

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格编号：F3004203

投资咨询编号：Z0012934

联系人

孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

1月铜价冲高回落，元旦过后铜价在自身基本面改善、疫苗推进等因素影响下，一度冲高至8238美元/吨（2013年2月以来高位），随后在疫情恶化，海外宏观货币预期转向干扰下逐步回落。截至1月29日，LME铜价收于7813.5美元/吨，月涨幅0.77%。

● 后市展望及策略建议

1. 铜矿加工费 TC 不断创新低。南美等主要铜矿产地疫情再度反复，生产及运输等问题不断，铜矿干扰有所加大，主要矿企产量仍不乐观，已公布的10家矿企四季度产量仍为负增长。铜矿加工费 TC 不断创新低，截至1月29日当周，铜矿加工费仅为43.85美元/吨。从全球主要大矿企产量预期看，铜矿相对短缺短期难改变，预计铜矿加工费 TC 大概率继续维持在50美元/吨以下。

2. 冶炼厂生产亏损减仍在。根据测算，在不足50美元/吨的加工费水平下，铜冶炼一直亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期增强。这是我们认为供应端对铜价有所支撑的主要逻辑。

3. 国内经济持续复苏。国内宏观经济继续复苏，国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看，国内铜消费整体稳定。从铜下游开工来看，由于出口维持高景气度以及国内疫情导致春节效应减弱，下游开工率明显强于往年。

4. 欧美国家经济恢复中。美国12月ISM制造业PMI超预期回升至60.7，欧元区1月制造业PMI小幅下滑至54.7。全球主要出口

国家出口维持高景气度，其中中国 12 月出口增速 18.1%，韩国 12 月出口增速 12.6%，海外经济整体在逐步恢复，拉动国内铜终端产品出口消费（中国铜终端产品有 20% 以上出口海外）。

5. 全球铜库存季节性低位。库存方面，国内铜社会库存连续下滑 3 周，当前库存绝对量仅为 16.2 万吨。全球角度看，LME、COMEX 及保税区库存同样处于下降通道中，全球铜库存处于近年来季节性低位。

综上，铜矿加工费持续创新低，冶炼亏损减产预期仍在，供应端对铜价支撑逻辑延续。铜消费随着海内外经济恢复，整体稳定。我们认为铜基本面有望继续好转，叠加目前全球库存处于低位，铜价中长期上行趋势难改。仅供参考。

● **风险提示：**

1. 全球疫情反复；2. 欧美实体经济恢复不及预期；3. 宏观货币政策变化超预期。

报告目录

1. 行情回顾.....	5
2. 疫情情况.....	5
3. 基本面.....	7
3.1 铜矿加工费 TC 不断创新低	7
3.2 国内下游消费整体稳定	11
3.3 全球铜库存季节性低位	15
4. 宏观面：疫情反复叠加宏观货币预期转向抑制基本金属金融属性.....	17
5. 结论.....	18
6. 风险提示.....	19

图目录

图 1: LME 各品种 2020 年以来涨跌幅	5
图 2: 沪铜期限结构 (单位: 元/吨)	5
图 3: 海外累计确诊人数 (单位: 例)	5
图 4: 智利、秘鲁每日新增确诊人数 (单位: 例)	6
图 5: 智利、秘鲁占全球铜矿产量 40%.....	6
图 6: 中国从智利、秘鲁进口铜矿占比达 62%.....	6
图 7: 全球铜矿成本曲线 (美元/吨)	9
图 8: 国内电解铜产量 (单位: 万吨, %)	9
图 9: 铜精矿现货加工盈亏 (单位: 元/吨)	10
图 10: 2020 年铜精矿长单 TC 大幅下滑 18.8 美元/吨 (单位: 美元/吨)	10
图 11: TC 不断创新低 (单位: 美元/吨)	10
图 12: 硫酸价格 (单位: 元/吨)	10
图 13: 中国制造业 PMI.....	11
图 14: 国内铜消费按品种分布.....	11
图 15: 国内铜终端消费行业分布.....	11
图 16: 电线电缆开工率 (单位: %)	12
图 17: 铜杆开工率 (单位: %)	12
图 18: 铜管开工率 (单位: %)	12
图 19: 铜板带箔开工率 (单位: %)	12
图 20: 电网投资微幅下滑 (单位: 亿元, %)	13
图 21: 国家电网计划投资额 (单位: 亿元)	13
图 22: 空调产量回落 (单位: 万台, %)	13
图 23: 空调库存压力较大 (单位: 万台)	13
图 24: 汽车产量 (单位: 万辆, %)	14
图 25: 汽车产量增速季节性 (单位: %)	14
图 26: 乘联会狭义乘用车销量变化 (单位: %)	14

图 27: 欧美国家铜消费占比 20%.....	15
图 28: 欧美发达国家制造业 PMI.....	15
图 29: 三大交易所叠加保税区库存 (单位: 万吨)	15
图 30: 国内三地社会库存 (单位: 万吨)	16
图 31: 保税区库存季节性 (单位: 万吨)	16
图 32: 上期所铜库存季节性 (单位: 吨)	16
图 33: LME 铜库存季节性 (单位: 吨)	16
图 34: COMEX 铜库存季节性 (单位: 吨)	16
图 35: 美元指数与铜价走势.....	17
图 36: 主要资产表现.....	17
图 37: 市场恐慌情绪有所上升.....	18

