



金瑞网站: [www.jrqh.com.cn](http://www.jrqh.com.cn)

## 目录

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| <b>一、行情回顾——深蹲跳起</b>          | <b>5</b>  |
| <b>二、基本面重点逻辑关注及观点</b>        | <b>5</b>  |
| 2.1 表消与终端消费的鸿沟               | 5         |
| 2.2 上下半年分化 1：下半年废铜供应环比回升     | 6         |
| 2.3 上下半年分化 2：产业或被动去库 对表消形成拖累 | 7         |
| 2.4 精矿库存再压缩：对 H2 精铜产出构成直接影响  | 7         |
| 2.5 下半年铜市场展望                 | 8         |
| <b>三、疫情后复苏是全球市场的主旋律</b>      | <b>9</b>  |
| 3.1 美国经济仍显韧性                 | 9         |
| 3.2 投资类拉动中国经济率先复苏            | 10        |
| 3.3 疫情之下经济周期特点               | 12        |
| 3.4 大类资产走势                   | 12        |
| <b>四、需求弱复苏 内外仍有分化</b>        | <b>13</b> |
| 4.1 境内消费：投资类消费有韧性 消费类寻回补     | 14        |
| 4.1.1 政府投资主导占比大，消费结构显韧性      | 14        |
| 4.1.2 疫情影响消褪，终端消费回归复苏周期      | 14        |
| 4.1.3 建筑行业：地产竣工周期重拾升势        | 15        |
| 4.1.4 汽车行业：政策刺激加码，汽车开启复苏阶段   | 16        |
| 4.1.5 空调行业：炎夏助力 需求回补         | 18        |
| 4.2 海外疫情冲击有延迟，7、8 月出口恐承压     | 20        |
| 4.3 境外消费：建筑有支撑，汽车恐承压         | 21        |
| 4.3.1 建筑行业：疫情冲击减弱后快速复苏有韧性    | 23        |
| 4.3.2 汽车行业：屋漏偏逢连阴雨           | 23        |
| <b>五、后疫情下有限修复的铜供应</b>        | <b>25</b> |
| 5.1 矿山：复产为主旋律，但不确定性仍大        | 25        |
| 5.1.1 疫情干扰显著，铜矿折损严重          | 25        |
| 5.1.3 待疫情褪去，铜矿重回扩张           | 28        |
| 5.2 废铜：疫情干扰不逊矿端，后续改善预期较高     | 29        |
| 5.3 精炼铜：产量预期增长，仍受限矿端边际变化     | 32        |
| <b>六、总结与展望</b>               | <b>35</b> |
| 6.1 紧平衡下的边际撬动                | 35        |
| 6.2 高位震荡 关注结构性机会             | 35        |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1: LME 铜现货结算价走势 .....          | 5  |
| 图表 2: 国内铜现货价走势 .....              | 5  |
| 图表 3: 废铜进口预估 .....                | 7  |
| 图表 4: 铜合金等进口变化 .....              | 7  |
| 图表 5: 样本企业产成品库存变化 .....           | 7  |
| 图表 6: PMI 产成品库存 .....             | 7  |
| 图表 7: 精矿库存进一步压缩 .....             | 8  |
| 图表 8: 中国炼厂精矿库存 .....              | 8  |
| 图表 9: 季度均价及预测 .....               | 9  |
| 图表 10: 铜价走势图-LME 周线 .....         | 9  |
| 图表 11: 全球 PMI 底部反弹 .....          | 9  |
| 图表 12: 全球经济意外指数 .....             | 9  |
| 图表 13: 基础建设投资 .....               | 10 |
| 图表 14: 全国 2020 年重大项目投资 (亿元) ..... | 10 |
| 图表 15: 房地产开发投资 .....              | 11 |
| 图表 16: 房地产新开工-施工-竣工面积 .....       | 11 |
| 图表 17: 本次经济危机反弹快于上次 .....         | 12 |
| 图表 18: 美国 M2 和央行资产规模大放水 .....     | 12 |
| 图表 19: CRB 现货指数回升 .....           | 13 |
| 图表 20: 铜价和中国利率保持紧密相关 .....        | 13 |
| 图表 21: 境内消费中投资类消费占比大 .....        | 14 |
| 图表 22: 上半年投资类铜消费增速下降幅度较小 .....    | 14 |
| 图表 23: 国内铜消费下半年增速预计+2% .....      | 15 |
| 图表 24: 国内汽车下半年增速预计增-4% .....      | 15 |
| 图表 25: 国内建筑下半年增速预计增长 5% .....     | 15 |
| 图表 26: 国内空调下半年增速预计增 10% .....     | 15 |
| 图表 27: 新开工数据持续走高, 对未来竣工有支撑 .....  | 16 |
| 图表 28: 汽车周期源于耐用品的特性 .....         | 17 |
| 图表 29: 19 年底汽车开启复苏周期 .....        | 17 |
| 图表 30: 13、17 年炎夏 Q3 空调销售占比高 ..... | 19 |
| 图表 31: 15、19 年凉夏空调 Q3 销售占比低 ..... | 19 |
| 图表 32: 1-5 月铜相关出口平均下滑 20%左右 ..... | 21 |
| 图表 33: 全球贸易活动快速回暖 .....           | 21 |
| 图表 34: 境外铜消费结构有差异 .....           | 22 |
| 图表 35: 欧洲建筑信心指数降幅开始收窄 .....       | 23 |
| 图表 36: 美国新开工指数疫情前处于景气阶段 .....     | 23 |
| 图表 37: 欧洲乘用车复苏不理想 .....           | 24 |
| 图表 38: 秘鲁铜矿生产受疫情干扰严重 .....        | 26 |
| 图表 39: 智利铜矿生产维持稳定 .....           | 26 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 40: 秘鲁铜出口国分布集中在亚洲.....                | 27 |
| 图表 41: 智利铜矿出口较国内进口具有领先性.....             | 27 |
| 图表 42: 欧盟废铜出口迅速下滑且转为净进口国（实物） .....       | 29 |
| 图表 43: 美国废铜净出口量同比下滑（实物吨） .....           | 29 |
| 图表 44: 中转国马来西亚废铜进口金额持续下滑 .....           | 30 |
| 图表 45: 中国废铜进口量同比明显下滑（含铜量） .....          | 30 |
| 图表 46: 精废价差回暖带动废铜制杆开工回升.....             | 31 |
| 图表 47: 马来 5 月出口至中国废铜金额仍下滑 .....          | 31 |
| 图表 48: 1-5 铜合金进口量同比大增 .....              | 31 |
| 图表 49: 下半年废铜进口将迎来改善 .....                | 31 |
| 图表 50: 国内冶炼酸价格持续低位 .....                 | 32 |
| 图表 51: 二季度起 TC 迅速下滑 .....                | 32 |
| 图表 52: 国内精炼铜产量低增速运行 .....                | 33 |
| 图表 53: 冶炼开工率处于较低水平 .....                 | 33 |
| 图表 54: 目前进口矿冶炼利润处于亏损状态 .....             | 34 |
| 图表 55: 中国炼厂精矿库存处于低位 .....                | 34 |
| 图表 56: 季度均价及预测 .....                     | 35 |
| 图表 57: 铜价走势图-LME 周线 .....                | 35 |
| 表格 1 上半年境内外铜市场变化梳理 .....                 | 6  |
| 表格 2 2020 年以来中央及地方政府陆续出台汽车消费刺激政策 .....   | 18 |
| 表格 3: 19 年年底空调复苏周期将至未至，库存距周期底部尚有距离 ..... | 20 |
| 表格 4 CBO 对各行业需求在严重情形下受到的冲击测算 .....       | 22 |
| 表格 5 欧洲多国密集发布汽车行业刺激政策 .....              | 24 |
| 表格 6 海外重点矿企纷纷下调产量指引 .....                | 27 |
| 表格 7 铜矿产量预期变化 .....                      | 28 |
| 表格 8 铜矿产量预期变化 .....                      | 29 |
| 表格 9 废铜进口 vs 剩余批文量 .....                 | 32 |
| 表格 10 废铜进口 vs 剩余批文量 .....                | 34 |
| 表格 11 境内外平衡表 .....                       | 37 |

## 一、行情回顾——深蹲跳起

纵观铜价上半年的走势可谓气势如虹，中美两大经济体疫情发酵引发全球衰退风险，导致铜价自年初 6343 美元高点，快速回落 32% 至 4318 美元。后在主要经济体坚定的政策托底之下，铜价随着中外经济的复苏走出低谷，且期间伴随着超预期的供应端疫情干扰。截止目前经济基本面中国接近去年同期，而境外同比仍有差距且面临疫情二次冲击。但铜价等资产价格的表现不仅收复失地，且更是远超预期，截止 7 月 13 日，LME 铜价收于 6429 美元，自 3 月低点以来反弹幅度接近 50%。

宏观超额流动性下的资产价格一飞冲天，与仍在复苏中的经济基本面形成鲜明对比。资产价格是否过热？又或者现实会向预期靠拢？在此我们将和大家做个汇报。

图表 1: LME 铜现货结算价走势



数据来源: wind, 金瑞期货

图表 2: 国内铜现货价走势



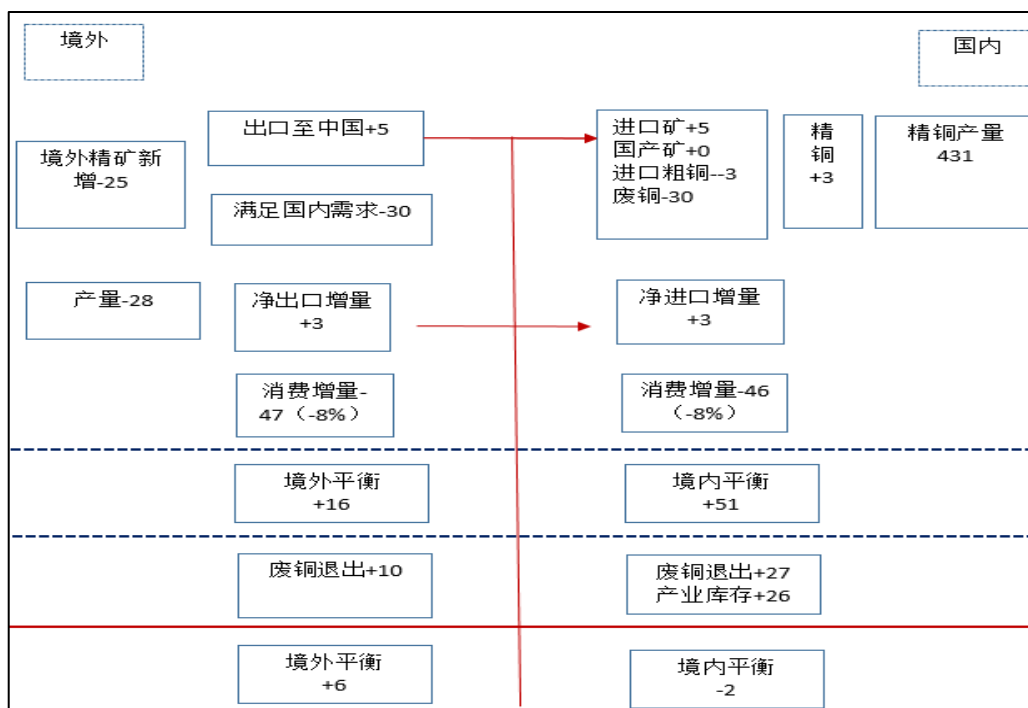
数据来源: wind, 金瑞期货

## 二、基本面重点逻辑关注及观点

### 2.1 表消与终端消费的鸿沟

**差异在哪儿？**表消与终端消费差异明显:境内外均出现表消与终端消费差异较大的局面,境内来看 1-6 月表消+3%, 终端消费-8%。境外也有近 2% 的差异。差异的主要因素来自境内外废铜的超预期折损,以及产业尤其是终端库存的累计。此外,精铜产量的折损小于原料折损,原料库存上半年大幅去库。

表格 1 上半年境内外铜市场变化梳理



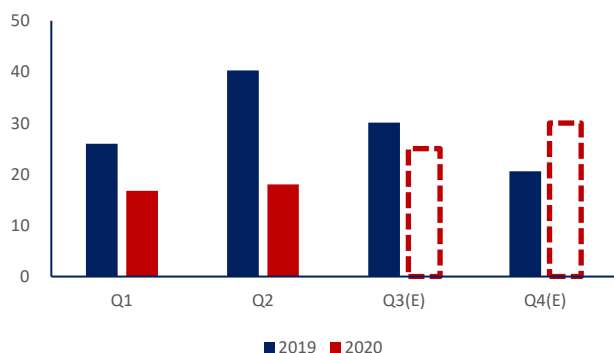
## 2.2 上下半年分化1：下半年废铜供应环比回升

国内废铜供应折损大 对消费冲击 4.5%：境外废铜回收通过进出口环节影响国内废铜进口的供应。1-6 月废铜含铜量下滑约 22 万（剔除废铜以合金形式进口的增量）。国内废铜回收的变化通过废铜直接利用企业开工率变化大致匡算，折损量约 10-20 万吨。废铜折损要么通过原料减少导致精铜减产，要么通过刺激精铜消费替代，来影响精铜表观消费。上半年来看，对消费的直接冲击约 4.5%。

