

铜价走强的关键变量：市场关注度、地产后周期需求及供应节奏

摘要

2019 年铜价共经历两拨上涨，一次是年初，另一次即为 12 月，涨幅分别为 9%/6%。年初主要是受“春季躁动”，金融市场一片向好带动。那么此次是否如同年初，在一波大涨后终归沉寂。我们认为不会。

2020 年既是美国大选年亦是中国十三五规划收官之年，两大经济体将积极推进财政或是货币政策以稳定国内经济增长，而欧元区经济对全球冲击已边际减弱。整体看，宏观系统性风险发生概率不大。另外房地产后周期消费时代以及汽车复苏窗口来临，将新增铜消费近 25 万吨，而冶炼厂受矿石供应紧张、利润薄弱、硫酸库存难消等压制，其产能释放可能不及预期。在当前全球显性库存极低背景下，铜基本面边际改善，为铜价上涨夯实基础，资金净流入更是提升市场热情。预计 2020 年铜价波动率将显著提高，波动范围在 48000-52000 区间内，建议可长期多单配置。

一、2019 年铜价走势简要回顾：整体处起涨阶段

2019 年铜价经历了 1-3 月上涨→4-5 月下滑→6-11 月的长期低波动震荡→12 月强势上涨。

图 1 2019 年铜市走势



二、微观层面的印证：情绪“看涨”

自 12 月伊始，宏观面利好接踵而至，从中央政治局会议定调 2020 年经济工作到中美贸易第一阶段协议文本达成一致意见，市场情绪大受提振，股市和期货市场纷纷回暖。其中有色金属行业基金有色 B 指数表现亮眼，月内涨幅达 41%，有色金属 ETF 涨幅达 14%，有色金属期货指数虽稍显逊色，月内亦上涨了 2.6%，创年内月涨幅新高。就有色金属期货细分品种看，铜价涨幅领先。

图 2 自 12 月以来，大宗商品普涨

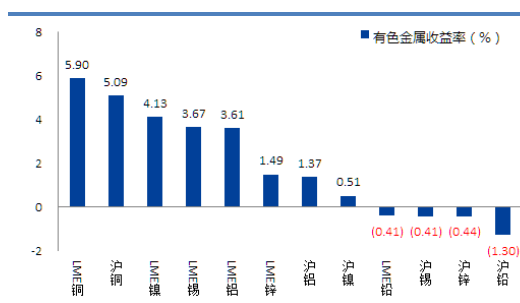
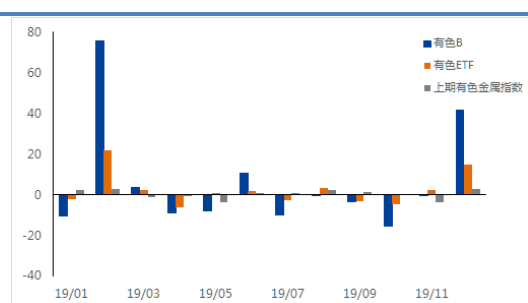


