

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

需求锚定宏观预期
供应或限制跌幅

吴玉新

投资咨询部

吴玉新
有色金属分析师
期货从业资格号：
F0272619
投资咨询从业证书号：
Z0002861
wuyuxin137@126.com

一德研究院

电话：(022) 59182510
网址：www.ydqh.com.cn
地址：天津市和平区南京路 99 号君
隆广场 5 层 B2-504
邮编：300051

■ 内容摘要

宏观层面：全球经济形势不容乐观，贸易战加之国内去杠杆，使得悲观情绪发作，但国内经济韧性挺足，主要受益于地产投资，去杠杆北京下，关注房地产投资增速能否能继续增长。

需求：全球需求看中国，目前需求处于高增速向低增速转变过程中，需求端未处于牛市。下半年需求重点关注电力行业，但能否超预期还需关注宏观政策面。

供应：铜矿供应进入紧缩周期，矿山罢工风险仍未解除，废铜进口收缩较明显，但国产废铜增加弥补缺口。铜矿上半年供应紧张局面环节导致冶炼加工费低位回升，提高冶炼积极性，冶炼产能增速仍很高。

■ 核心观点

总体看，宏观层面，全球经济形势不容乐观，贸易战加之国内去杠杆，使得悲观情绪发作，但国内经济韧性挺足，主要受益于地产投资，去杠杆北京下，关注房地产投资增速能否能继续增长。供需层面，长期看，供应处于紧缩周期，需求增速也低速局面，就看两者左移的幅度。下半年需求是关注的焦点，供应端预计难有大的变化。在供需层面没有大的矛盾点扰动的情况下，铜价或将更多锚定宏观。上文我们提到下半年或有对冲经济下滑的政策，全球经济下滑预期下，紧缩政策也会趋缓，所以或会有 buy-dip 的机会。预计下半年 lme 铜核心波动区间 6200-7200 美元，沪铜 47000-53000 元。

风险点：1、贸易摩擦

2、中国房地产投资增速

3、电力投资能否超预期

4、去杠杆力度

目 录

1. 行情回顾：	1
1.1 上半年铜价走势回顾.....	1
1.2 现货市场走势.....	1
2. 基本面研判：	2
2.1 库存分析.....	2
2.2 需求分析.....	2
2.3 供应分析.....	5
2.3 供需平衡表.....	8
3. 宏观形势分析	9
3.1 全球经济形势不容乐观.....	9
3.2 美元指数上行概率下降.....	9
3.3 国内去杠杆之殇.....	10
4. 总结与展望	11
免责声明	12

1. 行情回顾:

1.1 上半年铜价走势回顾

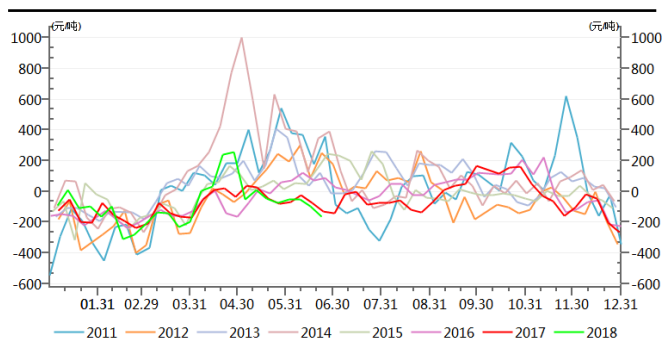
年初至今铜价持续处于下跌态势，沪铜主力合约从年初最高的 55860 元/吨最低下跌至 48720 元/吨，跌幅高达 13%。去年 12 月份在罢工、季节性补库、废铜等因素提振下，铜价强势反弹，触及 55860 元/吨高位，随着利多因素过度反应，再加上技术上前高压制，铜价转而调整，铜价下探至 51000 区域，在一波补库存带动下，铜价转而向上，但是 2 月下旬，公布的经济数据显示宏观经济弱于预期，下游需求迟迟未有恢复等因素，再叠加中美贸易战导致的恐慌情绪，铜价最低达到 48720 元/吨，在低价位补库动作发生，推涨铜价重返 5 万之上。进入到五月底，受益于宏观回暖以及市场对世界最大的铜矿 Escondida 新一轮的劳资谈判可能引发新一轮供应担忧。铜价大幅拉涨，但在贸易战及国内经济忧虑等因素影响下铜价转而下跌。

图 1.1: 一季度铜价走势



资料来源: wind, 一德研究院

图 1.2: 铜升贴水季节性



资料来源: wind, 一德研究院

1.2 现货市场走势

上半年季度现货走势符合季节性规律，我们看到升贴水也是处于历史区间内，上半年运行区间【-380,300】。季节性规律是因为，春节前后，下游需求停滞，但冶炼厂开工率仍较高，使得短期内库存累积，这导致现货贴水于期货，而且容易出现现货深度贴水的情况。今年一季度也出现了深度贴水，并且达到了无风险套利的机会。二季度伴随着传统需求旺季的到来，升水程度一般是全年最高的。近五年来，上半年整体在区间【-400,400】运行，2016 年、2017 年波动范围变得更窄，2016 年二季度都没有升水情况出现，2017 年二季度最高升水仅 20，2018 年二季度升水状况仍表现很差，目前已跌破 5 年区间下沿。从这个角度预示着需求没有好的表现。

