

# 主要经济体持续复苏，铜价有望维持强势

兴证期货.研发中心

2020年5月6日 星期四

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

孟宪博

从业资格编号：F3083156

联系人

孙二春

021-20370947

[sunec@xzfutures.com](mailto:sunec@xzfutures.com)

## 内容提要

### ● 行情回顾

4月铜价气势如虹，伦铜自2011年2月份以来首次突破10000美元/吨大关。国内一季度经济数据表现不俗，海外美国货币政策维持宽松叠加基建刺激预期，提振铜金融属性。基本上，海内外经济复苏，铜消费整体不差，供应端铜矿相对紧缺延续，加工TC维持在30美元/吨附近绝对低位，支撑铜价。截至4月30日，沪铜主力合约CU2106收于71890元/吨，月涨幅9.40%。

### ● 后市展望及策略建议

1. **铜矿加工费TC维持在30美元/吨附近。**南美等主要铜矿产地疫情仍较为严重，铜矿产出干扰短期难消除。主要矿企产量恢复不乐观，已经公布的13家大矿企一季度产量同比去年增量仅为0.78万吨(+0.26%)，全球前20大矿企(CR20:0.67)2021年产量增量预期下调至35.45万吨，增速不足3%。从当前疫情发展及主要矿企的产量预期来看，我们认为二季度铜矿供应紧张的状态很难有实质性改善，铜矿加工费TC大概率维持在30美元/吨附近低位。

2. **冶炼厂亏损减产预期加强，5月检修力度加大。**根据测算，在当前30美元/吨的铜矿加工费TC水平下，铜冶炼持续亏损，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。但随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期加强，据资讯机构统计，5月国内冶炼厂检修力度加大。这是我们认为供应端支撑铜价的主要逻辑之一。

3. **海内外经济延续复苏，铜消费整体处于向好进程中。**国内经

济恢复正常化，一季度经济数据表现不俗。海外主要经济体疫情整体缓解，制造业 PMI 维持高位，铜消费整体处于向好进程中。

4. 情绪层面，海外主要经济体疫情缓解，美国货币政策维持宽松叠加基建刺激预期，提振铜金融属性。

综上，随着供应端铜矿偏紧状态延续，需求端海内外经济复苏，铜消费逐步好转，铜基本面边际改善预期较强，铜价有望继续向上运行。

● **风险提示：**

海外主要经济体疫情反复；欧美实体经济恢复不及预期；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 维持在 30 美元/吨低位.....	7
3.2 国内经济恢复正常化.....	12
3.3 全球铜库存进入有望去库通道.....	16
4.宏观面：海外美国货币政策维持宽松叠加基建刺激预期，提振铜金融属性.....	18
5.结论 .....	19
6.风险提示 .....	20

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： 海外每日新增确诊人数（5 日均值，单位：人） .....	5
图 4： 智利、秘鲁每日新增确诊人数（5 日均值，单位：人） .....	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： 铜精矿加工费 TC 维持在 30 美元/吨附近（单位：美元/吨） .....	9
图 8： 2021 年铜精矿长单 TC 下滑至 59.5 美元/吨（单位：美元/吨） .....	10
图 9： 国内电解铜产量（单位：万吨，%） .....	10
图 10： 铜精矿现货加工盈亏（单位：元/吨） .....	11
图 11： 硫酸价格（单位：元/吨） .....	11
图 12： 中国制造业 PMI（单位：%） .....	12
图 13： 国内铜消费按品种分布.....	12
图 14： 国内铜终端消费行业分布.....	12
图 15： 电线电缆开工率（单位：%） .....	13
图 16： 铜杆开工率（单位：%） .....	13
图 17： 铜管开工率（单位：%） .....	13
图 18： 铜板带箔开工率（单位：%） .....	13
图 19： 电网投资增长（单位：亿元，%） .....	14
图 20： 国家电网计划投资额（单位：亿元） .....	14
图 21： 空调产量（单位：万台，%） .....	14
图 22： 空调库存压力较大（单位：万台） .....	14
图 23： 汽车产量（单位：万辆，%） .....	15
图 24： 汽车产量增速季节性（单位：%） .....	15
图 25： 乘联会狭义乘用车销量变化（单位：%） .....	15
图 26： 欧美国家铜消费占比 20%.....	16

图 27: 欧美发达国家制造业 PMI.....	16
图 28: 三大交易所叠加保税区库存 (单位: 万吨) .....	16
图 29: 国内三地社会库存 (单位: 万吨) .....	17
图 30: 保税区库存季节性 (单位: 万吨) .....	17
图 31: 上期所铜库存季节性 (单位: 吨) .....	17
图 32: LME 铜库存季节性 (单位: 吨) .....	17
图 33: COMEX 铜库存季节性 (单位: 吨) .....	17
图 34: 美元指数与铜价走势.....	18
图 35: 主要资产表现.....	18
图 36: 市场恐慌情绪低位.....	19

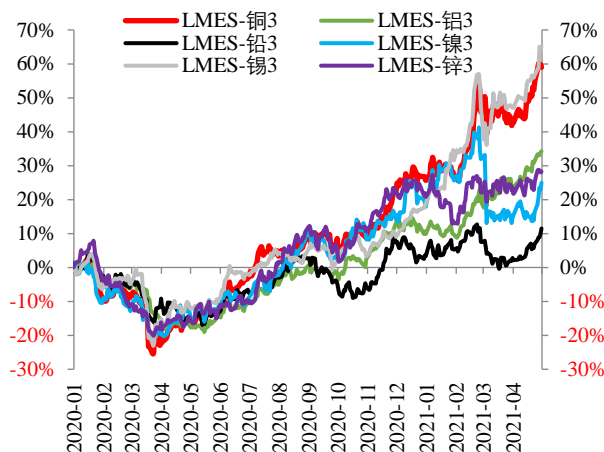
### 表目录

表 1: 全球前 20 大矿企 2021 年产量增量预期下调至 35.45 万吨.....	8
表 2: 全球前 15 大矿企 2021 年 1 季度产量同比微幅增长.....	9

## 1. 行情回顾

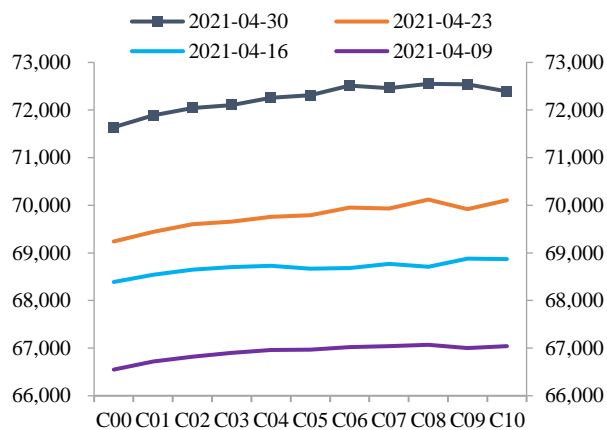
4月铜价气势如虹，伦铜自2011年2月份以来首次突破10000美元/吨大关。国内一季度经济数据表现不俗，海外美国货币政策维持宽松叠加基建刺激预期，提振铜金融属性。基本上，海内外经济复苏，铜消费整体不差，供应端铜矿相对紧缺延续，加工TC维持在30美元/吨附近绝对低位，支撑铜价。截至4月30日，沪铜主力合约CU2106收于71890元/吨，月涨幅9.40%。