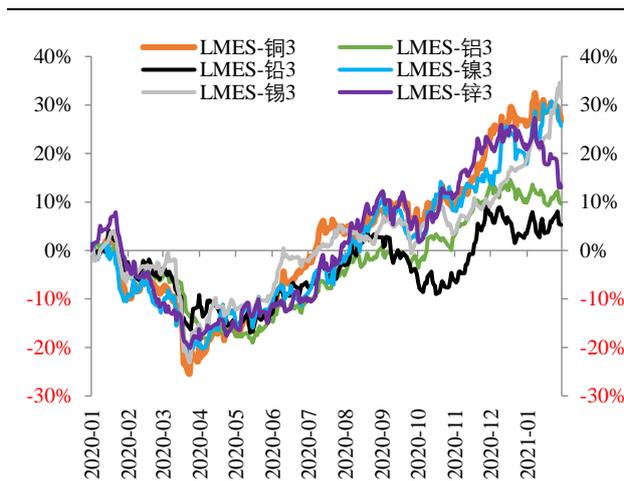
表目录

表 1: 全球前 15 大矿企 2020 年四季度产量负增长	8
--------------------------------------	---

1. 行情回顾

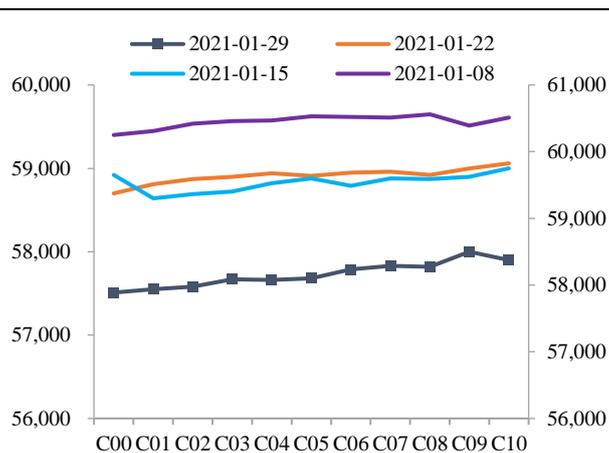
1 月铜价冲高回落，元旦过后铜价在自身基本面改善、疫苗推进等因素影响下，一度冲高至 8238 美元/吨（2013 年 2 月以来高位），随后在疫情恶化，海外宏观货币预期转向干扰下逐步回落。截至 1 月 29 日，LME 铜价收于 7813.5 美元/吨，月涨幅 0.77%。

图1：LME 各品种 2020 年以来涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2：沪铜期限结构（单位：元/吨）

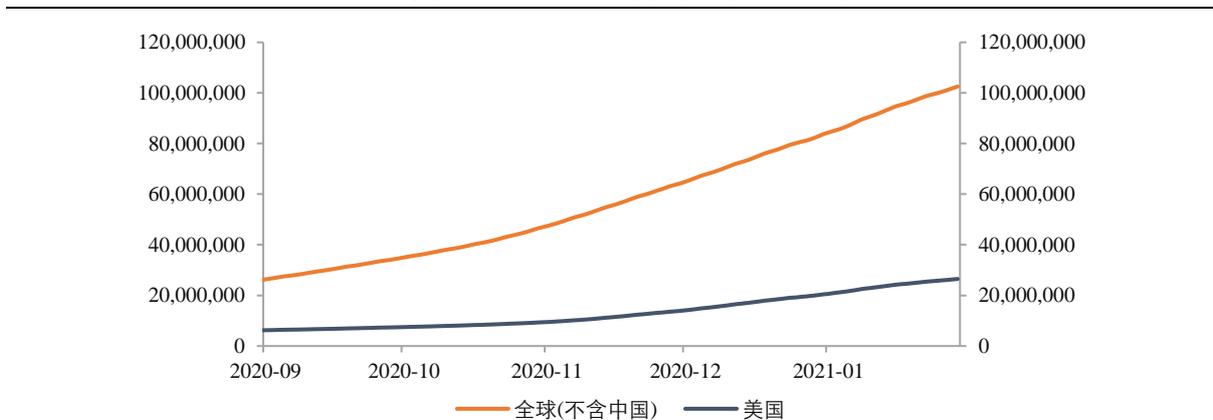


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 疫情情况

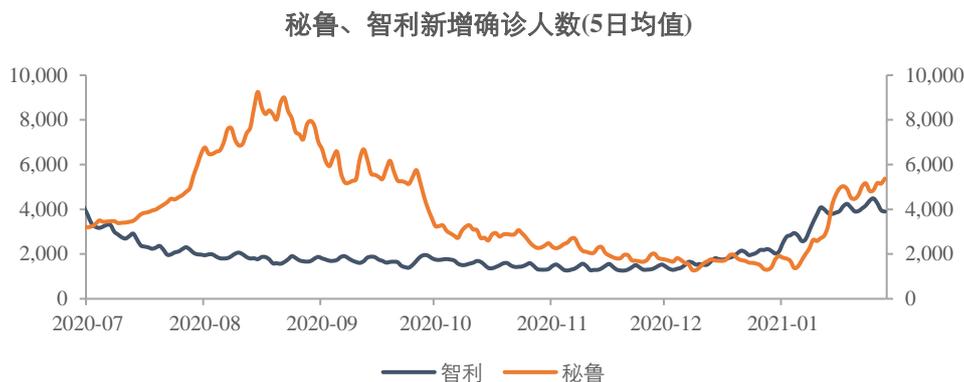
海外疫情再度恶化。截至 1 月 30 日，海外确诊病例超过 1.02 亿人，其中美国确诊病例超过 2600 万人，海外每日确诊病例仍在 40 万人以上。智利、秘鲁（智利、秘鲁占全球铜矿产量 40%）等主要铜矿生产地疫情反复，每日确诊人数再度抬头。

图3：海外累计确诊人数（单位：例）



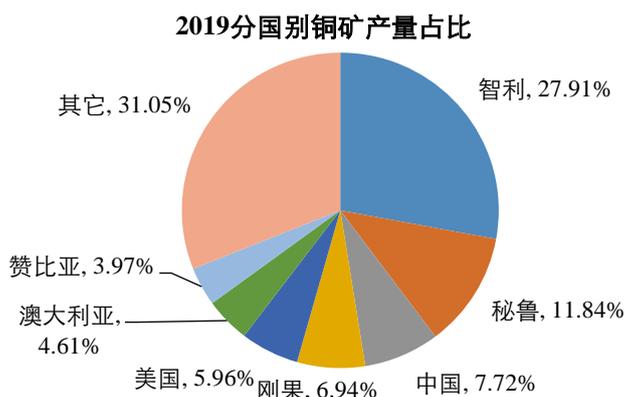
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图4：智利、秘鲁每日新增确诊人数（单位：例）