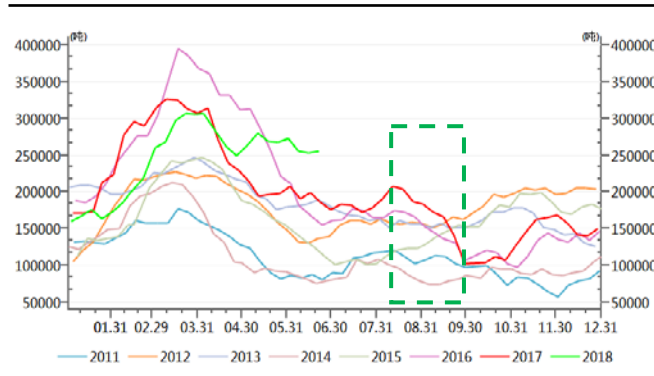
2. 基本面研判:

2.1 库存分析

国内库存变化也符合明显的季节性特征，由于中国的春节效应，每年 1-3 月份都是库存累积的阶段，虽然累积的程度有高有低。2018 年 1-3 月份上期所库存累积增加 15.6 万吨，全球显性库存+保税区库存增加 35 万吨。如此看来季节性累库非常明显。二季度是传统的去库存季节，我们看到二季度上期所铜库存确实是在下降，但是下降幅度明显不及往年。截止 6 月末 SHFE+LME+COMEX+保税区总的库存为 128.6 万吨，去年同期为 114.9 万吨，比去年略高。再看与中国需求息息相关的库存，包括 SHFE+LME 亚洲+保税区，今年截止 6 月末为 88.6 万吨，去年同期为 90 万吨，几乎未有变化。

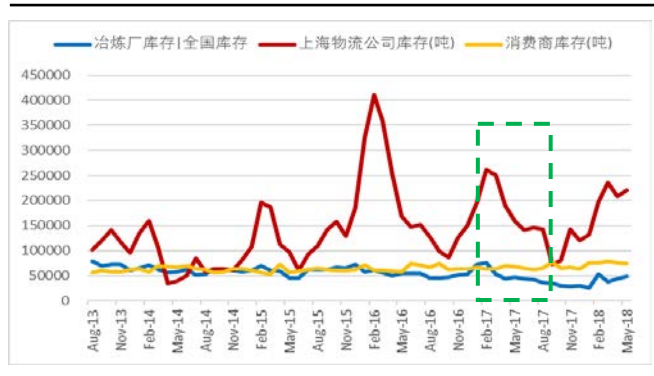
总体看，今年的库存水平与去年相比，还算处于合理水平。但是我们单纯看上期所库存，今年二季度铜库存去化能力是很弱的。以今年上期所库存与 2016 年、2017 年相比较，前两年到 6 月底库存约为 16.6 万吨，目前交易所库存为 25.5 万吨，明显高于前两年。我们细分上游、中游、下游来看，冶炼厂库存、上海物流公司库存、消费商库存等与去年同期相比，物流环节未有明显去化，库存更多的累计在中间环节，二季度需求不令人满意。三季度仍为消费旺季，今年能否像去年那样仍有一波去库存过程呢，我们接下来关注下游消费。

图 2.1: 上期所库存季节性



资料来源: wind, 一德研究院

图 2.2: 国内铜库存



资料来源: wind, 一德研究院

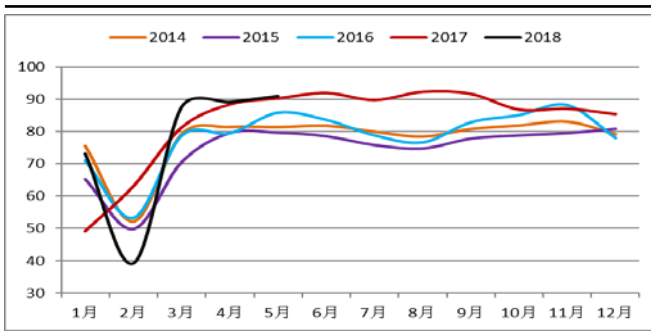
2.2 需求分析

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，而全球其他地区目前仍未发现新的增长点。美欧日等发达国家消费平稳，而同为人口大国的印度铜消费少的可怜，虽然印度保持较高的经济增速，但在如此低比例的铜消费下，至少 3-5 年对全球铜消费增长贡献作用依然较小。需求分析更多关注中国。

矿产资源的需求具有一定周期性变动规律，深究其周期变动背后的推动因素，主要有两个：经济周期性变动和大国工业化过程的更迭。每轮周期中矿产需求变动与经济发展之间并不是无限的线性增长关系，当经济发展到一个较高水平时人均矿产资源消费达到顶点之后不再增长或呈缓慢下降态势，这即矿产资源消费“S”形理论。进一步分类，可分为早周期、中周期和晚周期，铜属于中周期，铜消费还有较大的增量空间，但是增速已经进入放缓区域。

