

冠通期货研究咨询部

2022 年 5 月 25 日

全球增长预期下滑利空中期铜价

摘 要

□ 摘要

铜：上周和本周公布的多项美国经济指标不及预期，尤其是美国新屋开工/营建许可/成屋销售指标已经开始明显下滑，此外美国多个地方联储的制造业指数大幅不及预期，美国近期发布的多个 PMI 指数同样不及预期，经济滞涨的苗头非常明显；但美联储依然为了遏制通胀需要进一步加息，6 月和 7 月各加息 50 个基点已经成为市场共识；联合国和 IMF 下调全球增长预期；铜矿山端各类干扰仍较多，部分干扰有长期化可能，但大资本进入铜矿山开发有增加趋势；国内疫情管控取得重大进展，上海计划 6 月份恢复正常生产生活；整体看铜价仍在弱势震荡中，未来世界经济增速下降给铜价带来明显压力，但短期铜价有望迎来小幅反弹。

风险点：

- 1、国内疫情再次出现反复；
- 2、南美和其他地区的政治纷争干扰大型铜矿生产；
- 3、美国和世界经济前景恶化给铜价带来压力。

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

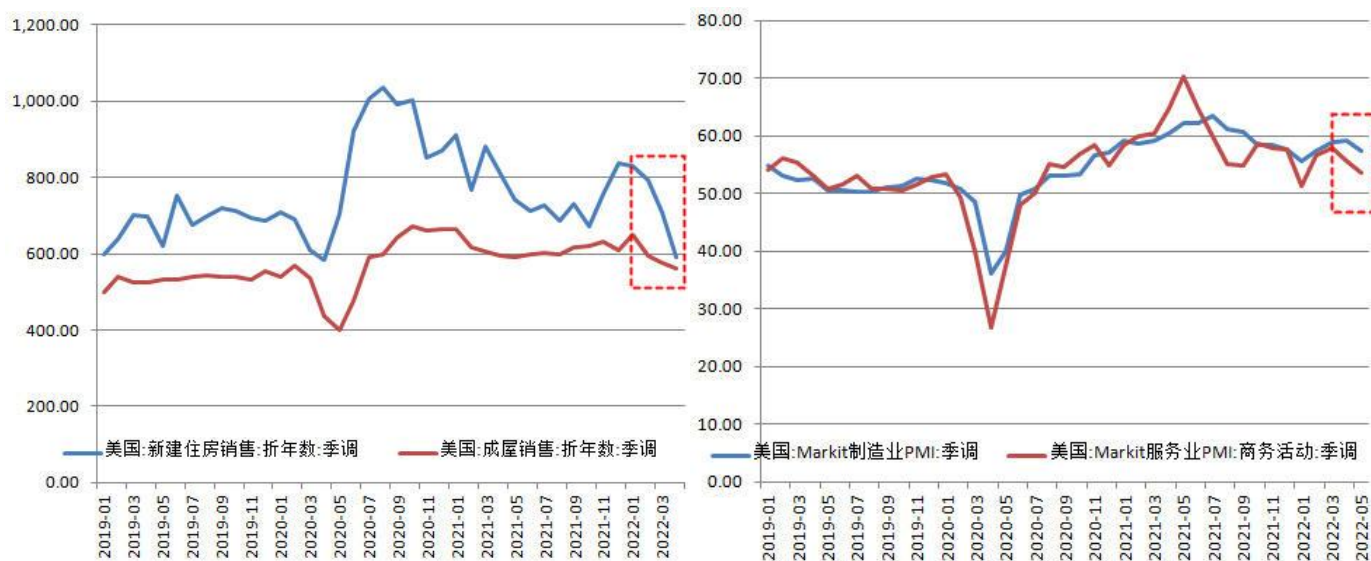
公司网址：

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

一、美国 4 月多项经济指标不及预期，滞涨前景令铜价承压

上周三（5 月 18 日）公布的美国 4 月新屋开工年化总数 172.4 万户，预期 176.5 万户；营建许可下降至折年率 182 万套；房地美的数据显示，上周 30 年期贷款利率平均水平升至 5.3%，高于上年同期的 2.94%，也创下 2009 年以来的最高水平；在不到三个月的时间里，抵押贷款利率飙升至 12 年来的最高水平，根据普通家庭目前的负担能力条件，只有不到 50% 的新房和现房销售可以负担得起。上周彭博对经济学家进行的最新月度调查显示，目前经济学家预测明年美国经济出现下滑的可能性为 30%。上周四（5 月 19 日），根据美国全国房地产经纪人协会（NAR）的数据，美国 4 月成屋销售总数环比下降 2.4%，连续第三个月下降，至年化 561 万户，创 2020 年 6 月以来新低；4 月成屋销售同比下降 4.1%。上周四公布的费城联储调查数据显示，美国 5 月费城联储制造业指数为从上个月的 17.6 大幅降至本月的 2.6，远不及经济学家预期的 15；5 月大幅不及预期的数据反映了美国大西洋沿岸中部地区的制造业热度正在消退。上周一公布的 5 月纽约联储制造业指数从 4 月的 24.6 大幅下滑至 -11.6，创 2020 年 5 月以来新低，大幅不及市场预期的 17，且低于零的数据表明经济萎缩。

图：美国新屋销售/成屋销售和 Markit 制造业 PMI/服务业 PMI 变化情况（2019.1.1-2022.5.24）



数据来源：WIND，冠通研究

上周联合国本周将其对今年全球经济增长的预期从 4% 大幅下调至 3.1%，并指出俄乌冲突引发全球食品和大宗商品价格上涨，并加剧了通胀压力，扰乱了全球经济从新冠病毒大流行中的脆弱复苏。联合国对各国增长前景的下调是大范围的，包括世界上最大的一些经济体，如美国和欧盟，以及大多数其他发达国家和发展中国家。报告称，欧盟今年的经济增速预计仅为 2.7%，低于 1 月预测的 3.9%。

