

金融工程组

电话：0571-85106702
邮编：310000
地址：杭州市下城区万寿亭 13 号
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

相关报告

四季度有色与原油市场展望——
全球疫情红色警报仍未解除 大宗
商品价格难言乐观

2020-9-30

11 月有色与原油市场展望—— 全球疫情卷土重来 铜与原油将承压下行

观点摘要：

宏观经济：

整体来看，当前全球经济前景仍面临巨大的不确定性，既有上行风险，也有下行风险。面对疫情卷土重来，一些国家再度实施了局部封锁措施。如果这种形势恶化，疗法和疫苗不能取得有效进展，那么经济活动将受到严重冲击，并可能通过金融市场的剧烈动荡而加剧。贸易和投资限制措施增加，地缘政治不确定性上升，这些因素都将损害经济复苏。从上行方面看，如果能更快、更广泛地提供病毒检测、疗法、疫苗和额外的政策刺激，经济表现会显著改善。

原油：

在当前全球疫情卷土重来、今年全球经济依然处于深度衰退之中、美国总统大选与经济刺激计划仍存在较大变数的大背景下，全球原油供需错配之势仍将持续，全球原油价格短期之内虽将呈现反弹，但反弹空间有限，整体而言，在未来一个月内，全球原油价格将维持震荡回落之势。

铜：

虽然上游铜矿产出受到新冠疫情与罢工因素的影响而出现减少且国内精炼产能减产风险上升对铜价存在支撑，但市场关注的焦点将重回下游需求的复苏，此外从下游消费需求的变化来看，虽然当前铜处于传统消费旺季，但下游需求仍将延续此前的“旺季不旺”之势。整体而言，我们认为，铜价在高位震荡回落后将呈现横盘震荡整理之势。

风险点：

- 1、新冠肺炎疫情的进一步发展。
- 2、美国总统大选与全球央行货币政策对经济复苏的影响。
- 4、下游消费需求的变化。

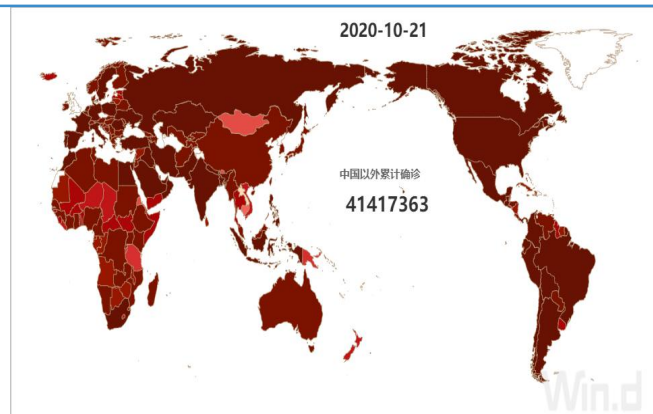
一、新冠疫情卷土重来 IMF 对今年全球经济维持悲观预期

(一) 新冠疫情卷土重来

我们在上一期四季度季报中曾经提到“截止 2020-9-12 日，全球（除中国外）累计确诊人数已达到 28914637 人”。而截止 2020-10-21 日，全球（除中国外）累计确诊人数已达到 41417363 人，仅仅过了一个多月的时间，确诊人数就已增加 12502726 人，40 天的时间里日均新增 312568 人，全球累计病例数破千万的时间从最初的 6 个月大幅缩短至当前的 31 天，这表明当前全球新一轮的新冠疫情来势凶猛，正如世卫组织总干事谭德塞 19 日在例行记者会上明确表示：“随着北半球进入冬季，我们看到新冠病例数在加速上升，特别是在欧洲和北美。”而根据世卫组织最新的统计结果，一方面，欧洲近期出现单周新增病例数量，比三月份第一个疫情高峰时要高出近三倍，日增一度突破 16 万例；另一方面，过去一段时间，全球平均每周新增约 200 万新冠肺炎确诊病例，单日新增确诊病例最高超 39 万。

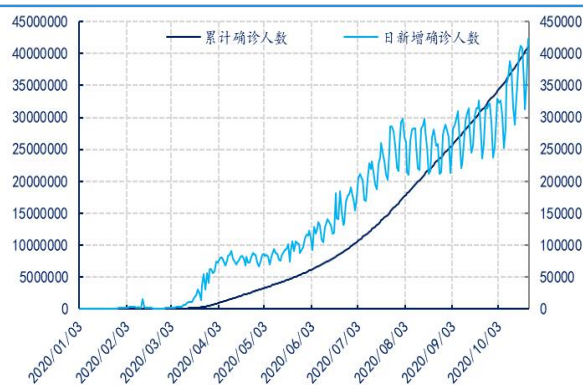
在上一期的报告中，我们曾经提到“截止 2020-9-12 日，印度与美国的确诊人数相差有近 200 万”。而截止到 2020-10-21，印度与美国的确诊人数差已由此前的近 200 万人缩小到接近 90 万人，与我们此前的预判方向相一致，即按当前印度新增确诊人数的速度来看，印度将在今年四季度末超过美国成为全球新冠确诊人数第一的国家。

