



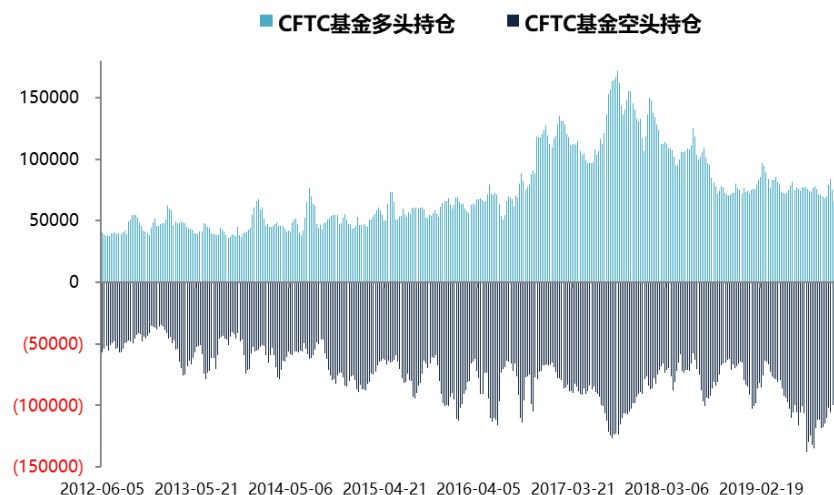
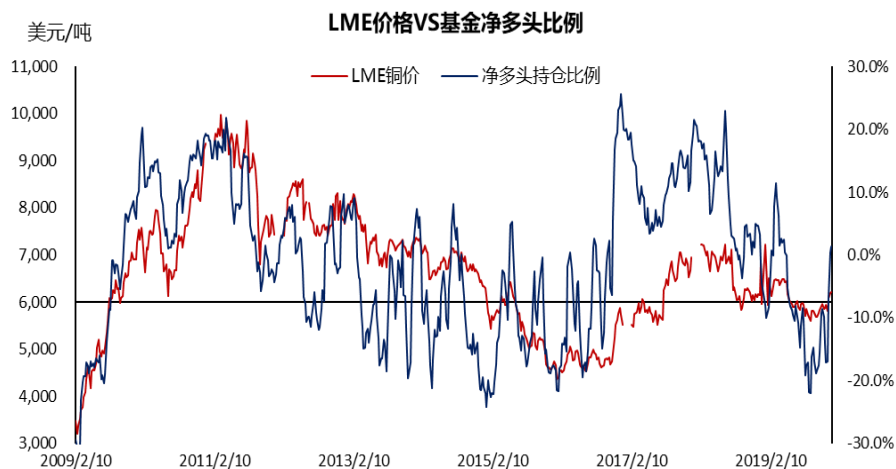
五矿经易期货
MINMETALS & JINGYI FUTURES

铜：淡季价格相对承压



基金持仓转为净多

- 截止12月24日，CFTC基金持仓由净空转为净多1.3%。结构上多头大幅增仓，空头持仓缓慢减少。
- 宏观预期改善、需求回升及低库存等因素引发了多头显著增仓，但短期利好已大部分反应在价格的上涨中。

