

三季度铜矿恢复有限，铜价重心向上

兴证期货·研究发展部

2020年7月6日 星期一

有色研究团队

孙二春

期货从业资格编号：F3004203

投资咨询资格编号：Z0012934

联系人

孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

行情回顾

2020上半年铜价波澜壮阔。截至7月3日，LME铜收跌2.50%。疫情对供应端铜矿、冶炼及下游需求及金融属性的冲击是上半年铜价波动的主旋律。

1月中下旬国内疫情加重，市场情绪悲观，春节后第一个交易日，铜价大幅低开，随着国内疫情好转，铜价缓慢回暖。

3月份开始海外欧美国家疫情爆发，铜等大类资产受悲观情绪影响严重，铜价大幅下挫，LME铜价一度跌至4400美元以下，击穿全球部分矿企现金成本，市场极度恐慌。但随着市场情绪逐步修复，国内实体经济超预期复苏，海外消费对国内冲击底部钝化，铜价逐步回升。

5、6月份开始，主要铜矿产地智利、秘鲁等国家疫情开始加速恶化，市场对铜矿供应的担忧加剧，加工费TC不断下滑，随着部分大矿企宣布矿山生产、运输等经营受阻，铜价加速上涨，一度冲高至6100美元以上。

后市展望及策略建议

1. 铜矿产量恢复有限。根据当前主要铜生产地智利、秘鲁等国家所在的铜矿企业来看，我们认为三季度铜矿产量恢复力度有限，不排除规模性减产的情况出现，铜矿加工费或将继续承压向下。

2. 冶炼厂经营压力加大，下半年国内精铜供应压力减小。随着疫情对矿山生产等方面造成影响，铜精矿加工费下滑至52美元/吨以下，国内冶炼厂经营压力逐步加大，部分冶炼厂选择检修、降低生产负荷等措施来应对。我们认为，下半年国内精铜供应不乐观，支撑铜价重心向上。

3. 国内实体经济持稳，海外欧美发达经济体底部复苏。随着下游复工复产正常化，铜消费逐步好转，6大发电集团日均耗煤量超越去年同期，下游各行业有序复苏，随着国家稳增长措施逐步落实，国内铜消费表现不差。

海外方面，主要经济体经济逐步重启，制造业景气度大幅回升。欧元区 6 月份制造业 PMI 大幅回升至 46.9，美国 6 月 ISM 制造业 PMI 恢复至景气度上方，为 52.6，利好国内铜消费。

拉长周期看，目前海外经济对国内消费的影响底部钝化，后期往上的弹性更大（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20% 以上）。

结合海内外来看，我们认为下半年国内铜消费不差。

4.国内社会库存低位。自 3 月底以来，国内社会库存连续下滑 14 周后，在 7 月第 1 周出现累库，但从库存绝对量来看，国内社会库存仍不到 20 万吨。

根据我们前文对国内铜生产及消费的分析，我们认为下半年国内铜社会库存很难出现持续累库，不排除部分时间库存持续下滑，市场出现软逼仓行情。

综上，我们认为从供需层面看，国内铜基本面不差，叠加供应端铜矿扰动加剧，国内社会库存处于低位，铜价重心中长期大概率向上。仅供参考。

风险提示：

疫情发展不稳定；实体经济超预期下滑。

报告目录

1. 行情回顾：上半年铜价波澜壮阔.....	4
2. 基本面：铜矿恢复有限，冶炼影响越来越大	5
2.1 供应：三季度铜矿恢复有限，加工费可能继续下探.....	5
2.2 需求：国内实体经济持续好转，海外欧美发达经济体底部复苏	12
2.3 库存：国内铜社会库存低位.....	18
3. 宏观：欧美经济逐步重启，提振市场信息.....	20
4. 结论：三季度铜矿恢复有限，铜价重心向上	22
5. 风险提示	23

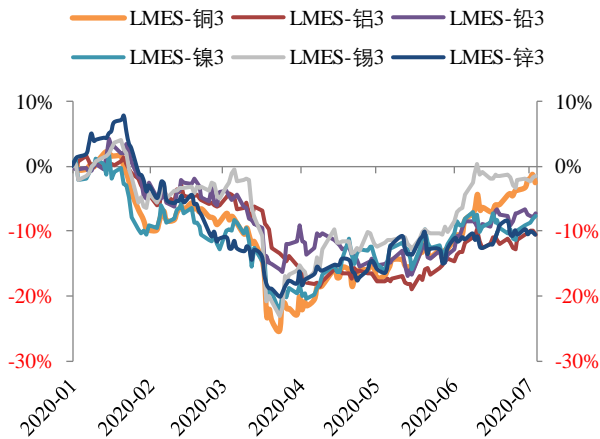
1. 行情回顾：上半年铜价波澜壮阔

2020 上半年铜价波澜壮阔。截至 7 月 3 日，LME 铜收跌 2.50%。疫情对供应端铜矿、冶炼及下游需求及金融属性的冲击是上半年铜价波动的主旋律。

1 月中下旬国内疫情加重，市场情绪悲观，春节后第一个交易日，铜价大幅低开，随着国内疫情好转，铜价缓慢回暖。3 月份开始海外欧美国家疫情爆发，铜等大类资产受悲观情绪影响严重，铜价大幅下挫，LME 铜价一度跌至 4400 美元以下，击穿全球部分矿企现金成本，市场极度恐慌。但随着市场情绪逐步修复，国内实体经济超预期复苏，海外消费对国内冲击底部钝化，铜价逐步回升。

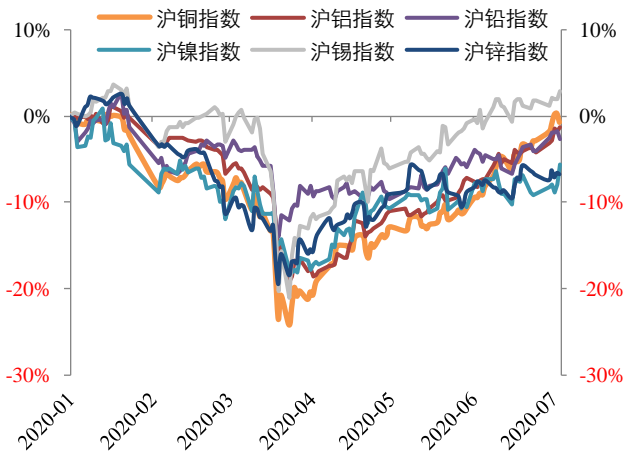
5、6 月份开始，主要铜矿产地智利、秘鲁等南美国家疫情开始加速恶化，市场对铜矿供应的担忧加剧，加工费 TC 持续下滑，随着部分大矿企宣布矿山生产、运输等经营受阻，铜价加速上涨，一度冲高至 6100 美元以上。

图 1: LME 各品种 2020 年以来涨跌幅



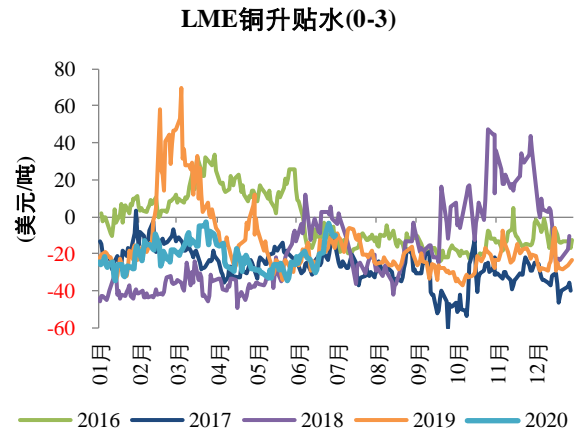
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3: 上期所各品种 2020 年以来涨跌幅



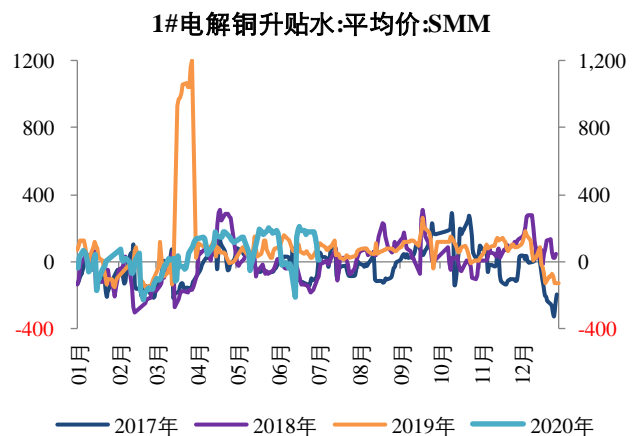
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2: LME 铜升贴水季节性 (美元/吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4: 国内铜升贴水季节性 (元/吨)