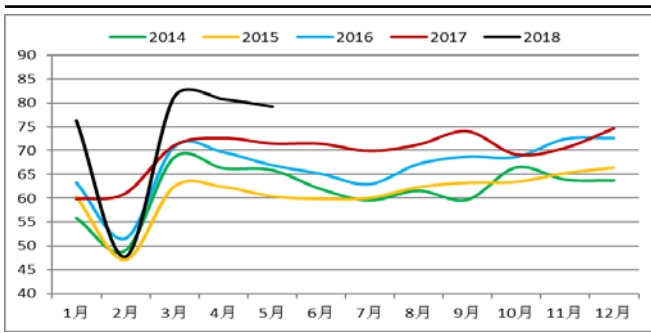
铜终端消费主要集中在电力电缆、空调、汽车、房地产等行业。电力电缆占比接近 5 成，空调制冷占 15%，汽车行业占比 10%，建筑占比 8%，但是我们知道房屋建造后会带动家电需求，所以说房地产行业占得比重会很大，包括建筑、空调、电子等等。我们也需关注到铜材。铜材包括铜杆线、铜管、铜板带等，相比于精炼铜来说，是直接应用于下游企业的加工品。我们看到二季度铜杆线、铜管、铜板带等普遍处于开工率高位水平，单从这个层面看，二季度需求还不错，但需要注意的是，这毕竟是样本统计，不能代表整体情况。季节性上，下半年开工率普遍会下滑，但下滑幅度相对有限。接下来还是看具体的下游行业。

图 2.3: 电线电缆开工率



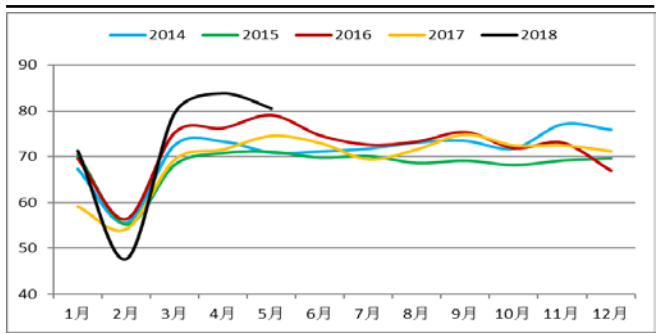
资料来源: smm, 一德研究院

图 2.5: 铜板带箔开工率



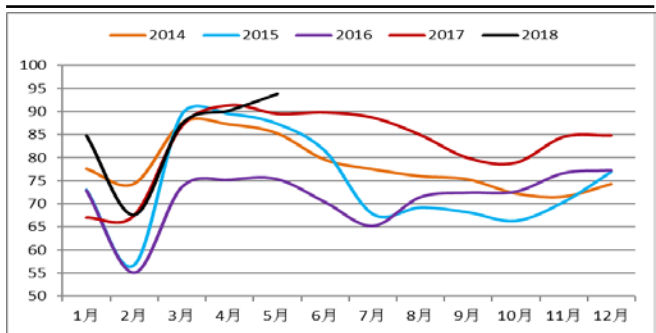
资料来源: smm, 一德研究院

图 2.4: 铜杆企业开工率



资料来源: smm, 一德研究院

图 2.6: 铜管开工率

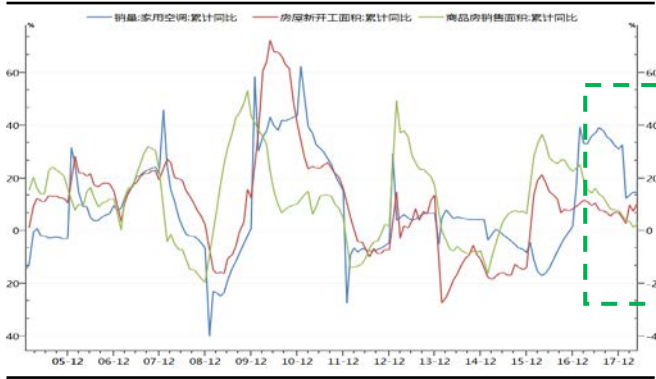


资料来源: smm, 一德研究院

首先分析空调行业。2017 年空调市场异常火爆，2018 年是否会延续今年高增速的行情？我们认为大概率不会，增速会下调。首先，2017 年伴随政府限购政策频繁出炉，房地产特别是商品房销售面积增速回落，房地产市场由热转冷现象明显，房地产对空调销售的影响基本是往后推移一年，这将对 2018 年空调市场带来较大利空。其次，2017 年是更新需求年，一般空调 10 年一个使用周期，上一次是 2008 年。在加上房地产市场大热、火热天气来临等因素影响下，销售规模创历史新高。如此大的同期数据将会抑制 2018 年市场增速。伴随房地产新开

