

铜半年度报告：2019 年 07 月 01 日

宏观弱预期与强产业的博弈，铜价 波动加剧

铜产业链研究

摘要：

- 美国经济显露出疲态，欧洲内部矛盾未决，国内经济增速稳中小幅下滑。但美联储货币政策由鹰转鸽，将在一定程度上减缓经济下滑的忧虑，同时也使得其他经济体有更灵活的货币政策空间。
- 供应端，铜矿现货加工费维持低位，供应呈现趋紧，叠加下半年废铜供应收紧利多精铜消费
- 消费端，目前下游消费无较大亮点，但需注意下半年政策面的利多影响，官方政策面托底预期犹存
- 总体而言，2019 年铜价受宏观面的扰动加大，需要警惕全球宏观扰动对铜价的影响，预计 2019 年下半年铜价下探至 44000-45000 元/吨将受到较强支撑，上方压力区域在 50000-51000 元/吨区域，下半年宽幅震荡为主，震荡区间在 45000-51000 元/吨。建议下游产业客户关注铜价回调至 45000 元/吨区域附近的买入机会，待铜价反弹至 50000-51000 元/吨区间可考虑逢高抛空。

作者姓名：江露

邮箱：jianglu@csc.com.cn

电话：023-81157289

投资咨询资格号：Z0012916

发布日期：2019 年 07 月 01 日

目 录

一、铜行情回顾	5
二、宏观经济形势与政策分析	5
三、基本面分析	17
四、技术面	25
五、结论与操作建议	25

图表目录

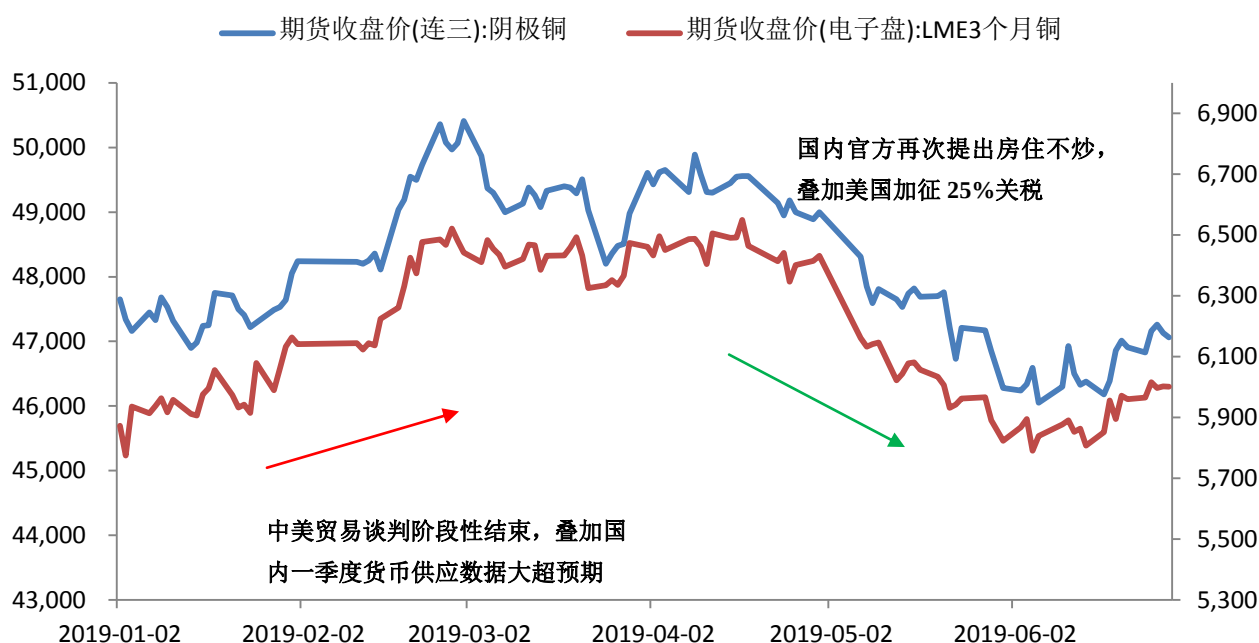
图 1: LME3 月铜和沪铜连三合约收盘价	5
图 2: 全球 GDP 实际增速及预测	6
图 3: 摩根大通全球采购经理人指数	6
图 4: 经合组织综合领先指标	6
图 5: 经合组织商业及消费者信心指数	6
图 6: 美国国内生产总值及其增速	7
图 7: 美国新增非农就业人数及失业率	7
图 8: 美国非农企业薪酬及工作时长	7
图 9: 美国非农职位空缺数	7
图 10: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数	8
图 11: 美国物价指数变动情况	8
图 12: 美国国际贸易及其增速	8
图 13: 美国国内消费及其增速	8
图 14: 欧元区 and 欧盟 GDP (不变价、季调) 及其增速	9
图 15: 欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化	9
图 16: 欧元区采购经理人指数	9
图 17: 欧盟和欧元区制造业产能利用率	9
图 18: 欧盟 28 国失业人数及失业率	10
图 19: 欧盟及欧元区核心 CPI	10
图 20: 美国基准利率及债券收益率	10
图 21: 英国及欧元区利率	10
图 22: 中国国内生产总值及其增速	11
图 23: 中国固定资产投资及其增速	11
图 24: 中国社会消费品零售总额及其增速	12
图 25: 中国进出口贸易额及其增速	12
图 26: 固定资产投资增速	12
图 27: 制造业投资增速	12
图 28: 中国工业增加值同比增速	13
图 29: 中国制造业 PMI 指数	13
图 30: 中国公共财政收入和支出及其增速	14
图 31: 中国税收收入累计增速	14
图 32: 中国货币供应增速及剪刀差变动	15
图 33: 中国人民银行现金净投放	15
图 34: 中国社会融资规模及新增信贷占比	15
图 35: 中国存贷差额	15
图 36: 中国人民银行存款准备金率	15
图 37: 上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR)	15
图 38: 城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速	16
图 39: 中国物价变动情况	16

图 40: 中国外汇储备变动情况	16
图 41: 美元和欧元兑人民币汇率中间价	16
图 42: WBMS 铜供需平衡 (万吨)	17
图 43: ICSG 铜供需平衡 (万吨)	17
表 1: 2017-2020 年大型铜矿投产项目 (万吨铜/年)	18
图 44: 全球矿山产量及利用率 (单位: 万吨)	19
表 2: 中国铜精矿供求关系 (单位: 千吨铜)	19
表 3: 中国精炼铜供求关系 (单位: 千吨铜)	19
图 45: 铜精矿长单加工费 (单位: 美元/吨)	20
图 46: 精炼铜产量 (单位: 万吨)	20
图 47: 铜精矿现货加工费 (单位: 美元/吨)	20
图 48: 铜材产量 (单位: 万吨)	20
图 49: 废铜进口累计值及同比 (单位: 吨)	21
图 50: 长江有色与佛山光亮铜价差 (单位: 元/吨)	21
图 51: 铜精矿进口量 (单位: 万吨)	21
图 52: 精铜当月进口量 (单位: 吨)	21
图 53: 未锻造铜及铜材进口累计值 (单位: 吨)	22
图 54: 废铜进口量 (单位: 吨)	22
图 55: 进口盈亏及比价	22
图 56: 到岸升贴水 (单位: 美元/吨)	22
图 57: 交易所库存 (单位: 吨)	23
图 58: LME 铜升贴水 (单位: 美元/吨)	23
图 59: 电网基本建设投资完成额及同比 (单位: 亿)	23
图 60: 房地产开发投资额及同比 (单位: 亿)	23
图 61: 商品房待售面积累计值及同比 (单位: 万平方米)	24
图 62: 全国首套及二套房贷利率 (单位: %)	24
图 63: 房屋新开工面积及同比 (单位: 万平方米)	24
图 64: 家电产量累计同比 (单位: %)	24
图 65: 家电产量累计同比 (单位: %)	24
图 66: 汽车产销量及同比 (单位: 万辆)	24
图 67: 伦铜电 3 价格走势	25
图 68: 沪铜指数价格走势	25

一、铜行情回顾

2019 年上半年铜价呈现明显的过山车行情，一季度，中美贸易谈判释放利好消息，投资者信心得到修复，加之国内 1-3 月货币供应数据大超预期，引发市场对国内政策面托底经济的预期强烈，伦沪铜价展开一轮 10% 幅度的反弹行情。二季度，官方再次提出房住不炒，引发市场对国内房地产走弱的预期，且美国宣布对中国 2000 亿美元进口商品加征 25% 的关税，伦沪铜价大幅下跌，跌幅达到 10% 左右。总体来看，上半年铜价受宏观扰动加大，目前铜价在年初低点附近运行。

图 1：LME3 月铜和沪铜连三合约收盘价



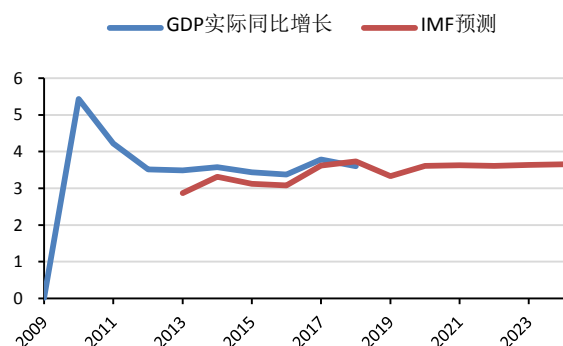
数据来源：WIND、中信建投期货

二、宏观经济形势与政策分析

1.1 全球经济增长乏力，下行压力逐渐显现

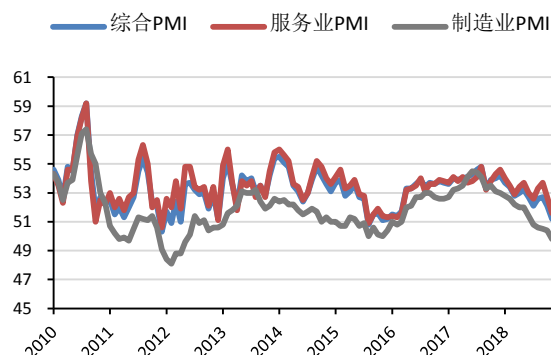
全球经济自 2018 年开始增长乏力，随着美国财政刺激效果减弱，贸易摩擦影响开始显现，今明两年全球经济或面临较大的下行风险。IMF 在 2019 年 4 月的《世界经济展望》中指出，受全球贸易紧张、金融环境收紧、政策不确定性上升以及商业信心疲软等多重因素影响，全球经济活动自 2018 年下半年起显著放缓，并下调对 2019 年世界经济增速的预期至 3.3%，这相比于 2019 年 1 月的预测下调了 0.2 个百分点。

图 2：全球 GDP 实际增速及预测



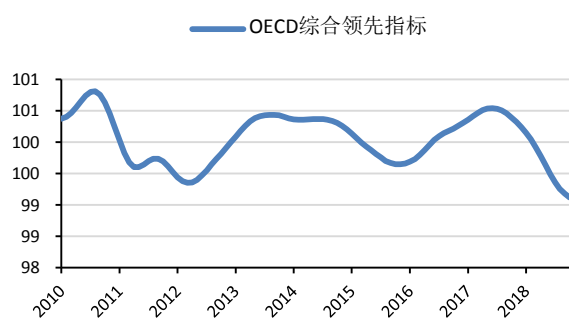
数据来源：Wind，IMF，中信建投期货

图 3：摩根大通全球采购经理人指数



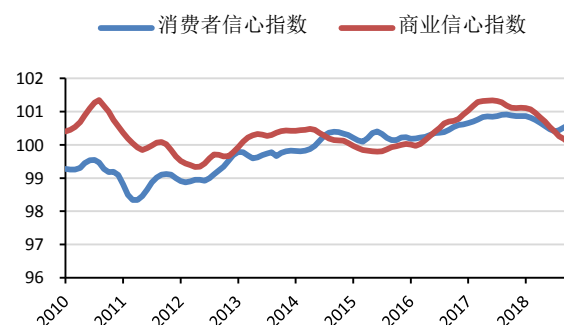
数据来源：Wind，中信建投期货

图 4：经合组织综合领先指标



数据来源：Wind，中信建投期货

图 5：经合组织商业及消费者信心指数



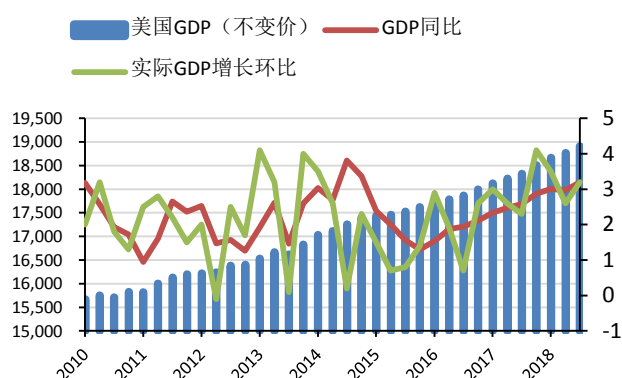
数据来源：Wind，中信建投期货

2018 年初以来，全球经济见顶回落，经济扩张减速、市场景气程度不断下滑、消费信心也开始走弱。摩根大通全球 PMI 指数显示，自 2018 年 1 月前后，综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数纷纷在触顶后逐步下行，其中全球制造业 PMI 指数回落最快，从 2018 年初时的 54.4 的水平持续下滑至 2019 年 5 月的 49.8，表明全球制造业已进入收缩区间，全球经济增长乏力。在全球制造业扩张步伐放缓的背景下，消费者信心也逐渐下滑。经合组织统计数据显示，2019 年 5 月份，商业和消费者信心指数分别为 99.9184 点和 100.6877 点，分别较 2018 年同期低 1.1915 点和 0.1973 点，呈现下降的趋势，且商业信心指数下降速度明显快于消费者信心指数，表明企业对未来的经济形势表现出更不乐观的情绪。

