



2019年6月2日

中银国际期货研究部

刘超：有色金属研究员

从业资格：F3011902

投资咨询：Z0011456

联系方式：021-61088065

邮箱：

chao.liu@bocichina.com

## 金属弱勢震蕩

——铜、铝、鋅

### 摘要

全球经济不容乐观，外需长期存不确定性。美联储宣布暂停加息或转为将降息，美元指数回落。5月中国官方制造业 PMI 为 49.4，跌破50。制造业就业受出口影响较大，国内积极的财政政策继续推进落实减税降费，投资较一季度有所加快。

### 供需展望

铜：综上所述，铜精矿加工费回落明显，短期精矿供应有所减少，供应问题增多。冶炼厂检修，进口回落，现货升水有望攀升。国内需求短期偏弱，但在投资拉动下远期预期趋稳，价格有望探底回升。

铝：中国铝材产量同比增长，终端消费增速逐渐回升。氧化铝价格随铝价回升，冶炼成本增加。铝价回升，企业亏损面缩小，产出有望逐渐回升。库存高位回落，消费逐渐回暖，铝价震荡攀升。

鋅：国内外鋅精矿加工费上升，精矿供应告别短缺。国内冶炼企业产能恢复，月度环比产量上升。镀锌板开工率保持低位，下游汽车消费下降，需求偏弱。预计鋅在冶炼瓶颈没有完全释放的前提下，价格震荡偏弱。

## 一、有色金属价格及库存月度变化

### 1、LME 和上海交易所所有有色金属期货月度价格变化

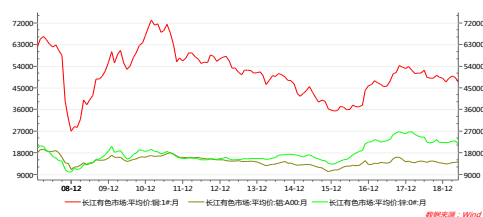
截至2019年5月31号，LME 铜收盘月度环比-9.46%，同比-14.71%；LME 铝收盘环比-0.58%，同比-21.74%；LME 锌收盘环比-10.62%，同比-18.55%。

截至5月31日上海期货交易所沪铜收盘月度环比-5.62%，同比-10.12%；沪铝环比-0.14%，同比-2.98%；沪锌收盘价环比-5.95%，同比-15.87%。

截至2019年5月31日，上海长江现货铜月度均价环比-3.6%，同比-6.95%；铝环比涨1.93%，同比-2.42%；锌环比-5.12%，同比-11.48%。

图：LME 有色金属月度价格走势(美元/吨)

图：上海有色金属月度价格走势(元/吨)



资料来源：WIND、中银国际期货

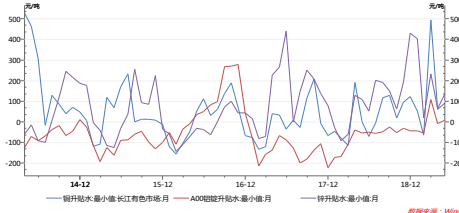
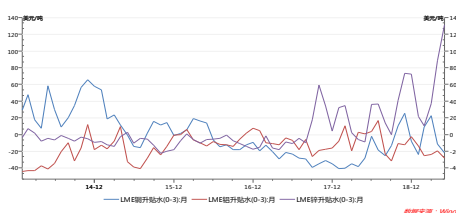
### 2、现货升水变化

从LME 现货升水看，5月LME 铜现货平均贴水-21.71美元/吨，铝现货贴水-28.29美元/吨，锌现货升水131.4美元/每吨。

从国内现货升水看，5月沪铜现货平均升水92元/吨，铝现货升水7元/吨，锌现货升水134元/每吨。

图：LME 现货升贴水(美元/吨)

图：现货价格升水(元/吨)



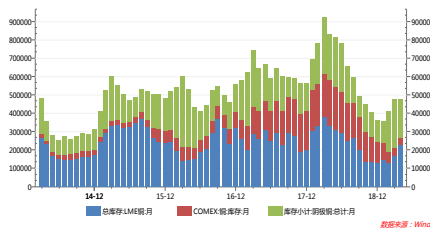
资料来源：WIND、中银国际期货

### 3、有色金属月末库存变化

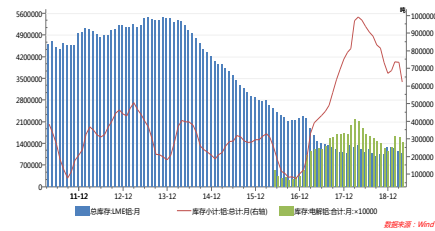
截止5月31日，全球各交易所铜合计显性铜库存40.5万吨，环比-13.9%，同比-48.5%，全球库存水平较去年明显回落。国内最新的保税区铜库存51.4万吨，环比-3.31%，同比增8.7%。

LME 铝库存115.5万吨，环比增7.48%，同比-4.22%；上期所铝库存50.7万吨，环比-18.42%，同比-47.89%；上海铝社会库存118.1万吨，环比-17.41%，同比-36.88%。

图：主要交易所铜库存(吨)