数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

2. 基本面：铜矿恢复有限，冶炼影响越来越大

2.1 供应：三季度铜矿恢复有限，加工费可能继续下探

根据当前主要铜生产地智利、秘鲁等国家所在的铜矿企业来看，我们认为三季度铜矿产量恢复力度有限，不排除规模性减产的情况出现，铜矿加工费或将继续承压向下。

国内炼厂经营压力加大，减产预期强烈，后期供应端矛盾可能转向冶炼企业。我们认为，下半年国内精铜供应不乐观，支撑铜价重心向上。

2.1.1 铜矿产量预期不确定大，三季度恢复力度有限

A. 一季度全球前 15 大矿企铜矿产量负增长，预期后期产量恢复力度有限

分矿企来看，Glencore 一季度产量下滑 2.74 万吨，旗下在非洲的 Mutanda 矿山仍处于检修状态，Mopani 虽然重启，但一季度冶炼厂处理的 5000 吨铜矿仍未形成产成品（产量计入二季度），而且 Mopani 冶炼厂的重建可能会耗时几个月，公司再度下调 2020 年全年产量预期 4.5 万吨，至 125.5 万吨（同比 2019 年实际产量下滑 11.62 万吨）。

Freeport 一季度产量下滑 2.22 万吨，旗下位于秘鲁的 Cerro Verde 矿山（2019 年产量 45.5 万吨）受疫情影 3 月开始进入检修状态，影响产量 2.63 万吨。由于新冠疫情影响，公司下调全年铜销量 18.14 万吨，至 140.62 万吨，同比 2019 实际销量下滑 5.83%。

MMG 一季度产量下滑 2.25 万吨，旗下位于秘鲁的 Las Bambas 矿山受地面矿石传送带维修、一月和二月社区堵路造成的物流中断、三月中旬新型冠状病毒疫情对矿山活动水平造成的不利因素等影响。公司强调由于新型冠状病毒的不确定性对 Las Bambas 营运造成的影响，MMG 于四月十三日撤回 Las Bambas 二零二零年产量指引，公司正研究一系列限制解除后的恢复方案，并将在恢复正常营运的时机向市场提供最新产量指引信息。

Anglo American 一季度产量下滑 1.4 万吨，智利中部地区继续面临前所未有的干旱气候条件（有记录开始以来持续最长时间），旗下 Los Bronces 矿山产量大幅下滑。公司 2020 年铜矿产量预期暂维持在 64.5 万吨不变，但一旦后期智利地区干旱天气及新冠疫情恶化对矿山生产造成影响，公司会调整产量预期。

增量方面，First Quantum 一季度产量大幅增加 5.83 万吨，旗下位于巴拿马的 Cobre Panama 矿山持续放量。但 4 月份开始 Cobre Panama 矿山因为疫情影响进入检修状态，公司下调 2020 年产量预期 7.5 万吨，至 78 万吨。

其它矿企方面，BHP Billiton、Teck Resources、Norilsk、Kazakhmys 暂未调整产量预期，Vale 下调全年产量预期 3 万吨，Antofagasta 在旗下矿山持续运

营的情况下产量预期会达到 72.5-75.5 万吨区间的下边界，但很大程度上取决于疫情发展。Rio Tinto 由于疫情对旗下全球最大矿山 Escondida(权益量占 30%)的影响下调 2020 年矿产铜产量预期 5.25 万吨，由于地震对旗下 Kennecott 生产单元的影响，下调 2020 年精炼铜产量预期 3.5 万吨。

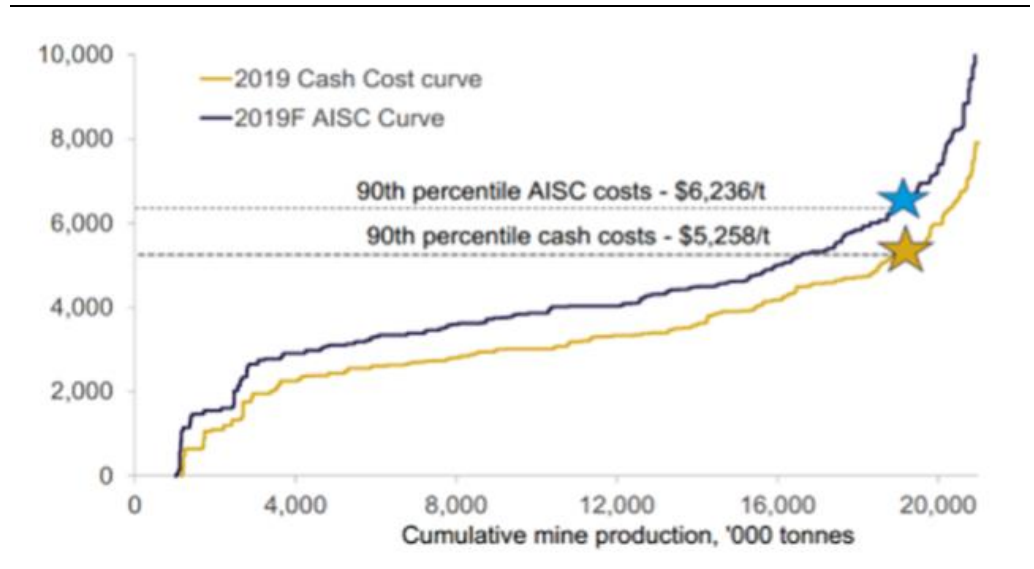
从矿企公布的生产预期情况看，其中确定的影响量在 40 万吨以上，部分矿企因无法评估疫情对产量的影响，暂未公布具体的预估影响量，我们预计三季度铜矿恢复力度有限。

表 1: 全球前 15 大矿企 2020 年一季度产量负增长

序号	公司	2020Q1 (万吨)	2020Q1 增量 (万吨)	2020Q1 同比	2020Q1 环比	2019Q4 同比
1	Codeco	38.66	1.56	4.20%	-22.21%	-2.64%
2	Freeport	33.16	-2.22	-6.28%	-11.61%	-1.66%
3	BHP Billiton	42.50	0.53	1.26%	-6.68%	9.42%
4	Glencore	29.33	-2.74	-8.54%	-17.47%	-9.01%
5	Grupo Mexico	27.26	1.13	4.33%	-3.67%	5.54%
6	Antofagasta	19.40	0.54	2.86%	4.58%	-15.68%
7	Rio Tinto	18.03	-1.19	-6.19%	-14.39%	-20.20%
8	KGHM Polska	17.41	0.14	0.81%	1.22%	2.08%
9	MMG	9.19	-2.25	-19.64%	-23.77%	-7.78%
10	Anglo American	14.71	-1.40	-8.69%	-7.37%	-13.46%
11	First Quantum	19.53	5.83	42.58%	-4.40%	29.04%
12	Vale	9.45	0.07	0.75%	4.65%	-17.76%
13	Norilsk	11.50	-1.18	-9.29%	-9.56%	2.75%
14	Teck Resources	7.10	0.10	1.43%	0.00%	-2.74%
15	Kazakhmys	7.49	0.49	7.00%	-7.42%	3.85%
Total		294.01	-1.82	-0.62%	-10.20%	-2.93%

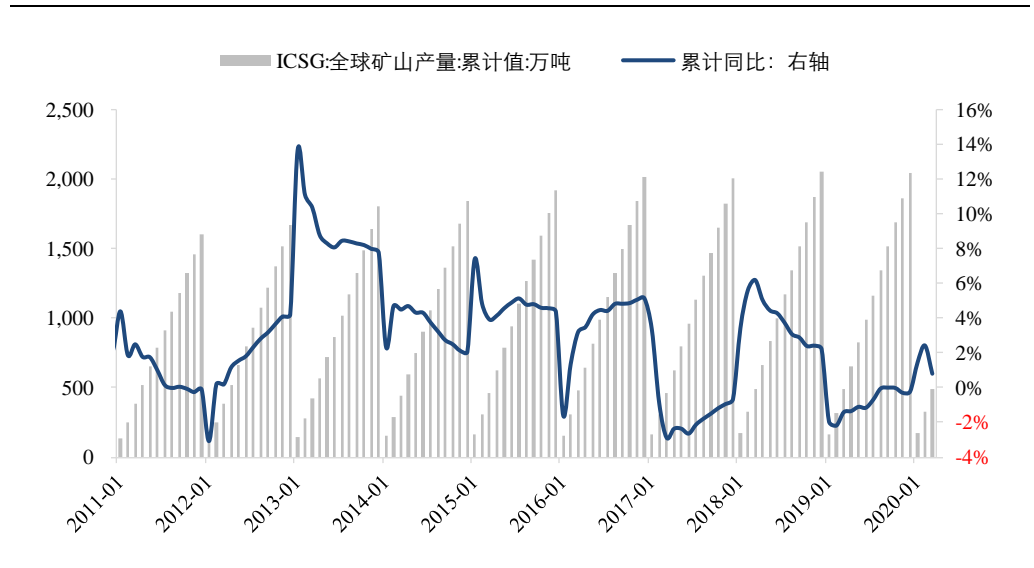
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 5: 全球铜矿成本曲线 (美元/吨)



