



2020年10月9日

供需维持紧平衡，铜价或弱势震荡

金信期货研究院

刘文波

- 从业资格编号 F3070864
- 投资咨询编号 Z0015179

联系人：贾铮

- 从业资格编号 F3074588

内容提要

1. 南美疫情虽然严重，但并未对智利及秘鲁铜矿带来太大的影响，前三季度供应维持正常。TC/RC 从低位回升，四季度预期供应继续增加。
2. 中国精铜进口创出天量，国内库存连续十周增加，挪库之后国内并未如预期一般大增。
3. 下游需求端，汽车、家电等消费出现旺季不旺，10 月后进入消费淡季，下游消费能否好转值得关注。

四季度供需角度来看属于供大于求的局面，宏观面宽松将抵消一部分基本面压力，因此铜价或将维持高位震荡的格局。但若四季度欧美宏观面宽松力度不如市场预期，则铜价将会承压下行寻找支撑。

风险提示

疫情在全球超预期蔓延

全球范围内央行宽松货币以及财政政策预期被打破

四季度消费出现井喷



扫码关注获取更多资讯

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、回顾

2020年1-6月，铜价走出了V型反转。7-8月，中国进入理论上的消费淡季，但由于1-3月的停滞期，导致了今年的消费延后，7-8月的消费依然强劲。7月更是创出了年内新高53300元/吨，虽然之后一度走低跌破50000元/吨大关，但是价格整体还是维持在50000-53500元/吨的区间高位震荡。

三季度消息面来看：智利连续出现铜矿罢工的消息，7月中旬智利Zaldivar和Centinela两家铜矿因铜矿工人合同到期，最终在7月底前接受资方新合同；8月中旬，智利Chuquicamata冶炼和EL铜矿扩建恢复，海外铜矿产出持续改善。中国产量居高不下，而7-9月精铜进口量更是创出历史天量，导致铜社会库存7月后连增10周；LME库存挪库到国内，全球总库存达到60万吨水平。

图1：LME铜走势图



资料来源：Wind，金信期货研究院

图2：沪铜走势图



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 3：全球铜供需平衡表 单位：万吨

	2016	2017	2018	2019	2020E
铜精矿供应	1634	1637	1686	1690	1589
铜精矿需求	1613	1652	1691	1700	1585
铜精矿平衡	21	-14	-5	-10	4
精炼铜产量	2275	2308	2373	2390	2322
精炼铜消费	2257	2304	2360	2420	2310
供需平衡	18	4	13	-30	+12

资料来源：Wood，安泰科，金信期货研究院

图 4：中国电解铜供需平衡表 单位：万吨

	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3E	2020 Q4E
精炼铜产量	244	237	227	227	237	236
精炼铜净进口量	82	95	78	95	71	80
精炼铜消费量	305	305	221	334	312	310
供需平衡	21	27	84	-13	-4	6

资料来源：统计局，海关总署，CRU，金信期货研究院

二、原料

2020年5月下旬，受到疫情影响的秘鲁铜矿运营逐步恢复，从公布的数据来看，6月和7月秘鲁铜矿产出环比分别回升40%和10%。1-7月秘鲁铜矿累计产量107.3万吨，同比下降约20万吨。而1-7月智利铜矿累计产量330.9万吨，同比增加约3.4万吨。5月下旬以来，随着疫情管制措施的解禁，智利疫情一度出现恶化，市场对智利供应中断预期强烈。但实际上智利政府并没有采取更严厉的管制措施。

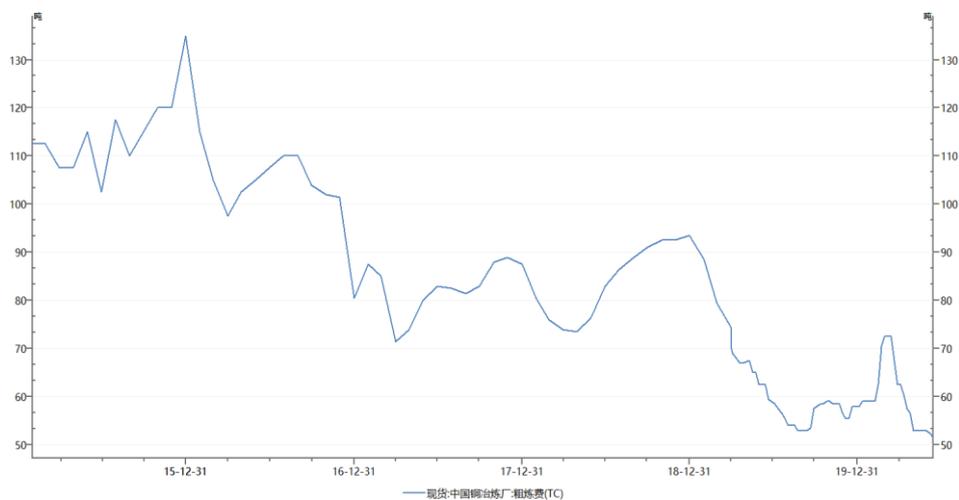
除6月底Chuquicamata冶炼厂停产和7月初EI扩建项目中止外，智利铜矿都没有受到实质性影响。同时Chuquicamata铜冶炼厂和EI扩建项目也于8月中上旬恢复。7月11日和13日，智利Zaldivar和Centinela铜矿工人合同到期，铜矿工会因劳资双方未能就新合同达成一致而投票罢工，智利政府介入调停，7月下旬，两家铜矿工会接受资方提供的新合同。9月和10月将有Escondida、Collahuasi和ElTeniente铜矿工人合同到期，9月16日，智利国家铜业旗下的ElTeniente铜业部门已经与工会管理层签署集体协议，协议从今年11月1日起生效，有效期为36个月。智利政府在稳定生产上的积极作为有利于铜矿产出恢复。