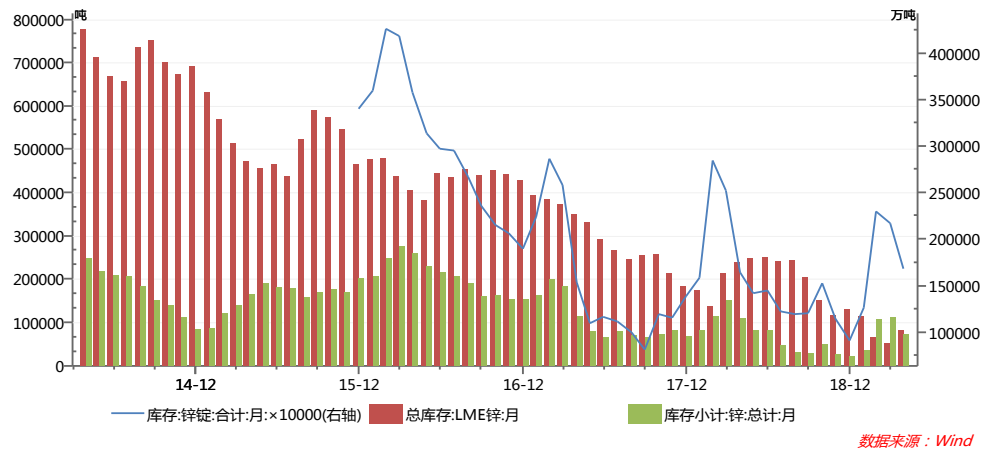
图：主要交易所铝库存(吨)



资料来源：WIND、中银国际期货

LME 锌库存10万吨，环比增23.95%，同比-58.98%；上期所库存5.9万吨，环比-17.67%，同比-26.19%；国内锌社会库存14.59万吨，环比-13.05%，同比增2.75%。

图：主要交易所锌库存(吨)



资料来源：WIND、中银国际期货

5月，金属普跌。LME 铜铝现货贴水，锌升水保持高位。国内铜铝锌现货均保持升水，现货需求稳定。LME 锌库存同比有所回升，但仍处于历史低位；铜铝库存持续同比回落显著。

## 二、铜供应小幅短缺

## 1、全球2019铜矿山产量增速回落

根据国际铜研究小组 ICSG 在2019年5月发布的最新预测报告显示，2019年预计铜精矿产量增速0.2%，主要增产矿山来自第一量子巴拿马的 Cobre 矿和 Southern 旗下秘鲁的 Toquepala 矿。产量减少的的矿主要是 Freeport 旗下的印尼 Grasberg 矿，地上矿向地下矿转换导致总产量下滑。到2020年 Grasberg 矿地下矿进入正常生产，加上其它新增产量，全球精矿产量增速预计恢复到2%。

图：ICSG 铜预测报告(千吨)

**World Refined Copper Usage and Supply Forecast**  
Thousand metric tonnes, copper

FORECAST TO 2020									
REGIONS (’000 t Cu)	MINE PRODUCTION			REFINED PRODUCTION			REFINED USAGE		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Africa	2,236	2,382	2,584	1,440	1,509	1,679	203	203	213
N.America	2,528	2,595	2,715	1,829	1,842	1,845	2,359	2,390	2,405
Latin America	8,691	9,056	9,523	2,975	2,925	3,063	448	466	476
Asean-10 / Oceania	2,112	1,914	2,057	1,063	1,219	1,222	1,192	1,232	1,267
Asia ex Asean/CIS	2,345	2,438	2,559	12,391	12,926	13,831	16,028	16,426	16,666
Asia-CIS	867	864	867	452	448	448	106	106	106
EU	912	872	877	2,699	2,736	2,811	3,290	3,289	3,315
Europe Others	907	912	950	1,263	1,249	1,258	885	857	882
<b>TOTAL</b>	<b>20,598</b>	<b>21,031</b>	<b>22,130</b>	<b>24,111</b>	<b>24,854</b>	<b>26,156</b>	<b>24,510</b>	<b>24,969</b>	<b>25,330</b>
<b>World adjusted 1/ 2/</b>	<b>20,598</b>	<b>20,641</b>	<b>21,029</b>	<b>24,111</b>	<b>24,780</b>	<b>25,080</b>	<b>24,510</b>	<b>24,969</b>	<b>25,330</b>
<b>% change</b>	<b>2.5%</b>	<b>0.2%</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.8%</b>	<b>1.2%</b>	<b>3.3%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.4%</b>
<b>World Refined Balance (China apparent usage basis)</b>							<b>-399</b>	<b>-189</b>	<b>-250</b>

1/ Based on a formula for the difference between the projected copper availability in concentrates and the projected use in primary electrolytic refined production.  
2/ Allowance for supply disruptions based on average ICSG forecast deviations for previous 5 years.

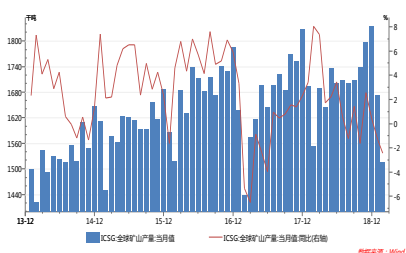
资料来源：WIND、中银国际期货

根据国际铜研究小组 ICSG 最新数据，2019年2月全球铜精矿产量同比-2.45%；1-2月累计产量同比-1.85%。智利铜产量受到矿石品位下滑影响，产量减少4%。印尼产量减少了45%，主要2个矿山开仓从地上向地下转移，导致临时产量减少。刚果金和赞比亚产量继续保持增长。秘鲁、澳大利亚、中国和蒙古产量受品位上升和限制性措施放松影响，产量增加。

