



深蹲跳跃，铜价五万新起点，八万不是梦

铜半年报 2020.7.15

作者：陈思捷

从业资格证号：F3045837

投资咨询证号：Z0015399

手机（微信）号：18516275668

审核：肖兰兰

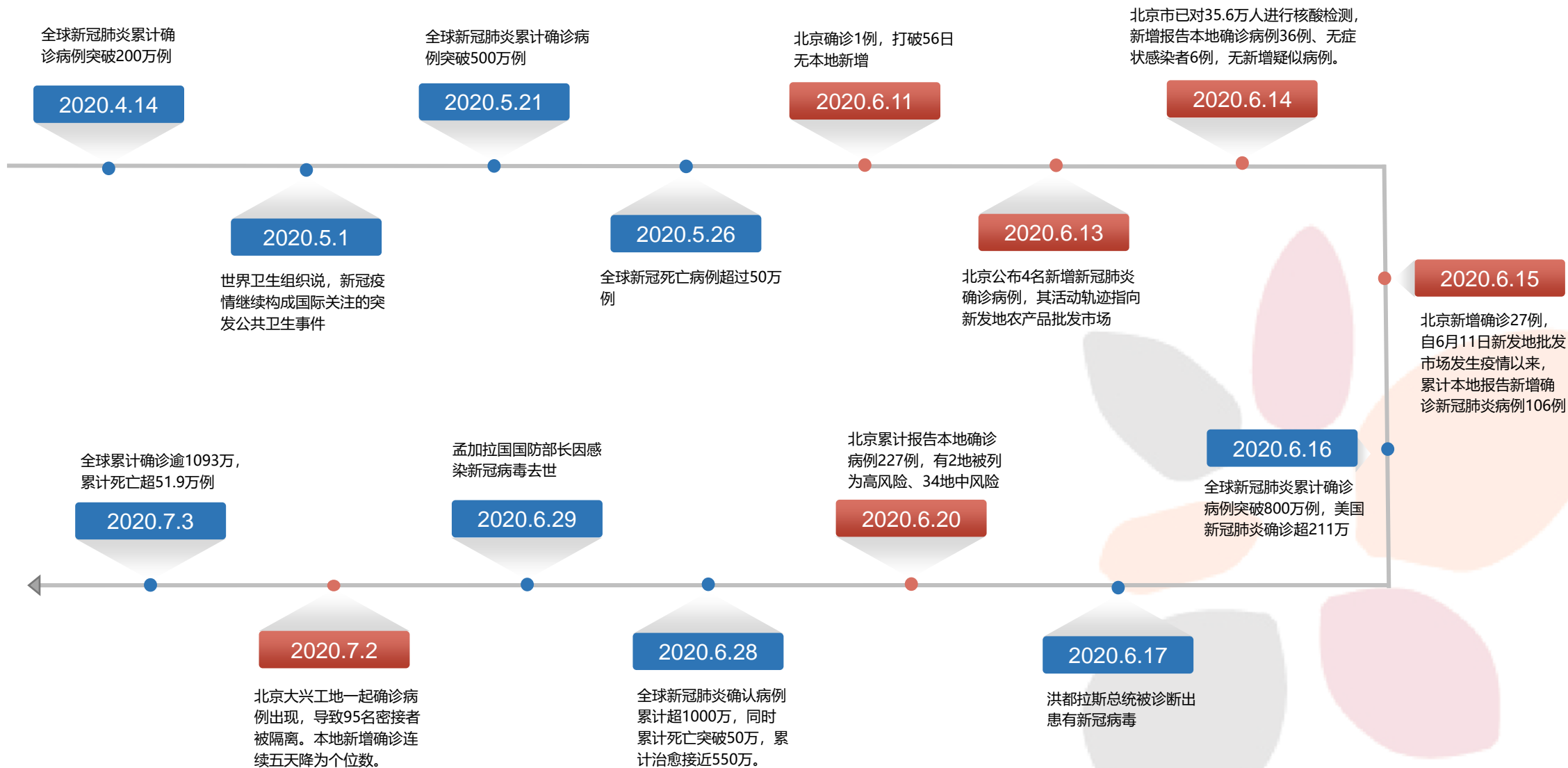
投资咨询证号：Z0013951

天风期货股份有限公司依法已获取期货投资咨询业务资格

2020Q2宏观-走出阴霾

Q1 “黑天鹅”事件影响逐渐降低

“新冠”疫情防控逐渐转为“常态”



中国疫苗研制进展

2020年3月16日，由军事医学研究院陈薇院士领衔的团队研制的重组新冠疫苗获批启动展开临床试验。

一期试验

- 3月31日，首批接种重组新型冠状病毒疫苗（腺病毒载体）的志愿者已满14天医学观察期。截至4月2日，在武汉进行的新冠疫苗一期临床试验的108位受试者均已完成接种，其中18位志愿者结束隔离。每一位解除隔离时都要拍CT，身体状况均良好。

二期试验

- 4月13日，新冠病毒疫苗进入II期临床试验，此次重组新冠病毒疫苗II期临床试验由江苏省疾控中心牵头，湖北省疾控中心与中南医院共同承担完成，在II期人体临床试验中，志愿者无需接受14天集中观察。

三期试验

- III期临床研究则主要评估疫苗的有效性，招募较大规模受试者，来证实疫苗可以实现预期的预防感染或减轻症状的目的。

国外疫苗研制进展

澳大利亚

2020年1月22日，澳大利亚昆士兰大学的研究团队已获得新型冠状病毒的基因序列，正处于研制相关疫苗的初期阶段。

美国

2020年2月24日，美国莫德纳公司申请开展新型冠状病毒疫苗 [mRNA-1273](#) 一期临床试验。3月5日，FDA已对其审查并，批准其进入临床试验。
3月16日，首位入组志愿者已接受试验性疫苗注射；
4月7日，美国一公司宣布，FDA已经接受该公司为新冠病毒候选DNA疫苗INO-4800递交的新药临床试验（IND）申请；
5月5日，美国辉瑞已开始在美国测试一种实验性疫苗以对抗新冠病毒。

俄罗斯

2020年2月26日，俄科研人员已获得新型冠状病毒毒株，并研制出了5种原型疫苗，但仍处于疫苗研制的初始阶段。
3月20日，俄罗斯联邦生物学署发布公告说，该署专家正加紧研发抗新冠病毒疫苗，已开发出3种原型疫苗。

南非

2020年6月23日，南非将开始开展非洲大陆首个新冠疫苗临床试验。试验采用的疫苗由英国牛津大学詹纳研究所研制，当前正在英国进行临床试验。

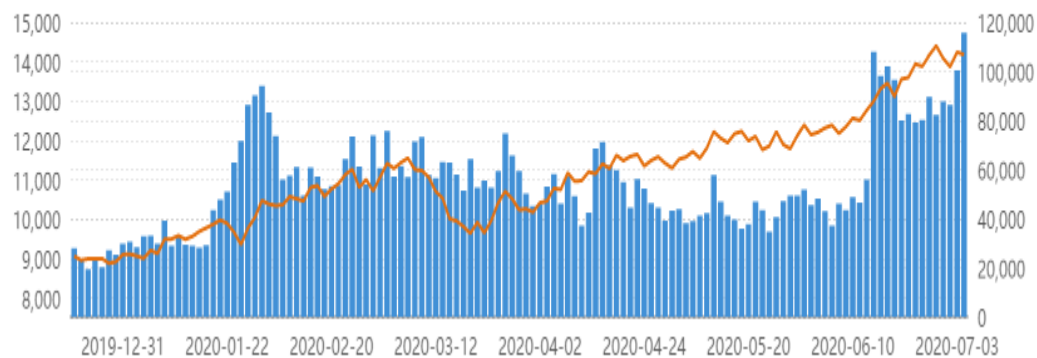
德国

2020年5月14日，德国法兰克福大学表示，借助一种新型质谱分析技术，针对性使用抑制剂可阻止病毒的复制。

国内医疗领域资本吸引力大幅增加

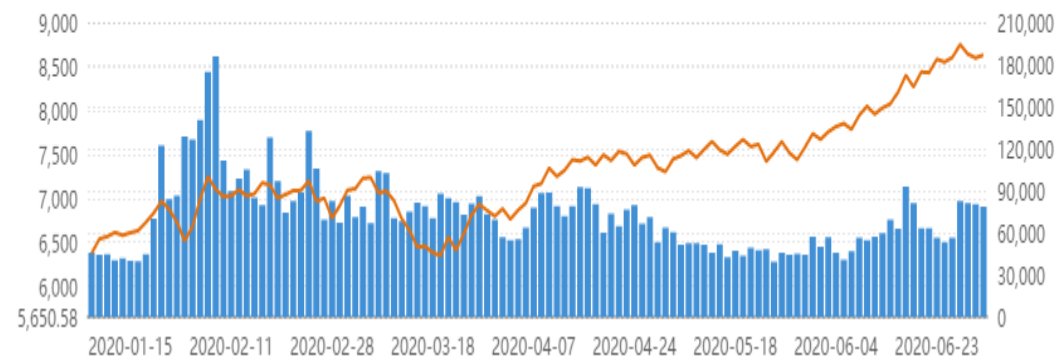
【宏观】中证医疗股指变化趋势

— 指数点位 ■ 成交量 (万股)



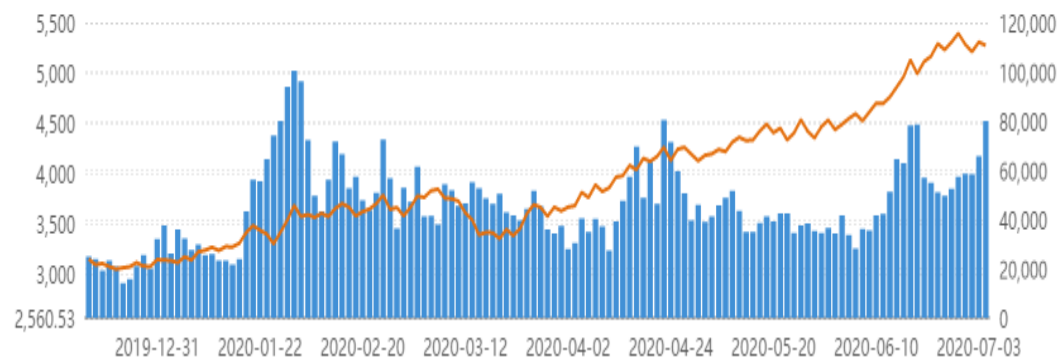
【宏观】上证医药股指变化趋势

— 指数点位 ■ 成交量 (万股)



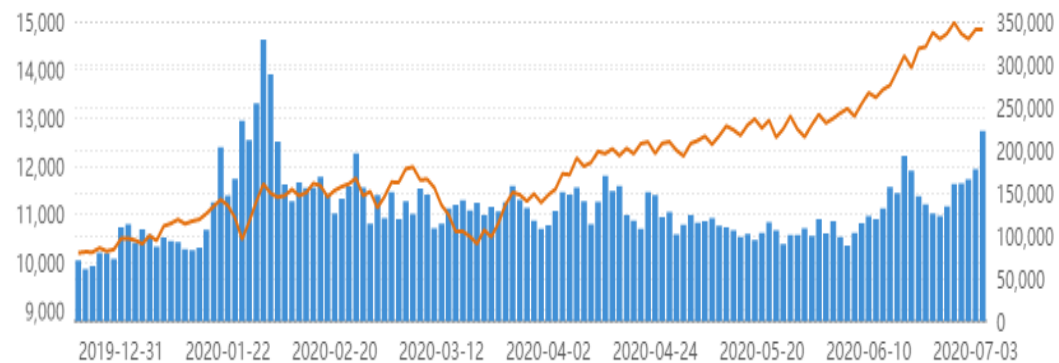
【宏观】生物医药股指变化趋势

— 指数点位 ■ 成交量 (万股)

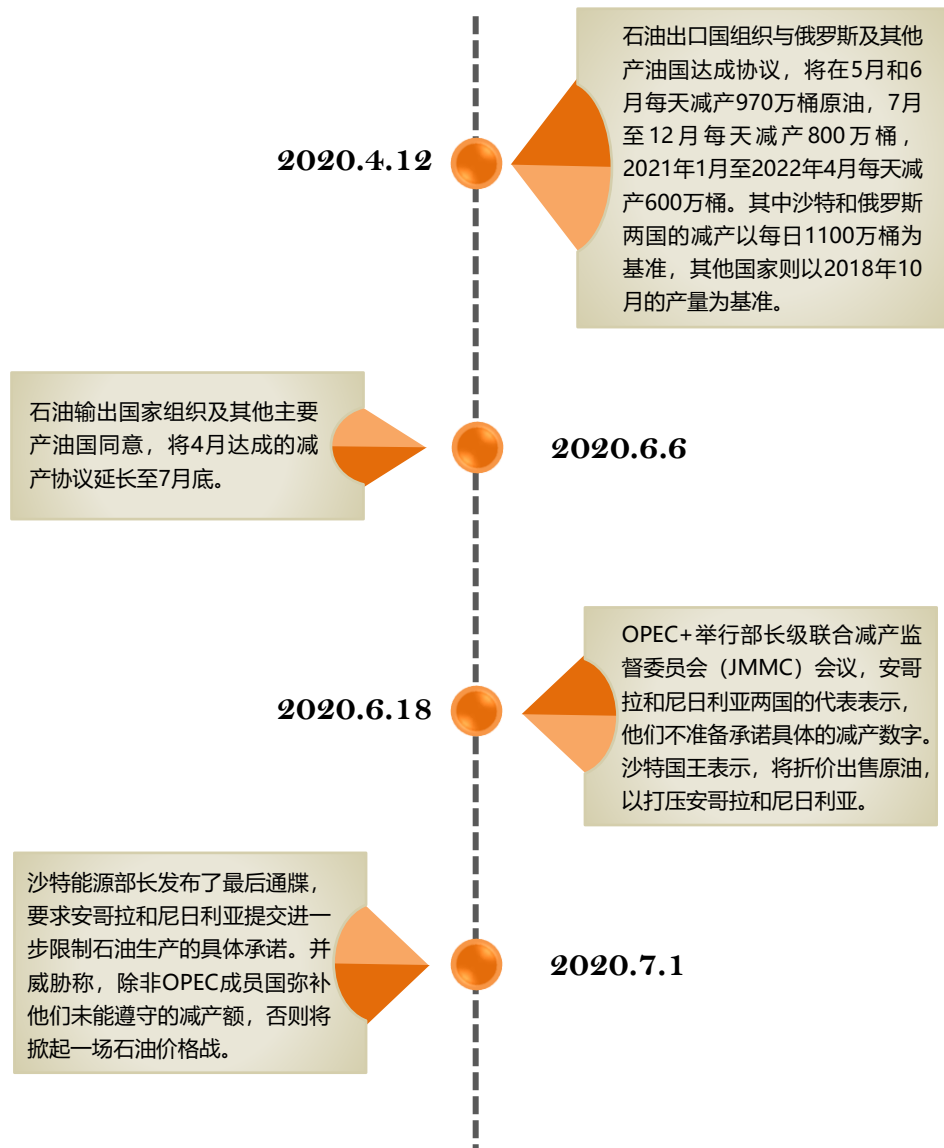


【宏观】国证医药股指变化趋势

— 指数点位 ■ 成交量 (万股)



OPEC减产谈判仍在进行，国际油价逐渐修复



- 2020Q2，随着OPEC+产油国取得史上规模最大的减产协议，同时5月开始欧美国家疫情防控取得初步缓解，原油悲观的需求预期得到扭转，原油市场供需极度失衡局面持续修复并重回供需基本平衡，国内外原油价格重心稳步回升。其中WTI原油期价自10-20美元/桶区间稳步走高至40美元/桶；布伦特原油期价自20-30美元/桶区间稳步走高至45美元/桶一线；我国原油期货主力合约自210-250元/桶区间稳步走高至300元/桶一线。

各国开始着手恢复经济

美国

美联储联合财政部出台万亿经济刺激计划，并推出紧急降息政策，连续降息至零利率。且实行7000亿QE计划，启动商业票据融资便利机制（CPFF），以支持信贷流向家庭和企业，提高企业在疫情期间维持就业和投资的能力

6月17日，财政部追加625亿欧元财政预算计划，目前此计划尚需联邦议院通过。加上此前通过的1560亿欧元补充预算，今年财政预算规模达创纪录的2185亿欧元。本月初，德国执政联盟还就总计1300亿欧元的经济刺激方案达成一致。

德国

中国

提高财政赤字、引导利率下行。央行实施定向降准，释放长期资金5500亿元，同时开展中期借贷便利操作1000亿元。各级财政已经拨款疫情防控资金1218亿元。上海作为国内金融中心，为152个重大产业项目集中投资4418亿元。

6月17日，央行大幅降息75个基点至2.25%，这不仅是巴西央行自2019年7月以来连续第8次降息，也是该央行连续第二次大幅降息75个基点。巴西央行表示，未来仍有进一步小幅货币刺激措施的空间，用以扶助受疫情重创的巴西经济。

