



疫情对大宗商品的影响

及价格展望

联系人 李婷、徐舟、黄蕾、刘亚威、吴晨曦

电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn

电话 021-68555105

主要观点

今年年初以来，新冠肺炎疫情的爆发冲击了全球金融市场，各种资产波动率加大。我们在此梳理分析了此次疫情对一些主要大宗商品的影响，以供大家参考。

贵金属：避险需求增加，金银价格有望再创新高

铜：需求遭疫情重挫，一季度铜价难乐观

镍：下游疲弱逐渐传导上游，镍价仍将维持底部震荡

锌：短期累库压力凸显，中期基建托底值得期待

铅：短期炼厂减产有所提振，消费悲观拖累中期铅价

螺纹：短期超跌修复，中期库存累积压力仍未释放

原油：预计需求下降30万桶/天，油价可能进一步下跌

今年年初以来，新冠肺炎疫情的爆发冲击了全球金融市场，各种资产波动率加大。我们在此梳理分析了此次疫情对一些主要大宗商品的影响，希望能给投资者一些有价值的参考。

贵金属：避险需求增加，金银价格有望再创新高

一、以史为鉴，2003年非典期间贵金属价格走势回顾

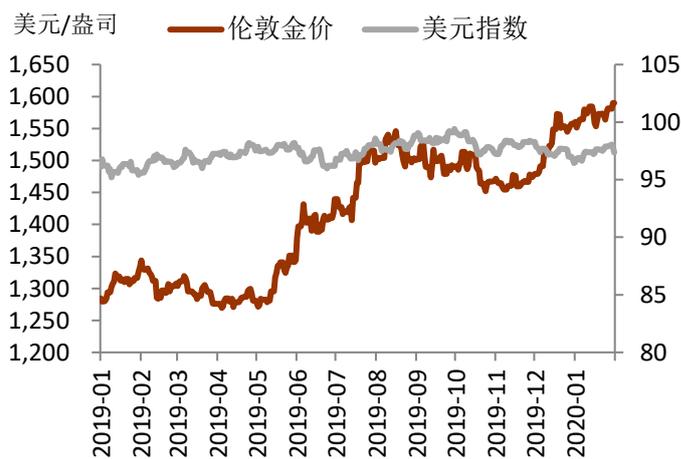
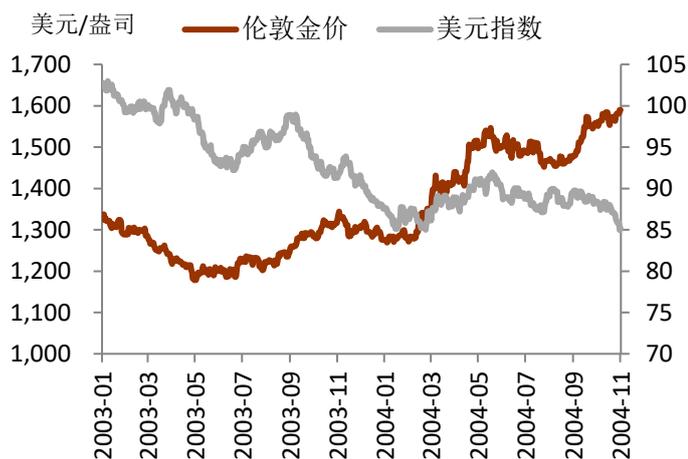
今年突然爆发的新冠肺炎疫情成为影响贵金属价格的重要的助推因素，这与2003年非典时期金价表现有些相类。尽管此次新冠病毒的演变与2003年的非典不尽相同，但它还是提供了比较适用的参考，但我们希望能以史为鉴，把握新此次疫情对贵金属价格走势的可能影响。

2002年12月初广东出现非典病例，2003年4月开始中国官方媒体对非典病例的报导逐渐增多，市场情绪处于发酵阶段，金价也开始出现上涨；至2003年5月下旬，疫情有了明显好转；2003年6-7月疫情进一步得到控制，到2003年7月13日，全球非典患者人数、疑似病例人数均不再增长，黄金价格也随即出现了短时的转折行情。非典疫情发展阶段主要介于2003年3月底至7月，期间国际金价波幅在60美元/盎司以内，在2003年第二季度金价涨幅为大约3%，季度内最大涨幅达16%。疫情结束后，金价继续震荡上行。

从2003年全年分析，黄金价格总体处于牛市氛围，疫情仅为金价运行过程中的一个插曲。彼时美联储处于降息周期，2001—2004年，“互联网”泡沫破灭，美联储降息至1.0%的低点，且在很长一段时期内都将利率保持在低位，这是金价牛市的基础，也与当前全球偏宽松的货币环境有相似之处。

图表1 2003年非典期间金价走势

图表2 2019年至今金价走势



数据来源：Wind、铜冠金源期货

二、金非昔比，目前的宏观环境与2003年的区别

1、此次新冠肺炎感染人数远高于2003年非典时期5000多例的感染人数多，对社会生活

的影响也更大，对中国乃至全球经济的冲击更大，对金银价格的支撑力度也更强。预计贵金属的波动率将较2003年加大，总体波动幅度或大于2003年。

2、互联网的普及使得信息传播速度加快，再加上技术的进步，此次疫情的持续时间或比2003年非典时期要短。新冠疫情从1月开始发酵至今，经过近1个月的时间有力防控措施，目前新增比例已经出现明显下降，疫情逐步得到控制，并有望在接下来两个月内结束。

3、2003年非典爆发正值美国入侵伊拉克的开端，这一时期美元保持疲软态势。这助推贵金属价格在全年都不保持上涨态势。目前虽然全球的地缘政治风险频繁出现，但还对市场的冲击力度不及当年。

4、2020年初以来，美国经济数据表现良好，美强欧弱的局面支撑美元指数持续上涨，这将限制贵金属的上涨空间。

三、金银价格展望

目前全球市场实际利率处于低位，多个国家都在进行货币宽松，并存在持续宽松的预期。在负利率体系中，黄金作为无息资产，将继续成为资金配置追捧的对象。

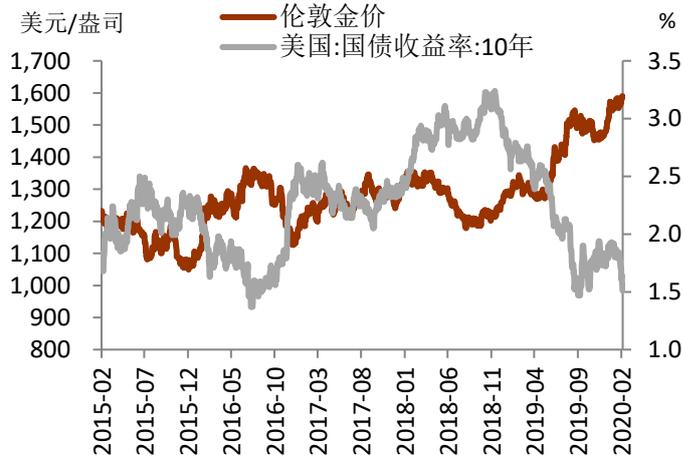
中国经济增长放缓将对全球经济形成拖累，这会使得中国及海外的避险资金不断流向避险资产，黄金的投资需求在持续增加，黄金ETF的规模不断加大，全球最大的黄金ETF-SPDR目前的持金量升至930吨，并有望突破2016年的980吨的历史高位。投资需求的增加将对金价形成支撑。但美元指数走强在一定程度上限制了金价的上涨空间。目前国际金价已经突破前期1613美元的高点，并在一季度有望继续走强，冲击1700美元/盎司的关口。

