



# 铜：物极必反，拐点或在明年3月

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：2020年12月29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、铜精矿加工费或将筑底回升
- 2、废铜新政实施，高品质废铜进口将不再受限
- 3、精炼铜产量和进口量均处于高位
- 4、铜库存处于低位，春季补库或将开始
- 5、下游需求缓慢回升，未来亮点或在新能源汽车行业
- 6、美元指数中期偏弱，反弹或将在明年中旬

## 后市展望

低库存和弱势美元是支撑铜价走强的关键。国内春季备货或将要开始，美元指数目前依旧偏弱，但有望在明年中旬筑底反弹。笔者预计：近期沪铜或正在筑顶，真正下跌的拐点可能会出现在明年3月份。

## 一、行情回顾

图1 沪铜指数周线图



数据来源：文华财经 国联期货

从走势上看，今年沪铜一共可以分为四波行情：

1月至3月，春节前后，新冠肺炎在国内蔓延，铜价开始走弱。随后海外各地同样出现新冠肺炎疫情，铜价继续走弱。

3月至7月，为了应对疫情带来的冲击，各国出台了一系列经济刺激措施，货币宽松。同时，国内疫情控制较好，企业复产较快，需求明显回升。受此影响，铜价触底反弹。

7月至11月，海外新冠疫情继续肆虐，智利秘鲁等铜矿开采受到影响。美国财政及货币政策未进一步加码，美元指数陷入震荡，铜价因此也进入震荡阶段。

11月至现在，疫苗频频传出利好消息，同时铜库存不断下降，导致铜价再度冲高。

## 二、原因分析

### 2.1 铜精矿加工费或将筑底回升

2020年属于全球铜矿供需相对偏紧的一年。年初过后不久，全球就爆发了新冠肺炎疫情，智利和秘鲁等铜矿主要生产国都受到了较大的影响。据智利铜业委员会预计，2020年智利的铜产量或将增长0.6%，至582万吨，而全球铜供应量可能减少1.2%，降幅主要来自于秘鲁、澳大利亚和墨西哥，秘鲁的降幅或将达到14.5%，至212万吨。

新冠疫情除了影响铜矿产量外，还影响铜矿需求，但在需求端的影响稍弱，因为全球铜矿冶炼产能有大约40%集中在中国，而中国受疫情的影响远小于智利、秘鲁等铜矿生产国，所以市场预计2020年铜矿产量的降幅将大于冶炼需求的降幅。

表 1 全球铜精矿供需平衡表 (万吨)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
铜精矿基础产量	1641	1647	1723	1742	1728	1913
产量调整 (5%)					-34	-96
精矿供应	1641	1647	1723	1742	1694	1817
冶炼需求	1615	1646	1726	1721	1697	1810
供求平衡	26	1	-3	21	-3	7

数据来源: wood mackenzie 国联期货

从全球铜精矿供需平衡表上看, 整体而言, 今年的铜精矿供需相对偏紧, 而到 2021 年时, 供需偏紧的问题将得到缓解。就当前铜精矿市场的表现来看, 进入四季度后, 铜精矿供需的紧张问题已得到边际缓解。CSPT 小组在 9 月下旬召开了四季度的 Floor price 价格会, 敲定四季度铜精矿的 TC/RC 地板价为 58 美元/吨及 5.8 美分/磅, 较三季度地板价上升了 5 美元/吨及 0.5 美分/磅。一般情况下, 铜精矿现货加工费与 CSPT 季度地板价走势是十分密切的。结合明年国内冶炼厂新增产能投放将大幅放缓这一数据, 预计未来铜精矿加工费或将逐步回升。

