

## 2020 年铜市场年报

### 核心观点

2019 年总体来说铜价波澜不惊，处于先扬后抑的趋势。宏观方面中美贸易问题成为影响今年经济的主要因素，铜价在年初的上涨于 5 月以后的阶段性下跌都与贸易问题直接相关。回顾 2019 年，全球主要经济体都经历了增长同步放缓的趋势。而中国经济表现较弱是全球进口需求疲软的主要因素，反映了中国经济对全球经济的负面溢出效应。下行幅度远远超过 2012 和 2015 年时期。供应端的收紧带动铜价有底部支撑，这是目前经济放缓背景下铜价难以下跌的主要原因。另外 TC 持续下降并维持绝对低位，印证今年铜矿供应持续偏紧的格局。而在需求端在以中国为主要铜消费国的情况下，目前国家以平稳发展为主，在宏观经济周期下行压力较大的趋势下，铜的消费很难有突出的变化。因此，需求预期是否能好转是决定铜价上方空间的重要因素。全球精铜的需求主要集中在国内，中国的消费情况直接决定了精铜市场的景气程度。结合上述分析，明年基建作为维稳经济的重要手段，可能会对需求有一定好转，将会带动铜价重心上移。

## 供应紧缩格局会继续延续

### ——2020 年铜市场年报

#### 2019 年铜价行情回顾——震荡为主



(数据来源：博易大师，锦泰期货投资咨询部)

2019 年总体来说铜价波澜不惊，处于先扬后抑的趋势。年初的价格上升主要是宏观因素带动，中美双方就贸易摩擦问题多次对外释放出了乐观因素，市场对未来经济预期好转，叠加多座矿山预期减产，支撑铜价上行，铜价重回 50000 元/吨上方。3 月以后，全球经济表现持续疲软，尽管秘鲁铜矿封锁、刚果颁布出口禁令等供给端扰动对铜价有支撑作用，但依旧难抵消费弱势。5 月份贸易紧张局势不断升级，美元指数居高不下，铜价持续承压下行，年中跌至年内最低点 45640 元/吨。在 2019 下半年，下方受基本面供应紧张在 46000 元/吨强力支撑，而上方受制于需求疲软，因而铜价在年尾处于 46000-48000 元/吨区间内窄幅震荡。年终，受中美

贸易利好消息小幅上扬，重回 49000 元/吨左右。

## 宏观分析——宏观情绪主导铜价波动



(数据来源：网络公开资料)

### 1. 中美贸易谈判进展是影响今年宏观经济的主线

中美贸易问题从 2018 年起就是全球宏观关注的焦点。2019 年中美贸易问题更是波澜不断。在第一季度中美贸易关系似乎显著缓和，不断对外释放缓和信号。然而在 5 月初，特朗普政府突然宣布对 2000 亿美元商品加征关税自 10%上调至 25%；7 月双方进行谈判；8 月美方再次对 3000 亿美元商品加征 10%关税，中美贸易关系再度紧张；10 月，中美重启第十三轮磋商并宣布达成阶段性协议意向，双方保持积极沟通，同意就第一阶段协议磋商的剩余事项保持沟通；12 月，中美贸易谈判协议第一阶段达成，铜价上行。这也使得中美贸易问题成为影响今年经济的主要因素，铜价在年初的上涨于 5 月以后的阶段性下跌都与贸易问题直接相关。

