



# 基本面复苏放缓，铜价已定价充分

2020年6月17日

## 品种策略

单边：三季度供需两弱，或无趋势性行情。目前来看需求已经全面走弱，政策刺激不可长时间持续，叠加疫情始终反复拖累需求，供应端废铜逐渐宽松，矿端最紧张时期已经过去，此轮反弹高点或已出现，但低利润低库存依然支撑，不建议过分看空，参考44000-48000元/吨区间波动，短期建议适当择高做空，出现一定价格洼地后依然可以做多。

逻辑：

- 1、需求端全面走弱，电缆、汽车由于政策刺激导致的短期冲量已过高峰。
- 2、欧美地区大概率难以全面缓解疫情，政策刺激效果有限。
- 3、5500美元以上铜价足以支撑铜矿企业扩产，料供应端持续回暖
- 4、预计上半年全球精铜消费增速-1%（考虑废铜退出20万吨左右），供应-2%增速，下半年全球精铜消费增速预计为-2%，供应增速-1%，下半年大概率小幅累库。
- 5、中国可能爆发二次疫情，目前北京已经十分紧张。

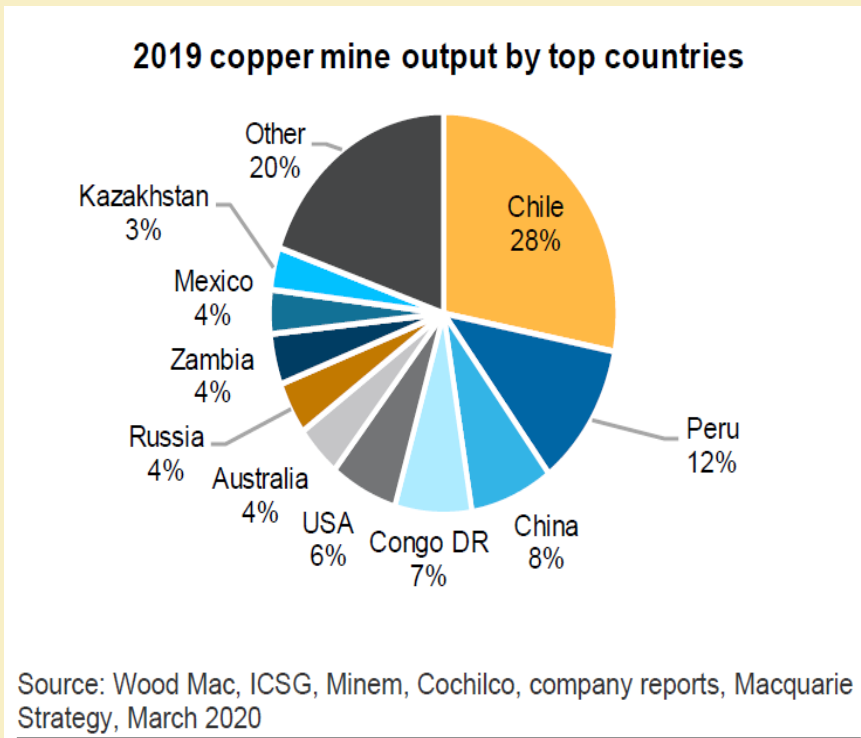
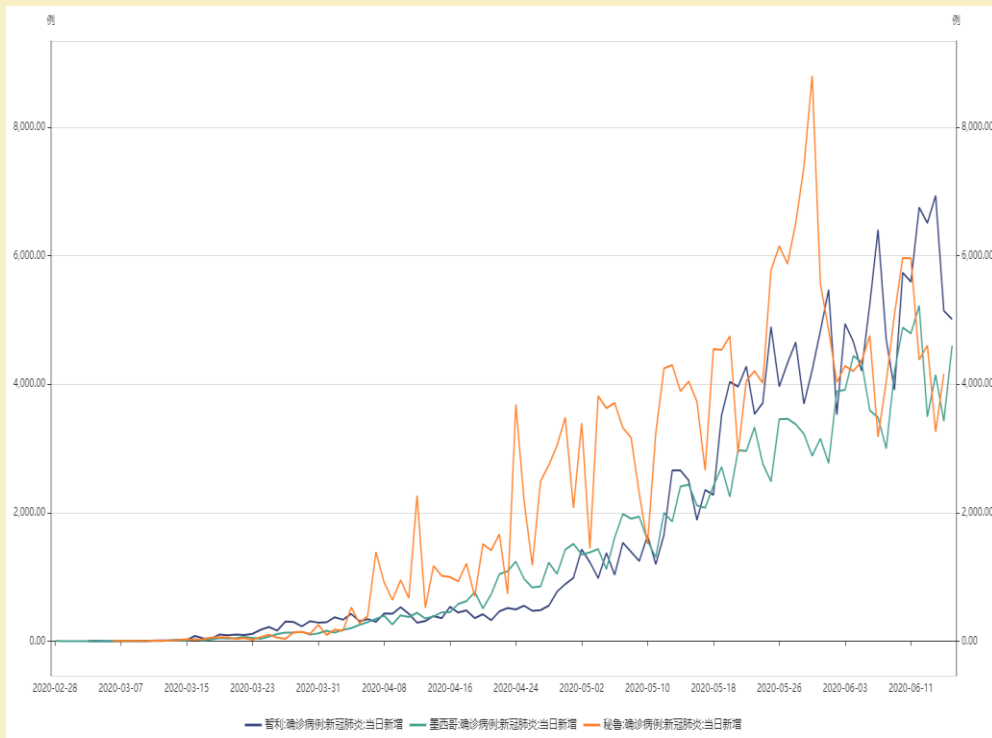
风险：