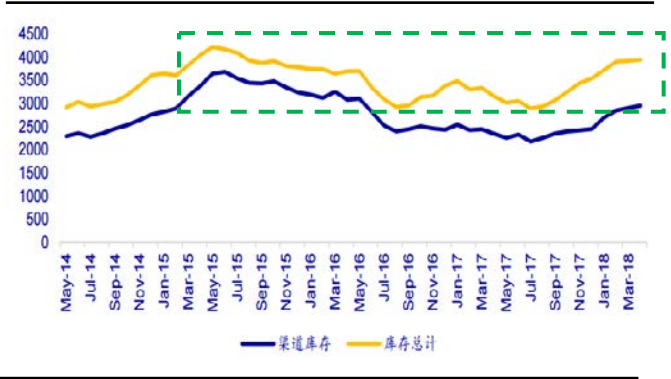
工和销售数据的稳健，考虑到其对铜消费拉动的滞后性，预计下半年空调产销数据预计向好。目前空调总排产和内销排产均重拾双位数增长，显示空调销售预期较好。但是，目前空调库存水平偏高，处于历史同期高位，库存量再次逼近 4000 万台，按照旺季的平均消费量，大概需要将近 5 个月的时间来消化，整体水平偏高。

图 2.7：空调与房屋新开工数据



资料来源：wind，一德研究院

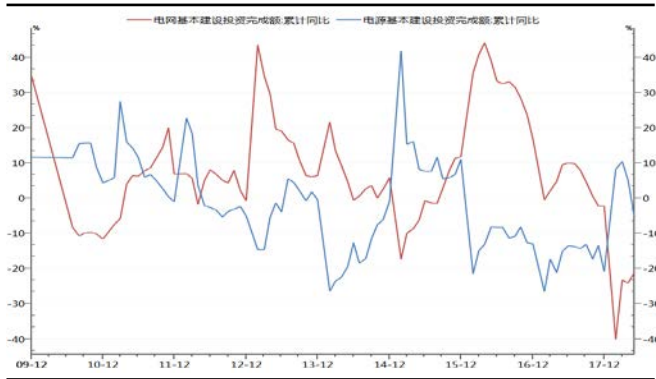
图 2.8：空调库存



资料来源：产业在线，申万宏源，一德研究院

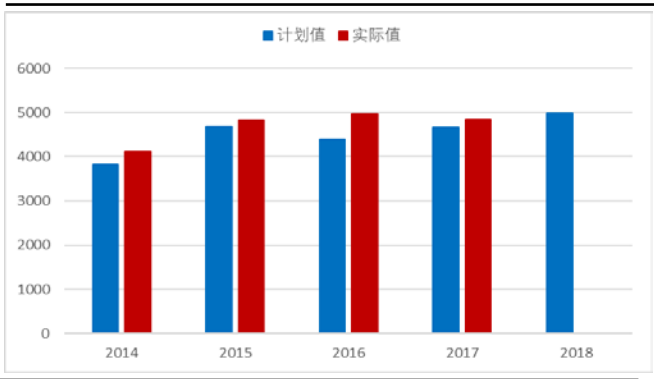
电力行业用铜主要集中在电力电缆和电网设备。能源局计划 2015-2020 年国内配网建设改造投资不低于 2 万亿元，国家发改委出台《关于加快配电网建设改造的指导意见》，对配电网的发展目标再次予以强调。2018 年 3 月，国家电网基本建设投资完成额累计值 657 亿元，累计同比-23.20%，4 月份累计值为 993 亿元，累计同比-24.10%，5 月份累计值为 1414 亿元，累计同比-21.20%，均大幅低于去年同期水平。根据国家电网的投资规划，今年电网投资全年预计同比增加 7.12%，预计下半年电网投资有所加速，对铜消费有所提振。

图 2.9：电网投资数据



资料来源：wind，一德研究院

图 2.10：国家电网投资数据



资料来源：wind，一德研究院

接下来关注新能源汽车。2017 年 9 月 28 日，工信部等五部委发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，并于 2018 年 4 月 1 日起正式施行。《管理办法》降低积分执行门槛，将更多的中小车企纳入考核范围，并重新调整实施节奏，规定 2018 年不强制进行新能源积分考核，2019、2020 年合并考核，比例要求分别为 10%、12%，核心目的在于降低油耗和发展新能源汽车。结合《十三五国家战略性新兴产业发展规划》，预计 2018 年、2019 年、2020 年新能车新增量分别为 58 万辆、91 万辆、117 万辆。但是对铜有多大新增需求呢？数据显示混合动力轿车用铜量约为 40 千克/辆，纯电动汽车用铜量约为 80 千克/辆，一个典型燃油乘用车电机中

用铜大约 20 千克。此外直流充电桩用铜量约 80kg/个，2017 年能源局全年建设目标是公共 10 万，私人 80 万，但实际完成的量很小，所以说新能源汽车行业发展任重道远。2018 年 5 月新能源乘用车销量达到 9.2 万辆，同比增长 159.1%，下半年新能源汽车行业有超预期表现的可能。

2.3 供应分析

供应层面，我们关注市场博弈的焦点矿山供应收缩问题。本轮铜矿扩产周期已经结束。铜矿周期性特征很明显，总体看，如果需求增速快于供应，则价格上涨，且根据蛛网模型理论，上一个周期的价格涨跌情况将影响产能扩张程度，进而影响下一个周期的供需情况。由数据统计看，产量增速超过消费增速期，时间跨度平均约 6.4 年，消费增速超过产量增速期，时间跨度平均约 5.8 年，2016 年也就是此轮扩产周期的结束点，2017 年是新一轮铜矿周期的起点。

