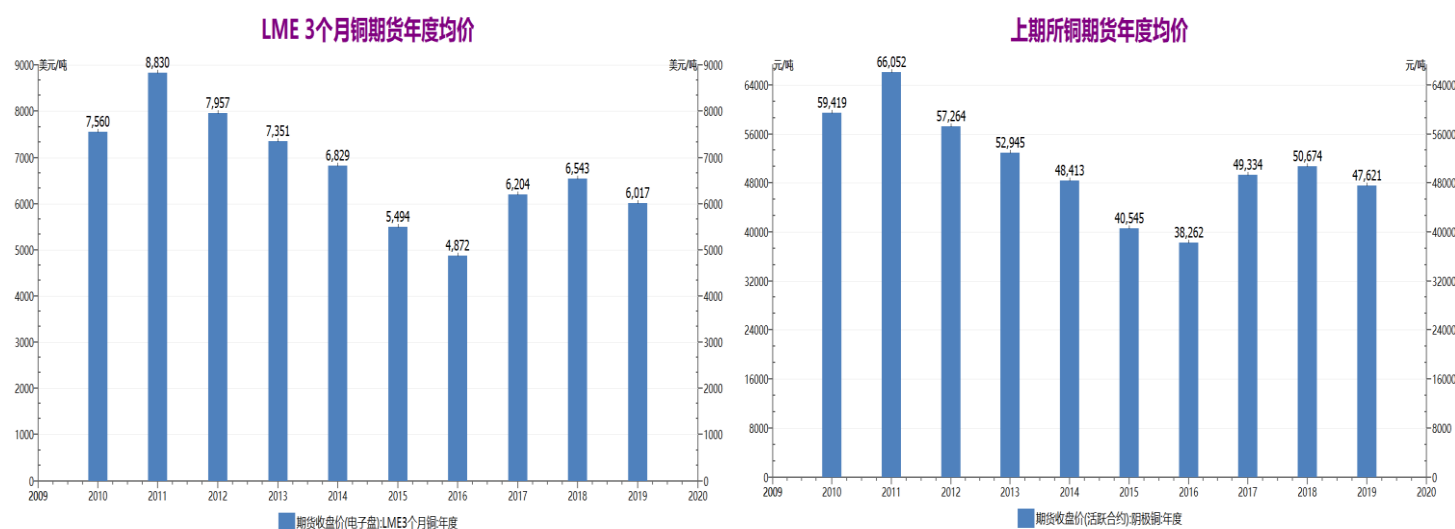
（3）5月，受中美经贸摩擦持续升级影响，内外盘铜价均快速下跌。美国总统特朗普5月5日宣布将提高对2,000亿美元中国输美商品的关税，而且很快会对另外数千亿美元中国商品加征关税。北京时间5月10日中午12:01，美国正式对中国2000亿美元商品关税税率由10%提升至25%。作为反击，13日晚间，国务院关税税则委员会发布公告，对《国务院关税税则委员会关于对原产于美国约600亿美元进口商品实施加征关税的公告》（税委会公告〔2018〕8号）中部分商品，提高加征关税税率，按照《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的部分进口商品（第二批）加征关税的公告》（税委会公告〔2018〕6号）公告的税率实施。期间伦铜价格由6500美元/吨下挫至5800美元/吨附近，单月跌幅10.8%，沪铜价格由49000元/吨下挫至46000元/吨附近，单月跌幅6.1%；6月份，在美联储降息预期愈发浓厚以及中美首脑G20会晤利好下，铜价有所反弹，但反弹力度有限。

(4) 8 月份铜价重心快速下移。8 月 1 日美联储如期降息 25 个基点，但鲍威尔讲话略显鹰派，美元指数快速上扬，铜价承压；8 月 2 日凌晨，美国总统特朗普连发四条推文表示，将于 9 月 1 日起，对剩余价值 3000 亿美元的中国商品加征 10% 关税。受此消息影响，市场避险情绪升温，有色金属价格快速下跌。而后 8 月 13 日，美国宣布将推迟对部分中国商品（约价值 1600 亿美元）的关税加征直至 12 月 15 日，受该消息刺激，铜价快速反弹；随后美国 2 年期国债收益率一度较 10 年期国债收益率高出 1 个基点，为 10 多年来首次出现二者收益率倒挂现象，引发市场对经济衰退担忧，与此同时欧盟拒绝了英国首相约翰逊提出的重启英国脱欧协议磋商的要求，英国硬脱欧风险提高，铜价受挫下行；8 月 23 日晚，国务院关税税则委员会发布两份公告，决定对原产于美国的约 750 亿美元进口商品加征关税，并恢复对原产于美国的汽车及零部件恢复加征 25%、5% 关税。特朗普很快反应，其通过个人推特账号发布消息：美国将在 10 月 1 日将 2500 亿美元中国商品的现有关税从 25% 提高至 30%，且定于 9 月 1 日生效的另外 3000 亿美元中国商品的关税将从 10% 升至 15%。期间 LME 铜由 6000 美元/吨下跌至 5500 美元/吨，而受人民币兑美元汇率快速贬值影响，内盘价格表现稳定。

(5) 10 月份，铜价重心逐步抬升。中美双方于华盛顿举行第十三轮高级别经贸磋商，且美国总统特朗普表示，美国和中国达成了“第一阶段”贸易协定，美国 10 月 15 日不会对中国 2500 亿美元的产品加征关税；与此同时，英国脱欧取得实质进展，英镑走强施压美元指数；此外，全球货币宽松逐步发力，市场风险偏好提升，铜价受提振重心上移。

(6) 12 月份，受全球主要经济体 PMI 回暖提振，国内稳增长消息刺激，以及中美经贸关系缓和利好，铜价大幅走高。12 月 6 日晚间消息，美国 11 月季调后非农就业人口录得 26.6 万人，前值 12.8 万人，相比于预期值 18 万人出现较大增幅，为 10 个月以来最大。此外，全球主要经济体 PMI 均出现回暖，市场情绪好转；12 月 6 日，中共中央政治局召开会议，分析研究了 2020 年经济工作。会议中再次提及加强基础设施建设，释放稳增长信号，工业品受提振集体大涨；12 月 13 日晚间 11 点，国新办举行新闻发布会，宣布中美已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。同时，美方将分阶段取消对华产品加征关税，实现加征关税由升到降的转变。

图 1 铜价走势变化

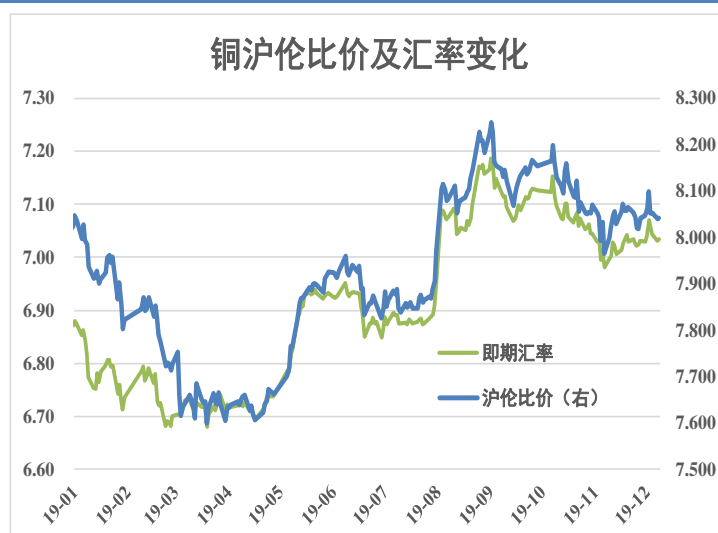


数据来源: Wind

(二) 内外盘价格：汇率剧烈波动，伦铜表现弱于沪铜

今年一季度，在中美贸易谈判取得进展利好下，人民币兑美元汇率快速升值，铜沪伦比回落。而5月份开始，中美双方贸易摩擦持续升级，人民币兑美元持续贬值，在8月份更是跌破“7关口”，铜沪伦比快速走高并高位震荡。整体上，今年LME铜三个月期货合约年度均价为6017美元/吨，较2018年下降526美元/吨，降幅8.0%；沪铜主力合约年度均价47621元/吨，较2018年下降3053元/吨，降幅6.0%，伦铜表现弱于沪铜。

图2 铜沪伦比与汇率走势



数据来源：Wind

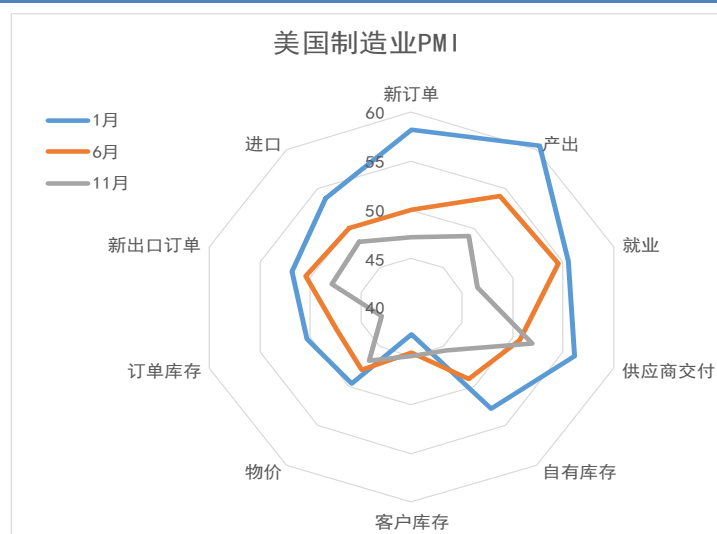
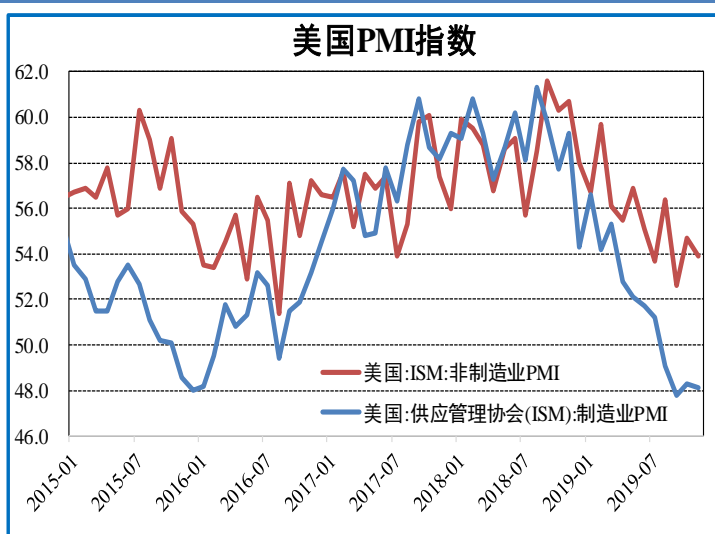
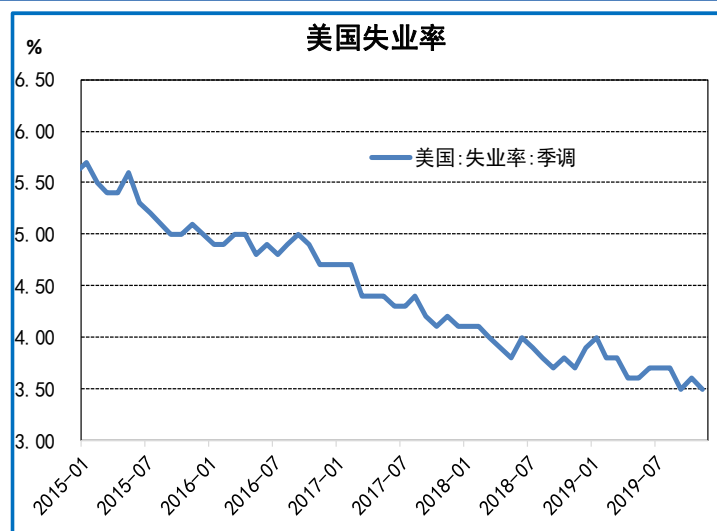
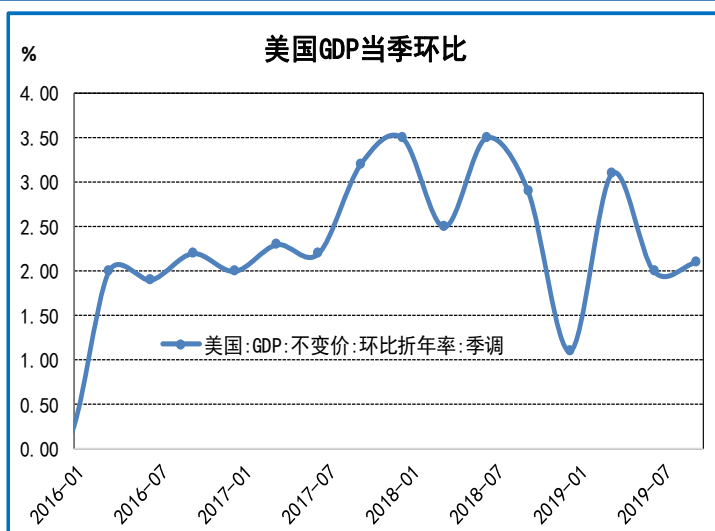
二、宏观经济部分

(一) 2020 年美国衰退风险较低

美国供应管理协会（ISM）发布的调查数据显示，美国 11 月 ISM 制造业 PMI 实际公布 48.1，预期 49.2，前值 48.3，为 2016 年来次低点。从分项数据来看，制造业 PMI 几乎全线萎缩，全球经济放缓及贸易摩擦对美国制造业的负面冲击非常明显。虽然当前美国失业率屡创新低，但若贸易摩擦对就业负面冲击加剧，难免对目前相对稳健的消费及地产需求造成拖累，衰退风险也将显著攀升。此外，2020 年美国将迎来大选，而大选结果也将进一步影响美国国内政策的推行，及美国同中国贸易谈判的节奏和走向。