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)

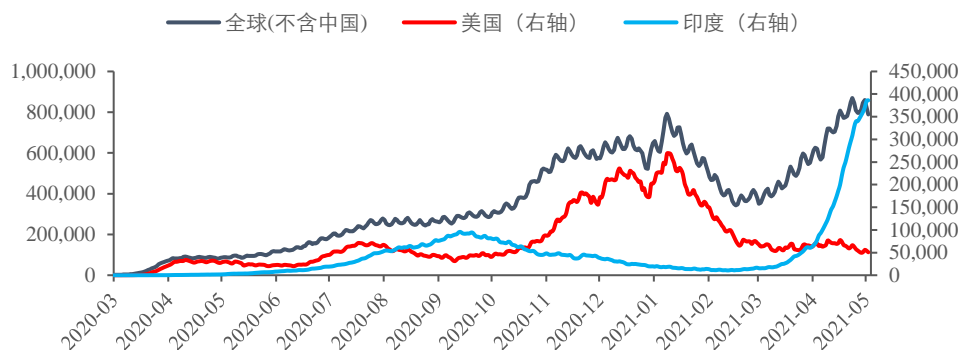


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2. 疫情情况

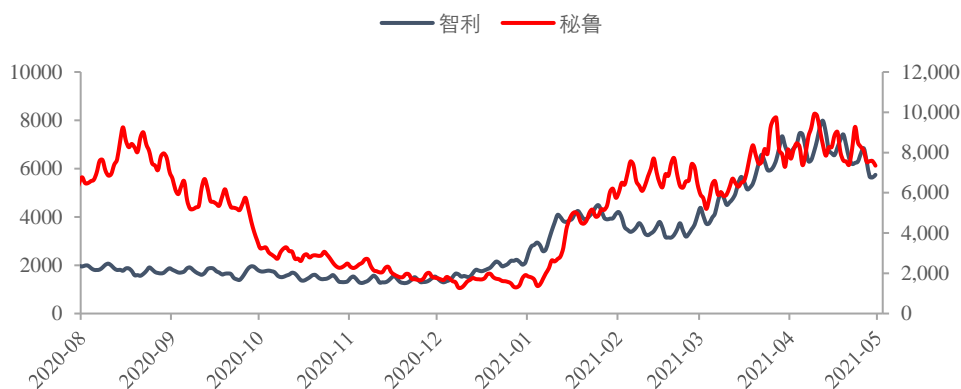
海外疫情局部恶化。截至4月30日，海外确诊病例超过1.5亿人，其中美国确诊病例超过3300万人。4月开始海外部分国家疫情再度恶化（印度、土耳其、伊朗、阿根廷、日本等）疫每日确诊人数持续走高。智利、秘鲁（智利、秘鲁占全球铜矿产量40%）等主要铜矿生产地疫情仍较为严重，每日新增确诊人数高位，铜矿产出干扰短期难消除。

图3: 海外每日新增确诊人数(5日均值, 单位: 人)



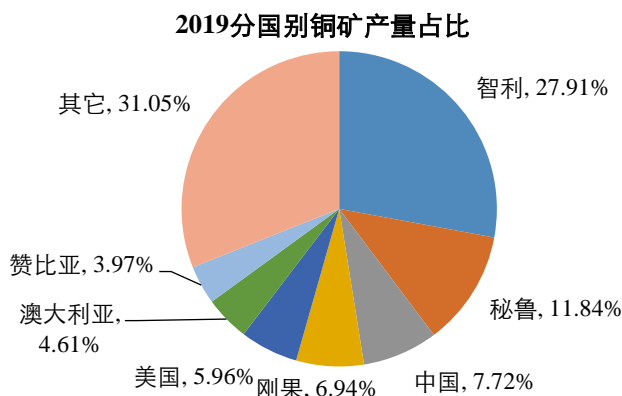
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

**图4：智利、秘鲁每日新增确诊人数（5日均值，单位：人）**



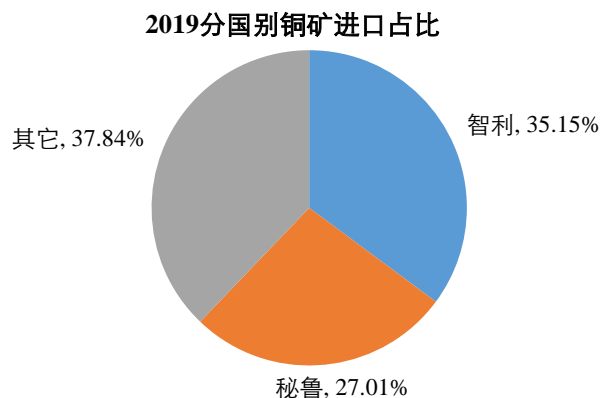
数据来源：Wind，兴证期货研发部

**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 维持在 30 美元/吨附近。**南美等主要铜矿产地疫情仍较为严重，铜矿产出干扰短期难消除。主要矿企产量恢复不乐观，已经公布的 13 家大矿企一季度产量同比去年增量仅为 0.78 万吨 (+0.26%)，全球前 20 大矿企 (CR20:0.67) 2021 年产量增量预期下调至 35.45 万吨，增速不足 3%。从当前疫情发展及主要矿企的产量预期来看，我们认为二季度铜矿供应紧张的状态很难有实质性改善，铜矿加工费 TC 大概率维持在 30 美元/吨附近低位。

**冶炼厂亏损减产预期加强，5 月检修力度加大。**根据测算，在当前 30 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼持续亏损，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。但随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期加强，据资讯机构统计，5 月国内冶炼厂检修力度加大。这是我们认为供应端支撑铜价的主要逻辑之一。

**海内外经济延续复苏，铜消费整体处于向好的进程中。**国内经济恢复正常化，一季度经济数据表现不俗。海外主要经济体疫情整体缓解，制造业 PMI 维持高位，铜消费整体处于向好的进程中。

综上，随着供应端铜矿偏紧状态延续，需求端海内外经济复苏，铜消费逐步好转，铜基本面边际改善预期较强，铜价有望继续向上运行。

#### 3.1 铜矿加工费 TC 维持在 30 美元/吨低位

铜矿加工费 TC 维持在 30 美元/吨附近。南美等主要铜矿产地疫情仍较为严重，铜矿产出干扰短期难消除。主要矿企产量恢复不乐观，已经公布的 13 家大矿企一季度产量同比去年增量仅为 0.78 万吨 (+0.26%)，全球前 20 大矿企 (CR20:0.67) 2021 年产量增量预期下调至 35.45 万吨，增速不足 3%。从当前疫情发展及主要矿企的产量预期来看，我们认为二季度铜矿供应紧张的状态很难有实质性改善，铜矿加工费 TC 大概率维持在 30 美元/吨附近低位。

