

冠通期货研究咨询部

2023 年 05 月 17 日

经济衰退预期对铜价产生负面影响

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

公司网址：

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

摘 要

□ 摘要

铜：近期美国振幅债务上限危机沸沸扬扬，两党博弈几近白热化，市场信心不断下滑；此外美国区域性银行业的危机也远未结束，除已经倒闭的 3 家银行之外，“高危”银行的名单可以列出一大串；种种迹象都在打击市场对未来的信心，对美国的经济衰退预期已经升至近来最高，这直接对原油、铜等大宗商品行情带来了负面影响；尽管中国内铜需求有乐观的前景，例如 4 月汽车/新能源汽车销售环比大幅增长，充电桩被国家上层反复提起；这些都给年内铜需求带来良好预期；短期看铜价在国内需求强势和国际市场疲弱的双重作用下，继续维持区间震荡的可能性偏高。

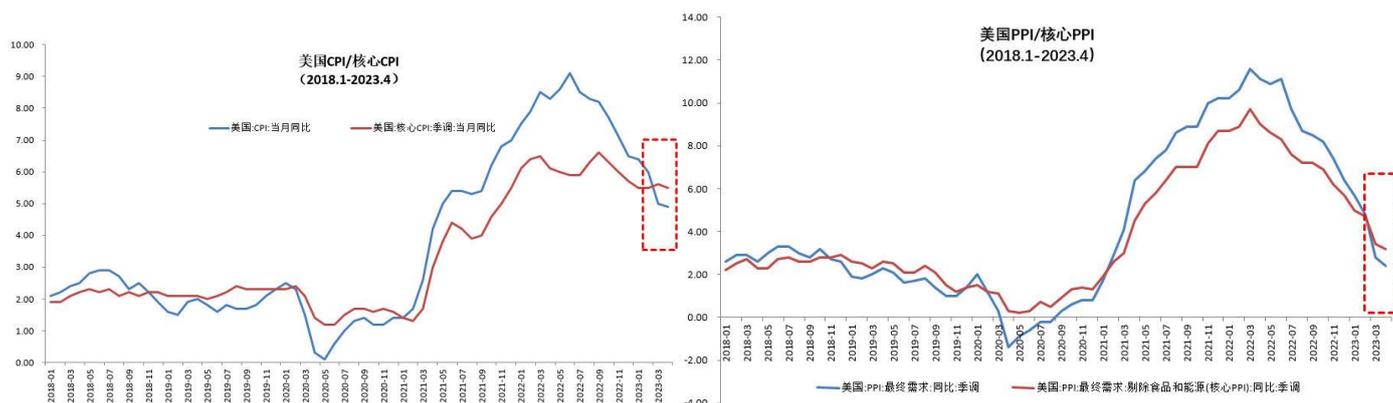
风险点：

- 1、美联储为遏制通胀 6 月继续加息；
- 2、美欧实体经济超预期衰退，铜需求大幅下滑；
- 3、西方大型矿业企业持续扩大铜矿生产，铜过剩出现。

一、美政府债务上限危机、区域银行业危机交织，负面预期升高

上周三（5月10日）美国劳工统计局数据显示，美国4月CPI同比上升4.9%，连续第10次下降，为2021年4月以来最小同比涨幅，预期5%，前值5%；CPI环比上涨0.4%，符合预期，前值0.1%；不包括波动较大的能源和食品的核心CPI同比上升5.5%，符合预期，前值5.6%；环比上升0.4%，符合预期；美联储最爱“超级核心通胀”，（剔除住房的核心服务通胀）同比增速降至5.16%，创2022年5月以来最低；通胀连续25个月超过美国人实际工资涨幅。4月CPI公布后，根据芝加哥商品交易所集团CME的“美联储观察（FedWatch）”工具，交易员随后将美联储在7月降息的概率提高到了39.1%，9月份降息的概率提高到了75.9%；事实上，10月的联邦基金合约暗示政策利率将为4.84%，比目前5.08%的有效利率低了近25个基点。市场还预计美联储将在2023年多次降息，总共降息75个基点，这将使美联储的基准利率降至4.25%-4.5%的目标区间。在通胀数据公布之前，市场预计6月13日至14日FOMC会议上加息的可能性约为20%；CPI数据公布后，这一概率降至7.3%。

图：美国CPI/核心CPI；美国PPI/核心PPI通胀水平（2018.1-2023.4）



数据来源：WIND，冠通研究

上周二（5月9日）美国总统拜登与国会领导人的会谈没有就提高债务上限取得任何进展，随后拜登“提高了嗓门”。此前白宫称，美国债务违约将对美国经济造成严重损害，而现在拜登表示，如果美国违约，全球都将陷入麻烦。美财政部长耶伦已经表示，美国最快可能在6月1日耗尽现金，市场也已显示出对潜在违约的担忧迹象。这次会面之后，国会领导人与总统拜登可能只剩6天时间来讨论解决方案。双方可能在接下来的几个工作日内进行谈判，5月17日下周三则是双方碰头的最后一天。白宫表示，它只会接受“干净的”无附加条件的提高债务上限的协议，尽管拜登愿意就2024年财政预算水平进行单独谈判。最新消息是，拜登表示，如果谈判进入最后阶段，他有可能取消下周在日本参加七国集团领导人峰会的行程。

5月9日，盖洛普最新民意调查显示，美国民众对美联储主席鲍威尔的信心急剧下滑。仅36%的

美国民众表示，他们对于鲍威尔未来会采取合理举措提振经济有“相当大”或“比较大”的信心。美国经济现在面临的多重挑战不仅使公众对鲍威尔的信心降至低点，包括美国总统拜登、财政部长耶伦在内的多位领导人的信心值均位于历史低点。35%的美国民众在经济事务上对拜登有信心，这一数据仅高于2008年金融危机时期布什总统的34%。民众对现任美国财政部长的耶伦信心值也仅为37%，为2014年时任财长雅各布·卢以来的最低。大约38%的美国人在经济问题上对国会共和党人抱有信心，对民主党人的信心为34%。**自盖洛普有该统计以来，这次也是美国民众首次对所有领导人的信心评级都低于40%的情况。**盖洛普在调查中指出，这项民意调查还发现，美国人对美国经济状况正日趋悲观。