数据来源: CRU, 兴证期货研发部

图 6: 2020 年一季度全球铜矿产量微幅正增长

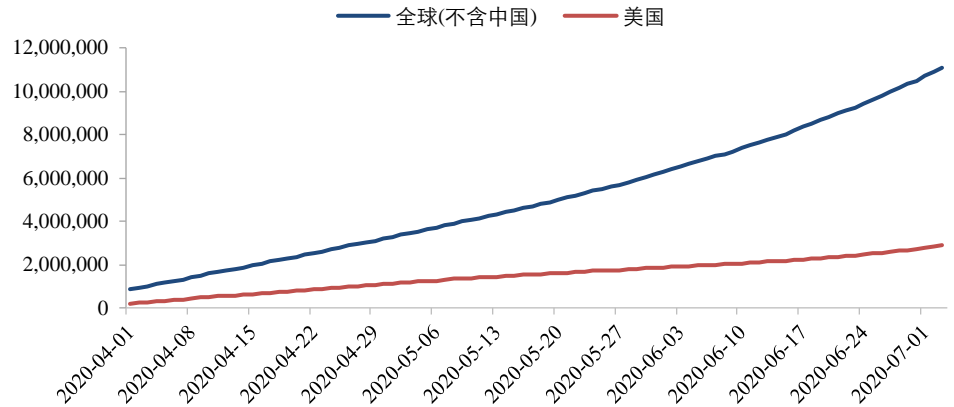


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

B.主要铜矿生产地疫情仍不乐观

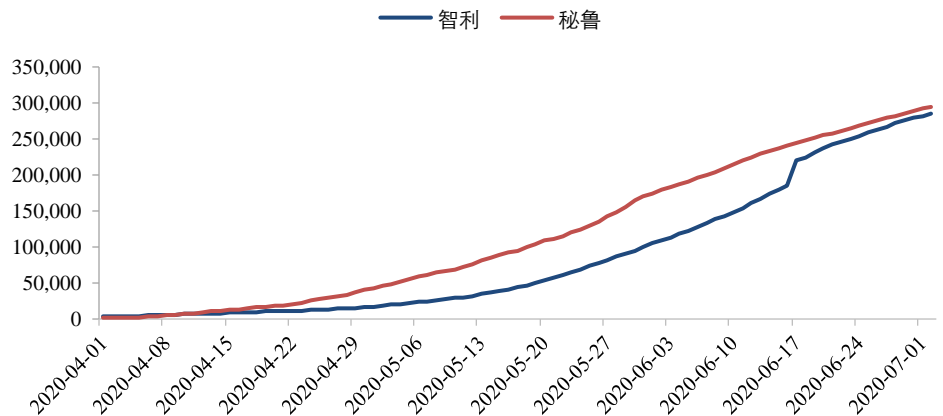
海外疫情仍在恶化。截至 7 月 3 日, 海外确诊病例达 1100 万人以上, 其中美国最为严重, 确诊病例 289 万人以上。智利、秘鲁(智利、秘鲁占全球铜矿产量比重 40%) 等主要铜矿生产地疫情不乐观, 确诊人数都接近 30 万人。

图7: 海外累计确诊人数 (单位: 人)



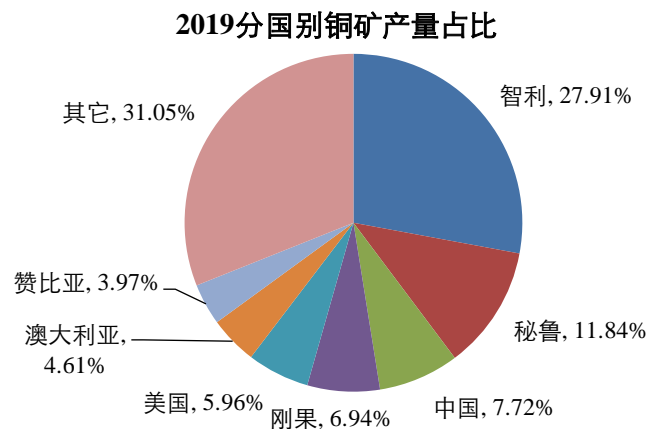
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图8: 智利、秘鲁累计确诊人数 (单位: 人)



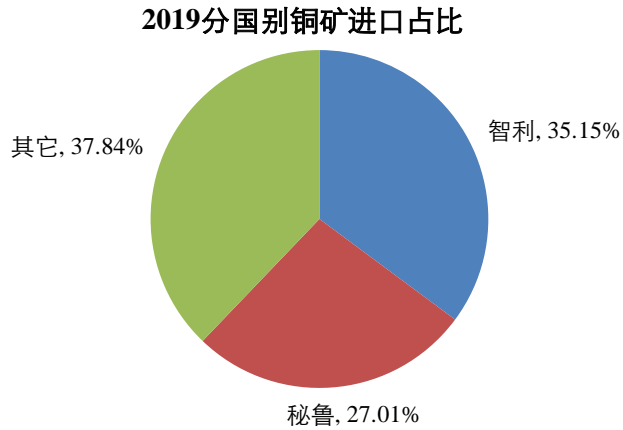
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图9: 智利、秘鲁占全球铜矿产量40%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图10：中国从智利、秘鲁进口铜矿占比达62%

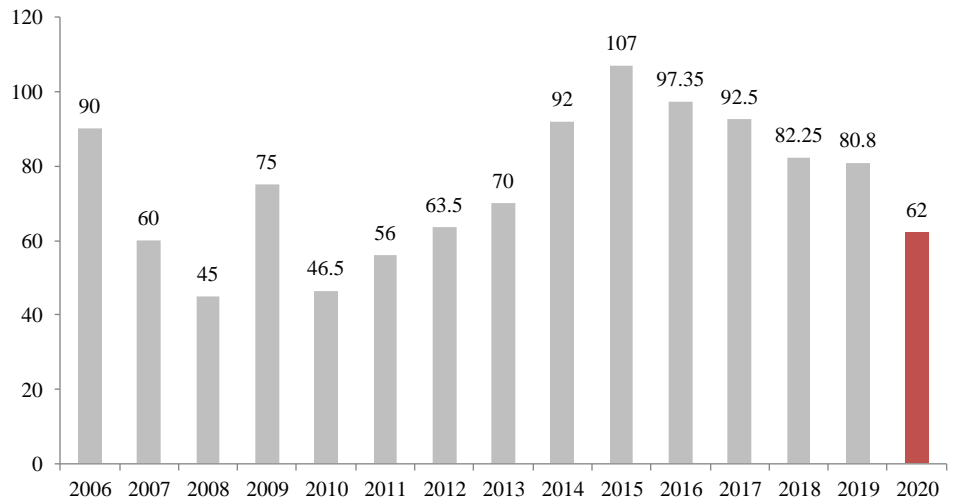


数据来源：Wind，兴证期货研发部

C.加工费降至 52 美元/吨以下，铜冶炼厂经营压力加大

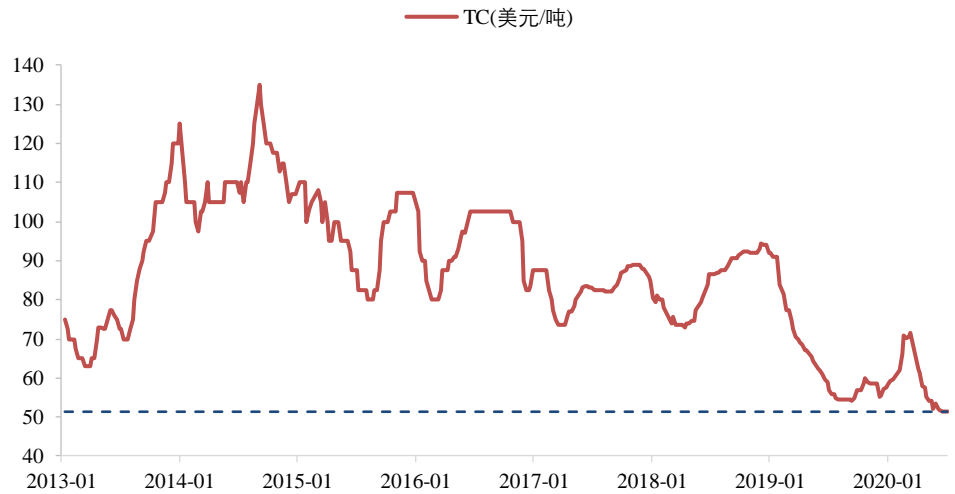
随着疫情对矿山生产等方面造成影响，铜精矿加工费下滑至 52 美元/吨以下，国内冶炼厂经营压力逐步加大，部分冶炼厂选择检修、降低生产负荷等措施来应对。