冶炼厂亏损减产预期加强，5 月检修力度加大。根据测算，在当前 30 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼持续亏损，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。但随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期加强，据资讯机构统计，5 月国内冶炼厂检修力

度加大。这是我们认为供应端支撑铜价的主要逻辑之一。

海内外经济延续复苏，铜消费整体处于向好的进程中。国内经济恢复正常化，一季度经济数据表现不俗。海外主要经济体疫情整体缓解，制造业 PMI 维持高位，铜消费整体处于向好的进程中。

### 3.1.1 大矿企 2021 年产量增量预期下调至 35.45 万吨

主要矿企产量恢复不乐观，已经公布的 13 家大矿企一季度产量同比去年增量仅为 0.78 万吨 (+0.26%)，全球前 20 大矿企 (CR20:0.67) 2021 年产量增量预期下调至 35.45 万吨，增速不足 3%。从当前疫情发展及主要矿企的产量预期来看，我们认为二季度铜矿供应紧张的状态很难有实质性改善，铜矿加工费 TC 大概率维持在 30 美元/吨附近低位。

表 1: 全球前 20 大矿企 2021 年产量增量预期下调至 35.45 万吨

序号	公司	2020A (万吨)	2021E (万吨)	2021 增量
1	Codelco	172.70	175.40	2.70
2	Freeport	145.42	174.63	29.21
3	BHP Billiton	172.41	159.75	-12.66
4	Glencore	125.81	122.00	-3.81
5	Grupo Mexico	112.89	107.06	-5.83
6	Antofagasta	73.39	74.50	1.11
7	Rio Tinto	68.29	75.50	7.21
8	KGHM Polska	70.92	74.60	3.68
9	MMG	38.46	37.50	-0.96
10	Anglo American	64.74	66.00	1.26
11	First Quantum	77.90	81.75	3.85
12	Vale	36.01	37.00	0.99
13	Norilsk	48.72	41.25	-7.47
14	Teck Resources	27.60	28.25	0.65
15	Kazakhmys	30.57	28.50	-2.07
16	洛阳钼业	20.96	23.49	2.53
17	江西铜业	20.86	20.89	0.03
18	紫金矿业	45.60	56.00	10.40
19	Lundin Mining	23.08	28.70	5.62
20	Barrick Gold	20.73	19.73	-1.00
<b>Total</b>		<b>1397.05</b>	<b>1432.50</b>	<b>35.45</b>

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

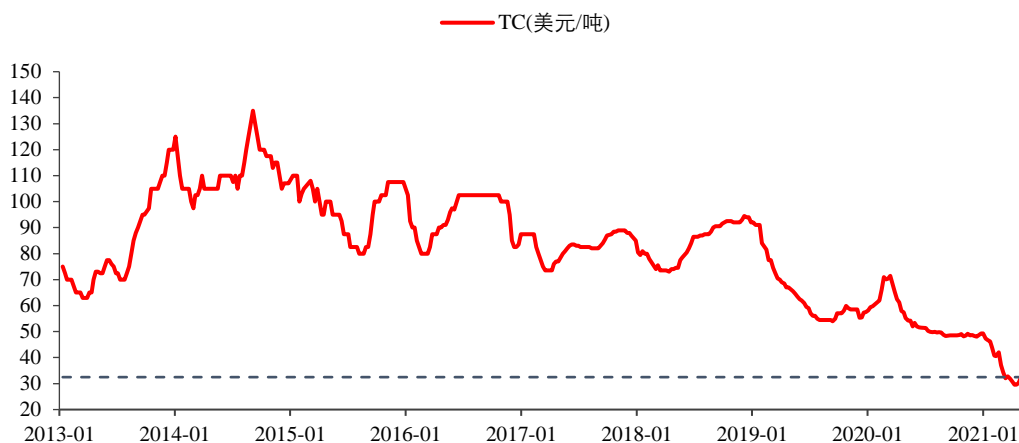


表 2: 全球前 15 大矿企 2021 年 1 季度产量同比微幅增长

序号	公司	2021Q1 (万吨)	2020Q1 增量 (万吨)	2021Q1 同比	2020Q4 同比
1	Codelco	-	-	-	-2.62%
2	Freeport	41.28	8.12	24.49%	4.47%
3	BHP Billiton	39.14	-3.36	-7.91%	-5.99%
4	Glencore	30.12	0.79	2.69%	-9.00%
5	Grupo Mexico	27.13	-0.13	-0.49%	2.43%
6	Antofagasta	18.30	-1.10	-5.67%	3.83%
7	Rio Tinto	17.97	-0.06	-0.33%	-10.45%
8	KGHM Polska	-	-	-	9.42%
9	MMG	7.73	-1.46	-15.87%	-6.15%
10	Anglo American	16.03	1.32	8.97%	5.67%
11	First Quantum	20.51	0.98	5.01%	-0.62%
12	Vale	7.65	-1.80	-19.05%	3.54%
13	Norilsk	9.13	-2.37	-20.61%	1.14%
14	Teck Resources	7.20	0.10	1.41%	10.00%
15	Kazakhmys	7.24	-0.25	-3.34%	-6.43%
<b>Total</b>		<b>249.43</b>	<b>0.78</b>	<b>0.31%</b>	<b>-4.08%</b>

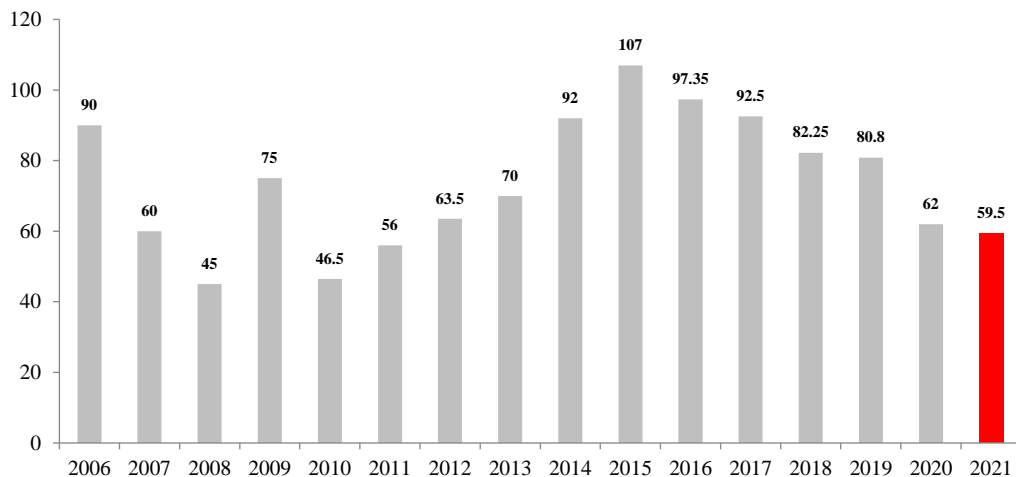
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图7：铜精矿加工费 TC 维持在 30 美元/吨附近（单位：美元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图8：2021年铜精矿长单TC下滑至59.5美元/吨（单位：美元/吨）