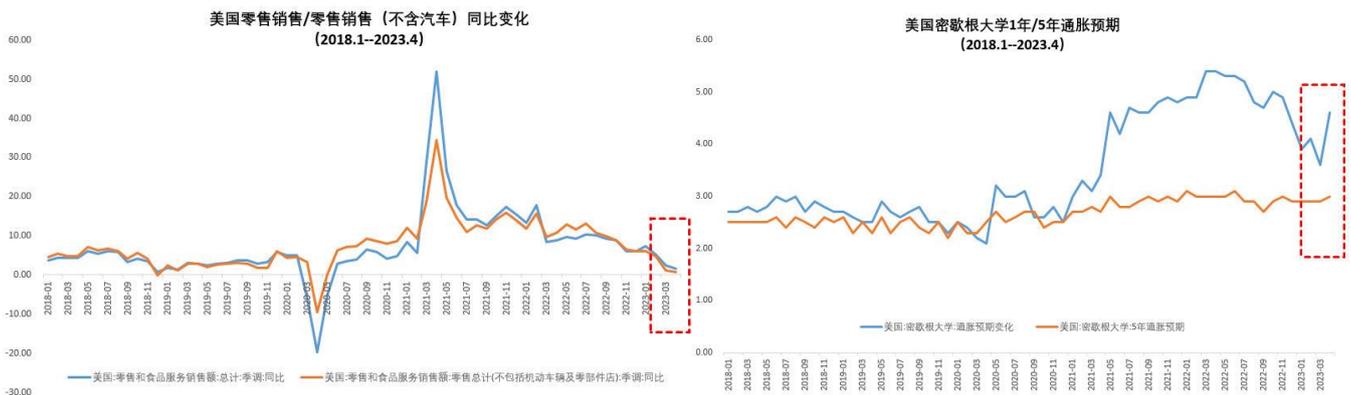
上周四（5月11日）美国劳工部数据显示，**美国4月PPI同比增速2.3%，预期2.5%**，前值2.7%，创下2021年1月以来新低；环比增速上涨0.2%，3月意外下滑0.5%；剔除食品、能源和贸易后，**4月核心PPI同比增速3.2%，预期3.3%**，前值3.4%；环比增速为0.2%，符合预期，前值-0.1%；上周四媒体报道称，由于双方工作人员仍在就提高债务上限议题谈判，美国总统拜登原定于5月12日周五与国会领导人就债务上限问题进行的会谈将推迟至下周初举行，但没有提及具体日期；国会众议院议长麦卡锡：推迟债务上限下一轮会谈时间不代表谈判已经破裂。各方都同意如果工作人员层面的谈判进行下去，将能取得更多成果。两党政策中心（Bipartisan Policy Center, BPC）是专门预测美国政府何时正式无法支付账单（即“X日期”）的智库，**其称债务违约的“大限之日”可能发生在6月初至8月初之间。**届时，约500亿美元的社会保障（Social Security）福利将在6月上半月支付；向低收入人群提供医保的联邦医疗补助项目Medicaid需要向服务提供者支付超过200亿美元的款项，还有60亿美元的联邦雇员薪金、120亿美元的退伍军人福利和10亿美元的食品卷等待发放。智库美国外交关系协会称，**自1960年以来美国国会已将联邦债务上限提高了78次。**国会也可选择“暂停债务上限”，即临时允许借款金额超越上限，并非将上限正式提高特定数额。**此举在1917年国会开始设定联邦债务上限后的九十年里很少使用，但2013年以来已七次暂停债务上限。**

一个值得关注的关键市场是美国主权信用违约掉期（CDS），根据标普全球市场财智的数据，上周四美国五年期主权信用违约掉期升至74个基点，为2009年3月以来最高。这暴露出尽管投资者试图对债务上限问题保持乐观，**但仍对美国两党达成协议没有很强的信心。**高盛集团估计X date将在**8月初至8月中旬到来。**

上周五（5月12日）公布的**美国5月密歇根大学消费者信心指数初值57.7**，创去年11月以来最低，**预期63**；市场备受关注的通胀预期方面，**1年通胀预期初值4.5%，预期4.4%，前值3.6%**；**5年通胀预期初值3.2%，预期2.9%**；数据还显示，消费者对耐用品购买条件的评估在5月初降至五个月低点，约42%的受访者认为高价格侵蚀他们的生活水平。**消费者对未来12个月和未来五年的经济前景的看法均降至去年7月以来的最低水平。**尽管人们对当前财务状况的看法略有改善，但预

期有所恶化。密歇根调查负责人 Joanne Hsu 表示：虽然目前公布的宏观经济数据没有显示出衰退的迹象，但消费者对经济的担忧在 5 月升级，与此同时有关经济的负面消息不断增加，包括债务危机僵局。根据纽约联储的数据，美国明年进入衰退的可能性已上升至 68.2%，不仅超过了 2007 年 11 月的水平，即次贷危机爆发前不久的 40%，也创下了 1982 年以来的最高纪录。该模型基于 3 个月期美债和 10 年期美债收益率之间的利差。CNBC 最新全美经济调查显示，69% 的美国成年人对当前经济形势持负面看法，这是十七年前开始调查以来的最高数字。

