

二季度投资策略报告会

铜：牛市尾声渐近，关注消费指引

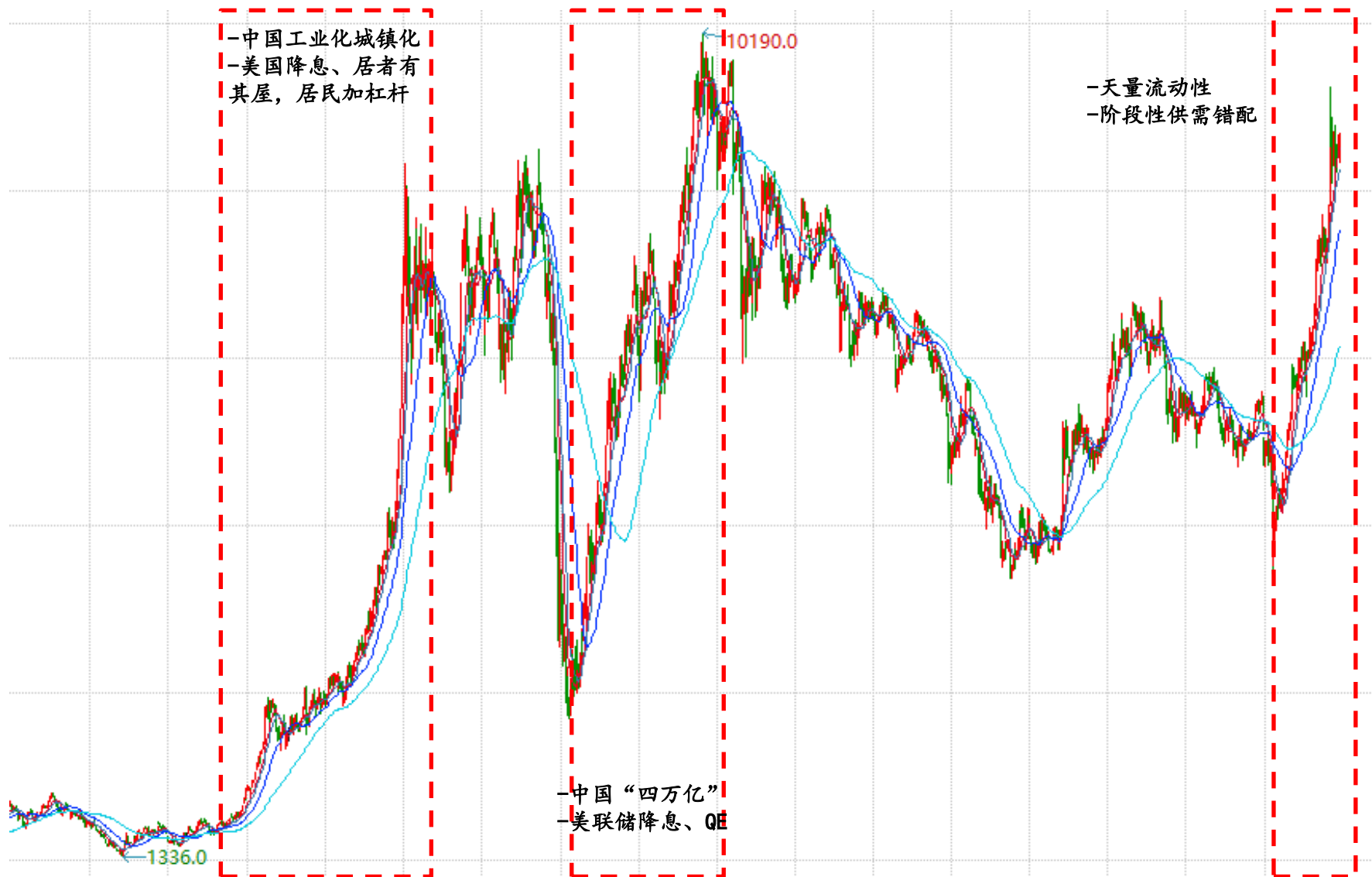
www.hongyuanqh.com

宏源期货研究所 朱善颖

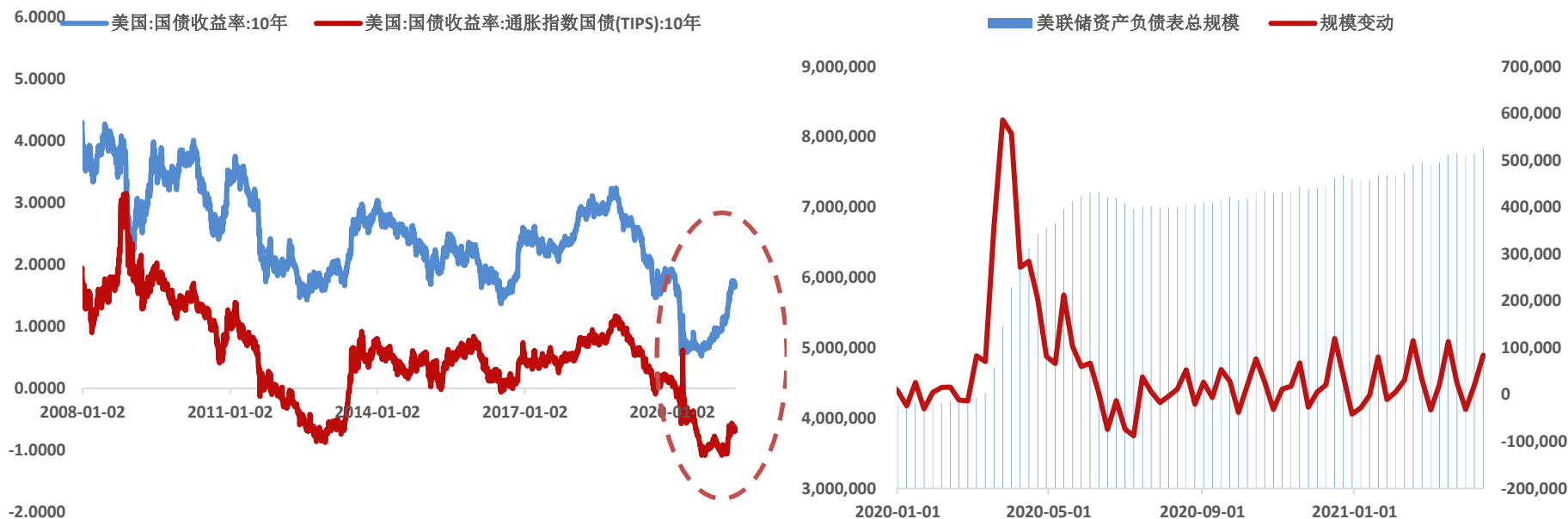
2021年4月24日



超级周期的驱动是什么？

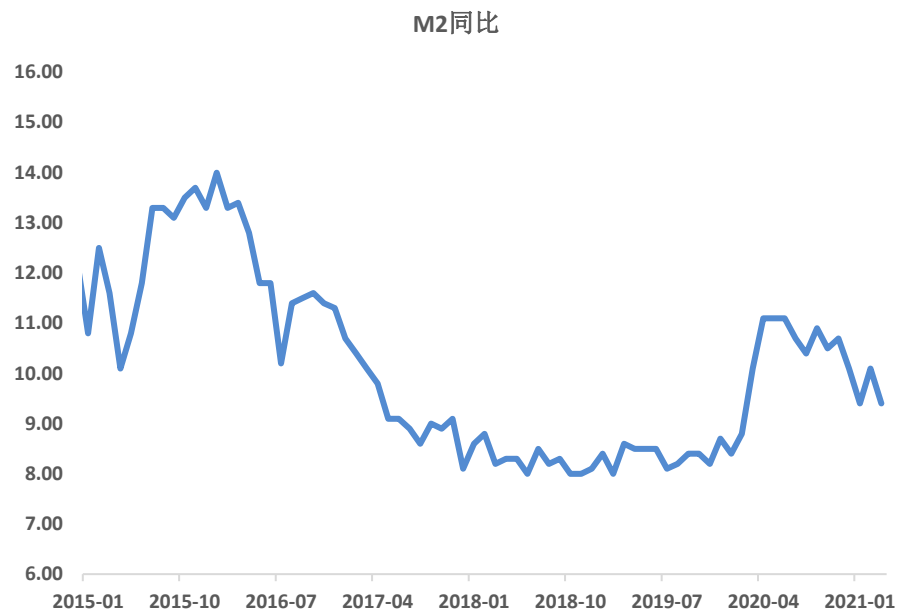
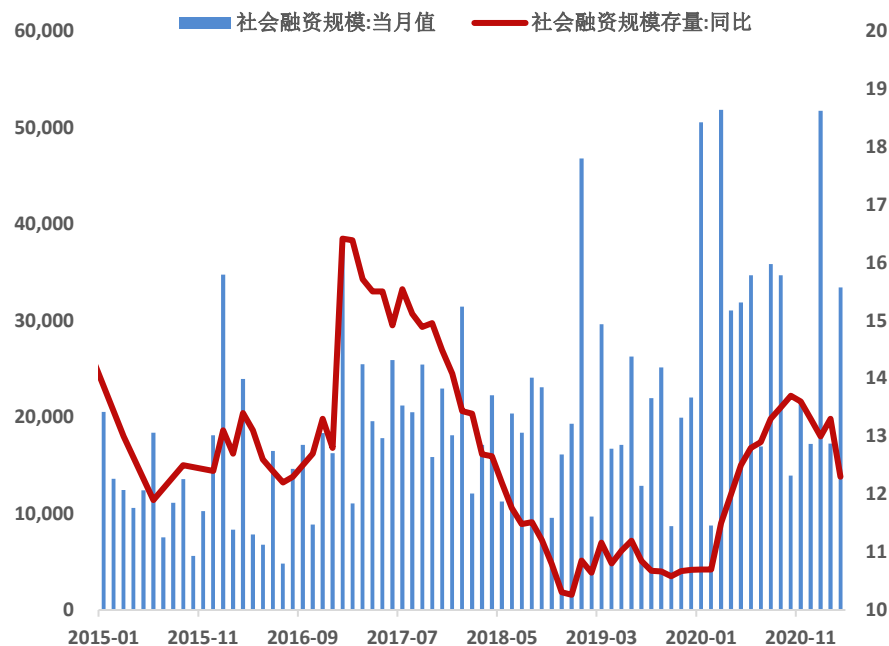


美联储缩减QE规模的预期增强