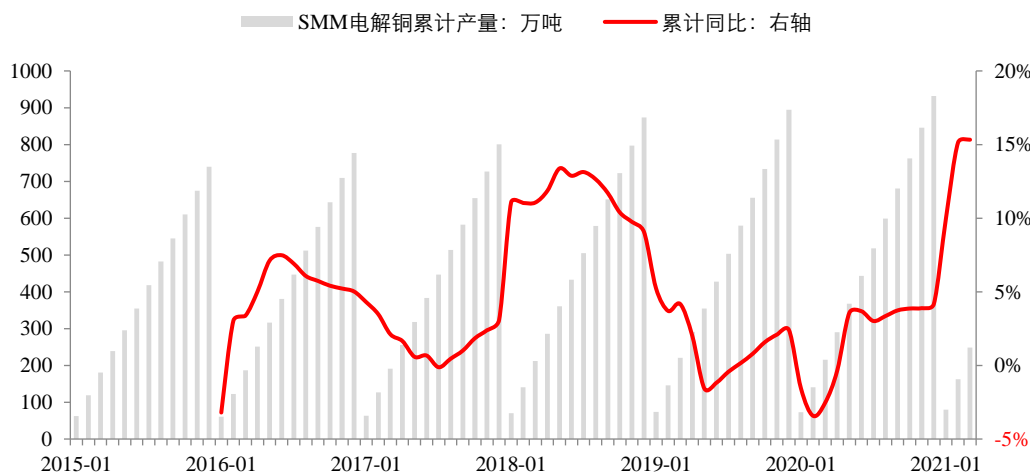


数据来源：公开资料，兴证期货研发部

### 3.1.2 冶炼厂亏损减产预期加强

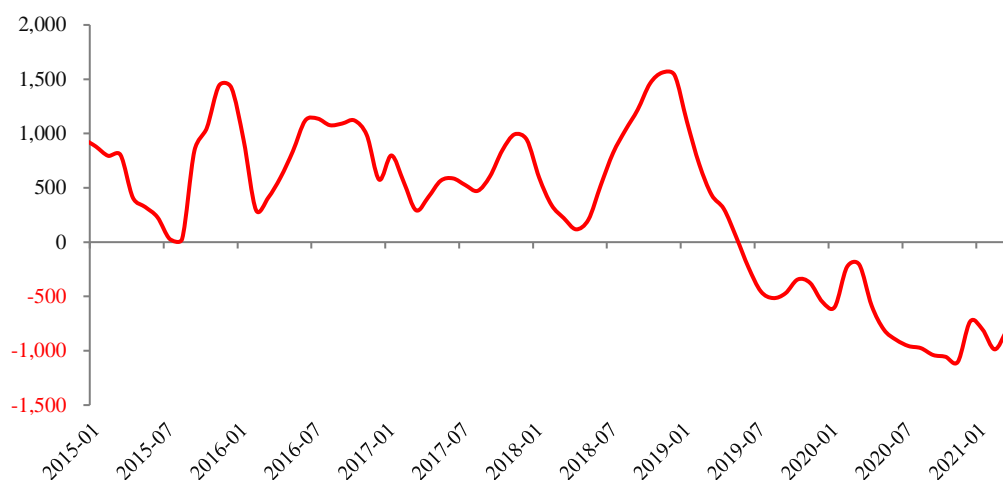
冶炼厂亏损减产预期加强，5月检修力度加大。根据测算，在当前30美元/吨的加工费水平下，铜冶炼持续亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化。但随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期加强，据资讯机构统计，5月国内冶炼厂检修力度加大。

图9：国内电解铜产量（单位：万吨，%）



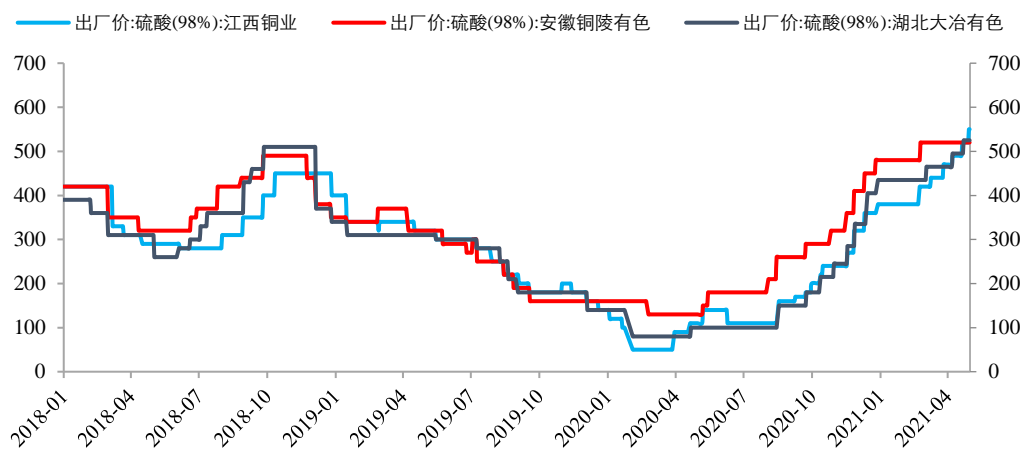
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图10: 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11: 硫酸价格 (单位: 元/吨)