法国

西班牙

6月16日，批准了一项针对全国各个大区总额为160亿欧元的疫情后重建基金。

出台的800亿欧元紧急救助措施陆续落实到位，同时释放了约7500亿欧元流动性。

意大利

美联储史无前例的救市措施

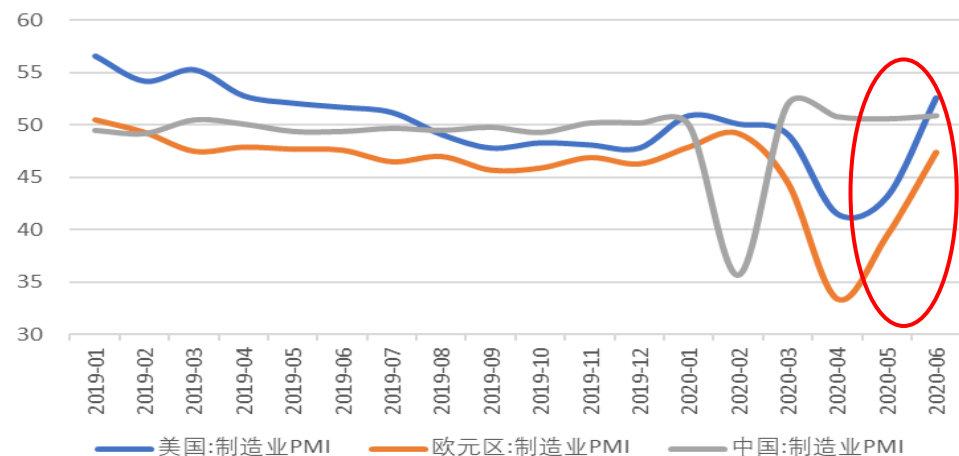


相比之下，中国始终在货币政策上非常克制

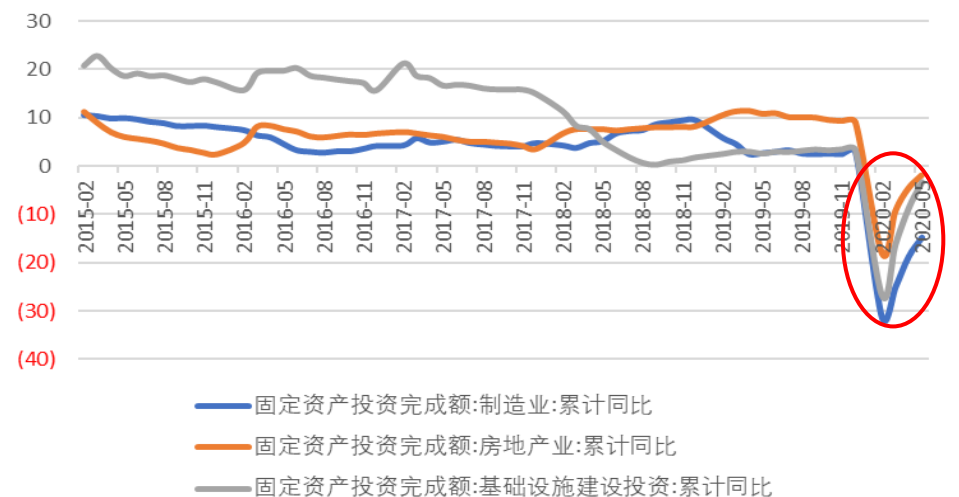
国家或地区	时间
中国	<p>(1) 2020年4月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.85%，此前为4.05%。5年期以上LPR为4.65%，此前为4.75%。</p> <p>(2) 6月18日，央行公告称，为维护半年末流动性平稳，6月18日以利率招标方式开展了1200亿元逆回购操作，包括500亿元7天期和700亿元14天期，7天期中标利率2.20%，14天期中标利率2.35%。</p> <p>(3) 6月18日，财政部成功招标发行2020年抗疫特别国债一期和二期。其中，一期为5年期固定利率付息债，发行量500亿元，票面利率2.41%；二期为7年期固定利率付息债，发行量500亿元，票面利率2.71%；投标倍数分别为2.5倍、2.76倍。此外，财政部还将于6月23日招标发行2020年抗疫特别国债（三期）。该期国债为10年期固定利率付息债，竞争性招标面值总额700亿元。</p> <p>(4) 7月1日起，中国人民银行下调了再贷款、再贴现利率。其中，支农再贷款、支小再贷款利率下调0.25个百分点。此外，央行还下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点，调整后，金融稳定再贷款利率为1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为3.77%。</p>

全球经济数据全面恢复

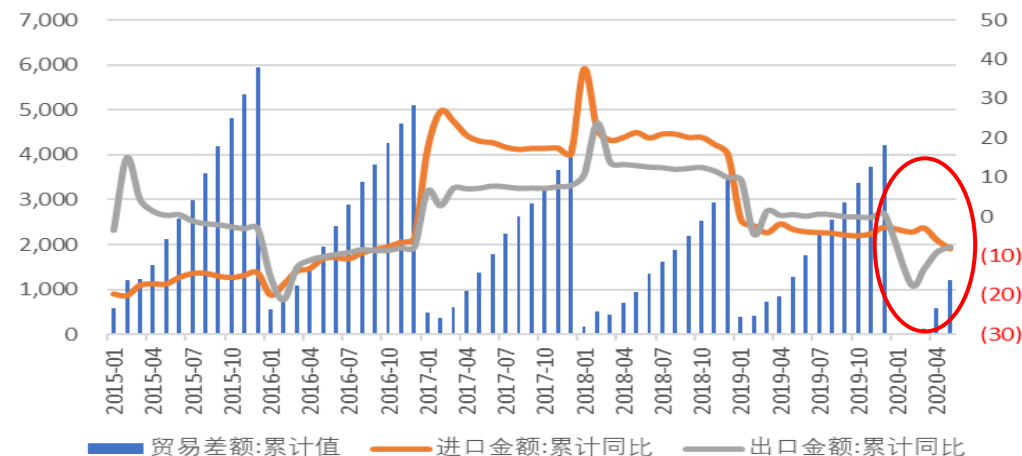
【宏观】美国、欧元区、中国PMI指数



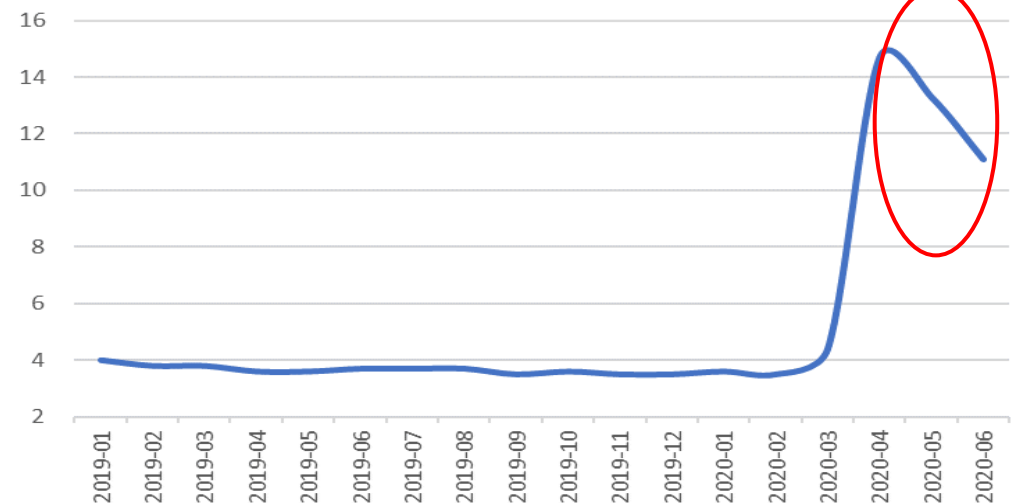
【宏观】各大类固定资产投资增速 (%)



【宏观】进出口情况 (亿美元; %)

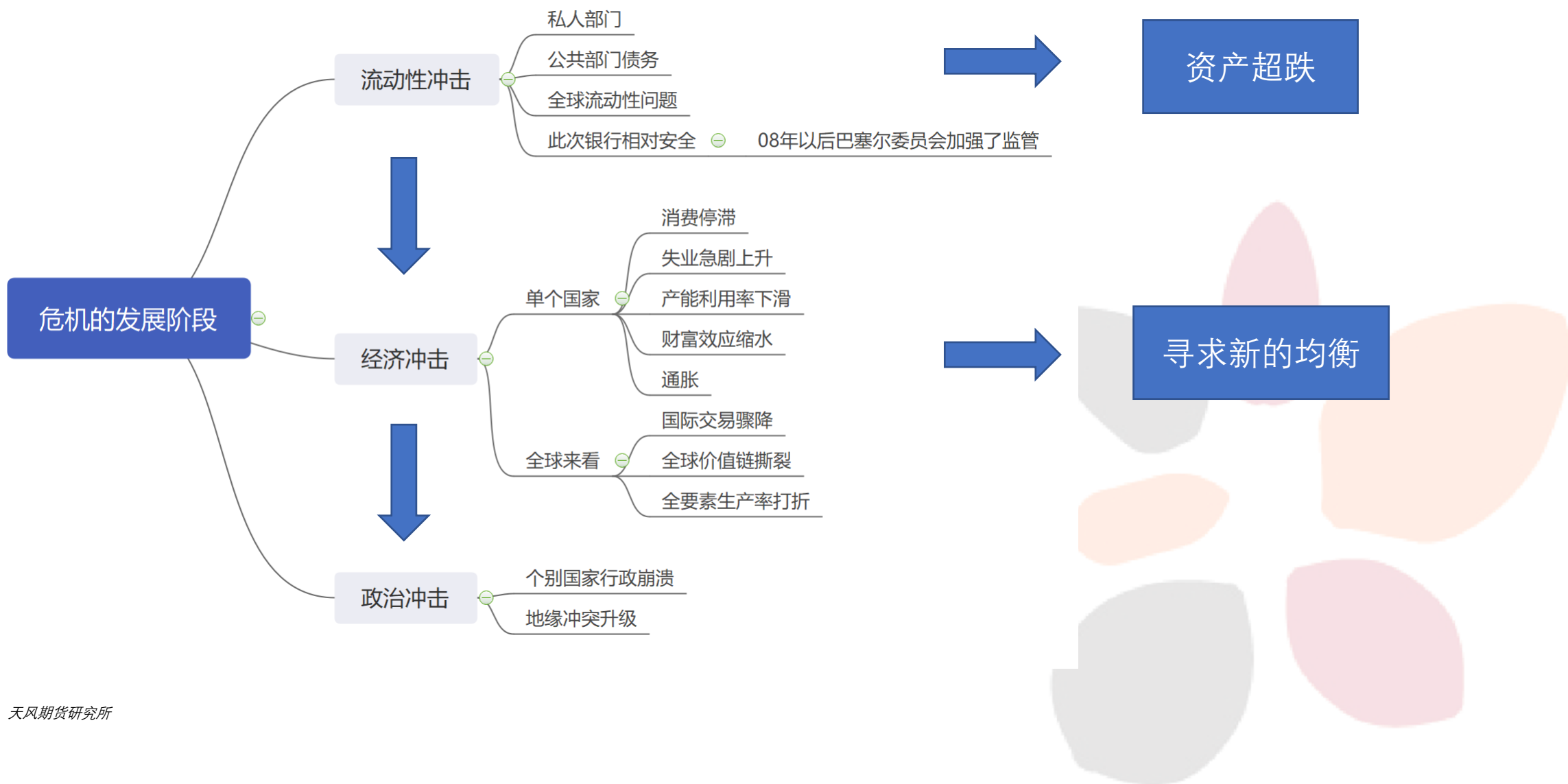


【宏观】美国失业率 (%)

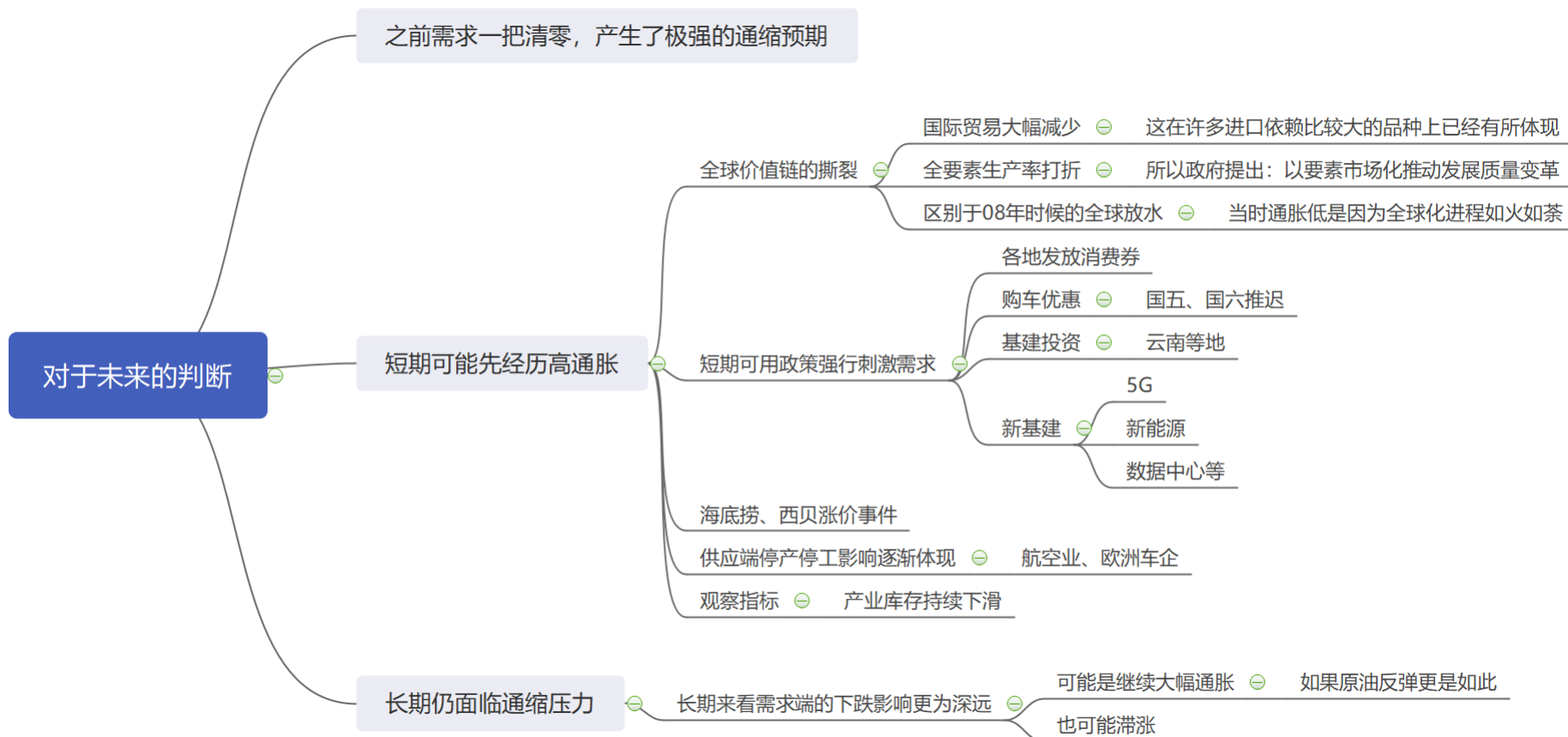


背后逻辑与我们Q1季报中预测的完全一致

①危机演变逻辑（2020Q1铜季报）

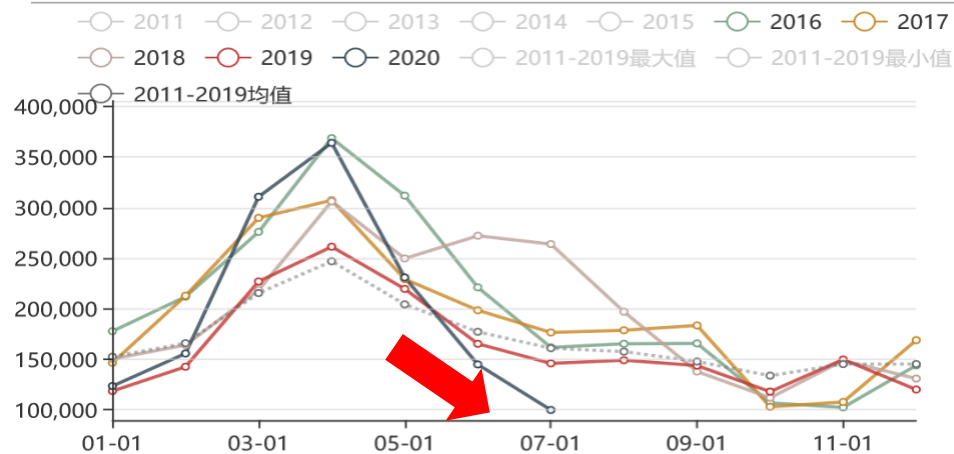


②经济发展逻辑（2020Q1铜季报）

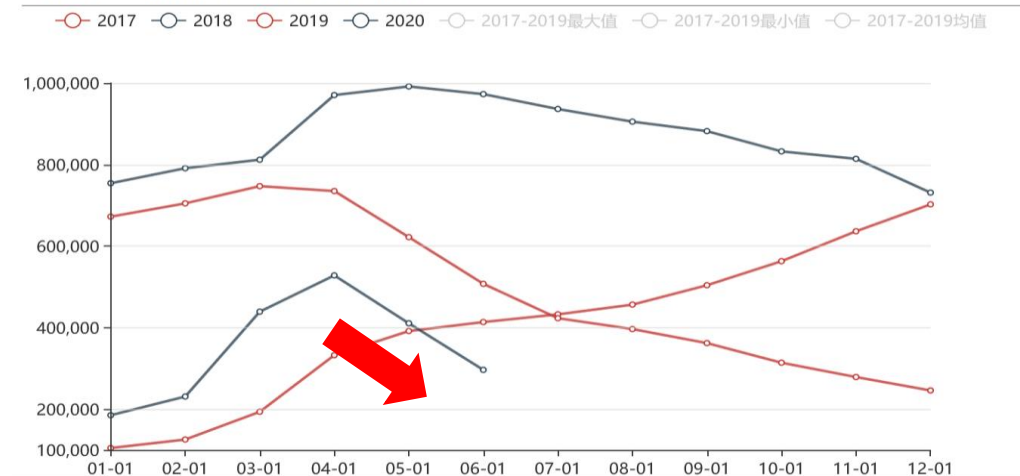


国内主要工业品原材料库存快速下滑

【CU】显性库存 (SHFE) -季节性



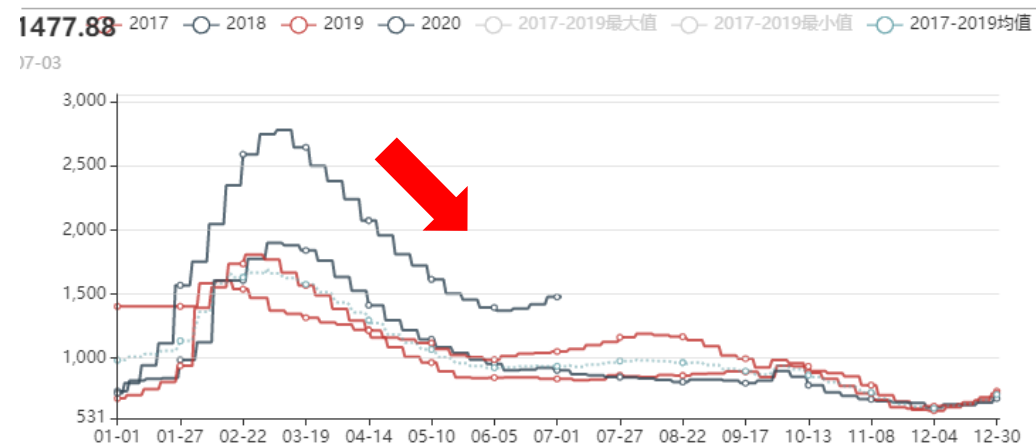
【AL】上期所铝锭总库存-季节性 (吨)



