



2020.04.29

本轮有色商业收储解读—以铜为例

近期报告:



季先飞

021-33038637

Jixianfei015111@gtjas.com

投资咨询资格

Z0012691

重要提示：报告表述内容不构成投资建议。

【报告要点】

云南省支持重点企业开展有色金属产品商业收储，对收储铜的企业给予 60% 的贴息补助。甘肃省紧随其后，计划对铜等有色金属产品启动商业收储。

本轮各省商业收储政策陆续出台，其目的是为企业生产托底，缓解企业生产经营压力，防止再次出现需求下滑导致库存累积和现货贴水扩大侵蚀企业利润情况。同时，政府安排专项资金对企业收储给予银行贷款部分贴息，能够降低冶炼企业的融资成本，减缓企业资金压力。

当前现货高升水以及期限 back 结构等使得冶炼企业进行商业收储的条件均不具备，推断本轮商业收储是择时选择策略，只有在现货贴水足够大或者沪铜期限 contango 结构足够大的情况，冶炼才有可能主动执行商业收储政策。在具体执行时，政府对收储铜的企业给予贴息补助，降低企业的融资成本，企业跨期的成本低于理论值。

本轮商业收储政策能够为价格托底，限制价格的回落幅度。消费下滑导致需求曲线也向左移，在生产不变的情况下，通过收储方式能够固定一部分库存，相当于变相地将供给曲线向左移动，进而限制价格回落幅度。

云南省支持重点企业开展有色金属产品商业收储，其原则是“企业收储、银行贷款、财政补贴、市场运作、自负盈亏”，对全省铜、铝、铅、锌、锡、锑、铟等重点有色金属产品进行商业收储，收储总量约为 80 万吨，收储时间为一年。收储所需资金由企业以产品质押方式向银行贷款。省级财政安排 10 亿元专项资金，对企业收储给予银行贷款部分贴息。其中，对收储锡、锑、铟的企业给予 80% 的贴息补助；对收储铜、电解铝、铅、锌的企业给予 60% 的贴息补助。

甘肃省紧随其后，计划收储 43.6 万吨有色金属产品，包括铜 8 万吨、铝 30 万吨、锌 4 万吨、镍 1.5 万吨、钴 1000 吨，其基本原则是“政府调控、企业储备、银行贷款、财政扶持、市场运作”。储备有色金属期限暂定为 7 个月（从 2020 年 5 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日止）。储备期满后，根据市场行情，确定是否终止或延续储备期。储备有色金属所需资金由承储企业以产品质押等方式向银行贷款解决。收储期间发生的利息、仓储费由省级财政预算安排资金给予补贴。

我们以铜为例，解读本次商业收储目的、执行原则和对价格的影响。

1. 什么是商业收储？¹

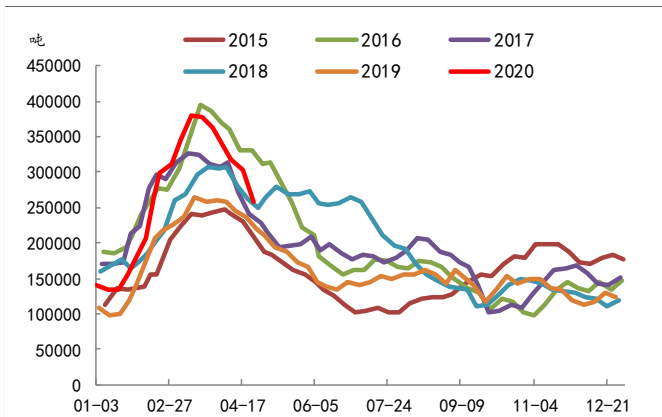
收储机制一般是指国家或集体在物价下跌时收购大宗商品并储存起来，在物价上涨时抛出，用以调控市场，平衡和稳定市场价格的一种市场机制。通常说的收储都是指的国家收储。作为一种战略物资的储备，会选择价位比较低的区间进行，操作上也不是非常明显。2002 年、2014 年和 2016 年铜的收储均为国家物资储备局启动的收储计划，但市场上看不到明确的操作迹象。

商业收储是指由国家提供低息资金，鼓励企业自行收购。当行情上涨，产生利润时，企业可以选择卖出，一部分利润分配给国家；当价格下跌的时候，企业可以利用国家提供的低息资金保障所收物资的资金安全，并可以择机分批补货（一般国家或者企业收储的时机都是在价格下跌较为严重的时候，中长期回到正常价格的概率较大）。商业收储更多是靠行业内龙头企业发挥自我调节的作用，收储物资的同时调整自身的生产节奏，以此来达到提振价格的作用，以维持企业正常经营。