## 2. 全球经济处于衰退趋势

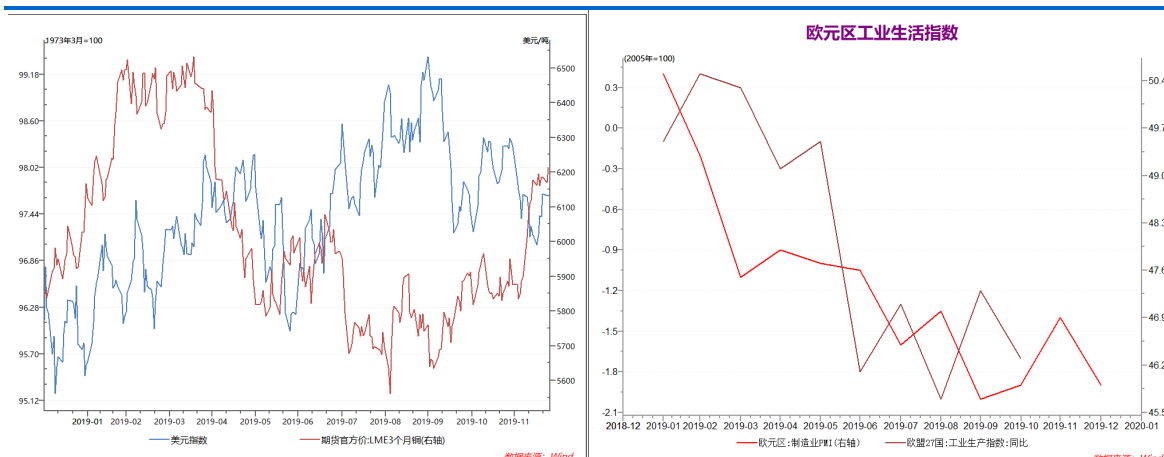
回顾 2019 年，全球主要经济体经历了增长同步放缓的趋势。根据 IMF 预测，全球经济 2019 年增速将自 2017 年的 3.8% 显著下滑至 3%，为 2008 年最差，也低于欧债危机时全球 3.5% 的增速，其中主要的原因是贸易争端、中国需求下滑、汽车产能收缩等全球制造业的衰退。从 2019 年来看中国经济表现较弱是全球进口需求疲软的主要因素，反映了中国经济对全球经济的负面溢出效应，尤其在汽车产销领域，下行幅度远远超过 2012 和 2015 年时期。



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

## 3. 美元指数维持高位压制铜价

美元指数与铜价具有较高的负相关性，主要原因在于大宗商品是以美元计价的商品，如果美元指数上涨，为了达到其他货币的市场的盈亏平衡价格，以美元计价的铜价就相应的有所降低。2019 年美元指数基本维持在高位，而铜价普遍位于低位。今年美国整体经济情况比其他经济体相对较好，年内美联储几次降息，但均为预防式降息。美元指数仍在相对较高位置，对铜价形成明显压力。



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

#### 4. 2020 年：宏观格局还是要看中美贸易摩擦问题

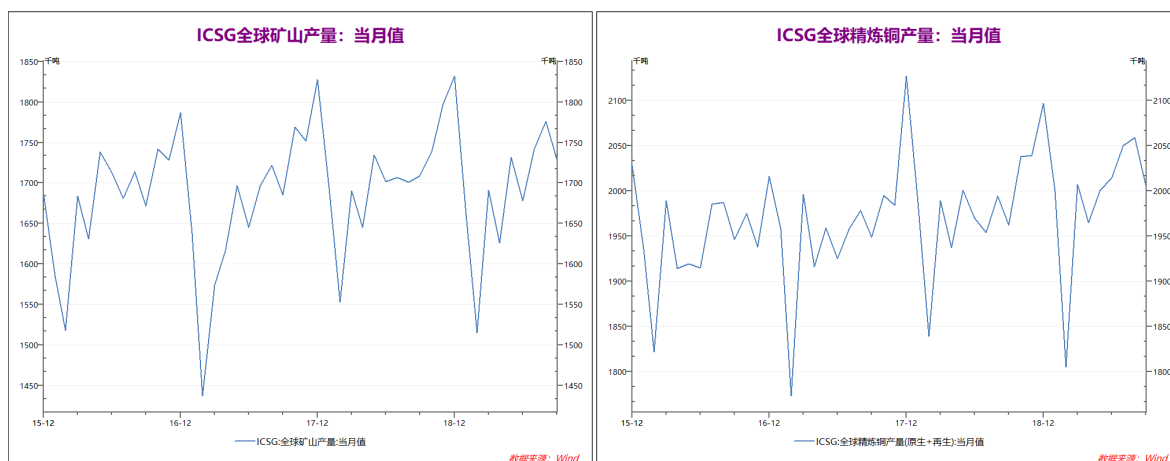
2019 年全球主要国家经济下行，在低增长、低通胀下多国开启新一轮宽松周期。展望 2020 年，贸易摩擦问题仍是关键问题，目前多国的货币政策宽松趋势不会改变，但在空间与其效果上可能不如往年。我们认为在 2020 年为了维稳经济发展，贸易问题可能会继续缓和，各国财政与货币政策推出会使经济弱势企稳，总体保持相对平稳，但难以进入平稳上行周期。2020 年也是美国总统大选年，这势必影响美国经济增长。另外美国在今年年底的新一轮宽松能否起到有效作用有待观察。

