

政策不确定性较大，铜价或将延续高波动

兴证期货.研发中心

2020年6月1日 星期二

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

内容提要

● 行情回顾

5月铜价冲高回落，波动明显放大。宏观层面海外基建刺激，流动性及国内政策对大宗商品价格上涨的关注成为主导铜价波动的主要因素。截至5月31日，沪铜主力合约CU2107收于73950元/吨，月涨幅2.65%。

● 后市展望及策略建议

1. 铜矿加工费TC有所回升，铜矿紧缺程度出现缓解。短期铜矿相对紧缺格局有所缓解，加工费TC周内上升至35.70美元/吨。疫情角度看，当前智利、秘鲁等主要产铜国家疫情仍较为严重，智利（全球最大产铜国）每日确诊人数仍处于高位，叠加近期智利地区铜矿罢工及冰山保护可能会限制采矿等意外因素频出，铜矿产出干扰难有大的改变，供应端对铜价的支撑逻辑仍在。

2. 冶炼厂亏损状况有所改善。根据测算，在当前加工费TC水平下，铜冶炼仍在亏损，但由于近期及加工费TC有所回升及硫酸价格坚挺，国内冶炼厂亏损幅度有所改善。

3. 海内外经济逐步恢复，铜消费整体稳定。国内经济逐步回归正常，铜下游消费整体不差，其中铜管、铜板带箔等下游板块表现较好。海外欧美主要经济体延续复苏，随着疫苗接种推进，疫情缓解（美国每日确诊人数下滑至1万人以下），实体经济复苏，铜消费边际好转。

4. 情绪层面，政策不确定性仍较高。拜登6万亿美元预算方案提振市场，支撑基本金属金融属性，但国内政策对大宗商品的关注

度仍较高，警惕市场情绪突然变化。

综上，供应端铜矿紧缺对铜价支撑的力度边际缓解，国内经济回归正常化、海外消费边际贡献增量有限，消费端整体也难有超预期表现，基本面对铜价推动的逻辑在逐步弱化。我们认为近期主导铜价的因素仍在海内外政策的不确定性，市场情绪可能随时转向，铜价大概率维持高波动。仅供参考。

● **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 回升至 35 美元/吨.....	7
3.2 国内经济逐步回归正常化.....	12
3.3 全球铜库存有望逐步去化.....	16
4.宏观面：国内政策对大宗商品关注度较高，警惕市场情绪突然变化.....	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 回升至 35 美元/吨以上（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: 美债隐含通胀水平 (单位: %)	18
图 36: 市场恐慌情绪低位.....	19

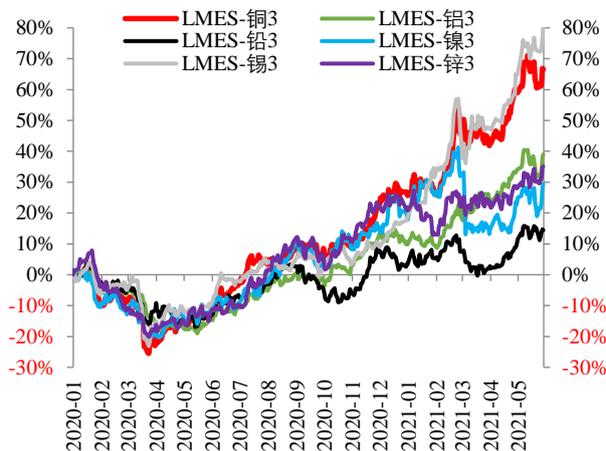
表目录

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 季度产量同比小幅增长	9

1. 行情回顾

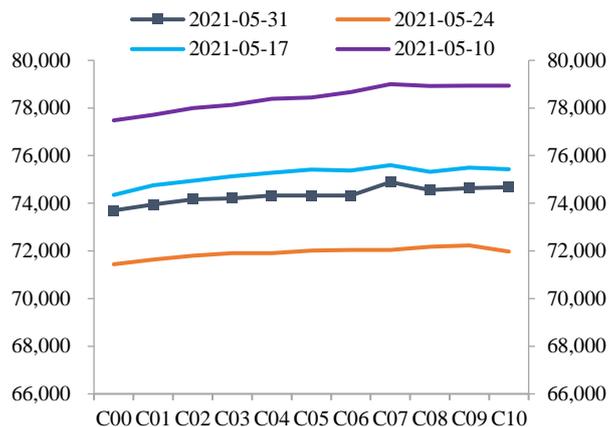
5月铜价冲高回落，波动明显放大。宏观层面海外基建刺激，流动性及国内政策对大宗商品价格上涨的关注成为主导铜价波动的主要因素。截至5月31日，沪铜主力合约CU2107收于73950元/吨，月涨幅2.65%。