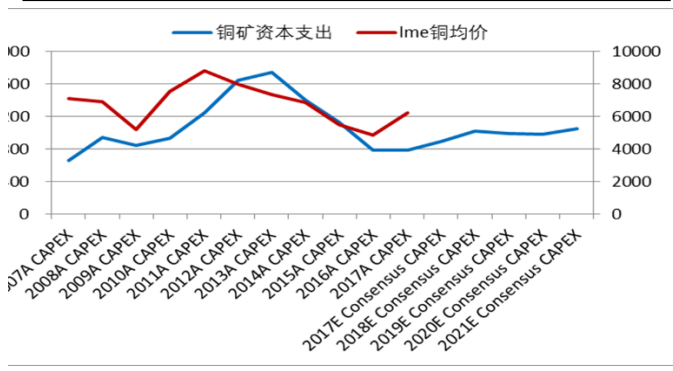
表格 2 铜矿周期数据

时间	矿产铜产量 复合增长率	精炼铜产量 复合增长率	精铜消费 复合增长率	LME年度铜价 累计涨跌幅
1960-1966	3.7	4	5.3	141.8
1966-1971	4	3.2	2.5	-29.1
1971-1974	6.1	5.8	4.4	89.3
1974-1979	0.8	1	3.5	77.3
1979-1983	1.6	0.9	-0.9	-37
1983-1988	2.3	2	2.3	106.7
1988-1992	2	1.2	0.4	-32.8
1992-1994	0.3	0.4	2.6	53.6
1994-2001	5.2	5	4	-47
2001-2011	1.9	2.2	2.8	466.2
2011-2017	3.5	2.7	1.5	-54
2017-?				

资料来源：网络整理，一德研究院

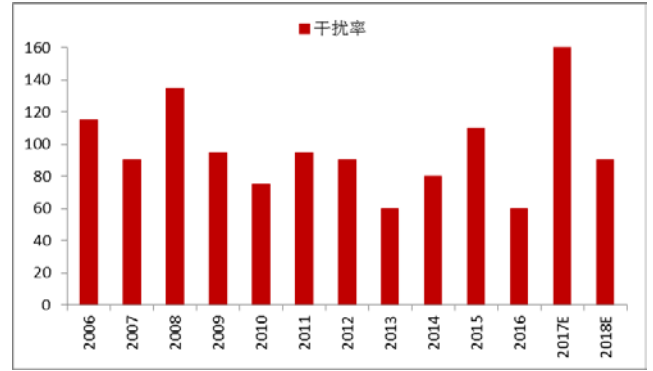
铜价作为领先指标带动铜矿资本支出，进而导致铜精矿产量的变化。铜价变化一般领先铜矿资本支出 1-2 年左右，铜价上涨(或下跌)带动铜矿资本支出增加(或减少)；精矿产量增速呈现一定的周期性，精矿产能一般滞后铜矿资本开支约为 3 年，资本支出增加，导致精矿产量的增加反过来压制铜价上涨空间，进而抑制资本支出增长，从而导致精矿产量增速放缓。2014 年以来的铜矿资本支出开始收缩，将致使 2017 年以后铜矿新增产能持续放缓。上一轮资本支出扩张期为 2011-2014 年，一般 5-7 年带动精矿产量增加，也即 2016-2020 年精矿产量仍会增加，但增速明显放缓，因新增量减少。

图 2.11: 铜矿资本支出与铜价



资料来源: bloomberg 一德研究院

图 2.12: 干扰率



资料来源: Macquarie 一德研究院

在铜矿供应趋紧的预期下, 铜矿罢工风险扰动作用被放大。2017 年是近 10 多年来铜矿实际干扰率最高的年份, 扰动量高达 180 万吨。主要铜矿生产国如印尼、智利、秘鲁等陆续出现罢工及停产, 先是智利 Escondida 铜矿罢工自 2 月初开始罢工, 接着印尼 Grasberg 铜矿因出口禁令而暂停生产, 随后秘鲁 Cerro Verde 铜矿罢工。此外, 刚果和赞比亚等国也因罢工或电力问题导致铜矿暂停。

2018 年预计实际干扰量会大幅下降, 矿山劳工谈判大部分已于 2017 年解决, 罢工和停产频率会减少。2018 年劳工协议的分布时间来看, 一季度和二季度涉及到的产能分别在 120 万吨和 140 万吨, 第三季度的协议只有 30 万吨, 四季度回升到 147 万吨。从上半年跟踪情况看, 虽然 2018 年谈判依然比较严峻, 但是出现大规模持续的罢工概率并不高, 此前达成的矿山情况来看, 大约为 165 美元/吨铜的一次性平均成本, 以及 2%左右的薪水上调幅度。目前最大的变数就是 Escondida 铜矿, 隶属于必和必拓。此前 Spence 铜矿已与必和必拓签署新的劳动合同, 该合同包括 1350 万比索的一次性奖金和 2%的实际工资的增长, 这对于目前 Escondida 的谈判来说是一个良好的信号。必和必拓和工会的初期谈判开始于今年 4 月, 但未达成协议。此次 6 月份开始的新一轮的劳资双方谈判, 计划持续至 7 月 24 日, 但可能耗时更长时间。这也将是扰动铜价的重要因素。