图 5：铜矿工人合同到期情况

铜矿名称	产量 (Kt)	国家	公司	合同到期日
Candelaria	140	智利	Lundin	Sep-20
Escondida	1130	智利	BHP	Sep-20
Ojos del Salado	25	智利	Lundin	Sep-20
Collahuasi	580	智利	Anglo American/Xstrata	Oct-20
EL Teniente	432	智利	Codelco	Oct-20
Lomas Bayas	76	智利	Glencore	Oct-20

资料来源：SMM，金信期货研究院

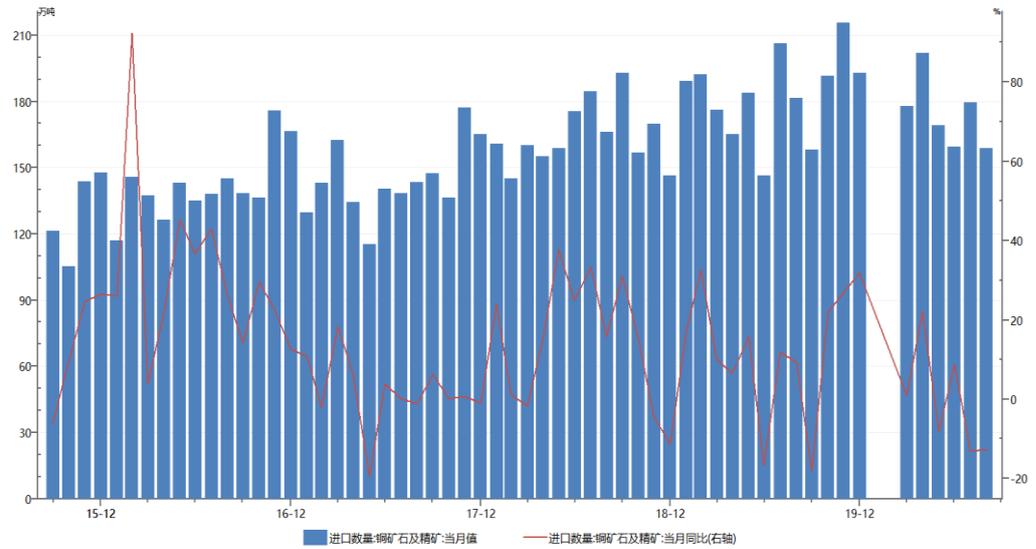
TC/RC 和硫酸价格的下滑压缩冶炼厂的利润，导致铜矿四季度有一定的减产可能性。今年以来，国内，铜精矿进口出现明显下降，CSPT 小组刚刚敲定四季度的 Floor price 价格较三季度有所回升，主要是因为四季度铜矿供需存在边际改善。Grasberg 地下部分产出保持增长，巴拿马铜矿、美国 Pumpkin Hollow 铜矿复产后将提升产量，疫情对铜矿生产影响持续减小；同时国内炼厂目前备库较为充足，也为即将到来的年度长单谈判做好准备。

图 6：中国进口铜精矿现货 TC 单位：美元/实物吨


资料来源：SMM，金信期货研究院

虽然秘鲁国内铜矿生产发运在 6 月恢复正常，发运至国内在 8 月铜精矿进口中亦有增量体现，但其余进口来源国中由于前期调配发货较多，导致 6 月后发往国内货源减少，因此 8 月中国铜精矿进口量同环比出现下降。

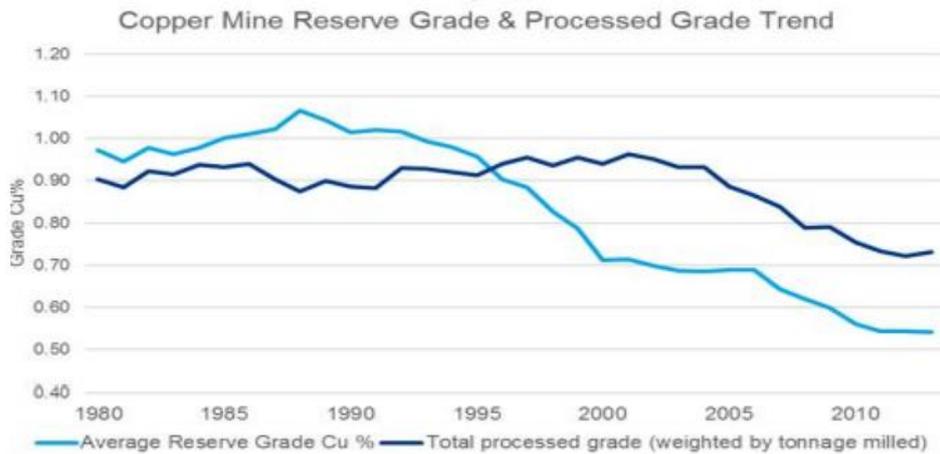
图 7：中国铜矿进口量及同比 单位：万吨



资料来源：中国海关，金信期货研究院

矿业情报公司的一项研究显示，下一代铜矿不仅储量将减少，而且铜矿品位也将大幅下降。目前已开采的矿山平均品位为 0.53%，而正在开发的铜矿项目的平均品位为 0.39%。2006 - 2020 年开采的铜矿石平均品位持续下降。

