

铜价大概率维持高波动

兴证期货.研发中心

2020年04月07日 星期二

有色研究团队

孙二春

从业资格编号:F3004203

咨询资格编号:Z0012934

联系人

孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

3月铜价大幅下挫，海外疫情加速恶化压制铜金融属性。截至2020年4月3日，伦铜跌至4842美元/吨附近，年内跌幅达21.5%。沪铜主力CU2005跌至39930元/吨，年内跌幅19.1%。

● 后市展望及策略建议

1. 国内铜基本面实质性好转，铜库存出现拐点。3月最后一周国内铜社会库存出现拐点，上海、江苏、广东三地社会库存出现2.34万吨的下滑，4月第一周库存下滑幅度加大，单周下降5.58万吨，显示近期国内铜基本面出现实质性好转。

2. 铜矿减产，铜矿加工费大幅下滑。主要铜矿生产国智利、秘鲁等地矿山受疫情影响进入检修、减产状态的越来越多，但对冶炼的冲击暂未明显体现出来，从短期指标来看，铜精矿加工费连续三周大幅下滑，目前降至62.5美元/吨附近。如果后期海外疫情得不到有效控制，矿端相对紧缺对冶炼的冲击大概率会逐步体现出来。

3. 国内下游消费继续复苏，但海外疫情对出口影响相对悲观。随着下游逐步进入复工节奏，铜下游消费复苏力度加大，6大发电集团日均耗煤量逐步回升至55万吨以上，国内铜消费逐步恢复。但海外疫情恶化对铜消费的负面冲击暂未完全传导至国内下游各产业链，市场预期相对悲观，后期国内铜库存仍存在反复可能。

4. 海外疫情仍在恶化，对铜金融属性压制短期难消除。海外疫情，尤其美国状况仍在恶化，主要资产波动剧烈，市场恐慌情绪短期难消除，打压铜金融属性。

综上，我们认为当前国内铜供需出现实质性好转，但海外疫情对铜消费的影响暂未完全体现出来，国内基本面存在反复可能。铜价在矿山减产、国内消费恢复，海外消费萎靡、市场情绪不稳定等多重冲击下，大概率维持高波动。仅供参考。

● 风险提示：

1. 疫情发展不确定；
2. 中国宏观经济超预期下滑。

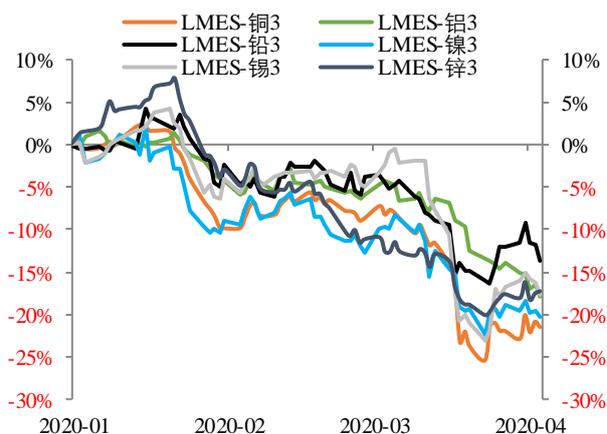
报告目录

1.行情回顾	3
2.疫情情况	3
3.基本面：国内库存出现拐点	5
3.1 铜矿减产，铜矿加工费大幅下滑.....	5
3.1.1 全球 15 大矿企 2019 年四季度产量负增长.....	6
3.1.2 铜矿减产对冶炼厂影响暂未明显体现.....	7
3.2 国内下游消费继续复苏，但海外疫情对出口影响相对悲观.....	8
3.2.1 铜材开工率处于相对低位.....	9
3.2.2 电网投资大幅下滑.....	10
3.2.3 空调产量下滑.....	10
3.2.4 传统汽车产量负增长.....	11
3.2.5 海外欧美发达国家实体经济受疫情影响较大.....	12
3.3 全球铜显性库存下滑.....	13
4.宏观面：恐慌情绪打压铜金融属性	14
5.结论	16
6.风险提示	16

1. 行情回顾

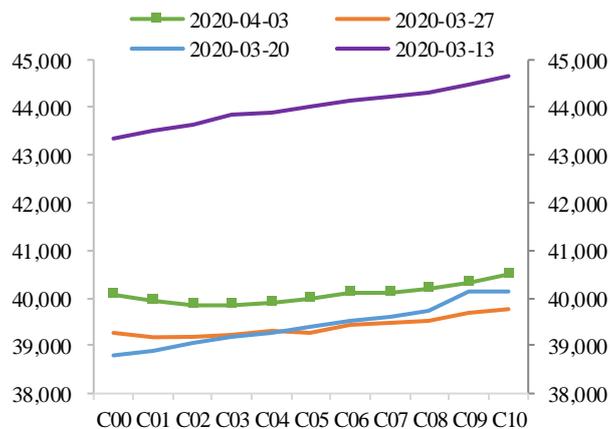
3月铜价大幅下挫，海外疫情加速恶化，市场悲观情绪蔓延，压制铜金融属性。截至2020年4月3日，伦铜跌至4842美元/吨附近，年内跌幅达21.5%。沪铜主力CU2005跌至39930元/吨，年内跌幅19.1%。

图1：LME各品种2020年以来涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2：沪铜期限结构（单位：元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 疫情情况

国内疫情基本得到控制。截至4月5日24时，据31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告，现有确诊病例1299例（其中重症病例265例），累计治愈出院病例77078例，累计死亡病例3331例（湖北核增1例），累计报告确诊病例81708例，现有疑似病例88例。累计追踪到密切接触者713988人，尚在医学观察的密切接触者16154人，**国内疫情基本得到控制。**