在中美贸易谈判和疫情爆发的双重影响下，今年人民币贬值是大概率事件，内盘金银走势会强于外盘。而在避险需求的推动下，将使得金价走势持续强于银价。

图表3 黄金ETF持仓量不断走高



图表4 实际利率降低支撑金价



数据来源：Wind、铜冠金源期货

铜：需求遭疫情重挫，一季度铜价难乐观

在此，我们主要通过疫情发生前后的市场变化对比，来分析新冠疫情对于国内铜市场产业链各环节的影响。

首先是原料端部分，国内铜矿山企业受到新冠疫情的影响并不大，除了部分矿山原定检修之外，大部分采矿生产依然维持正常。但是进口矿方面，在疫情影响之下，国内港口关闭，国内贸易商已经要求海外矿企推迟发货。据悉，广西南国铜业也已经宣布，受不可抗力影响，将暂停与一些供应商之间的铜精矿原料采购合同。国内铜精矿的现货加工费也已经从去年12月份的55-56美元/吨的低点快速上行至65-66美元/吨，创出了8个月来新高。

废铜方面，尽管国家前三批进口废铜累计批文数量超过30万吨，足够满足国内需求。但是在疫情影响之下，国内废铜供给依然出现较大问题。国内废铜贸易商包括上游的回收拆解厂目前仍处于停工状态，即使加工厂开工也没有足够的原料生产。特别是废铜制杆企业，其原料主要依靠国内贸易商提供，据了解大部分废铜制杆企业在春节期间备了较多成品库存方便节后交货，废铜原料备库较少。根据上海有色网预计，2月国内废铜制杆开工可能环比下降53个百分点，降至1.01%。

冶炼方面，1月份国内电解铜产量为72.59万吨，环比减少9.88%，同比减少1.4%。1月份产量下降主要有两方面因素，一个是春节因素，另一个是1月下旬起，为有效遏止病毒传播，政府对企业复工与物流均进行了较严管控。根据排产计划，2月国内电解铜产量将会回落至70.13万吨，同比降幅2.54%。但是从实际情况了解，由于硫酸重要消费省份湖北物流短期内还难以恢复，部分炼厂受困于硫酸库存压力，减产力度还将超出预期，最悲观预计2月份产量可能会降至不足65万吨，且3月份情况也依然不明朗。

需求方面，在新冠疫情影响下，下游人员流动和物流运输都受到严格管控，这毫无疑问对于下游需求将产生十分不利的影响。目前我们更关注在全国（除湖北外）范围内的复工复产情况。从最新调研情况了解，目前广东省内绝大多数的工业园仍被封锁，但进行相关登记后也能顺利入园。广东地区的铜下游加工企业有将近9成已经顺利复产（有成品产出），但是整体开工率依然不高，受限于外省员工的到岗率。整体来看，铜材加工的开工率处于历史低位，主要原因在于物流运输受限以及出口订单不佳。

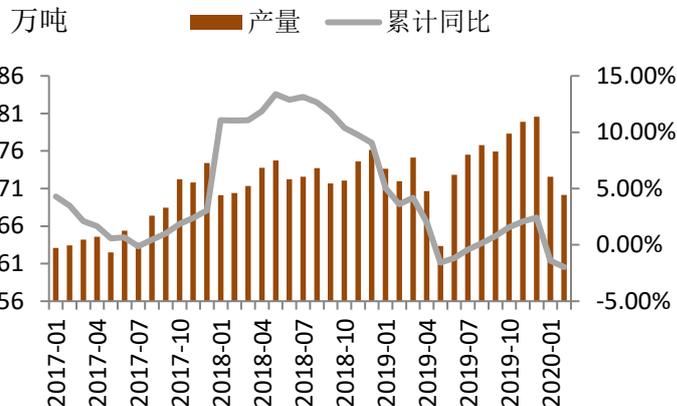
终端需求来看，虽然国网和电网在积极复产复工，但是依然暂缓招标，主要订单交割也是从3月份开始。汽车产销在1月份依然保持低迷，2月份数据也难以乐观，特别是湖北、广东、浙江等发达省份都受到疫情较大影响，对于需求形成打击。空调情况同样如此，特别是空调出口受到影响。2019年下半年开始，国内空调受国内需求不佳拖累，出口比重增加。部分企业在疫情下取消或推迟出口订单，对于需求也是拖累。

整体来看，新冠疫情对于国内铜市场产业链各环节都有不同程度的影响，呈现供需双弱的格局。但是疫情对于消费的负面影响超过供应，预计一季度国内铜需求同比下降6.8%，

供应同比下降 2.4%。因此，一季度国内铜价格将延续弱势格局，预计在 44000-46500 元/吨区间内运行。但是进入二季度之后，随着疫情影响减弱，以及国家政策支持下，下游消费有望出现较大反弹，铜价有望迎来上行机会。

图表 1 国内铜精矿加工费走势

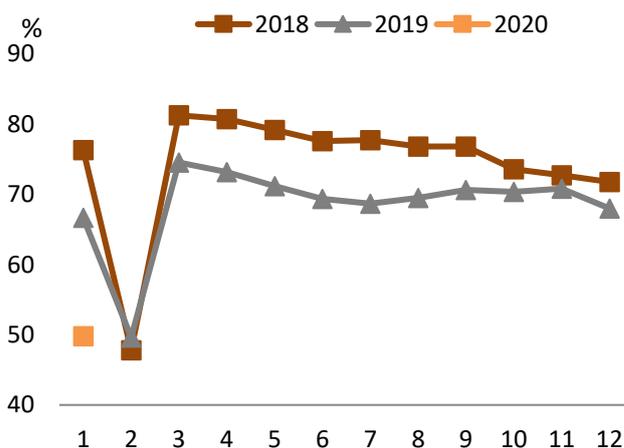
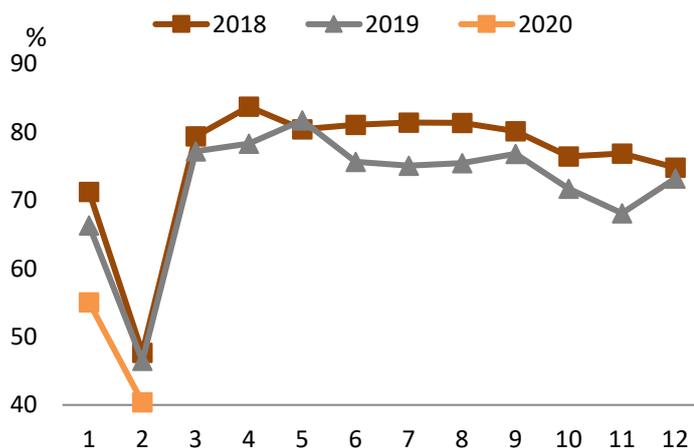
图表 2 国内精炼铜产量



