

CIFCO

策略研究·月报  
有色·铜

中国国际期货·研发产品系列 2020年10月7日 星期三

## 沪铜高位震荡 静待消费指引

## 要点提示：

中期研究院

欧阳玉萍

ouyangyuping@cifco.net.cn

www.cifco.net

1、国内经济持续温和复苏。目前全球疫情尚未得到全面有效的控制，我国进出口依然存在不确定性，政策边际收紧但并未实质性转向。四季度专项债发行及财政支出均有望保持较快增长，在政策保持定力的影响下，预计国内经济有望继续复苏；

2、全球铜精矿维持偏紧格局。由于海外疫情扩散使得经济运行受阻，在建项目进程放缓，为应对收入下滑，部分矿业企业开始下调资本支出，影响了中长期的铜矿供应；

3、电网投资有望小幅加速。国家电网截至8月底完成的电网投资为51.7%。今年电网投资规模将不会呈现去年的负增长趋势，最差的情况也将是与去年持平。如果后期要完成年度持平的目标，则电网投资在后期将小幅加速；

4、铜市静待消费指引。宏观面上，目前美国大选及英国脱欧谈判仍存在较大的不确定性，加之地缘政治风险频发，后期需关注宏观事件加剧铜价波动的风险。基本面上，供给端，铜全球精矿供给近期仍维持偏紧状态，只是程度较前期有所缓解。消费端来看，多数铜加工材企业对银十的消费预期也有所降低。后期需关注国内消费复苏节奏及累库情况。如果中国消费端在10月明显好转，则铜价仍有望展开升势。总体而言，预计沪铜主力合约10月底前以区间震荡行情为主，下方支撑位50000，上方压力位53050。

## 目录

一、宏观面分析.....	3
（一）欧美疫情再度反弹 复苏前景面临挑战 .....	3
（二）国内经济持续温和复苏 .....	4
二、供给端分析.....	5
（一）全球铜精矿维持偏紧格局 .....	5
（二）中国铜精矿产量缓慢回升 .....	6
（三）国内铜冶炼企业冲量迹象明显 .....	7
（四）8月废铜进口量同比下滑 .....	8
三、需求端分析.....	8
（一）四季度电网投资有望小幅加速 .....	8
（二）后市汽车消费谨慎乐观 .....	9
（三）9月空调外销大幅增长 .....	10
四、后市展望 .....	11

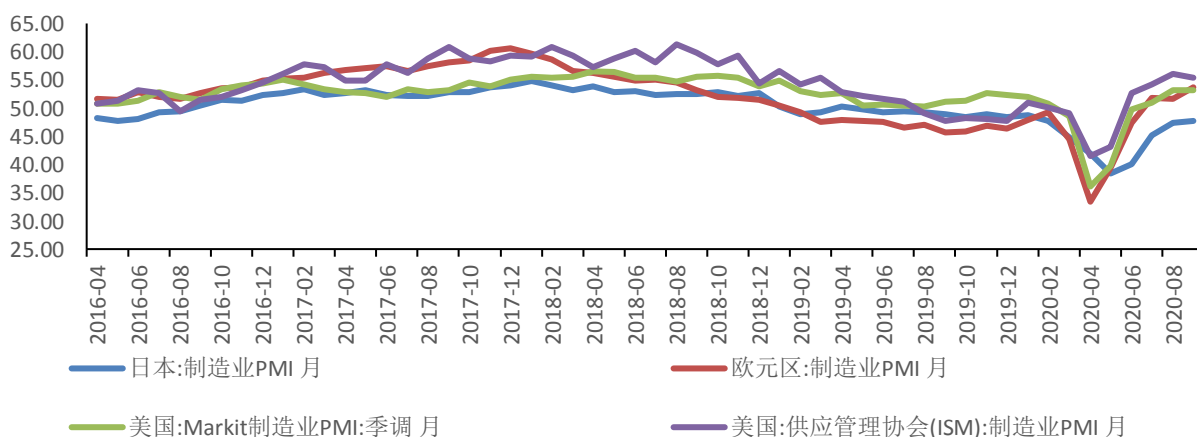
沪铜自9月以来延续震荡行情，表现较为焦灼。一方面，欧洲面临疫情二次冲击及美国新一轮经济刺激方案陷入僵局，提升了市场的避险情绪。另一方面，市场企盼的铜下游消费旺季不及预期，也压制了铜价的上行动能。

