



2020 年 7 月 1 日

星期二

供应弱势需求乐观

铜价走势牛市可期

联系人 徐舟

电子邮箱 xu.z@jyqh.com.cn

电话 021-68555105

要点

- 上半年全球宏观经济因新冠疫情而出现较大下行压力。为应对疫情的冲击，全球主要经济体的政府都陆续出台相关政策，以帮助稳定经济预期，缓解市场恐慌情绪。目前来看，国内经济已经率先回暖，开始逐步恢复至正常水平，但是全年来看，经济增长依然有较大压力。
- 供应方面，新冠疫情对于铜矿主产国南美和秘鲁的影响还在持续发酵，铜矿紧张格局短期内还难以缓解。精铜方面，下半年受制于原料供应紧张，以及生产利润，精炼铜产量增速预计有所下降。废铜方面，下半年废铜进口则需要关注再生铜进口新规何时落地。但新冠疫情对于废铜产业链已经形成较大打击，即使新规落地之后，废铜进口也难以大幅增加。
- 需求方面，新冠疫情对于国内铜需求确实产生深远影响。下半年，我们认为包括房产、汽车以及空调在内整体需求将继续好于上半年，但是全年增速预计依然将为负值。但是我们对于电网投资带动的需求持乐观态度，认为下半年电网投资增速不会放缓，全年还将继续超额完成投资计划。
- 预计下半年铜价将以震荡上涨走势为主，沪期铜主要运行区间在 45500-53000 元/吨，伦铜主要运行区间在 5500-6600 美元/吨。
- 风险点：全球经济放缓超预期。

目录

一、上半年行情回顾	5
二、宏观经济分析	6
1、上半年全球经济因疫情大幅回落.....	6
2、全球政府推出各项救助措施	7
三、铜矿供应分析	8
1、海外铜矿供给不及预期，冶炼加工费用再创新低.....	8
2、国内铜矿供应稳步增加，未来产量仍有提升空间.....	9
3、铜矿进口月度环比回落，国内炼厂原料略显紧张.....	10
四、精铜供应分析	10
1、下半年国内精炼铜产量受限原料供应和加工费.....	10
2、精炼铜进口窗口打开有望成常态.....	11
3、再生铜新规悬而未决，废铜需求难以回到正常水平.....	14
4、上半年内外库存分化，下半年库存仍将处于低位.....	15
五、精铜需求分析	16
1、电网投资降幅大幅收窄，全年投资或将再超计划.....	16
2、房产数据单月回升，但整体依然负增长.....	17
3、空调产销接近正常水平，全年增长恐难实现.....	17
4、汽车产销需求集中释放，持续性有待继续观察.....	17
5、下半年铜的终端需求将继续好转.....	18
六、下半年行情展望	19

图表目录

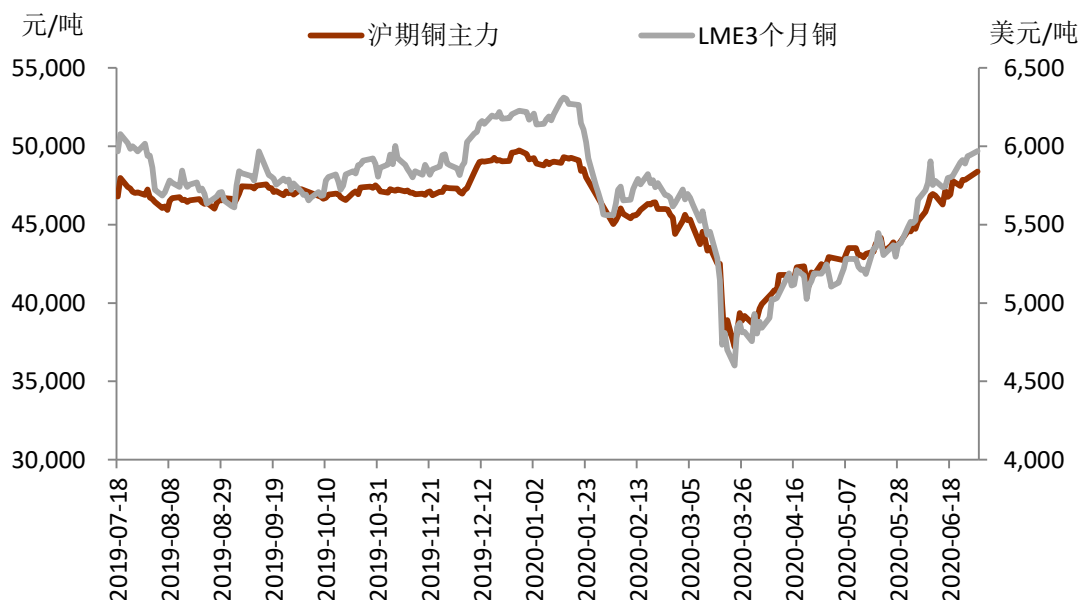
图表 1 铜期货价格走势.....	5
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	6
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	7
图表 4 发达国家制造业 PMI 指数.....	7
图表 5 中国 GDP 增速.....	7
图表 6 中国 PMI 指数	7
图表 7 全球主要铜矿商 2020 年产量预期情况（万吨）	8
图表 8 2020 年国内铜矿在建产能情况（万吨）	9
图表 9 国内冶炼检修计划（万吨）	11
图表 10 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	12
图表 11 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	12
图表 12 中国铜精矿现货 TC 走势.....	12
图表 13 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	12
图表 14 中国铜材产量及增速变化.....	13
图表 15 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	13
图表 16 中国精炼铜产量变化.....	13
图表 17 中国精炼铜消费量变化.....	13
图表 18 中国精炼铜进口量及增速变化.....	13
图表 19 中国精炼铜出口量及增速变化.....	13
图表 20 中国废铜进口单月变化.....	15
图表 21 中国废铜进口累计变化.....	15
图表 22 三大交易所库存变化情况.....	16
图表 23 SHFE 和保税区库存走势	16
图表 24 电力投资完成额变化.....	18
图表 25 房地产开发投资增速变化.....	18
图表 26 家用空调产量增速变化.....	18
图表 27 家用空调库存变化.....	18

图表 28 汽车产销量变化.....	19
图表 29 新能源汽车产量及销量变化.....	19
图表 30 国内铜供需平衡表（万吨）	20

一、上半年行情回顾

2020 年上半年，铜价整体走势呈现了先跌后涨的 V 型走势。在进入 2020 年之后，铜价未能延续 2019 年底的上涨趋势，沪铜指数在 5 万元/吨的整数位压力之下价格有所回落。春节假期期间，新冠疫情在国内集中爆发，引发外盘铜价大幅跳水，节后沪铜指数大幅跳空低开，最低至 44800 元/吨。此后，沪铜价格走势以弱势反弹为主。但是 3 月份，新冠疫情开始在欧美发达国家扩散，铜价再遭重挫，期间更是一度连续出现跌停，最低至 35350 元/吨，创出了近四年来的新低。经过一季度的罕见暴跌行情之后，二季度铜价走势则是持续的单边上涨。4 月份，铜价触及重要成本线，以及美联储的无限量 QE 政策缓解了市场恐慌情绪，沪铜指数开始超跌反弹，重返 4 万整数位置之上。此后，由于新冠疫情在南美重要产铜国爆发，铜矿供应受到影响，沪铜指数进一步上涨。而从 5 月中旬开始，在国内复产复工推动之下，铜库存连续下降，市场开始意识到国内需求的超预期复苏，铜价连续突破 45000 元/吨、46000 元/吨和 47000 元/吨的整数位置。至 6 月份，沪铜指数已经收复春节后因疫情的跌幅，再次回升至年初高位，月底沪铜指数最终收在 48710 元/吨。整体来看，沪铜指数较去年年底价格相比，下跌 1.04%，波动区间在 35350-49590 元/吨，波动幅度为 40.3%；LME 铜较去年年底价格相比，下跌 2.11%，波动区间在 4371-6343 美元/吨，波动幅度为 45.1%。