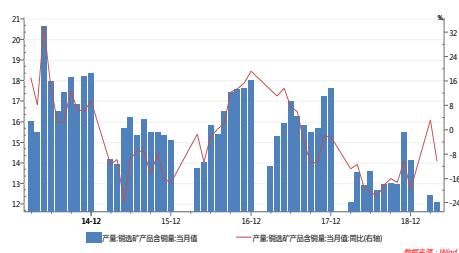
从地区角度看，非洲、拉丁美洲和大洋洲产量分别增长了10%、5%，亚洲和拉丁美洲分别下降4%和0.7%，欧洲产量保持不变。

2019年1-4月国内累计铜精矿产量45.73万吨，同比-1.38%。（国内主要矿山成本区间在38000~40000元每吨）。受环保因素制约，国内矿山产量处于近年来的低位（2014年高峰产量在192万吨）。预计2019年国内矿山产量仍将维持较低增速的产量水平。

图：全球铜精矿月度产量(千吨)



图：中国铜精矿月度产量(万吨)



资料来源：WIND、中银国际期货

国内进口铜精矿现货 TC 最新报61-65美元，市场成交重心围绕63美元，价格较上月持平。铜矿趋紧的格局仍在加剧，部分中小型冶炼厂已经有58美元/吨的小批量成交。现货 TC 和硫酸价格持续下滑，生产利润收缩严重，如果 TC 进一步向下破位，部分冶炼厂将面临亏损。消息面上来看，CodeIco 旗下 Teniente 铜矿上周末发生岩石坠落事故，造成1人死亡，致使部分停止运营，该矿2018年产量46.5万吨。韦丹塔和赞比亚政府的争端仍在加剧，韦丹塔已经将 KCM 公司清算按提交至约翰内斯堡国际仲裁，但赞比亚总统称仍会推进对 KCM 清算，KCM 公司2018年产铜矿金属量9.1万吨。国内20%铜精矿到厂作价系数和上周基本持平，保持在88-89%。

从成本看，矿山企业在产量增加同时，成本也大多出现了提升，完全成本接近4500-5000美元的水平。

## 2、全球铜冶炼产量小幅增长

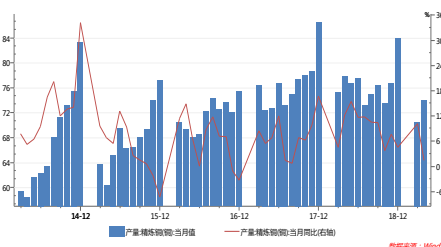
根据国际铜研究小组预测，2019年全球精炼铜产量预计增加2.8%，2020年预计增长1.2%。中国冶炼产能扩张是全球冶炼产量增长最主要贡献力量，刚果金精炼铜产量有所增加。印度冶炼厂关停抵消了部分精炼铜的供应增长，另外澳洲、波兰、巴西、智利运营问题也导致产量减少。2020年产量下滑主要由于精矿供应增速不足所致，废铜冶炼产量预计有所增加。

2019年2月全球精炼铜产量与去年同期相比-0.38%；1-2月累计产量385.3万吨，同比增0.68%。其中来自铜精矿产量增长3.1%，废铜产量增加1.9%。中国产能扩张是精炼铜增长的主要动力。刚果金湿法产量保持增长。环保导致了智利冶炼厂改造升级导致产量下滑14%。印度的冶炼厂关停，该冶炼厂受群众环保抗议自去年3月关停，至今未恢复生产。

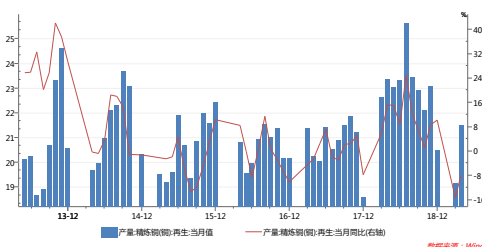
从地区角度看，亚洲增长6%，非洲增长7%，欧洲增长2%，大洋洲增长25%，美洲产量下滑7%。

2019年2月全球再生精炼铜产量35.9万吨，同比增2.57%。

图：中国精炼铜产量(万吨)



图：中国再生铜产量和增速(万吨)



资料来源：WIND、中银国际期货

2019年4月中国精炼铜产量74.01万吨，同比增1.5%；1-4月累计产量298.46万吨，同比-0.02%。由于加工费持续下滑，加上硫酸价格下跌，销售困难，国内冶炼企业时间产量低于预期。根据公布的消息，2019中国主要上市公司精炼铜产量增长57.19万吨，增幅9.2%。2019-2021年，我国还有108万吨产能建设计划，预计年度精炼铜供应增量在50-80万吨之间。