图 2 国内铜精矿加工费



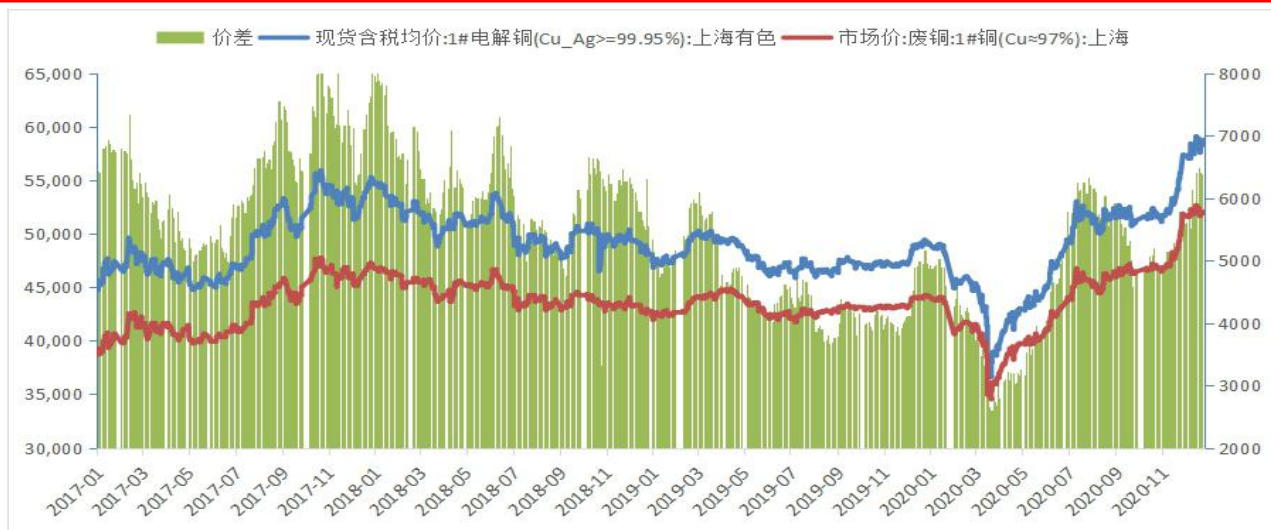
数据来源: Wind 国联期货

## 2.2 废铜新政实施, 高品质废铜进口将不再受限

10 月中旬, 生态环境部、商务部等四部门联合印发了《关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告》, 表示自今年 11 月 1 日起, 符合《再生黄铜原料》(GB/T 38470-2019)、《再生铜原料》(GB/T 38471-2019)、《再生铸造铝合金原料》(GB/T 38472-2019) 标准的再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料, 不属于固体废物, 可自由进口。目前, 固废改革的时间已有 3 年多, 从进度上看, 改革已接近尾声。一句话总结, 就是: 纯度高的废铜将不再属于固体废物, 可归属于资源类自由进口。

但当前,由于正处于新政策公布的初期,进口贸易商暂时无法确定新政策的实施标准和实施力度,因此他们正犹豫是否要进口再生铜原料。据了解,11月以再生铜原料名义进口的废铜数量并不多,国内废铜供需紧张的问题尚未得到缓解,笔者预计:直到今年年底乃至明年春节前,国内废铜供需大概率仍旧是偏紧的。

图3 精废铜价差



数据来源: Wind 国联期货

## 2.3 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11个月,国内精炼铜产量为942.2万吨,同比增加5.7%。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。

图4 国内精炼铜产量



数据来源: Wind 国联期货



国家统计局数据显示，中国 11 月铜矿砂及其精矿进口量为 215.7 万吨，环比增加 12.7%，同比增加 27%，大量铜精矿流入市场，冶炼厂原料供应较为充足。另外，据了解，国内冶炼厂检修大部分已于 10 月结束，根据近期冶炼厂的排产计划来看，预计今年第四季度国内电解铜运行产能仍将维持在高位。

国家统计局数据显示，今年前 10 个月中国进口精炼铜为 399.7 万吨，同比增加 41%。今年我国精炼铜进口量大幅增加，主要有以下几点原因：一是因为海外铜精矿供应偏紧，导致今年我国铜精矿进口量低于去年，铜供应不足部分就需要直接进口精炼铜来补充；二是因为废铜进口处于新旧政策交替阶段，政策实施力度不明朗，导致废铜进口较少，不足的部分同样需要进口精炼铜来补充；三是因为精炼铜进口盈利窗口经常打开，今年全球范围内爆发新冠肺炎疫情，我国疫情控制较好，需求复苏迅速，而海外疫情依旧严峻，国内外需求差异导致铜价内强外弱。