图 11：2020 年铜精矿长单 TC 大幅下滑 18.8 美元/吨（美元/吨）



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图 12: TC 下滑至 51.37 美元/吨 (美元/吨)



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

2.1.3 国内冶炼生产经营压力加大，下半年精铜供应压力较小

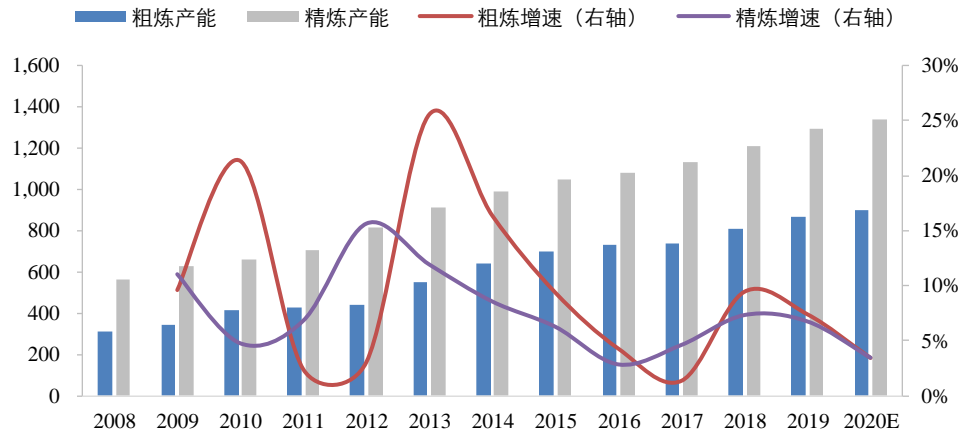
当前加工费水平下，国内部分冶炼厂已经亏至现金成本线，根据我们对铜矿恢复有限，加工费承压的判断，后期冶炼厂亏损压力很难缓解，下半年不排除出现规模性减产的情况，国内铜供应压力较小，支撑铜价重心向上。

表 2: 预计 2020 年国内粗炼产能投放 30 万吨

公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原料	投产年月
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019 年 10 月
广西南国铜业有限公司	30	30	阳极铜/铜精矿	2019 年 4 月
山东恒邦股份有限公司	0	10	铜精矿	2019 年下半年
黑龙江紫金铜业有限公司	10	15	铜精矿	2019 年 9 月
2019 年小计	65	80		
兰溪市自立环保科技有限公司	0	10	废杂铜/阳极铜	2020 年 6 月
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	10	铜精矿	2020 年下半年
铜陵有色 (奥炉)	0	15	铜精矿	2020 年下半年
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020 年 8 月
2020 年小计	30	45		

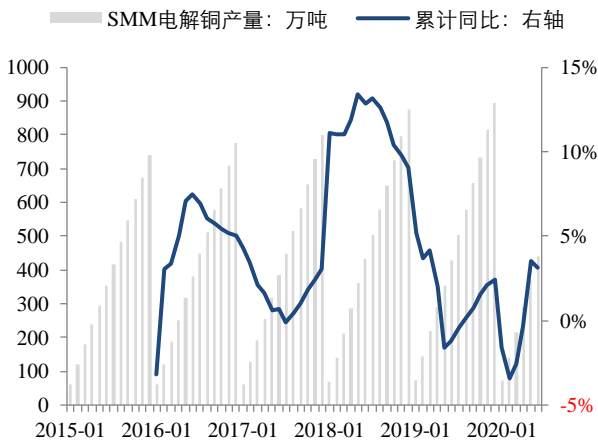
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 13: 中国冶炼产能变化 (万吨)



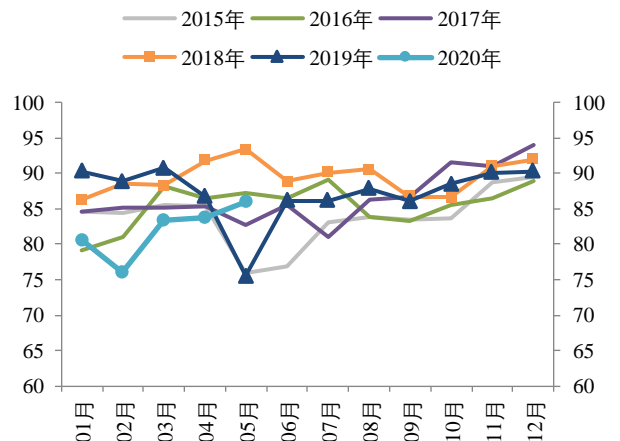
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 14: 国内电解铜产量维持正增长



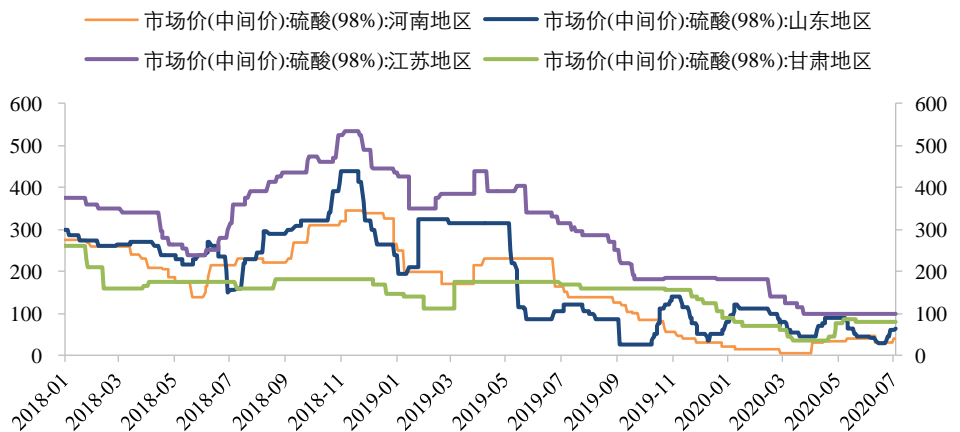
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 15: 5月国内冶炼企业开工率上升至86%



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 16: 铜冶炼主要副产品硫酸价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.1.4 供应端小结

通过以上分析，我们认为，后期三季度铜矿恢复力度有限，加工费承压向下，冶炼厂经营压力加大，不排除出现规模性减产情况，国内精铜供应压力较小，支撑下半年铜价重心走高。

2.2 需求：国内实体经济持续好转，海外欧美发达经济体底部复苏

国内实体经济好转。随着下游复工复产正常化，铜消费逐步好转，6大发电集团日均耗煤量超越去年同期，下游各行业有序复苏，随着国家稳增长措施逐步落实，国内铜消费表现不差。

海外方面，主要经济体经济逐步重启，制造业景气度大幅回升。欧元区6月份制造业PMI大幅回升至46.9，美国6月ISM制造业PMI恢复至景气度上方，为52.6，利好国内铜消费。