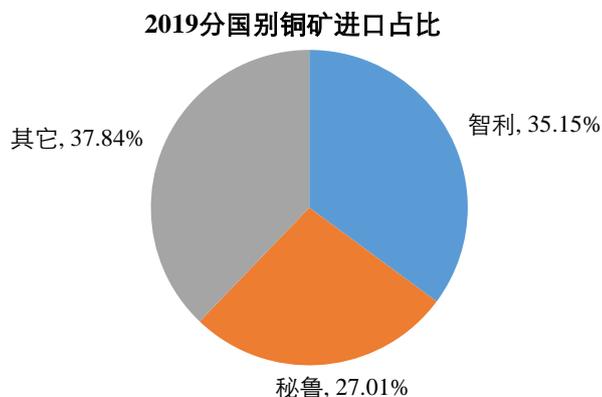
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图5：智利、秘鲁占全球铜矿产量 40%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图6：中国从智利、秘鲁进口铜矿占比达 62%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 基本面

铜矿加工费 TC 不断创新低。南美等主要铜矿产地疫情再度反复，生产及运输等问题不断，铜矿干扰有所加大，主要矿企产量仍不乐观，已公布的 10 家矿企四季度产量仍为负增长。铜矿加工费 TC 不断创新低，截至 1 月 29 日当周，铜矿加工费仅为 43.85 美元/吨。从全球主要大矿企产量预期看，铜矿相对短缺短期难改变，预计铜矿加工费 TC 大概率继续维持在 50 美元/吨以下。

冶炼厂生产亏损减仍在。根据测算，在不足 50 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼一直亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期增强。这是我们认为供应端对铜价有所支撑的主要逻辑。

国内经济持续复苏。国内宏观经济继续复苏，国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看，国内铜消费整体稳定。从铜下游开工来看，由于出口维持高景气度以及国内疫情导致春节效应减弱，下游开工率明显强于往年。

欧美国家经济恢复中。美国 12 月 ISM 制造业 PMI 超预期回升至 60.7，欧元区 1 月制造业 PMI 小幅下滑至 54.7。全球主要出口国家出口维持高景气度，其中中国 12 月出口增速 18.1%，韩国 12 月出口增速 12.6%，海外经济整体在逐步恢复，拉动国内铜终端产品出口消费（中国铜终端产品有 20% 以上出口海外）。

全球铜库存季节性低位。库存方面，国内铜社会库存连续下滑 3 周，当前库存绝对量仅为 16.2 万吨。全球角度看，LME、COMEX 及保税区库存同样处于下降通道中，全球铜库存处于近年来季节性低位。

综上，铜矿加工费持续创新低，冶炼亏损减产预期仍在，供应端对铜价支撑逻辑延续。铜消费随着海内外经济恢复，整体稳定。我们认为铜基本面有望继续好转，叠加目前全球库存处于低位，铜价中长期上行趋势难改。

3.1 铜矿加工费 TC 不断创新低

南美等主要铜矿产地疫情再度反复，生产及运输等问题不断，铜矿干扰有所加大，主要矿

企产量仍不乐观，已公布的 10 家矿企四季度产量仍为负增长。铜矿加工费 TC 不断创新低，截至 1 月 29 日当周，铜矿加工费仅为 43.85 美元/吨。从全球主要大矿企产量预期看，铜矿相对短缺短期难改变，预计铜矿加工费 TC 大概率继续维持在 50 美元/吨以下。

冶炼厂生产亏损减仍在。根据测算，在不足 50 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼一直亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期增强。这是我们认为供应端对铜价有所支撑的主要逻辑。

3.1.1 大矿企 2020 年四季度产量负增长

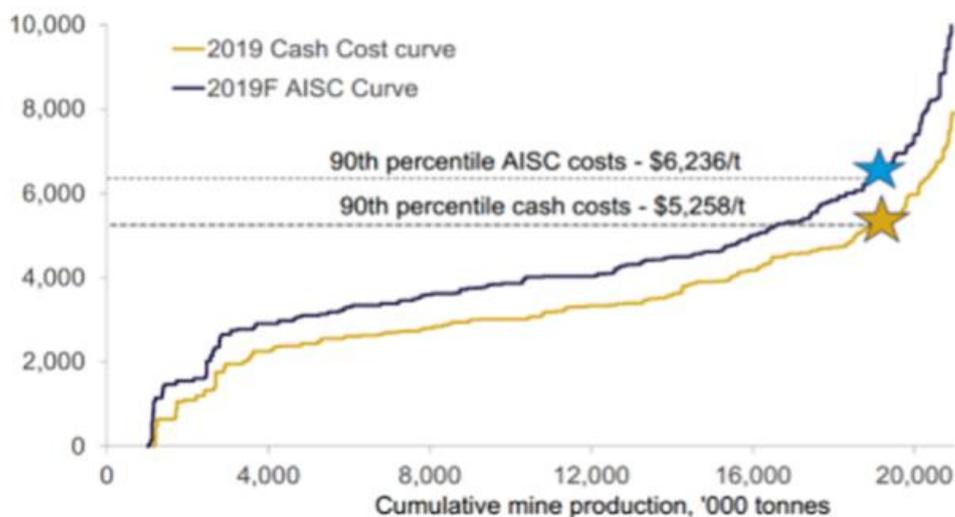
全球前 15 大矿企 (CR15:0.63) 四季度产量继续负增长，近期南美地区运输问题再度出现，铜矿产量不确定性仍较高，加工费 TC 不断创新低。

