

M  
A  
R  
K  
E  
T  
  
R  
E  
S  
E  
A  
R  
C  
H  
  
R  
E  
P  
O  
R  
T

# 市场研报



 **瑞达期货**  
RUIDA FUTURES

 **金尝发**

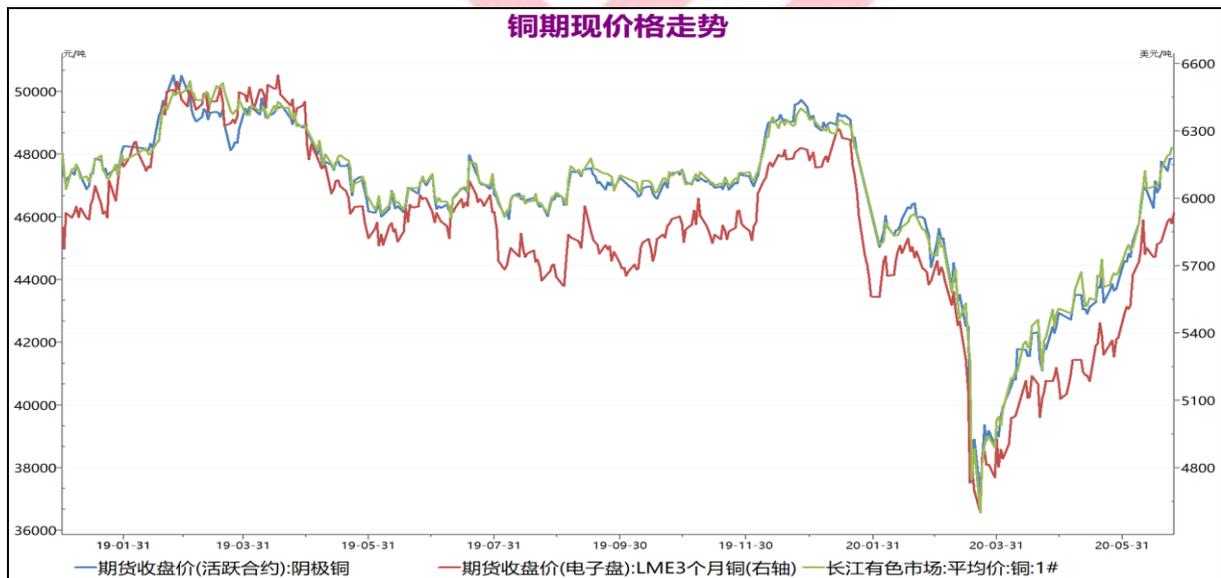
# 沪铜：全球央行宽松浪潮 铜矿偏紧助力铜价

宏观面，上半年全球经济受到疫情的巨大冲击，IMF预计今年全球经济将面临萎缩，不过全球央行开启货币宽松浪潮，缓解资金紧张困境，并带来较强的通胀预期，美元指数呈现震荡偏弱走势；另外全球主要经济体制造业PMI得到明显回升，显示经济活力正逐渐得到改善。基本上，上游铜矿港口库存持续消耗，铜矿加工费TC进一步下调；废铜进口批文充足，预计后市进口量将持续回升；国内电解铜因原料供应紧张而产量受抑，国内沪铜库存延续去化趋势；下游铜材产量同比大幅增加；终端方面，电力行业得到明显好转，房地产开发投资延续修复，空调行业产销量稳步回升。

## 第一部分 2020年上半年铜价行情回顾

2020年上半年铜价整体呈现下探回升走势，在一季度新冠肺炎在全球范围内快速蔓延，其中中国下游铜材加工企业受到影响较大，导致国内需求端基本陷入停滞，而之后海外疫情迅速扩散，导致全球供应链受到巨大冲击，市场恐慌情绪急剧攀升，导致铜价承压下挫，在3月份跌至36000元/吨左右低位。进入二季度全球货币宽松政策不断加码，市场信心逐渐增加；并且中国疫情防控取得明显成效，企业复工复产逐渐展开，下游需求得到集中释放，带动库存超预期去化；随后南美铜矿生产因疫情扰动的影响显现，国内铜矿供应紧张加剧，利润压缩情况下导致冶炼厂检修减产增加，因此铜价自低位大幅回升。

截至6月24日，沪铜期货指数上半年运行区间为35350-49590元/吨，相应的伦铜运行区间为4371-6343美元/吨。



数据来源：瑞达期货、WIND 资讯

## 第二部分 铜产业链分析及 2020 年下半年展望

### 一、宏观基本面

#### 1、2020 年全球经济将萎缩

在 2020 年 6 月 24 日，IMF 在最新的《世界经济展望报告》中预测 2020 年全球经济将萎缩 4.9%。今年 4 月 IMF 曾预测 2020 年全球经济将萎缩 3.0%，而这已经是自上世纪 30 年代大萧条以来最严重的衰退。该组织表示，新冠疫情对经济的负面影响比预期更为严重，经济复苏速度可能比预期更慢。这尤其体现在消费疲软和储蓄率增加。该组织预计 2021 年全球经济增长率为 5.4%，较今年 4 月的预测值减少 0.4 个百分点。报道指出，新冠疫情将使全球债务进一步攀升至创纪录的新高。平均而言，2020 年各国财政赤字与国内生产总值（GDP）的比例预计为 14%，比 2019 年高出 10 个百分点。IMF 强调，目前的预测也充满高度不确定性。如果出现第二波疫情，那么 2021 年的经济数据可能会更加糟糕。

IMF 的《世界经济展望报告》估计，中国经济在 2020 年将增长 1%，低于 4 月份的预测，但好于美国和欧盟等其他主要经济体。报道称，在一定程度上受到政府刺激措施的支持，中国这个世界第二大经济体预计将从第一季度的萎缩中迅速反弹，2021 年经济增长将达到 8.2%，是所有国家中增速最高的。报告说，2021 年中国经济增长将有助于新兴市场和发展中经济体的全面复苏。预计新兴市场和发展中经济体将实现 5.9% 的增长。

