

有色金属季报-铜

有色金属策略研究

国元期货研究咨询/有色金属季报

基本面转弱，铜价有望震荡回落

摘要

铜精矿：南美铜精矿供应逐步恢复

废铜：海外供应持续紧张

精炼铜：国内冶炼厂检修规模缩小

终端需求：线缆消费不会大幅下降，空调生产发力有限，汽车行业消费主导生产

结论：四季度震荡回落，但空间有限

国元期货研究咨询部

电话：010-84555195

相关报告

早盘直通车：8点30之前

每日点睛：16点之前

周报：周一16点之前

目录

一、行情回顾	1
二、经济温和复苏延续 疫情仍有反复可能	1
2.1 全球股市先扬后抑	2
2.2 新冠病毒变异 疫苗防疫难度加大	2
2.3 中美关系恶化继续	2
三、废铜紧张独木难支 供应环节整体宽松	3
3.1 铜精矿紧张局面缓和	3
3.2 双重掣肘影响废铜 四季度紧张格局延续	4
3.3 冶炼厂检修力度减弱 四季度精炼铜产量将有提升	4
四、四季度需求平稳延续	4
4.1 淡季不淡弱化“金九银十”	4
4.2 夏季去库力度不够 年末空调生产回升有限	5
4.3 消费热情高涨 汽车生产有望提速	6
五、后市展望	7

图表 1 伦铜走势（单位：美元/吨）.....	1
图表 2 全球经济缓慢复苏.....	1
图表 3 国内地产行业现状（单位：%）.....	5
图表 4 国内空调库存情况产销（单位：%）.....	5
图表 5 国内汽车产量（单位：万辆 %）.....	6

一、行情回顾

三季度铜价如我们预期走出了一轮震荡走强行情，其中，伦铜走势相对沪铜更强一些。从具体的行情节奏来看，主要分为两个阶段：7月初至9月中旬，铜价基本维持强势，7月，国内股市涨势如虹叠加供应端问题持续引领铜价情绪，并驱动铜价行至 6600 元附近，后供应忧虑放缓，但铜价高位缺乏利空诱因，强势延续。9月中下旬起，市场对于旺季需求增量启动预期落空，铜价高位明显承压，并开始回落。

图表 1 伦铜走势（单位：美元/吨）



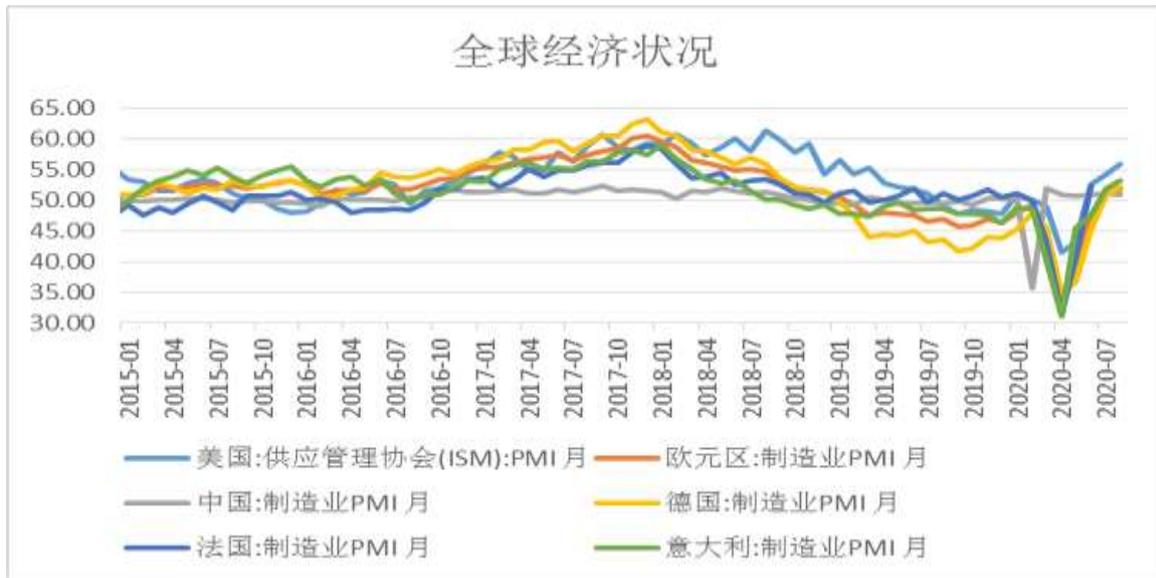
数据来源：文华财经，国元期货

二、经济温和复苏延续 疫情仍有反复可能

三季度的宏观环境整体仍处于缓慢复苏进程之中，年初对抗疫情出台的经济刺激政策持续在经济数据中体现出效果，虽然目前全球新冠肺炎疫情仍未完全结束，但疫情对经济的冲击已经明显弱化，且全球疫情目前的反复并未带来明显的经济二次受创。