【I】库存:铁矿石:港口合计: 季节图



【RB】螺纹钢总库存:钢厂+社库

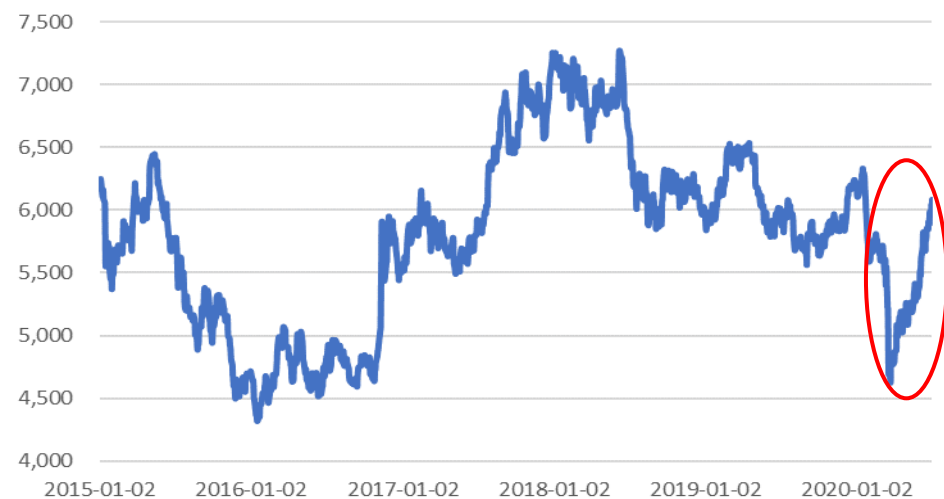


各类资产价格“V型”反弹

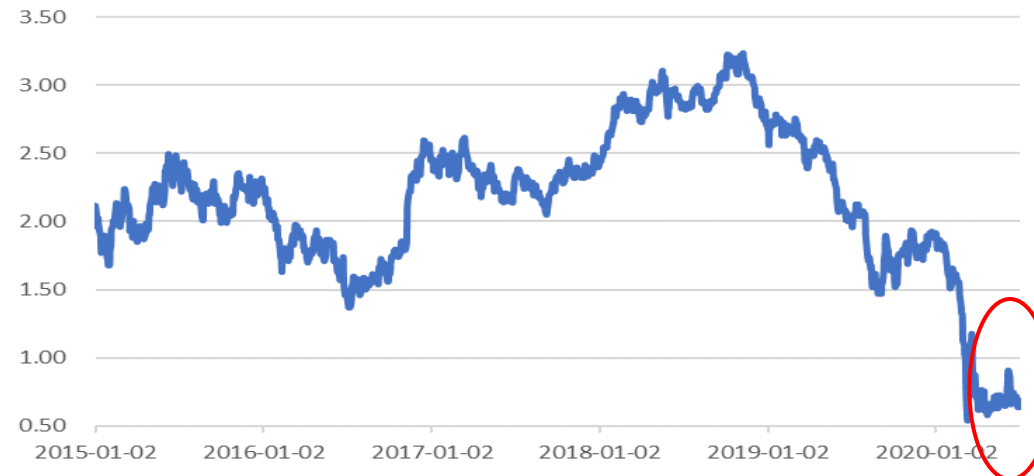
【宏观】道琼斯工业指数



【宏观】LME铜价



【宏观】美国十年期国债收益率 (%)



【宏观】上证综合指数

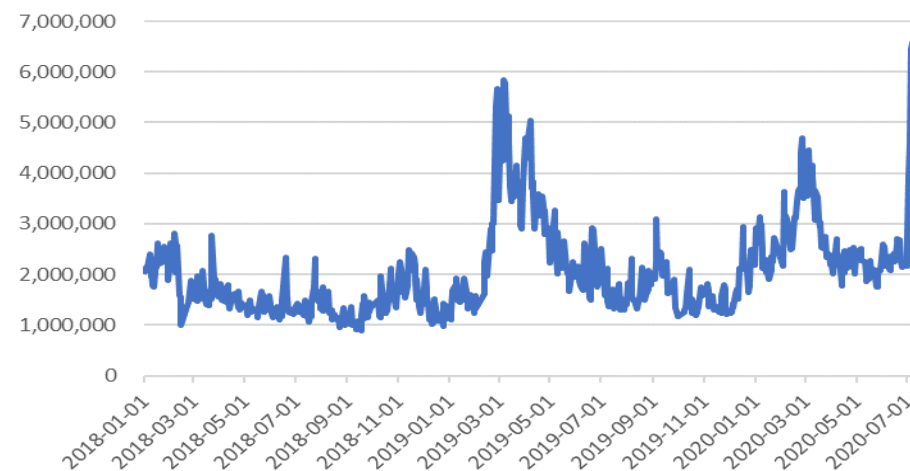


大逻辑仍未走完，对未来的几点看法

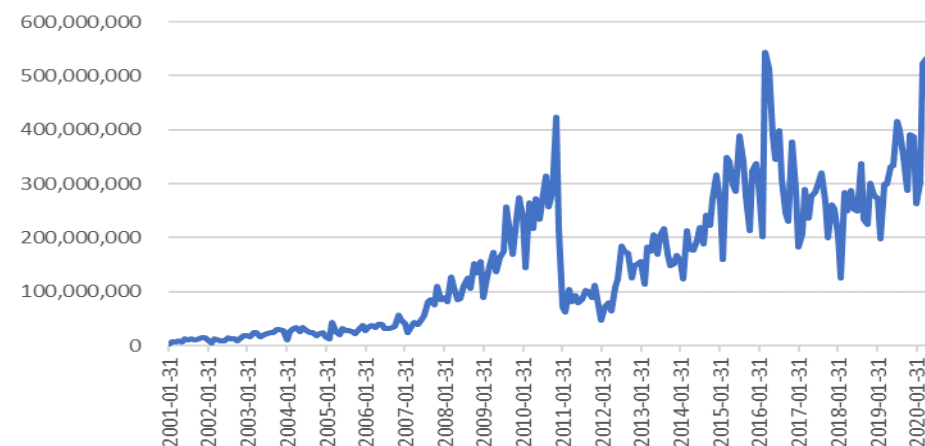
①场外配资死灰复燃，全市场风险偏好全面提升



【宏观】股市成交量



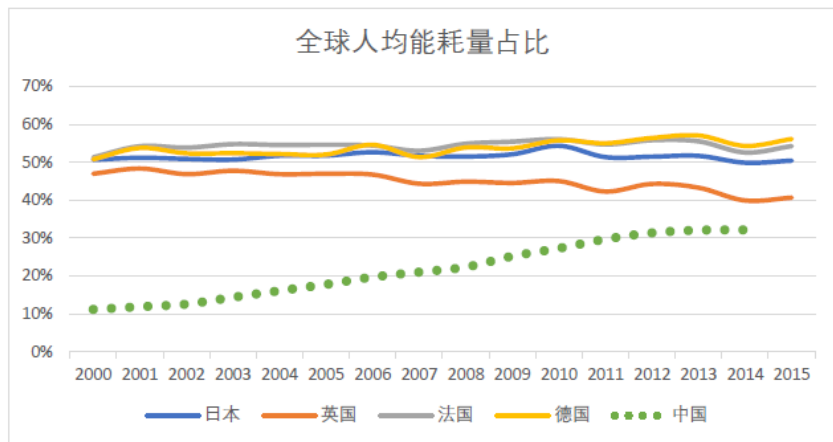
【宏观】期货成交量



②逆全球化趋势不会改变-“贸易摩擦”仍将长期继续

研究报告 | 商品季报

天风期货研究所



数据来源: WIND, 天风期货研究所

在这个背景下,我们来看一下本次中美贸易战的成因。目前来看,中国14亿人口中最多有2亿人可以达到全球中产阶级的标准,下图是全球主要经济体人均能耗量占美国人均能耗量的比重,如果把全球想象成一个整体,我们可以看到,如果中国14亿人口都要达到中产阶级标准,除非科技发生了突飞猛进的进步,否则在全球现有约束下,势必会抢占到其他发达国家的资源。所以大家都开始反对全球化,开始了一系列的经济摩擦、贸易摩擦。了解了贸易战的成因,我们认为,贸易战的本质其实并不是“贸易战”而是两国综合国力的较量,狭义的贸易战最终可能会以中国部分妥协的形式结束,但广义的贸易战仍会持续很长一段时间。现阶段我们认为最有可能的就是在贸易矛盾中可能先达成部分和解,中国放开很多进口限制、外商投资限制等。

2019宏观暨铜年报

2020年有色年报

进出口-未来寄希望于“一带一路”



- 我们知道,全球化的理论基石是大卫李嘉图提出的比较优势理论,但是过去2年中,以中美贸易争端为代表的一系列“反全球化”事件不断提醒着大家,这个理论与经济学的其他理论一样,是有假设前提的,如果前提条件发生改变,那么必然会带来一系列新的问题。
- 基于传统的比较优势理论,国际分工和全球化带来的是全球利益最大化,但对发展中国家而言实际利益却不是最大化。该理论没有提供产业转型升级的路径,可能使发展中国家永远处于产业链的低端甚至出现产业空心化,对发展中国家的长期发展不利。为了实现产业转型升级,发展中国家采用战略性贸易政策,这对于发达国家维持自己在产业链上的高端地位很不利,又会引起发达国家的抵制。
- 这就是为什么我们从去年的一系列报告中就观点鲜明的反复提出,“贸易争端的本质是两国综合国力的较量,狭义的贸易战最终可能会以中国部分妥协的形式结束,但广义的贸易战仍会持续很长一段时间。”(节选自2019宏观暨铜年报-这一切都没有想象的这么糟)。
- 2019年1-11月,中国贸易差额累计达到3781亿美元,进出口金额累计同比均出现显著下降,分别降至-4.6%以及-0.3%,通过减少进口的方式在一定程度上对冲了出口增速下降所带来的影响。
- 展望未来,随着国家大力发展“一带一路”,与沿线国家的贸易大概率会成为国内进出口的增长亮点。

数据来源: 天风期货研究所

③药不能停，全球流动性覆水难收，通缩概率极小

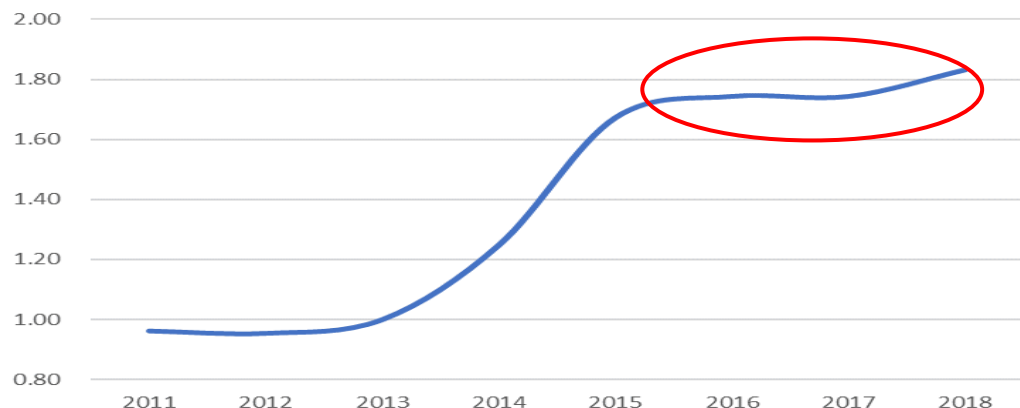
2015-2019年“去杠杆”政策影响：

企业违约增加：2014年出现的首只违约公司债券“11超日债”预示着,债券违约拉开帷幕,自此刚兑信仰被打破。2015年去杠杆下的信用收缩成为债券违约事件频发的导火索。债券违约数量和规模逐年增加,且在2019年达到峰值。

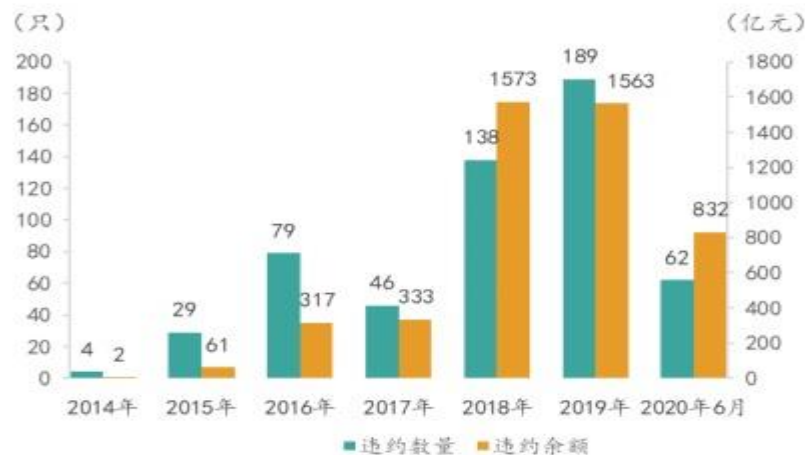
P2P倒闭数量增多：2015年，因“去杠杆”影响，P2P行业多家平台触雷，倒闭数量逐年增多。截止2019年12月，运营平台数量仅343家。

银行不良贷款率大幅增加：去杠杆背景下，小微企业的经营压力加剧，进而导致银行贷款不良率上升。

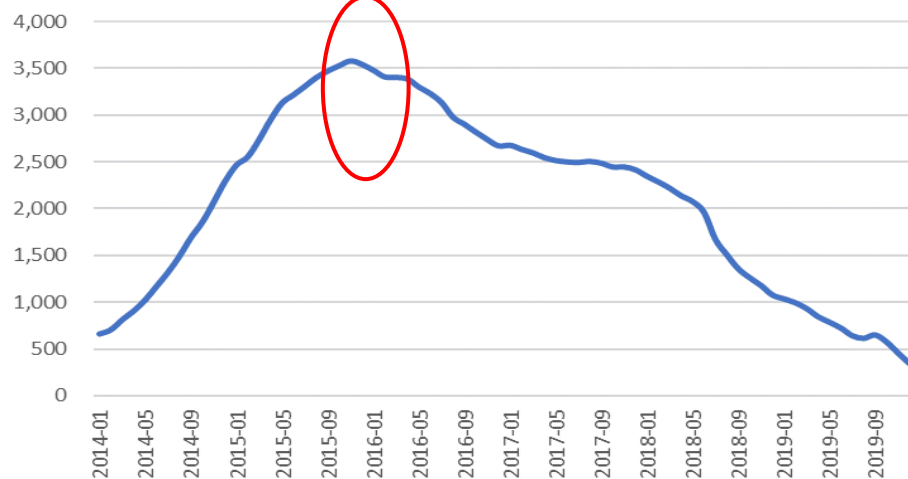
【宏观】银行不良贷款率（%）



【宏观】2014-2020年6月债券违约数量（只）及规模（亿元）



【宏观】P2P运营平台数量（家）

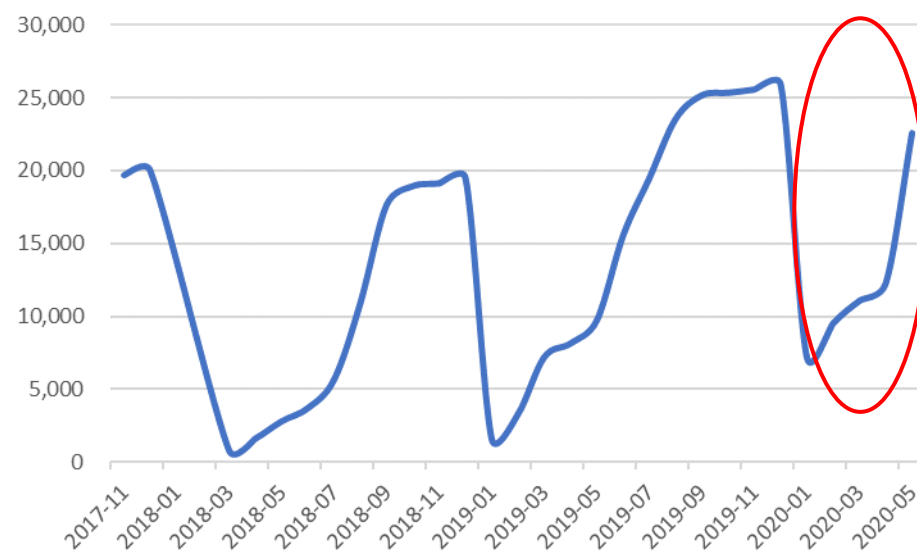


③药不能停，全球流动性覆水难收，通缩概率极小

【宏观】中国M2同比增速



【宏观】中国地方政府专项债

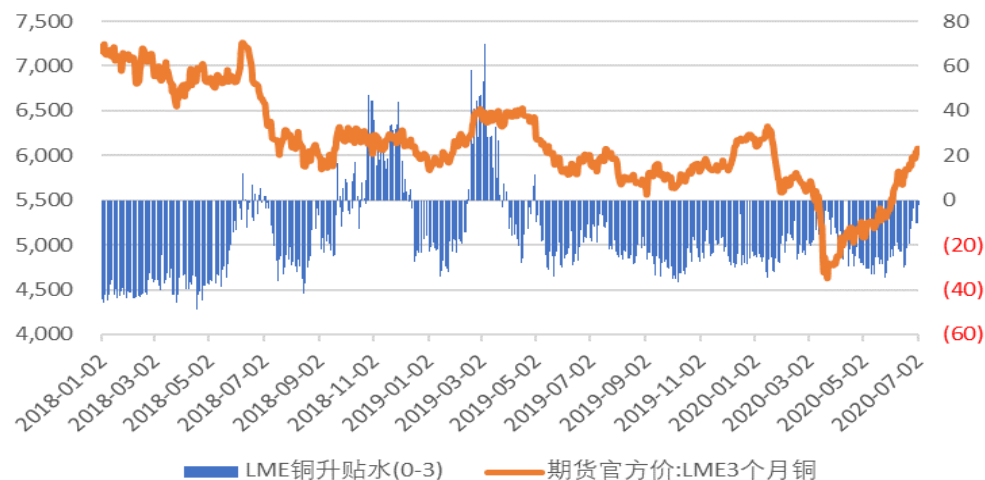


铜-深蹲跳跃， 再创辉煌

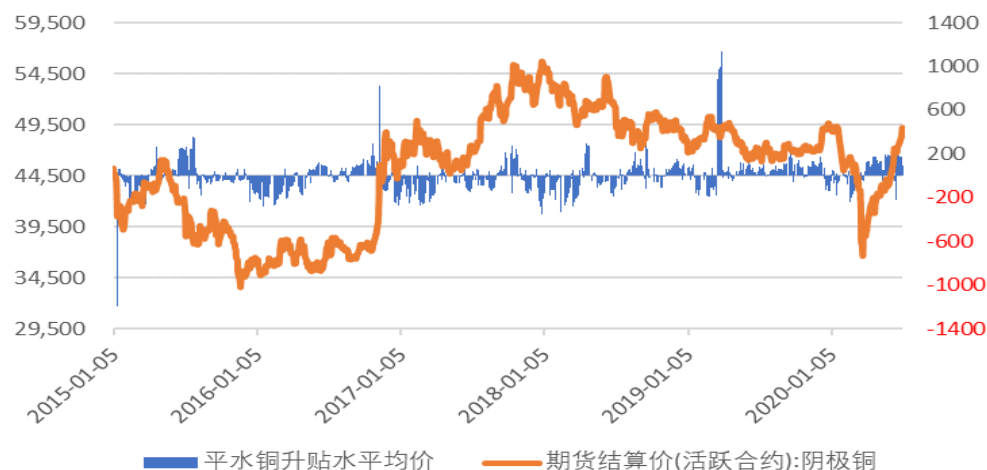
2020Q2铜价走势回顾

Q2铜价创下10年来单季最大涨幅!