2. 商业收储的目的：政策托底，缓解企业生产经营压力

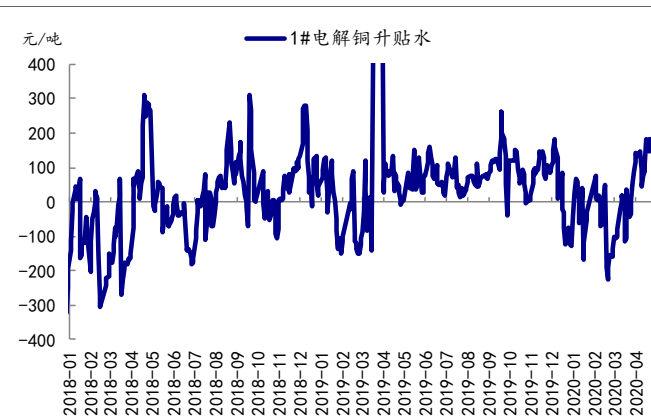
中国有色金属工业协会在 2 月 27 日召开的信息发布会，已经建议启动对部分有色金属产品收储。启动收储可有效缓解有色金属生产企业库存的持续增加和价格下跌导致的企业经营困难，并为下游需求有色金属的产业复工复产后提供金属供应的储备。本轮各省商业收储政策陆续出台，其目的是为企业生产托底，缓解企业生产经营压力，防止再次出现需求下滑导致库存累积和现货贴水扩大侵蚀企业利润情况。同时，政府安排专项资金对企业收储给予银行贷款部分贴息（对收储铜的企业给予 60% 的贴息补助），能够降低冶炼企业的融资成本，减缓企业资金压力。

图表 1：2 月下旬国内铜库存创 2016 年以来新高



资料来源：wind、国泰君安期货产业服务研究所

图表 2：2 月下旬国内铜现货贴水最高达到 225 元/吨



资料来源：wind、国泰君安期货产业服务研究所

¹ 基于百度百科信息进行整理。

3. 商业收储的执行：择机选择策略

本轮云南商业收储是择时选择策略,在1年内均可选择机会自行决策,但当前商业收储执行的概率较低。根据本轮商业收储原则“市场运作、自负盈亏”,企业只有在最有利的情况下才会自愿执行商业收储,而当前这些情况均不具备:

(1) 进口铜精矿长单加工费已在年初签订,冶炼利润基本固定。大型冶炼企业进口铜精矿基本保值,铜精矿以加工费(TC/RC)定价,企业利润全部依赖于加工费的高低,加工费中扣除冶炼成本是冶炼利润。由于冶炼企业加工费和冶炼成本基本固定,冶炼企业利润也基本固定(扰动来源于伴生品价格的变动)。如果商业收储导致铜价过度上涨,企业购买原料资金成本上升,反而会侵蚀企业利润。

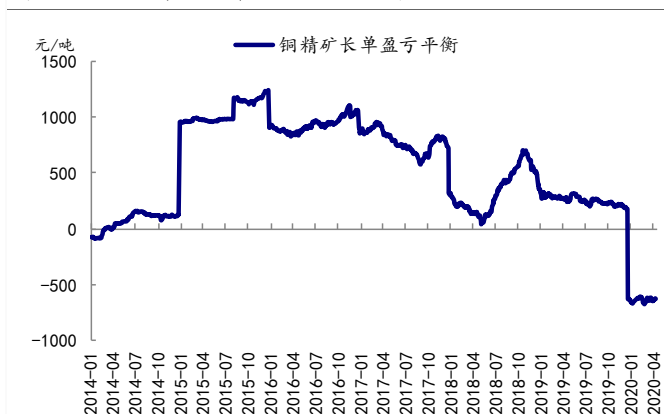
(2) 铜销售以现货升贴水定价,简单情形下,如果现货升水,冶炼企业现货销售优势大于交割优势。当前铜库存已经开始回落,现货升水高达190元/吨,冶炼企业当前更愿意将电解铜在现货市场销售。

(3) 铜期限为back结构,远期交割有亏损。根据商业收储的实施方式,“储备有色金属所需资金由承储企业以产品质押等方式向银行贷款解决”。向银行质押的电解铜在所有权上属于银行,银行一般以80%的质押比例提供贷款。为防止价格暴跌而出现违约的风险,银行要求在期货市场对质押的电解铜进行套期保值。但当前铜期限为back结构,如果企业对远期进行套期保值,将损失近远期的价差。

总的来看,当前冶炼企业进行商业收储的条件均不具备,我们推断本轮商业收储是择时选择策略,只有在现货贴水足够大或者沪铜期限contango结构足够大的情况,冶炼才有可能主动执行商业收储政策。根据商业收储政策,企业跨期的成本低于理论值。云南省对收储铜的企业给予60%的贴息补助,也就是说企业的融资成本下降60%,以3.5%的融资率进行测算,跨期成本下降78.6元/吨,也就是说现货贴水超过64.2元/吨即存在主动进行商业收储的可能,远低于理论贴水149.1元/吨。

