

## 下游逐渐复工，但需求何时全面恢复仍需观察

### 主要观点

- 行情回顾** 春节假日期间，受新冠肺炎疫情影响，全球恐慌情绪蔓延，风险资产均有下行，伦铜跌幅近8%。国内节后开盘首日，沪铜跌6.48%至45040元/吨，修复内外差价。市场情绪释放之后，盘面开始低位反弹。而现货市场上，大多数企业未恢复开工，成交冷淡，铜库存积累施压铜价。
- 海外市场** 进入2020年，1月份欧美经济预期较12月有所放缓，拖累铜价走势转弱。2月份又因疫情爆发，导致铜价降至接近2017年低位。从经济方面看，去年12月份，美国建筑业营建支出和销售下降，降息对房地产市场带动放缓。制造业订单因国防和飞机投资增加环比有超预期表现，若扣除这些因素，私人投资订单出现下滑，且美国私人投资四季度萎缩1.9%，制造业仍未反弹。美国1月数据有所好转，1月非农就业人数增加22.5万人，远超市场预期。但失业率上升至3.6%，尽管就业参与率升至63.4%。此外，每小时薪资月率下滑至0.2%，低于预期，但年率升至3.1%，好于市场预期的3%，劳动力数据好坏参半，但整体维持韧性，对个人消费有支撑。12月欧元区工业产出、零售销售及四季度GDP表现不佳。但欧元区失业率下降0.1个百分点至7.4%，且德国1月失业率也意外下降，就业市场具有弹性。欧元区各国1月CPI延续上升，且ZEW经济景气指数环比上涨，经济有企稳迹象。1月全球摩根大通制造业PMI 50.4，较上月增0.3个百分点，欧美日等主要国家制造业PMI也环比上升，若贸易争端进一步缓和，经济有回暖预期。但短期内海外经济缺乏上行动力，虽对铜价有一定支撑，但却难拉动盘面进一步上涨。
- 国内市场** 国内现货市场，当前影响较大的因素是在疫情管控期间运输和下游开工延后。铜冶炼厂生产受影响较小，副产品硫酸发运困难造成库存压力。目前下游普遍反映10号复工，但由于工人出行仍被限制，短期内或不能恢复正常生产，市场需求何时能全面恢复仍需观察。而在此期间，冶炼厂或受制于铜和硫酸库存，存在减产的风险。
- 后市展望** 目前国内因疫情各种管制，需求推后。海外市场经济预期较上月提升，但贸易争端仍有较大影响，若中美之间乐观趋势延续，铜价或受提振。国内疫情何时缓解仍未确定，持续施压铜价，但经济未有失速风险，预计疫情过后，下游会有修复性回暖。短期内铜价或受避险情绪影响低位运行，若进一步下行，预计空间有限，可低位布局多单。

报告日期 2020-02-10

### 研究所

王琼玮

金属分析师

从业资格号：F3048777

电话：010-84183054

邮件：wangqiongwei@guodu.cc

### 主力合约行情走势



## 目 录

一、行情回顾 .....	4
二、基本面分析 .....	5
(一) 海外市场 .....	5
(二) 国内市场 .....	6
三、后市展望 .....	9

## 插图

图 1 LME 铜和沪铜走势 .....	4
图 2 沪铜主力合约成交量及持仓量 (手) .....	4
图 3 LME 投资基金多空持仓数量 (手) .....	4
图 4 COMEX 非商业多空持仓数量 (张) .....	4
图 5 LME 铜升贴水(0-3) (美元/吨) .....	5
图 6 现货铜升贴水 (元/吨) .....	5
图 7 铜价与全球 PMI 走势 .....	6
图 8 发达地区制造业 PMI .....	6
图 9 新兴市场制造业 PMI .....	6
图 10 ICSG:全球精炼铜消费量:当月值 (千吨) .....	6
图 9 WBMS:供需平衡:铜:累计值 (万吨) .....	6
图 10 期价与全球显性库存 .....	6
图 11 CPI 和 PPI .....	8
图 12 工业增加值和出口交货值增速 (%) .....	8
图 13 PMI .....	8
图 14 电网投资累计同比 (%) .....	8
图 15 汽车产量与利润同比 (%) .....	8
图 16 家电产量同比 (%) .....	8
图 17 基建、房地产、制造业投资同比 (%) .....	9
图 18 铜矿石进口数量累计同比 (%) .....	9
图 19 精炼铜累计产量及增速 .....	9
图 20 铜矿石进口数量累计同比 (%) .....	9