- 1、需求持续攀升；
- 2、疫情完全控制；
- 3、全球流动性泛滥；
- 4、废铜进口新标延期。

内外：国外需求恢复导致去库，国内进口流入，废铜替代，推荐内外正套。

跨期：6-7月份冶炼厂检修较高，预计仍会去库存，跨期择机正套。8月开始逐渐累库，可以考虑布局反套。

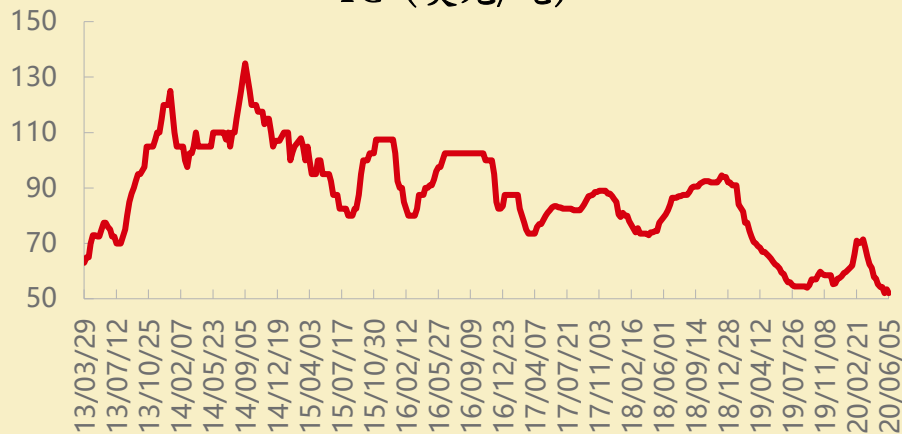
# 铜矿干扰超预期



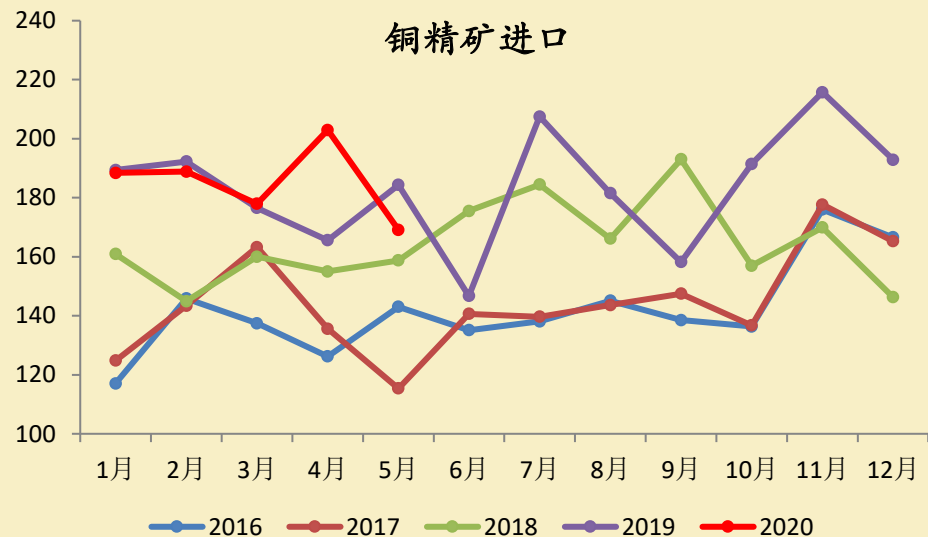
- 目前来看智利、秘鲁、墨西哥疫情状况依然没有扼制住蔓延势头，南美已成为疫情新的震中。这三个国家铜矿产量占全球约45%。

## 极低的TC导致供应约束

TC (美元/吨)

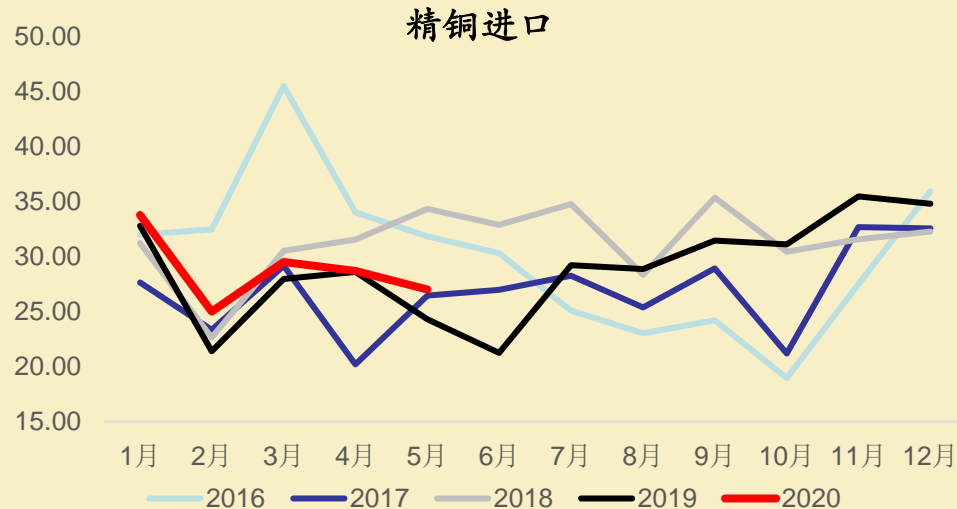
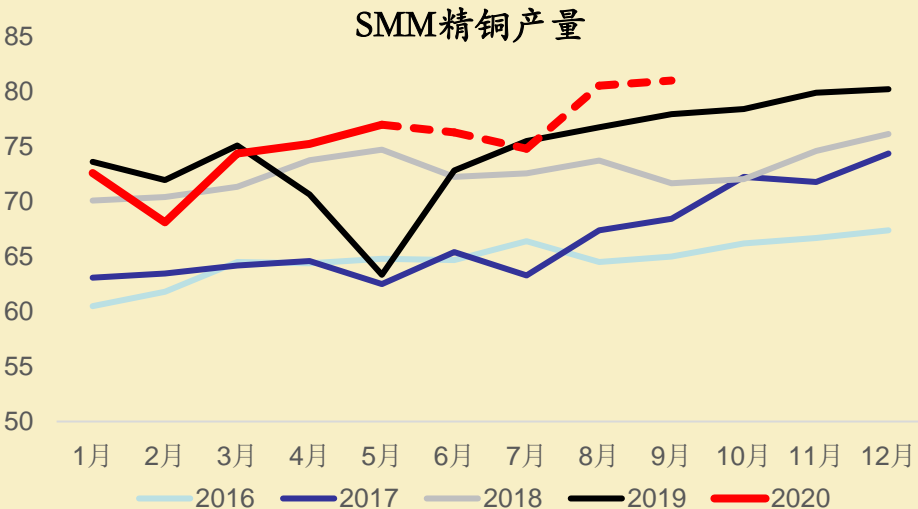


铜精矿进口



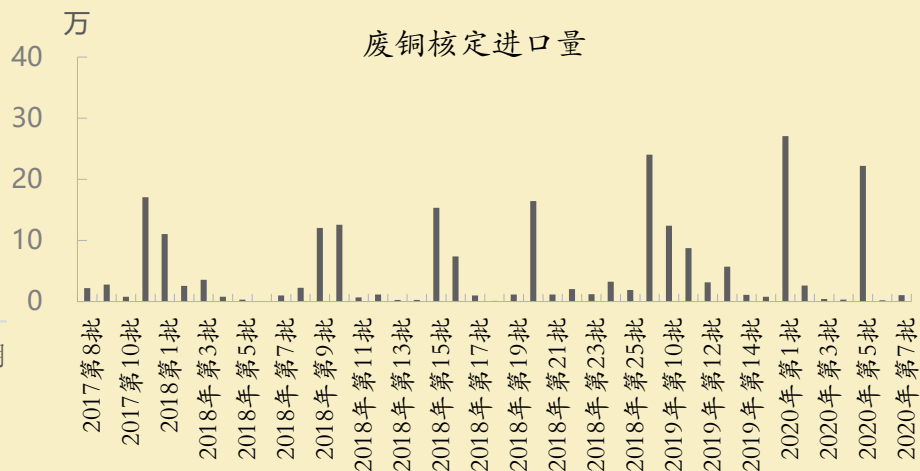
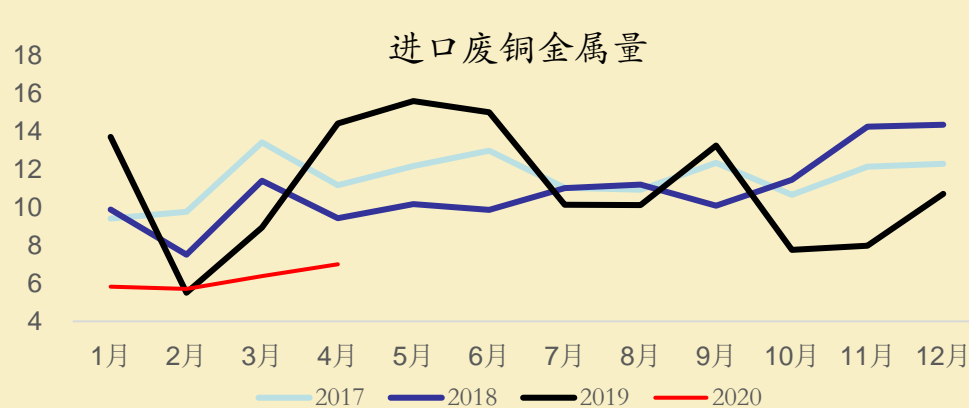
- 今年以来铜精矿现货TC均价下跌11%至51.6美元/吨。因硫酸下游需求较差，每吨贴50元左右销售，实际TC跌破50美元/吨，跌破国内冶炼厂平均成本。
- 1-5月铜精矿进口927.1万吨，同比增加2%。一季度海外矿山发货尚无太多影响，4月份开始冶炼厂大量补货使tc快速下滑。5-6月份低tc理应对应较低的进口量。后期tc能否企稳回升取决于南美疫情控制情况以及冶炼厂检修情况。

