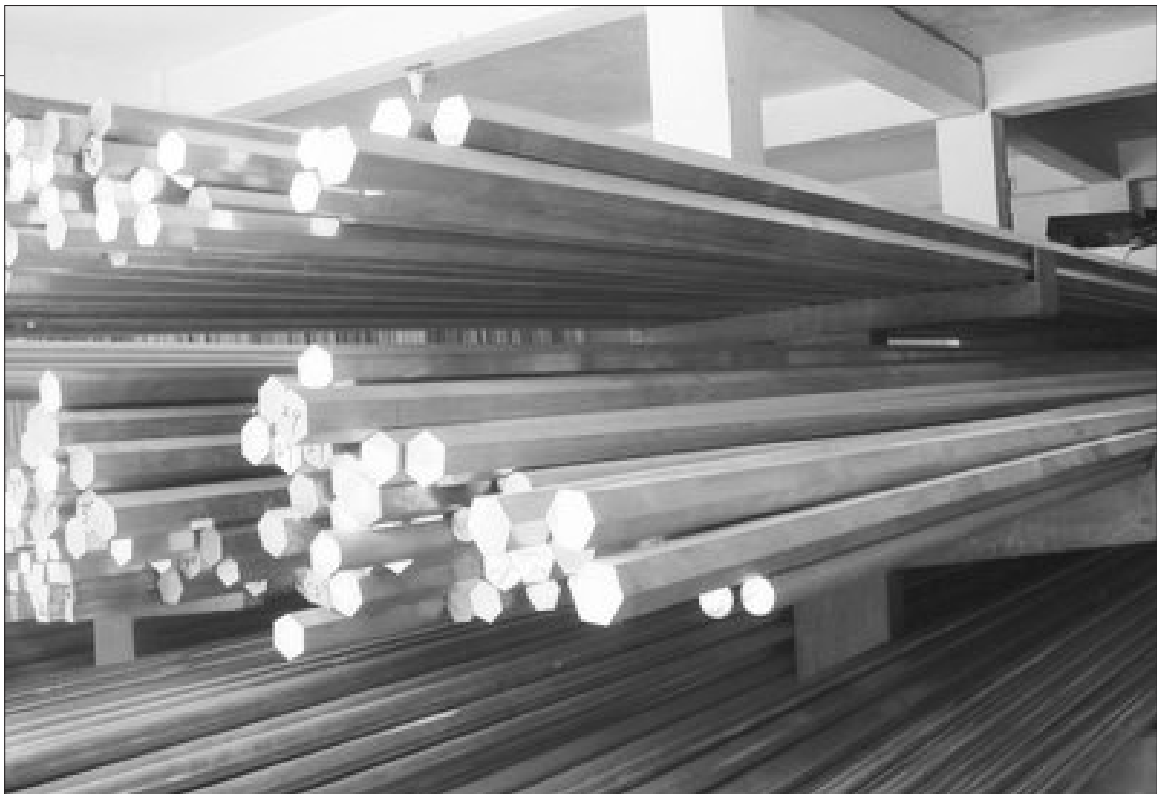


供应偏紧

## 沪铜 调整空间不大

■ 范芮

一季度铜价振荡走高。1月持续围绕8000美元/吨窄幅振荡;2月涨势启动,内外盘相互作用,铜价推涨速度加快,涨幅高达21.55%,2月末开始铜价涨幅受抑,铜价快速回调后横盘整理,振荡幅度逐渐收窄。

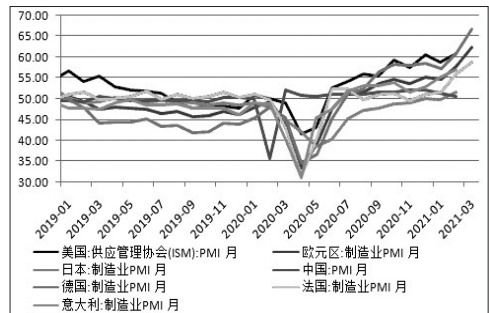


## A 经济持续回暖 通胀忧虑渐起

一季度全球宏观面有所变化,从前期的市场一致预期全球经济将回暖,到3月逐渐升温的通胀忧虑,以及由此带来的货币政策转向预期,宏观氛围的微妙变化对资本市场产生了明显影响。

2月,美国制造业PMI再次突破60,且自去年6月以来持续位于荣枯线以上,制造业PMI中枢有所抬升。3月,欧元区制造业PMI首次突破60,其中德国制造业恢复最快,PMI更是高达66.6,均创有数据以来的最高水平。

