

## 海外疫情对消费影响有限，铜价大跌动能不足

2020年3月2日 星期一

兴证期货·研发中心

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格编号：F3004203

投资咨询编号：Z0012934

俞尘泯

从业资格编号：F3060627

联系人：孙二春

021-20370947

[sunec@xzfutures.com](mailto:sunec@xzfutures.com)

### 内容提要

#### ● 我们的观点

随着国内下游复工力度逐步加大，冶炼厂持续减产，铜供需库存拐点有望在3月中下旬出现。海外疫情严重的几个国家铜消费占全球仅10%，对铜消费影响有限。从基本面看，铜价大跌动能不足。

#### ● 我们的逻辑

1. 海外疫情国家消费铜比例较小。日本、韩国、意大利、伊朗四个国家消费加总占全球比重仅10%，不足中国的1/5。从这个角度看，海外疫情严重的几个地区对铜消费整体影响有限，只要国内下游消费复苏起来，全球铜消费很难出现大问题。

2. 国内下游消费逐步复苏，3月有望出现库存拐点。当前下游企业实际产能利用率仍处于爬坡阶段，铜消费整体疲软。随着3月份下游各行业复苏力度加大，届时铜库存有望出现拐点。

3. 冶炼厂减产延续。目前硫酸运输基本无阻碍，但硫酸下游行业开工率仍不理想，冶炼厂在3月份生产仍面临硫酸胀库问题，减产大概率会延续。

4. 铜矿成本支撑仍在。当前铜价再度跌至5600美元附近，接近全球铜矿90%分位现金成本线，从铜矿成本支撑的角度看，铜价继续深跌的概率不大。

综上，随着国内下游复产力度加大，铜基本面大概率会重新进入相对平衡状态，铜库存拐点有望在3月份出现。但由于目前市场恐慌情绪蔓延，抑制铜金融属性，铜价波动或将维持高位。

#### ● 风险提示

疫情发展不确定；中国宏观经济超预期下滑。

## 报告目录

<b>1.海外疫情恶化引发市场恐慌</b> .....	<b>3</b>
1.1 国内疫情得到初步控制.....	3
1.2 海外疫情恶化引发市场对未来全球经济、贸易负面预期升级.....	4
1.3 市场恐慌情绪蔓延，主要资产价格大幅下挫，铜相对抗跌.....	5
<b>2.铜：相对抗跌，库存观点预期在3月中下旬出现</b> .....	<b>6</b>
2.1 海外疫情严重的国家消耗铜的比重不大.....	6
2.2 需求：国内下游逐步恢复，但整体力度有限.....	6
2.2.1 经济整体恢复力度有限.....	6
2.2.2 国内铜消费大头电缆开工低位，3月中旬过后有望恢复至正常水平.....	7
2.3 供应：冶炼厂减产延续，铜矿成本支撑仍在.....	8
2.3.1 国内冶炼厂3月继续减产.....	8
2.3.2 铜价再度跌至铜矿现金成本支撑位.....	8
2.4 铜库存有望在3月中下旬出现拐点.....	9
<b>3.结论：海外疫情对消费影响有限，恐慌情绪抑制铜价</b> .....	<b>10</b>
<b>4.风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 图目录