1.2 美国经济不再强劲，驱动因素逐渐减弱

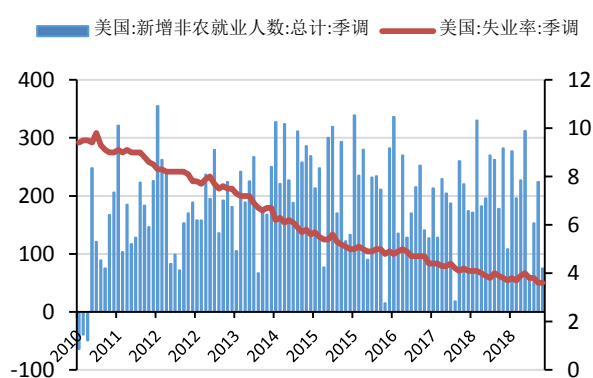
2018 年下半年以来，美国经济强劲的增长势头放缓，虽然劳动力市场仍然保持紧张的局面，但制造业扩张程度逐渐见顶回落，通胀也呈现逐步疲软的态势，美国消费者的信心逐渐下滑，美国经济的驱动力开始转弱。

图 6：美国国内生产总值及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

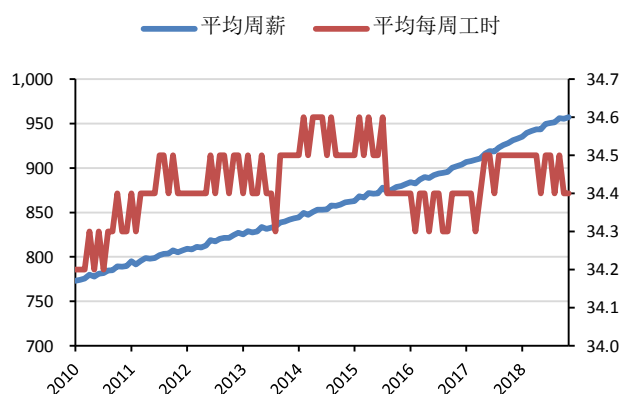
图 7：美国新增非农就业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

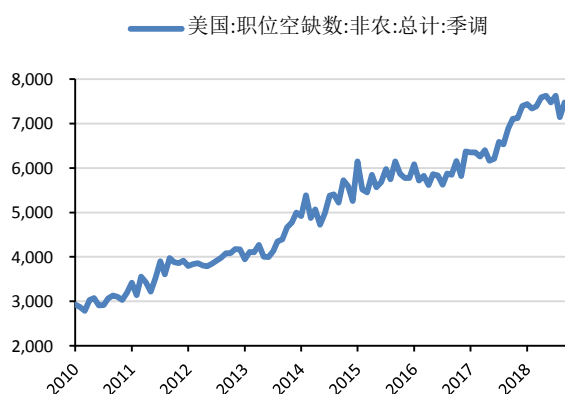
美国经济分析局公布的统计数据显示，2019 年美国第一季度 GDP（不变价）达到 18.91 万亿美元，同比增长 3.20%，增速较 2018 年同期高 0.62 个百分点，保持着较快的增长速度，但从环比增速来看，美国经济有见顶回落的风险。

图 8：美国非农企业薪酬及工作时长



数据来源：Wind，中信建投期货

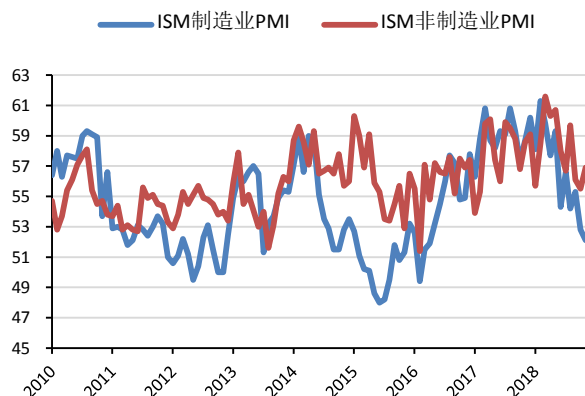
图 9：美国非农职位空缺数



数据来源：Wind，中信建投期货

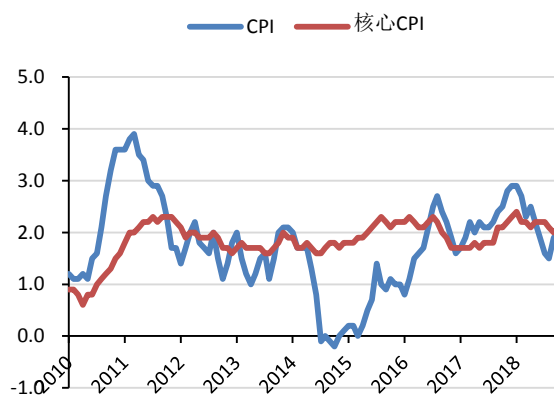
美国就业形势持续改善，但前景隐忧逐渐显现。美国劳工部最新统计数据显示，2019 年 5 月份新增非农就业人数达 7.5 万人，较此前数据有较大幅度下滑；经季节性调整后的失业率进一步降至 3.6%，相比于 2018 年同期低 0.2 个百分点，为 50 年来的低位。美国失业率的降低，伴随着薪资的增长和职位空缺数的增加，且非农企业员工工作时长保持在稳定区间，这意味着美国就业市场仍保持较好的状态。美国劳工部公布的最新统计数据显示，2019 年 5 月份美国非农企业员工平均周薪达到 957.35 美元，较 2018 年同期增加 26.19 美元，延续着持续增加的趋势；5 月份美国非农企业员工平均每周工作时长为 34.4 小时，与 2018 年同期持平，平均每周工时继续保持在 34.4—34.6 小时区间；唯一值得担忧的是，美联储关心的职位空缺数有见顶的可能，2019 年 4 月经季节性调整后的职位空缺数达到 744.9 万人，而在 2019 年 1 月与 2018 年 11 月此数据均超过 762 万。

图 10：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

图 11：美国物价指数变动情况

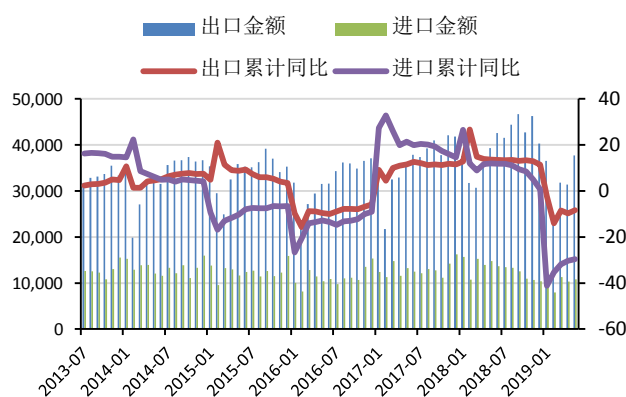


数据来源：Wind，中信建投期货

制造业及非制造业扩张程度持续放缓从另一个侧面反映出美国经济不复此前的强劲势头。美国供应链管理协会公布的统计数据显示，2019 年 5 月份美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数分别报 52.1 和 59.6，较 2018 年同期分别低 6.60 和 1.70。

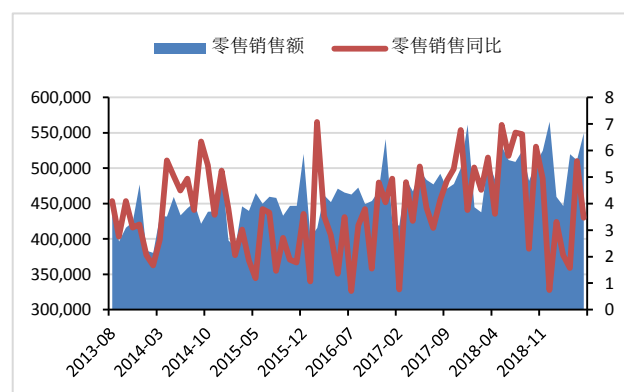
制造业和非制造业放缓的状况下，美国物价水平难以维持较高的增长。美国劳工部公布的统计数据显示，2019 年 5 月份美国经季节性调整后的核心 CPI 同比增长 2.0%，较去年同期增速低 0.2%，这从侧面显示民众的消费动力正在减退。

图 12：美国国际贸易及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 13：美国国内消费及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

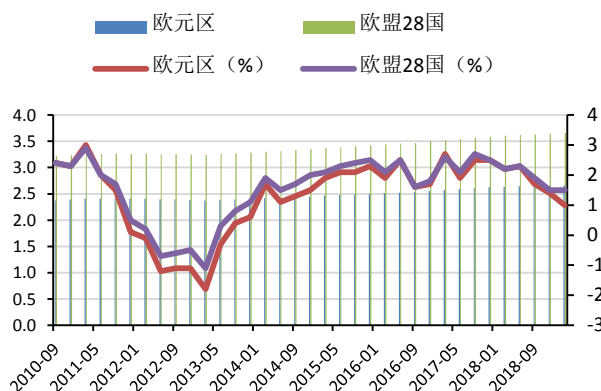
此外，贸易摩擦问题也逐渐显现其后果，美国外贸及消费增速均出现不同程度的下滑，美国经济驱动力正在减弱。美国经济分析局最新的统计数据显示，2019 年 5 月份美国出口和进口同比减少 8.40% 和 29.60%，增速较 2018 年同期降低 22.0 和 41.5 个百分点，贸易摩擦对美国进出口影响巨大，其中进口影响更加明显；5 月份美国零售销售总额同比增长 3.46%，增速较 2018 年同期低 3.51 个百分点，增速显现出回落的倾向。

总之，美国经济仍保持着增长的势头，但经济增长下行压力逐渐显现。

1.3 欧洲内部矛盾未决，经济增速持续下滑

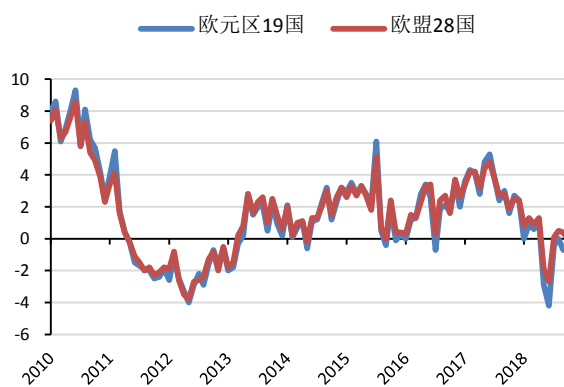
欧元区内部矛盾仍未解决，英国脱欧前景难测，而债务问题再度浮现，欧洲经济增速持续下滑。

图 14：欧元区和欧盟 GDP（不变价、季调）及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

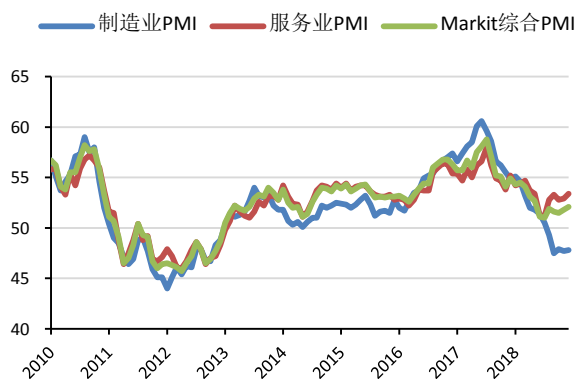
图 15：欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化