图表 1 铜期货价格走势

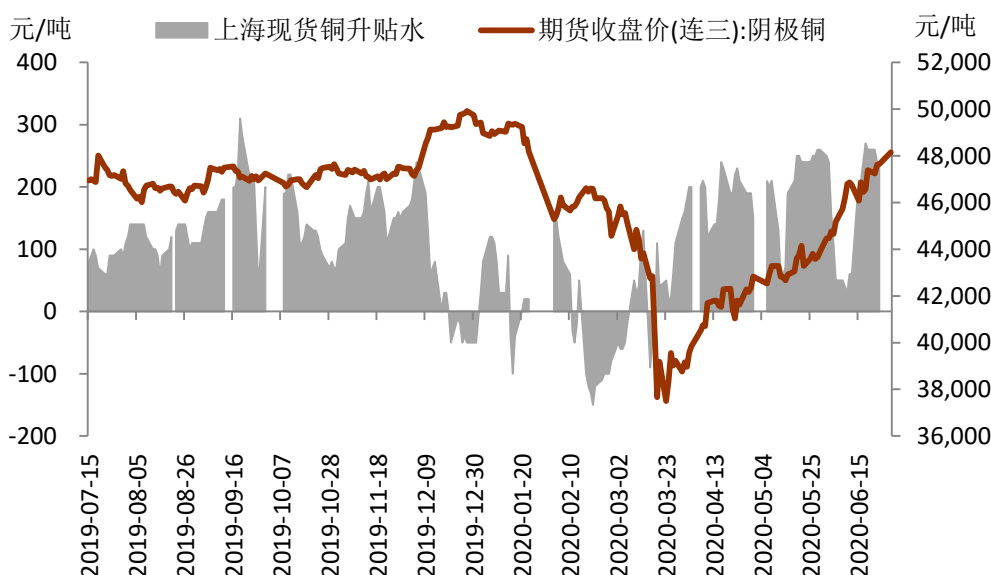


资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

2020 年上半年，铜的现货升贴水走势一波三折。首先是在进入 2020 年之后，得益于节前的补库需求，铜的现货升水稳步上升，最高至 160 元/吨。在春节长假之后，国内应对新冠疫情的强制措施引发需求冰冻，铜的现货需求大幅下降，升水也转为贴水，最低至贴水

150 元/吨。进入 3 月份之后，随着铜价反弹，市场恐慌情绪开始缓解，下游逢低买盘开始出现。此后，国内复产复工开始逐步推动，而废铜供应下降，精铜需求开始明显回升，铜的现货在 3 月底开始转为升水，并且在二季度升水快速上行至 200 元/吨之上，并一直保持至 6 月份。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、上半年全球经济因疫情大幅回落

2020 年上半年全球主要经济体由于受到新冠疫情的影响，都出现了较大幅度的下滑。美国一季度的 GDP 同比为 0.26%，较上一个季度的 2.33% 增速出现明显回落。欧洲和日本的经济表现也同样疲软，欧元区一季度的 GDP 同比为-3.1%，而日本一季度的 GDP 为-0.9%，都录得了负增长。

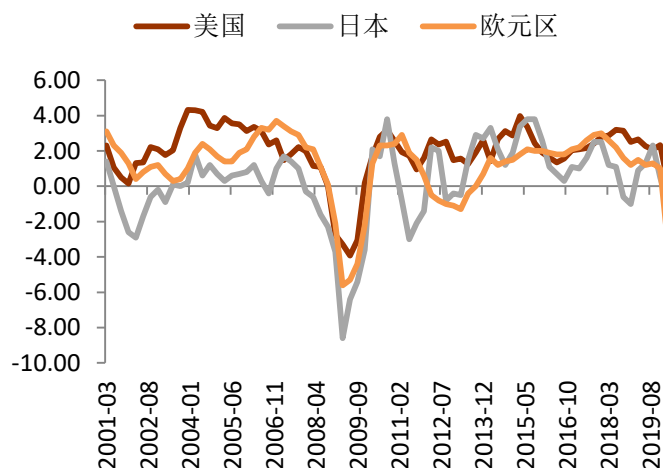
同样从制造业 PMI 数据上，也可以看到，美国最新制造业 PMI 仅为 43.1，已经连续多个月处于 50 荣枯线之下。欧洲和日本的最新制造业 PMI 分别为 40.1 和 46.9，同样也是长期处于 50 荣枯线之下。考虑到新冠疫情在欧美发达地区的影响延续至二季度，因此整个上半年，海外经济表现承受较大下行压力。

国内方面，中国一季度 GDP 同比增速为-6.8%，较上一个季度下滑 12.8 个百分点，也创出了多年来首次的负增长。制造业 PMI 数据来看，最新的官方 PMI 为 50.9，已经连续 4 个月处于 50 荣枯线之上，财新 PMI 同样最新录得 51.2 的表现。整体来看，国内经济已经率先走出疫情的影响，并在逐渐恢复正轨。

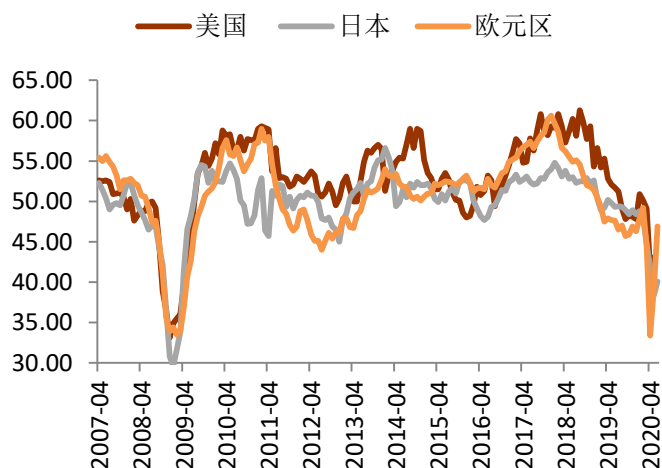
2、全球政府推出各项救助措施

由于新冠疫情对于经济的致命打压，全球主要经济体的政府都陆续出台相关政策，以帮助稳定市场预期，缓解市场恐慌情绪。美联储在 3 月份为应对疫情冲击，开启了无限量 QE 政策，美联储资产负债表从 3 月初的 4.2 万亿美元一路攀升到六月中旬的 7.1 万亿美元，增幅近 7 成。美国政府也在不断的推出各项刺激政策，帮助经济度过难关。欧洲央行同样强调，针对市场不确定性，欧洲央行准备好随时调整各种工具，包括政策利率；以及可能采取紧急抗疫购债计划（PEPP）。国内方面，政府同样通过专项债、减税降负等多项措施来稳定市场信心，增加投资，从而稳定经济增速。目前来看，国内措施已经取得一定效果，但全年经济增速压力依然存在。

