

品种半年报——铜（CU）

宏观与供需共振 顺势而为

吴玉新

有色金属分析师

wuyuxin@ydqh.com.cn

一德研究院

电话：(022) 58298788

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路
188 号信达广场 16 层

邮编：300042

内容摘要

二季度，铜价修复了一季度的洼地，超市场预期。超市场预期的原因，总结为：市场预期的好转；通缩预期转向通胀预期；供需平衡表的修复，更直观的表现就是库存的持续下滑。下半年以及未来铜价如何演绎，详见报告分解。

核心观点

下半年，风险偏好持续乐观的基础不牢固，风险偏好或将在某一时刻回摆，风险资产将受打压；流动性进一步扩大的概率较小，流动性的盛宴更多的推高了金融资产，最终会反噬商品价格；

下半年，特别是三季度复工复产的逻辑仍在延续，主要是欧美地区。国内月度需求基本恢复到往年水平，消费同比力度还是要看地产后周期居民资产负债表的情况；矿端供应恢复仍存在不确定性；国内冶炼端低利润压制，边际产能复产将受限；精废价差回升，马来西亚解除疫情管制措施，下半年废铜进口有望逐步好转。

下半年，向上的驱动来自消费超预期回升、矿端干扰继续提升，向下的驱动来自政策的回摆、资源国疫情好转以及库存的拐点。节奏上，三季度伴随着需求淡季价格回落风险较大，四季度仍有反弹希望。套利方面，关注国外复工复产后的内外盘反套，低库存下的正套机会。

关注点：

- 1、疫情情况；
- 2、各国政策变化；

目录

1. 上半年铜价走势回顾	2
2. 需求研判:	2
2.1 疫情致全球经济增速下调	2
2.2 国内消费修复情况及下半年展望	3
2.3 海外需求简析	5
3. 供应分析:	6
3.1 矿端分析	6
3.2 冶炼端变化	7
3.3 废铜	9
4. 金融属性研判:	10
4.1 风险偏好变化	10
4.2 流动性的盛宴	11
5. 投资策略及风险点提示	12
免责声明	14

1. 上半年铜价走势回顾

一季度铜价走势以疫情爆发为节点可划分为两部分。1 月份铜价在高位震荡，市场在走需求复苏、补库周期的逻辑，叠加冶炼厂停产检修，市场情绪较高。但随着春节期间国内疫情升级，市场对中国经济增长的担忧加重，假期后首个交易日铜价一度跌停，但此时国内疫情拐点将至，加之国内刺激政策预期，铜价展开反弹。二月下旬海外疫情自日韩向欧美地区扩散，海外经济“停摆”，再加上 OPEC+谈判破裂，油价暴跌，市场担忧经济衰退，沪铜连续两日跌停，价格最低触及 35000 关口。

二季度，铜价在 3 月底创低点后随即开启上行走势，此后便一路高歌，进入 6 月份后，铜价更是呈加速之势，三个月时间，铜价涨幅超过 30%，远超市场预期。超市场预期的原因，总结为以下几点：首先，市场预期经历了从极度悲观-悲观-乐观的修复。其次，随着经济恢复以及原油的反弹，市场由通缩预期转向通胀预期，资产配置开始逐步倾向股市和商品。最后，供需平衡表的修复，更直观的表现就是库存的持续下滑。

图 1.1：沪铜主力价格走势



资料来源：Wind 资讯、一德研究院

2. 需求研判：

2.1 疫情致全球经济增速下调

疫情对经济的冲击是很严重的，虽然股市、大宗商品的快速回升或许显示经济已恢复，但更多还是超宽松货币、财政政策的力量。IMF 近日下调了 2020 年全球经济增速预期，IMF 发布最新的《世界经济展望报告》，预计 2020 年全球经济增长-4.9%，较 4 月份预测下调 1.9 个百分

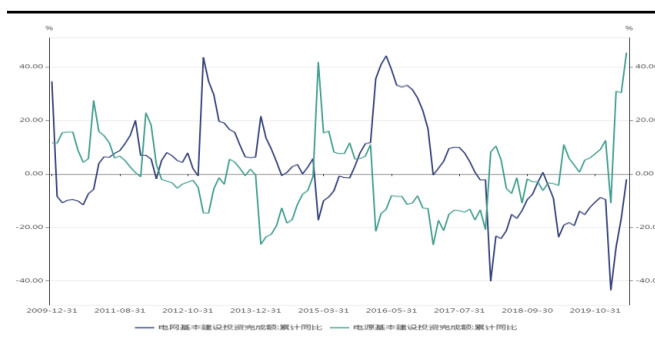
点；同时，预计 2021 年全球经济增速将反弹至 5.4%，较 4 月份的预测下降 0.4 个百分点。不过，IMF 预计中国 2020 年经济增速有望为全球主要经济体中唯一实现正增长的，下调美国、欧元区、日本、中国和印度 2020 年经济增长幅度 2.1%、2.7%、0.6%、0.2%和 6.4%，至-8%、-10.2%、-5.8%、1%和-4.5%。由此可见全球经济形势仍不容乐观，不过由于前期各国宽松财政和货币政策逐渐发挥效用，下半年全球经济下滑程度可能会收窄。