图 8：全球铜矿品味 单位：%



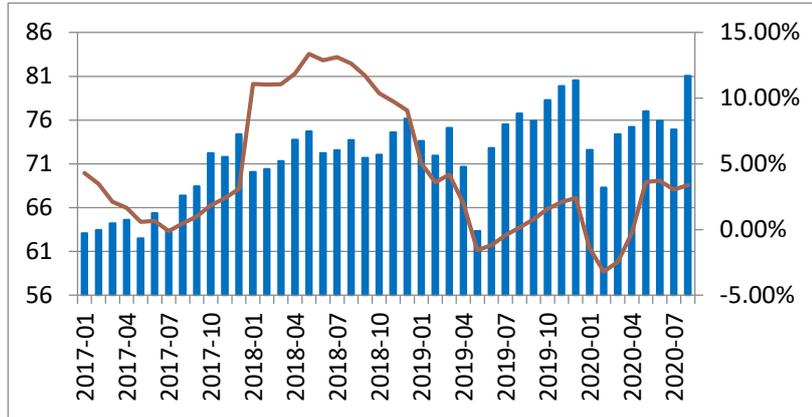
资料来源：Wood Mackenzie、金信期货研究院

三、精铜

中国 8 月精铜产量为 81.05 万吨，环比增加 8%，同比增加 6%。1-8 月 SMM 统计精铜累计产量为 596.8 万吨，累计同比增加 3%。预计 2020 年 9 月国内精铜产量为 81.59 万吨，环比增加 0.6%，同比增加 7%。

从数据可以看出，6-8月中国精铜产量处于高位，其中8月国内电解铜产量环比均显著增长，主要是因为8月没有太大的冶炼厂检修，而7月检修的炼厂在高价位产量恢复较快。部分炼厂开始考虑追赶年度目标产量，排产计划较高，后续仍有新项目投产，预计产量将维持较高水平。

图9：中国精铜产量 单位：万吨



资料来源：SMM、金信期货研究院

图10：铜冶炼企业检修情况 单位：万吨

企业名称	产能	开始时间	结束时间	备注	影响产量
易门铜业	10	2020年1月1日	2020年1月15日	15	-
云南铜业(本部)	50	2020年1月	2020年1月	7-10天	0.6
江铜富冶和鼎铜业有限公司	30	2020年1月21日	2020年2月底	35天	1.6
铜陵金昌	20	2020年2月23日	2020年3月19日	25天	0.5
金隆铜业	35	2020年2月	2020年2月	30天	0.5
广西金川有色金属有限公司	40	2020年3月	2020年3月	7-10天	-
中条山有色	10	2020年3月下旬	2020年4月底	45天	1.7
云南锡业股份有限公司	10	2020年3月20日	2020年4月20日	30天	0.6
澳中铜业	10	2020年Q1	2020年Q1	35天	-
豫光金铅	15	2020年4月7日	2020年4月27日	20天	0.65
青海铜业责任有限公司	10	2020年4月15日	2020年5月25日	40天	-
赤峰金剑	10	2020年4月	2020年4月	7-10天	-
珙春紫金	10	2020年4月15日	2020年5月5日	20天	-
中铝宁德	40	2020年4月25日	2020年5月底	30-35天	-
赤峰金峰铜业有限公司	40	2020年5月上旬	2020年7月底	75-80天	3
恒邦股份	20	2020年5月18日	2020年6月18日	30天	0.6
金川集团(本部)	35	2020年7月中旬	2020年8月	20天	-
大冶有色	40	2020年6月	2020年7月	25-30天	-
江铜富冶和鼎铜业有限公司	30	2020年6月中	2020年7月底	45天	-
东营方圆	40	2020年7月	2020年8月	50天	-
飞尚铜业	10	2020年7月	2020年8月	15-25天	-
五矿湖南铜业有限公司	10	2020年7月15日	2020年8月15日	30天	-
黑龙江紫金铜业有限公司	15	2020年7月	2020年8月	15-20天	-
紫金铜业有限公司	30	2020年下半年	2020年下半年	40-50天	-
国投金城冶金	10	2020年9月	2020年10月	25天	-
赤峰富邦	10	2020年9月	2020年9月	20天	-
葫芦岛宏跃北方铜业	10	2020年9月	2020年9月	30天	-
铜陵金冠	40	2020年10月	2020年11月	15天	-
中原黄金冶炼厂	35	2020年Q4	2020年Q4	25天	-

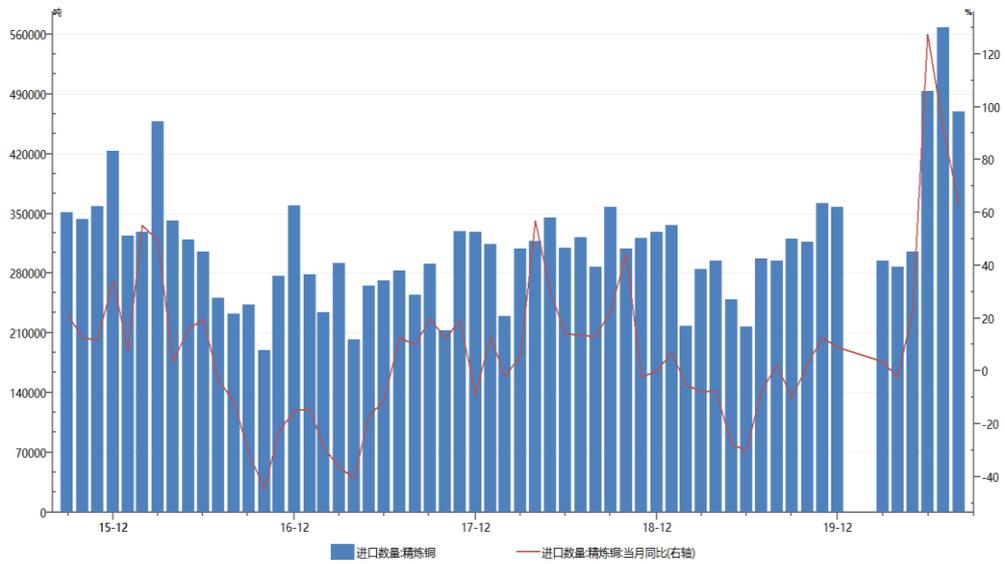
资料来源：SMM、金信期货研究院

海关总署统计，8月中国未锻造铜与铜材进口66.8万吨，同比增加65.5%，环比回落12.3%，1-8月累计进口427.3万吨，同比增加37.8%。8月精炼铜进口量估