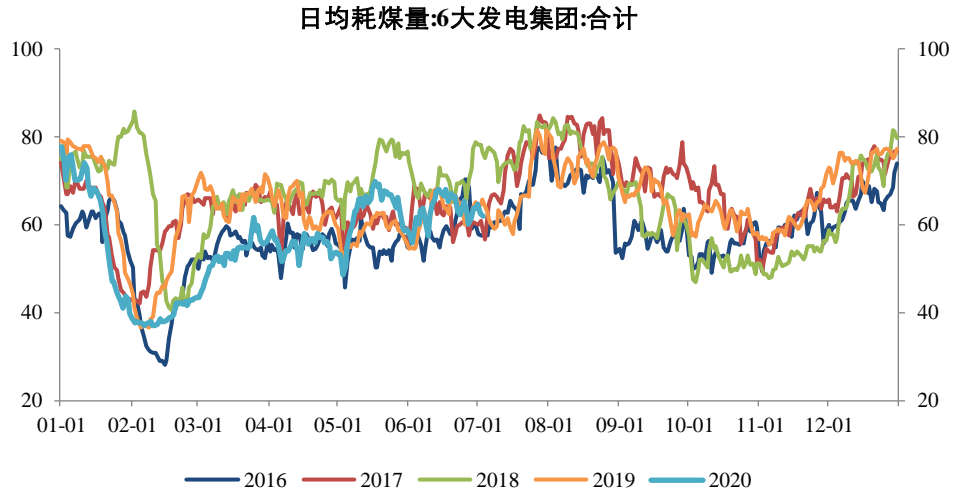
拉长周期看，目前海外经济对国内消费的影响底部钝化，后期往上的弹性更大（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量20%以上）。

结合海内外来看，我们认为下半年国内铜消费不差。

2.2.1 国内铜消费逐步好转

国内下游消费不差。随着下游复工复产正常化，铜消费逐步好转，6大发电集团日均耗煤量超越去年同期，截至6月30日，6大电厂日均耗煤量62.89万吨（7日滚动均值），同比增长1.12%。

图17: 日均耗煤量 (万吨/日)

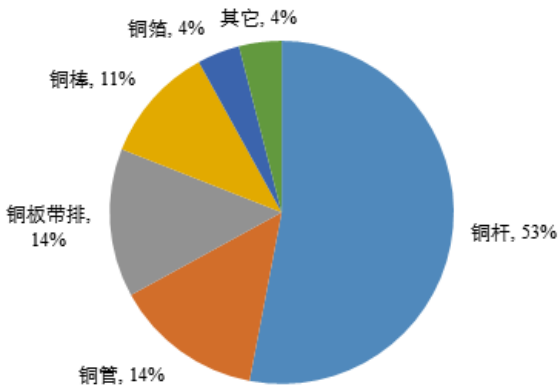


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

A. 下游铜材企业开工率整体不差

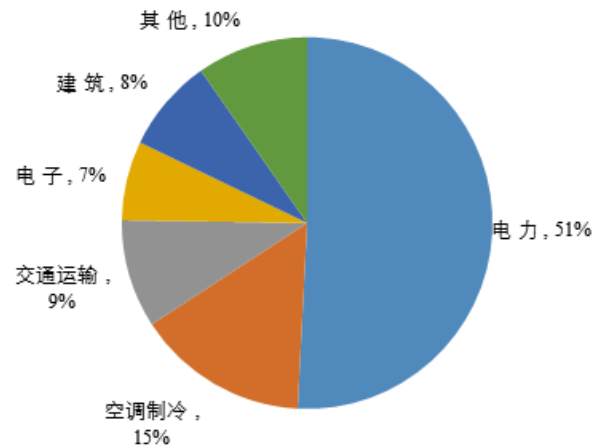
从精炼铜下游企业开工率来看,4、5月国内电线电缆企业开工超越100%,预计在基建刺激等影响下,电线电缆企业开工维稳,国内铜消费整体不差。

图 18: 国内铜消费按品种分布



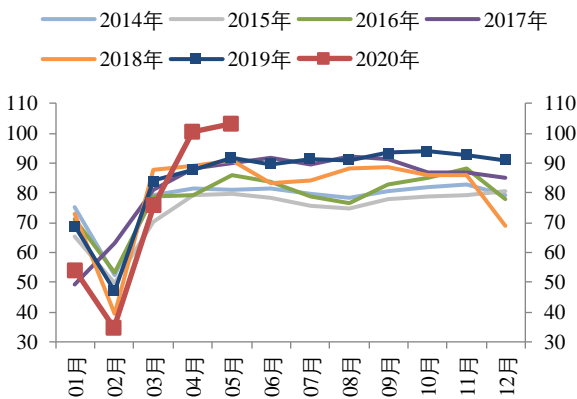
数据来源: 我的有色网, 兴证期货研发部

图 19: 国内铜终端消费行业分布



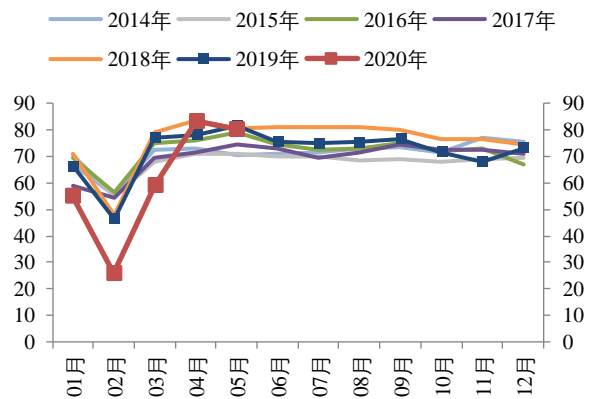
数据来源: 安泰科, 兴证期货研发部

图 20: 电线电缆开工率



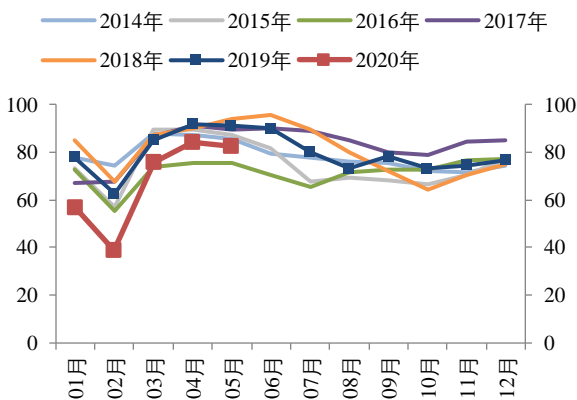
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 21: 铜杆开工率



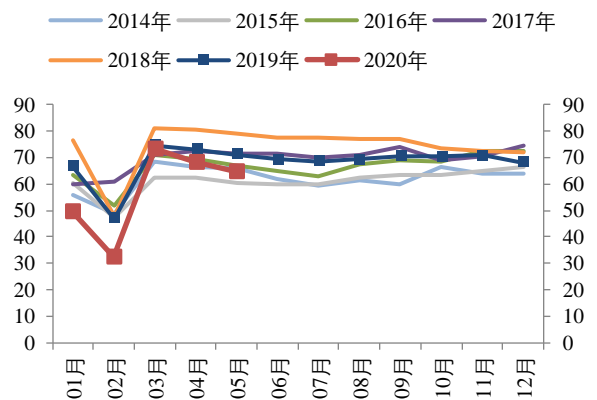
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 22: 铜管开工率



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 23: 铜板带箔开工率



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

B. 电网投资持续回升

电网投资持续回升, 1-5 月全国电网基本建设投资完成额 1134 亿元, 同比下滑幅度缩窄至-2%, 其中 4/5 两个月连续正增长。

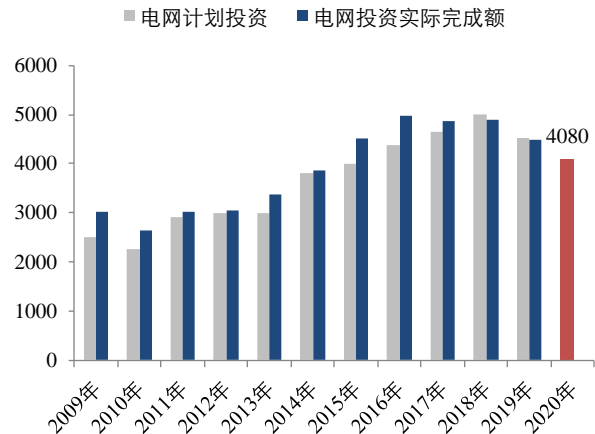
根据最新国家电网披露的数据, 2020 年国家电网计划电网投资额为 4080 亿元, 同比 2019 年实际完成额下滑 8.79%。