数据来源：Wind，中信建投期货

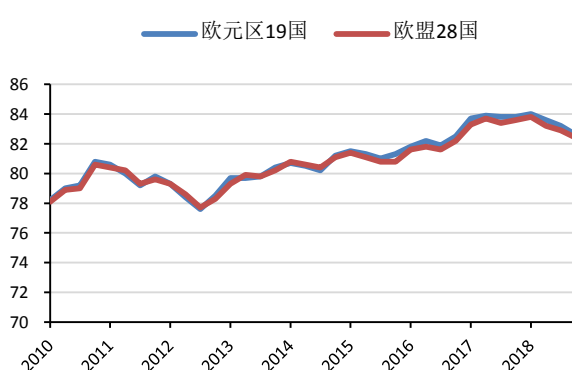
欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年第一季度，欧元区国内生产总值（季调、不变价）达到 2.66 万亿欧元，同比增长 1.0%，增速较 2018 年同期降低 1.2 个百分点；欧盟 28 国国内生产总值（季调、不变价）达到 3.66 万亿欧元，同比增长 1.5%，增速较 2018 年同期低 0.7 个百分点。随着英国脱欧问题持续拖延，以及欧元区国家与欧盟关于预算赤字争端等问题，欧元区和经济增速不断下滑，欧洲经济前景难言乐观。

图 16：欧元区采购经理人指数



数据来源：Wind，中信建投期货

图 17：欧盟和欧元区制造业产能利用率

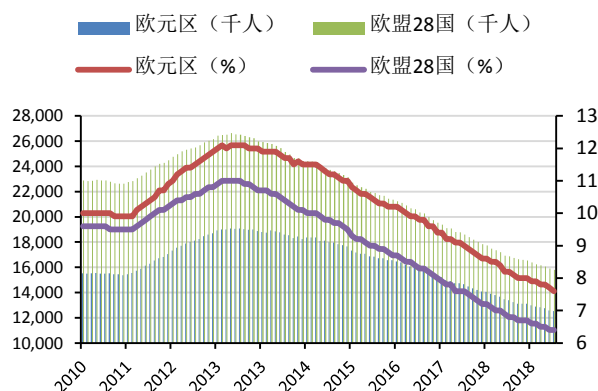


数据来源：Wind，中信建投期货

工业生产、制造业及服务业扩张速度不断放缓，也佐证了欧洲经济正经历下行周期。欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年 5 月份，欧元区 19 国和欧盟 28 国工业生产指数同比下降 0.4% 和 0.1%，增速均较 2018 年同期低 2.0 个百分点，且增速延续着震荡下行的态势；此外，制造业产能利用率也呈见顶回落的态势，2019 年第二季度欧元区 19 国和欧盟 28 国制造业产能利用率分别达到 82.6% 和 82.4%，均较 2018 年同期下降 1.2 个百分点。制造业产能利用率高位回落也使欧盟未来的经济增长蒙上一层阴影，面临内部问题以及外部压力，欧盟未来产能利用率或继续下降。

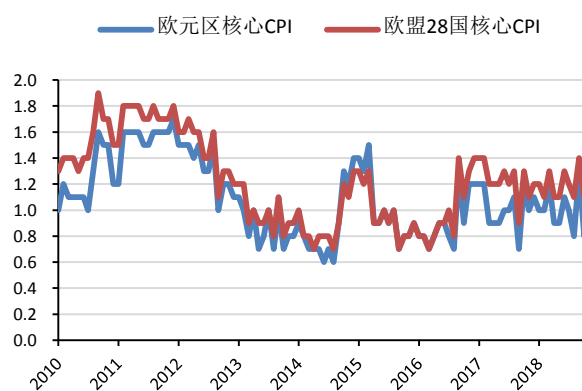
从采购经理人指数角度看，欧洲市场景气程度不断回落，制造业、非制造业扩张速度持续下滑。数据统计机构最新的统计数据显示，2019年6月欧元区 Markit 综合、制造业和非制造业 PMI 指数分别报 52.1、47.8 和 53.4，分别较 2018 年同期下降 2.8、7.1 和 1.8，制造业 PMI 已低于枯荣线。

图 18：欧盟 28 国失业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 19：欧盟及欧元区核心 CPI

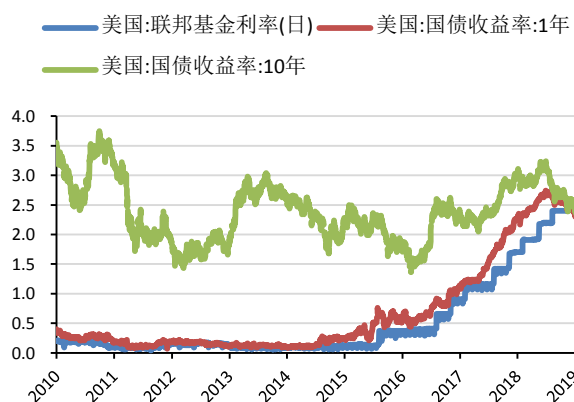


数据来源：Wind，中信建投期货

虽然经济增长面临困难，但欧洲就业形势仍在不断改善。欧盟统计局最新的统计数据显示，2019 年 4 月份欧盟 28 国失业人数为 1580.2 万人，较 2018 年同期减少 139.4 万人；失业率已经降至 6.4%，较 2018 年同期低 0.6 个百分点。虽然欧盟就业形势在不断改善，失业人数也持续性减少，但欧元区的消费却持续低迷，令欧洲的物价水平持续处于低位。欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年 5 月欧元区和欧盟经过季节性调整后的核心 CPI 同比增长 0.8% 和 1.1%，增速分别较 2018 年同期低 0.4 和 0.2 个百分点，仍然徘徊于 1% 附近，未能摆脱长期低迷的状态。

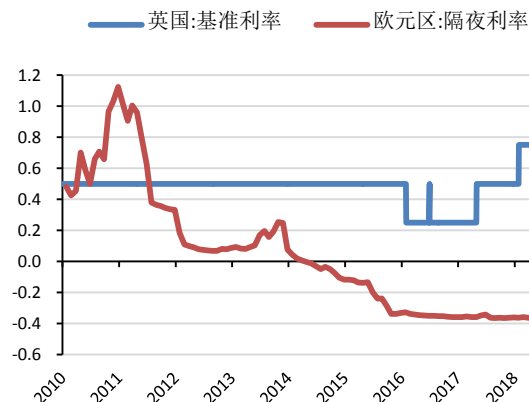
1.4 美联储由鹰转鸽，欧央行尚未加息或又宽松

图 20：美国基准利率及债券收益率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 21：英国及欧元区利率



数据来源：Wind，中信建投期货

在经济前景持续转弱，通胀转向低迷的背景下，美联储的态度今年以来发生了较大幅度的转变。此前，美联储预计年内仍可能加息，但在美联储 6 月会议以后，市场对美联储的降息预期大幅增加。美联储在 2019 年 6 月的会议声明中表示，经济的不确定性增加，总体和核心通胀都将低于 2%；密切关注经济指标的变动，将采取正确行动维持经济的扩张；在政策声明中删除“耐心”一词。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，对政策声明作出重大调整，将采取适当措施维持扩张；商界和农业合约对贸易的担忧加剧，金融市场的风险情绪恶化；坚定实现 2% 的通胀目标，预计回升至 2% 的步伐放缓。美联储态度转鸽将使得全球经济下行压力得到一定程度的释放，各国央行也有更灵活的货币政策操作空间。

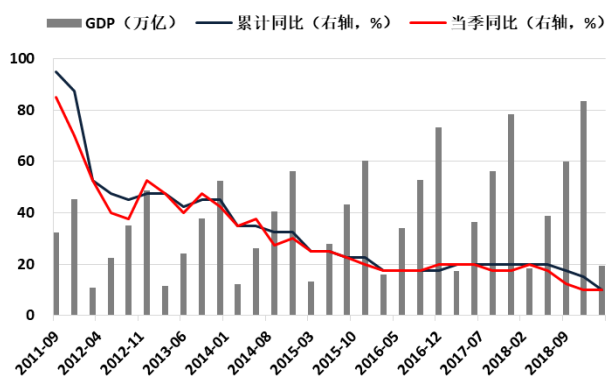
欧洲方面，由于欧元区经济复苏乏力，欧央行不断推迟加息时间点，从目前来看，很可能加息尚未进行，又将进行新一轮的宽松。在 2019 年 6 月欧央行政策利率会议声明中，欧央行表示，预计将保持现有关键利率水平不变至少到 2020 年上半年，这一时间点在近半年会议中不断推迟；并决定第三轮定向长期再融资操作(TLTRO)主要利率为 0.1%。欧央行行长德拉吉表示，适度的货币宽松政策是必要的；距离政策正常化仍旧遥远，部分委员提出降息或重启 QE 的可能性；欧洲央行必要时可以降息，如果降息则有可能使用利率分级制度；已经开始考虑财政政策。

2、国内宏观

2.1 经济下行压力大，投资担维稳重任

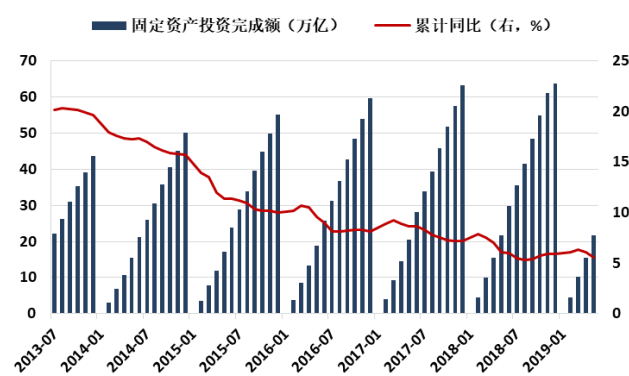
2019 年上半年，受到自身经济结构调整和国际形势的挑战，经济增长放缓。国家统计局数据显示，2019 年第一季度国内生产总值（GDP）同比增长 6.4%，环比 2018 年四季度持平，较 2018 年同期低 0.4pct，出现较明显的下滑。

图 22：中国国内生产总值及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 23：中国固定资产投资及其增速

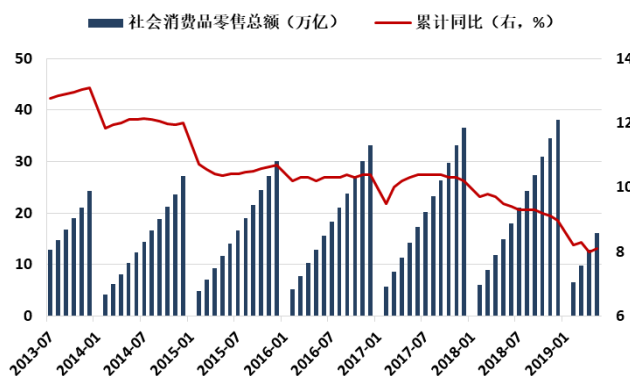


数据来源：Wind，中信建投期货

在经济下行压力增大的情况下，消费和进出口等正反馈因素同步走弱，投资则再度承担起“维稳”任务。2018 年 1-5 月，社会消费品零售总额为 16.1 万亿元，同比增长 8.1%，较去年同期下降 1.4 个百分点；出口 9583 亿美元，同比增长 0.4%，较去年同期大幅下降 12.52 个百分点；而固定资产投资完成额 21.76 万亿元，同比增长 5.6%，较去年同期下降 0.5 个百分点。消费的下滑除了受高杠杆影响外，还反映出经济活动的减少和消费者对于未来预期的悲观倾向。出口方面，2017-2018 年受国际经济形势转好及抢出口影响，基数较大。2019 年，随着中美贸易摩擦进一步加剧，及全球经济增长的放缓，出口增速大幅下滑。投资方面，尽管今年投资增速并

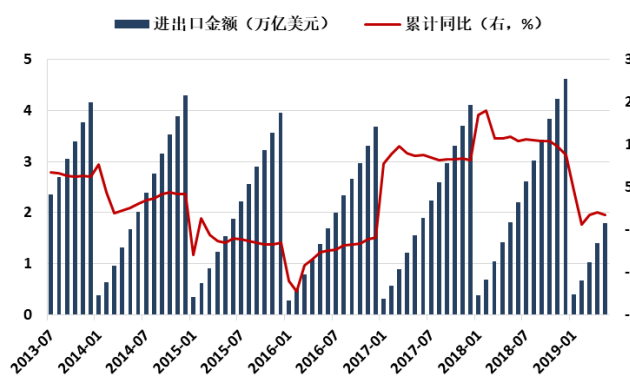
未大幅上涨，但投资仍对稳定经济增长起到了非常重要的作用。在经济转型升级时期，投资的维稳作用不再如以往一般是为了保持经济高速增长，而是为了保证经济下滑的速度不至于过快，保证经济结构的平稳过渡。因此，2019 年上半年，我们仍能看到投资在维持经济稳定增长方面起到的重要作用。