计为 46.8 万吨，同比增加 62%，环比回落 14.2%，1-8 月精铜累计进口约 295.2 万吨，同比增加 35% 或者 77 万吨。

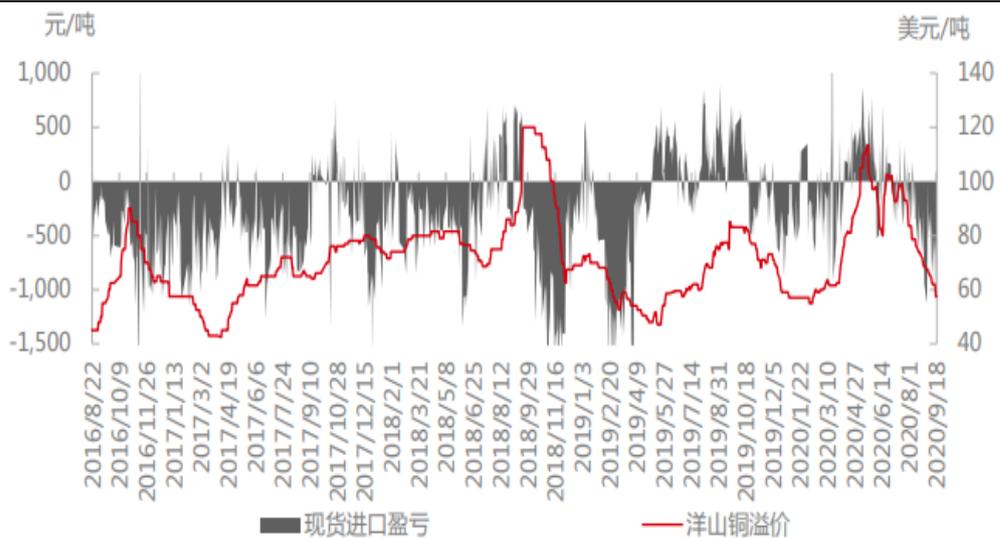
进入三季度之后国内铜消费走弱，而国内炼厂供应环比增加，二季度铜供应紧张局面不再。同期海外需求复苏，海外显性库存降幅明显且注销仓单比例居高不下，LME back 结构走强。铜价外强内弱格局使得进口窗口一直维持关闭状态，进口铜需求明显下滑，洋山铜溢价在清淡交投中跌跌不休。整个外贸市场流动性降至低点，故 8 月份电解铜进口量环比下滑。

图 11：中国精铜进口量 单位：吨



资料来源：中国海关、金信期货研究院

图 12：铜进口盈亏变化 单位：元(美元)/吨



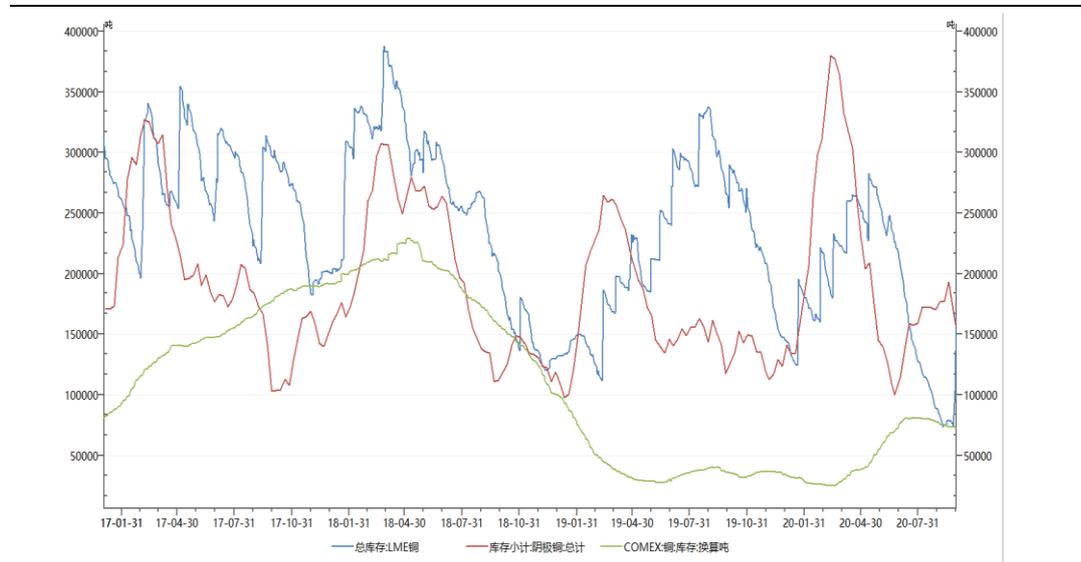
资料来源：SMM、金信期货研究院

到 9 月下旬，全球铜显性库存总共 60 万吨左右，依然处于历史的低点位置。三季度国内需求走弱叠加海外进口铜的冲击，国内铜库存明显累库。保税区铜库存维持在 22 万吨水平，上期所库存三季度累库 17 万吨。国内显性库存出现显著累积，对国内价格也造成了一定的压力。

