

冠通期货研究咨询部

2022 年 5 月 18 日

需求担忧导致的铜价下滑接近结束

摘 要

□ 摘要

铜：上周美国公布的 4 月 CPI/核心 CPI、4 月 PPI/核心 PPI 数据显示通胀仍在高位运行，美联储主席鲍威尔公开表示本轮加息过慢过迟，导致抗通胀不力，未来不排除更快加息以遏制通胀；美联储激进加息对铜价构成压力；铜矿山端各类干扰仍较多，但市场将铜视为未来能源转型的关键资产，铜矿山开发有增加趋势；国内疫情管控取得重大进展，上海基本完成疫情社会面清零，一旦上海和长三角地区铜下游产业全面复工复产，对铜需求将是重大利好；海外 LME 铜库存较年初大幅增长对铜价构成一定压力；整体看铜价仍在弱势震荡中，但有望迎来小幅反弹。

风险点：

- 1、国内疫情再次出现反复；
- 2、发达国家大资本进一步涌入铜矿山开采；
- 3、世界各大交易所铜库存上升打压铜价。

分析师

周智诚

CFA 从业资格证书编号：

F3082617

Z0016177

电话：

010-85356610

Email: [duanzhenzhen](mailto:duanzhenzhen@gtfutures.com.cn)