图 1： 全球疫情（确诊人数）地图



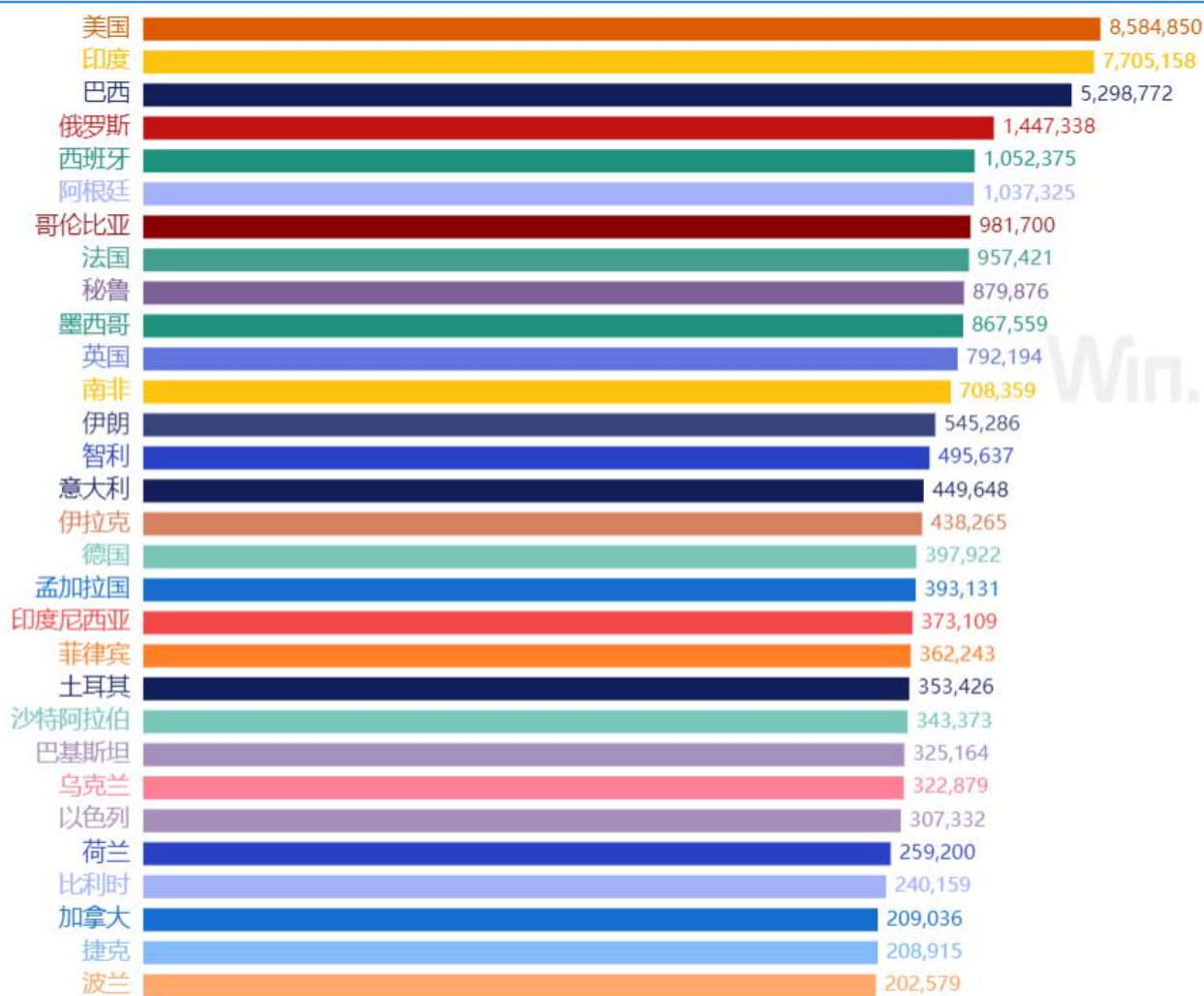
数据来源：Wind 新世纪期货

图 2： 全球累计确诊人数与新增确诊人数曲线变化图



数据来源：Wind 新世纪期货

图 3：全球各国新冠确诊病例人数对比



数据来源：Wind 新世纪期货

（二）IMF 预计今年全球经济仍处于深度衰退

新冠疫情继续扩散，死亡人数迄今已超百万。在应对新冠疫情这场全人类空前的公共危机中，虽然各国政府在阻断疫情传播的方式与方法上存在较大的差异，但都不约而同的采用了历史新高的货币和财政政策力度托底经济与金融市场。

货币政策方面，美联储继 2008 年金融危机后再度推出“零利率+无限量 QE”的组合。中国央行四次逆回购累计投放 2.7 万亿元，MLF 和 1 年期 LPR 降 10bp、5 年期 LPR 降 5bp，央行定向降准释放 5500 亿元资金。此外，欧央行、日本央行、英国央行皆采取行动放宽货币政策，加拿大、新西兰、澳大利亚等央行也首次推出 QE。全球主要经济体央行资产负债表从 2020 年 3 月起大幅增长，向市场注入巨额流动性。

财政政策方面，美国推出了史上规模最大共计 2.9 万亿美元的财政刺激计划以应对疫情冲击。中国提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元，其中专项债 2900 亿元，并给

与企业减税与抗疫专项贷款提供财政贴息。欧盟通过总值 7500 亿欧元的超强财政刺激计划。此外，日本、英国、加拿大等也推出了财政刺激以应对疫情。

虽然在各国央行和政府以前所未有的货币和财政政策力度托底经济与金融市场下，全球经济正在从今年上半年的衰退深渊中恢复。就业率在危机最严重阶段大幅下降之后，现在已经部分回升。但危机远未结束；就业率仍大大低于疫情暴发前的水平，劳动力市场两极化日趋严重，低收入劳动者、年轻人和妇女受到更为严重的冲击；贫困人口处境进一步恶化，预计近九千万人今年将陷入极端贫困之中。虽然从这场灾难中恢复的道路很可能漫长坎坷、充满不确定，但重要的是尽可能避免过早撤回财政和货币政策支持。

表 1: 各国央行与政府今年所采取的货币政策与财政政策对比

国家	货币政策	财政政策
美国	降息至 0-0.25%；无限量资产购买；6 月 16 日起通过二级市场企业信贷便利（SMCCF）购买合格公司债与 ETF	2.9 万亿美元刺激（GDP 的 15%）
中国	降准降息：央行四次逆回购累计投放 2.7 万亿元，MLF 和 1 年期 LPR 降 10bp，5 年期 LPR 降 5bp，央行定向中国 降准释放 5500 亿元资金；再贷款：向疫情防控重点企业提供 3000 亿专项再贷款，追加再贴现专用额度 5000 亿，下调支农支小再贷款利率 0.25；存准考核：适当提高存款准备金考核容忍度	地方债：提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元，其中专项债 2900 亿元；信贷支持：为抗疫专项贷款提供财政贴息，确保企业实际融资成本低于 1.6%；减税降费：中小微企业社保三项免征 5 个月，大型企业减半征收 3 个月，湖北可扩展免征范围至所有企业。疫情防控期间采取支持性两部电价政策，降低企业用电成本。
欧盟	欧央行存款利率维持-0.5%；年底资产购买量增加 1200 亿欧元；紧急购买计划规模扩大至 1.35 万亿欧元	德国 1500 亿欧元刺激（GDP 的 4.5%）；法国 420 亿欧元刺激（GDP 的 1.9%）；意大利 750 亿欧元刺激（GDP 的 4.2%）；欧盟 7500 亿欧元“NextGeneration EU”财政刺激计划
日本	短端利率保持-0.1%，10 年国债利率保持 0%；无限量国债购买，REITs 和 ETF 购买量翻 1 倍，商业票据和企业债券购买量翻 2 倍，特别贷款计划规模上调至 110 万亿日元	234 万亿日元刺激（GDP 的 42%）
英国	降息至 0.1%；资产购买规模扩大至 7450 亿英镑	220 亿英镑刺激（GDP 的 6%）
加拿大	降息至 0.25%；每周购买 50 亿加元国债	2760 亿加元刺激（GDP 的 12%）

数据来源：Wind 新世纪期货

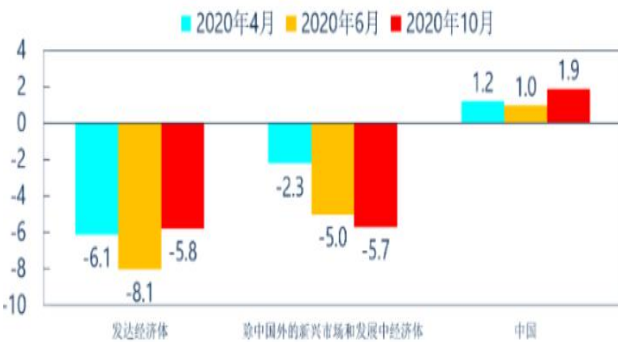
在最新一期《世界经济展望》中，IMF 仍预测 2020 年经济处于深度衰退。IMF 预计 2020 年全球增长率为-4.4%，相较 6 月《世界经济展望更新》中的预测上调 0.8 个百分点。做出这一调整是因为第二季度的衰退不如预期严重，并且有迹象显示三季度复苏有所加强。而这在一定程度上被一些新兴和发展中经济体前景的恶化所抵消。2021 年全球增长率预计将回升到 5.2%，比 6 月的预测低 0.2 个百分点。