铜被誉为“铜博士”，是全球经济的晴雨表。由于铜矿供应相对“刚性”，铜大部分时间是需求定价，而铜的下游与经济发展息息相关，所以有宏观定方向之说。接下来我们从中观角度来分析下游行业情况，今年情况比较特殊，一季度受疫情影响，需求可以说是断崖式下跌，3 月下旬至今需求端还是国内外复工复产的逻辑，下文将对消费修复程度以及下半年需求情况做一分析。

2.2 国内消费修复情况及下半年展望

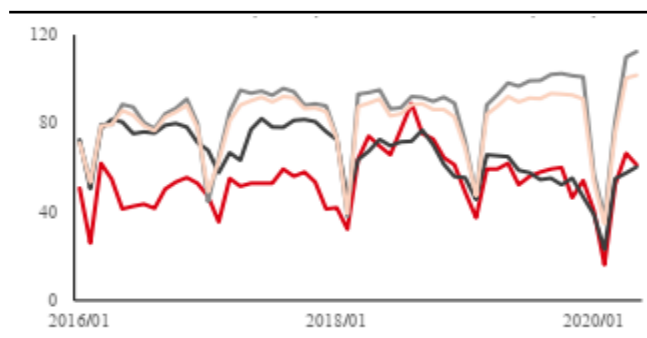
2020 年初国家电网投资计划大幅下滑至 4080 亿元，但为对冲疫情影响，国家推出“新基建”等刺激措施，国家电网也相应追加投资 500 亿元，特高压建设上有所倾斜。截至 5 月已经累计投资 1134 亿元，同比降幅已经收窄至 2%，较前两个月 20%左右的降幅有了明显的提高。但更有亮点的是电源投资，截至 5 月，电源投资累计额 1264 亿元，同比增长 45.40%。电缆企业开工率今年创出了新高，开工率近两月高达 100%，主要原因是前期积累订单以及 6-7 月份是电网交货高峰期。一般二季度和四季度是电网交货高峰期，目前下游开工率环比出现回落，企业普遍反映订单有所回落，考虑到三季度历来是电网投资的淡季，电力行业耗铜量边际走弱，但四季度交付量回升，下半年耗铜量仍将保持稳定。

图 2.1：电网与电源投资同比



资料来源：wind，一德研究院

图 2.2：电缆企业开工率



资料来源：smm，一德研究院

在狭义的房地产行业定义下，整体行业铜需求很小，但在广义的定义下，由房屋附属设备建设而引发的间接用铜需求，使得房地产链条下可囊括更多的终端铜消费，其中重要的附属是家电行业。抛开疫情影响的这两个月，房地产竣工数据是持续回升的，疫情过后，预计竣工数

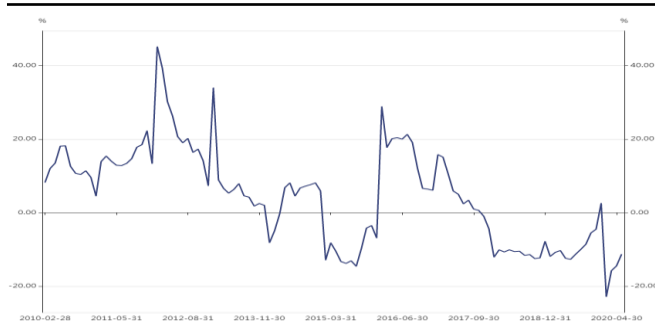
据仍会延续之前趋势，与之配套的家庭装修和家电购买有望带动铜的相关消费，这也会产生一定的正向贡献，贡献的力度还要看居民资产负债表的恢复能力。

受疫情影响，家电消费普遍出现了较为明显的下滑甚至停滞，二季度家电外需又受到打压，整个上半年家电需求受拖累，在需求下滑的局面下，各大厂商也是缩减了产量。1-5 月累计家用空调销量 5889.4 万台，同比-21.8%。下半年很难以弥补上半年的损失量。5 月份空调内销出货量接近上年同期，部分龙头企业内销出货已经恢复了增长。6-7 月份排产量仍可观，总体而言，空调行业供应已经基本回归常态，关键看终端需求的恢复态势。

1-5 月国内汽车销售 795.7 万辆，累计同比下滑 23%。在政策扶持下，包括诸如家新能源补贴与免征购置税时间延长、鼓励新车购买、补贴企业与经销商，鼓励汽车营销活动等举措，4 月及 5 月车企及经销店经营已基本恢复正常状态。5 月国内汽车销量 219.4 万辆，同比增长 14.5%。环比增长 5.9%，边际改善明显。