@gtfutures.com.cn

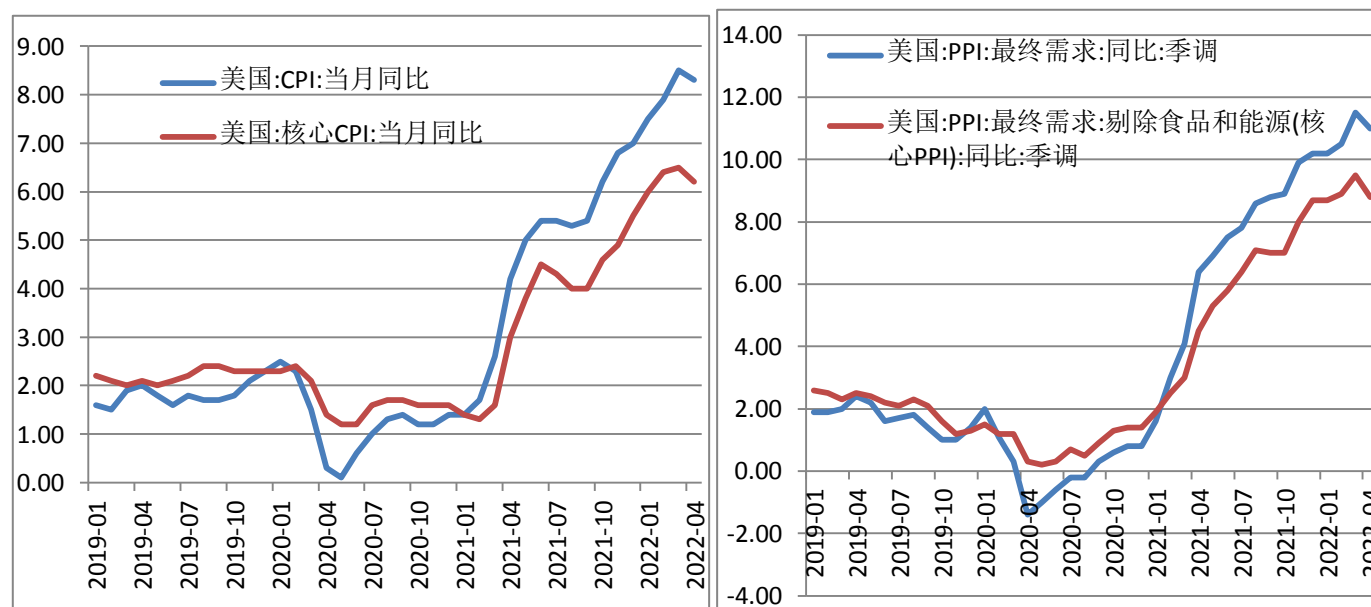
公司网址：

<http://www.gtfutures.com.cn/>

一、美国 4 月通胀仍在高位，鲍威尔承认加息过慢

上周三（5 月 11 日）美国劳工部数据显示美国 4 月 CPI 同比上涨 8.3%，市场预期 8.1%；4 月核心 CPI 同比增长 6.2%，市场预期的 6%；上周四美国 4 月 PPI 指数同比上涨 11%，预期为 10.7%；这是自 2020 年 12 月以来该数据的首次下降；4 月核心 PPI 同比上涨 8.8%，预期 8.9%。在美国 4 月 CPI 超出预期之后，美国国内有分析预计 4 月份美国 PPI 数据将温和放缓，但仍超出了预期，价格仍在以历史上最快的速度上涨；整体看虽然 PPI 相比上月略有减缓，但仍然非常高，来自中间需求拉动的价格压力仍然很高并且仍在持续。据芝加哥商品交易所集团（CME Group）期货跟踪机构的数据，5 月 12 日市场定价显示，美联储可能会在 6 月份再加息 50 个基点，年底时联邦基金利率将从目前 0.75-1% 的目标区间提高到 2.5%-3% 左右；美国国内有投资机构表示：“美联储希望看到更明确的证据表明通胀正在降温，加息正在放缓需求，然后才开始考虑当前加息周期的终点。”

图：美国 CPI/核心 CPI 和美国 PPI/核心 PPI 变化情况（2019.1.1-2022.4.30）



数据来源：WIND，冠通研究

整体看，美国 CPI/核心 CPI 和 PPI/核心 PPI 都出现了小幅见顶回落的迹象，但绝不能说现在美国的整体通胀就已经见顶了，现阶段美国的通胀水平，最多只能说是“出现了筑顶的迹象”，这个筑顶的过程到完成，最起码数个月甚至半年以上都有可能，这也预示着美国经济将在高通胀的环境下忍耐更长时间，而目前美联储正在因为高通胀问题承受着很多批评。上周四美国参议院批准了鲍威尔执掌美联储的第二个四年任期，鲍威尔在接受美国全国公共广播电台 (NPR) 节目 Marketplace 采访时表示，现在美联储因抗通胀行动“慢半拍”而遭受到越来越多的外界审查，而美联储本可以更快加息并降低通胀；在去年大部分时间里，美联储均坚持表示通胀上升将是“暂时的”，并且主要集中在受到

疫情和供应链中断影响的经济领域；然而数月之后人们发现，通胀对经济的打击越来越大，他们愈发感受到食物、能源、住房价格飙升对日常生活造成的压力。2021 年底，美联储终于放弃“暂时论”并在此后努力向民众保证，他们的痛苦不会被忽视；为此鲍威尔曾在发布会上表示，加息 75 个基点“不是委员会正在积极考虑的事情”，相反他还表达了未来几个月加息 50 个基点的预期；但是在此次 Marketplace 采访中，他澄清了自己此前的言论，他认为似乎可以在必要时为更大幅度的加息打开大门：我们认为，如果经济表现符合预期，那么在接下来的两次会议上再增加 50 个基点是合适的。..... 但我们对经济有一系列预期。如果事态发展比我们预期的要好，那么我们准备少加一点；可如果经济表现比我们预期的更糟糕，那么我们准备多加一些。

鲍威尔的言论清晰的表明，美联储因为加息过慢导致高通胀问题持续引发公众批评，美联储承受了很大压力，过去历史上美联储 1 次加息 50 个基点都很少见，而现在为了遏制高通胀 1 次加息 75 个基点都有可能，股市肯定会受到激进加息的不良影响，包括铜在内的大宗商品同样毫不例外。

二、近期部分铜矿端的增产和减产最新动向

（一）新增矿山和铜产能增加的消息

本周一（5 月 16 日）菲律宾南部的一个省政府已经扭转了其 12 年来禁止露天采矿的政策，消除了停滞不前的坦帕坎铜金项目的最后监管障碍。南哥打巴托省的坦帕坎项目是东南亚国家最大的停滞采矿项目，在受到 2010 年省级禁令的阻碍之前，开发成本估计为 59 亿美元。2016 年，总统罗德里戈·杜特尔特（Rodrigo Duterte）选择了一位反采矿倡导者担任环境部长，后者于次年在全国范围内实施了露天采矿禁令，这增加了投资者的挑战，并阻碍了其他露天项目。杜特尔特将于下个月结束他的六年任期，去年年底解除了全国范围的禁令，这是他试图振兴采矿业的两次具有里程碑意义的政策逆转之一。据开发商射手座矿业公司（Sagittarius Mines Inc.）称，坦帕坎项目，大宗商品巨头嘉能可（Glencore）此前在监管不确定的情况下决定退出之前拥有控股权，该项目估计有 1500 万吨铜和 1760 万盎司黄金。杜特尔特的继任者小费迪南德·马科斯（Ferdinand Marcos Jr.）在竞选期间接受当地媒体采访时表示，他对允许“可持续”采矿持开放态度，但对露天采矿方法持谨慎态度。