图 24: 5 月电网投资继续回升



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 25: 国家电网计划投资额（亿元）



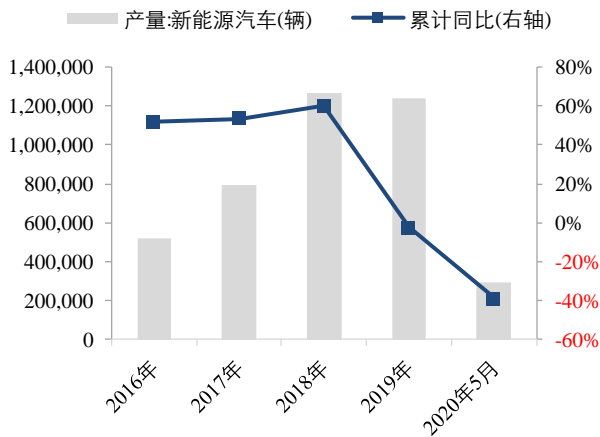
数据来源：Wind，兴证期货研发部

C. 新能源汽车产量降幅缩窄

随着国内经济持续复苏，新能源汽车产量底部好转，产销降幅逐步缩窄。

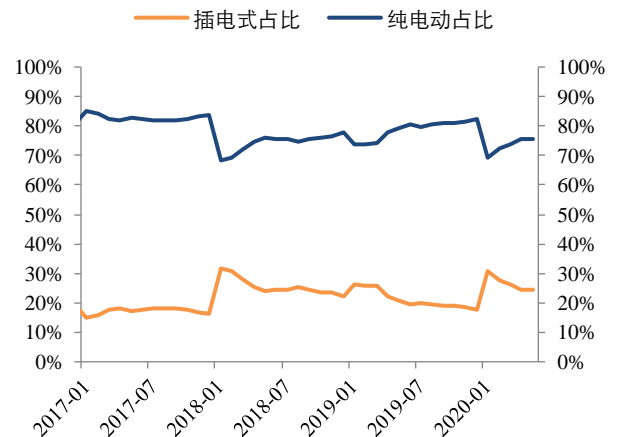
从产业趋势上看，未来新能源汽车前景依然广阔，新能源汽车领域对精铜的消费增长空间依旧值得期待。

图 26: 新能源汽车产量降幅缩窄



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 27: 新能源汽车产量结构

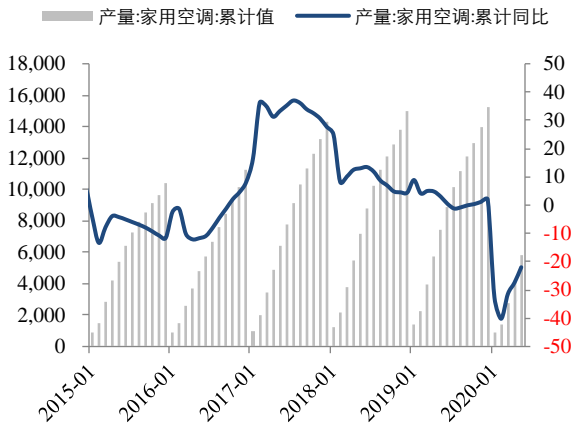


数据来源：Wind，兴证期货研发部

D. 家电产量底部复苏

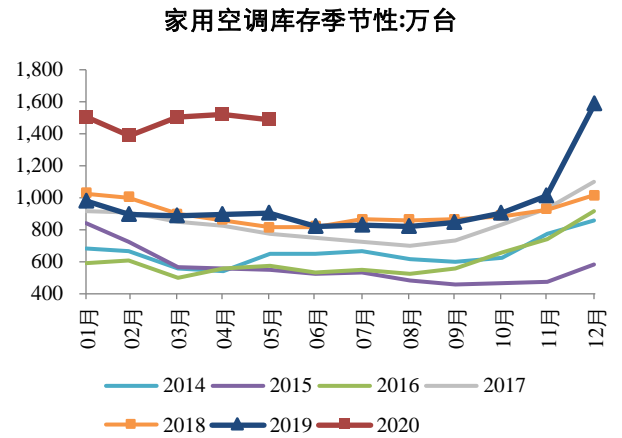
产业在线数据显示，2020 年 5 月家用空调总产量 1610.9 万台，同比下滑 3.2%，1-5 月空调产量 5790.2 万台，同比下滑 22%。5 月空调库存 1486.3 万台，空调库存压力依然较大。

图 28: 空调产量下滑幅度有所减缓



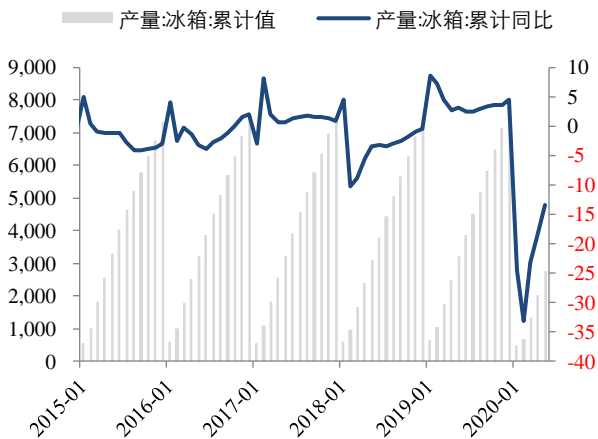
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 29: 空调库存压力依然较大



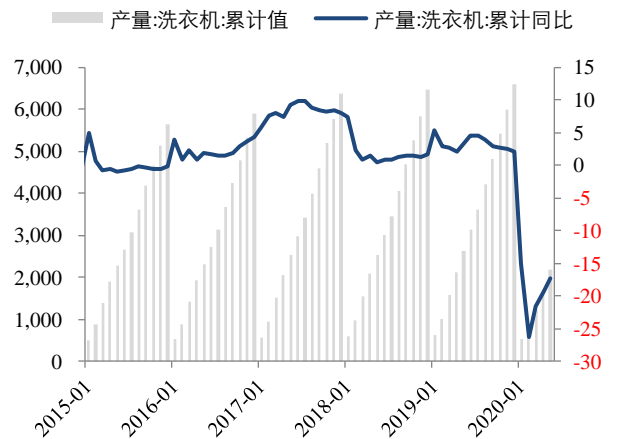
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 30: 冰箱产量 (万台)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 31: 洗衣机产量 (万台)

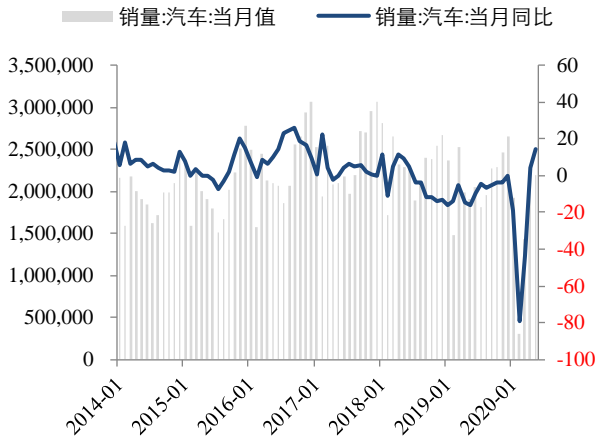


数据来源：Wind，兴证期货研发部

E.传统汽车产销回升

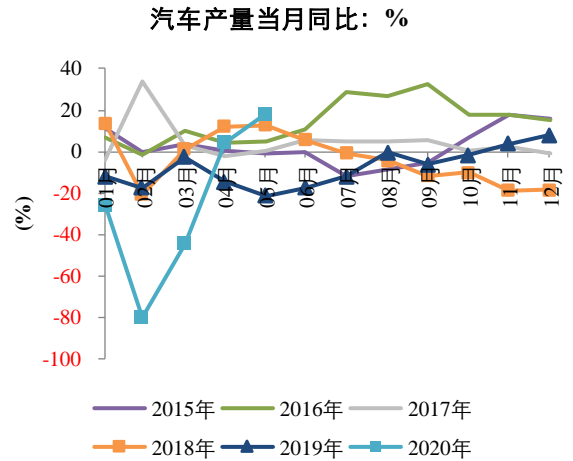
传统汽车 4/5 月产销回升，据中国汽车工业协会数据，5 月当月汽车销量同比大幅回升 14.48%，产量同比回升 18.34%，随着国内生产生活正常化，汽车产销有望维持高景气度。

图 32: 汽车销量大幅回升



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 33: 汽车产量同比转正



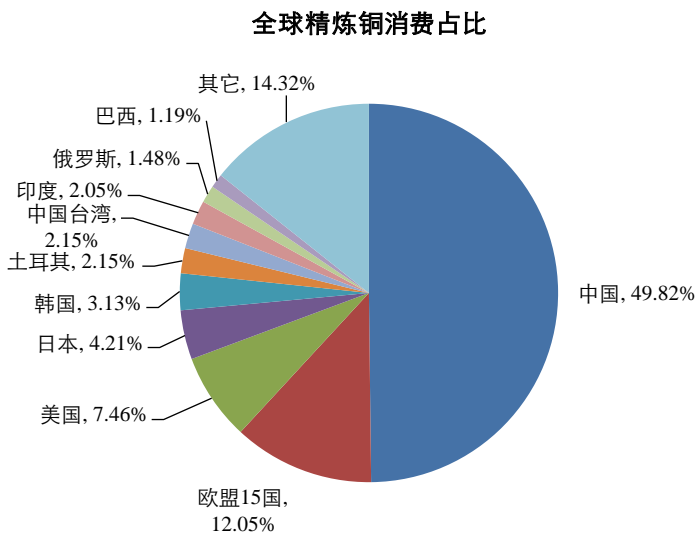
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2.2 海外主要经济体经济逐步重启

