



研究报告·月报

摘要

报告作者

作者：蒋一星

E-mail: 1239330695@qq.com

从业资格号：F3025454

投资咨询号：Z0013829

报告日期：2021 年 3 月 30 日

独立申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要

- 1、铜精矿加工费处于极低水平，二季度难以缓解
- 2、精炼铜产量和进口量均处于高位
- 3、春节补库接近尾声，铜库存或将开始回落
- 4、下游需求延续之前表现，铜棒需求不佳而铜管、铜板带需求较好
- 5、宏观经济边际转弱，或对铜价带来冲击

后市展望

铜供需基本面：二季度铜矿供需偏紧难以缓解，国内库存经过补库后已明显增加，下游需求延续之前表现，铜棒需求不佳而铜管、铜板带需求较好。

笔者认为宏观经济因素将是导致二季度铜价回落的主要因素，中国官方制造业 PMI 连续 3 个月走弱，表明国内制造业景气度正在转弱。美元指数筑底反弹迹象越来越明显，若美元持续反弹，对有色金属都会产生利空影响。新兴市场被迫加息，对外汇和股市都将带来冲击。

笔者预计：目前沪铜已经筑顶完成，或将要开始下跌。

一、行情回顾

图 1 沪铜指数月线图



数据来源：文华财经 国联期货

春节过后，铜价出现了一波强势上涨，一方面是因为当时国内铜库存处于低位，对任意大宗商品而言，只要库存处于低位，那么商品价格都是易涨难跌的；另一方面是因为当时市场正在炒作节后消费旺季预期。

目前，铜价已接近历史高位，虽然铜矿供应依旧十分紧张，但目前美元指数正在反弹，并且随着美国经济转好，经济刺激力度大概率将下降，同时，我国对经济发展的策略也将重新回归至重质量轻增速。预计因经济刺激力度下降，铜价存在回落可能。

二、原因分析

2.1 铜精矿加工费处于极低水平，二季度难以缓解

今年一季度，国内铜精矿加工费持续下降，不断创下历史新低，这主要是国内铜冶炼产能投产迅速，铜矿供需本就相对偏紧，同时海外又出现了新冠疫情、铜矿运输、工人罢工等一系列问题。

因燃油价格上涨，秘鲁全国的货车运输行业于3月15日宣布无限期罢工。近日，货运工会经过与政府协商，双方达成了终止抗议活动的协议，货运工会同意清除路障。另外，近期智利和秘鲁等矿山时不时传出罢工的消息，但这些罢工问题或者潜在罢工风险都及时得到了解决，并未对铜矿产出带来实质性影响。

目前，国内现货铜精矿加工费TC报价为31.6美元/吨，大部分冶炼厂都处于亏损的状态。今年二季度的floor price价格会已经结束，但未给定现货铜精矿TC指导价，可能是因为目前TC报价已经处于极低水平，设置季度指导价已意义不大。

