

供求阶段性平衡，期待四季度需求回归 ——2021下半年有色金属篇

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2021. 6. 25

品种：铜

美元结束弱势，关注下游补库

——2021年下半年铜投资策略展望

- 主要驱动因素：美联储货币政策可能转向，美元结束弱势。精矿供应没有出现明显改善迹象，延续紧张状态，国内需求弱于去年同期，关注四季度下游补库。
- 供求角度：预计2021年下半年精矿供应总体延续紧张状态，关注南美疫情和疫苗接种对矿产量的影响。下半年国内需求将总体稳定，但增速可能低于去年。在价格回落和下游降库后，四季度下游存在重启补库的可能。
- 预计价格主要运行区间：LME铜8000-11000美元，上期所铜60000-80000元。

国内铜价走势回顾

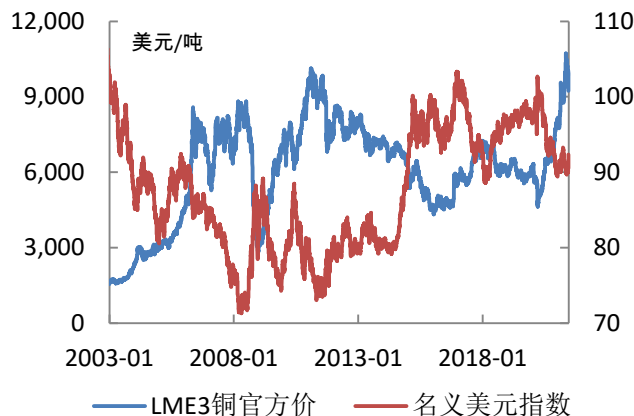


■ 铜价走势总结：去年国内新冠疫情爆发后，恐慌情绪导致铜价创出3年多的低点。随着国内疫情得到有效控制，国内下游需求迅速恢复，在国储收储和美元走弱的助力下，铜价强劲回升。由于南美因疫情影响，导致矿产量下降，全球精矿供应紧张，精矿加工费持续缩窄，铜价出现第二轮上涨。今年春节前后，由于智利运输问题使得精矿供应更加紧张，并导致全球铜冶炼开工率下降，叠加美国通过经济刺激政策，铜价出现第三轮上涨。二季度由于需求疲弱、库存回升和国储抛储，使得铜价阶段性回落。

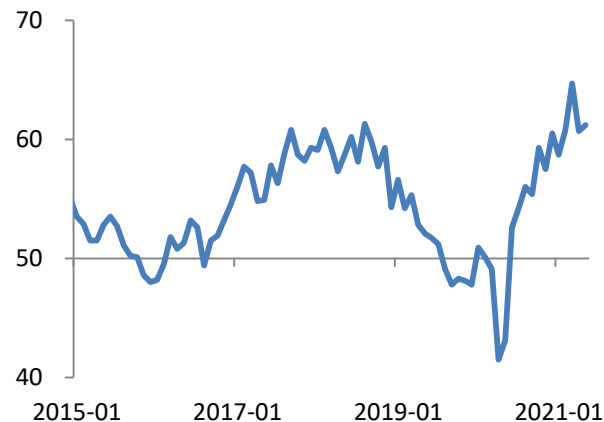
美联储货币政策可能转向

- 最新美联储议息会议暗示，预计2023 年底将开始加息，较 3 月会议时预期提早。
- 随着疫苗接种计划的加速推进以及大规模财政刺激方案的落地，美国经济前景似乎越来越向好。美国5月失业率从6.1%下降到5.8%。制造业指数明显回升。
- 因美元与铜价的负相关性，美元结束疲弱走势将使得铜价失去一个强有力的支撑。

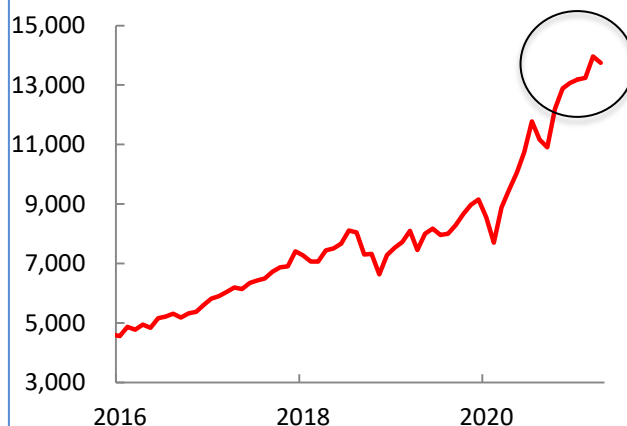
美元指数与铜价（美元/吨）



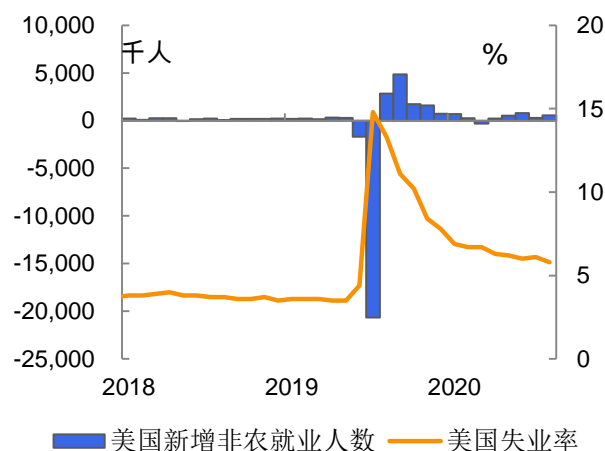
美国采购经理人指数（PMI）



美国纳斯达克综合指数



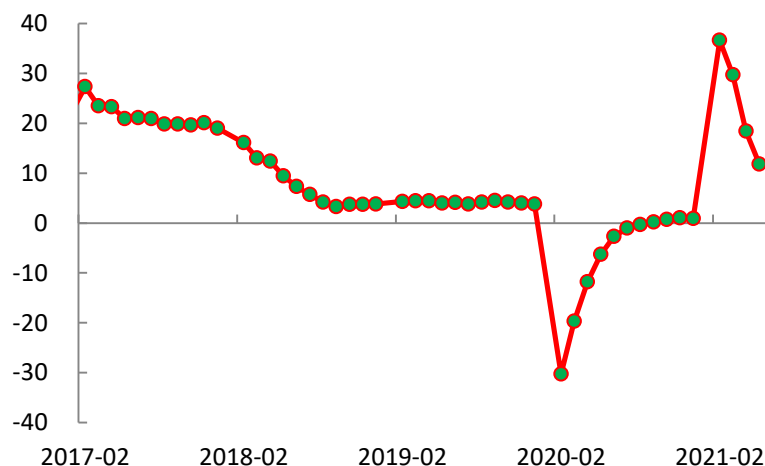
美国非农就业人数与失业率



国内基建延续增长，人民币汇率可能结束持续升值

- 因去年基数较低，今年前五个月国内基建较去年同比增加11.8%，较前年同期增加11%，相当于恢复到往年5%左右的正常水平。
- 今年前4个月与铜关联密切的电力投资延续正增长，但增速明显回落。电源同比增加25%，低于去年同期的45.7%；电网与去年同比增加27.2%，与前年同期相比增加6%。
- 因美元前期持续走低以及国内经济率先企稳向好，人民币汇率由去年5月份的7.20持续升值至今年5月底的6.36，升幅近12%。
- 在预期美联储货币政策转向的情况下，美元将可能走强，今年人民币汇率有望结束持续升值的趋势，也将结束给国内商品价格带来压力。