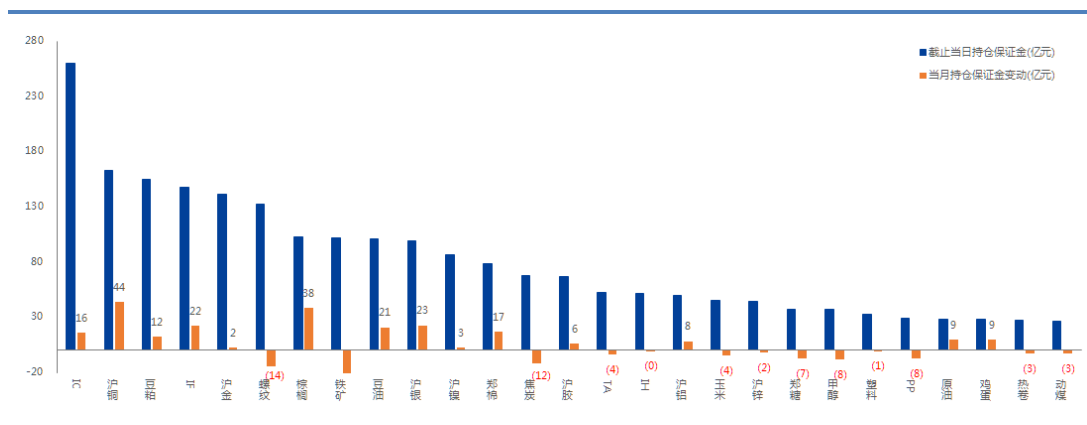
图 3 有色金属相关资产收益率



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

年初以来铜价自 19 年初春季躁动后陷入回落，并在下半年因宏观及基本面缺乏指引，波动率亦维持低迷，资金入市意愿不高，铜价于 46000-48000 区间徘徊震荡。直至 12 月终见曙光，宏观回暖，且铜基本面相对稳固，吸引资金大幅流入，持仓量陡升进一步夯实其上涨基础，当月沪铜资金流入量最高，达 44 亿元。我们认为 2020 年摆脱低波动状态，在宏观系统风险可控的背景下，供需结构改善提振铜价。

图 4 沪铜资金月内流入居首，看涨情绪浓



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 5 持仓回升夯实上涨基础

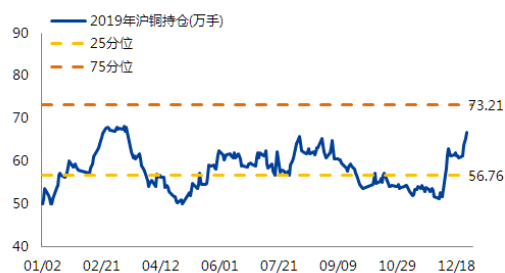
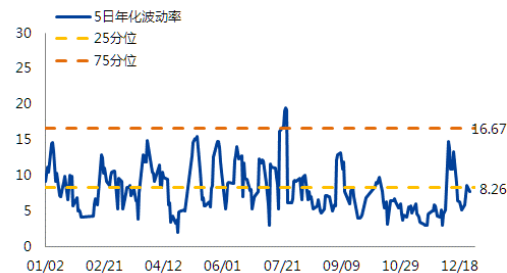


图 6 2020 年沪铜波动率将重回高位



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

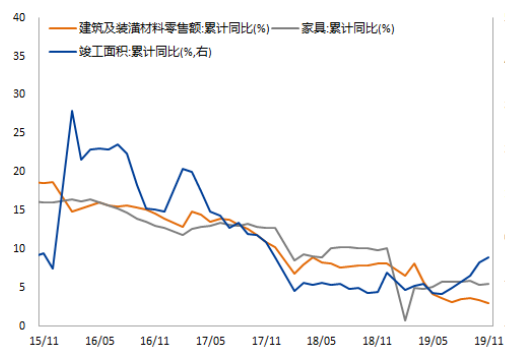
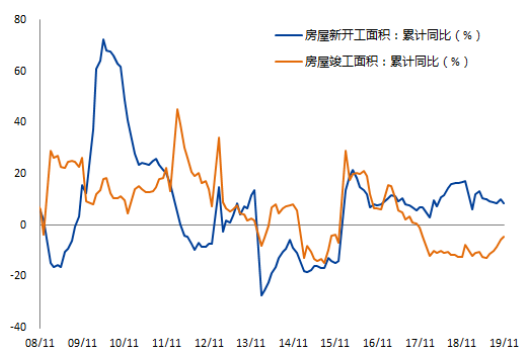
三、中观层面的驱动：供需“向好”

（1）2020 年铜消费增量近 25 万吨

房地产后周期提振家电消费：

2019 年房屋新开工面积与竣工面积持续出现背离，从历史情况来看，新开工面积与竣工面积增速基本保持一致，背离后也均出现了修复。19 年的背离主要是房地产企业在地产调控、融资受限等因素的影响下采用了高周转模式。最新的中央政治局会议强调全面做好“六稳”工作且并未提及房地产，这虽然并不意味着房地产调控的放松，但进一步收紧的可能性大幅减弱。新开工面积与竣工面积的背离大概率将出现修复，竣工回暖将为家电行业增量带来一定弹性。

图 7 竣工面积回暖以修复与新开工的劈叉 图 8 竣工面积与装潢、家电等消费同步



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

2019 年家电整体表现不佳，从内需看，除冰箱内销降速收敛，空调和洗衣机均由正转负；出口方面，冰箱和洗衣机增速仍有回升，而空调出口增速下滑近 12 个百分点致-2.59%；产量方面，因对未来需求预期悲观，产量增速均出现下滑。