另一方面，中国的经济下行压力仍将延续，而国内的逆周期政策也必将维稳经济发展，首先，2020 年全球需求预计将进一步放缓，中国作为世界主要出口国家，其需求压力增加，再叠加中美贸易谈判对进出口产生的影响，外需与内需的疲软对经济产生较大压力；其次，今年房地产严控政策实行，就失去了此强力“经济发动机”的带动作用，地产投资难以以高增速拉动经济，同时汽车产业处在周期底部，短期内制造业还无法看见明显拐点驱动。另外，猪肉价格导致的 CPI 高增长限制了货币政策的空间，

预计 GDP 也会维持在 6% 上下。这对于铜价上行存在明显的压力。在当前库存已接近周期底部的情况下，结合历史周期有望见底，反弹后的补库周期对制造业有一定带动作用。总体而言，在经济维持稳定的情形下，铜价难以出现较大的下行，基本以震荡上行为主。

## 基本面分析——供应疲弱支撑铜价底部

### 1. 供需分析



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

2019 年以来，供应端的收紧带动铜价有底部支撑，这是目前经济放缓背景下铜价难以下跌的主要原因。2019 上半年的产量同比 2018 下降 12.17%。根据 ICSG 数据显示，2018 年全年，全球铜矿产量累积 2050 万吨，同比小幅增长 2.2%。铜矿的偏紧格局在一定时间内难以改变。