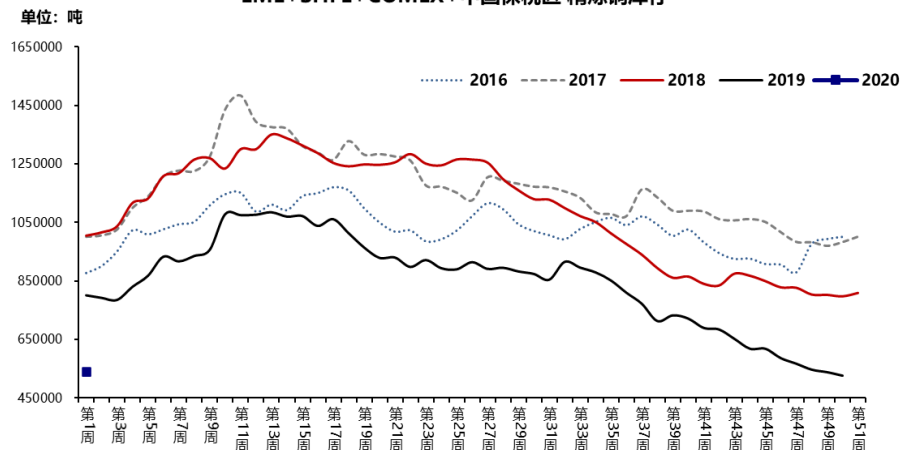




精炼铜库存仍处于警戒低位

- 12月三大交易所+中国保税区库存减少6.0万吨至52.7万吨，库存可消费天数不足9天，仍处于多年低位。
- 当期库存减量基本都由LME仓库贡献，中国和保税区库存下降趋势暂缓。进入一季度，全球铜库存将迎来季节性累库，但即使按过去四年平均的累库量计算，20年库存高点也不超过90万吨，可消费天数两周左右。

LME+SHFE+COMEX+中国保税区 精炼铜库存



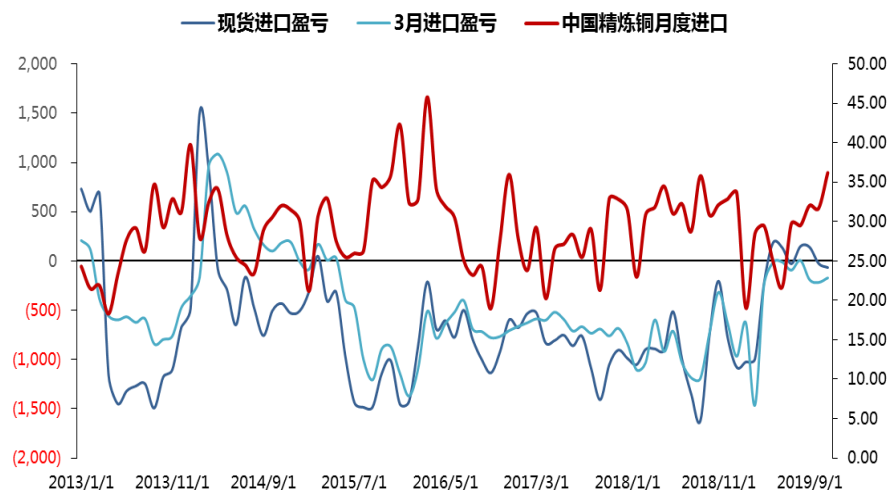
三大交易所+中国保税区精炼铜库存变化统计（单位：吨）

时间	年初库存	一季度库存高点	一季度最大累库量
2016	877,408	1,152,345	274,937
2017	1,000,025	1,483,227	483,202
2018	1,004,235	1,350,201	345,966
2019	801,886	1,079,004	277,118
过去四年平均	920,889	1,266,194	345,306
2020	539,207		



进口窗口关闭

- 12月外盘表现好于内盘，国内现货进口亏损扩至200元/吨以上，但由于年底长单集中交付，Q4进口走高。
- 洋山铜premium下降表明远期清关预期不高，但国内融资铜需求难有增长，未来进口窗口还需开启。