展望 2020 年，房地产竣工高峰将至叠加促销费政策继续推进，驱动家电行业边际改善，其中冰箱及洗衣机因农村每百人保有量靠近城镇，政策继续渗透作用有限，而空调农村保有量不到城镇的一半，家电消费刺激政策或对其有较为显著的效果。我们假设 2020 年空调、冰箱、洗衣机产量增速为 10%，4%，3%，则按照单机耗铜，空调为 8kg/台，冰箱为 3kg/台，洗衣机为 0.8kg/台，将带动铜消费增量为 18 万吨。

图 9 2019 年家电各项增速不及 18 年

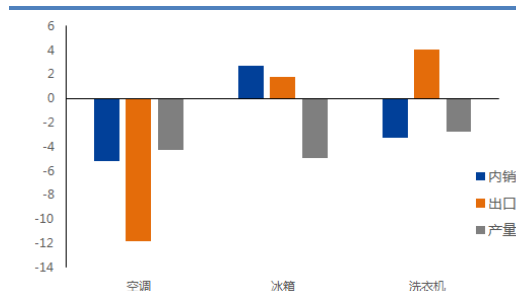
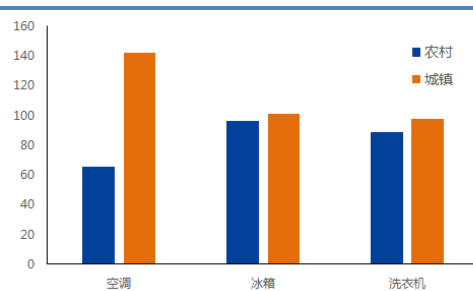


图 10 空调农村百人保有量仍有上升空间



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

汽车将进入复苏周期，产销增速逐步回暖

因购置税优惠政策退出及宏观经济下行，自 2018 年 7 月汽车产销增速快速下滑。而至 2019 年从 1 月出台汽车消费刺激政策，到年中国六标准切换，加快国五去库，汽车行业触底回升，逐步踏入弱复苏。2020 年是购置税退出第三年，其对汽车消费的影响已基本消化。而全球经济依旧疲弱，国内继续探索新促消费政策并加快推进；且汽车销售增速下滑周期一般在 3-4 年，2020 年汽车销售增速大概率维持逐步回暖，从而带动汽车生产积极性，预估产量增速在 8%，按单车耗铜 25kg/量测算，2020 年将新增铜消费 5 万吨。

新能源汽车补贴政策的滑坡一定程度上拖累了新能源汽车产销表现，令市场预期有所下滑，但整体而言新能源汽车产销增速维持高位，2019 年 1-11 月新能源汽车产销分别为 109/104 万辆，分别增长 3.6%/1.3%。在补贴政策引导下，纯电动新车续航里程大都提升至 400 公里以上，这将有助于开发部分担心续航的消费者。且根据《新能源发展规划》政策要求，2020 年新能源汽车产销目标为 200 万辆，预计 2020 年新能源车表现亮眼，截至 11 月新能源产量数据，纯电动产量占比为 80%，因此预计 2020 年纯电动新能源汽车增加 64 万辆，混合动力新能源车增加 15 万辆，则按照单车耗铜纯电动为 85kg/辆，混合动力为 40kg/辆测算，将新增铜消费 6 万吨。另外按二季度末新能源汽车及充电桩保有量测算，单个充电桩需供 8 辆新能源车使用，充电桩仍存在较大缺口，预计在新

能源汽车高速发展以及政策扶持下，充电桩建设将积极跟进。预估 2020 年电桩保有量增加 35 万个，其中交流电与直流电基本各占一半，分别为增加 20.4/14.6 万个。按单桩耗铜交流为 4kg/个，直流为 70kg/个，则新增铜消费为 1.12 万吨。