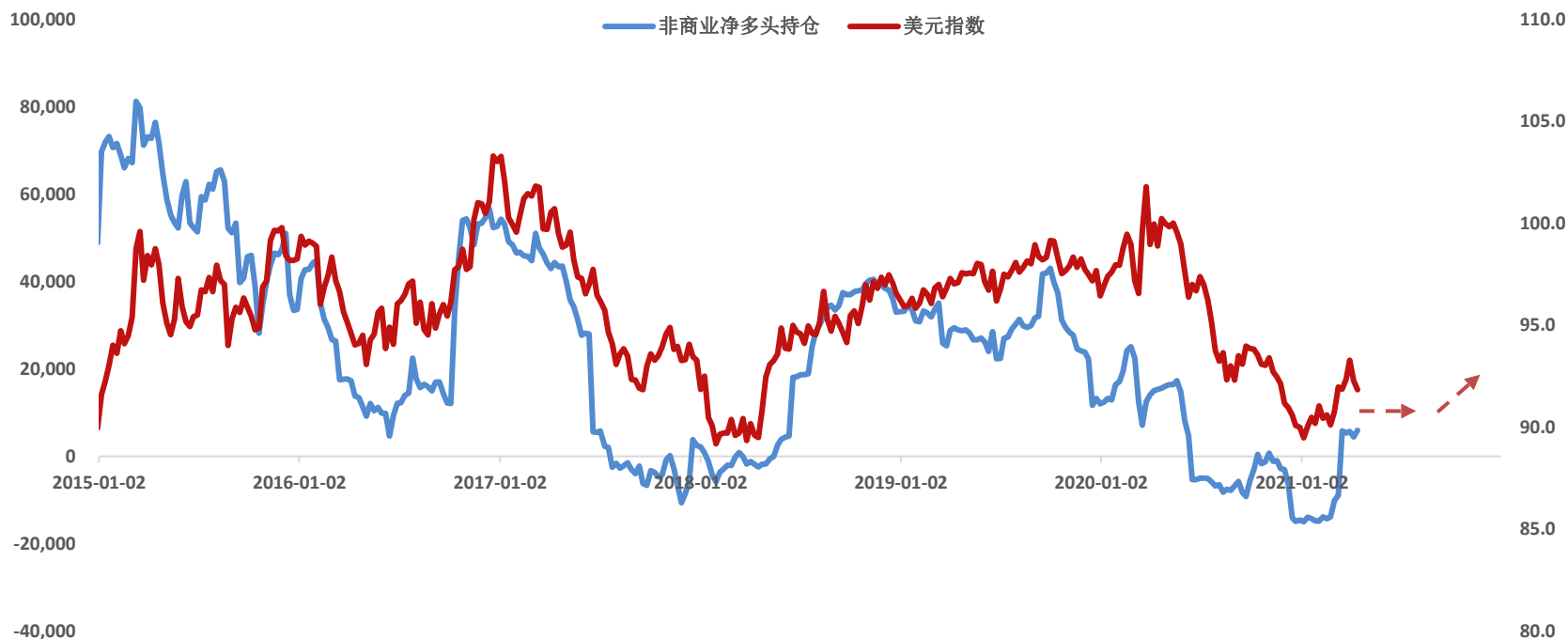
- 实际利率和通胀预期同步向上，全球经济复苏的预期并未减弱，但有一定的政策转向的预期。美国疫苗接种总量超2亿剂次，三季度实现群体免疫的概率较高，市场对美联储三季度后收紧QE的预期逐渐升温。

国内信贷缓慢收缩



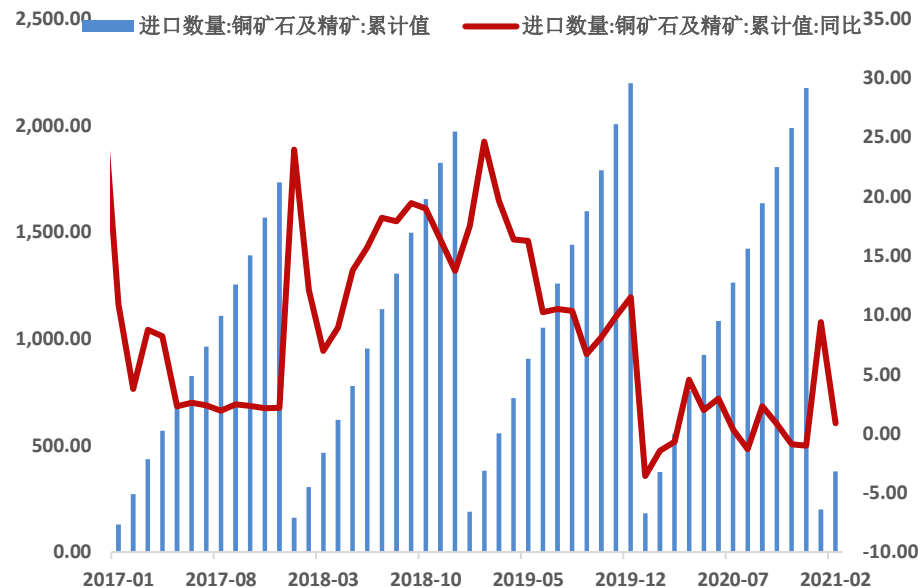
- 社融存量同比增速自2020年四季度见顶回落，M2增速同步下行。受到去年基数效应影响，一季度GDP增长18.3%，但剔除基数效应后的两年平均增长仅5%，内需修复整体放缓。