资料来源: Wind, SMM, 铜冠金源期货

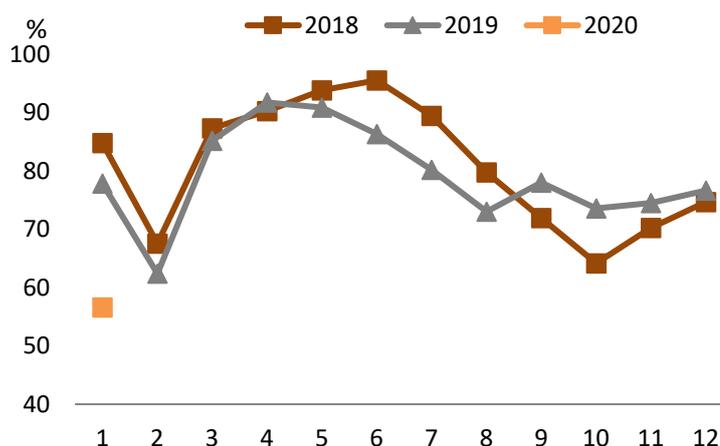
图表 3 国内铜杆开工率

图表 4 国内铜板带箔开工率



资料来源: Wind, SMM, 铜冠金源期货

图表 5 国内铜管开工率



资料来源： Wind， SMM， 铜冠金源期货

镍：下游疲弱逐渐传导上游，镍价仍将维持底部震荡

国内镍市场同样受到新冠疫情的影响，但从整体上看，影响更多的是作用在需求端，供应端的影响依然较为有限。

镍矿方面，国内镍矿市场主要依赖进口，受新冠疫情影响并不大。由于去年 9 月印尼宣布将自 2020 年 1 月 1 日开始实施出口禁令，以确保国内加工业的镍矿石供应；同时菲律宾苏里高地区 11 月进入雨季，菲律宾的镍矿的出口也将受到影响；国内对于镍矿进口需求大增，大量备库，所以原料方面不是特别紧张。后续随着港口陆续复工，物流条件恢复，港口镍矿正常运出，据上海有色网统计，截至上周全国所有港口镍矿库存环比减少 47 万湿吨至 1370 万湿吨，总折合金属量 11.68 万吨，较 2 月 7 日减少 0.38 万吨。

电解镍方面，2020 年 1 月全国电解镍月产量 1.43 万吨，环比减 10.53%，同比增 16.97%。目前甘肃和新疆冶炼厂均按计划连续生产。金川 1 月产镍超额完成生产计划，也证实了受疫情影响不大。但 2 月预计电解镍产量 1.32 万吨，环比减 7.78%。目前市场更担心的是海外镍库存的持续增加，未来进口窗口一旦打开，国内镍库存压力将十分巨大。

镍铁方面，1 月全国镍生铁产量环比减少 4.52%至 4.55 万镍吨，同比增加 6.86%，产量较 12 月份降幅明显。1 月份镍生铁厂家生产受农历新年假期及突发疫情影响，产量有所下降，其中高镍生铁减量主要出现在内蒙、辽宁等高成本地区，利润倒挂加之疫情造成的地区性封闭，原辅料运输受阻，内蒙地区已有厂家于春节期间暂停生产。2 月全国镍生铁产量预计环比减 0.63%，为 4.52 万镍吨。其中高镍生铁产量环比减 1.25%至 3.79 万镍吨。多数厂家辅料库存约为半个月，若受疫情影响物流及辅料生产厂家无法正常生产及运输，产量预计将减少。尽管国内镍铁受到疫情影响，产量预计下降，但是印尼今年镍铁投产进度加快，进口镍铁将填补国内缺口。印尼青山项目，2019 年 12 月份投四条（月初和月末），2020 年 1 月再投两条，短期来看青山莫罗瓦利工业园的项目充分释放。所以，国内镍铁供应整体受到

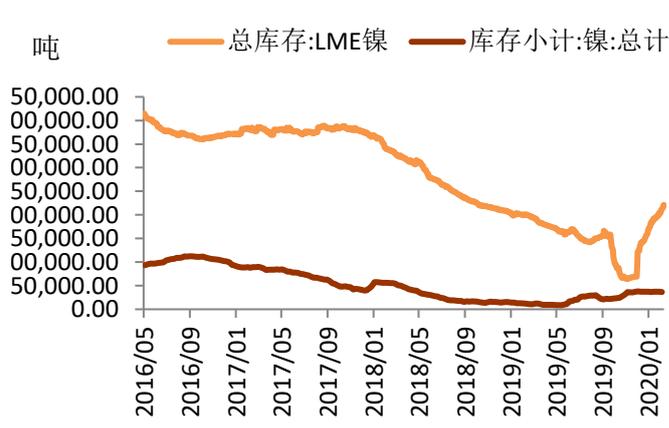
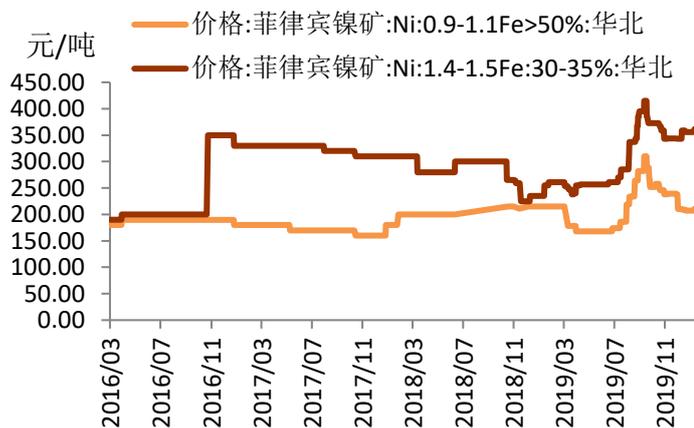
疫情影响并不大，但供应还是处于偏紧状态。

需求方面，国内镍的下游，尤其是终端的下游民用领域需求受疫情影响比较明显，包括不锈钢的制品(建筑，装饰，餐具，设备)、电镀(汽车和卫浴)、电池(汽车，3C 数码)。从地区上看，镍和不锈钢在华南和华东地区的消费都占据了高比例，这些地区人口密度高，疫情防范措施较北方相比更为严格，民用领域消费受打击将比较明显。据悉，目前华东某不锈钢厂拟定2月20日起，对包括炼钢、热轧及冷轧在内的全流程产线进行暂时性停产，预计持续时间一周左右。停产原因停产主要是为应对目前疫情对钢厂及市场的影响综合考虑而定，尤其是不锈钢上下游企业复工时间推迟以及物流运输不畅。

整体来看，新冠疫情对国内镍产业的影响正逐渐从下游传导至上游，下游不锈钢行业已经出现减产，拖累镍需求，此外海外镍矿库存大幅攀升，也在等待进口窗口打开机会流入国内。因此国内镍价短期还是将承受价格压力。但是中长期来看，镍价已经处于长期底部，继续向下空间有限。而今年国内镍矿缺口和市场整体去库存也将支撑镍价在未来回升。