图2 国内铜精矿加工费

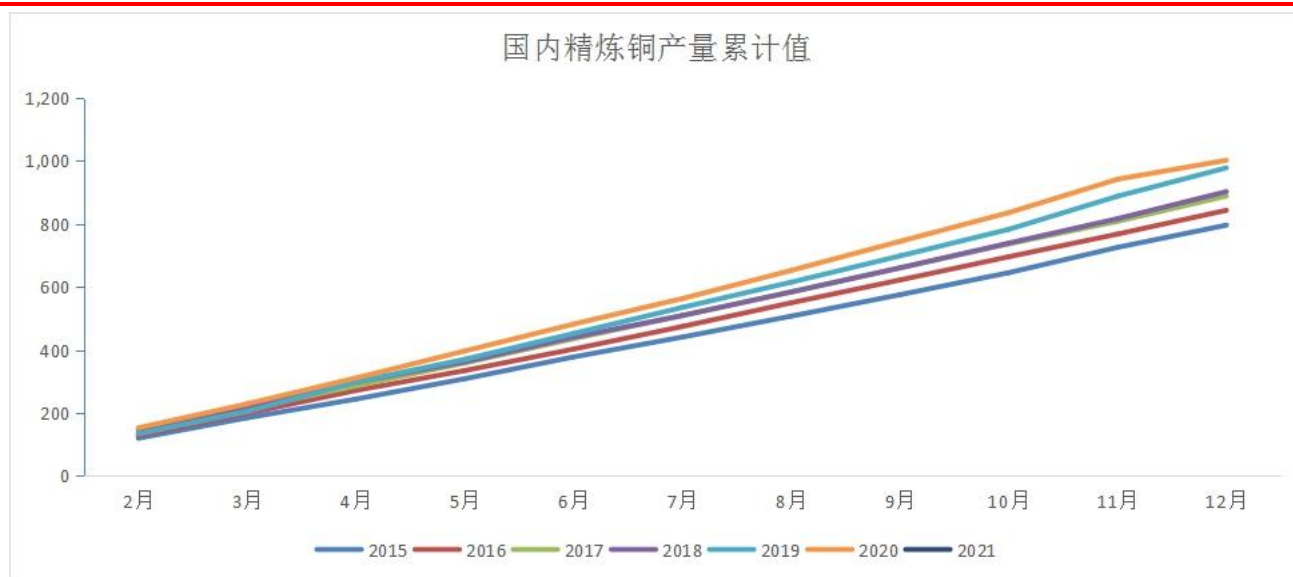


数据来源: 同花顺 国联期货

2.2 精炼铜产量和进口量均处于高位

据国家统计局数据, 今年前2个月, 国内精炼铜产量为163万吨, 同比增加13.2%。由于近两年国内冶炼产能投产力度较大, 整体而言, 精炼铜产量是向上的。根据之前国内冶炼厂的投产计划以及当前的铜精矿加工费推测, 未来国内铜冶炼产能投产的力度大概率会下降, 也就是说, 投产的高峰已经过去, 未来产能的增加量并不会太大。并且如果铜精矿加工费持续处于30美元/吨, 甚至跌破30美元/吨, 那么冶炼厂存在减产的可能性。

图3 国内精炼铜产量

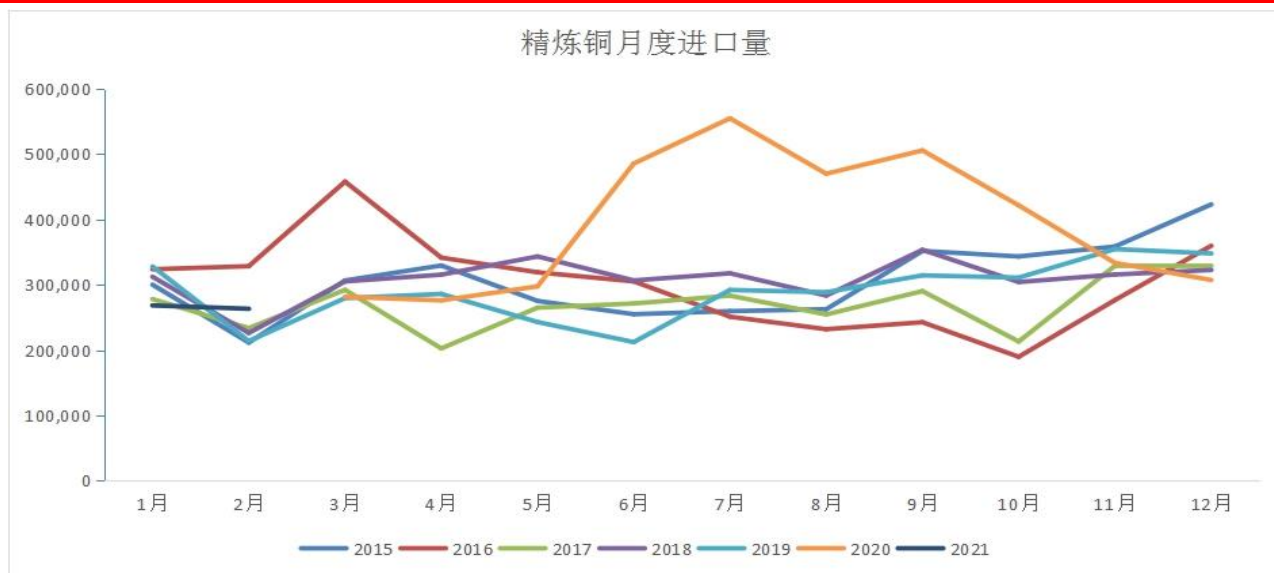


数据来源: Wind 国联期货

今年前2个月, 我国精炼铜进口累计53.2万吨, 同比下降9.1%。目前LME铜库存处于历史低位, 现货对三个月合约基本处于升水状态, 海外铜现货市场供需始终偏紧, 而国内随着春季累库的进行,