# 精铜产量及进口

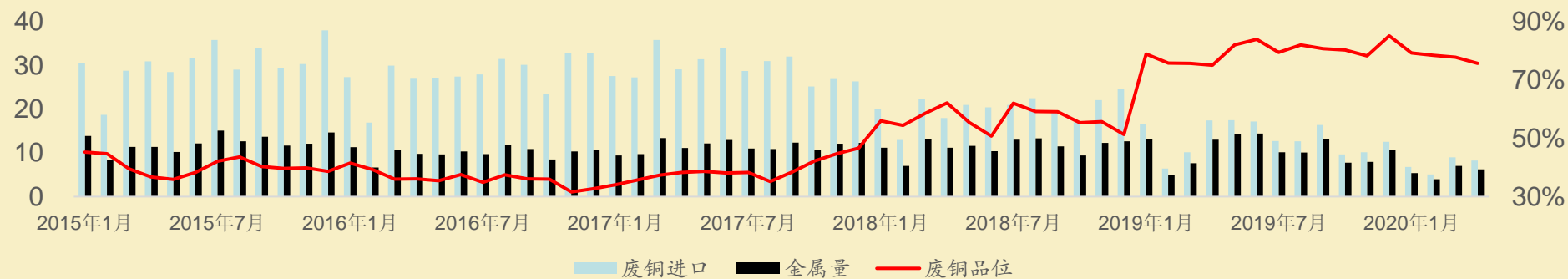


- 5月精铜产量77.01万吨，环比增2.4%，同比减少21.6%，5月产量较高一方面冶炼厂原料备货充足，另一方面因疫情影响的检修恢复。1-5月SMM中国电解铜产量累计为367.34万吨，累计同比增加3.6%。
- 6-7月检修量明显增加，预计产量将持续下降。
- 1-5月精铜进口累计144万吨，同比增加6.6%。5-6月份进口窗口持续打开，进口货源流入，但受物流影响海外到货较少，所以保税区库存持续下滑。随着国内需求转弱，进口溢价持续回落，预计进口窗口会一段时间内关闭，进口量维持低位。

# 废铜进口

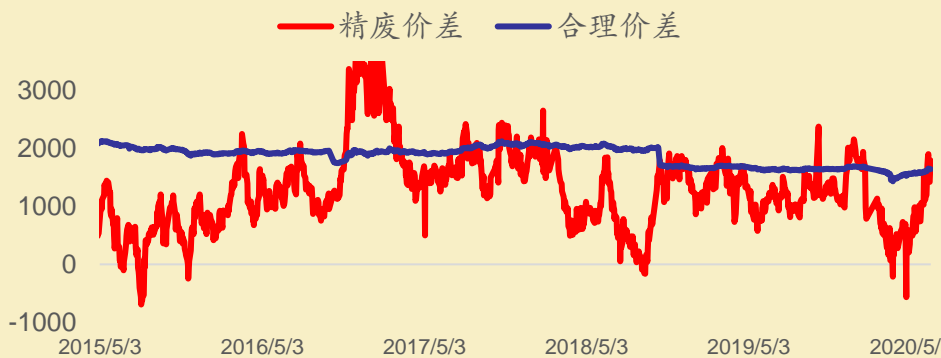


废铜进口:当月

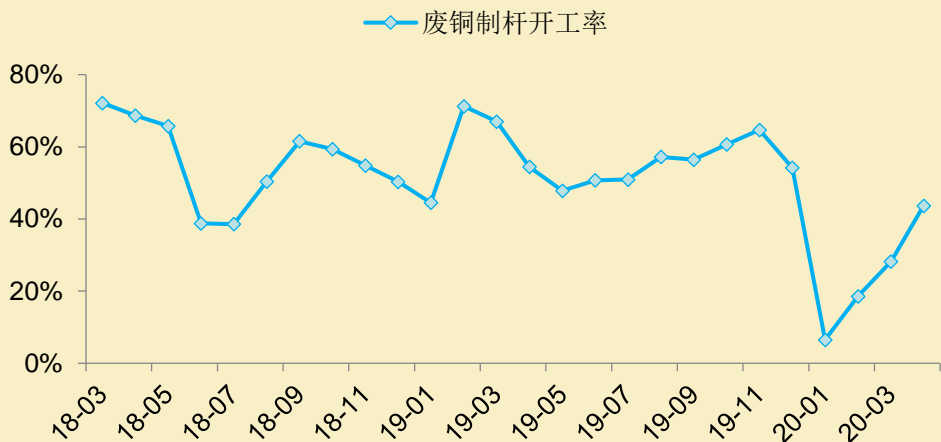
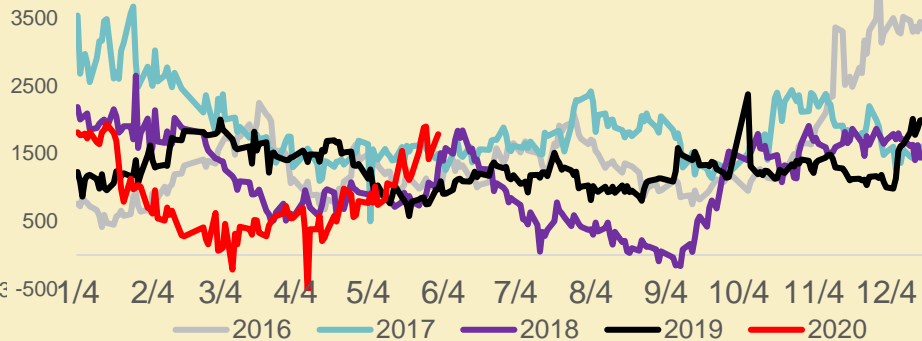


- 海关数据显示，1-4月进口废铜实物吨29.24万吨，累计同比-42.4%。
- 前8批废铜批文合计54万吨，19年全年实际进口162.5万吨，如果下半年不能实行废铜进口新标，进口废铜将较去年大幅缩减。