下半年废铜供应环比增加，与去年同期低基数来比仍小幅增加 10 余万吨（包括以合金形式进口的废铜）。结合批文剩余量及新国标四季度实施的预期，增量主要出现在四季度。

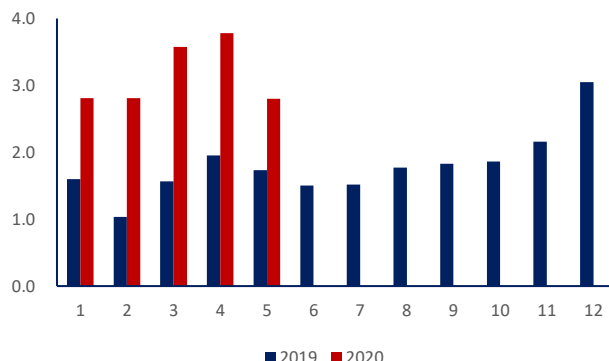


图表 3：废铜进口预估



数据来源：wind，金瑞期货

图表 4：铜合金等进口变化

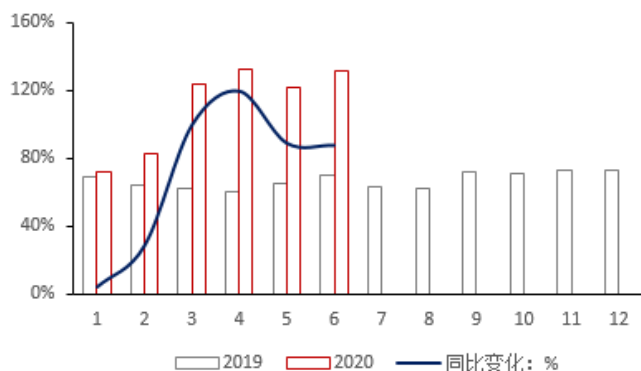


数据来源：wind，金瑞期货

## 2.3 上下半年分化 2：产业或被动去库 对表消形成拖累

年初预期工业品库存周期角度，今年进入补库存周期。在疫情+修复赶工的催化下，企业先后经历被动增库到主动增库，目前整体库存水平仍高。从下游企业产成品库存天数与体量来粗略匡算上半年产业库存增加 20 余万吨，约占上半年消费的 4%左右。结合大中小企业补库分化来看，下半年去库压力偏大。即占绝大比重线缆企业成品库存下降 1 天，对消费的抑制约 0.4%。

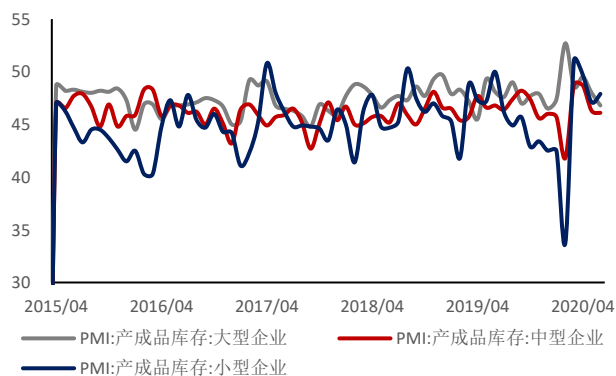
图表 5：样本企业产成品库存变化



数据来源：SMM，金瑞期货

数据来源：公开新闻整理，金瑞期货

图表 6：PMI 产成品库存

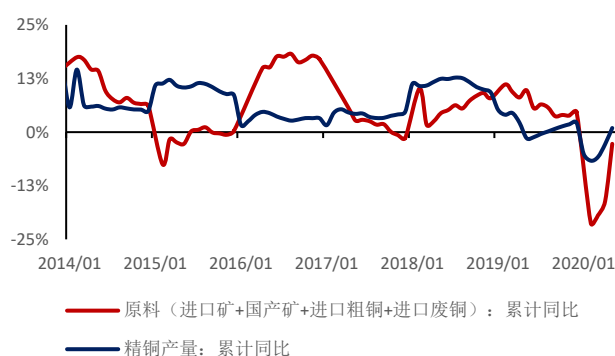


数据来源：wind，金瑞期货

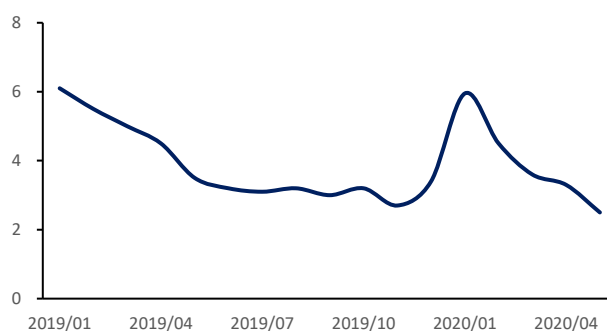
## 2.4 精矿库存再压缩：对 H2 精铜产出构成直接影响

上半年精铜+3W，而原料端（精矿废铜）-28W，冶炼原料库存进一步压缩，其中精矿库存下降较快。由于原料库存压缩至极低水平，原料端边际产量将对精铜产出构成直接影响，其中最关键的仍是矿产量潜在变量。下半年精矿生产延续修复的预期，但潜在干扰仍存。一是产矿国铜矿产量的变化，若智利下半年国家干扰率超3%，则会对精铜增量产生冲击；二是自产矿国向需求国的流转，智利和秘鲁出口数据领先国内进口数据1-2个月，5月智利铜矿出口仍下滑16%，国内7月精矿进口仍延续下滑。影响Q3原料供应

图表 7：精矿库存进一步压缩



图表 8：中国炼厂精矿库存



数据来源：wind，金瑞期货

数据来源：SMM，金瑞期货

## 2.5 下半年铜市场展望

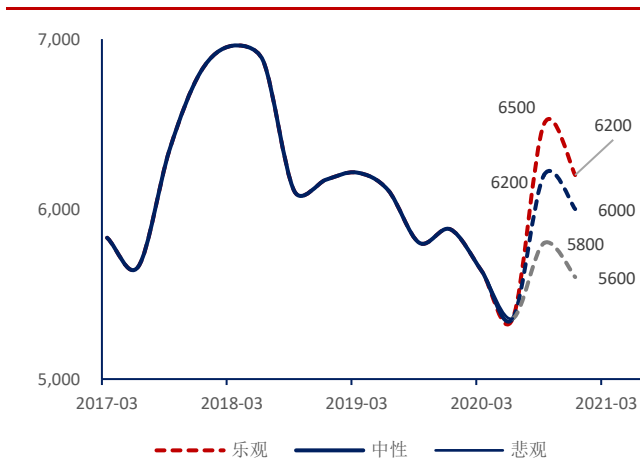
铜市紧平衡下的边际撬动：下半年全球精铜市场紧平衡预期，未来2年仍是小幅过剩（2%）。基本面持稳向好的最大动力仍来自于投资类消费，而废铜及产业补库力量在下半年或将成为表消的拖累。节奏上来，三季度仍会延续修复主题，供应端未明显修复之下，基本面仍提供坚实基础。四季度不确定性上升，经济稳定后趋向政策拐点博弈，基本面修复预期面临废铜反替代与产业库存调整的威胁，此外警惕美国大选前的外面风险的上升。

内外需共振架高铜价 但逆风犹存：下半年复苏仍是主旋律，对价格有支撑。但与09年危机时全球加杠杆后周期性复苏不同，此次经济回升斜率更陡峭，时间可能更短。国内政策基调仍是去杠杆和调结构，刺激力度及回升幅度不可同日而语，考虑到复杂的外部形势，铜价上行空间不可盲目乐观。中性来看，紧平衡预期下铜价偏强运行，下半年铜价波动区间，LME三月（5800 6800）美元，沪铜主力（46000 54000）元。均价方面，将围绕（LME三月：6200美元，沪铜主力50000元）波动。向上突破（LME3月6500美元，沪铜主力52000元）的机会来自消费超预期修复及收储，向下（LME3月5800美元，沪铜主力46000元）的驱动来自政策收紧及国际关系的恶化。



风险:向上风险来自消费超预期、收储,向下风险来自政策收紧及美国大选前的外部扰动。

图表 9:季度均价及预测



数据来源: wind, 金瑞期货

图表 10: 铜价走势图-LME 周线



数据来源: 博易大师, 金瑞期货

### 三、疫情后复苏是全球市场的主旋律

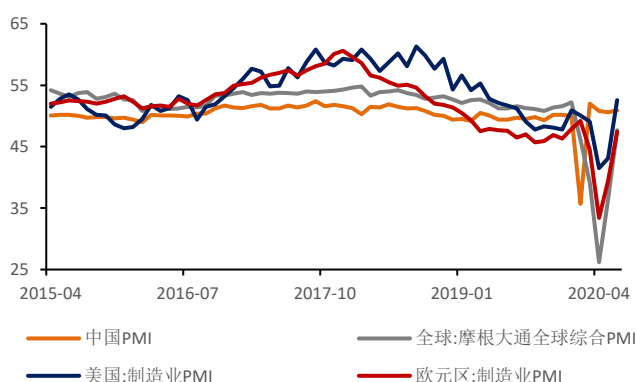
全球仍处于复苏的进程之中,中国受到投资类的拉动,较全球经济率先复苏。美国在开放之后经济也展现了其韧性,虽然近期受到疫情二次抬头的影响,未来内需依旧有很大恢复的空间。中长期来看,随着美联储不断的释放流动性,货币的超级宽松或将给美元带来中长期的贬值压力,弱美元和复苏周期的影响是一致的。随着下半年宽松货币的持续,后疫情复苏仍然是下半年的主旋律,对大宗商品的价格会有支撑。但是在经济恢复之后,流动性若不能及时回收或将催生杠杆过度,存在一定的经济过热后回落的风险。

#### 3.1 美国经济仍显韧性

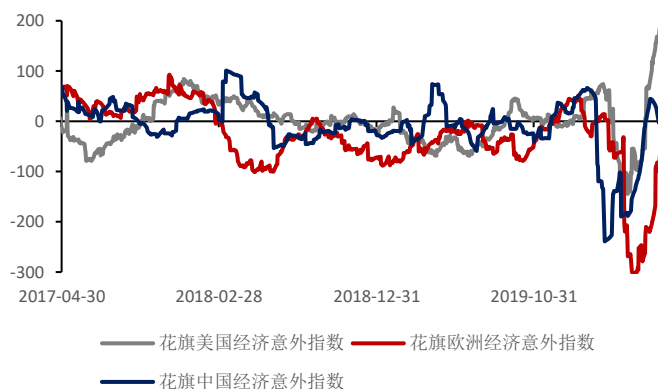
在美国经济重启后,经济已经出现了反弹的积极信号。6月份的经济数据显示得益于美国经济的重启,显示其内生增长韧性依旧强劲,和美国经济意外指数V型反弹相符。6月份美国的非农就业数据也表现亮眼,也显示美国经济重启后正在吸纳非农就业人数。6月非制造业PMI更是大幅回升至57.1,美国的经济重启对服务业而言有直接的提振。这也显示出美国经济依靠内需拉动的韧性,但当前由于美国疫情再创新高,部分州已经开始采取限制措施,近期内美国内需的恢复或又将面临不确定性,但长期经济恢复的趋势并不会逆转。

图表 11: 全球 PMI 底部反弹

图表 12: 全球经济意外指数



数据来源: Wind, 金瑞期货



数据来源: Wind, 金瑞期货

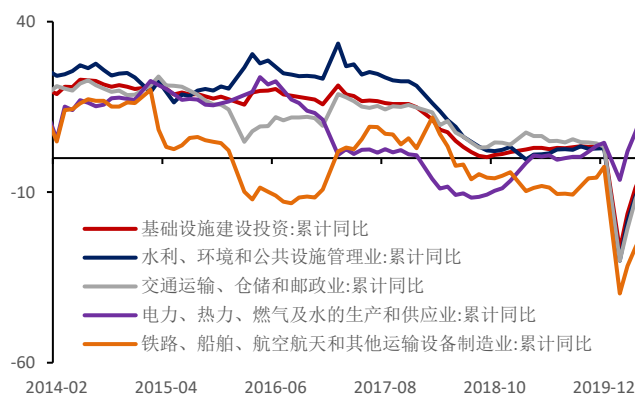
在疫情冲击下,美联储的货币政策迅速宽松,联邦基金基准利率已经下调到了0-25bp,达到最低水平。此外,同时配合大规模的量化宽松和转移支付政策,美联储的资产规模从年初4万亿规模直接推升至7万亿,直接向公开市场注入大量流动性,缓解了美国的流动性危机。美国的M2货币同比增速从年初的6.8%直接拉升至当前的23%增速,大规模的货币投放造成了流动性的充裕。同时通过直接向民众每人发放1200美元补助金,支撑美国国内的消费。美国的这一波宽松政策十分强劲且迅速,缓解了部分美国经济下行的势头,但同时也极大的增加了美国财政的压力。从美国当前的状态来看,经济重启后各大经济指标开始有力回升,疫情再次大规模爆发,或引发部分城市再度进入封闭状态。从美国各大城市的拥堵指数来看,大部分城市的拥堵指数仅为高峰的30-50%,疫情二次抬头对于近期经济重启造成困难,但中期来看,美国内部依然有反弹的空间。

### 3.2 投资类拉动中国经济率先复苏

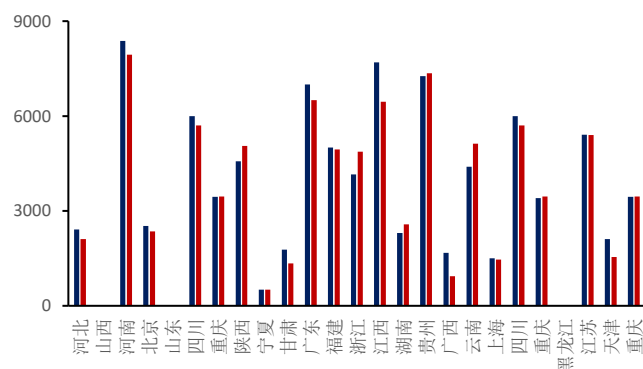
从疫情爆发之后,基建投资成为了对冲经济下行的有利抓手,国家通过扩大专项债发行、增加特别国债以及扩大赤字率等手段发挥积极的财政刺激。5月份基建投资累计同比已经从低值-27%上升到-3.3%,其中反弹最快的是电力、热力等基建板块。交通运输、水利等基础设施建设也快速反弹,铁路、传播等板块相对缓慢。整体来看,基建投资的反弹十分明显,在下半年有望继续增加,市场预期全年基建投资有望达到两位数的增长,是疫情后经济反弹的重要的动力。