表格 3 铜矿劳工谈判

矿山	2018年产能 (万吨)	合同谈判时间
Escondida	102	6月
Cerro Clorado	7	8月
Andina	22	9月
Ei Teniente	40	10月
Gabriela Mistral	12.5	10月
Centinela	6	10月
Spence	17.5	11月
Ministro Hales	20	11月
Caserones		12月
Collahuasi	51	10月
合计	278	

资料来源: 网络整理, 一德研究院

表格 4 2018 年境外主流矿企铜产量及目标产量

公司	2017	2018	同比
第一量子	57.4	64	11.50%
嘉能可	131	146.5	11.80%
南方铜业	23.87	27.7	16.90%
必和必拓	144.74	178	23%
英美资源	57.9	57.9	0%
力拓	32.76	32.76	0%
安托法加斯塔	70.43	72.25	3%
自由港	16.95	176.9	4%
淡水河谷	43.85	43.85	0%
泰克资源	28.73	27.75	-3%
OZ 矿业	11.2	10.5	-6%
合计	771.21	838.11	8.70%

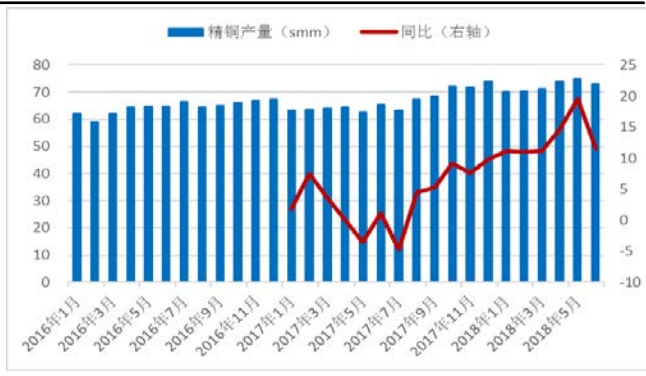
资料来源：百川资讯，一德研究院

统计的 2018 年境外主流矿企铜产量及目标产量数据看，2018 年铜矿产量仍将是增加的状态，增速达 8.7%，折合为产量增量为 67 万吨，远不及去年因干扰事件损失的量，2018 年预计新投产产能不到 30 万吨。此外，第一产铜大国智利的铜矿品位近 15 年来持续下滑，智利铜业委员会 2017 年数据显示，铜矿品位已由 1999 年的 1.41% 降至 2016 年的 0.65%。整体看，2018 年上半年铜矿供应运转良好，加工费高频数据看，TC 数据正在回升，由一季度末的 73.5 涨至目前的 84。

印度 Vedanta 40 万吨铜冶炼厂的意外被关停，印度共有 3 座冶炼厂产能共计 90 万吨，分别为 Birla Copper (Dahei) 50 万吨，Sterlite 22 万吨，Silvassa 18 万吨。其中属于 Vedanta 旗下的为 Sterlite 和 Silvassa，其中关停的为 Sterlite。Sterlite 是粗炼精炼为一体的工厂，它粗炼产能 40 万，精炼产能 22 万。从铜矿的角度来讲，Sterlite 关停不消耗铜矿，这些铜矿就会转移到中国或者其他国家。铜矿的总消耗量是不变的最终电解铜的产量也不会发生变化。Sterlite 关停最大的贡献就在于它拉升了铜矿 TC 和压低了粗铜加工费，对全球的精铜产量影响甚微。

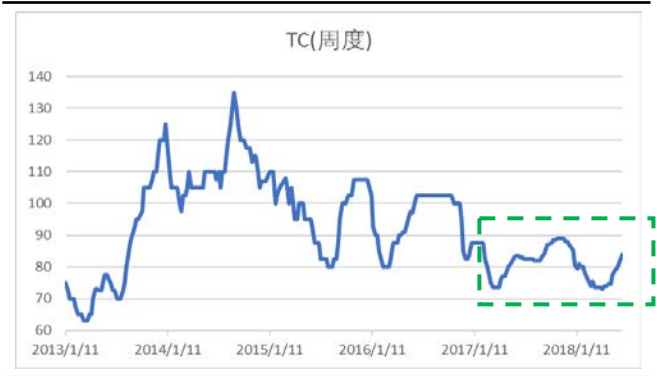
今年以来，国内精铜产量增速较快，上海有色网公布的数据显示，2018 年 1-6 月份累计精铜产量 433 万吨，去年同期累计产量为 383 万吨，累计同比高达 13%，在加工费还有利可图的情况下，冶炼厂在高开工生产。上海有色网统计的数据显示，2018 年粗炼与精炼产能分别增加 90 万吨、98 万吨，所以加工费上行预计有限。

图 2.13: 精铜产量



资料来源: SMM 一德研究院

图 2.14: 加工费



资料来源: SMM 一德研究院

2.3 供需平衡表

根据前文供需分析, 结合研究机构对供需预估, 整理出 2018 年全球以及中国供应、需求数据。预计 2018 年全球铜矿供需处于小幅过剩的局面。全球精炼铜维持小幅过剩状态, 而国内紧平衡状态。