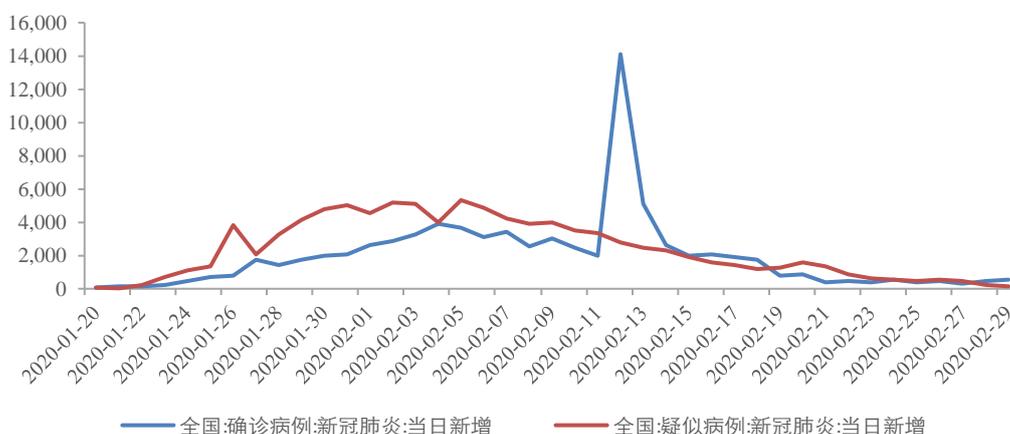
图 1：国内新增确诊、疑似病例（单位：人） .....	3
图 2：国内治愈病例明显增加（单位：人） .....	3
图 3：海外累计确诊人数（单位：人） .....	4
图 4：海外新增确诊人数（单位：人） .....	4
图 5：全球主要资产价格大幅下挫，铜相对抗跌.....	5
图 6：市场恐慌情绪大幅上升.....	5
图 7：日本、韩国、意大利、伊朗四国铜消费占比仅 10%.....	6
图 8：日均耗煤量缓慢复苏（万吨/日） .....	7
图 9：电力电缆占国内消费比重 50%以上.....	7
图 10：电力电缆生产有望在 3 月下旬恢复正常（%） .....	7
图 11：TC 恢复至 70 美元/吨（美元/吨） .....	8
图 12：硫酸价格（元/吨） .....	8
图 13：全球铜矿成本曲线（美元/吨） .....	9
图 14：三大交易所叠加保税区库存快速上升（万吨） .....	9
图 15：保税区库存季节性（万吨） .....	10
图 16：上期所铜库存季节性（吨） .....	10

## 1.海外疫情恶化引发市场恐慌

### 1.1 国内疫情得到初步控制

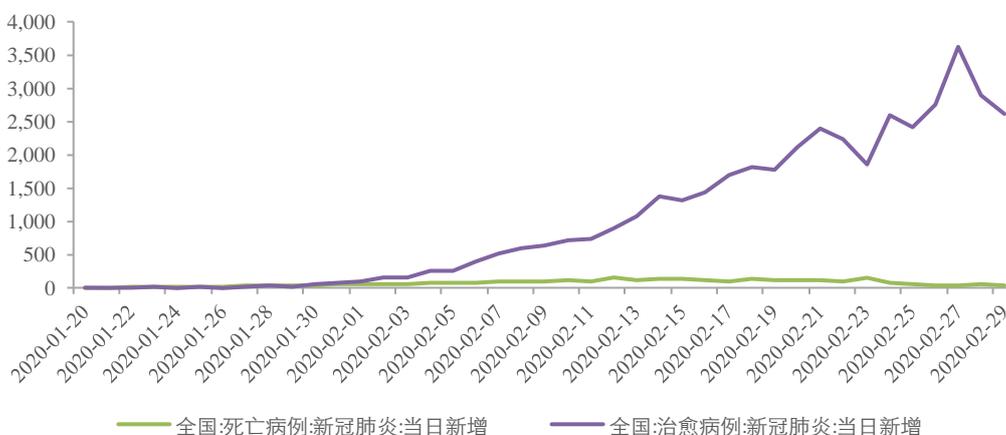
国内疫情得到初步控制，累计治愈出院人数超过现存确诊病例人数。截至2月29日24时，据31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告，现有确诊病例35329例（其中重症病例7365例），累计治愈出院病例41625例，累计死亡病例2870例，累计报告确诊病例79824例，现有疑似病例851例。其中2月29日0-24时，报告新增确诊病例573例，新增死亡病例35例（湖北34例，河南1例），新增疑似病例132例。国内疫情逐步好转，钟南山院士预测4月底国内疫情就会得到基本控制。