# 精废价差

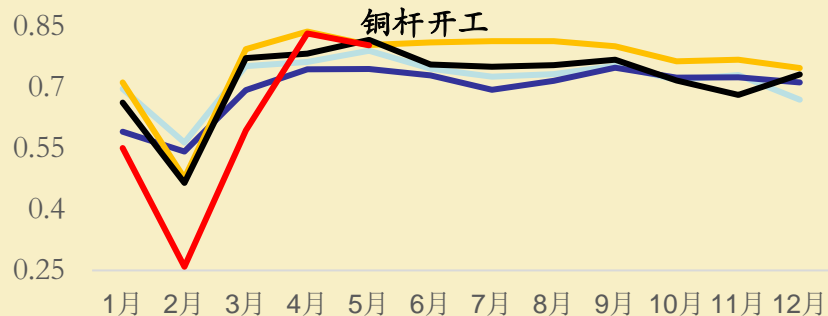


精废价差季节图

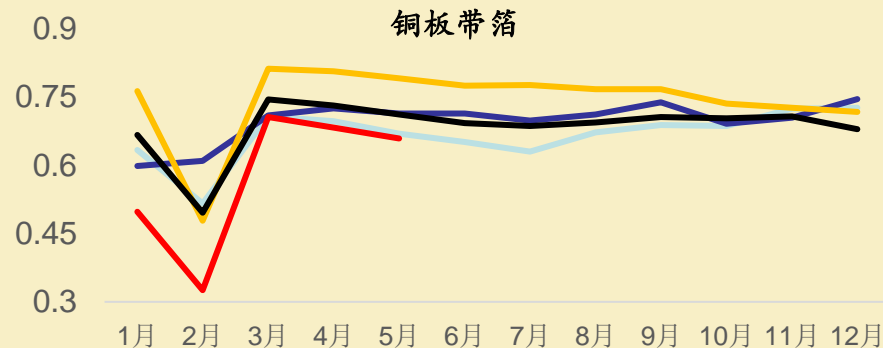


- 目前精废价差回升至1800元/吨附近，废铜供应紧张基本缓解，且这个价差位置附近废铜企业可能会保值进去。
- 废铜制杆开工强劲回升，显示目前价格附近废铜相对精铜价格优势，废铜替代精铜比例上升。

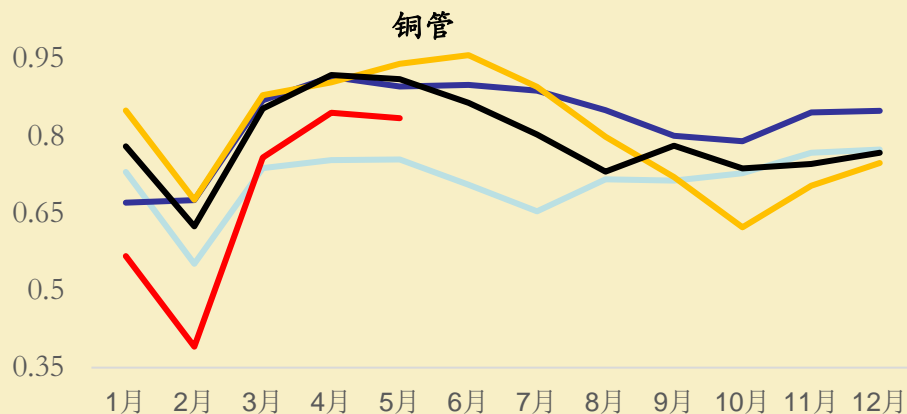
## 下游开工率



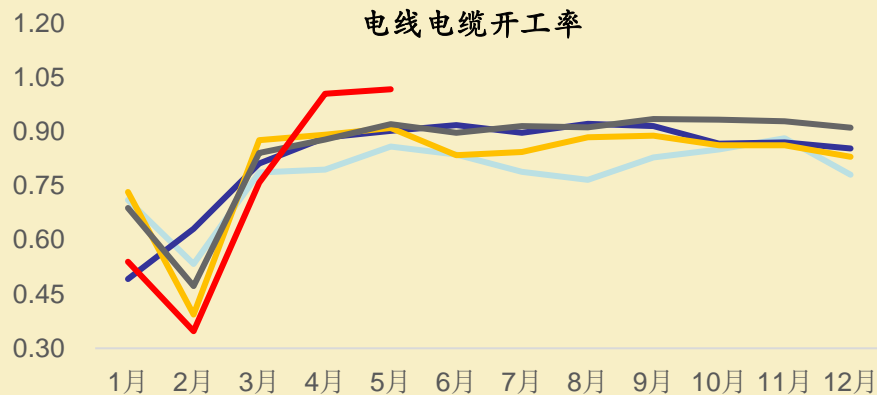
— 2016 — 2017 — 2018 — 2019 — 2020



— 2016 — 2017 — 2018 — 2019 — 2020



— 2016 — 2017 — 2018 — 2019 — 2020



— 2016 — 2017 — 2018 — 2019 — 2020

- 下游方面。5月份开工率环比大体回落，主要由于废铜回归挤压精铜消费以及前期积压订单消化。展望未来，政策刺激难以长时间持续，疫情反复阻碍需求回升，整体对消费比较看空。