图：美国零售销售/核心零售销售；/美国密歇根大学 1 年/5 年通胀预期变化情况（2018.1-2023.4）



数据来源：WIND，冠通研究

近日美联储报告显示，美国 700 多家银行由于资产负债表上存在大量浮亏，正面临“重大的安全和偿付能力”风险，而这些银行报告的损失超过了其资本的 50%。美联储指出，加息是造成这些美国银行出现亏损的催化剂；美国时间上周五，美联储发布的 H8 报告显示，经季节性因素调整后，在截至 5 月 3 日的一周，商业银行存款减少 138 亿美元，贷款下降了 157 亿美元，其中小银行贷款骤降 136 亿美元；同期，商业银行存款（不包括大额定期存款）减少了 254 亿美元，降至 2021 年 3 月以来的最低水平。其中，大型和小型银行上周均出现了资金流出，大型银行资金流出 172 亿美元；小型银行流出 82 亿美元；外资银行增加 49 亿美元；然而，从货币市场的资金流入情况来看，这一数据并不太可信，昨天货币市场基金的流入量持续激增。

据媒体报道，美国“高危”中小银行排名前三：1. Pacific Western Bank（西太平洋银行），美国第 33 大银行，2023Q1 总资产 443 亿美元。3 月 8 日以来股价下跌 83%。1 季度存款流失 17%，5 月初一周存款快速蒸发 9.5%；资产端贷款浮亏攀升；2. Western Alliance Bank（西部联盟银行），美国第 22 大银行，总资产 710 亿美元。3 月 8 日以来股价累计下跌 62%。1 个季度间存款减少 11%。已聘请财务顾问将业务部分或者全部出售；3. First horizon（第一地平线银行），美国第 20 大银行，总资产 807 亿美元。3 月 8 日来股价下跌 54%。1 季度存款下降 3%。目前证券类投资占比 14%，贷款

占比 74%，商业地产和其他商业贷款或为其主要“脆弱性”来源。本周一据 CME “美联储观察”：美联储 6 月维持利率不变的概率为 85.6%，加息 25 个基点的概率为 14.4%；到 7 月维持利率在当前水平的概率为 62.6%，累计降息 25 个基点的概率为 27.6%，累计加息 25 个基点的概率为 9.8%。

本周一（5 月 15 日）财政部长耶伦警告说，等到最后一刻才暂停或提高债务上限可能会对企业 and 消费者信心造成严重损害，提高纳税人的短期借贷成本，并对美国的信用评级产生负面影响。截至 5 月 10 日，财政部协助支付政府账单的特别措施只剩下 880 亿美元。而在上一周，余额还有 1100 亿美元。也就是说，美国政府光是日常运转，每周也需要数百亿美元刚性支出，而剩下的 880 亿美元用光以后，政府就会破产，国债也随之违约。本周一纽约联储公布，今年第一季度，美国家庭的合计债务环比去年四季度增加 1480 亿美元，增幅 0.9%，增至 17.05 万亿美元，史上首次突破 17 万亿美元，较 2019 年新冠疫情爆发前增长 2.9 万亿美元；一季度信用卡贷款大致持平去年四季度，约为 9860 亿美元，和往年一季度这类贷款余额下降的通常趋势截然不同；这意味着，因为物价上涨，一些家庭的经济压力大，可能要靠信用卡维持开销。此外，纽约联储报告显示，一季度总体违约率为 2.6%，仍处历史低位，但在包括信用卡和车贷在内的大多数类型贷款中，至少 30 天拖欠不还的拖欠债务占比都在增长。

本周二（5 月 16 日）美国人口普查局公布的数据显示，美国 4 月份的零售额环比增长 0.4%，至 6861 亿美元，市场预期增长 0.8%；13 个零售类别中，有 7 个类别零售额增长。数据还显示，2023 年 2 月至 4 月期间的零售销售总额，比去年同期增长了 3.1%。零售销售的增长与 4 月份美国就业市场的稳定增长表现一致，表明美国经济在 2 月和 3 月放缓后正在经历春季的复苏。由于劳动力市场火热，强劲的工资增长仍在支撑着消费。从 4 月数据来看，尽管几个零售类别的表现强劲，突显出消费者支出的稳定，但衰退的阴影仍在：与去年同期相比，4 月零售销售仅增长 1.6%，为 2020 年 5 月以来最低同比涨幅，表明美国消费者正面临巨大的压力。

几位美联储决策者周一（5 月 15 日）表示，鉴于通胀改善可能缓慢，且经济仅显示出暂时疲软的迹象，决策层认为利率将维持在高位。如果有必要的话，利率还会继续走高。里士满联储主席巴尔金表示，他不相信通胀正在稳步回落至美联储 2% 的目标。到目前为止，劳动力市场依然炙手可热，失业率处于 3.4% 的历史低位。“我想知道我们是否可以不再对消费需求施加更多影响。”巴尔金表示，由于在下次会议之前还会有更多数据公布，而且围绕美国债务上限的政治僵局仍未解决，他对在下次会议上暂停加息或进一步加息持开放态度。亚特兰大联储主席博斯蒂克表示，目前他“倾向于”暂停进一步加息，以明确收紧信贷产生的影响，因为央行去年政策变化的影响仍未完全显现。他所在的东南部地区的企业普遍表示，美联储已经接近过度调整政策，并将经济推向更负面的境地。但博斯蒂克也表示，如果有必要，他仍对进一步加息持开放态度。“降低通货膨胀的容易部分已经全部解决，现在

我们处于困难部分，可能需要更长的时间才能解决。”明尼阿波利斯联储主席卡什卡里表示，央行可能还有更多工作要做，“我们不应该被几个月的积极数据所迷惑，通胀仍然远远超过 2% 的目标，我们需要完成这项工作。”

