



供需博弈，铜价何去何从

广州期货研究所

金属组 许克元

从业资格号：F3022666

投资咨询号：Z0013612

2020 年 4 月 23 日



供需博弈，铜价何去何从

疫情冲击下铜价走势回顾

自 2020 年 1 月底新冠疫情持续发展以来，铜价走势基本分为三个主要阶段：1) 1 月底疫情爆发并在国内蔓延，市场恐慌情绪弥漫，铜价迎来第一波下跌，1 月 23 日至 1 月 31 日期间，LME 铜价跌幅 7.7%。2) 2020 年 3 月初开始疫情在海外加速蔓延且伴随 OPEC 谈判破裂原油暴跌，美联储紧急降息加剧市场恐慌情绪，流动性危机至避险资产黄金也遭抛售，3 月 3 日至 3 月 23 日期间，LME 铜价跌幅 18.7%。3) 3 月底，整体市场情绪在美联储推出无限量 QE 及 2 万亿美元经济刺激方案以来得以缓和，铜价开启一段反弹行情，回到基本面，阶段性供需矛盾也发挥了重要推动作用，铜矿、精铜、废铜的进口受到海外疫情影响至供应偏紧，而国内消费边际复苏，库存超预期见顶回落，现货维持高升水对期价形成提振。

疫情以来铜价走势



疫情对全球需求的影响或持续较长时间

本次疫情对全球经济的破坏程度或将持续较长时间，作为重要的工业原料，铜的消费量与全球经济增长率有明显的正相关关系。在疫情的冲击下，全球各大机构纷纷下调全球经济增长预期，国际货币基金组织（IMF）在最新一期《世界经济展望报告》，表示世界经济增长正在遭遇上世纪 30 年大萧条以来最严重的打击，预计 2020 年全球 GDP 增长将萎缩 3%，这是大萧条以来，全球第一次面临发达经济体和新兴经济体同时进入衰退，全球制造业将受到干扰，拖累铜的需求。

IMF 预计 2020 全球 GDP 增长将萎缩 3%			
国家/地区	2019	2020	2021
全球	2.9	-3.0	5.8
发达经济体	1.7	-6.1	4.5
美国	2.3	-5.9	4.7
欧元区	1.2	-7.5	4.7
日本	0.7	-5.2	3.0
新兴经济体	3.7	-1.0	6.6
中国	6.1	1.2	9.2
印度	4.2	1.9	7.4

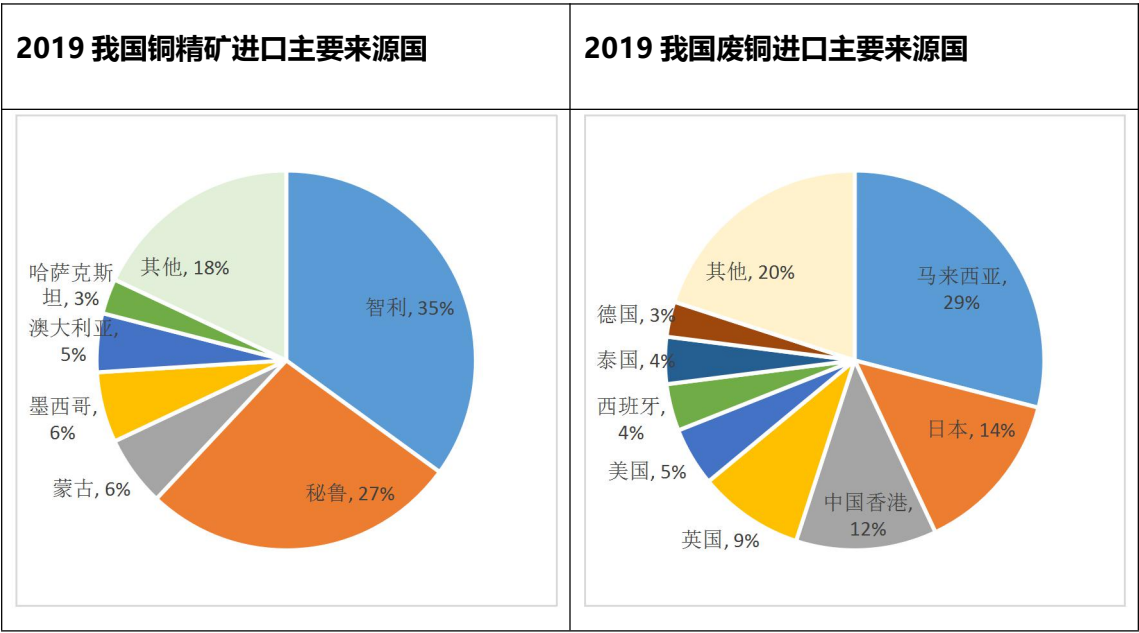
阶段性供需矛盾后期将随着海外疫情的控制而得以缓解

铜矿方面，由于我国约 75% 的铜矿依赖进口，自海外疫情持续蔓延以来，一些重要铜矿山生产和运输也受到了不同程度的影响，近期加工费 TC 现货持续走低正反映出铜矿供应