表 1: 全球前 15 大矿企 2020 年四季度产量负增长

序号	公司	2020Q4 (万吨)	2020Q4 增量 (万吨)	2020Q4 同比	2020Q3 同比	2020Q1-Q3 同比
1	Codelco				1.71%	2.82%
2	Freeport	39.19	1.68	4.47%	-2.32%	-3.23%
3	BHP Billiton	42.81	-2.73	-5.99%	-3.84%	-3.22%
4	Glencore				-1.76%	-7.98%
5	Grupo Mexico	28.99	0.69	2.43%	-2.01%	0.33%
6	Antofagasta	19.26	0.71	3.83%	-13.91%	-7.34%
7	Rio Tinto	18.86	-2.20	-10.45%	-28.19%	-21.10%
8	KGHM Polska				-4.16%	-1.61%
9	MMG	11.32	-0.74	-6.15%	-11.56%	-18.10%
10	Anglo American	16.78	0.90	5.67%	4.28%	0.10%
11	First Quantum	20.30	-0.13	-0.62%	9.81%	15.64%
12	Vale				-10.89%	-8.20%
13	Norilsk	12.86	0.15	1.14%	-1.65%	-3.60%
14	Teck Resources				-14.18%	-12.35%
15	Kazakhmys	7.57	-0.52	-6.43%	-8.08%	-0.22%
	Total	217.94	-2.20	-1.01%	-4.08%	-3.40%

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图7：全球铜矿成本曲线（美元/吨）



数据来源：CRU，兴证期货研发部

3.1.2 冶炼厂亏损减产预期仍在

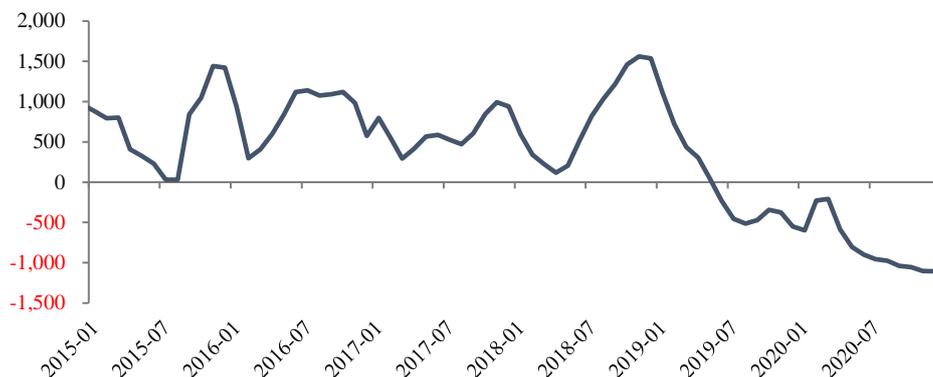
冶炼厂生产亏损减仍在。根据测算，在不足 50 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼一直亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期增强。这是我们认为供应端对铜价有所支撑的主要逻辑。

图8：国内电解铜产量（单位：万吨，%）



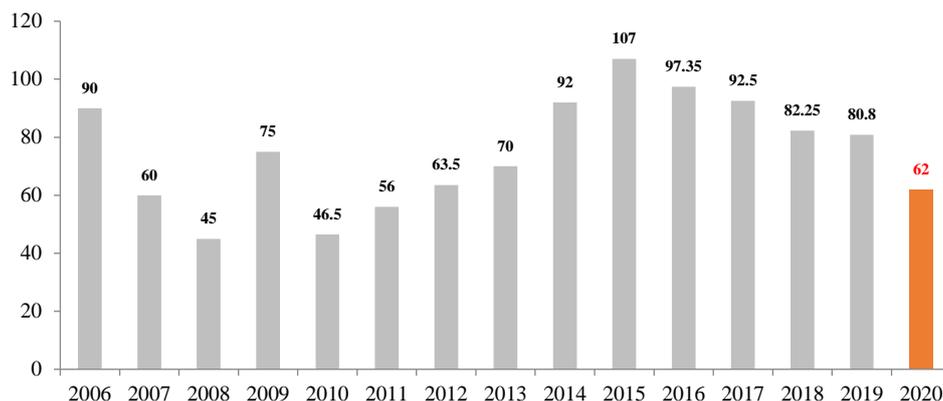
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图9：铜精矿现货加工盈亏（单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图10：2020年铜精矿长单TC大幅下滑18.8美元/吨（单位：美元/吨）



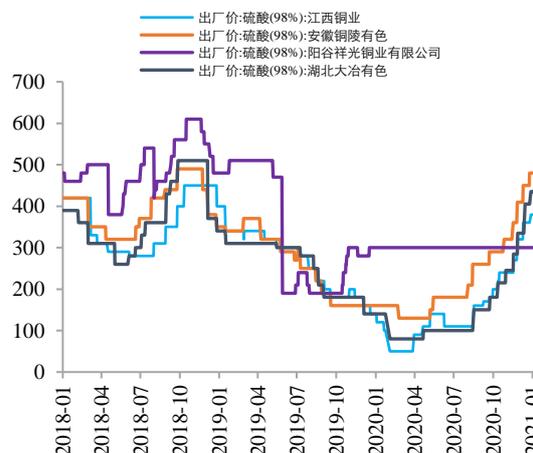
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图11：TC不断创新低（单位：美元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图12：硫酸价格（单位：元/吨）