2019 年三季度，美国 GDP 环比增长 2.1%，较二季度微增 0.1 个百分点，较一季度则下滑 1 个百分点。今年上半年，市场对美国经济和美股市场的质疑声音不断增多，尤其是美债收益率曲线一度倒挂引发了市场的强烈担忧。但随着美联储 7 月开始及时预防式降息，年底美国房地产和耐用消费品等对利率敏感的增长领域均出现了一些修复迹象；经过三次降息后，美联储 12 月停止进一步降息，目前其在货币政策“价”的变化上转为观望，市场隐含的降息预期也已经大幅缩减，但货币政策“量”的变化正在接过接力棒对资产价格提供支撑，每个月 600 亿美元左右的短债购买有望明显改善美元的流动性并推动全球流动性重回正增长，整体来看，2020 年美国衰退风险较低。

图 3 美国 GDP 及失业率



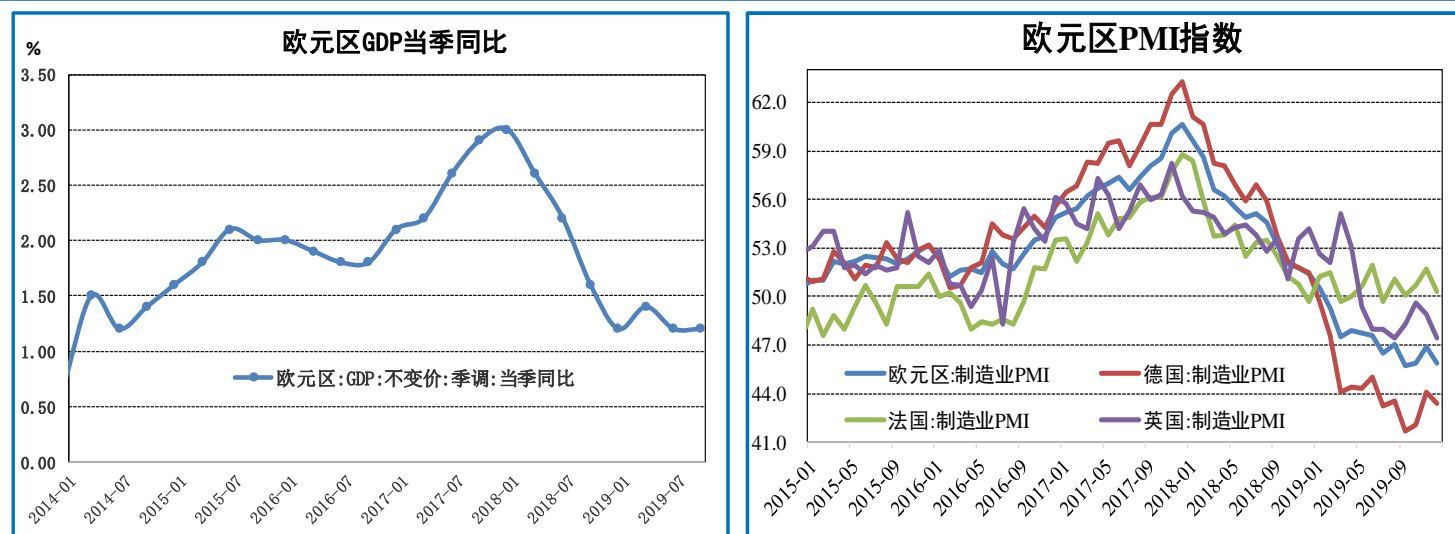
数据来源: Wind

（二）欧元区经济仍深陷泥潭

今年以来，受全球贸易局势持续紧张、英国脱欧僵持，以及汽车行业表现低迷等因素影响，欧元区经济表现疲弱，三季度GDP当季同比更是下降至1.2%，创2014年以来新低；2019年欧元区制造业PMI屡创新低，12月欧元区制造业PMI初值45.9，前值46.9。其中，英国制造业PMI初值47.4，法国制造业PMI初值50.3，德国制造业PMI初值43.4。可以看出，德国制造业恶化程度为欧元区之首。

展望2020年，英国保守党在大选中赢得议会下院多数议席，有助于英国摆脱持续三年有余的“脱欧”僵局；此外，德国汽车工业协会表示，2020年全球新车（乘用车）销量预计将连续3年下降，2019年预计将减少5%，至8010万辆，2020年将进一步下降1%，至7890万辆，降幅有所收窄；而中美贸易谈判在年底取得进展，未来预计仍将维持谈谈打打局面，其对全球经济仍有拖累风险，但边际影响已减弱。综合来看，2020年欧元区经济仍缺乏复苏动力，但经济进一步大幅下滑的概率降低。

图 4 欧元区 GDP 及 PMI 指数



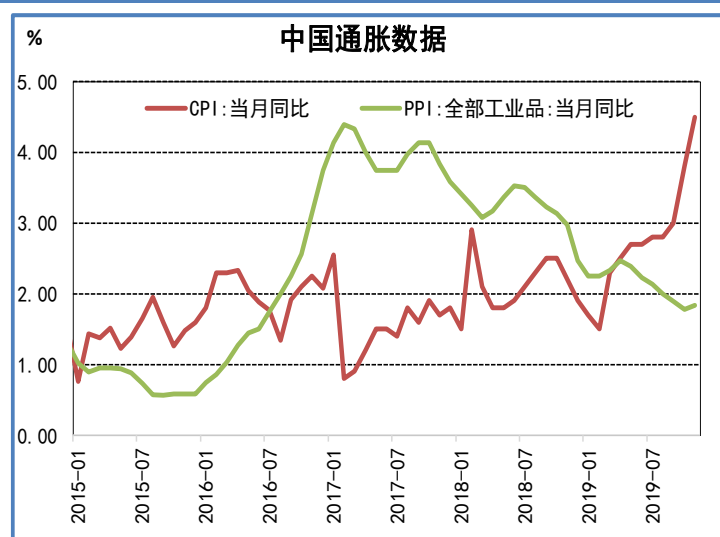
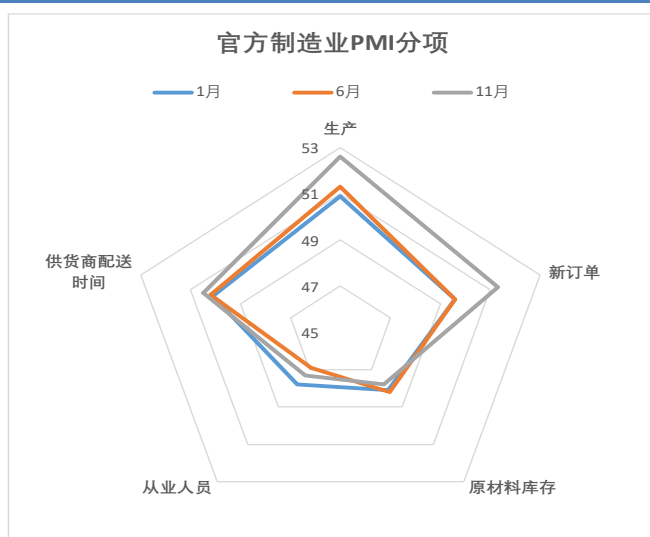
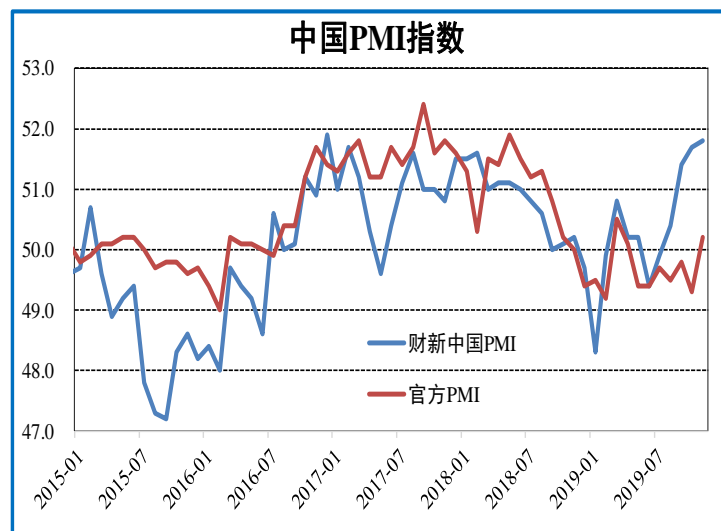
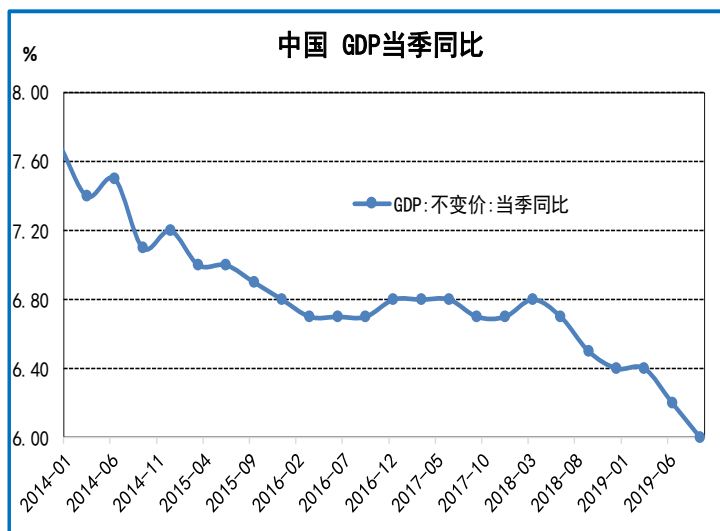
数据来源: Wind

(三) 中国经济发展稳中趋降

2019 年中国经济增速继续下滑, 三季度 GDP 实际增速 6.0%, 较二季度下滑 0.2 个百分点, 创 1992 年实施 GDP 季度核算以来的新低。2019 年全球经济贸易增速显著放缓, 主要经济体经济增速普遍回落, 预计去年中国经济 GDP 增长 6.1% 左右。年底国内制造业 PMI 数据出现回暖, 11 月官方制造业 PMI 为 50.2, 较前值上升 0.9 个百分点, 7 个月后重回荣枯线上方。从分项数据来看, 生产及新订单回暖明显, 生产及新订单的回暖将进一步带动其他指标的回升, 预计制造业 PMI 将见底回升。

11 月国内 CPI 同比增长 4.5%, 较 10 月份增长 1.7 个百分点, 创下 2012 年以来新高。此轮 CPI 的快速上涨, 主要是由于猪瘟影响猪肉供应, 导致猪肉价格大幅走高, 进而对 CPI 产生较大影响。因此虽然 CPI 高企可能会对国内政策形成掣肘, 但此轮对 CPI 的调控或更多依赖于对猪肉供应的调节, 因此其对财政政策的影响相对有限; 11 月国内 PPI 同比下降 1.4%, PPI 数据持续走低, 经济滞胀风险仍较大。据中国社科院报告, 2020 年全球经济有望出现温和回升, 但不稳定不确定因素增多, 仍面临下行风险。预计 2020 年中国经济增长 6.0% 左右, CPI 上涨 3.4% 左右。

图 5 中国 GDP 及 PMI 指数

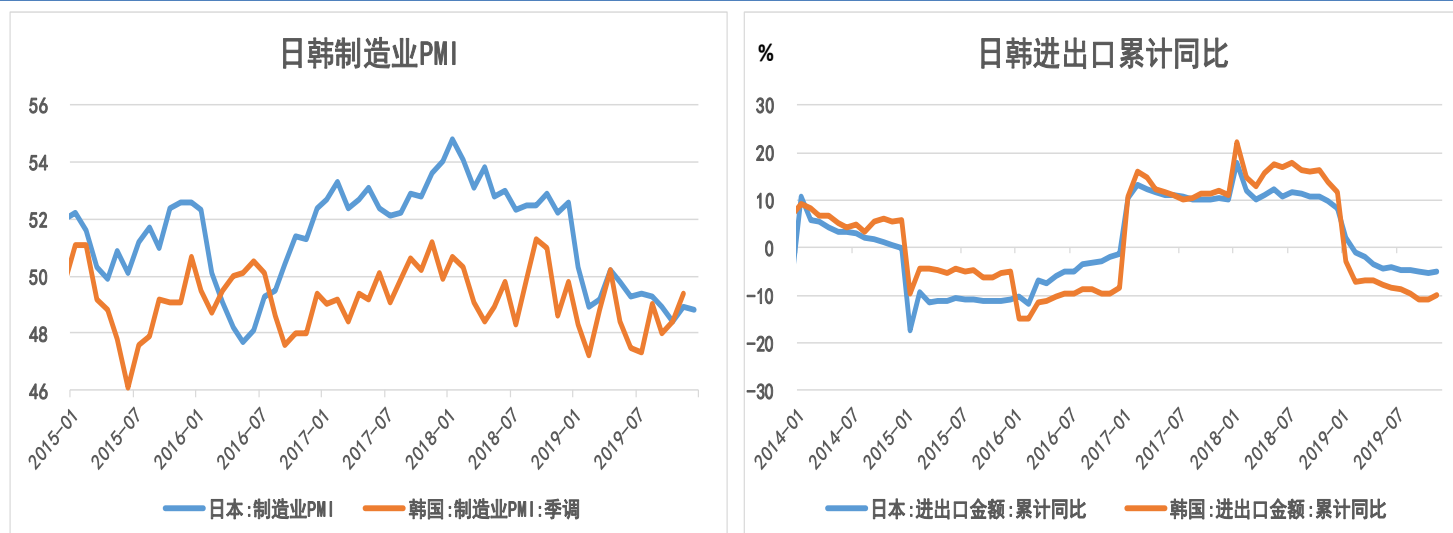


数据来源: Wind

(四) 日韩进出口下滑明显

受全球经济放缓以及贸易局势紧张影响,日韩制造业 PMI 持续在荣枯线下运行。12 月日本制造业 PMI48.8,连续 8 个月处于 50 荣枯线以下;11 月韩国制造业 PMI49.4,连续 7 个月处于 50 荣枯线以下。而最近全球主要经济体 PMI 有所回暖,日韩 PMI 同样有所企稳,但复苏力度仍有限;日韩进出口同样受拖累明显,今年 1-11 月日本进出口金额累计同比下滑 5.0%,较 1-10 月回升 0.2 个百分点;1-11 月韩国进出口金额累计同比下滑 10.1%,较 1-10 月回升 0.7 个百分点。作为全球贸易活跃度的晴雨表,日韩进出口金额的大幅下滑,反映出今年全球经贸形式不乐观,而年底进出口跌幅有所收窄,预示着全球贸易局势有所好转。