横跨赞比亚和刚果民主共和国边界的广阔森林地区，面积大约相当于葡萄牙，蕴藏着世界上最丰富的矿产之一：用于电线和电缆的铜，以及用于充电电池的钴。巨头必和必拓集团——多年来第一次在该地区进行嗅探。First Quantum Minerals Ltd. 最终批准了在赞比亚投资十亿美元的扩张计划，而 Barrick Gold Corp. 考虑出售其赞比亚矿山，并且直言不讳地批评刚果政府，目前正在两国寻找新项目。英美资源集团上周四宣布在赞比亚成立新的合资企业。在赞比亚，新总统 Hakainde

Hichilema 正在竭尽全力吸引投资者并修复被他的前任破坏的关系。据 BMO Capital Markets 的分析师称，他说他希望在未来十年内将铜产量增加两倍，这是一个雄心勃勃的目标，需要 300 亿美元的投资。

中国的资源巨头已经开始在当地挖掘。这在刚果科卢韦齐市最为明显，它的存在归功于采矿业——成立于 1930 年代，旨在开采巨大的矿床。其他矿业公司再次增加了开发活动，在刚果，由亿万富翁罗伯特弗里德兰牵头的新矿山正在迅速提高产量，该计划将使其到 2024 年成为世界第三大生产商。世界最大的矿业公司必和必拓已就收购弗里德兰刚果的另一家矿山进行了谈判据彭博社去年报道，与新的 Kamo-a-Kakula 矿相邻的铜矿项目。非洲铜带及其在供应关键矿产方面的作用也越来越受到政府的关注。赞比亚矿业游说团体首席执行官索克瓦尼·奇里姆博上周在接受采访时表示，赞比亚要想达到政府雄心勃勃的生产目标，每年就需要吸引多达 1.8 亿美元用于寻找和探明新储量。财政部长 Situmbeko Musokotwane 5 月 5 日在卢萨卡办公室接受采访时表示，该国正在各机构和部门共同努力，为投资者提供有吸引力的环境。他说，政府将铜视为“新石油”，并希望像石油资源丰富的国家利用能源繁荣一样，从不断增长的电气化需求中受益。这意味着生产水平的提高。

以上矿业新闻报道可以看出，过去因为各种原因停掉的大型铜矿山项目有望启动复活进程，非洲的赞比亚是最有名的传统铜矿生产地区，菲律宾露天大型铜矿明显具有开采成本优势，这些地方虽然经常受到地缘纷争、政治动荡和环境监管的打击困境，但未来有望大量向市场投放铜资源，对铜库存和铜价形成一定压力，这些产铜国的经济也将因为铜而获得好处。

（二）现有产铜国或铜矿山减产的消息

4 月中旬，100 多名富埃拉班巴社区成员冲进 Las Bambas 矿并在露天矿附近搭起帐篷，迫使占全球铜供应量 2% 的矿场停产。4 月下旬，该矿的中国所有者 MMG Ltd 试图拆除营地导致冲突，造成数十人受伤，但未能结束抗议活动。铜生产——每年价值 30 亿美元——仍处于暂停状态，看不到重启的迹象。Las Bambas 承认，根据重新安置协议，其 20% 的义务尚未履行，包括为社区购买新土地。行业专家表示，此次抗议是拉斯班巴斯（Las Bambas）自 2016 年开业以来面临的最严重危机，这让人们对世界第二大铜生产国秘鲁有史以来最大的投资之一的未来提出了质疑。Las Bambas（由中国五矿集团旗下位于墨尔本的子公司 MMG 持股 62.5%）的高管表示，抗议活动是非法的，并呼吁当局执行法治。该公司拒绝就此事发表评论。上周二，随着停工进入第三周，秘鲁政府未能在拉斯班巴斯与社区的谈判中达成协议，因为双方互相指责暴力。抗议凸显了 Las Bambas 在全球铜价飙升的情况下计划将年铜产量从 300,000 吨增加到 400,000 吨的计划所面临的挑战的深度。