美国经济预计将在 2022 年增长 2.6%，2023 年增长 1.8%，较 1 月预测大幅下调，原因包括顽固的高通胀、美联储积极收紧货币政策以及俄乌冲突的直接溢出效应。联合国还表示，作为一个整体，发展中国家的经济今年预计将增长 4.1%，低于 2021 年的 6.7%。联合国还警告称，目前 3.1% 的全球经济增长预测“面临着俄乌冲突进一步加剧以及潜在的新一波疫情所带来的重大下行风险”。

在瑞士达沃斯世界经济论坛召开前夕，IMF 总裁格奥尔基耶娃（Kristalina Georgieva）与 IMF 第一副总裁 Gita Gopinath 以及战略、政策和审查部门负责人 Ceyla Pazarbasioglu 在一篇博客文章中表示，全球经济正面临“自二战以来的最大考验”：格奥尔基耶娃称乌克兰冲突“破坏了人们的生活，拖累了经济增长，推高了通货膨胀”，并敦促各国不要“屈服于地缘经济分裂的力量，这将使我们的世界更贫穷、更危险”。但她也承认：“并没有解决最具破坏性分裂的灵丹妙药。”彭博经济上周发布了一项模拟测试的结果，模拟全球化加速逆转的长期趋势。结果表明，地球将变得更加贫穷，生产力也将大幅下降，贸易将回到中国加入世界贸易组织之前的水平。另外，通胀可能会更高、更不稳定。

进入本周，本周二（5 月 24 日）美国政府公布的数据显示，4 月新屋销售连续第四个月下降，环比大跌 16.6%，达到年化 59.1 万户，低于市场预期的 74.9 万户，创下 2020 年 4 月以来的最低值。上周的数据显示，4 月份美国成屋销售量降至两年来的最低点，5 月份独栋建筑商信心接近两年来的低点。由于利率继续飙升，建筑材料和人工成本的上涨，以及市场需求的放缓，5 月份，美国房屋建筑商信心指数下降 8 点，至 69；该指数已连续五个月下降，这是自 2020 年 6 月以来的最低水平。NAHB 首席经济学家 Robert Dietz 说：“住房市场正面临越来越大的挑战。”此外本周二公布的美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值 57.5，创三个月新低，预期 57.7；美国 5 月 Markit 服务业 PMI 初值 53.5，创四个月新低，预期 55.2；美国 5 月 Markit 综合 PMI 初值 53.8，创四个月新低，预期 55.7；标准普尔全球首席商业经济学家 Chris Williamson 在评论 PMI 数据时表示：5 月份的早期调查数据表明，近期的经济增长已经进一步失去了动力。自 3 月份达到顶峰以来，增长已经放缓，尤其是在服务业。因为在 Omicron 疫情后经济重开引爆的被压抑的需求，显示出了减弱的迹象。公司们报告称，由于对生活成本、利率上升和更广泛的经济放缓的担忧，需求正面临压力。本周二公布的美国 5 月里士满联储制造业指数-9，预期 10；这一暴跌的制造业指数跟上周费城联储制造业指数和纽约联储制造业指数暴跌完全呼应。这些都指向美国经济活动放缓的迹象，财经金融博客 Zerohedge 评论称，增长放缓但价格飙升——滞胀。