图 6 日韩 PMI 指数及出口数据



数据来源：Wind

（五）中美经贸摩擦出现缓和

自 2018 年 7 月份开始，中美双方互征关税，经贸摩擦持续升级。截至 2019 年 12 月，美国对中国约 2500 亿美元商品加征 25% 关税，对中国约 1200 亿美元商品加征 15% 关税（将下调至 7.5%），余下 1600 亿美元暂不加征关税；中国对美国约 500 亿美元商品加征 25% 关税，对 600 亿美元商品则加征 10-25% 不等关税。

今年 12 月，中美经贸谈判取得进展，双方经贸摩擦有所缓和。12 月 13 日晚间 11 点，国新办举行新闻发布会，宣布中美已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。同时，美方将分阶段取消对华产品加征关税，实现加征关税由升到降的转变；协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。目前，协议文本正在进行法律审核、翻译校对等程序；美方同步举行发布会通报中美谈判进展，从 USTR 声明来看，12 月 15 日对 1600 亿美元中国商品暂停加征关税，此前的 1200 亿美元商品关税由 15% 下调至 7.5%，另外 2500 亿美元商品关税则维持在 25% 不变。

受贸易摩擦缓和利好，短期市场情绪好转，而中长期来看中美双方或将继续维持谈谈打打局面，且 2020 年美国大选或将对双方谈判产生更复杂影响，全球贸易局势仍难言乐观。

图 7 中美经贸关系时间表

8. 23: 美国对约160亿美元中国商品加征关税 (25%)
8. 23: 中国对160亿美元美国商品加征关税 (25%)

5. 10: 美国对约2000亿美元中国商品关税由10%提升至25%
6. 1: 中国对600亿美元美国商品提升至10%、20%和25%

12. 13: 中美已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。12月15日的1600亿美元商品暂停加征关税，此前的1200亿美元商品关税由15%下调至7.5%，另外2500亿美元商品关税则维持在25%不变

2018

2019

7. 6: 美国对约340亿美元中国商品加征关税 (25%)
7. 6: 中国对340亿美元美国商品加征关税 (25%)

9. 24: 美国对约2000亿美元中国商品加征关税 (10%)
9. 24: 中国对600亿美元美国商品加征关税 (5%、10%)

9. 1: 美国对3000亿美元中国商品中的1200亿美元加征关税 (15%)
10. 11: 美国暂缓对中国2500亿美元商品提升关税 (此前计划由25%提升至30%)

12. 15: 中国对原计划于12月15日12时01分起加征关税的原产于美国的部分进口商品，暂不征收10%、5%关税，对原产于美国的汽车及零部件继续暂停加征关税。

数据来源：公开资料整理

(六) 全球经济展望

今年以来经济合作与发展组织(OECD)多次下调全球经济增长预期，其在最新发布的《OECD 经济展望》中预测，全球经济 2020 年仅能实现 2.9% 的增长，较该组织 9 月份预测下调了 0.1%；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。OECD 发出警告称，多边主义正面临威胁，货币政策和财政政策作用也许将大为削弱。该报告指出，关税分歧升级正损害国际贸易和投资，导致各国就业面临更大困难和风险；消费虽表现不错，但削弱迹象初显；汽车等固定资产投资过去几年出现大幅下滑。报告预测，今年全球商品和服务贸易总规模增速仅为 1%，将跌至 10 年新低，贸易分歧进一步升级，将扰乱全球供应链、打击市场信心、增加就业扩大和收入提高的难度。

表 1 全球主要经济体 GDP 增速(%)

国家/地区	2018	2019E	2020E	2021E
Argentina	-2.5	-3.0	-1.7	0.7
Australia	2.7	1.7	2.3	2.3
Brazil	1.1	0.8	1.7	1.8
Canada	1.9	1.5	1.6	1.7
France	1.7	1.3	1.2	1.2
Germany	1.5	0.6	0.4	0.9
India	6.8	5.8	6.2	6.4
Indonesia	5.2	5.0	5.0	5.1
Italy	0.7	0.2	0.4	0.5
Japan	0.8	1.0	0.6	0.7
Korea	2.7	2.0	2.3	2.3
Mexico	2.0	0.2	1.2	1.6
Russia	2.3	1.1	1.6	1.4

South Africa	0.7	0.5	1.2	1.3
Turkey	2.8	0.3	3.0	3.2
United Kingdom	1.4	1.2	1.0	1.2
China	6.6	6.2	5.7	5.5
United States	2.9	2.3	2.0	2.0
Euro area	1.9	1.2	1.1	1.2
OECD - Total	2.3	1.7	1.6	1.7
World	3.5	2.9	2.9	3.0

数据来源：OECD

为了应对全球经贸局势紧张及全球经济放缓的影响，今年以来美联储在内的全球央行积极采取宽松的货币政策，实际利率大幅下行。今年降息的央行已超过 30 家，主要以新兴市场国家为主，但不乏美国、欧元区、新西兰、澳大利亚等发达经济体。美联储年内进行三次“预防式”降息，10 月 15 日起每月购买 600 亿美元的短期国债，延长回购操作至 2020 年 1 月；欧洲央行年内降息 1 次，并宣布重启 QE，从 11 月起每月购债 200 亿欧元。

图 8 全球央行“降息潮”



数据来源：公开资料整理

展望 2020 年，今年美联储的三次降息行动将进一步传导至经济，且中美贸易摩擦缓和将减轻全球经济下行的压力，明年上半年全球经济形势有望得到好转。但前期全球经贸局势的持续升级已对经济造成不可逆影响，且中美间将大概率维持谈谈打打局面，货币政策和财政政策作用也许将大为削弱，因此综合来看 2020 年全球经济整体上仍将继续下行，但下行幅度较 2019 年将有所收窄。

三、基本面分析

（一）上游原料-铜精矿供应紧张局势未改

根据 ICSG (国际铜业研究组织) 数据显示, 1-8 月全球铜精矿产量 1343.2 万吨, 同比微增 0.5 万吨 (+0.04%)。而四季度, 智利国内暴乱不断, 虽然各大矿山均表示生产并未受到明显影响, 但港口罢工及道路破坏已影响到当地铜矿运输, 铜矿供应紧张局势未改。

2019 年新增铜矿项目 60 万吨左右, 但全球最大铜矿之一印尼 Grasberg 项目改为地下作业导致产量大幅下降, 影响产量约 28 万吨, 且全球矿山步入老龄化, 铜矿品位继续走低, 矿山供应干扰不断, 预计 2019 年铜精矿产量为 2051 万吨, 环比 2018 年下降 6.5 万吨, 降幅 0.3%。

图 9 2019 年全球铜精矿供应干扰不断

- 2019.1 波兰铜业集团 KGHM Rudna 铜矿遭遇 4.8 级地震。
- 2019.2 Codelco 旗下 Chuquibambilla 和 Salvador 矿山的冶炼厂将延迟至 3 月开启。
- 2019.2 秘鲁 Nueva Fuerabamba 社区封锁五矿资源 Las Bambas 铜矿运输道路。
- 2019.2 嘉能可计划在其刚果最大的铜钴矿之一 Mutanda 矿场削减产量。
- 2019.3 五矿资源公告 Las Bambas 铜矿运输道路被封锁 1 个月导致矿山减产。
- 2019.6 Codelco 旗下 Chuquibambilla 工会就新的劳资合同进行了为期 2 周的罢工。
- 2019.7 嘉能可(Glencore)旗下在刚果 Mudanta 铜钴矿发生塌方, 41 名矿工死亡。
- 2019.8 秘鲁环保组织反对政府批准南方铜业 Tia Maria 项目, 封锁通往马塔拉尼港, 自由港的 Cerro Verde、五矿 (MMG) 的 Las Bambas、嘉能可的 Antapaccay 和哈德湾矿业的 Constancia 都受到影响。
- 2019.9 五矿资源公告距离 Las Bambas 50 公里至 250 公里的 Cusco 地区 Chumbivilcas 省某些路段发生多处堵路, 进出矿山的道路通行受阻。
- 2019.10 智利安托法加斯塔旗舰矿山 Los Pelambres 铜矿因劳资合同问题发生罢工。
- 2019.10 智利安托法加斯塔矿业旗下智利 Antucoya 小型铜矿工会因劳资合同问题发生罢工。
- 2019.10 Teck 旗下 Carmen de Andacollo 铜矿因劳资合同问题计划罢工。
- 2019.10 智利发生全国性的大罢工, 包括 Coldecó、安托法加斯塔和英美资源旗下的多家矿山参与罢工。
- 2019.11 为了支持正在进行的抗议活动, 智利 9 个矿山和 8 个港口参加了罢工。Codelco 的 5 个矿山 (Chuquibambilla, Radomiro Tomic, Gabriela Mistral, Ministro Hales 和 Andina)、必和必拓的 Escondida 铜矿、Yamana Gold 的 El Peñón 矿山和 Anglo American 的 Los Bronces 和 Collahuasi 铜矿均参加了在智利北部的抗议活动。

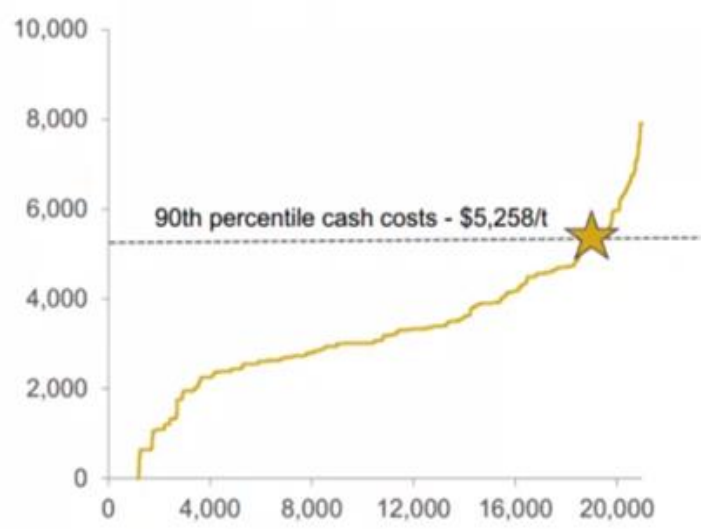
数据来源: 我的有色网, 公开数据整理

矿山的投产计划受矿山成本影响, 近年来随着矿山的设备改造升级, 且人力成本压缩幅度有限, 铜矿成本变化较小。根据 CRU 数据显示, 2019 年全球铜矿 90% 现金成本线在 5258 美元/吨左右。

据测算, 当铜价低于 5100 美元/吨时, 全球约有 10% 左右矿山将出现亏损; 而智利国内铜精矿由于品位下降、设备老旧等原因, 成本普遍高于全球平均成本约 500 美元/吨左右, 其成本在 5000 美金/吨附近, 而随着地面开采转入地下开采, 需要铜价在 5500 美元/吨以上才有经济效益; 我国铜矿山则由于品位较低等原因, 成本较其他地区高出 800 美元/吨左右。2017 年-2019 年铜价均值均在 6000 美元/吨以上, 在一定程度上刺激部分矿企进行投资扩产。

但自 2018 年下半年开始，受中美贸易摩擦影响铜价快速走低，铜价在 2019 年下半年更是持续运行在 5700 美元/吨附近，该不确定因素干扰在一定程度上打压未来矿企投资积极性。

图 10 2019 年全球矿山现金成本



数据来源：CRU

2020 年全球主要矿山新增投产量与 2019 年相当，在 50-60 万吨/年左右。随着全球各大矿山的扩产项目逐渐投产，铜矿供给在 2020 年将小幅提升。根据 SMM 数据，2020 年全球铜精矿产量约 2092 万吨，同比 2019 年增加 41.1 万吨，涨幅 2.0%。

与此同时，一方面全球铜矿品位不可避免的下降，另一方面智利国内政治局势仍未完全稳定，智利铜矿生产及运输随时有可能再次受到影响，因此，铜矿供应在 2020 年或稍有缓解，但供应紧张局面仍难言改善。

图 11 2018-2021 年境外新投产矿山

公司	项目	国家	产能（万吨）	启动时间
第一量子	Cobre Panama	巴拿马	<10	2019
嘉能可	Katanga 复产	刚果（金）	15	2018
南方铜业	Toquepala Expansion	秘鲁	4	2018
智利国家铜业	Chuiqicamata U/G	智利	37	2019
OZ 矿业	Carrapateena	澳大利亚	6	2019
自由港	LoneStar/Safford Project	美国	6	2020
南方铜业	Tia Maria	秘鲁	12	2020
力拓	Oyu Tolgoi Underground	蒙古	>50	2020
必和必拓	Spence Growth Option	智利	18.5	2020
安托法加斯塔	Los Pelambres Exp Ph 1	智利	5.5	2021
泰克资源	Quebrada Blanca 2	智利	30	2021
第一量子	Taca Taca	阿根廷	25	2021
紫金矿业	Kamoa	刚果（金）	30	2021