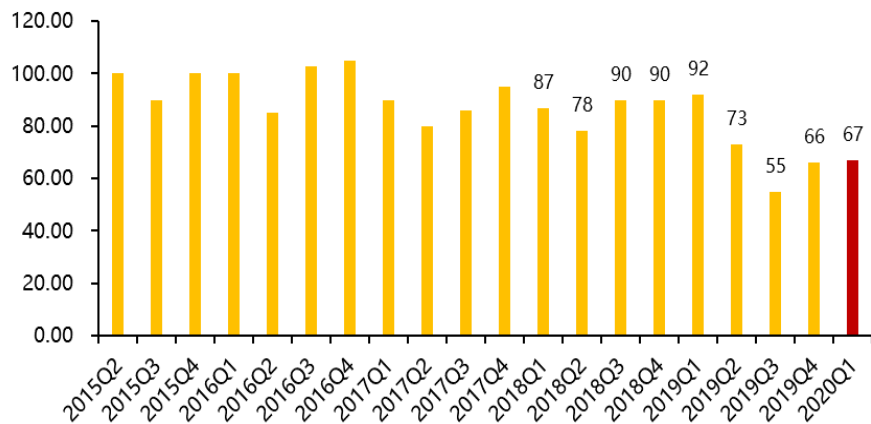
冶炼利润维持低位

- 12月国内冶炼酸均价降至100元/吨，低于主流炼厂制酸成本，硫酸需求不佳导致部分炼厂出现胀库现象。
- 铜原料谈判小组（CSPT）敲定的2020年一季度加工费TC地板价为67美元/吨，环比略增，但同比大幅下滑。长单TC和现货加工费均较低背景下，冶炼收入也面临较大的收缩压力。

全国冶炼硫酸均价（元/吨）



CSPT加工费TC地板价(季度)

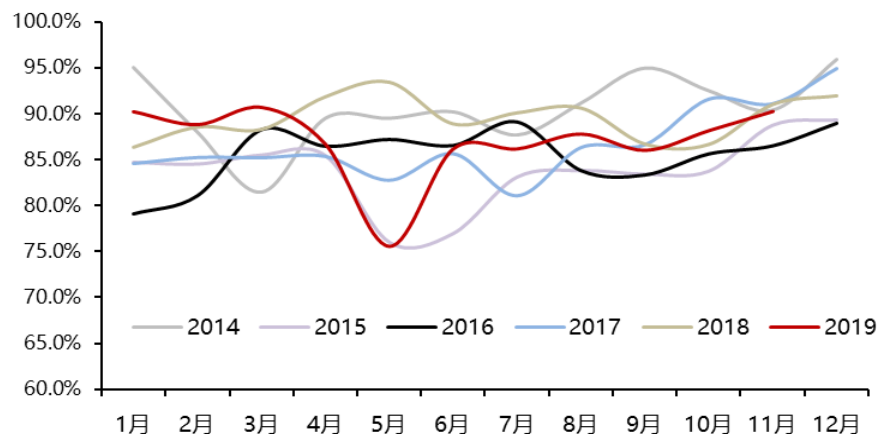




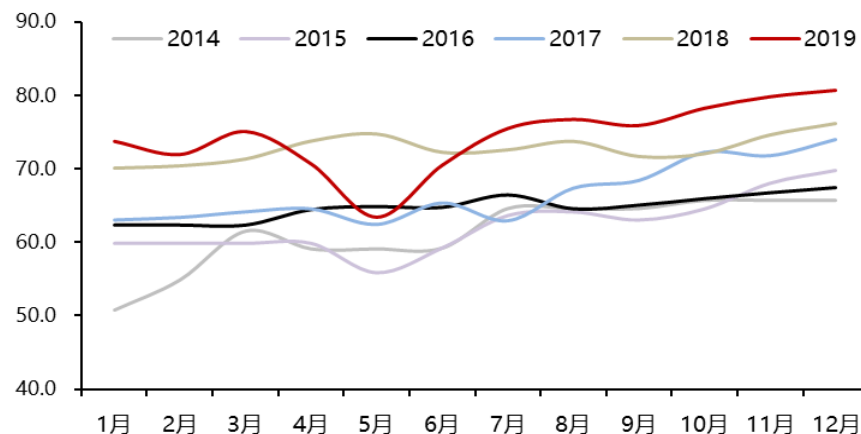
冶炼厂谈论减产

- 12月底的CSPT会议上，冶炼厂就减产进行讨论，其根源在于很低的TC/RC以及硫酸价格。
- 历史上，2015年底铜价持续下跌的背景下，十大冶炼厂曾协议减产35万吨。但实际减产不足预期，除了16年一季度冶炼开工率明显下降，其余时间减产并不积极，总体16年十大冶炼厂产量高于15年。
- 与上次协议减产不同，此次减产是由于依赖度更高的进口原料加工费极低，而国产矿、废铜补充相对有限。