图表 13: 基础建设投资

图表 14: 全国 2020 年重大项目投资 (亿元)



数据来源: Wind, 金瑞期货



数据来源: Wind, 金瑞期货

房地产开发投资来看, 疫情之后也经历了大幅反弹。5 月份的房地产开发投资额累计同比已经恢复到-0.3%, 预计在 6 月份可以转正。从细分项来看, 土地购置方面反弹最快, 5 月份土地购置累计同比已经达到了 5.4%, 土地购置方面受到的疫情冲击也最小。当前安装工程仍在低位, 5 月份的安装工程投资累计同比为-22.2%, 但环比上也在修复, 随着越来越多的施工转入竣工阶段, 预计未来的安装工程也将得到持续回升。

图表 15: 房地产开发投资



数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 16: 房地产新开工-施工-竣工面积



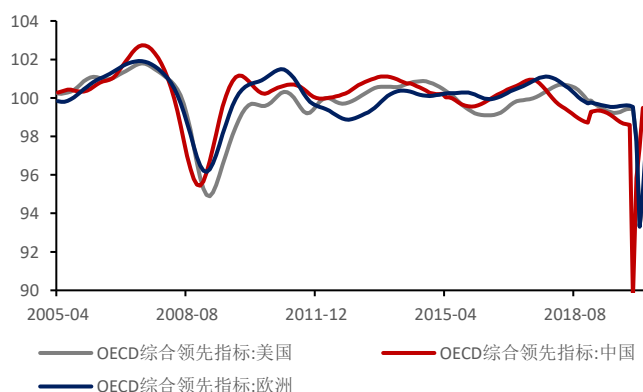
数据来源: Wind, 金瑞期货

对于房地产的销售, 疫情后同步回升。全国首套房平均贷款利率在今年以来也在经历持续下滑, 对于商品房销售形成利好。但目前不同城市商品房销售已经开始出现了分化。主要表现在一二线城市商品房成交面积继续保持增长, 但三线城市已经开始乏力。而且这一分化趋势或将得到维持, 由于主要是来源于疫情对吸纳低收入群里的餐饮等服务业带来巨大冲击, 低收入群体面临巨大的收入下滑压力, 这也是构成三线城市住房需求的重要力量, 而由于下半年的就业问题依然突出, 会持续给三线城市的住房销售带来压力。而高收入群体在疫情之后恢复更快, 加上宽松的政策很容易导致资金流入一线城市的核心资产, 导致不同城市之间的分化形成, 且在未来的一段时间内得到持续。

### 3.3 疫情之下经济周期特点

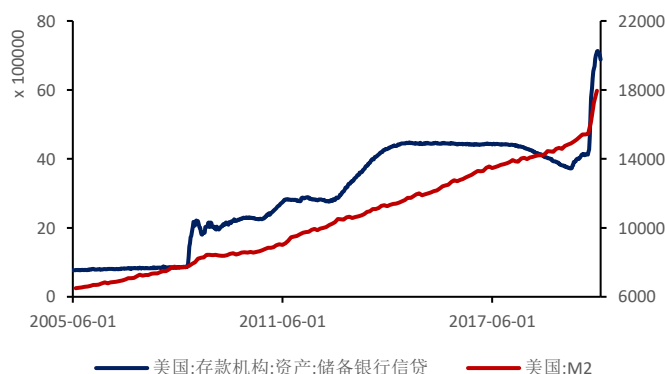
当前全球经济还在延续复苏的节奏，疫情造成的全球性经济萎缩，IMF 也预计今年全球主要国家都将进入衰退状态。但是今年的经济危机与 09 年金融危机有很大的不同，09 年是由于居民端杠杆崩溃传到至金融系统，从而引发了全球的需求端崩溃的危机，各大部门的资产负债表都急剧调整，所以经济恢复也经历了从 08-09 年长达 1 年半的时间。但是本轮疫情冲击更多的是表现在流动性上，造成各大板块的现金流危机，需求端被疫情封锁政策所限制，但并未消失，随着限制措施解除经济也更容易反弹。从 OECD 领先指数来看，09 年全球是“U”型反弹，而今年是“V”型反弹。从中国的恢复时间来看，中国经济在 2 月份受到疫情冲击以来，基本在 1 个季度后就基本恢复到正常水平，由于国外的疫情控制缓慢，导致经济的受影响程度长于 1 个季度，但整体上可以看出经济的恢复时间远小于 09 年的金融危机。

图表 17: 本次经济危机反弹快于上次



数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 18: 美国 M2 和央行资产规模大放水



数据来源: Wind, 金瑞期货

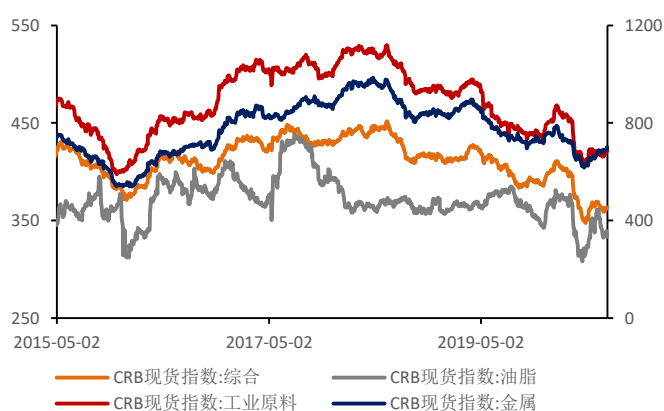
下半年全球经济仍处于复苏的通道之中，但是这一轮经济的恢复速度较上一轮危机更快，经济恢复之后全球都有大规模的货币和财政刺激，全球资本在大规模扩张之后如果没有得到及时收回，或导致全球利率敏感型的板块如房地产等带来新一轮的加杠杆。美联储释放的流动性也将向全球扩散，弱美元带来全球的资本流入增加，催生全球的杠杆增加。近日人民币的大幅升值，一方面是“美元锚”的走弱，另一方面则是外资正加速入场配置中国股市，在股市情绪的带动下，人民币汇率亦获益走强。在经济恢复之后，或将面临由于全球超宽松周期带来的过热风险。

### 3.4 大类资产走势

美元指数曾受到流动金紧张得到了大幅提振至 100 上方，当前已经下了一个台阶到了 96 的位置。从中长期来看，随着美联储不断的释放流动性，货币的超级宽松或将给美元带

来中长期的贬值压力，叠加上新兴经济体在度过疫情危机之后，美元指数更是有走弱的压力。近期人民币也大幅升值，体现了人民币的基本面的支撑。由于中国出口没那么差且进口没那么强，贸易顺差大概率维持稳定；息差也处于四年高位，金融账户的外资流入格局可以持续。因此整个跨境资本流动到结售汇的链条都有望维持稳定，汇率基本面向好且健康，虽然近期中美的摩擦仍在加剧，但基本面上中美的十债利差已经扩大到了 2.4%，套利空间加大了国部分国际资本流入中国，抬升人民币汇率。在美元走弱、新兴市场货币走强的背景下，有利于大宗商品价格的回升。

图表 19: CRB 现货指数回升



数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 20: 铜价和中国利率保持紧密相关



数据来源: Wind, 金瑞期货

全球的商品现货指数同样受益于大类资产的回升,全球的商品在货币超级宽松周期下也表现出了强力反弹,其中金属的反弹更是强于食品、油脂类现货。随着下半年宽松货币的持续,将持续带动大宗商品价格水涨船高。而铜等金属价格走势当前基本上和国内的利率走势一致,国内当前利率强力反弹,反映的也是国内经济的持续复苏。对于未来市场,流动性宽松仍然是一个对大宗商品价格形成支撑的有利因素,下半年的后疫情复苏仍然是主旋律,对大宗商品的价格会有支撑。但是在经济恢复之后,流动性若不能及时回收或将催生杠杆过度,存在一定的经济过热后回落的风险。

## 四、需求弱复苏 内外仍有分化

下半年铜消费逻辑延续修复为主。在国内消费接近去年同期,而境外仍在回血中,内外铜消费仍有所分化。境内方面,政府投资主导的消费(基建相关、建筑)占比上升表现韧性,可选类消费(汽车、空调)将在政策倾斜下叠加原有周期取得小幅增长。境外经济重启、中国出口的替代效应及行业的赶工效应将对国内出口回暖形成支撑,因此境内铜消费将表现出较强韧性,预计同比增 2% (上半年为-8%)。境外方面,由于全球疫情尚未有效控制,终端



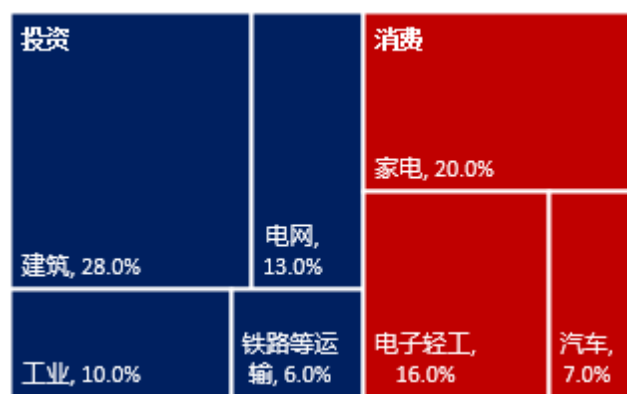
消费中建筑增长有一定韧性，但汽车复苏乏力，预计境外消费同比-3%（上半年为-8%）。全球下半年铜消费同比-0.8%，全年累计同比约-4%。

#### 4.1 境内消费：投资类消费有韧性 消费类寻回补

##### 4.1.1 政府投资主导占比大，消费结构显韧性

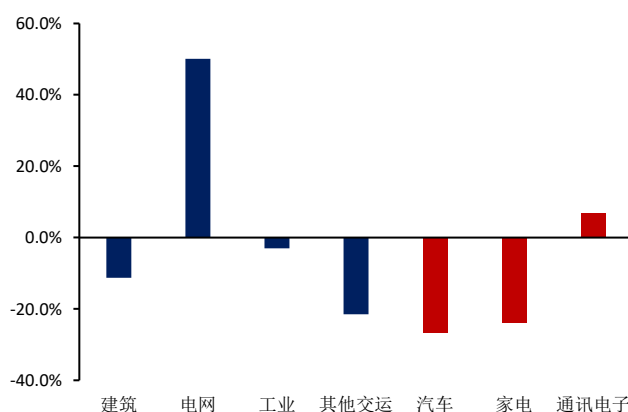
境内铜消费可以分为两大类：一是投资类铜消费约占总量的 57%，主要包括建筑、电网、铁路交通、工业四大类。由于这部分消费主要由投资驱动，受政策影响较大。另一部分为消费类铜消费约占总量的 43%，主要包括汽车、家电和电子轻工。

图表 21：境内消费中投资类消费占比大



数据来源：金瑞期货

图表 22：上半年投资类铜消费增速下降幅度较小



数据来源：wind，金瑞期货

疫情以来，政府及时加强了货币、财政政策力度，投资类消费表现出极强的韧性。今年 1-5 月建筑、电网、铁路及工业的铜消费加权增速为同比降 3.7%，显著低于境内总铜消费 8.9% 的同比降幅，有力支撑了境内铜消费。

今年《2020 年政府工作报告》中称关于财政政策和赤字的表述为：“积极的财政政策要更加积极有为。今年赤字率拟按 3.6% 以上安排”。预计今年积极的财政政策将贯彻全年，投资类消费下半年仍将表现出较强的韧性。

##### 4.1.2 疫情影响消退，终端消费回归复苏周期

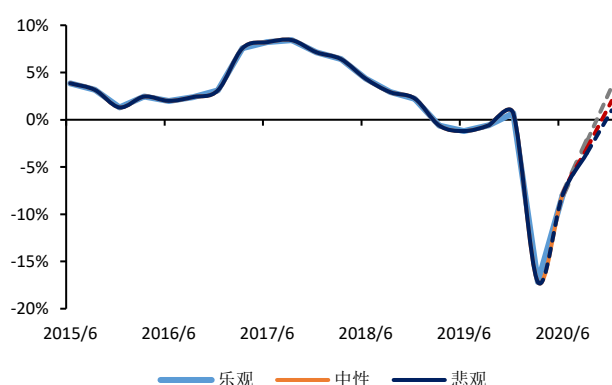
在我们 2019 年底发布的 2020 年度展望中，基于贸易风险的显著缓和以及全球央行的货币宽松的宏观判断，叠加库存周期向上、基建地产支撑投资的中观预期，我们预计 2020 年全球经济与中国经济均将较 2019 年有所改善，温和复苏。然而突如其来的疫情打乱了经济复苏的节奏，严重冲击了上半年的终端消费。



随着国内疫情控制得当，经济快速恢复，行业陆续全面复工复产，疫情的短期冲击逐渐消退，我们观察到终端消费普遍出现 V 型反转，3 月份开始降幅收窄，4-5 月恢复至去年同期水平的 90% 左右，我们预计下半年终端消费将重回 19 年底被疫情打乱前的复苏周期。

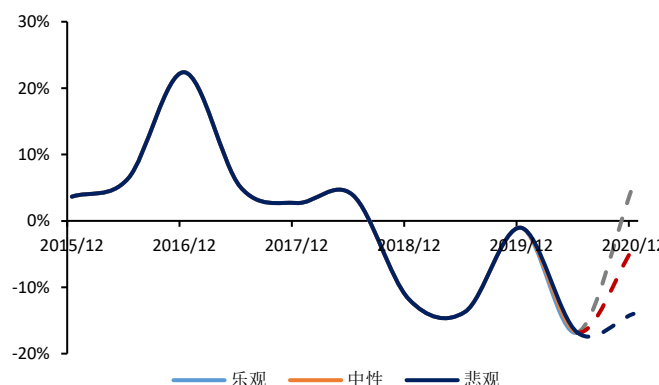
铜消费在终端消费中与建筑行业的竣工数据，汽车行业的产销数据，家电行业中的空调产量数据相关度较高，基于对核心指标及相关不确定因素的分析与估算，我们对 2020 年国内铜消费的核心行业数据预期如下：