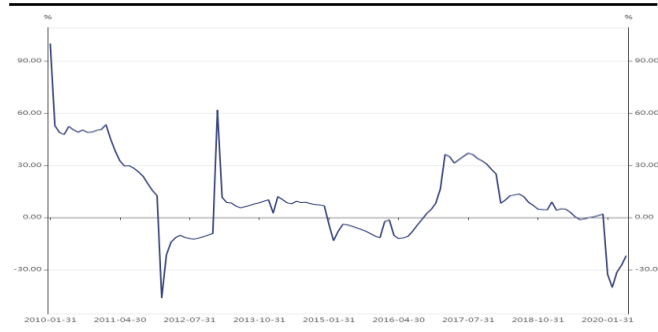
在半年报中我们提到，消费结构中占比较高的行业进行拆解，电网、房地产建筑等产业的消费具有可修复性，但家电、汽车、电子等产业后期消费并不能完全填补疫情期间的空缺。数据看，1-5 月电力累计投资增长 24.6%，1-5 月空调累计产量下降 23.1%，1-5 月汽车累计产量下降 23.6%，1-5 月房屋累计竣工面积下降 11.3%，基本符合预期。下半年，预计汽车、家电等行业月度数据恢复到正常状态或微增，电力投资稳定。整体需求增速或依赖于房地产后周期的带动能力。

图 2.3：房屋竣工面积累计同比



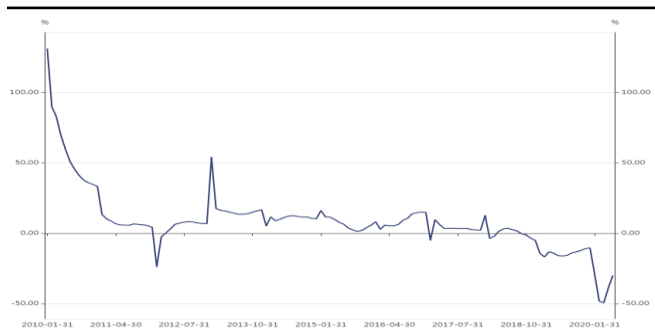
资料来源：wind，一德研究院

图 2.4：家用空调产量累计同比



资料来源：wind，一德研究院

图 2.5：乘用车产量累计同比



资料来源：wind，一德研究院

图 2.6：欧美日制造业 PMI



资料来源：wind，一德研究院

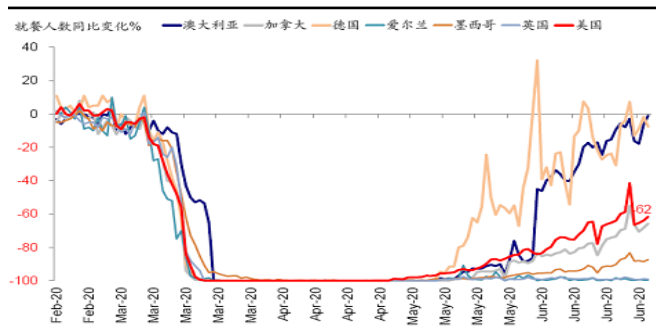
2.3 海外需求简析

从全球各地区精铜消费变化看，中国是首屈一指的消费大户，占全球消费比重接近 5 成。美欧日等发达国家消费平稳，占比高达三成。这些国家合计占全球铜消费量的 80% 以上。再加上东南亚等新经济体和印度，基本上消耗掉全球 90% 以上的铜。以上大都是此次疫情比较严重的国家，由此对需求的冲击可想而知。海外市场（欧美等国）随着疫情的缓解，也已启动复工复产，复产程度如何呢？鉴于数据较少，我们更多从偏宏观的数据观察。

受疫情影响，全球制造业萎缩显著，4-5 月份制造业 PMI 指数降至阶段低点，但随后开始出现修复，欧美恢复节奏相对较快，欧美 PMI 改善体现了复工进展，因为欧美国家正是在 5 月份部分或全部解封，开始复工复产。但 PMI 数据是环比数据，难以看出恢复程度，但若高于 50 以上且持续，说明海外制造业延续复苏势头。美初请失业金人数近两个月大幅下滑，但离疫情前仍有相当的距离，说明仍有修复空间。目前疫情数据显示，欧美复工复产后，绝大多数国家疫情未再反复，只有美国在短短 10 天之内从日均 2 万人快速攀升至最新的超过 4 万多人，其变化速度已经与 3 月底美国疫情最为严重时期的情形相当。这引发了市场对于世界第一大经济体未来疫情控制和复工进展的担忧。高频数据看，复工复产正在缓慢恢复，但要恢复到疫情前的数