2019年4月我国再生精炼铜产量21.5万吨，同比-7.92%，累计产量40.66万吨，同比-11.57%。

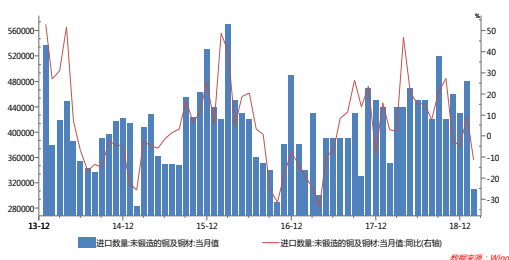
2019年1-4月我国共进口废铜50.73万吨，同比-31.15%。废7类进口限制对废铜产业影响。中国对于废铜的需求中近50%来自于进口（另外50%来自国产废铜），进口废铜中有52%左右来自于“七类”废铜。2017年四季度开始“七类”限制，目前已经向“六类”限制过度。废铜进口政策在进一步收紧，进口实物吨的大幅下滑背后是进口金属含量的提高。我国再生铜占精炼铜产量比例约在25%~28%之间（240万吨），期中进口废铜占比约12~18%（约110万吨），近些年由于我国精炼铜产量大幅提升，进口废铜数量呈逐年下滑的态势。2019年我国精炼铜产量进一步提升，废铜进口限制进一步加大，国内废铜供应偏紧。

表：中国铜进口量值表

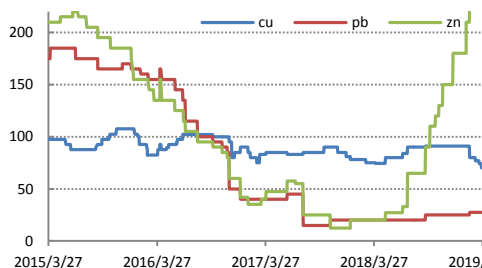
日期	进口铜和铜材(吨)	同比	进口废铜(吨)	同比	铜精矿(万吨)	同比
2018-04	318137	56.99	184226	-36.70	155	14.30
2019-04	294705	-7.37	174179	-5.45	166	6.84
2019累计	1,590,000	-4.79	507353	-31.15	724	16.68

资料来源：WIND、中银国际期货

图：中国未锻造铜和铜材进口量(吨)



图：进口铜铅锌精矿加工费



资料来源：WIND、中银国际期货

### 3、全球铜小幅短缺

根据国际同研究小组预测，预计2019年全球铜消费增幅1.9%，2020年预计增加1.4%。中国印度基础设施建设和新能源汽车的发展将继续支持铜的需求。但2019-2020年全球经济增速下调对铜消费有一定的拖累。中国是全球最大的铜消费市场，预计2019年表观消费增速2-2.6%。除中国外，全球其它地区消费2019年预计增长1.7%，2020年2%，增长主要来自中东，印度和其它的亚洲国家。

2月，全球表观消费量与去年同期持平，全球铜供应小幅过剩7.4万吨。主要是中国表观消费增9%，其中精炼净进口增12%。主要消费增长国包括印度、俄罗斯，日本、美国和欧洲，韩国铜消费下降。除中国外全球其它地区消费下降2%。

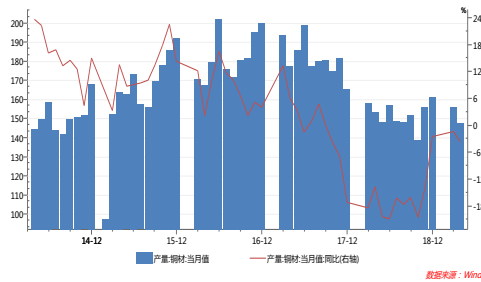
表：全球铜供需平衡表

全球铜供需平衡 (单位千吨)							
年度	2014	2015	2016	2017	2018	2018	2019
						1-2月	1-2月
矿产量	18426	19141	20356	20060	20500	3247	3187
金属产量	22490	22843	23338	23524	23764	3827	3853
消费量	22927	23081	23605	23789	24148	3735	3812

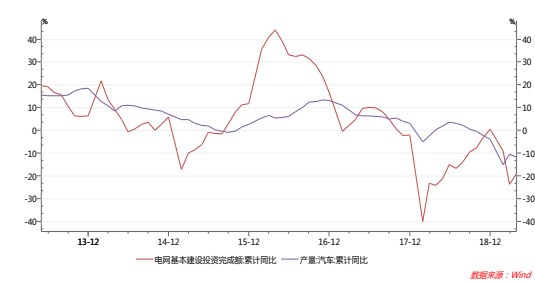
资料来源：ICSG、中银国际期货

2019年1-4月，我国下游铜材累计产量303.5万吨，累计同比-2.44%。2019年1-4月，我国电网投资完成额累计同比-19.1%。2019年1-4月我国汽车产量累计同比-11.8%，汽车产量增速同比仍在下滑。2019年1-4月空调产量累计同比增12.5%，冰箱产量累计同比增4.1%，洗衣机产量累计同比3.9%。家电领域消费增速保持，电力领域投资下滑，总消费年初表现偏弱。

图：中国铜材月度产量(万吨)



图：电网投资和汽车产量增速



资料来源：WIND、中银国际期货

综上所述，铜精矿加工费回落明显，短期精矿供应有所减少，供应问题增多。冶炼厂检修，进口回落，现货升水有望攀升。国内需求短期偏弱，但在投资拉动下远期预期趋稳，价格有望探底回升。

### 三、铝供应下降

#### 1、全球氧化铝产量小幅回落

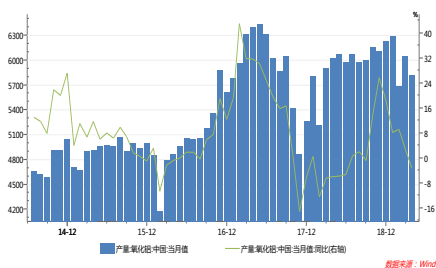
根据国际铝业协会 IAI 最新数据，全球2019年4月氧化铝产量1063.4万吨，同比-2.07%。中国4月氧化铝产量582.2万吨，同比-3.27%。全球氧化铝产量均出现回落。