进口精铜数量持续较高水平，精废价差持续扩大，废铜替代影响精铜消费，国内从 7 月开始就处于累库状态。而 LME 则持续去库，库存降至近年来的最低水平。

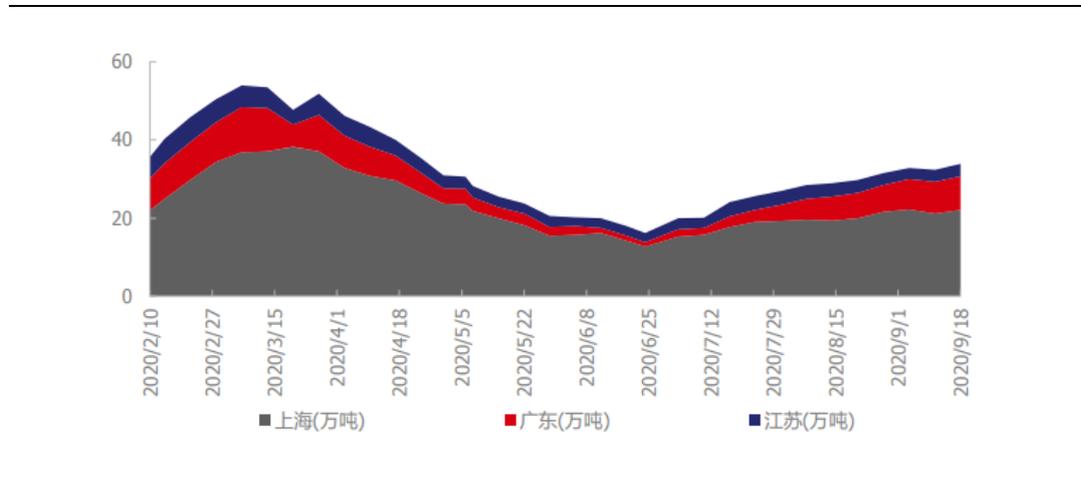
观察近几个月 SFHE、Lme 和 Comex 三地库存状况可以发现，国内无论是上期所库存还是社会库存，均在 7 月开始出现明显拐点，但 LME 库存维持下降。显示出全球挪库之后库存流动到了国内，但国内的消费并未如市场预期的那么好，因此库存就开始快速累积。

图 13：全球铜显性库存 单位：吨



资料来源：SHFE、LME、COMEX、金信期货研究院

图 14：国内电解铜主流消费地库存 单位：万吨



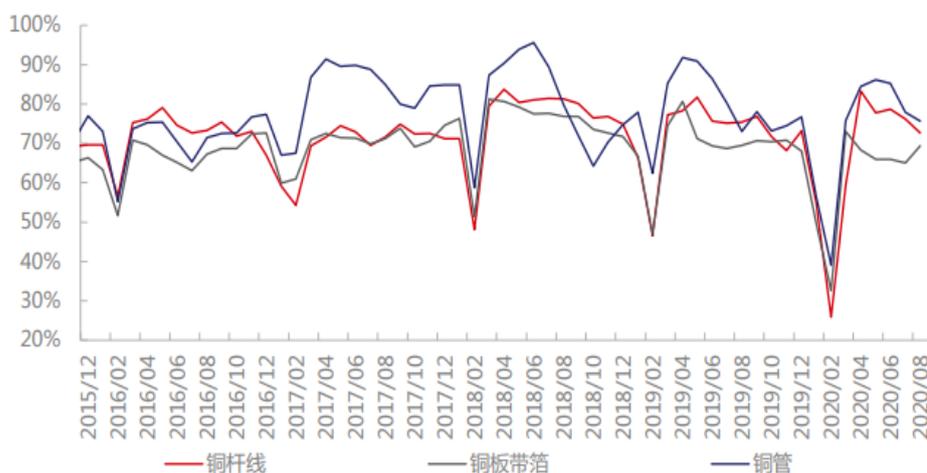
资料来源：SMM、金信期货研究院

四、下游

今年三季度铜材开工率在回升到高位后再度出现回落，并未能持续在高位维持。进入9月后，“金九银十”的消费旺季未能如期而至，订单不佳致使今年铜材下游检修放假现象增多。受制于铜杆和铜管两个主力板块消费走弱影响，市场整体备库力度明显不如往年。尤其一些大厂放假检修安排，节前采购有限，给予现货较大压力。

9月铜下游行业PMI综合指数终值为49.58，环比下降0.48，同比下降1.53。除新出口订单和供应商配送时间指数略有上涨外，其他分项均出现全面下跌；生产和新订单指数已经连续5个月回落，尽管9月是传统的生产旺季，但今年却出现旺季不旺的情况。