海外疫情加速恶化。截至4月5日，海外确诊病例升至119万人以上，其中美国、西班牙、意大利、德国、法国、伊朗疫情较为严重，确诊人数都在5万人以上。美国3月25日起，每日新增确诊人数都在1万人以上，疫情有失控风险。

图3：国内新增确诊、疑似病例（单位：人）



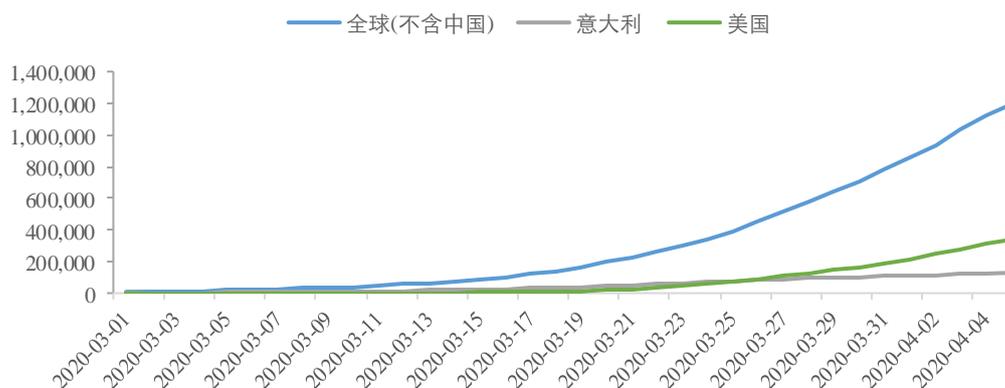
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图4：治愈病例明显增加（单位：人）



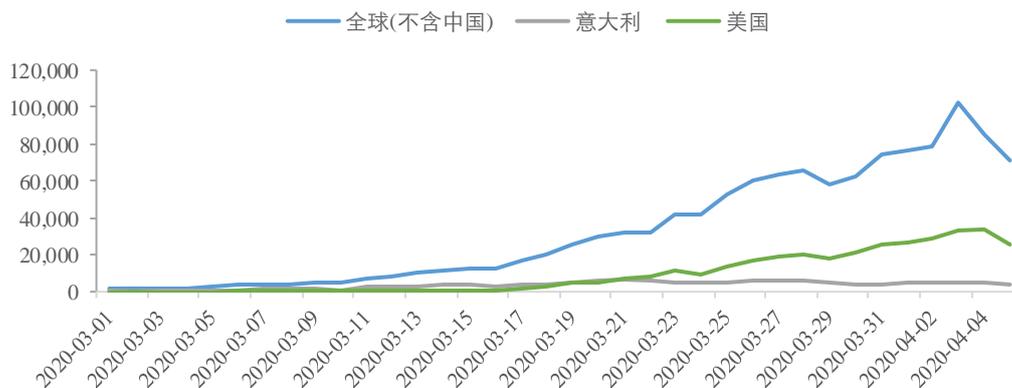
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图5：海外累计确诊人数（单位：人）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图6：海外新增确诊人数（单位：人）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 基本面：国内库存出现拐点

国内三地铜社会库存出现拐点。3月最后一周国内铜社会库存出现拐点，上海、江苏、广东三地社会库存出现2.34万吨的下滑，4月第一周库存下滑幅度加大，单周下降达5.58万吨，显示近期国内铜基本面出现实质性好转。

下游消费逐步复苏。随着下游逐步进入复工节奏，铜下游消费复苏力度加大，6大发电集团日均耗煤量逐步回升至55万吨以上，国内铜消费逐步恢复。但海外疫情恶化对铜消费的负面冲击暂未完全传导至国内下游各产业链，市场预期相对悲观。

供应端，越来越多的矿山受疫情影响进入检修、减产、甚至停产的阶段，但对冶炼的冲击暂未明显体现出来，从短期指标来看，铜精矿加工费连续三周大幅下滑，目前降至62.5美元/吨附近。

综上，我们认为当前国内铜供需出现实质性好转，但海外疫情对铜消费的影响暂未完全体现出来，国内基本面存在反复可能。铜价在矿山减产、国内消费恢复，海外消费萎靡、市场情绪不稳定等多重冲击下，大概率维持高波动。

3.1 铜矿减产，铜矿加工费大幅下滑

主要铜矿生产国智利、秘鲁等地矿山受疫情影响进入检修、减产状态的越来越多，但对冶炼的冲击暂未明显体现出来，从短期指标来看，铜精矿加工费连续三周大幅下滑，目前降至62.5

美元/吨附近。如果后期海外疫情得不到有效控制，矿端相对紧缺对冶炼的冲击大概率会逐步体现出来。

3.1.1 全球 15 大矿企 2019 年四季度产量负增长

主要矿企 2019 年四季度铜矿产量负增长，15 大矿企产量同比下滑 9.79 万吨。分矿企来看，Glencore 由于旗下在非洲的 Mutanda 矿山暂停生产以及 Mopani 因意外情况关停，四季度产量同比下滑 3.52 万吨 (-9%)。Rio Tinto 由于旗下矿山品位下滑四季度产量同比下滑 5.33 万吨。Antofagasta 由于旗下 Centinela 矿山品位下滑以及 Antucoya 罢工因素四季度产量同比下滑 3.45 万吨。First Quantum 由于旗下 Cobre Panama 矿山投产，四季度产量大增近 30%。