面对这样的趋势，本周一亚特兰大联储主席 Raphael Bostic 预计，美联储可能会接下来的两次会议中分别加息 50 个基点，然后在 9 月份暂停加息。尽管 Bostic 在今年在联邦公开市场委员会 (FOMC) 上没有投票权，但目前看 Bostic 的发言显然是考虑到美国经济已经处于减速甚至已经是滞涨的情况

下，加息不应该过度激进，9月暂停加息似乎可以给决策者们一个更加深入观察美国经济的机会，看看通胀是不是已经初步得到了遏制，利率水平是不是已经达到了接近“中性”，以免加息进程过于陡峭破坏经济发展和拉高失业率，这样的提议显然有利于股市和商品市场健康和平稳，但目前美国经济明显的减速和滞涨征兆已经给铜价施加了不良的压力，铜价中期前景因此不能过分乐观。

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

OZ Minerals 宣布已与 Havilah Resources 签署有条件的约束性条款，其中包括收购南澳大利亚 Kalkaroo 铜金矿项目的选择权。该项目现处于预可行性研究阶段，可能是澳大利亚最大的未开发露天铜金矿床之一。

Kaz Minerals（位于哈萨克斯坦）2022年第一季度铜总产量为8.99万吨，同比增加24%，环比增加20%。主要受益于 Aktogay 扩建的第2座硫化物选矿厂 Sulphide2 产量增加。

以上矿业新闻报道可以看出，新开发铜矿位于政治上较为成熟稳健的澳大利亚，现有铜矿增产的消息来自中国邻国哈萨克斯坦。整体看，澳洲新项目距离投产尚远，而哈萨克斯坦铜矿增产仅是小型铜矿的小幅度增产，对市场影响有限。

（二）现有产铜国或铜矿山减产的消息

据路透社报道，秘鲁政府未能与土著社区达成协议，允许 MMG 的 Las Bambas 铜矿重启。这是政府的第四次尝试，但都失败了。在土著群体于4月14日进入该物业后，Las Bambas 自4月20日起暂停营业。Fuerabamba 社区认为 MMG 没有遵守其社会投资承诺。Las Bambas 是世界上最大的铜矿之一，约占全球铜供应量的2%。

过去几个月，社会抗议活动扰乱了世界第二大铜生产国秘鲁的铜生产。南方铜业公司的 Cuajone 铜矿于2月被迫停产，当时当地居民切断了该矿的供水。尽管存在这些中断，纽蒙特公司表示，它可能会批准其在秘鲁的 Yanacocha 硫化物项目的20亿美元扩建项目。此次扩建将使2040年以后的矿山寿命再延长30或40年。首席执行官汤姆·帕尔默（Tom Palmer）表示，该公司还在考虑进军 Yanacocha 的铜矿开采。

智利政府正在考虑逐步实施禁止在冰川附近采矿的提议，以限制对世界上一些最大的铜矿及其在

安第斯山脉高处的计划项目的影响。在的一次采访中，矿业部长 Marcela Hernando 确定了大约 20 个位于保护区内的采矿点，其中一些靠近冰川，例如 Codelco 的 El Teniente 和 Andina 以及 Anglo American Plc 的 Los Bronces。“这种转变必须有一段时间，”她说。“人们明白，从现在开始，任何新任务都无法靠近冰川。”