Q2美元指数震荡整理，Q3仍有反弹预期



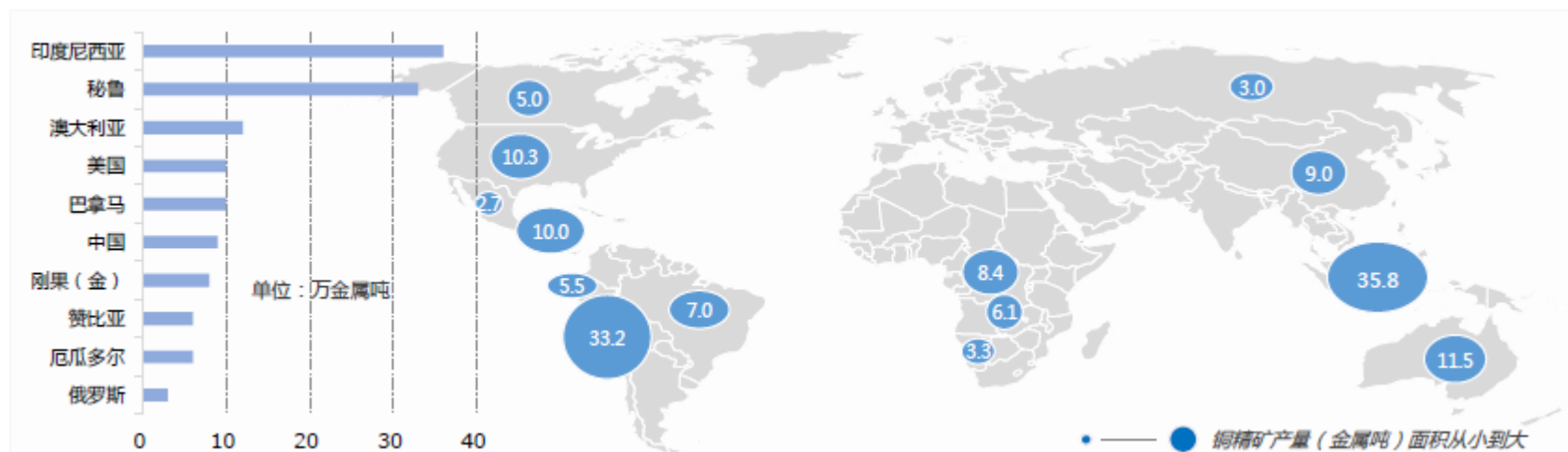
- Q1美元的反弹主要反映美欧疫苗接种及基本面走势分化的差异，1.9亿美元刺激的落地带动美元回调，Q2美元指数预计震荡为主，对金属的影响钝化。Q3美国实现群体免疫概率较高，美联储可能缩减购债规模，美元指数或重新开启反弹，对铜将重新形成压制。

疫情尾部冲击仍在，上半年铜矿供应偏紧



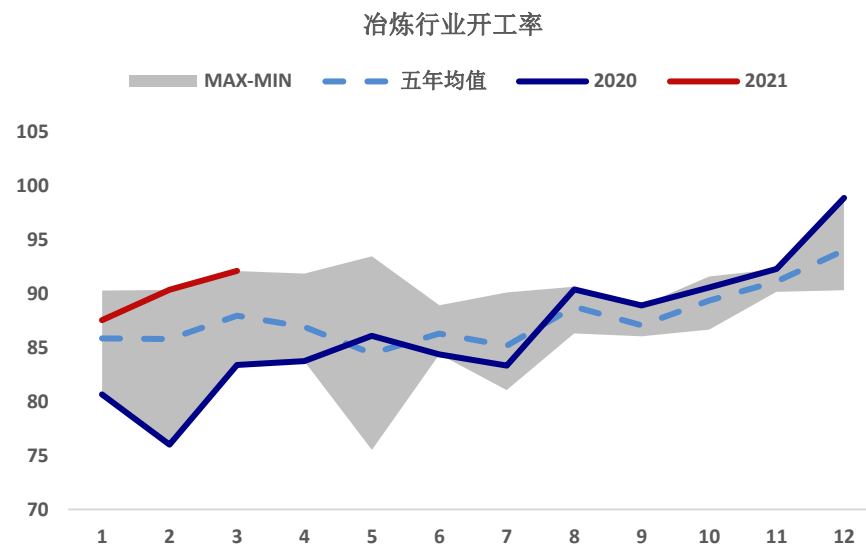
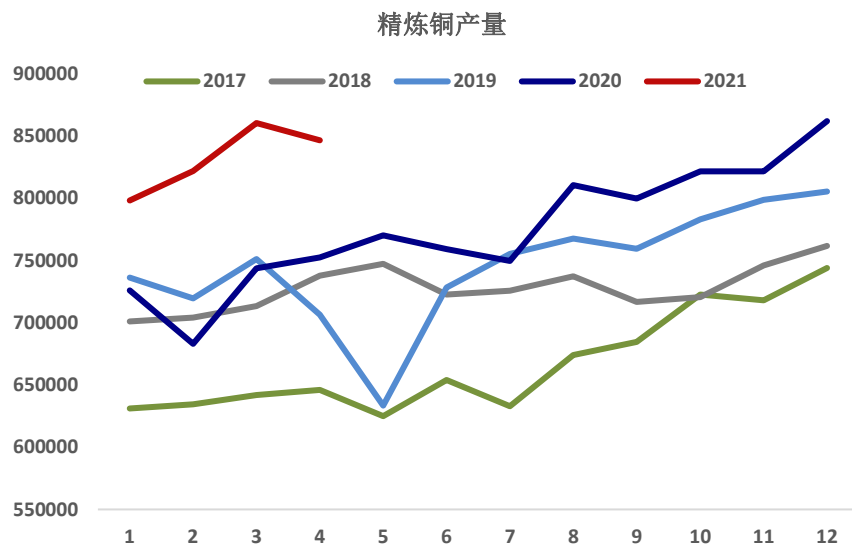
- 从节奏上看，上半年海外疫情存在尾部冲击，南美、中亚等矿产地疫情反复干扰发运，铜精矿周度TC下降至30美金之下，CSPT难以给出第二季度的地板价指导。预计上半年铜矿供应将维持紧张的状态。

下半年铜矿供应有望逐渐宽松



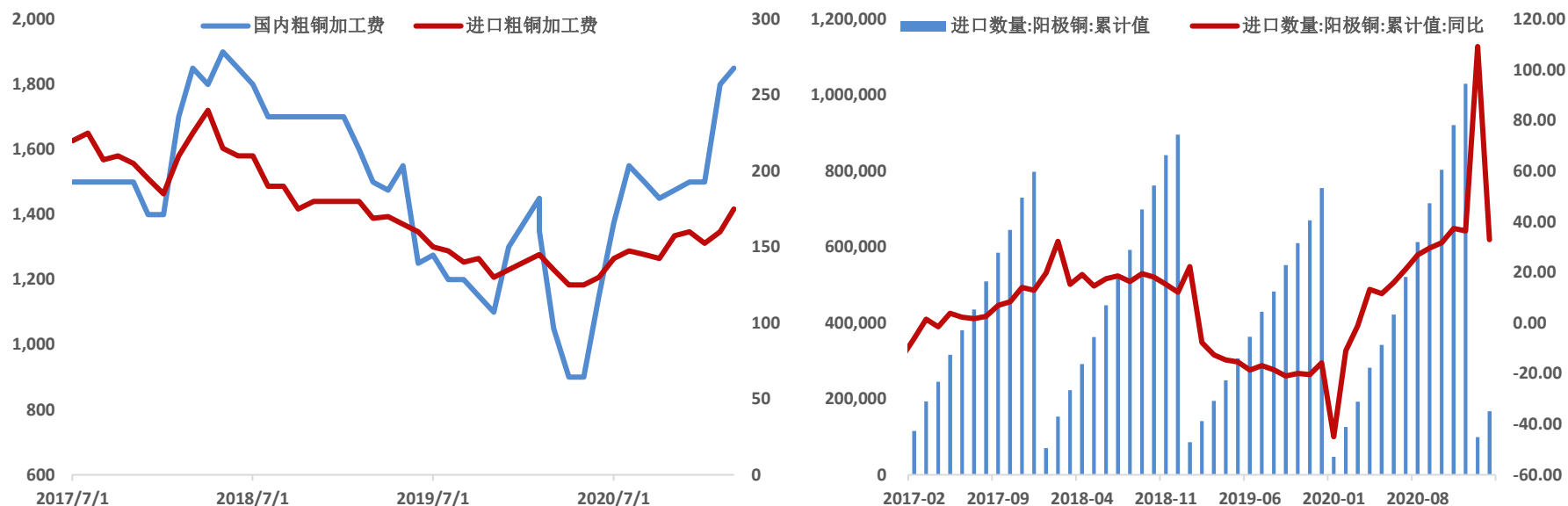
- 据SMM估计，2020年疫情给全球铜精矿带来的减量约50万金属吨。2021年从疫情及其他干扰中恢复的产量约28万吨，新建项目贡献的增量约36万吨，扩建带来的增量约70万吨，低估一些确定性较低的项目，保守估计2021年的增量超100万吨，供给增速超过6%。