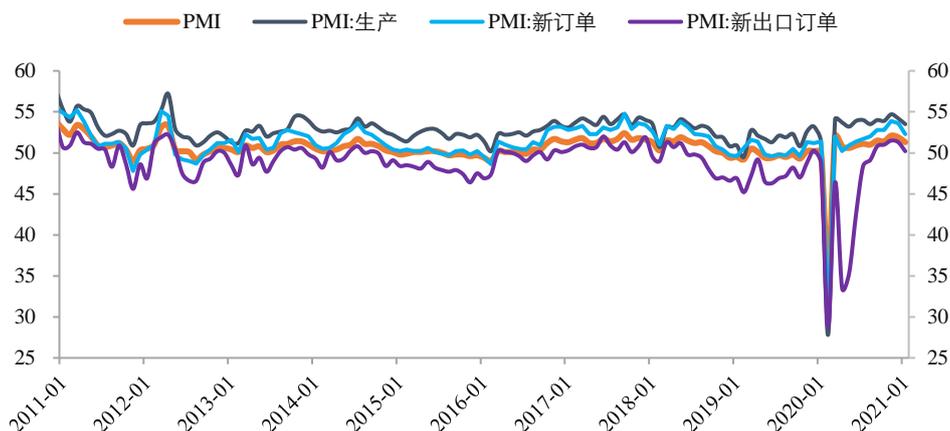


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 国内下游消费整体稳定

国内经济持续复苏。国内宏观经济继续复苏，国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看，国内铜消费整体稳定。

图13：中国制造业 PMI

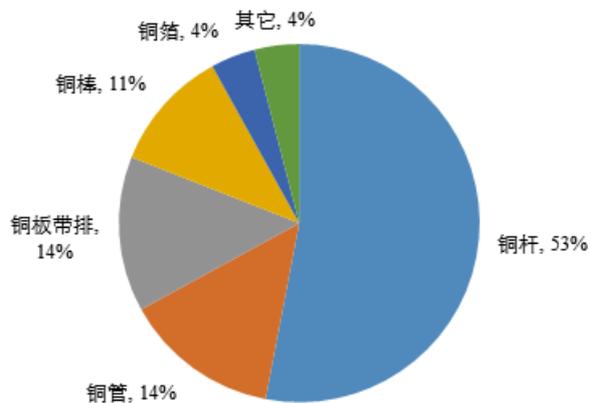


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2.1 下游铜材开工整体高于往年

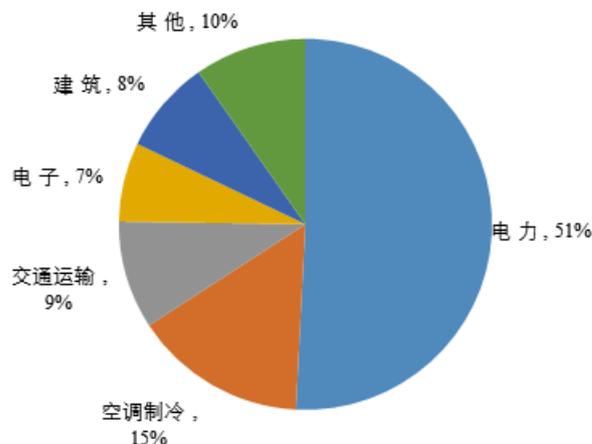
从铜下游开工来看，由于出口维持高景气度以及国内疫情导致春节效应减弱，下游开工率明显强于往年。

图14：国内铜消费按品种分布



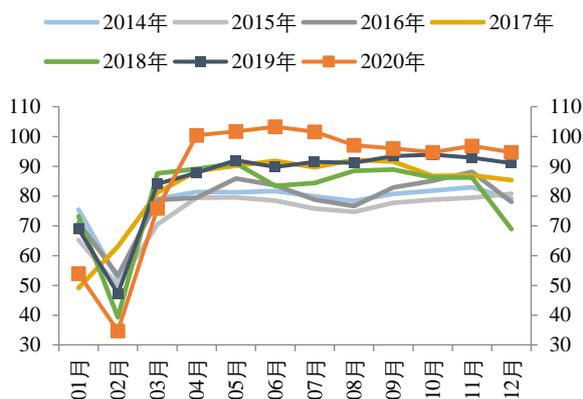
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图15：国内铜终端消费行业分布



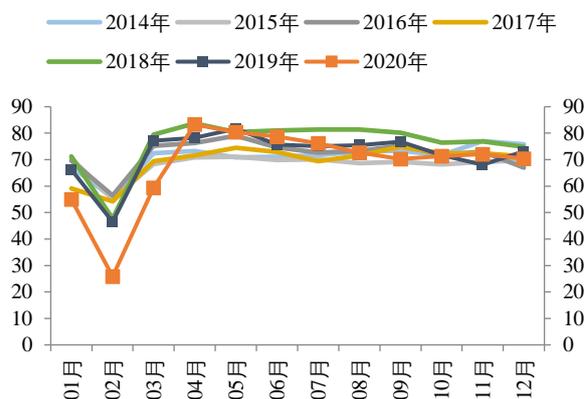
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图16: 电线电缆开工率 (单位: %)



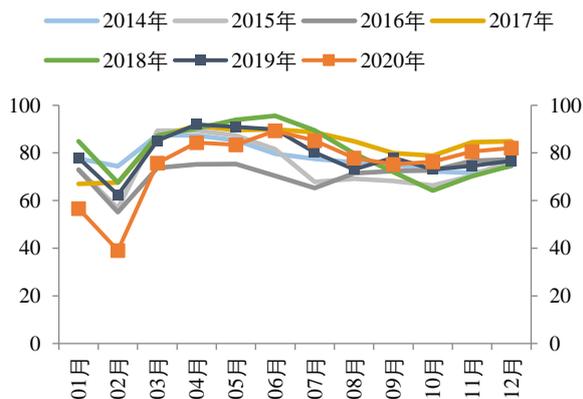
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图17: 铜杆开工率 (单位: %)



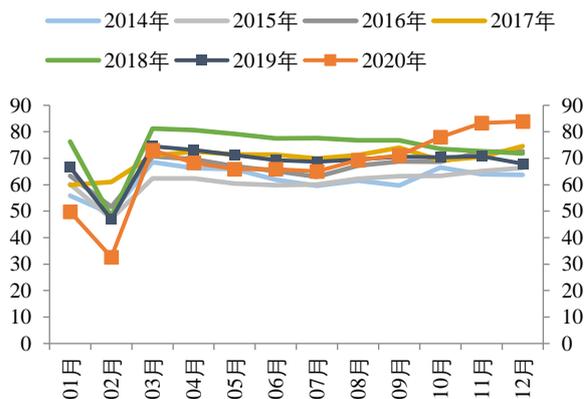
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图18: 铜管开工率 (单位: %)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图19: 铜板带箔开工率 (单位: %)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.2.2 电网投资全年负增长