图表 23: 国内铜消费下半年增速预计+2%



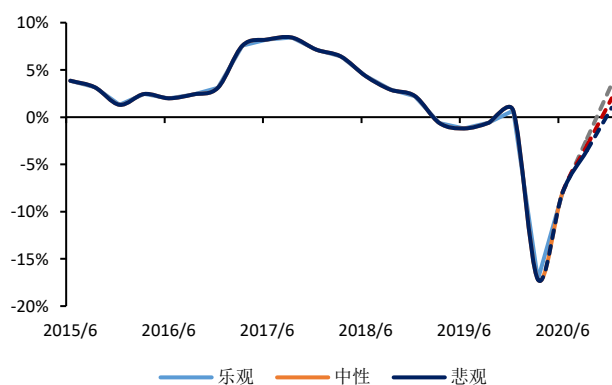
数据来源: wind, 金瑞期货

图表 24: 国内汽车下半年增速预计增-4%



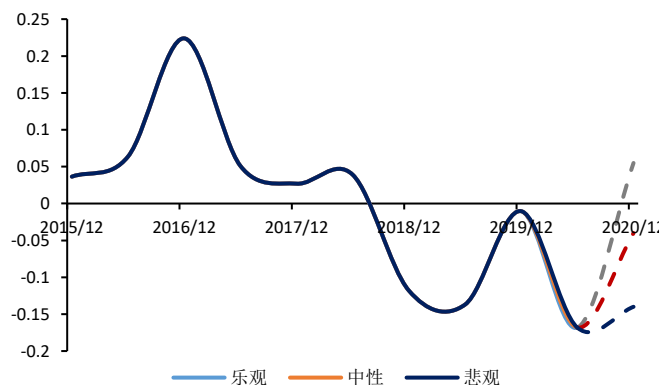
数据来源: wind, 金瑞期货

图表 25: 国内建筑下半年增速预计增长 5%



数据来源: wind, 金瑞期货

图表 26: 国内空调下半年增速预计增 10%



数据来源: wind, 金瑞期货

#### 4.1.3 建筑行业：地产竣工周期重拾升势

由于房地产企业资金滚动开发的需求，新开工数据较竣工数据有一定领先性。2008 年至 2017 年新开工约领先竣工数据 2 年-2.5 年，与交房合同周期等相匹配，但 17 年，可能由于资金端收紧导致施工放缓，精装修占比提升拉长施工周期等因素，竣工增速持续低于预期，竣工数据滞后新开工数据时长增加至 3-3.5 年。2016 年至 2019 年新开工数据持续维持在高位，与竣工数据出现较大背离，2016 年至 2019 年 6 月全国累计新开工面积 66 亿平方米，同期竣工仅 33 亿平方米。根据新开工数据领先周期估算，新开工与竣工的剪刀差将对 19 年下半年至 21 年的竣工数据形成有力支撑。实际来看 2019 年 6 月后竣工面积单月增速转正，累计同比降幅收窄，新开工与竣工背离逐渐收窄，2019 年全年竣工面积累计同比增 2.6%，17 年以来首次转正，逐步验证竣工周期向上逻辑。

疫情冲击叠加春节因素影响导致 2020 年 1-2 月竣工面积同比大幅回落 22.9%，破坏了竣工周期原有的复苏节奏。由于竣工数据具有受合同约束性较强的特点，疫情影响褪去后，3 月以来竣工面积同比快速收窄，1-5 月竣工面积同比降幅收窄至-11.3%，其中 5 月单月竣工面积同比+6.2%，首次转正。我们预计 2020 年下半年地产竣工将回归至 2019 年景气周期，H1 预计同比降-11.3%，H2 预计增 5.3%，全年预计增 0.6%。

**图表 27：新开工数据持续走高，对未来竣工有支撑**



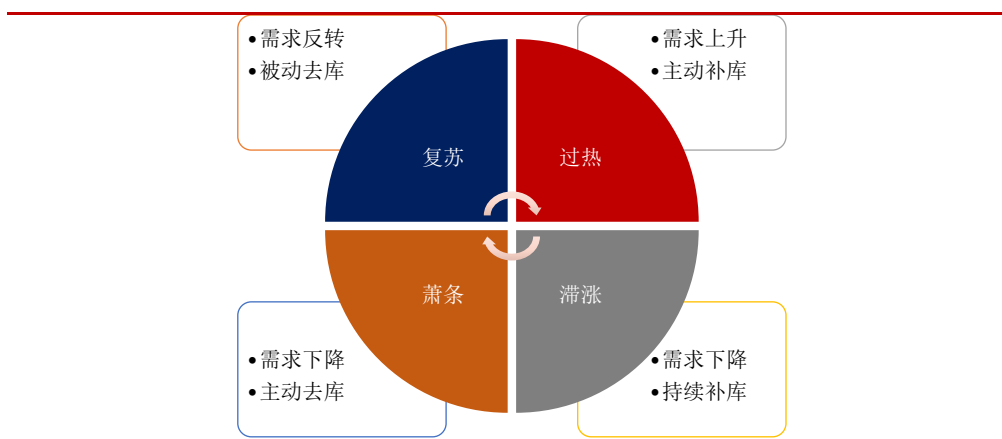
数据来源：wind，金瑞期货

地产竣工数据的不确定性主要来自于两个方面，一是政策变化可能影响资金端及调控需求。今年中央对地产的定调整体较为平稳，坚持房住不炒，未见新表述，预计政策收紧可能性不高。二是房地产供给端可能不及预期，长期制约竣工数据。2018 年、2019 年新开工数据高企，基数较高，随着棚改逐渐退潮，2020 年新开工数据预计增速不高，2019 年房企投资力度也有所减弱，供给端疲弱可能长期制约竣工数据。

#### 4.1.4 汽车行业：政策刺激加码，汽车开启复苏阶段

由于耐用品的内生性，购买和使用环节存在时间间隔，汽车行业具有较为鲜明的库存周期。如果类比库存周期框架，可以通过汽车行业销售增速和库存增速变化构建汽车周期框架。根据汽车周期理论可以看出 2012 年下半年至 2015 年上半年，2015 年下半年至 2019 年下半年，汽车行业经历了两轮完整的“复苏-过热-萧条-滞涨”的周期。2019 年下半年汽车库存持续处于较低水平，销量同比增速降幅自 6 月起持续收窄，12 月销量同比仅降 0.12%，2019 年年底处于汽车周期开启复苏阶段的前夕。

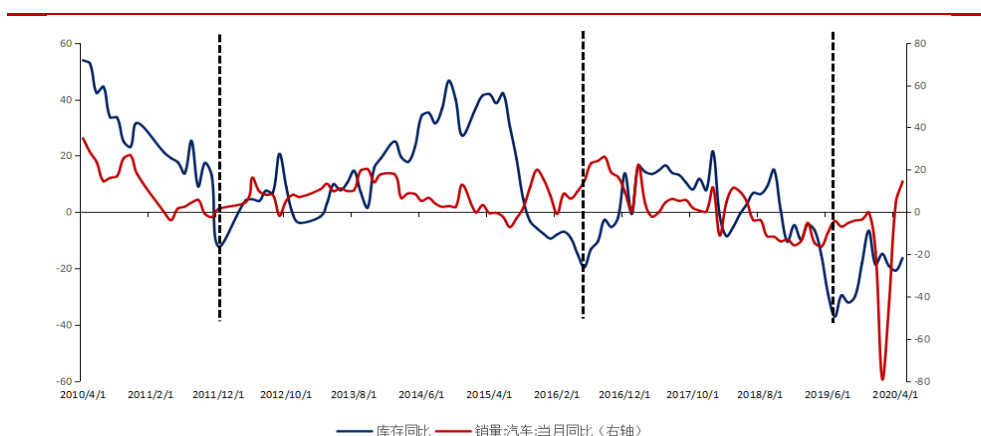
图表 28: 汽车周期源于耐用品的特性



数据来源: wind, 金瑞期货

受疫情冲击，汽车行业 2020Q1 产销活动一度几乎停滞，严重影响一季度汽车销量，2020 年 2 月销量同比降 79.1%，延后了复苏阶段的开启。随着疫情得到有效防控，汽车行业紧随建筑行业开启复工复产，3 月销量降幅收窄，4 月-5 月快速转正，恢复至去年同期水平。随着疫情对生产端的影响逐渐褪去，汽车行业累计销量增速降幅逐渐收窄。

图表 29: 19 年底汽车开启复苏周期



数据来源: wind, 金瑞期货

疫情以来中央、地方各级政府出台了多项政策，通过放松限牌限购、增加牌照、消费补贴等多维度措施，促进汽车消费，预计能对今年汽车销量有一定支撑。

**表格 2 2020 年以来中央及地方政府陆续出台汽车消费刺激政策**

| 发布机构         | 时间     | 政策内容  |
|--------------|--------|---|
| 商务部          | 2020.2 | 鼓励各地根据形势变化，因地制宜出台促进新能源汽车消费、增加传统汽车限购指标和开展汽车以旧换新等举措                                 |
| 发改委、财政部、商务部等 | 2020.3 | 促进汽车限购向引导使用政策转变，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌限额。   |
| 国务院          | 2020.3 | 新能源汽车购置税补贴和免购置税政策延长 2 年   |
| 广东省          | 2020.2 | 推动有条件的地市出台老旧汽车报废更新补贴政策，鼓励广州、深圳进一步放宽汽车摇号和竞拍指标                                      |
| 浙江省          | 2020.3 | 1) 加快老旧高排放车辆淘汰更新；2) 释放城乡汽车消费潜力；3) 大力推广新能源汽车和清洁能源汽车；4) 规范二手车流通与扩大出口；5) 优化汽车消费发展环境。 |
| 海南省          | 2020.4 | 2020 年内计划在海南省推广 1 万辆新能源汽车，购买新能源汽车享受综合补贴 1 万元/辆。                                   |
| 山西省          | 2020.4 | 轿车、SUV 及 MPV 等乘用车型，每辆奖励 6000 元；3.5 米以下微型客车及其他商用车，每辆奖励 4000 元。                     |

数据来源：公开信息整理、国务院、商务部等部委及省政府官网，金瑞期货

汽车行业的不确定性主要来源于 2020 年下半年社融数据预期的分歧。从历史数据来看，汽车销量与社融有较好的同步性。2020 上半年货币政策灵活有度，宽信用传导效果较好，5 月末，M2 与社会融资规模增速分别为 11.1%与 12.5%，都明显高于去年。但从近期央行降息降准工具运用的实际情况来看，整体仍偏谨慎。并且央行行长易纲在 6 月 18 日的陆家嘴论坛上表示，“总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出”，货币政策可能边际收紧，影响社融增速，进一步制约汽车消费。

综合考虑以上因素，2020 年下半年汽车行业将大概率进入弱复苏阶段，较上半年持续改善。但考虑到 6-8 月通常是汽车销售的淡季，我们预计 2020 年全年汽车销量同比增速约为-10%，H1 预计同比增速为-16.4%，H2 预计同比增速为-4%至-5%。

#### 4.1.5 空调行业：炎夏助力 需求回补

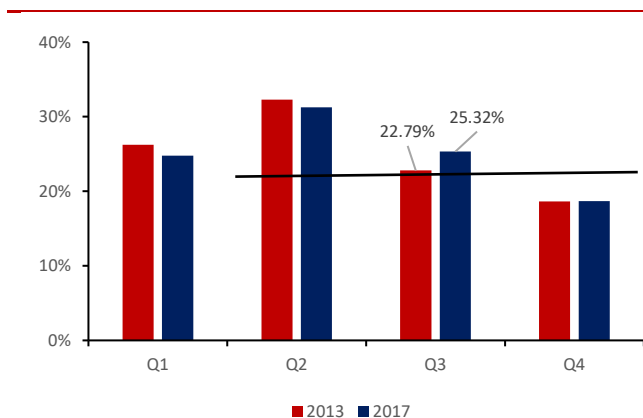
空调需求可以简单拆分为几个因素，一是城镇新增，这部分的新增一半来自于新增商品住宅对应的销量，与地产增速波动较为相关，约占总需求的 12-15%。另一半城镇新增来自于城镇保有量的提升，主要取决于天气和收入等情况，约占总需求的 13%-15%。

二是农村新增，农村当前保有量水平较低，本身就有一定增长韧性，但是也受天气、农村居民收入情况、消费刺激政策等因素影响，2017-2019 年这部分需求持续保持在较高水平，约占总需求的 20% 左右。

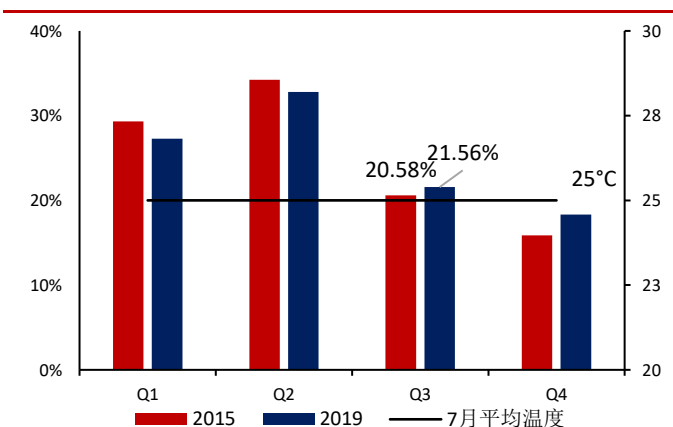
三是家电使用寿命到期后的更新需求，由于空调的使用寿命约为 8-10 年，这部分需求主要与 10 年前的家电销售水平有关，占总需求比重约 50%。