## 一、宏观面分析

### （一）欧美疫情再度反弹 复苏前景面临挑战

近期欧洲疫情二次爆发，西班牙、法国、意大利和英国反弹明显，部分国家再度开启了局部封锁措施。欧元区9月综合PMI终值以50.4创下3个月低点。其中服务业PMI终值从8月的50.5回落到48，表明卷土重来的疫情已对欧洲服务业构成重创，并抵消了制造业近两年来的最强劲增长，9月制造业PMI终值从8月的51.7升高到53.7。后期随着疫情管控措施的不断加强，欧洲经济乃至全球经贸活动复苏可能会受到一定的负面影响。

图1:欧美日制造业PMI数据



资料来源:WIND、中期研究院

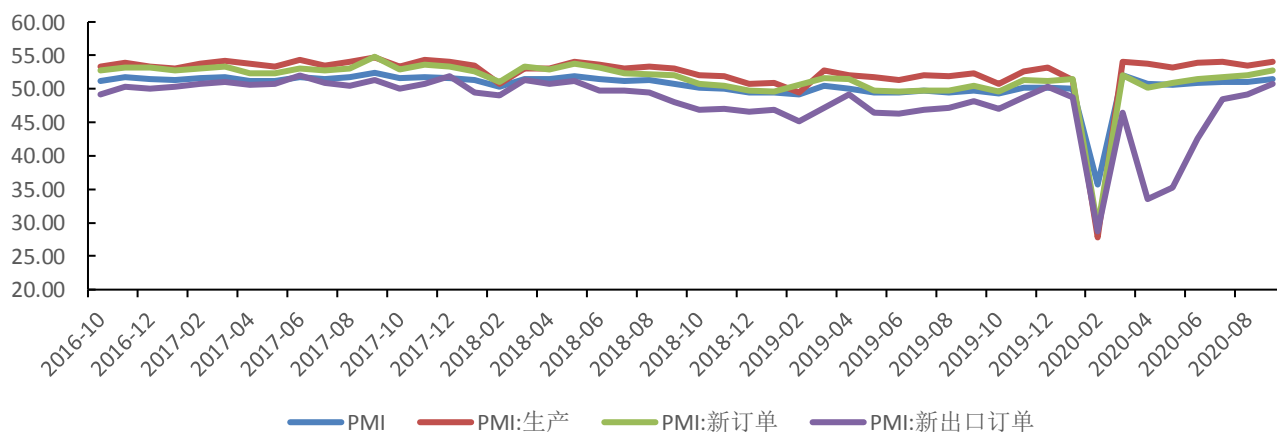
目前美国疫情仍未好转,自7月的二次反弹后,又出现第三波震荡。美国9月Markit综合PMI下跌至54.4,其中制造业PMI上升至53.2,服务业PMI则从8月的55下滑到54.6。美国制造业持续复苏,但制造业指数的上涨被服务业指数的下滑抵消,商业活动的回落拖慢了整体经济复苏的步伐。在美国疫情三次爆发的可能性增加和财政刺激政策难产的综合影响下,未来美国非制造业的复苏仍将面临阻力。一方面,新冠疫苗开发领域的政治化,降低了民众对疫苗的信任度,随着秋冬流感季节的到来,美国疫情

三次爆发的可能性提升；另一方面，目前美国两党就财政刺激谈判反复博弈造成了“财政真空”期，美国经济及就业市场的复苏均出现放缓。但整体来看，欧美经济修复的大方向仍未改变。美联储官员在 9 月会议中呼吁出台进一步的财政刺激措施，由于两党存在分歧，在大选前达成协议较为困难。

## （二）国内经济持续温和复苏

目前国内经济持续温和复苏。制造业总体需求继续改善，制造业 PMI 连续 7 个月位于扩张区间。中国 9 月官方制造业 PMI 录得 51.5，较上月上升 0.5 个百分点，主要分项指标均有所回升，但行业恢复并不均衡。9 月非制造业 PMI 录得 55.9，较上月上升 0.7 个百分点。可见中国 9 月经济活动进一步扩张。与此同时，服务业恢复的步伐有所加快。在各地促消费政策的刺激下，市场需求得到有效释放，9 月份服务业商务活动指数为 55.2%，较 8 月提升 0.9 个百分点，连续两个月上升。目前全球疫情尚未得到全面有效的控制，我国进出口依然存在不确定性，政策边际收紧但并未实质性转向。四季度专项债发行及财政支出均有望保持较快增长，在政策保持定力的影响下，预计国内经济有望继续复苏。