### 2. 2019 年矿端事件梳理

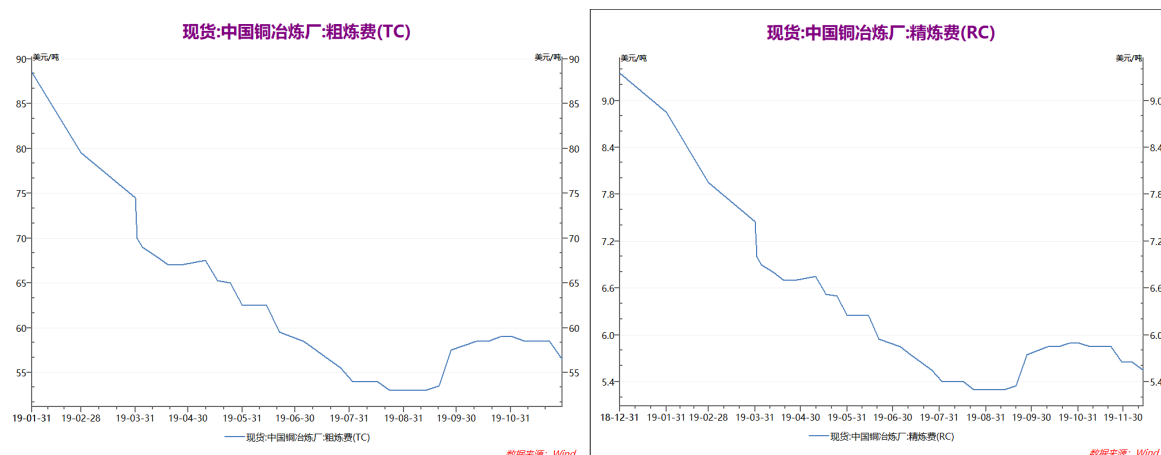


时间	公司	矿山	事件
2019.1	波兰铜业	KGHM Rudna	4.8级地震
2019.2	智利国铜	Chuquicamata、Salvador	矿山冶炼厂延迟至3月开启
2019.2	五矿资源	Las Bambas	秘鲁封锁铜矿运输道路
2019.2	嘉能可	Mutanda	计划削减产量
2019.3	五矿资源	Las Bambas	公告铜矿运输道路被封锁1个月矿产削减产量
2019.6	智利国铜	Chuquicamata	工会因劳资合同罢工2周
2019.7	嘉能可	Mutanda	塌方，41名矿工死亡
2019.8	自由港、五矿、嘉能可	Cerro Verde、Las Bambas、Antapaccay	秘鲁环保组织反对批准南方铜业Tia Maria项目，封锁马塔拉尼港
2019.9	五矿资源	Las Bambas	距矿山50-250公里多处堵路，进出矿山道路受阻
2019.10	安托法加斯塔	Los Pelambres	因劳资合同问题发生罢工
2019.10	安托法加斯塔	Antucoya	因劳资合同问题发生罢工
2019.10	加拿大矿业公司	Carmen de Andacollo	因劳资合同问题发生罢工
2019.10	智利国铜、安托法加斯塔、英美资源	多家矿山	智利全国性罢工
2019.11	多家公司	智利9个矿山、8个港口	支持抗议活动罢工

(数据来源：网络公开资料)

今年矿端事件频发进一步加剧了铜矿供应偏紧的格局，尤其是10月底开始，智利骚乱扰动，多家位于智利的矿山进行罢工，智利的APEC会议也因骚乱取消。矿端扰动事件对铜矿产量会产生一定影响，对铜价形成支撑，预计今年因罢工等事件导致的铜矿产量缩减在30万吨以上，这也是今年下半年经济表现弱勢的背景下铜价仍然保持震荡的重要因素。

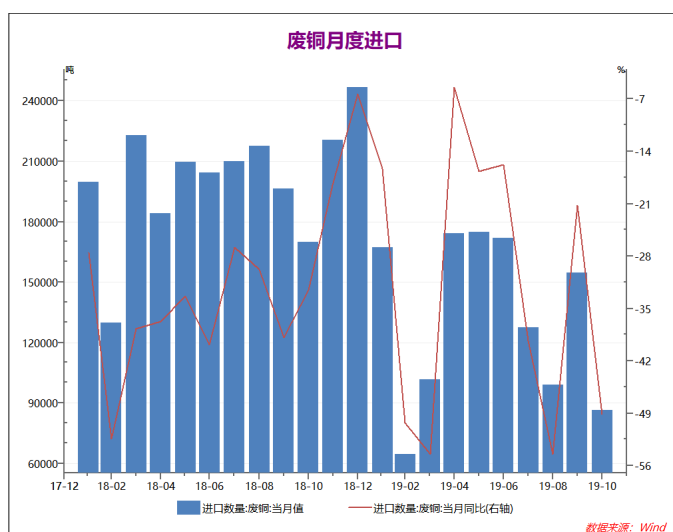
### 3.精炼费粗炼费——持续下跌



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

2019 年国内新建冶炼产能 108 万吨, 目前高冶炼产能导致了冶炼产能过剩, 加工费维持低位, 导致了今年冶炼厂检修同样较多的现象。2019 年 TC 持续下降并维持绝对低位, 印证今年铜矿供应持续偏紧的格局。另外, 低 TC 下冶炼厂生产积极性较低, 也有大量冶炼企业用此机会进行检修, 冶炼厂产能利用率在二三季度处在较低位置。今年下半年 TC 维持低位震荡, 主流成交在 60 美元/吨以下, 年底 Freeport 与江铜、铜陵、中铜确定了 2020 年 TC 长单价格为 62 美元/吨, 为 2012 年以来的新低点。低 TC 长单说明了预计在明年铜矿供应偏紧, 冶炼产能依旧过剩矿端占据主导地位。再看明年的供应平衡, 产能过剩的现象依旧存在, 相比于今年的大幅过剩, 明年矿端供应增量有所恢复, 但将继续过剩 52.6 万吨的冶炼产能, 这一情况可能需要等到 2021 年才有所缓解。