## 一、行情回顾

春节假日期间，受新冠肺炎疫情影响，全球恐慌情绪蔓延，风险资产均有下行，伦铜跌幅近8%。国内节后开盘首日，沪铜跌6.48%至45040元/吨，修复内外差价。市场情绪释放之后，盘面开始低位反弹。而现货市场上，大多数企业未恢复开工，成交冷淡，铜库存积累施压铜价。上周结束时，沪铜主力合约收于45,690.00元/吨，周涨跌幅-5.05%，持仓量298,950手，持仓量变化-1,945手。伦铜LME3报收5,655.00元/吨，涨跌幅1.20%。LME铜投资基金多头周持仓22,353.90手，持仓量变化-5,728.85手；空头周持仓26,678.00手，持仓量变化1,963.71手。COMEX连续铜报收2.5600美元/磅，涨跌幅1.75%。COMEX铜非商业多头持仓69,638张，持仓量变化-23,072张；非商业空头持仓103,957张，持仓量变化8,107张。

### 图 1 LME 铜和沪铜走势



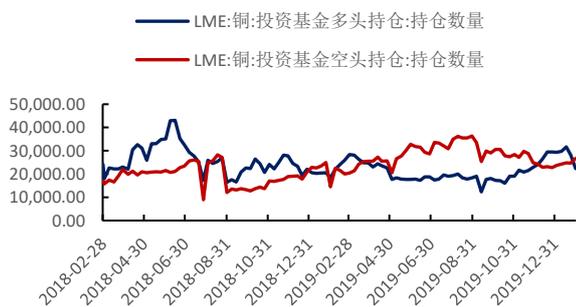
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图 2 沪铜主力合约成交量及持仓量（手）



数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图 3 LME 投资基金多空持仓数量（手）

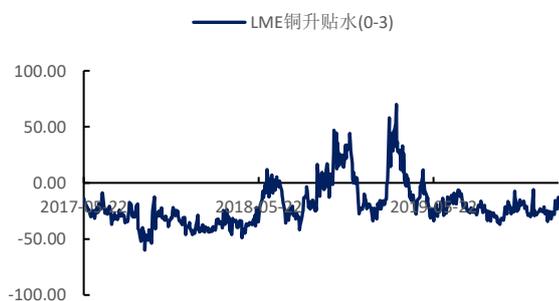


数据来源：Wind、国都期货研究所

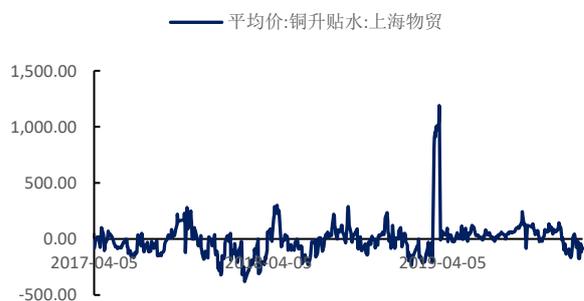
### 图 4 COMEX 非商业多空持仓数量（张）



数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 5 LME 铜升贴水(0-3) (美元/吨)**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 6 现货铜升贴水 (元/吨)**