图 4：全球经济依然处于深度衰退之中



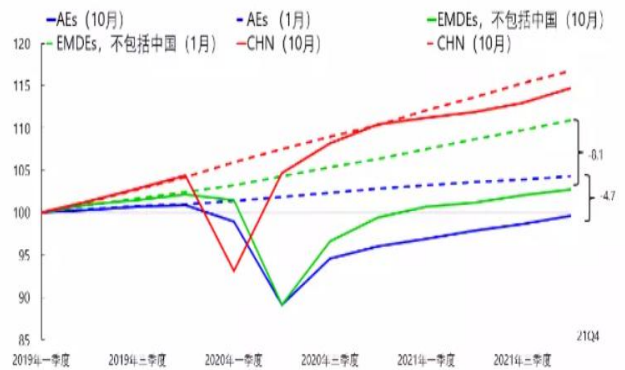
数据来源：IMF《世界经济展望》 新世纪期货

图 5：全球经济复苏并不均衡



数据来源：IMF《世界经济展望》 新世纪期货

图 6：发达经济体与新兴市场复苏差异有所扩大



数据来源：IMF《世界经济展望》 新世纪期货

注：AEs:发达经济体 EMDEs: 新兴市场与发展中经济体

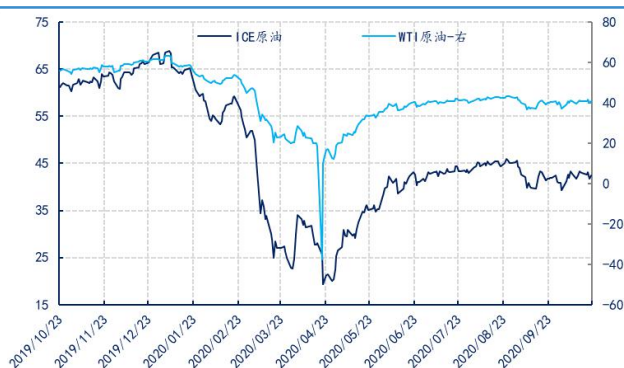
整体来看，当前全球经济前景仍面临巨大的不确定性，既有上行风险，也有下行风险。面对疫情卷土重来，一些国家再度实施了局部封锁措施。如果这种形势恶化，疗法和疫苗不能取得有效进展，那么经济活动将受到严重冲击，并可能通过金融市场的剧烈动荡而加剧。贸易和投资限制措施增加，地缘政治不确定性上升，这些因素都将损害经济复苏。从上行方面看，如果能更快、更广泛地提供病毒检测、疗法、疫苗和额外的政策刺激，经济表现会显著改善。

综上所述，我们认为，自今年年初以来爆发的新冠疫情是自“大萧条”以来最严重的危机，虽然促使全球经济从这场灾难中恢复是一项非常艰巨的挑战且各大经济体复苏差展有所扩大，但我们有理由抱有希望，在中国经济逐步恢复增长动能的引领下，全球经济将呈现缓步复苏之势。

二、多因素影响 原油价格宽幅震荡整理

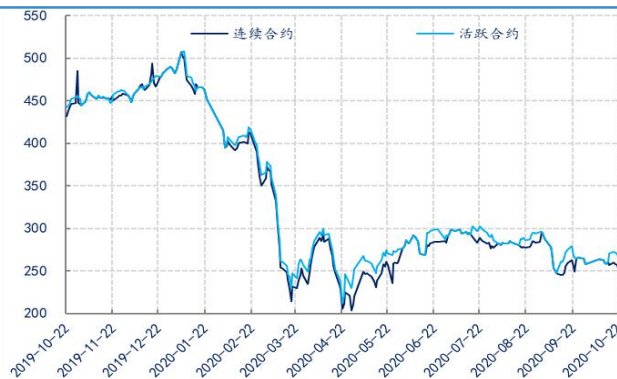
回顾十月以来的国际原油价格走势，我们看到在 OPEC 内部减产意见出现分化、增产与复产消息频发、飓风登陆墨西哥湾沿岸、挪威石油工人罢工、美国进入大选倒计时、EIA 库存增加、美国新一轮财政刺激方案谈判陷入僵局等因素的综合影响下，国际原油价格呈宽幅震荡整理格局。

图 7: ICE 与 WTI 原油价格对比 美元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

图 8: INE 原油价格对比 元/桶



数据来源: Wind 新世纪期货

(一) OPEC+ 减产执行力维持高位，但产量未见明显回落

根据 OPEC 10 月月报数据，2020 年 9 月，OPEC 总产量 2411 万桶/天，环比下降 5 万桶/天；其中，利比亚、伊拉克、沙特阿拉伯环比分别增长 5、5、4 万桶/天。据此测算，OPEC 减产执行率在 105%，维持在较高位置，从产量变化来看，虽然 OPEC9 月原油产量出现小幅下降，但从趋势来看，我们预计 OPEC 的原油产量仍将呈缓步增长之势。

表 2: OPEC 主要产油国产量对比

国家	减产基准		实际产量		
	18-Oct	20-Jul	20-Aug	20-Sep	9月环比
OPEC 减产 10 国					
阿尔及利亚	106	81	86	85	0
安哥拉	153	119	122	125	3
刚果	33	29	29	28	0
赤道几内亚	13	11	12	10	-2
加蓬	19	19	18	18	0
伊拉克	465	375	365	369	5
科威特	281	216	229	229	1
尼日利亚	183	147	147	146	-1
沙特阿拉伯	1100	842	892	896	4
阿联酋	317	250	277	253	-24
OPEC 减产 10 国合计	2668	2089	2176	2160	-16
伊朗	333	193	194	196	2

新世纪期货有色与原油月报

利比亚	112	35	35	38	3
委内瑞拉	121	11	10	16	5
OPEC 总计	3234	2327	2415	2411	-5

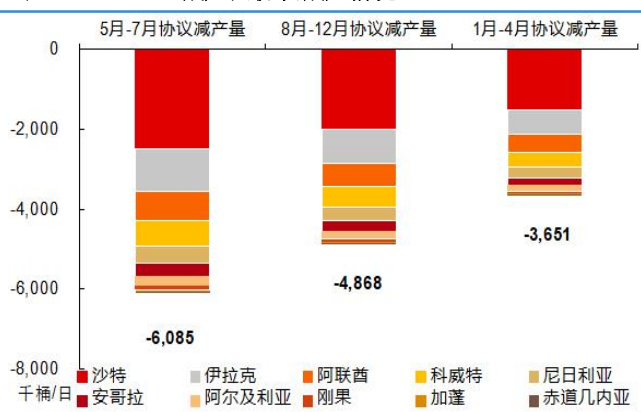
注：合计数与各项加总略有不同，主要由于四舍五入
数据来源：OPEC 月报 新世纪期货