图 24：中国社会消费品零售总额及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 25：中国进出口贸易额及其增速

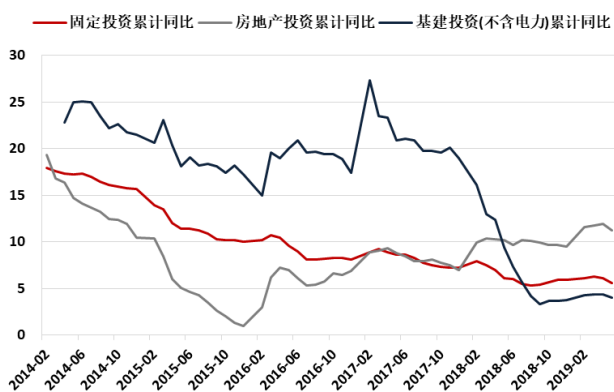


数据来源：Wind，中信建投期货

尽管我国经济正从投资拉动型转向消费拉动型，但短期内，投资仍然是经济增长的最大拉动力量，其次则为消费，最后才是出口。因此，预测未来经济走势仍需从投资、消费、进出口三方面入手。

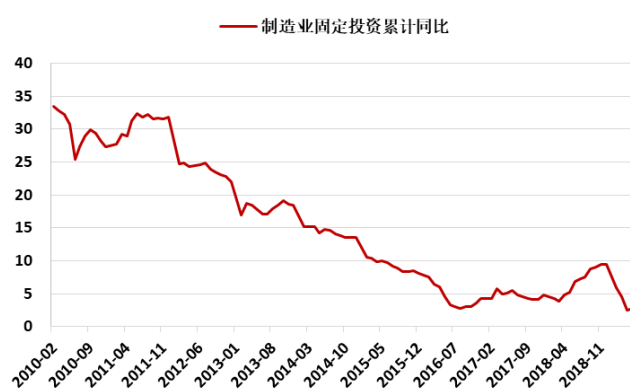
投资有所侧重，维稳和促转型两不误。固定资产投资增速整体仍保持在低位，但其中涉及转型升级的投资则保持高速增长，比如制造业中的技术改革投资增长 15%、生态保护和环境治理增长 41.5%、信息传输投资增长 14.9%、高技术产业投资增长 11.9%。各种迹象表明，未来投资的重点将由“铁公基”转向高新技术行业，其经济维稳的效果或许相对较差，但将对我国经济发展和转型带来更深远的影响。

图 26：固定资产投资增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 27：制造业投资增速



数据来源：Wind，中信建投期货

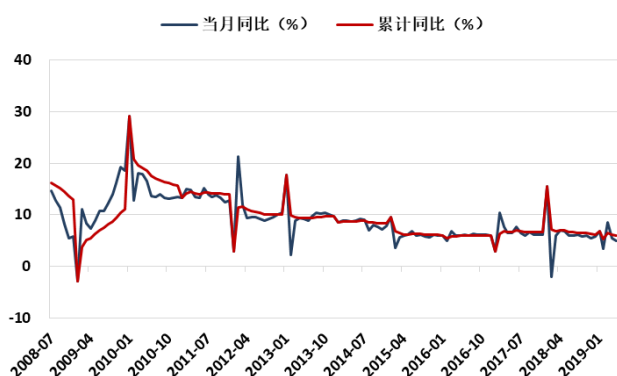
房地产方面，在经济增长压力增大的背景下，房地产投资大概率维持平稳。国家统计局数据显示，2018 年 1-5 月份，房地产投资同比增长 11.2%，增速较 2018 年同期提高 1pct。尽管房地产投资保持高速增长，但其中蕴藏的风险不可忽视。2019 年 1-5 月，商品房销售面积减少 1.6%，销售额增长 6.1%，商品房市场面临着量缩价涨的怪象。我们认为，后期房地产市场或面临销售压力，房企回款效率降低，并进一步影响房地产投资。

基建方面，受制于地方债务的影响，投资增速难以持续回升。2019 年 1-5 月，基建投资（不含电力）增速仅为 4%，较去年同期显著降低，但较去年下半年有所回升。但是，我们需要注意的是，地方债务仍处于高位，其对基建投资的增长更显“有心无力”。后期，随着专项债的提前释放，基建投资的增长可能进一步下滑。

消费方面，短期内仍难有较大改善。我们认为消费取决于两点，一是有钱，二是愿意消费。针对第一点，受前期房价大幅上涨影响，居民杠杆快速上升，财富集中进入部分富人阶层和房地产企业中，而富人和房地产企业消费增量有限，另一部分居民消费能力则大幅下降，导致居民整体消费潜力不足。尽管有个税抵扣、减税等措施增加居民可支配收入，但目前来看，效果并不显著，仍需关注政策的长尾效应，以及后期更有力刺激政策。针对第二点，在经济下行期，居民避险情绪上升，消费意愿将明显下降。因此，我们认为 2019 年下半年总体消费增速或延续上半年缓慢下滑的趋势。

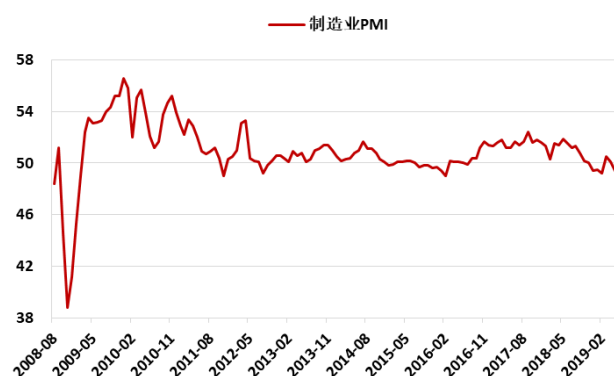
出口方面，全球经济增长放缓叠加中美贸易摩擦，出口继续承压。今年以来，欧美经济均显现出一定的颓势，对我国出口带来较大不利影响。此外，中美贸易摩擦仍未解决，并且不排除进一步加剧的可能，亦对我国出口不利。事实上，我国 PMI 新出口订单指数已连续一年处于 50 荣枯线下方，表明出口正处于持续的收缩状态。2019 年下半年，全球经济增长大概率持续放缓，中美贸易摩擦仍将持久化，出口预计仍难见到显著的改善。

图 28：中国工业增加值同比增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 29：中国制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年 1-5 月，国内经济增长放缓的压力仍在，工业增加值同比增速维持低位，制造业 PMI 回落至荣枯线以下。2019 年 1-5 月，中国工业增加值累计同比增长 6%，较去年同期降低 0.9pct，仍保持向下趋势。从制造业 PMI 看，多数时间仍处于荣枯线下方。截至 6 月，PMI 为 49.4，经济增长仍面临压力。

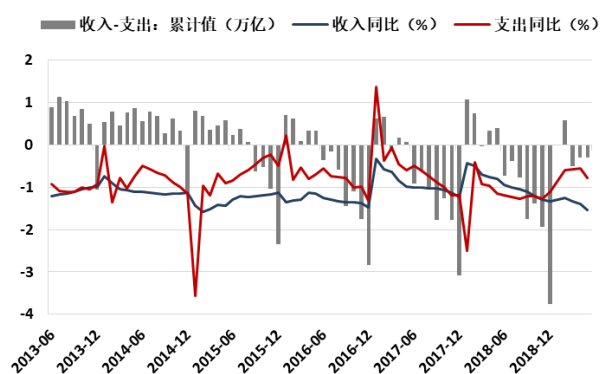
整体来看，投资不高“大水漫灌”，而是精挑细选，短期效果不显，长远影响显著；消费则面临双重影响，短期内增速将进一步放缓；出口方面，受全球经济增长放缓和中美贸易摩擦影响，下半年料难有显著改善。因此，2019 年下半年经济或延续上半年的弱势。

2.2 积极财政政策加力提效效果正逐步显现

2019 年上半年，积极地财政政策主要延续 2018 年减税降费的定调。中华人民共和国国务院令 707 号第四次修订的《中华人民共和国个人所得税法实施条例》自 2019 年 1 月 1 日起施行。4 月 1 日期，制造业等行业原有 16% 增值税税率降为 13%，交通运输、建筑、房地产等行业现行 10% 税率降为 9%，保持 6% 一档税率不变。5 月 1 日起，城镇职工基本养老保险单位缴费比例可从 20% 降到 16%，切实减轻企业社保缴费比例。

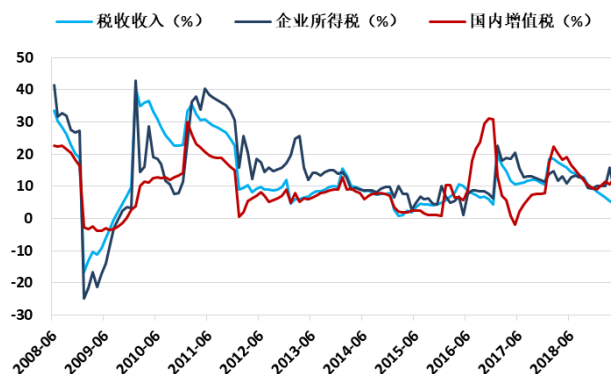
受财政政策调整的影响，上半年财政收入增速继续下滑，财政支出增速回升。财政部公布的统计数据显示，2019年1-5月份，全国公共财政收入同比增长3.8%，增速较去年同期大幅下降8.4pcts，且是近5年最低值。具体看，1-3月增值税增长1900亿元，4-5月则与去年同期持平；1-5月，个人所得税4800亿元，较去年同期大幅减少30%。过去两年，财政收入在上半年均取得高速增长，而今年上半年则基本延续去年的下降趋势。我们认为，伴随着减税降费的进一步推进，财政收入增速或将继续放缓。经济下行压力下，财政支出仍然保持较快增速。1-5月，财政支出同比增长12.5%，增速较去年同期上升4.36个百分点。从组合效应来看，财政政策一方面在降低企业和个人的税费负担，另一方面又在加大支出，利用宏观杠杆效应，盘活存量。尽管财政政策的刺激并不能快速见效，但随着积极政策的深化推行，经济增长终将受到极大助益。

图 30：中国公共财政收入和支出及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 31：中国税收收入累计增速



数据来源：Wind，中信建投期货

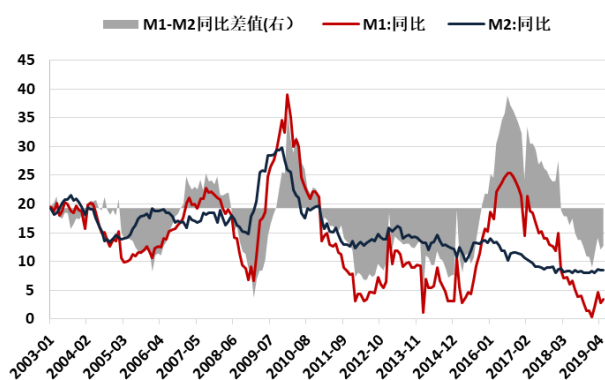
2.3 服务高质量成货币政策新主线

2018年底，央行四季度会议的表述中，对稳健货币政策的表述删除了“保持中性”，删除了“管好货币供给总闸门”，货币信贷及社会融资规模合理增长从“引导”改为“保持”，“推动形成经济金融良性循环”修改为“推动稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥资本市场功能之间形成三角良性循环，促进国民经济整体良性循环”，扩大金融对外开放前增加修饰词“进一步”。2019年一季度，央行例会强调要保持战略定力，坚持逆周期调节，把好货币供给总闸门，坚持不搞“大水漫灌”。而央行二季度例会中，关于货币政策的表述有所调整，一是强调外部不确定不稳定因素增多（一季度为不确定性仍然较多）；二是将“坚持逆周期调节”改为“适时适度实施逆周期调节”，并提出加大对高质量发展的支持力度。

从近三个季度央行货币决策委员会例行会议的决策表述看，货币政策似有“边际收紧”的趋势。事实上，我们从1-5月的货币的供应走势亦能够看出些许迹象。1-3月，新增社融8.18万亿，较去年同期多增3.32万亿，占去年全年新增社融的42.47%，而4-5月仅新增2.78万亿，仅较去年同期多增600亿元。这种明显的下滑，除了“额度”和融资需求等方面的限制外，还反映出央行关于货币供应态度的微小转变。