中国铜冶炼企业开工率



SMM中国精炼铜月度产量





废铜供应紧张预期缓解

- 随着铜价上涨，12月精铜与1#光亮铜价差扩大至1800元/吨，对后续的废铜消费和供应都有刺激作用。
- 12月底，国家固废中心公布2020年第一批限制类废铜进口批文，核发进口量27.1万吨。考虑到部分地区批文未发放，一季度废铜进口额度较为充足。

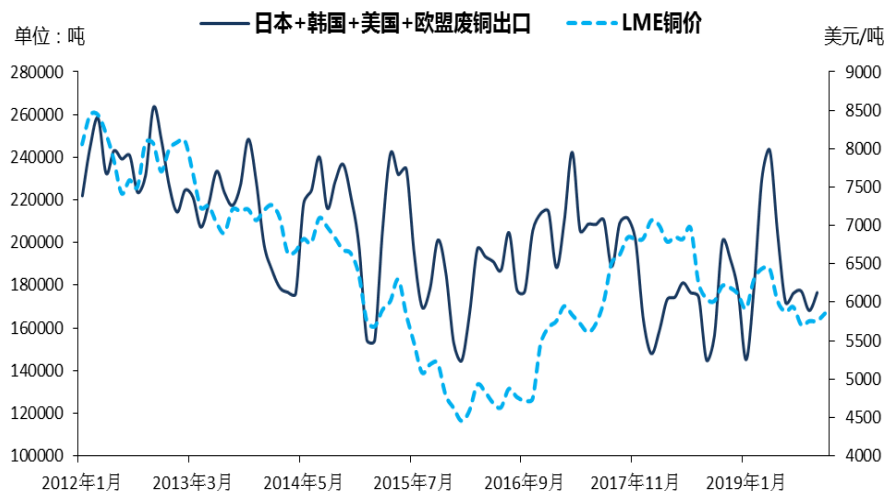
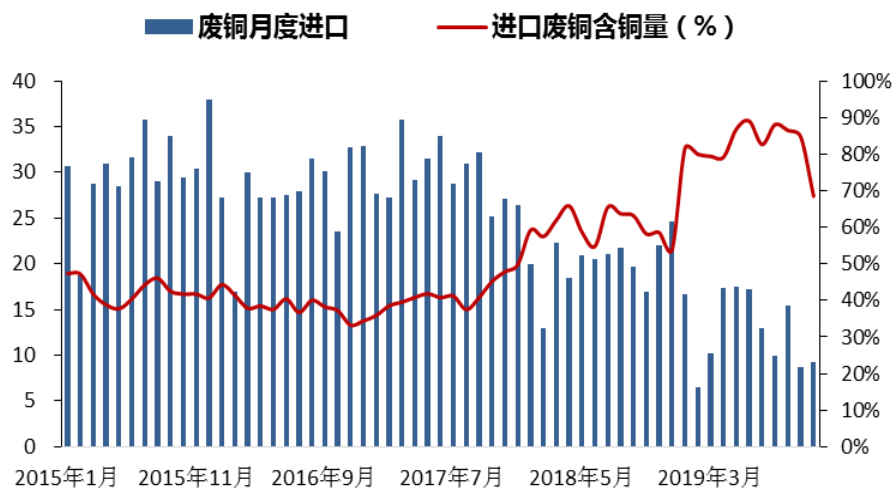