图 9： OPEC 主要产油国产量对比 千桶/日



数据来源：Wind 新世纪期货

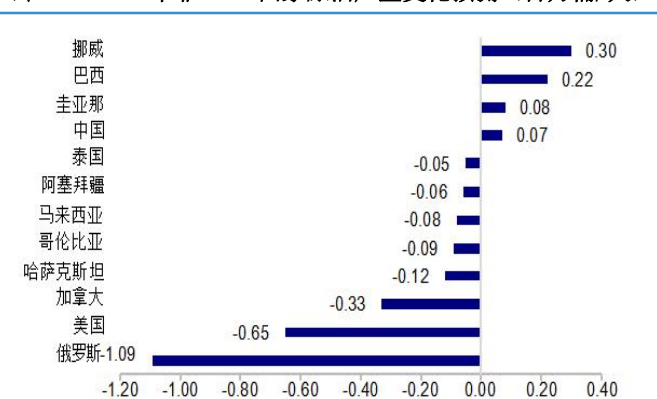
图 10： OPEC 减产国协议减产情况



数据来源：Wind 新世纪期货

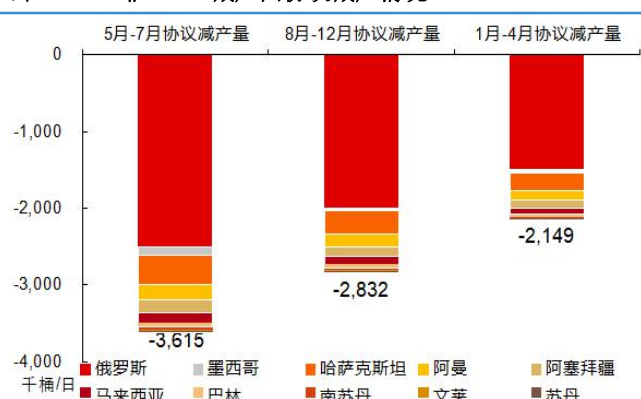
此外，OPEC 10 月月报预计 2020 年非 OPEC 国家原油产量（含凝析油）下降 237 万桶/天。其中，俄罗斯、美国、加拿大分别预计减少 109 万桶/天、65 万桶/天、33 万桶/天；增量部分主要来自挪威（+30 万桶/天）、巴西（+22 万桶/天）、圭亚那（+8 万桶/天）、中国（+7 万桶/天）。

图 11： 2020 年非 OPEC 国家原油产量变化预测（百万桶/天）



数据来源：OPEC 月报 新世纪期货

图 12： 非 OPEC 减产国协议减产情况



数据来源：Wind 新世纪期货

正如我们在上期报告中所言，虽然 OPEC+减产自 8 月起进入第二阶段，OPEC+整体减产执行率维持高位，但补偿减产并未落到实处——利比亚宣布将在年底增加原油产量一倍至 100 万桶/日，此外随着美国总统大选的临近，特朗普与拜登的民调显示，当前选情正在向有利于拜登的一面发展，如若像民调显示一样拜登获胜当选美国总统，则伊朗与委内瑞拉的石油出口将得以

恢复，届时全球原油供应将进一步增加，这将对国际原油价格形成较大的利空压制。

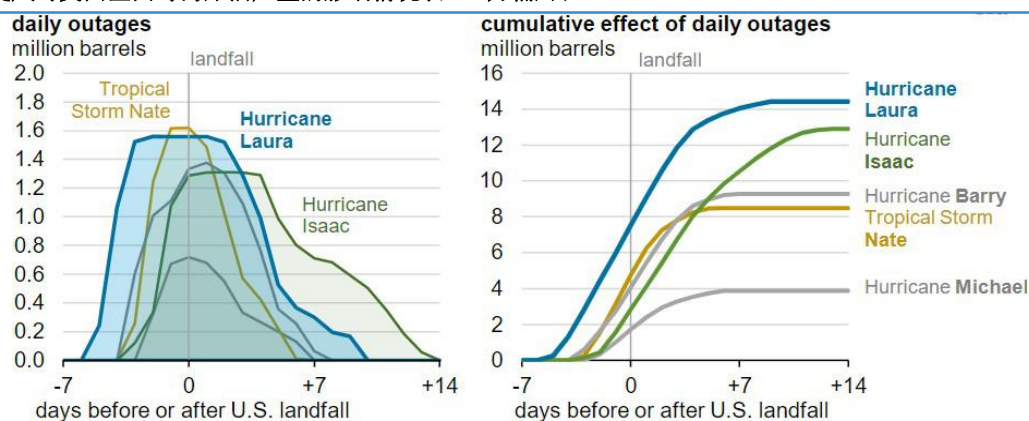
(二) 今年全球原油需求继续被小幅下调

OPEC 10 月月报小幅下调 2020 年原油需求增速预期。OPEC 10 月月报预计 2020 年全球经济增速-4.1%，保持上月预期不变。预计 2020 年全球原油需求同比下降 947 万桶/天，较上月预期下调 1 万桶/天；其中，预计 2Q20-4Q20 全球原油需求分别同比下降 1598 万桶/天、954 万桶/天、593 万桶/天。预计 2021 年全球原油需求同比增长 654 万桶/天，较上月下调 8 万桶/天。

(三) 飓风过后美国供需呈现两弱格局

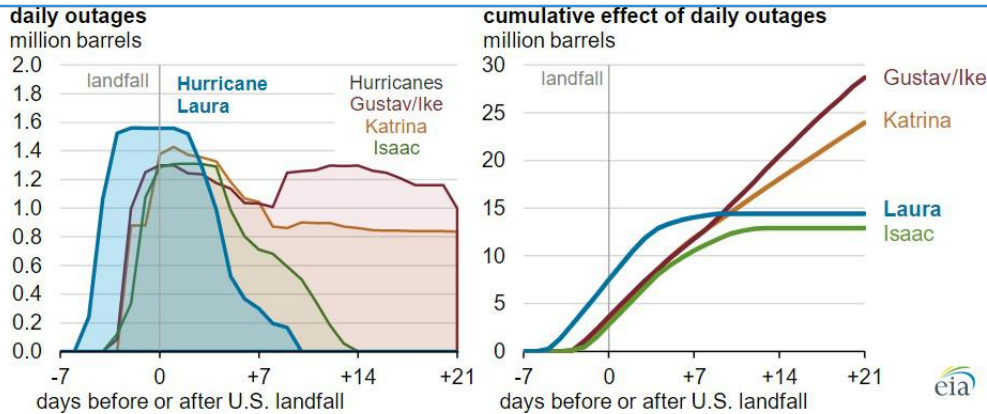
2020 年 8 月底至 9 月初，Laura 飓风登陆美国墨西哥湾地区，根据美国安全与环境执法局 (BSEE) 的测算，Laura 飓风在 15 天内导致墨西哥湾的原油产量减少了约 1,440 万桶，这是自 2008 年 Gustav 和 Ike 双飓风以来的最大原油产量损失。在飓风影响最强时期，Laura 飓风迫使所有 16 台动态定位的钻机（未固定在海床上的），12 台非动态定位的钻机（固定在海床上的）中的 11 台以及墨西哥湾运营的 643 个海上平台停止工作。Laura 飓风登陆的前两天，即 8 月 25 日，墨西哥湾海上原油产量减少了 156 万桶/日，减少量相当于 2019 年日均原油产量的 84%。此外，由于 Marco 飓风紧接着飓风 Laura 登陆，导致该地区原油产量持续受到两个飓风的影响。本次飓风 Laura 对原油产量关闭的影响远小于 2005 年飓风 Katrina 和 2008 年 Gustav 和 Ike 飓风。根据 BSEE 的统计数据，2008 年的双飓风的影响时间为 168 天，产量关闭合计超过 6900 万桶。而 2005 年，Katrina 飓风和其后的 Rita 飓风影响时间共计超过 298 天，影响产量合计 1.63 亿桶。