全球资本市场表现、美元走势以及中美关系在相当程度上影响了三季度宏观市场的节奏，并有望在四季度继续对市场情绪带来联合影响。

图表 2 全球经济缓慢复苏



数据来源：国家统计局，Wind，国元期货研究咨询部

2.1 全球股市先扬后抑

自7月初至8月末的美国股市可以用惊艳来形容，在二季度成功修复新冠肺炎疫情“砸”出的深坑后，美股在三季度创出历史新高，自8月中追平疫情前高位后，美股继续高歌猛进，持续刷新历史，标准普尔指数在9月2日最高一度触及3588.11点，较疫情打击的底部已经大幅反弹60.3%以上。国内股市在7月初走出了快牛行情，仅7个交易日就录得16%以上的涨幅，并完全修复“黄金坑”。欧洲股市虽然没有美股那般强势，但基本保持住了二季度的涨幅，持续高位盘整。全球股票市场的整体走强令风险偏好情绪明显回升，铜价也走势较为流畅。9月末，整体资本市场体现出一定程度抛压。

2.2 新冠病毒变异 疫苗防疫难度加大

8月中旬，受俄罗斯有望在今年10月开始大规模接种新冠疫苗的消息刺激，贵金属自高位大幅跳水。目前已经有媒体报道新冠病毒变异，病毒变异对于疫情防控的难度会有增加，并且当前研制的疫苗更多为依据变异前的病毒，对于变异后的病毒，免疫效果可能会有减弱。9月起，北半球夏季逐渐过去，天气转凉，病毒的传播条件较夏季更为有利，法国、英国、意大利等欧洲国家自8月起，新冠肺炎新增病例再次出现上涨态势，这令我们不免担心秋冬疫情在全球二次爆发的可能性，因此对于疫苗研制带来的乐观情绪持谨慎态度。

2.3 中美关系恶化继续

7月21日，美方突然单方面要求中方限时关闭驻休斯敦总领馆，时隔三日，7月24日上午，中国外交部通知美国驻华使馆，中方决定撤销对美国驻成都总领事馆的设立和运行许可，并对该总领事馆停止一

切业务和活动提出具体要求。针对美国的外交挑衅，中国强硬回应，中美关系问题再度被推至暴风中心。自 1972 年尼克松访华开辟中美关系新时代，到 1979 年中美建交，再到 2008 年中美在金融危机背景下全面合作，行至今日已有近 50 年，但目前却是中美关系最差的时候。目前美国大选的两大候选人，不论是特朗普还是拜登，都在竞选中强打中国牌，意图在金融、经济、贸易等多个方面遏制中国，借此转移国内矛盾。从这个角度看，中美关系全面恶化可以被视为“新常态”。

三、废铜紧张独木难支 供应环节整体宽松

3.1 铜精矿紧张局面缓和

三季度铜精矿供应扰动主要发生在 7 月份，8 月以后供应明显得到稳定恢复。

7 月，上游铜精矿环节有些许扰动，主要源于新冠肺炎疫情对矿区生产的影响：必和必拓大幅缩减智利 Cerro Colorado 铜矿场的运营，智利国家铜业公司旗下 Chuquicamata 矿工会批准实施为期 7 天的轮班工作，以应对新冠肺炎疫情。8 月，来自供应端的扰动进一步减少，除 8 月末听闻印尼境内 Grasberg 铜矿工人抗议封锁并组织进入矿区外，其他铜矿基本运行稳定。此外，智利国家铜业重启了因新冠疫情遭到推迟的 Chuquicamata 铜矿地下矿项目以及 El Teniente 铜矿翻新工作；Las Bambas 与 Antacappay 矿山封路问题也得以解决。同期，泰克资源也表示，将重启因 Quebrada Blanca 二期铜矿项目（QB2）。9 月海外精炼铜供应环节整体运行平稳，基本未产生明显供应中断事件。

从已公布的矿山企业二季度经营数据分析来看，多数矿山企业二季度铜精矿产量出现同比回落，其中，受疫情影响最大的铜精矿主产国为秘鲁，境内 Antamina、Las Bambas 等大型铜矿产量均同比大幅回落约 30%，智利、赞比亚等国虽然也受到疫情困扰，但铜精矿产量受影响较小。