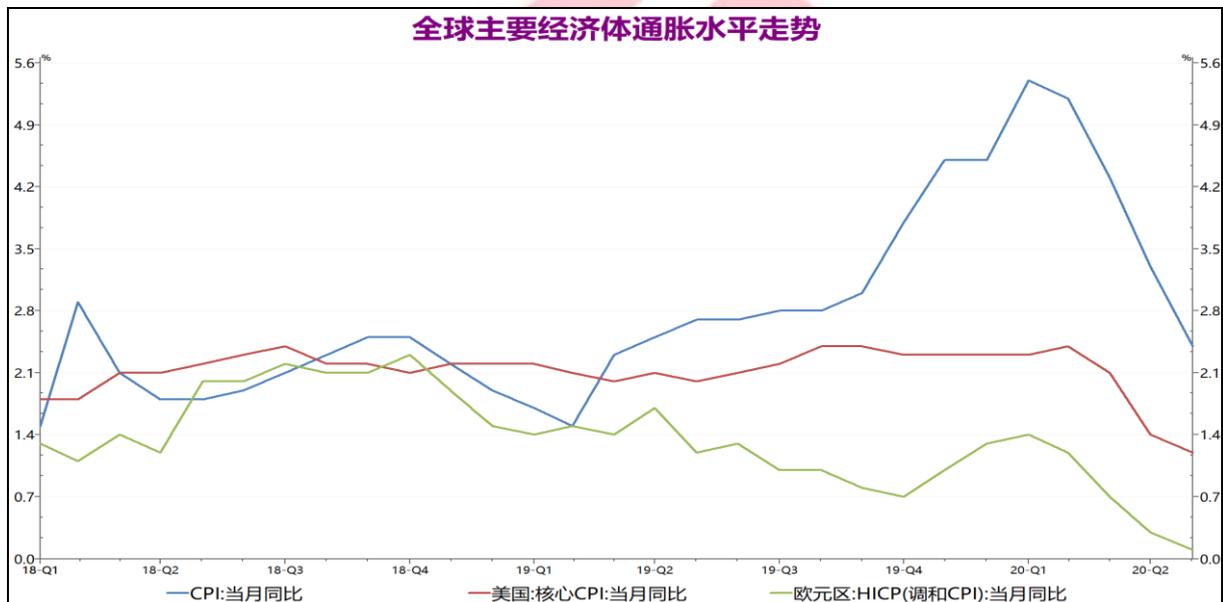
国家	2019 年	2020 年 E	2021 年 E
全球经济	2.9%	-4.9%	5.4%
发达经济体	1.7%	-8.0%	4.8%
美国	2.3%	-8.0%	4.5%
欧元区	1.3%	-10.2%	6.0%
日本	0.7%	-5.8%	2.4%
新兴经济体	3.7%	-3.0%	5.9%
中国	6.1%	1.0%	8.2%
印度	4.2%	-4.5%	6.0%

数据来源：瑞达期货、IMF

#### 2、全球央行开启货币宽松浪潮

2020 年，在新冠疫情大范围扩散爆发的背景下，全球央行开启货币宽松浪潮。其中美联储在 3 月 3 日大幅降息 50 个基点后，于 3 月 16 日再次宣布降息 100 个基点，将联邦基金目标利率降至 0.25%。美联储在 3 月 16 日宣布重启 QE，宣布购买 5000 亿美元国债和 2000 亿美元住房抵押贷款证券（MBS）；3 月 22 日，美联储将国债和 MBS 购买升级到“无限量”模式，同时启用一级市场企业信用工具（PMCCF）、二级市场企业信用工具（SMCCF）和定期资产抵押证券贷款工具（TALF）等新的流动性注入工具；6 月 15 日，美联储宣布通过二级市场信贷安排（SMCCF）自 6 月 16 日起购买公司债。自重启 QE 以来，

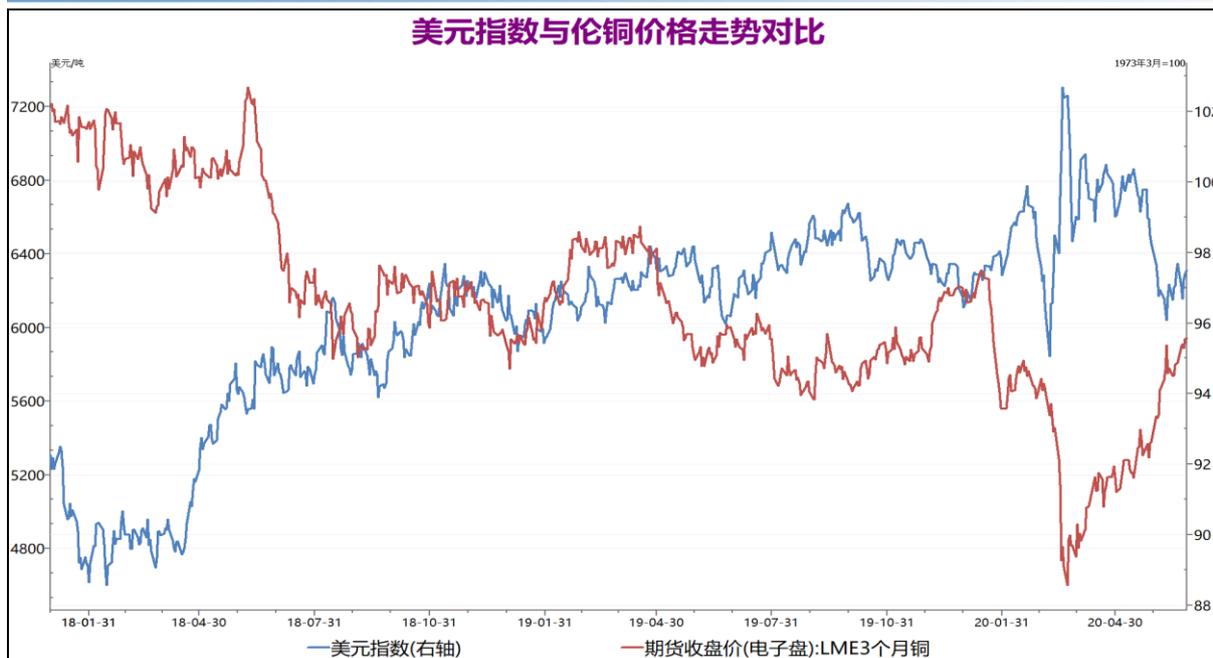
美联储在 3 个月内通过各种流动性工具，向市场净投入的基础货币已接近 3 万亿美元，货币宽松力度史无前例。欧元区方面，3 月 12 日，欧洲央行加大量化宽松（QE）力度，额外增加 1200 亿欧元资产购买规模直至年底；6 月 4 日，欧洲央行议息会议决定将欧洲央行的紧急债券购买计划延长至 2021 年中，并将计划规模扩大至 1.35 万亿欧元。美联储在 3 月 16 日宣布重启 QE，宣布购买 5000 亿美元国债和 2000 亿美元住房抵押贷款证券（MBS）。中国方面，在 2 月 20 日，中国央行下调一年期 LPR 利率 0.1 个百分点至 4.05%，下调 5 年期 LPR 利率 0.05 个百分点至 4.75%，之后 4 月 20 日，再次下调 1 年期 LPR 利率 0.2 个百分点，下调 5 年期 LPR 利率 0.1 个百分点。根据最新公布的数据来看，中国 5 月 M2 余额 210.02 万亿元，同比增长 11.1%，增速环比上月末持平，这是继 3 月末 M2 增速重回两位数后，第三个月保持两位数增速运行；社融方面，2020 年 5 月社会融资规模增量为 3.19 万亿元，比上年同期多 1.48 万亿元；5 月份人民币贷款增加 1.48 万亿元，同比多增 2984 亿元。全球多国政府采取强力的宽松政策，一方面缓解了市场恐慌情绪下导致的货币流动性危机，另一方面支持企业度过疫情冲击下经济停滞的困难时期，并且因此也带来了较强的通胀预期，对铜价形成利好。