限制类废铜进口批文统计		
批次	时间	进口配额（吨）
2019年第一批	2019/6/20	240,429
2019年第二批	2019/7/10	124,450
2019年第三批	2019/8/14	87,680
2019年第四批	2019/9/23	31,658
2019年第五批	2019/10/17	57,365
2019年第六批	2019/11/5	11,110
2019年第七批	2019/12/3	7,970
总计		560,662
2020年第一批	2019/12/23	270,885



海外废铜隐性库存多大？

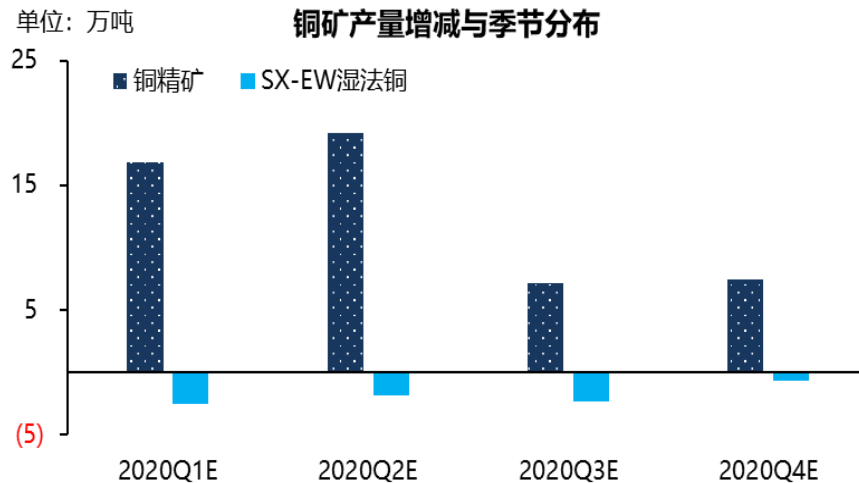
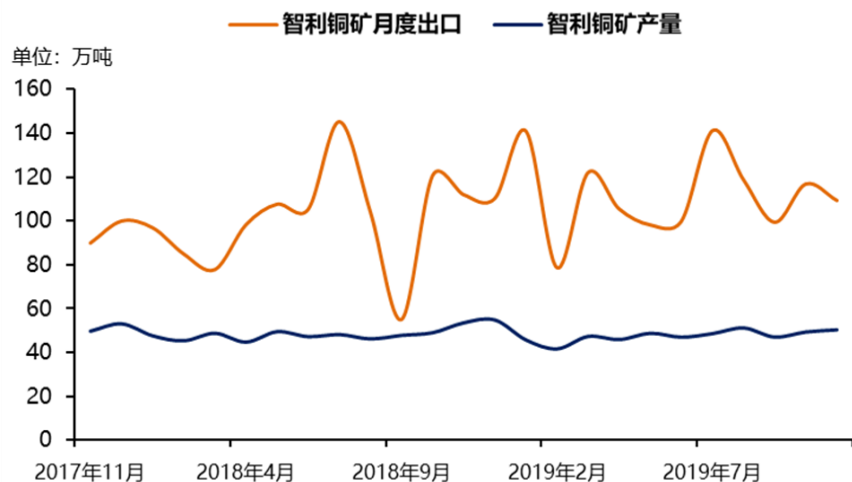
- 19年1-11月我国进口废铜下降34.6%，折合金属量少14万吨；而前十月欧元区、美国、日本和韩国废铜净出口仅减少0.5万吨，则粗略估计海外废铜隐性库存13.5万吨。
- 由于废铜进口额度增加以及未来可能出台再生铜铝新标准，海外废铜隐性库存有一定的显性化风险。





铜矿供应将迎来增长

- 11月智利铜矿产量和出口量双双下滑，此前大规模示威游行对该国铜矿的生产和运输影响有所体现。近期智利政治活动趋少，暂且假定短期供应将相对正常。
- 2020年铜矿生产增量集中在上半年，预计一季度和二季度铜矿供应增速3.5%-4%。