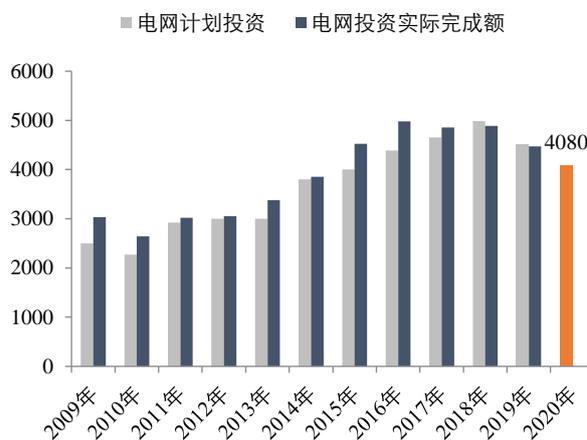
2020年12月单月电网投资完成额同比转正2.3%，2020年全年实际完成额4699亿元，同比下滑6.20%。

图20: 电网投资微幅下滑 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图21: 国家电网计划投资额 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.3 空调产量同比回落

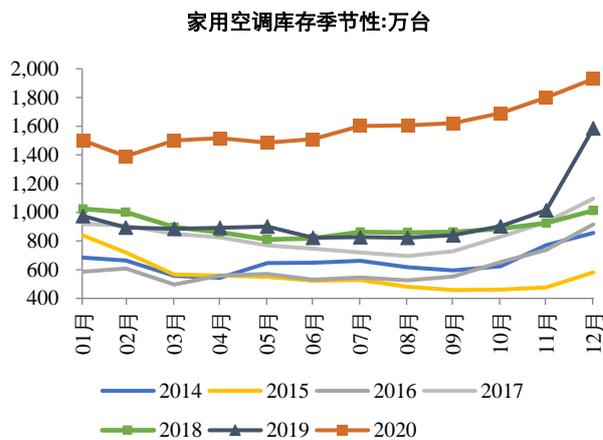
产业在线数据显示, 2020年12月家用空调总产量1284.7万台, 同比下滑0.51%, 2020年空调产量14490.6万台, 同比下滑幅度缩窄至-5.17%。12月空调库存1691.69万台, 空调库存压力仍较大。

图22: 空调产量回落 (单位: 万台, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图23: 空调库存压力较大 (单位: 万台)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.4 汽车产量维持正增长

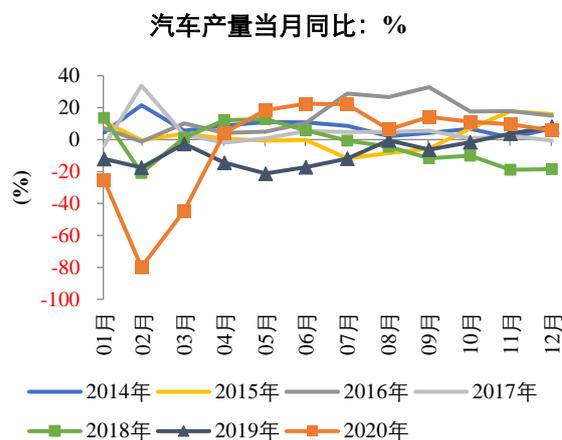
据中国汽车工业协会数据, 12月单月汽车产量同比正增长5.87%, 2020年全国共生产汽车2522.5万辆, 同比下滑幅度放缓至2%。

图24: 汽车产量 (单位: 万辆, %)



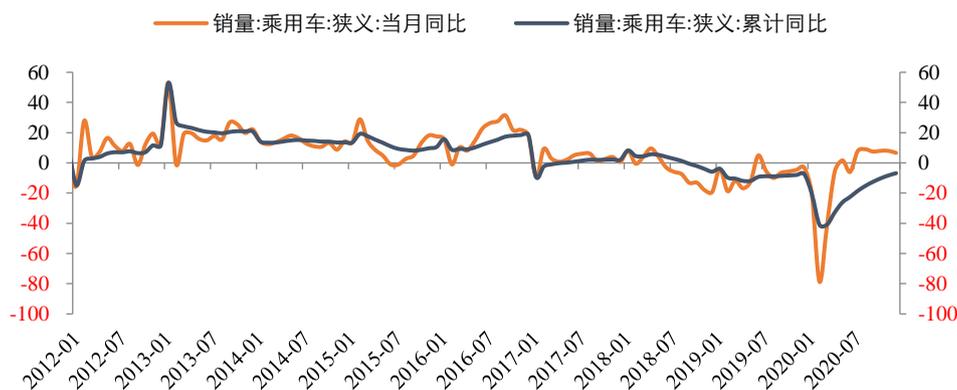
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图25: 汽车产量增速季节性 (单位: %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图26: 乘联会狭义乘用车销量变化 (单位: %)

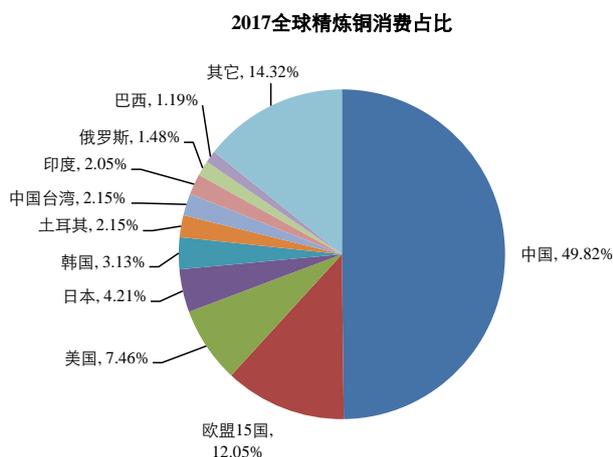


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.5 欧美国家经济恢复中

欧美国家经济恢复中。美国 12 月 ISM 制造业 PMI 超预期回升至 60.7，欧元区 1 月制造业 PMI 小幅下滑至 54.7。全球主要出口国家出口维持高景气度，其中中国 12 月出口增速 18.1%，韩国 12 月出口增速 12.6%，海外经济整体在逐步恢复，拉动国内铜终端产品出口消费（中国铜终端产品有 20% 以上出口海外）。