据最新美国联邦基金利率期货显示，美联储在 6 月 14 日结束为期两天的会议时维持利率不变的可能性约为 85%，但也显示到 12 月会降息约 60 个基点。

本周二联合国发布的一份报告显示，预计 2023 年全球经济增长 2.3%，比 1 月份的预测提高 0.4 个百分点，对 2024 年增长率的预测则下降 0.2 个百分点至 2.5%。联合国经济和社会事务部发布的“世界经济形势与展望”报告称：“尽管出现上升趋势，但经济增长率仍远低于疫情前 20 年的平均水平 3.1%。”联合国的预测低于国际货币基金组织(IMF)的预测。IMF 今年早些时候表示，预计全球经济增长率将从 2022 年的 3.4% 降至 2023 年的 2.9%，2024 年将小幅回升至 3.1%。联合国表示，虽然美国、欧盟和中国的前景有所改善，但“对于许多发展中国家来说，由于信贷条件收紧和外部融资成本上升，增长前景恶化”。联合国报告称：“预计最不发达国家在 2023 年和 2024 年将分别增长 4.1% 和 5.2%，远低于 2030 年可持续发展议程设定的 7% 增长目标。”联合国预计，2023 年美国经济增长 1.1%，高于 1 月份预测的 0.4%；欧盟 2023 年料增长 0.9%，高于 1 月预测的 0.2%；中国经济料增长 5.3%，高于 1 月预测的 4.8%。

整体看，目前美国政府债务上限谈判仍在胶着和对抗中，就算在违约前勉强达成协议也将危害美国经济前景，而银行业危机究竟该如何收场还是未知数，美国大概率 2024 年进入经济衰退；但目前西方大型矿业资本仍正在世界各地投资新的大型铜矿山或是整合现有的各类铜矿山，谋求增加铜矿石和精炼铜产量；铜现货和期货市场可能因对欧美经济衰退的担忧升高而承受下行压力，在发达市场衰退阴影几乎随处可见的情况下，铜和原油等风险资产难以完全恢复正常，在已经下滑的基础上，出现一定区间内有韧性的连续震荡，或许将是今年全年铜价的运行常态。

二、近期铜矿业端扰动的最新动向

（一）现有铜矿山或铜供应端减产的消息

据外电 5 月 14 日消息，本周铜价跌至去年 11 月以来最低。然而，国际铜研究组织(ICSG)却表示，预计今年铜市场将经历供应短缺。无独有偶，商品巨擘托克(rafigura)也对长期短缺发出警告，并预期铜价将创纪录高位，因为没有金属铜，能源转型将不可能实现。但价格依然疲软，这是一个大问题。据某协会称，风能和太阳能设备安装所需的铜是煤炭和天然气的 8 到 12 倍。众所周知，电动

汽车对铜的需求是内燃机汽车的三到四倍。因此，向净零排放的过渡将需要比目前全球范围内生产的多得多的铜。据 S&P Global，到 2035 年铜需求将翻一番。据 McKinsey 称，到 2031 年全球铜需求和供应之间每年将有超过 600 万吨的缺口。ICSG 在今年稍早表示，2017 年至 2021 年期间，只有两座新铜矿投产。该机构亦表示，去年的铜产量增幅远低于预期，今年也是如此。铜有点不对劲。如果我们要实现净零排放目标，铜只是我们需要更多的十几种或更多金属之一。

在采矿业最新趋势的背景下，这些似乎变得极其难以捉摸。其中之一或许是最令人担忧的是—从发现铜矿到开始实际的工业生产，目前需要 23 年的时间。这比英国和加州在客运部门实现全电动化的时间还要长。这意味着到 2035 年，他们眼中的所有电动汽车都将没有足够的铜。咨询公司 Airguide 的数据显示，就在几个月前，矿工还在谈论从发现到生产的 10 年时间，但随着矿产资源丰富的发达国家的环境法规更加严格，以及发展中国家快速变化的法规，该行业目前的情况是：23 年。

美国政府直承诺会加快颁发采矿许可，但即使它兑现了这一承诺，也有一些活动人士需要考虑。这些活动人士可能喜欢风能和太阳能，但似乎更喜欢自然。他们也证明了自己能够阻止新矿开发。更重要的是，这种行动主义正在演变，现在评论家们创造了一个新术语，以取代活动家和普通纳税人普遍存在的“不在后院”情绪。以前，初级矿工发现了一种资源，证明了它，然后要么筹集更多的资金来开发它，要么把接力棒交给大公司之一。现在，初级矿工正面临项目负责人短缺的问题，而大型矿工不愿投资于新的发现。因为价格并不能反映铜的基本面。或许，铜价开始反映基本面而不是跟随中国的经济报告，只是时间问题。事实上，铜作为一种风向标具有特殊的地位，它的价格被广泛认为预示着任何经济体的走向。铜价疲软通常反映经济增长疲软，反之亦然。然而，铜在能源转型中的关键作用本应为价格制定增加一个矢量。事实上，政府并不是最快采取行动的，除非情况真的很糟糕，就像我们去年在欧盟看到的那样。但这一次，各国政府正在引领金属和矿产需求的激增。他们真的在谈论鼓励更多的采矿活动。

外电 5 月 10 日消息，据国际铜研究组织 (ICSG) 称，全球铜市场正面临又一个供应短缺的年份。该集团 4 月份的预测是，在 2022 年供应缺口 43.1 万吨之后，今年的供应缺口为 11.4 万吨。ICSG 统计委员会去年 10 月开会时，预计今年将转为盈余，达到 15.5 万吨。目前看来，这种市场好转要到明年才能实现。在全球市场规模为 2600 万吨的背景下，计算出的小缺口和小盈余之间的差距微不足道，但这种观点的转变抓住了当前铜价的两个关键因素。ICSG 在 4 月 28 日发布的最新报告中称，该机构预计铜供应将再次出现短缺，部分原因是“与之前的预测相比，对中国使用量的预期有所改善”。据预测，中国精炼铜的“表观使用量”今年将增长 1.2%，2024 年将增长 2.6%。这一计算很容易被推翻，因为它是基于有形库存的变化以及中国精炼金属的净进口。去年的净进口量出人意料地强劲，达到 360 万吨，比 2021 年增长 8.7%，是继 2020 年创纪录的 450 万吨进口量之后的第二高年度进口量。去