图 11 汽车产销增速低位回升

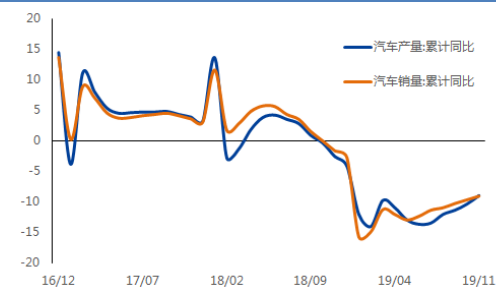


图 12 汽车销售将进入复苏周期



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 13 充电桩建设进程维持高增速

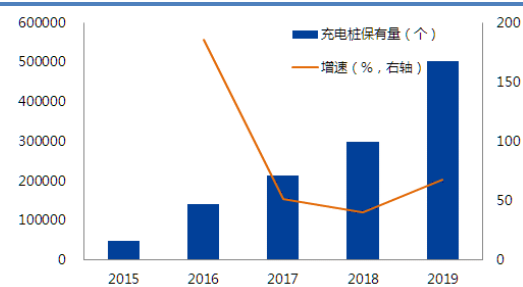
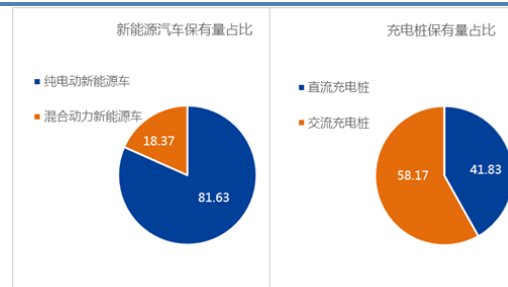


图 14 纯电动新能源车保有量占比约 80%



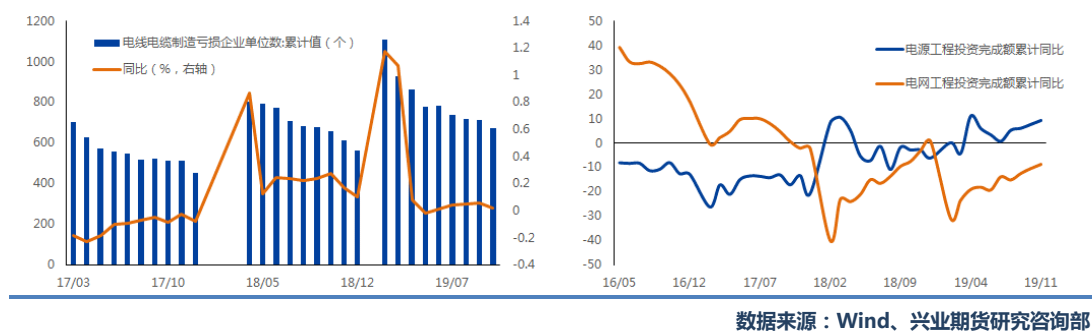
数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

电网盈利能力不佳，投资规模增量有限

自 2018 年以来，电改及降电价政策积极推进，国家电网采用通过购销差价获取垄断利润的传统供电业务盈利模式将无以为继，电网公司盈利能力下降致电网投资下滑，2019 年电线电缆亏损企业个数高于往年，尤其是上半年，当年电网投资预计 4500 亿元不及年初规划。11 月 22 日国家电网下发《进一步严格控制电网投资的通知》，以产出定投入，严控电网投资规模，且亏损单位不再新增投资。我们认为 2020 年电网投资规模增量不大，对铜需求边际拉动较为有限。