上期所铜库存来到历史中等水平，因此当前精炼铜进口盈利窗口一直处于关闭的状态。另外，由于在1月份时，智利部分港口受海上风浪影响出现海运延期现象，这导致我国1月精炼铜进口量同比下滑，而二月进口量同比回升，但整体依旧低于去年。

图4 精炼铜进口量与保税区库存

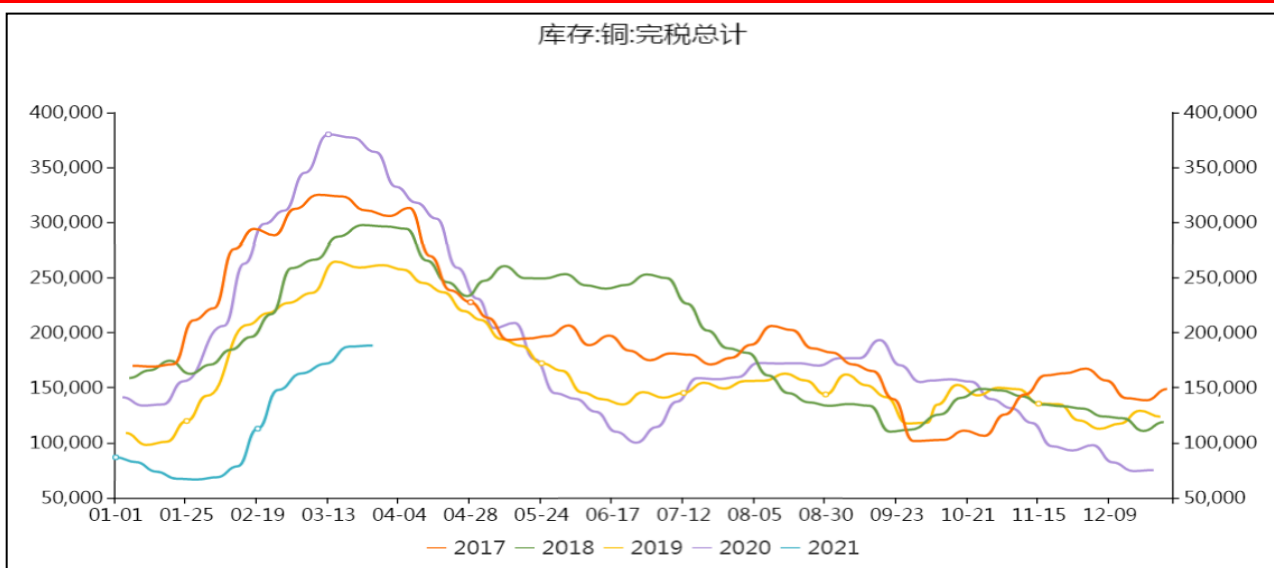


数据来源：Wind 国联期货

2.3 春节补库接近尾声，铜库存或将开始回落

春节前，由于现货市场普遍畏惧已经处于高位的铜价，不愿意备货，这导致本轮补库开始的时间明显晚于往年，上期所铜库存以及全国主要市场铜库存都基本等到2月上中旬才开始有明显增加。

图5 上期所电解铜库存



数据来源：同花顺 国联期货

目前，上期所铜库存合计18.8万吨，较春节前增加了约11.9万吨，库存增幅与往年相近，但由于补库之前，上期所铜库存处于往年最低水平，因此当前铜库存也处于往年同期的低位。随着下游进

入季节性消费旺季，国内铜库存大概率将拐头向下。

从统计数据上看，每年上半年铜价与国内库存走势有如下关系：倘若在国内补库阶段，铜价是下跌的，那么在去库存阶段，铜价上涨的概率很高。反之亦然。从目前的铜价走势来看，今年也是符合这一规律的。如果仅从这一规律考虑，本轮铜价的反弹已接近尾声，未来有回落的风险。

