



真诚赢得客户
专业体现价值

投资咨询研究部

研究员：钟诗怡
邮箱：zhongshiyi@gzjqh.com

证书编码：F3049606

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

疫情海外扩散 铜价反弹受阻

【策略概述】

◆ 核心观点：

2020年春节过后，受新冠肺炎疫情影响，铜价在春节后第一个交易日以跌停开盘，此后铜价表现出抗跌韧性，出现一定幅度的反弹，但临近2月末全球疫情局势蔓延严重，沪铜再度下行收补短期反弹，收至三年新低。

进入3月，国内疫情拐点初现，下游企业开工率及产能利用率逐步回升，叠加政策持续加码刺激经济，预计后市国内需求将呈现边际好转，精铜库存累积压力将逐步得到缓解，预计3月中下旬国内库存情况会出现拐点。但疫情在海外加速扩散，且其发展仍具有较大不确定性，与此同时，各国为应对疫情导致的经济下行压力，逆周期调控政策加码陆续出现，预计接下来一段时间政策调控预期会加强，对于铜价有更强的宏观因素的支撑。短期建议持续关注国内外疫情发酵情况，以及国内外逆周期政策的跟进情况，后市不宜过度悲观。从中长期来看，原料供应相对于冶炼产能的紧张局势仍然存在，长线依然维持偏多思路。综合来说，短期铜价偏震荡，预计沪铜主力运行区间在43500-46000元/吨之间。

◆ 风险提示：

1. 国内外新型疫情持续发酵。 2. 后期逆周期政策持续跟进。 3. 国内消费超预期好转。

一、1-2 月行情回顾

进入 2020 年 1 月以来，在消费复苏的预期下，铜价呈现高位震荡，沪铜运行于 49000 附近。及至春节前一周，新冠肺炎疫情开始发酵，市场风险偏好迅速回落，铜价开始下挫，节前沪铜连续下行至 48000 一线。受武汉新冠病毒扩散影响，年后上期所推迟到 2 月 3 号才开市，且到目前为止仍取消夜盘交易。节日期间避险情绪迅速升温，伦铜从去年底高位跌了 700 美元，至前低 5600 美元附近，跌幅超 11%。由于国内局势更加严峻，沪铜开盘首日跌了近三千点；随着国内对疫情的管控愈加严密，到 2 月份下旬新增确诊持续下降，加上包括变现降息等多项政策出台稳定经济，加快企业有序复工进展等利好，国内避险情绪逐渐降温推动铜价一度反弹至 4.65 万。不过，到月底行情再度反转，沪铜恐慌性抛盘，主力跌破 4.5 至 4.44 万，至近 3 年来低点。主因，全球疫情大范围蔓延，日、韩、意大利、伊朗、美等境外国家新增确诊连续两天超过国内，投资者担忧对全球经济的负面影响，美联储三月份降息预期迅速升温，欧美、中国股市暴跌，恐慌情绪再度激发。截至 2 月 28 日收盘，CU2004 合约收于 44390 元/吨，较上月收盘价下跌 3740 元/吨，跌幅为 7.77%；外盘方面，LME3 月期铜收于 558.58 美元/吨，月涨幅达 0.5%。

图 1：沪铜主力合约走势



图 2：LME3 月期铜走势



资料来源：博弈大师

2 月现货铜升贴水变化较大，年后开市受期盘低开影响，月初好铜维持小幅升水在 50 元上下，等到了中旬当月合约换月之后，好铜升贴水下调至贴 140 元附近。整体来看，月初居家办公仅有少数贸易商在线报价，物流紧张难有成交；10 号开始部分企业陆续复工，市场询价氛围逐渐好转，持货商迫于资金压力调价抛货；临近月底现货市场多数都已复工，随着行情走低，谨慎情绪加重，下游入市少，货商抛货占主导，库存积累，供大于求局面愈加严重，短期贴水局面难有改善。