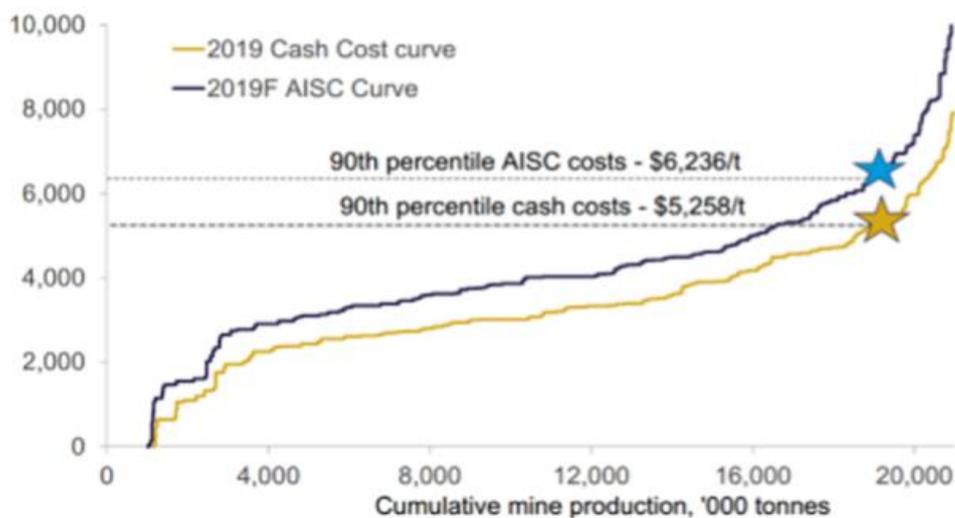
从矿企全年产量预期角度看，已公布的 14 家大矿企 2020 年产量预期相较 2019 年增加近 23.24 万吨。基于当前铜价（4800 美元/吨附近）小矿山减产以及疫情对矿山生产影响的判断，我们认为全球铜矿产量在 2020 年出现负增长的概率上升。

表 1：15 大矿企 2019 年四季度产量同比下滑 9.79 万吨

序号	公司	2019Q4 (万吨)	2019Q4 增量 (万吨)	2019Q4 同比	2019Q1-Q3 同比	2019Q2 同比	2019Q1 同比
1	Codelco	49.70	-1.35	-2.64%	-6.73%	-7.13%	-16.82%
2	Freeport	37.51	-0.64	-1.66%	-19.39%	-23.47%	-18.07%
3	BHP Billiton	45.54	3.92	9.42%	-2.69%	-4.12%	-8.12%
4	Glencore	35.54	-3.52	-9.01%	-4.45%	-2.42%	-7.15%
5	Grupo Mexico	28.30	1.49	5.54%	13.94%	16.35%	12.81%
6	Antofagasta	18.55	-3.45	-15.68%	15.61%	21.69%	22.63%
7	Rio Tinto	21.06	-5.33	-20.20%	-2.76%	0.41%	-1.69%
8	KGHM Polska	17.20	0.35	2.08%	13.80%	18.06%	20.85%
9	MMG	12.06	-1.02	-7.78%	-14.39%	-26.38%	-10.48%
10	Anglo American	15.88	-2.47	-13.46%	-1.18%	0.70%	4.00%
11	First Quantum	20.43	4.60	29.04%	11.25%	11.56%	-5.77%
12	Vale	9.03	-1.95	-17.76%	1.65%	0.41%	0.54%
13	Norilsk	12.71	0.34	2.75%	6.30%	6.19%	12.89%
14	Teck Resources	7.10	-0.20	-2.74%	2.26%	2.67%	-5.41%
15	Kazakhmys	8.09	0.30	3.85%	6.32%	7.33%	4.01%
	Total	324.51	-9.79	-2.93%	-1.50%	-1.67%	-3.55%