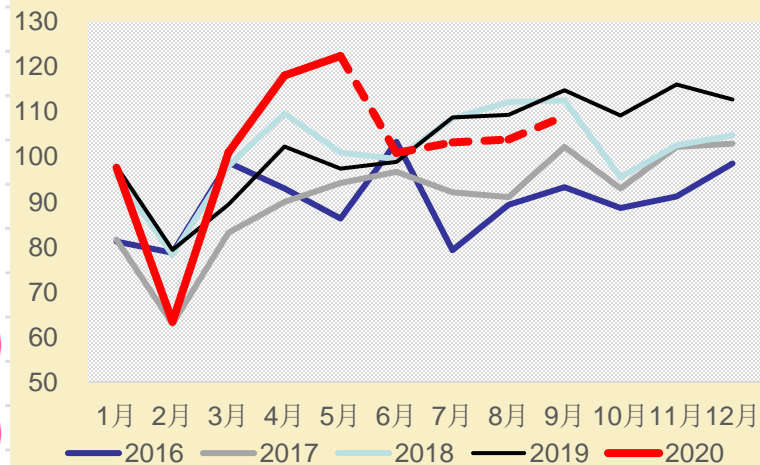


# 表观需求

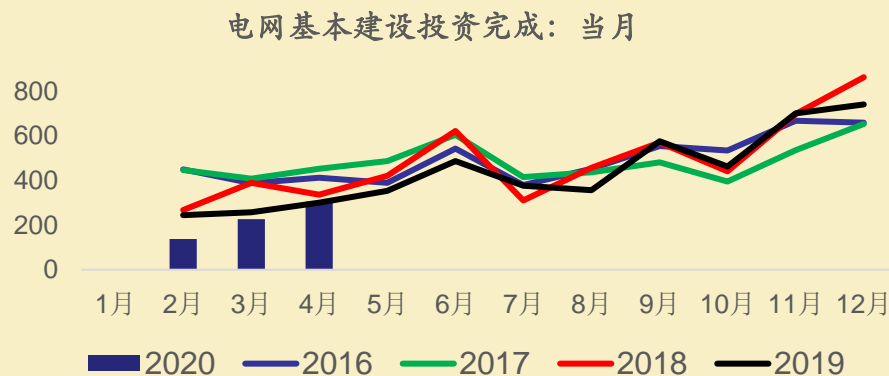
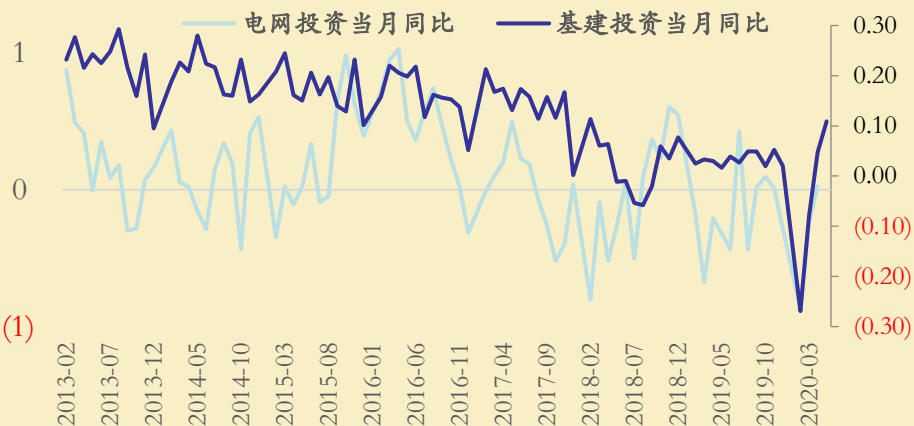
月份	产量SMM	同比增速	净进口	保税区库存	流通库存变化	表观需求	同比变动	按-1%增速库	
								存变化	按-5%消费增速
2019年1月	73.62	5.04%	30.80	50.00	2.4	97.92	2.01%		
2019年2月	71.96	2.19%	19.00	53.20	8.4	79.36	1.50%		
2019年3月	75.11	5.28%	25.30	60.80	3.4	89.41	-8.75%		
2019年4月	70.65	-4.24%	25.85	59.20	-4.2	102.27	-6.72%		
2019年5月	63.35	-15.23%	21.89	52.50	-5.4	97.36	-3.56%		
2019年6月	72.83	0.80%	18.90	47.30	-1.9	98.87	-0.67%		
2019年7月	75.52	4.05%	26.53	40.00	0.7	108.63	0.05%		
2019年8月	76.77	4.12%	27.54	35.90	-0.9	109.35	-2.53%		
2019年9月	75.93	5.93%	29.72	29.40	-2.6	114.79	1.99%		
2019年10月	78.30	8.66%	29.35	24.70	2.6	109.79	14.96%		
2019年11月	79.88	7.06%	33.15	22.20	-2.3	117.81	14.88%		
2019年12月	80.55	5.76%	32.37	22.15	0.3	112.62	7.47%		
2020年1月	72.59	-1.40%	31.36	27.10	1.4	97.58	-0.34%		
2020年2月	68.31	-5.07%	23.26	38.00	17.3	63.38	-20.14%		
2020年3月	74.37	-0.99%	26.40	32.45	5.3	100.99	12.95%		
2020年4月	75.24	6.50%	27.10	27.20	-10.5	118.09	15.47%		
2020年5月	77.01	21.56%	25.00	18.20	-11.4	122.41	25.73%		
2020年6月	76.31	4.78%	25.00	20.00	-1.7	101.19	2.35%	0.34	
2020年7月	74.81	-0.94%	28.00	20.00	0	102.81	-5.36%	(4.74)	(0.39)
2020年8月	80.56	4.94%	28.00	20.00	0	108.56	-0.73%	0.30	4.67
2020年9月	81.01	6.69%	28.00	20.00	0	109.01	-5.04%	(4.63)	(0.04)

- 1-5月份表观消费同比增加36万吨或7.7%。
- 三季度按-1%消费增速，将出现9万吨左右去库，考虑进口应高于上半年，实际去库或在5万吨左右。
- 若按照-5%增速预估，将出现4万吨左右累库，整体来看三季度比较平衡，库存依然处于相对低位。

## 精铜表观季节性



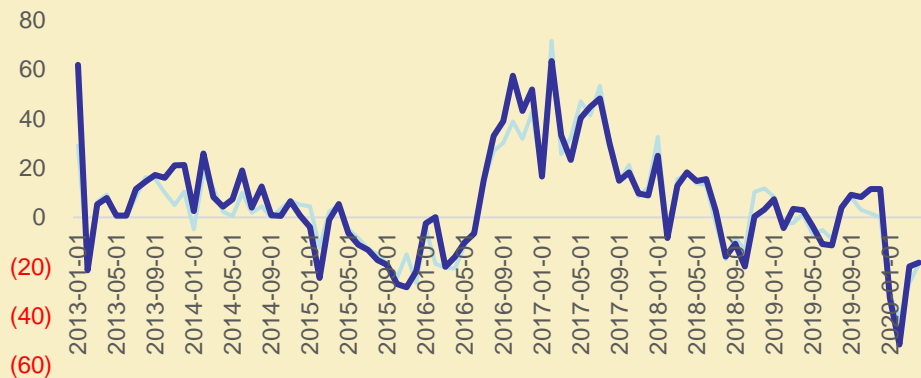
# 需求：终端



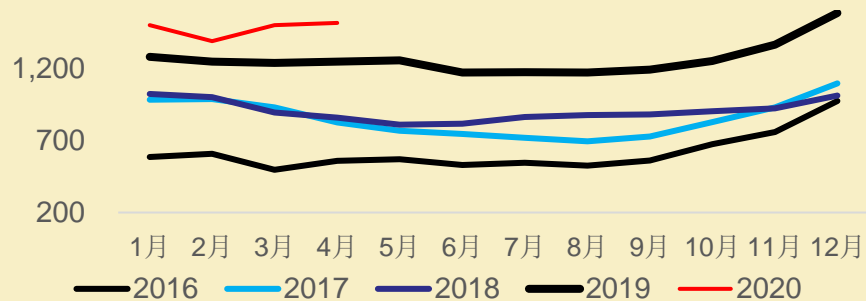
- 1-4月电网投资完成额累计同比下降16.5%，降幅收窄11个百分点。5月电网投资转为同比正增长。5月基建投资单月同比增速上升至10%，专项债额度提前发放支撑基建投资。