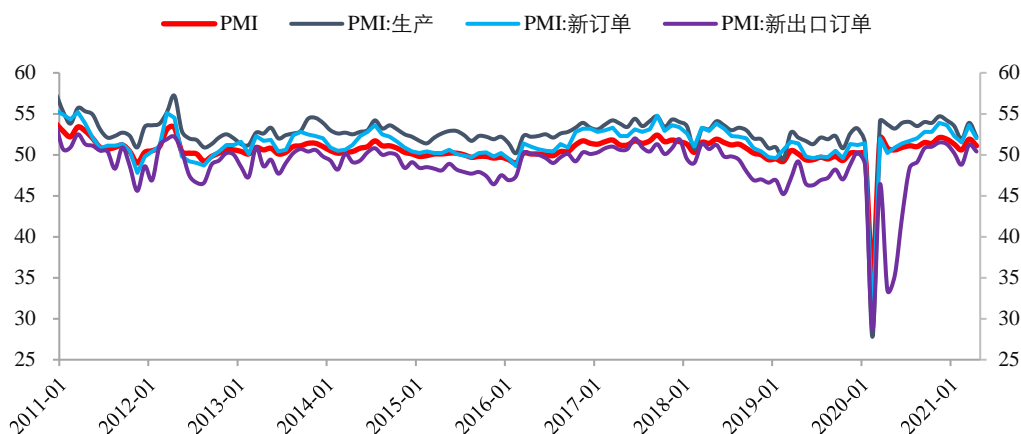


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2 国内经济恢复正常化

国内经济恢复正常化，一季度经济数据表现不俗，铜消费整体不差。

图12：中国制造业 PMI（单位：%）

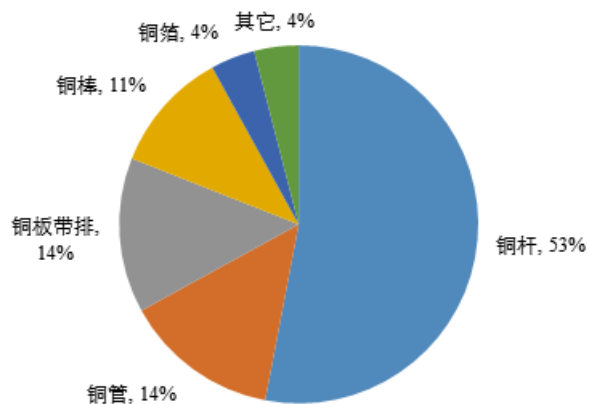


数据来源：Wind，兴证期货研发部

#### 3.2.1 下游铜材开工分化

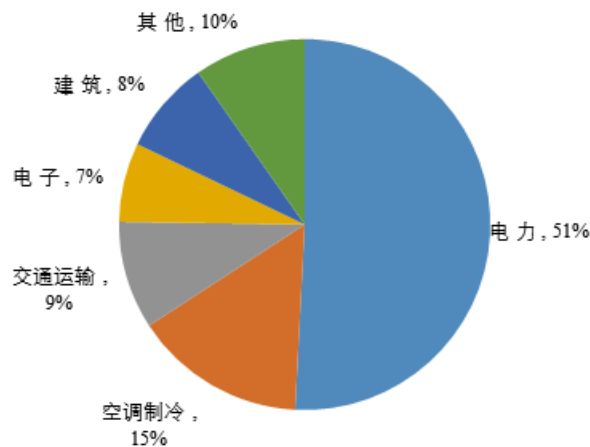
从铜下游开工来看，行业分化较大，铜杆、电线电缆表现相对较弱，但铜管、铜板带箔开工明显高于往年。

图13：国内铜消费按品种分布



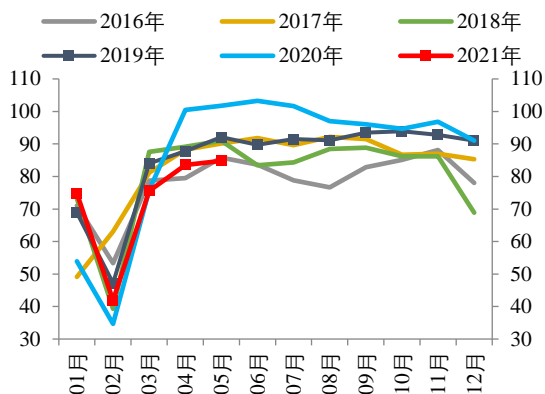
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图14：国内铜终端消费行业分布



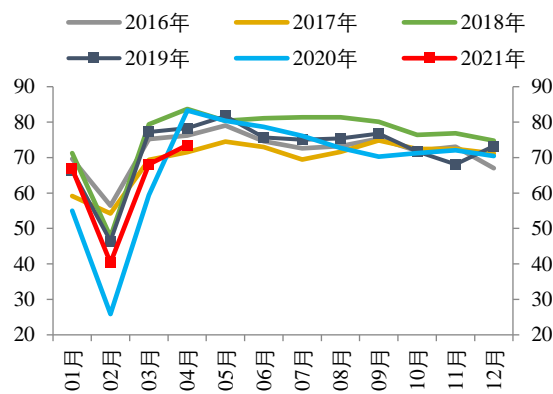
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图15: 电线电缆开工率 (单位: %)



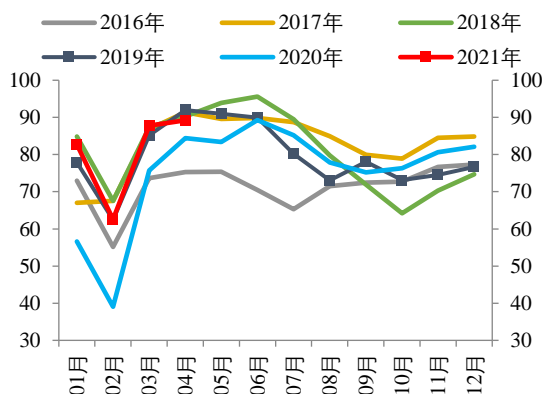
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图16: 铜杆开工率 (单位: %)



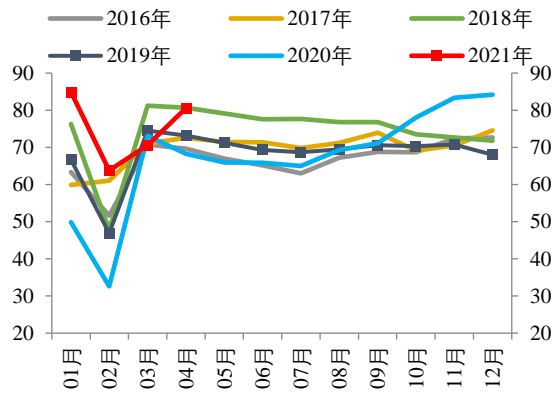
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图17: 铜管开工率 (单位: %)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图18: 铜板带箔开工率 (单位: %)

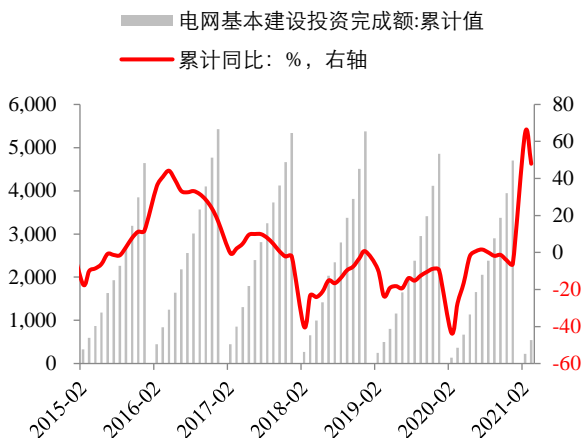


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### 3.2.2 2021 年电网投资计划 4730 亿元