三名居民告诉路透社，一些社区成员已经花掉了他们的支出。MMG 在 2014 年从 Glencore Plc 购买该矿时继承了该重新安置计划，该计划为 Fuerabamba 的人们提供了现金结算，该矿称每个家庭平均为 500,000 美元。居民们说，支出接近 10 万美元。政府无视“危急情况”政府在 3 月允许 MMG 扩建该矿场。富埃拉班巴酋长巴尔加斯说，卡斯蒂略政府对他关于正在酝酿的危机的警告以及在占领发生前要求进行调解的警告置若罔闻。在 4 月 27 日企图驱逐当天，政府宣布该地区进入紧急状态，暂停公民集会和抗议的权利。根据路透社看到的另一封 4 月 29 日的信函，在冲突发生后，巴尔加斯写信给 Las Bambas 管理层，称进一步尝试重启采矿作业将被他的社区视为“挑衅”，并可能引发更多暴力事件。“Las Bambas 不会重启，一克铜都不会离开这里，”他在周二的会议上说。十年前还以 3300 万美元的价格将土地出售给 Las Bambas 的 Huancure 社区现在是扩建项目的关键，他们要求从地下矿产中获得更多收益。

包括卡斯蒂略在内的几个秘鲁政府的前顾问巴勃罗·奥布莱恩（Pablo O'Brien）表示，鉴于之前的巨额支出，社区正在推动他们提出新的要求。“这种情况实际上只是公开敲诈，”他说。“他们不能抱怨他们没有从经济上受益。”社区领袖否认抗议是一场镇压。“作为一个土著社区，我们需要让自己的声音被听到，因为政府在没有咨询我们的情况下就签发了许可证，”万翠尔总裁罗穆阿尔多·奥乔亚（Romualdo Ochoa）说。奥乔亚承认，根据秘鲁法律，公民不拥有地下矿产财富，土地已经正式出售。但他表示，土著社区拥有特殊权利，因为他们在该地区有着悠久的血统：“我们土地下的东西仍然属于我们。”

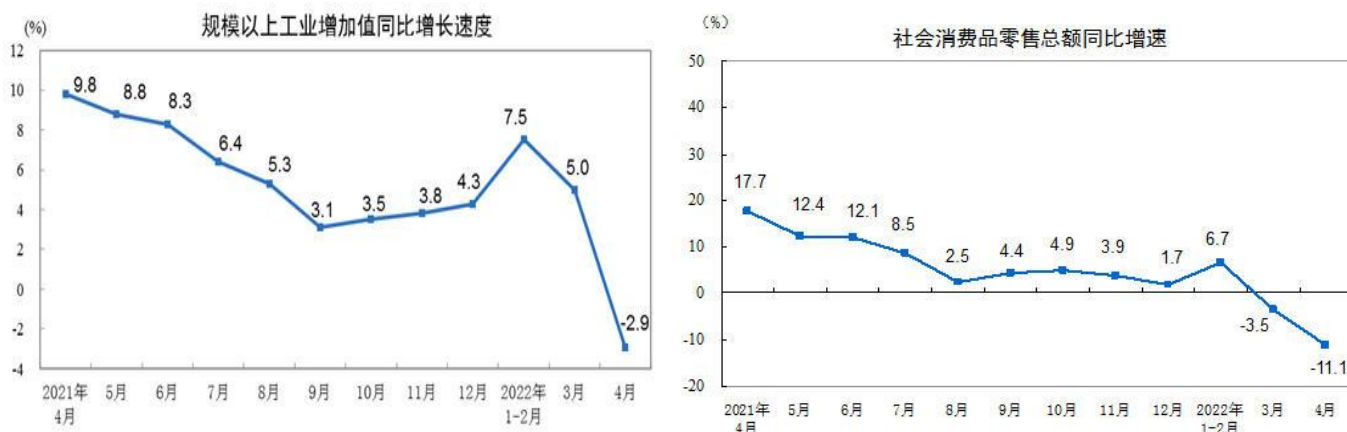
以上报道可看出，中国国企在南美投资大型铜矿所面临的的高度不确定性风险，当地土著人的一次抗议活动就能让占全球 2000 万吨铜总产量的约 2% 面临彻底停产，这是非常严重的风险，且在南美非洲经常发生，这也提醒我们不能指望全球铜矿增产一帆风顺，将有各种各样的事件来阻止铜矿正常生产运营。