# 需求：终端

销量:家用空调:当月同比    产量:家用空调:当月同比

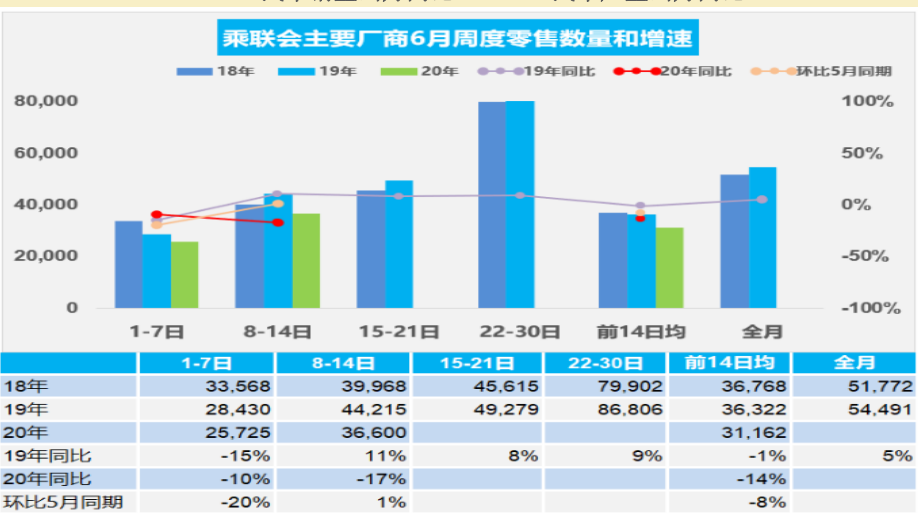
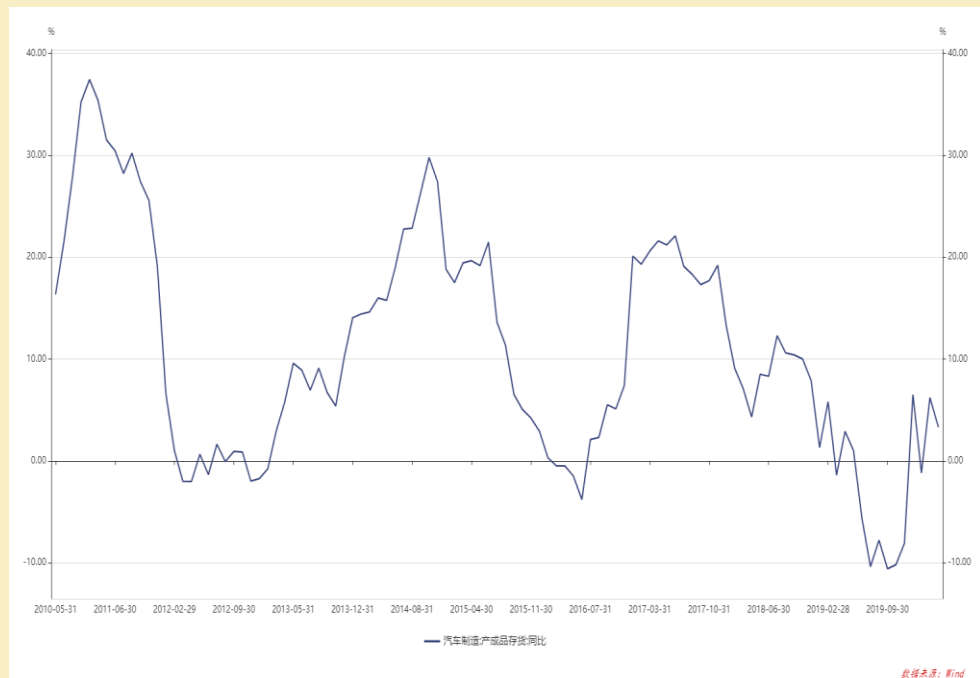
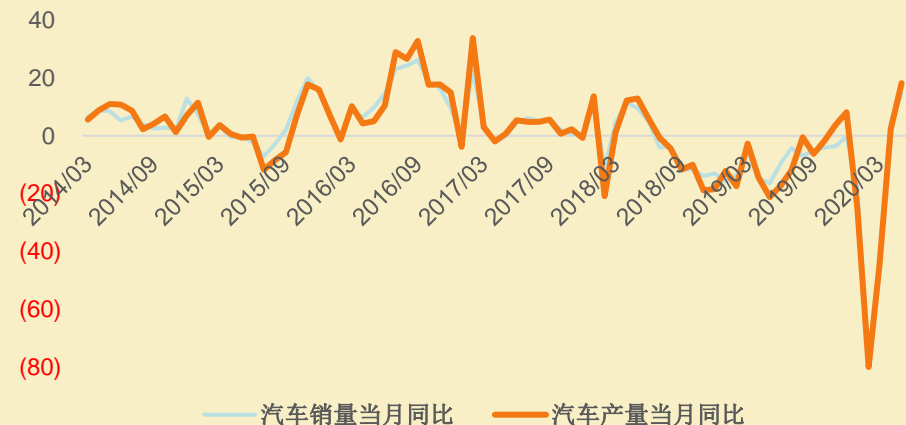


家用空调库存



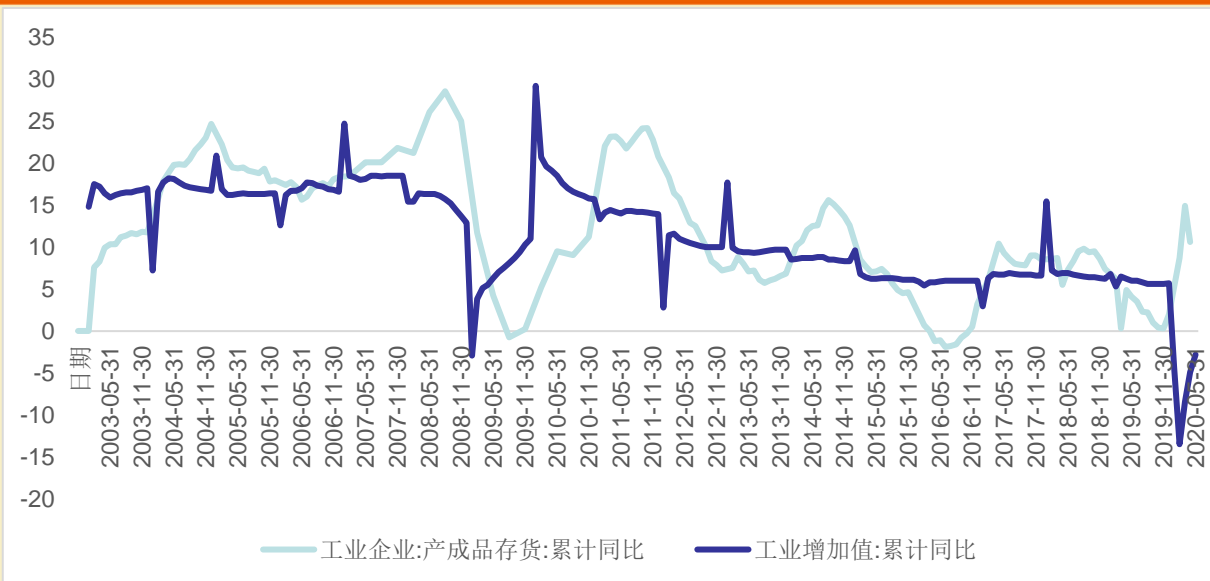
- 受出口影响，目前空调产销依然同比高达18%的负增长。

# 需求：终端



- 6月第二周（8-14日）的乘用车市场零售表现相对仍偏弱，第二周日均零售3.66万辆，同比增速下降17%。随着3-5月刚需以及之前被抑制的需求基本得到释放，再加上6月气温快速升高，车市进入传统淡季月份，6月零售销量将季节性回落
- 本轮汽车行业周期从15年7月开始已经历58个月，19年12月开始伴随产量增速回升而进入主动补库存周期，疫情干扰下生产停滞，进入主动去库存，随后经济恢复再次进入弱补库。

# 存货周期



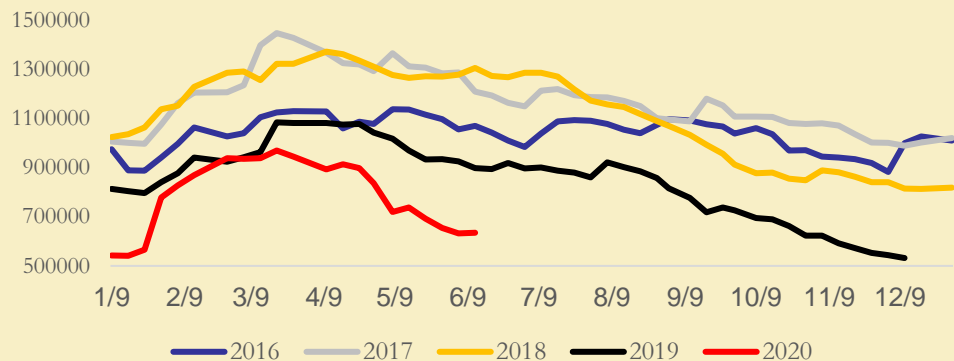
	第一个周期	第二个周期	第三个周期	第四个周期	第五个周期	第六个周期
开始	2000年5月	2002年10月	2006年5月	2009年8月	2013年5月	2016年8月
结束	2002年10月	2006年5月	2009年8月	2013年5月	2016年8月	
持续时间	29M	44M	40M	46M	40M	42M