图 13: 各飓风对美国墨西哥湾原油产量的影响情况表 1 (万桶/日)



数据来源: EIA 新世纪期货

图 14: 各飓风对美国墨西哥湾原油产量的影响情况表 2 (万桶/日)

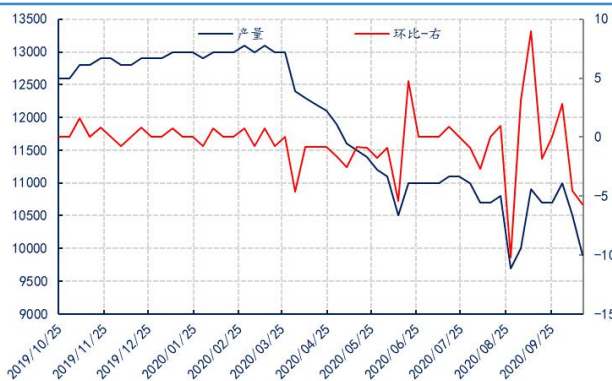


数据来源: EIA 新世纪期货

对于海上钻井平台来说,工作人员会在飓风过境后,对钻机、平台和管道进行检查和维修。通常飓风过境后,原油产量会在数日内恢复正常,但是在某些情况下,原油产量可能会数月都无法恢复。2005年,Katrina 飓风过后很长一段时间,许多海上平台仍然保持关闭,甚至在当年早些时候的 Rita 飓风到来前,仍有多个平台未恢复生产。根据 EIA 在 2020 年 9 月的《短期能源展望》(STEO)中预测,8 月墨西哥湾海上原油产量减少至约 140 万桶/日,这是自 2015 年以来最低的月度产量。EIA 预计,墨西哥湾的海上原油产量将在 2020 年 12 月恢复至 200 万桶/日,年均产量在 180 万桶/日左右。

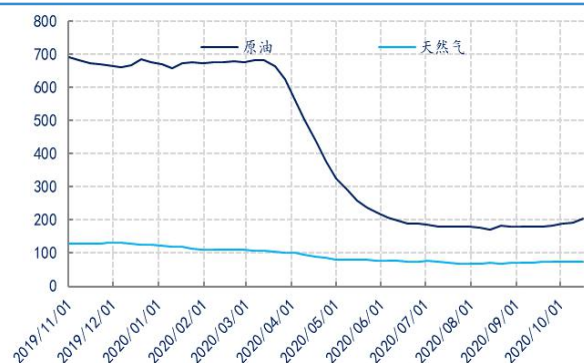
最新一周美国的原油产量为 1,050 万桶/日,与 2020 年高点相比减少了 260 万桶/日。受疫情影响,自 3 月 13 日美国宣布进入“国家紧急状态”以来,每周公布的原油产量数据曾连续十一周呈减少趋势,随后六周小幅上升相对稳定。近期大幅下降主要源于飓风劳拉导致海洋石油产量大幅下降。从油气钻机数量看,美国原油钻机数仍然处于历史低位水平,虽然最近两周环比略有增加(分别增加 12 台和 4 台),但目前 205 台距离年内高点(683 台)仍有较大差距,这也预示着美国原油产量短期难以回到前期高位。

图 15: 美国原油产量维持在低位水平



数据来源: Wind 新世纪期货

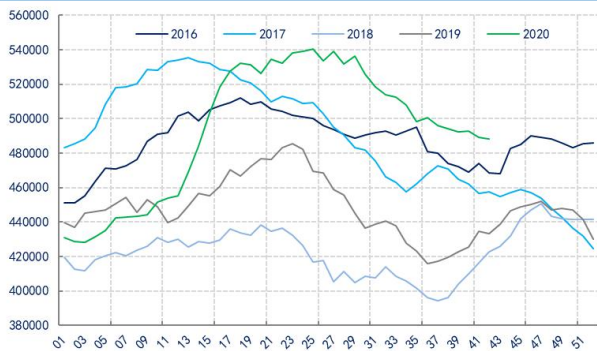
图 16: 美国油气钻井数量维持低位



数据来源: Wind 新世纪期货

在当前美国的原油产量依然维持在低位水平的情况下，美国原油与汽油的库存出现了小幅分化之势，从最新一期的库存变化来看，虽然截至 10 月 16 日当周，美国原油库存下滑 100.2 万桶，但汽油库存却意外增加 190 万桶至 2.2702 亿桶，高于 5 年历史同期平均水平 1.6%（仅略低于 2018 年同期水平）并消除了自 9 月底以来持续的库存短缺，汽油库存的增加表明当前美国受疫情卷土重来因素的影响下，汽油的总需求持续疲软，这与我们上一期报告中的预期相符。

图 17： 美国原油季节性库存对比



数据来源：Wind 新世纪期货

图 18： 美国汽油季节性库存对比



数据来源：Wind 新世纪期货

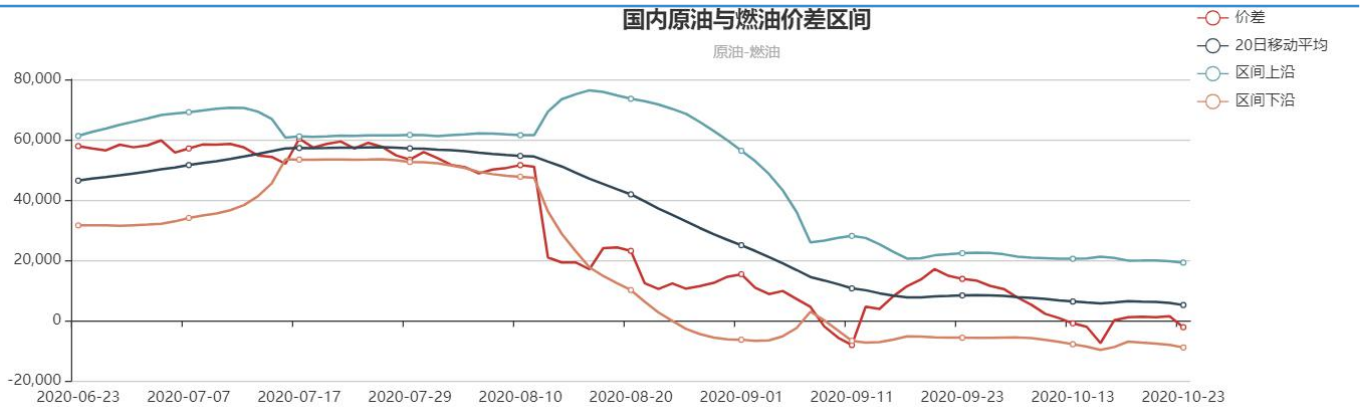
（四）未来原油价格走势判断与交易策略

综上所述，我们认为，一方面，虽然当前 OPEC 的减产执行力度仍处于高位但补偿减产并未落到实处，与此同时在当前美国总统大选中如若拜登获胜当选美国总统，则伊朗与委内瑞拉的石油出口将得以恢复，届时全球原油供应将进一步增加，此外，OPEC 继续下调今年全球原油的需求预期，这将使得在今年年底之前全球原油供需错配之势仍将延续；另一方面，虽然当前美国原油产量处于低位且原油库存降库延续，但汽油库存的增加表明美国受疫情影响汽油消费总需求保持疲软，这将抑制原油价格的上涨空间。