高矿价尚未向冶炼端有效传导，精铜产量维持高位



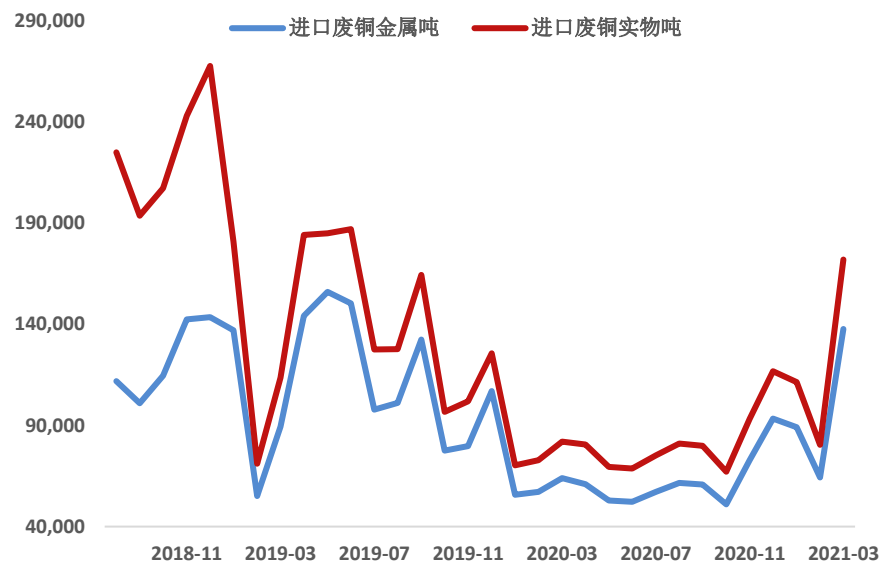
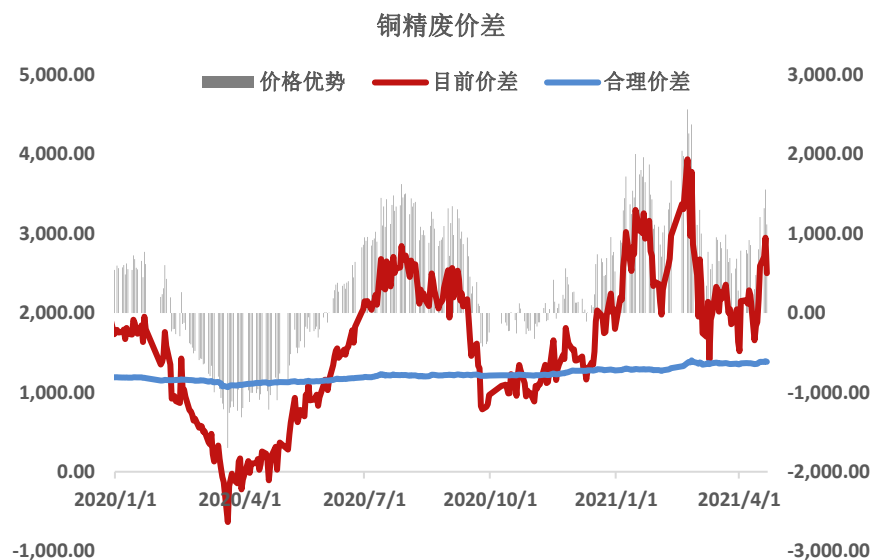
- 铜矿价格的持续上涨尚未有效传导到电解铜端口，2021年一季度电解铜产量处于近年来新高，二季度包括铜陵、恒邦、云铜在内的多家企业均有检修计划，但4月检修后移，电解铜产量仍维持在84万吨的高位。

阳极铜供应宽松，补充原料供应



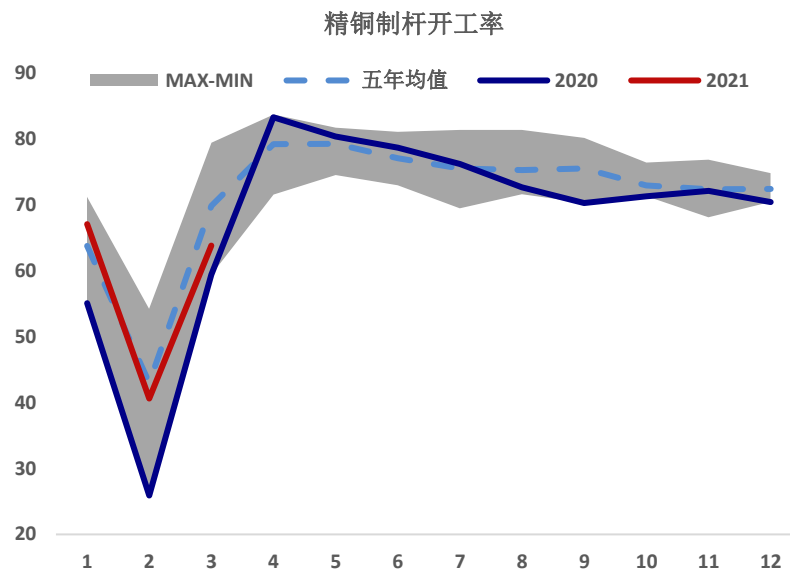
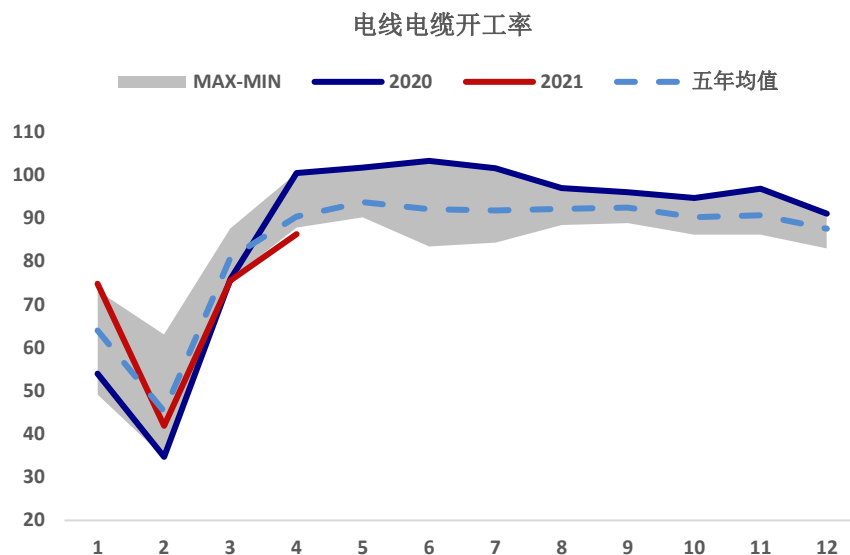
- 2021年1-3月阳极铜进口26.6万吨，同比2020年增长38%，同比2019年增长36%。粗铜加工费在Q1持续大涨，粗铜的供应宽松，一定程度上抵冲高矿价对冶炼端开工的不利影响。

废铜供应宽松，挤占精铜消费



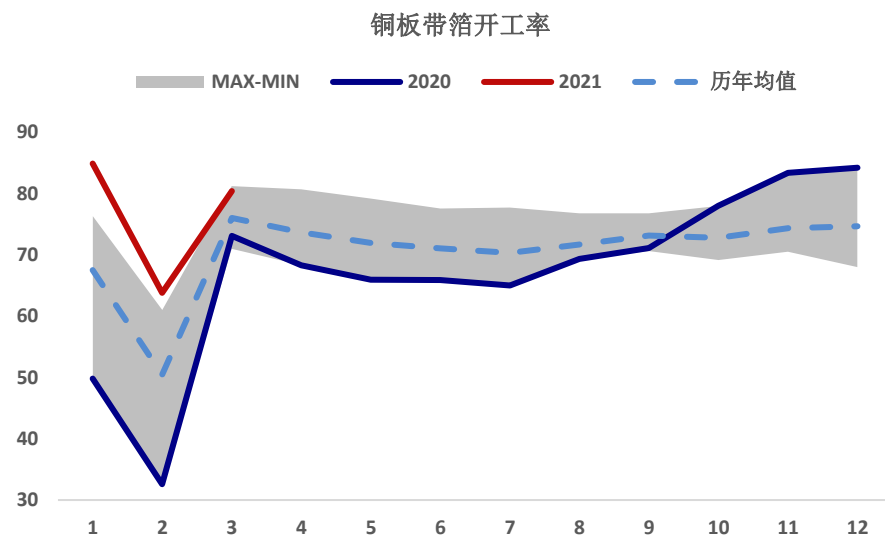
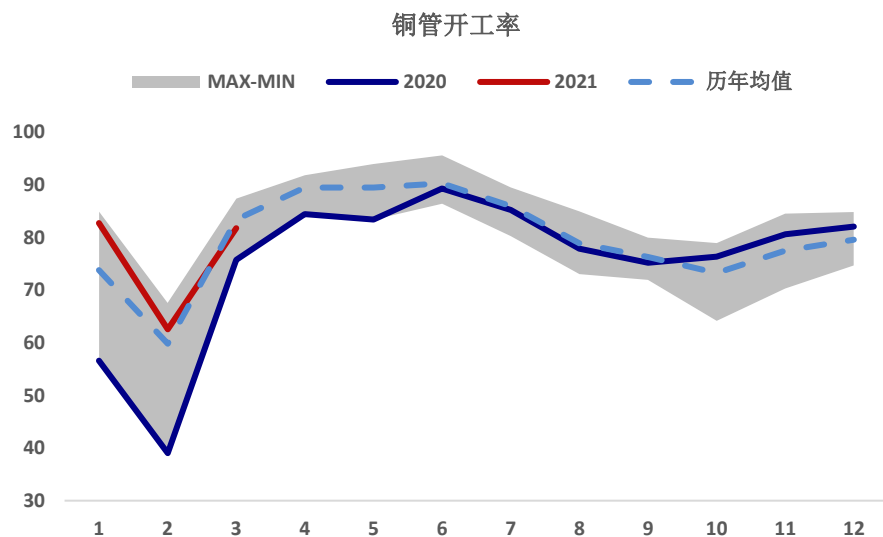
- 2021年Q1废铜进口实物吨36.3万吨，同比增加61.3%，进口金属吨约29.1万吨，同比增长64.7%。进口的恢复叠加由于杆线开工疲软，废铜供应整体宽松，精废价差运行在合理水平之上，挤占精铜消费。