图 15 电线电缆制造普遍亏损

图 16 电网投资对铜消费拉动有限



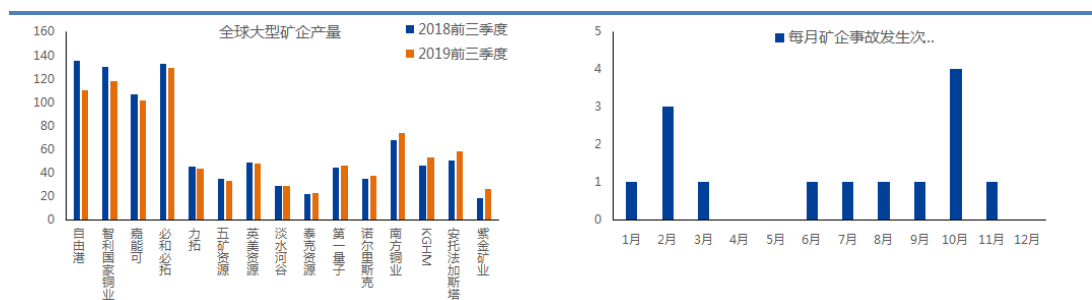
(2) 矿端供应紧张，冶炼产能释放放缓

2019 年是铜矿山扰动频发，不乏有极端天气、劳动协议到期、品位下滑等。其中自由港产量共下滑 25 万吨，居矿山之首，这主要是全球最大铜矿之一印尼 Grasberg 项目由于作业方式逐步从露天开采转向地下开采。其次，是智利铜业、嘉能可、必和必拓等矿企，印证了智利和秘鲁两产铜大国因薪资问题频发罢工的事件造成铜矿产量明显下滑，尤其是 10 月，智利因内乱爆发全国性的大罢工。

据统计，全球大型矿企前三季度产量数据 2019 年较 2018 年减少 1.65%。

图 17 自由港矿产下滑明显

图 18 2019 年矿企罢工等事故频发

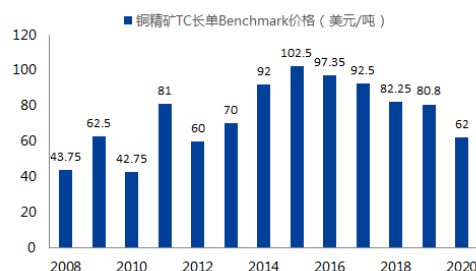
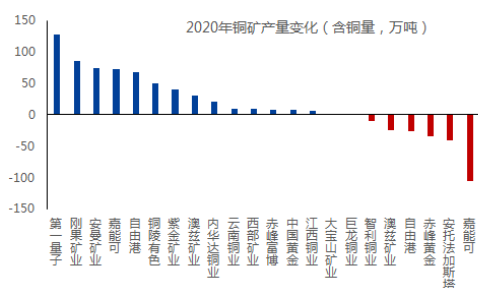


据 SMM 数据统计，2020 年全球铜矿（含铜量）新增产量近 62 万吨，其中中国为 15 万吨；另外减产产量达 24 万吨，综合看，仍有约 38 万吨的增量。考虑到 2020 年矿企薪资协议集中到期，罢工风险依存，新增产量或不及预期。

安托法加斯塔与中国及日本冶炼厂敲定的 2020 年铜加工费为 62 美元/吨，较 2019 年大幅减少。这主要是因为铜价低迷，铜矿供给无法跟进冶炼厂产能的快速扩张，需通过下调加工费实现利润的再平衡。

图 19 2020 年铜矿增量或不及预期

图 20 加工费减少，冶炼利润收缩



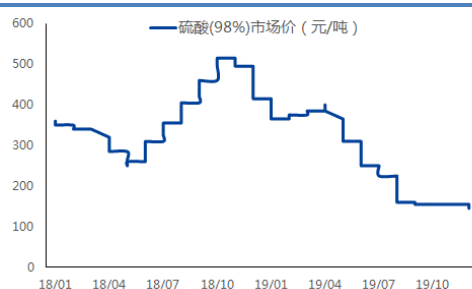
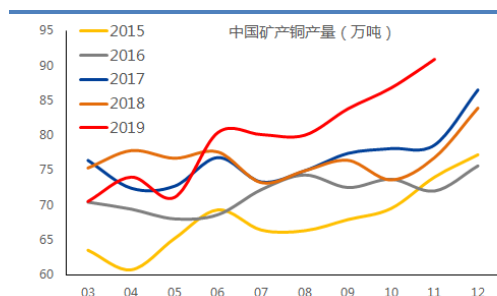
数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

自 2016 年开始冶炼厂产能逐步扩张，但实际投放不及预期，部分产能延后投放。2019 年上半年为检修大年，合计影响量约 26 万吨。进入三季度检修基本结束且新投产能爬坡式释放，到四季度更是加快放量，截止 11 月，精铜产量已同比去年增加 71 万吨。

因冶炼厂扩张较快，后续供应增量能否充分释放主要取决于铜矿供应弹性。另外，硫酸价格及加工费同步低位运行，致原本赚取硫酸收益的小型冶炼厂步入亏损，带动铜冶炼行业的出清；且硫酸作为危化品，若不能消化，其滞销胀库风险将倒逼企业减产。