数据来源：瑞达期货、WIND 资讯

### 3、2020 年下半年美元指数或将震荡下行

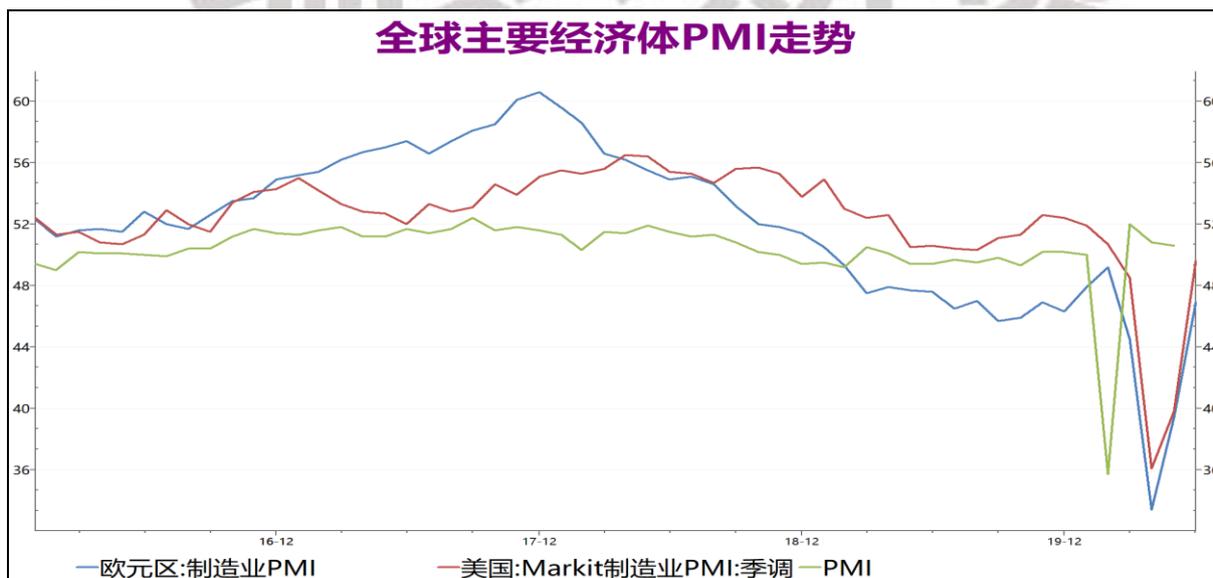
2020 年上半年美元指数呈现大幅震荡，在去年年底到今年年初，中国国内爆发新冠疫情，避险情绪提振了美元指数走升。不过随后新冠疫情进一步扩散至海外多个国家，其中美国疫情形势急剧恶化，新增确诊病例不断攀升，加之美联储远超过预期的降息行动，避险情绪高涨叠加货币流动性危机情况下，美元受到市场的高度青睐，3 月份美元指数大幅飙升，而在之后随着市场恐慌情绪的缓和，以及货币宽松政策令流动性危机缓解下，美元指数呈现震荡回落走势。从美联储最近发布的利率点阵图来看，官员们普遍预计将维持利率在当前水平直至 2022 年年底，这意味这在此之前，加息和负利率都不太可能实现；另一方面，美国 5 月份非农数据意外好于预期，一定程度增强了美国下半年经济将迎来明显好转的可能，并且欧洲多个国家的疫情逐渐得到好转，经济重启以及企业复工复产逐渐展开，市场的风险情绪呈现逐渐回暖态势。因此美联储货币宽松政策持续，经济将迎来复苏的乐观预期，使得美元的避险需求得到削弱，预计下半年美元指数呈现震荡偏弱走势。



数据来源：瑞达期货、WIND 资讯

#### 4、全球主要经济体 PMI 数据明显改善

作为关键的领先指标，全球主要经济体最新的制造业和服务业 PMI 数据出炉。其中，美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值 49.6，前值 39.8，超过预期 48；服务业初值 46.7，前值 37.5，略高于预期 46.5。6 月美国商业活动连续第五个月收缩，但收缩速度有所放缓，并且回升至接近荣枯分界线，显示美国经济有望进入好转。欧元区 6 月制造业 PMI 初值 46.9，前值 39.4，好于预期 44.5；欧元区 6 月服务业 PMI 初值 47.3，较前值 28.7 明显回升。欧洲多国 6 月 PMI 数据均远好于预期，显示限制措施的逐步解除对于经济活动的恢复和预期的改善起到明显的推动作用。中国的最新数据来看，中国 5 月财新制造业 PMI 提高 1.3 个百分点至 50.7，重回扩张区间；5 月财新服务业 PMI 提升 6.9 个百分点至 54.5，为 2 月以来的首次扩张，也是 2011 年 2 月以来的最高值。中国的 PMI 数据运行至扩张区间，显示经济活力正在逐渐得到改善。



数据来源：瑞达期货、WIND 资讯

## 二、铜市供需体现

### 1、供需体现-全球铜市小幅供应短缺

世界金属统计局（WBMS）公布报告显示，2020年1-4月全球铜市供应短缺2400吨，2019年全年短缺26.8万吨。第一季度报告库存增加，但在4月小幅回落，至较2019年末水平高出24.7万吨。库存增幅包括LME仓库净交付量10.68万吨，COMEX库存增加2200吨。1-4月上海库存增加13.54万吨。需求是按照表观基准测算的，遏制新冠肺炎疫情实施的全国性封锁带来的全部影响可能还没有在贸易统计中完全体现出来。消费量统计中未考虑未报告库存变化，尤其是中国政府库存。2020年1-4月全球铜矿山产量为662万吨，较去年同期增加1.9%。1-4月全球精炼铜产量为790万吨，较去年同期增加6.2%，中国（增加32.6万吨）和智利（增加8000吨）增幅显著。2020年1-4月全球铜需求量为785万吨，2019年同期为774万吨。1-4月中国表观需求量为405.6万吨，较去年同期增加3.6%。欧盟28国产量下滑5%，需求量较去年总量下滑9.2万吨。2020年4月，精炼铜产量为195.2万吨，需求量为211.62万吨。