年净进口的增加推高了中国的表观消费量。今年第一季度净进口下降 16.4%将起到相反的作用。然而，ICSG 指出，“据咨询公司估计，2023 年和 2024 年，中国潜在的实际需求增长率在 2.5%至 2.9%之间。”与此同时，根据 ICSG 的数据，预计世界其他地区的使用增长将从去年的 0.4%加速到今年的 1.6%，超过新冠疫情前的水平。考虑到中国庞大的制造业明显疲软，欧洲对经济衰退的担忧以及美国银行业危机，这些预测看起来都很乐观。但 ICSG 认为，尽管宏观经济背景“充满挑战”，但“在大多数关键的铜最终用途行业，预计制造业活动将继续上升”。全球电气化竞赛正在推动电动汽车和支持电动汽车所需的电网基础设施对铜的使用，微妙地改变了铜博士与全球工业周期之间的传统价格关系。

ICSG 去年 10 月召开上次会议时，预计 2022 年全球矿山产量将增长 3.9%，今年将增长 5.3%。它现在认为去年的实际增长率为 3.0%，并将今年的预测再次下调至 3.0%。2017 年至 2021 年期间，只有两座大型铜矿投产，但同时增加了四座大型铜矿的供应。刚果的 Kamo a Kakula 矿和秘鲁的 Quellaveco 矿都是新建项目，而智利的 Quebrada Blanca II 和 Spence-SGO 矿则从氧化矿石转向硫化物矿石，从而提高了产量。然而，预期的新供应浪潮正被对现有业务的多重打击所抵消。ICSG 将其下调矿山增长预期的原因归结为“运营和岩土问题、设备故障、恶劣天气、山体滑坡、在一些国家修改公司指导以及秘鲁的社区行动”。该集团和其他所有铜分析师都在其矿山供应预测中纳入了供应中断的抵消因素，但即使以铜矿表现不佳的历史标准衡量，过去六个月的问题也尤其严重。根据 ICSG 的数据，净效应是在预测期内平滑供应浪潮，随着目前的增产完成，任何新的增加都将在今年晚些时候到来，预计 2024 年矿山增长将放缓至 2.5%。

持看涨观点的是高盛(Goldman Sachs)，该公司认为“今年不会出现新的矿供应浪潮”，并警告称，随着库存被拉至填补供应缺口的关键水平，可能出现“缺货事件”。这家投行继续把今年铜价的上涨目标定为 25%，预计 12 个月铜价将达到每吨 11,000 美元，而目前铜价为每吨 8,500 美元。(《铜：稀缺定价》，2023 年 5 月 1 日)。花旗属于看空阵营。该行 5 月 3 日的回应是：“我们认为，铜库存在 2023 年极不可能消失。”该机构以全球需求疲弱、成品库存高企和供应改善为理由，将未来 3 个月的价格预测从每吨 8500 美元下调至 8000 美元。市场正处于牛市和熊市信号之间，ICSG 的最新预测表明，这也反映出未来两年的供需动态比此前预期的更为平衡。

(二) 现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

外电 5 月 10 日消息，根据标准银行集团有限公司(Standard Bank Group Ltd.)的数据，未来十年，非洲将需要 7000 多亿美元的资金来开发可再生能源和开采绿色能源转型所需的金属。标准银行

(Standard Bank)企业和投资银行部门首席执行官菲赫拉(Kenny Fihla)说，非洲大陆的金融机构连一半的资金都无法提供，大部分资金将需要来自其他地方的投资者。菲赫拉说：“制造太阳能电池板、锂电池、风力涡轮机等所需的许多矿物都是在撒哈拉以南非洲发现的。”“我们的团队还量化了该领域所需的投资金额，大约为数千亿美元。”

非洲各国政府正面临着向目前没有电可用的 6 亿人(约占非洲大陆人口的一半)提供电力供应的压力。与此同时，刚果民主共和国和赞比亚的铜和钴矿床、津巴布韦的锂储量以及南非的铂和锰矿床被视为提供从太阳能电池板到电动汽车电池等各种材料所需材料的关键。菲赫拉说：“撒哈拉以南非洲的银行部门拥有的金融资源将不足以让我们完全支持这些计划。“其中大部分资金将来自那些希望在可再生能源领域发展或在可再生能源领域或关键矿产开采中发挥作用的国际投资者。” Fihla 的银行是非洲资产规模最大的银行，他表示，到 2026 年，仅在南非，标准银行向可再生能源项目提供的贷款就可能达到 2500 亿兰特(130 亿美元)至 3000 亿兰特的“上限”。

5 月 12 日，国内盛屯矿业表示，2022 年度公司生产镍产品 3.97 万金属吨，铜 5.78 万金属吨，钴产品 1.09 万金属吨；其中，铜产品营业收入 31 亿元，占总营收 12.23%；镍产品营业收入 46.28 亿元，占总营收 18.25%。刚果(金)卡隆威铜钴采冶一体化项目于 2023 年一季度产出铜钴产品，现处于产能爬坡阶段。