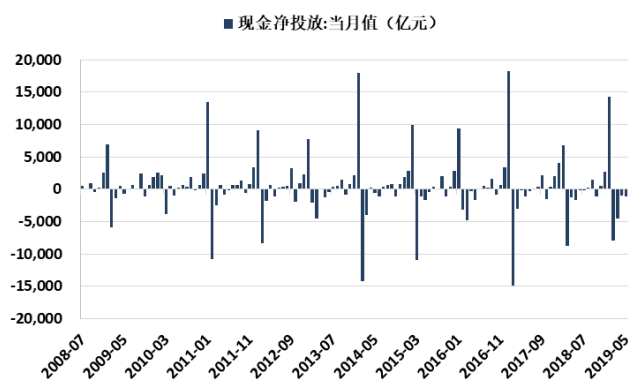
应该理解的是，央行的这种转变并不意味着货币政策的宽松状态将要结束，我们的观点是，货币政策的宽松将以定向为准，重点服务高质量行业。事实上，经过一系列的“开闸”手段，国内货币供应已经出现的明显的好转，M1增速从年初的0.4%升至3.4%，M2增速从去年底的8.1%升至8.5%，M1-M2剪刀差明显收窄。从利率端看，10年期国债收益率处于区间下沿，Shibor隔夜拆解利率一度跌破1%，创08年金融危机以来的新低，表明货币市场的流动性相当充裕。

图 32：中国货币供应增速及剪刀差变动



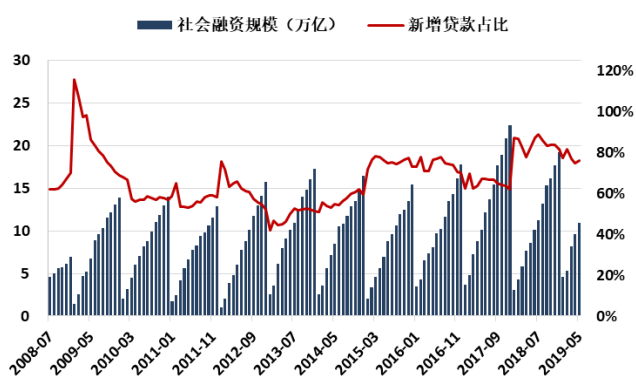
数据来源：Wind，中信建投期货

图 33：中国人民银行现金净投放



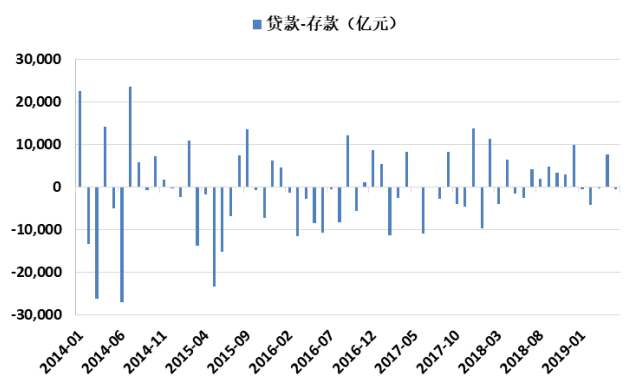
数据来源：Wind，中信建投期货

图 34：中国社会融资规模及新增信贷占比



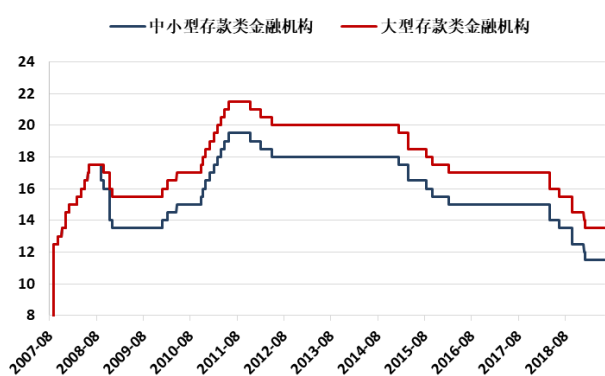
数据来源：Wind，中信建投期货

图 35：中国存贷差额



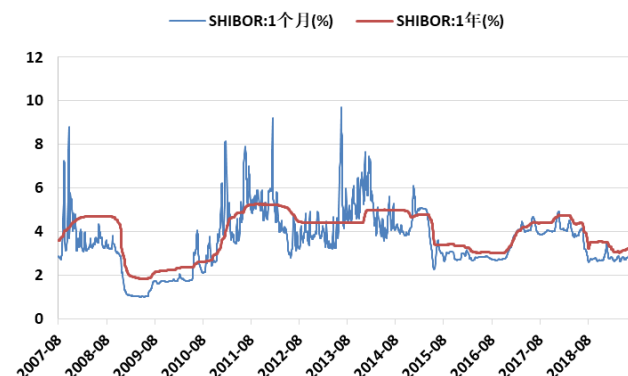
数据来源：Wind，中信建投期货

图 36：中国人民银行存款准备金率



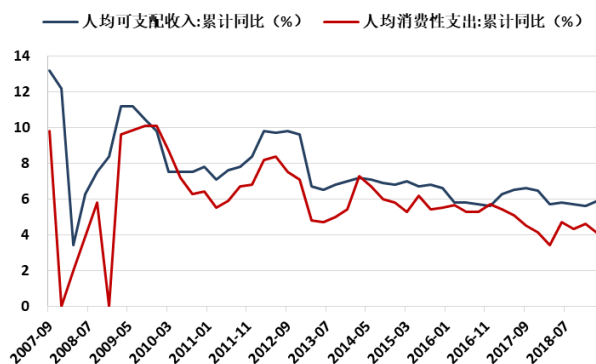
数据来源：Wind，中信建投期货

图 37：上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）



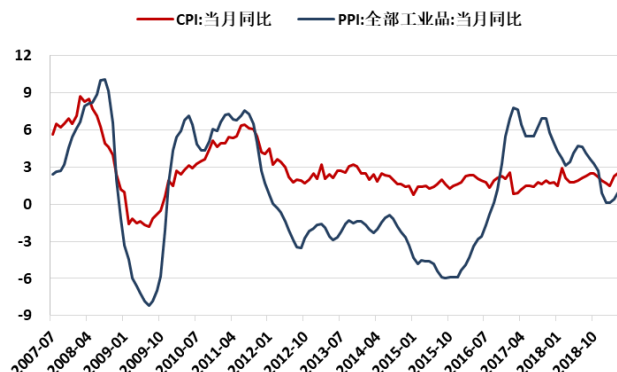
数据来源：Wind，中信建投期货

图 38：城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 39：中国物价变动情况



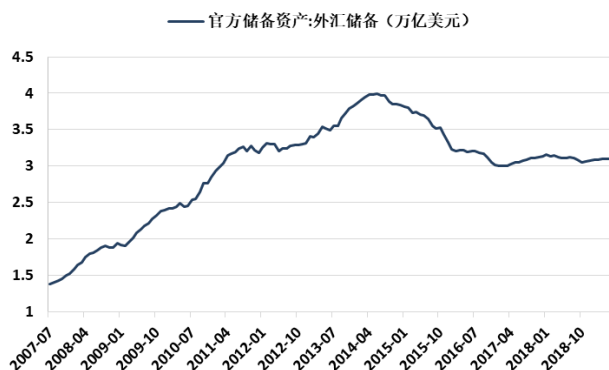
数据来源：Wind，中信建投期货

结合二季度的央行会议表述，我们认为，后续货币政策的全面宽松概率不大，仍是以定向宽松为主要手段，尤其关注高质量行业。原因主要是以下两点：一是货币市场流动性已经相当充裕，在货币传导机制出现问题的情况下，全面的宽松只会酿造更大的灾难；二是我国正在面临经济转型的关键期和阵痛期，货币政策的扶持重点理应有所偏重，促进转型更快更好的完成。因此，我们判断下半年货币政策的放松空间相对有限，重点将是扶持高科技企业。

2.4 外汇储备与汇率稳定可期

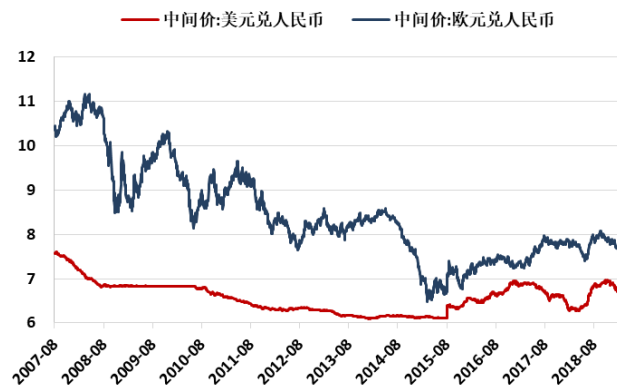
2019 年，受贸易摩擦、国内经济变化等影响，人民币汇率波动性上升，外汇储备则重回升势。年初，随着中美贸易摩擦的缓和，以及国内经济出现触底反弹的迹象，人民币走强，美元兑人民币一度跌至 6.67。但是，随着特朗普新一轮关税实施，中美贸易摩擦再度升温，叠加国内经济数据回落，人民币贬值，最高至 6.9366。与此同时，外汇管理局统计数据显示，中国外汇储备从去年底的 3.07 万亿美元升至 3.1 万亿。

图 40：中国外汇储备变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

图 41：美元和欧元兑人民币汇率中间价



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年下半年，人民币进一步贬值的空间不大，外汇储备亦能够保持稳定。首先，随着美国经济后续增长动力减弱，加息进程结束，降息预期逐渐升温，人民币贬值的压力大幅减轻；再者，国内经济下行风险对汇率的影响已经得到足够的释放，但中国作为全球最大的新兴市场，仍然极具投资价值，随着对外开放的加速，能

够吸引大量资本流入。因此，下半年人民币汇率将维持相对稳定，不具备进一步大幅贬值的空间，外汇储备亦能够维持相对稳定。

小结：伴随着贸易摩擦带来的负面效应，目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象，而全球经济在下半年或将继续经历下行的阵痛。美国在经历了财政刺激带来的经济复苏后，目前也逐渐显露出疲态。面对经济下滑的风险，美联储的态度也相应由鹰转鸽，给市场一定的降息预期，这将在一定程度上减缓经济下滑的忧虑，同时也使得其他经济体有更灵活的货币政策空间。国内方面，2019 年下半年国内出口和消费仍难出现显著的回暖；投资亦不会“大水漫灌”般全面铺开，而是重点产业重点投资；财政政策仍以减税降费为主，同时加大支出，盘活存量；货币政策兼顾逆周期调节与促进经济结构的转型升级。比较明显的是，当前国内各项政策并未将维稳放在绝对首要的位置上，而是要保持战略定力，不误经济结构的转型升级。因此，我们认为 2019 年下半年国内经济增速将稳中小幅下滑，但经济的质量将更上一层楼。

三、基本面分析

3.1 全球铜供需维持平稳

世界金属统计局(WBMS)公布，2019 年 1-3 月全球铜市供应过剩 24.1 万吨，而 2018 年全年供应缺口为 4.3 万吨。供应端呈现趋紧态势，2019 年 1-3 月全球矿山铜产量为 499 万吨，较去年同期下滑 0.6%。冶炼端同比大幅下滑，2019 年 1-3 月全球精炼铜产量为 553 万吨，同比下滑 6.5%。消费有一定回落，2019 年 1-3 月全球铜消费量为 529 万吨，去年同期为 572 万吨，中国 1-3 月表观需求量为 265.3 万吨，较去年同期下滑 6%。