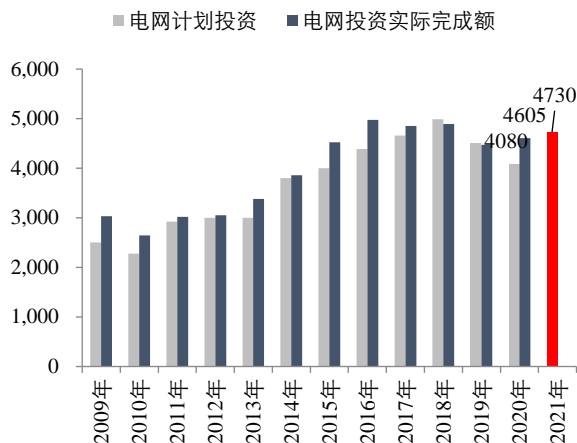
2021 年前 3 月月电网投资完成额同比转正 47.95%，其中 3 月单月完成 313 亿元，同比增长 37.89。国家电网 2021 年计划投资 4730 亿元，同比 2020 实际完成额增加 125 亿元。

图19: 电网投资增长 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图20: 国家电网计划投资额 (单位: 亿元)

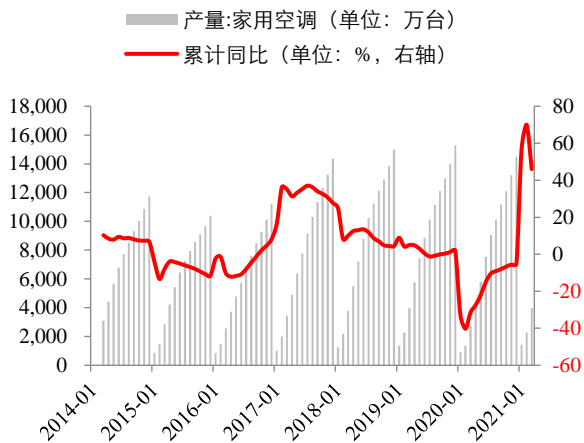


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2.3 空调产量回升

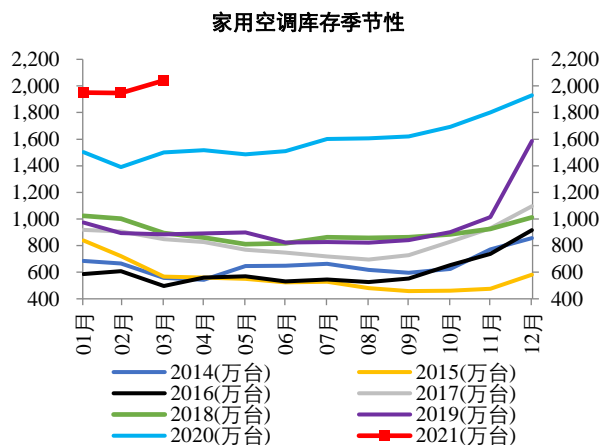
产业在线数据显示, 2021年1-3月家用空调总产量3982万台, 同比大增46%。3月空调库存2041万台, 空调库存压力仍较大。

图21: 空调产量 (单位: 万台, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图22: 空调库存压力较大 (单位: 万台)

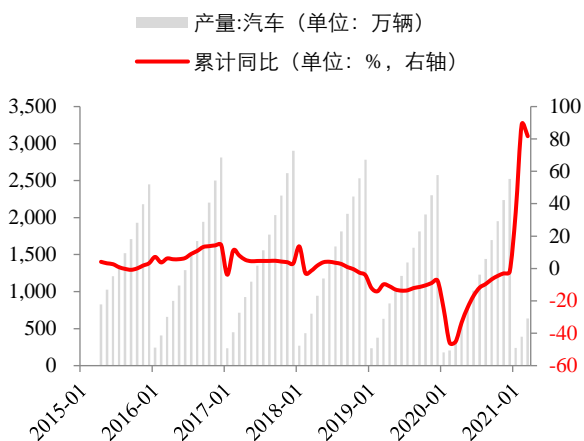


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2.4 汽车行业维持恢复态势

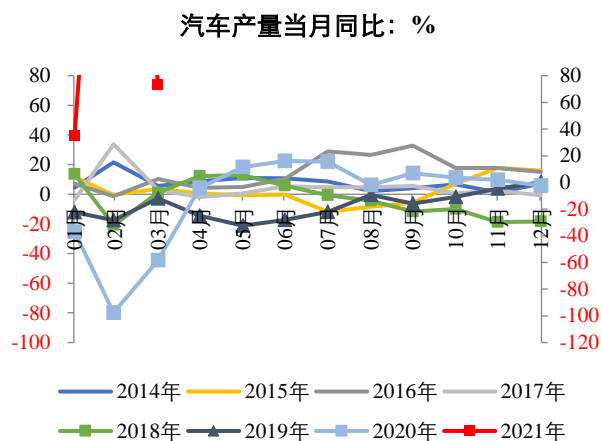
据中国汽车工业协会数据，2021年1-3月汽车产量同比正增长81.70%，汽车产业维持恢复态势。

图23：汽车产量（单位：万辆，%）



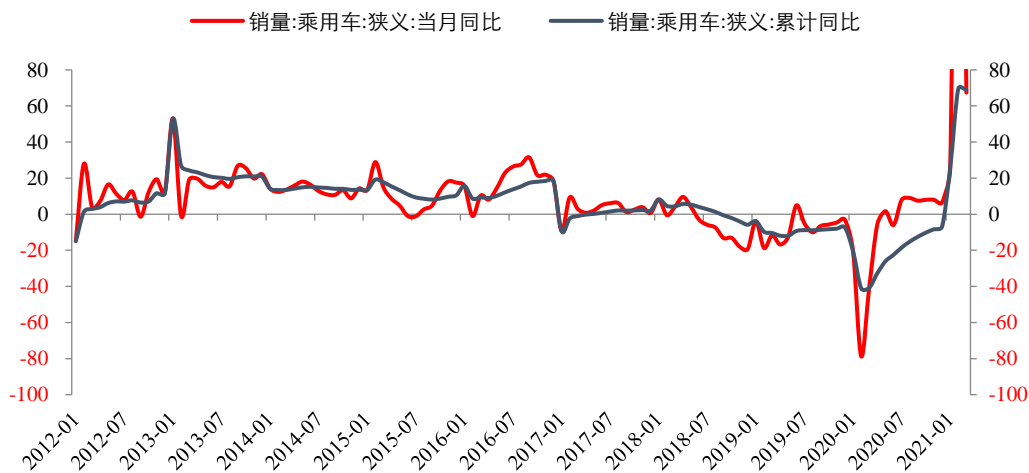
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图24：汽车产量增速季节性（单位：%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图25：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 欧美国家经济整体复苏