【CU】LME铜价&升贴水



【CU】SHFE铜价&升贴水



- 2020年Q2，国内外铜价均创下近十年单季最大涨幅，LME铜价由4898美元/吨上涨至6039美元/吨，涨幅22.49%，最高价6055美元/吨；SHFE铜主力合约由39490元/吨上涨至48790元/吨，涨幅24.62%，最高价48800元/吨。
- 如我们在2020年Q2铜季报中所述，Q1铜价由于宏观与基本面发生了强烈的共振而引起了一定程度的超跌，到了Q2，**这一情况已经发生了根本的改变**，宏观情绪的修复以及各国政府的疯狂放水，叠加基本面上“供应端各环节亏损+消费端的大幅反弹”，共同导演了铜价的惊天逆转。

焦点一：南美疫情始终是悬在头顶的达摩克利斯之剑

秘鲁

截至7月3日，秘鲁新冠病毒确诊病例达28.8万例，为288477例；死亡病例为9860例。秘鲁宣布再次延长国家紧急状态至7月31日，并继续在全国范围内实行宵禁。5月27日，秘鲁政府人员称，由于新冠肺炎疫情导致生产中断，2020年秘鲁铜产量将至少下降15%，收入损失高达50亿美元。在4名矿工被检测出新型冠状病毒呈阳性后，中铝在秘鲁的Toromocho铜矿已于5月7日停产。

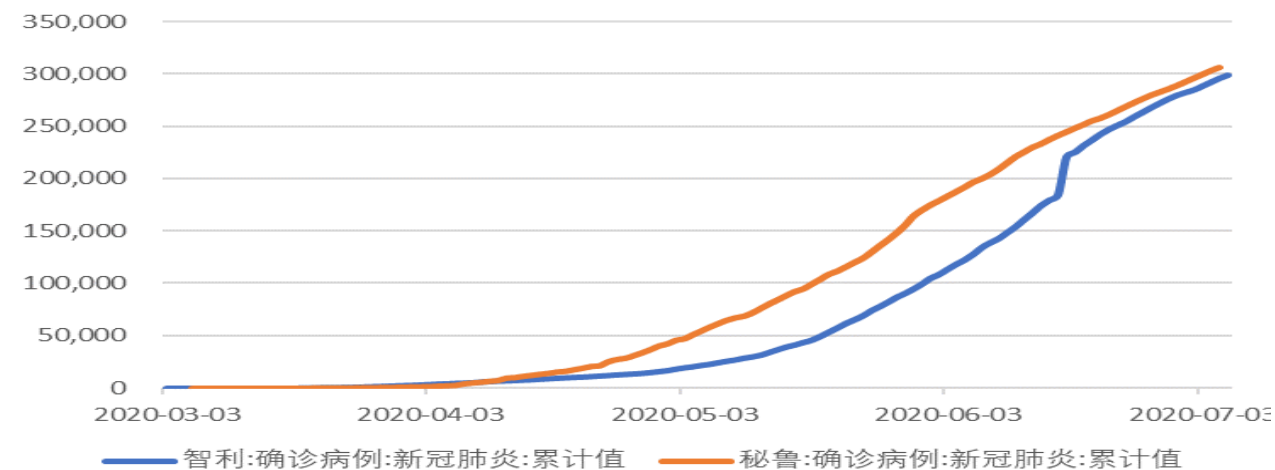
智利

截至7月3日，新增3548例至288089例；死亡病例新增131例至6051例。智利6月16日也宣布将该国国家紧急状态再延长90天。智利国家铜业7.1万名员工中，有1951名已经确诊为新冠病毒。智利中部的大型铜矿山El Teniente地区新冠病毒确诊病例最多，达到664例，而北部的Chuquicamata铜矿山新冠病毒确诊病例达到了473例。智利国家铜业的新冠病毒感染率已经上升至2.7%。

【CU】秘鲁、智利疫情概况

国家	人口	确诊总数	现存病例	死亡率	感染率
秘鲁	3149万	305703	97312	3.52%	0.97%
智利	1860万	298557	27802	2.14%	1.61%

【CU】秘鲁、智利累计新增确诊人数



全球矿山因疫情减产40万吨左右，其中35万吨集中在智利秘鲁



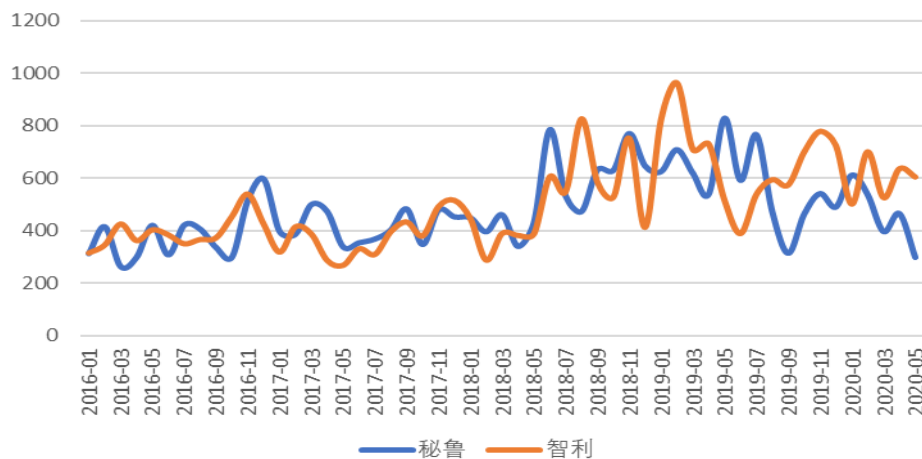
【CU】全球矿山最新生产情况汇总

企业名称	涉及矿山、冶炼厂	矿山所在国	2019年产量 (万吨)	采取措施
Rio Tinto	Oyu Tolgoi	蒙古	4.9	放缓地下开发，并下调公司全年铜产量目标
	Kennecott	美国	18.46	3月18日受地震影响关闭，并发出不可抗力，影响到公司全年产量，重启信息尚不明确
Codelco	Chuquibambilla	智利	38.5309	暂停部分项目和矿山的第三方合同，疫情期间运营保持连续性。公司首席执行官近日接受采访时曾表示或将不得不放缓一些投资计划，并暂停智利北部矿山的项目建设。随着智利新冠病例人数增多，近期有工人以罢工工作为威胁，以便实施自我隔离
	Ministro Hales		15.1318	
	Randomiro Tomic		26.6415	
BHP	Escondida	智利	113.86	3月22日，公司宣布限制合同工进入这两个矿区，为期15天
	Pampa Norte		26.5	
	Antamina	秘鲁	44.859	4月13日，宣布暂停运营，5月27日，泰克资源发布公告称，秘鲁Antamina铜矿已恢复运营，目前运行产能的80%，预计将在三季度实现满负荷运转
Glencore	Collahuasi	智利	56.545	降低运营比率，集中保留矿山、选矿及港口工作人员
	Mopani	赞比亚	9.9	削减开支，宣布不可抗力，5月初宣布开始为期90天的运营，随后进入检修模式
MMG	Las Bambas	秘鲁	38.252	低负荷运转，铜精矿运输受限，宣布不可抗力，2020年产量指引撤销；于4月28日逐步恢复矿的运输
Freeport-McMoran	Chino	美国	7.94	员工感染新冠病毒，4月11日晚间宣布关闭，后在4月26日重启。此前，该公司表示将停止派发股息和削减产量、成本
	El Abra	智利	8.1646	4月27日宣布将铜加工规模缩减40%，并裁员275人，暂无最新消息
	Cerro Verde	秘鲁	45.495	3月17日宣布暂停运营，为期15天，4月1日已重启，逐步恢复运营
Anglo American	Los Bronces	智利	33.5	3月19日，公司表示将在接下来3天内，降低运营比率，减缓生产，为期12天
	El Soldado		5.4	
	Quellaveco	秘鲁	未投产	从3月中旬开始，大幅削减运营比率，为期3个月，施工进度延迟至7月底

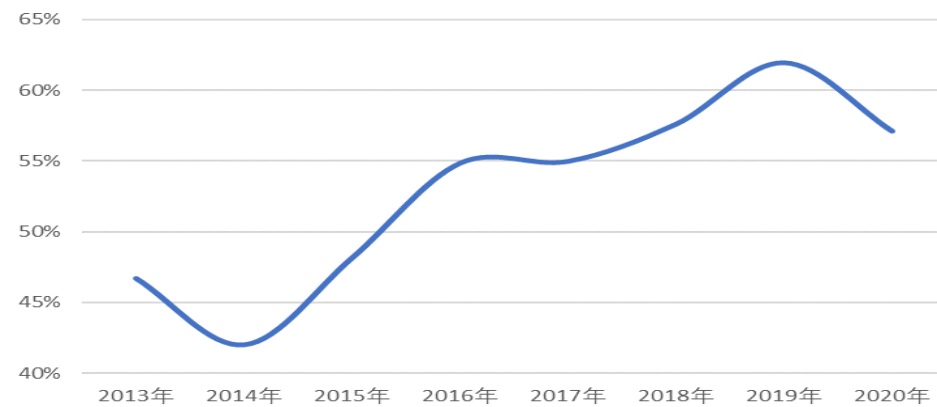
Antofagasta	Los Pelambres	智利	36.34	4月6日暂停智利Los Pelambres铜矿扩建项目，为期120天，已经中止了大部分涉及Los Pelambres铜矿扩建项目的合同
KGHM		波兰	55.7	铜价跌破盈亏平衡点，暂无修改2020年预算的打算
Hudbay	Constancia	秘鲁	11.3825	3月中旬暂停运营，5月14日已经获得政府批准重启
Teck Resource	Quebrada Blanca	智利	2.1	3月初宣布暂停项目二期建设，为期4周，后持续延长关停时间，暂无消息显示重启，最初预计在2021年四季度投产，目前来看，预计投产时间将有所延长
First Quantum	Cobre Panama	巴拿马	15.75	自4月进入检修状态，目前公司已经向当局申请重启，该矿山全年产量目标下调至21-23万吨
Vale	Voisey's Bay	加拿大	2.5	3月17日进入为期四周检修，4月8日延长检修期，最长不超过3个月，现已结束检修期，计划于7月重启
Sierra Metals	Bolivar	墨西哥	1.86	4月初根据政府要求暂停墨西哥采矿业务30天，6月5日秘鲁政府宣布进入经济二阶段恢复时期，矿山逐步恢复运营直至满产
Minera Lumina	Caserones	智利	13.65	3月23日至4月13日期间暂停四成运营，减少铜矿上工人数
Grupo México	Buenavista	墨西哥	33.796	缩减墨西哥采矿活动，截至6月1日，墨西哥采矿已恢复80%
	La Caridad	墨西哥	13.31	
Atalaya Mining	Proyecto Rio Tinto	西班牙	4.5	3月30日关闭Rio Tinto矿山，4月6日宣布已恢复运营
Nevada Copper	Pumpkin Hollow	美国	19年末投产	4月6日宣布，暂停生产，计划三季度恢复生产
Teck	Highland Valley	加拿大	12.1	降低运营比率，日产量调整至80%-85%，暂不发布全年产量目标
Ecuacorriente	Mirador	厄瓜多尔	6	3月22日宣布缩减运营，暂停铜矿运输至港口，5月18日开始逐步恢复，于6月初恢复铜精矿运输
Copper Mountain	Copper Mountain	加拿大	3.5	3月11日下调全年产量预期
Birla Copper	Birla Copper炼厂	印度	37	3月24日开始停产，目前已经恢复运营

秘鲁、智利进口铜精矿占比显著下滑

【CU】铜精矿进口量-秘鲁、智利（千吨）



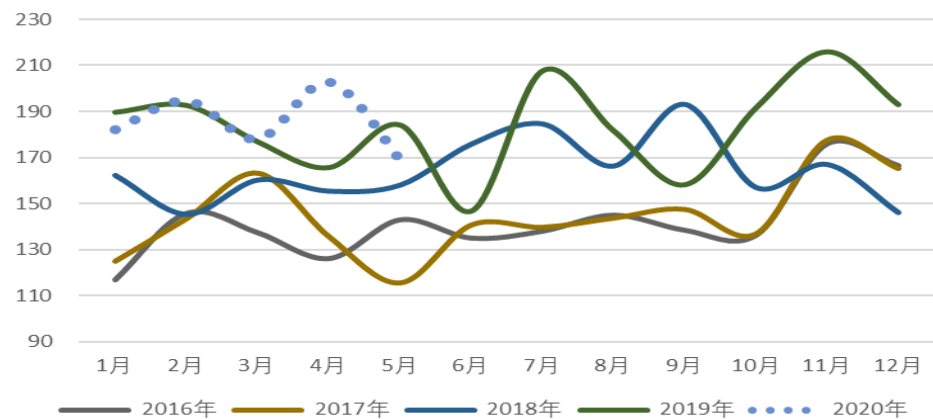
【CU】铜精矿进口国占比-秘鲁、智利合计 (%)



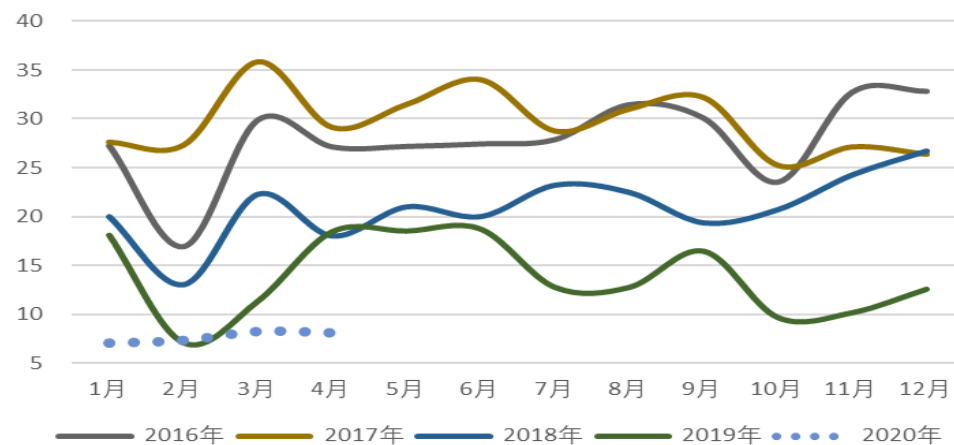
- 根据最新海关数据来看，2020年1-4月，中国分别从秘鲁、智利进口铜精矿201.5万吨，236.1万吨，同比3.3%、-14.5%。
- 同期从秘鲁、智利进口的铜精矿占比较2019年的65%已显著下降至58%。

“供应端”黑天鹅始终需要我们保持警惕

【CU】铜精矿进口量（万吨）



【CU】废铜进口实物量（万吨）



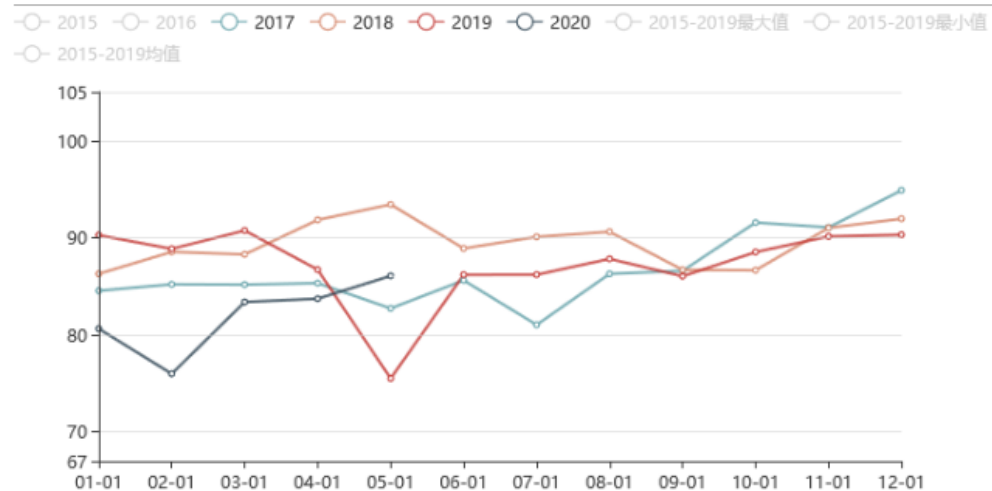
【CU】铜精矿现货TC（美元/吨）



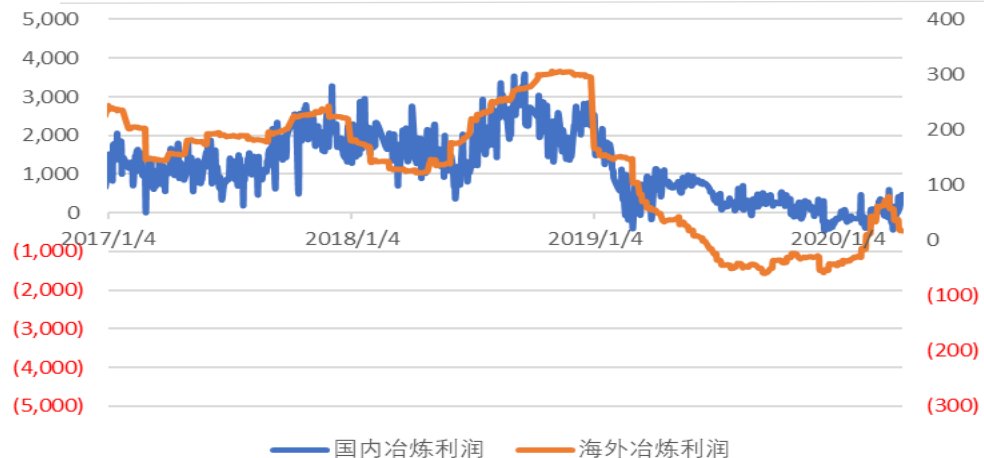
- 截止2020年7月3日，铜精矿现货TC指数为51.37，处于历史极低位。
- 2020年1-5月，中国铜精矿进口合计924.8万吨，同比去年的908.3万吨上升2%，主要国外疫情爆发相对较晚，由于船期的原因，前期发出的货物集中在1-4月铜精矿到港，5月已开始明显减少，最新了解到的情况是现在有部分货物堆在港口，预计8月开始可以陆续进入国内市场，从TC持续处于低位以及最新的加工费谈判结果中也能看出市场对于短期铜精矿的预期并不乐观。
- 废铜进口平均品味在去年已经上升至80%左右，但今年的进口量大幅下滑55%。

冶炼利用率将会持续维持低位

【CU】中国精铜冶炼厂开工率-季节性 (%)