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

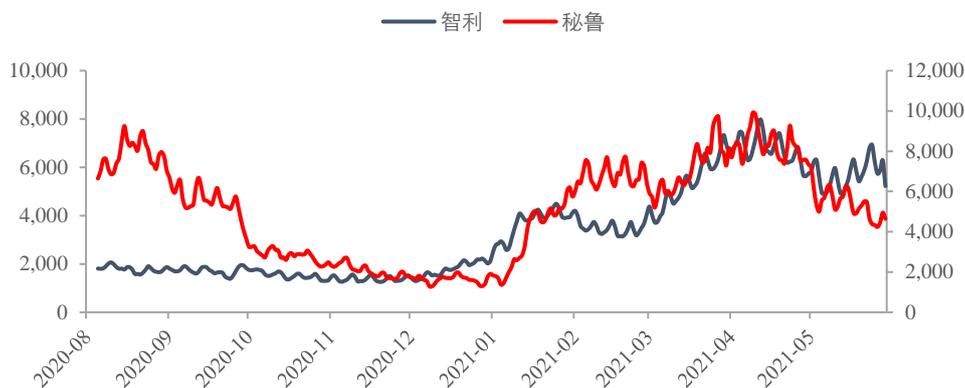
海外疫情整体好转。截至5月30日，海外确诊病例超过1.7亿人，其中美国确诊病例超过3400万人。5月中旬开始海外疫情整体好转，每日确诊人数逐步下滑。智利、秘鲁（智利、秘鲁占全球铜矿产量40%）等主要铜矿生产地疫情仍较为严重，每日新增确诊人数仍处于高位，铜矿产出干扰很难得到实质性改善。

图3: 海外每日新增确诊人数 (5日均值, 单位: 人)



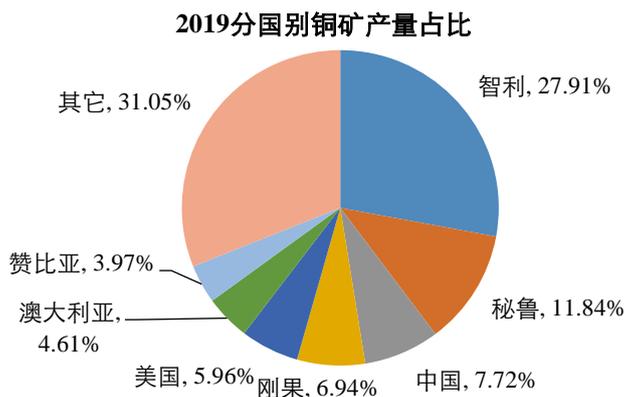
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图4：智利、秘鲁每日新增确诊人数（5日均值，单位：人）



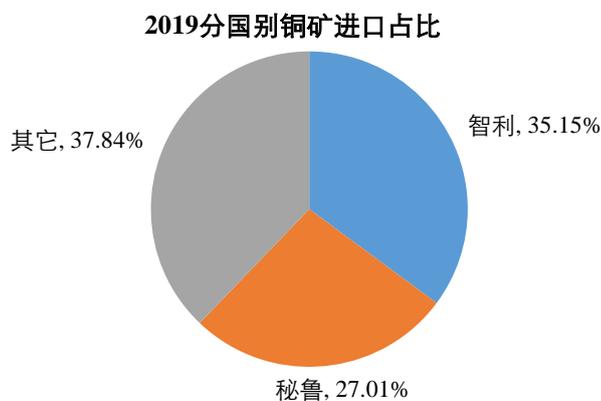
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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 有所回升，铜矿紧缺程度出现缓解。短期铜矿相对紧缺格局有所缓解，加工费 TC 周内上升至 35.70 美元/吨。疫情角度看，当前智利、秘鲁等主要产铜国家疫情仍较为严重，智利（全球最大产铜国）每日确诊人数仍处于高位，叠加近期智利地区铜矿罢工及冰山保护可能会限制采矿等意外因素频出，铜矿产出干扰难有大的改变，供应端对铜价的支撑逻辑仍在。

冶炼厂亏损状况有所改善。根据测算，在当前加工费 TC 水平下，铜冶炼仍在亏损，但由于近期及加工费 TC 有所回升及硫酸价格坚挺，国内冶炼厂亏损幅度有所改善。

海内外经济逐步恢复，铜消费整体稳定。国内经济逐步回归正常，铜下游消费整体不差，其中铜管、铜板带箔等下游板块表现较好。海外欧美主要经济体延续复苏，随着疫苗接种推进，疫情缓解（美国每日确诊人数下滑至 1 万人以下），实体经济复苏，铜消费边际好转。

综上，供应端铜矿紧缺对铜价支撑的力度边际缓解，国内经济回归正常化、海外消费边际贡献增量有限，消费端整体也难有超预期表现，我们认为基本面对铜价推动的逻辑在逐步弱化。