图2: 中国官方制造业PMI



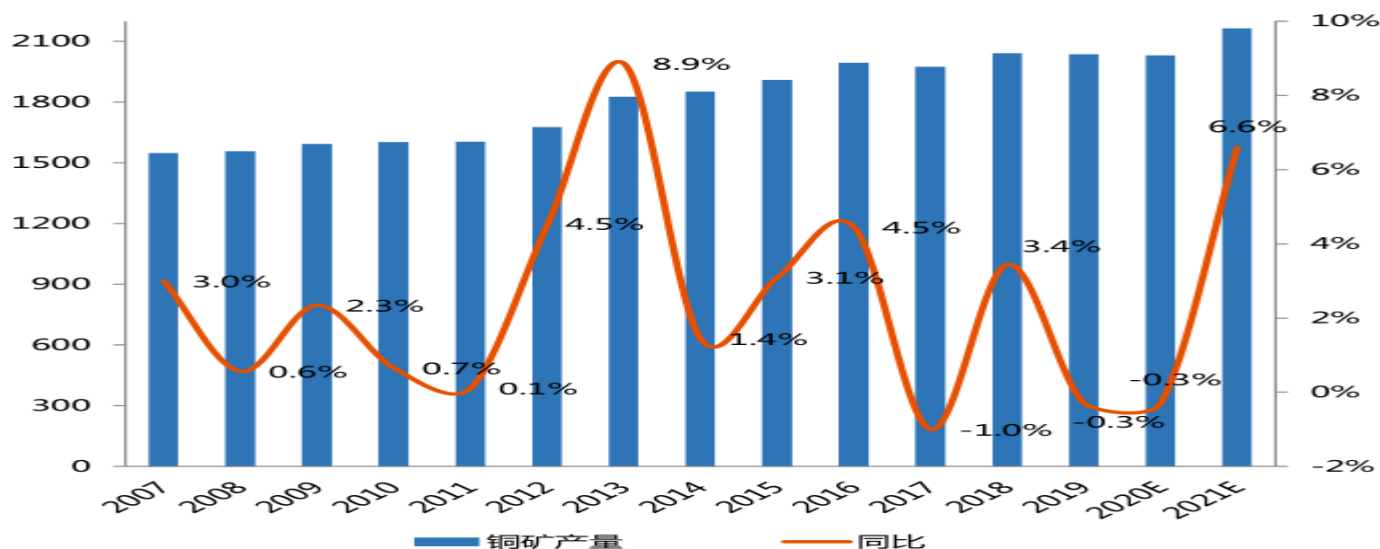
资料来源:WIND、中期研究院

## 二、供给端分析

### （一）全球铜精矿维持偏紧格局

图3:全球铜矿产量同比增速

单位: 万金属吨、%



资料来源:WIND、中期研究院

今年以来,全球主要铜矿生产国受到了新冠疫情的较大影响,在中国铜冶炼厂新扩建产能投放处于高峰阶段的背景下,这使得全球铜矿趋紧的局面更加凸显。智利、秘鲁是全球铜矿供应第一和第二大,在南美新冠疫情爆发以来,铜矿的生产、运输均受到非常大的影响,铜矿山供应的忧虑曾一度推升铜价走高。

前期智利防疫措施实施有效,疫情对在产矿山生产影响有限,智利上半年铜矿产量同比上涨 3%。步入下半年后,智利 7 月铜产量同比减少 4.6%,至 467913 吨。智利作为最大的铜矿生产国,疫情、罢工等生产干扰因素曾引发市场对铜矿供应的忧虑。目前来看,实际影响远小于市场预期,因此存在预期差的修正,且随着智利疫情逐渐缓和,智利国家铜业已恢复因疫情暂停的生产及项目,后期铜产出或将继续恢复。预计今年智利的铜产量将同比下降 1.2%至 571.8 万吨,2021 年智利铜产量预计为 582.4 万吨。