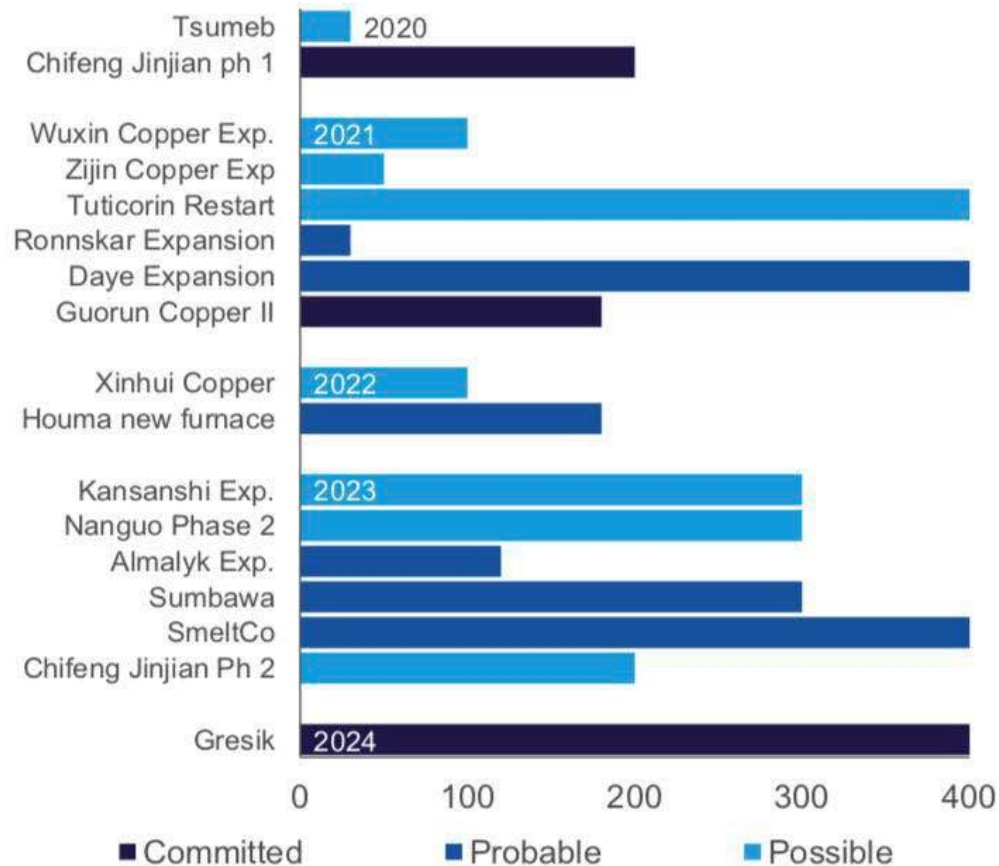


【CU】精炼铜冶炼利润 (元/吨; 美元/吨)



【CU】未来三年国内冶炼厂新投产计划

Smelter projects (capacity $\geq 100,000$ t/y); '000 t capacity

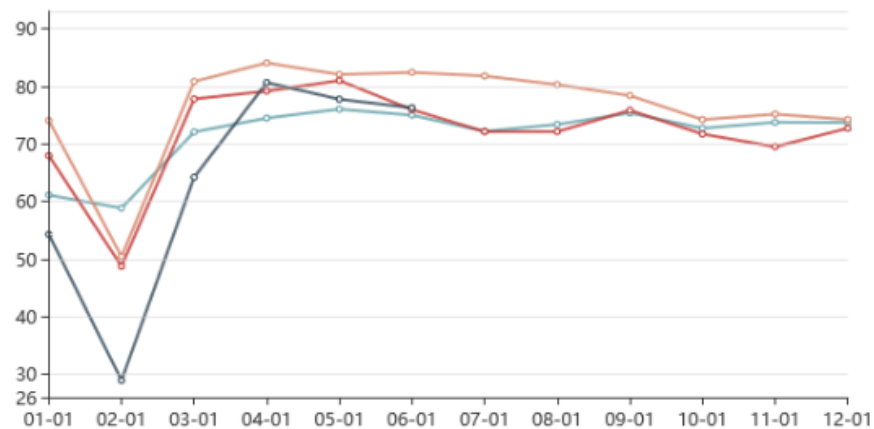


焦点二：下游消费将会维持高位

Q2初级加工端全面反弹

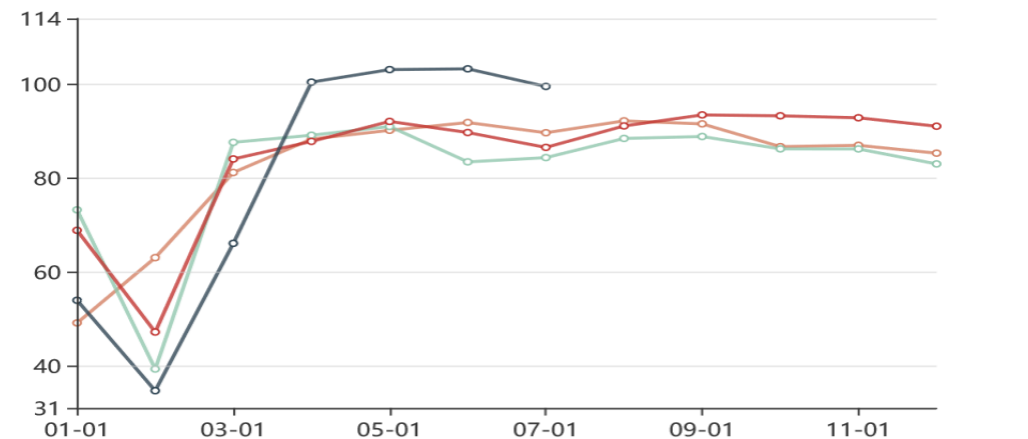
【CU】铜材企业平均开工率-季节性

—○— 2015 —○— 2016 —○— 2017 —○— 2018 —○— 2019 —○— 2020 —○— 2015-2019最大值
—○— 2015-2019最小值 —○— 2015-2019均值



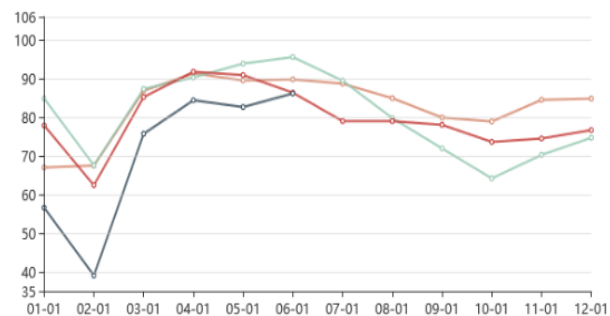
【CU】电线电缆企业开工率-季节性

—○— 2014 —○— 2015 —○— 2016 —○— 2017 —○— 2018 —○— 2019 —○— 2020
—○— 2014-2019最大值 —○— 2014-2019最小值 —○— 2014-2019均值



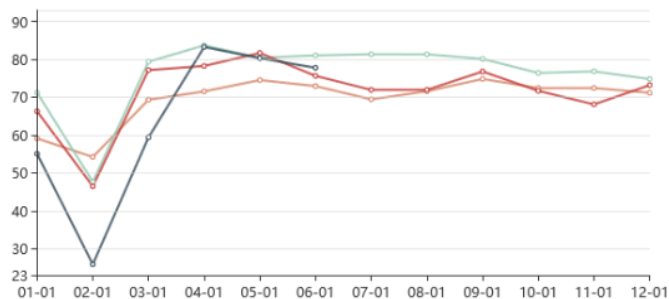
【CU】铜管企业开工率-季节性

—○— 2014 —○— 2015 —○— 2016 —○— 2017 —○— 2018 —○— 2019 —○— 2020 —○— 2014-2019最大值
—○— 2014-2019最小值 —○— 2014-2019均值



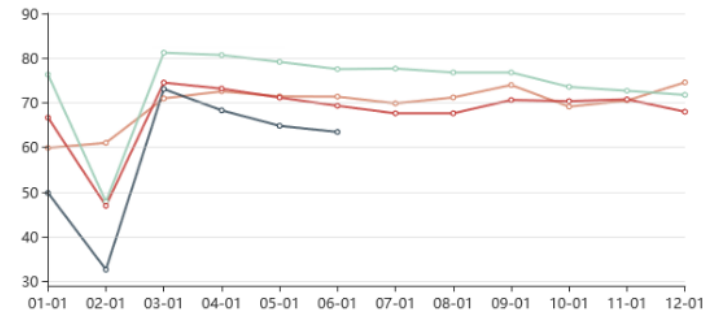
【CU】铜杆企业开工率-季节性

—○— 2014 —○— 2015 —○— 2016 —○— 2017 —○— 2018 —○— 2019 —○— 2020 —○— 2014-2019最大值
—○— 2014-2019最小值 —○— 2014-2019均值



【CU】铜板带箔企业开工率-季节性

—○— 2014 —○— 2015 —○— 2016 —○— 2017 —○— 2018 —○— 2019 —○— 2020 —○— 2014-2019最大值
—○— 2014-2019最小值 —○— 2014-2019均值



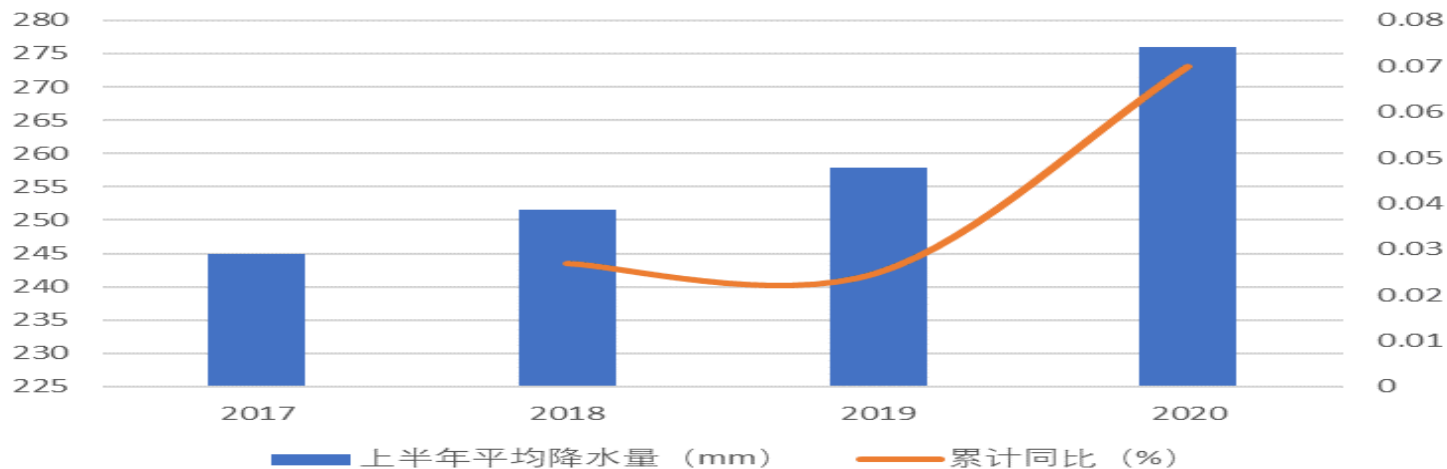
2020年多地遭遇特大暴雨，洪涝灾害显著增多

灾情影响

6月2日以来，中央气象台连续发布暴雨预警31天，连续发布预警日数为2010年有预警记录以来同期最多。洪涝灾害已对20多个省份造成影响。国家减灾委、应急管理部近日公布，南方地区洪涝灾害已造成1216万人次受灾，78人死亡失踪，72.9万人次紧急转移安置，8000余间房屋倒塌，9.7万间不同程度损坏，直接经济损失257亿元。

与去年同期相比，受灾人次上升41.5%，因灾死亡失踪人数、倒塌房屋数量分别下降26.2%、53.7%，直接经济损失上升15.3%。

【CU】2017-2020年上半年全国平均降水量（mm）及累计同比（%）



基建作为财政的发力点，将会继续发挥排头兵、桥头堡的作用

2020年作为十三五收官之年，随着疫情逐步得到控制，各部门敦促基建项目开工的声音不断传来，基建项目加速复工，重大工程托底稳增长。

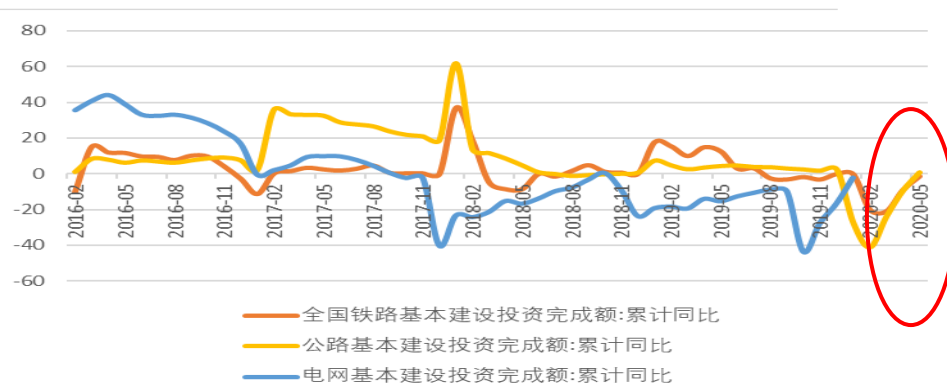
国家相关政策：

2月24日，国家科技部、工信部发布《智能汽车创新发展战略》政策；2月28日，发改委提出构建新型道路基础设施体系、推动智能汽车创新发展政策；2月底，发改委和交通运输部表示，交通强国战略成为大基建落地主要载体。

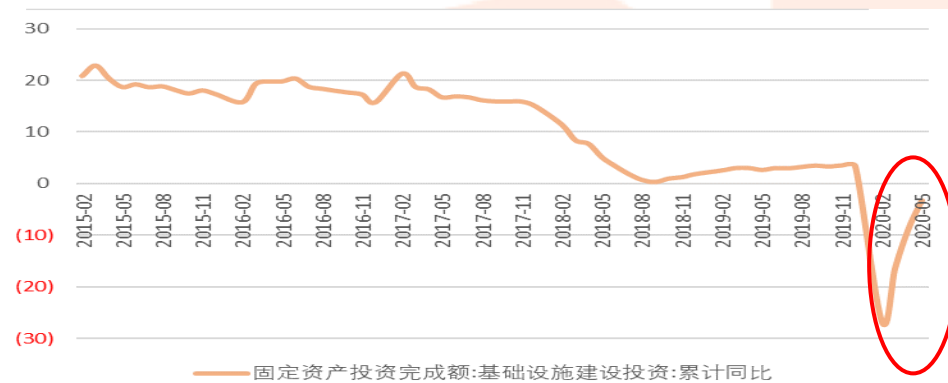
在“新基建”的大背景下，国家电网2020年特高压投资几度上调，全年建设项目投资规模为1811亿元，可带动社会投资3600亿元，整体规模5411亿元。受“新基建”驱动，特高压、充电桩、综合能源将在今后几年掀起新一轮投资热潮。电力投资经过连续三年递减后，未来五年将呈现快速反弹，驶入发展快车道。

受疫情影响，中国一直在加快基建项目审批，进一步刺激了钢铁需求。据统计，1-6月，中国批准了13个机场项目，总投资为人民币1039.6亿元。同时，批准了19个铁路和城市轨道交通项目，预计再批准12个。这些项目的建设主要将持续到2020年至2025年，总共将需要2380万吨钢铁。而且还一直在增加财政支持，以帮助加快基础设施建设。

【CU】各大类基建投资增速（%）

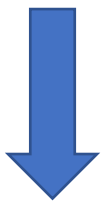


【CU】基建固定资产投资增速（%）



房地产仍将是经济复苏的“中坚力量”

在“房住不炒”的前提下，地方政策因城施策更加灵活，从供需两端出台房地产扶持政策，但仍坚守“限购”、“限贷”底线。



2月16日 财政部

财政部部长刘昆发表文章指出，坚持“房住不炒”的定位，落实房地产长效管理机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。

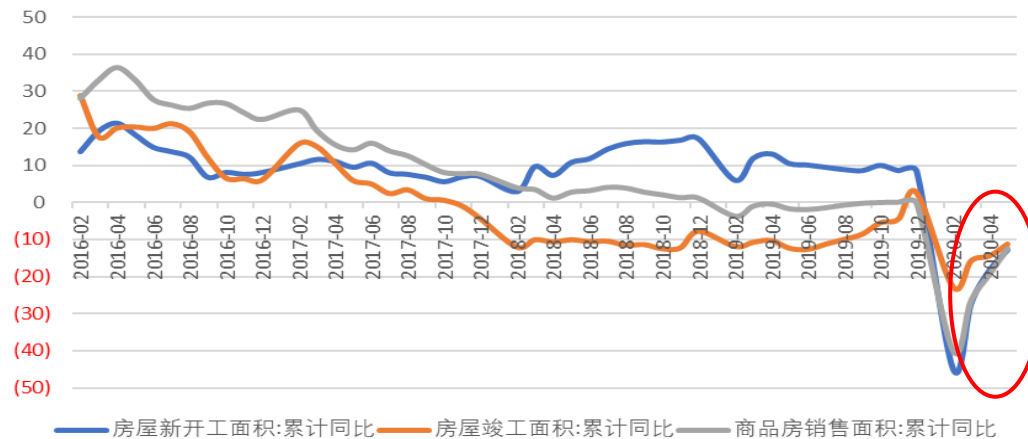
2月25日 银保监会

召开媒体通气会，首席风险官兼新闻发言人肖远企发言，房地产金融政策没有调整和改变，但是会对房地产市场融资情况进一步监测，动态掌握。

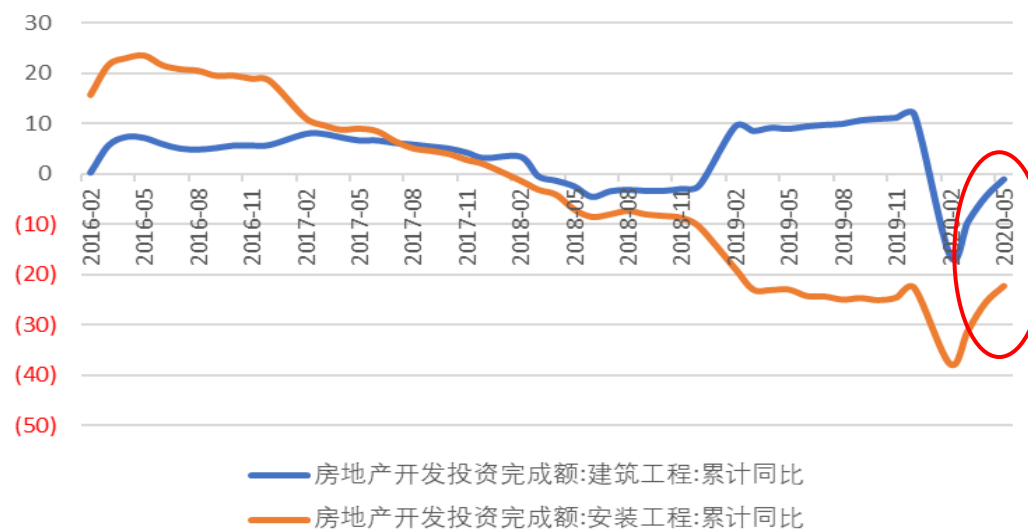
3月6日 住建部

近日，住建部会同财政部正制定面向住房租赁市场的中央财政奖补资金使用办法，金额或能达到400亿。

【CU】新屋开工竣工销售面积增速 (%)