图表 1 国内镍矿价格走势

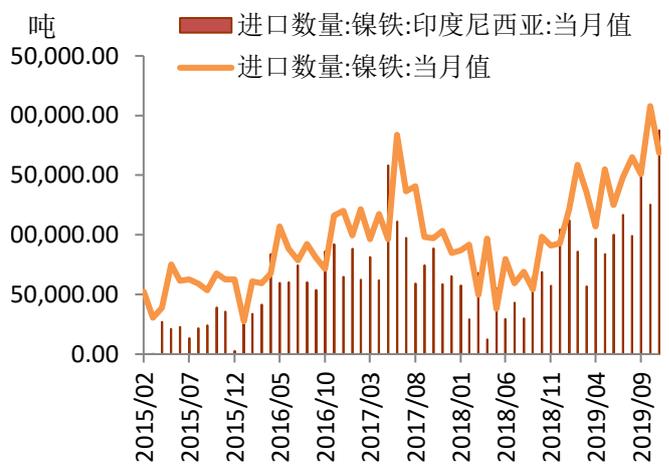
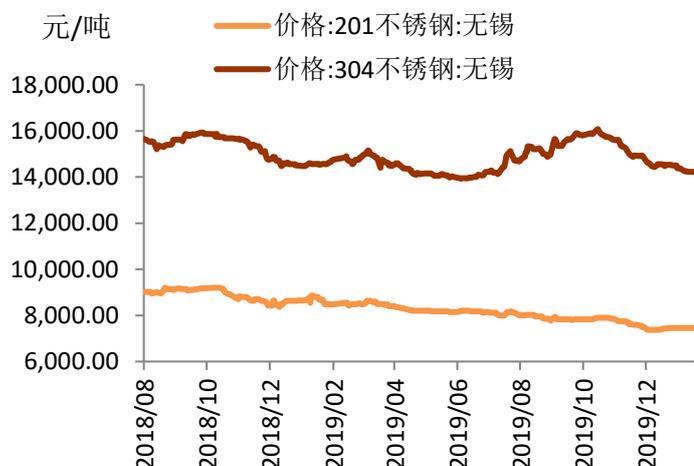
图表 2 国内外镍库存情况



资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 3 国内不锈钢价格走势

图表 4 国内镍铁进口情况



资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

锌：短期累库压力凸显，中期基建托底值得期待

我们将从对锌产业链的分析，推导供需结构的变化，来阐述疫情对锌产业链的影响。

从上游矿山方面来看，据机构调研，国内大部分矿山按照惯例在春节期间连续生产，尤其是大型矿山开工相对稳定，疫情的爆发影响主要集中于春节检修或停产放假的企业。通常，该类企业最晚在正月十五之前完成复工，但今年因疫情爆发，企业组织复工面临了地方政府管控、人员回流、物流延迟等一些困难，实现正常产出水平估计会继续推迟至2月底或更晚。同时，在疫情较为严重及防控措施严格的湖南、河南、江苏、陕西、浙江等省份，部分矿山复产时间仍不明晰，需等待政府通知、批准。不过这些地区铅锌矿山产量占比并不大，影响相对有限。

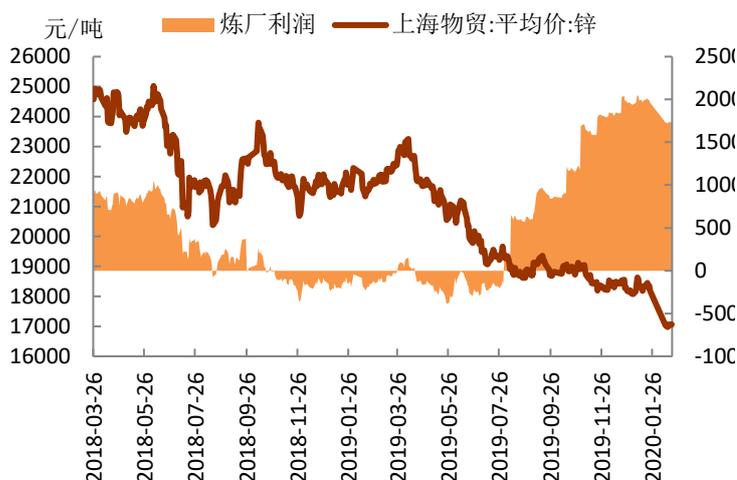
从冶炼端来看，炼厂利润可观，假期企业多正常生产。SMM数据显示，1月精炼锌产量53.45万吨，环比减少0.47%，同比增加23.1%。国内部分冶炼厂趁假期检修，如湖南太丰、湖南蓝天化工、红河合众锌业，不过也有如株冶、豫光等炼厂产量爬坡至满产。受疫情蔓延影响，国内公路运输受限，对炼厂的原料、成品及硫酸库存均形成挑战。据悉春节假期期间，社会库存增加6万吨，但炼厂库存累积近8万吨。同时，据了解，年前大多数炼厂原料备库增长有限，部分企业维持20-30天左右，因进口矿较充足，炼厂采购方便，但运输管制后，厂家面临到厂难的问题，个别地区TC下调。据SMM数据，2月份国内锌矿自产加工费为6000-6500元/吨，环比下跌了25元/吨；进口锌矿加工费290-330美元/干吨，环比持平。此外，因运输受阻及下游用酸企业开工延后，导致硫酸明显滞销，炼厂硫酸降价销售仍难有效化解胀库压力。从硫酸胀库的地区及外运方向来看，北部地区有较多的硫酸流向是湖北、湖南等地。据陕西、河南地区冶炼厂反应，湖北方向的发运量几乎占到企业的90%左右。上周河南某锌年产量为30万吨的大型冶炼厂就因硫酸涨库而宣布减产50%，若运输瓶颈继续，后面将有更多的炼厂减产。

疫情对消费端的影响最为直接。由于春节放假，下游企业大部分在一月中旬就已经停工，镀锌产能利用率一直维持在相对较低的位置。据SMM调研，1月镀锌开工率为50.68%，环比下降34.84个百分点。在疫情的影响下，锌下游企业开工的时间一再延迟。预计20号以后会有大规模的复工情况，而恢复正常水平预计到3月中下旬。消费的暂时缺失，导致此轮春节累库量和累库时间将明显超出节前预期。同时，伦锌库存止跌回升，抑对锌价构成压制。

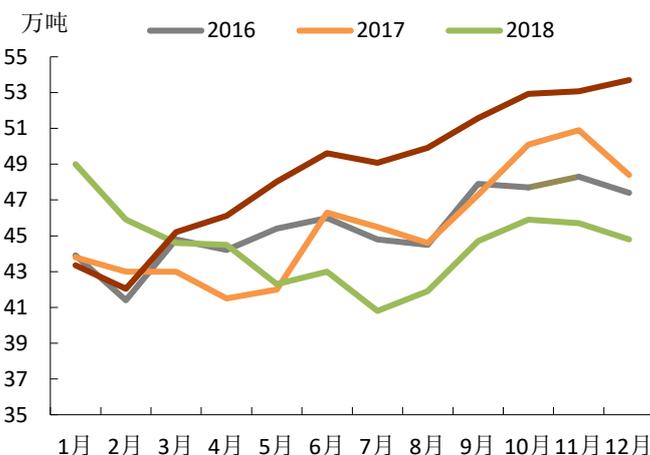
从政策层面来看，今年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，政府多次发出信号，要保持经济平稳运行和社会和谐稳定。要加大宏观政策调节力度，更好发挥积极的财政政策作用，或暗示后续还会有较强的刺激措施。从本周卫健委公布的数据来看，湖北在快速消化感染人群的存量，新增确诊人数持续下降，湖北以外地区疫情传播受到良好的控制，新增人数已大幅下降。不少地方已出台鼓励返工的政策，包括复工奖励、包车送人等，也证明疫情一旦控制住，各地政策迅速调整，转向经济恢复。

综上所述，疫情对国内矿山生产的影响相对有限，冶炼厂面临锌矿供给、锌锭及硫酸库存积压等问题，已有企业进行主动减产操作。下游逐渐复工，预计到3月份才能恢复正常水平。同时，因疫情导致消费缺失两周有余，锌锭库存攀升幅度大超年前预期，短期的累库导致近月承压。不过2月下旬以来，全面复工的信心越来越强，市场风险意愿持续回升，且中央政策重点已转向稳经济，或暗示后续还会有较强的刺激措施。在需求回暖的带动下，锌可能会出现一波反弹行情。但长期来看，锌价会回归到基本面逻辑，在供应端增速大于需求端增速的预期下，空头逻辑兑现概率依旧较大。