国内投资性需求表现弱势



- 春节后在高铜价的压制下，线缆行业订单维持弱势，铜杆及电线电缆开工率持续处于五年平均水平之下。市场期盼二季度消费旺季的到来，但随着4月中旬铜价反弹，现货氛围再度陷入冰点，投资类需求维持弱势。

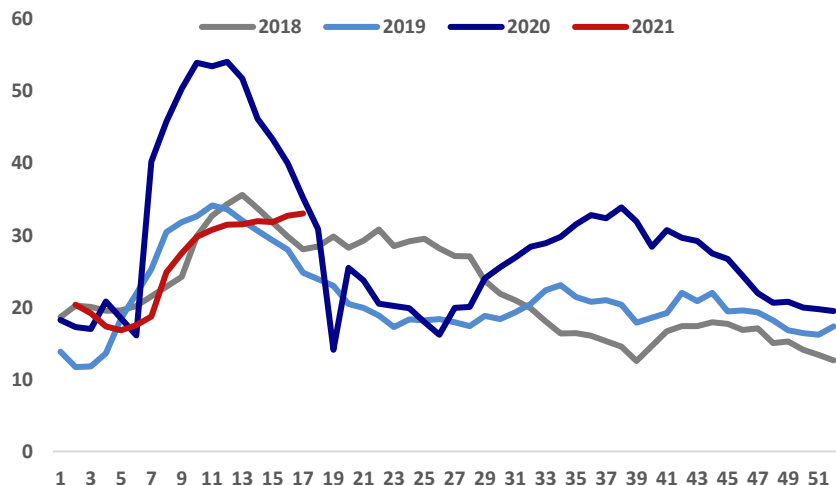
消费性需求表现旺盛



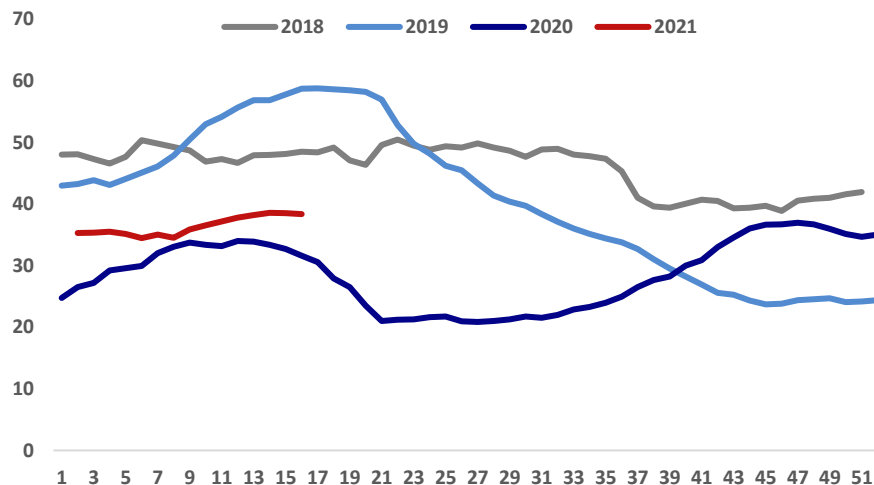
- 铜管及铜板带箔的开工率自2020年4季度以来始终维持高位，春节后下游订单反馈依然旺盛。3月铜管开工率仍处于五年均值水平之上，板带箔开工延续处于历史同期的最高水平。

铜杆消费拖累下，国内仍未去库

精铜社会库存变动

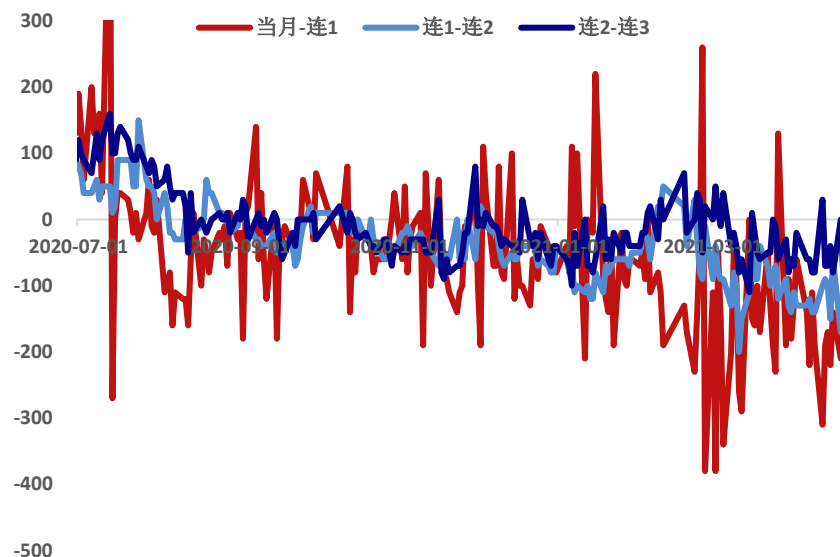
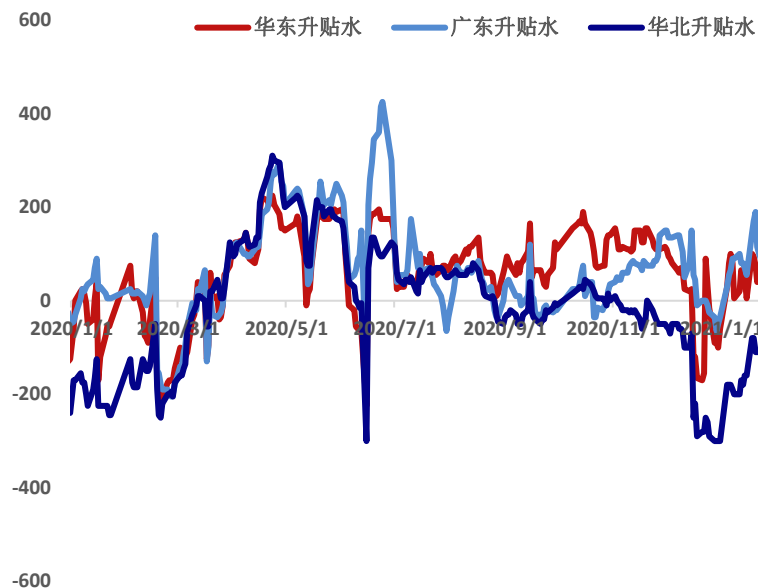