天气是今年支撑空调销量的重要积极因素，对城镇新增需求中的城镇保有量上升需求、农村新增需求有所提振。今年由于没有厄尔尼诺现象属于炎夏，预计气温与 2013、2017 年相同。对比将 2015 年和 2019 年凉夏（7 月平均温度 25 度）的数据与 2013、2017 年炎夏（7 月平均温度 27 度）的数据，Q3 空调销量占比明显更高。预计高温将刺激 Q3 的更新需求，同步推高经销商库存，Q3 销量占全年比重将有所攀升，能有效支撑下半年销量增速。

图表 30: 13、17 年炎夏 Q3 空调销售占比高



图表 31: 15、19 年凉夏空调 Q3 销售占比低



数据来源: wind, 金瑞期货

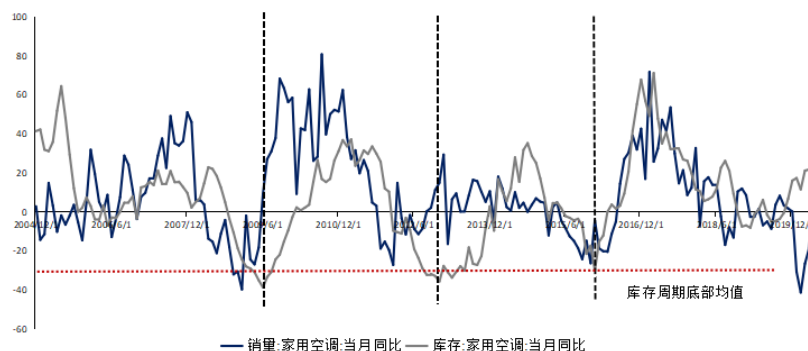
数据来源: wind, 金瑞期货

而今年空调销售的主要不确定性主要是疫情因素可能影响居民收入，对农村新增需求、城镇新增需求中的城镇保有量上升需求可能有冲击。空调需求中的城镇保有量提升与农村新增需求（约占总需求 40%）受收入变化影响。如果居民财富与就业情况进一步恶化，很可能抑制新增需求，制约销量增长。

预测空调行业销售的另一个思路可以从空调行业本身的库存周期出发。空调行业在淡季生产，旺季销货，因此库存数据的周期性较为鲜明，通常一个周期内有完整的“主动补库-被动补库-主动去库-被动去库”的阶段。经过 17-18 年高温天气叠加周期影响，空调销售大幅放量后，空调行业完成了主动补库到被动补库的阶段，自 18 年下半年起，空调企业开始陆续主动去库，主动去库一直持续到 2019 年，参考历史上库存周期的去库幅度来看，2019 年

Q4 库存水平距离库存底部均值水平仍有距离, 复苏周期将至未至之时, 如果没有疫情冲击, 预计主动去库仍将持续一段时间, 我们对空调企业的实际调研情况也印证了我们的猜测。

**表格 3: 19 年年底空调复苏周期将至未至, 库存距周期底部尚有距离**



数据来源: wind, 金瑞期货

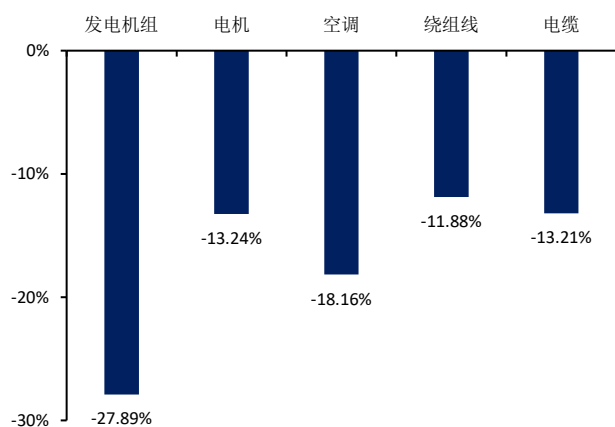
2020Q1 以来受疫情冲击, 零售场所人流下降, 商品房装修需求、交付延后, 导致家电销售同比降 37%, 4 月空调终端销售累计同比下滑 44%, 严重扰乱了原本的复苏节奏。随着疫情控制有力, 商品房交付、装修需求、零售等活动快速恢复, 由于部分空调新增需求为刚需, 销售快速回暖, 二季度销量同比收窄。预计随着疫情影响消退, 竣工数据温和复苏, 空调销售将回归 2019 年底的衰退周期尾部, 库存仍有一定下行压力。综合以上因素, 我们预计今年空调销量全年同比下滑 7%, 上半年销量下滑 18%, 下半年同比增长约 8%-10%。

#### 4.2 海外疫情冲击有延迟, 7、8 月出口恐承压

今年以来, 1-2 月, 国内疫情导致经济活动暂停, 出口一度停摆。3 月初后国内复工复产, 外贸企业开始兑现一季度订单, 叠加防疫物资出口有托底作用, 尽管 3-5 月海外疫情逐渐蔓延, 出口仍屡超预期, 3-5 月出口增速分别为 -6.6%、-3.5% 和 3.3%, 展现出较强的韧性。而实际上铜的出口受疫情冲击更为严重, 根据海关相关数据, 今年 1-5 月各分项铜制品的出口平均下滑 20% 左右。

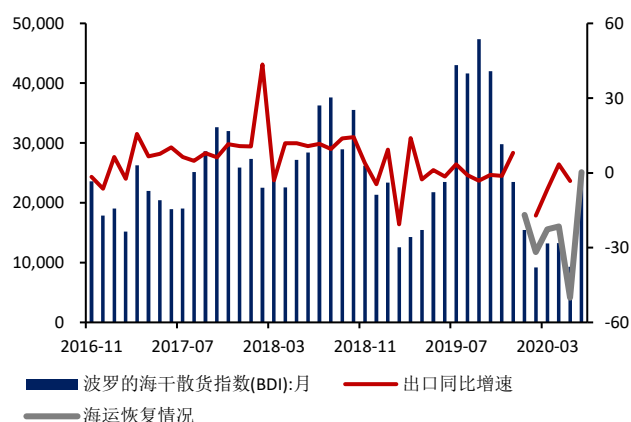


图表 32: 1-5 月铜相关出口平均下滑 20%左右



数据来源: wind, 金瑞期货

图表 33: 全球贸易活动快速回暖



数据来源: wind, 金瑞期货

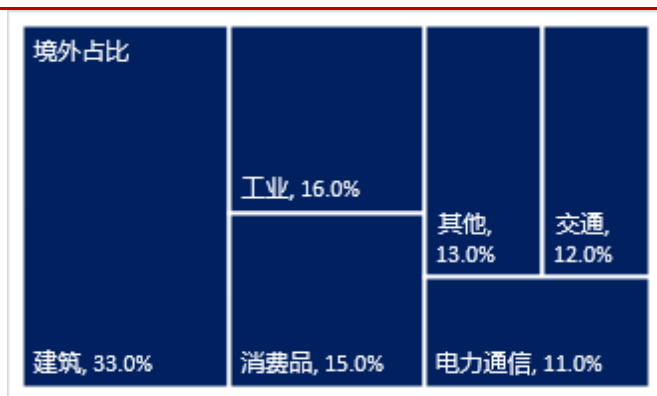
空调出口的赶工行为对铜相关出口有一定支撑。根据我们对空调厂商的实际调研,企业普遍反应复工复产后自 3 月起开始赶工此前一季度受疫情影响积压的订单,有效支撑二季度出口回暖,预计 6 月-7 月赶工效应仍将持续。

下半年出口面临的不确定性主要包括:一是 PMI 新出口订单指数作为出口的领先指标持续出现回落。根据历史数据,PMI 新出口订单指数通常领先出口数据 3 个月左右,6-7 月的出口有空调赶工效应的支撑,Q3 尾期及 Q4 初期出口可能承压。二是第二波疫情的确诊人数远超预期。我国对在二波疫情中持续恶化的 23 个国家出口占我国总出口 35%左右,其中美国占比 16.8%。美国由于其国内复杂的政治因素,疫情仍未能得到有效控制,未来是否会对美国经济造成巨大冲击仍有待观察。三是参考 IMF 与 WTO 分别在其 6 月的全球经济展望中预计 2020 年全球贸易同比降 11.9%和降 13%。考虑到中国疫情控制有力,在新兴经济体中率先走出疫情阴霾,最早恢复复工复产,上半年所体现的进口替代性下半年仍将持续,我们预计 2020 年全年中国铜消费出口同比降 5%-8%,下半年预计同比增约 7%-12%,预计全年出口下降影响铜消费约 1%。

#### 4.3 境外消费: 建筑有支撑, 汽车恐承压

境外铜消费的结构与境内结构略有不同,建筑占比更高,空调等消费品占比较低。

图表 34: 境外铜消费结构有差异



数据来源: wind, 金瑞期货

疫情仍然是冲击外需的重要因素, 美国国会预算办公室曾在 2006 年尝试基于 2002-2003 年的 SARS 病毒对于香港经济的冲击数据, 对流行病对行业造成的潜在冲击进行测算。与新冠病毒的实际影响较为相似, 该研究假设人们会处于避免被传染而导致需求锐减。对于我们研究 COVID-19 对于欧美国家行业冲击有一定的指导意义。

表格 4 CBO 对各行业需求在严重情形下受到的冲击测算

| 行业    | 疫情冲击下的需求影响 (%) |
|-------|----------------|
| 农业    | -10            |
| 建筑    | -10            |
| 公共事业  | -10            |
| 制造业   | -10            |
| 零售    | -10            |
| 交通服务业 | -67            |

数据来源: CBO 官网, 金瑞期货

我们基于 CBO 的研究对外需进行整体判断, 并根据实际情况, 对汽车和建筑行业对疫情冲击的影响进行调整。随着下半年经济封锁放开, 各国上半年快速加码的货币政策降为生产企业提供较好的流动性支持, 消费刺激政策将在中长期持续生效, 预计对需求端最终的影响将好于 CBO 做的最差预算, 疫情对外需的影响主要是从 Q2 开始, 上半年外需同比下滑约 8%, 我们预计下半年外需下降幅度与上半年基本持平, 预计外需全年下降 8% 左右。

但值得注意的是, 从目前的抗疫情况来看, 欧洲疫情控制情况略好于美国, 美国出现二次疫情的风险较大。但考虑到在年底大选的政治背景, 特朗普重新开启封锁的可能性较小, 即使发生二次疫情, 再度出现第一次疫情冲击的情况可能性不大, 因此我们的判断主要是基于欧美等重要经济体不出现第二轮经济封锁的假设, 如果疫情急转直下, 欧美再度封锁城市, 外需可能出现显著不及预期的风险。

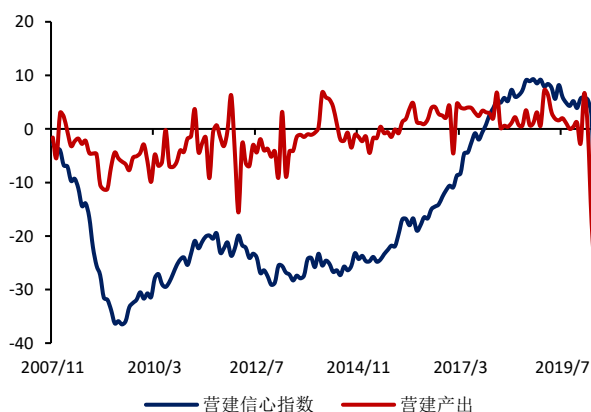
#### 4.3.1 建筑行业：疫情冲击减弱后快速复苏有韧性

建筑业主要包括基建和地产建设，受政策支撑力度较强，疫情以来各国发布的货币政策、财政政策力度远超预期，能在施工企业流动性、政府施工许可等多个方面有效支撑基建、地产建设情况。

欧元区建筑业产出 4 月环比下降 11.7%，其中法国环比下降 32.6%和西班牙环比下降 26.3%，冲击最严重。根据新订单指标，德国建筑业最具韧性，5 月新增订单仅较 3 月下降 0.8%，将对整个欧洲的建筑业有所支撑。另外我们用欧盟建筑信心指数和欧元区建筑业新增建筑许可作为先行指标预测欧洲建筑业的复工复产情况，6 月信心指数降幅率先自 5 月的 -17.3%收窄至 6 月的 -12.4%，而部分国家的新增建筑许可指标已经初现复苏迹象，德国和挪威 4 月新增许可已经高于疫情前水平。未来随着封锁政策逐渐放松，经济逐渐重启，预计下半年欧洲建筑开工、竣工将随信心指数逐降幅收窄，Q4 有望回复疫情前水平。

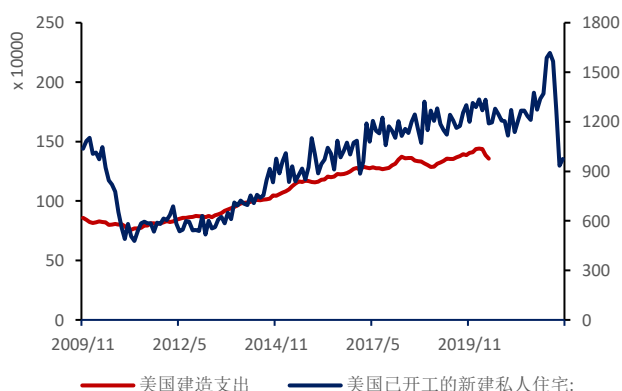
美国建筑业中新开工指数可以作为较好的领先指标。疫情对美国建筑业的影响从 3 月开始逐渐显现，3 月新开工同比下降 26.28%，4 月同比降幅略有收窄至 23.19%。根据疫情前新开工数据情况，2019 年美国建筑新开工持续向好，如果未来疫情影响能够逐渐褪去，将对美国建筑业下半年的竣工情况有一定支撑。另外一个支撑来源于美国宽松的流动性，持续的降息让住房抵押贷款利率出现较大回落。15 年期和 30 年期抵押利率分别从 19 年下半年 3.20%和 3.75%的水平回落至 2.50%和 3.03%附近，降低了贷款买房的成本，能带动一部分商品房消费。