三、中国国内疫情明显改善，但经济指标尚未好转

5 月 17 日上午上海举行新冠肺炎疫情防控工作新闻发布会，上海市卫生健康委副主任赵丹丹介绍，5 月 16 日，上海市新增 77 例新冠肺炎本土确诊病例和 746 例本土无症状感染者，746 例本土无症状感染者均在闭环隔离管控中发现。近阶段，上海持续开展了基于三区划分的“抗原+核酸”组合筛查。根据筛查结果，5 月 16 日全市共划分封控区 4057 个，涉及人口数约 86 万；管控区 16484 个，涉及人口数约 300 万；防范区 51803 个，涉及人口数约 1944 万。目前，全市 16 个区都已实现社会面清零。5 月 16 日上海市副市长宗明介绍，随着各项防控措施的落地实施，综合专家研判分析，我们

已经明确了下一步防控工作，其中第二阶段：向常态化防控转换阶段。5月22日至5月31日，单日新增感染者数进一步减少，不断缩小封控区和管控区范围直至解封，加快疫情防控向常态化分级分类管理转变。第三阶段：全面恢复全市正常生产生活秩序阶段。6月1日至6月中下旬，在严格防范疫情反弹、风险可控的前提下，全面实施疫情防控常态化管理，全面恢复全市正常生产生活秩序。

图：国家统计局4月规模以上工业增加值和4月社会消费品零售总额（2021.4-2022.4）



数据来源：WIND，冠通研究

本周一（5月16日）国家统计局数据，1-4月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.0%，比1-3月份回落2.5个百分点。4月份，全国规模以上工业增加值同比下降2.9%，环比下降7.08%；1-4月份，社会消费品零售总额138142亿元，同比下降0.2%。4月份，社会消费品零售总额29483亿元，同比下降11.1%，环比下降0.69%。1-4月份，全国房地产开发投资39154亿元，同比下降2.7%；其中，住宅投资29527亿元，下降2.1%。1-4月份，全国工业生产者出厂价格和购进价格同比分别上涨8.5%和11.2%。4月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨8.0%，涨幅比上月回落0.3个百分点；环比上涨0.6%。全国工业生产者购进价格同比上涨10.8%，环比上涨1.3%。数据已经很清楚的告诉我们，下降的数据是由本次非常严重的疫情再发引起的，上海这样的中心大城市遭到严格疫情管控对整个宏观经济产生了很多不利影响，对铜需求的快速下滑只是其中之一。虽然截止目前上海的疫情形势已经大幅度改善，但要体现在经济指标好转上，确实还需要时间。

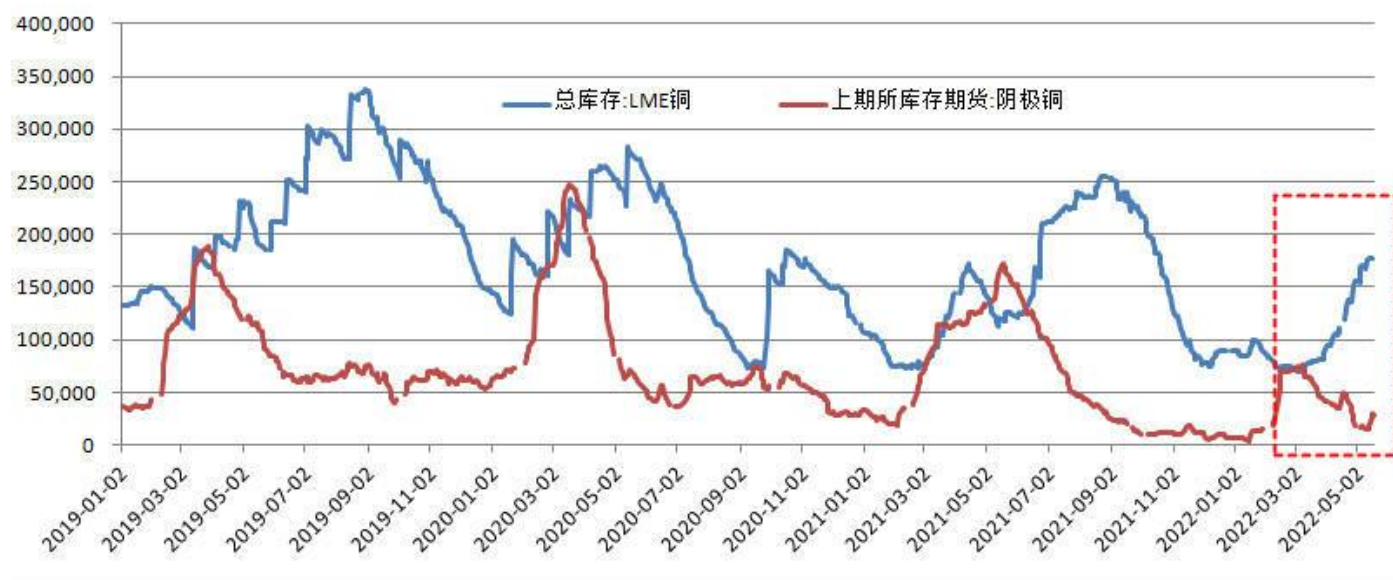
值得高兴的是，上海复工复产已经在进行中。5月初，上海市市住建委发布了第一批《上海市重大工程建筑工地复工复产“白名单”》，涉及项目共24个，主要聚焦工地安全生产和城市安全运行，覆盖科技产业、城市基础设施、社会民生等重要领域。目前，首批24个项目中，张江实验室研发大楼、大型绿色数据中心（腾讯项目）、和辉光电第六代AMOLED生产线产能扩充项目、轨道交通18