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 7：全球铜矿成本曲线（美元/吨）

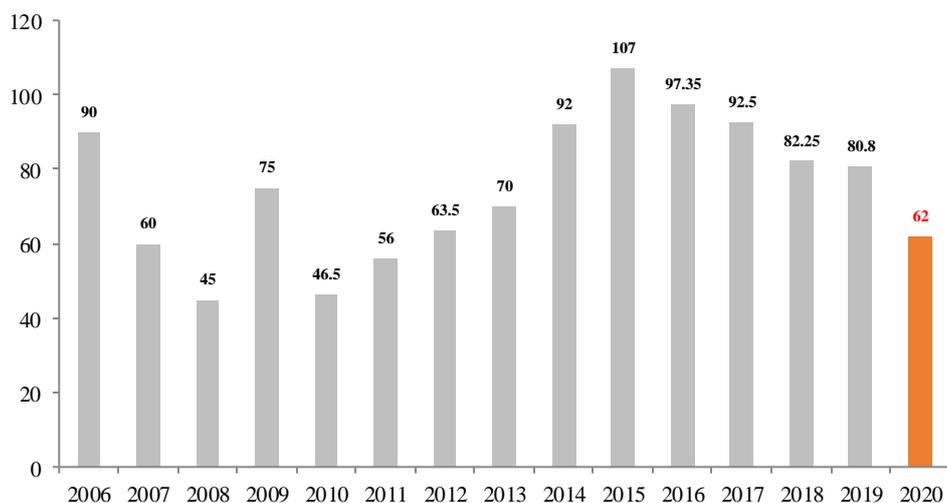


数据来源：CRU，兴证期货研发部

3.1.2 铜矿减产对冶炼厂影响暂未明显体现

冶炼厂随着硫酸问题逐步解决，减产意愿不强。但海外铜矿负增长的可能性加大，如果后期海外疫情得不到有效控制，矿端相对紧缺对冶炼的冲击大概率会逐步体现出来。

图 8：2020 年铜精矿长单 TC 大幅下滑 18.8 美元/吨（美元/吨）



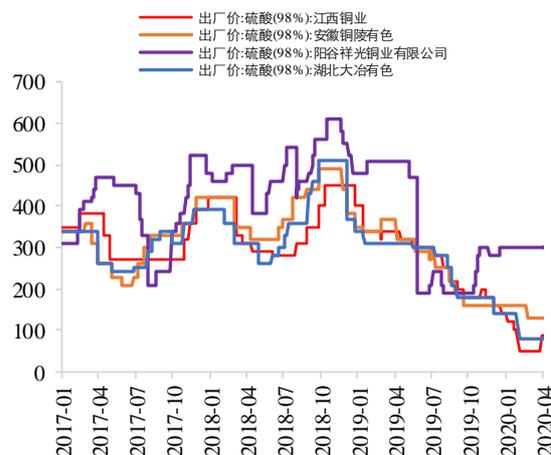
数据来源：CRU，兴证期货研发部

图 9: TC 下滑至 62.5 美元/吨 (美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 10: 硫酸价格 (元/吨)

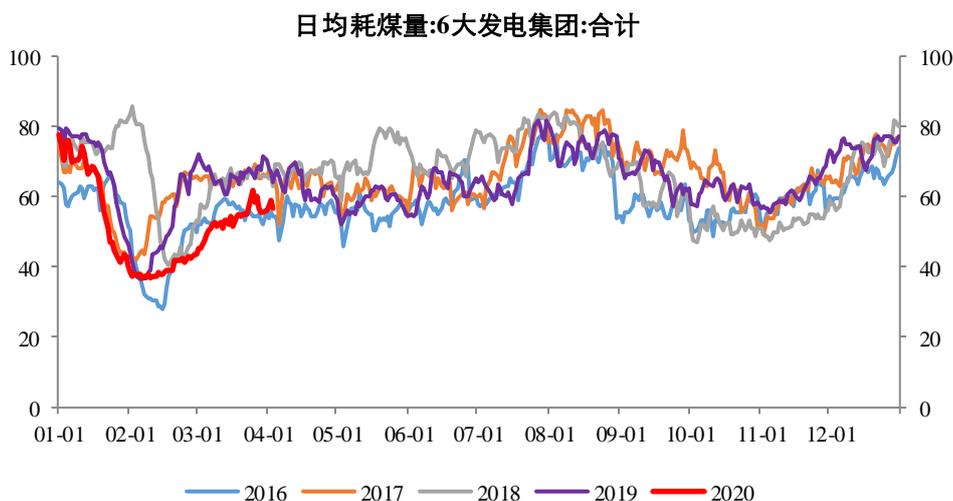


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 国内下游消费继续复苏, 但海外疫情对出口影响相对悲观

随着下游逐步进入复工节奏, 铜下游消费复苏力度加大, 6 大发电集团日均耗煤量逐步回升至 55 万吨以上, 国内铜消费逐步恢复。但海外疫情恶化对铜消费的负面冲击暂未完全传导至国内下游各产业链上企业, 市场预期相对悲观, 后期国内铜库存仍存在反复可能。

图 11: 日均耗煤量缓慢复苏 (万吨/日)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.1 铜材开工率处于相对低位

从精炼铜直接下游各铜材企业开工率来看，国内铜消费相对疲软，铜杆、铜板带开工率都低于往年同期。

图 12：国内铜消费按品种分布

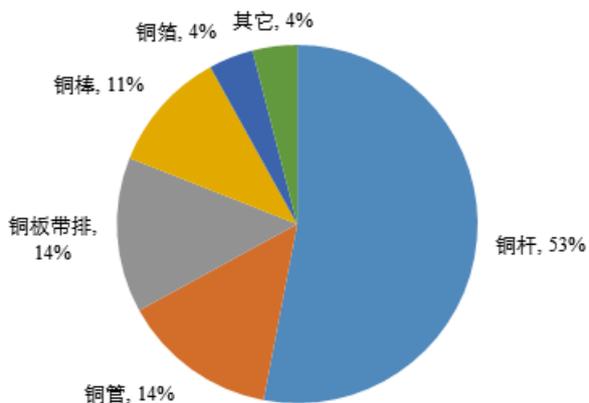
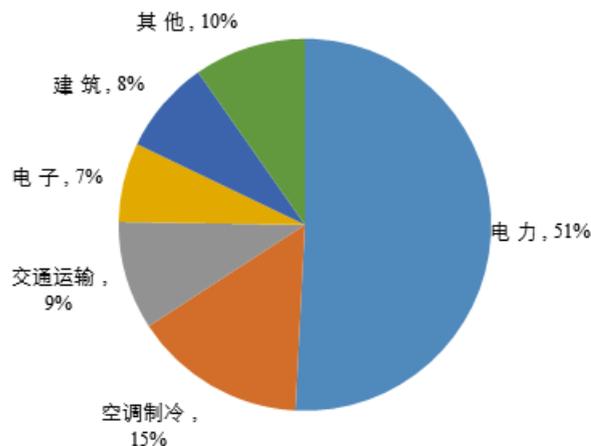