综合来看，我们认为，在当前全球疫情卷土重来、今年全球经济依然处于深度衰退之中、美国总统大选与经济刺激计划仍存在较大变数的大背景下，全球原油供需错配之势仍将持续，全球原油价格短期之内虽将呈现反弹，但反弹空间有限，整体而言，在未来一个月内，全球原油价格将维持震荡回落之势。

从单品种套利交易策略来看，我们建议以反套为主，而从跨品种的套利策略来看，当前多原油空燃油的套利价差已接近于底部区间，可开始逐步逢低介入。

图 19: 国内原油与燃料油价差区间

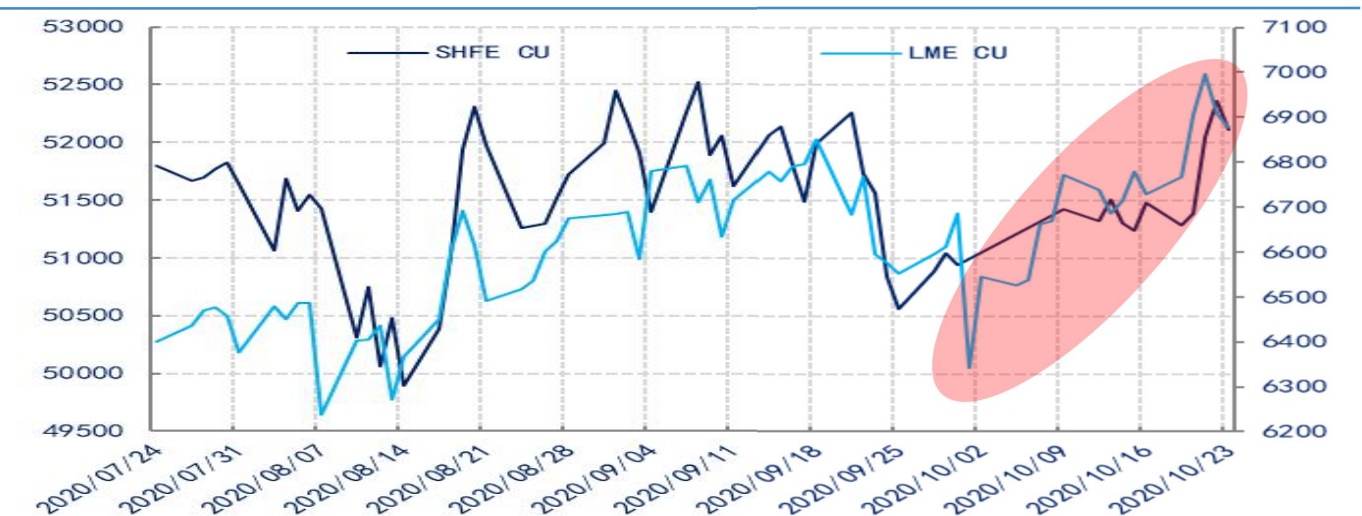


数据来源: Wind 新世纪期货

三、虽铜矿供应干扰因素增多 但铜价不改下行趋势

自十月以来, 我们看到, 在智利铜矿罢工与美国新一轮财政政策谈判取得进展的双因素影响下, 内外盘铜价一度震荡上行, 但随着新一轮疫情的卷土重来对全球经济前景构成下行压制与美国总统大选进入倒计时、美国新一轮财政刺激谈判陷入僵局等宏观因素的影响下, 内外盘铜价呈高位震荡回落之势。

图 20: 沪铜与伦敦铜价各走势对比



数据来源: Wind 新世纪期货

(一) 铜矿供应有所收紧 冶炼风险有所上升 下游消费并未有效回暖

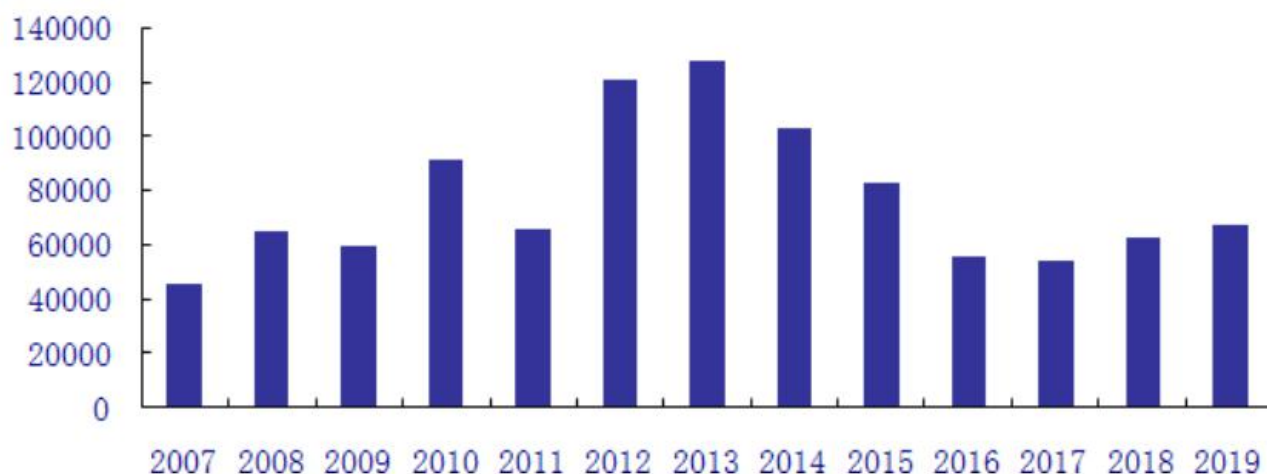
1. 铜矿供应增速放缓

虽然全球铜资源储量丰富, 但铜矿增产依赖于铜矿企业持续的资本开支和勘探支出, 而矿山企业的资本开支受铜价影响, 具有较强的周期性。在过去 20 年中有两轮明显的铜矿开发投资热潮, 第一轮是在 2004 年前后, 受中国工业化和城镇化进程加速增加铜需求的驱动, 导致