表格 5: 全球市场铜精矿供需预估

	2014	2015	2016	2017	2018F
产量	1471.8	1540	1640	1645	1695
消费量	1430	1505	1610	1650	1690
供需平衡	41.8	35	30	-5	5

资料来源: 安泰科 一德研究院

表格 6: 全球市场精铜供需预估

	2014	2015	2016	2017	2018F
产量	2160	2205	2250	2290	2340
消费量	2130	2170	2220	2265	2320
供需平衡	30	35	30	25	20

资料来源: 安泰科 一德研究院

表格 7: 国内市场精铜供需预估

	2014	2015	2016	2017	2018F
产量	688.4	736.9	764.8	800.7	835
进口量	359	367.8	362.9	324.3	300
出口量	26.6	21.2	42.6	33.8	30
消费量	966	993	1031	1074	1110
供需平衡	54.8	90.5	54.1	17.2	-5

资料来源: 安泰科 一德研究院

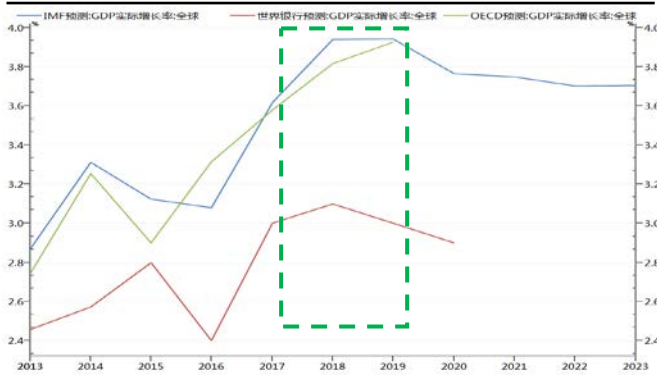
3. 宏观形势分析

3.1 全球经济形势不容乐观

综合 IMF、世界银行、OECD 等机构预测数据，2018-2019 年是 GDP 实际增长率的拐点，显示全球经济有放缓趋势，高频数据摩根大通全球综合 PMI 也有回落迹象。此外，贸易战也会拖累全球经济，根据标普测算，如果贸易战最终落地，可能会导致全球经济增速下行 1%。欧央行的测算显示，贸易战可能会导致全球贸易增速下滑 3%，对应经济增速下滑 1%。此外，韩国出口同比已经转为负值，也对经济有坏的指向性。从金融周期角度看，美国金融周期处于加速走向波峰阶段，欧洲金融周期处于有负转正的阶段，而中国金融周期处于由波峰下行的阶段。金融周期波峰往往对应着重重大风险。

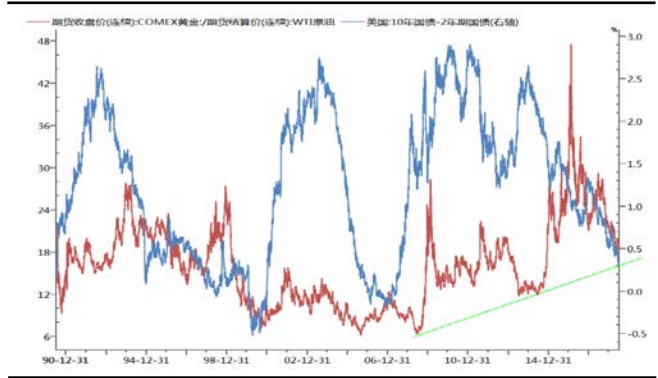
美债 10 年期与 2 年期利差已低至 0.3%，距离零值仅一步之遥，历史经验表明，利差为零一般会预示着危机。金油比处于上行趋势的支撑线，未来有上行的可能，原油影响通胀、黄金跟随通胀，多数时间金油比在相对稳定的区间波动。但黄金走势相对原油滞后，在经济复苏到过热阶段金油比多数回落，**滞胀到衰退阶段金油比多数走高**。

图 3.1：经济增速预测



资料来源：Wind 一德研究院

图 3.2：国债利差与金油比



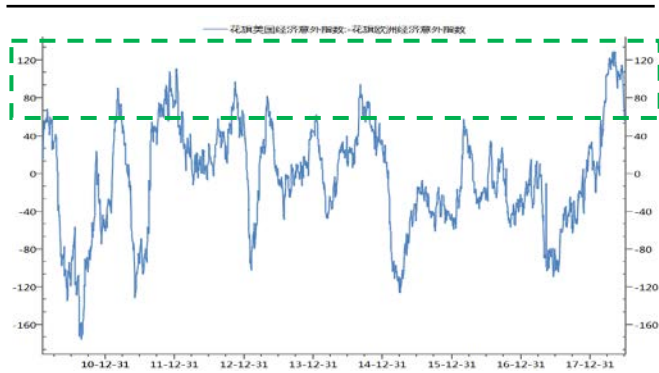
资料来源：Wind 一德研究院

3.2 美元指数上行概率下降

主要逻辑是，美元指数是用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度，一揽子货币中主要是欧元。美国继续收紧货币政策的空间很小，美联储年度加息概率已经降至 3.5 次，与年初的 4 次相比有所下降。而且经过近几年的加息，10-2 年期国债利差已降至接近 0，再加息经济有转入滞涨或衰退的风险。因为加息更主要的影响短端利率，长短利率更多反应的是经济未来基本面。但欧日等国货币政策的空间还很大，正处于货币政策收紧的起始阶段。再者，欧洲经济意外指数上半年持续走低，使得美国经济意外指数与欧洲经济意外指数价差行至高位，也即