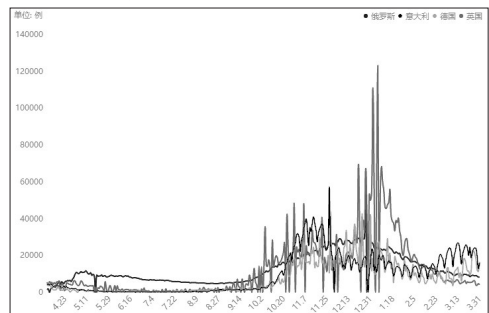
不过,随着美国1.9万亿美元的新冠纾困救助法案落地,引发市场对于通胀以及全球货币政策转向的担忧。5年期、10年期美债收益率均出现不同程度的攀升,市场对于美联储更早加息的预期升温。此外,英国的10年期盈亏平衡通胀率也升至2008年以来的最高水平,股市和债市出现跷跷板现象,全球目光聚焦于货币政策。美联储3月议息会议表示将保持近零利率和每月购债规模不变,上调今明两年GDP增速预期和三年内PCE通胀预期。点阵图显示,多数官员仍预计未来两年不会加息,鲍威尔也重申美联储强烈承诺将实现通胀和就业目标。



图为全球主要国家PMI对比

进入二季度,全球市场对于通胀的忧虑并未消退,但美联储的态度无疑是一颗“定心丸”。美联储对于就业和通胀目标的持续关注令二季度全球主要经济体货币政策转向的风险不大,但由于长期对于通胀的担忧情绪仍在,且欧洲疫情再次卷土重来,美国相对欧洲的经济复苏优势将进一步得到强化,美元有望在二季度不断走高,进而对铜价带来一定影响。

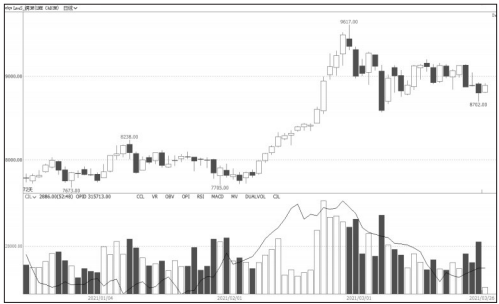
另一方面,全球新冠肺炎新增确诊病例自1月初开始见顶回落,此前疫情极其严重的美国单日新增确诊人数从去年12月末的最高35.6万人大幅回落至6万人左右。欧洲各主要国家的单日新增确诊人数也从1月初缓慢回落。其中,英国确诊人数回落最为明显,从峰值的单日新增12万人回落至目前的单日新增1万人左右。俄罗斯也出现明显好转。虽然意大利和德国自3月初再度出现感染人数攀升态势,但包括德国、意大利、法国等在内的多个欧洲国家再度宣布延长封锁措施。同时,疫苗接种进度也在加快。目前欧洲股市整体较为稳定,3月先行指标PMI为60以上,疫情对经济和市场情绪的利空影响并不显著。



图为欧洲多国新冠肺炎新增确诊病例(单位:例)

## B 国内炼厂集中检修

一季度铜矿供应出现了一些问题。1月末智利北部港口风浪大增,除Antofagasta港口正常运作外,其余四个港口均难实现大型船只靠岸进行铜精矿装载作业,铜精矿出口出现大面积推迟现象,造成铜精矿供货紧张。此外,抗议者封锁秘鲁的Las Bambas矿,并进行了为期三周的路障抗议,对秘鲁的铜精矿产量也带来了较大的影响。据了解,国内进口铜精矿加工费在一季度回落幅度高达32%,SMM报出的3月26日当周的进口铜精矿加工费仅有31.9美元/吨,对冶炼环节构成了较大的压力。

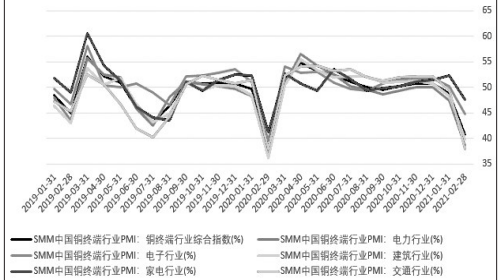


图为伦敦铜一季度走势(单位:美元/吨)

南美主要港口海运条件恢复正常后,延期发货的铜精矿将在二季度陆续到港。秘鲁在2月解除封锁后,运输条件进一步恢复也有助于矿区铜精矿的运输,矿区积压的矿石以及由于船期造成的未按时发货及到港的铜精矿将有望在二季度集中运抵国内。不过,智利政府决定从4月5日至5月1日关闭智利边境,仅出于紧急、人道主义原因或医疗目的才允许国际运输,从而影响铜精矿供应。