- 目前处于2000年以来的第6个库存周期。疫情前工业增加值增速企稳，开始回升；库存增速不断下降；从工业增加值增速和库存增速来看，目前处于第六个库存周期的被动去库存阶段。
- 此次新冠疫情对经济产生了较大的外部冲击，本轮补库存周期将向后延迟，目前处于经济恢复期的被动去库存阶段，下游处于高库存，低价抄底导致原材料库存往下游转移。

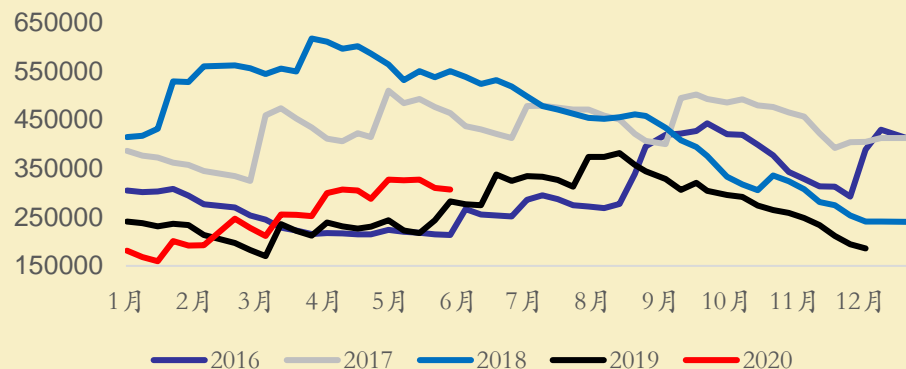


# 库存

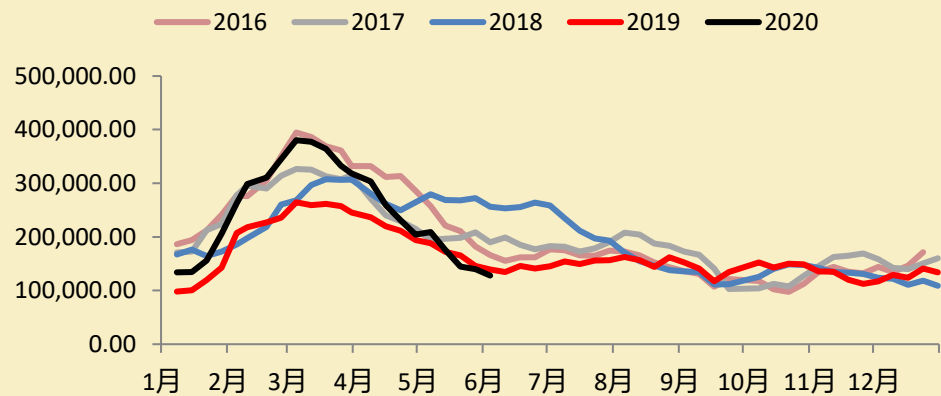
LME+COMEX+SHFE+保税区



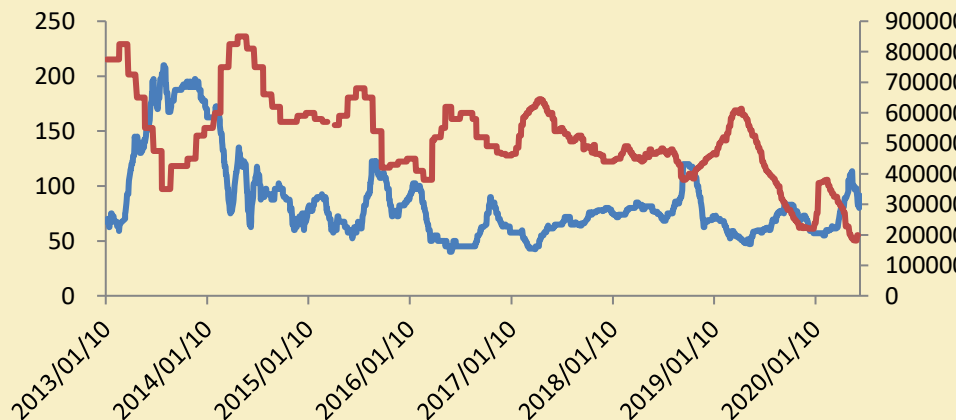
LME+COMEX



上期所铜库存

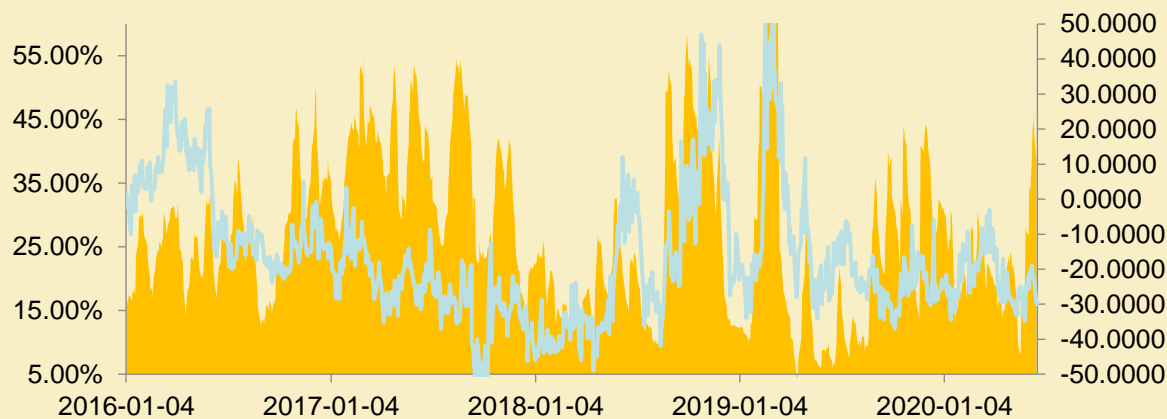
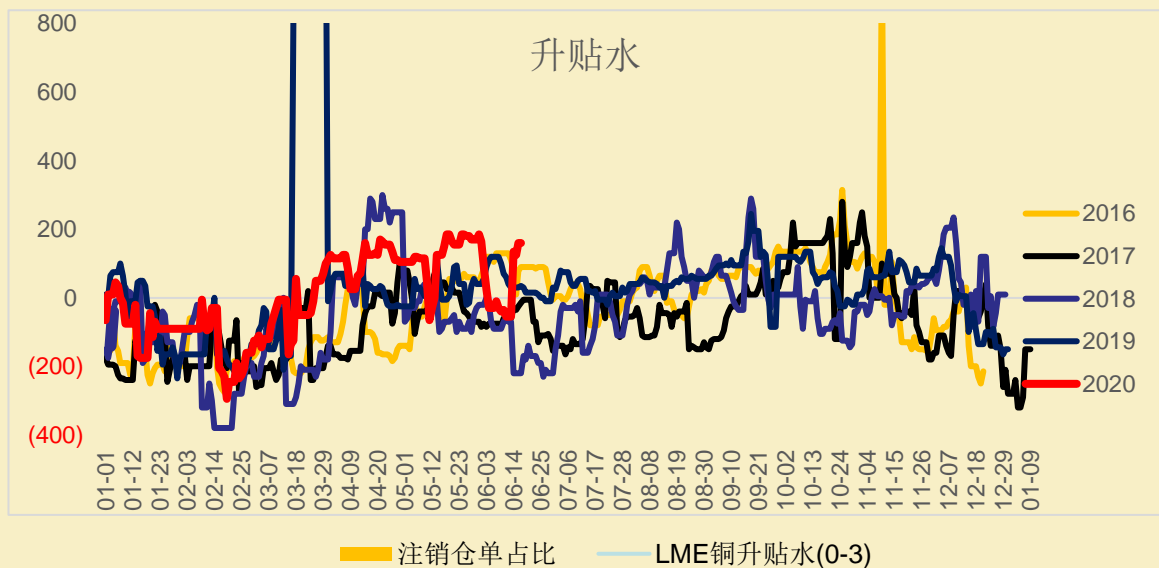