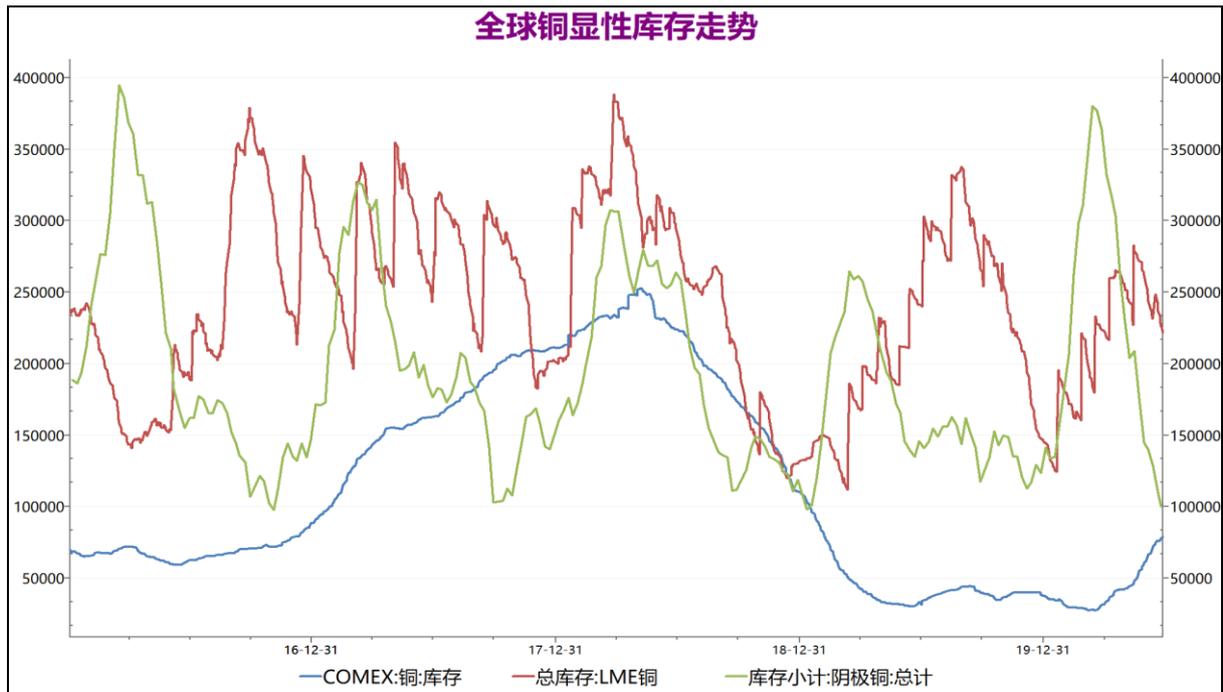
全球精炼铜供需预测表（单位：万吨）

项目	2019年9月	2019年10月	2019年11月	2019年12月	2020年1月	2020年2月	2020年3月
矿山	171.6	173.6	174.5	184.3	168.5	156.8	165.3
精炼铜供应	199.4	205	199.8	205.5	204.5	180.3	197.4
精炼铜需求	201.9	207	207.5	201.9	204.8	167.2	197.3
供需平衡	-2.5	-2	-7.7	3.6	-2	13.1	0.1

数据来源：瑞达期货，ICSG

### 2、供需体现-全球铜显性库存维持去化趋势

一般而言，库存是体现精炼铜市场供需关系的最重要指标，但因为铜金融属性的存在，使得铜市库存的变化已不能简单的认为是供需关系的直接体现。截止6月24日，全球铜显性库存为396303吨，较2019年6月末减少21424吨，其中COMEX铜库存增加44073短吨至77488短吨，一改此前低位震荡走势，进入二季度美铜库存出现明显回升；伦铜库存下降15350吨至226050吨，近两年伦铜库存走势呈现明显季节性特征，并且库存高点逐年走低，当前伦铜库存已进入去库周期；上期所铜库存亦下降46048吨至99971吨，今年沪铜库存波动较大，在一季度库存快速累计逼近历史高点，而在随后需求强劲释放下沪铜库存迅速回落，目前已快突破近4年来的地位水平。整体来看，目前伦铜库存已进入季节性去库周期，加之当前国内下游需求表现较好情况下，沪铜库存亦有下降空间，预计全球铜显性库存整体维持去化趋势。