数据来源: Wind、国都期货研究所

## 二、基本面分析

### (一) 海外市场

据ICSG统计, 2019年前10月全球精炼铜累计消费2031.8万吨, 累计同比1.43%。10月当月铜消费210.5万吨, 同比2.13%。

进入2020年, 1月份欧美经济预期较12月有所放缓, 拖累铜价走势转弱。2月份又因疫情爆发, 导致铜价降至接近2017年低位。从经济方面看, 去年12月份, 美国建筑业营建支出和销售下降, 降息对房地产市场带动放缓。制造业订单因国防和飞机投资增加环比有超预期表现, 若扣除这些因素, 私人投资订单出现下滑, 且美国私人投资四季度萎缩1.9%, 制造业仍未反弹。美国1月数据有所好转, 1月非农就业人数增加22.5万人, 远超市市场预期。但失业率上升至3.6%, 尽管就业参与率升至63.4%。此外, 每小时薪资月率下滑至0.2%, 低于预期, 但年率升至3.1%, 好于市场预期的3%, 劳动力数据好坏参半, 但整体维持韧性, 对个人消费有支撑。12月欧元区工业产出、零售销售及四季度GDP表现不佳。但欧元区失业率下降0.1个百分点至7.4%, 且德国1月失业率也意外下降, 就业市场具有弹性。欧元区各国1月CPI延续上升, 且ZEW经济景气指数环比上涨, 经济有企稳迹象。1月全球摩根大通制造业PMI50.4, 较上月增0.3个百分点, 欧美日等主要国家制造业PMI也环比上升, 若贸易争端进一步缓和, 经济有回暖预期。但短期内海外经济缺乏上行动力, 虽对铜价有一定支撑, 但却难拉动盘面进一步上涨。

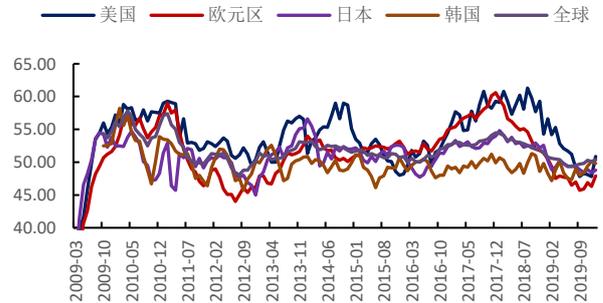
WBMS全球精炼铜供需数据显示, 2019年11月铜供需紧缺26.90万吨, 紧缺缺口较上月扩大。

图 7 铜价与全球 PMI 走势



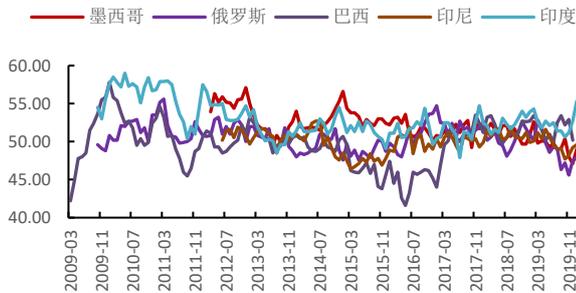
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 8 发达地区制造业 PMI



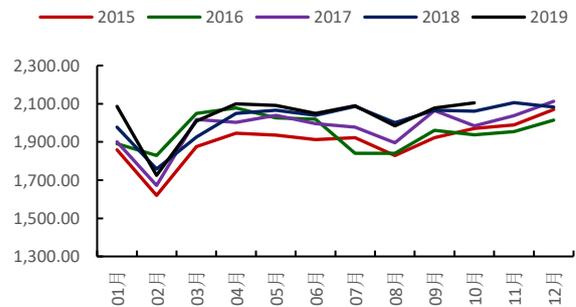
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 9 新兴市场制造业 PMI



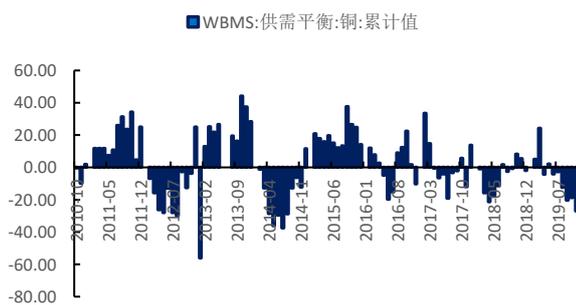
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10 ICSG:全球精炼铜消费量:当月值(千吨)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 9 WBMS:供需平衡:铜:累计值(万吨)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10 期价与全球显性库存