图表 3 发达国家 GDP 增速

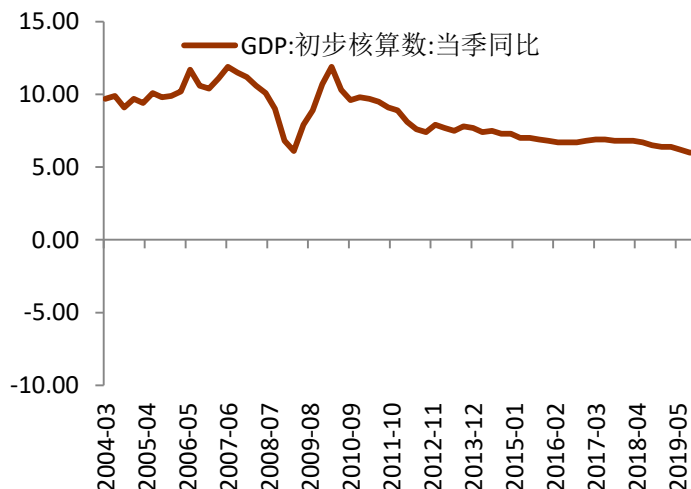


图表 4 发达国家制造业 PMI 指数

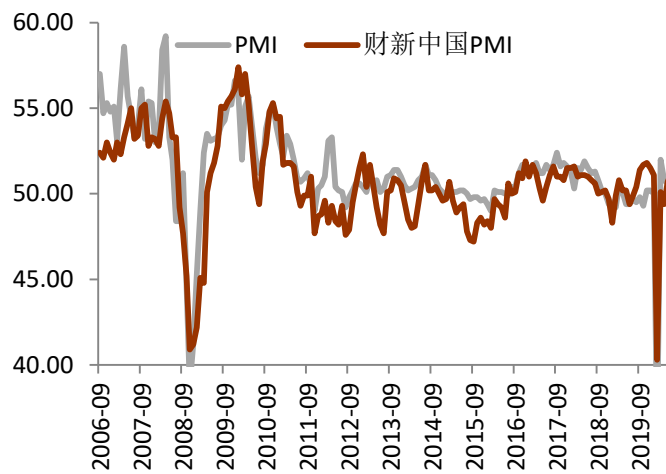


资料来源：Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：Wind, 铜冠金源期货

三、铜矿供应分析

1、海外铜矿供给不及预期，冶炼加工费用再创新低

2020 年上半年，海外铜矿供应未能达到年初预期，主要还是受到了新冠疫情的影响。特别是铜矿主产国智利和秘鲁目前新冠每日新增病例数目依然居高不下，对于整体运营产生了较大影响。

新冠疫情对于海外铜矿的影响主要集中在两个方面，首当其冲的就是铜矿产量。在我们持续跟踪的海外 15 家大型矿企中，这些矿企的一季度铜产量合计为 276.2 万吨，较去年同期略微增长 0.32%，约 0.9 万吨；较去年四季度环比下降 7.53%，约 22.5 万吨。

新冠疫情不但影响了这些矿企一季度的产量，对于全年产量来说，这些矿企也是纷纷开始下调。其中，力拓、安托法加斯塔和淡水河谷都在一季度报告里下调了全年产量预期。根据我们测算，目前海外铜矿山都不同程度的受到新冠疫情产量影响，受影响的铜矿产量达到 21.8 万吨。预计全年受影响产量将至少达到 46.9 万吨。年初，我们预计海外铜矿产量将有 43 万吨的增量，现在来看年初预估水平将难以达到。

从最新的消息来看，南美新冠疫情依然没有出现缓解迹象。智利国家铜业在 El Teniente 铜矿等矿山中采取了新的轮班制度，而 Chuquicamata 矿山所有的冶炼业务也临时停止。智利矿业部长表示，受新冠疫情影响，该国铜产量或将减少 20 万吨。同样，秘鲁方面为阻止新冠病毒的传播，秘鲁政府宣布将国家紧急状态延长至 7 月 31 日。目前秘鲁预计到 6 月底产能将恢复至疫情之前的 80%，三季度可能达到满负荷生产。

图表 7 全球主要铜矿商 2020 年产量预期情况（万吨）

企业	此前预期	最新预期	
必和必拓			将在新财年 8 月份给出预期
自由港	157.9	140.6	由于疫情影响，下调
嘉能可	130.0	125.5	由于疫情影响，下调
英美资源	64.5	64.5	预期不变
力拓	53-57	47.5-52	由于疫情影响，下调
安托法加斯塔	72.5-75.5	72.5-75.5	预计产量将于预估区间的低端
第一量子	855	780	由于疫情影响，下调
伦丁矿业	27.2-29.6	26.4-29.3	由于疫情影响，下调
淡水河谷	40	36-38	由于疫情影响，下调
泰克资源	28.5-30	28.5-30	在新冠疫情明朗之前，维持
五矿资源	43.3	41.5	撤销 Las Bambas 铜矿生产指引
OZ 矿业	8.3-10	8.3-10	暂不受疫情影响，预期不变

资料来源：各大企业财务报告，铜冠金源期货

其次，新冠疫情对于铜矿未来的生产也有较大不利影响。由于疫情期间，为应对收入下滑的情况，很多铜矿企开始下调资本支出。Codelco 近期表示，该公司可能不得不放缓投资计划。其它矿企，包括安托法加斯塔、英美资源以及嘉能可等也都宣布了资本支出的下调计划。根据统计，新冠病毒爆发的后果迫使全球矿商将其 2020 年资本支出削减约 64 亿美元（约 19%）。资本支出对于铜矿企业来说主要就是各类勘探费用，这部分费用下降将会对未来铜矿新项目产生影响，从而影响长期铜矿供应。

整体来看，2020 年上半年受到新冠疫情影响，海外铜矿供给明显不及预期。而新冠疫情对于铜矿主产国南美和秘鲁的影响还在持续发酵，铜矿紧张格局短期内还难以缓解，国内铜精矿的加工费也创出新低。因此，我们下调全年铜矿产量至 2028 万吨，此前为 2075 万吨；增速也从 2.2% 下调为 -0.1%，并且未来仍有继续下调可能。

2、国内铜矿供应稳步增加，未来产量仍有提升空间

和海外铜矿相比，国内铜矿供应并未受到新冠疫情太大影响。虽然新冠疫情最先在国内开始爆发，但国家也在疫情早期就开始采取封城、封省的措施，强调居民需要在家隔离；同时从 3 月开始，全国逐步复工复产，生产经营活动恢复正轨。

从数据上也可以看到，2020 年 1-2 月国内铜矿产量 22.93 万吨，累计同比下降 3.09%。这和我们此前调研的情况一致，国内铜矿山企业受到新冠疫情的影响并不大，除了部分矿山原定检修之外，大部分采矿生产依然维持正常。年初，我们预计全年国内铜矿产量或增加 4 万吨左右，目前来看这一预估将继续维持原来水平，暂时不做调整。

2020 年国内贡献增量的主要项目是黑龙江的多宝山铜矿二期扩建工程，预计增量在 2.5 万吨；以及西藏的玉龙铜矿项目，预计 2020 年底投产，今年增量有限，或在 1 万吨左右。此外值得一提的是，随着紫金矿业收购巨龙铜业之后，西藏的驱龙项目投产有望加速，预计 2021 年底一期建成投产，在未来可能为国内铜矿供应贡献重要增量。

图表 8 2020 年国内铜矿在建产能情况（万吨）

矿山	省份	2020 增量（万吨）
金川	甘肃	0.4
铜山	黑龙江	0.2
多宝山二期	黑龙江	2.5
玉龙	西藏	1
合计		4.1

资料来源：SMM，铜冠金源期货

3、铜矿进口月度环比回落，国内炼厂原料略显紧张

根据海关数据，中国 5 月铜矿砂及其精矿进口量为 169 万吨，同比减少 7.97%，环比减少 16.21%；1-5 月铜矿石及精矿累计进口 926.77 万吨，累计同比增加 2.24%。

智利仍是中国最大的铜矿砂及其精矿供应国，5 月对中国出口量为 60.4 万吨，同比增加 26.46%，环比下降 17.61%。秘鲁 5 月对中国出口量为 30.0 万吨，同比下降 53.42%，环比下降 41.36%。

通过进口数据可以看出，尽管上半年铜矿进口数据依然高于去年同期水平，但是从月度数据来看，无论是智利还是秘鲁在 5 月份都出现了明显的环比下降情况，根据我们了解情况，未来两个月受到南美疫情的影响，铜精矿的到港量仍有可能继续下滑。这也意味着在三季度国内铜冶炼厂将继续面对原料紧张的局面。

四、精铜供应分析

1、下半年国内精炼铜产量受限原料供应和加工费

根据上海有色网数据，2020 年 5 月份中国精炼铜产量为 77.01 万吨，环比增加 2.35%，同比增加 21.56%。1-5 月 SMM 中国精炼铜产量累计为 367.52 万吨，累计同比增加 3.62%。2020 年 6 月国内精炼铜产量预计为 73.42 万吨，环比降幅 4.66%，同比增幅 0.81%；至 6 月累计精炼铜产量为 440.94 万吨，累计同比增长 3.14%。