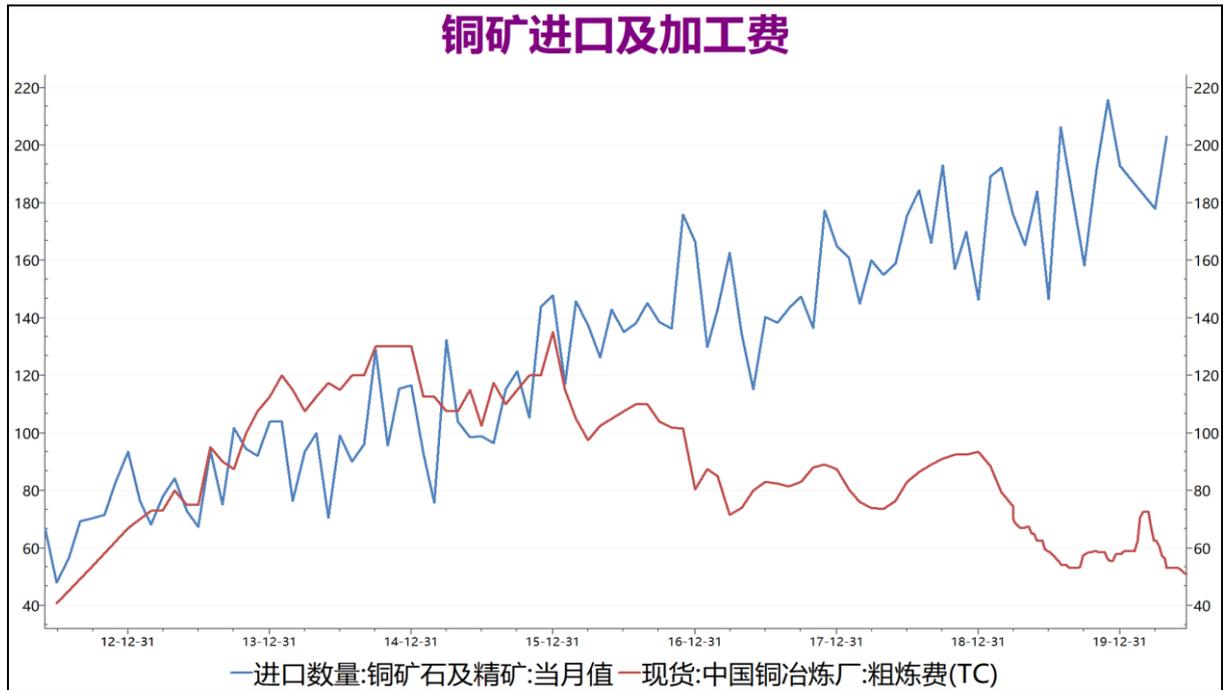


数据来源：瑞达期货、WIND 资讯

### 三、铜市供应

#### 1、铜矿-铜矿 TC 跌至低位 铜矿供应紧张加剧

作为精铜的上游原料-中国铜精矿进口依赖度较高，铜精矿的供应主要关注其进口情况。海关总署数据显示，中国4月铜矿砂及其精矿进口202.9万吨，环比增长14.05%，同比增长23%，中国4月铜矿进口量增长较大；1-4月铜矿砂及其精矿累计进口757.6万吨，同比增加5%，较1-3月的增加5.33个百分点。不过6月5日，据秘鲁国家统计局 INEI 数据，秘鲁4月份采矿业萎缩42.29%，其中铜产量同比下降了34.7%。根据今年3月16日秘鲁进入紧急状态以来，矿山生产及物流均受到了明显冲击。考虑到矿船运输周期，秘鲁铜矿产量下滑在5、6月份开始显现，中国国内铜矿到港量也出现明显下降，使得原料市场陷入紧张局面。截至6月19日，国内铜矿港口库存52.7万吨，周减6.7万吨，自5月初87.1万吨的高位持续下降，目前已连降6周。并且截至6月19日，中国铜矿加工费TC为51美元/干吨，自3月份以来持续下调，达到近8年来的新低。铜矿原料供应紧张导致冶炼成本上升，对精铜冶炼生产造成抑制。

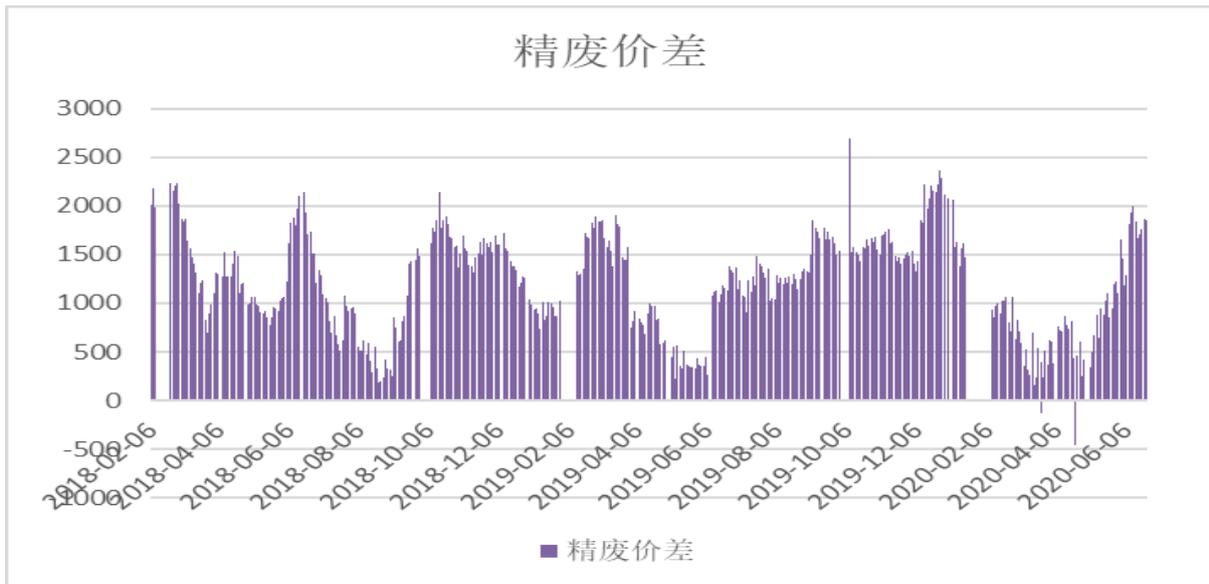


数据来源：瑞达期货、WIND 资讯

## 2、废铜进口批文量充足

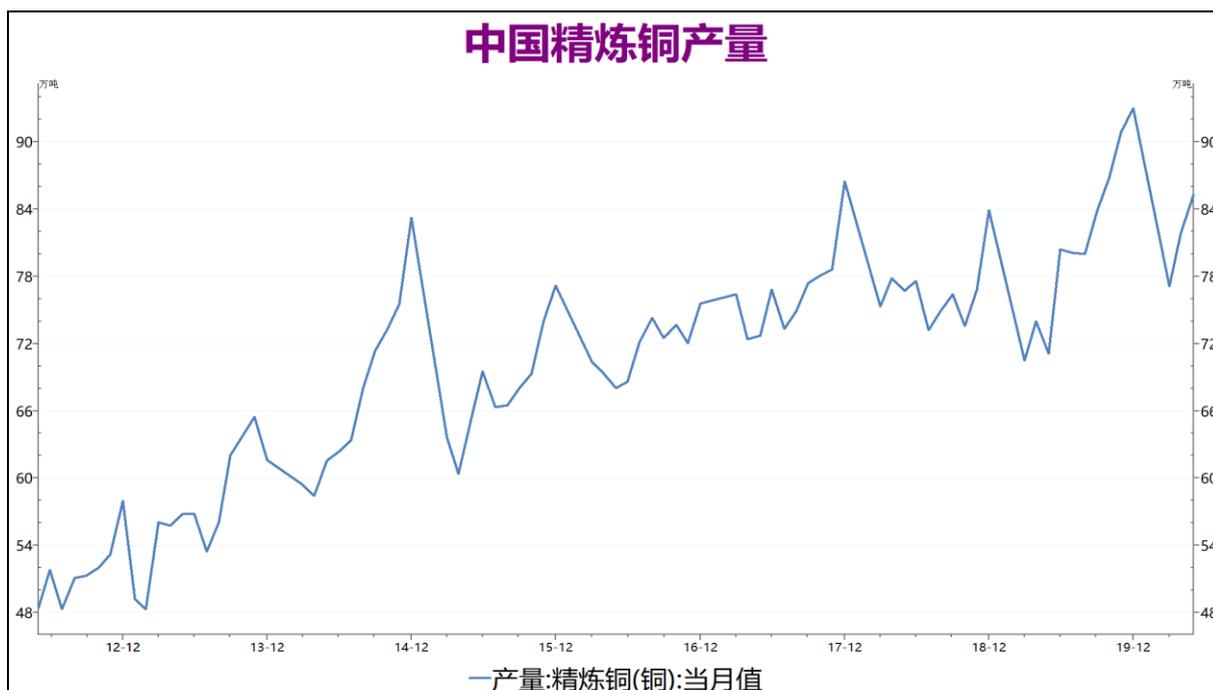
废铜是上游原材料之一，2020年前八批进口批文合计54.18万吨，已经超过了去年的批文总量。不过废铜进口量并未出现明显回升，中国海关数据显示，中国4月废铜进口量为82605吨，环比减少8.47%，同比下滑约52.57%。由于此前海外因疫情影响出口运输，4月中国废铜进口量环比下降。不过近期铜价的大幅回升，也使得国内精废价差出现拉大，据SMM了解，近期市面上流通的废铜货源显得充足。废铜商出货有所遇阻，为清仓换现，议价优势有一定程度减弱，除铜价上涨外，废铜价格有所弱势也导致精废价差快速扩大，接近近年高位水平，截至6月24日，精废价差为1803元/吨，较4月份的500元/吨快速攀升，因此废铜的替代效应有所增强。