进口盈亏方面，本月窗口依旧关闭，缺口维持在 300 元/吨附近，与年前相比变化不大。在疫情这一共同难关下，中美贸易局势暂被搁置，人民币汇率在“7”关口上下徘徊，美元强势上涨至百元关口下方后，受恐慌情绪影响三月份降息预期升温，再度陷入回调。

图 3：LME 铜升贴水

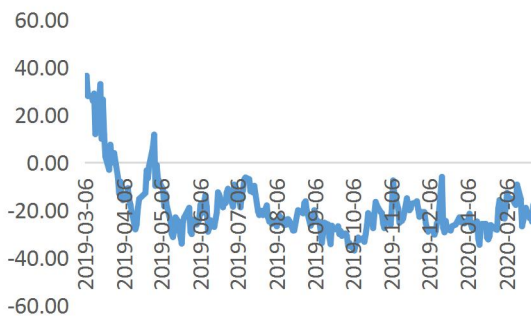
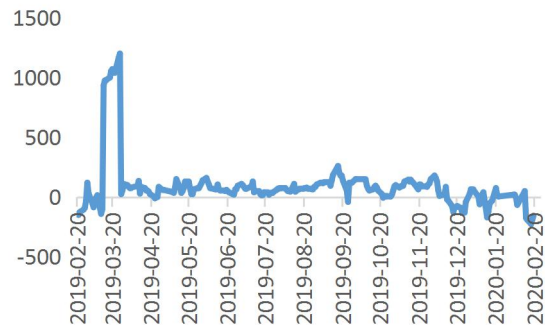


图 4：国内 1#电解铜升贴水



资料来源：Wind，广金期货

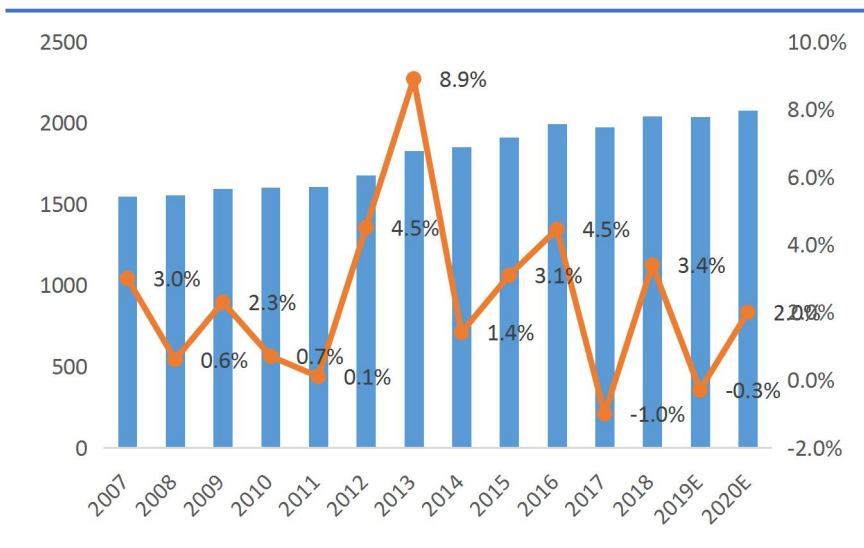
二、影响因素分析

1、上游铜矿景气周期，全球精矿紧俏

从铜产业周期来看，世界铜矿资源分布不均，主要集中于智利、秘鲁等拉美地区，但 2019-2020 年全球主要产区能转化为新增供应的大型铜矿项目寥寥无几，同时正开采的部分大型铜矿山因老化或升级改造面临供应产能下滑，展望 2020 年来看，全球铜精矿供应弹性较小，同时可预期的新增项目进展缓慢，而在原有矿山基础之上增产成通常需要至少 2-3 年左右，因此不仅 2019 年铜精矿维持偏紧格局不变，预计 2020 年全球铜矿紧张格局可以延续，这将制约精铜产量供给，令全球精铜供应增速放缓成为大概率事件。