3.1 铜矿加工费 TC 回升至 35 美元/吨

铜矿加工费 TC 有所回升，铜矿紧缺程度出现缓解。短期铜矿相对紧缺格局有所缓解，加工费 TC 周内上升至 35.70 美元/吨。疫情角度看，当前智利、秘鲁等主要产铜国家疫情仍较为严重，智利（全球最大产铜国）每日确诊人数仍处于高位，叠加近期智利地区铜矿罢工及冰山保护可能会限制采矿等意外因素频出，铜矿产出干扰难有大的改变，供应端对铜价的支撑逻辑仍在。

冶炼厂亏损状况有所改善。根据测算，在当前加工费 TC 水平下，铜冶炼仍在亏损，但由于近期及加工费 TC 有所回升及硫酸价格坚挺，国内冶炼厂亏损幅度有所改善。但随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期延续。

海内外经济逐步恢复，铜消费整体稳定。国内经济逐步回归正常，铜下游消费整体不差，其中铜管、铜板带箔等下游板块表现较好。海外欧美主要经济体延续复苏，随着疫苗接种推进，

疫情缓解（美国每日确诊人数下滑至 1 万人以下），实体经济复苏，铜消费边际好转。

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 15 家大矿企一季度产量同比去年增量仅为 6.86 万吨（+2.36%），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%。从当前主要产铜国家疫情、罢工等因素来看，我们认为二季度铜矿供应紧张的状态难有实质性改善。

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
Total		1397.05	1432.50	35.45

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 季度产量同比小幅增长

序号	公司	2021Q1 (万吨)	2020Q1 增量 (万吨)	2021Q1 同比	2020Q4 同比
1	Codelco	41.30	38.66	6.83%	-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	18.55	17.41	6.55%	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%
Total		297.97	6.86	2.36%	-4.08%

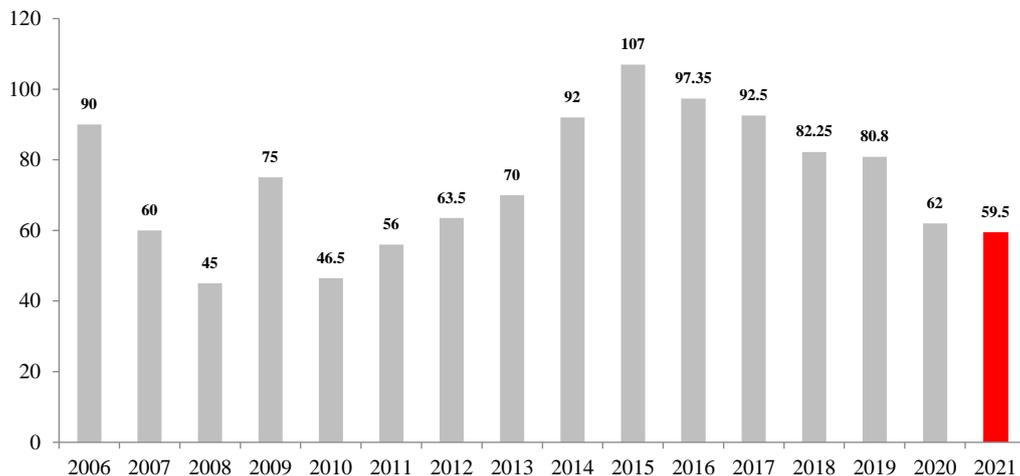
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图7：铜精矿加工费 TC 回升至 35 美元/吨以上（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）