我国铝土矿进口量继续保持快速增长的态势。2019年4月我国进口铝土矿977.7万吨，同比增长68.18%。其中几内亚铝土矿供应占比上升很快，2018年占我国总进口量的45.6%，成为中国最大铝土矿来源国。从澳大利亚进口铝土矿占总进口量的37.2%。铝土矿平均进口价格54.2美元/吨，铝土矿报价较前期小幅上升。

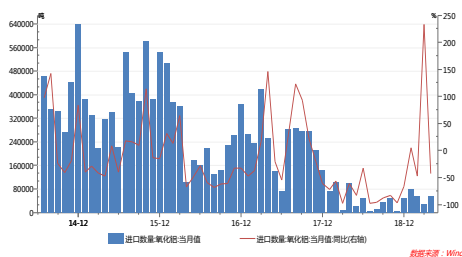
中国1-4月氧化铝进口量21.5万吨，同比-23.91%。出口氧化铝16.95万吨，同比增448.61%。今年以来，受美国制裁俄罗斯铝业以及海德鲁巴西氧化铝厂停产影响，国际氧化铝市场价格大涨，中国出口迅速上升。随着巴西海德鲁氧化铝厂复产，出口预计逐渐回落。



图：中国氧化铝月度产量



图：中国氧化铝进口量



资料来源：WIND、中银国际期货

全国铝土矿、氧化铝受环保影响，价格坚挺，氧化铝成本居高不下。但随着部分企业重启氧化铝生产，国内氧化铝供应回升，氧化铝报价开始回落，最新氧化铝价格3050-3150元/吨。根据安泰科统计，我国氧化铝建成产能8010万吨，运行产能7065万吨，开工率88.2%。今年国内氧化铝仍有较多新建产能，氧化铝供应增加预期上升。

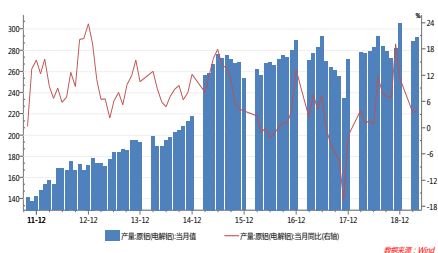
## 2、中国电解铝产量小幅减少

根据 IAI 最新数据，2019年4月全球电解铝产量520.3万吨，同比-1.83%；1-4月累计产量2090.9万吨，同比-0.39%。中国4月电解铝产量292万吨，同比增5.38%；1-4月电解铝累计产量1148万吨，同比增4.1%。

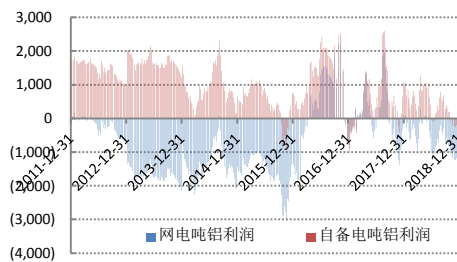
据统计，目前国内约70%的电解铝产能使用自备电生产，且大部分为火力发电。根据卓创咨询统计，截至4月底，我国电解铝企业算数平均生产成本13482.2元/吨，较上月底下跌22.6元/吨，行业平均盈利697.8元/吨。4月份涉及利润统计的电解铝运行产能3276.5万吨，亏损产能占比17.1%，较上月减少。4月份电解铝产能成本在12000元/吨以下的产能规模为333万吨，占比10.16%；12000-13000元/吨产能规模1306.2万吨，占比39.87%；13000-14000元/吨产能规模为1077万吨，占比32.87%；产能成本大于14000元/吨的产能规模560.3万吨，占比17.10%。

据统计数据显示，2019年中国电解铝预计新增产能226.5万吨（含置换），主要集中在广西、内蒙、甘肃等地区。由于铝价下跌，原料氧化铝价格偏高，企业亏损扩大，减产意愿增加，新产能投产延迟。综合新增、停产情况来看，国内电解铝供应增量不大。违规火电整顿对电解铝成本的影响在扩大，随着企业亏损面的缩小，预计新增产能上马会加快。

图：中国电解铝产量(万吨)



图：中国电解铝行业利润(元/吨)



资料来源：WIND、中银国际期货

### 3、全球铝供需基本平衡

根据国际金属统计局 WBMS 数据，2019年1-3月，全球铝累计产量15318万吨，短缺0.2万吨。

表：全球铝供需平衡表

全球铝供需平衡							
千吨	2014	2015	2016	2017	2018	2018	2019
						1-3月	1-3月
氧化铝产量	101750	108733	115461	125999	130433	31763	32532
金属产量	53057	57889	57755	58446	59665	14023	15318
消费量	49775	56837	58740	59860	60524	14992	15320