2019-2020 年全球铜矿产能增速下滑、品位下降、成本提升，造成的铜产业链上游的矿石供给紧俏正不断被更多证据验证，新项目的投产和现有项目的改扩建增量较小，考虑到铜前期矿山产能投入高、投资周期长，使得铜矿短期难以快速增加产能，而全球铜需求则稳定持续增长，如果中国逆周期调控政策超预期加上中美贸易战缓和，全球精铜的供需缺口可能扩大。而值得注意的是，2019-2020 年全球铜冶炼产能仍处于扩张阶段，尤其是中国为首的亚洲地区对铜矿需求增速仍大，此消彼长下加剧全球铜矿供应紧张局面，铜精矿冶炼加工费不断被压制，中长周期全球铜资源的配置价值逐步显现。

图 5：全球铜矿产量（单位：万吨）



资料来源：SMM，广金期货

2、冶炼企业再现联合减产，精铜产量继续回落

1 月下旬新型冠状病毒肺炎开始蔓延，对社会生活及生产活动产生巨大冲击。从高频数据来看，六大电厂日发电量对比去年同期出现明显分化，铁路发运量未见恢复迹象，多地交通受阻，预计 2 月上旬社会生产仍处于近乎停滞的状态。

据了解，春季期间铜冶炼厂普遍维持正常开工，且节前多有铜精矿等原料的备货，产量相对稳定。但交通持续受阻，冶炼厂的产成品及副产品运输不畅，目前多地出现硫酸胀库的现象，部分冶炼厂表示，若硫酸库存始终无法消化，后续或出现被动减产。此外，交通问题也影响铜精矿的运输，主要是自港口向厂库的陆路运输，目前已有冶炼厂提请海外矿山暂停发货，精炼铜产量在 2 月及 3 月有下降风险。

SMM 预计 2020 年 2 月国内电解铜产量将会回落至 70.13 万吨，同比降幅 2.54%；截至 2 月累计电解铜产量为 142.72 万吨，累计同比回落 1.96%；虽然铜矿供应并没有因为疫情受到影响，但硫酸胀库以及运输问题会倒逼企业减产，目前冶炼已积极与铜矿商沟通，请求延迟发货。数据显示，目前已确立中国铜冶炼商 2020 年一季度 TC 地板价为 67 美元/吨，略高

于 2020 年度长协价 62 美元/吨。事实上，该年度长协价不仅是过去五年最低，同时还低于中国冶炼厂冶炼成本均值，使得部分冶炼厂 2020 年预计将出现亏损。在铜精矿加工费过低的同时，硫酸作为铜冶炼厂的另一个重要副产品收入，2019 年以来价格持续下跌，硫酸产能过剩及库存居高不下打压价格。以往当加工费过低时，副产品硫酸还能冶炼厂带来利润补充，但当下铜冶炼的面临精矿加工费和副产品价格过度的双重压力。

图 6：精炼铜产量当月值（单位：万吨）

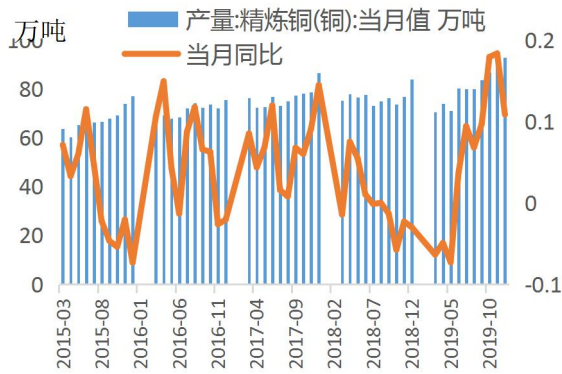
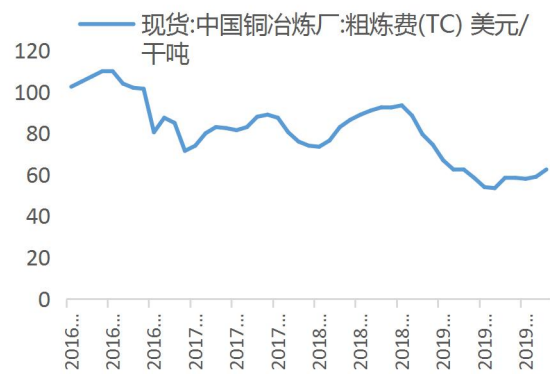