图 42：WBMS 铜供需平衡（万吨）

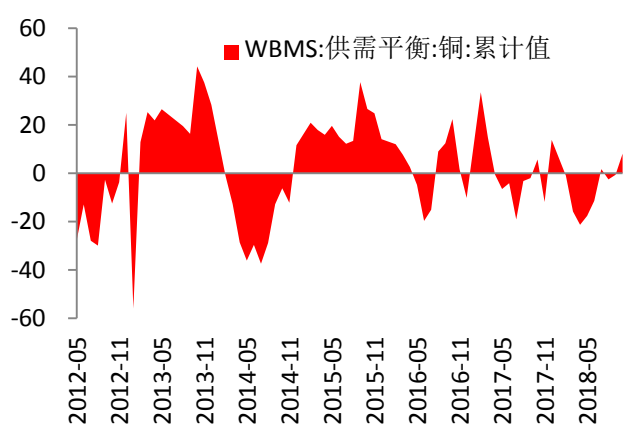
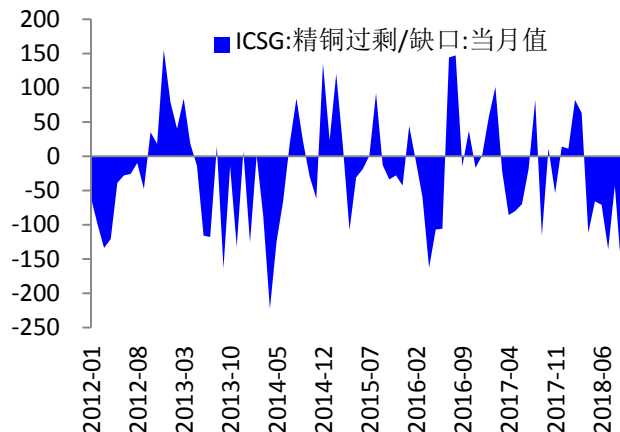


图 43：ICSG 铜供需平衡（万吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

国际铜业研究小组(ICSG)在其最新的月报中称，2019 年 3 月全球精炼铜市场供应短缺 51000 吨，2 月为供应过剩 72000 吨。今年前三个月铜市供应短缺 32000 吨，上年同期为供应过剩 81000 吨。3 月全球精炼铜产量为 201 万吨，消费量为 206 万吨。

总体而言，从近期两家国际机构的统计数据中可以看出，在宏观面呈现走弱的背景下，需求不及预期，但供应端呈现收紧态势，上半年铜市场供需结构改善程度略好于去年同期，主因供应端存在利好，需求端无较大亮点。

3.2 铜矿供应增速呈现放缓

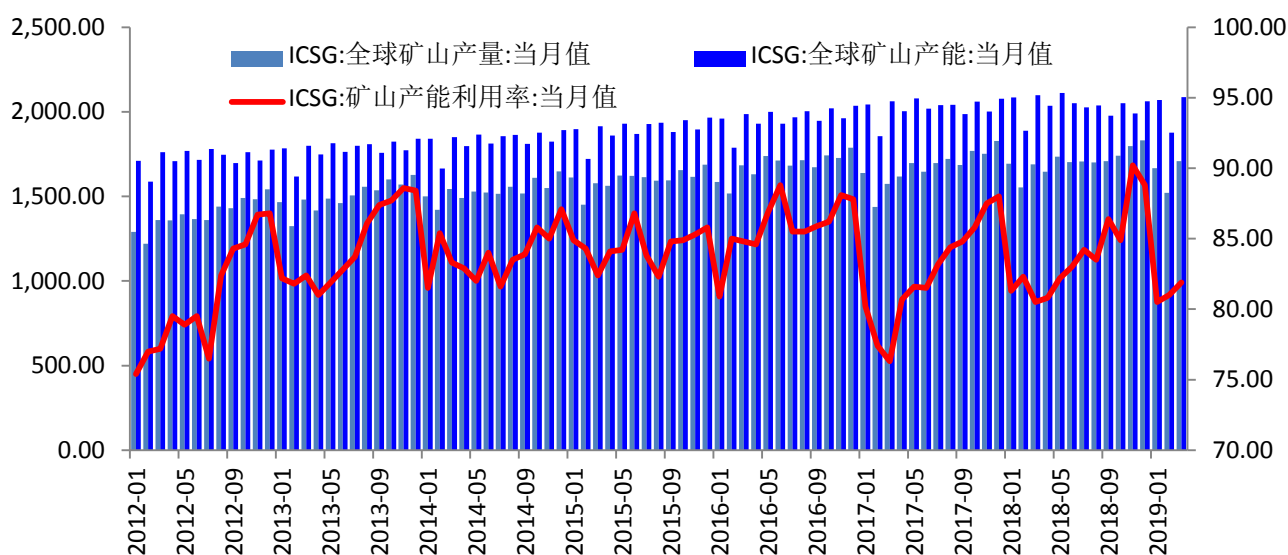
据智利国家铜业委员会(Cochilco)近期公布的数据显示,智利大型铜矿第一季度铜产量大幅下滑,由于运作问题及暴雨影响,且大型矿场的矿石品味下降。Cochilco称,全球最大铜公司-智利国家铜业公司(Codelco)1-3月铜产量同比下降17%至371000吨,部分受北部地区矿场的气候问题以及Chuquicamata冶炼厂推迟重启影响。必和必拓旗下Escondida矿场第一季度铜产量同比下降14.8%至274800吨,该矿是全球最大的铜矿。英美资源与嘉能可的合资矿企-位于智利北部的Collahuasi铜矿第一季度铜产量同比下滑5.4%至130200吨。智利第一季度铜总产量同比下滑5.1%至135万吨。

表 1: 2017-2020 年大型铜矿投产项目 (万吨铜/年)

项目名称	国家	类别	2016 年产能	投产时间/产能 (产量)				
				2017	2018	2019	2020	2021 或更晚
Bozshakol	哈萨克斯坦	新建	5	8	9	9.6	9.6	
Aktogay	哈萨克斯坦	新建	0	5.5	7.5	8	8	
Carrapateena	澳大利亚	新建	0	0	0	1.5	6.5	
Bystrinskoe	俄罗斯	新建	0	0	4	5	6	
Kolwezi (Commus)	刚果 (金)	新建	0	0.9	2.5	3.5	4.5	
Cobre Panama	巴拿马	新建	0	0	5	15	32	
Carrapateena	澳大利亚	新建	0			6	6	
Spence	智利	新建	0				17	
Taca Taca	阿根廷	新建	0					27
Quebrada Blanca II	智利	新建	0					20
Kamoa	刚果 (金)	新建	0					37
Taimyr Peninsuls	俄罗斯	扩建	31.9	35.3	35.3	35.8	35.9	
Toquepala	秘鲁	扩建	11.7	13.5	18.5	20.2	21.9	
Andina	智利	扩建	19.3	21	21.5	21.5	21.5	
Olympic Dam	澳大利亚	扩建	16.3	16.6	16.6	21.1	21.1	
Sarcheshmeh	伊朗	扩建	16.1	16.1	17	17	17	
Caserones	智利	扩建	8.7	11.5	12.5	14	14	
Buenavista del cobre (湿法铜)	墨西哥	扩建	13.1	15	18	18	18	
Chuquicamata	智利	扩建	28			38	38	
Los Pelambres	智利	扩建	37					40
项目名称	国家	类别	2016 年产能	投产时间/ 产能 (产量)				

数据来源: 安泰科、中信建投期货

据安泰科统计的数据显示,2017-2020 年期间,全球铜矿投产开始下降。2019 年至 2020 年期间,上游端铜矿投产将继续下降,反映出全球铜矿投产高峰已过,供应端将呈现逐步收紧态势。此外,今年上半年上游端矿山产能利用率维持低位,铜矿收紧对铜价形成一定利好支撑。

图 44：全球矿山产量及利用率（单位：万吨）


数据来源：WIND、中信建投期货

表 2：中国铜精矿供求关系（单位：千吨铜）

	2017 年	2018 年 H1	2018 年 H2	2018 年	同比	2019 年
产 量	1,643	759	821	1,580	-3.80%	1,620
进口量	4,333	2,359	2,611	4,970	14.70%	5,450
供应量	5,976	3,118	3,432	6,550	9.60%	7,070
需求量	5,853	3,123	3,269	6,392	9.20%	7,200
平衡关系	173	-5	163	158	-	-130

数据来源：安泰科、中信建投期货

3.3 国内铜产量将逐步回升

国内方面，上半年精铜产量有一定回落，供应端呈现一定趋紧。国家统计局公布的最新数据显示，中国 5 月精炼铜产量为 727000 吨，同比增加 6.8%，增速较去年有所回落，中国 1-5 月精炼铜产量为 358.6 万吨，较上年同期增加 7.2%。2019 年 5 月全国铜材产量有所增长，5 月全国铜材产量为 156.8 万吨，同比增长 9.9%，2019 年 1-5 月全国铜材产量为 684.7 万吨，同比增长 11.7%。从冶炼端供应来看，目前国内产量呈现回升，预计下半年供应增速将小幅回升。

表 3：中国精炼铜供求关系（单位：千吨铜）

	2017 年	2018 年 H1	2018 年 H2	2018 年	同比	2019 年
产 量	8,007	4,203	4,257	8,460	5.70%	9,050
进口量	3,243	1,814	1,796	3,610	11.30%	3,000
出口量	338	157	193	350	3.60%	370
消费量	10,740	5,320	5,710	11,030	2.70%	11,300
平衡关系	172	540	150	690	-	380

数据来源：安泰科、中信建投期货

图 45：铜精矿长单加工费（单位：美元/吨）

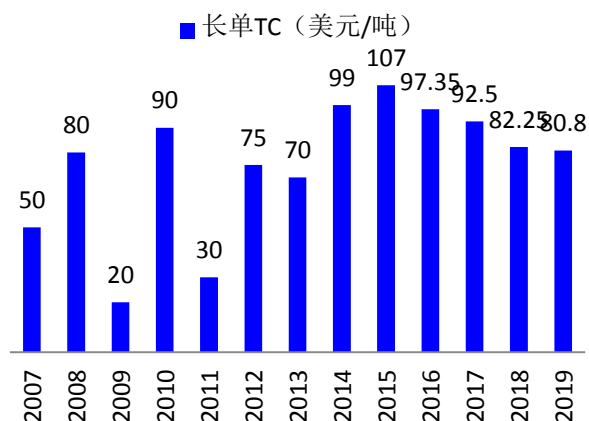
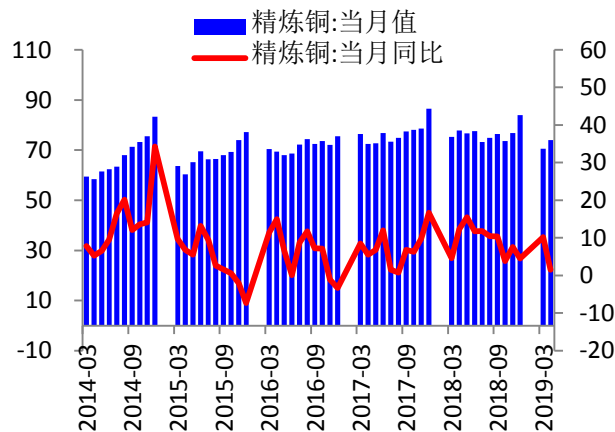


图 46：精炼铜产量（单位：万吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

图 47：铜精矿现货加工费（单位：美元/吨）

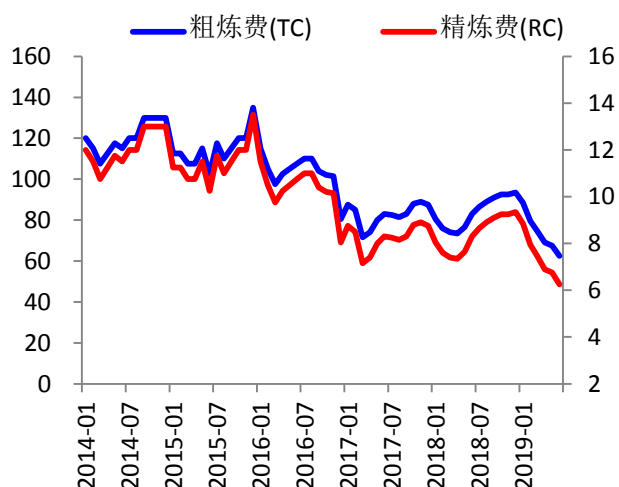
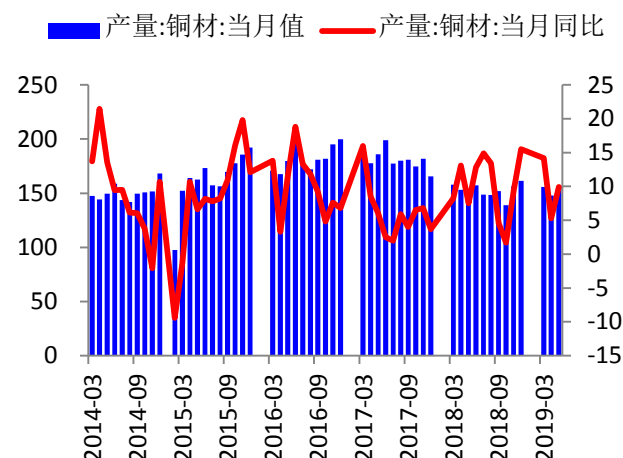