【CU】建筑工程与安装工程增速 (%)

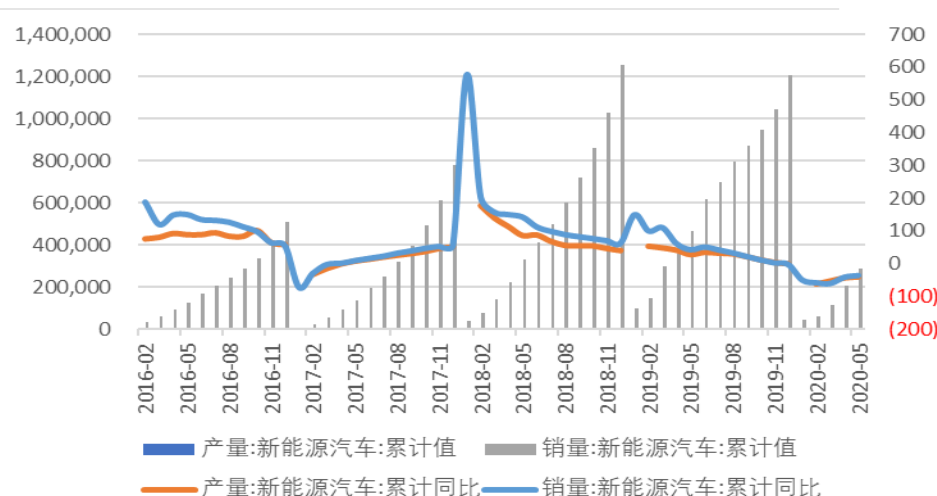


汽车置换需求加大，同时转型新能源仍是一个长期趋势

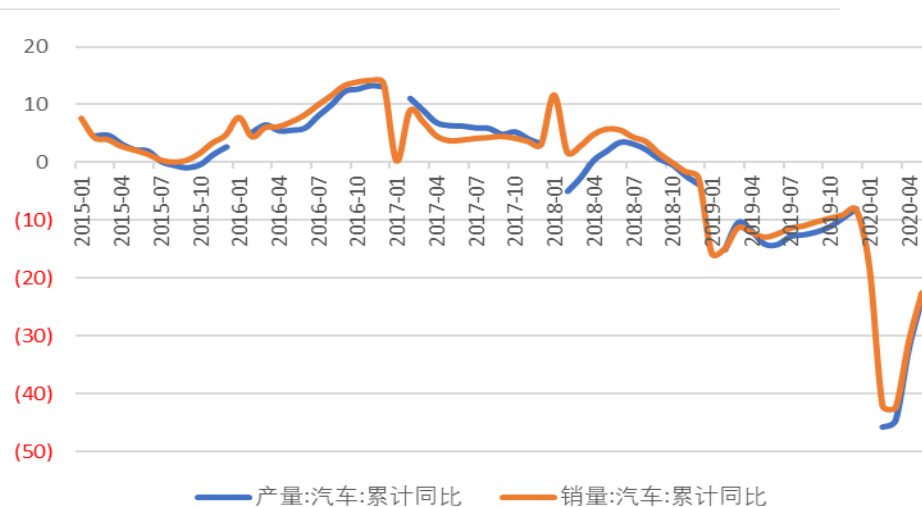
新能源车如今已成为一个流行趋势，2010年，我国四部委应时代发展需要决定进行能源转型，对新能源车进行补贴。受2020年疫情的影响，四部委联合发布了2020年新的补贴政策。

7月3日，在新基建政策的加持下，充电桩市场正在迎来黄金发展期。同时，随着充电桩技术的发展，未来的汽车市场充满多种可能，新能源汽车市场越来越有看头。

【CU】新能源汽车产销增速 (%)



【CU】汽车产销增速 (%)



国家对新能源汽车产业有非常明确的规划。2019年12月3日，工信部公布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》提出，我国新能源汽车产业的整体发展目标为：纯电动汽车成为主流，燃料电池汽车实现商业化运行，公共领域用车全面电动化，高度自动驾驶智能网联汽车趋于普及。

到2025年，新能源汽车新车销量占比达到25%左右，智能网联汽车新车销量占比达到30%，高度自动驾驶智能网联汽车实现限定区域和特定场景商业化应用。

光伏产业发展前景依然巨大，有望持续拉动铜消费

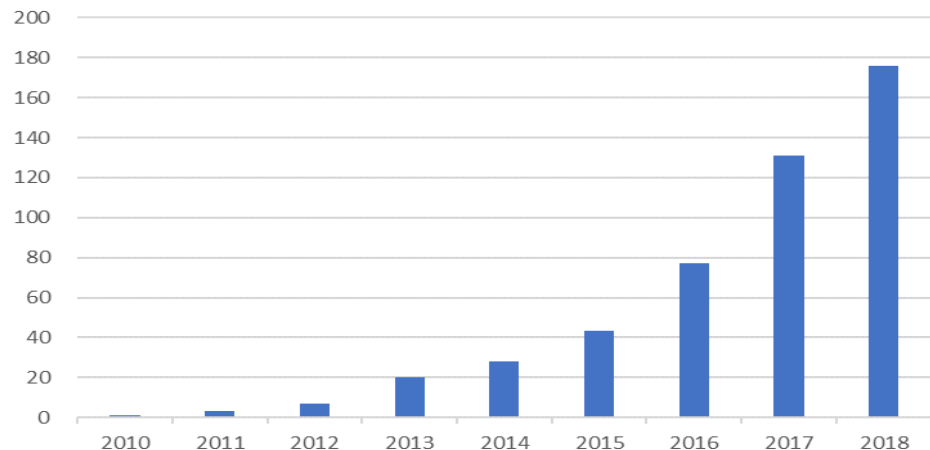
2020年是“十三五”规划末期，到年底，规划太阳能发电装机达1.1亿千瓦以上，其中分布式光伏6000万千瓦以上。

“十四五”期间，光伏行业的发展，将是新能源走向能源主力的一个关键时期，并且仍具备潜力巨大的发展空间。根据国家电网能源研究院规划，到2050年新能源发电将成为第一大电源，将有75%以上的发电用能来自清洁能源，其中以风光为代表的新能源发电量占比将达到40%左右。

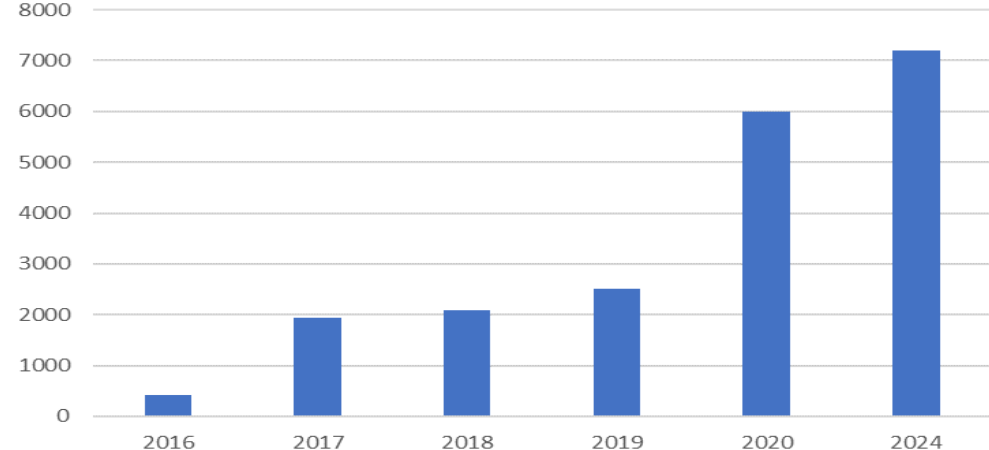
据中国光伏产业发展规划，“十四五”期间，全球光伏年度新增装机仍将呈现不断上升的趋势，到2025年，年度新增装机有可能达到200GW。对于拥有全球超80%以上产能的中国光伏制造企业来说，未来可期。

“十四五”期间可再生能源将成为我国能源消费的增量主体，并为后期向可再生能源存量替代做好过渡。并且随着光伏技术水平的不断提高，光伏发电初始投资进一步降低，可再生能源平价和低价推动能源系统经济性和清洁性相一致成为可能。

【宏观】光伏-装机容量（亿千瓦）

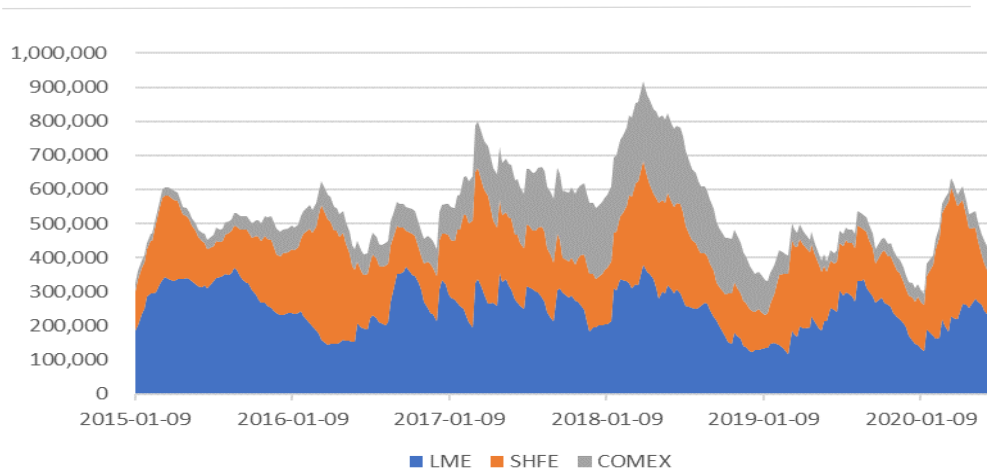


【宏观】新增装机容量规划:分布式光伏发电（万千瓦）

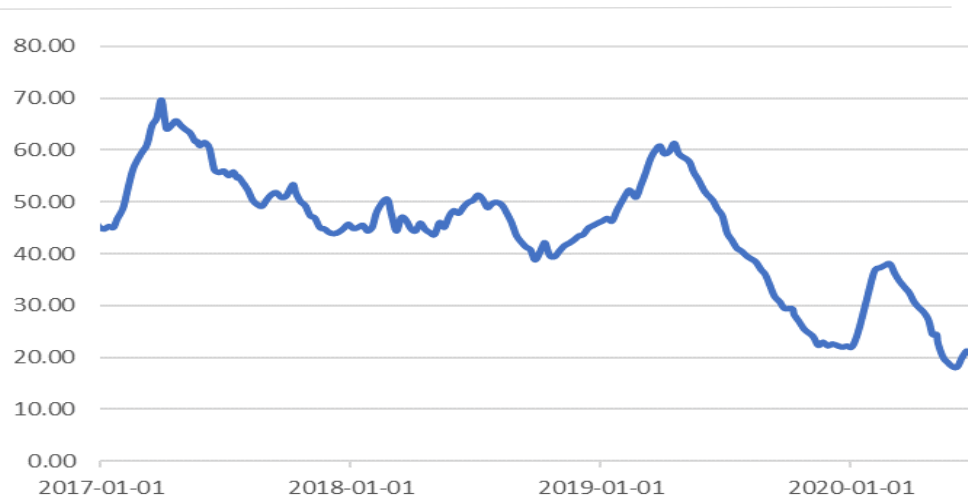


库存仍将维持低位，发生挤仓是大概率事件

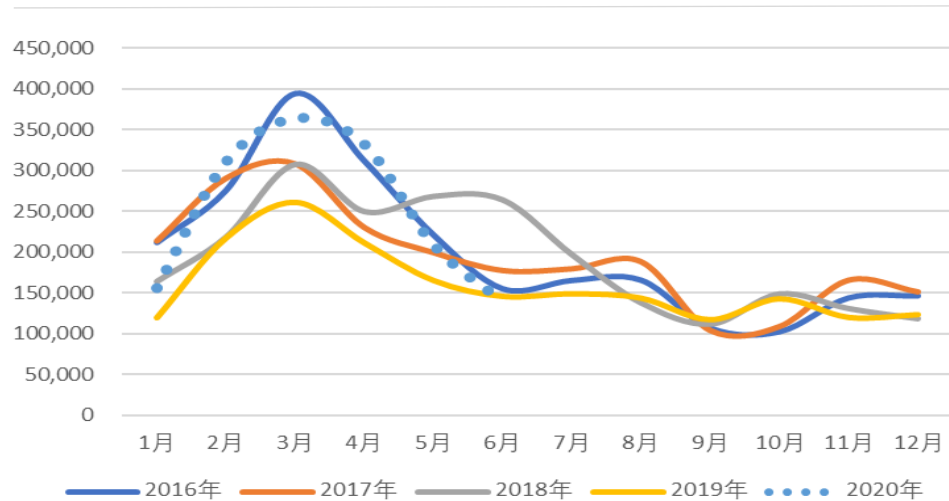
【CU】全球三大显性库存（吨）



【CU】保税区库存（万吨）



【CU】年内SHFE库存（吨）



- 2020年Q2，全球精炼铜总库存去库量高达33.9万吨，去年同期这一数据仅为18.7万吨，其中，国内去库24.9万吨，与我们Q1季报中判断至少去库20万吨以上的判断相符。
- 展望下半年，我们认为国内去库的态势仍将维持，同时如果海外疫情得到控制或者持续推进复工，去库可能会加速，精炼铜发生挤仓的概率将会骤然上升。
- 策略上，Q3继续推荐单边做多，铜价将会脉冲式上涨，结构上推荐正套。

附专题：五年一轮回，历数过去三次铜价大涨的驱动因素

第一次大涨
2003-2006年
主要驱动：房地产周期带来的经济红利

中国城市化为房地产业带来机遇

1993. 10

建设部召开全国村镇建设工作会议，确定了以小城镇建设为重点的村镇建设工作方针，提出了到21世纪末中国小城镇建设发展目标。

中共十五届三中全会通过了《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》，提出“发展小城镇，是带动农村经济和社会发展的一个大战略”，进一步提升了发展小城镇的重要地位。

1998. 10

中共中央在关于“十五”规划的建议中提出：“随着农业生产水平的提高和工业化进程的加快，中国推进城市化条件已渐成熟，要不失时机实施城镇化战略。

2000. 10

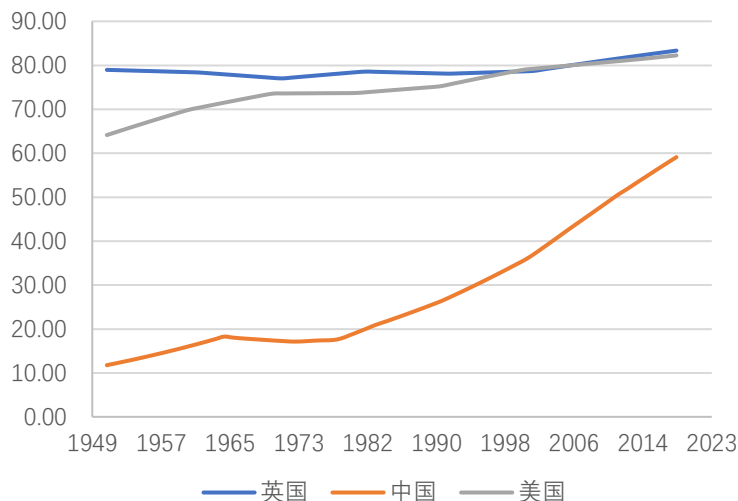
2001年5月，国务院批转了公安部《关于推进小城镇户籍管理制度改革的意见》。

2001. 05

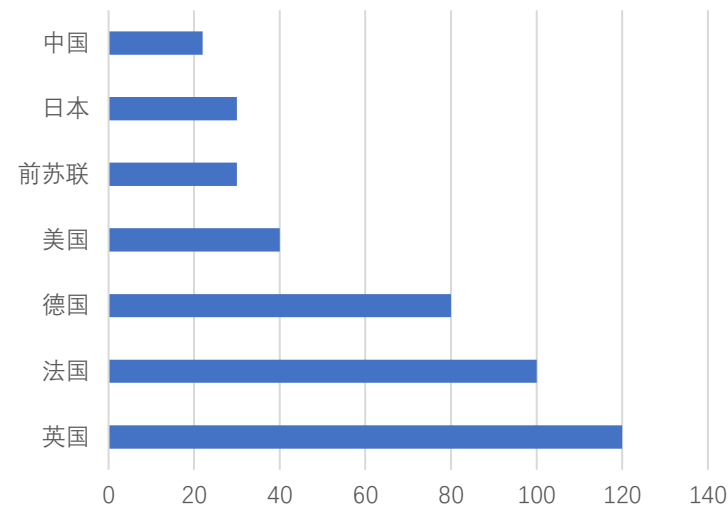
2001

斯蒂格列茨将“中国的城市化”列为21世纪对世界影响最大的事件之一

城市化水平



各国城镇化率由20%增长到40%的年限



改革开放以来，我国城市化发展取得了重大成就，截至2018年底，我国城市化率已经达到59.15%。特别是1996年的“九五”和“十五”计划，使得城市化率飞速增长。而中国的城市化所用时间也远远低于发达国家的平均年限。

在城市化进程中，农业剩余劳动力不断向城镇聚集，在需求以及生活各方面水平不断提高后，购买商品成为了在城镇中站稳的最直接方法。房地产产品同时也是城市居民必不可少又异常昂贵的生活资料，城市化发展，必将带动大量居住小区建设，因此快速发展的城市化，为房地产业创造了千载难逢的机会。

第一阶段

● **1978~1991年_理论突破与试点起步阶段**
1978年理论界提出了住房商品化、土地产权等观点。1980年9月北京市住房统建办公室率先挂牌，成立了北京市城市开发总公司，拉开了房地产综合开发的序幕。

第二阶段

● **1992~1995年_非理性炒作与调整推进阶段**
1992年房改全面启动，住房公积金制度全面推行。1993年“安居工程”开始启动。1992年后，房地产业急剧快速增长，月投资最高增幅曾高达146.9%。房地产市场在局部地区一度呈现混乱局面，在个别地区出现较为明显的房地产泡沫。

第三阶段

● **1995~2002年_相对稳定协调发展阶段**
随着住房制度改革不断深化和居民收入水平的提高，住房成为新的消费热点。1998以后，随着住房实物分配制度的取消和按揭政策的实施，房地产投资进入平稳快速发展时期，房地产业成为经济的支柱产业之一。