#### 4.废铜——供应持续收缩, 对精铜价格影响趋弱

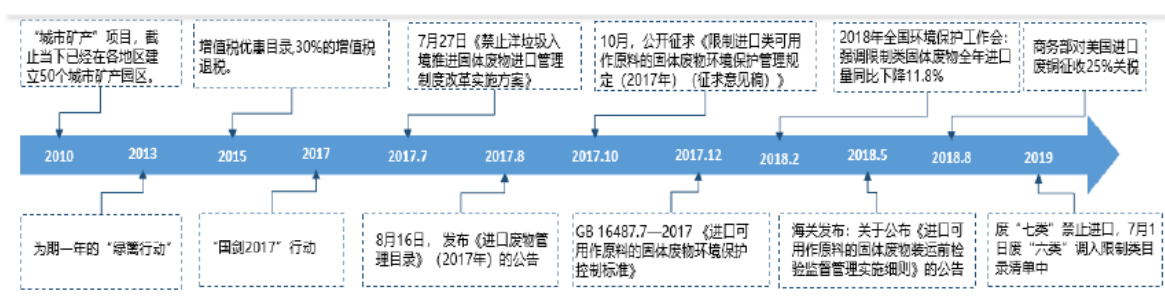


(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

国内废铜供应主要受政策影响, 特别是今年下半年受进口批文影响,

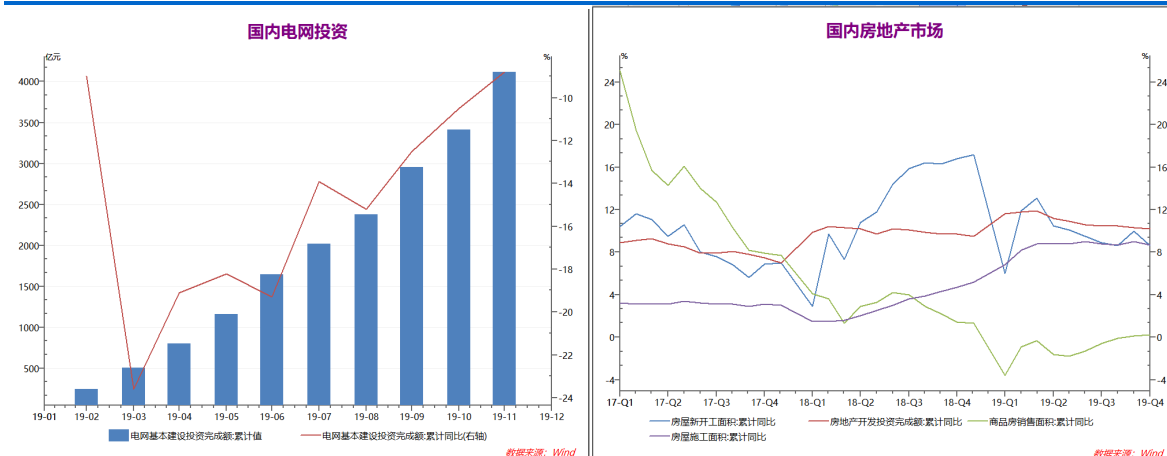


废铜进口大幅缩减，同比降幅再超 30%，即使今年废铜进口平均品位再次提高至 80%，根据 SMM 推测，预计今年进口废铜金属量同比将减少 27 万金属吨。废铜供应的缩紧并没有对今年铜价产生过多的影响，主要有两方面的原因：一方面，废铜的需求也处于疲软状态，利废企业经营困难，其自身供需矛盾并不突出；另一方面，在 2018 年精铜已经挤占了相当一部分废铜消费，废铜消费本就处于较低状态，今年废铜进口再次大量收缩，而国内自身废铜供应，由于产品生命周期未到，且国内相关废铜回收体系并不完善等影响，短期来看还能以形成规模效应，因此废铜对精铜的价格影响日趋疲弱。2020 年第一批限制类进口固废批文在 2019 年年底已经公布，共涉及废铜批文总量为 270885 吨，按照 2019 年进口废铜平均品位 80% 测算，约合金属量 21.7 万吨。此次批文为 2020 年一季度第一批废铜批文。2019 年一季度共进口废铜 36.5 万实物吨，约 28 万金属吨，若考虑到 2020 年一季度仍有其他地区批文发放，一季度批文总量较为充足。