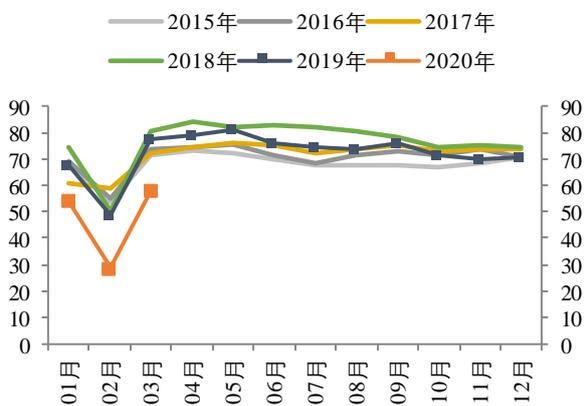
图 13：国内铜终端消费行业分布



数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

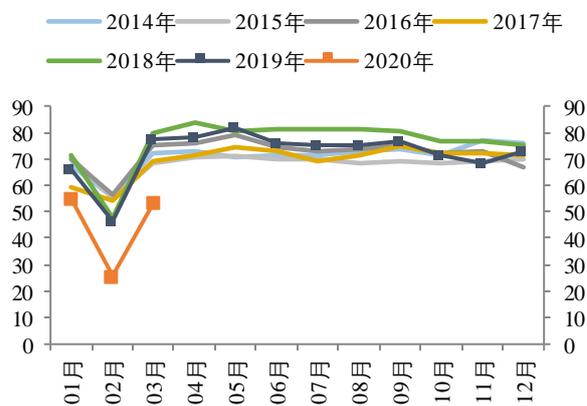
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图 14：铜材企业整体开工率



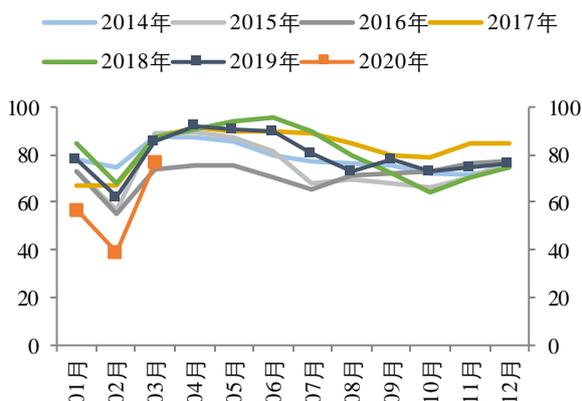
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 15：铜杆开工率



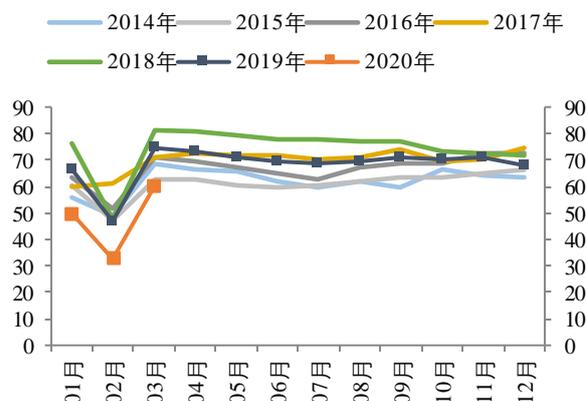
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 16：铜管开工率



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 17：铜板带箔开工率



数据来源：SMM，兴证期货研发部

3.2.2 电网投资大幅下滑

2019 年全年电网投资实际完成 4856 亿元，同比大幅下滑 9.6%。受疫情影响，2020 年前两个月电网投资完成额仅为 138 亿元，同比下滑 43.5%，显示目前电网领域对铜消费较为疲。

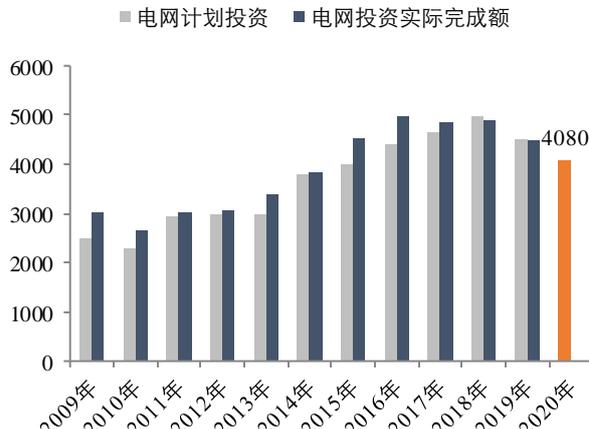
根据最新国家电网披露数据，2020 年国家电网计划电网投资额为 4080 亿元，同比 2019 年实际完成大幅下滑 8.79%。

图 18：电网投资疲软



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 19：国家电网计划投资额（亿元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2.3 空调产量下滑

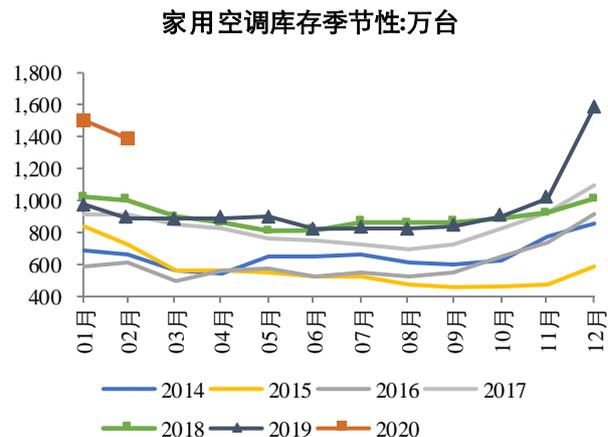
产业在线数据显示，2020 年 2 月家用空调总产量 440.9 万台，同比下滑 51.6%，1-2 月空调产量 1352.8 万台，同比下滑 40.26%。2 月空调库存 1390.2 万台，空调库存压力巨大。