根据秘鲁能矿部数据,秘鲁上半年铜产量为 94.88 万金属吨,同比减少 20.4%,主因二季度境内矿山降低运营比率所致。随着该国矿厂恢复生产,6 月铜产量为 180792 吨,比上月增加 40.8%,不过包括嘉能可在内的部分大型矿商二季度产量明显下滑,供应整体仍然偏紧。秘鲁 7 月份的铜产量较上年同期下降 2.2%,至 19.9 万吨。步入 9 月



后,前期秘鲁社区封路问题已得到解决,秘鲁的铜矿开采也已基本从疫情的影响中恢复。

三季度结束后,海外多座矿山迎来了新一轮薪资谈判,部分矿山因矿工不满新的薪资协议,罢工风险上升。智利 Collahuasi 铜矿工会与矿山签订劳工协议,罢工得以避免。但 Escondida 铜矿罢工风险尚未解除,且 Candelaria 矿山工人已于 10 月 8 日开始罢工。目前处于南美矿山劳资谈判的高峰阶段,罢工风险对铜价构成一定支撑。

由于海外疫情扩散使得经济运行受阻,在建项目进程放缓,为应对收入下滑,部分矿业企业开始下调资本支出,影响了中长期的铜矿供应。ICSG 预测 2020 年全球铜矿产量将下降 4%或者 81 万吨,至 1965 万吨;到 2021 年铜矿产量将增加 6.7%。预计今年第四季度,全球铜精矿供需大概率将维持偏紧的状态,只是程度上会有所缓解。

就精炼铜而言,国际铜业研究组织(ICSG)在最新的月度报告中称,2020 年 6 月份全球精炼铜市场供应短缺 192,000 吨。ICSG 称,今年前 6 个月,全球精炼铜市场供应短缺 235,000 吨,去年同期为短缺 309,000 吨。6 月份全球精炼铜产量为 206 万吨,消费量为 225 万吨。全球铜冶炼产能在未来几年将继续提升,但预计增速有所下滑。

## (二) 中国铜精矿产量缓慢回升

近年来中国铜矿产量呈现稳步增长趋势,与海外铜矿相比,今年国内铜矿供应受疫情影响不大,7 月份国内铜精矿产量约 13.87 万吨,环比下降 10.16%,同比上升 0.99%。7 月起,中央环保督察组进行全国范围内的巡视工作,国内矿企为响应国家号召而放缓生产节奏,使得 7 月份国内铜矿产量有所下降。8 月份国内铜精矿产量为 14.86 万吨,环比增加 7.12%,同比增加 6.87%,主要由于中央环保督查组的的第一轮巡视工作基本结束,国内矿企恢复生产节奏。预计 2020 年国内铜矿产量增加 7 万吨左右。

目前中国仍依靠大量进口铜精矿来满足国内需求,进口铜精矿仍在中国铜精矿供给中扮演着重要的角色。从中国铜精矿的自给程度来看,已从 2010 年的 40%回落至 2019 年的 22%。2020 年 8 月铜精矿进口量 158.7 万吨,环比减少 11.5%,同比减少 12.56%。2020 年 1-8 月,铜精矿及矿砂进口量 1424.31 万吨,同比减少 0.13%。从样本港口到港情况来看,9 月份的铜精矿增加,初期预计 10 月到港量较 9 月基本维持稳定。四季度船期的标准干净矿主流成交维持在 40 美元/干吨的高位,随着 9 月中旬现货市场较为集中的成交,主流冶炼厂的最后一波四季度备货基本完成,部分北方冶炼厂可能有少量冬储备货需求。CSPT 小组于 9 月 29 日敲定四季度的铜精矿 TC/RC 地板价为 58 美元/干吨及 5.8 美分/磅,较三季度上涨 5 美元/干吨及 0.5 美分/磅,一定程度上提振了市场信心。目前主流冶炼厂开始准备明年的长单谈判,预计年底现货 TC 可能上行。