从上半年的国内精炼铜产量情况来看，整体呈现先减后增的一个过程。在年初新冠疫情影响之下，国内物流运输受到较大限制，冶炼厂的硫酸库存压力较大，因此开工率出现显著回落，造成整体产量不及去年同期，一季度中国精炼铜产量累计同比减少 2.46%。4 月份之后，随着国内疫情逐步控制，复产复工持续推进，物流运输开始恢复，冶炼厂的硫酸高库存问题出现阶段性缓解，国内铜冶炼厂的开工率逐步提升。同时，去年新增的铜冶炼产能继续投产，国内精炼铜单月产量开始同比增加，预计上半年中国精炼铜整体产量累计同比增长 3.14%。

我们认为下半年国内精炼铜产量仍将保持同比增长，但是整体增速难以达到上半年的水平。主要是因为目前进口铜精矿的加工费已经创出了多年新低，对于国内铜冶炼厂的生产利润造成较大影响，国内铜冶炼厂的检修安排开始增多。同时，根据我们了解，三季度铜精矿的进口数量依然可能出现回落，整体国内原料的供应将呈现紧张状态。因此我们预计下半年国内精炼铜的产量增速较上半年将有所下降，全年精炼铜产量预计为 910 万吨，累计增速在 2%的水平。

图表 9 国内冶炼检修计划（万吨）

企业名称	产能	开始时间	结束时间	备注	影响产量
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	30	2020 年 1 月	2020 年 2 月底	35 天	1.6
铜陵金昌	20	2020 年 2 月	2020 年 3 月	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	40	2020 年 3 月	2020 年 3 月	7-10 天	0
中条山有色	10	2020 年 3 月	2020 年 4 月底	45 天	1.7
云南锡业	10	2020 年 3 月	2020 年 4 月	30 天	0.6
豫光金铅	15	2020 年 4 月	2020 年 4 月	20 天	0.65
青海铜业	10	2020 年 4 月	2020 年 6 月	47 天	1.4
赤峰金剑	10	2020 年 5 月	2020 年 9 月	搬迁	4
中铝宁德	40	2020 年 4 月	2020 年 5 月	30 天	1.4
金峰铜业	40	2020 年 5 月	2020 年 7 月	75 天	3
恒邦股份	20	2020 年 5 月	2020 年 6 月	30 天	0.6
白银有色	20	2020 年 6 月	2020 年 7 月	20 天	0.8
金川本部	35	2020 年 6 月	2020 年 7 月	30 天	
江铜富冶和鼎铜业	30	2020 年 6 月	2020 年 7 月	45 天	
盛海化工	10	2020 年 5 月	2020 年 11 月	6 个月	
国投金城	10	2020 年 7 月	2020 年 8 月	25 天	
广西金川	40	2020 年 7 月	2020 年 7 月	6 天	
赤峰富邦	10	2020 年 7 月	2020 年 7 月	15 天	
黑龙江紫金	15	2020 年 7 月	2020 年 7 月	20 天	
飞尚铜业	10	2020 年 7 月	2020 年 7 月	20 天	
包头华鼎	10	2020 年 8 月	2020 年 8 月	12 天	
新疆五鑫	10	2020 年 8 月	2020 年 8 月	30 天	
葫芦岛宏跃北方	10	2020 年 9 月	2020 年 9 月	30 天	
东营方圆	40	2020 年 10 月	2020 年 11 月	50 天	
铜陵金冠	40	2020 年 10 月	2020 年 11 月	15 天	
紫金铜业	30	2020 年 Q4	2020 年 Q4	40 天	
大冶有色	40	2020 年 12 月	2020 年 12 月	30 天	

资料来源：SMM，铜冠金源期货

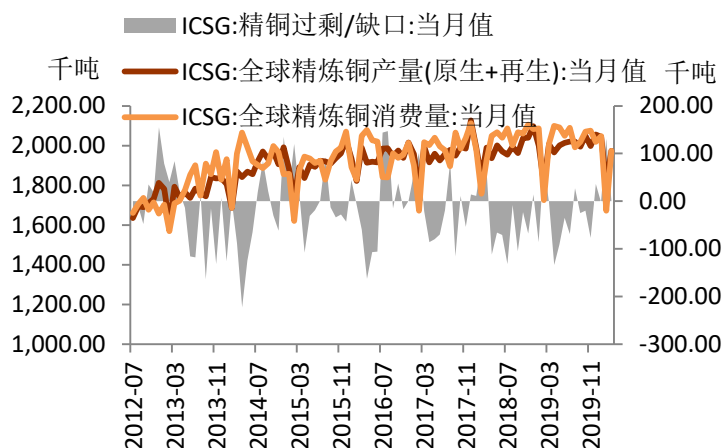
2、精炼铜进口窗口打开有望成常态

根据海关数据，中国 5 月精炼铜进口量为 30.57 万吨，同比增加 22.73%；1-5 月精炼铜累计进口 148.87 万吨，同比增加 7.63%。其中，智利仍是中国精炼铜的最大供应国，5 月从智利进口精炼铜 8.17 万吨，同比增加 21.59%。

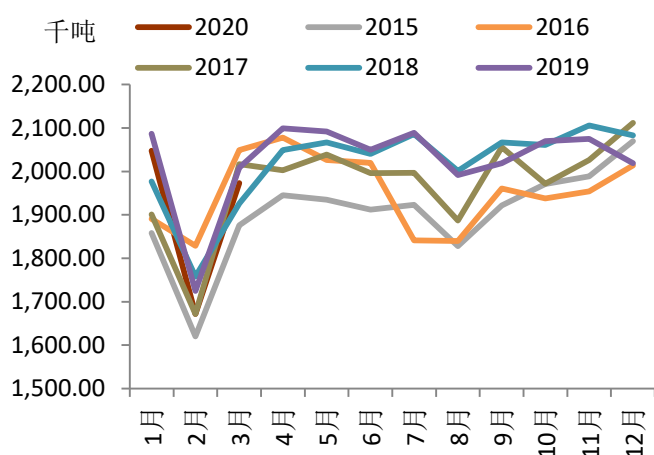
上半年，国内精炼铜整体进口数量高于去年同时期水平，主要是因为上半年精炼铜的进口窗口持续打开的缘故。一季度由于国内铜冶炼厂开工率下降，以及废铜供应中断，整体供应不足需要进口来填补；而进入二季度之后，国内精炼铜需求出现明显回暖，国内库存持续下降，进口需求因此继续增加。

下半年，我们认为国内精炼铜的进口需求依然仍将居高不下，主要还是因为下半年国内精炼铜产量增速还将再次回落，而国内需求有望保持持续回暖态势，进口窗口有望长时间保持打开状态。