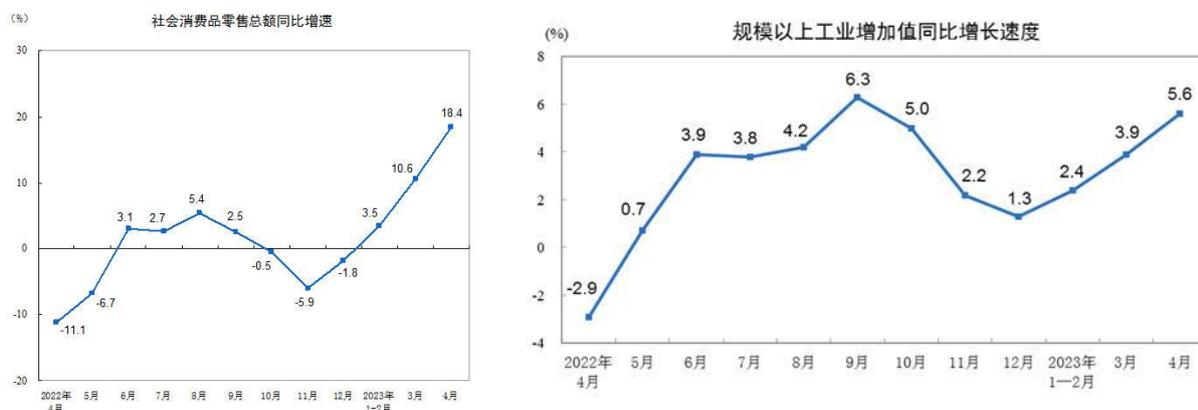
以上各类消息和报道可以看出，近期 ICSG 发布的铜供应短缺的消息十分醒目，铜矿增产的消息很少甚至没有，但铜价近期延续下跌，显示是供需之外的因素在影响铜价。整体上西方大资本控制的铜矿有逐步增加产量并进一步拓展新铜矿资源的趋势，特别是大型铜矿之间的相互合并、资本投资经常发生，中南美的铜矿生产能力不排除将迈上新的台阶；秘鲁、智利等传统产铜大国的政治纷争有所减弱，国内政治议程已经不再过分干扰铜矿生产；铜供给不排除再次提速，甚至有可能出现新的铜过剩。中短期看，美国债务上限危机、区域银行业危机和实体经济衰退导致铜需求下降的风险将始终存在；外盘铜价一再下滑，一度跌穿 8100 美元/吨；国内期货盘面铜价一路下滑至 64000 元/吨附近才勉强站稳；真正的支撑在何处仍难以确认，都说明目前国内外的铜需求都没有达到非常强劲的水平，难以支撑铜价稳健走高，反复区间震荡或许就是中短期铜价的常态。

三、4 月国内经济：生产端服务强于工业，需求端消费强于投资

5 月 16 日国家统计局数据，4 月份，社会消费品零售总额 34910 亿元，同比增长 18.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额 31290 亿元，增长 16.5%。1—4 月份，社会消费品零售总额 149833 亿元，

同比增长 8.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 135719 亿元，增长 9.0%。按消费类型分，4 月份，商品零售 31159 亿元，同比增长 15.9%；餐饮收入 3751 亿元，增长 43.8%。1—4 月份，商品零售 133945 亿元，同比增长 7.3%；餐饮收入 15888 亿元，增长 19.8%。

图：中国社会商品零售总额同比增速；规模以上工业增加值同比增速变动情况（2022.4-2023.4）



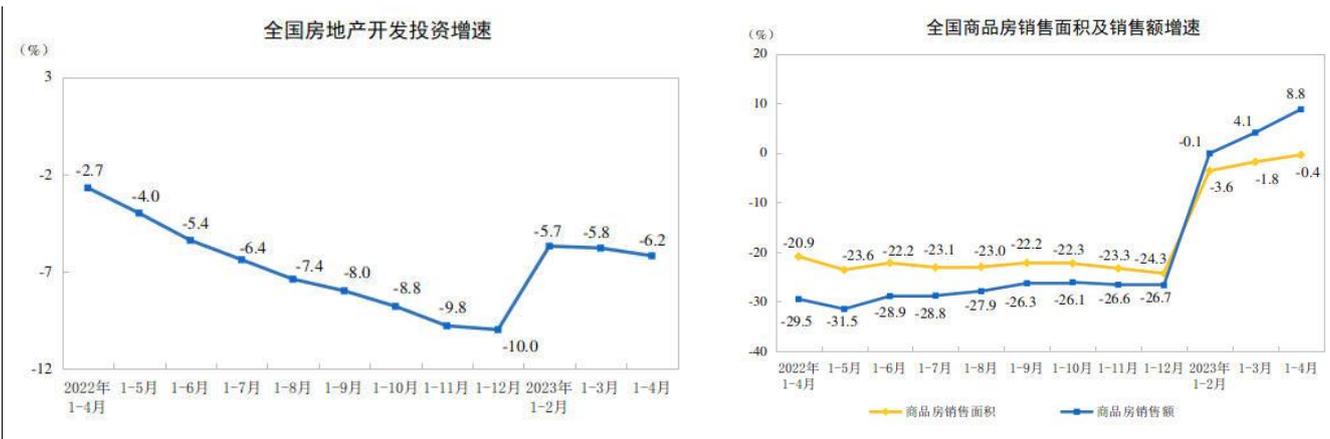
数据来源：国家统计局，冠通研究

4 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.6% (增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率)。从环比看，4 月份，规模以上工业增加值比上月下降 0.47%。1—4 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.6%。分三大门类看，4 月份，采矿业增加值同比持平，制造业增长 6.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.8%。分经济类型看，4 月份，国有控股企业增加值同比增长 6.6%；股份制企业增长 4.4%，外商及港澳台商投资企业增长 11.8%；私营企业增长 1.6%。