另一方面，中国废铜进口的新标准将于2020年7月1日开始实施，旨在到2020年年底基本实现固体废物零进口，而符合新标准的高品级废铜将归类为再生资源，可实现自由进口。从目前进口废铜的含铜量来看，九成左右进口废铜可满足再生铜进口标准对铜含量的要求，主要是自七类废铜全面禁止进口、六类废铜转限制类以后，进口废铜结构已经较为优化，低品废杂铜较少。因此废铜进口新政实施的影响预计将较为有限。



### 3、电解铜因原料紧张产量受抑

近年来我国铜产量一直保持持续增长的态势，但受铜矿山有限、产出增长缓慢等因素的影响，中国的精炼铜供应始终无法满足精炼铜消费的增长，未来几年中国精炼铜产能将继续保持扩张的局势。根据 SMM 数据显示，2020 年 5 月中国电解铜产量为 77.01 万吨，环比增加 2.35%，同比增加 21.56%。1-5 月中国电解铜产量累计为 367.52 万吨，累计同比增加 3.62%。5 月中下旬虽有部分炼厂进入检修，但由于提前储备了阳极板应对，电铜产量并未受到明显影响。另一方面，前期检修的一些炼厂恢复生产，使得 5 月国内电铜产量环比增加。而电铜产量同比增幅超过 20% 则主因冶炼产能扩张及去年同期炼厂集中检修导致基数较低。5 月进口铜精矿 TC/RC 继续下行，且近月可到港的铜精矿受到偏好，国内粗铜加工费同样维持低位，反映原料供应持续紧张，部分炼厂亦反馈 6、7 月份矿供应因到港量减少可能出现紧缺。故 6 月 SMM 了解到国内检修继续增多；另一方面 5 月中下旬进入检修的炼厂阳极板储备消耗，对电铜产出的影响显现，预计 6 月国内电铜产量环比下降。根据各家炼厂排产计划，SMM 预计 2020 年 6 月国内电解铜产量为 73.42 万吨，环比降幅 4.66%，同比增幅 0.81%；至 6 月累计电解铜产量为 440.94 万吨，累计同比增长 3.14%。

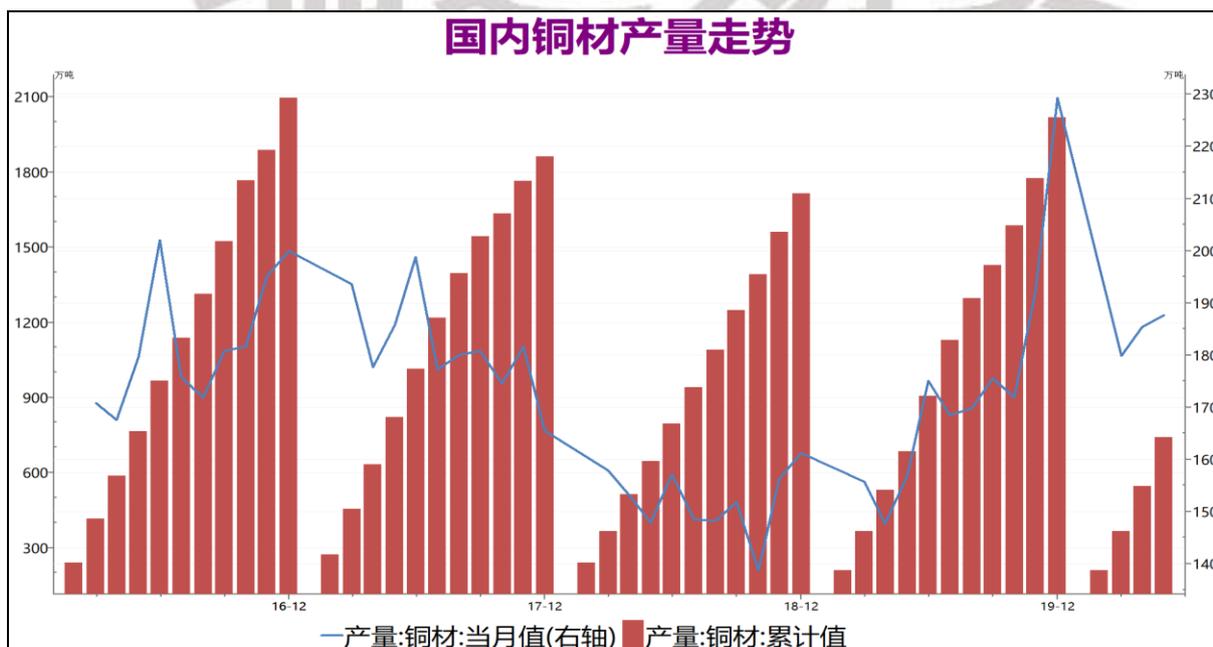


数据来源：瑞达期货、WIND 资讯

## 四、铜市需求

### 1、铜材产量同比大幅增加

据国家统计局数据显示，中国 5 月铜材产量为 187.7 万吨，环比增加 1.24%，同比增加 19.71%；1-5 月铜材累计产量为 741.2 万吨，同比增加 8.25%，同比增速较 1-4 月的 2.83%再度扩大。随着国内疫情得到好转，国内下游加工企业复工复产进度较快，5 月份开工率继续保持较高位。其中铜管企业开工率为 82.24%，环增 1.54 个百分点；铜杆企业开工率为 66.45%，环降 3.78 个百分点；铜板带企业开工率为 71.29%，环降 5.39 个百分点；铜棒企业开工率为 60.87%，环增 2.93 个百分点。国内经济活动恢复较快，带动铜材需求得到快速释放。