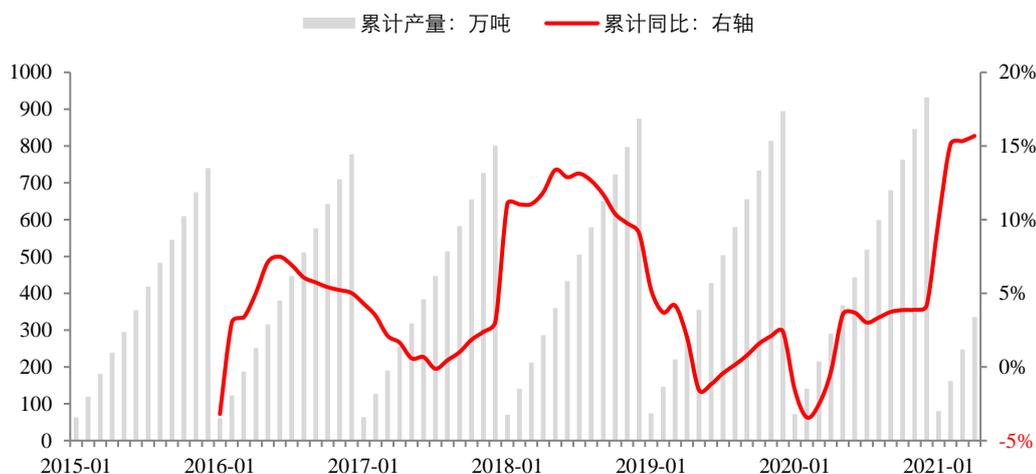


数据来源：公开资料，兴证期货研发部

3.1.2 冶炼厂亏损减产预期加强

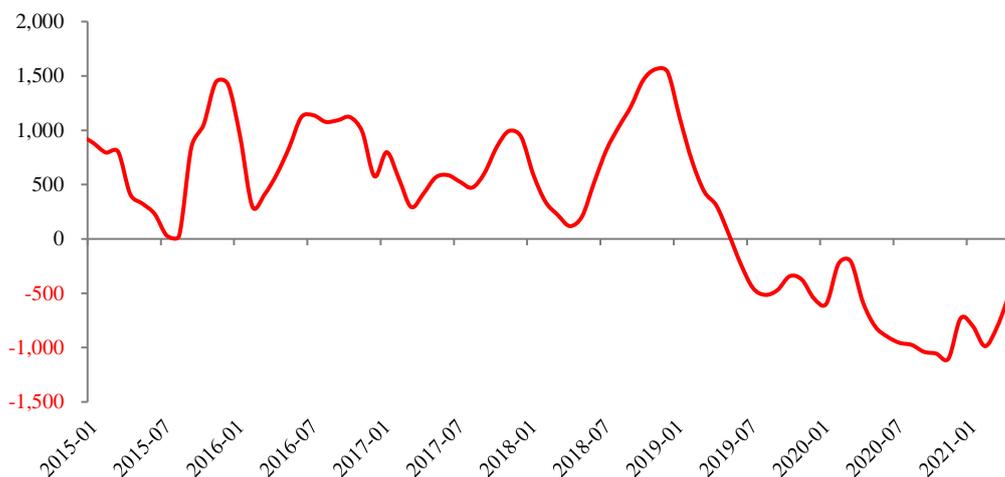
冶炼厂亏损状况有所改善。根据测算，在当前加工费 TC 水平下，铜冶炼仍在亏损，但由于近期加工费 TC 有所回升及硫酸价格坚挺，国内冶炼厂亏损幅度有所改善。但随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期延续。

图9：国内电解铜产量（单位：万吨，%）



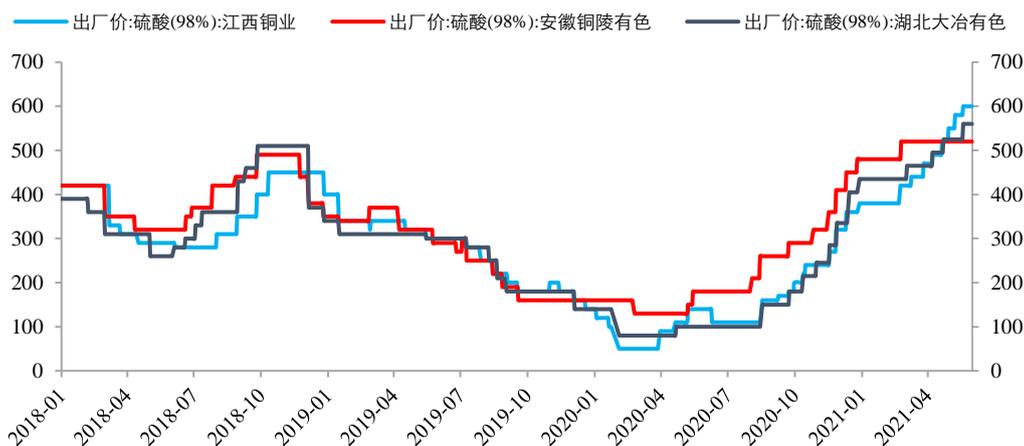
数据来源：SMM，兴证期货研发部

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)