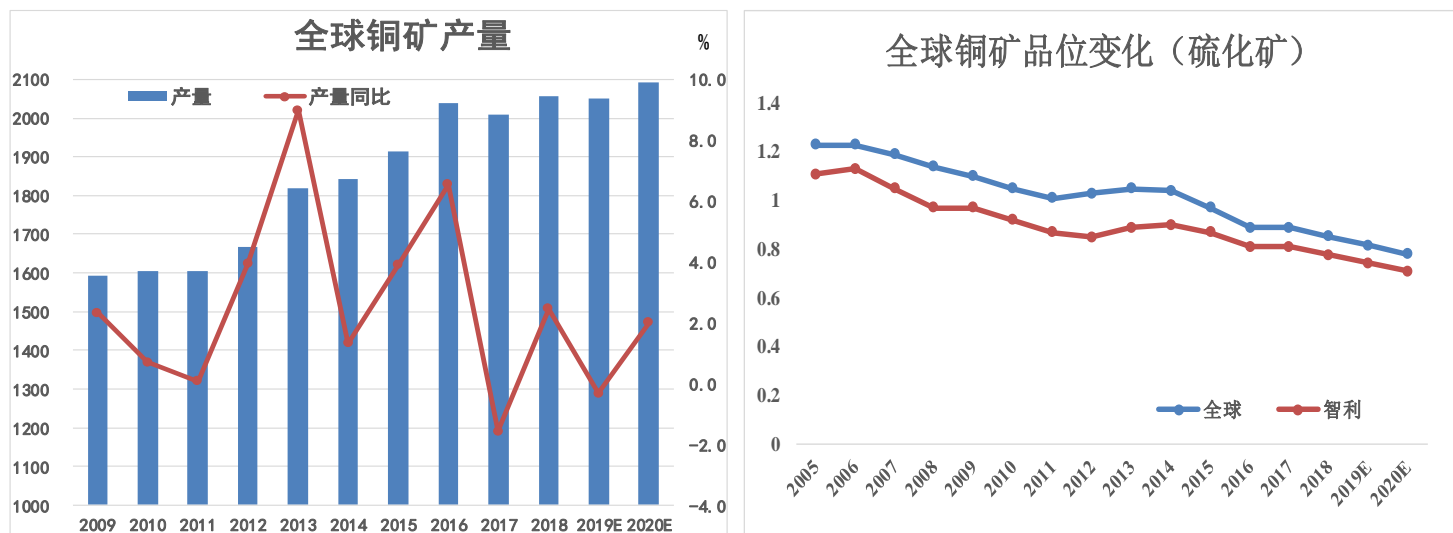
数据来源：百川盈孚

图 12 矿山变动情况统计(万吨)

项目名称	国家	所属公司	产量			增量		性质
			2018	2019E	2020E	2019E	2020E	
Cobre Panama	巴拿马	第一量子	0	16	28.5	16	12.7	投产
Chuquicamata	智利	智利铜业	33	34	34	1	0	投产
Toquepala	秘鲁	南方铜业	13	25.8	25.8	12.8	0	投产
Mirador	厄瓜多尔	铜陵有色	0	5.2	7.8	5.2	2.6	投产
Metalkol RTR	刚果(金)	欧亚资源集团	0	5.1	6.4	5.1	1.3	投产
Katanaga	刚果(金)	嘉能可	15	22	30	7	8	扩产
RTB Bor	塞尔维亚	紫金矿业	4	4	8	0	4	扩产
Bystrinskoe	俄国	俄诺里尔斯克镍业	4	5	6	1	1	扩产
Kolwezi	刚果(金)	紫金矿业	4.5	7.5	10	3	2.5	扩产
Carrapateena	澳大利亚	OZ 矿业	0	0.3	6.5	0.3	6.2	投产
Oyu Tologoi	蒙古	力拓	15.6	16	17	0.4	1	扩产
Highland Vally	加拿大	泰克资源	10.8	11.5	14.5	0.7	3	扩产
Candelaria	智利	伦丁矿业	13.5	15	15	1.5	0	
Centiuela	智利	安托法加斯塔	15.5	16.3	16.3	0.8	0	扩产
sentinel	赞比亚	第一量子公司	22.4	23	25	0.6	2	
Pilares	墨西哥	南方铜业	0	0	5.8	0	5.8	投产
Sulphide	智利	必和必拓	0	0	1.5	0	1.5	投产
Olympic Dam	澳大利亚	必和必拓	13.7	17.5	17.5	3.8	0	
合计			165	224	259.6	59	51.6	

数据来源：百川盈孚

图 13 全球铜精矿产量变化



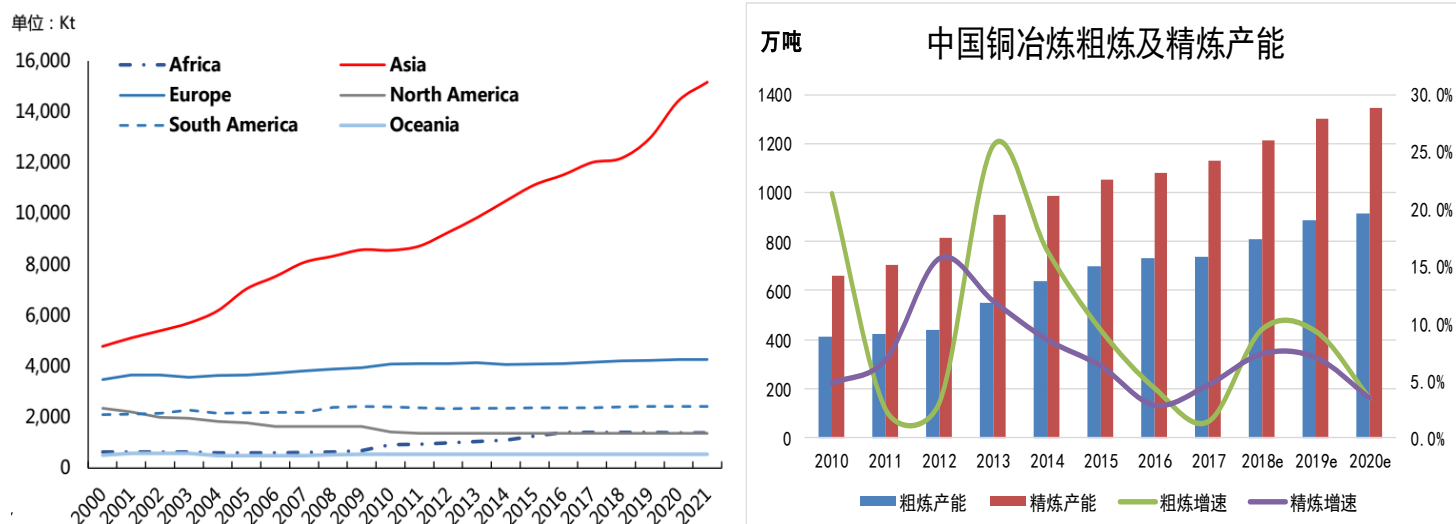
数据来源：ICSG, SMM, 公开数据整理

（二）中游冶炼-产能投放或受 TC 走低影响

1、全球冶炼产能：2019 年产能继续快速投放，2020 年新增产能有限

从全球冶炼产能扩张的分布来看，近几年全球铜冶炼新建项目基本集中在亚洲。根据 ICSG 数据，至 2020 年亚洲地区铜冶炼产能将达到 1400 万吨/年以上，占全球铜冶炼产能 50%。而亚洲地区产能增长主要来自中国，2013 年至 2018 年，中国铜精炼产能由 896 万吨增长至 1213 万吨，年均增长 63.4 万吨，年复合增长率达到 6.2%。近两年，受益于 2014-2017 年铜精矿 TC/RC 处于高位推动及国内提升电解铜端自给率需求，国内冶炼产能进入投产高峰期，2018 年及 2019 年精炼铜产能增速分别达到 83 万吨（+7.3%）和 85 万吨（7.0%）。

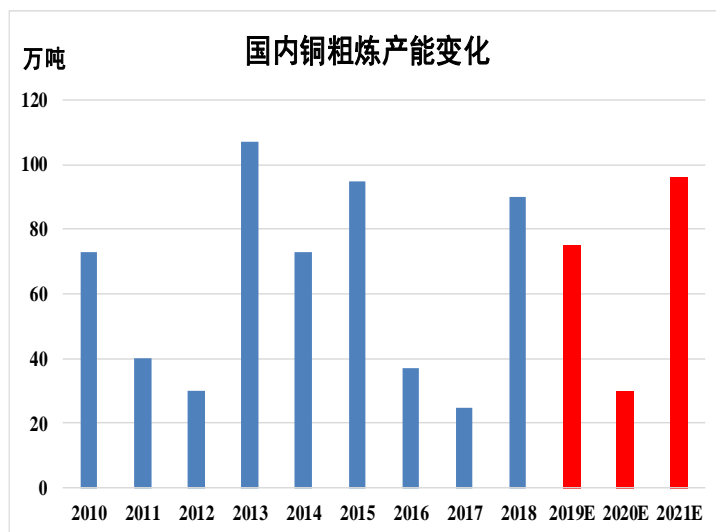
图 14 全球精炼铜产能变化



数据来源：SMM，ICSG

2019 年国内铜冶炼产能继续快速投产，主要新投产项目包括赤峰云铜、广西南国铜业和黑龙江紫金铜业等，年内粗炼产能及精炼产能新增量分别达到 75 万吨/年和 85 万吨/年；2020 年国内铜冶炼产能继续增长，但增速下滑，主要新投产项目包括赤峰金剑、紫金铜业（福建）、铜陵有色等，预计粗炼产能及精炼产能新增量分别为 35 万吨/年和 45 万吨/年，新增产能投产主要集中在下半年，且具体投产进展仍会受加工费变化影响。

图 15 国内粗铜产能变化



数据来源：SMM，ICSG

表 2 国内铜冶炼产能变化

公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原料	投产年月
中国黄金（三门峡）	0	15	铜精矿	2018年1月
中铝东南铜业有限公司	40	40	铜精矿	2018年8月
国投金城冶金有限责任公司	10	10	铜精矿	2018年9月
新金昌冶炼厂	20	10	铜精矿	2018年5月
豫光金铅	0	3	铜精矿	2018年5月
山东恒邦股份有限公司	10	0	铜精矿	2018年8月
西矿青海铜业有限公司	10	10	铜精矿	2018年5月底
2018年Total	90	88		
赤峰云铜	30	30	铜精矿	2019年5/12月
广西南国铜业有限公司	30	30	阳极铜/铜精矿	2019年4月
山东恒邦股份有限公司	0	10	铜精矿	2019年下半年
黑龙江紫金铜业有限公司	15	15	铜精矿	2019年8月
2019年Total	75	85		
兰溪市自立环保科技有限公司	0	10	废杂铜/阳极铜	2020年6月
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020年8月
铜陵有色（奥炉）	0	15	铜精矿	2020年下半年
紫金铜业有限公司（福建）	10	10	铜精矿	2020年11月
2020年Total	30	45		
中条山有色金属集团有限公司	18	18	铜精矿	2021
五矿铜业(湖南)有限公司	20	20	铜精矿	2021
大冶有色	40	40	铜精矿	2021
山东烟台国润铜业	18	18	铜精矿	2021
2021年Total	96	96		
新疆五鑫铜业有限公司	10	10	铜精矿	尚不明确
瑞昌西矿铜业有限公司	20	20	铜精矿	尚不明确
广西南国铜业有限公司	20	20	铜精矿	尚不明确
湖南宝山铜业	15	15	铜精矿	尚不明确
中国黄金（满洲里）	10	10	铜精矿	尚不明确
Total	75	75		

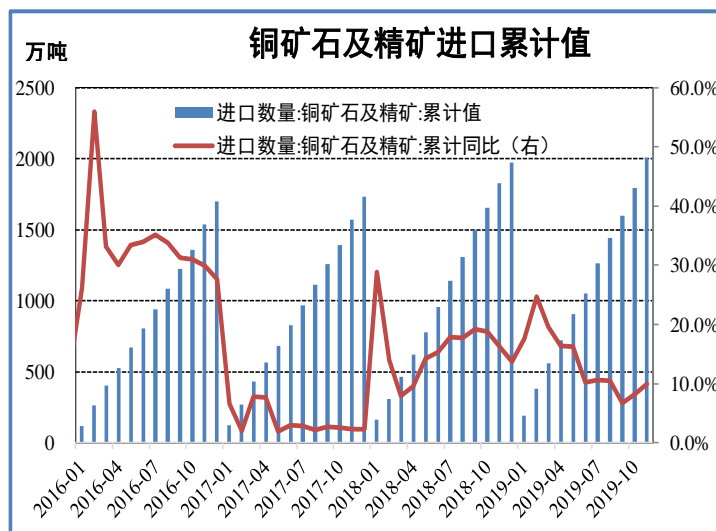
数据来源：SMM，公开资料整理

2、铜冶炼加工费 TC/RC

如前所述，2019 年铜矿新增项目有限，而年内矿端干扰不断，全球铜精矿产量预计下滑 0.3%。而国内铜冶炼项目继续大量投产，铜精矿进口维持高位，今年 1-11 月我国进口铜矿石及精矿同比增长 10.0%。在矿端趋紧而需求端继续释放情况下，铜精矿现货 TC 持续走低。

2019 年发往中国铜矿的长单 TC/RC 为 80.8 美元/吨和 8.08 美分/磅，但今年铜精矿现货 TC 费用持续走低，TC 费用由年初的 92 美元/吨下滑至年底的 55.5 美元/吨，年度均值为 64.6 美元/吨，环比下降 22.9%。