图 15：中国铜材企业开工率 单位：%

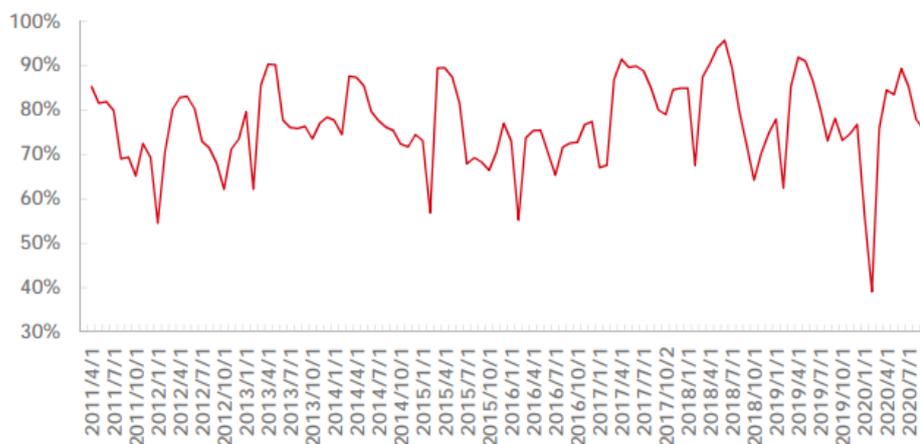


资料来源：SMM、金信期货研究院

据 SMM 调研数据显示，8 月份铜管企业开工率为 77.87%，环比下降 7%，8 月淡季行情更为明显，行业订单整体转淡。空调企业订单 8 月持续不佳，从 8 月重点空调企业排产计划来看，整体产量环比下滑，部分空调厂仍处于夏休周期，因此对铜管的需求量明显滑落。

相较于去年房地产行业“爆冷”，今年房地产领域表现平稳贡献部分需求，支撑铜管开工率高于去年同期。据 9 月重点空调企业排产计划来看，环比 8 月仍有 20% 以上的降幅，铜管消费淡季延长，“金九银十”预期落空。多数铜管企业反映 9 月订单环比 8 月未有改善，淡季行情可能延续至 10 月。

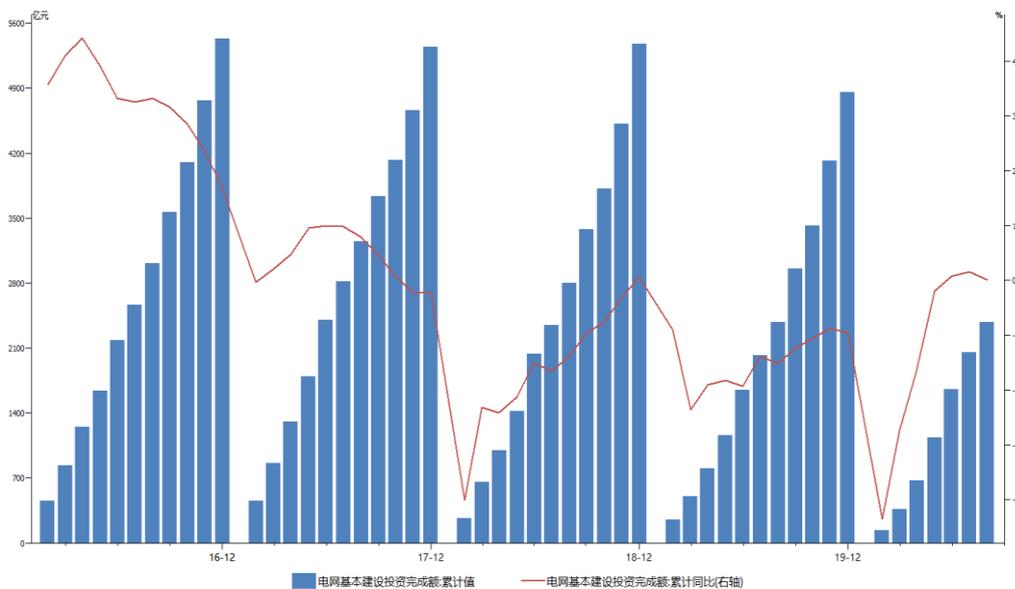
图 16 中国铜管企业开工率 单位：%



资料来源：SMM、金信期货研究院

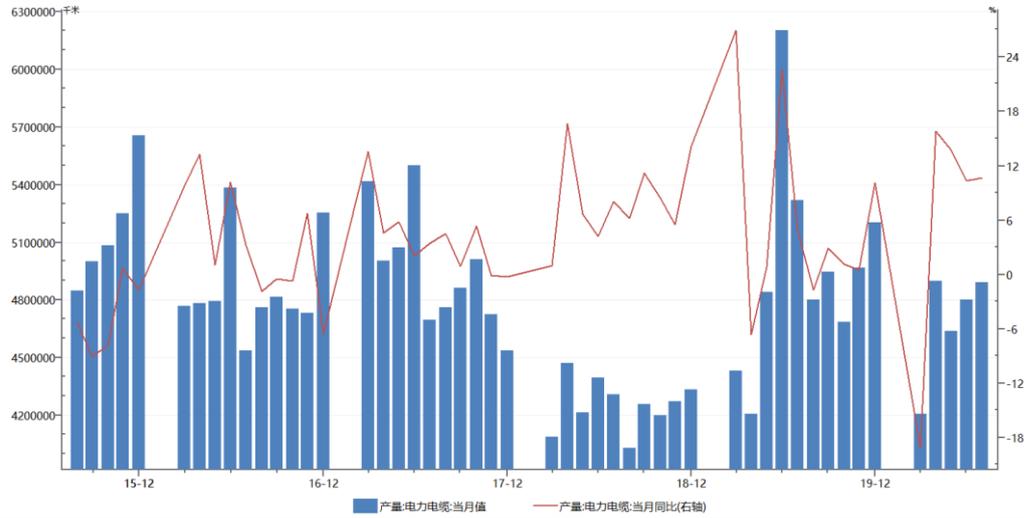
今年电线电缆行业受国网三季度交货量大幅走低影响，订单迟迟未见好转。而地产调控政策又出现收紧趋势，线缆新增订单亦出现下滑。因下游消费持续不振，成品库存积压问题严重，本次国庆假期计划放假、设备检修等动作来调节生产，今年各铜杆厂的放假时间较往年比均有所延长。放假时间基本为 8 天，个别企业计划进行 10 日以上的检修，少有备库。