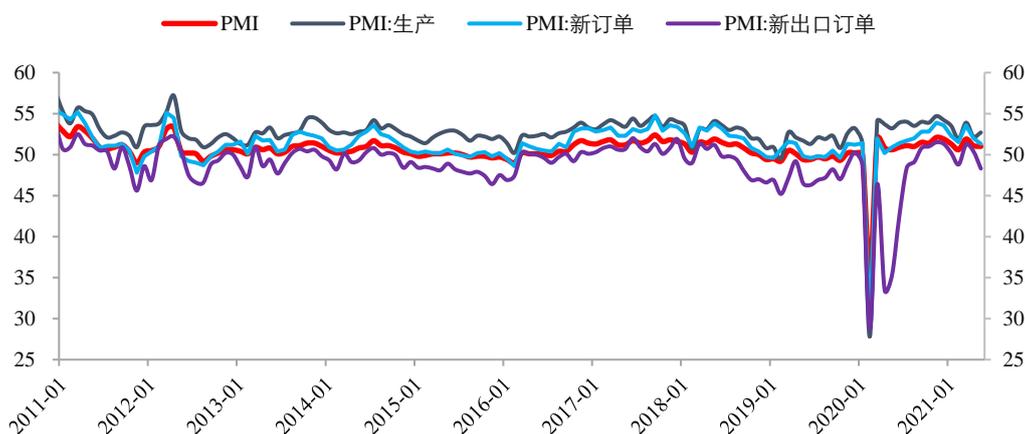


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 国内经济逐步回归正常化

国内经济逐步回归正常化，铜下游消费整体不差。

图12：中国制造业 PMI（单位：%）

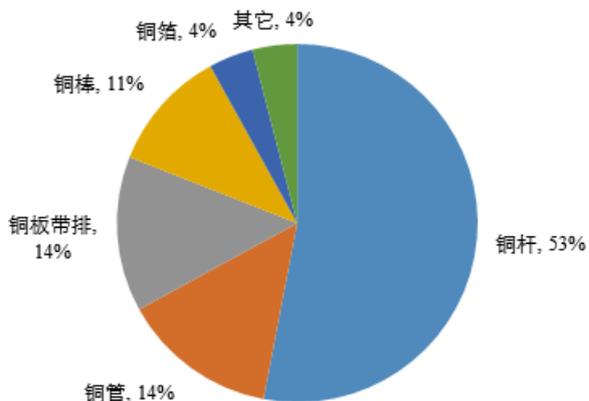


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2.1 下游铜材开工分化

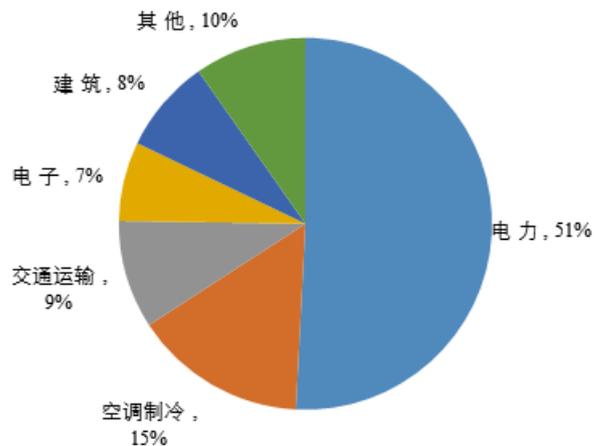
从铜下游开工来看，行业分化较大，铜杆、电线电缆表现相对较弱，但铜管、铜板带箔板相对较好。

图13：国内铜消费按品种分布



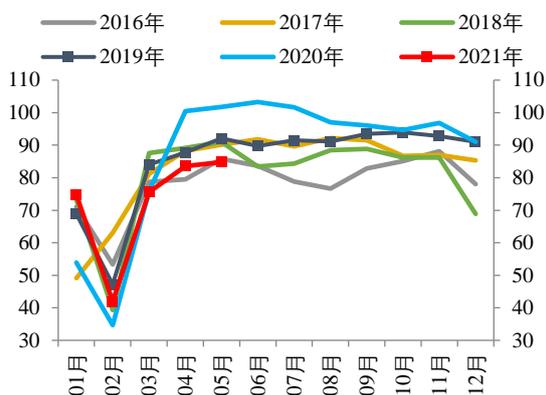
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图14：国内铜终端消费行业分布



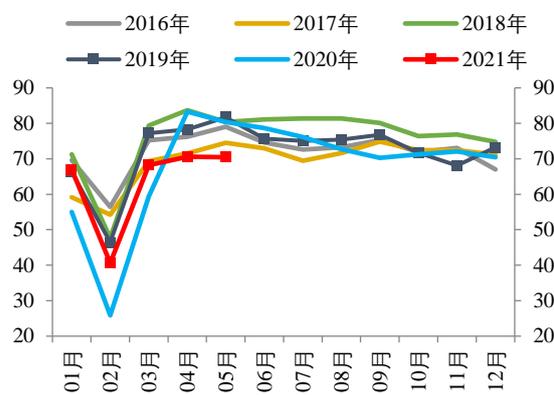
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图15: 电线电缆开工率 (单位: %)



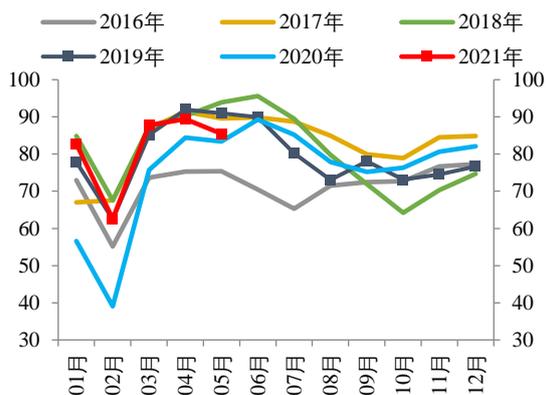
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图16: 铜杆开工率 (单位: %)