（数据来源：网络公开资料）

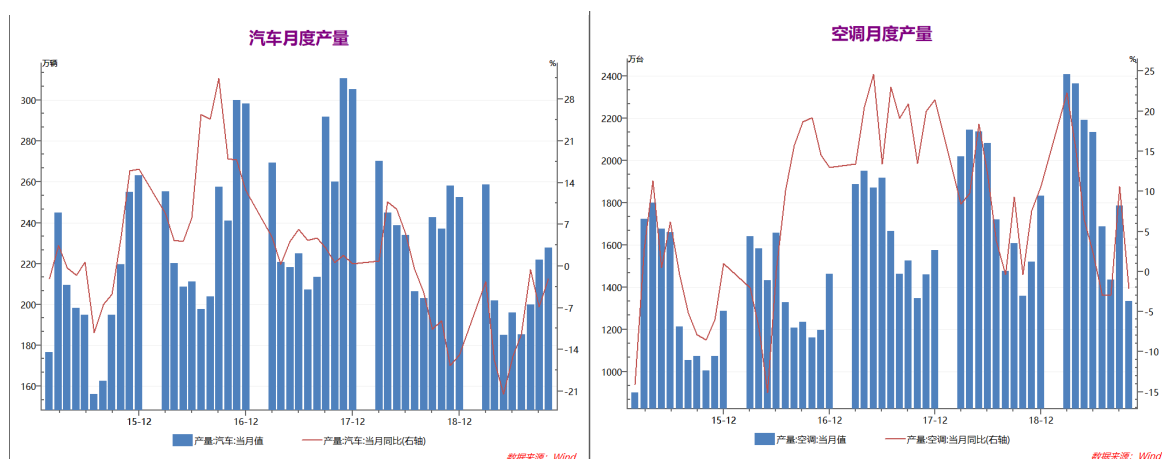
## 5. 终端消费——需求疲软压制铜价上行



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

2018 年电网基本建设投资完成额 5373 亿元, 今年的计划投资有 5% 的增长, 但截至今年 10 月, 电网基本建设投资完成额 3415 亿元, 只完成计划额度 60.5%。从往年的电网消费季节性来看, 电网的集中投资建设集中在第四季度, 但就目前消费情况来看现货成交仍然清淡, 电力产业能否完成计划投资额存疑, 今年电网投资预期恐要落空。

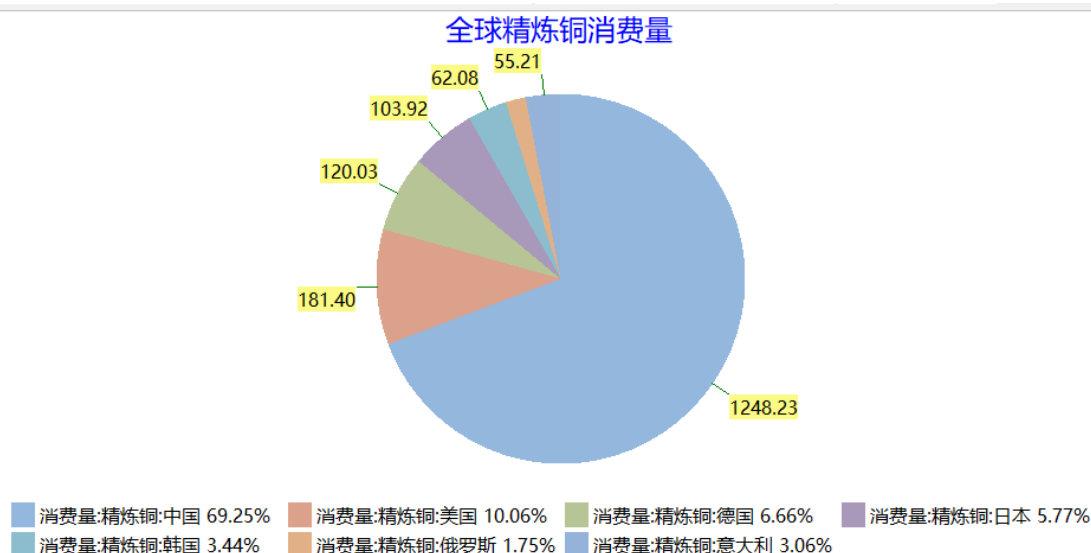
2019 年全年汽车产销均处于同比下降中, 2019 年 10 月国内汽车产量 230 万辆, 较去年 10 月同比下降 2.1%; 销量 228 万辆, 同比下降 11%。虽然 9 月在消费提振政策下, 汽车产销大幅下降的情况有一定好转, 但同比负增长的情况仍未扭转, 近两个月依旧保持消费弱势, 预计四季度在政策推动下汽车产销还会有一定好转, 但弱势难改。