图表 35: 欧洲建筑信心指数降幅开始收窄



数据来源: wind, 金瑞期货

图表 36: 美国新开工指数疫情前处于景气阶段



数据来源: wind, 金瑞期货

#### 4.3.2 汽车行业：屋漏偏逢连阴雨

疫情发生前，美国、欧洲汽车产销分别自 2016、2018 年开始进入不景气周期，增长乏力，美国汽车产量连续 3 年回落，欧洲汽车产销连续 2 年回落，疫情的突然冲击让本就不理想的汽车产业陷入困境。我们预计主要经济体的汽车产销 2020 年将下降 10%-15% 左右，较终端消费整体预期更为悲观。

疫情前受欧洲经济增长乏力影响，汽车产销自 18 年底持续回落。对生产的冲击更为明显，根据欧盟汽车制造商协会统计数据，加权统计疫情共造成整个欧洲停工停产 30 天，截止到 6 月 1 日累计造成欧洲产量损失 2446344 辆机动车（包括商用车）。随着经济重启，5 月汽车生产开始回暖，其中商用车表现出明显韧性，恢复至疫情前水平的 70% 左右，乘用车复苏情况不理想，仅为疫情前水平的 40%，Q4 完成 V 型反转有一定难度。

图表 37：欧洲乘用车复苏不理想



数据来源：ACEA，金瑞期货

考虑到汽车行业在欧洲就业占比较高，欧洲多个国家陆续出台各类汽车消费刺激政策，政策主要聚焦在新能源汽车或较为环保的燃油车，预计能为疲软的汽车产业，尤其是新能源汽车的产销带来一定支撑。综合考虑以上因素，预计欧洲汽车产销 2020 年将下降 15% 左右。

表格 5 欧洲多国密集发布汽车行业刺激政策

| 国家 | 时间             | 政策内容   |
|----|----------------|--|
| 德国 | 2020.6.3       | 500 亿欧元资金计划，推动电动车、氢燃料技术及人工智能等领域发展                  |
|    | 2020.7.1       | 下调增值税，购买电动汽车双倍退税，对现有充电桩和电池原件生产的资金支持规模扩大至 25 亿欧元。   |
|    | 2020.12.31 前有效 | 增值税下降 3% 至 16%，售价 4 万欧元以内纯电动汽车补贴增加 3000 欧至 9000 欧元 |

|     |                |  |
|-----|----------------|--|
| 法国  | 2020.3.26      | 提供 3000 亿欧元的政府贷款担保以及为需要推迟征税的企业提供担保等国家救助和企业国有化方式，以保证大企业存活   |
|     | 2020.5.26      | 80 亿欧元（约合人民币 635 亿元）汽车业刺激计划。购买电动汽车个人和企业获 7000 欧元和 5000 欧元补贴，购买混合动力汽车的补贴 2000 欧元。                                   |
| 意大利 | 2020.8-2020.12 | 报废车龄 10 年及以上旧车、并购买 4 万欧元（约合人民币 32 万元）以下的满足欧六排放标准新车的消费者，可以获得意大利政府 3500 欧元（约合人民币 2.78 万元）补贴；现有的针对电动汽车以及混合动力汽车的补贴将增加。 |
| 山西省 | 2020.4         | 轿车、SUV 及 MPV 等乘用车型，每辆奖励 6000 元；3.5 米以下微型客车及其他商用车，每辆奖励 4000 元。  |

数据来源：公开信息整理，Bloomberg，wind，金瑞期货

而美国疫情对美国汽车的产销造成较大的冲击，4 月美国乘用车和轻卡的销量同比回落 47.9%，3-5 月汽车新订单数同比分别回落 24%、63%和 49%，5 月起新订单降幅有所收窄。不过疫情导致 4 月销售几乎停滞，存货出货比出现异常，可能冲击产业现金流，制约后续生产经营活动。并且我们观察到 2016 年以来，美国汽车的产量逐年回落，2017、2018、2019 年同比分别回落 23%、6%和 7%。而库存 19 年略有上升，表明销售乏力，尚未进入复苏阶段，预计剔除疫情影响 2020 年产量同比仍将继续下降 5%左右。叠加疫情因素影响，2020 年全年可能同比下降 12%-15%。

## 五、后疫情下有限修复的铜供应

新冠病毒席卷全球时不仅对经济造成严重打击，同样对铜供应端造成巨大的影响，贯穿精铜供应全产业链，上半年铜精矿产量同比下滑 3%，集中于二季度，境内外废铜折损约 50 万吨，直接造成上半年精铜的紧缺。下半年供应将呈现有限恢复，一方面扰动将明显小于上半年。铜精矿与废铜同比取得增长，其中铜精矿同比将增加 10 万吨，另一方面，供应的潜在威胁制约下，全球精炼铜产出同比增加仅万吨级别。

### 5.1 矿山：复产为主旋律，但不确定性仍大

#### 5.1.1 疫情干扰显著，铜矿折损严重

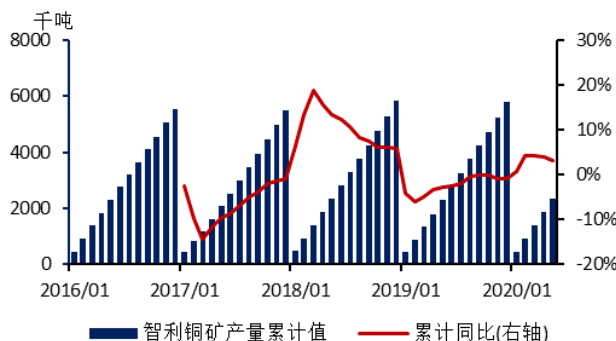
作为铜元素最主要的来源，铜矿的生产一直对精铜产量的影响最为直接。在 2020 年初，权威机构以及市场普遍预期全球铜矿生产将从 2019 年的低谷走出，进入新一轮小扩张周期（2020-2023 年），尽管处于产能攀升的初期，但我们预计全球铜矿供应增量仍可达到 2%。然而疫情的袭来使铜矿供应的节奏突变，随着疫情扩散到美洲以及非洲大陆等铜矿聚集地，

铜矿供应情况急转直下，其中智利、秘鲁、加拿大、美国、墨西哥等主要铜矿生产均受到不同程度影响，尤其是秘鲁影响最为严重。

图表 38: 秘鲁铜矿生产受疫情干扰严重



图表 39: 智利铜矿生产维持稳定



数据来源: wind, 金瑞期货

数据来源: SMM, 金瑞期货

根据秘鲁矿业能源部公布数据显示, 2020 年 1-5 月铜矿累计产量仅有 76.8 万吨, 同比萎缩高达 22.6%, 尤其 3-5 月, 当月铜矿产量同比降幅分别为 26.5%、33.6%以及 41.2%。境内大型铜矿生产普遍受到影响, 包括 Cerro Verde、Antamina、Las Bambas 等。而相邻的另一大铜矿生产国智利, 虽然紧随秘鲁步伐宣布国家进入紧急状态, 但境内铜矿生产仍维持正产运转, 根据智利铜业委员会数据显示, 2020 年 1-5 月累计铜产量为 236.6 万吨, 同比增长 3.2%。

除了秘鲁铜矿受到严重干扰外, 美国、加拿大、赞比亚等国均有铜矿因疫情而减产或停产, 且这些国家的大型铜矿集中掌握在国际大型矿企中, 根据我们长期跟踪的 11 家上市公司情况来看, 普遍在一季度报告中因疫情下调铜产量, 除去撤回指引或暂不提供产量指引的情况外, 这 11 家矿企合计下调铜产量 43.5 万吨。考虑其中部分公司铜产量包括铜精矿、湿法铜以及火法铜, 湿法铜和火法铜应计入冶炼产量下调中, 那么实际以铜精矿形式发生产量折损的量预计在 31 万吨。回顾 2020 年初上市公司对于今年产量预期较 2019 年应有明显的增加, 主要来自新建矿山的爬产以及部分矿山的扩产建设, 然而疫情严重阻碍了项目的爬产进度及建设进度, 因此对于 31 万吨的产量下调不仅体现在上半年, 同样也体现在下半年, 预计上半年产量指引下调影响量在 15 万吨左右, 下半年则有 16 万吨左右。

在上市公司产量指引的基础上, 根据对样本公司以外的受干扰项目以及国家层面行为的跟踪, 预计上半年因疫情导致铜矿折损的量级在 16 万吨左右。叠加上市公司产量上半年的指引下调, 预计上半年铜精矿产量损失 31 万吨。



表格 6 海外重点矿企纷纷下调产量指引

| Production/kt  | 2018 | 2019 | 2020(e) | 2020(e)Q1 修正    | 指引变化 |
|----------------|------|------|---------|-----------------|------|
| BHP            | 1745 | 1749 | 1763    | 1763            | 0    |
| Freeport       | 1730 | 1473 | 1590    | 1401            | -189 |
| Glencore       | 1317 | 1241 | 1300    | 1255            | -45  |
| Rio Tinto      | 909  | 838  | 770     | 683             | -87  |
| Antofagasta    | 731  | 765  | 740     | 726             | -14  |
| First Quantum  | 606  | 702  | 855     | 780             | -75  |
| Anglo-American | 670  | 638  | 645     | 645             | 0    |
| MMG            | 532  | 452  | 432     | Las Bambas 撤回指引 | /    |
| Vale           | 396  | 381  | 390     | 370             | -20  |
| Teck           | 294  | 295  | 293     | suspended       | /    |
| Lundin         | 200  | 234  | 284     | 279             | -5   |
| Total          | 9130 | 8768 | 9062    | /               | -435 |

数据来源：上市公司一季度报告，金瑞期货（注：产量指引取公告中间值）

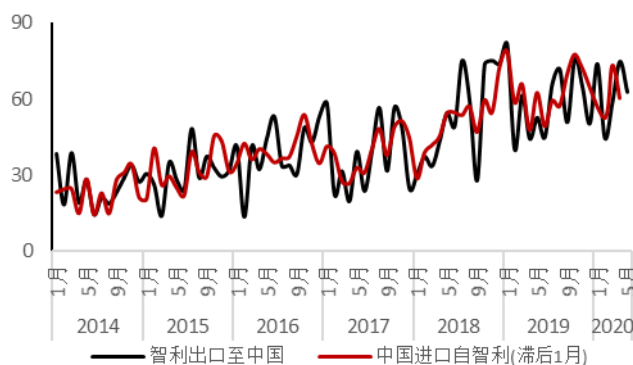
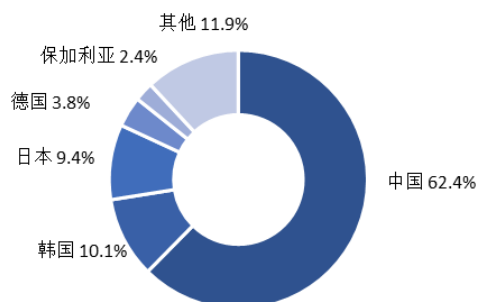
### 5.1.2 矿端生产改善，但不确定性仍存

尽管美洲的疫情尚未得到完全控制，但出于矿业在这些国家经济的重要性，在确保矿山人员检测及保护措施得当后，前期停产矿山相继复产，包括秘鲁、墨西哥、巴拿马、厄瓜多尔等国。其中前期生产严重受损的秘鲁率先宣布复产，在5月中上旬境内主要矿山开始着手复产，目前进展顺利，该国矿业部部长表示矿企有望在7月底恢复100%产能。墨西哥在5月底-6月初也逐步恢复矿业生产，7月初第一量子旗下的巴拿马铜矿在停产近三个月后也开始复产。目前因疫情导致大范围停产的国家以及部分地区的矿山基本进入全面复产阶段，从部分上市公司对于旗下铜矿生产复苏的节奏来看，大型铜矿由停产到满产的时间需要1-2个月，因此预计8月左右受疫情干扰铜矿便可回到满产或停产前生产水平，下半年矿端生产将得到明显改善。

但是仍然有两点需要注意，第一点是节奏问题，虽然南美矿端整体处于恢复的阶段，停产或减产矿山有望在三季度便恢复到此前正常水平，但基本需要等到三季度后半段，即三季度整体矿山产量仍表现偏紧，随着生产水平的恢复，四季度铜矿产量预计可恢复到正常水平。同时由于秘鲁的出口对象主要在亚洲（中日韩三国占比超过80%），船期问题会导致精铜产量的恢复会滞后于矿端的恢复。

图表 40: 秘鲁铜出口国分布集中在亚洲

图表 41: 智利铜矿出口较国内进口具有领先性



数据来源: wind, 金瑞期货

数据来源: SMM, 金瑞期货

第二点是疫情发展问题, 尽管上半年智利铜矿产量并未因疫情干扰而出现明显减产, 但随着新增病例的增多, 尤其是铜矿劳工中的确诊病例增加导致智利产量受损的风险逐渐增加, 一方面劳工出于安全考虑正寻求停产, 另一方面确诊病例的增加会导致劳动力不足进而影响生产效率, 因此近期无论是智利矿业部或智利铜业委员会均表示今年铜产量会因疫情影响而下降。此外秘鲁的疫情同样未得到控制, 疫情“长尾”的局面使得部分矿山生产再次中断的可能性不能忽略。