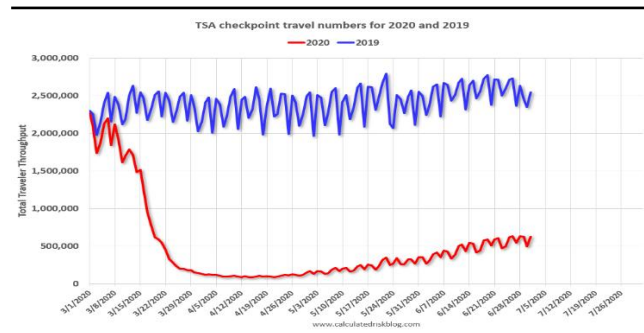
据还需时间，下半年仍处于恢复过程中，这是在疫情持续向好的研判下。

图 2.7：欧美等国就餐人数同比变化



资料来源：中金，一德研究院

图 2.8：美国 TSA 安检人数变化



资料来源：TSA，一德研究院

综合国内外需求状况，今年需求下滑已成必然，但主要是上半年疫情爆发期的需求损失量。国内率先复工复产，二季度需求数据环比回升，但直到近期需求同比才恢复到往年水平，复工复产已经到达平台期，进一步上升的空间有限，三季度又是需求淡季，国内需求有边际转弱的可能。但国外复工复产确正当时，根据中国经验，重启后出现一波赶工潮，需求环比增长较大，因此欧美存在一定的赶工效应，需求有望保持稳定。

3. 供应分析：

3.1 矿端分析

疫情的影响不仅在需求端，对供给端的冲击也很严重，精矿分布来看，全球各大洲都有分布，以南美洲和亚洲占比较大，南美洲占比接近一半，是最主要的精矿输出地区。一季度主要是对需求国的冲击的话，那二季度对供应国的冲击被市场所关注。Wood Mackenzie 统计数据 displays, 截至 5 月底，受疫情干扰造成的矿山产量损失接近 49 万金属吨，大约相当于全球计划产量的 2.3%，叠加 15 万吨左右的其他因素干扰，合计干扰率已经达到 3%，预计全年计提的铜矿供给干扰率为 5%，相当于 101 万吨的铜矿产量。

像智利、秘鲁等资源国，铜矿是其重要的经济来源，所以在疫情可防可控的局面下，他们是有动力恢复正常生产的。智利铜业委员会(Cochilco)数据显示 2020 年 1-5 月智利铜矿产量仍是增长的，增速约 3.7%，但秘鲁确实受到了明显影响，据秘鲁能矿部数据，1-4 月份铜矿产量累计同比下降 17%至 82.3 万金属吨。下半年，海外铜矿大概率会加快生产，以弥补上半年的损失，但增量目前还是有较大的不确定性。

2020 年全球原计划新增铜矿产量 35-40 万吨，增速 2%左右。一季度数据看，铜矿增量基本

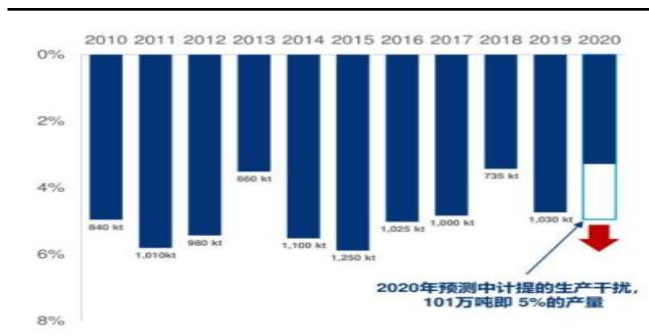
为零，当时疫情影响还小。4 月之后，海外主要资源国新冠肺炎确诊人数爆发式增长，多个国家宣布进入紧急状态，矿山生产和运输受限且新建矿山推迟生产，导致主要铜矿企业下调全年产量目标。现在的状况是智利前期未减产但 Codelco 在员工死亡后削减了部分冶炼业务，这一警告表明，铜供应链仍面临重大风险；另一方面，部分前期暂停的矿山正在重启，First Quantum 旗下 Cobre Panama 铜矿将全面恢复生产，Cobre Panama 是今年全球铜精矿产量的重要增项，原计划 2020 年铜产量达到 30 万吨，但受新冠疫情影响，2020 年 4 月 6 日起 Cobre Panama 转入维护保养模式。根据下文中的数据统计，2020 年预估产量范围相比去年在-20 万吨至 20 万吨，所以矿端仍呈现不确定性。

图 3.1：铜矿季度产量

公司	1Q20	1Q19	同比变化	2019	2020F
Codelco	387	371	4%		
Freeport-McMoran	332	354	-6%	1470	1410
Glencore	282	305	-7%	1371	1250-1350
BHP	253	240	5%	1748	1705-1820
Grupo Mexico	273	261	4%		
Anglo American	147	161	-9%	638	620-670
Antofagasta	194	189	3%	770	725-755
Rio Tinto	133	144	-8%		
First Quantum	195	137	43%	702	755-805
Vale	95	94	1%	381	360-380
Teck	71	70	1%		
Norilsk Nickel	115	127	-9%	499	475-505
Atalaya	13	10	29%	45	55-58
Barrick Gold	52	48	9%	196	200-227
Newcrest	35	25	38%	117	140-145
Taseko	15	11	30%		
Lundin	43	40	7%	235	272-296
Hudbay	25	38	-35%		
Boliden	29	31	-7%		
Kaz	75	70	7%		
Oz Minerals	20	27	-26%	109	83-100
五矿资源	74	102	-28%		
中铝矿业国际	36	36	1%		