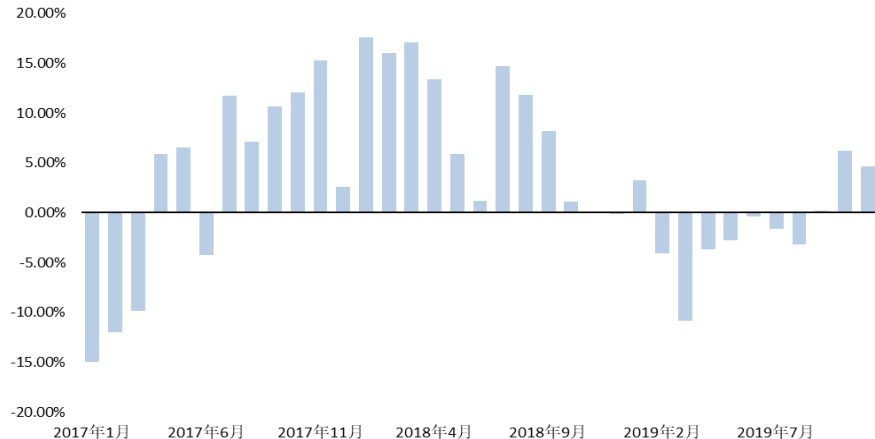




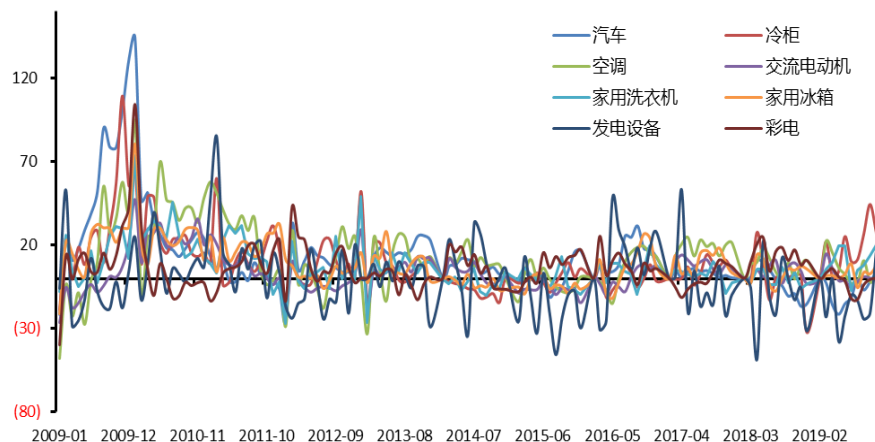
四季度消费超预期增长

- 11月中国铜金属表观消费增长4.7%，延续四季度以来的较快增长。
- 下游行业中，11月汽车、空调、发电设备产量转正增长，冰箱、洗衣机等家电产量增速提升，企业信心和订单均有恢复。

中国铜表观消费增速 (%)