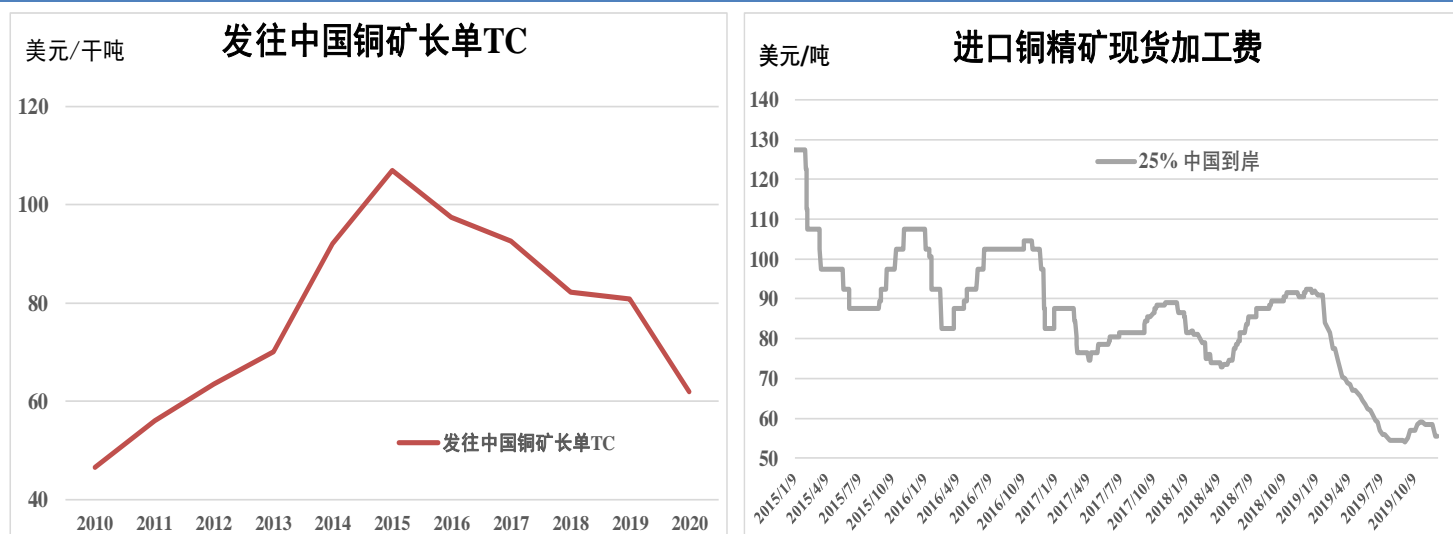
图 16 铜精矿进口累积值及同比



数据来源：Wind

2020 年全球铜精矿维持低增长态势，且矿石品位下降及矿端干扰率提升使得供应端仍面临较大不确定性。而国内铜冶炼产能继续稳步投产，2020 年铜矿供应紧张局面仍难言改善。2019 年 11 月亚洲铜会期间，江铜、铜陵、中铜与 Freeport 确定了 2020 年 TC 长单价格为 62 美元/吨，较 2018 年的 80.8 美元/吨下降 18.8 美元/吨，创下 2012 年以来的新低点。

图 17 进口铜精矿长单 TC 及现货 TC

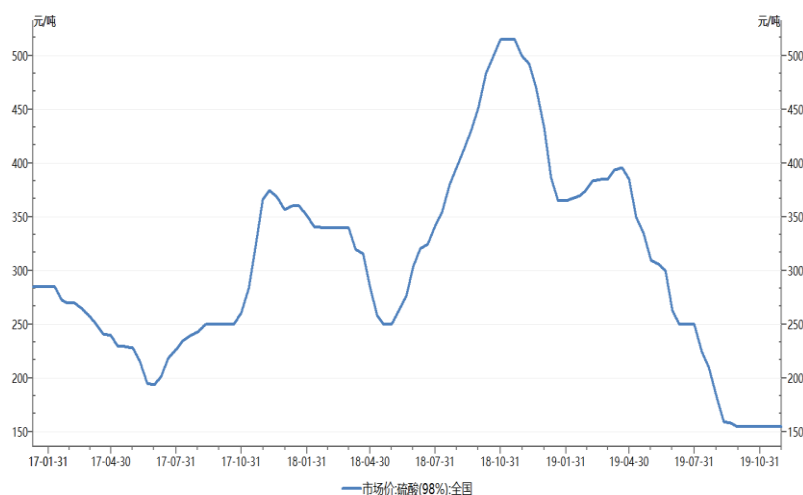


数据来源：Wind，SMM

据了解，中国冶炼厂加工费盈亏平衡点在 55-75 美元/吨，取中间值为 65 美元/吨。2019 年铜精矿长单 TC 仍维持在 80 美元/吨以上，因此虽然铜矿现货持续走低并跌至 55 美元/吨，但在长单保障情况下，冶炼厂仍有一定利润空间。而 2020 年长单 TC 仅 62 美元/吨，且铜精矿现货 TC 持续走低，叠加硫酸价格已跌至 2013 年来新低，2020 年冶炼厂将面临较大的经营压力，预计新产能投产将受到影响，且冶炼厂减停产产能较往年将出现明显增长。

图 18 国内硫酸价格变化

硫酸价格

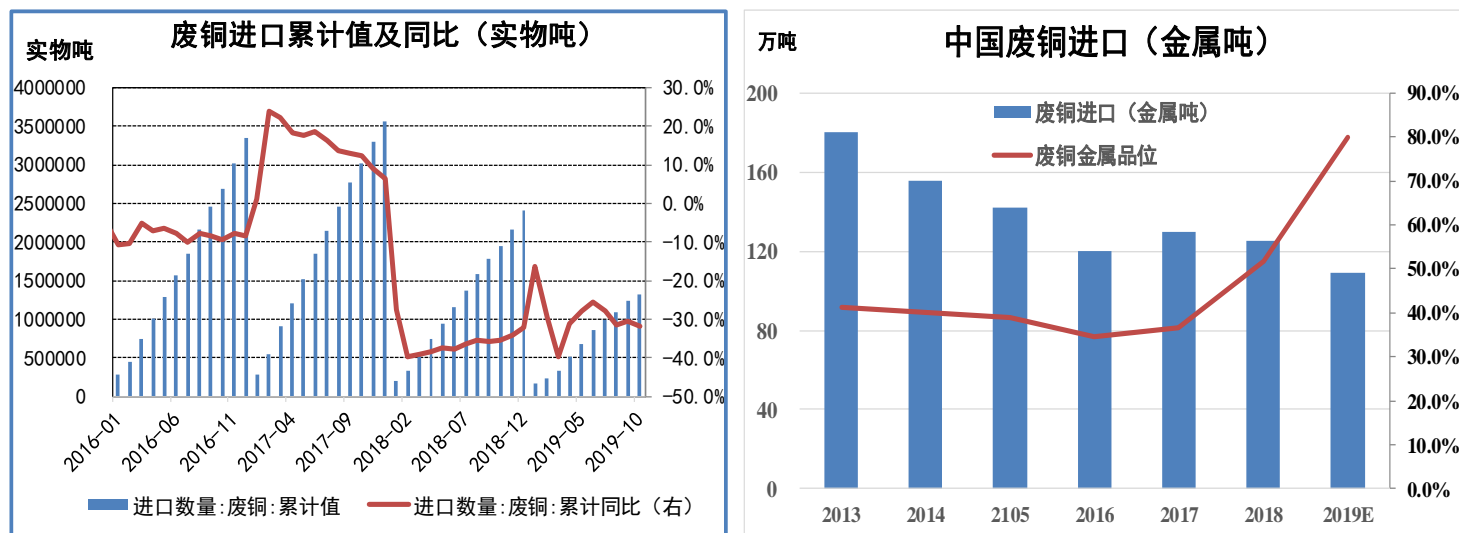


数据来源: Wind

3、废铜供应影响

近年来,我国对进口废铜政策不断收紧。自2017年7月开始,国内政策紧密出台要求加强对固体废物进口管理,2018年逐渐限制“七类”废铜(包括废电线、废电机马达,散装废五金)进口,进口废铜总实物量减少32.2%,但“六类”废铜比例增加,进口废铜品位由2017年的37%抬升至2018年的52%,金属量仅减少4万吨左右。

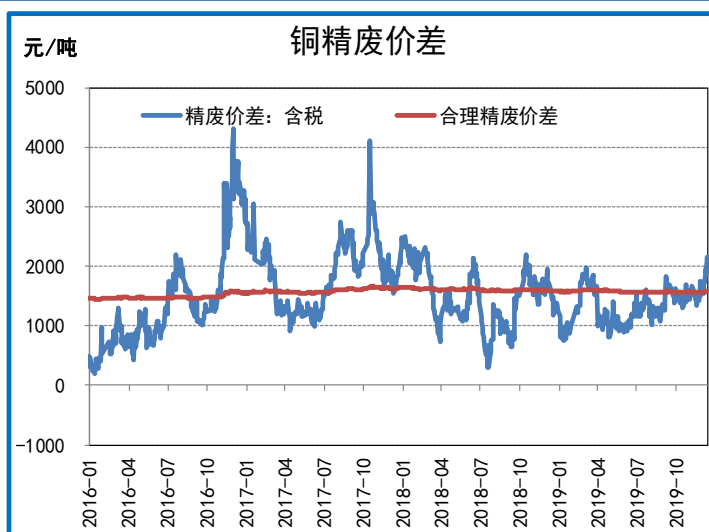
图 19 废铜进口量变化



数据来源: Wind, SMM

2019年1月1日开始,“七类”废铜禁止进口。且自2019年7月1日开始,“六类”废铜由《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》,废铜进口继续快速下滑。今年1-10月,我国累计进口废铜132.2万吨,同比去年同期下降32.0%。与此同时,废铜品位则由52%进一步提升至80%左右,预计2019年全年废铜进口为109万金属吨,较2018年下降16.4万吨,降幅13.1%。整体上,2019年废铜进口量降幅有限,且年内铜精废价差持续低位运行,废铜消费同样表现疲软,废铜端并未出现明显缺口。

图 20 再生铜产量占比及精废价差



数据来源: Wind

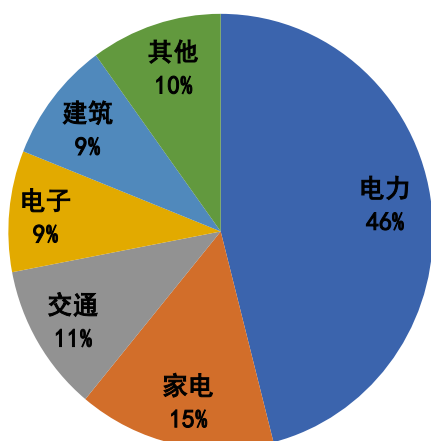
此外，根据 2018 年 6 月国务院公布的《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，在固体废物污染防治方面，“全面禁止洋垃圾入境，严厉打击走私，大幅减少固体废物进口种类和数量，力争 2020 年年底基本实现固体废物零进口”，这意味着“六类”废铜在 2020 年年底也将被禁止进口。据悉，当前有关部门正在制定回收铜、回收铝质量标准，试图将部分废铜和废铝从固废类调整到资源类，从而可继续进口至国内。考虑到“六类”废铜品位较高，可直接流向再生铜冶炼厂及合金加工厂，“六类”废铜有较大可能从固废类剥离，废铜政策收紧对“六类”废铜的进口影响会下降。

(三) 铜下游消费

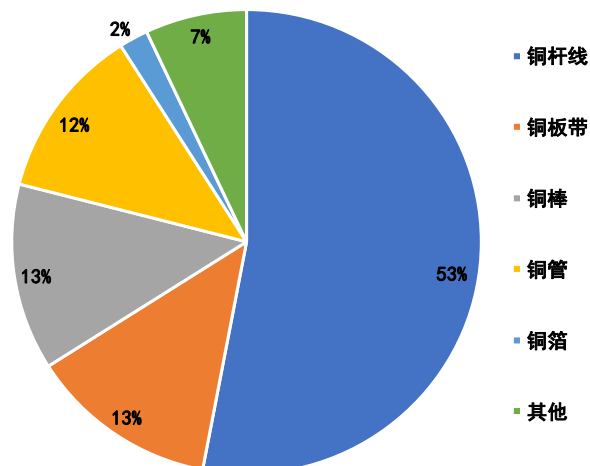
中国铜消费量快速增长，目前国内铜消费占全球铜消费总量约 49%，且近年来铜消费增量主要来自中国，因此分析国内铜下游消费具有较大代表性意义；国内主要铜消费领域包括，电力方面用铜占 46%左右；家电领域用铜量占比 15%；交通运输领域铜消费占比 11%，建筑领域铜消费占比 9%左右。

图 21 中国铜消费结构

中国铜消费结构



铜材初级消费结构



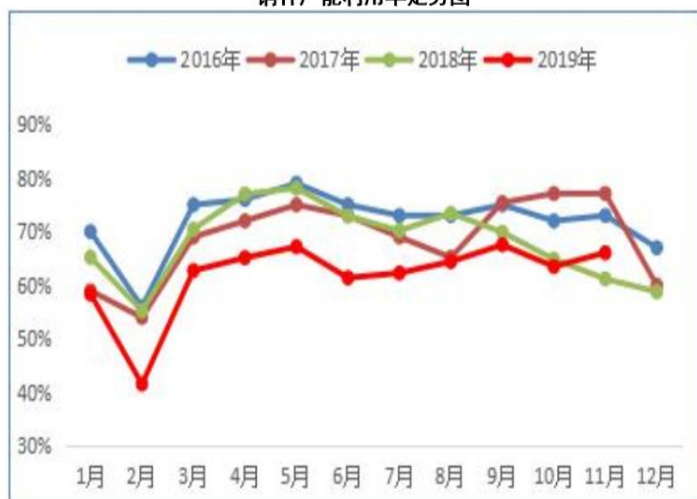
数据来源：Wind

1、下游铜材企业开工率

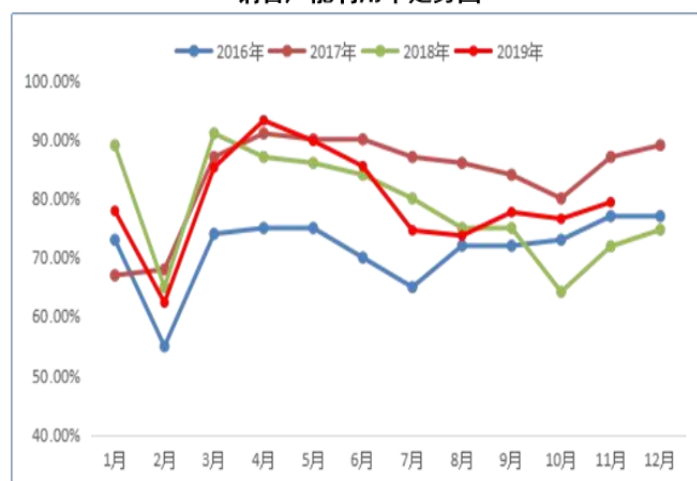
下游铜材企业开工率中：铜杆方面，受今年电网投资大幅不及预期影响，铜杆企业开工率下滑明显，2019 年 1-11 月铜杆开工率明显低于往年同期水平；铜管方面，今年空调行业表现一般，铜管产能利用率较去年相当，四季度国内经济数据有所好转，开工率较 2018 年出现明显回暖；铜棒方面，2019 年 1-11 月开工率整体不及 2017 年和 2018 年，反映出家电市场消费相对低迷；铜板方面，今年 1-8 月铜板企业开工率整体低于 2018 年，而 9-11 月开工率则明显高于 2018 年同期水平。