图27：欧美国家铜消费占比 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图28：欧美发达国家制造业 PMI

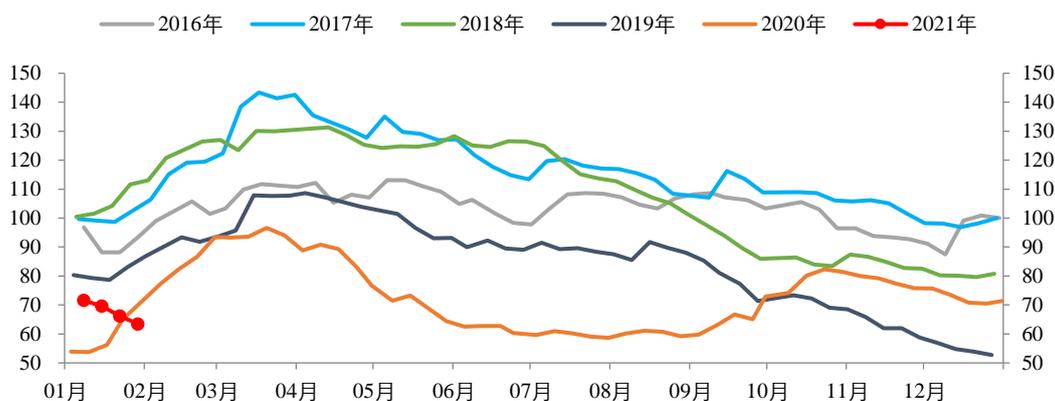


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 全球铜库存季节性低位

全球铜库存季节性低位。库存方面，国内铜社会库存连续下滑 3 周，当前库存绝对量仅为 16.2 万吨。全球角度看，LME、COMEX 及保税区库存同样处于下降通道中，全球铜库存处于近年来季节性低位。

图29：三大交易所叠加保税区库存（单位：万吨）



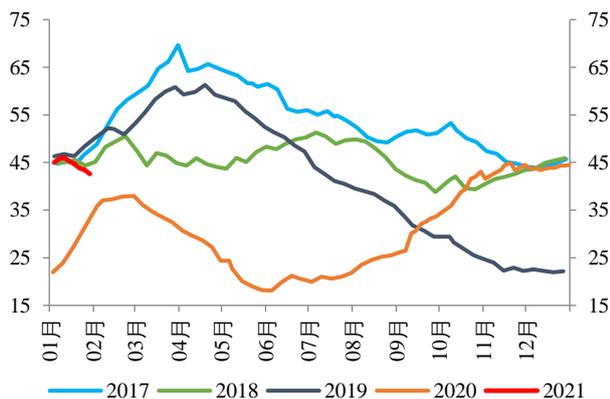
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图30: 国内三地社会库存 (单位: 万吨)



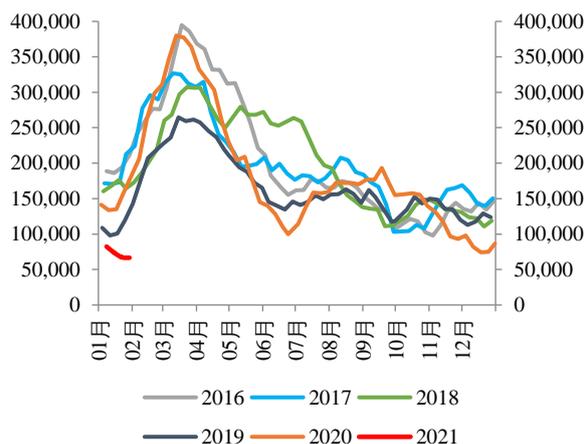
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图31: 保税区库存季节性 (单位: 万吨)



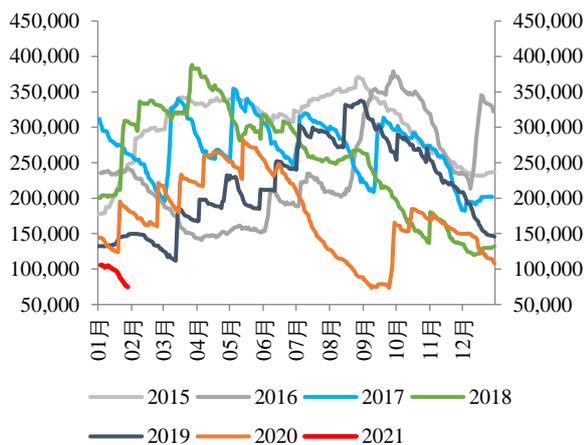
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图32: 上期所铜库存季节性 (单位: 吨)



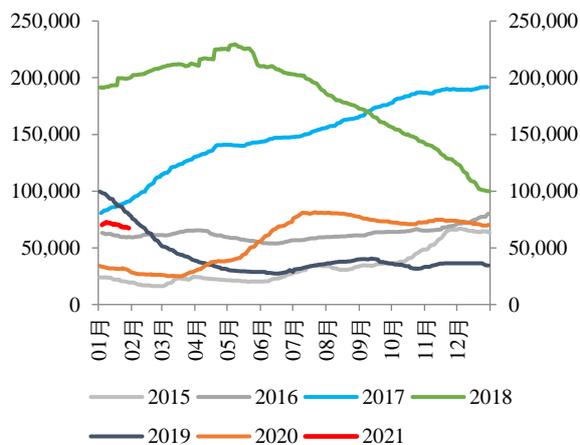
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图33: LME 铜库存季节性 (单位: 吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图34: COMEX 铜库存季节性 (单位: 吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 宏观面：疫情反复叠加宏观货币预期转向抑制基本金属金融属性