下游消费同比

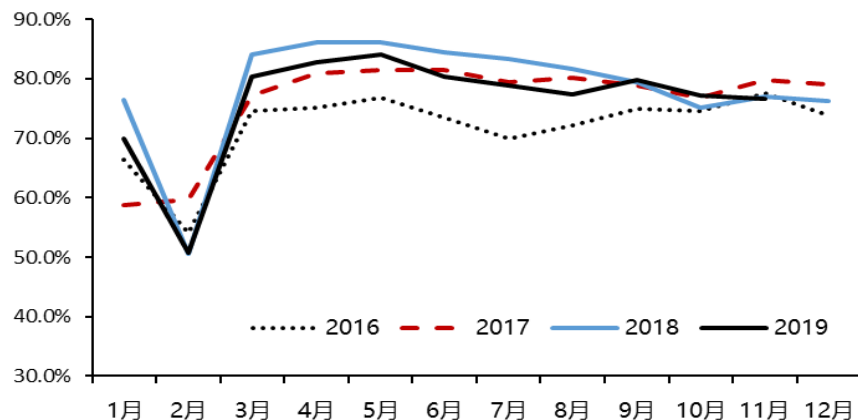




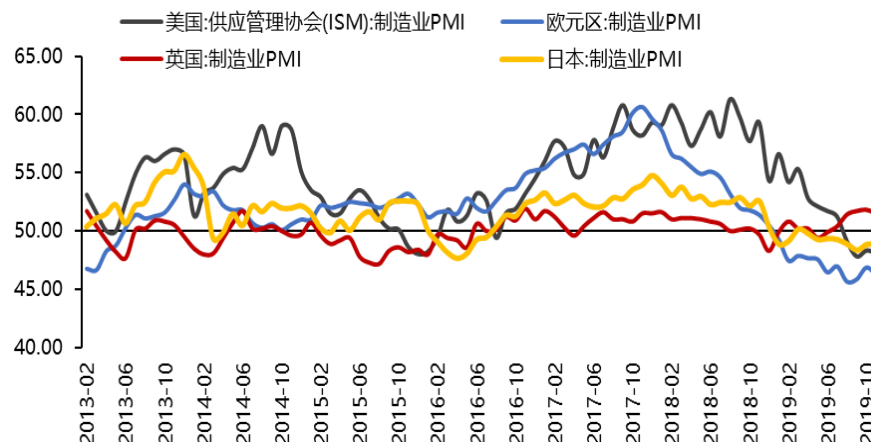
春节临近消费季节性转淡

- 本年度春节早于往年，1月中旬铜材企业将陆续进入放假状态，节后消费才能恢复，整体消费表现前低后高。
- 节后消费关注低基数的汽车行业和基建带来的需求增量；中国以外，美、欧、日本制造业还未回到扩张区间，只是阶段企稳，从这个角度观察，海外精铜消费很难大幅提高。

铜材企业开工率-算术平均（铜杆+铜管+铜板带箔）



主要经济体制造业PMI





偏乐观假设下一季度精铜过剩25万吨

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2020Q1E
铜精矿供应	1628	1648	1698	1710	1762	421
同比(%)		1.2	3.0	0.7	3.0	3.6
铜精矿需求	1620	1647	1670	1735	1780	442
同比(%)		1.7	1.4	3.9	2.6	2.8
铜精矿平衡	8	1	28	(25)	(18)	(21)
精炼铜产量	2260	2295	2371	2382	2430	595
同比(%)		1.5	3.3	0.5	2.0	2.6
精炼铜消费	2226	2285	2374	2392	2428	570
同比(%)		2.7	3.9	0.8	1.5	2.5
精炼铜平衡	34	10	(3)	(10)	2	25
国储变化	15	0	0	0	0	0
调整后平衡	19	10	(3)	(10)	2	25

- 预计一季度精炼铜产量增长2.6%，给予消费偏乐观的2.5%增速，则一季度精炼铜市场过剩约25万吨。假设消费增速2.0%，则过剩量为29万吨；若消费增速1.5%，过剩量扩大至32万吨。



走势判断：

12月铜价的上涨已部分反映宏观经济预期改善、低利率环境以及中国冶炼供应收缩的可能，CFTC持仓也由净空转净多。当前时点看，中国消费即将季节性转淡，废铜供应收缩预期缓解，且铜精矿供应将迎来增长，一季度全球精铜累库规模料接近25-30万吨。本月随着春节临近，消费走弱将拖累现货端价格，期铜继续上涨料更加乏力。但基于累库后铜库存依然不高、冶炼供应可能超预期下滑的判断，我们认为回调后的铜价仍有吸引力。操作建议：回调后少量做多，参考入场点位：47500-48000元/吨。

风险点：铜矿供应干扰率快速上升；地缘冲突引发避险情绪抬升。