海外方面，随着疫苗推进，欧美主要经济体经济整体复苏，制造业角度看，当前欧美国家制造业 PMI 维持在高位。

图26：欧美国家铜消费占比 20%

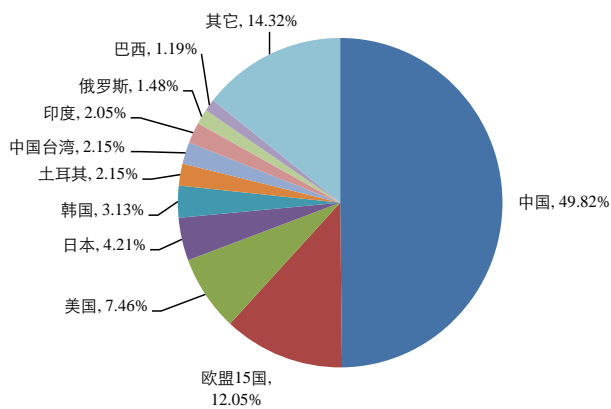
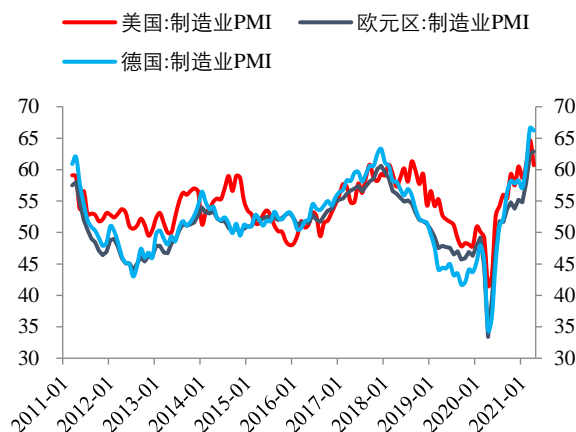


图27：欧美发达国家制造业 PMI



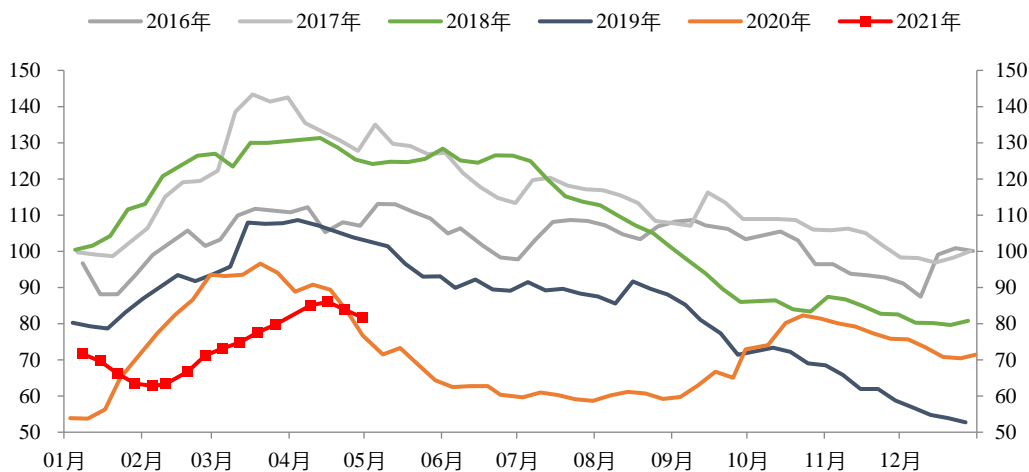
数据来源：Wind，兴证期货研发部

数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.3 全球铜库存进入有望去库通道

全球铜库存有望进入去库通道。根据对铜供应及消费的分析，我们认为 2 季度铜库存有望进入去库通道。

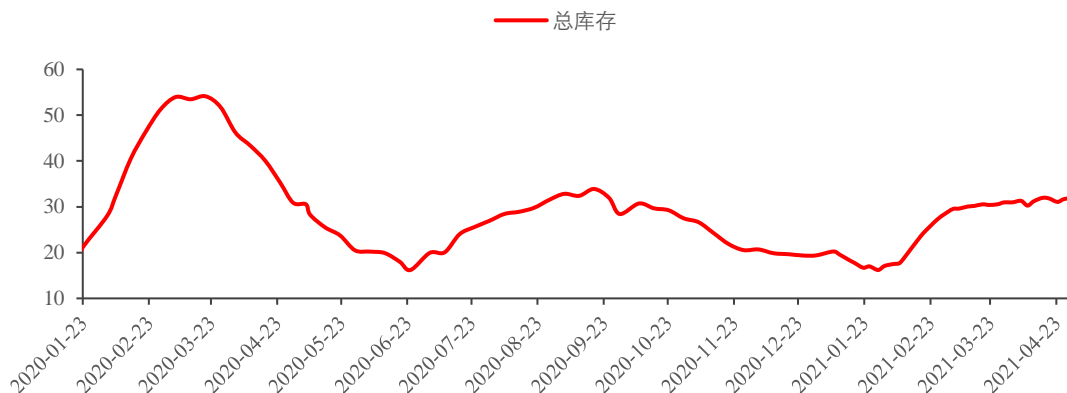
图28：三大交易所叠加保税区库存（单位：万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

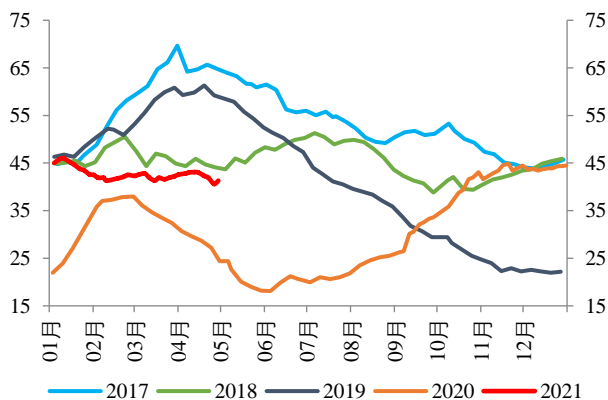


图29：国内三地社会库存（单位：万吨）



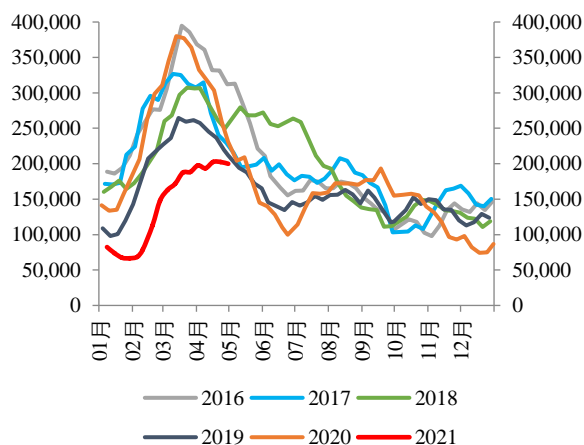
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图30：保税区库存季节性（单位：万吨）