图 17：中国电网基本建设投资完成额 单位：亿元



资料来源：国家电网、金信期货研究院

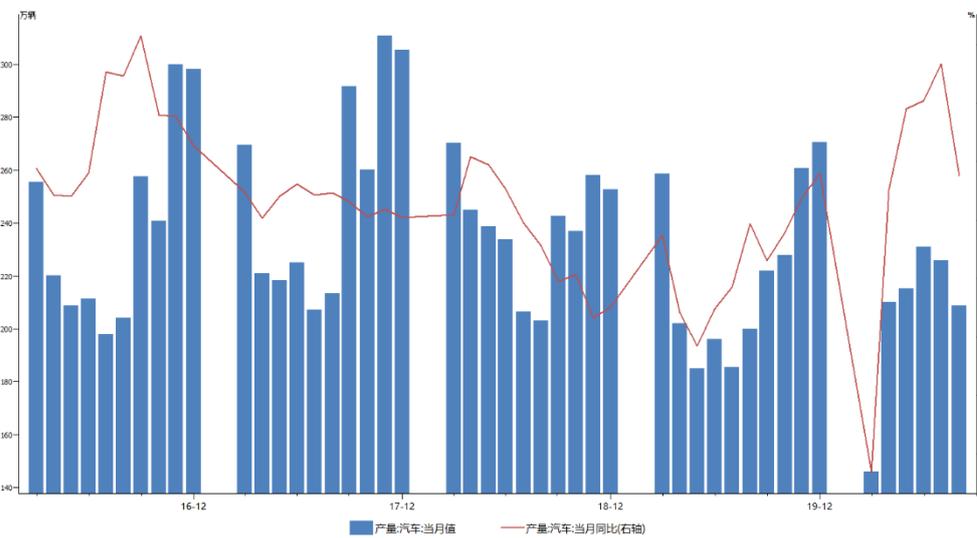
图 18: 中国电力电缆月度产量 单位: 千米



资料来源：国家电网、新闻整理、金信期货研究院

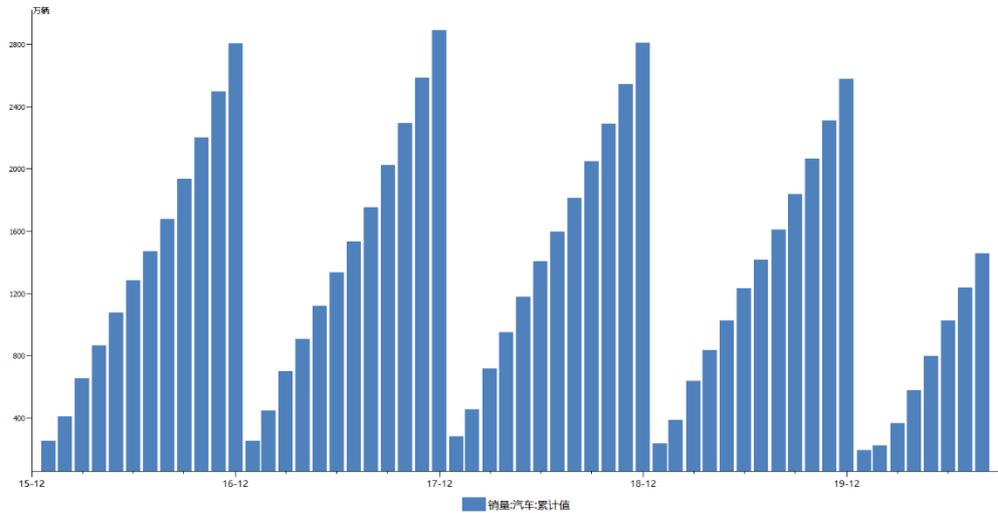
8 月, 汽车产销分别达到 211.8 万辆和 218.6 万辆, 同比增长 6.44% 和 11.57%。经过汽车消费刺激政策出台叠加车企大力促销, 疫情期间被压制的购车需求得到集中释放, 加上国庆中秋假期的车企促销和年底购车需求的进一步释放, 四季度汽车需求有望延续增长势头。

图 19: 中国汽车产量 单位: 万辆



资料来源：中国汽车工业协会、金信期货研究院

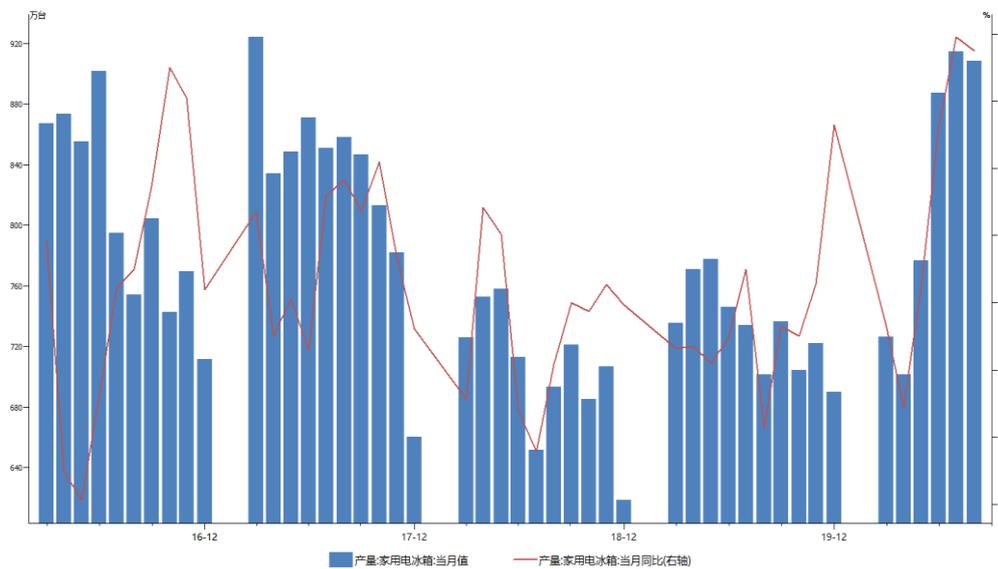
图 20：中国汽车销量 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会、金信期货研究院