### (三) 国内铜冶炼企业冲量迹象明显

图4: 精炼铜产量情况

单位: 万吨

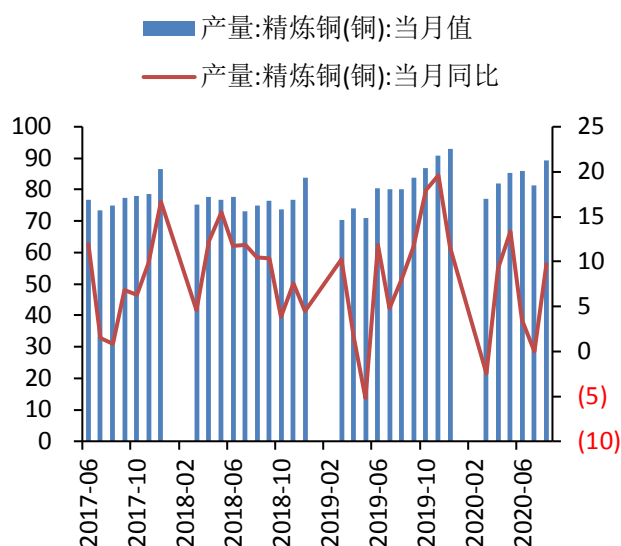
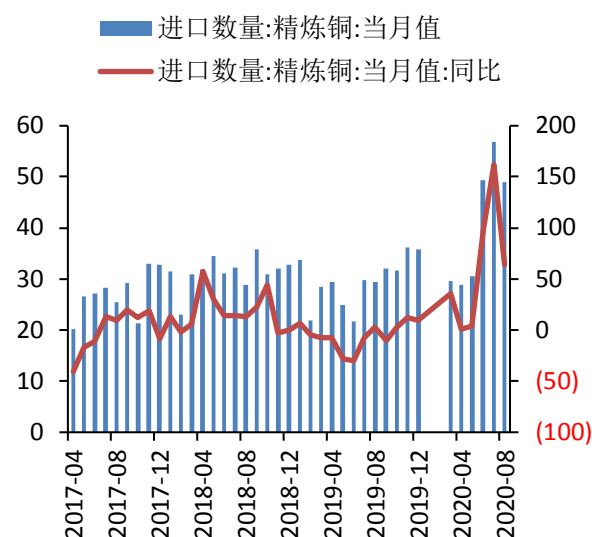


图5: 精炼铜进口情况

单位: 万吨



资料来源: WIND、中期研究院

中国8月精炼铜产量为89.4万吨，同比增长9.7%；1-8月份精炼铜(电解铜)产量同比增长4.9%至652.7万吨。从9月的生产情况来看，9月份除个别中小型铜冶炼企业外，大型企业基本没有检修计划，在铜精矿等原料供应充足的同时，市场对金九银十的消费仍抱有期待，因此铜冶炼企业产能利用率继续上升，冲量迹象明显。中国9月精炼铜产量同比增长10.3%，至90.9万吨。中国1-9月精炼铜产量同比增加5.8%至744.9万吨。10月份方圆及铜陵有检修计划，对精铜产量有一定影响，预计10月铜产量环比仍保持增长趋势，增幅收窄。2019年中国电解铜产量为894万吨，增速2.4%；2020年预计增量在16万吨附近，增速1.8%。国际铜加工协会IWCC预计2020年中国精炼铜需求可能减少2.8%至1187万吨。2021年需求预计将增加到1217.5万吨。

从精炼铜进口来看，继6月大幅增长之后，7月再度创出历史新高。不过自7月中旬开始，精炼铜进口盈利窗口已基本关闭，沪伦比值回落。随着中国冶炼厂结束检修产能，利用率逐渐恢复，中国对精炼铜进口的需求有所下降。8月精炼铜进口47万吨，环比下降15.29%，同比增59.29%。与往年相比，8月精炼铜进口量仍处在历史较高水平。一方面，同海外其他区域相比，国内消费更被市场看好，市场库存陆续转移，尤其是韩日的近洋货物较多，LM亚洲库库存一时降至历史低位；另一方面，前期受疫情影响，海外延期货源也在三季度集中到货。