图 21 中国铜冶炼产能扩张较快

图 22 硫酸价格低迷，胀库压力较大



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

2019 年废七类已由限制类转为禁止，而废六类自 7 月 1 日起由非限制转为限制类。自月以来合计批文发放量为 63 万实物吨。其中四季度批文 76445 实物吨，不到三季度的 20%。

下半年精废价差基本在 600-1300 合理区间波动，再生铜厂制杆企业较精铜制杆企业相比，已然失去了价格优势。另外，废铜供应收缩致废企业原料来源紧缺，加上今年环保检查依旧严格，再生铜杆企业在环保+无料+薄利三座大山的压力下，开工率难言乐观。

近期因精铜快速上涨而废铜跟涨不及，且 2020 年一季度废铜批文相对宽松，精废价差回升。但据中国有色金属工业协会秘书长王吉位在最近一次的采访中提到，中国拟修改六类废铜进口标准。即高端进口六类废铜转为可再生铜，执行资

源类进口方案，而未纳入资源类的“六类”固废则全面禁止进口。届时品位低于94%的废黄杂铜将禁止进口，意味着有将近45万吨废铜，折30万金属吨废铜原料减少。

图 23 废铜供应减少是大势所趋

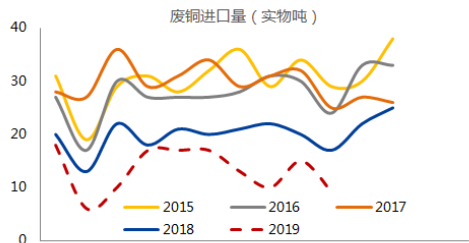
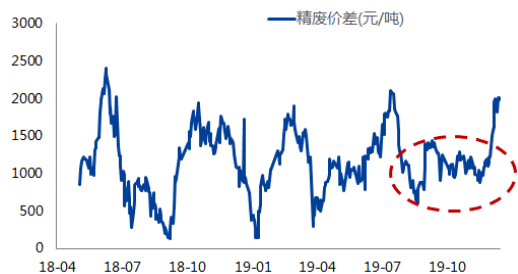


图 24 精废价差终将回落



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 25 进口“六类”废铜种类、品位及占比

名称	品位	实物量占比	金属量占比
2号废紫铜	94%-96%	40.40%	46.50%
废黄杂铜	65%	38.80%	30.90%
1号废紫铜	97%-99%	10%	12%
废杂紫铜	94%-99%	3.50%	4%
光亮铜	>99%	2.20%	2.70%
PCB板	15%	1.10%	0.20%
其他	-	3.90%	3.70%

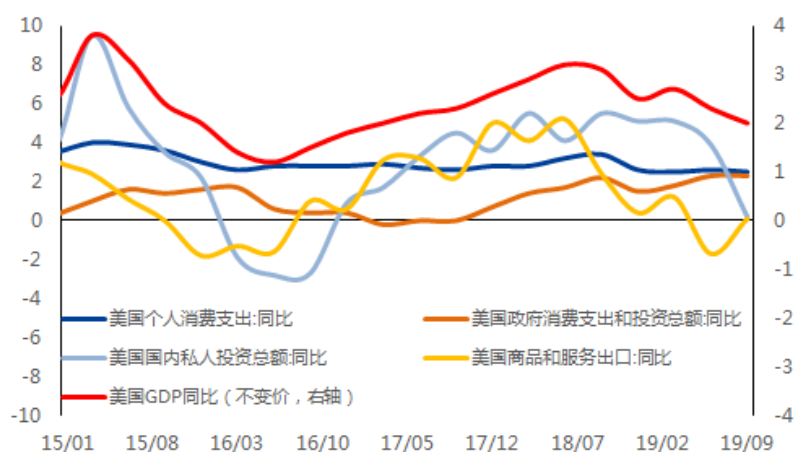
数据来源：公开资料整理、兴业期货研究咨询部

四、宏观层面的风险：整体“有限”

美国经济增长趋缓，失速下行风险不大：

以2018年数据测算，美国经济结构中，私人消费占比最高为69%，其次为私人投资18%、政府支出17%、净出口14%。2018年3月中美贸易争端展开并于之后不断升级，美出口至中国受到诸多约束致使出口增速于三季度拐头向下，企业投资信心及意愿在中美摩擦反反复复中被不断消磨，至2019年二季度开始美国私人投资加速走低，进一步拖累GDP增速。