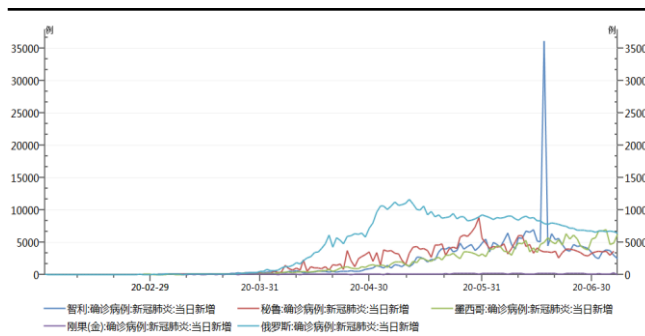
资料来源：公司公告，一德研究院

图 3.2：铜矿干扰率



资料来源：Wood Mackenzie，一德研究院

图 3.3：疫情当日新增数据



资料来源：wind，一德研究院

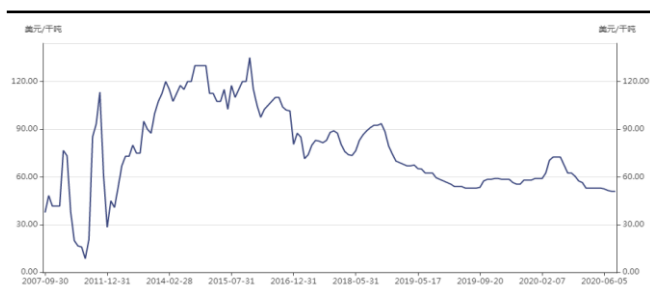
3.2 冶炼端变化

矿端超预期的收缩直接体现在了加工费（TC/RC）上，加工费由 3 月初的 70/7 下滑至目前

的 50/5，下滑幅度达到 30%。中国铜原料联合谈判小组 (CSPT) 将 2020 年第三季度铜精矿加工处理费 (TC/RCs) 底价定为 53/5.3，较上年同期下调 3.6%；中国两个大型冶炼厂同智利矿产商和安托法加斯塔 (Antofagasta) 公司敲定了 2021 年上半年铜精矿供应协议，合约加工费为每吨 60.8 美元，2020 年 TC 基准参考价格为每吨 62 美元；由此可见，三季度精矿仍比较紧张，2021 年铜矿产量或将恢复。

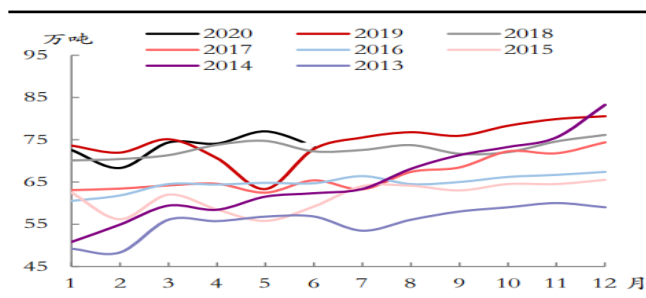
虽然加工费很低，但是冶炼产出量还是正增长，1-6 月 SMM 中国电解铜产量累计为 443.44 万吨，累计同比增加 3.72%。根据各家炼厂排产计划，预计 7 月国内电解铜产量为 73.80 万吨，同比减少 2.28%；至 7 月累计电解铜产量为 517.24 万吨，累计同比增长 2.82%。

图 3.4：加工费 TC



资料来源：wind，一德研究院

图 3.5：精炼铜产量



资料来源：smm，一德研究院

下半年，国内新增精炼产能 50 万吨，但实际增量约为 15 万吨左右，下半年检修影响产量大约为 18 万吨。下半年加工费 (TC/RC) 仍难以明显走高，而且冶炼铜的副产品硫酸价格也不断在下滑，压缩着冶炼厂的利润，所以边际产能复产将受限。

图 3.6：国内新增产能

企业	新增粗炼产能	新增精炼产能	原料	计划投产
赤峰金剑	20万吨	20万吨	铜精矿	三季度
新疆五鑫	10万吨	10万吨	铜精矿	四季度
包头华鼎	10万吨		铜精矿	四季度
兰溪自立		20万吨	废铜/粗铜	三季度

资料来源：smm，一德研究院

图 3.7：冶炼厂检修

公司名称	产能（万吨）	开始时间	结束时间	检修天数	影响产量（万吨）
飞尚铜业	10	7月	8月	20天	0.63
铜陵金昌	20	9月	9月	25天	1.56
铜陵金冠	40	10月	11月	15天	1.88
紫金铜业	30	下半年	下半年	40-50天	4.22
国投金城冶金	10	9月	10月	25天	0.78
中原黄金冶炼厂	35	四季度	四季度	25天	2.73
东营方圆	40	7月	8月	50天	6.25
合计	185				18.05