图 20：空调产量下滑



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：空调库存压力巨大

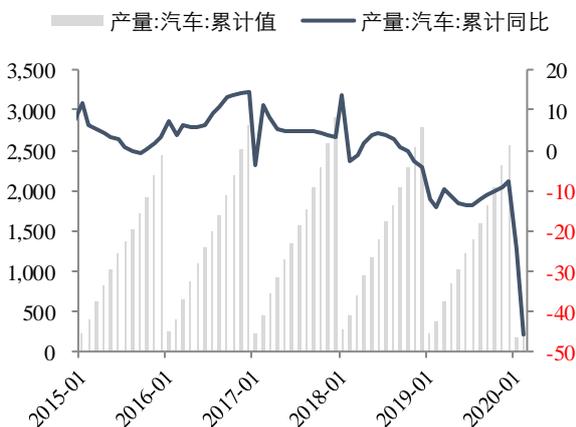


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2.4 传统汽车产量负增长

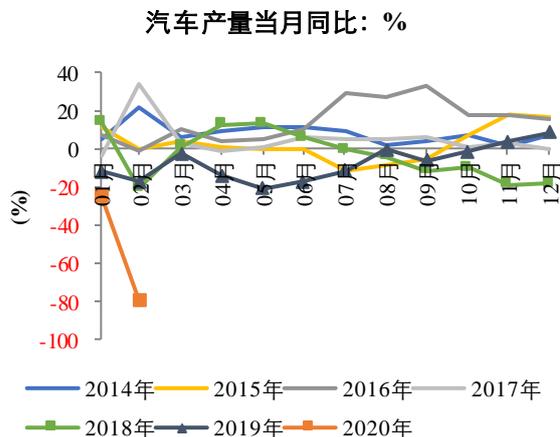
2018 年下半年开始国内传统汽车产销出现断崖式下滑，据中国汽车工业协会数据，2020 年 1-2 月全国共生产汽车 204.8 万辆，同比下滑 45.8%。

图 22：汽车产量负增长（万辆，%）



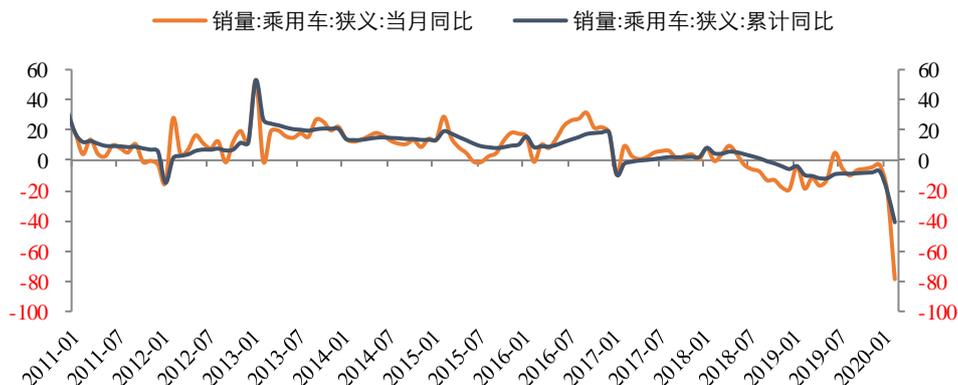
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：汽车产量增速季节性



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图24：乘联会2月狭义乘用车销量负增长78.7%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2.5 海外欧美发达国家实体经济受疫情影响较大

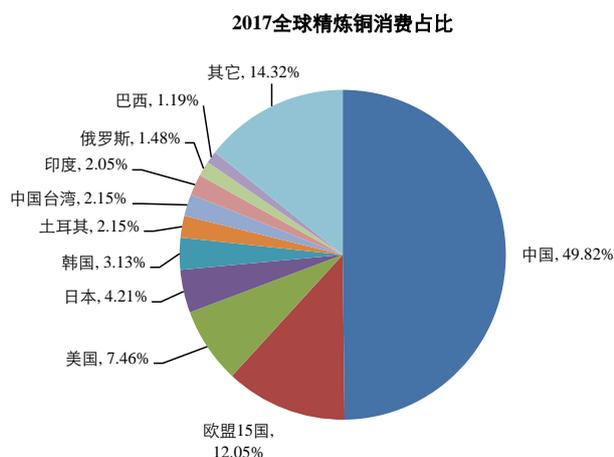
欧美国家精铜消费占全球比例在 20% 左右，是中国以外最大的两个消费区域。

截至 4 月 5 日，海外确诊病例升至 119 万人以上，其中美国、西班牙、意大利、德国、法国、伊朗疫情较为严重，确诊人数都在 5 万人以上。美国 3 月 25 起，每日新增确诊人数都在 1 万人以上，疫情有失控风险。