表 1 上期所铜库存拐点与沪铜价格拐点

	年份	春节结束点	上期所铜库存			沪铜价格		
			补库起始点	高点	去库存结束点	拐点一	拐点二	拐点三
正相关	2012	2012/1/29	2011/11/25	2012/3/2	2012/6/8	2011/12/15	2012/3/2	2012/6/4
	2015	2015/2/25	2015/1/16	2015/4/3	2015/7/3	2015/1/26	2015/5/6	2017/7/3
	2016	2016/2/14	2015/12/11	2016/3/18	2016/6/24	2015/11/23	2016/3/18	2016/5/30
	2017	2017/2/3	2016/12/23	2017/3/10	2017/6/30	2016/12/9	2017/2/13	2017/6/7
	2019	2019/2/10	2019/1/11	2019/3/15	2019/6/21	2019/1/15	2019/3/4	2019/6/6
负相关	2013	2013/2/16	2013/2/8	2013/3/29	2013/5/24	2013/2/4	2013/4/22	2013/5/22
	2014	2014/2/7	2014/1/10	2014/3/14	2014/6/20	2013/12/25	2014/3/17	2014/7/4
	2018	2018/2/21	2017/12/29	2018/4/4	2018/4/27	2017/12/28	2018/3/27	2018/6/8
	2020	2020/2/2	2020/1/17	2020/3/13	2020/6/26	2019/12/27	2020/3/23	2020/7/13

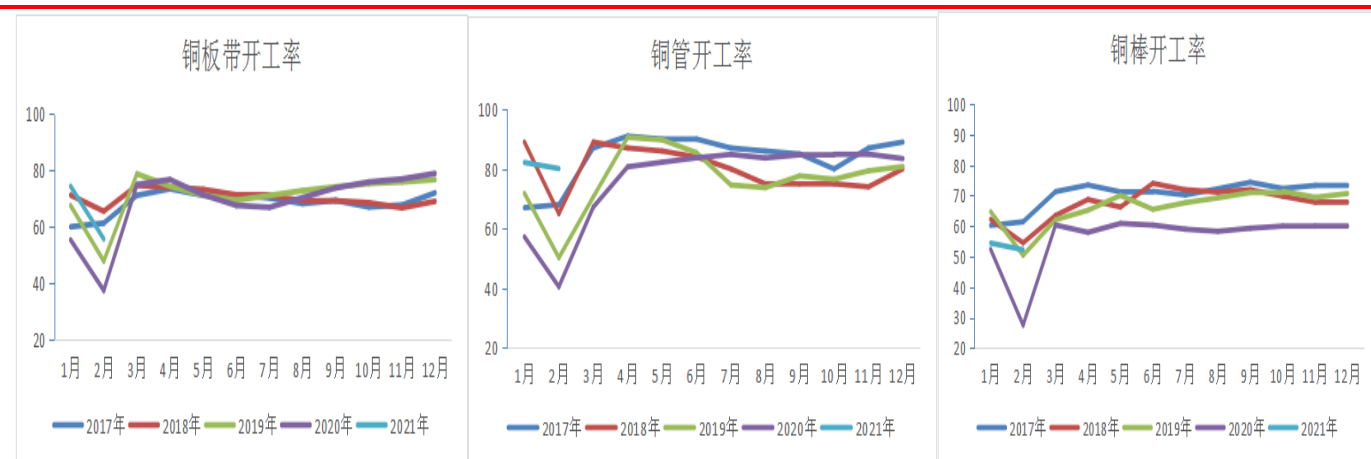
数据来源：国联期货

2.4 下游需求延续之前表现，铜棒需求不佳而铜管、铜板带需求较好

进入 2021 年后，铜下游企业开工率延续了上一年的表现，除铜棒企业开工率处于低位外，铜板带企业开工率和铜管企业开工率依旧表现较好。2 月铜棒企业开工率为 52.3%，同比增长 24.7%，虽然同比增幅为正，但剔除了 2020 年因新冠疫情而产生的异常值后，铜棒开工率处于多年来的历史低位，铜棒企业开工情况不佳，主要是因为国网和南网订单数量下降。