国家统计局 5 月 16 日数据，1—4 月份，全国房地产开发投资 35514 亿元，同比下降 6.2% (按可比口径计算，详见附注 6)；其中，住宅投资 27072 亿元，下降 4.9%。1—4 月份，房地产开发企业房屋施工面积 771271 万平方米，同比下降 5.6%。其中，住宅施工面积 542968 万平方米，下降 5.9%。房屋新开工面积 31220 万平方米，下降 21.2%。其中，住宅新开工面积 22900 万平方米，下降 20.6%。房屋竣工面积 23678 万平方米，增长 18.8%。其中，住宅竣工面积 17396 万平方米，增长 19.2%。

1—4 月份，商品房销售面积 37636 万平方米，同比下降 0.4%，其中住宅销售面积增长 2.7%。商品房销售额 39750 亿元，增长 8.8%，其中住宅销售额增长 11.8%。4 月末，商品房待售面积 64487 万平方米，同比增长 15.7%。其中，住宅待售面积增长 15.4%。

图：中国房地产开发投资增速变化；中国国内商品房销售面积及销售额增速变动情况（2022. 1-4-2023. 1-4）



数据来源：国家统计局，冠通研究

整体看，在生产端：服务业的相对优势主要得益于防疫调整的红利延续，叠加 4 月服务 CPI 回升至 1.0%，当前大致处于量稳价升状态。工业生产的明显回落，需求复苏比较温和是一个基础，特别是受到地产链前端疲弱和商品消费被服务消费挤出的拖累，而供给侧的问题是库存增速/中下游库存比偏高，工业部门处于去库存阶段，对工业生产和中下游商品价格形成抑制。

在需求端：消费方面，社零的回落幅度相对较小，餐饮和部分可选商品是结构性亮点。与服务业产出类似，消费的相对韧性同样得益于防疫调整的红利延续，一方面是服务消费仍在脉冲式恢复后的高位；另一方面是随着居民收入和消费倾向缓慢恢复，部分可选商品消费呈现结构性亮点。

投资方面，制造业投资减速，短周期压力是行业利润减速的滞后效应，中周期压力是始于 2019 年的一轮产能周期上行期处于尾声；基建投资减速，开年经济好于预期后逆周期政策力度的收敛是主要原因；房地产投资减速，除了一些数据质量相关的问题之外，主要还是地产链前端持续疲弱以及房企资产负债表严重受损所致，而且这是一个人口和经济周期问题，特别是居民部门的杠杆率已经连续 10 个季度不再上升。

四、充电桩被特别提出、太阳能发电成为特殊亮点

5 月 5 日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，审议通过关于加快发展先进制造业集群的意见，部署加快建设充电基础设施，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴。会议指出，农村新能源汽车市场空间广阔，加快推进充电基础设施建设，不仅有利于促进新能源汽车购买使用、释放农村消费潜力，而且有利于发展乡村旅游等新业态，为乡村振兴增添新动力。会议审议通过了加快推进充电基

基础设施建设、更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见。

国家发改委新闻发言人孟玮 5 月 17 日表示，发改委联合国家能源局印发《关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》，今天正式对外公布。《实施意见》聚焦制约新能源汽车下乡的瓶颈问题，在创新农村地区充电基础设施建设运营维护模式、支持农村地区购买使用新能源汽车、强化农村地区新能源汽车宣传服务管理等三个方面，提出了 11 项具体举措，通过适度超前建设充电基础设施、优化新能源汽车购买使用环境，着力推动新能源汽车下乡，不断释放农村地区消费潜力，引导农村地区居民绿色出行，从而促进乡村全面振兴。

图：中国国内各地充电桩数据变化情况；中国国内太阳能发电产量/新增容量变动情况（2016.4-2023.4）



数据来源：WIND，冠通研究

5 月 11 日，中国充电联盟发布 2023 年 4 月全国电动汽车充换电基础设施运行情况。公共充电基础设施运行情况，2023 年 4 月比 3 月公共充电桩增加 6.7 万台，4 月同比增长 52.0%。截至 2023 年 4 月，联盟内成员单位总计上报公共充电桩 202.5 万台，其中直流充电桩 85.5 万台、交流充电桩 116.9 万台。从 2022 年 5 月到 2023 年 4 月，月均新增公共充电桩约 5.8 万台。公共充电基础设施省、区、市运行情况，广东、浙江、江苏、上海、北京、湖北、山东、安徽、福建、河南 TOP10 地区建设的公共充电桩占比达 71.4%。全国充电电量主要集中在广东、江苏、河北、浙江、四川、福建、上海、陕西、河南、山东等省份，电量流向以公交车和乘用车为主，环卫物流车、出租车等其他类型车辆占比较小。2023 年 4 月全国充电总电量约 26.8 亿度，较上月增加 1.9 亿度，同比增长 89.1%，环比增长 7.7%。

5 月 16 日，国家统计局发布了 2023 年 4 月份规模以上工业生产主要数据。数据显示，4 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，比上月加快 1.7 个百分点；环比下降 0.47%。分三大门类看，采矿业增加值同比持平，制造业增长 6.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.8%。其中，4 月份光伏电池产量 3992 万千瓦，同比增长 69.1%；1-4 月光伏电池累计产量 14435 万千瓦，同比增

长 56.7%。发电量方面，今年 4 月份光伏发电量 231 亿千瓦时，同比下降 3.3%。1-4 月累计发电量 846 亿千瓦时，同比增长 7.5%。

4 月 23 日，国家能源局发布 1-3 月份全国电力工业统计数据。其中，1-3 月光伏新增装机量 33.66GW，同比增长 154.81%。值得重视的是，截至 3 月底，光伏累计装机也超越水电，成为全国第二大电源！截至 3 月底，全国累计发电装机容量约 26.2 亿千瓦，同比增长 9.1%。其中，风电装机容量约 3.8 亿千瓦，同比增长 11.7%；太阳能发电装机容量约 4.3 亿千瓦，同比增长 33.7%。