图 7：中国铜冶炼厂加工费（单位：美元）



资料来源：Wind，广金期货

3、废铜进口配额量下滑

据固废网相关数据，2020 年第一批废铜进口批文涉及废铜进量 27.08 万吨，以 2019 年 73% 的平均含铜量计算，第一批进口废铜批文含铜量为 19.76 万吨，与 2019 年一季度的 22.9 万吨相差不大，并且后续还涉及其他批文。一季度废铜进口批文总量 30 万吨左右，废铜转再生铜原料标准细则已公布，自 2020 年 7 月 1 日开始执行，届时符合标准规定的一部分高品废铜将作为一般商品实现自由进口。

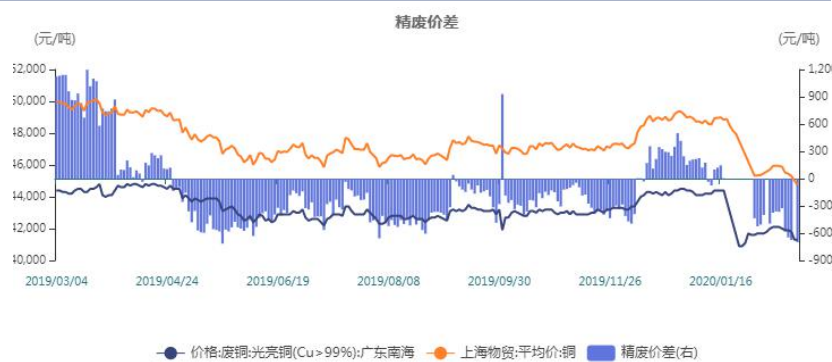
考虑到此前再生协会相关人员表示：“同时推动再生铜铝原料标准尽快发布实行，按一般商品进口管理，企业可以利用两个方式进口原料，尽量保证正常生产经营不受较大影响”，预计后续关于废铜作为资源品进口，政策可能有所调整，短期可能造成供应扰动，但中长期预计将可以基本满足废铜生产企业的需求，并将一定程度影响铜精矿加工费和精废价差。

图 8：2020 年一季度废铜进口配额量

批次	配额量（吨）
第一批	270,885
第二批	26,566
第三批	1,440
合计	298,891

资料来源：SMM，广金期货

图 9：精废价差（单位：万吨）



资料来源：Wind，广金期货

4、消费短期冲击明显

按照往年经验，正月十五元宵节之后大多数工业企业会复工，但是受今年疫情影响，2月份大多数企业难复工或产能运行不全，铜的需求几乎在2月可以视为零。根据中央的政策，企业先复工的更多是关系到疫情防控物质、民生保障和商贸企业，而且还需要满足相关的防疫条件，在口罩等物质紧缺的情况下，在短期要满足复工的防疫要求很难。

受疫情影响，工业品需求短期受到冲击，投资意愿受到压制，地产、汽车等主要的铜消费领域复工均有延后。但需求只是推迟而不会消失，年内消费改善的预期没有发生改变，疫情结束后国内经济会有补偿性恢复。

分行业来看，一季度地产投资及新开工承压，房屋成交几乎停滞，房屋竣工面积增速自2019年四季度以来大幅回升，转入正增长区间，疫情结束后，周期推动下地产竣工的增长仍然可期。家电库存增速在上年四季度有明显回升，短期疫情影响居民需求及家电企业开工，但年内竣工周期的推动仍有望拉动家电需求。