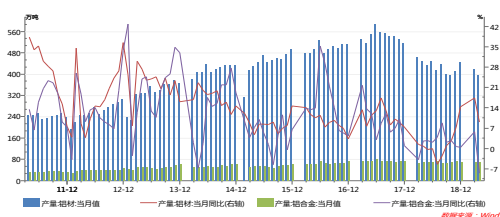
资料来源：WBMS、中银国际期货

从终端看，2019年1-4月我国铝材累计产量1432.5万吨，同比增10.6%。我国铝合金累计产量244.8万吨，同比-4.5%。

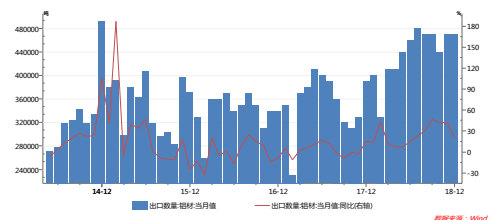
2019年4月中国未锻轧铝及铝材出口量49.8万吨，同比增长10.4%，相比3月的54.6万吨减少4.8万吨。中国5月未锻轧铝及铝材出口量为53.6万吨，出口量环比4月增长7.63%，比去年同期增长10.52%。在美国对中国关税征收增加的情况下，中国对欧盟和韩国出口增加较快，替代了原先对美国的出口份额，2019年由于关税问题更加清晰透明，企业纷纷调整出口国策略，预计我国铝产品出口仍将保持较快增长。

同时，由于铝合金自重轻，结构强度高，耐腐蚀寿命长等优点，使得铝在汽车、船舶、建筑消费领域应用不断拓展，铝消费前景仍较好。

图：中国铝材和铝合金产量



图：中国铝材出口和增速



资料来源：WIND、中银国际期货

综上所述，中国铝材产量同比增长，终端消费增速逐渐回升。氧化铝价格随铝价回升，冶炼成本增加。铝价回升，企业亏损面缩小，产出有望逐渐回升。库存高位回落，消费逐渐回暖，铝价震荡攀升。

## 四、锌精矿增加需求下滑

### 1、全球锌精矿供应逐步回升

根据 ILZSG 最新数据，2019年3月全球锌精矿产量109.3万吨，同比增长10.28%。1-3月累计产量307.3万吨，同比增2.17%。其中澳大利亚、秘鲁和美国矿产量有所增长。欧洲锌矿产量增加，主要得益于芬兰、希腊、爱尔兰和马来西亚产量增长，但波兰和瑞典产量下降抵消了部分增长。加拿大、中国、印度和墨西哥产出同比回落。印度斯坦锌业产量上升较快，秘鲁 Antamina 矿品位和回收率大幅提高，锌精矿产量同比提升。非洲的厄立特里亚锌精矿产量也出现较快增长。但美国的红狗矿受到品位下降影响产量下滑。比利时的新星公司部分矿山复产，产量也有所上升。

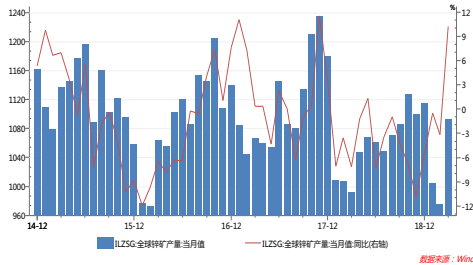
根据统计数据，2019年4月，中国锌精矿产量同比回落11.29%，1-4月中国累计生产锌精矿72.51万吨，同比-4.71%。国内受环保严厉影响，锌精矿产出受限。

从市场最新数据看，国内锌精矿加工费南方地区6200-6500元/吨，北方地区6700-7000元/吨，进口 TC 报价270-310美元/吨，继续保持高位。国内和进口精矿供应在去年三季度已经开始明显回升。一方面是矿山供应增加明显，另一方面则是国内冶炼开工因部分企业环保改造和检修持续保持低位。从加工费角度看，精矿供应紧张已经结束，精矿开始出现宽松。泰克资源与韩国锌业达成的2019年锌精矿加工费较上年大涨67%，至约每吨245美元，因锌矿供应增加。（而2018年，锌精矿加工费下调15%至每吨147美元，因当锌精矿供应紧张）。

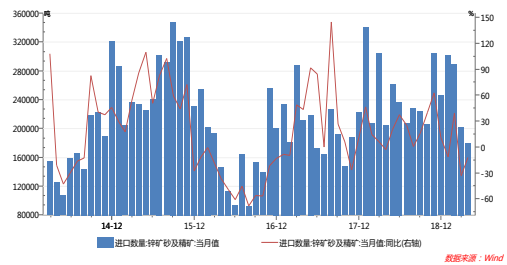
根据最新海关数据显示，1-4月我国累计进口锌精矿为97.2万吨，同比减少了7.99%。我国锌精矿进口增速并未明显增加，主要原因国内精炼锌企业开

工仍未达到满负荷状态，另外国内锌精矿产量有所回升。

图：全球锌精矿月度产量（千吨）



图：中国锌精矿月进口量（万吨）



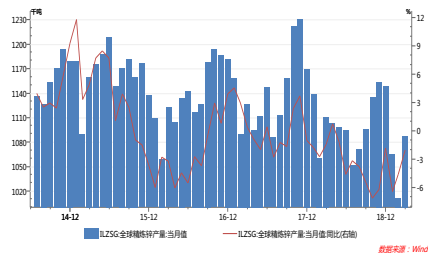
资料来源：WIND、中银国际期货

## 2、全球精炼锌产量仍偏低

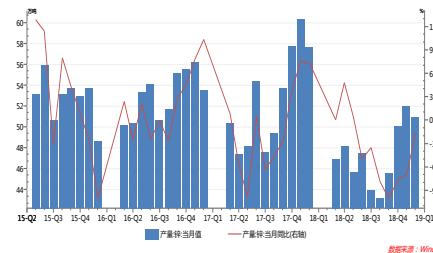
2019年1-3月全球精炼锌累计产量319.4万吨，同比-4.38%。2019年4月中国精炼锌产量46.5万吨，环比2.54%，同比-0.4%。1-4月我国精炼锌累计产量91.85万吨，同比-3.3%。近期受到部分企业检修影响，国内精炼锌供应仍处于低位。由于锌精矿加工费上升，冶炼利润大幅增加，预计精炼锌供应会逐渐回升。