2 月铜板带企业开工率为 55.7%，同比增加 18.2%，2 月铜管企业开工率为 80.1%，同比增加 39.6%，两者都明显高于 2019 年 2 月的开工率数据。

图 6 铜下游企业开工率

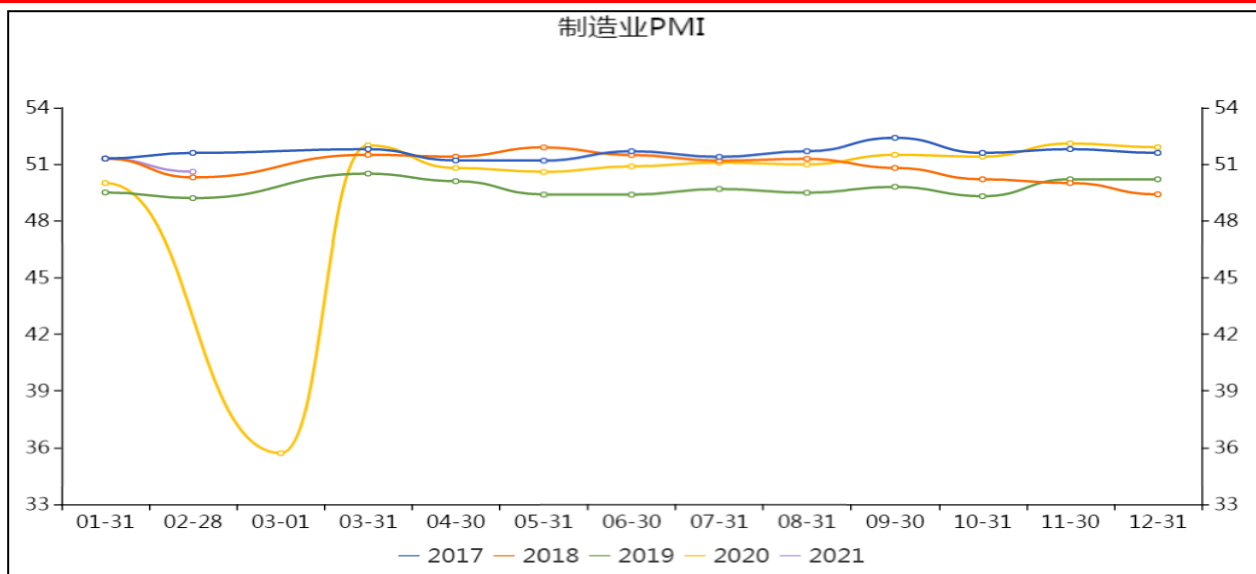


数据来源：同花顺 国联期货

2.5 宏观经济边际转弱，或对铜价带来冲击

中国 2 月官方制造业 PMI 为 50.6，虽然仍位于荣枯线之上，但已连续 3 个月下降，同时降至 9 个月的低点。制造业 PMI 连续回落，表明国内经济状况确实有所转弱。铜与宏观经济的联系相对密切，因此 PMI 回落，将在一定程度上打压多头信心。