美元指数小幅反弹，截至1月29日，收于90.5358，月环比上升0.5799。

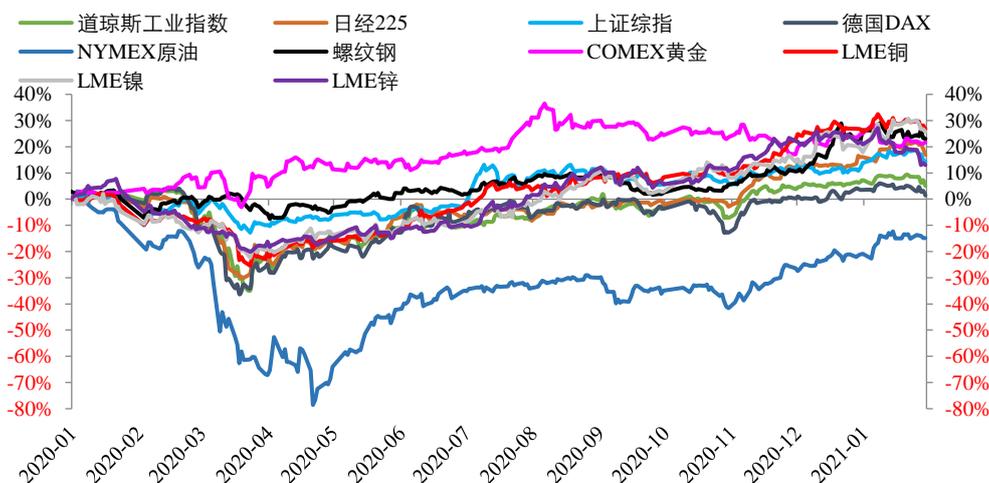
疫情反复叠加宏观货币预期转向抑制基本金属金融属性

图35：美元指数与铜价走势



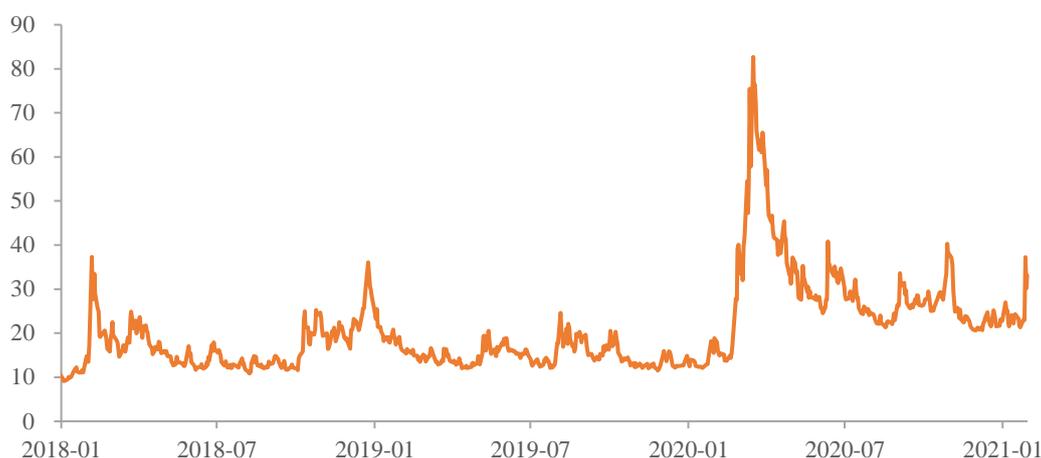
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图36：主要资产表现



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图37：市场恐慌情绪有所上升



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5. 结论

铜矿加工费 TC 不断创新低。南美等主要铜矿产地疫情再度反复，生产及运输等问题不断，铜矿干扰有所加大，主要矿企产量仍不乐观，已公布的 10 家矿企四季度产量仍为负增长。铜矿加工费 TC 不断创新低，截至 1 月 29 日当周，铜矿加工费仅为 43.85 美元/吨。从全球主要大矿企产量预期看，铜矿相对短缺短期难改变，预计铜矿加工费 TC 大概率继续维持在 50 美元/吨以下。

冶炼厂生产亏损减仍在。根据测算，在不足 50 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼一直亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期增强。这是我们认为供应端对铜价有所支撑的主要逻辑。

国内经济持续复苏。国内宏观经济继续复苏，国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看，国内铜消费整体稳定。从铜下游开工来看，由于出口维持高景气度以及国内疫情导致春节效应减弱，下游开工率明显强于往年。

欧美国家经济恢复中。美国 12 月 ISM 制造业 PMI 超预期回升至 60.7，欧元区 1 月制造业 PMI 小幅下滑至 54.7。全球主要出口国家出口维持高景气度，其中中国 12 月出口增速 18.1%，韩国 12 月出口增速 12.6%，海外经济整体在逐步恢复，拉动国内铜终端产品出口消费（中国铜终端产品有 20% 以上出口海外）。

全球铜库存季节性低位。库存方面，国内铜社会库存连续下滑3周，当前库存绝对量仅为16.2万吨。全球角度看，LME、COMEX及保税区库存同样处于下降通道中，全球铜库存处于近年来季节性低位。

综上，铜矿加工费持续创新低，冶炼亏损减产预期仍在，供应端对铜价支撑逻辑延续。铜消费随着海内外经济恢复，整体稳定。我们认为铜基本面有望继续好转，叠加目前全球库存处于低位，铜价中长期上行趋势难改。仅供参考。

6. 风险提示

1. 全球疫情反复；
2. 欧美实体经济恢复不及预期；
3. 宏观货币政策变化超预期。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾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

本报告的信息均来源于公开资料，我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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。