洋山铜溢价均价(左) 保税区库存



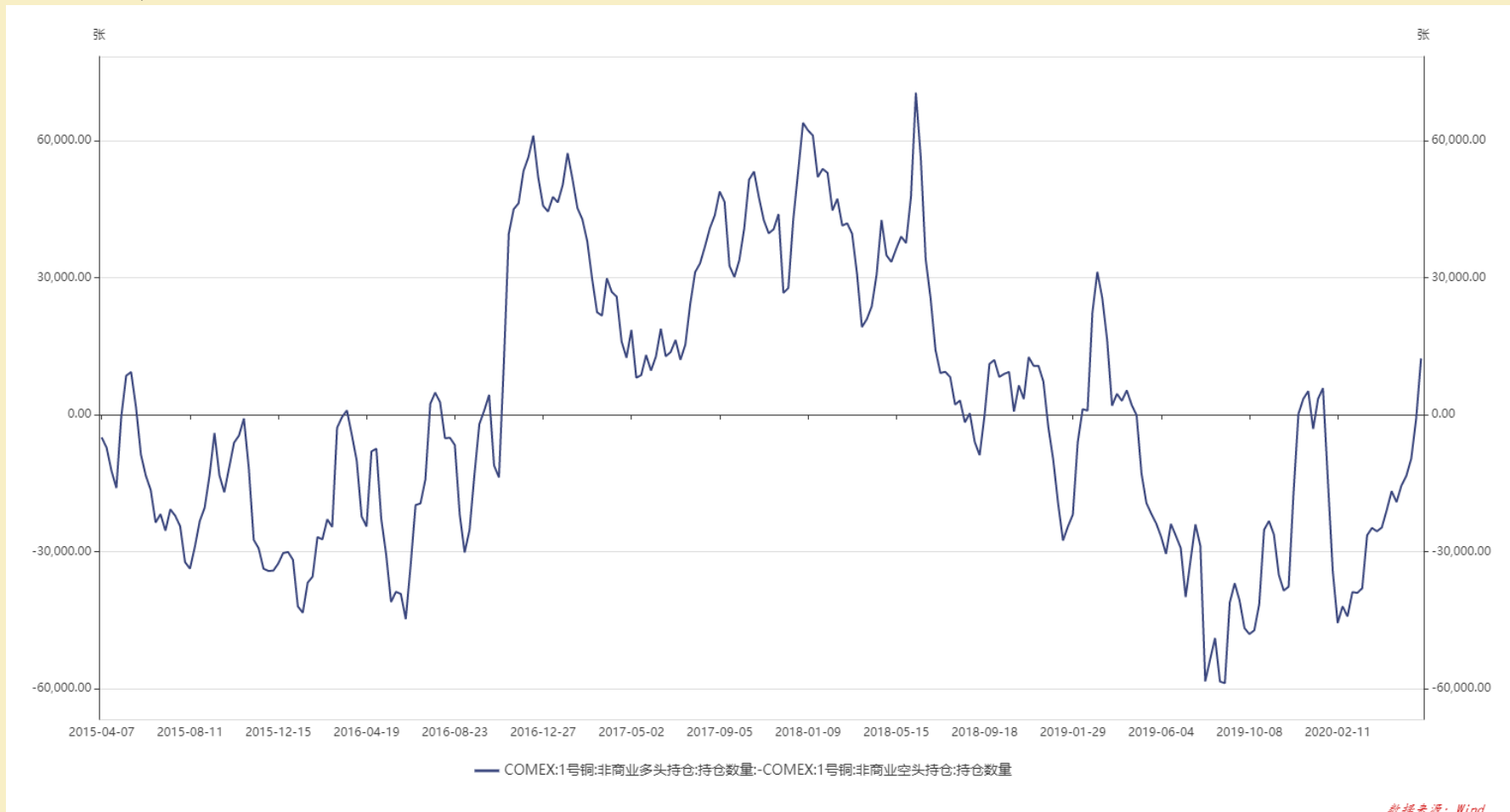
- 年初以来，全球显性库存增加约9万吨，境外显性库存增加12.5万吨，上期所+保税区减少约3万吨。随着国内疫情恢复，去库存速度为历年来最快，有些企业已经锁定了明年一季度的铜库存。
- 6月以来，LME库存减少1.1万吨，comex增加1.4万吨，上期所去库1.6万吨，保税区库存上升1.7万吨。未来随着国内需求走弱，海外需求继续恢复，境外库存将继续回落，保税区及国内库存将有所上升。

## 结构



- 上海地区升水换月后再次走高，目前对07合约升水180元/吨。国内近端维持小幅back但收窄，短期供应端干扰仍比较大。
- LME0-3 contango维持在30美元/吨附近，注销仓单占比回升至40%左右。

## 基金持仓



- 截至6月13日CFTC非商业净多头持仓12311手，实现净空翻净多，占总持仓比7%。





# 谢谢!

作者：山金期货衍生品研究团队

联系人：强子益

投资咨询号：Z0015283

电话：021 - 2062 7258

邮箱：[qiangziyi@sd-gold.com](mailto:qiangziyi@sd-gold.com)

## 山金期货简介

山金期货有限公司成立于1992年11月，注册资本6亿元，是山东黄金集团下属控股公司。公司具有商品期货经纪业务、金融期货经纪业务、期货投资咨询、资产管理业务资格，是中国金融期货交易所、上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所四大交易所及上海国际能源交易中心的会员，是目前国内成立最早、运作最规范的期货公司之一，可代理客户从事国内目前所有上市商品期货交易、金融期货交易。

公司自2014年股权变更以来，依托山东黄金实体产业背景，积极完成了企业战略、经营理念、发展规划等全方面转型。公司法人治理结构完善，内部管理体制和风险防范机制健全，现在上海、天津、济南、烟台、日照、东营、厦门、晋江等城市设有分支机构。

公司秉持“追求卓越、创新进取”的企业精神，坚持“规范化、专业化、职业化”的经营理念，本着“客户第一、服务至上”的宗旨，充分发挥行业优势和自身优势，致力于专业品种的研究，以优质的服务和强大的实力赢得了众多投资者的信赖，成为投资者的“商品专家”“金融顾问”。

公司立足长远，稳健经营，努力实现与客户双赢，正以昂扬的姿态全力打造特色鲜明、业内领先的产业化特色金融衍生品服务商！