2019年1-4月我国累计进口精炼锌21.8万吨，同比增26.27%（去年同期因国内产量下滑，进口增加63.9）。受国内精炼锌加工费大幅回升的影响，预计国内锌产量会逐渐回升，进口锌同比减少。

图：全球精炼锌月度产量（千吨）



图：中国月度精炼锌产量（万吨）



资料来源：WIND、中银国际期货

## 3、全球锌供应仍短缺

根据最新统计数据，2019年3月全球锌消费317.8万吨，消费增速同比-1.86%。主要原因是中国、南非和台湾地区表观消费下滑。欧洲消费增长1.3%，增长国家主要包括比利时、法国、波兰和俄罗斯，消费下降的国家主要包括的德国和意大利。1-3月全球锌供应累计短缺1.48万吨（去年同期为短缺6.9万

吨)，全球锌供应下滑，因此尽管消费增速偏低，但短缺缺口仍保持。

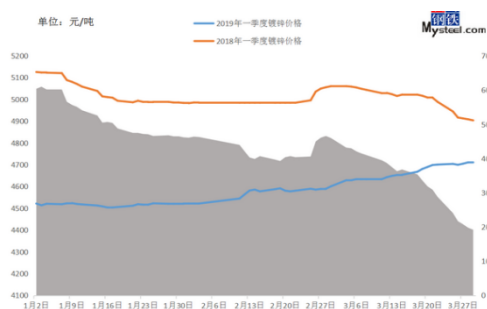
表：全球锌供需平衡表

全球锌供需平衡							
千吨	2014	2015	2016	2017	2018	2018	2019
						1-3月	1-3月
矿产量	13521	13451	13195	13195	12788	3007	3073
金属产量	13509	13936	13632	13632	13291	3308	3164
消费量	13745	13838	13891	13891	13725	3239	3178

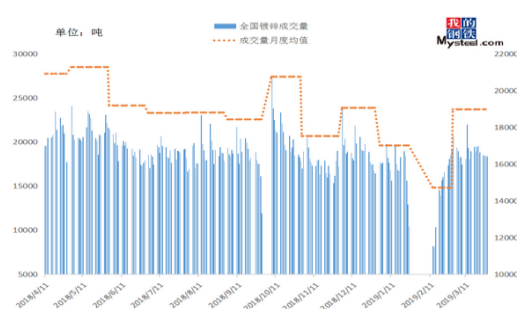
资料来源：IZLSG、中银国际期货

从我国终端消费看，2019年1-4月我国重点企业镀锌板累计产量711.66万吨，同比-1.23%，销量690.26万吨，同比-1.23%，库存42.15万吨，同比-9.19%。

图：镀锌价格走势



图：全国镀锌成交量



资料来源：钢联数据、中银国际期货

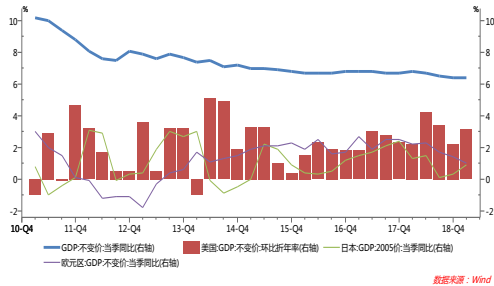
综上所述，国内外锌精矿加工费上升，精矿供应告别短缺。国内冶炼企业产能恢复，月度环比产量上升。镀锌板开工率保持低位，下游汽车消费下降，需求偏弱。预计锌在冶炼瓶颈没有完全释放的前提下，价格震荡偏弱。

## 五、影响有色金属价格的经济和汇率因素

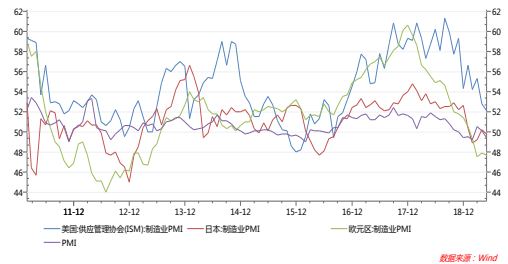
### 1、主要经济体 PMI 趋弱

美国一季度 GDP 回升至3.1%，好于上期2.2%。欧元区去年四季度实际 GDP 环比增长1%，弱于上季度的1.4%。日本去年一季度 GDP 为0.9，较上一季度的0.3小幅回升。中国一季度 GDP 为6.4，符合市场预期。美国5月制造业 PMI 指数52.1，相比上月52.8继续回落至3年来的低位。欧元区5月 PMI 至47.7，上月为47.9，欧元区制造业已经连续4个月衰退。日本5月 PMI 为49.8，较上月50.2小幅回落。中国5月 PMI 为49.4，继上个月回枯荣线上方后再次跌落50下方。