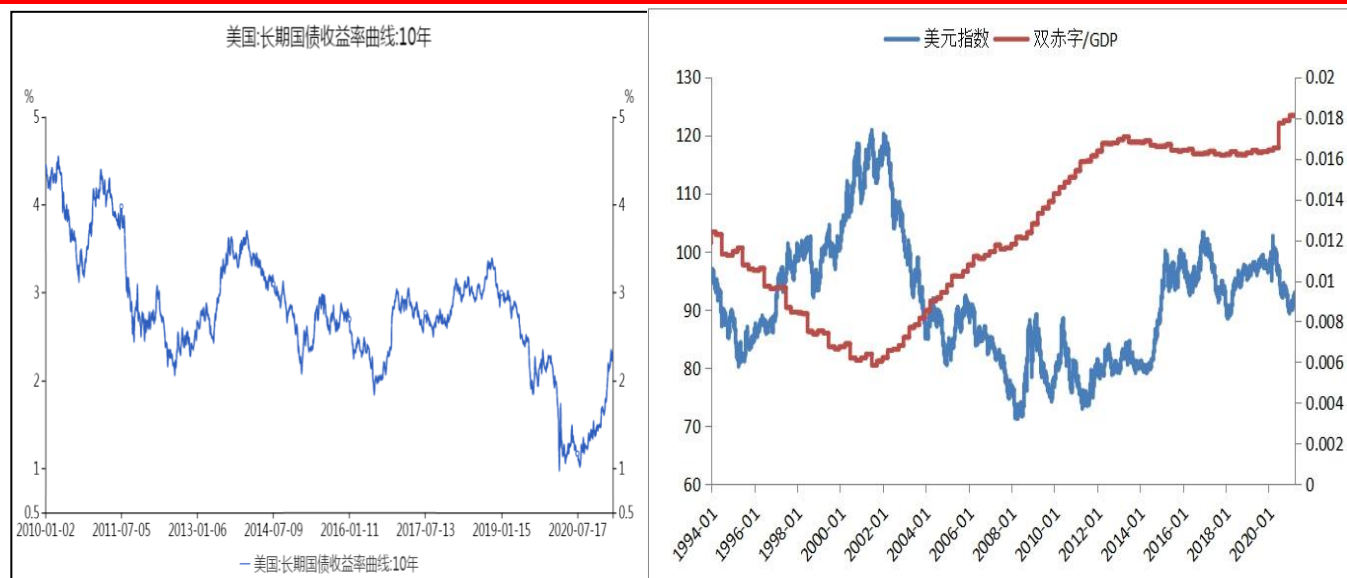
图 7 官方制造业 PMI



数据来源：同花顺 国联期货

自今年 1 月以来，10 年期美债收益率持续飙升，目前已站上 2.2% 关口，创下 14 个月来的新高。美债收益率与美国经济增长情况有着密切的相关性，目前美国经济增长正处于由负转正的初期，未来持续向好发展的可能性较高，由此推测，美债收益率的大方向依旧是上涨的。

图 8 十年期美国国债收益率、美元指数



数据来源：同花顺 国联期货

美元指数同样再度走高，底部迹象越来越明显。虽然此次美联储主席鲍威尔的表述依旧偏鸽派，

但在美债收益率持续飙升的情况下，态度改变也是很有可能的。另外，目前美国财政赤字和贸易赤字纷纷走高，截至去年第四季度，美国财政赤字累计值为 159499 亿美元，贸易赤字累计值为 123339 亿美元，均创下历史新高。从去年三季度起，美国 GDP 已开始逐步回升。笔者预计：未来随着疫苗的推广，美国经济逐步回升，而财政刺激力度将逐步放缓，从而导致美国双赤字/GDP 下降，而美国双赤字/GDP 与美元指数呈负相关关系，因此美元指数有望持续上升。

新兴市场迎来加息潮，土耳其加息 200 个基点、巴西加息 75 个基点、俄罗斯加息 25 个基点，这些国家加息，主要是因为存在较大的通胀压力。而在经济依旧相对疲软的情况下加息，无疑会对金融市场造成巨大冲击，土耳其里拉汇率出现暴跌，股市同样崩盘。

图 9 土耳其里拉汇率



数据来源：同花顺 国联期货

三、总结与后市展望

今年二季度铜矿供需偏紧的问题大概率仍将持续，从海外矿山的投复产情况来看，预计今年下半年铜矿供给紧张的问题将得到缓解。精炼铜产量和进口量均处于高位，而国内铜库存也在春节假期之后有明显回升，根据铜价与库存的关系，二季度铜价下跌可能性较高。节后铜下游需求延续之前的表现，铜棒开工率因电网订单数量下降而表现不佳，铜板带以及铜管开工率延续之前较好表现。

笔者认为宏观经济因素将是导致二季度铜价回落的主要因素，中国官方制造业 PMI 连续 3 个月走弱，表明国内制造业景气度正在转弱。美元指数筑底反弹迹象越来越明显，若美元持续反弹，对有色金属都会产生利空影响。新兴市场被迫加息，对外汇和股市都将带来冲击。

笔者预计：目前沪铜已经筑顶完成，或将要开始下跌。

联系方式

国联期货

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

E-mail: jiangyixing@glqh.com

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