图1：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2：国内治愈病例明显增加（单位：人）



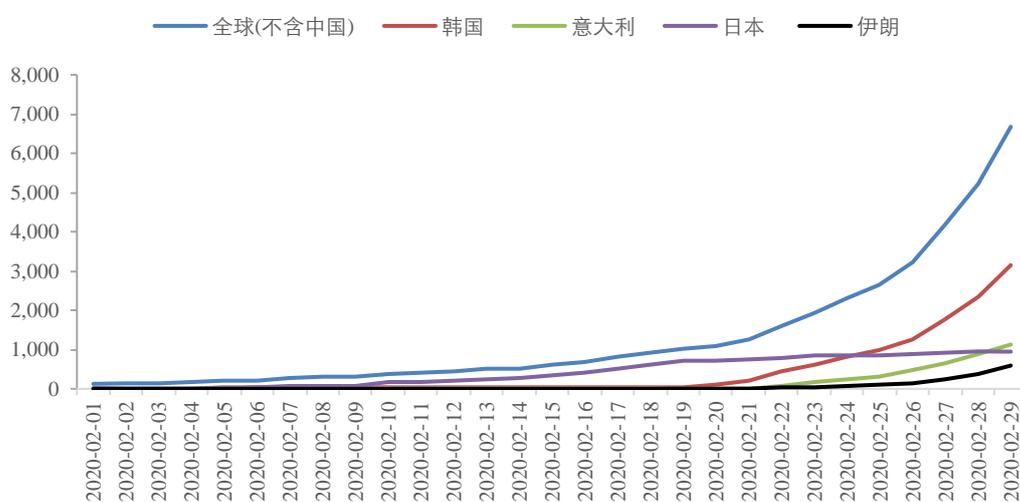
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 1.2 海外疫情恶化引发市场对未来全球经济、贸易负面预期升级

海外疫情 2 月下旬加速恶化。截至 2 月 29 日，海外确诊病例升至 7000 人以上，其中韩国、意大利、日本、伊朗疫情较为严重。韩国自 2 月 27 日开始连续三日新增确诊人数都在 500 人以上，意大利、伊朗新增确认人数也在加速。

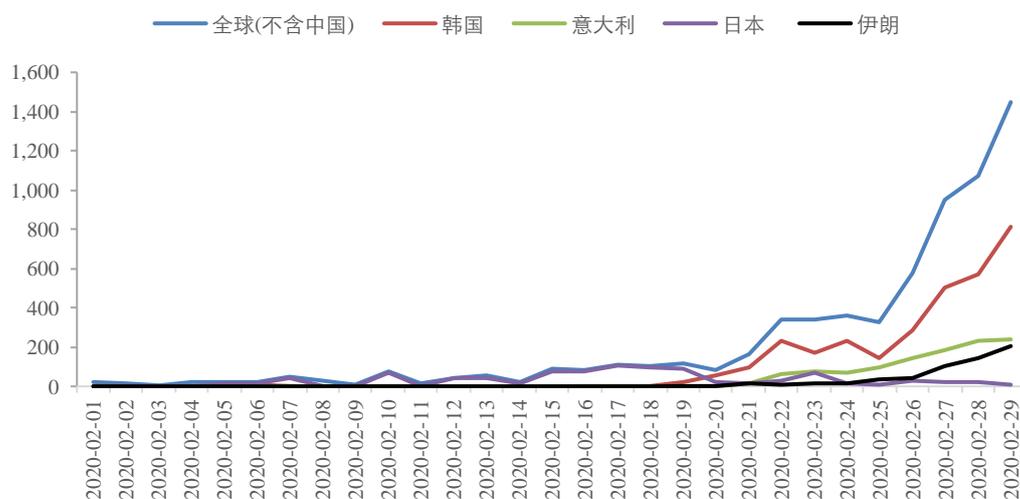
日内瓦当地时间 2 月 28 日，世界卫生组织将全球风险级别提升至“最高级”，疫情发展对全球经济、贸易负面预期逐步升级，全球金融市场悲观情绪蔓延，欧美股市、原油等市场连续下挫。

图3：海外累计确诊人数（单位：人）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图4：海外新增确诊人数（单位：人）