图表1 炼厂利润情况



图表2 精炼锌产量

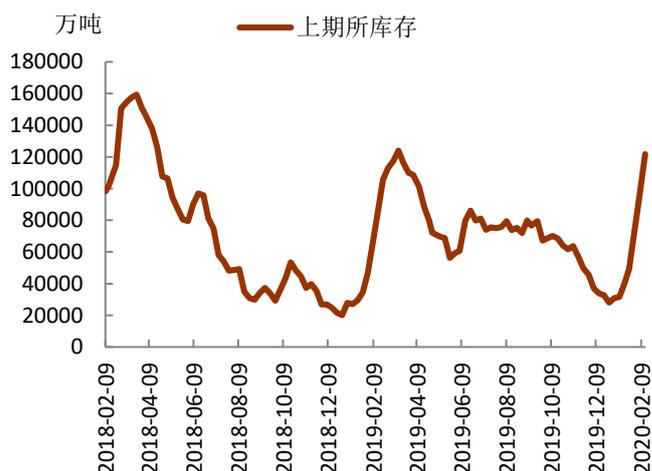


数据来源: Wind、SMM

图表3 LME库存变化



图表4 上期所库存变化



数据来源: Wind、铜冠金源期货

铅：短期炼厂减产有所提振，消费悲观拖累中期铅价

我们对铅产业链至上而下进行分析，来阐述疫情对铅产业链的影响。

敬请参阅最后一页免责声明

从上游矿山方面来看，春节假期期间，国内大部分铅锌矿山按照惯例连续生产，疫情的爆发对这一类企业的生产并未造成太多影响。受季节性影响，内蒙古北部、东北、西藏等高寒地带，一些矿山处于停产状态，相比往年，尚未受到实质性影响。据安泰科统计，疫情爆发后，国内有 53% 的铅精矿产能按照计划生产，未受明显影响；约四分之一的矿山因疫情而推迟了复产时间，其中 14% 的铅精矿产能已经复产或即将复产，受疫情影响尚未复产的占到 13%；另外，还有 20% 的铅矿产能属于计划性停产，疫情对生产的影响有待观察。预计调研企业铅精矿产量较去年同期减少 1 万吨，减少的产量有限。

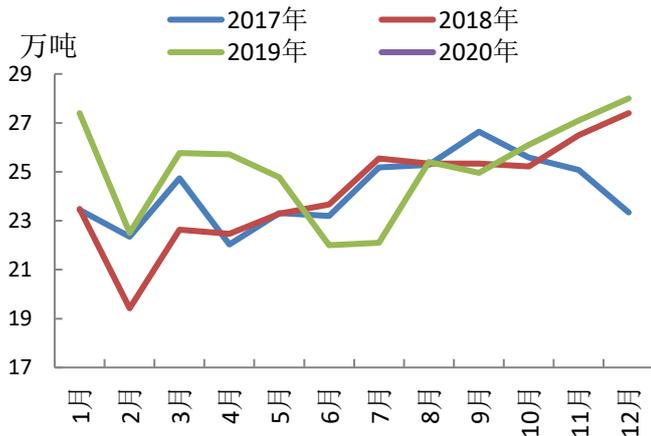
从冶炼端来看，据 SMM 数据显示，1 月全国原生铅产量为 25.7 万吨，环比下降 8.2%，同比下降 6.3%。因铅矿加工费高企，春节假期期间，除去湖南宇腾、云南振兴等企业进行设备检修，部分中小型企业放假一周左右，其他原生铅大型生产企业多维持正常生产。据悉，原生铅企业场内原料库存较充足，大部分维持在 30 天左右。不过，疫情导致各地物流管控加严，尤其是在汽运，特别是跨省运输上，造成运力紧张，导致炼厂副产品硫酸的库存持续上升，加之下游的化肥厂开工率不高，直接影响到炼厂生产的积极性，目前已有河南某大型冶炼厂因硫酸涨库而缩减铅锭产出。同时，因物流限制及下游复工缓慢，铅锭社会库存增加明显，据 SMM 数据，截至 2 月 14 日，铅锭库存为 3.87 万吨。

再生铅方面，除少部分规模型企业春节持续开工外，其他企业春节期间陆续放假，暂停废旧铅蓄电池采购。受疫情影响，再生铅企业的复产开工时间较往年相比要推迟半个月以上，多数企业反馈将在 2 月下旬复产。从再生铅利润来看，春节后现货价格大幅走低，再生铅利润直线下挫，几近平水，近日利润有所返生至 200 元/吨左右。从废旧铅酸蓄电池来看，节后废旧电动车电池价格大幅下落，较节前下跌 350 元/吨，废电池持货商在利润不高的情况下，出货积极性不高，或对再生铅复产后原料供应产生一定影响。此外，疫情也导致新增再生铅企业施工延长，降低一季度投产预期。

从下游蓄电池企业来看，疫情影响较大。铅蓄电池企业正常春节假期多为半个月，根据各地出台的政策，原定于 2 月 1 日开始逐渐复产的企业，大多数都已经推迟到 9 号及以后。特别是湖北、浙江、江苏等地区既是铅蓄电池主要生产基地，又是此次的疫情重灾区，复产时间较为不确定。目前河南、江西等地蓄电池企业逐步复工，市场交易活跃度相对好转，但工人到岗推迟，工厂生产线开工率在 30-50% 不等。此外，疫情对电池出口也构成一定拖累。

综上所述，疫情对国内矿山生产的影响相对有限，铅精矿供应正常，原生铅生产不受原料影响，但因副产品硫酸胀库导致少数企业减产，再生复产延后且一季度新增投产或不及预期。对铅需求端的影响较大，蓄电池生产、销售和出口均受到拖累。整体来看，短期炼厂减产有提振作用，但难改铅市中长期供应过剩的基本面。

图表1 原生铅产量



图表2 炼厂开工率



数据来源：Wind、SMM

螺纹：短期超跌修复，中期库存累积压力仍未释放

在此次疫情影响下，螺纹钢基本面存在 3 大现实：

现实 1：农民工返程时间拉长，工地全面复苏尚需时日

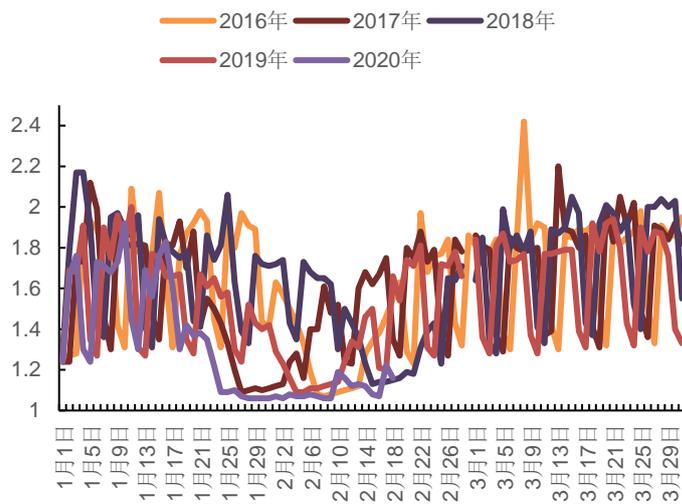
从百度迁徙数据来看，和同期相比今年农历春节后迁徙规模拐点迟迟未现，从高德城市拥堵数据来看，表现也不如同期。据了解最早复工口径虽在 2 月 10 日，但实际情况主要是以办公室复工为主，而作为螺纹钢需求主体的建筑工地依旧处于停工状态，受制于返工后隔离时间要求以及相关劳保用品的保障问题，工地复工条件更为苛刻。另外，地方政府对于企业复工复产采取分级推进，重大工程建设及房地产等建筑企业复工安排在第二、第三批次，目前第二类还正在推进中。因此工地停摆导致螺纹终端需求真空是当下现实情况之一，而复工后不同类型企业生产恢复进度亦不同，据 Mysteel 调研了解，71.8% 的金融投资企业和 52.2% 的仓储物流企业立即能正常生产经营，恢复速度相对较快；52.2% 的仓储物流企业和 47.6% 的贸易流通企业，立即能正常生产经营，恢复速度一般；33.1% 的生产制造企业和 25.9% 的下游终端企业立即能正常生产经营，恢复速度相对较慢。综合来看，终端需求全面复苏尚需时日，恐怕没预想之中来的那么快。