图：主要经济体 GDP 走势



图：主要经济体 PMI



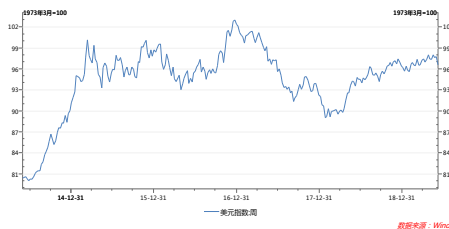
资料来源：WIND、中银国际期货

## 2、美联储政策转鸽

美国增速放缓的迹象也愈发明显。一方面美联储去年货币政策收紧导致宽松环境不再，同时财政刺激力度不及之前，另一方面，近期美国与其他国家贸易摩擦的升温，也一定程度产生拖累。除了经济走弱以外，美国通胀和就业数据近期也表现低迷。近期多位美联储官员表态偏鸽，市场预期美联储今年降息概率超过90%，年内降息三次的概率超过50%。6月4日美联储主席鲍威尔表示，并不确定贸易摩擦对美国的影响，必要时将采取适当政策支撑经济增长，而这一表态被市场解读为美联储对降息政策持开放态度。随后美联储副主席克拉里达也提及在经济增长或通胀低于预期时美联储将采取适当政策。截至6月6日市场预计今年美联储维持基准利率不变的概率仅为2%左右，而到年底降息的概率超过90%。

全球经济减速，多国开启降息。2月印度央行下调回购利率25BP，打响了2019年央行降息的第一枪，5月以来马来西亚、新西兰、菲律宾相继开启了各自多年来的首次降息。6月澳大利亚加入降息阵营，基准利率下调25BP 至历史最低的1.25%。印度则继2月和4月之后，宣布了今年的第三次降息。这些国家降息的原因大多是经济通胀放缓以及未来前景走弱。

图：美元指数



图：美国国债收益率



资料来源：WIND、中银国际期货

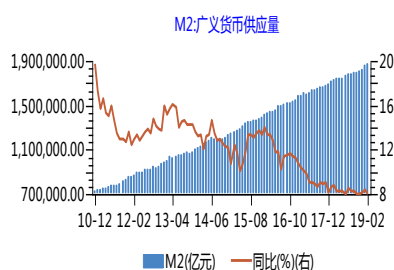
## 3、中国 PMI 季节性回落

5月中国 PMI 为49.4，低于4月的50.1。其中大企业和中型企业景气度分别下行0.5、0.3个点，且大企业景气度仍在荣枯线以上；小企业景气度下行2.0

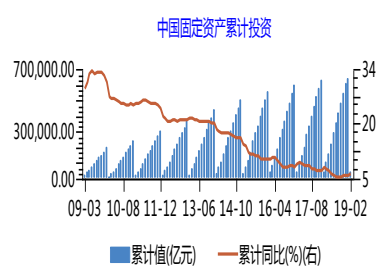
个点，走弱的特征更为明显。5月10日起，美国调升中国2000亿美元进口商品的关税至25%，部分中小企业受到影响。

发改委召开推进新型城镇化年度重点工作电视电话会议，指出做好2019年新型城镇化工作，要着力抓好重点人群落户，提高农业转移人口市民化质量；着力促进城乡要素自由流动和公共资源合理配置，持续提升城乡融合水平。国常会表示进一步促进社区养老和家政服务业加快发展，放宽准入。

图：中国 M2



图：中国固定资产投资完成额



资料来源：WIND、中银国际期货资料来源：WIND、中银国际期货

#### 4、我国面临的总体环境

全球经济不容乐观，外需长期存不确定性。美联储宣布暂停加息或转为将降息，美元指数回落。5中国官方制造业 PMI 为49.4，跌破50。制造业就业受出口影响较大，国内积极的财政政策继续推进落实减税降费，投资较一季度有所加快。

## 免责声明

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，而中银国际期货有限责任公司（简称“中银国际”）不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中银国际认为可靠，但中银国际不能担保其准确性或完整性，而中银国际不对因使用此报告而引起的损失负任何责任。阁下不能依赖此报告以取代自己的独立判断。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中银国际的立场。中银国际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。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中银国际于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中银国际未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

若干投资可能因不易变卖而难以出售，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告并非针对或意图派发给或为任何就派发、发布、可得到或使用此报告而使中银国际违反当地注册或牌照规定的法律或规定或可致使中银国际受制于当地注册或牌照规定的法律或规定的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民。

此报告的版权属中银国际，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中银国际。未经中银国际事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中银国际期货有限责任公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标识均为中银国际的商标、服务标记及标识。

中银国际可在法律许可下于发表材料前使用此报告中所载资料或意见或所根据的研究和分析。

### **中银国际期货有限责任公司**

中国上海浦东  
世纪大道1589号  
长泰国际金融大厦903室  
邮编200122  
电话:61088088  
传真:61088066  
客服热线:4008208899

### **中银国际期货有限责任公司 上海世纪大道营业部**

中国上海浦东  
世纪大道1589号  
长泰国际金融大厦901室  
邮编200122  
电话:61088088  
传真:61088066

**相关关联机构:**

### **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路200号  
中银大厦39楼  
邮编200120  
电话:(8621)68604866  
传真:(8621)58883554

### **中银国际证券有限公司**

中国香港  
花园道1号  
中银大厦20楼  
电话:(852)28676333  
传真:(852)21479513