中国基建投资累计同比（不含电力%）



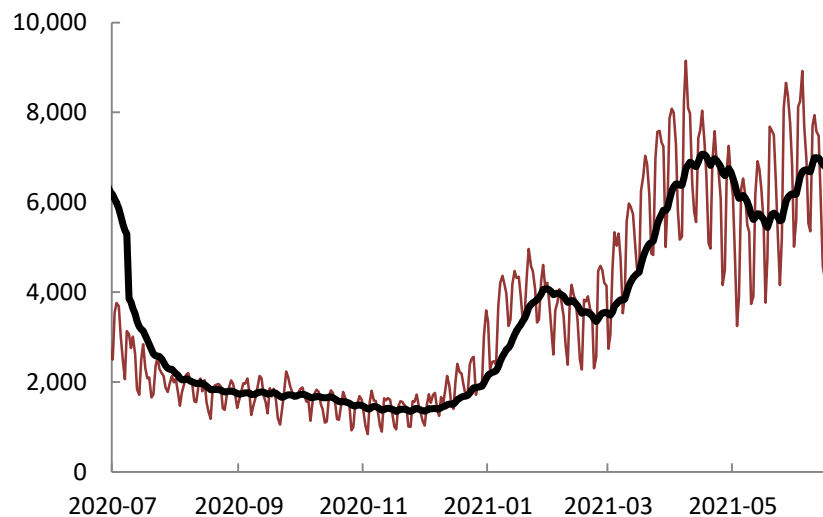
人民币兑美元汇率（¥/\$）



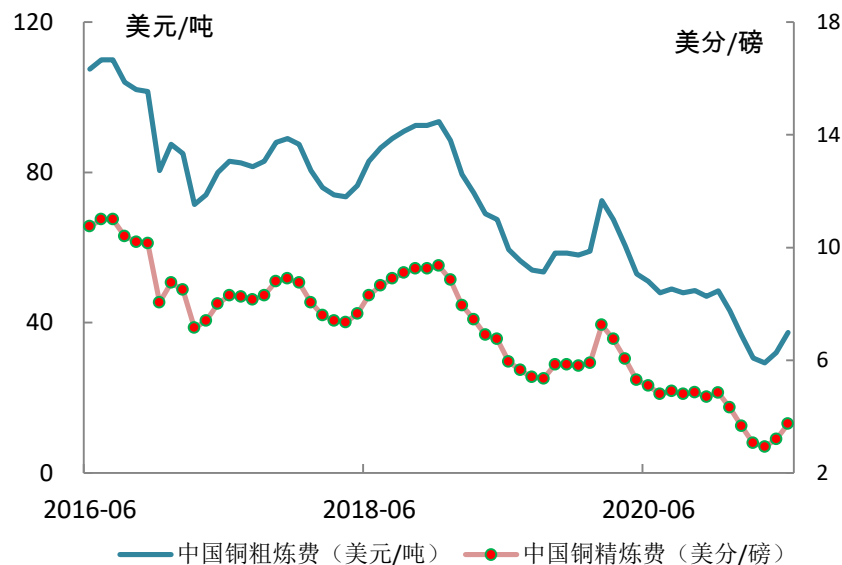
智利疫情尚未根本好转，精矿供应总体紧张

- 根据世界卫生组织的统计，智利目前感染人数仍居高不下。在5月初智利由于感染人数增加，不得不出台一个月的限制措施。但由最新数据来看，新增感染人数再次抬头，疫情短期内将难以有效控制。
- 2021年度长单精矿加工费仅为59.5美元，低于2020年的62美元。由于5-6月份国内冶炼企业检修增加，现货精矿加工费回升至37美元，总体上精矿供应仍处于紧张状态。

智利新增感染人数（人）



中国月度铜矿加工费（美元/吨，美分/磅）



新增冶炼产能增速将放缓，国储计划抛储

- 据SMM统计，2020年新增冶炼产能20万吨，2021年计划新增产能约为66万吨。今年最大的新建冶炼产能是大冶有色40万吨冶炼项目。
- 今年两会提出的碳中和、碳达峰政策，使得市场预期国内冶炼产能未来增速将大概率放缓。
- 据报道国储计划抛储，每个月底进行，并持续至年底，第一批计划数量为2万吨。

中国新增铜冶炼产能（万吨）

企业名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	原料	投产时间
兰溪自立环保	0	10	粗铜/废铜	2020年9月
铜陵有色（奥炉）	0	15	铜精矿	2020年6月
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020年10月
合计	20	34		
紫金铜业	8	8	铜精矿	2021年
新疆五鑫铜业	10	10	铜精矿	2021年
大冶有色	40	40	铜精矿	2021年
烟台国润铜业	8	8	铜精矿	2021年
合计	66	66		

下半年贸易升水和产量有望回升

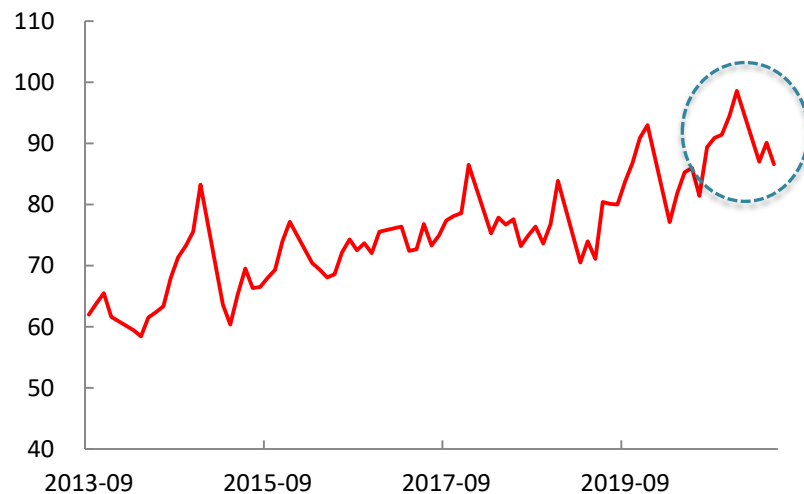
- 随着铜价的持续攀升，下游需求受到了铜价高企的影响，对价格恐高的影响使得采购迟滞，进口意愿下降是需求阶段性疲弱表现之一。由年初的75美元，降至目前的20美元左右。
- 在精矿的供应紧张和精矿加工费低迷的情况下，国内冶炼企业检修明显增加。5月份产量仅为86.6万吨。