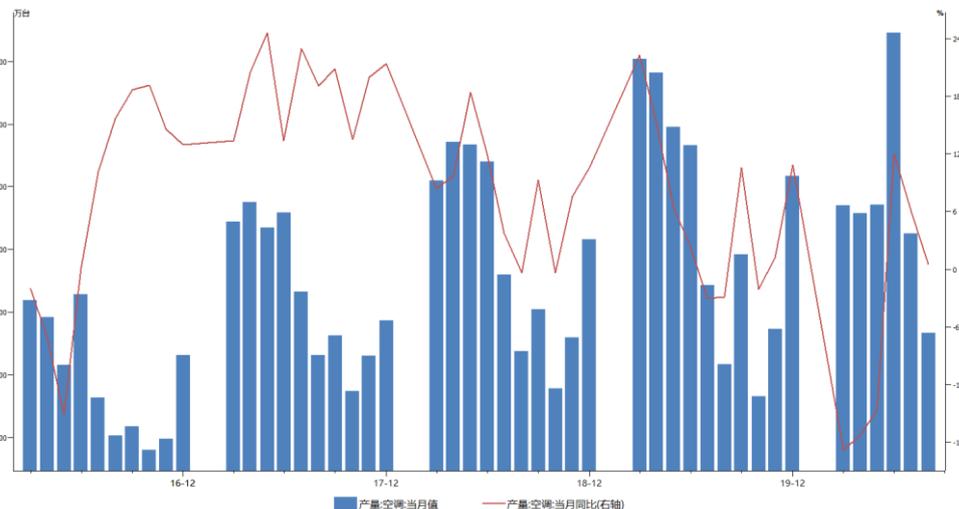
从官方最新表态看，今年投资增速不容乐观，需要警惕 6 月需求回落的风险。预计 2020 年度家电板块耗铜量将会较去年有小幅回升的预期或许将无法实现，最为重要的空调板块对铜的消费预计将会下降至 129 万吨附近的水平。

图 21：中国家用电冰箱产量 单位：万台



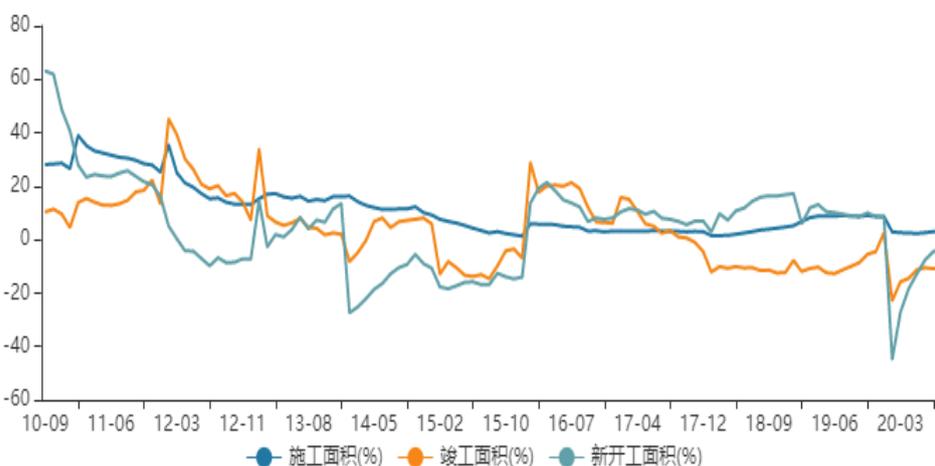
资料来源：统计局、金信期货研究院

图 22：中国空调产量 单位：万台



资料来源：统计局、金信期货研究院

图 23：中国房地产新开工、竣工、施工面积 单位：%



资料来源：统计局、金信期货研究院

五、总结及展望

7-9 月铜矿并未如预期的出现太大的问题，虽然南美疫情严重，但矿山产量依然维持，但罢工因素干扰供应。而下游在淡季之中表现并不平淡，但是在旺季之中却旺季不旺，整体供需的错位令行情在淡季大幅走高，而在旺季之中却转入横盘。

从宏观面来看，美联储的宽松政策将会延续，但新一轮刺激政策什么时候能达成仍未可知。但全球市场的流动性依然充足，国内资金面也并未大幅收紧，对于铜价来说是一个不小的支撑。疫情目前来看并未阻碍全球经济的复苏，汽车地产的消费明显改善。铜的下游消费好转，将对铜价有一定的带动。

从基本面来看，国内目前处于累库阶段，市场普遍预期十月之后消费会再度转

好，但历史惯例来看十月中旬后消费再度进入淡季，这次淡季是否能再度不淡就显得格外重要了。目前市场对下游消费仍抱有较大的希望，如果汽车、地产、基建的消费能延续，那么铜价后市仍有刷新年度新高的可能。但如果消费就此转弱库存再度累积，那么铜价可能无法在高位维持横盘格局，或将向下寻求支撑。预计四季度铜价将在 45000-55000 元/吨之间震荡。

重要声明

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。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

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。