2020年国家电网投资计划额公布为4080亿元，同比上年大幅减少。但2019年的实际投资约4500亿元，从实际完成数额来看，降幅不算太大。2020年中央一号文件仍提到农网改造问题，指出要“完成“三区三州”和抵边村寨电网升级改造攻坚计划”，泛电力物联网的建设仍是未来发展亮点。综合来看，年内电网领域的铜消费量预计不会有明显下降，我们维持中性判断。

汽车销售增速在2019年四季度温和回升，经销商库存增速大幅走高。考虑到华中及华东等汽车工业集中地受疫情影响较严重，居民非刚性消费严重受挫，一季度汽车的生产消费仍然承压。新能源汽车产量2019年几无增长，2020年虽有特斯拉建厂等利好因素，但市场规模整体较小，产业生态偏脆弱，对铜的消费利好并不突出。

图 10：中国铜杆企业开工率变化（单位：%）

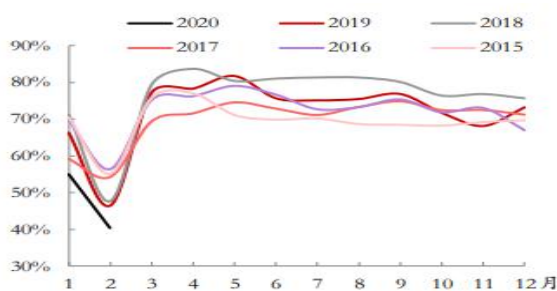
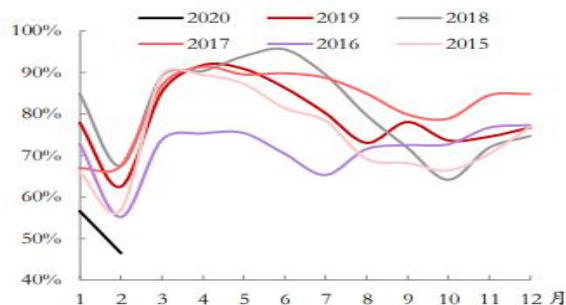


图 11：中国铜管企业开工率变化（单位：%）



资料来源：SMM，广金期货

图 12: 汽车产销同比变化 (单位: %)

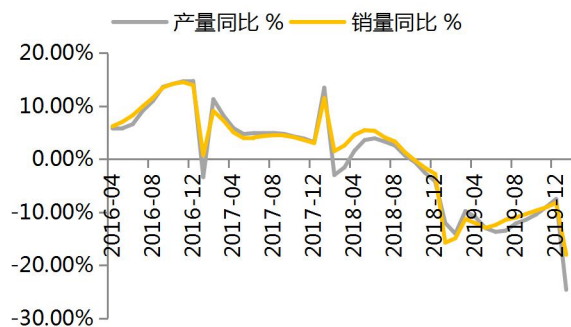


图 13: 新能源汽车销量 (单位: 辆)