图表 1 百度迁徙规模指数



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

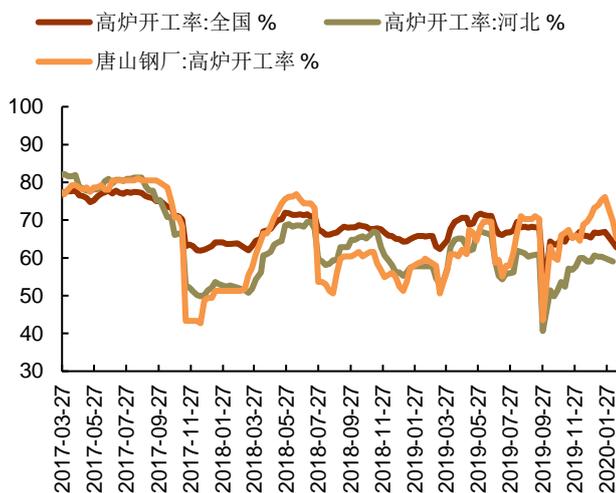
图表 2 高德上海拥堵指数



现实 2: 长短流程产量收缩, 钢厂处于不饱和生产状态

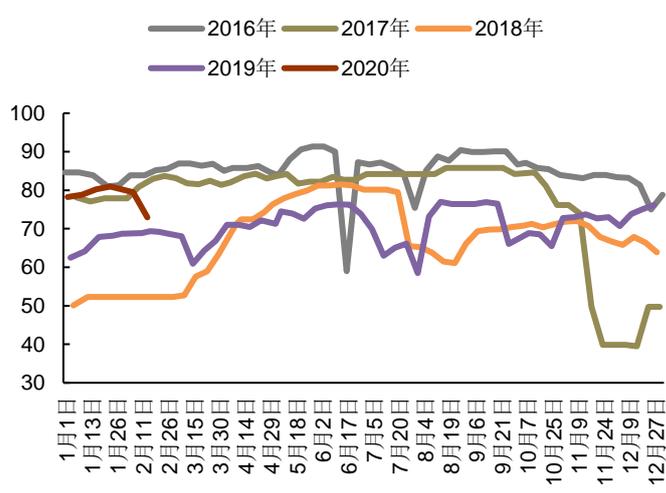
长流程方面, 截至 2 月 14 日当周全国高炉开工率 62, 71%, 较年前下滑 3 个百分点, 唐山高炉开工率 65.22%, 较年前下滑 11 个百分点, 唐山产能利用率 72.94%, 较年前下滑 8 个百分点。短流程方面, 利润水平处于小幅亏损状态, 叠加假期延长效应, 整体开工处于放假状态, 产能利用率持续下滑。总的来看, 长短流程产量均出现不同程度收缩, 钢厂多处于不饱和生产状态, 全国建筑钢厂螺纹周产量较年前下滑 14.1%至 264.15 万吨。