综上所述, 此前因为疫情导致停产或减产的铜矿将于三季度达到满产或恢复到疫情前生产水平, 下半年铜矿供应整体较上半年明显改善, 节奏上来看, 三季度矿端因复产进行中以及船期影响整体仍紧缺, 四季度情况将明显改善。但需要关注智利、秘鲁疫情的发展, 可能会导致智利铜矿产出下降以及秘鲁部分矿山生产的再次中断, 不确定性仍在。

表格 7 铜矿产量预期变化

| 矿变化    | H1            | H2   | Y    |
|--------|---------------|------|------|
| 年初预期   | 6             | 26   | 32   |
| 产量指引下调 | (15)          | (16) | (31) |
| 其他减产   | (16)          |      | (16) |
| 当前预期   | (25)          | 10   | (15) |
| 潜在威胁 1 | 秘鲁 H2 产能恢复折损  |      |      |
| 潜在威胁 2 | 智利 H2 产能利用率下降 |      |      |

数据来源: 金瑞期货

### 5.1.3 待疫情褪去, 铜矿重回扩张

正如上文提及, 2020-2023 年为全球铜矿扩张小周期, 尽管 2020 年因疫情, 部分新投项目以及扩建项目被迫停产, 但疫情终将被击败。基于 2021 年疫情可控且全球铜矿生产、建设完全恢复正常的假设下, 对近三年可投及扩产项目进行梳理。2021 年和 2022 年将迎

来铜矿产量高增长时期，通过梳理预计 2021 年海外主要铜矿增量可达 80 万吨，2022 年铜矿增量可达 61 万吨，增速较此前明显提高。

**表格 8 扩建或新建铜矿产量预期变化**

| 项目      | 公司                      | 国家   | 2019 | 2020e  | 2021e | 2022e |
|---------|-------------------------|------|------|--------|-------|-------|
| 南方铜业    | Pilares                 | 墨西哥  | 0    | 0      | 0     | 1     |
| 自由港     | Grasberg                | 印尼   | 28   | 33.6   | 63.5  | 70.3  |
| 英美资源    | Quellaveco              | 秘鲁   | 0    | 0      | 0     | 2     |
| 第一量子    | Cobre Panama            | 巴拿马  | 15   | 22.3   | 30    | 32    |
| 必和必拓    | Spence growth           | 智利   | 0    | 0      | 7     | 12    |
| OZ 矿业   | Carrapateena            | 澳洲   | 0    | 2.25   | 7     | 7     |
| 力拓      | Bingham Canyon          | 美国   | 19   | 20     | 23    | 23    |
| 中铝      | Toromocho expansion     | 秘鲁   | 0    | 0      | 2     | 6     |
| MMG     | Las Bambas              | 秘鲁   | 38   | 36     | 40    | 40    |
| Codelco | Chuiquicamata           | 智利   | 34   | 38     | 41    | 41    |
| 安托法加斯塔  | Los Pelambres Expansion | 智利   | 0    | 0      | 4     | 10    |
| 艾芬豪矿业   | Kamoa-Kakula            | 刚果金  | 0    | 0      | 5     | 20    |
| 内华达铜业   | Pumpkin Hollow          | 美国   | 0    | 2.5    | 3.5   | 3.5   |
| Minsur  | Mina Justa              | 秘鲁   | 0    | 0      | 5     | 9     |
| 泰克资源    | Quebrada Blanca II      | 智利   | 0    | 0      | 0     | 4     |
| 铜陵有色    | Mirador                 | 厄瓜多尔 | 1    | 4.5    | 6     | 9.6   |
| 紫金矿业    | Timok                   | 塞尔维亚 | 0    | 0      | 2     | 10    |
| 总计/万吨   |                         |      | 135  | 159.15 | 239   | 300.4 |

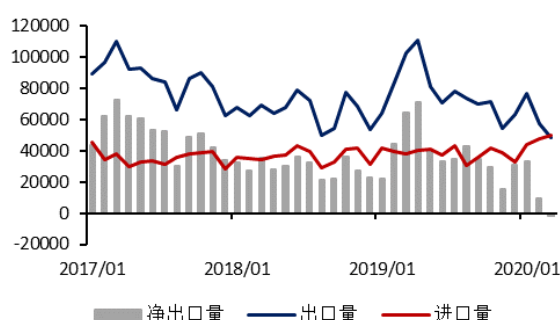
数据来源：公司公告，公开新闻整理，金瑞期货

## 5.2 废铜：疫情干扰不逊矿端，后续改善预期较高

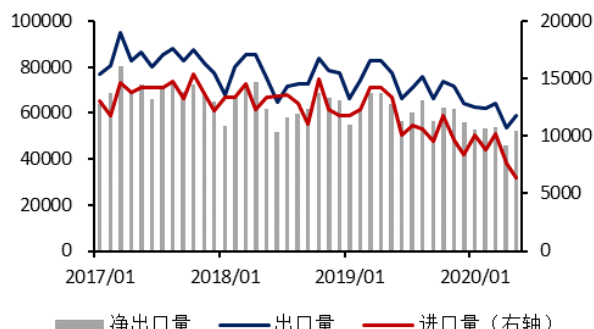
废铜作为铜元素的另一来源，上半年受疫情影响程度完全不逊于矿端，影响主要体现在两个维度。第一个维度在于废铜回收、拆解严重下滑，由于新冠疫情发展波及全球各地，各国在疫情防控期间均采取较为严格的管控措施，废铜回收强度明显下滑，且表现为全球范围内的下滑。同时拆解环节亦受劳动力和铜价低迷等因素影响，拆解产能严重受限，最终导致上半年废铜供应下滑。从具体国家来看，欧盟成员国一季度废铜出口量仅为 18.2 万实物吨，与去年同期相比下降 6.8 万实物吨，美国 1-5 月废铜出口量为 30 实物万吨，同比下降 8.3 万实物吨，日本 1-5 月废铜出口量为 12.3 万实物吨，同比下降了 1.2 万实物吨。

**图表 42：欧盟废铜出口迅速下滑且转为净进口国（实物）**

**图表 43：美国废铜净出口量同比下滑（实物吨）**



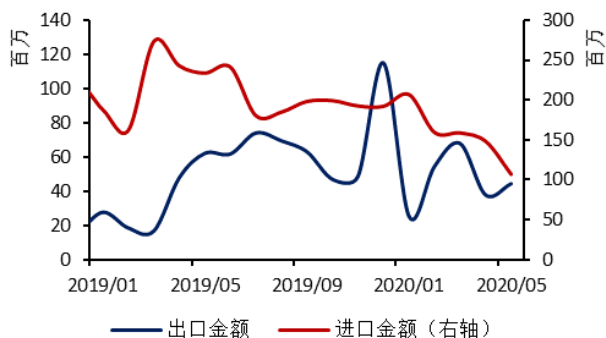
数据来源：网站数据，金瑞期货



数据来源：网站数据，金瑞期货

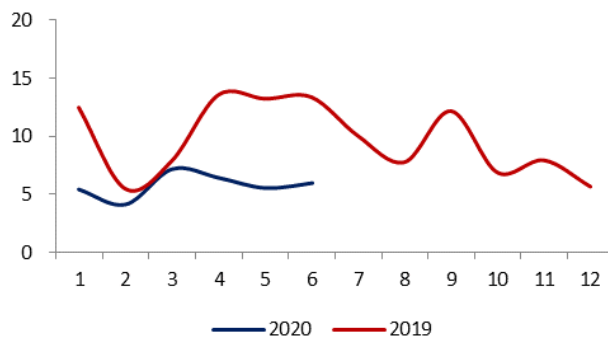
另一个维度在于物流及贸易方面的影响，废铜源头主要来自于欧洲、美国、日本等发达国家，而中间拆解环节目前主要以东南亚的国家为主，包括马来西亚等国，最终废铜流入中国进行冶炼或加工，疫情发生后，物流效率因管控措施变得较低，全球废铜贸易环节不畅，使得最终流向国内的废铜量显著下滑。海关数据显示，1-5月我国废铜累计进口量为36.2万实物吨，较2019年同期（68.2万实物吨）下降了32万实物吨，折合金属量（以80%含铜量计算）为25.6万吨，同时考虑国内废铜回收、拆解的下滑，预计上半年国内废铜供应量下滑量为41万金属吨，其中对冶炼端的影响为14万吨，加工环节的影响为27万吨。

图表 44：中转国马来西亚废铜进口金额持续下滑



数据来源：wind，金瑞期货

图表 45：中国废铜进口量同比明显下滑（含铜量）



数据来源：SMM，金瑞期货

目前全球进入复产复工节奏，欧洲经济活动逐步放开，马来西亚出口物流也在5月初便恢复正常，下半年海外废铜供应将明显改善。国内废铜供应同样处于复苏状态，且由于国内铜价的持续反弹，废铜制杆企业开工率不断大幅回升带动废铜需求改善，目前国内经济活动基本恢复正常，下半年国内供应将持续处于正常水平。

进口方面，考虑海外供应逐渐恢复，进口量重新取决于政策端。7月1日再生铜标准正式施行，但新标准下的进口细则仍未落地，海关方面部分准备工作尚未完成，三季度进口依据仍以批文为主，为此近期国家公布2020年第九批限制类废铜批准进口量为176746实物吨。从三季度的第一批批文量来看，环比、同比皆继续下滑，较符合预期，但需考虑上半年批文量仍有剩余，上半年总计发放批文54.2万实物吨，1-5月废铜进口量为36.2万实物吨，6月使用量方面，参考马来西亚海关数据显示5月出口至中国废铜金额环比继续下滑，因此6月进口量难有大幅提高，预计上半年批文结余量或超过10万实物吨，最终三季度可用批文量合计可达28-30万实物吨。此外据了解，上半年部分废铜以铜合金形式进口进来形成一定补充，根据测算，1-5月以铜合金形式进口补充的铜金属量较2019年同期相比增加了7.9万吨，预计三季度仍会通过该形式进行补充。那么基本上三季度废铜进口所提供的金属量与2019年同期持平。目前四季度新标准执行的预期较高，新标准下，原有废铜进口中约90%均符合再生铜标准，同时在充足时间预期下，国内企业对此准备充分，对四季度再生铜进口供应相对乐观。综上，预计三季度废铜进口含铜量为25万吨，四季度含铜量30万吨，同比提高4万吨。

图表 46: 精废价差回暖带动废铜制杆开工回升



数据来源：wind，金瑞期货

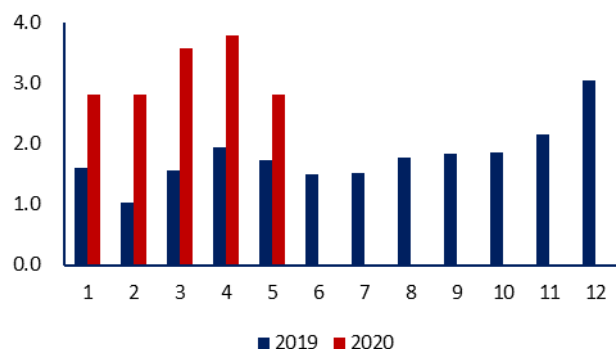
图表 47: 马来5月出口至中国废铜金额仍下滑



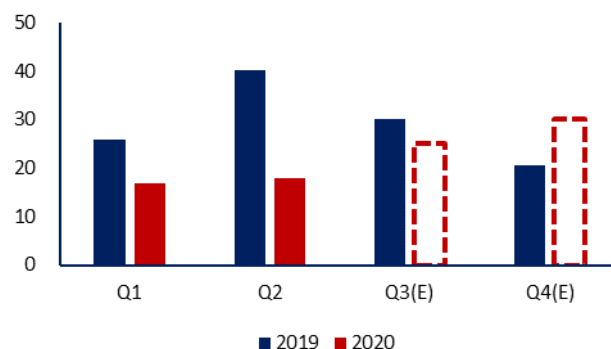
数据来源：SMM，金瑞期货

图表 48: 1-5 铜合金进口量同比大增

图表 49: 下半年废铜进口将迎来改善



数据来源: wind, 金瑞期货



数据来源: SMM, 金瑞期货

表格 9 废铜进口 VS 剩余批文量

|       | 2019  | 2020  | 同比     | 批文量 (实物) | 剩余使用量 (金属量) |
|-------|-------|-------|--------|----------|-------------|
| Q1    | 25.93 | 16.78 | -9.15  | 54.2     | 8           |
| Q2    | 40.25 | 18    | -22.25 |          |             |
| Q3(E) | 30.07 | 25    | -5.07  | 20       | 25          |
| Q4(E) | 20.59 | 30    | 9.41   | 5        | /           |

数据来源: 海关总署, 金瑞期货

### 5.3 精炼铜: 产量预期增长, 仍受限矿端边际变化

2018-2019 年中国冶炼产能的集中释放导致冶炼产能对矿相对过剩的局面持续存在, 在此前的投产的铺垫下, 2020 年原本也是产能爬产之年, 但随着疫情的到来, 上半年国内冶炼端不断受到干扰, 重点可分为两个阶段: 第一阶段, 国内疫情严重时硫酸胀库阶段; 第二阶段, 疫情海外爆发后矿端收紧阶段。

早在 2019 年年底, 硫酸问题便受到市场关注, 由于铜冶炼产能的不断释放带动硫酸产能快速提高, 但国内硫酸需求增速放缓, 导致硫酸严重过剩, 价格更是一路下行, 一方面冶炼厂的利润不断被侵蚀, 另一方面, 供应的大幅过剩对冶炼厂硫酸销售造成较大困扰。随着疫情的发生, 经济活动的停滞以及交通运输的严格管控, 尤其是此次疫情的重灾区——湖北省是硫酸的重要消费地, 2-3 月湖北省的封闭式防控直接导致江西、湖南一带硫酸无法消耗, 造成冶炼厂硫酸出现胀库现象, 部分冶炼厂被迫减产或检修减少硫酸产出, 对一季度国内铜产量造成影响, 影响量预计在 6-7 万吨。