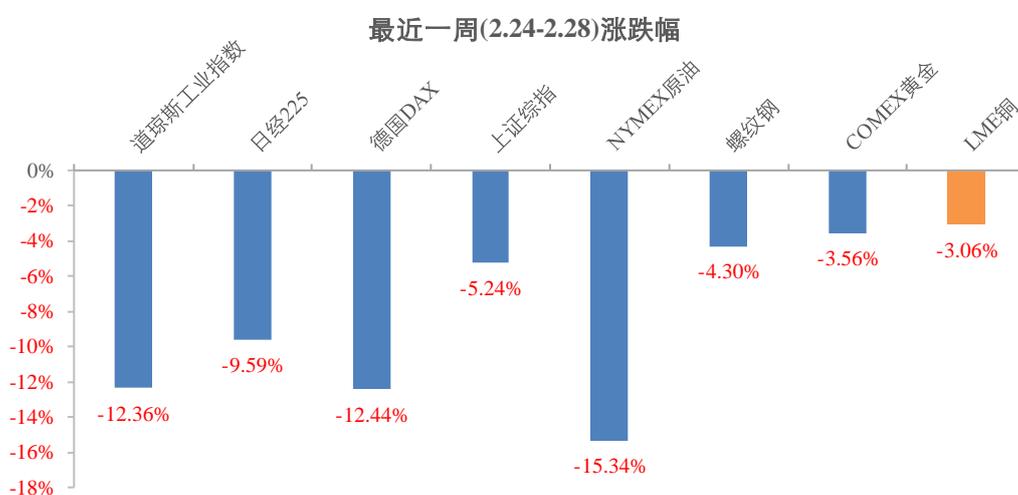


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.3 市场恐慌情绪蔓延，主要资产价格大幅下挫，铜相对抗跌

2月中下旬以来，海外主要市场资产价格大幅下挫，疫情引发对未来实体经济、贸易等负面预期升级，市场恐慌情绪蔓延。整体看，有色代表品种铜在各类资产中跌幅相对较小，上一周跌幅仅3%左右。铜自身基本面相对健康，产业链矿山成本支撑、冶炼厂减产、下游行业逐步复产，供需基本面并不差。

图5：全球主要资产价格大幅下挫，铜相对抗跌



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图6：市场恐慌情绪大幅上升



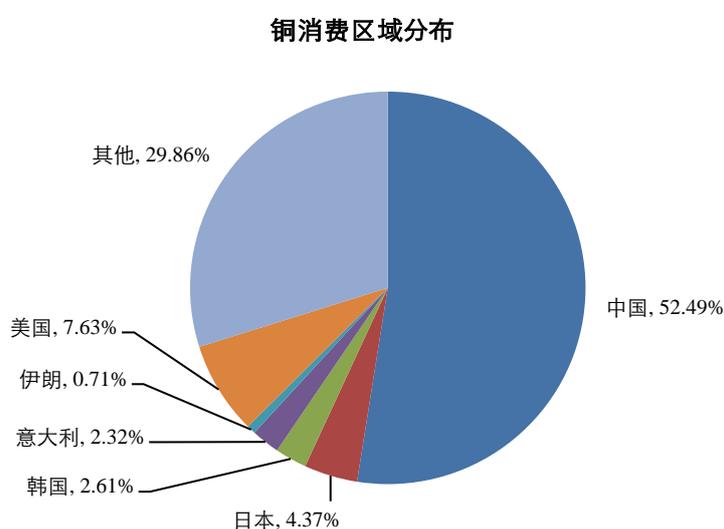
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.铜：相对抗跌，库存观点预期在3月中下旬出现

### 2.1 海外疫情严重的国家消耗铜的比重不大

中国是全球铜消费主要推动力，铜消费占全球50%以上。近期疫情较为严重的几个海外国家，铜体消费体量较小，日本、韩国、意大利、伊朗四个国家消费加总占全球比重仅10%，不足中国的1/5。从这个角度看，海外疫情严重的几个地区对铜消费整体影响有限，只要国内下游消费复苏起来，铜消费出现很难出现大问题。