## （四）8 月废铜进口量同比下滑

近年随着进口废铜政策趋严，国内废铜市场逐渐完善，进口废铜的占比从 80% 下降到 60% 左右。从政策演变来看，2017 年 8 月起“废七类”改为限制进口，2018 年底“废七类”禁止进口，2019 年 7 月起“废六类”也改为限制进口。预计到 2020 年“废六类”也将转为禁止进口。2020 年 1-8 月中国进口废铜（实物量）58.7 万吨，同比大幅减少 45.7%，累计降幅略有收窄，8 月废铜进口量为 8.1 万吨，同比下降 18.2%，环比增长 7.9%。废铜同比出现较大下滑主要是由于二季度中国从东南亚地区进口废铜受疫情影响较大，叠加欧美疫情严重地区废铜回收和出口也受到较大影响，也导致国内废铜市场货源维持偏紧趋势。此外，2020 年废铜的批文发放及再生铜新政仍值得关注。9 月 17 日固废中心公布了今年第 12 批限制进口类申请明细，此次废铜核定进口量为 136335 吨，累计核定进口量为 879475 吨。

## 三、需求端分析

### （一）四季度电网投资有望小幅加速

图6: 国内电网基本建设投资完成情况

单位：亿元、%



资料来源: WIND、中期研究院

2020 年 8 月，国家电网基本建设投资完成额累计达到 2379 亿元，累计同比上升 0.04%。从数据来看，电网的累计投资增速在年初一度累计同比下降 43.5%，但至 6 月份累计增速已转正。国家电网今年的固定资产投资目标为 4600 亿元。以此测算，国家电网截至 8 月底完成的电网投资为 51.7%。由于电线电缆在二季度存在前置消费，且交货

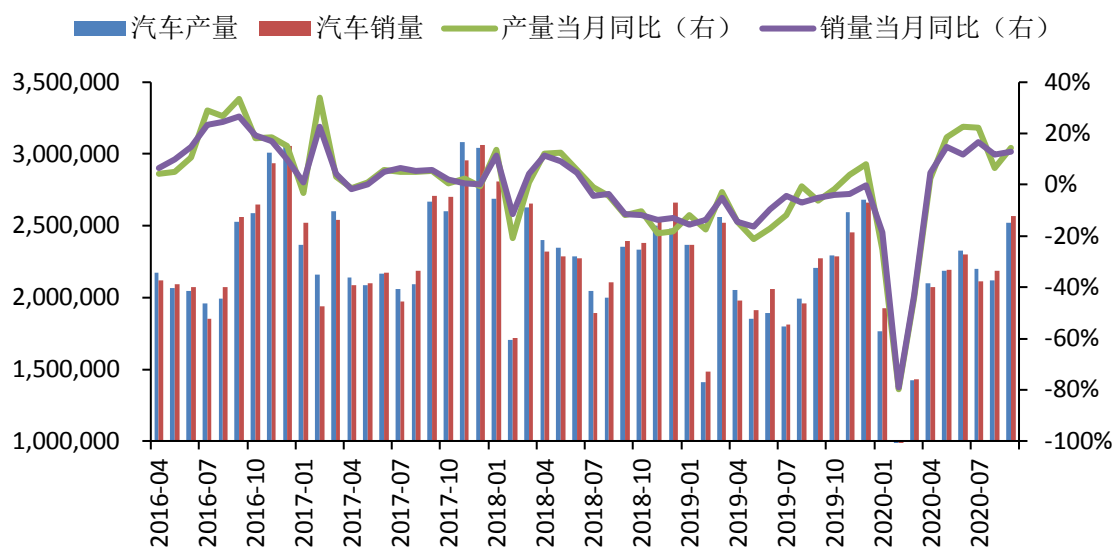


期有所延长，导致9月电力行业需求不及市场预期。今年电网投资规模将不会呈现去年的负增长趋势，最差的情况也将是与去年持平。如果后期要完成年度持平的目标，则电网投资在后期将有小幅加速。

## （二）后市汽车消费谨慎乐观

图7:国内汽车产销情况

单位：辆



资料来源:WIND、中期研究院

汽车行业经历了三年下行周期后，已处于大周期底部，上半年经历疫情冲击后，需求硬着陆触底。随着经济活动持续恢复及各项促消费政策的带动，汽车行业从二季度开启了复苏周期，景气度不断回升，汽车消费信心也逐步恢复至正常水平。