图表 10 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势



图表 11 ICSG 全球精炼铜消费变化

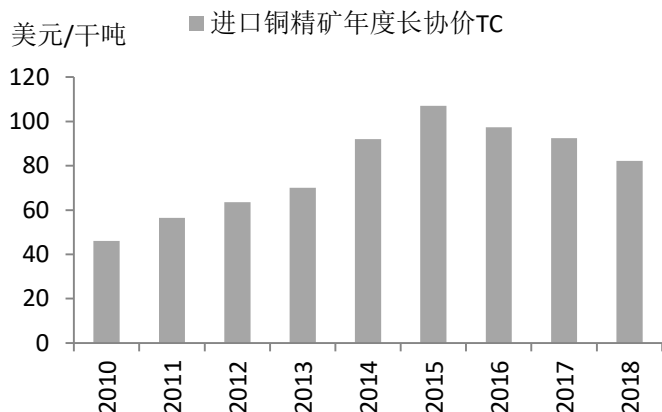


资料来源: Bloomberg, WBMS, ICSG, 铜冠金源期货

图表 12 中国铜精矿现货 TC 走势

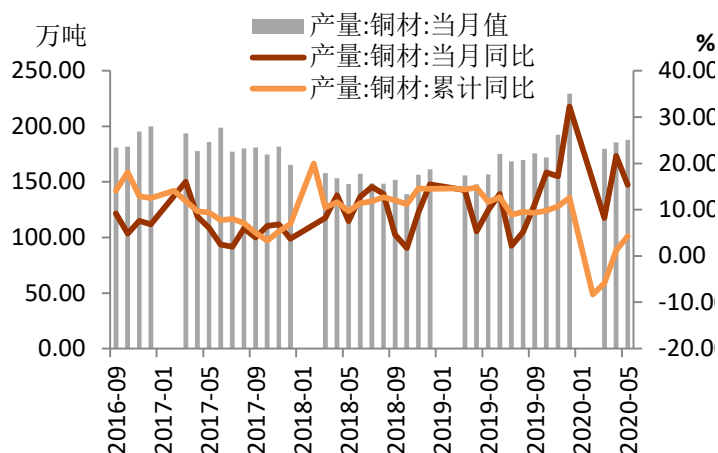


图表 13 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

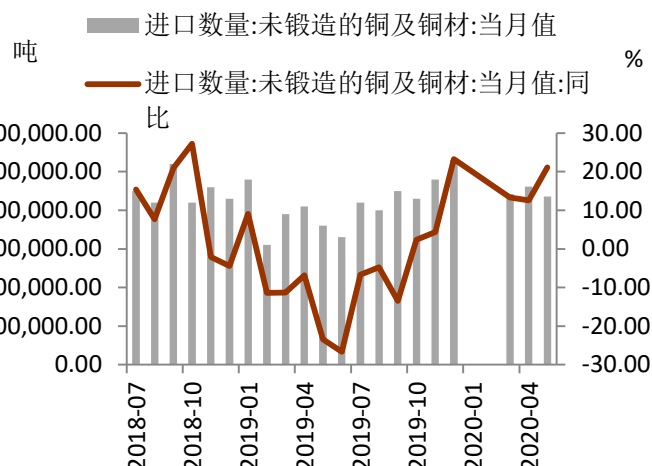


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 14 中国铜材产量及增速变化

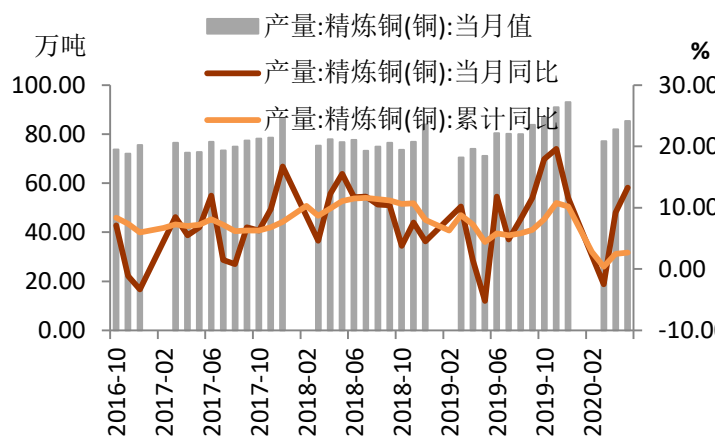


图表 15 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

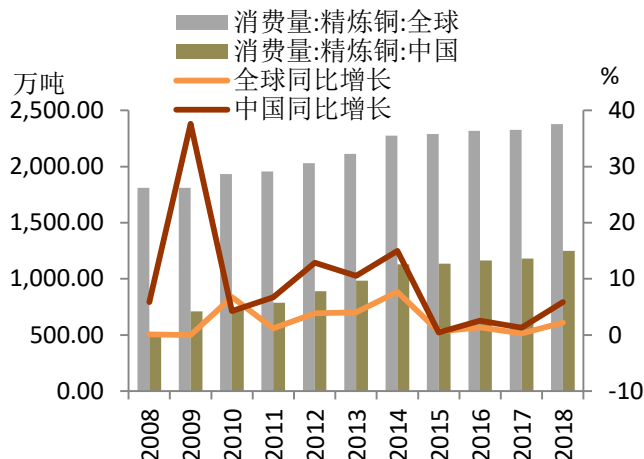


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 16 中国精炼铜产量变化

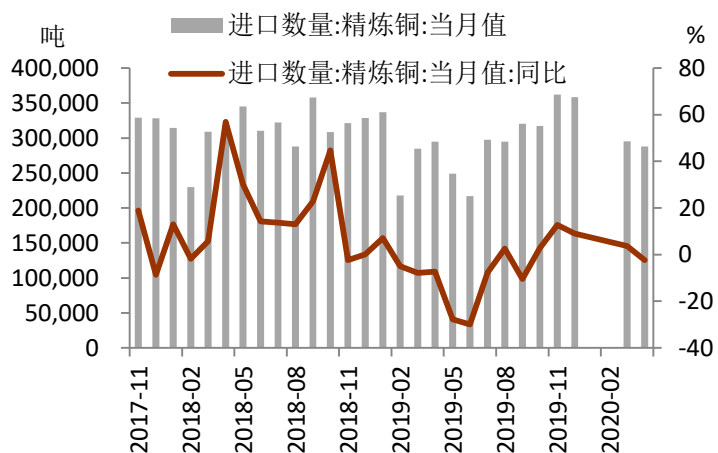


图表 17 中国精炼铜消费量变化

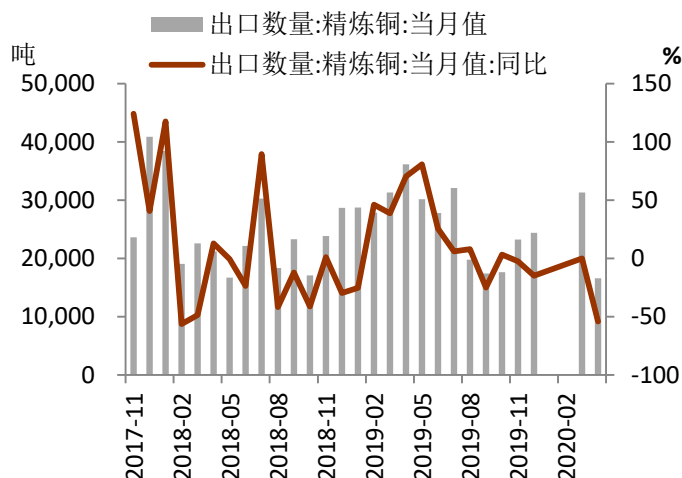


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 18 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 19 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

3、再生铜新规悬而未决，废铜需求难以回到正常水平

根据海关总署数据，中国 5 月废铜(铜废碎料)进口量为 69,495.67 吨，环比下滑 15.8%，同比锐减逾 60%。2020 年 1-5 月废铜进口量为 36.2 万吨，和去年同期的 68.3 万吨相比，大幅下降了 47%。从金属量来看，2020 年 1-5 月废铜进口金属量为 28.8 万吨，和去年同期的 56.5 万吨相比，同样大幅下降 49%。

上半年，国家合计公布了八批废铜进口批文，涉及铜废碎料核定进口量总计 54.2 万吨。目前来看批文数量依然大幅超过废铜进口量，整个上半年国内批文整体保持宽松状态。可见今年前五个月国内废铜进口大幅下降的主要原因并不是进口批文的因素，更多还是由于新冠疫情对东南亚的影响，东南亚废铜拆解原料受限，以及拆解厂开工下降，整体出口也明显受到影响。