的偏紧预期。铜精矿供应问题传导至国内仍需一段时间，因为主要进口来源国如智利、秘鲁等运输到国内时间大约 45 天。预计 5 月铜精矿供应会对国内铜原料供应产生实际干扰。

废铜方面，2019 以来我国进口废铜来源国逐渐转变为东亚及东南亚国家和地区，马来西亚已经成为中国废铜进口的最大来源国，1-2 月马来西亚占废铜进口量约 28.6%，受疫情影响，马来西亚延长行动管指令至 4 月 28 日。另外，英国、意大利、韩国、日本、美国、德国等中国海外废铜主要来源国也针对疫情采取了一系列的措施。对短期废铜的进口形成阻碍，从而更有利于国内精铜的替代消费。但从今年已获批的六批废铜批文共计 52.98 万实物吨，按 80%的平均品位，折合为 42.38 万金属吨。对比 2019 年 1-4 月废铜进口金属吨为 42.56 万吨，今年前 6 批批文基本可覆盖去年同期的进口量，在源头上已可满足市场的需求。

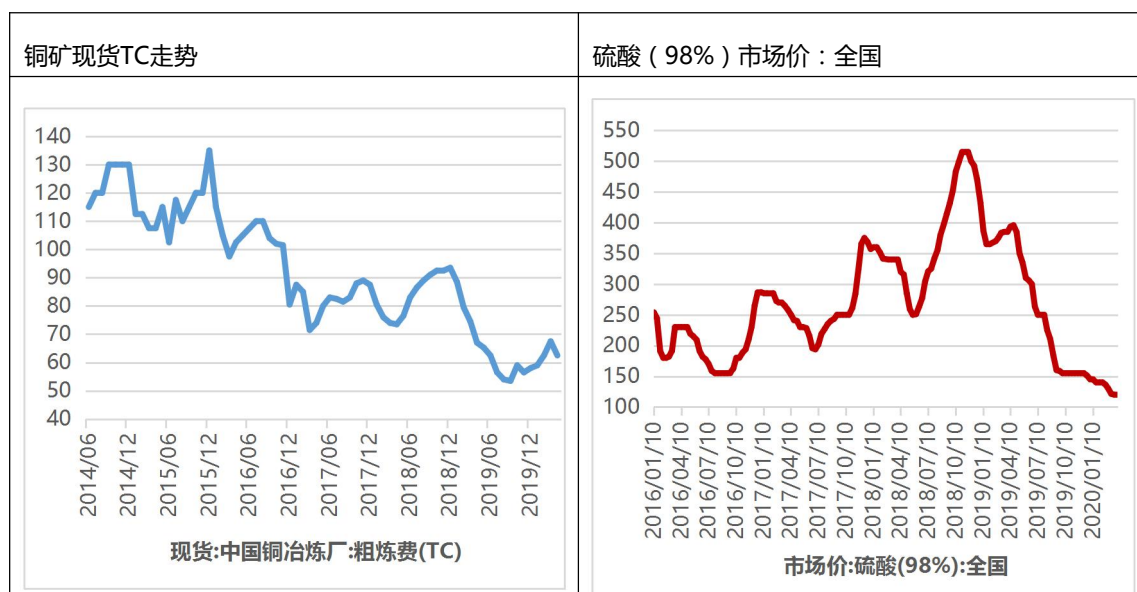
但预计当疫情的高峰逐渐过去，生产和生活逐步走上正轨，供给端恢复的速度也将会大于消费端，铜矿和废铜进口的恢复将会对国内供应形成补充。



影响供应端的主要国家的疫情情况（截至 4 月 23 日）				
国家	累计确诊	现有确诊	累计死亡	国家防控措施
智利	11812	5840	168	3 月 18 日宣布进入为期 90 天的国家灾难紧急状态。主要矿山的生产和运输有受到不同程度影响。
秘鲁	20914	12920	572	将全国紧急状态隔离期继续延长两周至 4 月 26 日。主要矿山的生产和运输有受到不同程度影响。
马来西亚	5603	1966	95	马来西亚 3 月 18 日起在全国范围施行“行动管制令”，并且两次延长至 4 月 28 日，管制期内废铜的拆解和进出口均受到限制