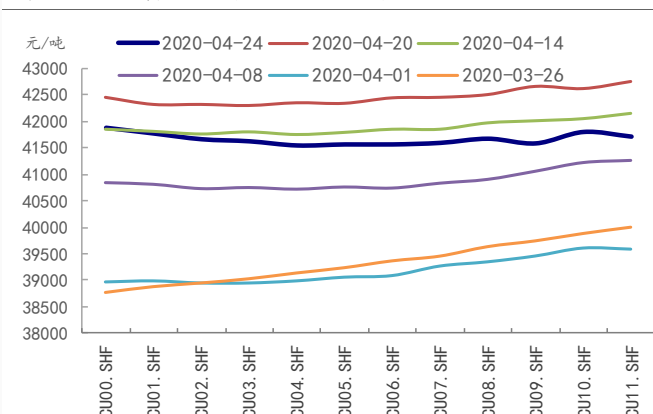
但是,我们对商业收储的量持有保守的态度,主要基于两方面的原因:第一,在当前市场经济下,冶炼企业之间竞争非常激烈,各家冶炼厂都不愿失去自己的市场份额,如何协调各地区和各家冶炼厂的配额和执行难度较大。第二,资金使用问题受到监管。企业可以自由支配销售铜的回款,但商业收储中将铜质押给银行,其获得融资的使用受到银行监督。

图表3: 铜精矿长单冶炼利润基本固定



资料来源: wind、国泰君安期货产业服务研究所

图表4: 铜期限结构为back结构



资料来源: wind、国泰君安期货产业服务研究所

图表 5：沪铜远月期货交割成本分析

对冲期货合约		对冲数量	1	建仓采购价差	-60
每吨资金占用	46799.0	资金占用总额	46799.0	每吨资金回报	-0.45%
各种日期		备注		各种价格	
今日日期	2020/4/28	系统自动生成		CU2005建仓价格	42550
CU2005	2020-05-22	对应合约月份的第15日		CU2006建仓价格	42490
CU2006	2020-06-22	当日采购		CU2006结算价-CU2005采购价	-60
远月进交割仓库日期	2020/6/2	提前20天入期交所交割库		近月合约价格	
CU2006-仓单日期	2020/6/7	仓单需要提前15天注册		远月平仓价格	
CU2006-发票日期	2020/7/7	发票一般延后15天交付		现货销售价格	
费用序号	费用类别	备注		费用基数	费用预计
1	CU2005-交割前资金成本	期货保证金比例10%，总体100%持仓		10.00%	10.2
2	交割手续费	2元/吨		2	4.0
3	买卖交易手续费	2元/吨		2	2.0
4	CU2005-交割后现货资金成本	按80%质押率算		3.50%	130.6
5	CU2005-交割后远月资金成本	期货保证金比例10%，总体100%持仓		10.00%	
6	仓储费	0.3元/吨·天		0.3	9.3
7	结算建仓差缴税（增值税13%）	结算建仓差/1.13×0.13		-60	(6.9)
8	附加税等				0.0
结算1	成本	各项费用总和		——	149.1
利润	利润			——	(209.1)
利润率	利润率			——	-0.45%

资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

4. 商业收储对价格影响：执行商业收储将为价格托底

根据商业收储执行原则，我们认为本轮商业收储政策能够为价格托底。消费下滑导致现货升贴水下行，需求曲线也向左移动，在生产不变的情况下，通过收储方式能够固定一部分库存，相当于变相地将供给曲线向左移动，进而限制价格回落幅度。但是这部分库存在消费转好或者收储到期时还是要释放出来的，对未来价格上行有一定的限制。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本研报发布的观点和信息仅供风险承受能力合适的投资者参考。若您并非风险承受能力合适的投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或者服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

广东分公司天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房
电话: 020-38628010 传真: 020-38628583**机构金融部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038803 传真: 021-33038720**上海期货大厦营业部**

上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室

电话: 021-68401886 传真: 021-68402738

国际业务部上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038895 传真: 021-33038683**深圳营业部**

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室

电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2703

电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

宁波营业部宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>
电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513**天津营业部**天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层
电话: 022-23304956 传真: 022-23300863**郑州营业部**郑州市郑东新区商务外环路 30 号 1105 房间
电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168**青岛营业部**

青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室

电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630

北京三元桥营业部北京曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907**济南营业部**济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室
电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210177**厦门分公司**

厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-1509 单元

电话: 0592-5886138

北京分公司北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元
电话: 010-58795771 传真: 010-58795787**产业发展部**上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038719**上海国宾路营业部**

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室

电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

上海中山北路营业部上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元
电话: 021-32522836 传真: 021-32522823**长春营业部**

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室

电话: 0431-81907955 传真: 0431-85916622

杭州营业部

杭州江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室

电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

南京营业部南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室
电话: 025-87780990 传真: 025-87780991**武汉营业部**武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室
电话: 027-82886695 传真: 027-82888027**西安营业部**西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室
电话: 029-88220218 传真: 029-63091956**石家庄营业部**

石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室

电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

长沙营业部长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室
电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453**上海延安东路营业部**上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282**上海银城路营业部**

中国(上海)自由贸易试验区银城路 88 号 27 楼(实际楼层 24 楼) 06 单元

电话: 021-58590368

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>