图7：日本、韩国、意大利、伊朗四国铜消费占比仅10%



数据来源：WBMS，兴证期货研发部

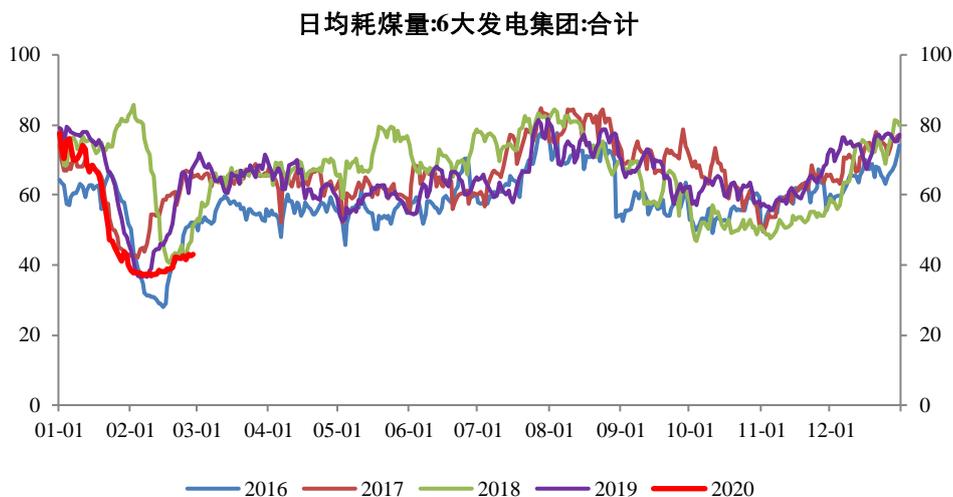
### 2.2 需求：国内下游逐步恢复，但整体力度有限

下游消费逐步复苏，但整体力度有限。随着各省市逐步进入复工节奏，铜下游消费出现边际改善，但实际产能利用率仍处于爬坡阶段，铜消费整体疲软。随着3月份下游各行业复苏力度加大，铜消费量或将逐步超过供应量，届时铜库存有望出现拐点。

#### 2.2.1 经济整体恢复力度有限

虽然各省市积极推动企业复产，但企业产能利用率仍然较低，实际生产情况并不如复工企业比例显示的那样乐观，企业所面临的物流、工人到岗不足、安全防护、订单不足等压力较大。截至2月28日日均耗煤缓慢恢复至43万吨，同比2019年（农历年）仍有30%左右差距，经济恢复力度整体有限。

图8：日均耗煤量缓慢复苏（万吨/日）

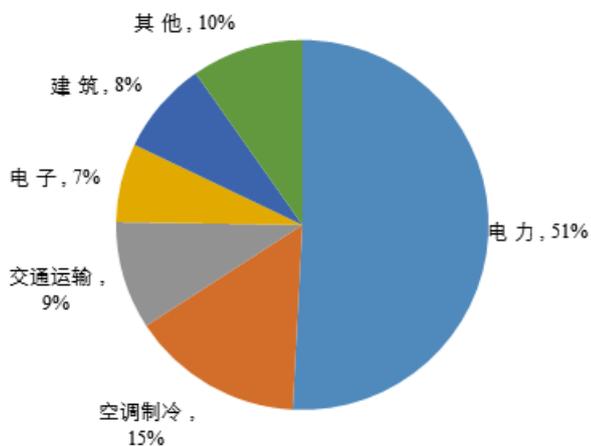


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2.2 国内铜消费大头电缆开工低位，3月中旬过后有望恢复至正常水平

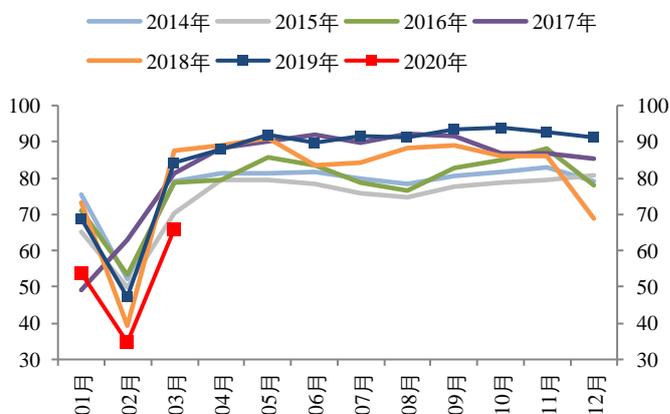
据 SMM 调研，2 月电线电缆企业开工率为 34.68%，环比下滑 19.27%，同比下滑 12.5%。预计 3 月电线电缆企业开工率为 66.08%，环比大幅回升 31.4%，同比下滑 17.98%。根据调研企业反馈，虽然 2 月底生产有较明显好转，但下游有一些大型工程尚未开工，新订单仍显疲弱，成品库存表现增加，但 3 月上旬仍处于线缆企业生产好转的过渡期，多数企业预计中旬之后才会恢复至正常水平。

图 9：电力电缆占国内消费比重 50%以上



资料来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 10：电力电缆生产有望在 3 月下旬恢复正常（%）