据同花顺金融数据显示，截至 12 月 18 日，我国保税区铜库存合计 43.9 万吨。

**图 5 精炼铜进口量与保税区库存**



数据来源: Wind 国联期货

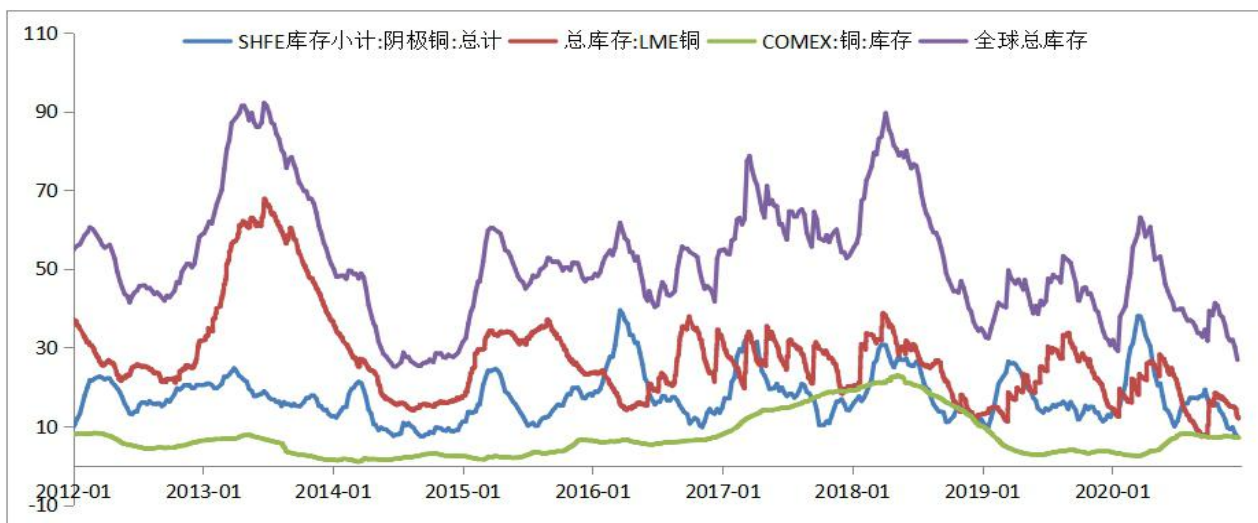
## 2.4 铜库存处于低位，春季补库或将开始

整体而言，全球精炼铜库存已经来到了历史低位，并且下降趋势尚未改变。其中，近期降幅最大的就是国内铜库存。根据往年经验，一般在每年年末或者来年一月份时，就会开始春季补库，而目前或许是因为铜价相对偏高，并且春节开始时间较晚，上期所铜库存迟迟没有开始增加。笔者预计，春季补库周期大概率即将开始，因为即使目前铜价处于高位，企业为了满足来年生产，也必定需要备货，更何况当前铜库存正处于极低水平。

当前，LME 铜库存也处于低位，但 LME 铜库存因为受外海大型机构的“控制”，时不时会出现大量交仓的情况，即：连续 2~4 天，每日大幅增加 2~4 万吨。因此虽然国内铜库存和 LME 铜库存都较为