图 22 铜材企业开工率

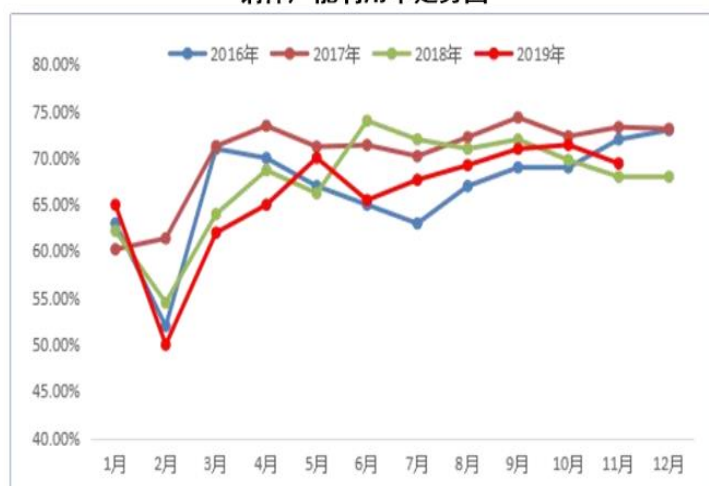
铜杆产能利用率走势图



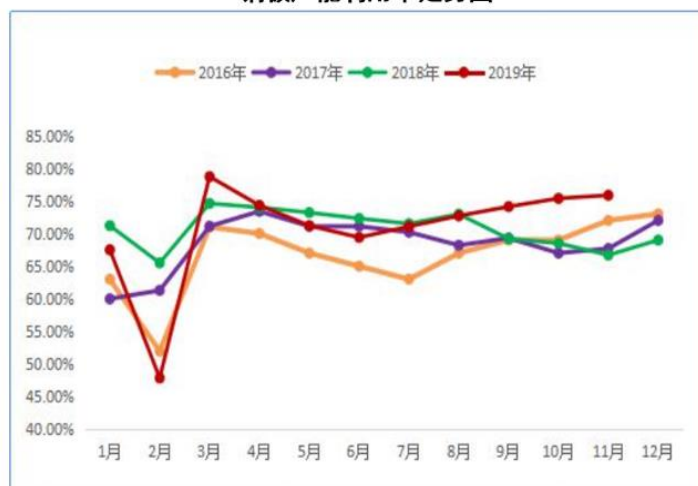
铜管产能利用率走势图



铜棒产能利用率走势图



铜板产能利用率走势图



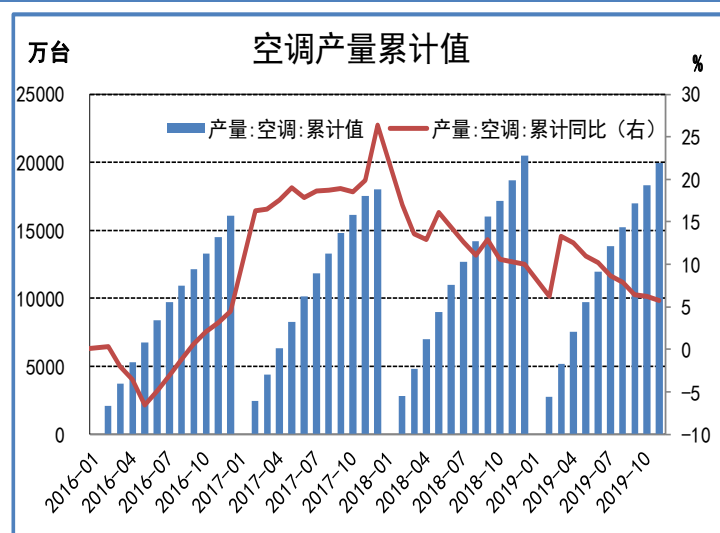
数据来源：我的有色网

2、家电行业铜消费情况

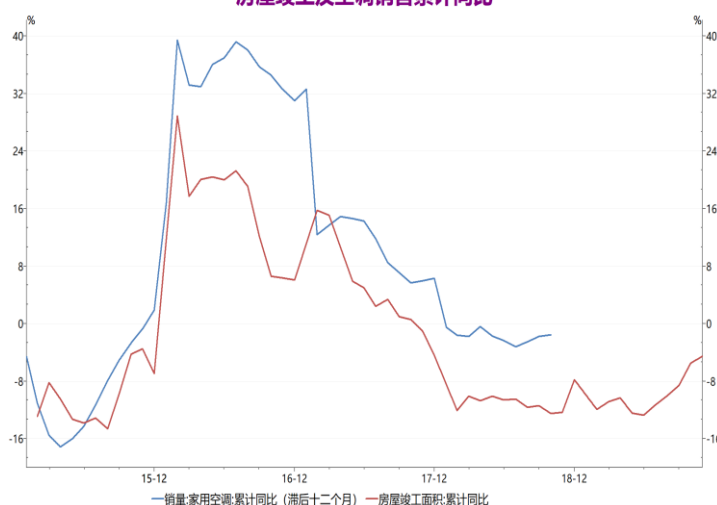
空调方面，2019年1-11月，全国空调产量为19956.1万台，累计同比增长5.8%，增速继续下滑。一般而言，空调销量较房屋竣工增速滞后约12个月时间，而从今年房屋竣工增速来看，预计2020上半年空调销量将继续下滑，下半年有望企稳回升；而今年以来空调产销量有所分化，导致空调库存居高不下，在空调库存仍处高位情况下，预计空调产量增速也将受到销量拖累继续走低。

预计2019年空调产量增速在6%左右，空调用铜量平均5.5-6.5kg/台，估算2019年空调用铜量为130.9万吨，较2018年增加8.0万吨左右。

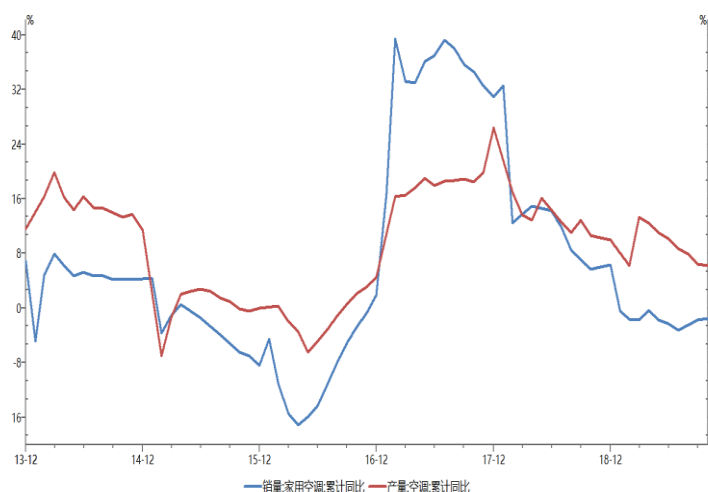
图 23 国内空调产量及库存



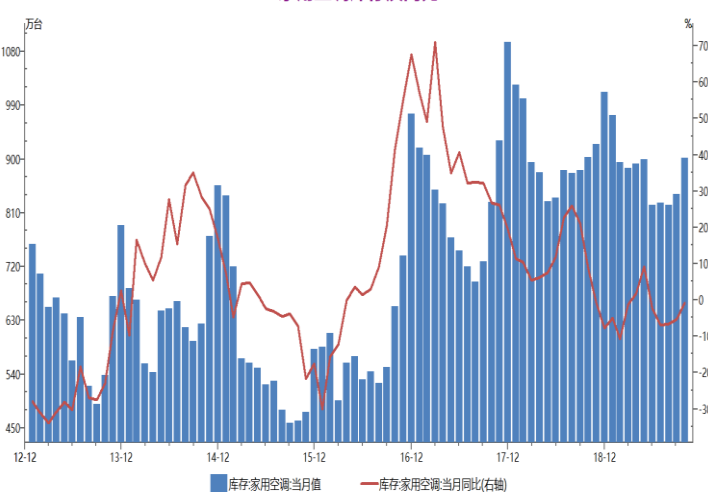
房屋竣工及空调销售累计同比



空调产量及销量累计同比



家用空调库存及同比

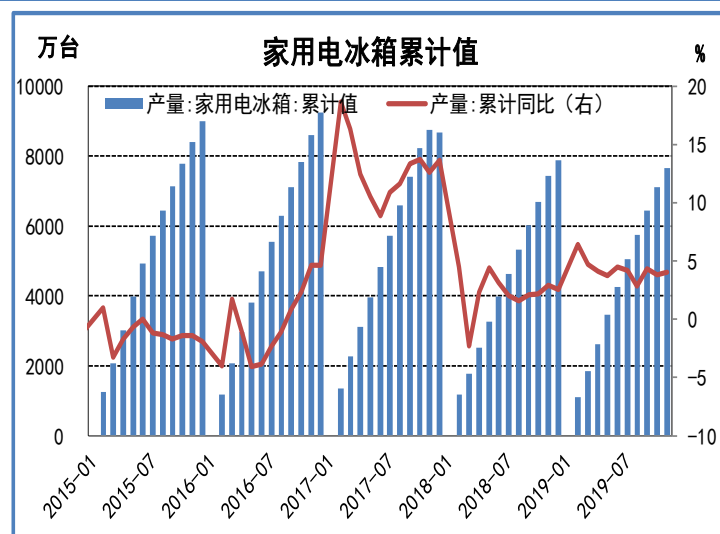


数据来源：Wind

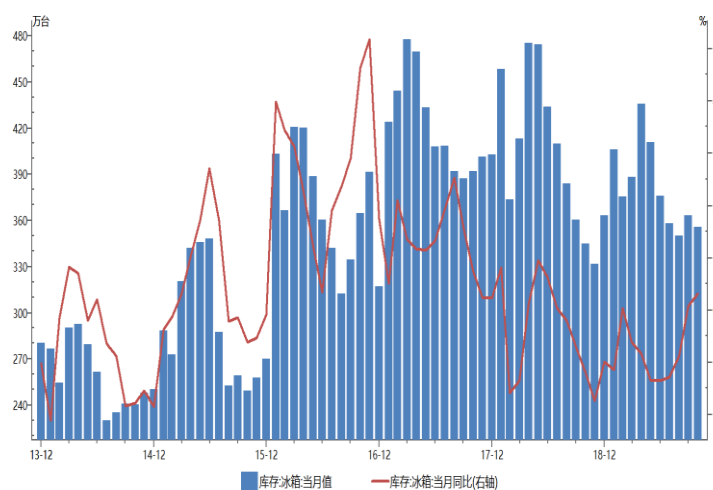
冰箱方面，2019 年 1-11 月，全国冰箱产量为 7657 万台，累计同比 4.0%。与空调相似，冰箱库存同样处于相对高位，2019 年冰箱产量增速较去年小幅提高。

预计 2019 年冰箱产量增速在 4.0% 左右，冰箱用铜量平均 3.0kg/台，估算 2019 年冰箱用铜量为 25.2 万吨，较 2018 年增加 1.6 万吨左右。

图 24 国内冰箱产量及库存



冰箱库存及同比



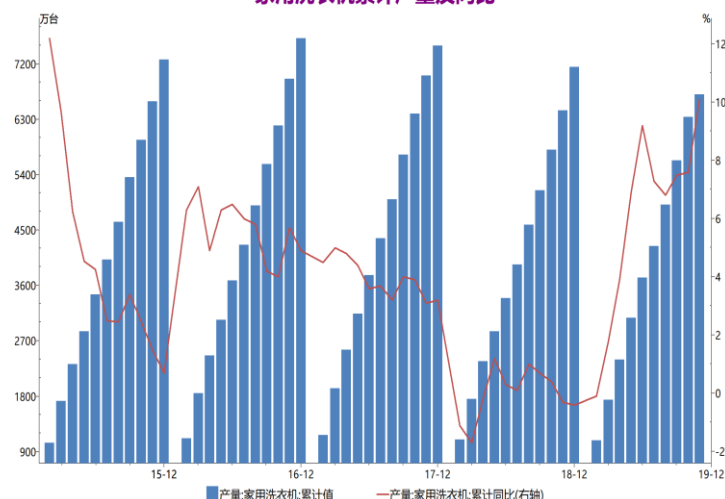
数据来源：Wind

洗衣机方面，2019 年 1-11 月，全国洗衣机产量为 6710 万台，累计同比上涨 10.1%。洗衣机库存仍处于相对低位，预计后续产量仍可保持较高增速。

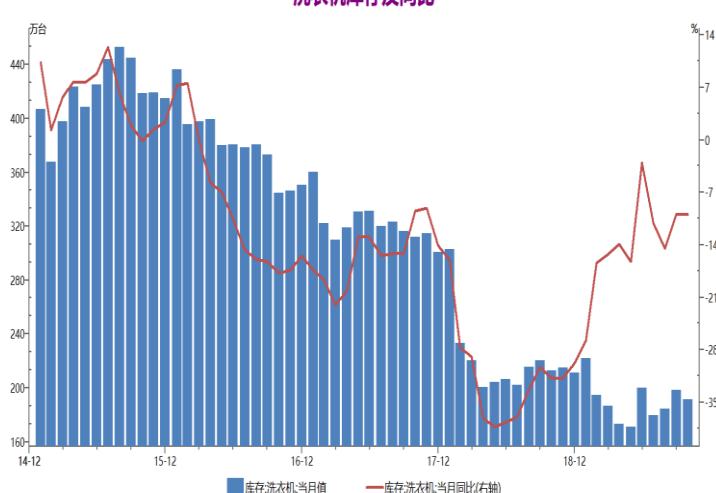
预计 2019 年洗衣机产量较 2018 年同比增长 10% 左右，洗衣机用铜量平均 0.5kg/台，估算 2019 年洗衣机用铜量为 3.9 万吨，较 2018 年增加 0.3 万吨。