海外方面, 主要经济体经济逐步重启, 制造业景气度大幅回升。欧元区 6 月份制造业 PMI 大幅回升至 46.9, 美国 6 月 ISM 制造业 PMI 恢复至景气度上方, 为 52.6, 利好国内铜消费。

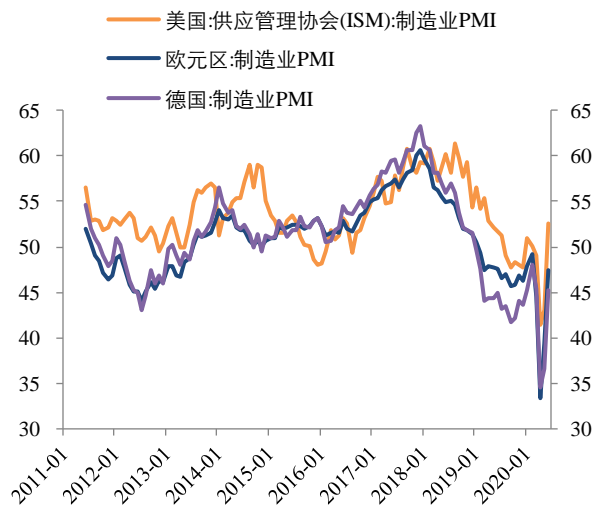
拉长周期看, 目前海外经济对国内消费的影响底部钝化, 后期往上的弹性更大 (中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20% 以上)。

图 34: 欧美发达国家占全球铜消费 20%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 35: 欧美国制造业底部恢复



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2.3 需求端小结

国内实体经济好转。随着下游复工复产正常化，6大发电集团日均耗煤量超越去年同期，下游各行业有序复苏，随着国家稳增长措施逐步落实，国内铜消费表现不差。

海外方面，主要经济体经济逐步重启，制造业景气度大幅回升。欧元区6月份制造业PMI大幅回升至46.9，美国6月ISM制造业PMI恢复至景气度上方，为52.6，利好国内铜消费。

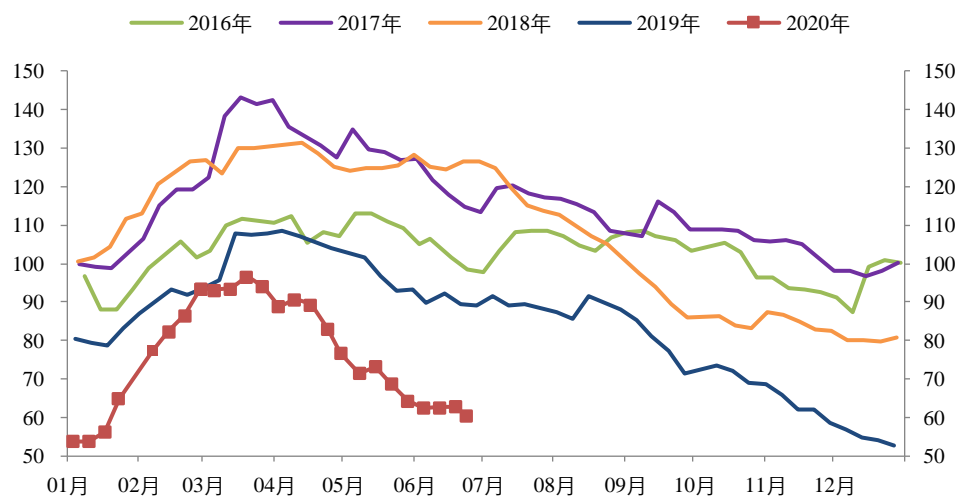
结合海内外来看，我们认为下半年国内铜消费不差。

2.3 库存：国内铜社会库存低位

自3月底以来，国内社会库存连续下滑14周后，在7月第1周出现累库，但从库存绝对量来看，国内社会库存仍不到20万吨。

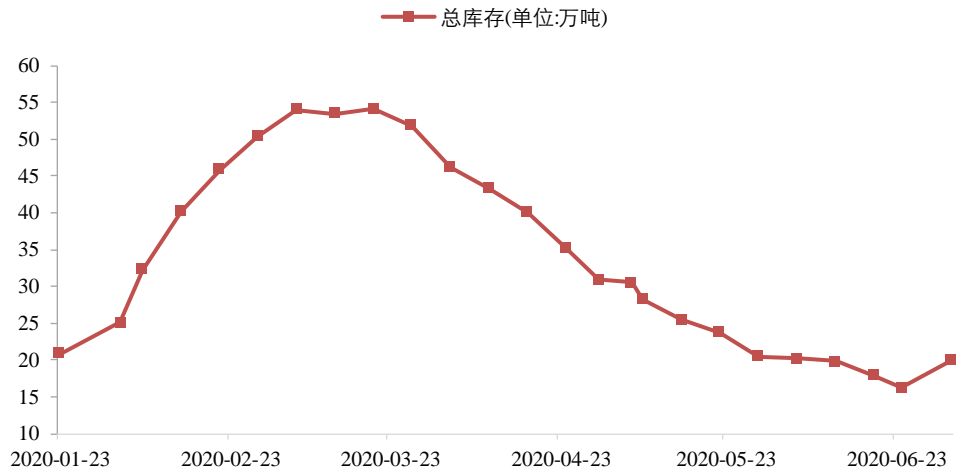
根据我们前文对国内铜生产及消费的分析，我们认为下半年国内铜社会库存很难出现持续累库，不排除部分时间库存持续下滑，市场出现软逼仓行情。

图 36：三大交易所叠加保税区库存下滑（万吨）



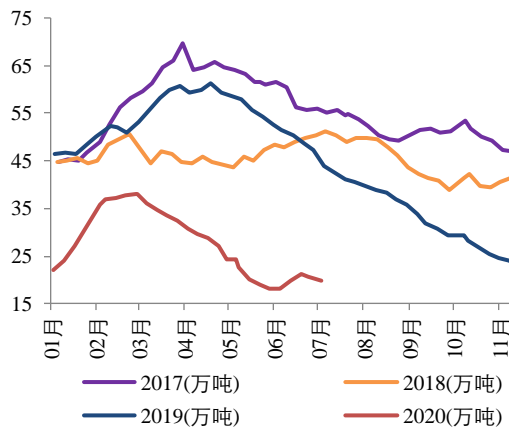
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 37: 国内三地（上海、江苏、广东）库存连续下滑 10 周（万吨）



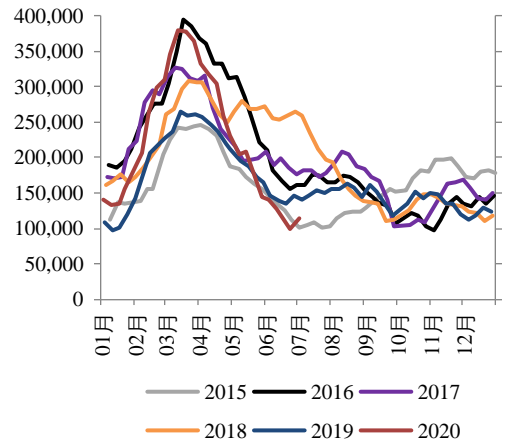
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 38: 保税区库存季节性（万吨）



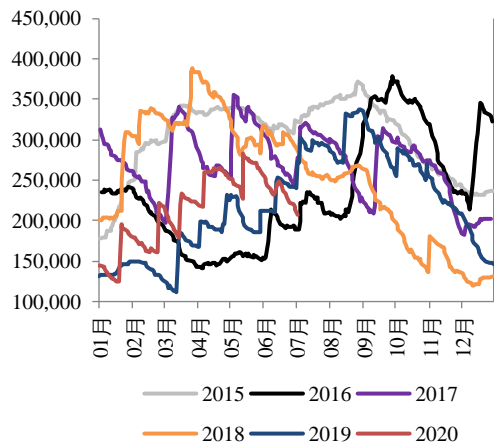
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 39: 上期所铜库存季节性（吨）