号线二期、上海交通大学医学院浦东校区等 16 个项目已实现复工,还有 8 个项目正在进行复工准备。

据介绍,“白名单”由行业主管部门商属地区政府(或功能区管委会),根据属地疫情防控形势提出拟复工复产的市重大工程及相关标段建议,经审核后形成。目前第二批“白名单”正在审核中,将适时公布。上海和整个长三角地区是我国最重要的金属下游制品产业集中地,例如家电、电线电缆、汽车、机械零件、电子电器等等,都是消耗铜材的大户,以上海为中心的疫情好转和复工复产将有力的带动铜需求好转,特别是对未来一段时间预期和信心的好转,这对支撑铜价将是巨大的利好。

四、世界各主要交易所铜库存境外累库、境内去库

图: LME 铜库存和上期所铜库存变化情况(2019.1.1-2022.5.18)



数据来源: WIND, 冠通研究

今年以来特别是 2 月以后 LME 库存激增,与国内铜库存出现明显背离,截至 5 月 13 日,伦铜库存继续增加至 17.7 万吨。不过,LME 注册仓单比例攀升至 40.7%左右,注销仓单比例有所增加。LME 铜库存增量依然来自于亚洲仓库,不过近期汉堡地区库存以出现小幅增加,因部分贸易商基于交仓换现。五一节后,沪伦比价继续修复,进口窗口完全打开,部分保税进口铜因此加大清关量,国内供应有所增加。近期上海期货交易所铜库存明显下滑,特别是发生在上海大规模疫情管控期间,值得深思。有相关报道指出,目前伦敦铜市很可能正处于“软逼仓”过程中,多头利用资金和现货渠道优势在合约交割临近时采取维持持仓进入交割月,以逼迫空方由于资金或者现货的压力斩仓。“特别是由于市场需求疲软,价格处于高位,一些厂商“反套”的头寸可能已较大,多头投资者很可能正等待一个时机,比如一旦一季度经济数据比预期弱,继续放松政策的举动就很可能为多头利用。”分析人士指出。

事实上，在众多机构看来，由于中国经济增速放缓，2012 年中国市场对大宗商品的需求增速也将不可避免减慢。“我们预期全年的政策还是会处于偏紧的状态，中国市场铜市场的需求增长很可能不会超过 5%。”渣打银行的分析预计。之前“商品旗手”高盛持续唱多铜价，在 3 月初的最近一份报告中，高盛称市场“误判”俄罗斯供应风险，铜价未来 12 个月将上探每吨 12000 美元的纪录高位。但 3 月以来，铜价仅短暂走高，之后震荡盘整了一段时间后，于 4 月下旬开始一路下跌。但事实情况是，虽然铜供应风险居高不下，但由于俄乌冲突加剧全球通胀，以美联储为代表的各国央行加息风暴来袭，令全球增长前景蒙上阴影，对金属需求的担忧也随之升温。尤其是对增长高度敏感的铜和锡，价格首先遭到打压。

整体看，无论是美元铜价还是人民币铜价经过一段下滑后已经暂时企稳，伦铜有望守住 9000 美元/吨的大关口，随着中国国内疫情形势好转和复工复产加快推进，铜价在弱势震荡中有望出现小幅度技术反弹。

风险提示

- 1、国内疫情再次出现反复；
- 2、发达国家大资本进一步涌入铜矿山开采；
- 3、世界各大交易所铜库存上升打压铜价。

分析师 周智诚

冠通期货研究咨询部

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲 6 号万通中心 D 座 20 层（北京总部）

公司电话：810-85356596

Email: zhouzhicheng@gtfutures.com.cn

本报告发布机构--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

免责声明：

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。