保税区库存变动



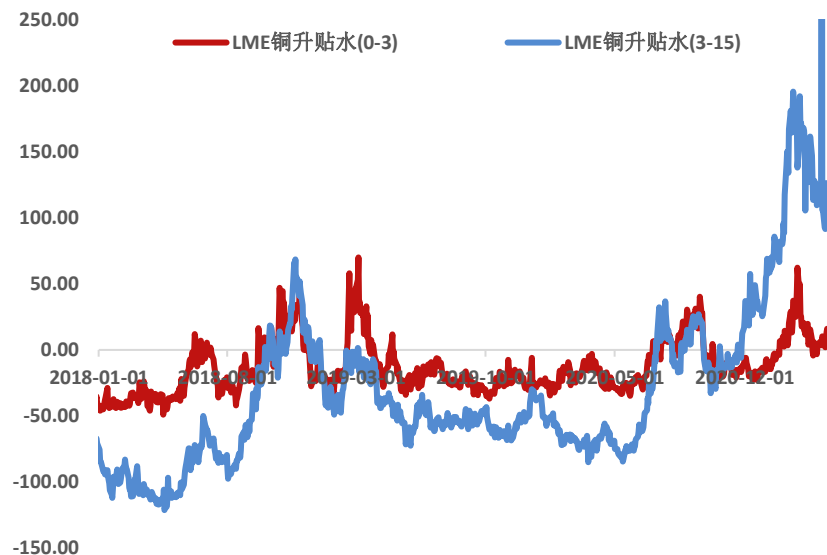
- 国内电解铜自2月1号开始累库，库存总量自16万吨上升至33万吨，相较于往年来看，今年的累库幅度适中，但累库周期极长，目前社库仍未见去库信号，铜杆这一主要消费领域需求的疲弱拖累去库进程。
- 春节过后由于国内需求不旺，港口溢价持续走低，清关维持在较低的水平，保税区库存高位震荡。

现货弱勢，沪铜完全转为Contango结构



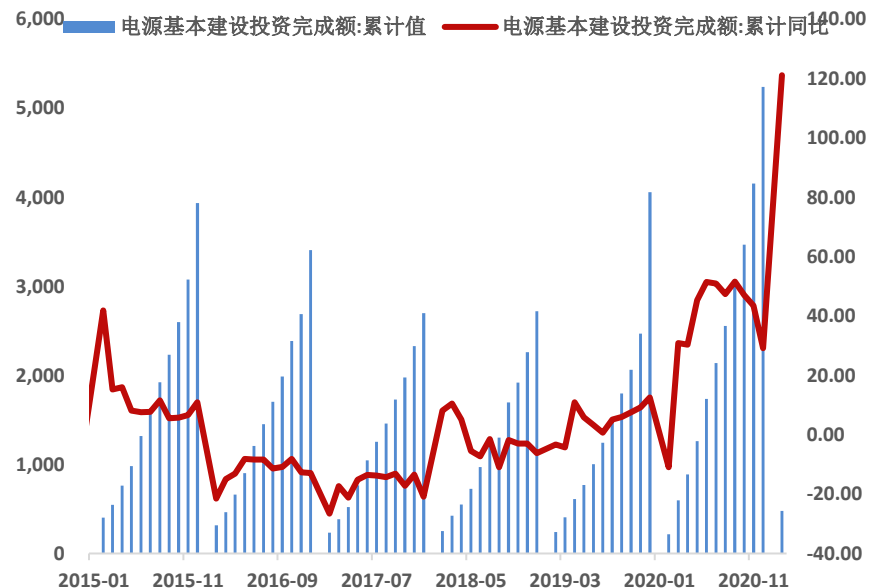
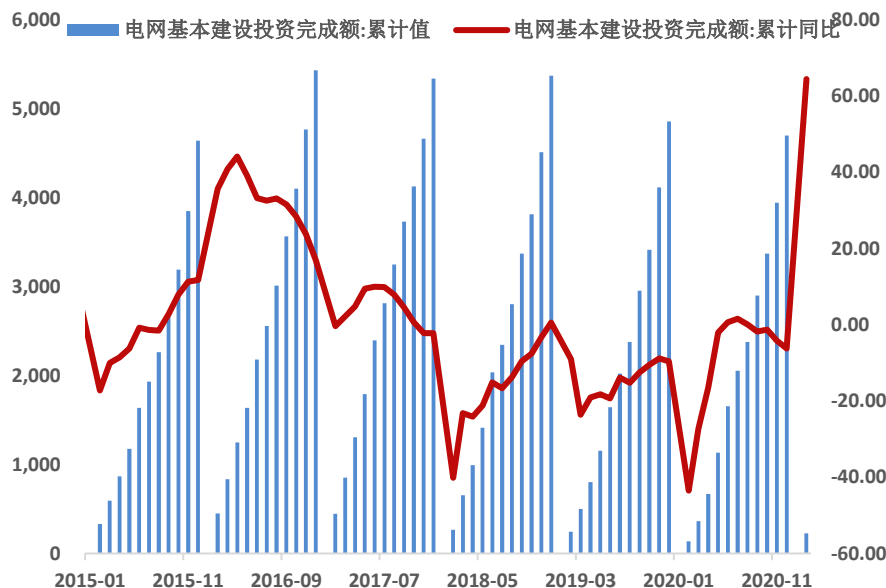
- 牛年春节后由于铜价暴涨，精铜现货大幅贴水，3月铜价回调后，现货一度向上修复，但3月下旬后需求再度走弱，主要消费地维持深贴水的状态，沪铜期货完全转为Contango排列。

LME维持弱Back结构，外盘相对更强



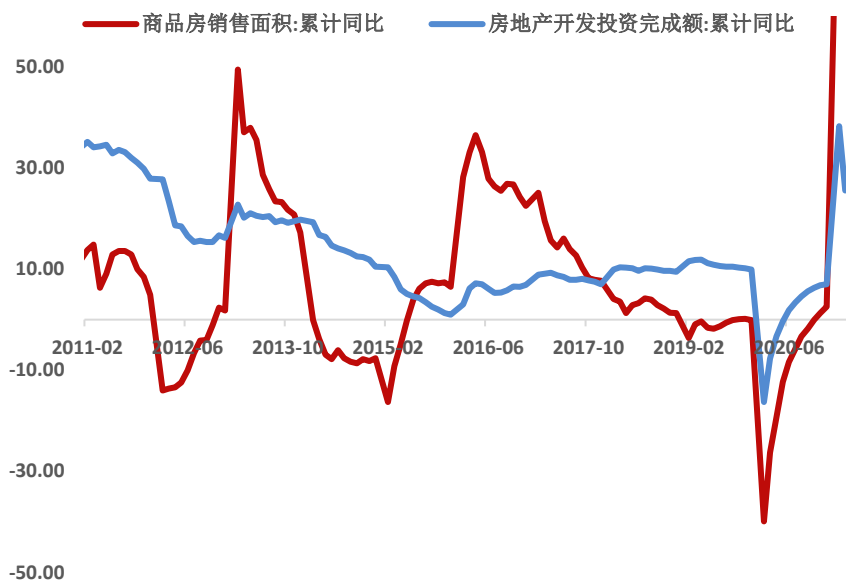
- 3月以来LME铜库存持续震荡回升，截至3月末，库存总量已经从7万吨附近的历史低位上涨至16万吨附近，由于库存相对仍处于近年低位，LME合约维持弱Back结构，相对内盘表现更强。

电网投资总额略超预期，电源投资保持高增



- 2021年1-2月电网累计投资完成额227亿元，同比2019年下降6.9%，电源累计投资完成额480亿，同比2019年上升97.5%。
- 国家电网4月公布2021年电网投资计划额为4730亿元，相较于2020年的4600亿上调130亿元，略超市场预期，电网需求预计年内总量上仍有韧性。在光伏、风电建设稳步推进下，年内电源投资有望维持高位。