数据来源: Wind、国都期货研究所

## (二) 国内市场

12月国内进口同比17.7%, 远超预期8.6%; 出口同比9%, 超预期2.9%; 12月工业增加值同比6.9%, 较上月增0.7个百分点; 12月固定资产投资累计同比5.4%, 较上月增0.2个百分点, 投资、生产和贸易均有回暖。中国

12月社融规模2.1万亿，因统计口径有所调整，高于前值，整体保持平稳。12月M2同比8.7%，好于预期和前值，货币环境依然宽松。1月官方制造业PMI50，主要源于春节因素，较上月降0.2个百分点。

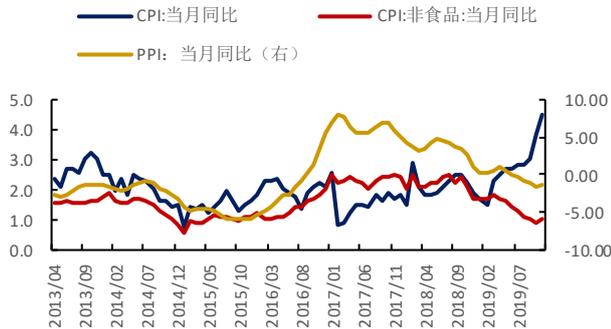
假日期间，因新冠肺炎疫情大规模爆发，国内发布多项政策维稳经济。节后开市首个交易日，央行开展1.2万亿元巨量逆回购操作，且逆回购利率下降。4日，又进一步操作逆回购投放资金5000亿元，充分显示了央行稳定市场预期的决心。银保监会提出适当提高小微企业不良贷款容忍度，各地省份也出台相应政策保护当地中小企业。一系列应对措施缓解了市场恐慌情绪，铜价也低位反弹。

铜的具体下游分别来看，12月电网投资累计4856亿元，同比增长-9.6%，跌幅较上月扩大0.8个百分点；电源投资累计3139亿元，同比增长12.6%，涨幅较上月增3.4个百分点。近期国家电网发布《关于进一步严格控制电网投资的通知》意在控制电网投资，今年电网对铜需求下滑。12月汽车产量270.5万辆，累计同比-8%，较前值降幅收窄1.6个百分点。汽车销售当月同比1.8%，连续五个月下降后首次转正。1月汽车经销商库存预警指数为62.7%，环比上升6.3个百分点。但1月本市车市消费淡季，预计对今年汽车整体销售影响有限。家电领域，1-12月空调累计产量21866.20万台，增速首次回升，12月累计同比增速6.5%。电冰箱1-12月累计产量7904.3万台，同比增长8.10%，增速环比增加4.1个百分点；洗衣机1-12月累计产量7433万台，累计同比增速9.8%。12月房地产数据下滑符合预期，投资完成额累计同比为9.9%，增速降0.3个百分点。商品房销售面积累计同比-0.1%，再次转负。但竣工面积同比由负转正至2.6%，竣工持续好转利好铜消费。12月基础设施建设投资完成额累计同比为3.33%，较前值小幅下滑。下游中仅汽车和家电有增长预期，电网投资和房地产支撑减弱。

2019年12月，我国进口铜矿砂及其精矿192.8万吨，进口额201亿元；2019年全年累计进口2199万吨，进口额2337.2亿元，累计进口数量同比上升11.6%，累计进口金额同比上升11.1%。中国12月份精炼铜产量93万吨，同比增长10.8%，1-12月产量978.4万吨，同比增长10.2%。12月精炼铜进口36.2万吨，同比增长12.66%；未锻造铜及铜材进口53万吨，同比增长23.3%，下游预期较好。

国内现货市场，当前影响较大的因素是在疫情管控期间运输和下游开工延后。铜冶炼厂生产受影响较小，副产品硫酸发运困难造成库存压力。目前下游普遍反映10号复工，但由于工人出行仍被限制，短期内或不能恢复正常生产，市场需求何时能全面恢复仍需观察。而在此期间，冶炼厂或受制于铜和硫酸库存，存在减产的风险。