上海贸易升水（美元/吨）



— 上海港贸易升水平均价（美元/吨）

中国精炼铜产量（万吨）

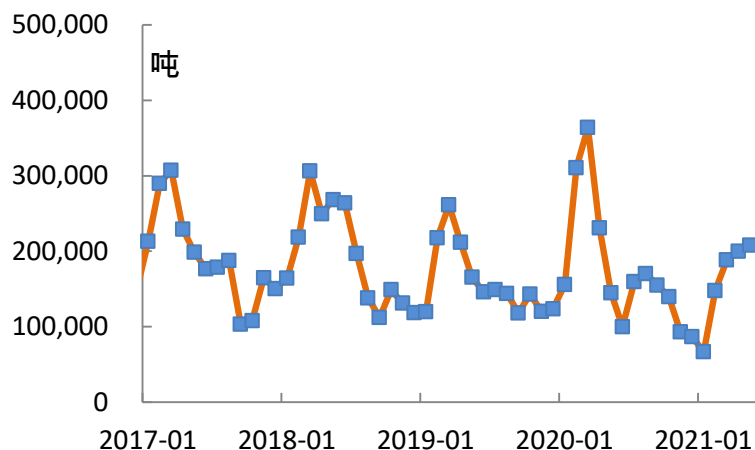


— 精炼铜产量（万吨）

全球库存小幅增加

- 目前全球主要交易所加上海保税库库存为83万吨，高于年初的71万吨。
- 目前上期所库存为17.2万吨，较最低的6.8万吨明显恢复。
- 上海保税库库存基本维持在45万吨左右。
- LME库存由最低的7.3万吨回升至目前的16万吨。

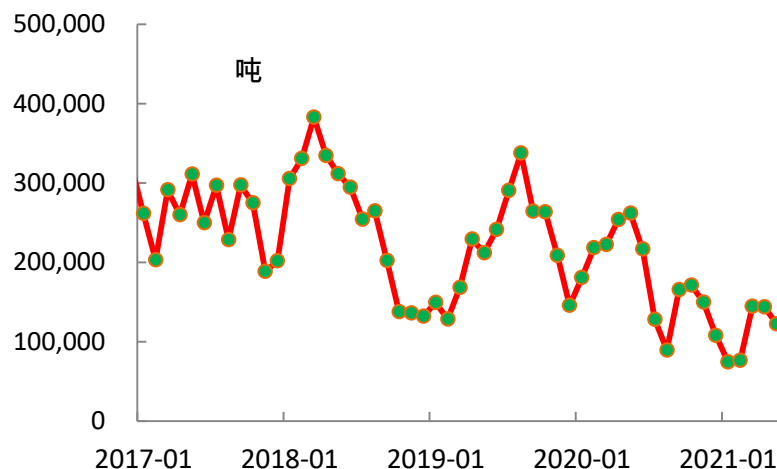
上期所库存（吨）



全球主要库存合计（万吨）



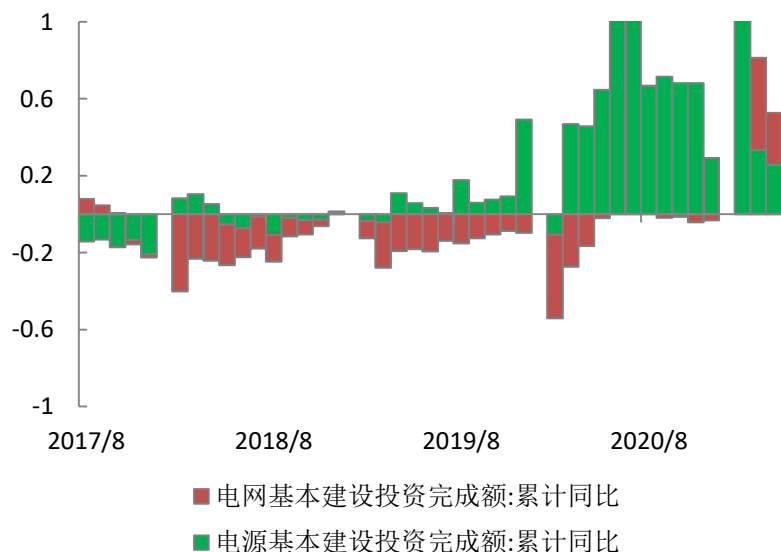
伦铜库存（吨）



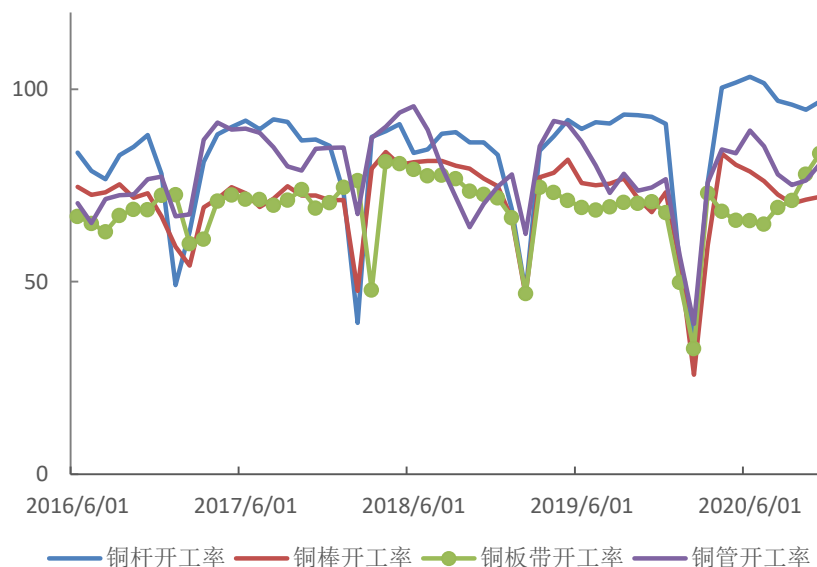
国内电力投资增速放缓（需求占比46%）

- 为改善能源结构，中国加大了清洁能源的投资，1-4月电源投资1116亿元，同比增加25.53%。1-4月份电网投资852亿元，高于2020年的670亿元，也高于2019年的803亿元。
- 电源投资有望延续高增长，1-4月份光电、风电和核电投资增速延续高增长。而电网投资未来可能变化不大，主要因电网更需要“质”的变化而非“量”的变化。

电源基本建设投资完成额同比（%）



国内铜材企业开工率（%）



资料来源：Wind, 申万期货研究所

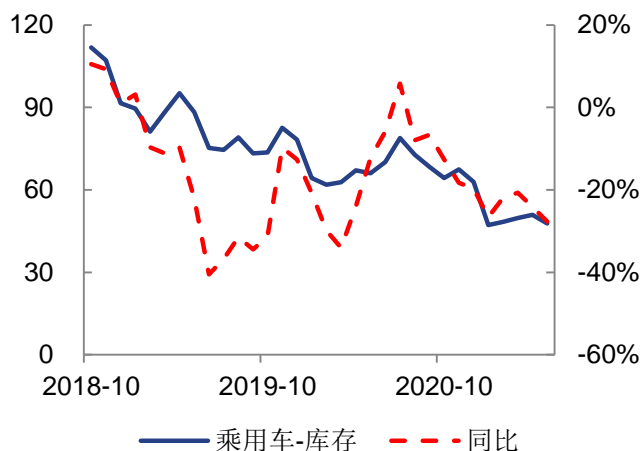
国内汽车产销不尽如人意（需求占比11%）

■ 今年5月汽车产销环比下降8.7%和5.5%，同比下降6.8%和3.1%。1-5月，汽车产销1062.6万辆和1087.5万辆，同比增长36.4%和36.6%，增速比1-4月回落17个百分点和15.2个百分点。