资料来源：smm，一德研究院

3.3 废铜

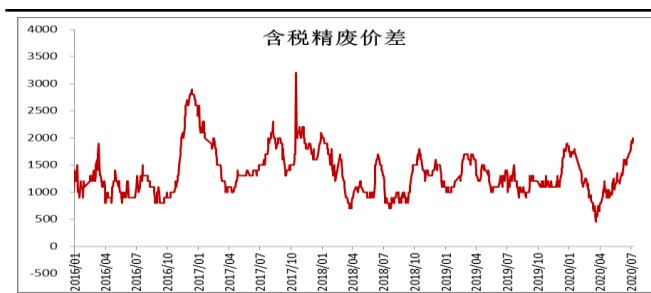
废铜成为今年供应端的重要影响变量。疫情限制了包括中国在内的世界各地废品的收集和处理。封锁使生产活动停滞，停止了新废料的产生。铜价暴跌，降低了旧废料的价值。中国废铜进口量在 2017 年和 2018 年分别达到 360 万吨和 240 万吨，在去年降至 150 万吨，今年截止 5 月份进口量进一步下降，仅为 36 万吨。对低质量材料的限制和禁令意味着，现在进入中国的通常都是非常高纯度的废料，马来西亚作为中间加工环节成为中国第一废铜进口国。

中国固废化学品管理网发布了 2020 年第九批限制类公示表，属三季度第一批批文，其中铜废碎料核定进口总量为 176746 吨，1-2 季度前 8 批批文共发放 541754 吨，中国 1-5 月累计进口废铜 361873 吨，粗略可知批文量充足。7 月 1 日是废铜作为再生资源进口的政策落地时点，但从目前的执行情况看，下半年批文制或许还会并行。5 月中下旬，铜精废价差明显回升，当前该价差已经回升到 2000 元的位置，废铜对精炼铜有替代优势，绝对价格也涨至疫情前价格，国内废铜会释放出来；而进口方面，随着欧洲疫情在 4 月得到控制及马来西亚 6 月 10 日解除疫情管制措施，下半年废铜进口有望逐步好转。

前期废铜的暂时退出市场使得精铜的需求增加，叠加国内复工复产，直接的表现就是库存的快速回落，上期所库存一度累积至 38 万吨，截至目前上期所库存水平已降至近 10 万吨，库存的拐点迟迟没有到来，现货也持续处于升水局面。lme 库存已降至 20 万吨以下，国内外显性库存处于相对的低位。此外，渠道补库存也是导致显性库存偏低的原因，年初补库周期、需求复苏的逻辑被疫情打断，但疫情过后，下游开启了第二轮补库，由于价格的洼地，这一轮补库力度更大。最近，lme 注销仓单占比上升的很快，部分是欧美复工复产，但观察 comex 基金仓位变化，部分资金或者机构投机铜市场导致铜库存隐形化的可能性较大，毕竟流动性相当充裕。

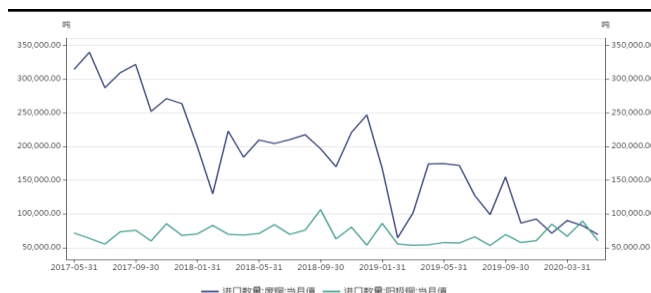
目前的宏观氛围以及铜的反向市场结构还是可以支撑铜的库存的去化，但前提是下游需求的支持够强，一旦库存或宏观氛围转变，产业去库以及投机性库存都将是拖累力量。