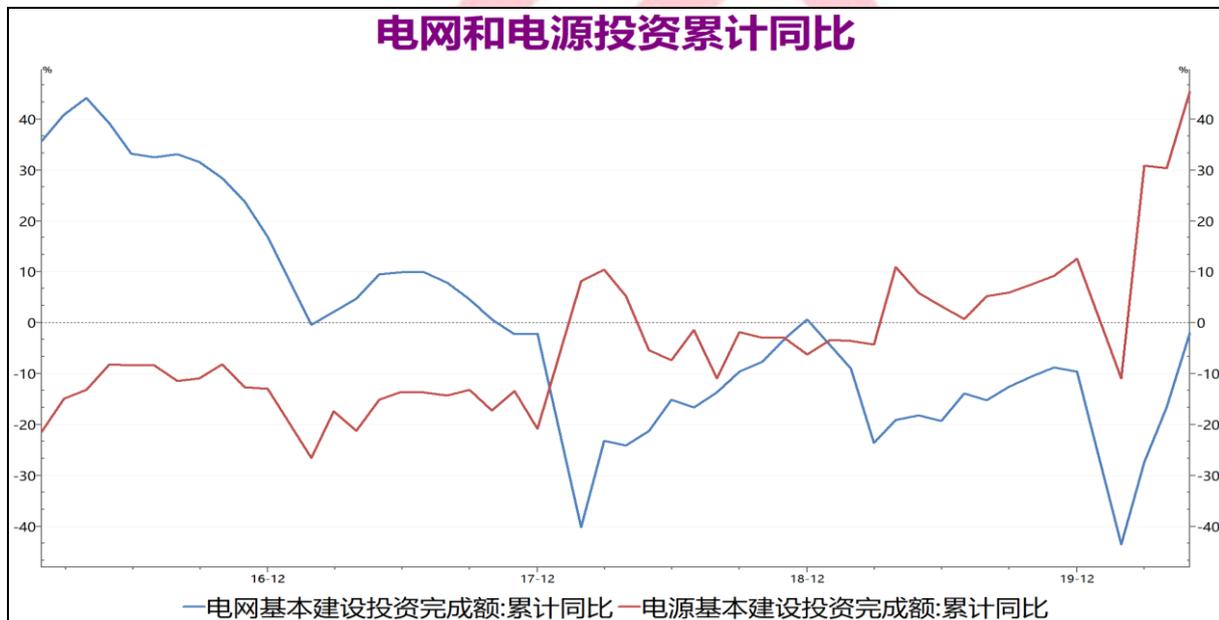


数据来源：瑞达期货、WIND 资讯

#### 4、铜市终端行业逐渐修复

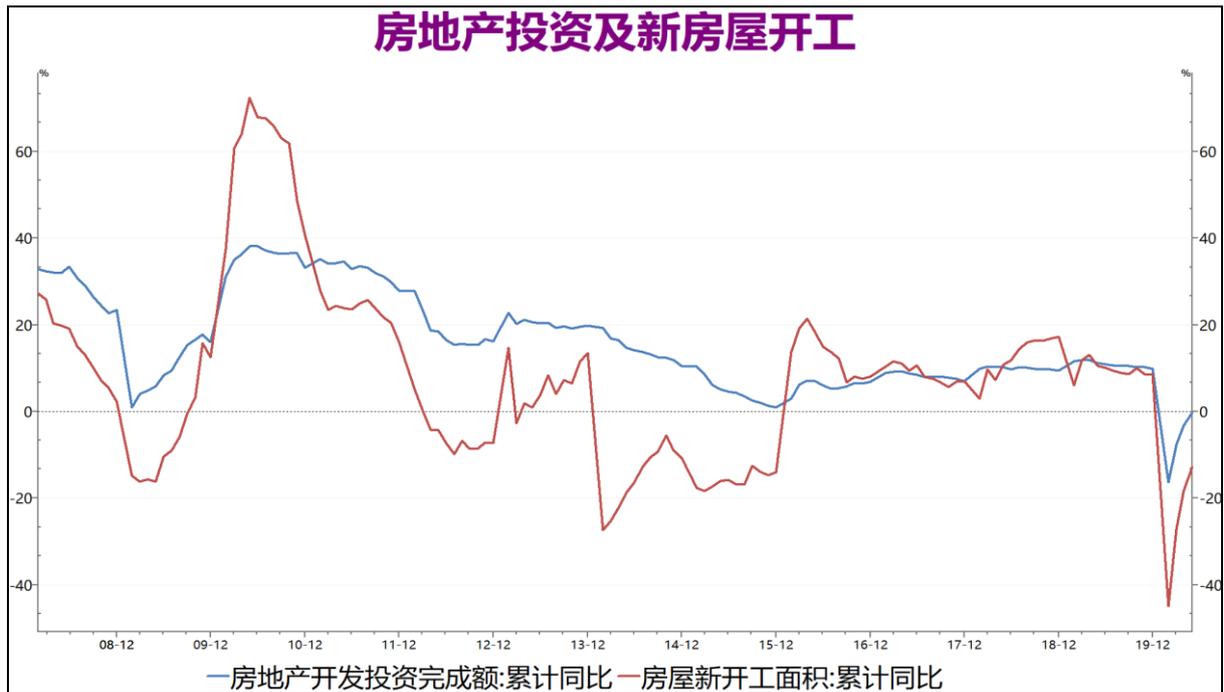
电网建设是我国铜的主要消费领域，占比在 50%以上。电网方面，根据数据统计，截止 2020 年 5 月，电网基本建设投资完成额累计值为 1134 亿元，累计同比下降 2%，较 1-4 月大幅缩窄 14.5 个百分点。2020 年 1-5 月我国全社会用电量 27197 亿千瓦时，累计同比下降 2.84%，较 1-4 月缩窄 1.9 个百分点，已连续三个月缩窄。国家电网安排 2020 年电网投资为 4500 亿元，比年初计划上调 10%，去年国网实际完成电网投资 4473 亿元，同比实现增长，并且今年“新基建”的特高压、城际高速铁路和城际轨道交通也将利好电网投资。当前随着我国复工复产推进，国内对电力消费需求增加，电力消费增速也将逐步回升。

电源方面，根据数据统计，截至 2020 年 5 月，电源基本建设投资完成额累计值为 1264 亿元，累计同比增加 45.4%，较 1-4 月增速大幅增加 15 个百分点。3 月以来随着全面复工复产，订单量明显回升，电源投资完成额同比增幅迅速扩大，较去年同期有大幅的增加。其中风电工程成为主要带动力量，1-5 月份，全国风电投资完成额累计为 623 亿元，已达到去年同期 3 倍。整体来看，电力行业在国内疫情好转之后明显发力，带动下游需求出现超预期的释放。