第四阶段

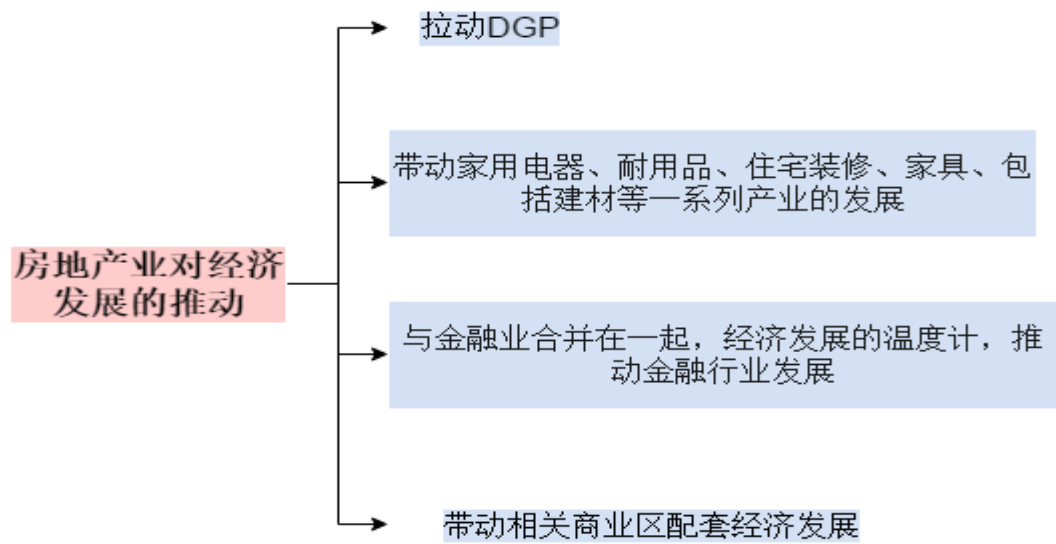
● **2003年以来_价格持续上扬，多项调控措施出台的新阶段**
2003年以来，房屋价格持续上扬，大部分城市房屋销售价格上涨明显。随之而来出台了多项针对房地产行业的调控政策。

中国大陆房地产周期				
年份	发展目标	指导方针	政策内容	经济影响
1992-1993	加快房地产业发展	加快改革、开放、建设步伐	引进外资：宣布“治理整顿”结束；开放房地产价格；扩大市场调控范围；下放权力；发放开发消费贷款	经济高涨
1993-1996	理顺房地产业	持续、稳定、协调、健康发展	加强房地产市场的宏观管理，开展房地产开发经营机构全面检查；颁布《增值税法》《房地产管理法》；整顿金融秩序	经济衰退
1997-2002	促进房地产业发展	培育新的经济增长点	将房地产作为国民经济复苏的两个增长点之一；提出经济适用房建设计划；福利分房正常全部退出历史舞台；住房按揭成为销房子购房融资的主要渠道；经营性用地全部采用招拍挂方式出让	经济复苏——经济高涨
2003-2004	规范房地产业发展	促进房地产健康发展	整顿金融秩序；《经济适用住房管理办法》正式施行	经济高涨
2005	抑制房地产泡沫	稳定房价，促进房地产健康发展	取消房贷优惠政策；相继出台“老国八条”及“新国八条”；房地产交易营业税全面开征；重申二手房交纳个税	经济进一步高涨

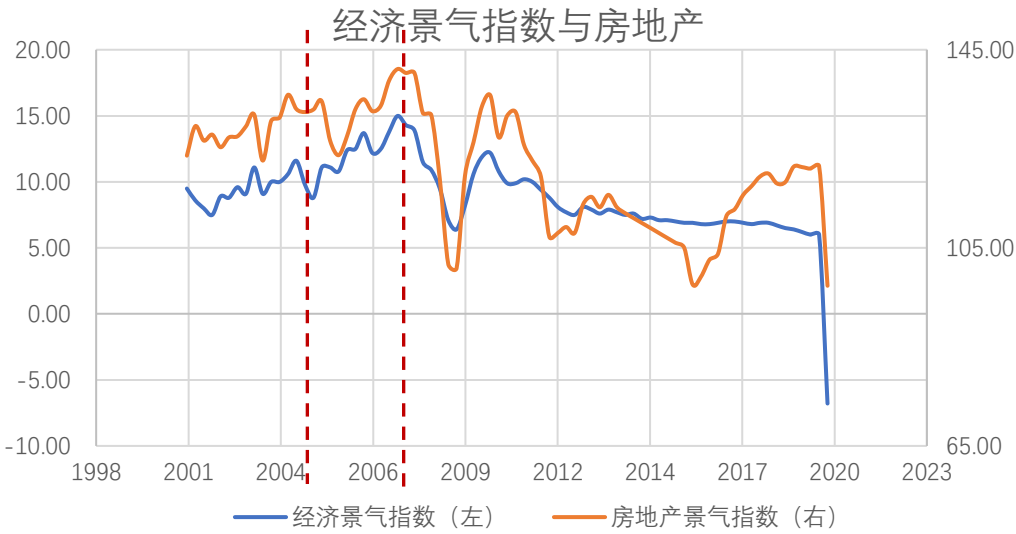
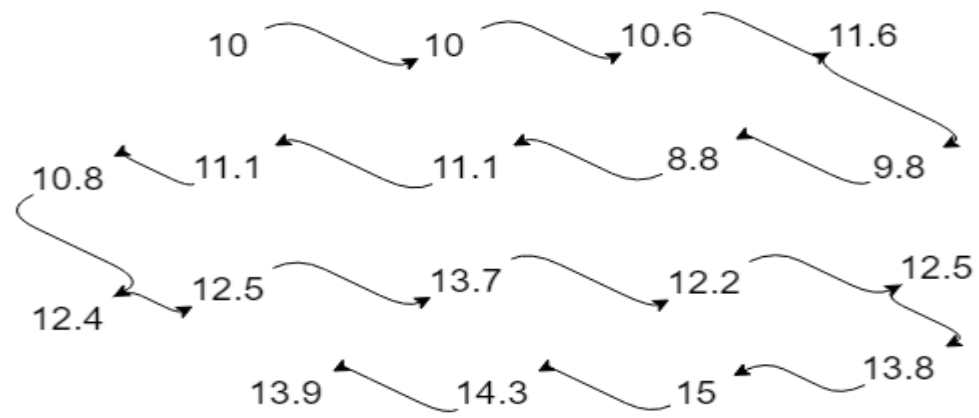
1997-2000年间中国房地产市场发生了结构性的变化。2003年，关于房地产泡沫的争论此起彼伏；2004年，房地产泡沫成为房地产市场一个贯穿始终的话题；到了2005年我国对房地产市场的宏观调控全面展开；2006年，新一轮宏观调控大幕拉开，全面抑制房地产泡沫。

而长期以来，在房地产经济发展的过程中涉及到多个环节，其在发展过程中也会带动一大批与房地产经济相关的经济产业的快速发展。从而成为拉动我国经济快速发展的重要推动力量。

房地产业带来的经济红利



2003-2007年国民生产总值（历史高峰）



2001年开始，我国房地产价格持续上涨，2003、2004年各项指标加速上升。2006、2007年相关指标已经显示我国房地产市场已经出现全局过热苗头，房地产泡沫显现。

2003年以来，我国宏观经济正处于经济周期的上升阶段，房地产也处于周期中的繁荣阶段。房地产经济的发展涉及到多个环节，其在发展的过程中也会带动一大批的与房地产经济相关的经济产业的快速发展。

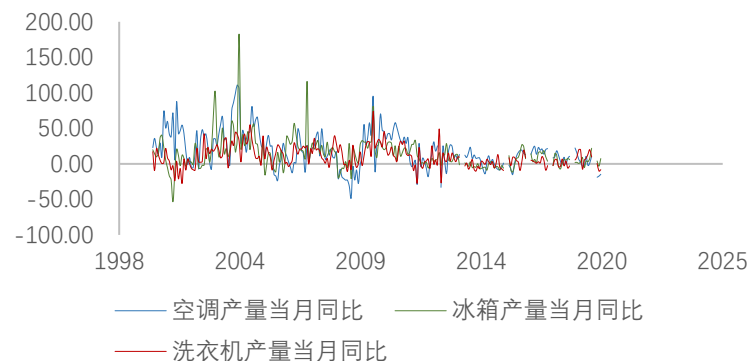
根据相关数据表明，在房地产投资的过程中直接涉及或是间接带动的对于社会固定资产的发展所提供的贡献率最高可以达到社会投资的三成以上。而经济的发展也在为房地产的发展提供有力的支持。由此可见，房地产经济与中国经济快速增长之间有着互相推动的积极作用。

经济繁荣中迎来铜价的第一次狂欢

货币发行量



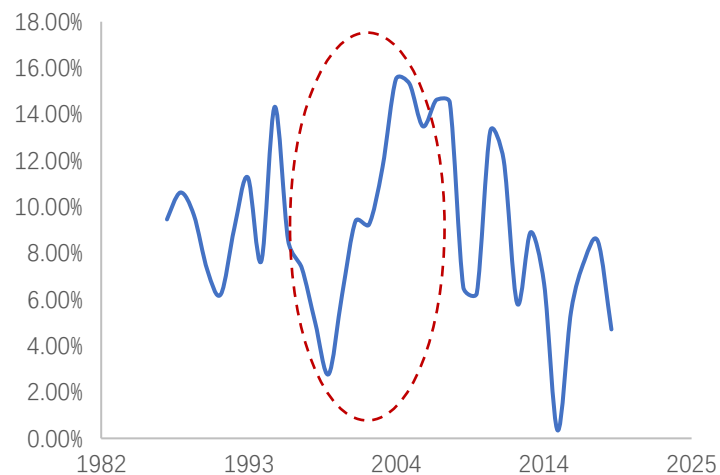
终端消费



中国制造业PMI

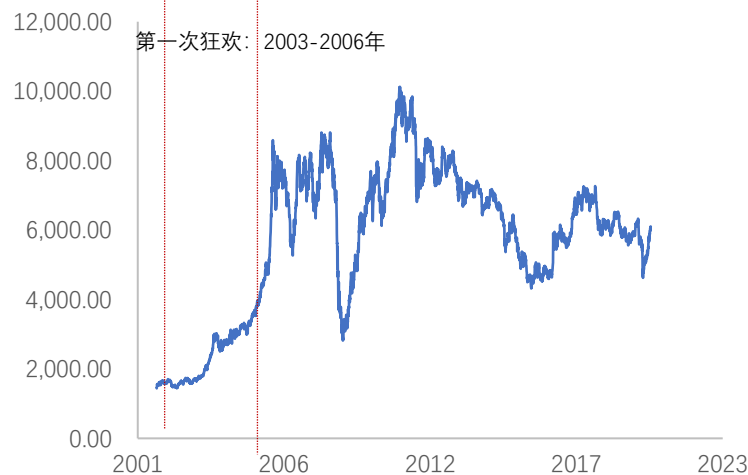


中国发电量增速



美元/吨

LME铜价



2001年，斯蒂格列茨将“中国的城市化”列为21世纪对世界影响最大的事件之一，中国房地产的崛起，对中国经济发展起着至关重要的作用。

2003年后，房地产逐渐走向繁荣阶段，得益于房地产业的迅速发展，我国国民经济也在高速发展。2003至2007年间，我国GDP增速保持10以上，处于历史巅峰；2005至2007年间，制造业PMI始终波动于55上下，依然是历史最优水平；货币发行量也在大幅增加。利好的宏观经济为铜价上涨备足了动力。

铜的消费端，随着经济以及房地产的发展，我国居民消费水平和要求不断提高，2003至2006年间，空调、冰箱、洗衣机的生产都有较大程度的增长；同时电力也在2000年后进入了飞速发展阶段，强劲的需求给了铜一针加强剂。

在基本面需求走强以及经济快速发展的双重重大利好中，铜价从1553美金一路暴涨至8800美金，迎来历史上第一次狂欢。

第二次绝地反击

2009-2011年

主要驱动：全球金融危机后的大刺激

全球金融危机的前因、后果

起因

美联储长期的低利率政策，造成固定资产投资的泡沫及经济的虚假繁荣

美国衍生工具和信用评级的金融监管不力，致使类似网络泡沫的经济重现，使世界各国深受其累

美国对次贷危机的危害性估计不足，没能在早期及时纠正和提供必要的支持，造成现在难以收拾的局面

后果

造成美国及全球实体经济的衰退，很多貌似强大的国家一夜之间就达到了濒临破产的边缘

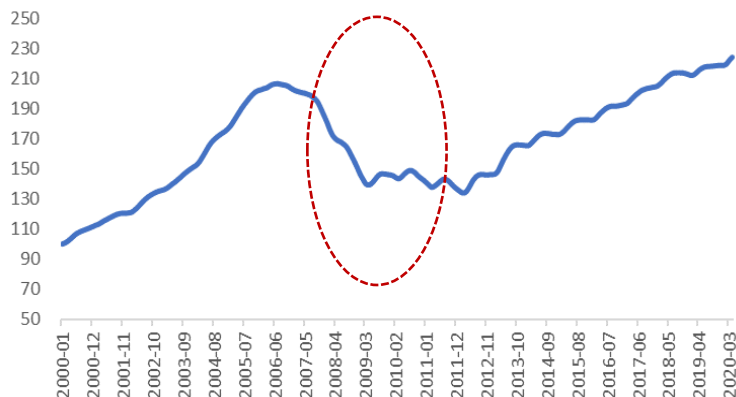
此次金融危机的影响深度和广度都较1929年-1933年的经济危机要大，因为全球经济一体化放大了危机影响的深度和广度

2001年互联网金融泡沫破灭，美国经济出现衰退。为了应对国内经济的持续下滑和投资衰退，美联储大幅度下调联邦基金利率。由于市场利率较低，住房价格不断上涨，美国居民的债务杠杆也越来越高。信贷扩张带来的通胀和房地产泡沫引起了美联储的关注，美联储上调住房抵押贷款的利率，导致美国居民的再融资成本的增加，借新债换旧债的游戏无法再维持下去。

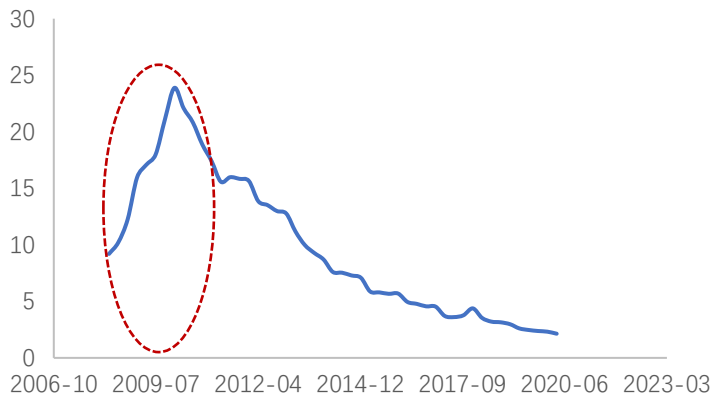
由于次级贷款本身的利率较高，而在2007年之前其违约率并没有那么高，然而当房地产泡沫破灭的时候，整个美国境内的房价同时下跌。次贷借款人无力偿还住房抵押贷款，债务链断裂。

在信贷缩进的刺激下，实体经济一再受到打击，没人买东西，也没人愿意继续投资了。最后全球整个经济体系陷入了大规模的衰退之中。

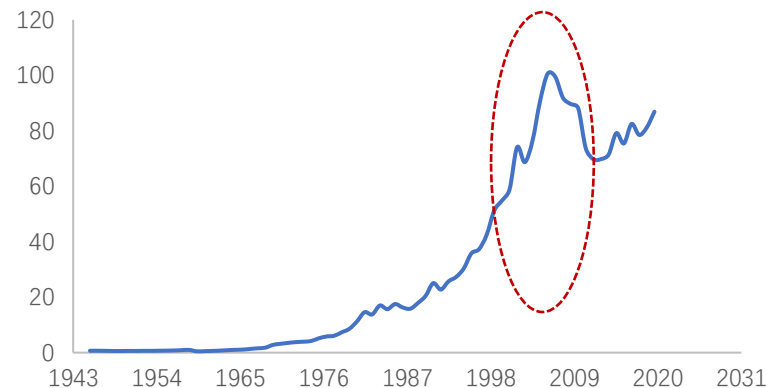
美国房价指数



美国住房抵押贷款违约量



美国银行负债



危机后的挽救计划

中国

积极的财政政策——“四万亿元”投资计划

适度宽松的货币政策——下调存、贷款准备金率

美国

实施大规模金融救援计划——接管“两房”；启动紧急预防条款

奥巴马挽救经济刺激计划——签署《2009年复苏与再投资法案》，实施规模超越罗斯福新政的经济刺激措施

采取极度宽松的货币政策——削减联邦基金利率；采取了史无前例的量化宽松政策

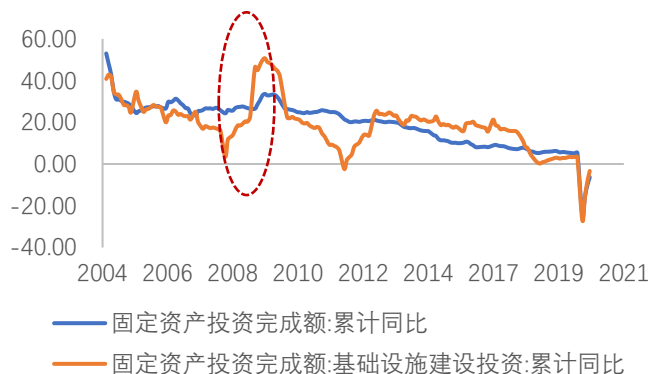
4万亿投资去向

重点投向	资金测算
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	约4000亿元
农村水电路气房等民生工程和基础设施	约3700亿元
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	约15000亿元
医疗卫生、教育、文化等社会失业发展	约1500亿元
节能减排和生态工程	约2100亿元
自主创新和结构调整	约3700亿元
灾后恢复重建	约10000亿元

贷款余额及货币供应量



中国投资增速

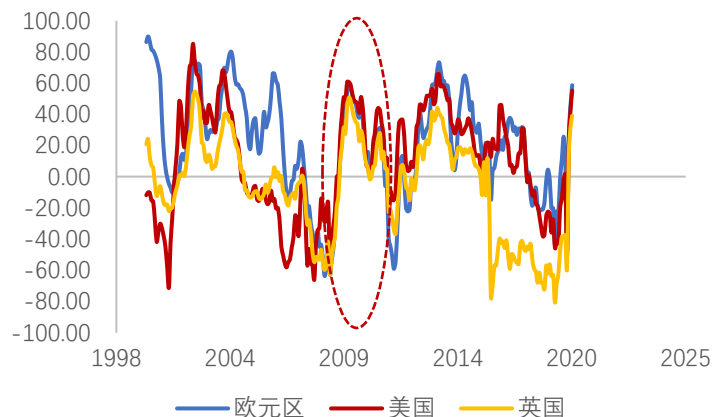


08年金融危机后，中国4万亿一揽子计划、美国7千亿救市计划等全球各国相应出台挽救危机的措施，世界各国的经济在2009年之后开始陆续缓慢的从衰退中恢复。

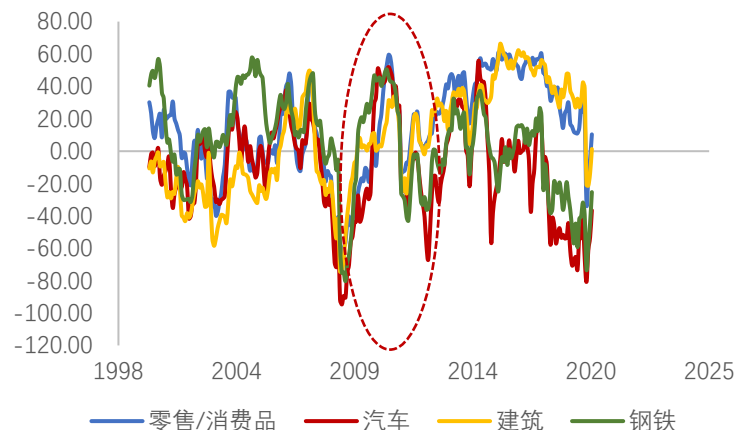
这次的大规模大力度的“救世”行为，无疑使全球经济得到了巨大刺激。各大基础设施建设工程、实体经济、金融市场等众多行业也在这次刺激中实现了快速发展。