图表 3 高炉开工率

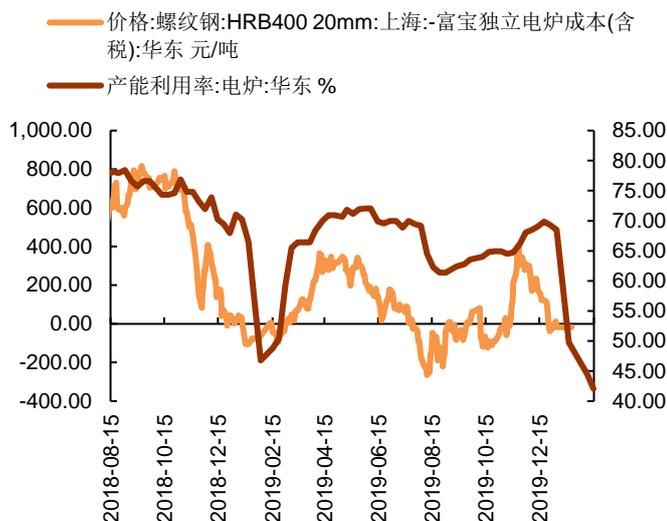


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

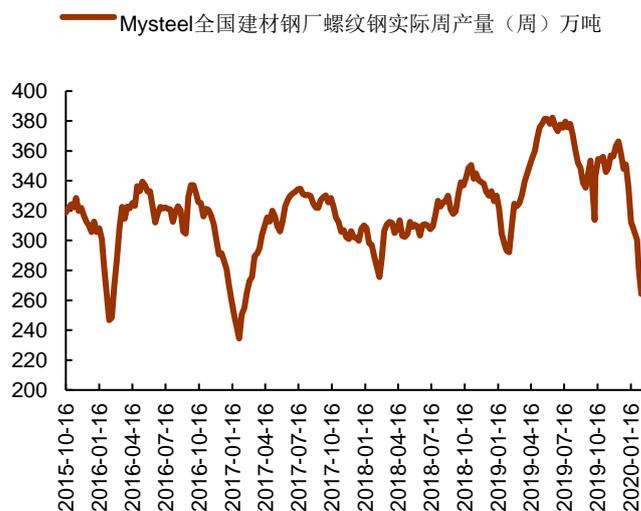
图表 4 唐山钢厂产能利用率



图表 5 电炉利润及产能利用率



图表 6 建筑钢厂螺纹周产量

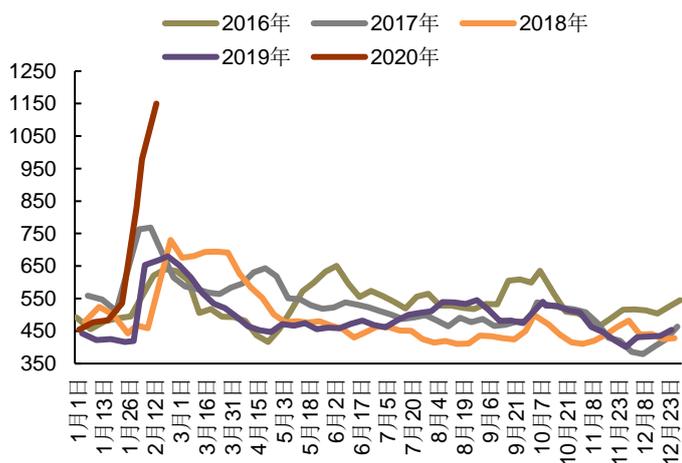


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

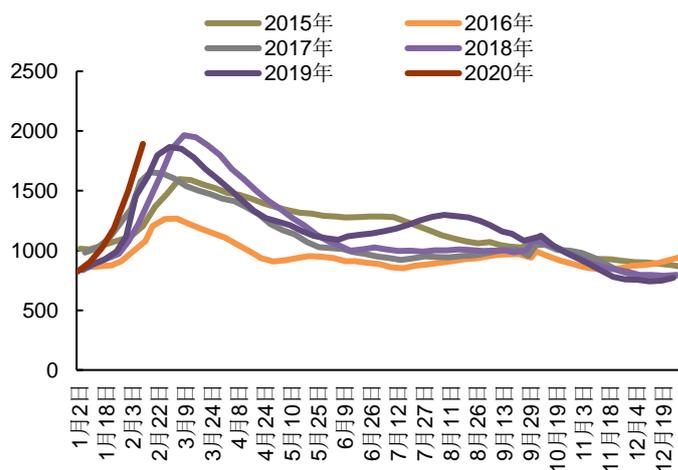
现实 3: 供应减量不抵需求滑坡, 厂库社库双双累积至高位

库存方面来看, 截至 2 月 13 日当周 5 大钢材社库环比增长 15.8%至 1892.98 万吨, 厂库环比增长 17.4%至 1150.02 万吨, 两库共增长 16.47%至 3043 万吨。其中, 螺纹钢厂库环比增长 21.5%至 623.09 万吨, 螺纹钢社库环比增涨 16.9%至 996.57 万吨, 总库存合计增长 18.64%至 1619.66 万吨。因春节期间正常生产, 加之终端运输及需求受阻, 钢材厂库暴增至历年高位, 钢厂正面临一轮胀库压力。现阶段由于需求释放延后, 库存仍处于持续累积过程之中。

图表 7 钢厂库存

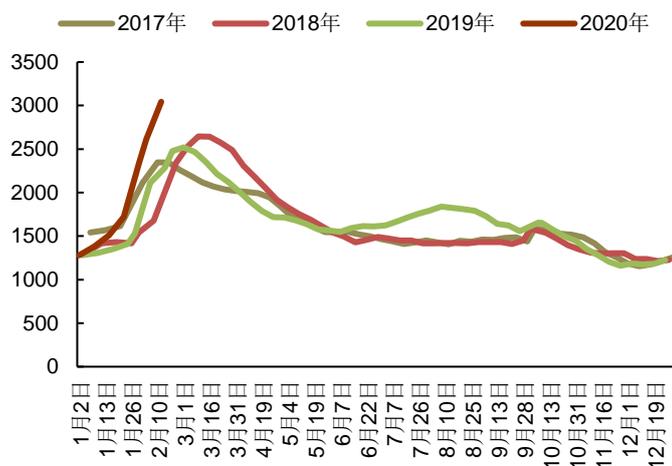


图表 8 社会库存

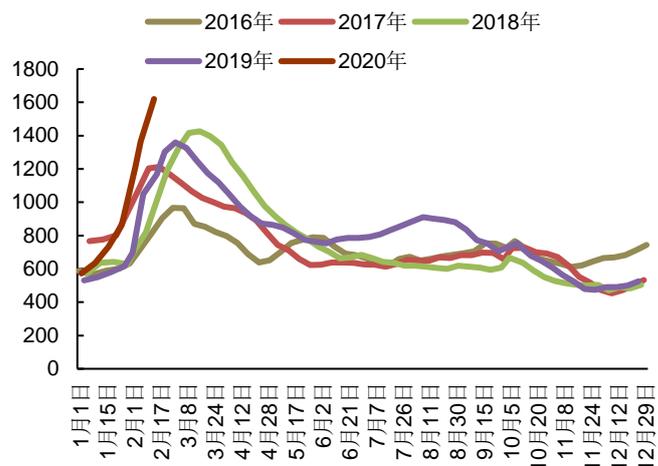


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 9 钢材总库存



图表 10 螺纹钢总库存

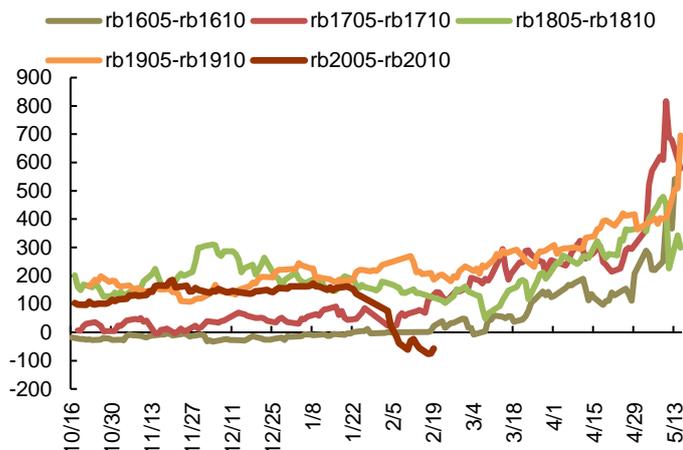


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

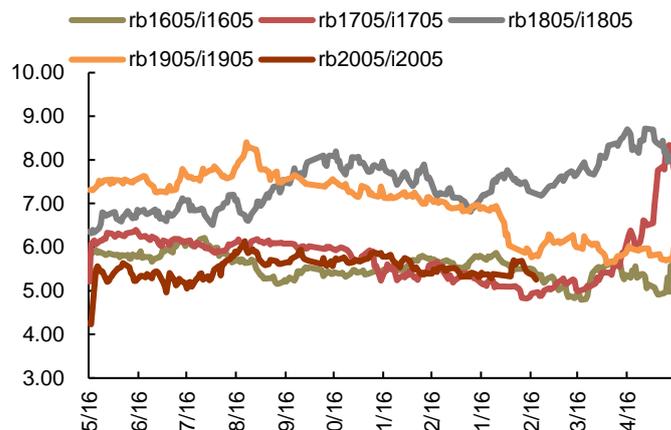
综上,在疫情影响下,钢市终端需求短期难以迅速修复,供应减量不及需求滑坡,库存高累仍未有见顶势头。因此客观来说,螺纹钢基本面存在上行压力。而因现货成交尚不活跃,期市波动更多源于市场预期。目前主流有三大预期:1、政策宽松,宏观逆周期调节有望加码 2、需求释放只是延后,并未消失 3、厂库高累,钢厂存进一步减产可能。我们认为以上预期主要驱动于价差层面,在春节过后螺纹 5-10 价差一度收窄,反应远月乐观预期,而钢厂减产预期则体现在螺矿比价的收窄之上,市场倾向于通过走打压高炉利润以促使钢厂减产的路径。

我们估算表观需求拐点可能出现在 3 月中下旬,届时反套注意止盈。单边方向上我们对钢市持悲观态度,大的形势上一季度房地产新开工并不乐观,终端需求存在下滑趋势,供需指标亦显示钢价正处于高估状态,因此短期反弹或仅为预期修复,风险点重点关注复产进度快慢以及疫情向下拐点。矿价以跟随钢价波动为主,风险点主要源自于海外矿山受天气影响后的复产进度。