重要，但我们的关注重点还是应该放在国内库存上。

图6 国内外电解铜库存

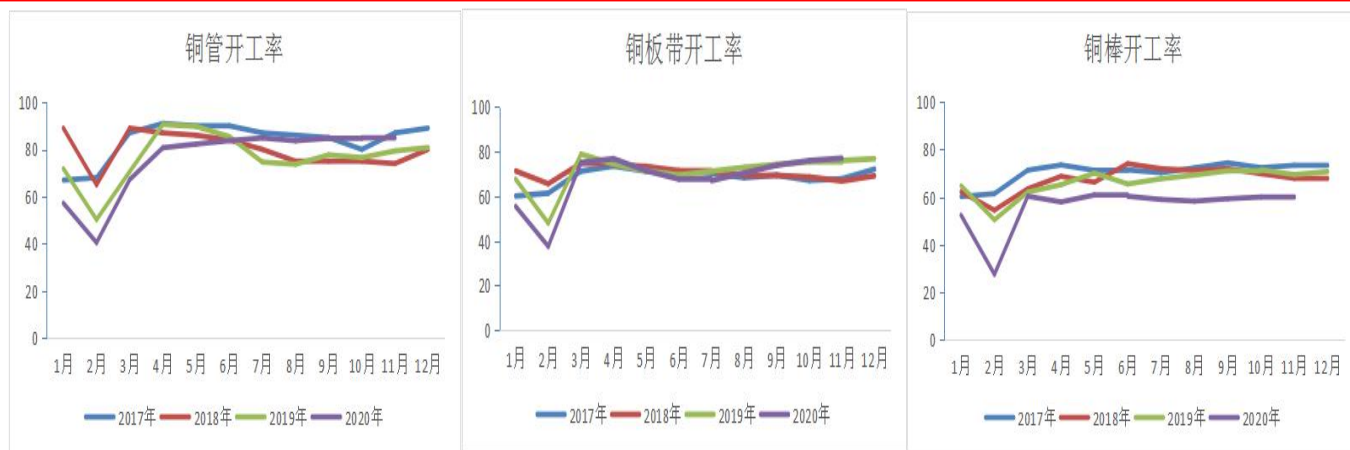


数据来源: Wind 国联期货

## 2.5 下游需求缓慢回升，未来亮点或在新能源汽车行业

二月份新冠疫情爆发时，国内实体企业确实受到了巨大的冲击，铜加工企业开工率大幅低于往年同期，随后因国内疫情得到控制，以及政府大力出台经济刺激计划，下游加工企业恢复迅速。其中，铜板带企业和铜管企业复苏较好，开工率回升至历史较高水平，而铜棒开工率始终表现不理想。

图7 铜下游企业开工率



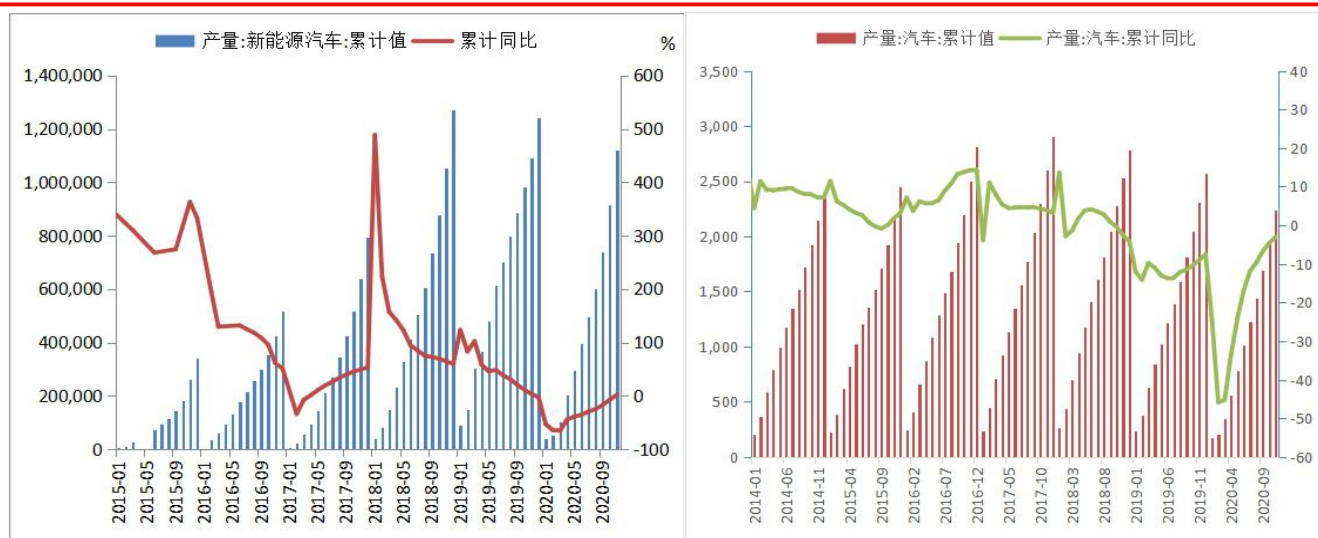
数据来源: 同花顺 国联期货

终端需求方面，预计2021年新能源汽车行业将有较为亮眼的表现。今年11月，国务院办公厅印发了《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》，此规划提出目标：到2025年，我国新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右，到2035年，新能源汽车销量占到总体销量的50%以上。而目前，新能源汽车产量约占传统汽车产量的5%。笔者认为：未来新能源汽车行业大概率将处于实质性快速发展阶段，与前几年只停留在炒作阶段不同，因为当前新能源汽车价格已来到较低水