图 25 国内洗衣机产量及库存

家用洗衣机累计产量及同比



洗衣机库存及同比



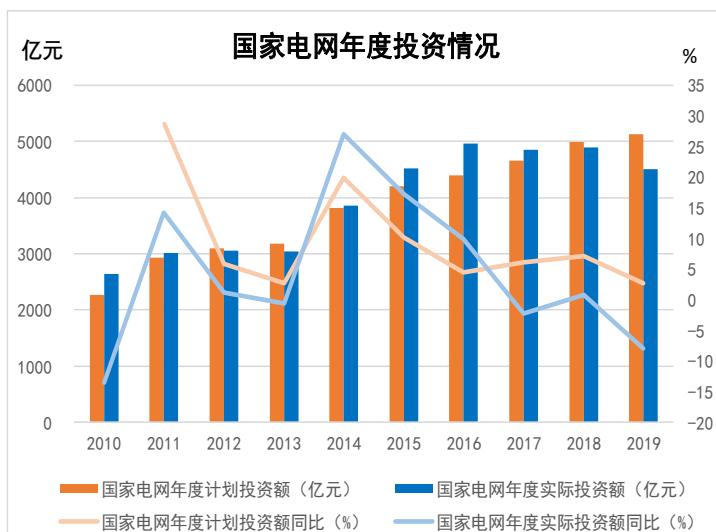
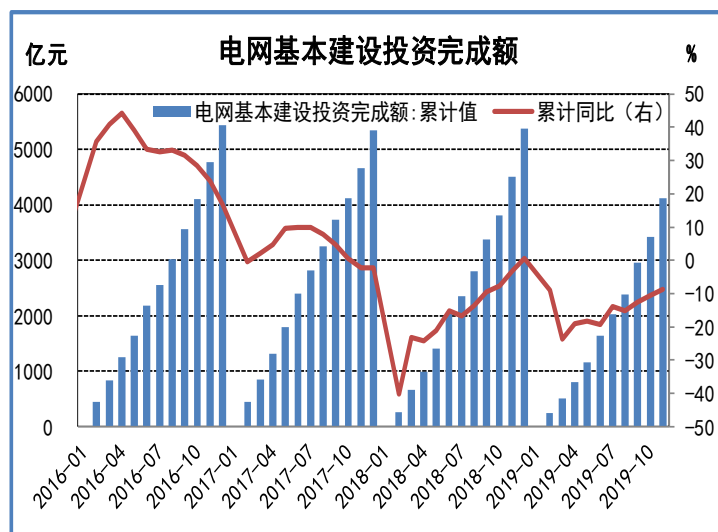
数据来源：Wind

整体来看，2019 年空调新增铜用量 8.0 万吨，冰箱新增铜用量 1.6 万吨，洗衣机用铜量增加 0.3 万吨；2019 年主要家电铜用量 160 万吨，同比 2018 年增加约 10 万吨；而从 2019 年的产量增速以及库存情况来看，预计 2020 年家电用铜增量较 2019 年持平或小幅增长。

3、电网投资

2019 年国内电网投资完成额回落明显，1-11 月累计完成额 4116 亿元，累计同比下滑 8.8%，下滑幅度有所收窄，但较去年同期仍大幅下滑。此外，12 月 20 日，国家电网对外发布了 2019 年电网投资建设情况，国家电网 2019 年预计完成电网投资 4500 亿元左右，比 2018 年实际完成额 4889 亿元下降了 8% 左右，比 2019 年预算投资 5126 亿元压减了 12% 左右。

图 26 电网基本建设累计投资完成额



数据来源：Wind，SMM

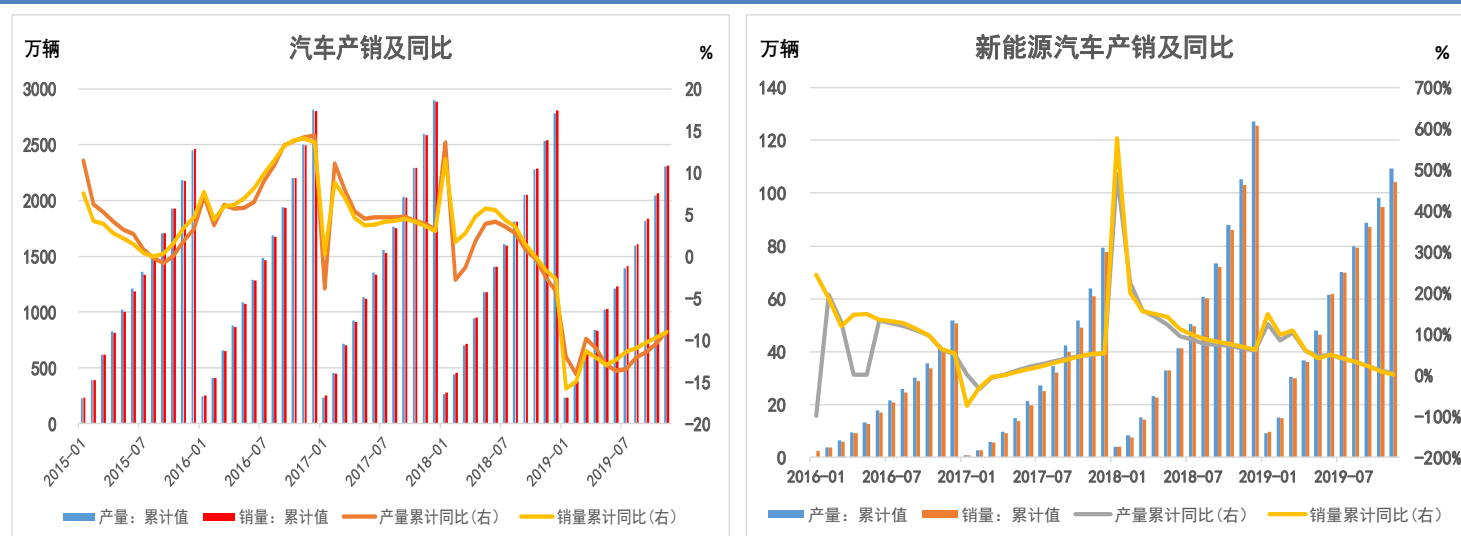
11月22日，国家电网公司发布《关于进一步严格控制电网投资的通知》，要求充分认识严控电网投资的重要性和紧迫性；以产出定投入，严控电网投资规模；狠抓亏损治理，亏损单位不再新增投资；聚焦效率效益，加强电网投资管理。结合2019年国家电网投资完成额较2018年完成额下降约400亿元来看，预计2020年电网投资额延续稳中有降趋势，投资额在4100-4200亿元左右，降幅7-9%。

4、汽车行业

2019年传统汽车行业产销同比均明显下滑，但下滑年内下滑幅度持续收窄。2019年1-11月汽车产销分别为2303.8万辆和2311万辆，分别同比下降9.0%和9.1%；从当前增速来看，2019年汽车产量预计下滑8%左右，按传统汽车用铜量30-35kg/辆，预计2019年汽车用铜量约为89.5万吨，较2018年下降约8万吨。

根据中汽协预计，2020年中国汽车市场全年销量2531万辆，同比下滑2%，汽车市场有望在2022年回暖。可以看出2020年汽车下滑幅度继续收窄，其对铜消费拖累将有所缓解。

图 27 传统汽车与新能源汽车产量



数据来源：Wind

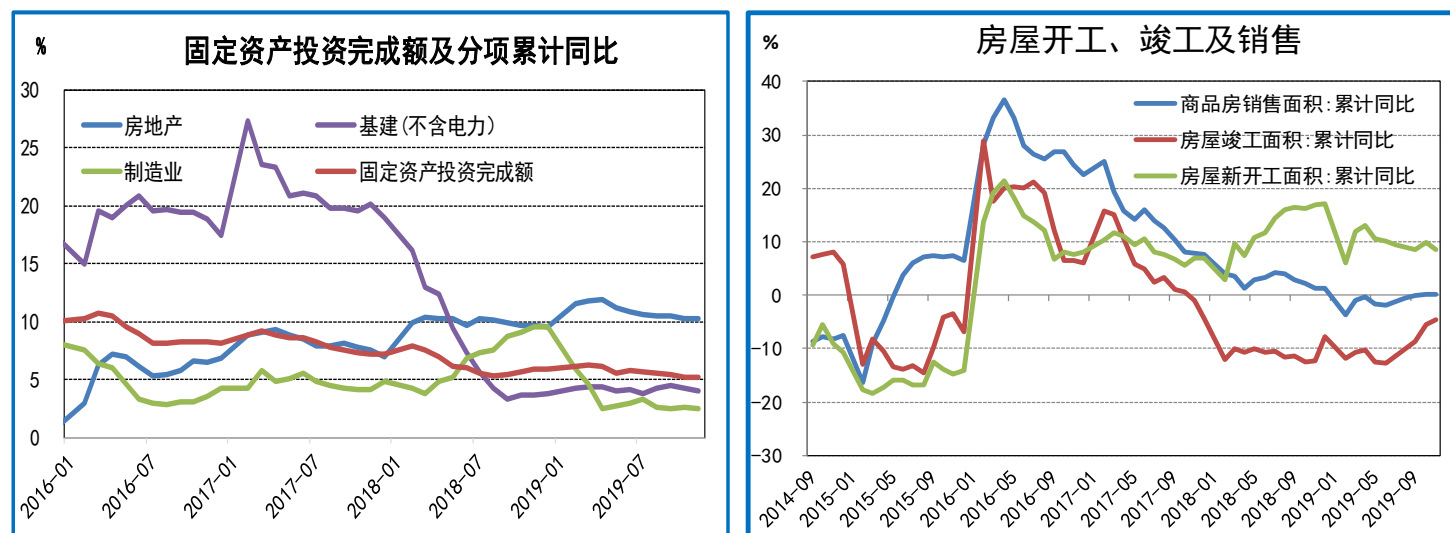
与此同时，新能源汽车表现同样低迷，2019年1-11月，新能源汽车产销分别为109.3万辆和104.3万辆，分别同比增长3.6%和1.3%；新能源汽车用铜量70-80kg/量，预计2019年新能源汽车铜用量为9.53万吨，与2018年基本持平；由于2019年6月份新能源汽车补贴出现退坡，新能源产销同比连续四个月下跌，而在2020年汽车整体仍偏低迷情况下，预计2020年新能源汽车产销也难有改善预期，如果没有新的鼓励政策出台，预计产销量与2019年相当。

5、固投及房地产

2019年1-11月，固定资产投资完成额累计同比增长5.2%，较去年同期下滑0.7个百分点；分项来看，今年房地产投资继续保持较高增速，达到10.2%，较去年同期提高0.5个百分点。但自年初开始房产投资增速持续下滑，

且中央多次申明“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，预计未来房地产投资仍面临较大下行压力；制造业投资下滑明显，1-11月增速为2.5%，较去年同期下滑7个百分点，对固投增速拖累明显；基建投资逐步回暖，1-11月增速为4.0%，较去年同期提高0.3个百分点，但较前三季度下降0.5个百分点。而年底中央政治会议中再次提及加强基础设施建设，释放稳增长信号，且政府出台一系列解决融资问题，预计基建投资增速有望在明年逐步发力。综合来看，预计明年房地产增速下行压力仍较大，基建有望在明年出现明显改善，而制造业则受全球贸易局势影响明显难有较大起色，整体上明年固投增速或将延续稳中趋降走势。

图 28 固投及房地产投资



数据来源：Wind

2019年1-11月，房屋新开工累计同比8.6%，房屋竣工累计同比-4.5%，新开工与竣工剪刀差持续收窄，而二者剪刀差的收窄将导致施工面积的下降，进而拖累房地产投资完成额增速；房屋销售面积累计同比0.2%，销售增速有所好转，但较去年同期仍下降1.2个百分点，而在房产调控影响下，预计房屋销售面积仍难有起色。

（四）铜供需平衡

1、国内外铜供需情况

2019年全球精炼铜产量增长有限，增速约1.8%，而需求端增速低至1%，全球精铜供给短缺幅度有所收窄；展望2020年，全球精铜产量增长仍维持低位，预计增量在40万吨左右。消费端需求持续低迷，增量在30万吨左右，预计2020年全球铜供应出现小幅过剩。

图 29 精炼铜供需平衡表

年份		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
供给	中国	783	830.3	873	900	942	1000
	海外	1491.5	1477.9	1457.3	1472.7	1470.1	1466.1
	全球	2274.5	2308.2	2330.3	2372.7	2412.1	2466.1
	同比	3.39%	1.48%	0.96%	1.82%	1.66%	2.24%
需求	中国	1067.8	1105.4	1199	1188	1199	1213

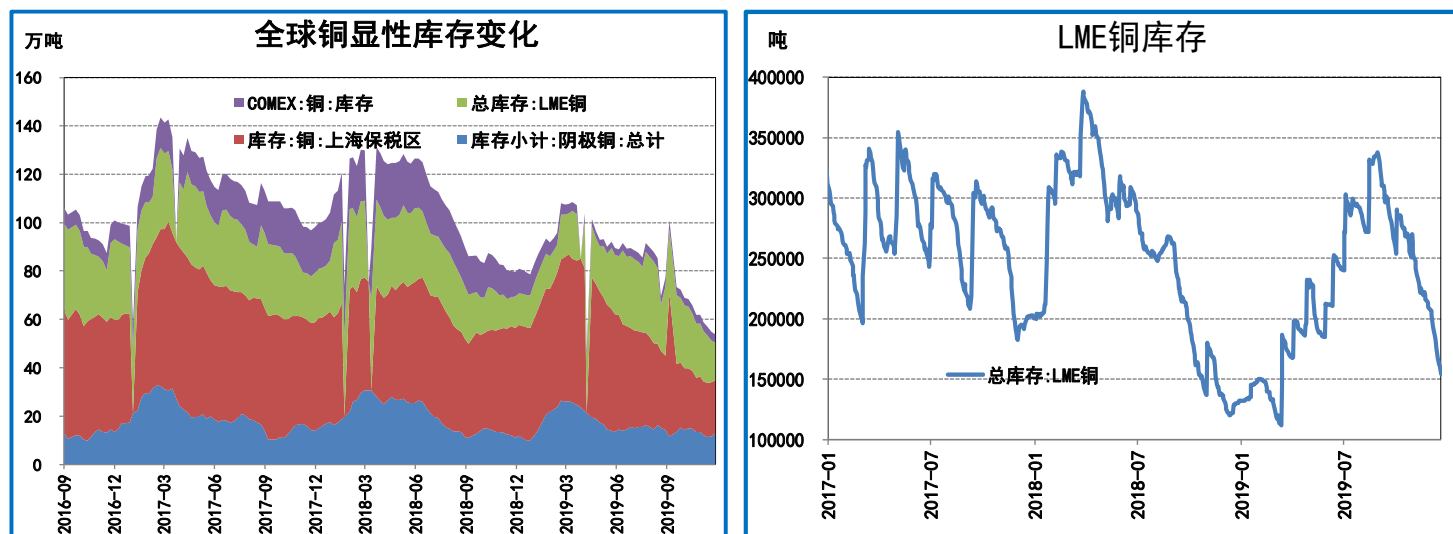
供需平衡	海外	1189.1	1198.9	1151.1	1185.9	1204.1	1219
	全球	2256.9	2304.3	2350.1	2373.9	2403.1	2432
	同比	2.93%	2.10%	1.99%	1.01%	1.23%	1.20%
	中国	-284.8	-275.1	-326	-288	-257	-213
	海外	302.4	279	306.2	286.8	266	247.1
	全球	17.6	3.9	-19.8	-1.2	9	34.1