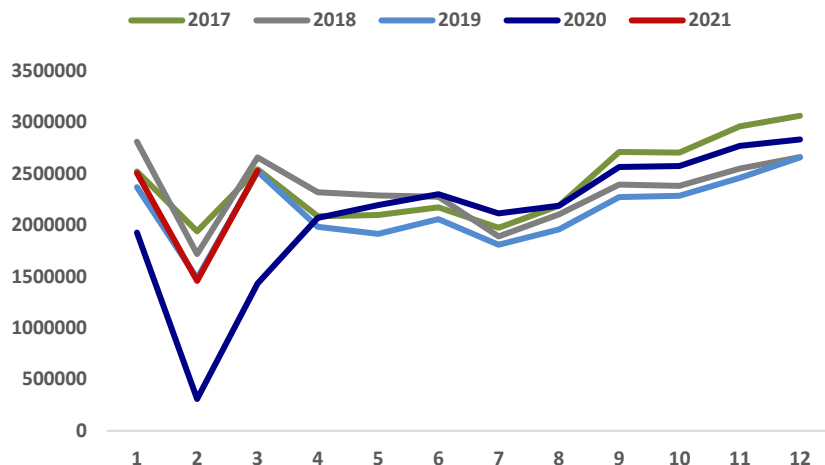
地产新开工下降，后端表现平稳



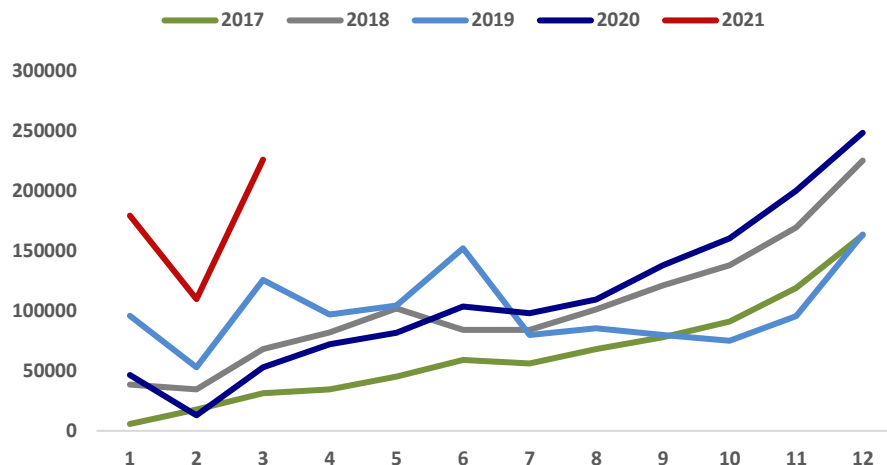
- 对比2019年的地产数据可以发现，2021年1-3月商品房销售面积累计同比增速超20%，房屋新开工面积累计同比下降6.6%，施工面积累计同比增速14.2%，竣工面积累计增速3.5%。销售端表现旺盛，新开工出现明显下滑，施工及竣工端整体偏稳。

新能源汽车产销两旺，缺芯干扰生产

汽车月度销量

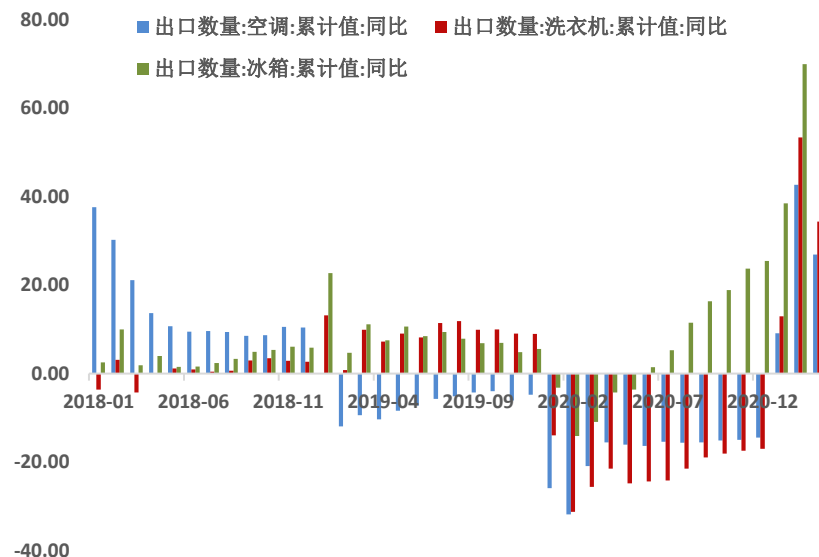
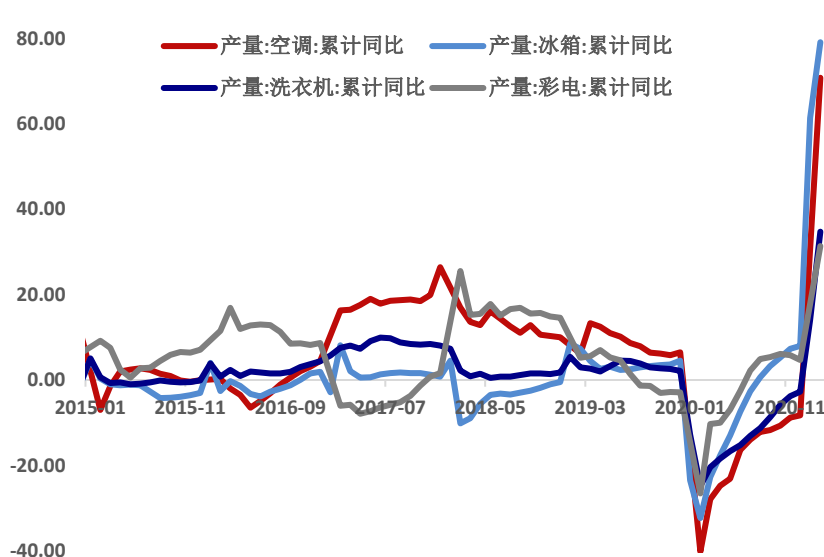


新能源汽车产量



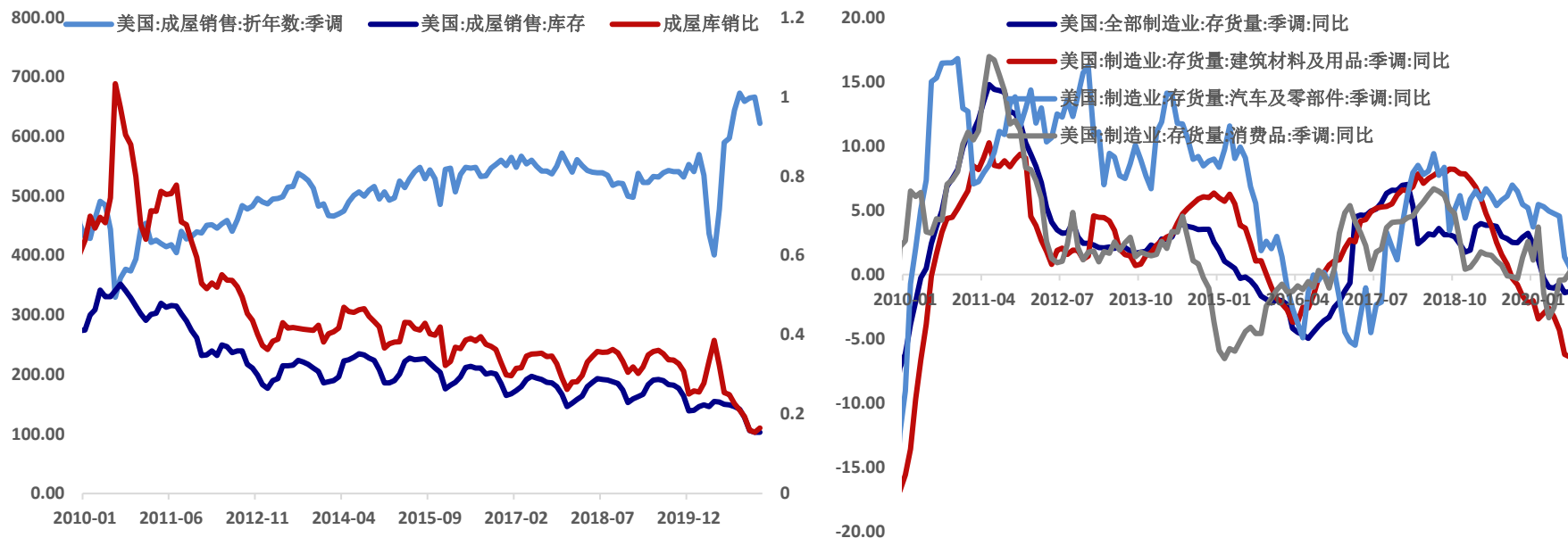
- 汽车总产销基本与2019年持平，新能源汽车延续了2020年四季度以来的涨势，开年产销维持高增。2021年1-3月汽车累计销量648万辆，新能源汽车1-3月累计产量53万辆，同比2019年增速75%，全年维持180万辆的销售目标。
- 二季度非汽车行业旺季，且汽车生产受缺芯干扰，预计Q2-Q3产量将有阶段性扰动。