资料来源：SMM，兴证期货研发部

## 2.3 供应：冶炼厂减产延续，铜矿成本支撑仍在

### 2.3.1 国内冶炼厂 3 月继续减产

2 月冶炼厂减产幅度较大，据资讯机构调研情况看，整体减产幅度在 15% 左右，而铜矿端暂未出现比较大的供应干扰，铜矿加工费 TC 快速回升至 70 美元以上，冶炼厂亏损问题有所缓解。

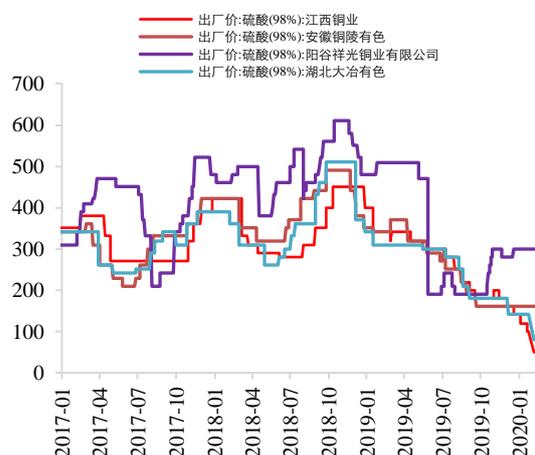
目前硫酸运输基本无阻碍，硫酸胀库情况有所缓解，但硫酸下游行业开工率仍不理想，冶炼厂在 3 月份生产仍面临硫酸胀库问题，减产大概率会延续。

图 11: TC 恢复至 70 美元/吨 (美元/吨)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 12: 硫酸价格 (元/吨)

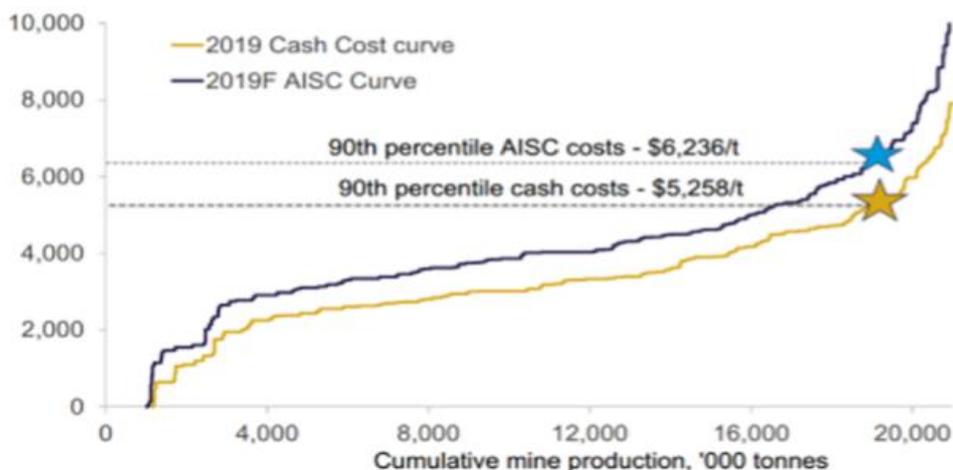


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.3.2 铜价再度跌至铜矿现金成本支撑位

当前铜价再度跌至 5600 美元附近，接近全球铜矿 90% 分位现金成本线。伦铜再度跌至 5600 美元低位，据 CRU 数据，全球 90% 分位铜矿现金成本 C1 达 5258 美元/吨，90% 分位 AISC 成本达 6236 美元/吨（AISC 成本=C1+管理费用+维持性资本支出+特许权费用）。从铜矿成本支撑的角度看，铜价继续深跌的概率不大。

图 13: 全球铜矿成本曲线 (美元/吨)