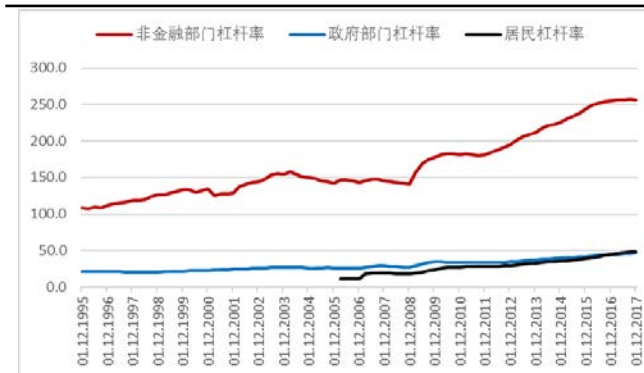
下半年欧洲经济大概率会表现好过美国，从而提振欧元，进而压低美元指数。

图 3.3：惊喜指数之差



资料来源：Wind 一德研究院

图 3.4：杠杆率



资料来源：Wind 一德研究院

3.3 国内去杠杆之殇

去杠杆是“三去一降一补”中的一个阶段，“三去一降一补”是习近平总书记根据供给侧结构性改革提出的。供给侧改革主要涉及到产能过剩、楼市库存大、债务高企这三个方面，为解决好这一问题，就要推行“三去一降一补”的政策，即去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。

我们从图表可以看出。居民户部门、中央政府的杠杆率都处在安全区间，杠杆率的快速上升主要集中在企业部门，并且其绝对水平在国际比较中高居前列。关于去杠杆，美国的投资大师 Ray Dalio 做过详实的研究分析，并总结出三种经典的去杠杆方式。他把去杠杆分为三类，分别为糟糕的通缩去杠杆、糟糕的通胀去杠杆、好的去杠杆，不同的人有不同的翻译方式，这三种分别对应下图中的刚性、柔性以及有效。我们直接借用了广发证券的总结。

表格 8：去杠杆方式

	三种去杠杆方式		
	刚性	柔性	有效
债务处置	直接减记	债务重组、置换、债转股等	“抓大放小” 破产一部分 救助一部分
不良资产处置	大面积破产清算	资产重组或转移给政府	
财政支出	紧缩	扩大	扩大
结构性改革	缺乏	不足	有效
效果	经济硬着陆	增长复苏缓慢	经济有效转型

资料来源：广发证券 一德研究院

我们通过公式更直观的来看，名义 GDP 增速高于债务增速，才是良性去杠杆的根本。目前国家采取的政策是“宽货币+紧信用+宽财政”，把权力更多收回央行，紧信用会抬高利率，引爆了部分债务，债务违约爆出。去杠杆的核心之一就是出清不良资产和僵尸企业，恢复资源有效配置，最终提高投资回报率。但不良资产处置往往冲击金融和实体部门资产负债表，开启债务通缩机制，所以用宽货币与宽财政来对冲。去杠杆过程会伴随着阵痛期，资产价格也会波动加剧，包括股、债、汇、商品等，最近股市大跌，包括汇率快速贬值，但我们认为汇率不具备大幅贬值的基础。下半年我们要关注稳定去杠杆过程中的对冲政策。

$$\text{宏观杠杆率} = \frac{\text{负债}}{\text{名义 GDP}} = \frac{\text{上期负债} \times (1 + \text{负债增速})}{\text{GDP} \times (1 + \text{名义 GDP 增长率})}$$

4. 总结与展望

需求：全球需求看中国，目前需求处于高增速向低增速转变过程中，需求端未处于牛市。下半年需求重点关注电力行业，但能否超预期还需关注宏观政策面。

供应：铜矿供应进入紧缩周期，矿山罢工风险仍未解除，废铜进口收缩较明显，但国产废铜增加弥补缺口。铜矿上半年供应紧张局面环节导致冶炼加工费低位回升，提高冶炼积极性，冶炼产能增速仍很高。

总体看，宏观层面，全球经济形势不容乐观，贸易战加之国内去杠杆，使得悲观情绪发作，但国内经济韧性挺足，主要受益于地产投资，去杠杆北京下，关注房地产投资增速能否能继续增长。供需层面，长期看，供应处于紧缩周期，需求增速也低速局面，就看两者左移的幅度。下半年需求是关注的焦点，供应端预计难有大的变化。在供需层面没有大的矛盾点扰动的前提下，铜价或将更多锚定宏观。上文我们提到下半年或有对冲经济下滑的政策，全球经济下滑预期下，紧缩政策也会趋缓，所以或会有 buy-dip 的机会。预计下半年 lme 铜核心波动区间 6200-7200 美元，沪铜 47000-53000 元。

- 风险点：1、贸易摩擦
- 2、中国房地产投资增速
 - 3、电力投资能否超预期
 - 4、去杠杆力度

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。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023

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2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 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：0533-3586 709

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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：0535-2163353/2169678