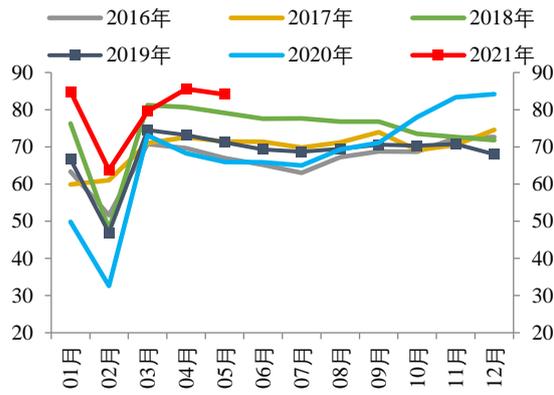
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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

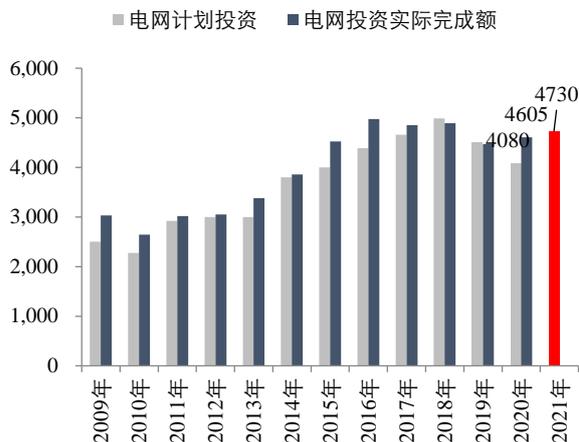
2021 年前 4 月月电网投资完成额同比 27.16%, 其中 4 月单月完成 312 亿元, 同比增长 2.30%。国家电网 2021 年计划投资 4730 亿元, 同比 2020 实际完成额增加 125 亿元。

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)

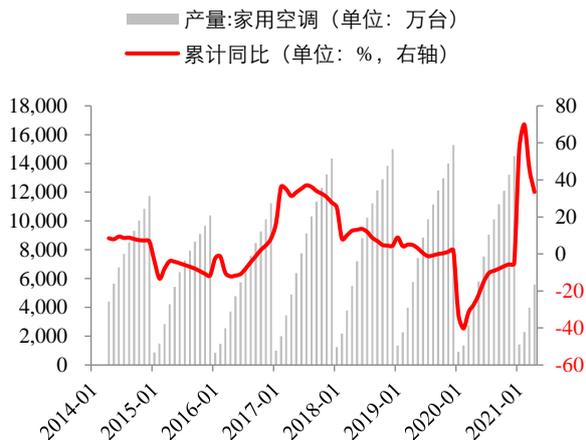


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.3 空调产量增速下滑

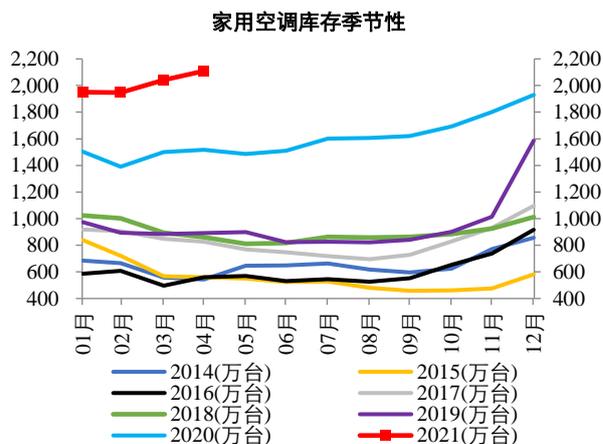
产业在线数据显示, 2021年1-4月家用空调总产量5578万台, 同比增33%。4月空调库存2109万台, 空调库存压力仍较大。

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 汽车产量增速下滑

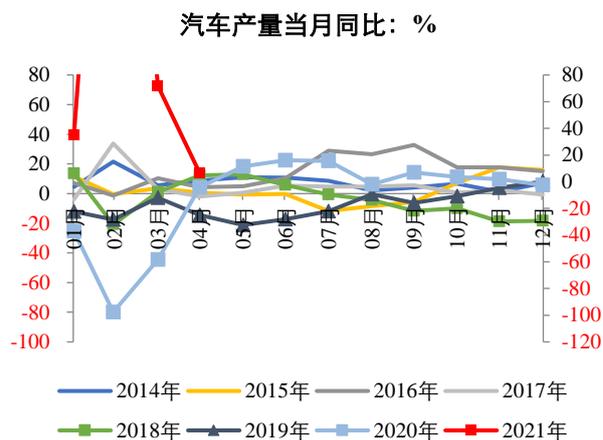
据中国汽车工业协会数据，2021年1-4月汽车产量同比增长53.40%，汽车产业维持恢复态势。