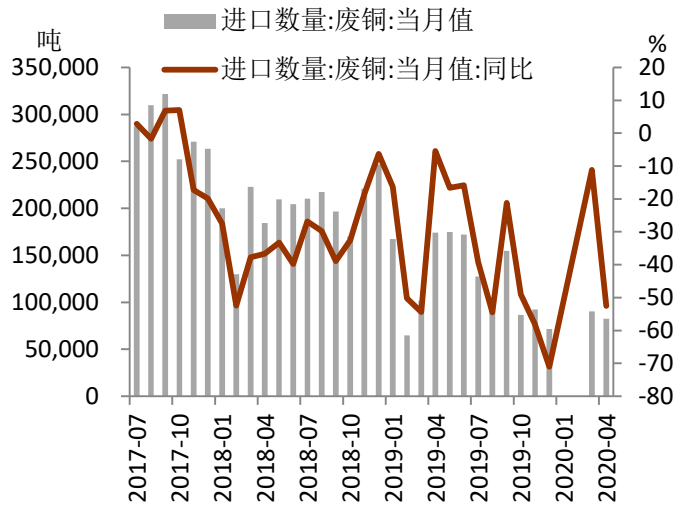
对于废铜市场来说，市场最关注的是下半年开始施行的再生铜新规。按照此前计划，再生铜资源进口标准仍将会在 7 月 1 日生效，但从实际情况来看，再生铜进口细则依然悬而未决，实际进口用的细则文件还没有官方说法，利废企业也还没接收到相关的最新通知，再生铜进口延迟基本已成事实。因此，国内企业在再生铜细则正式公布之前仍将通过批文的方式进行进口。

根据我们了解，企业在再生铜新规施行之后将可以无限制的进口符合标准的废铜。目前马来西亚的废铜分拣场的废铜量仍相对充足，足够维持 1 个多月的生产。但后续的货源并不乐观，原因是欧美国家受疫情影响，当地的废铜产出量已经明显减少，部分高品位的废铜留在本国消化。有长期进行进口废铜的商家估算，6 月欧美国家的废铜出口量同比下降了 15~20%，假如疫情仍不受控欧美国家淘汰旧电器和汽车的频率将进一步下降，废铜的供应量将继续减少；预计到 7 月末 8 月初，原料的供应量将出现一定幅度的萎缩。届时即便再生铜进口新政能如期落地或有充足的批文，中国的废铜进口量也将出现下降。

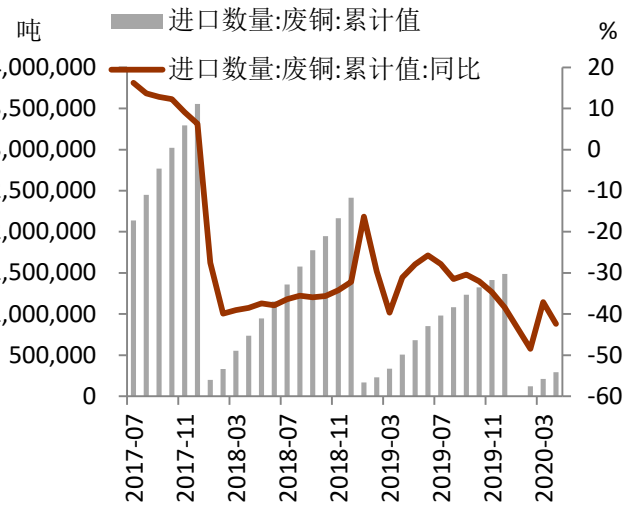
废铜的替代作用方面，我们看到年初由于铜价的大幅跳水，精废价差跟随出现较大回落，以及国内外废铜供应都受到了限制，废铜的替代作用有限。进入二季度之后，随着铜价回升，精废价差也再次扩大，目前已经上升至历史高位，废铜供应出现复苏，废铜替代作用开始显现，但废铜需求依然还未回到正常水平。

整体来看，上半年废铜进口受到疫情影响同比大幅回落，下半年废铜进口则需要关注再生铜进口新规何时落地。但新冠疫情对于废铜产业链已经形成较大打击，即使新规落地之后，废铜进口也难以大幅增加。因此，我们预计即使目前精废价差处于历史高位，下半年废铜需求将会有所回升，但依然难达到往年正常水平。

图表 20 中国废铜进口单月变化



图表 21 中国废铜进口累计变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

4、上半年内外库存分化，下半年库存仍将处于低位

截至 6 月 30 日，LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存分别为 21.7 万吨、10.0 万吨和 7.2 万吨，合计 38.9 万吨，较去年同期的 41.8 万吨，减少 2.9 万吨，较年初 31.9 万吨增加 7.0 万吨。

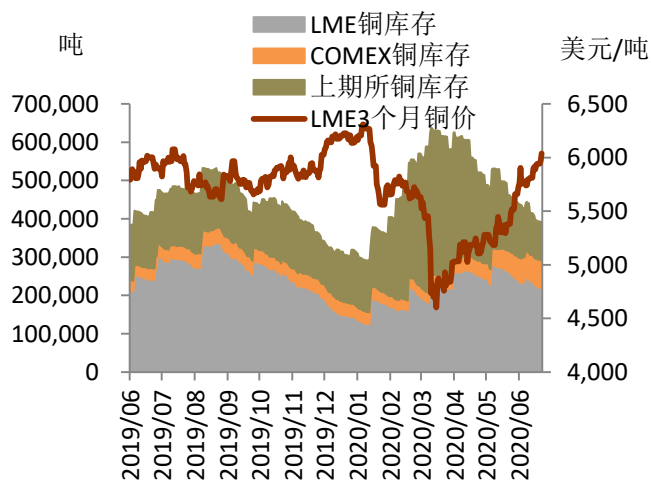
中国方面，保税区库存 20.7 万吨，国内显性铜库存（SHFE+保税区）为 30.7 万吨，较去年同期下降 31.2 万吨，较年初下降 5.4 万吨。

从库存变化情况看，国外库存（LME+COMEX）上半年整体回升为主，目前已经接近去年高位，这主要是受到上半年新冠疫情影响，海外经济依然还未转好，需求也持续低迷。伦敦整体库存依然处于震荡回升之中，不时有隐性库存大量转为显性；而 Comex 库存则继续回升。这体现了海外依然处于隔离期，终端消费在复产复工后还未完全恢复正常。

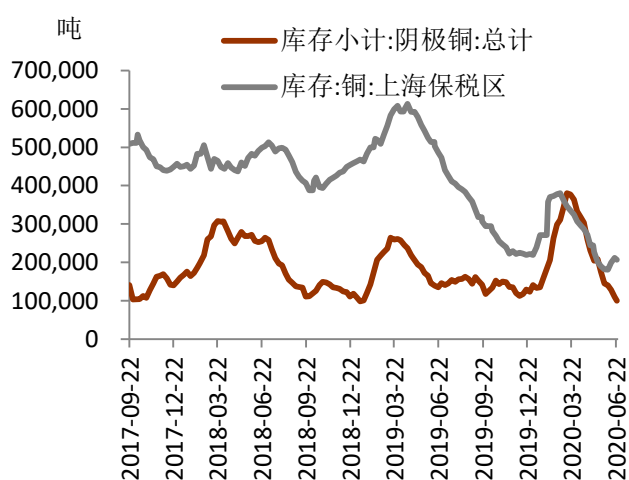
国内方面，国内铜显性库存上半年出现了明显回落，目前已经创出了多年来的新低。从具体数据来看，无论是保税区库存还是国内社会库存都处于回落之中。国内库存的大幅下降主要和一季度国内精炼铜产量下降，以及二季度整体需求回暖有关。而废铜供应下降带来的精铜替代也是国内库存下降的重要原因。

整体来看，国内库存下降超出了往年正常水平，而供需因素也难以在下半年支撑国内库存回升，预计国内库存将长期保持低位格局。海外方面，目前海外库存处于高位，具体何时去库则要视海外疫情缓解情况而定，预计在下半年有机会出现去库。

图表 22 三大交易所库存变化情况



图表 23 SHFE 和保税区库存走势



资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

五、精铜需求分析

1、电网投资降幅大幅收窄，全年投资或将再超计划

电力行业是国内精铜消费占比最大的行业。2020 年 5 月，国家电网基本建设投资完成额累计达到 1134 亿元，累计同比下降 2%，较上个月回升 14.5 个百分点；国家电源基本建设投资完成额 1264 亿元，累计同比增加 45.4%，较上个月提升 15 个百分点。国家电网和电源基本建设投资完成额合计 2398 亿元，同比增长 24.6%。