目前的进口铜精矿加工费也可以验证铜精矿供应问题缓解的推论：SMM 报出的进口铜精矿加工费在 4 月份环比大幅下降 10 美元/吨以上后，降幅持续收窄，目前已经基本为定在 50 美元/吨水平。虽然 8 月和 9 月进口铜精矿加工费仍然出现环比不到 1 美元/吨的回落，但考虑与冶炼厂冬储有一定关系，而并非矿山环节供应收窄。

目前南半球逐渐变暖，伴随期步入夏季，新冠肺炎疫情防控效果预计将有提升，这对于矿山精炼铜生产将带来利好。此外，国内冶炼厂冬储接近结束，加工费在供应宽松以及需求力度减弱双向驱动下，也将对冶炼厂更加友好。

3.2 双重掣肘影响废铜 四季度紧张格局延续

固废化学品管理网三季度共发放批文四个批次，其中，四次进口批文核定铜废碎料进口量为 33.77 万吨，今年已经发放进口批文 12 个批次，累计发放废铜进口批文量 87.95 万吨。目前尚未被使用的批文量约有 20 万吨，但由于海外废铜供应仍然偏紧，且国内新固废法实施，航运公司承运废铜减少，废铜供应紧张程度不断增强。目前尚未听闻再生铜进口新规的具体实施细则，四季度废铜环节恐将受到海外供应紧张以及政策过渡期的影响，紧张程度延续。

3.3 冶炼厂检修力度减弱 四季度精炼铜产量将有提升

根据冶炼厂的排产检修计划来看，三季度有国投金城冶金、广西金川、赤峰富邦、黑龙江紫金铜业等十余家冶炼厂计划检修，合计将有 250 万吨的冶炼产能受到影响，与二季度的产能扰动水平基本持平。经过个人估算，影响精炼铜产量约 17.15 万吨，与二季度影响产量差异不大，可见，三季度冶炼厂检修带来的精炼铜产出影响仍然较大。从扩建项目来看，三季度将有赤峰金剑新扩建 20 万吨粗炼产能，赤峰金剑、铜陵有色等冶炼厂扩建精炼产能 25 万吨，但新扩建产能尚需较长时间的产量爬坡期，因此对于缓解当期冶炼厂检修带来的精炼铜产出影响的作用相对有限。

具体分月来看，7 月份国内冶炼厂检修设计产能高达 200 万吨，推算影响产量 11.55 万吨；到 8 月来看，将有国投金城冶金、包头华鼎、新疆五鑫等冶炼厂检修，涉及产能 40 万吨，推算影响产出 2.26 万吨；9 月合计检修产能约 30 万吨，推算影响产量为 2.5 万吨，因此冶炼厂在三季度精炼铜产出平稳有增。

四季度，盛海化工、东营方圆、铜陵金冠、紫金铜业、大冶有色等冶炼厂有检修计划，涉及产能 160 万吨，推算影响产量约为 15.4 万吨，较二、三季度影响减弱。另有赤峰金剑 20 万吨新扩建粗炼产能以及 10 万吨精炼新扩建产能在 10 月投产，精炼铜产量回升概率较大。

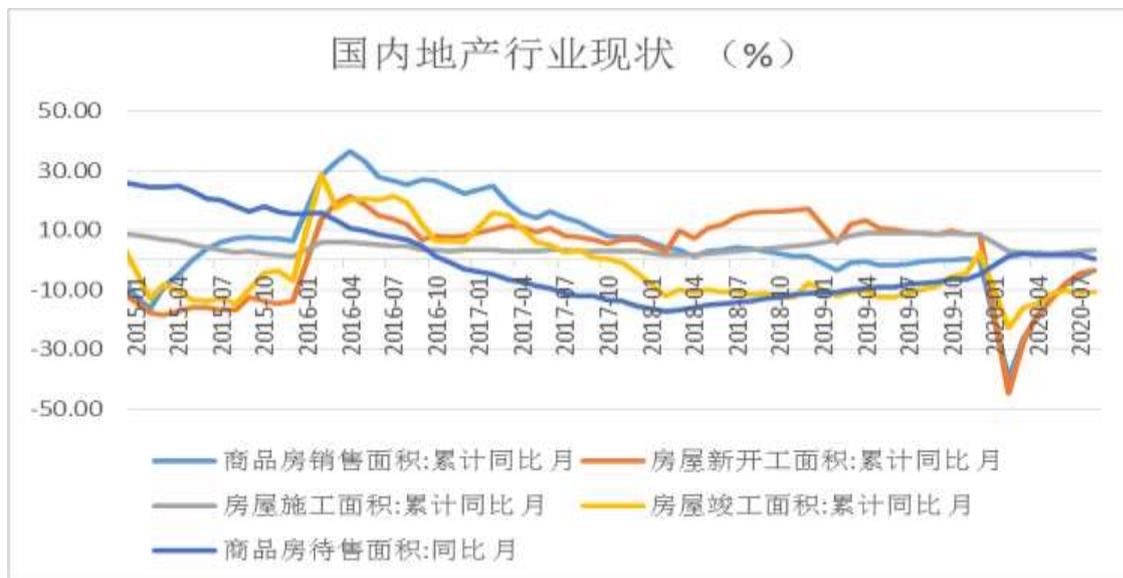
四、四季度需求平稳延续

4.1 淡季不淡化“金九银十”