限制类废铜进口批文量			
2019		2020	
第九批	24.04	第一批	27.09
第十批	12.45	第二批	2.66
第十一批	8.77	第三批	0.462
第十二批	3.17	第四批	0.352
第十三批	5.74	第五批	22.202
第十四批	1.11	第六批	0.215
第十五批	0.79		
合计	56.07		52.98

炼厂利润不佳或致产能利用率下降



冶炼厂的利润主要来自两个部分，加工费和副产品硫酸。首先，铜粗炼费TC显著下滑，由2019年初90美元/干吨附近下降至60美元/干吨下方，跌幅达到39%，而签订的2020年的长单TC为62美元，较2019年80.8美元下降23.27%。其次是硫酸，由于近两年产能扩张及需求疲弱，硫酸价格自2019年以来跌跌不休，根据万得数据，2019年初全国硫酸（98%）市场价在500元附近/吨，到目前只有130元/吨，其价格变动对利润的边际影响很大。以1吨铜平均生产3.7吨硫酸计算，按硫酸跌价370元计算，以美元计损失=3.7*370/7，约195.6美元，铜精矿平均品位取25%，即吨矿以美元计损失=195.6*0.25，约48.9美元。受加工费及副产品硫酸价格共同大幅下跌的影响，冶炼厂利润被明显压缩，这也可能引发企业资金流转困难，尤其是中小民企。

中长期而言，中国冶炼产能扩张周期尚未结束，但产能扩张的副作用已经开始反噬供给增长，冶炼企业低利润、资金问题及硫酸胀库等将抑制新增产能的释放，我们现在看到的待建产能，未来不能按期投放的可能性较高。2020年3月11日，工信部表示，2020年冶炼过剩风险加剧，消费亟待拓展，国际贸易环境复杂多变，转型升级任务艰巨，全行业将按照中央经济工作会议要求，持续深化供给侧结构性改革，开展铜冶炼行业规范管理，加强行业自

律，严控铜冶炼产能无序扩张。

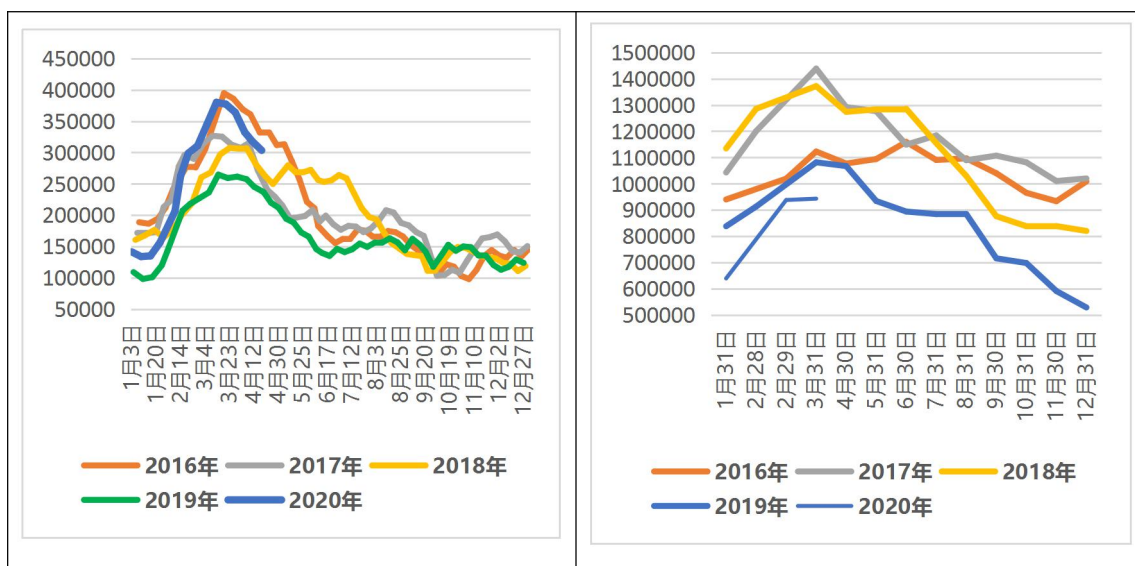
国内2020-2021年新增冶炼产能计划

企业名称	新增粗炼产能（万吨）	新增精炼产能（万吨）	投产时间
兰州自立	0	10	2020年6月
新疆五鑫	10	10	2020年下半年
铜陵有色（奥炉）	0	15	2020年下半年
赤峰金剑	20	10	2020年8月
包头华鼎	10	0	2020年Q4
烟台国润	18	18	2021
大冶有色	40	40	2021
合计	98	103	