从数据来看，电网的累计投资增速从 2 月的-43.4%快速回升至 5 月的-2%，降幅大幅收窄；同时电源投资累计增速更是从 2 月的-10.9%直接增至 5 月的 45.4%。一季度由于新冠疫情的影响，国内经济出现了明显的下行压力，但是国家很快就通过基建投资来进行托底，从效果上，我们看到了电网投资的快速回升。年初国家电网投资计划定在 4080 亿元，和上一年份相比下降了 8.8%；但是在疫情之后，这一计划已经修正至了 4500 亿元，据了解国家电网的特高压建设规划持续加码，从 1128 亿元升至 1811 亿元，增幅高达 60.55%。从目前的投资增速以及国网电网的投资经验来看，我们认为今年国家电网的实际投资完成额再超预期的概率较大。

从实际调研情况来看，5 月份线缆企业开工率为 101.74%，环比增加 1.30 个百分点，同比增加 9.68 个百分点。5 月线缆企业综合开工率环比继续小幅回升，同比增长明显。5 月线缆行业基本延续 4 月份的火热行情，企业手中存量订单充足，产量继续维持历史高位。5-6 月份国网线缆交货量集中，电力线缆行业订单持续火爆，工程类订单同样表现较好。预计 6 月线缆开工率将小幅回落至 97.11%。预计未来一段时间，国内电网将继续带动铜需求维持旺盛。

2、房产数据单月回升，但整体依然负增长

2020 年 1-5 月份国内房屋新开工面积 69532.81 万平方米，累计同比下降 12.8%，降幅较上个月收窄 5.6 个百分点；1-5 月份房屋竣工面积 23687.12 万平方米，累计同比下降 11.3%，降幅较上个月收窄 3.2 个百分点；1-5 月份商品房销售面积 48702.97 万平方米，累计同比下降 12.3%，降幅较上个月收窄 7 个百分点。从前五个月的房地产数据来看，5 月份国内房地产数据较 4 月份出现明显好转，但是和去年同期相比，依然有较大的负增长。

数据上看，随着居民购房需求的持续释放以及市场供应的增多，5 月单月销售实现了两位数的增长。在流动性宽松叠加供给端放量的背景下，市场信心显著恢复，回暖态势延续良好。6 月的销售有望进一步向好。

同时，我们依然看好地产后周期对于铜需求的支撑。尽管因为疫情因素，地产竣工数据还未恢复至去年同期水平，但是后期随着疫情影响消退，我们继续看好 2020 年国内房地产竣工的回升。一般来说地产竣工好转会持续一年以上，这对于地产后周期的有色需求来说，将会有重要支撑。

3、空调产销接近正常水平，全年增长恐难实现

根据产业在线数据，2020 年 5 月家用空调产量 1610.9 万台，同比下降 3.2%；2020 年 1-5 月家用空调累计产量 5790.2 万台，累计同比下降 22%，降幅缩小 5.44 个百分点。2020 年 5 月家用空调销量 1641.9 万台，同比下降 0.8%；2020 年 1-5 月家用空调累计销量 5889.5 万台，同比下降 21.84%，降幅缩小 5.93 个百分点。

数据上看，5 月份空调产销的累计降幅继续收窄，5 月单月产销已经基本接近去年同期水平，这主要得益于下游需求的继续复苏，特别是内销持续回暖，但是和去年同期依然有较大差距。这也反映在了铜管之上，根据调研了解，5 月份的实际开工率还是要高于市场预期，部分企业反映自 5 月下旬开始订单情况有所改善，产量小幅增加，主要得益于家电行业内销数量的增长。

整体来看，我们认为空调产销有望在三季度出现明显好转，但是全年来看，预计难以达到去年水平，整体还将保持负增长。

4、汽车产销需求集中释放，持续性有待继续观察

根据中汽协数据，2020 年 5 月汽车产量 218.74 万辆，同比增加 18.2%；2020 年 1-5 月汽车累计产量 778.7 万辆，累计同比下降 24.1%，降幅收窄 9.3 个百分点。2020 年 5 月汽车销量 219.4 万辆，同比增加 14.48%；2020 年 1-5 月汽车累计销量 795.7 万辆，累计同比下降 22.6%，降幅收窄 8.5 个百分点。

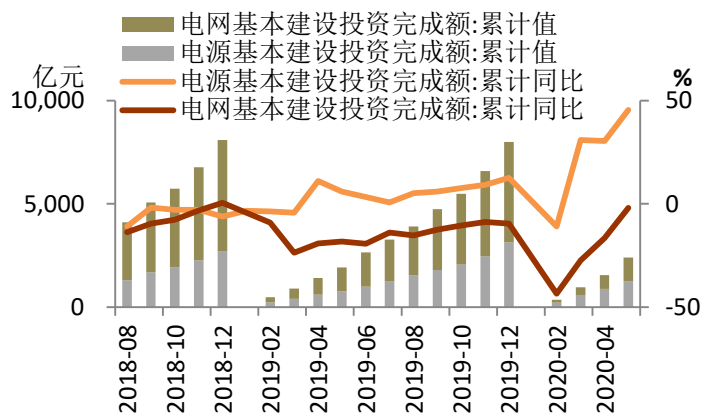
从近期的汽车产销数据来看，近两个月汽车产销出现了明显回升现象，单月产销都较去年同期正增长。我们认为这主要是在疫情过后，市场的需求出现了集中释放，因此产销明显增加，但是未来预计难以持续。整体来看，我们认为下半年汽车产销的降幅将继续收窄，但是全年仍将低于去年同期水平。

5、下半年铜的终端需求将继续好转

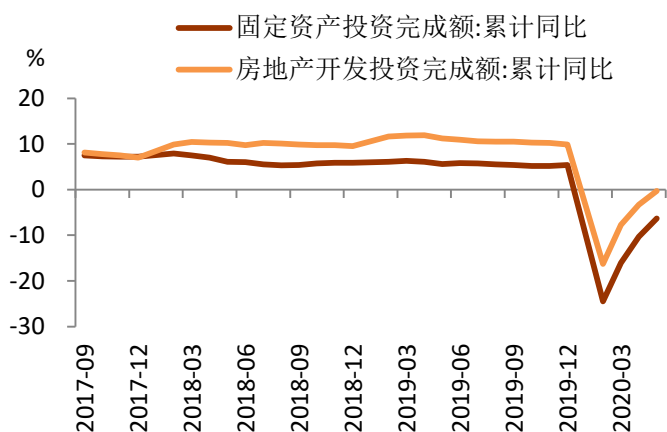
通过对铜下游终端各领域的分析，新冠疫情对于国内铜需求确实产生深远影响，一季度在国家严格限制措施之下，铜需求一度出现了两位数的负增长。但是在进入二季度之后，我们看到了各项领域的需求都陆续回升，特别是国家电网投资在稳基建的背景之下，投资不断加速，也带动了铜需求整体回正。

下半年，我们认为包括房产、汽车以及空调在内整体需求将继续好于上半年，但是全年增速预计依然将为负值。但是我们对于电网投资带动的需求持乐观态度，认为下半年电网投资增速不会放缓，全年还将继续超额完成投资计划。预计全年铜需求增速在 1% 左右，精炼铜需求增速则有望达到 2% 以上。