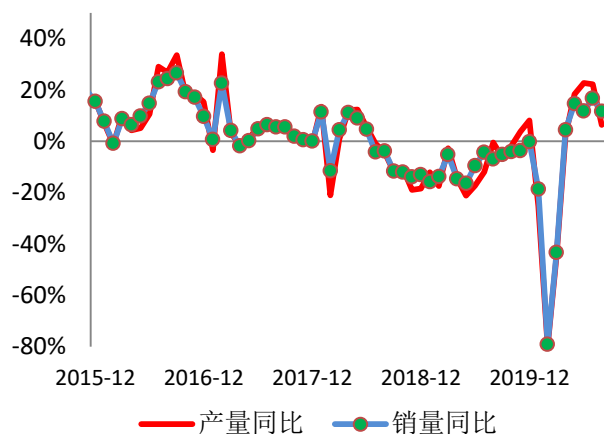
■ 芯片短缺是导致5月汽车产销双下滑的重要原因之一。

■ 5月新能源汽车产销同比分别增长1.5倍和1.6倍，主要因去年基数较低。

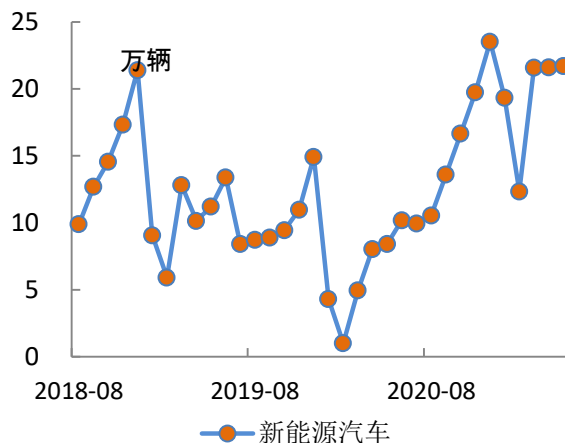
中国乘用车库存（万辆，%）



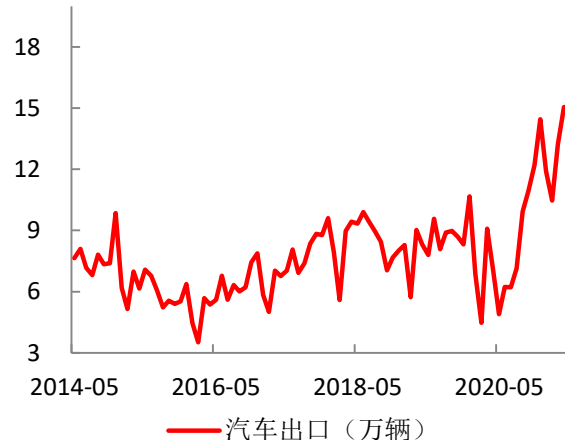
中国汽车产销同比（万辆）



新能源汽车产量（万辆）



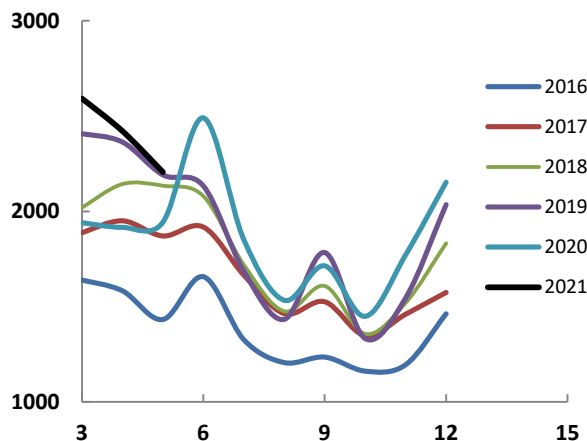
中国汽车出口（万辆）



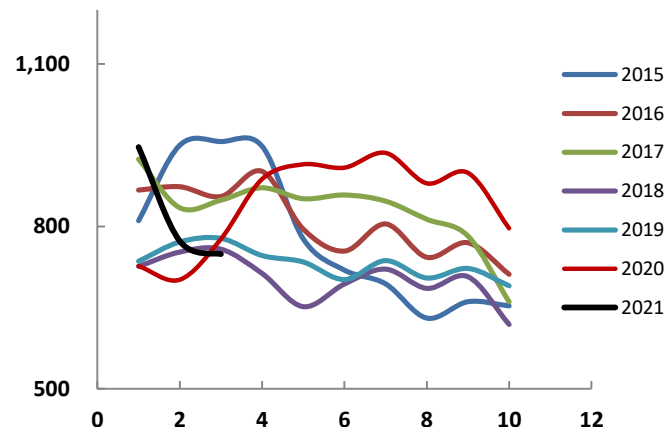
空调面临去库存压力（需求占比14.6%）

- 今年前5个月空调累计产量1.01亿台，同比增长33%，主要因去年基数较低。
- 与铜最为相关的空调库存仍然较高，达到了2100万台，为历史高位库存量，但库存数量与年销售数量之比处于中性。
- 5月冰箱产量748.7万台，同比下降4.2%；前5个月累计产量3711万台，同比增长29.2%。库存处于五年来低位。