图 48：铜材产量（单位：万吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

2019 年 TC/RC 长单加工费的下滑侧面反映出上游端铜矿有一定收紧。从上半年至今，铜矿现货加工费持续下滑，铜矿供应紧张，则加工费（TC/RC）越低。消息面，6 月以来智利 Chuquibambilla 铜矿罢工事件持续发酵，已经导致铜市供应减少，现货 TC/RC 的进一步走低反映出供给端支撑在进一步增强。

3.4 废铜政策将提振精铜消费

据中国海关总署公布的数据显示，中国 5 月废金属进口量环比攀升 8.6% 至 38 万吨，但是中国 1-5 月废金属进口量为 146 万吨，同比下降 40.7%。其中中国 5 月废铜进口量为 17 万吨，与 4 月持平，但同比出现了 16.7% 的下滑。总体来看，1-5 月废铜进口量为 68 万吨，较去年同期的 94.3 万吨大幅下降了 27.9%。

图 49：废铜进口累计值及同比（单位：吨）

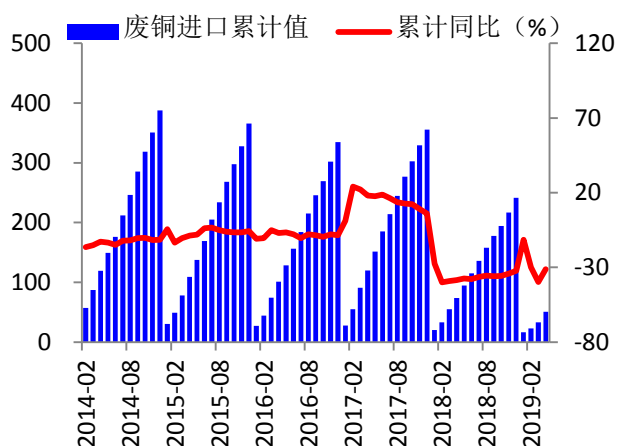


图 50：长江有色与佛山光亮铜价差（单位：元/吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

6月20日，中国固废中心网站公布2019年第九批限制类公示表，批文将分地区分批进行公示。此次批文仅包含国内部分地区，企业主要集中在浙江地区，安徽也仅有楚江新材一家企业列入名单内。据SMM统计数据显示，此次批文发放总量对六类废铜没有造成很大影响，而废铜进口量同比下滑主要是由于七类废铜进口量的下降。由此推测下半年国内仅七类减量部分来看，三季度七类减少金属量为6万吨，全年为13.1万吨。

从精废价差分析，目前精铜与废铜价差持续收窄至4100元/吨附近，由于废铜供应呈现趋紧，精废价差收窄对精铜消费形成提振。

3.5 进口将整体保持平稳

图 51：铜精矿进口量（单位：万吨）

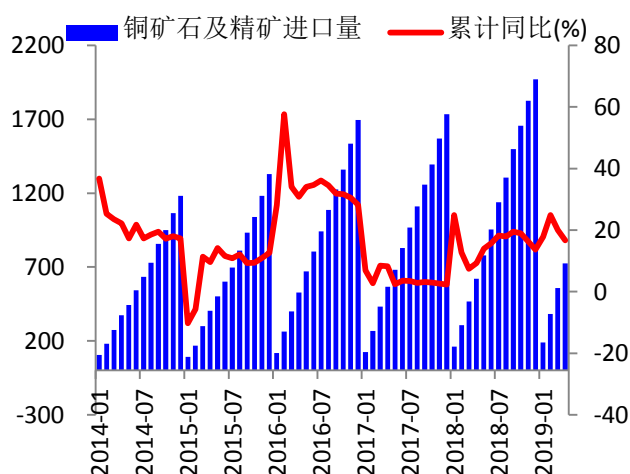
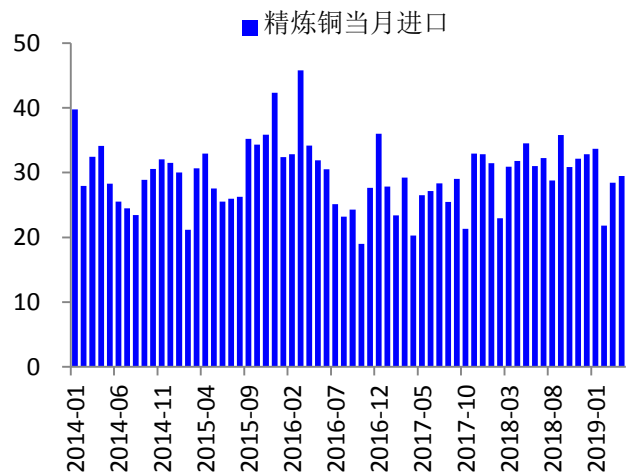


图 52：精铜当月进口量（单位：吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

据海关总署公布的数据显示，中国5月末锻轧铜及铜材进口量为36.5万吨，中国1-5月末锻轧铜及铜材进口量为195万吨，同比减少9.4%。由于国内宏观下行压力较大，企业需求受到抑制，下游多以按需采购为主。

从进口盈亏来分析, 2019 上半年以来进口套利窗口持续关闭, 人民币走势持续贬值, 沪伦比值扩大至 8.2 以上, 国内铜进口保持在稳中偏弱的水平, 这导致国内库存持续下滑, 侧面反映出国内需求端偏弱。

图 53: 未锻造铜及铜材进口累计值 (单位: 吨)

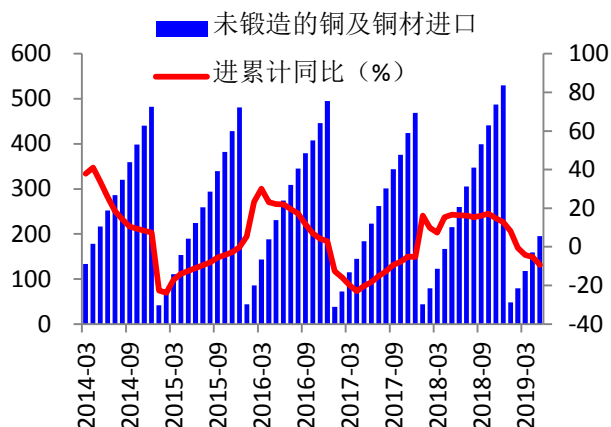
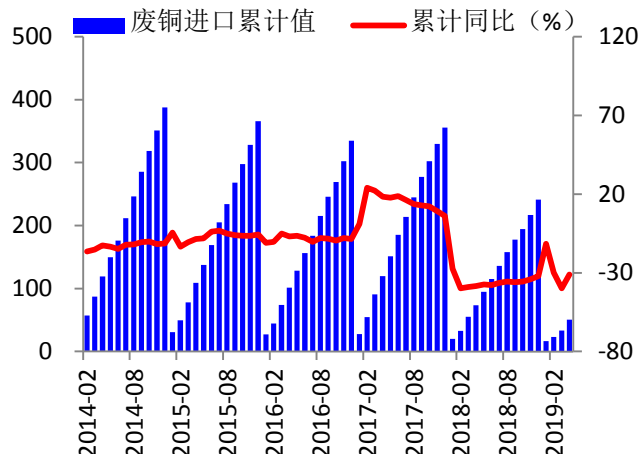


图 54: 废铜进口量 (单位: 吨)



数据来源: WIND、中信建投期货

图 55: 进口盈亏及比价

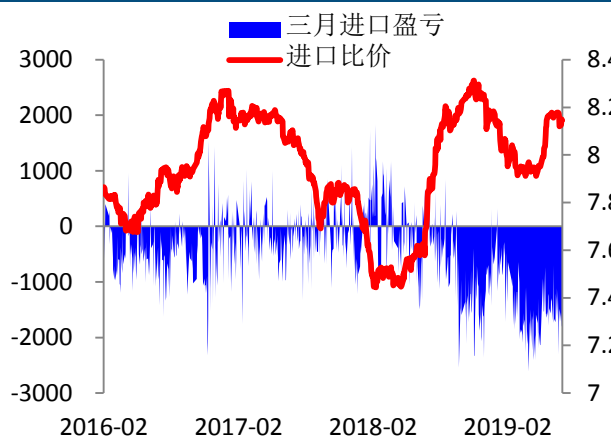
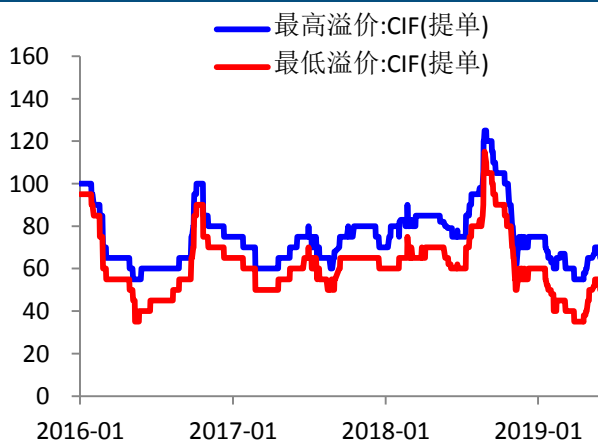


图 56: 到岸升贴水 (单位: 美元/吨)



数据来源: WIND、中信建投期货

3.6 库存或将稳中有升

全球铜库存持续下滑, 低库存或将对铜价形成支撑。截止 6 月 28 日, 保税区库存下滑至 47.0 万吨, 较年初下滑 4 万吨左右。LME 库存为 14.1 万吨, 较年初回升近 13.2 万吨。国内上期所 14.6 万吨, 较年初上涨 3.7 万吨, COMEX 铜库存折算后为 2.97 万吨, 较年初下降 6.75 万吨, 上半年全球铜库存呈现回升态势。从升贴水数据来看, 2019 年 LME 铜以及国内现货端多数时间维持升水状态, 与库存下滑有较大关系。

图 57：交易所库存（单位：吨）

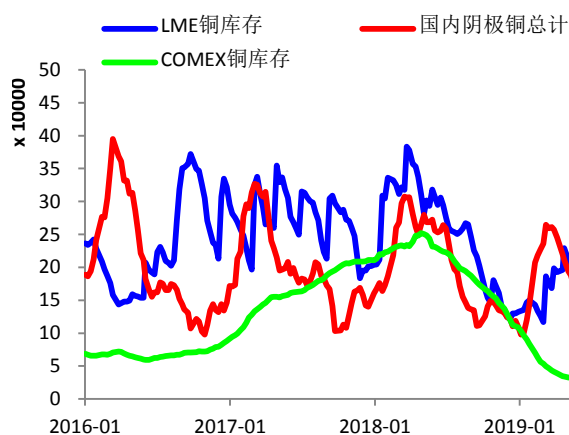
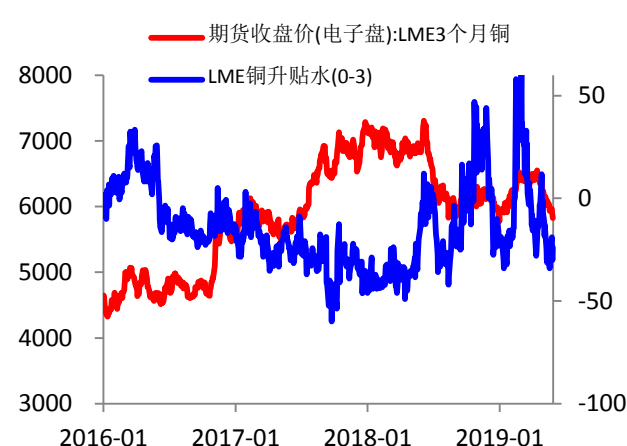


图 58：LME 铜升贴水（单位：美元/吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

3.7 下游消费无较大亮点

电网投资依然未呈现回暖。6月21日，中电联发布2019年1-5月份电力工业运行简况显示，1-5月份，全国主要发电企业电源工程完成投资768亿元，同比提高5.9%。1-5月份，全国电网工程完成投资1157亿元，同比下降18.2%。市场普遍预计今年下半年电网投资将呈现一定回暖，对铜消费或将形成一定提振。