图表 24 电力投资完成额变化

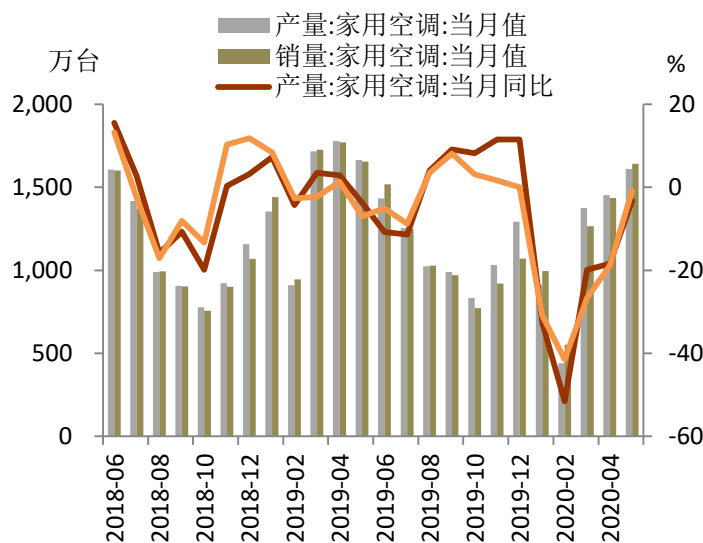


图表 25 房地产开发投资增速变化

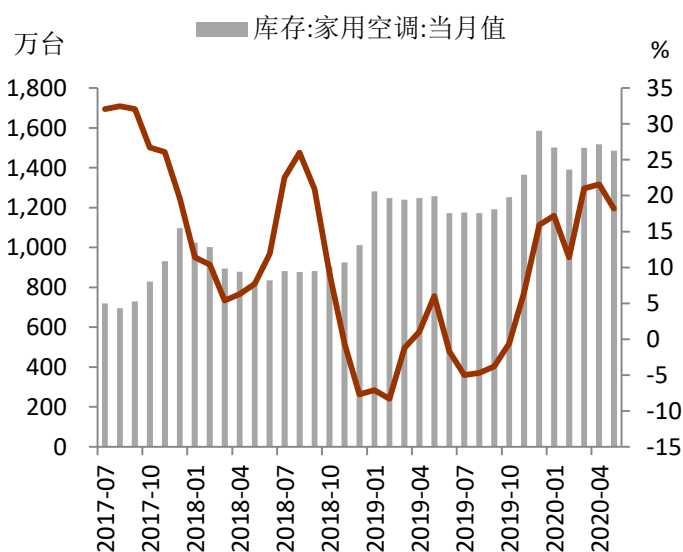


资料来源: Wind, 铜冠金源期

图表 26 家用空调产量增速变化



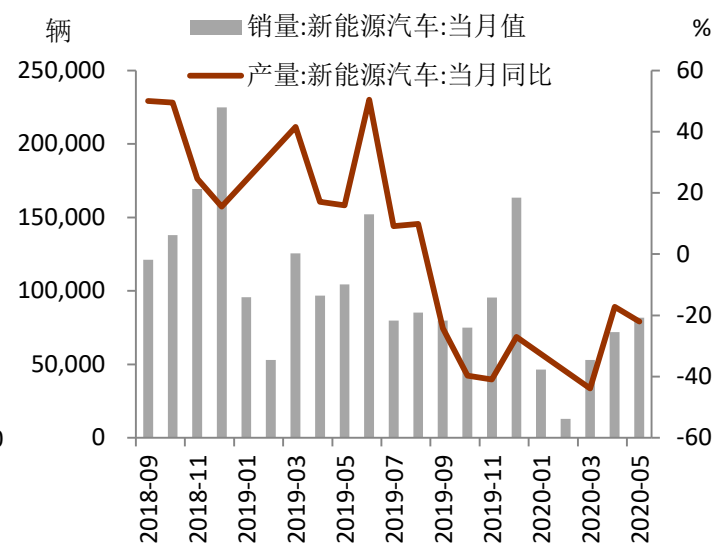
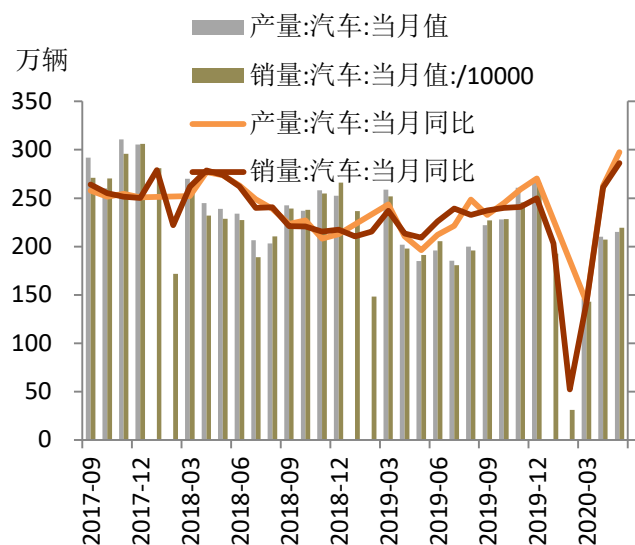
图表 27 家用空调库存变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 28 汽车产销量变化

图表 29 新能源汽车产量及销量变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

六、下半年行情展望

宏观方面,上半年全球宏观经济因新冠疫情而出现较大下行压力。IMF 在其对全球经济增长的最新预测数据终,下调 2020/2021 年全球经济增长幅度 1.9%和 0.4%,至-4.9%和 5.4%。为应对疫情的冲击,全球主要经济体的政府都陆续出台相关政策,以帮助稳定经济预期,缓解市场恐慌情绪。目前来看,国内经济已经率先回暖,开始逐步恢复至正常水平,但是全年来看,经济增长依然有较大压力。

供应方面来看,上半年全球铜矿供应受到新冠疫情影响,产量出现回落。而新冠疫情对于铜矿主产国南美和秘鲁的影响还在持续发酵,铜矿紧张格局短期内还难以缓解。因此,我们下调全年铜矿产量至 2028 万吨,此前为 2075 万吨;增速也从 2.2%下调为-0.1%,并且未来仍有继续下调可能。精铜方面,上半年的国内精炼铜产量整体呈现先减后增的一个过程,去年新增产能在疫情影响消退之后显现增产压力。下半年,受制于原料供应紧张,以及生产利润,精炼铜产量增速预计有所下降。废铜方面,上半年废铜进口受到新冠疫情影响同比大幅回落,下半年废铜进口则需要关注再生铜进口新规何时落地。但新冠疫情对于废铜产业链已经形成较大打击,即使新规落地之后,废铜进口也难以大幅增加。

需求方面,新冠疫情对于国内铜需求确实产生深远影响,一季度在国家严格限制措施之下,铜需求一度出现了两位数的负增长。但是在进入二季度之后,我们看到了各项领域的需求都陆续回升,特别是国家电网投资在稳基建的背景之下,投资不断加速,也带动了铜需求整体回正。下半年,我们认为包括房产、汽车以及空调在内整体需求将继续好于上半年,但是全年增速预计依然将为负值。但是我们对于电网投资带动的需求持乐观态度,认为下半年电网投资增速不会放缓,全年还将继续超额完成投资计划。

整体来看，下半年铜的供应仍以弱势为主，铜矿供应有继续下调可能，国内精炼铜产量增速同样下调，而废铜供应悬而未决。需求方面，大部分领域终端消费环比回升，但累计同比依然将出现负增长。最大亮点在于电网投资，按照目前增速，预计全年将再度超计划完成，带动全年铜消费小幅增长。

预计下半年铜价将以震荡上涨走势为主，沪期铜主要运行区间在 45500-53000 元/吨，伦铜主要运行区间在 5500-6600 美元/吨。

风险点：全球经济放缓超预期

图表 30 国内铜供需平衡表（万吨）

		2018	2019	2020 年初预测	2020 年中预测
	精铜产量	873.4	893.9	934	910
	精铜净进口量	347.1	318.1	320	330
	铜供应量	1220.6	1212.1	1254	1240
	精铜消费量	1223.5	1235.3	1267	1260
	废铜消费量	107.8	112.8	115	90
	铜需求量	1331.3	1348.1	1382	1350
	库存变化	-3	-23.3	-13	-20

资料来源：CRU，ICSG，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号

1803、2104B 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方

广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号

期货大厦 2506B

电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号

伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来

公寓 1201 室

电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财

富广场 A2506 室

电话：0562-5819717



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。