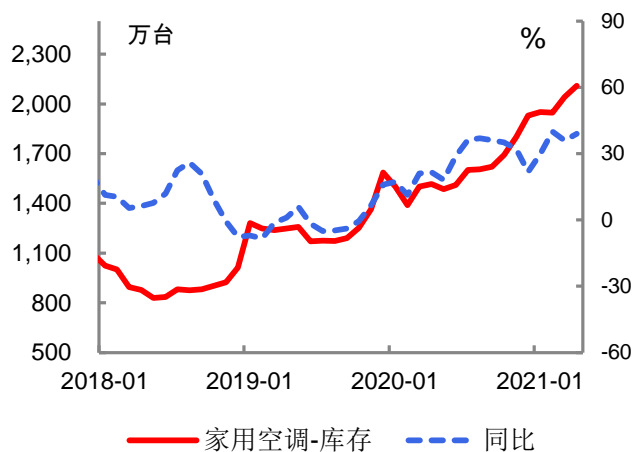
中国空调产量（万台）



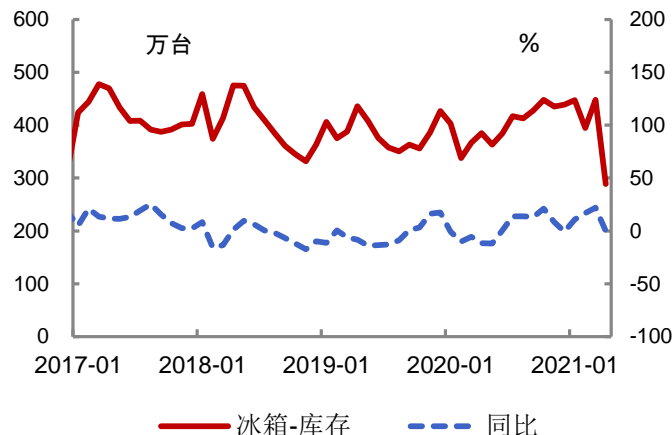
中国冰箱产量（万台）



中国空调库存（万台）



中国冰箱库存（万台）

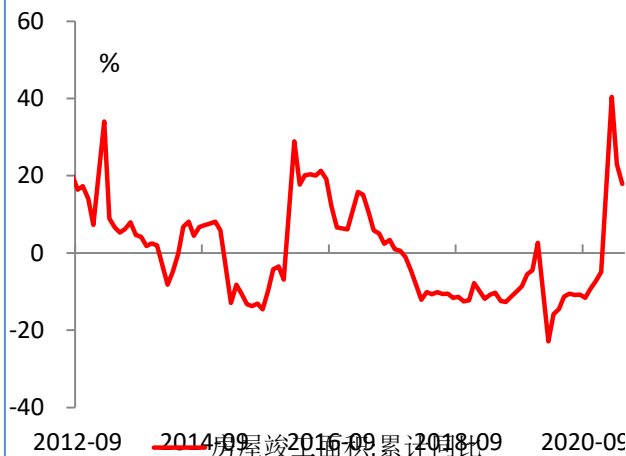


地产延续向好（需求占比9.4%） 电子通信稳定（需求占比7.5%）

■ 今年前5个月销售面积同比增加36.3%，较前4个月下降11个百分点，较2019年同期增长19.6%，复合增速达9.4%，数据向好有助于铜需求。地产投资数据仍然表现良好。

■ 一季度计算机产量表现良好状态，但移动基站产量延续疲弱势头。预计2021年下半年通讯电子行业总体稳定。

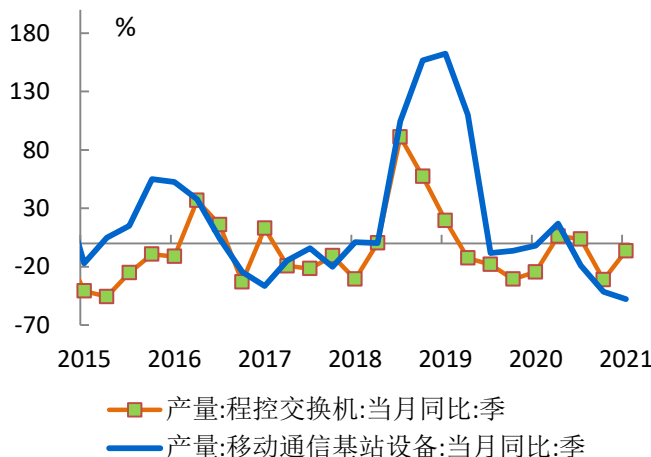
房屋竣工面积同比（%）



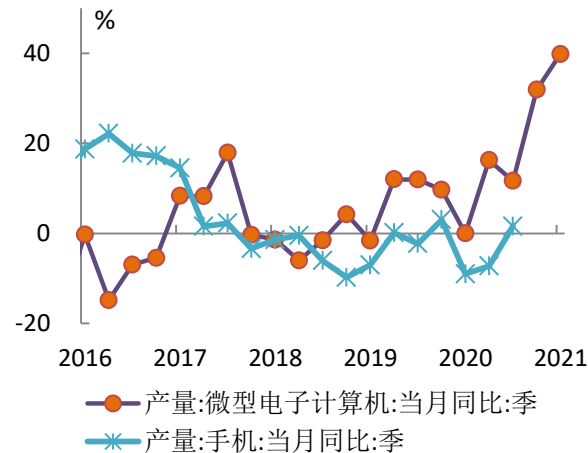
房地产投资累计同比（%）



主要电子通信设备产量1（%）



主要电子通信设备产量2（%）



资料来源: Wind, 申万期货研究所

预期下半年供求平衡，关注四季度下游补库

- 高企的铜价使得二季度需求阶段性回落，表现为铜材开工率同比回落；叠加国储抛储，使得库存增加和价格回落。
- 目前南美疫情尚未得到明显改善，三季度仍可能影响矿供应，二季度精矿加工费很可能是阶段性回升。下半年需要关注南美疫苗的接种和国内冶炼开工率状况。
- 在价格回落和下游降库后，四季度下游存在重启补库的可能。

全球精铜供求平衡表（不计算国储抛储数量）

名称（单位：千吨，%）	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年F	2021年F
全球矿山产量	20,402	20,058	20,565	20,528	20,517	21,167
全球矿山产能	23,481	24,003	24,063	24,163	24,762	25,412
矿山产能利用率 %	86.9%	83.6%	85.5%	85.0%	82.9%	83.3%
原生精炼铜产量	19,490	19,485	20,023	20,017	20,580	21,010
再生精炼铜产量	3,866	4,063	4,035	4,028	3,839	4,068
全球精炼铜产量(原生+再生)	23,357	23,548	24,058	24,045	24,419	25,078
全球精炼铜产能	26,913	27,804	28,234	29,044	29,945	30,605
全球冶炼铜产能	21,186	22,026	22,416	22,776	-	23,436
精炼铜产能利用率 %	86.8%	84.7%	85.2%	82.8%	81.5%	81.9%
全球精炼铜消费量	23,492	23,705	24,484	24,427	24,978	25,362
精铜过剩/缺口	-136	-157	-426	-383	-559	-284

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 预期美联储货币政策转向，弱势美元将阶段性结束，铜价将失去弱势美元的支撑；人民币汇率有望稳定。
2. 目前精矿加工费可能是阶段性回升，预计2021年下半年精矿供应总体延续紧张状态，需要关注南美疫情和疫苗接种情况。
3. 下半年国内需求将总体稳定，但增速可能低于去年。在价格回落和下游降库后，四季度下游存在重启补库的可能。

■ 宏观关注：

中国宏观经济数据
全球疫情变化
美国利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率

■ 供应关注：

全球铜精矿干扰率
中国精铜、废铜进口数量
中国新增产能进展

■ 需求关注：

国内电网投资
国内房地产施工面积
家电库存
乘用车产量

■ 库存：

上期所库存变化
上海保税库库存变化

2021年下半年铜期货操作建议

波段操作

- ❖ 在精矿供应没有明显改善的情况，如果铜价达到65000元，建议买入，目标区间70000-71000元；

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入套期保值。

品种： 锌

锌矿供应紧张未缓解，需求延续疲弱

——2021年下半年锌投资策略展望

- 主要驱动因素：精矿供应总体紧张，冶炼成本支撑，需求缺少亮点。
- 供求角度：精矿供应总体依旧紧张，由于全球主要矿产国未完全摆脱疫情影响。受到加工费低迷、疫情、限电和环保影响，预计全球锌产量下半年难有明显的增长。镀锌开工率表现稳定，镀锌板库存延续高位，意味需求与供应相比略显疲弱。预计国内基建、家电、汽车和地产对锌需求总体稳定。
- 预计价格主要运行区间：LME锌2500-3150美元，上期所锌19000-23500元。

国内锌价走势回顾

锌活跃合约连续图（元/吨）



■ 锌价走势总结：去年初受疫情影响，锌价创出四年新低；随着国内疫情得到控制，下游需求恢复，叠加境外矿山受疫情影响而出现产量下降，锌精矿加工费明显缩窄，锌价逐步回升。随着商品市场整体大幅攀升，锌受到了资金的追捧，锌价持续上涨。今年一季度精矿加工费缩窄至不足4000元，已不能覆盖大部分冶炼企业成本，在有色整体走强的带动下，锌价在5月份上涨至2.35万元新高。二季度，随着下游需求疲弱和国储抛储，锌价小幅回落至2.2万元下方。