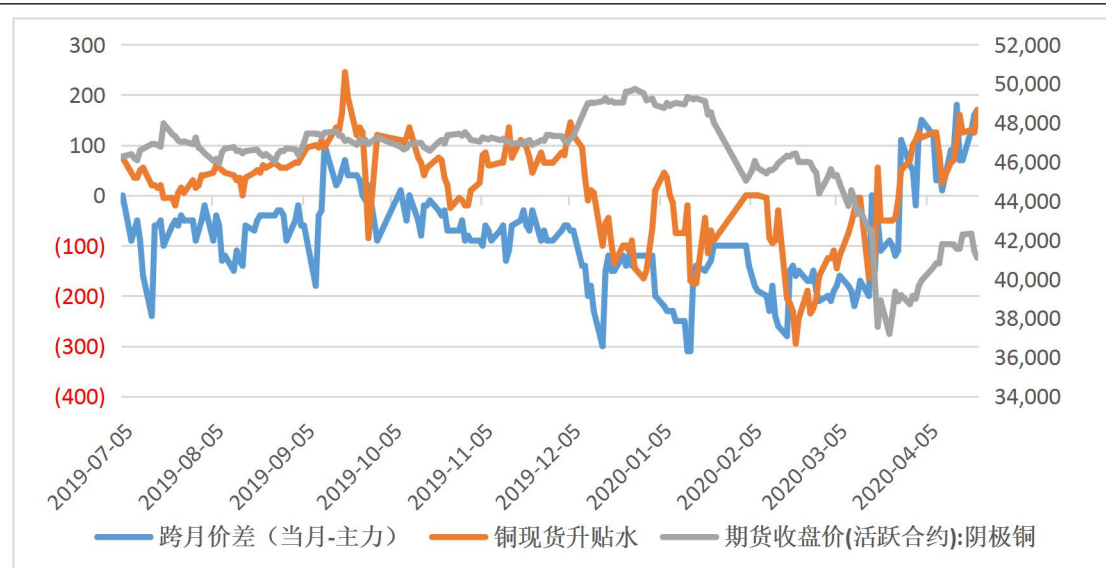
短期需求端的复苏节奏快于供应端

一季度受疫情影响，国内外需求几乎停滞，基本面和宏观面的强烈共振引发3月底铜价的超跌，随着国内疫情被有效控制及政策扶持，下游企业复工复产节奏加快，带动铜下游初级加工端的消费，电线电缆、铜杆、铜管、铜板带箔开工率迅速反弹，国内铜需求占据全球半壁江山。反观供应端，由于我国进口铜依赖程度很高，尤其是铜矿原料、废铜等依赖程度分别达到近75%、50%。3月后疫情在海外加速蔓延，各国纷纷采取紧急措施，使得一些大型铜矿山的生产及运输等都受到不同程度的影响，进而引发国内铜矿及废铜等的阶段性紧缺。从国内库存超预期见顶回落，现货维持高升水可得以印证。

上海期货交易所库存季节性走势	三大交易所+上海保税区库存季节性走势
----------------	--------------------



SHFE 铜价&升贴水



投资建议

2020 年一季度内外铜价均经历了大幅跳水，由于基本面和宏观面的强烈共振，引发了铜价一定程度的超跌，LME 铜价低点 4371 美元/吨，触及全球铜矿现金成本 75 分位线，如果价格在此位置持续，将意味着全球 25%的矿山面临亏损生产，加之冶炼厂利润亦不佳，

在成本端助推铜价反弹。如果后期没有超预期的系统性风险出现，铜价较难再回到前期低点。

就短期而言，需求端的复苏节奏要快于供应端，铜价大概率维持震荡向上态势。但疫情对全球整体经济的破坏程度可能会持续比较长的时间，近期原油期价的表现就是一个比较好的印证。所以待供应端的干扰逐步解除后，铜市阶段性供需矛盾将得以缓解，铜价反弹高度也将受到限制。预计二季度沪铜主力主波动区间 38000-48000 元/吨。

研究所

公司研究所具有一批资深优秀的产业服务、策略实战经验的分析师，具有齐全的期货投询、金属能化农林产业研究、宏观研究、衍生品及专一品种等一体化研究职能。

研究致力于为客户提供中国资本市场前瞻性、可操作性的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索，为辖区乃至全国的实体经营和机构运作保驾护航。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇产业链的研究；我们看重数量分析法；我们提倡研究的独立性，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒，保持市场观点的一致顺延。

我们将积极依托股东单位一越秀金控在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“宏观、产业和行情策略分析”为主要核心，大力推进研究市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融行业的资深研究所。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139824

地址：广东省广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼第1007-1012房 邮编：510623

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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。