图 26 私人投资及出口下滑拖累经济增速



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

而 2020 年是美国大选之年，特朗普将集中精力参加各类竞选活动以实现连任，12 月中旬中美就第一阶段经贸协议文本达成一致是他为连任拉拢筹码踏出的第一步，历时 22 个月的贸易摩擦出现重大突破，尤其是中国承诺未来两年相较于 2017 年共增加 2000 亿美元的对美进口，预计中美贸易和平关系至少能维持一年，美国出口增速及投资数据下滑势头趋缓。

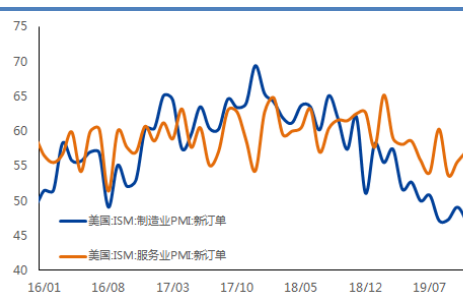
今年以来在经济中占比最大的消费表现出较强的韧性，对美国经济增速下行起到一定的缓冲作用。主要是受益于税改余温增加个人收入，以及美联储降息减轻了家庭利息支付的负担。下半年服务业 PMI 订单指数下滑态势趋缓，服务支出对消费端的拖累有望减弱，预计消费内生增长动力不足但整体表现稳健，仍将对美国经济起到支撑。

展望 2020 年，受益于中美贸易关系缓和带动的投资及消费信心改善，美国经济增速温和下滑，出现衰退的概率不大。

图 27 降息缓解家庭利息负担



图 28 服务业 PMI 存企稳迹象



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

欧元区经济对全球冲击收敛：

12月12日，欧央行议息会议决定维持利率不变，因欧央行认为已有初步迹象表明经济增长放缓趋于稳定，通胀温和上升。

但欧盟经济体是一个出口导向型国家，其出口占GDP比重达50%，全球经济趋缓以及贸易保护主义蔓延致欧元区出口疲弱，从而拖累制造业。欧元区PMI持续回落预示着经济下行压力较大，尤其作为欧洲经济火车头的德国亦举步维艰，其PMI下滑速度及幅度均较欧元区其他国家都更为明显，三季度开始有所趋缓，预计其对欧元区整体PMI拖累收敛。展望2020年，欧元区经济前景依旧不佳，但不会较2019年更差。

图 29 三季度欧元区经济回暖

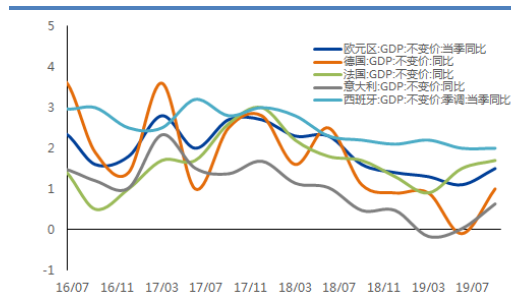
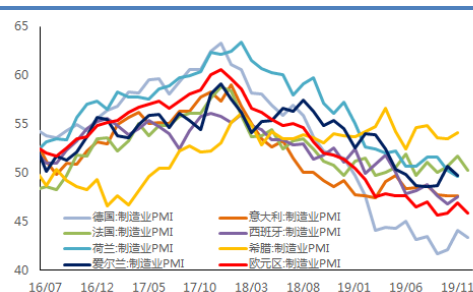


图 30 PMI 降势预计趋于平缓



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

五、2020 年铜价展望

2020年，全球宏观系统性风险整体可控，供需面成为铜价走势主要驱动。因加工费低迷以及硫酸胀库问题，冶炼厂产能释放将放缓，且明年竣工面积回暖叠加汽车复苏周期降至，家电和汽车等需求边际回暖提振铜消费，供需两端均对铜价形成利好。综合看，在如此低库存水平下，市场对于供需变化十分敏感，预计明年铜价波动较大，且易涨难跌，建议长期配置。运行区间为48000-52000元/吨。

图 31 全球铜显性库存低位，因供应弹性小，铜价易涨难跌



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部