图 59：电网基本建设投资完成额及同比（单位：亿）

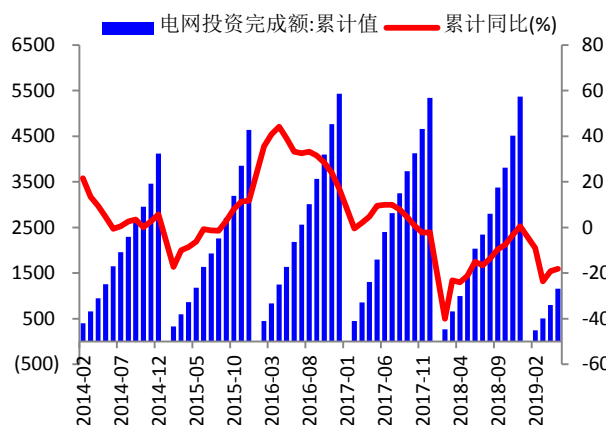
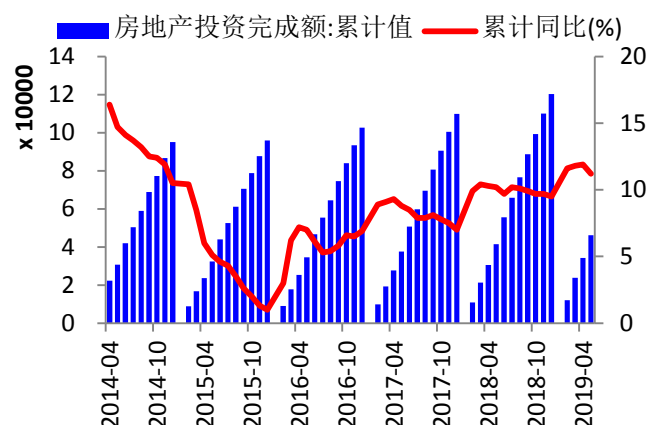


图 60：房地产开发投资额及同比（单位：亿）



数据来源：WIND、中信建投期货

2019年房地产市场无进一步亮点。统计局数据显示，1-5月全国固定资产投资217555亿元，同比增长5.6%，增速比1-4月份回落0.5个百分点。1-5月份房地产开发投资46075亿元，同比增长11.2%，增速比1-4月份回落0.7个百分点。主因在“房住不炒”背景下，决策层并未有放松房地产调控的迹象。但由于国内宏观下行压力的不断加大，今年首套房及二套房的贷款利率呈现下滑。在美联储降息预期较强的背景下，美债收益率持续下滑，中美利差再次拉大，这给予了官方更大的政策空间，官方可以通过继续下调贷款利率以及降低首付比例来稳定房地产市场从而稳定国内经济增速，因此笔者认为下半年的房地产市场不宜过分看空，这也可能成为下半年国内政策端的不确定性因素之一。

图 61: 商品房待售面积累计值及同比 (单位: 万平方米)

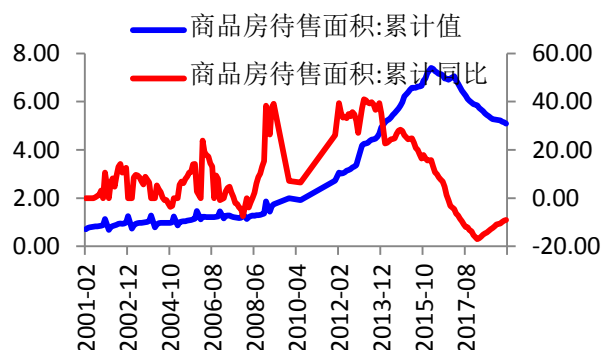
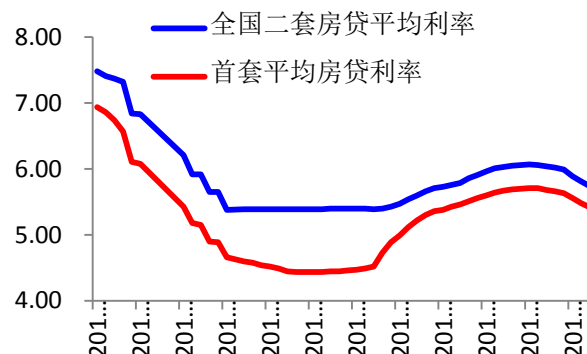


图 62: 全国首套及二套房贷利率 (单位: %)



数据来源: WIND、中信建投期货

图 63: 房屋新开工面积及同比 (单位: 万平方米)

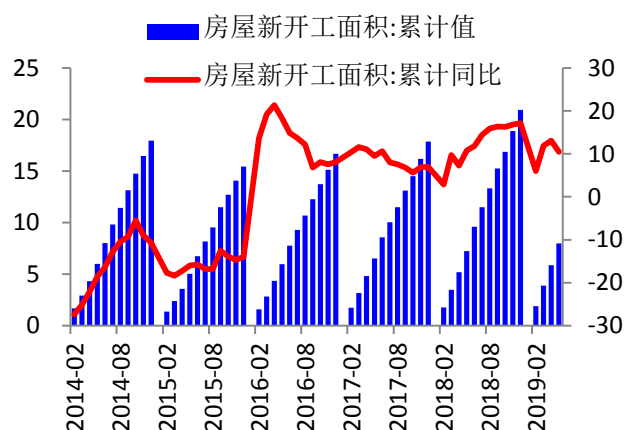
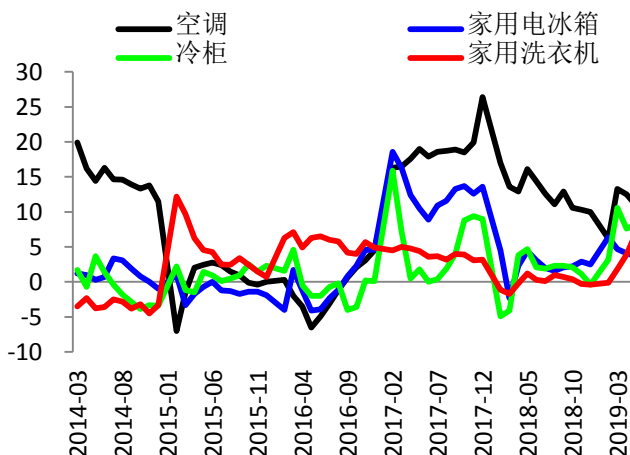


图 64: 家电产量累计同比 (单位: %)



数据来源: WIND、中信建投期货

图 65: 家电产量累计同比 (单位: %)

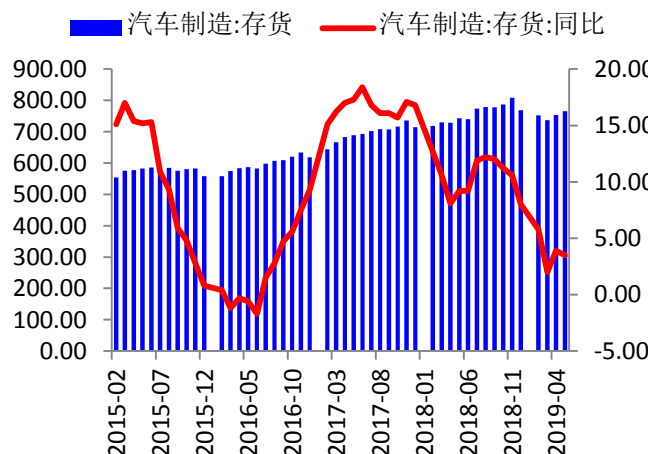
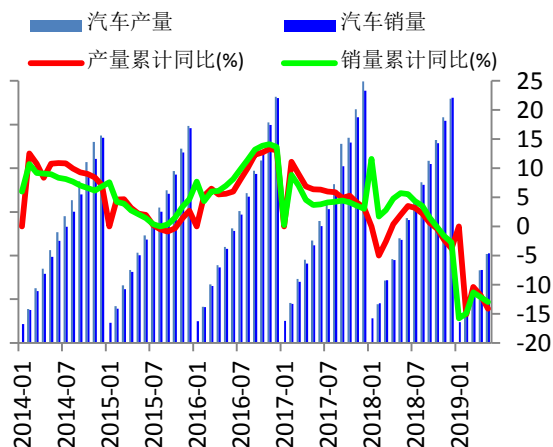


图 66: 汽车产销量及同比 (单位: 万辆)



数据来源: WIND、中信建投期货

下游家电产量维稳。国家统计局数据显示,5月我国空调产量为2191.2万台,同比增长6.4%;1-5月累计产量为9745.9万吨,同比增长11%。5月我国冰箱产量为777.8万台,同比增长0.6%;1-5月累计产量为3461.2万台,同比增长3.7%。5月我国洗衣机产量为680.6万台,同比增长19.8%;1-5月累计产量为3073.6万台,同比增长6.9%。5月我国彩电产量为1583.2万台,同比增长0.8%;1-5月累计产量为7814.9万台,同比增长5.3%。预计在下半年房地产市场无较大亮点的背景下,家电对铜的需求无较大提振。

四、技术面

图 67: 伦铜电 3 价格走势



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 68: 沪铜指数价格走势



数据来源: Wind, 中信建投期货

2019 上半年铜价呈现区间震荡运行。从伦铜月线图看上方压力区域在 6500-6600 美元/吨附近,下方支撑区域在 5700-5800 美元/吨。沪铜月线图看,铜价上方压力区域在 49000-50000 元/吨附近,下方支撑区域在 45000-46000 元/吨附近,若沪铜回调至 45000 附近区域支撑有效,铜价将会维持震荡格局。预计下半年铜价运行区间最高上探范围 50000 元/吨区域附近,最低下探范围 45000 元/吨附近区域。

五、结论与操作建议

综上,伴随着贸易摩擦带来的负面效应,目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象,而全球经济在下半年或将继续经历下行的阵痛。美国在经历了财政刺激带来的经济复苏后,目前也逐渐显露出疲态。面对经济下滑的风险,美联储的态度也相应由鹰转鸽,给市场一定的降息预期,这将在一定程度上减缓经济下滑的忧虑,同时也使得其他经济体有更灵活的货币政策空间。国内方面,2019 年下半年国内出口和消费仍难出现显著的回暖;投资亦不会“大水漫灌”般全面铺开,而是重点产业重点投资;财政政策仍以减税降费为主,同时加大支出,盘活存量;货币政策兼顾逆周期调节与促进经济结构的转型升级。比较明显的是,当前国内各项政策并未将维稳放在绝对首要的位置上,而是要保持战略定力,不误经济结构的转型升级。因此,我们认为 2019 年下半年国内经济增速将稳中小幅下滑,但经济的质量将更上一层楼。产业方面,铜矿供应增速放缓,废铜供应趋紧将提振精铜消费,产业链供应端呈现利好或成为支撑铜价的重要因素,但下游目前消费无较大亮点,需要进一步关注政策面对需求的利好刺激。预计 2019 年铜价受宏观面的扰动加大,需要警惕全球宏观扰动对铜价的影响,预计 2019 年下半年铜价下探至 44000-45000 元/吨将受到较强支撑,上方压力区域在 50000-51000 元/吨区域,下半

年宽幅震荡为主，震荡区间在 45000-51000 元/吨。建议下游产业客户关注铜价回调至 45000 元/吨区域附近的买入机会，待铜价反弹至 50000-51000 元/吨区间可考虑逢高抛空。

操作策略上，进行买入套期保值交易的投资者考虑在铜价运行区间下沿附近，或期现价差明显倒挂（即期货价格明显低于现货价格）时介入保值；卖出套期保值交易的投资者考虑在主体运行区间上沿附近，或期货价格明显较现货价格偏高（即期货实际价格已经明显高于理论期货价格）时介入保值。

联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4,C
电话：023-86769605

中信建投期货有限公司上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元
电话：021-68765927

中信建投期货有限公司湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903
电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室
电话：0791-82082702

中信建投期货有限公司深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 11I
电话：0755-33378759

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙江大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号
电话：0596-6161588

西安营业部

地址：西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G
电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室
电话：010-85282866

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912
电话：010-82129971

武汉营业部

地址：武汉市武昌区中北路 108 号兴业银行大厦 3 楼
电话：027-59909521

中信建投期货有限公司杭州分公司

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811、812 室
电话：0571-28056983

太原营业部

地址：太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室
电话：0351-8366898

上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室
电话：021-68597013

中信建投期货有限公司济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座十层 1016、1018、1020 室
电话：0531-85180636

中信建投期货有限公司大连分公司

地址：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 2901、2904、2905、2906 室
电话：0411-84806316

中信建投期货有限公司河南分公司

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房
电话：0371-65612397

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房
电话：020-28325286

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1
电话：023-88502020

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号
电话：028-62818701

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室
电话：021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座
电话：025-86951881

中信建投期货有限公司宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融中心 1809-1810 室
电话：0574-89071681

合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室
电话：0551-2889767

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406
电话：020-22922102

中信建投期货有限公司河北分公司

地址：廊坊市广阳区金光道 66 号圣泰财富中心 1 号楼 4 层西侧 4010、4012、4013、4015、4017
电话：0316-2326908

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，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。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，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。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com