图表 50: 国内冶炼酸价格持续低位

图表 51: 二季度起 TC 迅速下滑





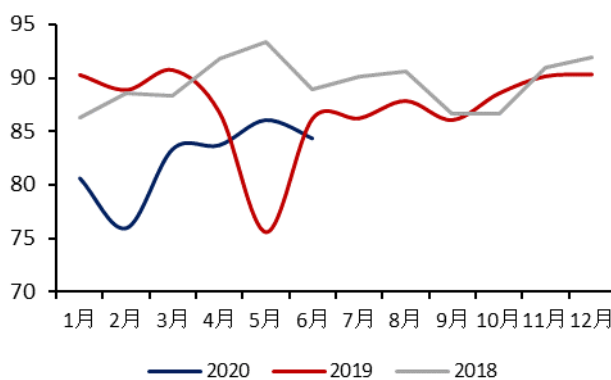
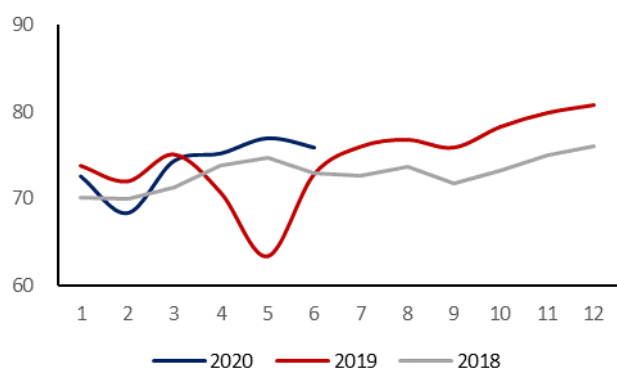
数据来源: wind, 金瑞期货

数据来源: SMM, 金瑞期货

然而随着疫情在海外的扩散,尤其是远渡南美之后,对矿端造成严重影响,正如前文所述,秘鲁从3月起铜矿生产便明显下滑,随着更多矿山的减、停产,使得原本偏紧的铜矿供应更加短缺,TC不断下滑,截至6月底,国内50美元/吨附近,为近几年的新低,因此二季度部分冶炼厂因铜精矿供应短缺而选择提前检修。根据SMM统计,中国1-6月精炼铜累计产量为443.44万吨,同比增加3.72%。产量的提升主要源于前期冶炼项目爬产所带来的增量,而从开工率来看,1-6月平均开工率为82.4%,是近几年来较低的水平。

图表 52:国内精炼铜产量低增速运行

图表 53: 冶炼开工率处于较低水平



数据来源: wind, 金瑞期货

数据来源: SMM, 金瑞期货

展望下半年国内精铜供应,整体维持上涨趋势,基于前文对于原料端的推演,预计三季度精铜产量环比提高10万吨,同比提高2万吨,而四季度环比三季度提高16万吨,同比提高10万吨。但原料端边际产量将对精铜产出的影响程度将进一步深化,尤其是铜矿产量的变化。做出此判断的依据来自于两个层面,第一个层面是利润层面,主要考虑副产品硫酸的低价和低位的TC。对于硫酸价格而言,早在一季度我们曾在《2020扶不起的酸价》中判定今年硫酸整体仍处于供应过剩的格局,价格受此得到压制,上半年硫酸价格与我们判断相符,对于下半年酸价我们维持低位预期;而TC方面,经过2019年国内冶炼产能的集中释

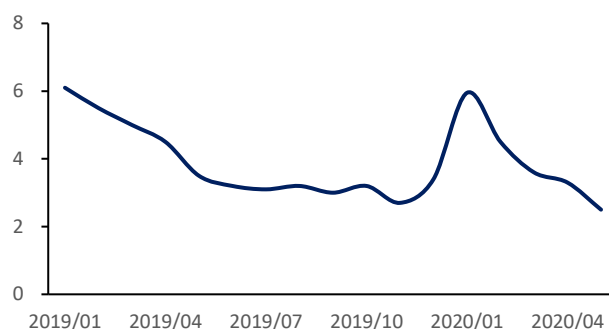
放，可以看到今年除了赤峰金剑有新投预期外，其余项目均延后，但 2019 年新投产能，如赤峰云铜、广西南国、黑龙江紫金等经过上半年爬产后基本可满产，而矿端下半年同比虽有增量，但仍不及此前预期，矿端相对于冶炼仍处于短缺格局，毫无疑问将抑制下半年 TC 反弹。近期 CSPT 小组敲定三季度 benchmark 仅为 53 美元/吨，较当前 50 美元/吨并未有明显提升，因此下半年 TC 整体反弹空间相当有限。综合硫酸价格以及 TC 来看，当前国内需外购矿的冶炼平均利润已处于亏损状态，因此一旦矿端干扰加大，TC 将进一步下滑，亏损情况进一步扩大，部分冶炼厂或被迫进入检修或停产状态。

第二个层面则是冶炼厂精矿库存，经过上半年原料库存的持续去化之后，当前我国冶炼厂整体铜精矿库存水平较低，仅够维持 2.5 周左右的生产所需，同样矿端干扰加大后，将处于无原料可用的尴尬境地，产量势必会受到影响。

图表 54: 目前进口矿冶炼利润处于亏损状态



图表 55: 中国炼厂精矿库存处于低位



数据来源: wind, 金瑞期货

数据来源: SMM, 金瑞期货

表格 10 废铜进口 VS 剩余批文量

| 2019 年铜粗炼新建项目 | 产能 | 投放时间 | 2019 年铜精炼新建项目 | 产能 | 投放时间 |
|---------------|----|------|---------------|----|------|
| 赤峰云铜一期        | 20 | Q2   | 赤峰云铜          | 20 | Q2   |
| 赤峰云铜二期        | 20 | Q4   | 赤峰云铜          | 20 | Q4   |
| 紫金齐齐哈尔        | 15 | Q3   | 紫金齐齐哈尔        | 15 | Q3   |
| 广西南国铜业        | 15 | Q2   | 广西南国铜业        | 15 | Q2   |
| 白银有色          | 20 | Q1   | 白银有色          | 20 | Q1   |
| 合计            | 90 |      | 合计            | 90 |      |
| 2020 年铜粗炼新建项目 | 产能 | 投放时间 | 2020 年铜精炼新建项目 | 产能 | 投放时间 |
| 赤峰金剑          | 20 | 7 月底 | 赤峰金剑          | 20 | 7 月底 |
| 合计            | 20 |      | 合计            | 20 |      |
| 2021 年铜粗炼新建项目 | 产能 | 投放时间 | 2021 年铜精炼新建项目 | 产能 | 投放时间 |
| 大冶有色          | 40 | 10 月 | 大冶有色          | 40 | 10 月 |

|        |    |    |        |    |    |
|--------|----|----|--------|----|----|
| 南国铜业二期 | 30 | 待定 | 南国铜业二期 | 30 | 待定 |
| 五矿湖南   | 10 | 待定 | 五矿湖南   | 10 | 待定 |
| 国润扩建二期 | 18 | 待定 | 国润扩建二期 | 18 | 待定 |
| 祥光甘其毛都 | 20 | 待定 | 祥光甘其毛都 | 20 | 待定 |

数据来源：金瑞期货

## 六、总结与展望

### 6.1 紧平衡下的边际撬动

下半年全球精铜市场紧平衡预期，未来 2 年仍是小幅过剩（2%）。基本面持稳向好的最大动力仍来自于投资类消费，而废铜及产业补库力量在下半年或将成为表消的拖累。

节奏上来，三季度仍会延续修复主题，供应端未明显修复之下，基本面仍提供坚实基础。四季度不确定性上升，经济稳定后趋向政策拐点博弈，基本面修复预期面临废铜反替代与产业库存调整的威胁，此外警惕美国大选前的外部风险的上升。

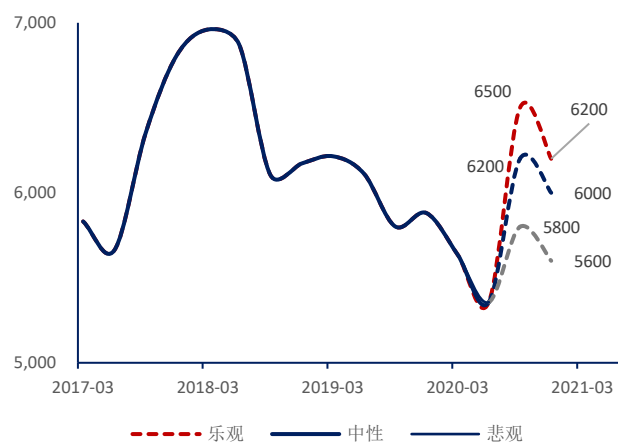
### 6.2 高位震荡 关注结构性机会

内外需共振架高铜价 但逆风犹存：下半年复苏仍是主旋律，对价格有支撑。但与 09 年危机时全球加杠杆后周期性复苏不同，此次经济回升斜率更陡峭，时间可能更短。国内政策基调仍是去杠杆和调结构，刺激力度及回升幅度不可同日而语，考虑到复杂的外部形势，铜价上行空间不可盲目乐观。中性来看，紧平衡预期下铜价偏强运行，下半年铜价波动区间，LME 三月（5800 6800）美元，沪铜主力（46000 54000）元。均价方面，将围绕（LME 三月：6200 美元，沪铜主力 50000 元）波动。向上突破（LME3 月 6500 美元，沪铜主力 52000 元）的机会来自消费超预期修复及收储，向下（LME3 月 5800 美元，沪铜主力 46000 元）的驱动来自政策收紧及国际关系的恶化。

风险：向上风险来自消费超预期、收储，向下风险来自政策收紧及美国大选前的外部扰动

图表 56:季度均价及预测

图表 57: 铜价走势图-LME 周线



数据来源: wind, 金瑞期货



数据来源: 博易大师, 金瑞期货

表格 11 境内外平衡表

|            |      |      |      |      |      |        |       |       |        |       |       |       | 三年平衡情况：2020-2022 |         |
|------------|------|------|------|------|------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|------------------|---------|
|            | 2019 |      |      |      |      | 2020   |       |       |        |       | 2021E | 2022E | 过剩/短缺<br>万吨      | 幅度<br>% |
|            | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   | Year | Q1     | Q2    | Q3    | Q4     | Year  |       |       |                  |         |
| 铜精矿产量      | 406  | 424  | 443  | 457  | 1730 | 413    | 392   | 439   | 471    | 1715  | 1818  | 1863  |                  |         |
| 铜精矿需求      | 416  | 415  | 448  | 463  | 1742 | 414    | 396   | 445   | 460    | 1715  | 1800  | 1830  |                  |         |
| 铜精矿平衡      | (10) | 9    | (5)  | (6)  | (12) | (1)    | (4)   | (2)   | (3)    | (10)  | 18    | 33    |                  |         |
| 中国产量       | 221  | 207  | 231  | 239  | 898  | 208    | 223   | 233   | 249    | 913   | 948   | 978   | 44               | 1.8%    |
| 同比%        |      |      |      |      | 0    | -5.9%  | 7.7%  | 0.9%  | 4.2%   | 1.7%  | 3.8%  | 3.2%  |                  |         |
| 净进口        | 75   | 67   | 84   | 94   | 319  | 74     | 72    | 80    | 80     | 306   | 300   | 290   |                  |         |
| 同比%        |      |      |      |      | 0    | -1.3%  | 7.9%  | -4.3% | -14.9% | (0)   | -2.0% | -3.3% |                  |         |
| 中国消费       | 267  | 309  | 330  | 334  | 1240 | 221    | 309   | 330   | 343    | 1203  | 1226  | 1250  |                  |         |
| 同比%        |      |      |      |      | 0    | -17.2% | 0.0%  | 0.0%  | 2.7%   | (0)   | 1.9%  | 2.0%  |                  |         |
| 产业库存变化     | 0    | (2)  | 2    | (2)  | (2)  | 16     | 10    | (8)   | (12)   | 6     | /     | /     |                  |         |
| 废铜加工领域使用变化 | 1    | 11   | 0    | (7)  | 5    | (12)   | (15)  | 0     | 10     | (17)  | /     | /     |                  |         |
| 中国平衡（调整后）  | 30   | (22) | (17) | (6)  | (16) | 33     | (39)  | (9)   | 8      | (7)   | (47)  | (55)  |                  |         |
| 全球产量       | 590  | 578  | 596  | 605  | 2369 | 589    | 556   | 590   | 615    | 2350  | 2409  | 2439  |                  |         |
| 同比%        |      |      |      |      | 0    | -0.2%  | -3.8% | -1.0% | 1.7%   | -0.8% | 2.5%  | 1.2%  |                  |         |
| 全球消费       | 562  | 606  | 620  | 626  | 2414 | 521    | 554   | 603   | 633    | 2311  | 2385  | 2418  |                  |         |
| 同比%        |      |      |      |      | 0    | -7.3%  | -8.6% | -2.7% | 1.1%   | -4.3% | 3.2%  | 1.4%  |                  |         |
| 精炼铜平衡      | 34   | (2)  | (14) | (7)  | 11   | 68     | 2     | (13)  | (18)   | 39    | 24    | 21    |                  |         |
| 产业库存变化     | 0    | (2)  | 2    | (2)  | (2)  | 16     | 10    | (8)   | (12)   | 6     | 0     | 0     |                  |         |
| 废铜加工领域使用变化 | 2    | (3)  | (6)  | (14) | (21) | (12)   | (25)  | 0     | 10     | (27)  | 0     | 0     |                  |         |
| 全球平衡（调整后）  | 43   | (7)  | (23) | (20) | (7)  | 40     | (33)  | (5)   | 4      | 6     | 24    | 21    |                  |         |

## 分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，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。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

## 免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人受到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

## 金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市彩田路东方新天地广场 A 座 32 层

电话：400-888-8208