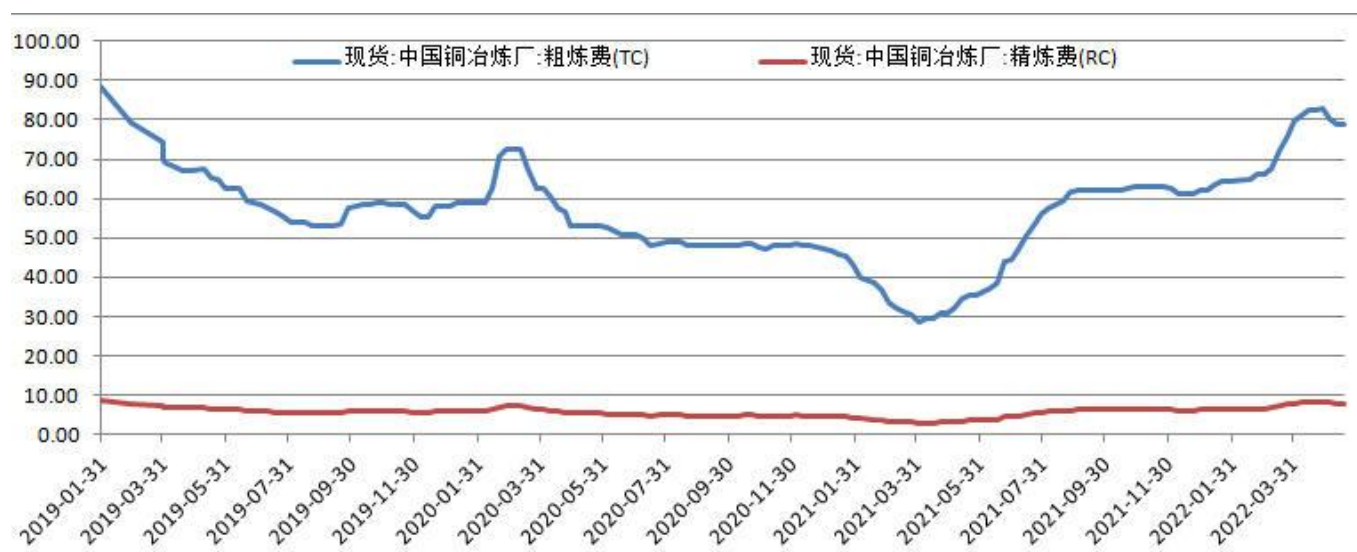
埃尔南多在制宪会议批准扩大环境治理范围后发表讲话，其中还包括重塑水资源规则。BTG Pactual 估计，对冰川和其他敏感地区的新保护措施使智利约五分之一的铜产量面临风险。这是一个大问题，因为该行业正在努力应对能源转型中对电池金属不断增长的需求。假设该宪章在 9 月的公投中获得批准，36 岁的总统加布里埃尔·博里克（Gabriel Boric）的政府将不得不在彻底改革环境和社会规则之间取得适当的平衡，同时在矿山变得越来越棘手和价格越来越高的时候保持智利的投资者吸引力。建造。公约正在讨论新大宪章的实施措施。可以肯定的是，该行业已经朝着这个方向发展，在长达 12 年的干旱中转向可再生能源和海水，寻找替代柴油的方法并更多地吸引当地社区。

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，且该风险持续一个多月没有解决的迹象，造成严重的铜产量损失和经济损失。此外最大产铜国智利的环境风险正在急速上升，这将令铜开采成本快速上涨，如何应对仍是未知数，铜价在未来全球经济增长放缓的前景下将更加具有不确定性，这是必须面对的。

三、国内铜加工费 TC/RC 整体继续走高，显示铜精矿供应充足

铜精矿方面，进口铜精矿标准干净矿 TC 周均价为 78.56 美元/吨，较前一周下跌 0.72 美元/吨。本周国产粗铜（ $\text{Cu} \geq 97\%$ ）加工费价格为 1100–1550 元/吨，环持平；进口粗铜（现货）的加工费为 CIF140–160 美元/吨，环比持平。本周铜精矿现货市场交投活跃度依旧有限，整体询报盘船期继续逐渐向三季度靠拢。买卖双方依旧存在分歧，买方因库存偏高坚持 80 附近还盘；但卖方考虑国内炼厂集中检修期及部分冶炼厂复产，后期市场需求回暖，信心增加，故报盘集中在 70 高位。随着山东祥光的复产，市场整体供需逐渐回到相对平衡的状态，但市场并未出现超预期的需求表现。港口库存也随着国内检修以及山东冶炼厂备货行情下呈现累库迹象。后期需关注 Antofagasta 与中国及日本冶炼厂开展的半年度及年度长单谈判。