疫情恶化对海外实体经济影响逐步升级，美国国会预算办公室表示，美国第二季度失业率预计将超过 10%，预计第二季度美国 GDP 萎缩 7% 以上。

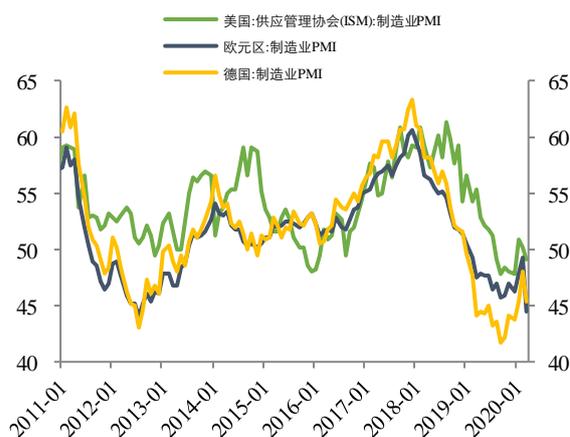
德国经济部长阿尔特迈尔表示，因受到疫情严重打击，德国今年上半年经济可能萎缩超过 8%，全年可能萎缩超过 5%，德国 2020 年整体 GDP 降幅可能比 2009 年金融危机期间还要大。

图 25：欧美国铜消费占比 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 26：欧美发达国家制造业情况

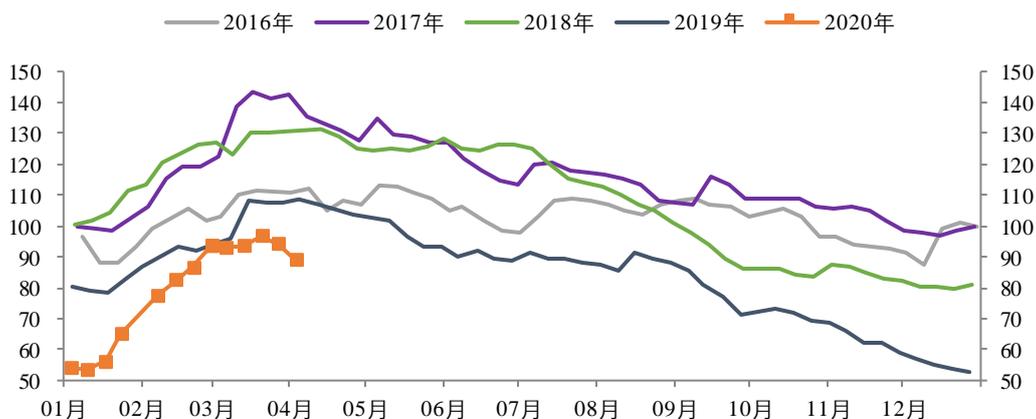


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 全球铜显性库存下滑

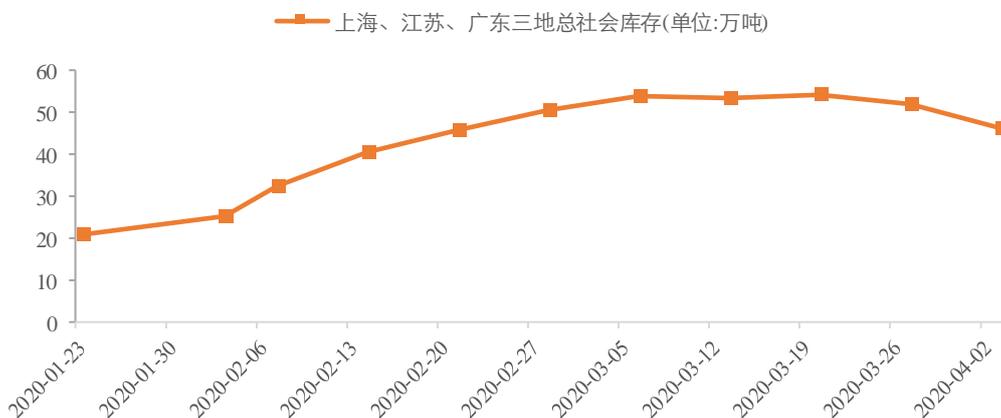
截至 2020 年 4 月 3 日，三大交易所叠加保税区库存下滑至 88.87 万吨，随着国内下游企业复产力度加大，国内铜库存在 3 月底出现拐点。

图 27：三大交易所叠加保税区库存下滑（万吨）



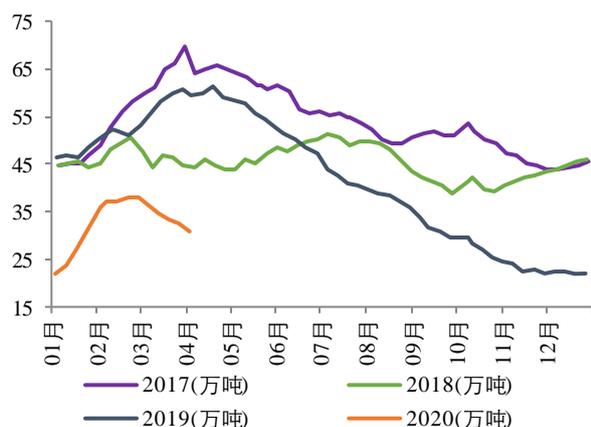
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 28：国内三地（上海、江苏、广东）库存 3 月底出现拐点（万吨）



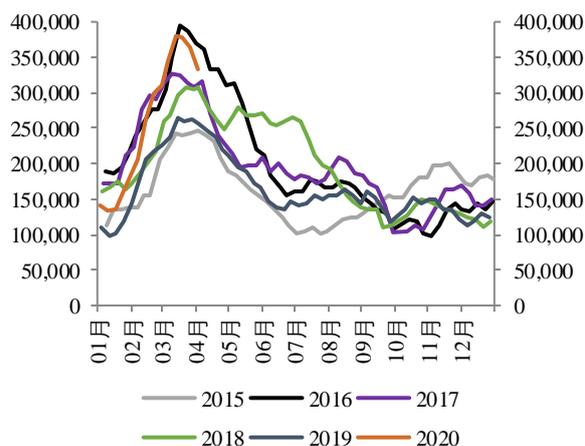
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 29：保税区库存季节性（万吨）