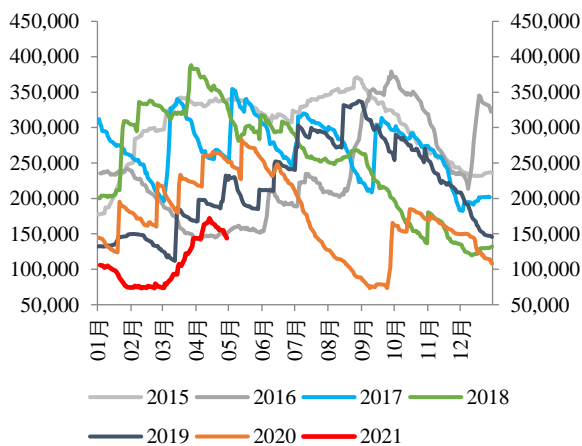
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图31：上期所铜库存季节性（单位：吨）



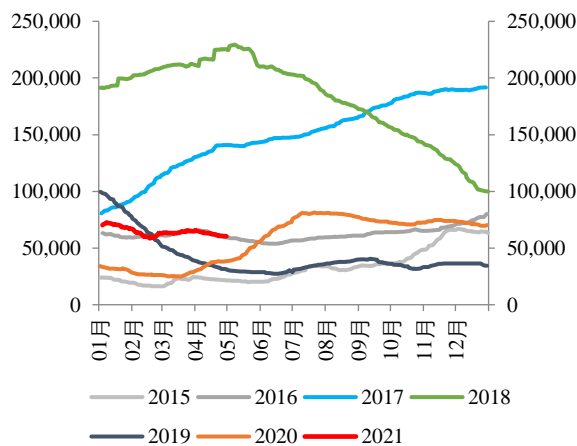
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图32：LME 铜库存季节性（单位：吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图33：COMEX 铜库存季节性（单位：吨）

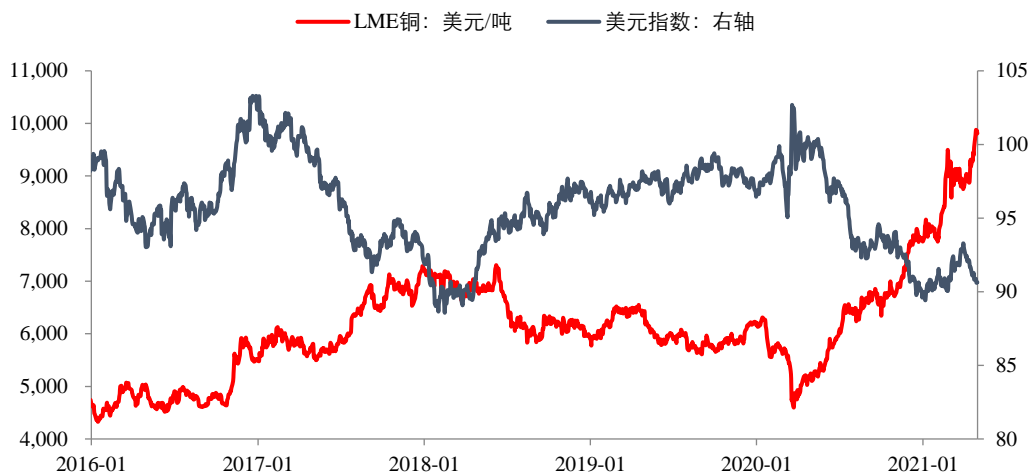


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 4. 宏观面：海外美国货币政策维持宽松叠加基建刺激预期，提振铜金融属性

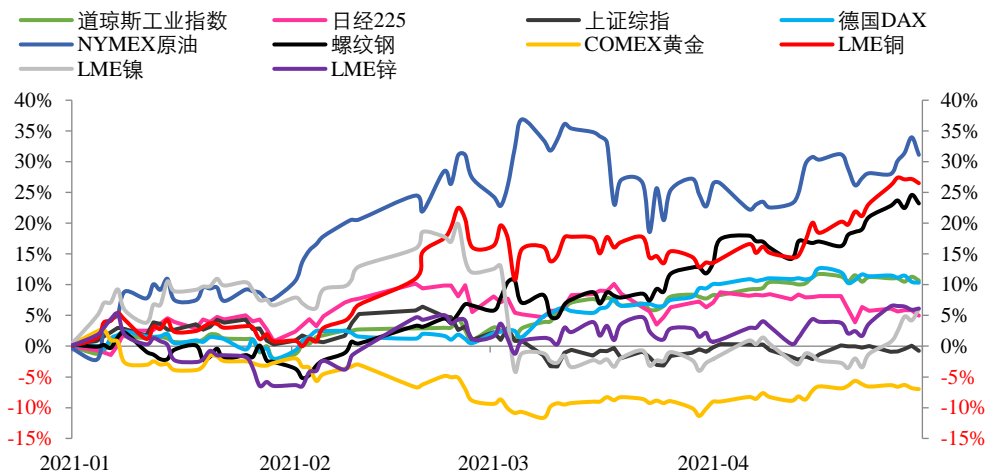
海外美国货币政策维持宽松叠加基建刺激预期，提振铜金融属性。

图34：美元指数与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图35：主要资产表现



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图36：市场恐慌情绪低位



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 5. 结论

**1. 铜矿加工费 TC 维持在 30 美元/吨附近。**南美等主要铜矿产地疫情仍较为严重，铜矿产出干扰短期难消除。主要矿企产量恢复不乐观，已经公布的 13 家大矿企一季度产量同比去年增量仅为 0.78 万吨 (+0.26%)，全球前 20 大矿企 (CR20:0.67) 2021 年产量增量预期下调至 35.45 万吨，增速不足 3%。从当前疫情发展及主要矿企的产量预期来看，我们认为二季度铜矿供应紧张的状态很难有实质性改善，铜矿加工费 TC 大概率维持在 30 美元/吨附近低位。

**2. 冶炼厂亏损减产预期加强，5 月检修力度加大。**根据测算，在当前 30 美元/吨的铜矿加工费 TC 水平下，铜冶炼持续亏损，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。但随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期加强，据资讯机构统计，5 月国内冶炼厂检修力度加大。这是我们认为供应端支撑铜价的主要逻辑之一。

**3. 海内外经济延续复苏，铜消费整体处于向好进程中。**国内经济恢复正常化，一季度经济数据表现不俗。海外主要经济体疫情整体缓解，制造业 PMI 维持高位，铜消费整体处于向好进程中。

**4. 情绪层面，海外主要经济体疫情缓解，海外美国货币政策维持宽松叠加基建刺激预期，提振铜金融属性。**

综上，随着供应端铜矿偏紧状态延续，需求端海内外经济复苏，铜消费逐步好转，铜基本面边际改善预期较强，铜价有望继续向上运行

## 6. 风险提示

海外主要经济体疫情反复；欧美实体经济恢复不及预期；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。