新世纪期货有色与原油月报

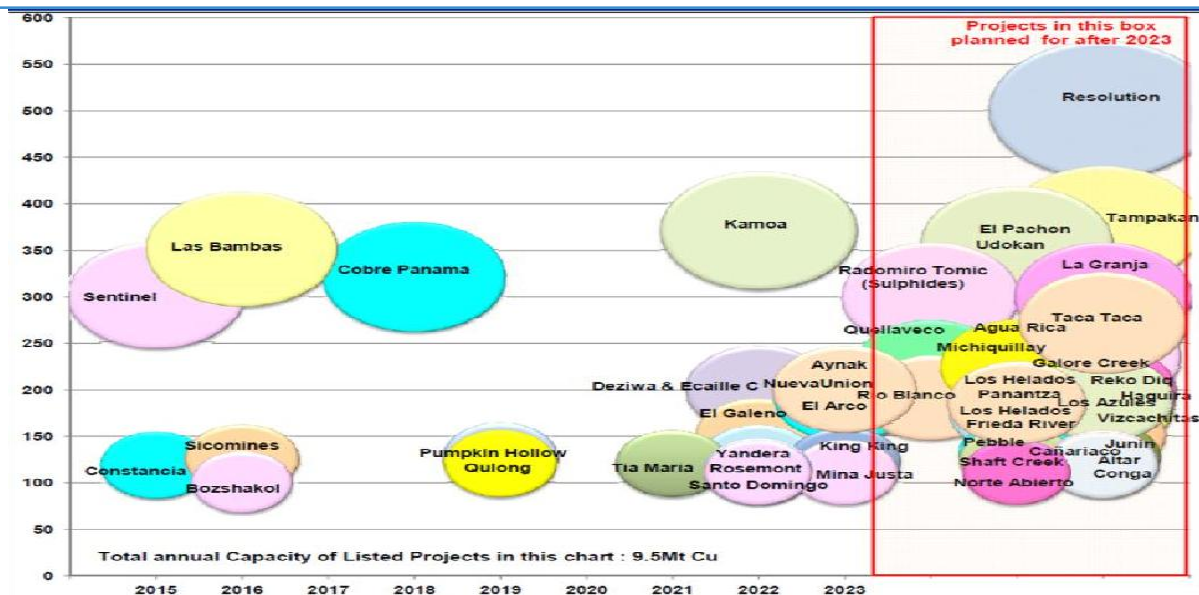
铜价在 2004-2006 年走出一轮大牛市，刺激矿山企业增加资本开支和勘探投入；第二轮出现在 2010 年前后，受全球各国为摆脱金融危机推出经济刺激政策尤其是中国“四万亿”计划增加铜需求的驱动，铜价在 2009-2011 年再次走出一轮单边牛市，矿山勘探开发投资达到历史高位，2013 年全球铜企的矿山开勘探开发投资达到顶峰后一路下滑，随之而来的是全球铜矿供应增速的放缓，当前全球铜企资本开支已处于较低的位置，根据统计，2020-2021 年全球主要铜精矿新增产能仅为 60 与 68 万吨左右，增幅进一步下降。

图 21： 全球主要铜企资本开支情况（百万美元）



数据来源：彭博 新世纪期货

图 22： 2020-2021 全球铜矿大型项目投产较少



数据来源：国际铜业研究小组（ICSG） 新世纪期货

表 3: 2020-2021 全球主要新增铜矿项目

铜矿	国家	2020 年预计铜矿增量 (万吨)	2021 年预计铜矿增量 (万吨)
----	----	-------------------	-------------------

Cobre Panama	巴拿马	12.8	1.5
Batu Hijau PT Amman	印尼	7.5	3.0
PT-FI (Grasberg)	印尼	6.8	28.1
Deziwa	刚果金	6.0	1.5
Katanga	赞比亚	5.5	1.0
Chambish	赞比亚	5.0	0.0
Pampa Norte	智利	4.7	11.0
Mirado	厄瓜多尔	4.5	2.0
Carrapateena	澳大利亚	3.0	3.0
Kolwezi	刚果金	2.5	0.0
Pumpkin Hollow	美国	2.1	0.2
Kamoa	刚果金	0.0	3.0
Lone Star	美国	0.0	4.5
Khoemac a u	博茨瓦纳	0.0	3.0
	秘鲁	0.0	3.2
	蒙古	0.0	3.0
合计		60.4	68.0

数据来源：SMM 新世纪期货

2. 疫情扰动与铜矿罢工成为今年铜矿产量下降的主要因素

全球在产铜矿山主要集中在南美智利、秘鲁及非洲刚果（金）等地，2019 年智利、秘鲁与刚果（金）铜精矿产量占全球总产量的 47%。3 月以来，疫情在智利、秘鲁与刚果（金）等主要铜矿产区的蔓延，使当地被迫进入紧急状态，这严重影响了矿山运营与生产。在疫情扰动下主要生产国智利、秘鲁铜 6 月矿产量出现下滑，而力拓、自由港、淡水河谷等主要铜企较年初下调全年产量预期。虽然 8 月智利国家铜公司与秘鲁能矿部表示旗下矿山已恢复运营，但预计受疫情影响今年全年全球铜矿产量仍将较年初计划减少 40 万吨左右，使 2020 年全球铜矿产量较去年几乎无增长。

表 4: 今年受疫情影响全球铜矿受干扰情况汇总

国家	预计减少产量 (万吨)	矿山受扰动情况
智利	5	EiSoldado 削减现场工人数量，降低运营比例，现已全部恢复正常运营
秘鲁	25	紧急状态订船无法靠岸；Cerro Verde 降低运营比例；Cerro Lindo 暂停运营；Antamina 运行产能仅 80%；Antapaccay 运输受阻，降低运营比例；现几乎全部矿山已恢复运营，物流也已基本恢复
墨西哥	0.6	Bolivar 减少采矿活动
中国	1.5	湖北境内停产至三月上旬；滇、蒙、疆地区中小矿山复工较晚
美国	1.6	Pumpkin Hollow 暂停生产，现已恢复生产
加拿大	1.5	Voisey Bay 检修 3 个月；Copper Mountainij 降低全年生产
总计	35.2	

数据来源：SMM 新世纪期货

表 5: 全球主要铜矿企业因疫情而下调的全年产量预期

公司	疫情前产量预期 (万吨)	疫情后产量预期 (万吨)	产量指引下降数量 (万吨)
力拓	55	50	5
嘉能可	130	126	4
自由港	158	141	17
淡水河谷	40	37	3
中国五矿	43	42	1
第一量子	80	77	3
总计	506	473	33

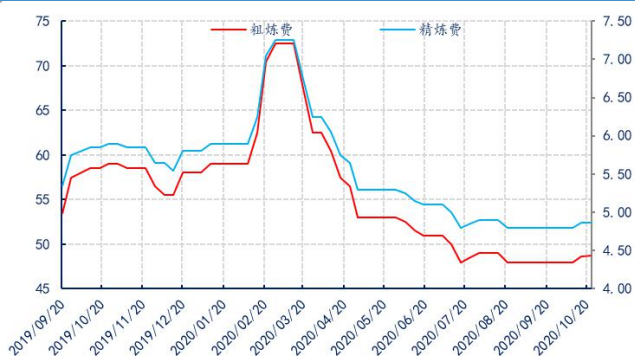
数据来源: SMM 新世纪期货

除了疫情的扰动之外，铜矿的罢工也使得铜矿的产出出现了下降，进入十月，一方面世界最大铜矿智利 Escondida 陷入劳资谈判困境；另一方面，加拿大伦丁矿业旗下智利 Candelaria 铜矿无法与铜矿工会达成一致协议而爆发了罢工；从影响结果来看，虽然 Escondida 铜矿工会管理层罢工，但 Escondida 铜矿仍可继续运作，不过罢工会造成 Escondida 铜矿生产陷入瓶颈和放缓，产量较 2019 年的 119 万吨出现小幅下滑；而 Candelaria 铜矿的罢工则将其产量较 2019 年的 11.14 万吨出现较大的下滑。