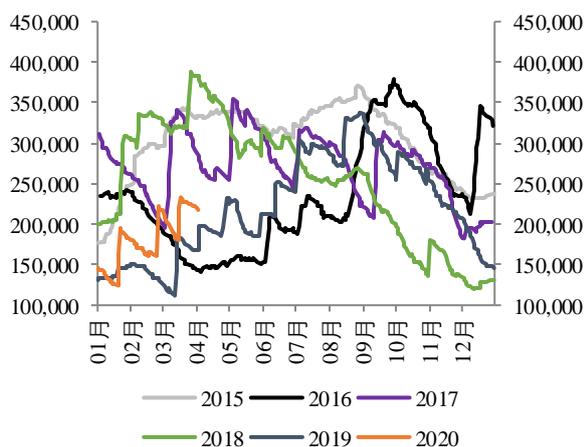
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 30：上期所铜库存季节性（吨）



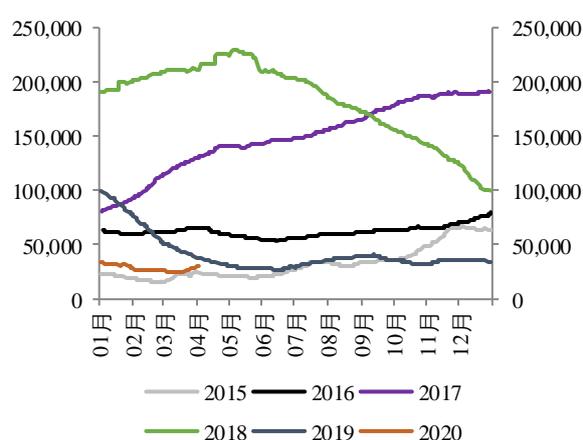
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 31：LME 铜库存季节性（吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 32：COMEX 铜库存季节性（吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 宏观面：恐慌情绪打压铜金融属性

3 月份美元指数先扬后抑，截至 3 月 31 日收于 98.9636，年内累计上涨 2.5155。

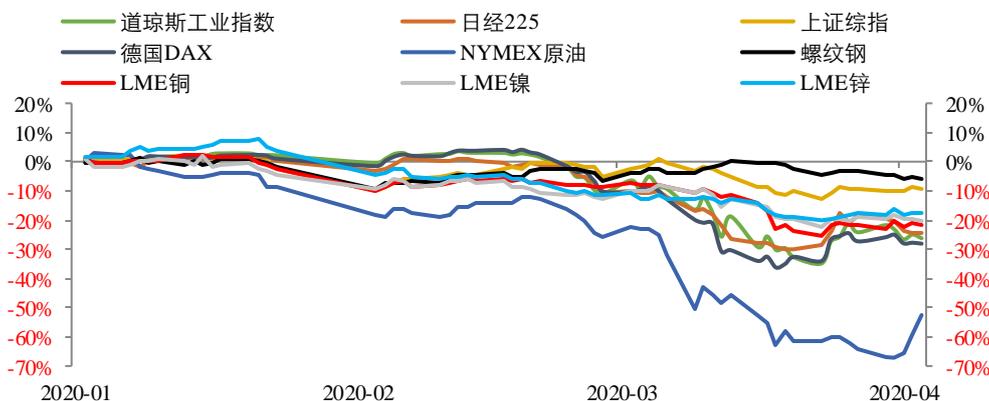
海外疫情恶化引发恐慌情绪，欧美股市、原油等市场表现不佳，市场悲观情绪蔓延，打压铜金融投机属性。

图33：美元指数与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图34：主要资产受疫情影响走弱



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图35：市场恐慌情绪维持高位



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5. 结论

(1) **国内铜基本面实质性好转，铜库存出现拐点。**3月最后一周国内铜社会库存出现拐点，上海、江苏、广东三地社会库存出现2.34万吨的下滑，4月第一周库存下滑幅度加大，单周下降5.58万吨，显示近期国内铜基本面出现实质性好转。

(2) **铜矿减产，铜矿加工费大幅下滑。**主要铜矿生产国智利、秘鲁等地矿山受疫情影响进入检修、减产状态的越来越多，但对冶炼的冲击暂未明显体现出来，从短期指标来看，铜精矿加工费连续三周大幅下滑，目前降至62.5美元/吨附近。如果后期海外疫情得不到有效控制，矿端相对紧缺对冶炼的冲击大概率会逐步体现出来。

(3) **国内下游消费继续复苏，但海外疫情对出口影响相对悲观。**随着下游逐步进入复工节奏，铜下游消费复苏力度加大，6大发电集团日均耗煤量逐步回升至55万吨以上，国内铜消费逐步恢复。但海外疫情恶化对铜消费的负面冲击暂未完全传导至国内下游各产业链上企业，市场预期相对悲观，后期国内铜库存仍存在反复可能。

(4) **海外疫情仍在恶化，对铜金融属性压制短期难消除。**海外疫情，尤其美国状况仍在恶化，主要资产波动剧烈，市场恐慌情绪短期难消除，打压铜金融属性。

综上，我们认为当前国内铜供需出现实质性好转，但海外疫情对铜消费的影响暂未完全体现出来，国内基本面存在反复可能。铜价在矿山减产、国内消费恢复，海外消费萎靡、市场情绪不稳定等多重冲击下，大概率维持高波动。仅供参考。

6. 风险提示

1. 疫情发展不确定；
2. 中国宏观经济超预期下滑。

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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。