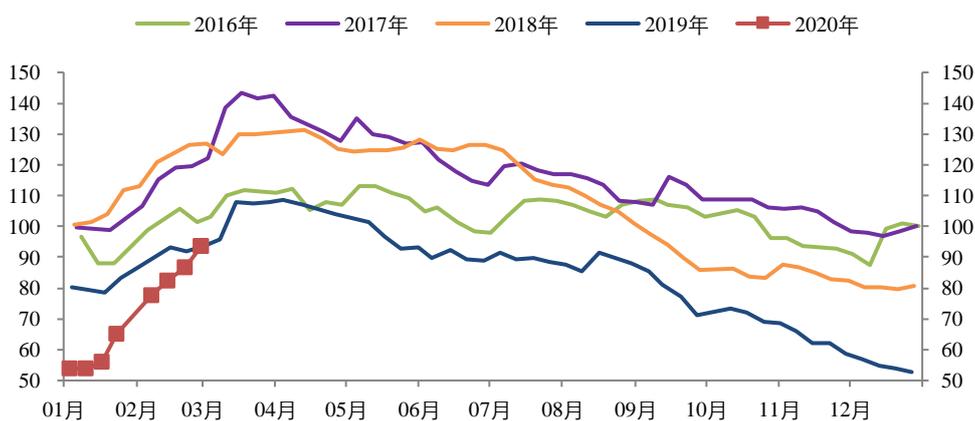


数据来源: CRU, 兴证期货研发部

## 2.4 铜库存有望在 3 月中下旬出现拐点

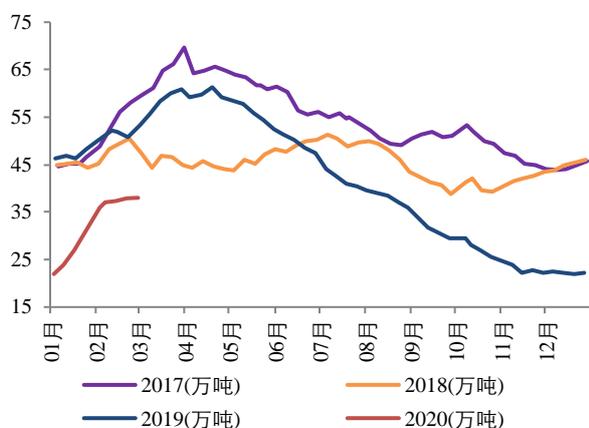
截至 2020 年 2 月 28 日, 三大交易所叠加保税区库存上升至 93.52 万吨, 3 月份随着国内下游企业复产力度加大, 以及冶炼厂持续减产, 铜库存有望 3 月下旬出现拐点。

图 14: 三大交易所叠加保税区库存快速上升 (万吨)



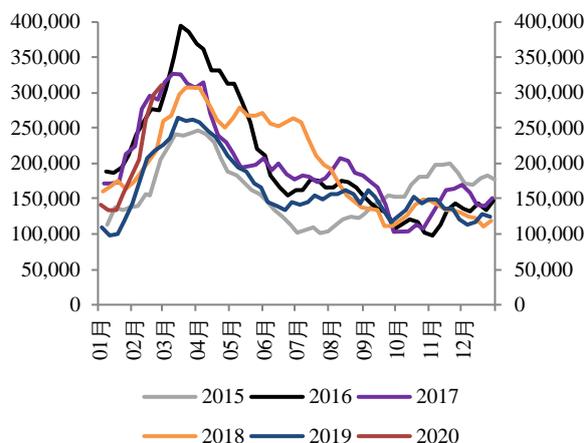
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 保税区库存季节性 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 上期所铜库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.结论：自身供需好转，恐慌情绪抑制铜价

(1) 海外疫情国家消费铜比例较小。日本、韩国、意大利、伊朗四个国家消费加总占全球比重仅 10%，不足中国的 1/5。从这个角度看，海外疫情严重的几个地区对铜消费整体影响有限，只要国内下游消费复苏起来，全球铜消费很难出现大问题。

(2) 国内下游消费逐步复苏，3 月有望出现库存拐点。当前下游企业实际产能利用率仍处于爬坡阶段，铜消费整体疲软。随着 3 月份下游各行业复苏力度加大，届时铜库存有望出现拐点。

(3) 冶炼厂减产延续。目前硫酸运输基本无阻碍，但硫酸下游行业开工率仍不理想，冶炼厂在 3 月份生产仍面临硫酸胀库问题，减产大概率会延续。

(4) 铜矿成本支撑仍在。当前铜价再度跌至 5600 美元附近，接近全球铜矿 90%分位现金成本线，从铜矿成本支撑的角度看，铜价继续深跌的概率不大。

综上，随着国内下游复产力度加大，铜基本面大概率会重新进入相对平衡状态，铜库存拐点有望在 3 月份出现。但由于目前市场恐慌情绪蔓延，抑制铜金融属性，铜价波动或将维持高位。

### 4.风险提示

疫情发展不确定；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。