经济刺激下铜价的绝地反击

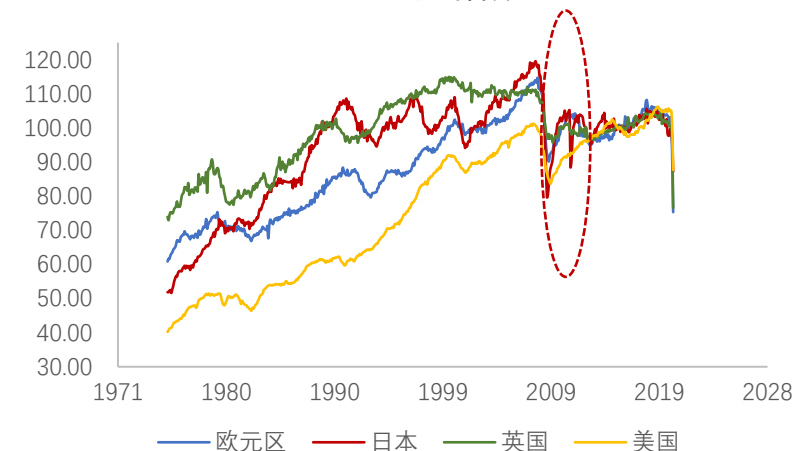
全球经济景气指数



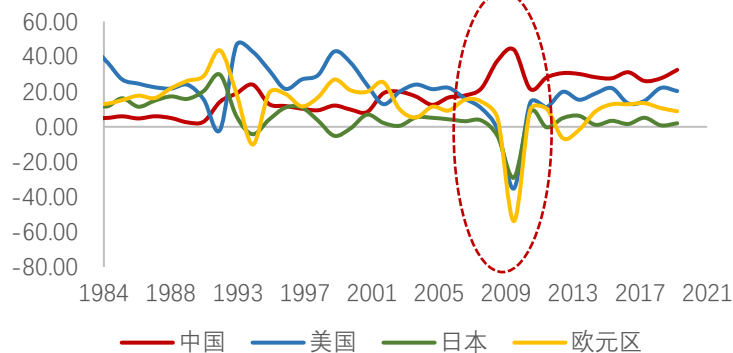
行业景气指数



工业生产指数

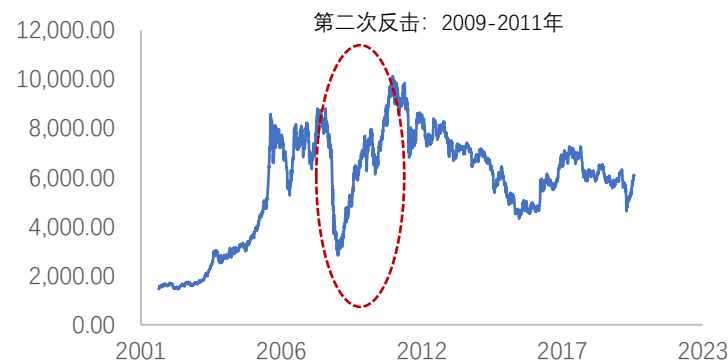


对世界经济贡献率



美元/吨

LME铜价



金融危机不仅使全球实体企业进入寒冬，金融市场也发生踩踏。后期全球实施大规模刺激计划，尤其是中国的4万亿计划，为全球经济的恢复发展做出了重大的贡献。

流动性泛滥、投资高涨、各行业全面开花，生产制造积极性强劲，全球经济稳步回升。

巨大的宏观经济利好，使铜价绝地反弹。从2860美金一路涨至10184美金，至今仍保持最高点记录。

第三次上涨
2016-2018年
主要驱动：供给侧改革+全球经济复苏

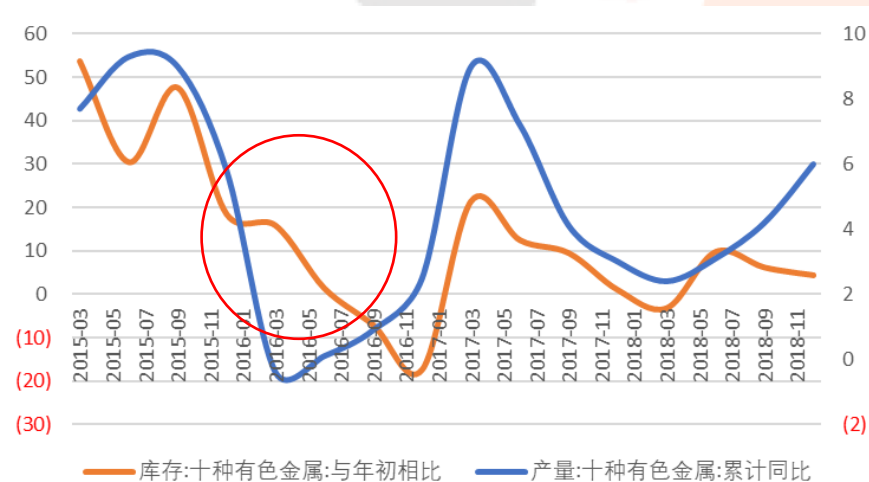
化解结构性产能过剩，推动可持续发展

- (1) 严控新增产能, 确有必要新(改、扩)建项目要严格落实产能等量或减量置换方案, 并在网上公示, 严厉查处违规新建项目;
- (2) 以环保、能耗等为手段, 依法依规对产能实施整改, 或关停退出, 引导不具备竞争力的产能转移退出, 有色金属行业绿色发展取得新进展: 有色金属行业单位工业增加值能耗累计降低22%, 累计淘汰铜、铝、铅、锌冶炼产能分别为 288 万吨、205 万吨、381 万吨、86 万吨, 主要品种落后产能基本全部淘汰;
- (3) 通过加强技术创新, 发展深加工, 扩大市场应用。以此推动铜铝等重点品种基本实现供需平衡。

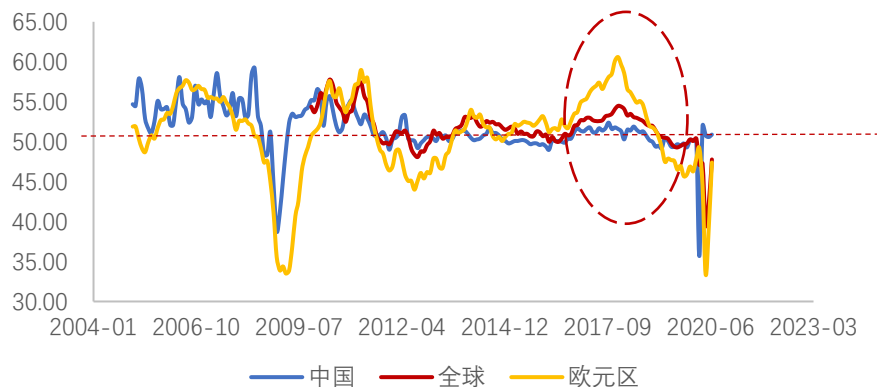
①**产量**: 国内基本金属产量出现绝对量的下降, 2016年第一季度中国十种有色金属产量为1206.1万吨, 同比下滑0.85%, 为2013-2016一季度十种有色金属产量首次出现下滑。

②**库存**: 2016年5月份有色金属行业产成品资金为1659.3亿元, 同比回落8.3%。这说明去产能和去库存取得初步成效。

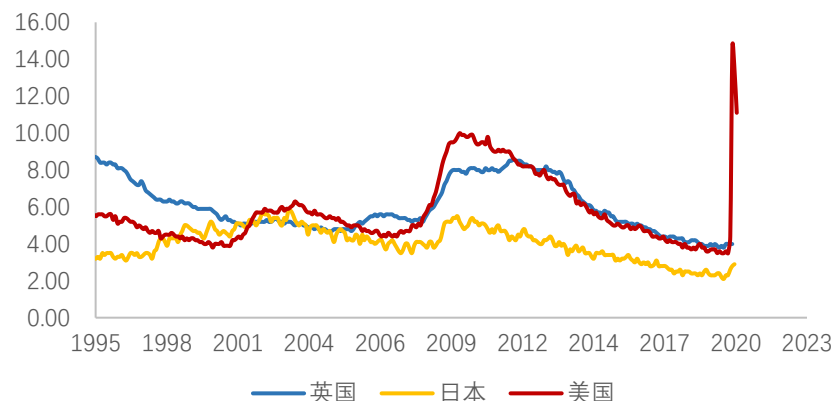
【CU】十种有色金属产量与库存累计同比 (%)



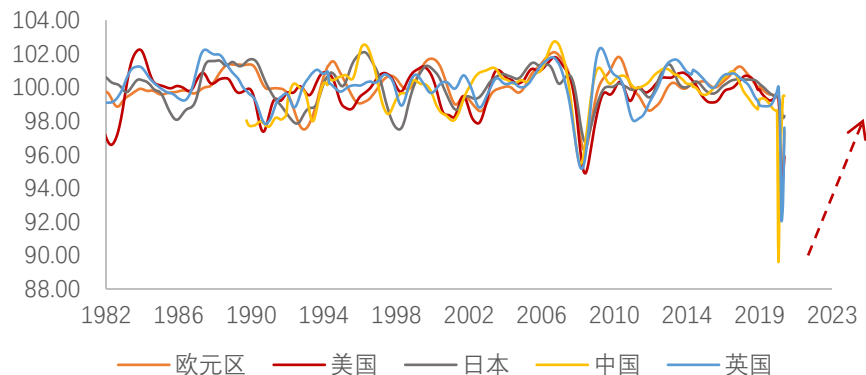
全球制造业PMI



失业率



OECD综合领先指标



2016年8月之后，中国制造业PMI连续扩张；欧洲PMI创危机以来最高，而且欧元区增速首次超过美国；美国经济则摆脱上半年低谷，重新开始扩张，失业率低于5%，欧美失业率处于历史低位。

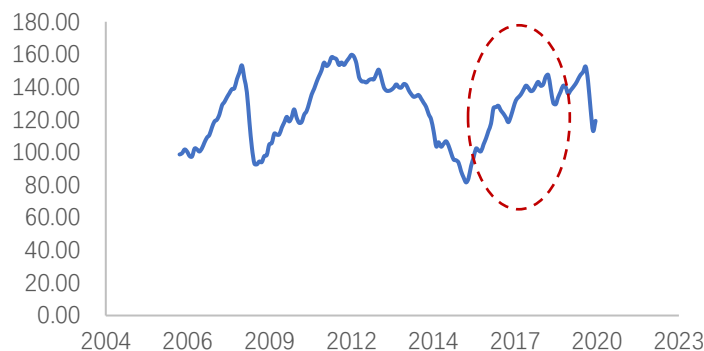
2017年，发达经济体的经济以稳定的态势开局，欧元区在2016年的经济增长较为强劲，并在2017年持续增长；美国宽松的融资环境，也在助力经济恢复；部分发展中经济体在一些较大经济体的带动之下反弹强劲，大宗商品出口国的经济正走向复苏。

经济复苏+需求增长=铜价第三次上扬

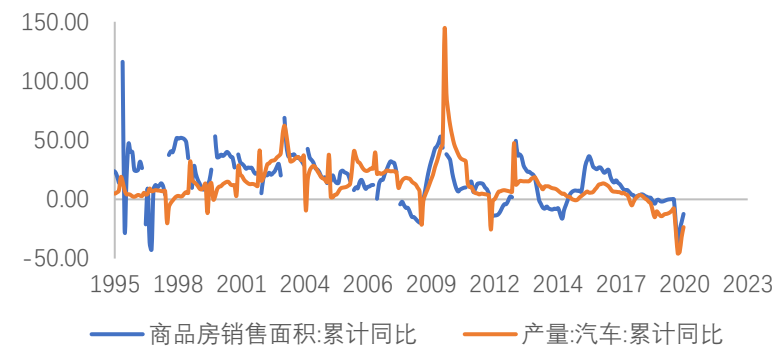
电网投资额累计同比



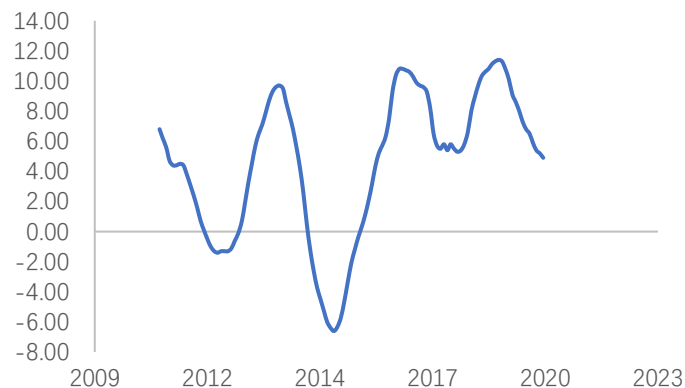
中国大宗商品指数



商品房销售面积与汽车产量增速



中国70个大中城市商品房价格指数



LME铜价



电网投资快速增长、汽车购置税、空调冰箱较大的市场开发份额、等终端消费品的乐观前景对拉动铜消费有着积极作用。

2016年房地产再一次上行，高基建投资+高房地产投资拉动相关消费商品需求，进而带动下游制造业发展，为经济平稳增长提供支撑。

全球经济稳步复苏，我国经济企稳向好，这为铜价上涨提供了根本动力，同时内需的增长，使铜消费走强，至此，铜价完成第三次上涨。

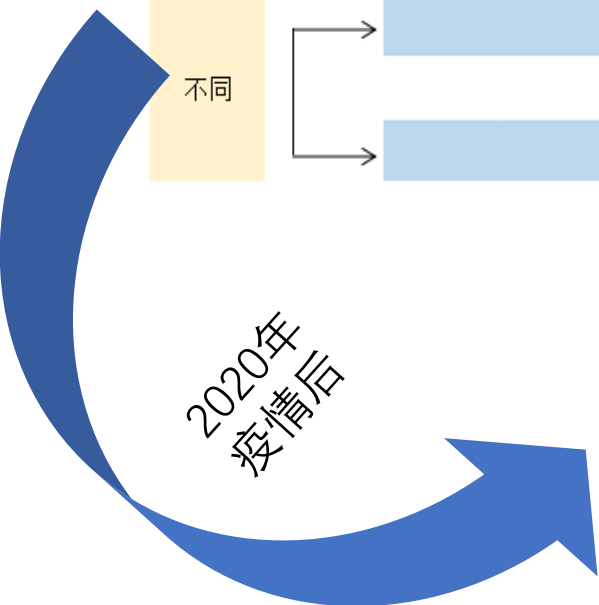
铜价三次上涨的异同比较

历史不会重演 但总会惊人的相似

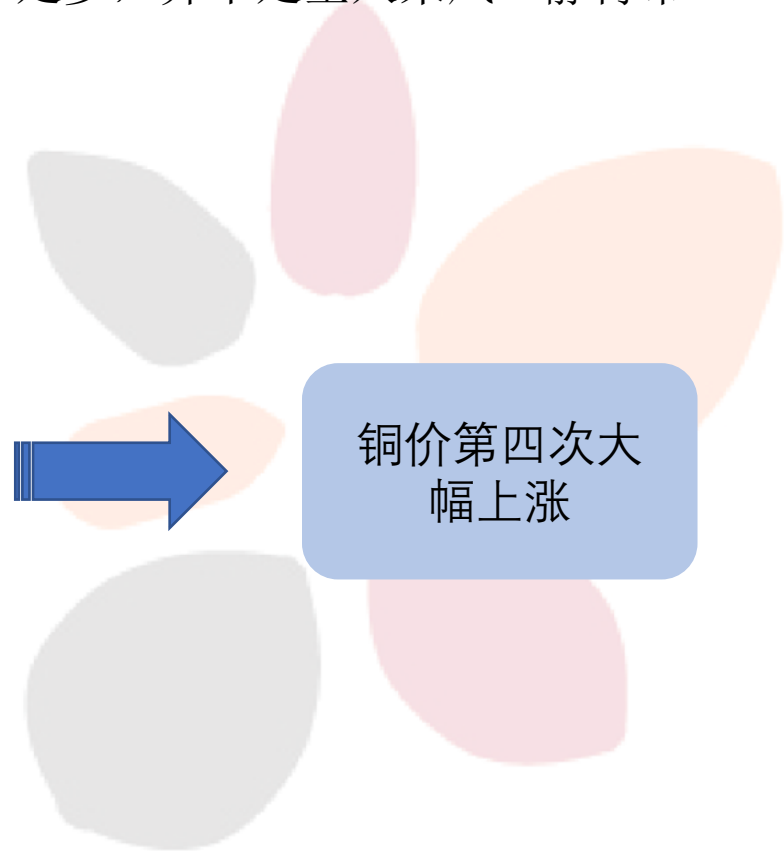
历史铜价三次大涨异同



经过分析，我们发现当前的情况无论是宏观还是基本面上，均与2011年的那次非常相似，我们提出8万不是梦，并不是空穴来风！静待市场验证。



- 全球适度宽松货币政策
- 中国财政政策（5项地方政策、24项企业政策、9项个人政策）
- 中国市场经济刺激计划（地摊经济、消费券、购物节）
- 美国超万亿基建计划



铜价第四次大幅上涨

- 《2020铜二季报-宏观VS基本面，铜价何去何从》
- 《2020年有色年报-铜铝铅锌镍》
- 《2019宏观暨铜二季报-这一切也没有想象中的那么好》
- 《2019宏观暨铜一季报-这一切都没有想象中的那么糟》
- 《新能源汽车充电桩对铜下游需求的拉动情况》
- 《5G基站建设对铜下游需求的拉动情况》
- 《再生铝产业现状及发展趋势》
- 《新一轮采暖季铝行业限产情况分析》
- 《汽车用铝测算及汽车行业发展对铝金属的需求量测算》
- 《2020年海外电解铝厂降如何运作》
- 《2018年海外锌矿产能释放最新进度汇总》
- 《关于2018年新增低速电动汽车耗铅量的计算》
- 《三元正极材料出货量及镍金属的需求量预测》

常规数据报告

- 《有色金属数据日报》
- 《有色金属周报》



欢迎扫码关注获取更多重点报告

本报告的著作权属于天风期货股份有限公司。未经天风期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为天风期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但天风期货股份有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且天风期货股份有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与天风期货股份有限公司及本报告作者无关。



谢谢
THANK YOU