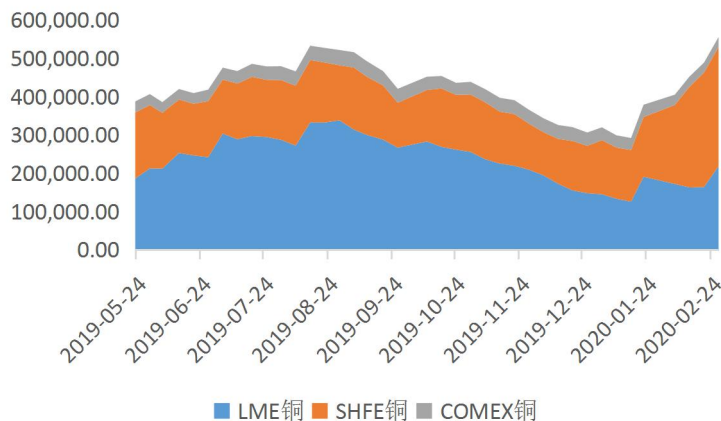


资料来源: Wind, 广金期货

5、国内库存大幅上升

在上游基本维持正常生产,下游基本停工的状态下,精炼铜的春节累库预计将远超往年同期。据相关机构统计,目前国内完税库存近 30 万吨,保税区库存超过 35 万吨,由于交通不畅厂库积压,预计仍有大量隐性库存未计入统计数据中,随着下游复工时间的延长,库存将进一步累积,社库顶点或达到 50 万吨之上。截至 2 月 28 日, LME 库存较春节前增加 2.7 万吨; SHFE 库存增加约 15.5 万吨; 上海保税区库存增加约 10 万吨,四大库存合计增加约 28.5 万吨。受短期供应压力较大影响,国内现货维持高贴水,近远月为 Contango 结构。

图 14: 三大交易所库存情况 (单位: 吨)



资料来源: Wind, 广金期货

三、后市研判

2020 年春节过后，受新冠肺炎疫情影响，铜价在春节后第一个交易日以跌停开盘，此后铜价表现出抗跌韧性，出现一定幅度的反弹，但临近 2 月末全球疫情局势蔓延严重，沪铜再度下行收补短期反弹，收至三年新低。

进入 3 月，国内疫情拐点初现，下游企业开工率及产能利用率逐步回升，叠加政策持续加码刺激经济，预计后市国内需求将呈现边际好转，精铜库存累积压力将逐步得到缓解，预计 3 月中下旬国内库存情况会出现拐点。但疫情在海外加速扩散，且其发展仍具有较大不确定性，与此同时，各国为应对疫情导致的经济下行压力，逆周期调控政策加码陆续出现，预计接下来一段时间政策调控预期会加强，对于铜价有更强的宏观因素的支撑。短期建议持续关注国内疫情发酵情况，以及国内外逆周期政策的跟进情况，后市不宜过度悲观。从中长期来看，原料供应相对于冶炼产能的紧张局势仍然存在，长线依然维持偏多思路。综合来说，短期铜价偏震荡，预计沪铜主力运行区间在 43500-46000 元/吨之间。。

风险提示：

- ✓ 全国内外新型疫情持续发酵
- ✓ 后期逆周期政策持续跟进
- ✓ 国内消费超预期好转

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货公司”，并保留我公司的一切权利。

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元
联系电话：400-930-7770
公司官网：www.gzjkqh.com

广州金控期货有限公司分支机构

广州营业部

地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元

电话：020-38298555

佛山营业部

地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路 8 号龙汇大厦 1720-1722 单元

电话：0757-85501836

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房

电话：0411-84806645

山东分公司

地址：山东省济南市市中区英雄山路 129 号祥泰广场 1 号楼 2403 室、2406 室

电话：0531-58766302

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口会展路 129 号 1909、1910、2012 房间

电话：0411-84995079

杭州分公司

地址：浙江省杭州市下城区绍兴路 161 号野风现代中心北楼 903 室

联系电话：0571-87251385

成都分公司

地址：成都高新区天晖中街 56 号 1 栋 10 层 1026 号

电话：028-61320595

梅州营业部

地址：广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴园店铺 2-19

电话：0753-2185061

保定营业部

地址：河北省保定市复兴中路 3108 号康泰国际 15 楼 1 单元 1509 室

电话：0312-3135300

福州营业部

地址：福州市鼓楼区五凤街道铜盘路 29 号左海综合楼 2 楼 B 区 201 室

电话：0591-87219989

台州营业部

地址：浙江省台州市临海市古城街道朗成大时代 4 幢 23 层

电话：0576-85932178

河北分公司

地址：河北省石家庄市长安区中山东路 508 号东胜广场三单元 1406

电话：0311-83075314

唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区金融中心 3 号楼 1608

电话：0315-5266603