未来新增矿山项目

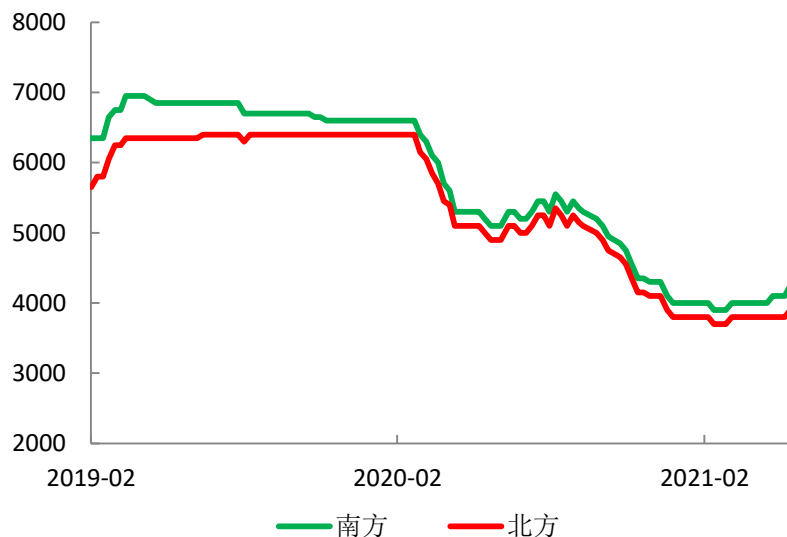
2020-2022年新增矿山产能统计（千吨）

矿山项目	所属企业	国家	品位	C1(\$/lb.)	2020	2021	2022
Caribou	Trevali Mining Corp.	Canada	5.5%	\$0.86	42	42	42
Myra Falls	Nyrstar	Canada			30	30	30
Middle Tennessee	Nyrstar	Canada			50	50	50
Prairie Creek Project	Canadian Zinc Corporation	Canada	8.6%		10	20	45
Empire State Mine	Titan Mining	USA	9.2%	\$0.69	24	36	36
North America					156	178	203
Rey de plata	Industrias Penoles SAB de CV	Mexico			24	36	36
Corani	Bear Creek Mining	Peru	0.6%		-	-	5
Castellanos Project	Emincar & Cuba Government JV	Cuba			100	100	100
Central & South America					124	136	141
Dugald River	Minmetals Resources Ltd.	Australia	13.4%	\$0.73	170	170	170
Lady Loretta (Part of Mount Isa)	Glencore	Australia	13.0%		130	160	160
Sulphur Springs Copper Zinc	Venturex Resources Ltd.	Australia	3.6%	\$0.14	32	32	32
Mungana King Vol Project	Auctus Minerals	Australia	11.9%	\$0.52	50	50	50
Century Project	New Century	Australia			264	264	264
Woodlawn	Heron Resources	Australia	6.0%		40	40	40
Australia					556	556	556
Dairi	China Nonferrous	Indonesia	11.5%		0	60	125
Rampura Agucha	Hindustan Zinc	India	15.9%		200	200	200
Asia					200	260	325
Gamsberg (Phase 1)	Vedanta Resources PLC	South Africa	6.2%	\$0.50	250	250	250
Bisha Expansion	Nevsun Resources Ltd. (60%) State of Eritrea (40%)	Eritrea	5.7%		100	100	100
Asmara Project	Sichuan Road & Bridge(60%), ENAMCO (40%)	Eritrea			-	60	120
Africa					350	410	470
Shalkiya	Tau-Ken Samruk	Kazakhstan	4.0%		50	120	160
Pavlovskoye	Rosatom	Russia			0	0	0
Zhaimen	Glencore	Kazakhstan			50	120	160
Citronen	Ironbark Zinc Ltd.	Greenland	5.2%	\$0.52	0	50	100
Zinkgruvan Expansion	Lundin Mining	Sweden	8.2%		8	8	8
Neves Corvo Expansion (ZEP)	Lundin Mining	Portugal	7.1%	\$0.29	70	70	70
Europe					128	248	338
Mehdiabad Expansion	Rostek. Corp. & Iranian Bank	Iran	3.0%		0	200	400
Middle East					0	200	400
合计增量					1,514	1,988 474	2,433 445

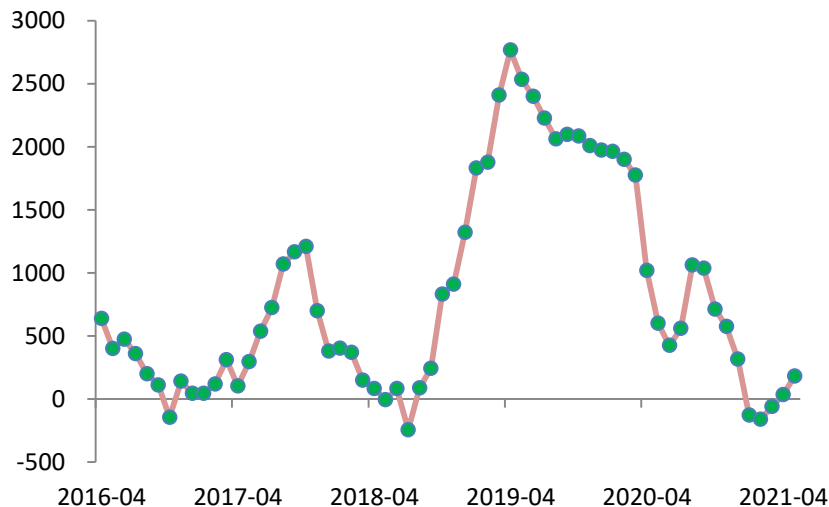
预计精矿加工费延续小幅改善

- 去年以来，精矿加工费连续走低，进口矿加工费由320美元缩窄至目前的70-80美元；国产矿加工费由6600元缩窄至目前的4000元左右。
- 二季度随着国内高海拔和北方地区逐步复工，精矿加工费曾轻微恢复；另外云南限电减产和复工也对精矿加工费产生轻微扰动。
- 中国1-5月锌矿砂及其精矿进口同比降8.9%，至133万吨。