图 3.8：精废价差



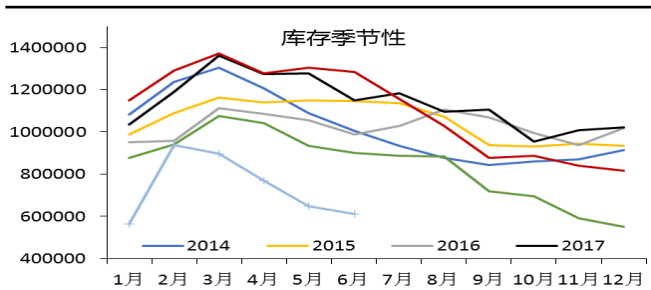
资料来源：Wind，一德研究院

图 3.9：精铜产量季节性



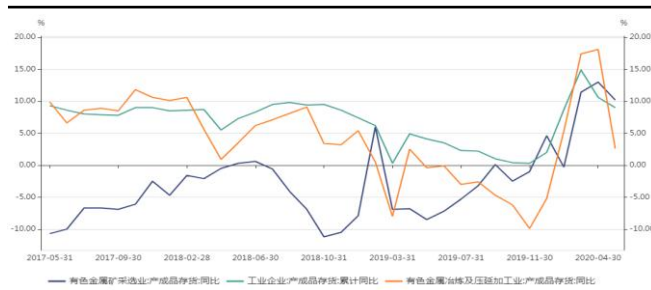
资料来源：wind，一德研究院

图 3.10：全球库存量



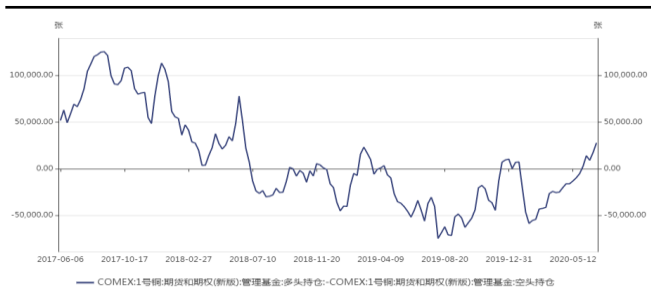
资料来源：wind，一德研究院

图 3.11：产成品存货同比



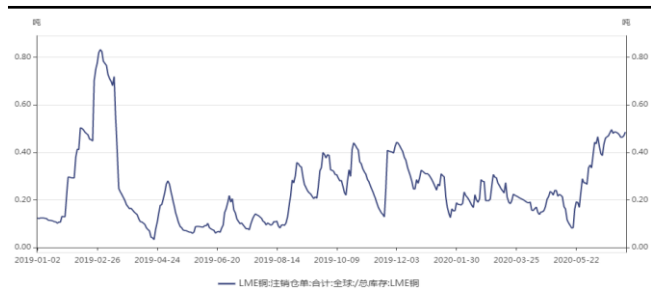
资料来源：wind，一德研究院

图 3.12：CFTC 净多单



资料来源：wind，一德研究院

图 3.13：注销仓单占比



资料来源：wind，一德研究院

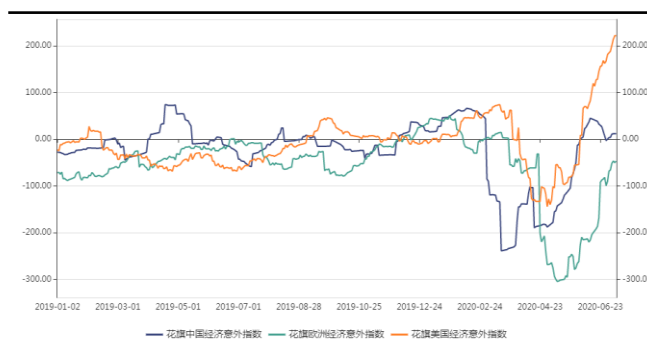
4. 金融属性研判：

4.1 风险偏好变化

前文我们提到，疫情致使全球经济增速下调，需求也只是恢复到往年水平，难有高的提升。但我们看到股市、商品的大幅上涨，甚至超过疫情前的水平，3月下旬以来铜价走势与全球股市几乎一致，驱动因素都是对全球资产价格的不断乐观修正。即风险偏好的回升，就像股市，整

体股票的净利润是走低的，但估值的快速回升反倒使得价格上涨。市场预期经历了从极度悲观-悲观-乐观的修复。我们可以从花旗经济意外指数看出。下半年，乐观情绪能不能持续，乐观情绪要持续需要经济持续超预期，但这很难发生，随着美国二次疫情的爆发，美国经济将由惊喜期转为平淡期；经济复苏可能从斜率最大的阶段进入到平台期。风险偏好或将在某一时刻回摆，可能的诱发因素是政策的边际变化。

图 4.1：经济意外指数



资料来源：wind，一德研究院

4.2 流动性的盛宴

为应对衰退危机，美联储开始无下限的释放流动性，并亲自下场参与购买；欧日等国的央行资产负债表开始重新转头向上，全球层面大放水。2020 年 6 月 10 日，美联储宣布，将基准利率维持在 0%-0.25% 不变，所有决策者都预计，到 2021 年底，联邦基金利率将维持在接近零的水平，也就是说未来一年多的时间内，美国政策宽松仍将是主基调。

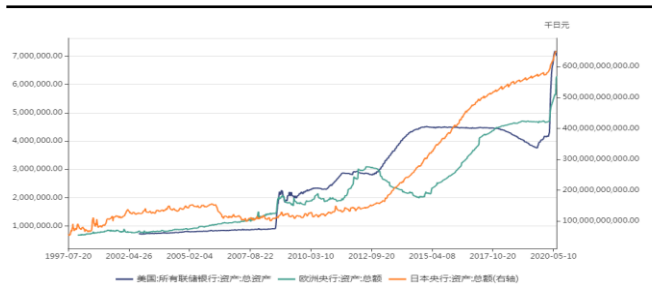
二季报中我们提到，“更加激进的美国或将使得美元走弱，对大宗商品有支撑；大放水伴随着可能的复苏，通胀预期将使得大宗商品走势有 2009 年之势，但预计难再现当时的宏观环境，低杠杆叠加类似中国四万亿美元的全球总需求拉动，这使得大宗商品涨幅将有限，即缩水版的 2009 年。此概率相比下面提到的要高一些。”