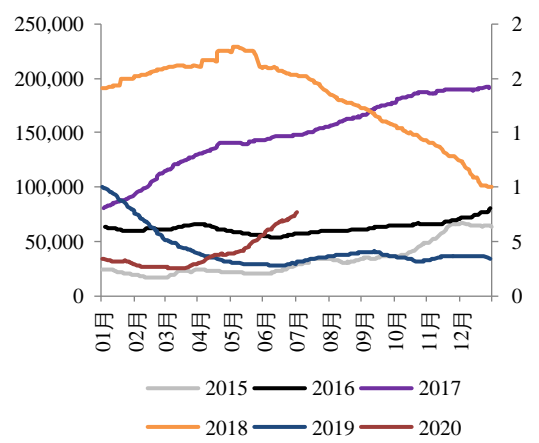
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 40: LME 铜库存季节性（吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 41: COMEX 铜库存季节性（吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

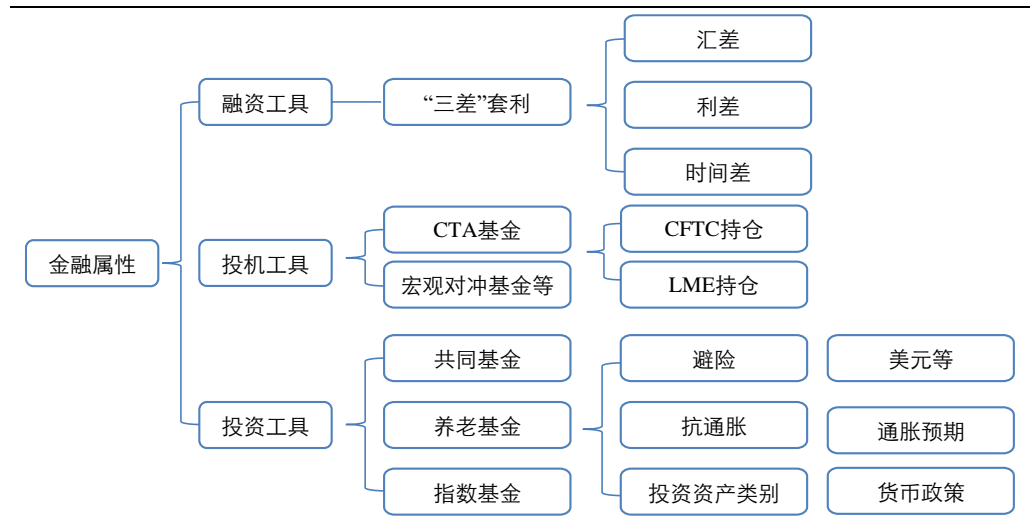
数据来源：Wind，兴证期货研发部

数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.宏观：欧美经济逐步重启，提振市场信息

铜的金融属性主要体现在融资，投资，投机三个方面。下半年海外疫情出现缓和是大概率事件，市场情绪有望进一步好转，支撑基本金属金融属性。

图 42：铜金融属性分析框架



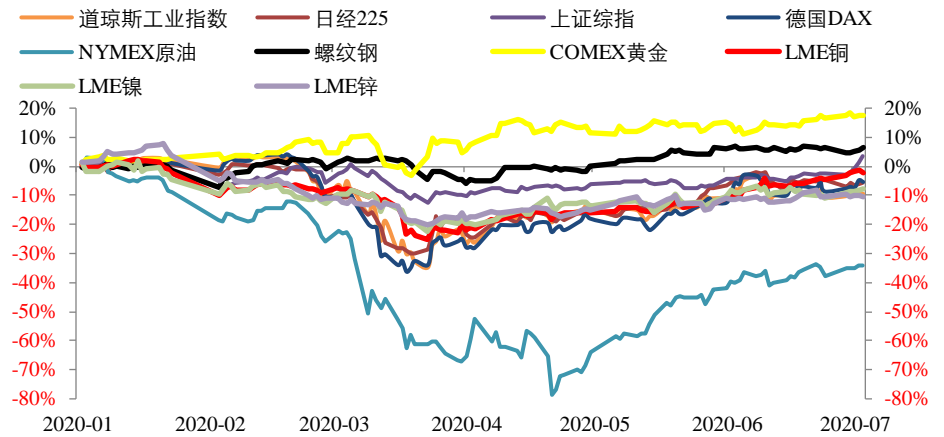
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图43：美元指数与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图44: 主要资产表现



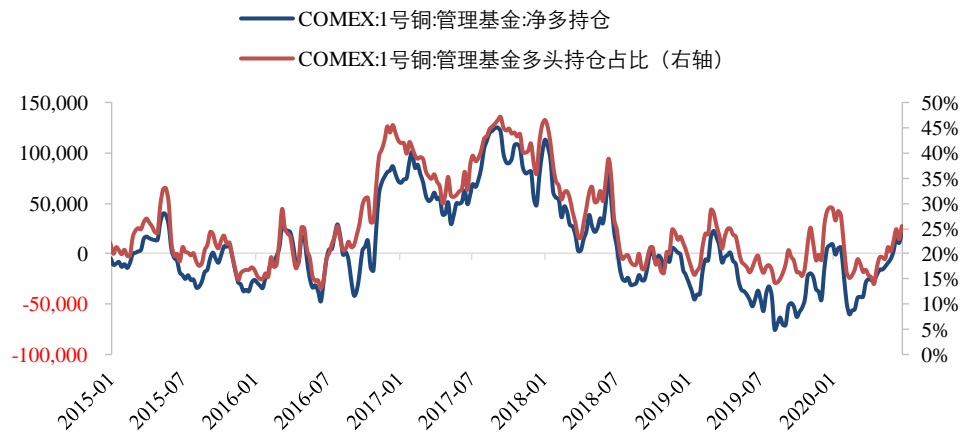
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图45: 市场恐慌情绪缓和



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 46: COMEX 管理基金多头持仓 (张)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 结论：三季度铜矿恢复有限，铜价重心向上

1. 铜矿产量恢复有限。根据当前主要铜生产地智利、秘鲁等国家所在的铜矿企业来看，我们认为三季度铜矿产量恢复力度有限，不排除规模性减产的情况出现，铜矿加工费或将继续承压向下。

2. 冶炼厂经营压力加大，下半年国内精铜供应压力减小。随着疫情对矿山生产等方面造成影响，铜精矿加工费下滑至 52 美元/吨以下，国内冶炼厂经营压力逐步加大，部分冶炼厂选择检修、降低生产负荷等措施来应对。我们认为，下半年国内精铜供应不乐观，支撑铜价重心向上。

3. 国内实体经济持稳，海外欧美发达经济体底部复苏。随着下游复工复产正常化，铜消费逐步好转，6 大发电集团日均耗煤量超越去年同期，下游各行业有序复苏，随着国家稳增长措施逐步落实，国内铜消费表现不差。

海外方面，主要经济体经济逐步重启，制造业景气度大幅回升。欧元区 6 月份制造业 PMI 大幅回升至 46.9，美国 6 月 ISM 制造业 PMI 恢复至景气度上方，为 52.6，利好国内铜消费。

拉长周期看，目前海外经济对国内消费的影响底部钝化，后期往上的弹性更大（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20% 以上）。

结合海内外来看，我们认为下半年国内铜消费不差。

4. 国内社会库存低位。自 3 月底以来，国内社会库存连续下滑 14 周后，在 7 月第 1 周出现累库，但从库存绝对量来看，国内社会库存仍不到 20 万吨。

根据我们前文对国内铜生产及消费的分析，我们认为下半年国内铜社会库存很难出现持续累库，不排除部分时间库存持续下滑，市场出现软逼仓行情。

综上，我们认为从供需层面看，国内铜基本面不差，叠加供应端铜矿扰动加剧，国内社会库存处于低位，铜价重心中长期大概率向上。仅供参考。

表 3：中国精炼铜供需平衡表（万吨）

中国	2018	2019	2020H1	2020H2	2020E
产量	873	895	440	445	885
净进口	347	315	165	160	325
实际需求	1225	1225	610	620	1230
供需平衡	-5	-15	-5	-15	-20

数据来源：兴证期货研发部

表 8：全球精炼铜供需平衡表（万吨）

全球	2018	2019	2020H1	2020H2	2020E
产量	2380	2390	1180	1190	2370
实际需求	2400	2410	1180	1205	2385
供需平衡	-20	-20	0	-15	-15

数据来源：兴证期货研发部

5. 风险提示

疫情发展不稳定；实体经济超预期下滑。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。