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

2019 年以来, 房屋新开工面积与施工面积同比仍有增长, 但房地产销售疲软, 导致工期延长, 上半年房屋竣工面积累计同比维持在-10%以下, 但随着延后工期的房屋逐渐竣工, 第四季度起房屋竣工面积有所回升, 房屋销售面积累计同比也由负转至同比不变水平。总体来看, 当前房地产市场在政府严格调控中, 竣工的同比负增长不利于铜的消费, 年内铜消费在房地产领域处在弱势。

从年内空调产量数据来看, 截止今年 10 月, 空调累计产量 18331.7 万台, 相较于去年 1-10 月 17175 万台同比上升 6.2%, 但从年内来看, 今年家电产量的增长归功于第一季度的大幅提产, 而在年内的第三第四季度, 累计同比增幅下滑, 主要由于夏季来临空调需求增加, 库存压力有一定减少, 9 月传统消费旺季配合逆周期政策有一定好转。



数据来源: Wind

(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

总体来看, 在以中国为主要铜消费国的情况下, 目前国家以平稳发展为主, 在宏观经济周期下行压力较大的趋势下铜的消费方面很难有突出的

变化。可以来处终端企业的消费也受到较大影响，且互有相关。房地产市场走弱不利于家电行业消费，且家电行业面临的高库存问题会对生产积极性有一定打击。无论是电网、汽车、房地产行业，都出现了增速下滑甚至同比负增长。但值得注意的是，即使下游消费如此疲软，铜价重心仍然保持，铜矿供应疲弱对铜价下方形成强烈支撑。

对于 2020 年，在 2019 年年末基建已有企稳态势，作为十三五规划的收官之年，基建必将成为重要抓手。2019 年 12 月的中央政治局会议中，再次把加强基础设施建设作为 2020 年加快现代化经济体系建设的重要部分。尤其是当前经济下行压力下，逆周期调节政策加码，基建有望迎来上行。在电网建设方面，2019 年年底国家电网发布《关于进一步严格控制投资的通知》，主要目的在于对无效投资的杜绝，会对后续电网投资产生一定的抑制作用。2020 年电网投资可能继续会表现平平，但对铜价的影响程度预计不大。

## 总结与展望

通过上文分析，结合铜自身基本面来看，我们认为铜矿供应紧缩格局会继续延续，好转幅度有限，低库存下铜价下方支撑强劲。对明年的铜矿供应梳理发现，明年铜矿供应有所好转，预计有 37.4 万吨的增量，但仍在紧缺格局之中，若再叠加明年矿端事件等不确定性因素，整体供应增量受限。铜价下方空间较小，供应托底铜价。明年长单 TC 商议在 62 美元/吨，也进一步说明了铜矿供应不足而冶炼产能过剩的情况。目前全球显性库存也在历史低位，这与工业品库存周期底部一致，在库存周期的条件下，

预计明年库存难以继续下滑，以补库为主。这也是支撑铜价的一个重要因素。因此，需求预期是否能好转是决定铜价上方空间的重要因素。全球精铜的需求主要集中在国内，中国的消费情况直接决定了精铜市场的景气程度。结合上述分析，明年基建作为维稳经济的重要手段，可能会对需求有一定好转，将会带动铜价重心上移。

## ■ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，锦泰期货研发部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经锦泰期货研发部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。