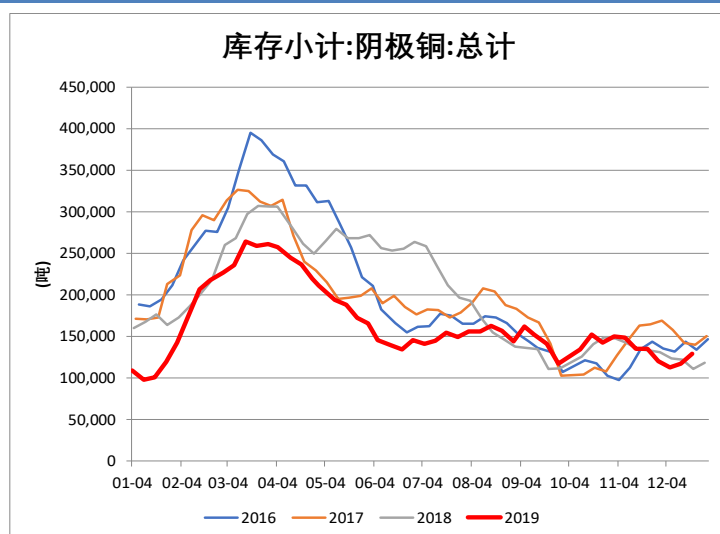
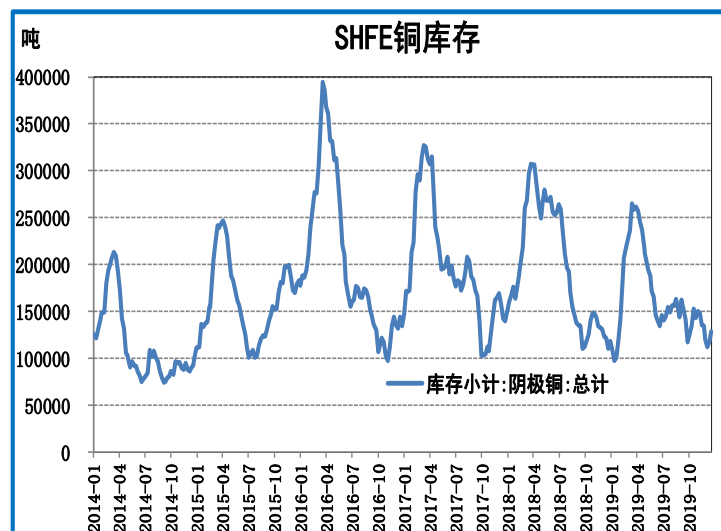
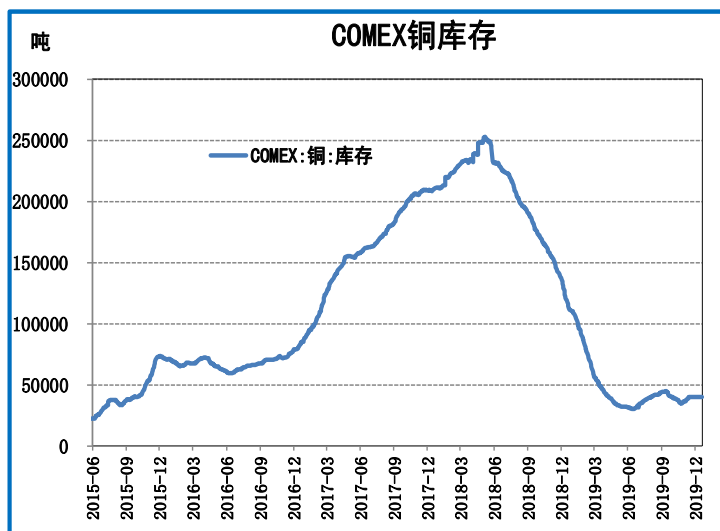
数据来源：SMM, Wood Mackenzie

2、全球铜显性库存

2018 年，受精铜对废铜替代、铜矿趋紧、加工费下滑等因素影响，精铜库存继续明显下滑，库存处于历史低位水平。截至 2018 年 12 月 20 日，全球铜显性库存 53.9 万吨，较 2018 年底同比大幅下降 26.2 万吨，降幅 32.7%。其中，1) LME 铜库存为 15.5 万吨，同比上涨 3.3 万吨（+27.4%），但库存仍处于历史相对低位，且近期现货贴水明显，四季度库存快速下滑；2) COMEX 铜库存为 3.6 万吨，同比下降 7.3 万吨（-66.7%），库存持续处于历史低位；3) 上期所铜库存 12.9 万吨，同比上涨 0.68 万吨（+5.6%），一季度为铜消费季节性淡季，铜库存存在累库压力；4) 上海保税区库存为 21.9 万吨，同比下降 22.9 万吨（-51.1%），今年二三季度铜进口窗口长时间打开，保税区铜库存持续流入国内，库存下降明显。

图 30 全球铜显性库存变化





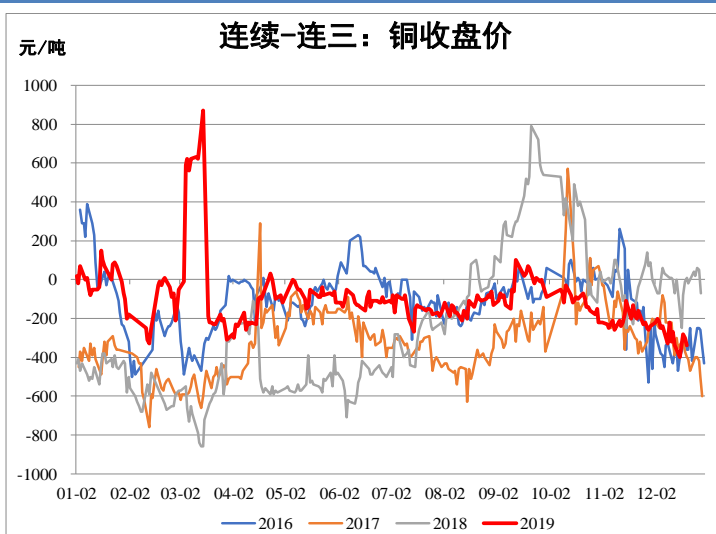
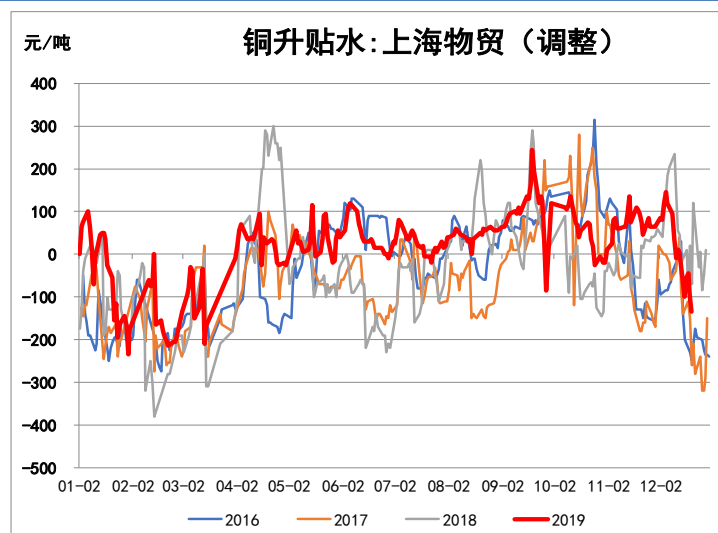
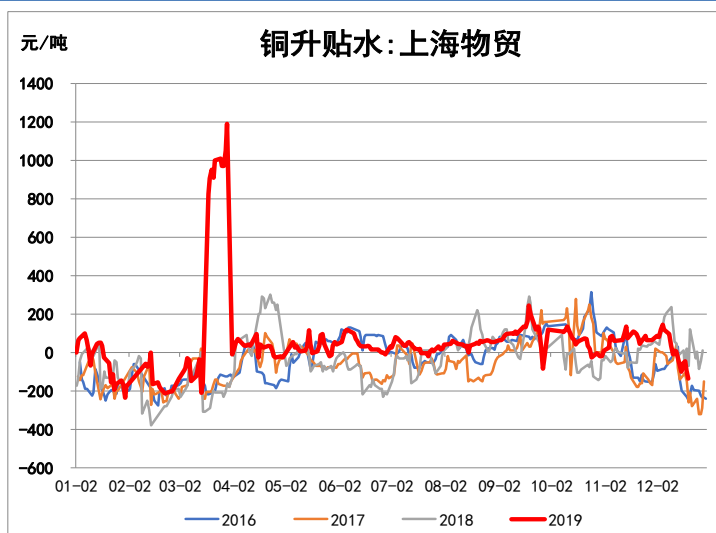
数据来源: Wind

2、升贴水及月间价差变化

今年受供应趋紧、库存走低以及增值税下调等因素影响,铜现货升水较往年出现明显上涨。2019年平水铜现货升水58元/吨,而2016-2018年平水铜现货则分别贴水36元/吨、64元/吨和32元/吨。与之相对应的,2019年连续(近月)对连三的月间价差则收窄明显,今年均值连续-连三均值为-95元/吨,而2016-2018年均值则分别为-115元/吨,-313元/吨和-245元/吨。

2020年铜精矿长单TC仅62美元/吨,基本处于大中型冶炼厂盈亏平衡线附近,且铜精矿现货TC持续走低,叠加硫酸价格已跌至2013年来新低,2020年冶炼厂将面临较大的经营压力,预计届时将有部分冶炼厂出现意外减停产情况,对现货及近月价格将产生支撑,在价差合适时可考虑正套结构操作。

图 31 铜升贴水及月间价差



数据来源: Wind

四、结论及展望

(一) 结论

宏观: 受全球经济增速放缓及经贸局势持续紧张影响, 美国制造业 PMI 全线下滑, 但随着美联储 7 月开始及时预防式降息, 年底美国房地产和耐用消费品等对利率敏感的增长领域均出现了一些修复迹象。且目前其货币政策“量”的变化正在接过接力棒对资产价格提供支撑, 每个月 600 亿美元左右的短债购买有望明显改善美元的流动性并推动全球流动性重回正增长, 整体来看, 2020 年美国的经济衰退风险较低; 欧元区受全球贸易局势持续紧张、英国脱欧僵持, 以及汽车行业表现低迷等因素影响, 经济表现疲弱, 2020 年欧元区经济仍缺乏复苏动力, 但经济进一步大幅下滑的概率降低; 2019 年国内 GDP 持续下行, 2020 年全球经济有望出现温和回升, 但不稳定不确定因素增多, 仍面临下行风险。预计 2020 年中国经济增长 6.0% 左右, CPI 上涨 3.4% 左右; 受全球经济疲弱及贸易局势紧张影响, 日韩制造业 PMI 下滑明显, 作为全球贸易活跃度的晴雨表, 2019 年日韩进出口金额的大幅下滑, 反映出今年全球经贸形

式不乐观，而年底进出口跌幅有所收窄，预示着全球贸易局势有所好转。整体来看，今年美联储的三次降息行动将进一步传导至经济，且中美贸易摩擦缓和将减轻全球经济下行的压力，明年上半年全球经济形势有望得到好转。但前期全球经贸局势的持续升级已对经济造成不可逆影响，且中美间将大概率维持谈谈打打局面，货币政策和财政政策作用也许将大为削弱，因此综合来看 2020 年全球经济整体上仍将继续下行，但下行幅度较 2019 年将有所收窄。

供需基本面：2019 年全球精炼铜产量增长有限，增速约 1.8%，而需求端增速低至 1%，全球精铜供给短缺幅度有所收窄，供需呈现紧平衡状态；展望 2020 年，全球精铜产量增长仍维持低位，预计增量在 40 万吨左右。消费端需求持续低迷，传统电网投资、空调产销及汽车消费等均难有起色，预计明年消费增量在 30 万吨左右，2020 年全球铜供应出现小幅过剩约 10 万吨。此外，智利国内暴力抗议或将持续干扰铜矿供应，且 TC 费用走低也将对精铜产出产生影响，2020 年供给端面临较大不确定性。

（二）展望

全球铜显性库存已跌至历史低位，且 2020 年铜精矿长单 TC 仅 62 美元/吨，基本处于大中型冶炼厂盈亏平衡线附近，叠加硫酸价格已跌至 2013 年来新低，2020 年冶炼厂将面临较大的经营压力，预计届时将有部分冶炼厂出现意外减产情况，对现货及近月价格将产生支撑，操作上关注铜买近卖远正套策略；2019 年年底中美贸易摩擦缓和，叠加货币宽松政策的传导，将减轻全球经济下行的压力，明年上半年全球经济形势有望得到好转。但前期全球经贸局势的持续升级已对经济造成不可逆影响，2020 年全球经济仍面临较大下行压力。而供需方面明年铜将继续维持供需两弱局面，且需求端表现更弱。预计明年价格将呈现前高后低走势，重心下移。其中，伦铜价格区间【5300，6500】美元/吨，价格均值在 5720 美元/吨；沪铜区间【44000，51000】元/吨，价格均值在 45500 元/吨左右。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期货市场有风险 入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读



长按二维码进入小程序