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 欧美国家经济延续复苏

海外欧美主要经济体延续复苏，随着疫苗接种推进，疫情缓解（美国每日确诊人数下滑至1万人以下），实体经济复苏，铜消费边际好转。

图26：欧美国家铜消费占比 20%

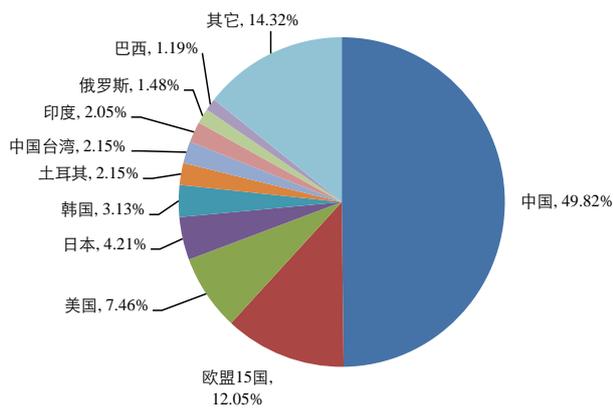


图27：欧美发达国家制造业 PMI



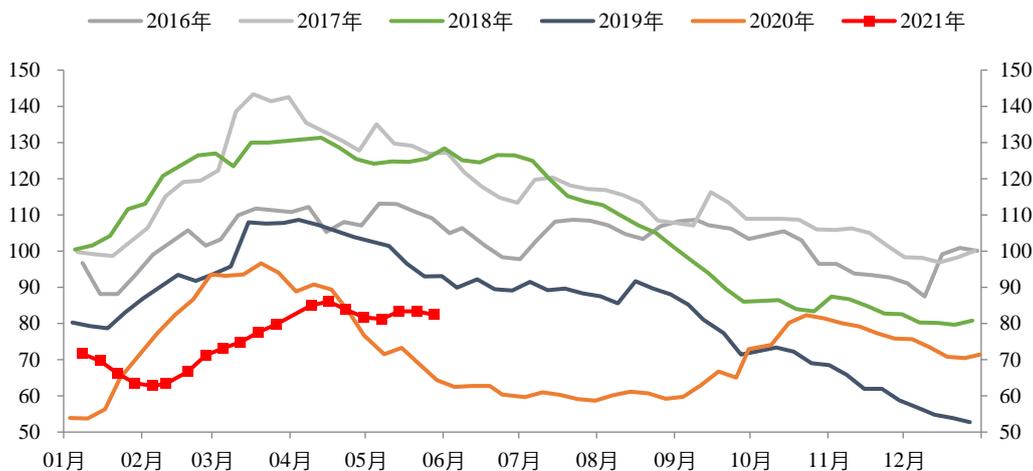
数据来源：Wind，兴证期货研发部

数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 全球铜库存有望逐步去化

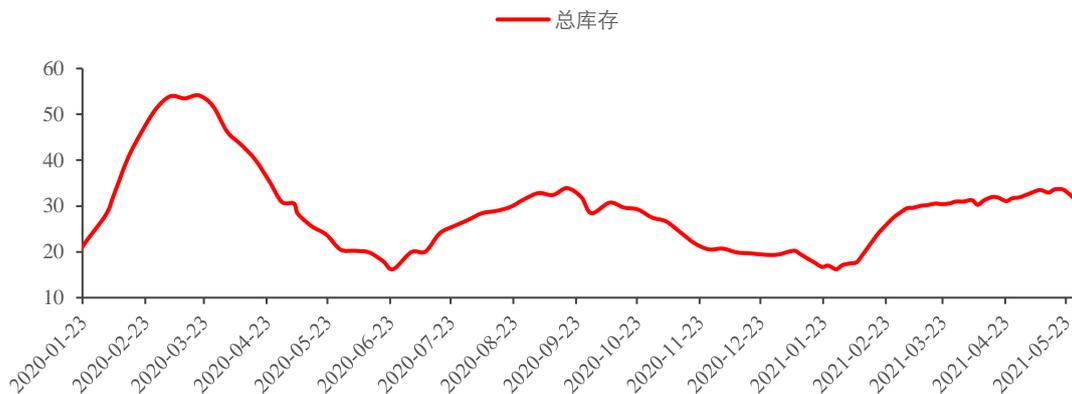
全球铜库存有望逐步去化。根据对铜供应及消费的分析，我们认为铜库存有望逐步去化。

图28：三大交易所叠加保税区库存（单位：万吨）



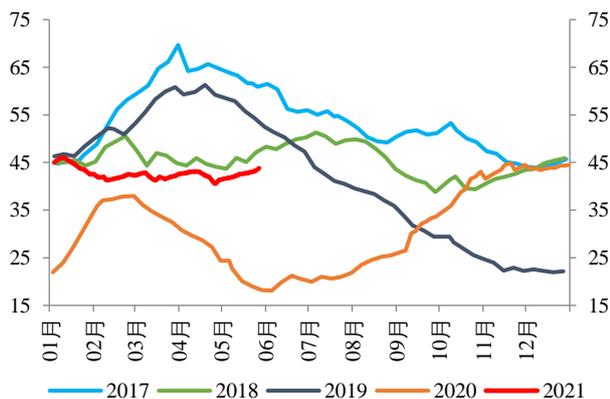
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图29：国内三地社会库存（单位：万吨）