3. 铜冶炼减产风险上升

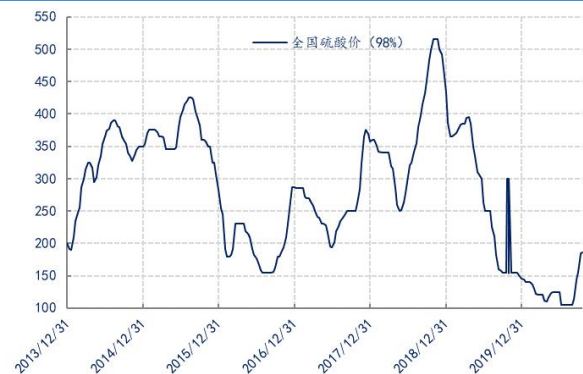
从铜冶炼环节的盈利状况来看，目前铜冶炼加工费及硫酸副产品价格依然处于较低水平，冶炼厂生产积极性受到压制。据我的有色统计，2020 年 3 季度是国内铜冶炼企业检修的高峰期，检修的样本企业总产能约 799 万吨，据我们测算，预计影响全年精炼铜产量约 22 万吨，精炼铜供给边际抽紧。

图 23: 铜加工费仍处于低位



数据来源: Wind 新世纪期货

图 24: 全国硫酸价格仍处于低位



数据来源: Wind 新世纪期货

表 6: 2020 年全国铜冶炼企业检修情况一览

公司名称	精炼产能 (万吨)	粗炼产能 (万吨)	开始时间	结束时间	检修环节	预计影响 (万吨)
云南铜业	50	40	12 月 25 日	1 月 5 日	检修粗炼	0.05
富冶和鼎	36	40	2 月 1 日	2 月 29 日	停产一条线	0.2
铜陵金冠	55	50	2 月 5 日	2 月 29 日	检修粗炼	0.7
南国铜业	30	30	1 月 15 日	2 月 15 日	粗炼和精炼	1.2
云南锡业	15	15	3 月 15 日	4 月 15 日	检修粗炼	0.8
广西金川	40	40	3 月 10 日	3 月 25 日	粗炼检修	0.4
中条山垣曲	10	10	3 月	5 月	粗炼-精炼	0.8
璋春紫金	15	10	4 月 5 日	4 月 25 日	粗炼-精炼	0.3
豫光金铅	12	10	4 月 7 日	4 月 27 日	粗炼-精炼	0.8
东南铜业	40	40	5 月 1 日	5 月 30 日	粗炼-精炼	1.5
山东恒邦	15	15	5 月 18 日	6 月 25 日	粗炼-精炼	0.2
青海铜业	10	10	4 月 28 日	5 月 28 日	粗炼-精炼	0.6
富冶和鼎	36	40	5 月 26 日	6 月 28 日	粗炼-精炼	0.4
赤峰金剑	15	10	5 月 26 日	9 月	停产搬厂	4.0
金川总部	40	35	6 月 25 日	7 月 20 日	粗炼-精炼	1.7
赤峰云铜	40	40	6 月 1 日	8 月 15 日	一条线轮换	3.0
紫金矿业	30	30	6 月 1 日	6 月 30 日	粗炼-精炼	0.8
广西金川	40	40	7 月	8 月	粗炼-精炼	0.5
黑龙江紫金	15	15	7 月	8 月	粗炼-精炼	0.3
飞尚铜业	0	10	7 月	8 月	粗炼	0.4
烟台国润	10	10	7 月	7 月	粗炼	0.2
赤峰富邦	0	10	9 月	9 月	粗炼	0.3
宏跃北方铜业	15	10	8 月	8 月	粗炼-精炼	0.3
江西铜业	120	55	10 月	10 月	粗炼-精炼	0.5
金冠铜业	55	50	10 月	10 月	粗炼-精炼	0.8
大冶有色	55	40	12 月	12 月	粗炼-精炼	0.8
合计	799	705				21.55

数据来源：我的有色 新世纪期货

4. 下游需求并未出现有效回升

从下游需求变化来看，一方面，电网交付的订单正如上期报告所言并未发生明显变化，线缆企业在电网的订单仍继续维持弱势状态；另一方面，虽然我们认为新增需求的驱动仍在，但从目前来看，至少在年底前，国内老旧小区改造与城镇基础设置重建所带来的实际新增需求有限。因此从整体来看，我们认为当前下游的整体需求并未出现明显的回暖迹象。

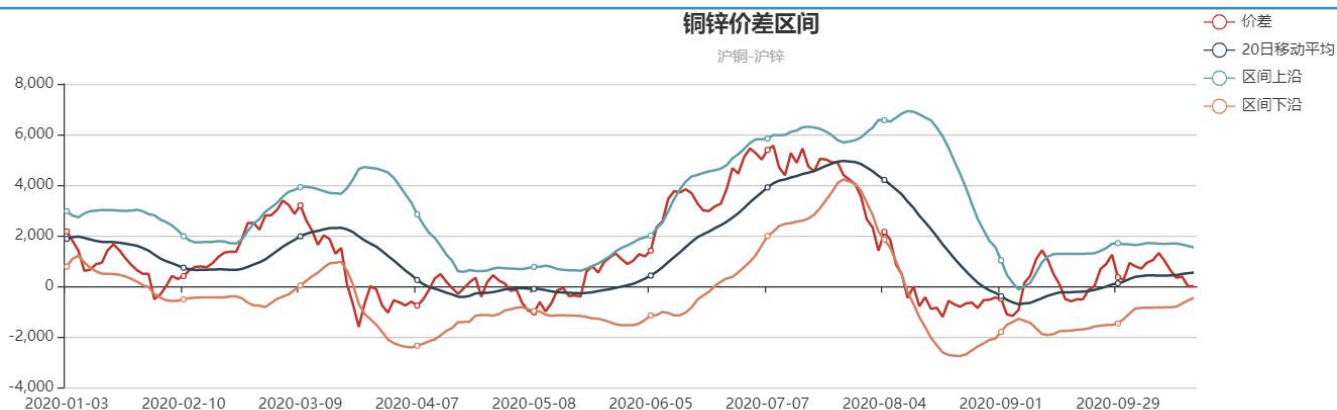
(二) 未来走势判断与交易策略

综上所述，我们认为，虽然上游铜矿产出受到新冠疫情与罢工因素的影响而出现减少且国内精炼产能减产风险上升对铜价存在支撑，但市场关注的焦点将重回下游需求的复苏，此外从

下游消费需求的变化来看，虽然当前铜处于传统消费旺季，但下游需求仍将延续此前的“旺季不旺”之势。整体而言，我们认为，铜价在高位震荡回落后将呈现横盘震荡整理之势。

从单品种套利交易策略来看，我们建议铜以反套为主，从跨品种的套利交易策略来看，虽然当前铜与锌的价差有所回落但离底部区部还有一段距离，当前多锌空铜的套利单仍可以继续持有。

图 25： 国内沪铜与沪锌价差区间



数据来源：Wind 新世纪期货

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但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以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与新世纪期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表新世纪期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映新世纪期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为新世纪期货研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新世纪期货研究院

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：0571-85106702

网址：<http://www.zjncf.com.cn>