图：国内铜粗炼费和铜精炼费变化图（2019.1-2022.5）



数据来源：WIND，冠通研究

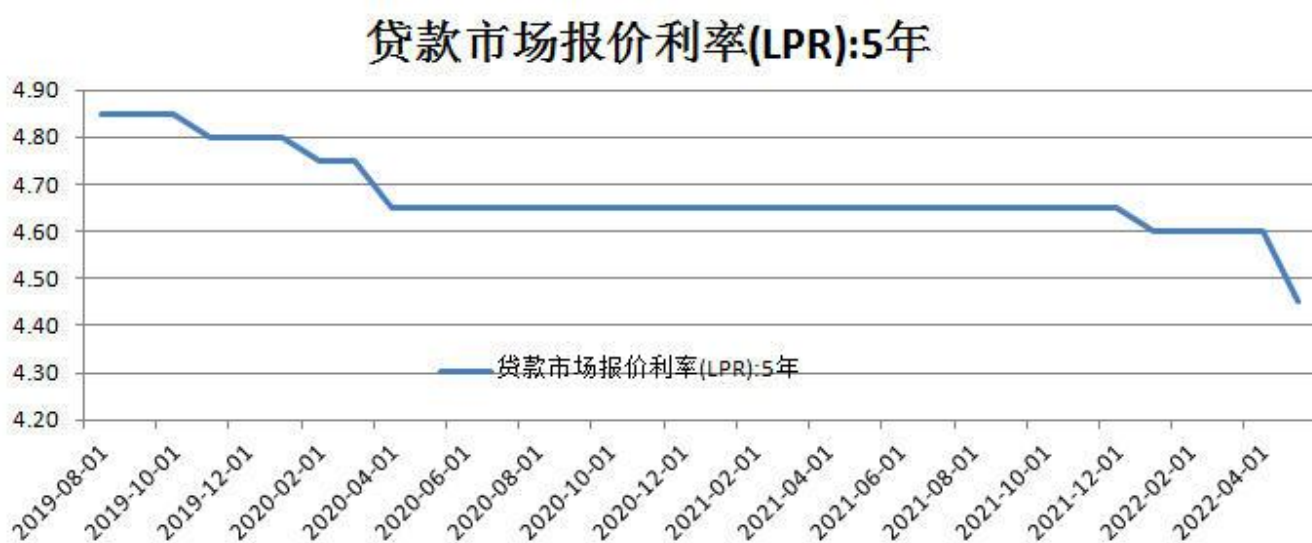
本周，中国 7 个主流港口铜精矿库存 74.5 万吨，较上周增加 21.7%。分仓库来看，锦州港与防城港出现明显激增，仅有北海港及南京港出现下降。铜精矿现货与长单冶炼利润依然维持在 3000 元/吨左右水平。总体来看，尽管山东两家冶炼厂都将在 5-6 月份逐渐复产，但 5 月国内冶炼厂进入集中检修期，包括赤峰云铜，东南铜业，紫金铜业，大冶有色，铜陵金冠等冶炼厂纷纷进入检修，预计 5 产量依然将是年内低位。硫酸价格的持续上涨，也使得炼厂利润明显增加。