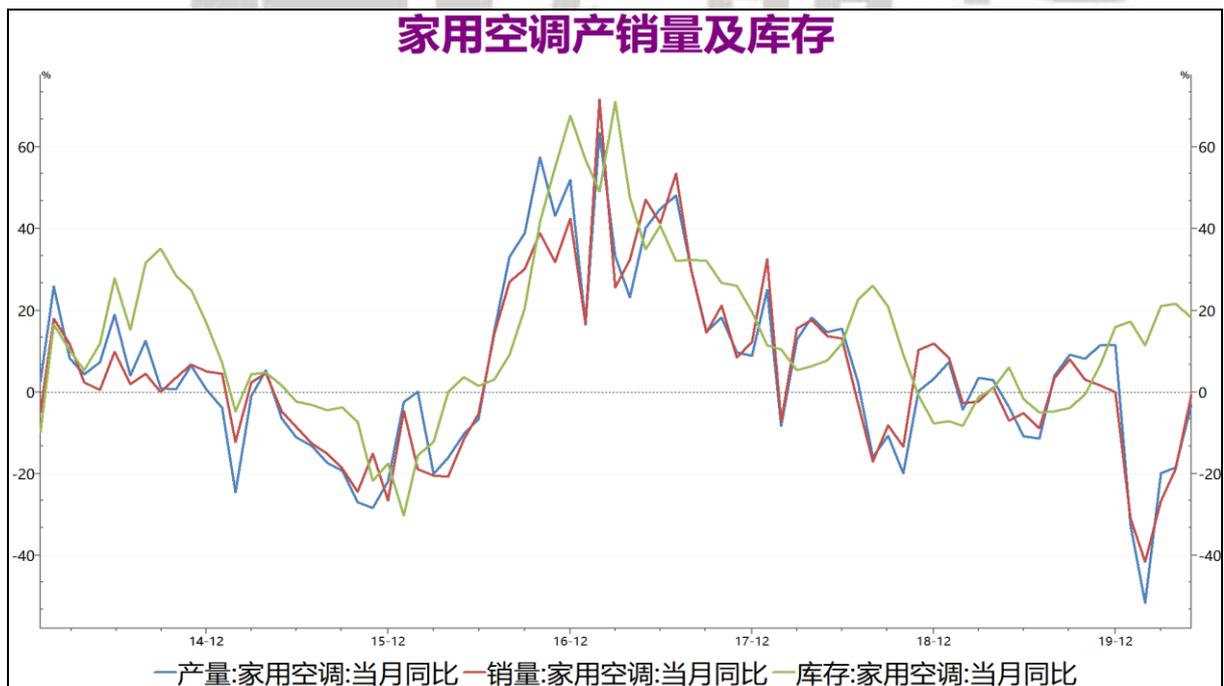
数据来源：瑞达期货、WIND 资讯

根据国家统计局公布数据显示，2020 年 1-5 月份，全国房地产开发投资 45919 亿元，同比下降 0.3%，环比来看 1-4 月开发投资完成额累计同比下降 3.30%，不过在 4 月份同比降幅进一步缩窄。2020 年 1-5 月份，全国房屋新开工面积累计 69532.8 万平方米，较去年同期下降 12.8%，较 1-4 月进一步缩窄 5.6 个百分点。随着国内复工复产逐渐展开，房地产行业前期积压项目得到释放，资金供给、销售预期、土地购置也为后续新开工持续修复提供了较好基础，预计房地厂行业仍将延续修复势头。同时国内房地产政策仍以稳为主，“房住不炒”以及因城施策为主基调，房地产行业供需两侧资金支持相对充裕，后续资金面呈现改善趋势，利于房地产行业进一步修复。



数据来源：瑞达期货、WIND 资讯

空调方面，产业在线数据显示，2020年5月家用空调产销量分别为1610.9万台和1641.9万台，同比分别下降3.2%和0.8%。累计来看，2020年1-5月家用空调产销量分别为5790.2万台和5889.5万台，产销量比上年同期分别下降22%和下降21.84%，产量降幅较1-4月缩窄4.56个百分点，销量降幅缩窄5.93个百分点，产销均延续好转势头。库存来看，2020年5月家用空调库存为1486.3万台，环比下降2.05%，同比增加18.2%，5月份家用空调库存出现回落。整体来看，空调单月产销量较去年同期已基本持平，其中销量回升更加明显，显示家用空调行业已稳步回归常态，内销仍然是需求的主要驱动力，近期空调行业旺季来临，也一定程度促进行业得到进一步修复。



数据来源：瑞达期货、WIND 资讯

## 五、2020 年下半年铜价展望及操作策略

首先宏观面上，今年新冠肺炎在全球范围内扩散，全球经济遭遇巨大冲击，IMF 在最新的报告中表达了对经济前景的悲观态度，不过认为中国将从第一季度的萎缩中迅速反弹，并预计 2021 年中国的 GDP 增速达到 8.2%，将有助于新兴市场和发展中经济体的全面复苏。同时全球央行也纷纷开启货币宽松浪潮，缓解了企业面临资金紧张的困境，也带来了较强的通胀预期，对全球遭遇疫情冲击起到对冲作用，并且美联储史无前例的宽松政策，前期货币流动性危机已得到明显缓解，美元指数呈现震荡下行态势。从制造业 PMI 数据来看，欧美制造业 PMI 数据得到明显回升，显示经济活动正在边际改善，中国制造业 PMI 数据率先重回扩张区间，经济活力正在逐渐得到改善。

从铜本身的基本面而言，上游铜矿供应呈现紧张态势，由于秘鲁铜矿生产受疫情影响，铜矿产量下降，并进一步导致中国 5、6 月进口量下降，并且当前南美疫情形势依然不容乐观，后续铜矿供应可能继续受限。废铜进口量同样也受到疫情影响出现下降，不过国内废铜进口批文量充足，加之精废价差持续扩大，后续随着废铜主要出口国解封，预计废铜进口两将明显回升。冶炼厂因原料供应紧张，导致检修减产增多精铜产量受抑，沪铜库存自 3 月以来出现超预期去化。下游方面国内铜材企业开工率维持在偏高位水平，铜材产量回升；终端行业延续修复，其中电力行业得到明显好转且电源投资同比大幅增加，房地产开发投资延续修复，空调行业产销量稳步回升。

在此背景下，笔者认为 2020 年下半年铜价运行区间进一步上移，因宏观面经济呈现好转势头，以及基本面整体表现较强。2020 年下半年沪铜的运行区间关注 46000-51000 元/吨，运行中轴关注 49000 元/吨，相应的伦铜则交投于 5600-6500 美元/吨。投资者可尝试逢低建立长期战略多单的机会。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。