图表 11 螺纹 5-10 价差

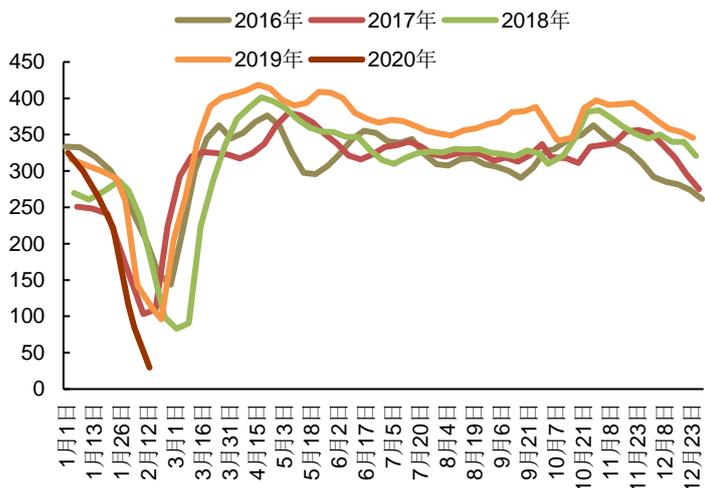


图表 12 5 月合约螺矿比价



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 13 螺纹周度表观消费量



图表 14 螺纹供需指标



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

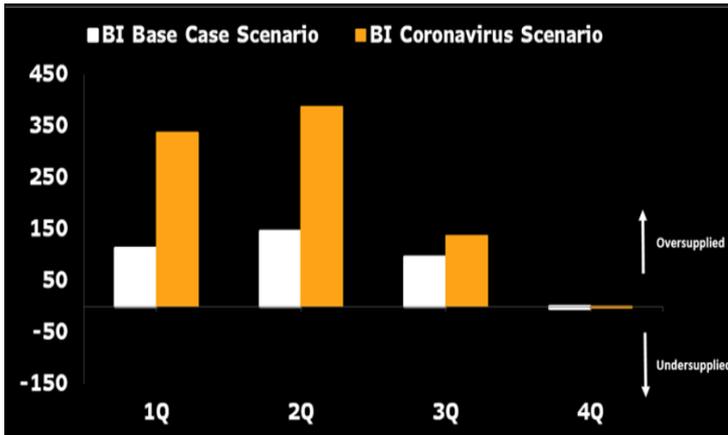
原油：预计需求下降 30 万桶/天，油价可能进一步下跌

首先，我们参考了各大机构对疫情冲击下原油需求变化的预测。其中 OPEC 下调原油需求 44 万桶/日，Rystad Energy 下调原油需求 28 万桶/日，摩根士丹利下调原油需求 15 万桶/日。我们取其均值后，在彭博情景分析里开始计算此次疫情对潜在需求的冲击。

换言之，我们的假设数据是，中国的原油需求增长下降一半（下降 30 万桶）。即到 2020 年，中国的石油需求每天将仅增加 28.5 万桶，为自 2009 年以来的最低水平。对经济活动和需求的影响最终将取决于疫情的爆发范围和持续时间。与 2003 年非典爆发相比，这次对全球石油需求的影响可能更大，价格影响可能超过 4 美元/桶。因为中国的石油需求现在约占

全球需求的 14%，而在 2003 年非典肆虐时，中国原油需求只占全球原油需求的 6%。也需要注意的是，2003 年第一季度发生了美国对伊拉克的入侵，某种意义上抵消了非典对石油价格的影响。图表 1 展现了我们的情景分析，白色柱子是没有疫情时对今年四个季度原油供求的预测，而黄色柱子是发生疫情后对原油供求的预测。柱子往上则是供过于求的程度。可以看到，供过于求的情况或在第二季度继续发生甚至达到顶峰，而在第四季度得到缓解。

图表 1 全球石油供应需求情景



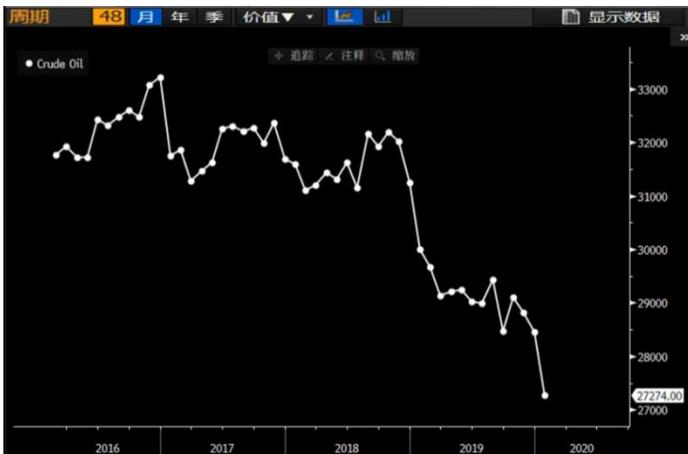
图表 2 原油前景展望



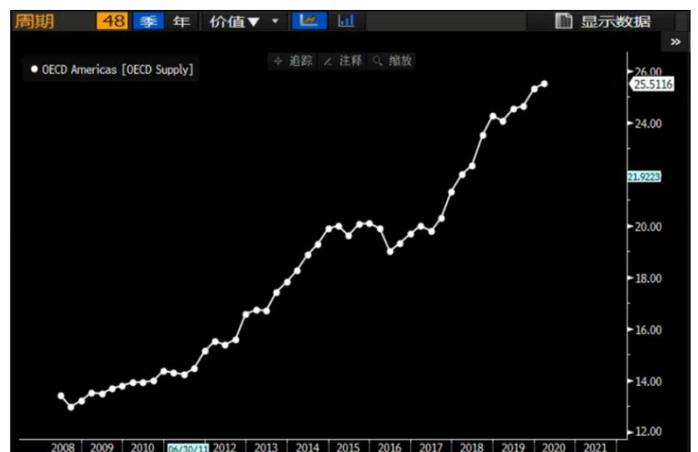
数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

同时，需求走低将降低原油价格预期。在图表 2 中展现了各大研究机构对原油价格的展望的统计，绿色的柱子代表分析机构认为的价格，尽管平均值显示 2020 年布伦特原油将达到 62.2 美元/桶左右，但我们也看到，左边绿色柱子的高度明显高于右侧，这代表了分析机构较为悲观的预期——最低的预测价格甚至达到 53 美元/桶。根据此前的全球石油需求的情景分析（发生疫情），全球原油需求可能会降低到 90 万桶/日，这将是全球连续第二年需求增长不足 100 万桶/日。相比之下，我们假设的基本情况（没有疫情），平均每日供需到 2020 年将超过 100 万桶，这将使石油市场保持平衡并支持稳定的价格前景。

图表 3 OPEC 减产情况



图表 4 美国原油供应增加情况



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

同时, 我们还需要考虑 OPEC 的状态。沙特阿拉伯能源部长指出, OPEC +可能因为疫情导致的油价下跌而采取行动。如果油价进一步下跌, OPEC+可能召开紧急会议, 并决定在持续限制的基础上进一步限制产量。这里我们也要注意, 我们在图表 1 里分析的基本情景(没发生疫情)里就包含了 OPEC +可能的减产。我们唯一要计算的是额外的减产。今年年初 OPEC 和非 OPEC 产油国深化减产生效, 把减产额度从现在的每日 120 万桶上调至每日 170 万桶。但我们也同时注意到, 尽管 OPEC 正在减产, 而美国原油正在增产, OPEC 的减产很大程度上被美国原油的增产所抵消。

综上所述, 疫情之下, 原油需求可能下降 30 万桶, 原油价格可能下跌 4 美元。即使 OPEC 的减产举动也难以提振油价。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。