此次中国确实没有大规模刺激措施，2008 年末，中国政府为应对金融危机，推出了 4 万亿投资的救市政策，2009 年房地产投资增速逐步拉升到 16%，制造业维持在 26% 的高增长，基建投资增速被拉高 40% 以上。但此次更多是兜底，两会政府工作报告中没有提经济增长目标，财政方面，地方政府专项债 3.75 万亿，抗疫特别国债 1 万亿，更多流向基建，基建是当下稳增长的重要抓手，1-5 月基建投资增速回升到 -3.3%，下半年基建增速仍会进一步回升，其他譬如房地产投资增速预计难有提升。

但是央行的超发货币，并没推高通胀，即央行无限兜底的措施，带来的并不是有效需求的持续提升，而是流入金融市场，金融与实体已经脱钩，下游需求疲弱，但是资金推动着资源品

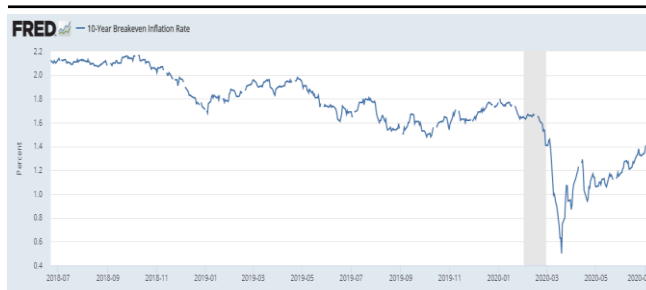
价格（PPI）上涨，这反倒更不利于下游需求的释放，反过来限制上游资源品的上涨。全球经济已经走过上半年最艰难的时期，全球流动性的进一步释放的空间有限，一旦金融资产泡沫化，政策有边际收紧的可能。

图 4.2：欧美日央行资产负债表



资料来源：中金，一德研究院

图 4.3：通胀预期变化



资料来源：fred，一德研究院

5. 投资策略及风险点提示

下半年，全球经济继续超预期向好的难度加大，国内经济复苏可能从快速回升的阶段进入到平台期，随着美国二次疫情的爆发，美国经济也将由惊喜期转为平淡期；由此，风险偏好持续乐观的基础不牢固，风险偏好或将在某一时刻回摆，风险资产将受打压。

下半年，美国政策宽松仍将是主基调，国内货币供应增速大概率会维持当前位置，流动性进一步扩大的概率较小。目前看，流动性的盛宴更多的推高了金融资产，实体与金融进一步脱钩，通胀预期虽然有回升，但没有实际需求的支撑通胀难以真正回升，反倒大宗商品的快速回升进一步压制了需求，最终会反过来抑制商品价格。

下半年，特别是三季度复工复产的逻辑仍在延续，主要是欧美地区，根据中国经验，重启后出现一波赶工潮，需求环比较大，因此欧美或存在一定的赶工效应。国内复工复产接近尾声，月度需求基本恢复到往年水平，像电力行业都已累计增速转为正增长，其他例如家电、汽车等行业的同比力度还是要看地产后周期居民资产负债表的情况。

供应端，今年矿端的干扰力度较大，供应增速大幅下调。下半年的供应恢复仍存在不确定性，像是智利有矿缩减的预期，但其他国家部分矿山正在积极复工。国内冶炼端，下半年加工费（TC/RC）仍难以明显走高，而且冶炼铜的副产品硫酸价格也不断在下滑，压缩着冶炼厂的利润，所以边际产能复产将受限。精废价差回升，随着欧洲疫情在4月得到控制及马来西亚6月10日解除疫情管制措施，下半年废铜进口有望逐步好转。

下半年，仍存在很多不确定性，向上的驱动来自消费端的超预期回升、矿端的干扰继续提

升，向下的驱动来自政策的回摆、资源国疫情好转以及库存的拐点。节奏上，铜价已经连续上涨一个多季度的时间，三季度伴随着需求淡季价格回落风险较大，四季度仍有反弹希望，区间可参考 47000-55000。套利方面，关注国外复工复产后的内外盘反套，低库存下的正套。

关注点：

1、疫情情况；

2、各国政策变化；

图 5.1 供需平衡表

全球精铜平衡					中性	乐观	悲观
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2020年	2020年
产量	2269	2299	2359	2353	2350	2340	2350
需求量	2231	2284	2355	2347	2323	2330	2315
政府购买	20				20	20	20
平衡	18	15	4	6	7	-10	15
中国精铜平衡							
产量	786	830	883	916	920	920	920
需求量	1073	1119	1187	1218	1200	1218	1180
净进口量	321	291	347	313	295	295	295
平衡	34	2	43	11	15	-3	35

资料来源：wind，一德研究院

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703

Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室

Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）

Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元

Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）

Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室

Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省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2702号房间

Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间

Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号

Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室

Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室

Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

Tel: 0571-8799 6673