从新能源汽车的表现来看，继7月销量实现今年首次增长后，8月、9月再度增长并刷新月度历史记录。9月新能源汽车产销分别完成13.6万辆和13.8万辆，同比分别增长48.0%和67.7%。这主要得益于政府对新能源汽车消费的支持，及企业的有力举措，新能源汽车市场规模实现稳中有升。1-9月，新能源汽车产销分别完成73.8万辆和73.4万辆，同比分别下降18.7%和17.7%。

从汽车行业整体的表现来看，9月汽车产销分别达到252.4万辆和256.5万辆，环比增长19.1%和17.4%，同比增长14.1%和12.9%。1-9月，汽车产销1695.7万辆和1711.6万辆，同比下降6.7%和6.9%，降幅与1-8月相比，分别收窄2.9个百分点和2.8个百分点。9月汽车产销实现稳定增长，主要是在国内经济形势向好的大背景下，企业经营情况好转，各地促进消费的相关政策、活动及双节效应，推动了汽车市场运行情况不断改

善。尤其是9月下旬开幕的北京国际车展推动了企业新品的全面投放。值得注意的是，目前保就业稳企业的压力仍较大，国内消费信心还未完全恢复，低端产品需求的完全释放尚需一段时间；局部地区疫情突发也将对车市产生一定影响。综合来看，对后市汽车行业消费持谨慎乐观态度。

### （三）9月空调外销大幅增长

作为2020冷年结束后的首月，8月家用空调行业表现基本与去年同期持平。2020年9月家用空调总销量1019.5万台，同比增长5.0%。9月空调内销出货偏弱，内销家用空调665.6万台，同比下滑0.2%；线上、直播带货等模式深刻影响了传统的冷年开盘压货模式，部分经销商对新冷年开盘政策信心偏弱，更偏好直接通过直播提货，以低价格加快销售周转方式赚取差价；出口家用空调354万台，同比增长16.5%。北半球空调零售虽已进入旺季的尾声，但南半球逐步进入空调零售旺季。且海外二次疫情冲击，海外空调企业的产能未完全恢复，我国企业生产已步入正轨，因此海外工厂订单大幅向国内龙头厂商转移。海外经销商基于目前库存水平及明年需求预期，从国内龙头企业备货动力较为充足，9月出口订单实现快速增长。

展望四季度，空调作为典型地产后周期商品，随着地产竣工周期到来和疫情期间积压装修需求释放，行业需求有望保持景气态势。后期空调行业运行也存在一定风险。一方面，海外疫情使得需求前景仍不明朗。若疫情对海外需求的影响超出预期，则外销订单也可能面临大幅下滑的局面。如果主要的出口对象在贸易政策方面出现重大变化，也会使行业出口表现受到影响。另一方面，疫情对国内居民收入构成冲击，家电以旧换新成效将如何，空调迎来的换新潮是否会被打乱，这都存在一定变数。

图8:空调总销量9月数据同比情况

单位：万台



资料来源:WIND、中期研究院

## 四、后市展望

宏观面上，在货币和财政政策的刺激下，全球经济仍延续着逐渐复苏的态势。不过目前美国大选及英国脱欧谈判仍存在较大的不确定性，加之地缘政治风险频发，后期需关注宏观事件加剧铜价波动的风险。基本面上，供给端，疫情对铜矿干扰的高峰期已过，但铜全球精矿供给近期仍维持偏紧状态，只是程度较前期有所缓解。消费端来看，国内传统消费旺季已过半，随着市场企盼的金九落空，多数铜加工材企业对银十的消费预期也有所降低。后期需关注国内消费复苏节奏及累库情况。如果中国消费端在 10 月明显好转，则铜价仍有望展开升势。总体而言，预计沪铜主力合约 10 月底前以区间震荡行情为主，下方支撑位 50000，上方压力位 53050。

## 分析师承诺

本人(或研究团队)以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

## CIFCO 中国国际期货股份有限公司 CHINA INTERNATIONAL FUTURES CO., LTD.

	北京	深圳	香港
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层(邮编:100020)	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 15 层(邮编:518031)	香港上环干诺道西 3 号亿利商业大厦 23 层 B 室
电话:	010-65807827	0755-23818333	00852-25739399
客服:	95162	400-8888-160	
网址:	www.cifco.net		

## CIFCO 中期研究院 CIFCO Research Institute

	北京	上海
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层	上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 2003-2004 室
电话:	010-65807827	021-68401905
网址:	www.cifco.net	