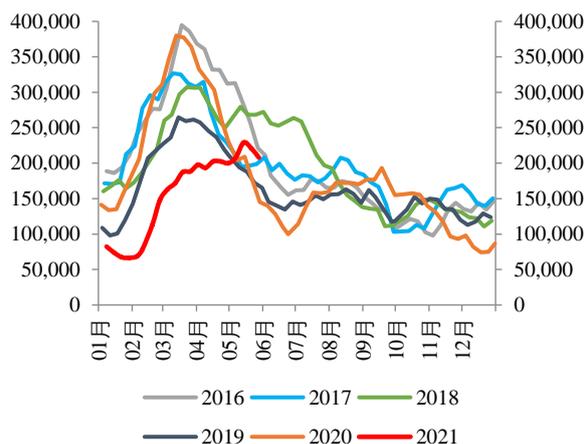
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图30：保税区库存季节性（单位：万吨）



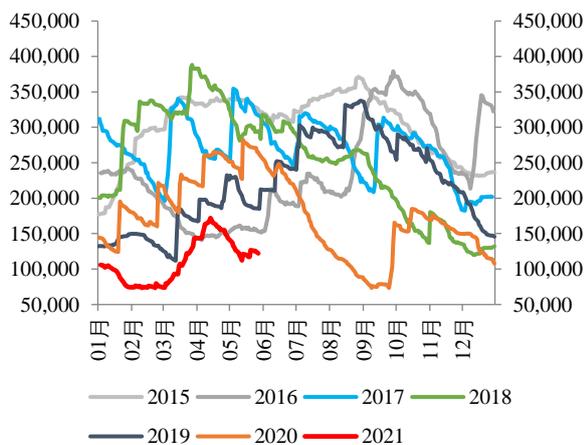
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图31：上期所铜库存季节性（单位：吨）



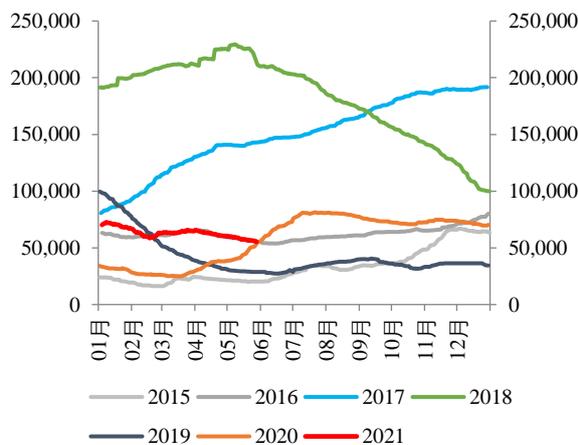
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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：国内政策对大宗商品关注度较高，警惕市场情绪突然变化

情绪层面，市场对美联储货币政策收紧预期缓解，美 10 年期国债收益率下滑至 1.6% 以下，叠加拜登 6 万亿美元预算方案提振市场，支撑基本金属金融属性，但国内政策对大宗商品的关注度仍较高，警惕市场情绪突然变化。

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：美债隐含通胀水平（单位：%）



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

铜矿加工费 TC 有所回升，铜矿紧缺程度出现缓解。短期铜矿相对紧缺格局有所缓解，加工费 TC 周内上升至 35.70 美元/吨。疫情角度看，当前智利、秘鲁等主要产铜国家疫情仍较为严重，智利（全球最大产铜国）每日确诊人数仍处于高位，叠加近期智利地区铜矿罢工及冰山保护可能会限制采矿等意外因素频出，铜矿产出干扰难有大的改变，供应端对铜价的支撑逻辑仍在。

冶炼厂亏损状况有所改善。根据测算，在当前加工费 TC 水平下，铜冶炼仍在亏损，但由于近期及加工费 TC 有所回升及硫酸价格坚挺，国内冶炼厂亏损幅度有所改善。

海内外经济逐步恢复，铜消费整体稳定。国内经济逐步回归正常，铜下游消费整体不差，其中铜管、铜板带箔等下游板块表现较好。海外欧美主要经济体延续复苏，随着疫苗接种推进，疫情缓解（美国每日确诊人数下滑至 1 万人以下），实体经济复苏，铜消费边际好转。

情绪层面，政策不确定性仍较高。拜登 6 万亿美元预算方案提振市场，支撑基本金属金融属性，但国内政策对大宗商品的关注度仍较高，警惕市场情绪突然变化。

综上，供应端铜矿紧缺对铜价支撑的力度边际缓解，国内经济回归正常化、海外消费边际贡献增量有限，消费端整体也难有超预期表现，基本面对铜价推动的逻辑在逐步弱化。我们认为近期主导铜价的因素仍在海内外政策的不确定性，市场情绪可能随时转向，铜价大概率维持

高波动。仅供参考。

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。