市场在二季度末 7、8 月间对于终端需求在“金九银十”即将发力抱有较大期待，但最终 9 月份旺季需求预期落空。个人倾向于认为今年并非“旺季不旺”，更是“淡季不淡”。今年线缆企业开工率自 4 月起便持续高于往年同期，夏季线缆企业开工率甚至超过 100%，伴随气温升高，户外施工仅小幅受到温度限制，8 月末线缆企业开工率虽然环比回落，但仍有 97% 以上的开工率，因此并非需求不佳，而是今年疫情影响需求节奏，淡季需求并不弱，因此弱化了淡旺季的需求变化。国内固定资产投资增速今年降速持续收

窄，年末赶工也是往年一大特点，四季度线缆需求，预计继续体现“淡季不淡”。

图表 3 国内地产行业现状（单位：%）



数据来源：国家统计局，国元期货

地产用铜方面，今年 1-8 地产行业数据均表现不错。其中，房屋新开工面积、竣工面积以及房屋销售面积均降幅收窄，房屋施工面积不仅持续同比正增长，且已维持连续三个月增速扩大，房屋待售面积也已同比连续回落两个月，整体地产行业表现平稳向好。今年房屋竣工情况相对往年并不乐观，但从季节性角度来说，四季度房屋竣工面积均会有快速增加，因此对于四季度的地产行业，主要用铜环节将围绕地产竣工提速展开。

4.2 夏季去库力度不够 年末空调生产回升有限

今年 1-7 月国内空调产量累计同比降低 12.2%，降幅自 2 月起持续处于收窄趋势当中。8 月空调出口量确实如预期继续好转，不过空调出口将会提振生产环节的预期恐怕难以落实。目前美国疫情仍然未见明显好转，法国、英国等欧洲国家疫情出现反复，感染人数再度出现回升趋势，均对空调出口产生打击，此外，人民币不断被动升值也令空调出口再添阴霾。年末为空调生产传统旺季，但消费旺季空调并未出现明显去库存现象，且海外消费受抑，个人倾向于认为空调库存将会抑制年末生产。

图表 4 国内空调库存情况产销（单位：%）



数据来源: Wind, 国元期货

4.3 消费热情高涨 汽车生产有望提速

三季度国内汽车行业产销仍然维持高位。今年国内汽车生产持续加速，依据从年初的低位冲高到高于往年水平，且由于销售端促进作用明显，汽车销量持续位于高位，且并未增加过多的库存压力。从往年情况来看，汽车消费会在下半年持续提速，目前101.9万辆的汽车库存压力并不大，因此，认为汽车产销年末仍有一定程度提升空间。

图表 5 国内汽车产量（单位：万辆 %）



数据来源: 国家统计局, 国元期货

五、后市展望

三季度的宏观环境整体仍处于缓慢复苏进程之中，年初对抗疫情出台的经济刺激政策持续在经济数据中体现出效果，虽然目前全球新冠肺炎疫情仍未完全结束，但疫情对经济的冲击已经明显弱化，且全球疫情目前的反复并未带来明显的经济二次受创。全球资本市场表现、美元走势以及中美关系在相当程度上影响了三季度宏观市场的节奏，并有望在四季度继续对市场情绪带来联合影响

基本面来看，南美疫情对铜矿的扰动作用减弱，但废铜环节受到海外废铜供应紧张以及废铜进口新规过渡期影响，整体供应预计将会较为紧张。冶炼厂四季度检修规模将弱于三季度不大，且有新的扩产产能投产，精炼铜产量预计有进一步恢复。需求方面，年末基建加速以及地产竣工环节将延续线缆需求，预计需求并不会大幅减弱。空调行业夏季去库力度不够，年末生产将会受到一定影响。汽车行业将继续依赖消费促进生产。

整体来看，四季度铜价将有一定程度回落，单人位回落空间不会太大。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，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。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层

电话：010-84555000

合肥分公司

地址：合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼（中国科技大学金寨路大门斜对面）

电话：0551-62895501

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312522

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：上海自由贸易试验区民生路 1199 弄 1 号 3 层 C 区

电话：021-50872756

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层

电话：0475-6380818

合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115906、0551-68115888

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386892/53386809

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室

电话 0532-66728681

深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300