数据方面，国家统计局公布有色金属产量报告，4 月国内精铜产量 89.8 万吨，同比减少 1%，前四月累计 354 万吨，同比增长 4.4%，之前 SMM 公布的数据为同比基本持平。另外铜材产量 171 万吨，同比下降 9.7%，前四月累计产量 647 万吨，同比下降 1.7%。预计 5 月受炼厂集中检修影响，精铜产量环比 4 月仍略有减少，但 6 月以后随着山东炼厂复产、铜陵 40 万吨新产能等产能增产，精铜产量将有较快增长。海关公布 4 月中国精铜进口 28.9 万吨，环比减少 10.4%，同比减少 9%，其中俄铜进口 1.9 万吨，环比增加 90%。4 月废铜进口 13.5 万吨，环比减少 9.7%，同比减少 19%，其中自马来西亚进口 1.3 万吨，同比减少 58%，反映马来废铜出口政策已起效，其对华废料加工中转作用减弱。总体来说，今年上半年精铜产量受限，自 2 月以来的过低比价又导致进口减少，出口大增，废铜同样受比价影响而减少，其影响将延续到 5、6 月。国内供应减少导致现货近期一直维持高升水，也暗示下游整体隐性库存偏低。

四、国内稳增长、宽信用政策持续发力，短期利好铜价

国家统计局在上周末和本周陆续公布 4 月主要经济数据，总体是严重下滑，幅度远超预期。其中 4 月新增社融和新增人民币贷款都较去年同期下跌超过一半，居民贷款和企业中长期贷款全面下滑，显示疫情造成有效需求严重不足。不过 M2 同比增长 10.5%，增速较上月大幅提高 0.8 个百分点，说明银行放贷积极，宽货币在开始体现。1-4 月固定资产投资同比增长 6.8%，增速较前三月下降 2.5 个百分点，其中房地产投资下降 2.7%。新屋开工面积下降 26.3%，竣工面积下降 11.9%，销售面积下降 20.9%。房企资金来源主要是销售，在销售大幅下滑情况下，其后续资金不足将继续拖累投资，直到 5 月中旬，销售高频数据仍未显示销售有明显回升，这意味着最近两个月可能还难见房地产投资有明显回升。工业投资同比增长 12.7%，基建投资同比增长 6.5%，最近反复提到新基建，很可能在疫情影响减弱后首先看到基建投资的快速增长。1-4 月工业增加值同比增长 4%，4 月单月为下降 2.9%，环比为下降 7%，4 月消费品零售总额同比下降 11.1%。总体看疫情影响仅次于 2020 年 2 月，而 5 月上海仍未能解封，且各地疫情不断冒头，常态化管控之下对消费、投资的影响将持续，从上海近期的情况看，预期最差的时点已经过去，但回升力度偏弱，全年经济预期可能大幅下调。

图：贷款市场报价利率 LPR5 年变化情况（2019.8.1-2022.5.23）



数据来源：WIND，冠通研究

5 月 20 日，央行公布最新一期 LPR，5 年期的利率下降了 15 个基点，从 4.6% 降至 4.45%，1 年期的利率保持 3.7% 不变，这是在 2019 年 8 月 LPR 捆绑房贷利率后出现的最大一次降幅，也是央行年内第二次下调 5 年期以上 LPR 数据，今年 1 月，该利率数据下调 0.05 个基点至 4.6%。5 年期以上 LPR

超预期下调，将进一步带动金融机构下调中长期贷款利率，有助于降低企业融资成本，切实缓解实体经济的融资负担。如果中长期贷款利率下调，将增强低成本资金对企业的吸引力，有助于稳定企业未来生产及经营预期，提升其信贷需求意愿，加快资金投入。5 年期以上 LPR 是居民房贷利率的“锚”，其下调与此前中国人民银行、银保监会发布的《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》形成政策呼应，将进一步缓解居民还贷压力，也将更好地支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。整体来看，5 年期以上 LPR 下调是强化逆周期政策调控的必然之举，目的在于改善市场预期、“熨平”短期经济波动，助力稳定宏观经济大盘。

整体看，铜价短期震荡、小幅反弹的格局有望持续一段时间，特别是中国南方地区的疫情如果大幅度趋向好转，铜下游企业开工率恢复至疫情前，那么铜价在中短期不会太过悲观。但是由于全球经济复苏形势不佳，俄乌冲突和美联储激进升息可能严重干扰中小和弱势发展中国家的复苏进程，全球铜需求不甚乐观，这对中远期铜价产生了不良影响

风险提示

- 1、国内疫情再次出现反复；
- 2、南美和其他地区的政治纷争干扰大型铜矿生产；
- 3、美国和世界经济前景恶化给铜价带来压力。

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。