图 11 CPI 和 PPI



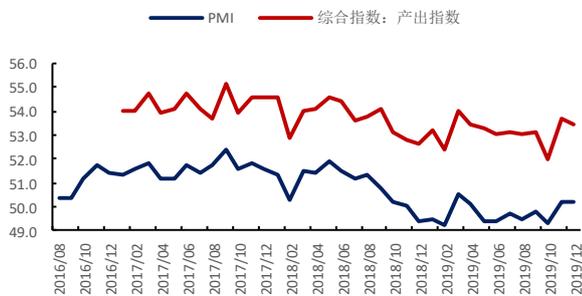
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 工业增加值和出口交货值增速 (%)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 PMI



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 电网投资累计同比 (%)



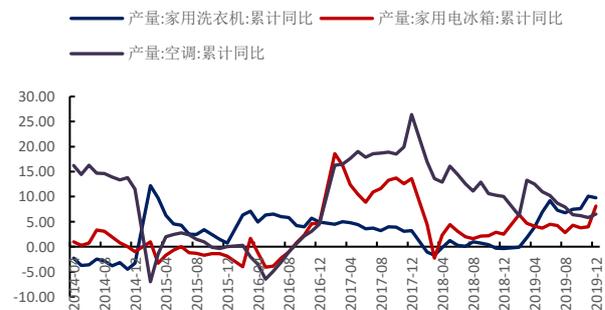
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15 汽车产量与利润同比 (%)

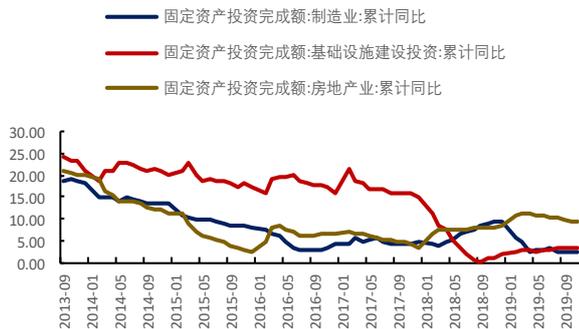


数据来源: Wind、国都期货研究所

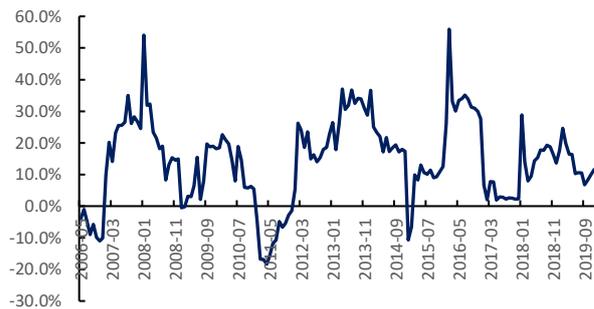
图 16 家电产量同比 (%)



数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 17 基建、房地产、制造业投资同比 (%)**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 18 铜矿石进口数量累计同比 (%)**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 19 精炼铜累计产量及增速**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 20 中国铜冶炼厂粗炼费 (美元/干吨)**


数据来源: Wind、国都期货研究所

### 三、后市展望

目前国内因疫情期间各种管制,需求推后。海外市场经济预期较上月提升,但贸易争端仍有较大影响,若中美之间乐观趋势延续,铜价或受提振。国内疫情何时缓解仍未确定,持续施压铜价,但经济未有失速风险,预计疫情过后,下游会有修复性回暖。短期内铜价或受避险情绪影响低位运行,若进一步下行,预计空间有限,可低位布局多单。

### 分析师简介

王琼玮，EDHEC 金融学硕士，国都期货研究所黑色金属分析师。

### 国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自海内外一流名校，具有丰富的衍生品研究、投资经验。坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，以基本面研究为基础，结合宏观趋势和产业研究，国都期货力求为客户提供全方位的专业投研服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

### 免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，欢迎致信国都信箱(yffwb@guodu.cc)告诉我们您对本报告的想法。

本报告所有信息均建立在可靠的资料来源基础上，但国都期货有限公司不担保其准确性或完整性。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，国都期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，国都期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。

我们力求为您提供精确的数据、客观的分析和全面的观点，但我们必须声明，本报告仅反映编写人的判断及分析，本报告所载的观点并不代表国都期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

本报告并不提供量身定制的投资建议，报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-84183058。