国产锌精矿加工费（元/吨）



国内锌冶炼毛利估算（元/吨）



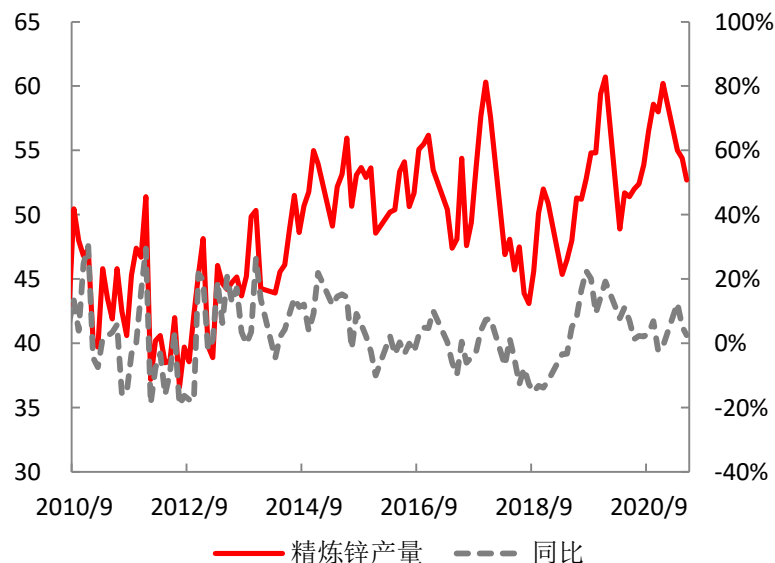
国内锌产量有望恢复

- 国内1-5月全国锌产量为271.5万吨，同比增长3.3%，增速明显放缓。主要受大部分冶炼企业加工利润不足涵盖冶炼成本，以及限电、环保等因素影响。
- 尽管精矿加工费在冶炼成本附近，2021年国内仍计划有74万吨新增产能。如果今年精矿供应紧张程度得到缓解，锌供应仍将可能明显增加。
- 国储计划自6月份至年底抛储，第一批为5万吨。

中国锌新增产能（万吨）

企业名称	新产能（万吨）	投产时间	备注
怡紫金锌业	10	2020.11	计划投产
青海西部铝业	6	2020.Q4	计划投产
青海华信环保	5	2020.Q4	投产
陕西锌业	5	2021.Q1	在建
西南能矿	10	2021	在建
祥云飞龙	15	2021	在建
广西誉升	10	2021	计划投产
南丹吉朗	8	2021	技改
广西永鑫	6	2021	在建
南方有色	20	2021	在建

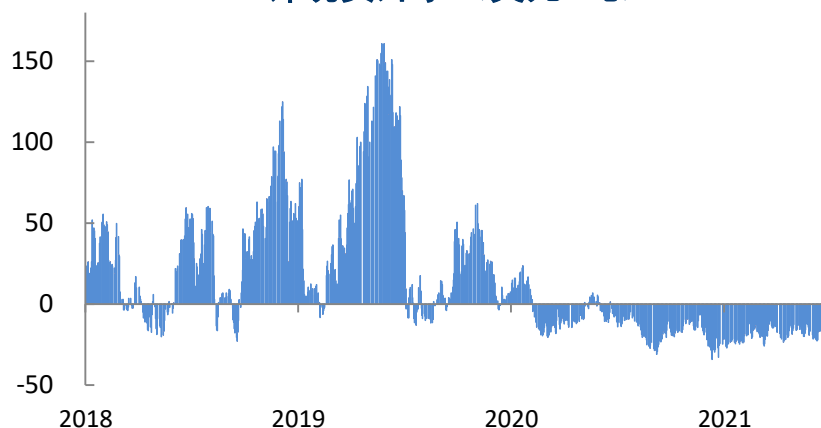
中国精锌产量（万吨，%）



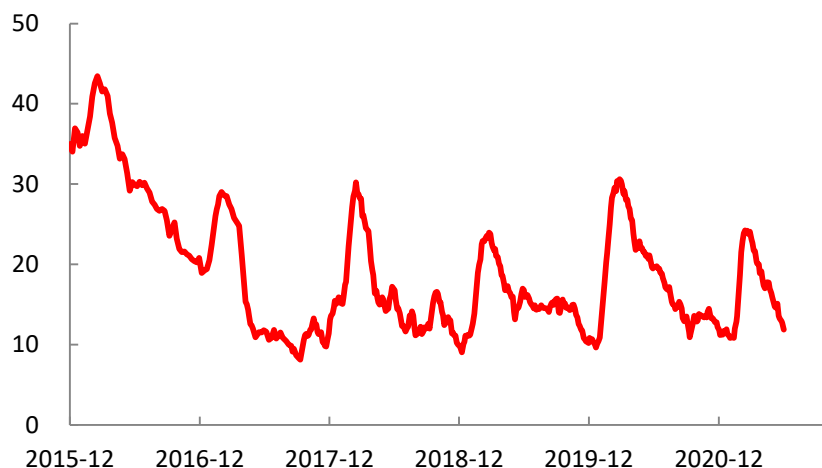
国内库存走低，LME库存回升

- 受精矿加工费低迷影响，今年春节季节性累库低于往年，仅增加了12万吨。受季节性需求影响，二季度国内库存持续下降。目前国内社会库存仅为11.9万吨。
- 因中国进口疲弱，LME库存小幅回升。
- 因境内外库存变化差异，国内外期限结构也迥异。

LME锌现货升水（美元/吨）



国内社会库存（吨）



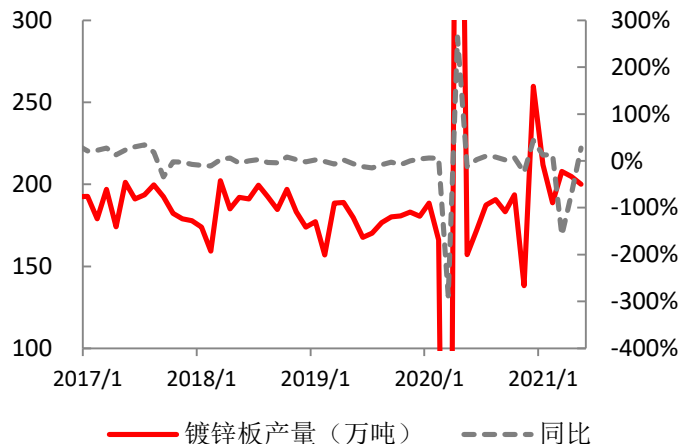
LME锌库存（吨）



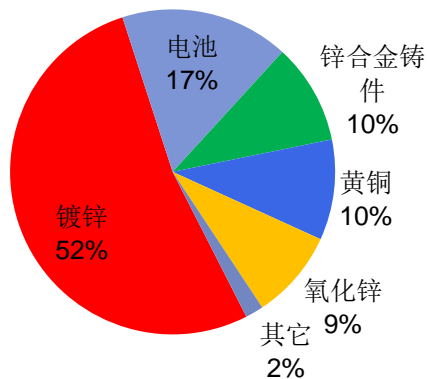
镀锌板库存处于较高水平

- 今年前5个月国内镀锌板产量较2020年增加29%，较2019年增加7.4%。
- 近期镀锌开工率在80%左右，但镀锌板厂库库存始终处于高位，这也是限制锌价走强的原因之一。
- 由终端产品来看，预计下半年家电、汽车和地产有望延续稳定势头，镀锌板需求有望稳定。
- 镀锌板出口同比增加11%，主要受全球钢材价格上涨带动。