平，同时电池技术也有明显改善，新能源汽车的接受程度大幅改善。

今年前 11 个月，新能源汽车累计产量为 111.9 万辆，同比增加 2.4%，增速持续回升；传统汽车累计产量为 2237.2 万辆，同比减少 3.0%。据 IDTechEX 统计，大多数内燃机汽车用铜量大约为 23 公斤，而混合动力轿车用铜量约为 40 公斤，插电式混合动力轿车用铜量约为 60 公斤，纯电动轿车用铜量约为 83 公斤。目前，我国的新能源汽车绝大多数是指纯电动车，以上述数据测算，其用铜量大约是传统汽车的 3.6 倍/辆。

图 8 传统汽车及新能源汽车产量



数据来源：Wind 国联期货

## 2.6 美元指数中期偏弱，反弹或将在明年中旬

中期，美元指数或处于下跌筑底阶段。当前，美国新冠疫情相当严峻，虽然疫苗正在推广，但因疫苗数量有限，美国新冠肺炎新增确诊人数和死亡人数依旧处于高位。受此影响，美国经济刺激措施大概率仍将继续。目前，美国国会就 9000 亿美元新冠疫情援助计划达成协议，目的在于提振美国的医疗体系，以及刺激在新冠疫情重压下陷入困境的经济。虽然特朗普因认为给个人的现金补贴太少而拒绝签字，但根据美国宪法程序，如果总统对国会通过的法案行使总统否决权，那么这个法案就要在国会重新表决，重新表决参众两院均以三分之二以上票数通过的话，国会将推翻总统否决。此次 9000 亿新冠疫情援助计划大概率还是能落实的。

为了应对新冠疫情带来的冲击，美国财政赤字和贸易赤字纷纷走高，截至今年三季度，美国财政赤字为 153770 亿美元，贸易赤字为 121258 亿美元，均创下历史新高，而在今年二季度时，美国 GDP 增速出现下滑，这导致美国双赤字/GDP 大幅上涨。而美国双赤字/GDP 与美元指数呈负相关关系。笔者预计：未来随着疫苗的推广，美国经济刺激力度将逐步放缓，而 GDP 有望回升，美国双赤字/GDP 下降，而美元指数上升。根据往年的规律，推测美元指数的上涨开始时间可能会在明年二季度。



图9 美国赤字与美元指数关系



数据来源: Wind 国联期货

## 三、总结与后市展望

### 3.1 总结

从全球铜精矿供需平衡表来看, 2020 年属于全球铜矿供需相对偏紧的一年。未来随着疫苗普及, 铜矿生产恢复, 结合明年国内冶炼厂新增产能投放将大幅放缓, 预计未来铜精矿加工费将逐步回升。废铜新政开始实施, 当前由于进口贸易商暂时无法确定新政策的实施标准和实施力度, 再生铜原料进口意愿不强。但此政策在中长期必定利好高品味废铜进口。目前, 我国精炼铜产量和进口量均处于高位, 而铜库存却不断下降, 来到历史低位, 表明下游需求相对较好, 稳中有升, 未来的亮点可能在新能源汽车行业。根据经验, 企业为了满足春节后的生产, 都要提前备货, 由此推断, 累库或将要开始。

美元指数上涨是影响铜价走势的关键, 美元指数中期偏弱, 反弹或将在明年中旬。因为受新冠疫情的影响, 美国双赤字/GDP 大幅走高, 预计随着疫苗的普及, 美国经济恢复, 财政刺激力度将放缓, 双赤字/GDP 有望在明年中旬回落。美国双赤字/GDP 与美元指数呈负相关关系, 因此美元指数有望在明年中旬上涨。

### 3.2 后市展望

低库存和弱势美元是支撑铜价走强的关键。国内春季备货或将要开始, 美元指数目前依旧偏弱, 但有望在明年中旬筑底反弹。笔者预计: 近期沪铜或正在筑顶, 真正下跌的拐点可能会出现在明年3月份。



## 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**