家电行业景气度高，冰箱出口维持高位



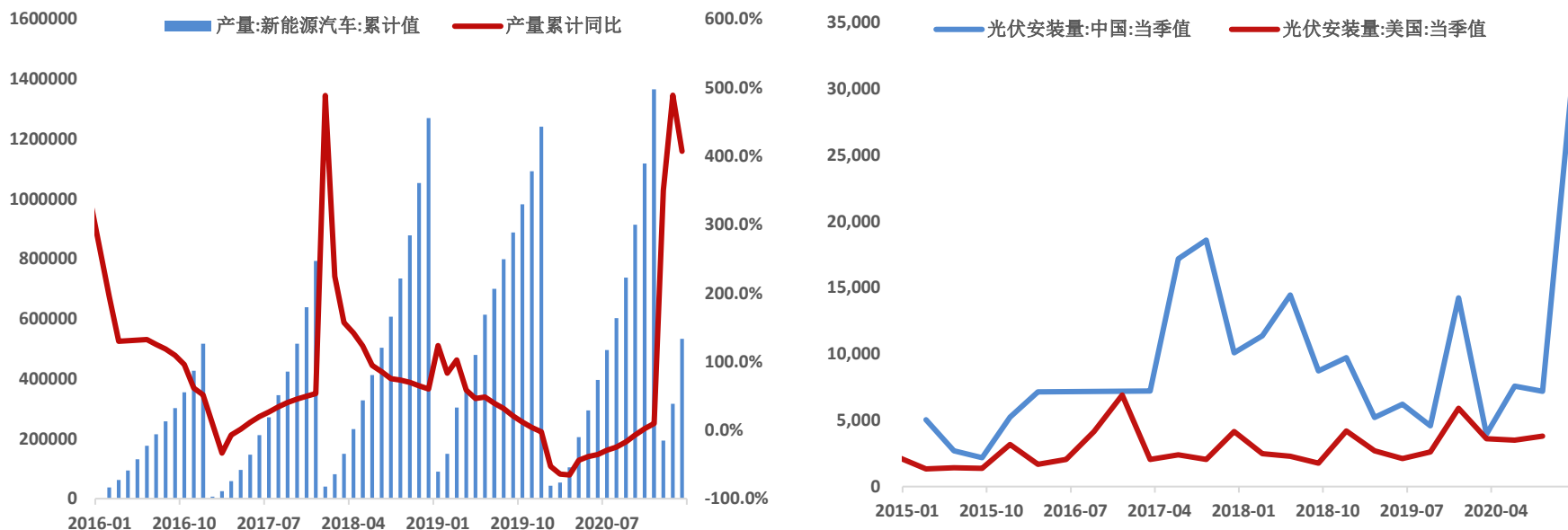
- 铜管和板带箔开工的高位，和家电行业的高景气密不可分。空调，冰箱、洗衣机产量同比2019年维持5%、10%和20%的高位，空调、洗衣机出口同比2019年基本持平，冰箱累计出口同比维持在40%以上的高位。上半年疫情尾部影响下，家电出口有望维持高景气，下半年出口有一定的回落风险。

海外补库仍在持续



- 本轮美国房地产销售的短周期从2019年初开始，随着成屋库存下降至历史低位，美债收益率抬升带动长期贷款利率上升，销售预计于上半年见顶。
- 但低库存、高房价、高景气的背景下，投资和补库的周期才刚开启，制造业库存中的建筑材料及用品分项同比刚回正，投资和补库预计将持续全年。

新能源部门提供长期需求增量

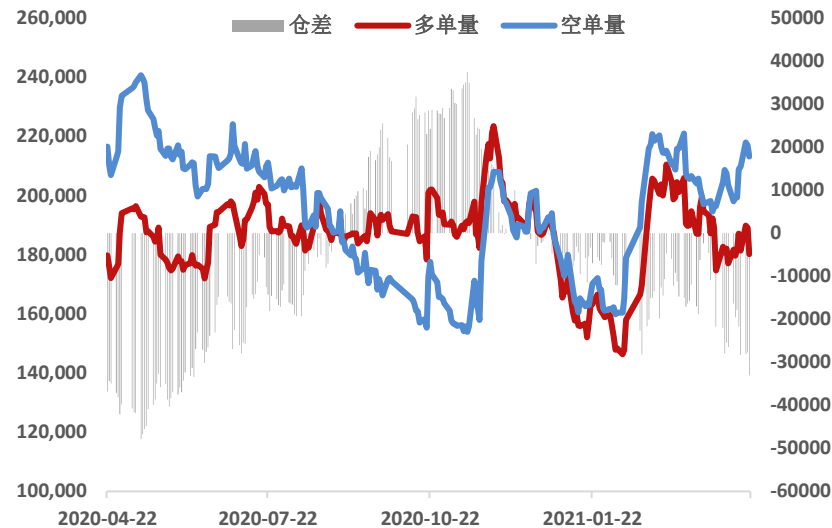
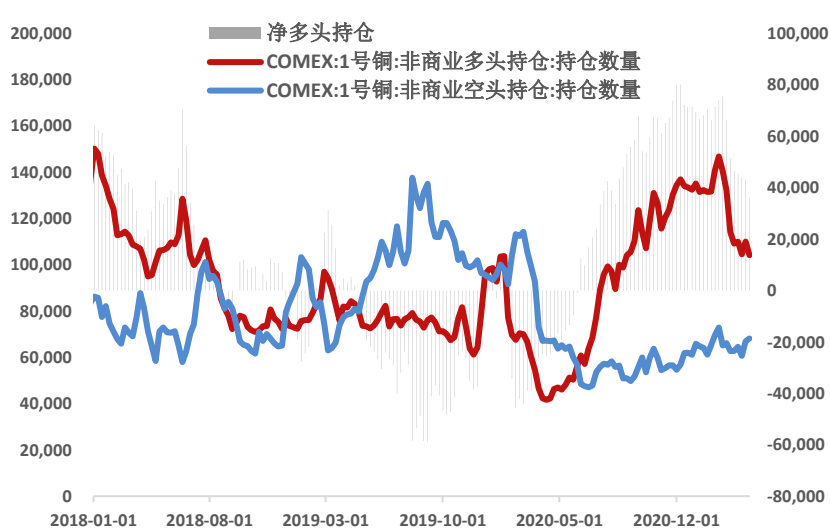


- **新能源汽车：**根据国务院印发的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》，2025年新能源汽车渗透率达到20%，到2035年纯电动汽车成为新销售汽车的主流，公共领域用车全面电动化。
- **光伏：**中国光伏行业协会预测，2021年新增装机量在150-170GW，2025年将上升至270-330GW。国内预计2021年新增装机量为55-65GW，2025年将攀升至90-110GW。
- **风电：**《风能北京宣言》倡议，十四五规划中风电年均新增装机50GW之上，2025年后新增容量应不低于60GW。
- **2020年绿色部门在铜消费占比中约4%，2021年预计将为全球铜消费贡献约2%的增量。**

拜登基建计划难作为短期交易依据

- 1.9万亿财政纾困刺激落地后，拜登推出了3万亿经济复苏计划，涉及《美国就业计划》和《美国家庭计划》，其中《美国就业计划》涉及2.35万亿美元支出，预计在未来8年内完成，平均每年耗资约2900亿美元。
- 1) 传统基建领域：投入500亿美元修复破旧磨损的道路以及桥梁；推动第二次铁路革命，大力投资高铁，推动铁路系统电气化，减少柴油排放；大力发展公共交通，10年内投入100亿美元支持低收入地区的交通项目；改进机场，大力投资货运基础设施，推动水利基础设施建设；通过增加公路安全改善计划的资金和推进道路安全技术，进一步提高美国道路整体安全性；投资200亿美元用于乡村地区的宽带建设，600亿资金来扩大农村地区的宽带接入；设立一个400亿、为期10年的转型项目基金，为庞大复杂的基建项目提供援助。
- 2) 绿色能源领域：在未来5年内投资50亿美元以发展电池和能源储备技术，在未来10年投资4000亿美元以推进清洁能源（绿色基建）的研究与创新；减少碳排放量，到2035年实现无碳电力部门，到2030年为所有新的商业建筑设定新的零净排放标准。
- 阻碍：1) 资金（加税），2) 立法程序（修改预算决议）

海外投机性多单明显减仓



- Comex铜的投机性多单持仓和上期所主力中的多单持仓均出现明显下滑，市场看多情绪减弱。

铜：牛市尾声渐近，关注消费指引

短期

长期

- 1、美联储尚未有流动性收紧政策，国内信贷缓慢收缩，美元指数回调整理；
- 2、受疫情尾部影响，Q2铜精矿维持紧供应，5-6月精铜有部分检修，但硫酸价格走高和粗铜、废铜供应的宽松钝化了高矿价影响；
- 3、高铜价抑制下游需求，线缆消费弱势导致国内精铜消费旺季不旺，国内始终未开始去库。
- 流动性、供应等利多预期已经充分交易，铜的趋势性上行进入尾声，但海外需求仍有恢复空间，绿色能源部门提供新的需求增量，年内铜基本面不差，流动性退潮后难有断崖式回落，Q2-Q3价格将进入高位震荡区间，伦铜参考8400-10000，沪铜参考60000-71000。

感谢聆听!

研究所 朱善颖

010-82295516

zhushanying@swhysc.com



北京市 海淀区 西直门北大街甲43号金运大厦B座6层
邮编: 100044
网址: <http://www.hongyuanqh.com>