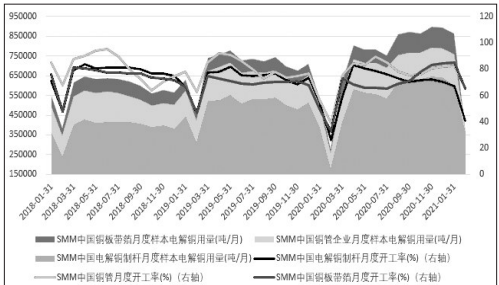
## C 需求旺季效用弱化

二季度是铜的传统终端行业消费旺季,不过一季度铜价大涨令下游的原料成本快速上涨,旺季效应恐将有所弱化,且预计消费启动的时间有所延后。



图为铜终端需求行业PMI变化(单位:%)

1月国内电线电缆企业开工率回落至74.82%,主要是受北方地区出现疫情影响。河北省邢台市、石家庄市为此次疫情的高风险地区,而邢台市宁晋县是北方最大的电线电缆生产基地。2月中旬国内又迎来春节假期,线缆生产进一步放缓。春节假期过后,铜价快速飙升,受此影响,下游开工率减至41.91%。



图为铜材环节开工情况(单位:吨/月、%)

一季度,国内精废价差呈现先扬后抑走势。电解铜和光亮铜含税价差中枢明显跳升,2月中下旬最高接近4000元/吨。整个一季度的平均精废价差约在2500元/吨,远高于往年水平。精废价差之所以扩大,一方面与精铜价格快速上涨有关,另一方面说明废铜供应仍然不够充裕,致使大量废铜需求流入精铜,进一步推高了精废价差,直到2月末铜价开始回调后,精废价差才随即收窄。



图为精废价差变动(单位:元/吨)

从国内进口废铜情况来看,自去年11月废铜进口新规实施后,国内废铜进口量整体提升较为明显,除今年2月受国内春节假期影响同比小幅增长35%外,去年12月和今年1月分别有63%和85.5%以上的同比涨幅,可见废铜进口量正在逐渐恢复。从目前国内废铜进口情况来看,自美国进口的废铜已经持续6个月维持在正常水平,且国内进口的美国产废铜自今年1月起有增加趋势;日本和马来西亚的废铜进口量虽然较去年年末的每月2万余吨略有回落,但已经连续4个月维持在较高水平;欧洲废铜进口量虽然有所回落,但往常进口量并不是很

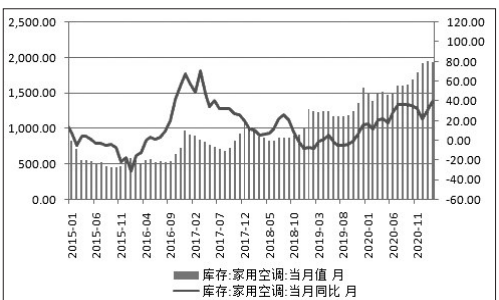
大,因此欧洲疫情对于废铜供应的影响力度预计有限。综合来看,二季度废铜进口量预计将有所增加。

虽然国内进口铜精矿加工费跌至30美元/吨附近的低位给冶炼厂的生产经营带来了较大的压力,但一季度国内冶炼厂的生产并未受到太大影响,SMM给出的中国铜冶炼厂1月、2月开工率分别在87.52%和90.34%的较高水平。且1月开工率下滑与冶炼厂的计划检修有关,一季度仅有西南铜业、中铜东南铜业以及大冶有色合计130万吨的冶炼产能检修,对1月精炼铜产量产生明显影响,笔者推算实际影响产量约8.4万吨。



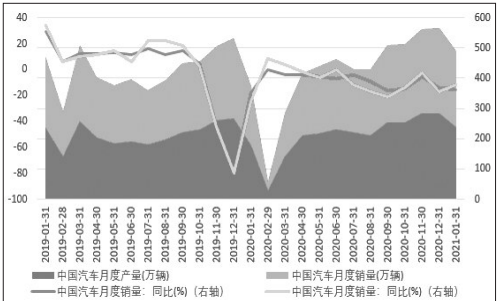
图为国内冶炼厂年度长单加工费走势(单位:美元/吨)

据了解,二季度国内冶炼厂将有集中大修,检修期从4月一直延续至6月。其中,5月检修产能估算在200万吨以上,远强于一季度冶炼厂的检修力度。二季度是铜的终端需求行业季节性回暖时期,基建、地产新开工等环节用铜需求会出现季节性回升,因此国内冶炼环节集中检修将对二季度的铜价带来一定支撑。



图为国内空调库存变化(单位:万台、%)

1月末,国内汽车库存量为95.3万辆,库存压力不大,汽车行业已经走出前两年的“寒冬”,汽车产销量基本同步匹配。正常情况下,3月汽车行业生产开始回落,汽车环节用铜需求将有所减弱。



图为国内汽车产销情况(单位:万辆、%)

综上所述,由于二季度冶炼厂集中检修力度较大,且持续时间较长,精炼铜供应端支撑将会强化。另一方面,国内用铜需求会有所减弱。在此情况下,沪铜调整空间不大。

(作者单位:国元期货)