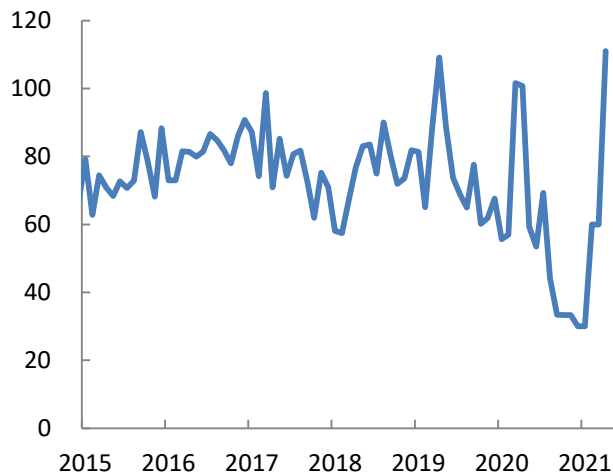
中国镀锌板一产量（万吨）



中国锌下游一需求占比



镀锌板出口（万吨）



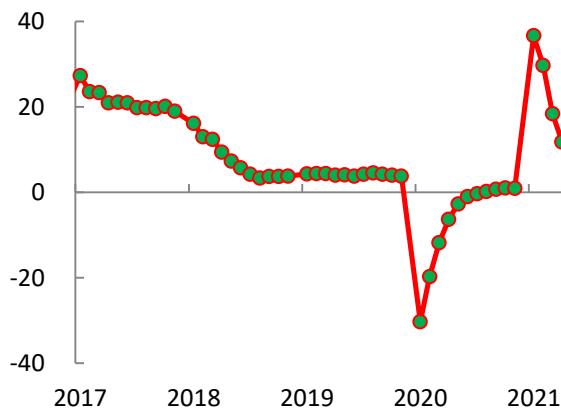
中国镀锌板企业库存（万吨）



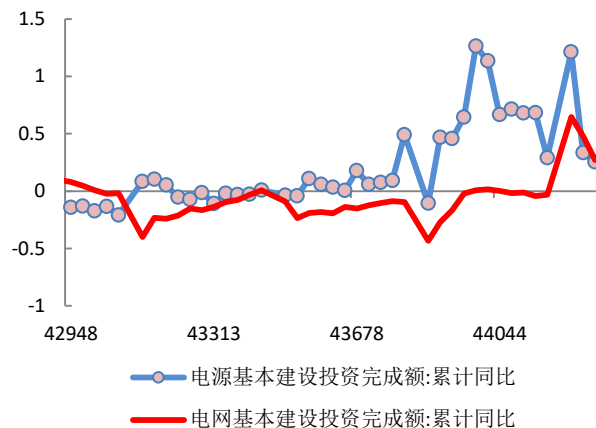
预计家电、汽车和地产将稳定增长

- 由于去年基数较低，今年前五个月国内基建较去年同比增加11.8%，较前年同期增加11.06%，恢复到往年5%左右的正常水平。
- 有观点认为芯片短缺是导致5月汽车产销双下滑的重要原因之一。
- 前5个月四大家电产量同比总体延续增长趋势。除空调高企外，其它家电库存处于历史低位。预计家电产量总体有望延续增长势头。

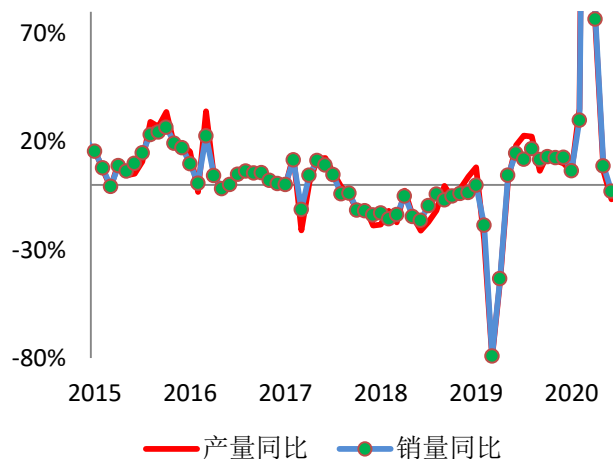
中国基建投资（不含电力）同比（%）



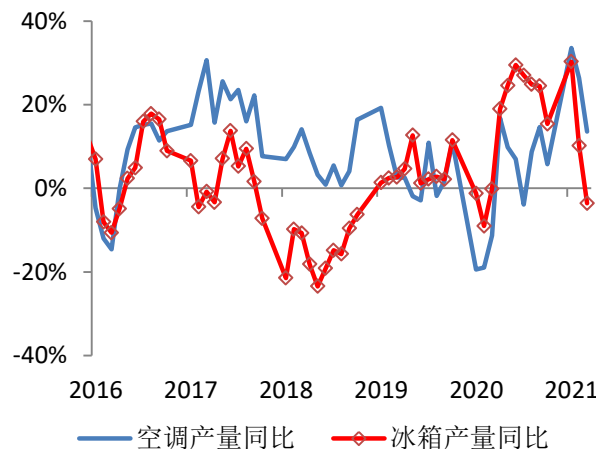
中国电力投资同比（%）



中国汽车产销量同比（%）



中国空调冰箱产量同比（%）



资料来源：Wind, 申万期货研究所

成本支撑，需求缺乏亮点

- 目前锌价仍受到矿供应紧张支撑，静态计算部分企业不能涵盖冶炼总体成本，但由镀锌库存处于偏高位置来看，需求与供应相比略显疲弱。
- 国储计划自6月份至年底抛储，第一批为5万吨，将不利于未来锌价。
- 中国基建投资、家电、汽车和地产对锌需求总体稳定。

全球精炼锌供求平衡表（不计算国储抛储数量）

单位（千吨）	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F
全球锌矿产量	13,472	13,130	13,385	12,733	12,961	12,408	12,656
非洲	304	337	422	421	517	489	
美洲	3,937	3,904	4,036	4,099	3,947	3,559	
亚洲	6,638	6,920	7,043	5,987	5,849	5,793	
中国	4,918	5,342	5,186	4,304	4,258	4,200	
澳大利亚	1,596	849	780	1,020	1,283	1,332	
全球精炼锌产量	13,975	13,654	13,708	13,260	13,513	13,640	13,520
欧洲	2,405	2,355	2,367	2,403	2,349	2,154	
美洲	1,716	1,575	1,597	1,672	1,672	1,574	
非洲	178	169	165	158	154	148	
亚洲	9,338	9,540	9,839	9,279	9,138	9,174	
中国	6,508	6,650	6,906	6,501	6,431	6,749	
全球精炼锌消耗量	13,855	13,823	14,185	13,715	13,722	13,293	13,360
全球精炼锌过剩/缺口	119	-169	-477	-456	-209	347	160

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 精矿供应总体依旧紧张，由于全球主要矿产国未完全摆脱疫情影响。未来随着疫苗的逐步接种，精矿供应紧张有缓解的可能。
2. 受到加工费低迷、疫情、限电和环保影响，预计全球锌产量下半年难有明显的增长。
3. 镀锌开工率持续稳定，镀锌板库存延续高位，意味需求与供应相比略显疲弱。预计国内基建、家电、汽车和地产对锌需求总体稳定。
4. 如果下半年矿供应得到改善，2021年将可能供应略大于需求。未来锌价走势倚重于矿供应能否有效改善。

❖ 宏观关注：
中国宏观经济数据
美国利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率
境外疫情进展

❖ 供应关注：
全球精矿干扰率
中国精锌产量
中国新建产能
矿加工费变化
冶炼企业开工率

❖ 需求关注：
国内镀锌产品库存
国内基建、地产、家电、汽车等行业状况

❖ 库存：
上期所库存变化
LME库存变化

2021年下半年锌期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果锌矿供应改善，锌价在22000元以上，建议择机卖出，目标区间19000-20000元。

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的卖出套期保值。

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。