1-3 月份，全国发电设备累计平均利用 868 小时，比上年同期减少 31 小时。其中，水电 544 小时，比上年同期减少 92 小时；火电 1097 小时，比上年同期减少 18 小时；风电 615 小时，比上年同期增加 61 小时；核电 1864 小时，比上年同期增加 17 小时；太阳能发电 303 小时，比上年同期增加 3 小时。1-3 月份，全国主要发电企业电源工程完成投资 1264 亿元，同比增长 55.2%。其中，太阳能发电 522 亿元，同比增长 177.6%；核电 161 亿元，同比增长 53.5%。电网工程完成投资 668 亿元，同比增长 7.5%。

充电桩建设，特别是广大农村地区充电桩的建设，被列入党和国家最上层关注的议事日程，这对新能源汽车行业和充电桩行业是巨大利好，这是值得庆祝的。而太阳能发电，在新增电源投资、新增发电装机、新增光伏电池生产全都据增长首位，这不仅仅是能源建设的巨大进展，也是中国绿色经济的巨大进展，为中国自己的碳达峰做出了巨大贡献；同时充电桩和太阳能发电建设也将对铜需求产生巨大的拉动作用，这一切非常值得期待，也非常利好未来铜需求。

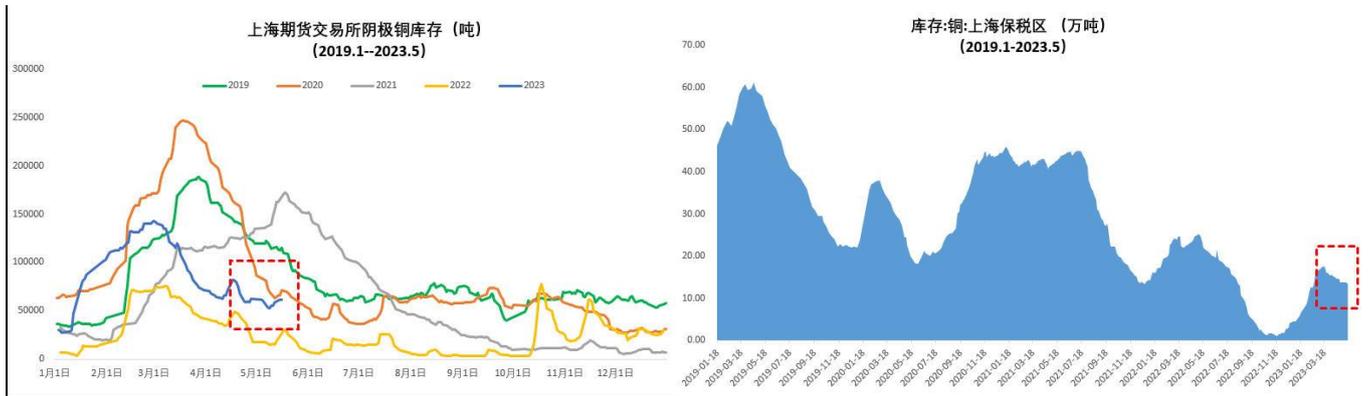
五、境外铜库存延续小幅增加，境内铜库存延续小幅减少

近期伦铜仓单库存增加，注销仓单比例低位；COMEX 铜库存持稳。5 月 16 日伦敦金属交易所（LME）铜库存增加 6950 吨，过半来自于鹿特丹仓库。金属加工厂卫星监测数据显示，4 月份全球铜冶炼活动下滑至两年来最低水平，因中国冶炼厂关闭维修，且北美工厂生产放缓。截至 5 月 12 日，伦铜库存增加至 7.66 万吨附近，注销仓单比例下降至 0.29% 左右，为近期少见。同时，LME0-3 跌至贴水 30 美元/吨附近。从库存间流动来看，近期交仓迹象明显，需持续关注，波动仓库依然集中在亚洲仓库。5 月 15 日伦敦金属交易所（LME）发布的原产国库存数据显示，4 月存储在 LME 仓库的中国铜库存升至 26675 吨，高于 3 月的 15575 吨，使中国超过俄罗斯成为 LME 最大的铜库存来源国。

截止 5 月 12 日 SMM 境内电解铜社会库存 15.2 万吨，周环比减少 1.61 万吨；保税区库存 15

万吨，周环比减少 0.93 万吨；全球显性库存 40.37 万吨，周环比减少 1.66 万吨。

图：上海期货交易所铜库存情况和上海保税区铜库存变化情况（2019.1-2023.5）



数据来源：WIND，冠通研究

目前到港铜几乎全部流入国内，保税区出库量大增，截止 5 月 13 日当周上海保税区电解铜库存约 10.2 万吨，较前一周净减少 2.4 万吨；据上海有色网（SMM），截至 5 月 15 日全国主流地区铜库存环比上周五减少 1.09 万吨至 14.11 万吨，较上周一下降 2.63 万吨，较去年同期（2022 年 5 月 16 日）增加 1.43 万吨。

整体看，西方大型矿业资本仍在世界各地增产铜矿石，中国和全球的新能源转型将一直快速推进，铜需求存在现实的绿色转型需求支撑；短期内市场对美国区域银行业危机蔓延、债务上限斗争可能导致严重违约、美欧发达市场可能在 2023 年下半年一起进入衰退的担忧在上升，短期内不安难以消除；虽然中国市场的铜需求非常积极，但仅凭中国市场支撑全球铜价依然较为困难。如果俄乌冲突逐步停止，美欧在今年下半年能够开始降息进程，那么对全球工业复苏和铜需求将是非常有利的；但从目前的高通胀形势看，这样的前景依然不能说非常肯定。中长期看铜需求和铜价无疑将是积极的，因为全球新能源转型将提供巨大动力。今年外盘铜价不排除在 8000-9000 美元/吨的大区间内连续震荡，欧美实体经济的有效转强、中国新能源市场的强势扩张，将是对铜价最大的利好；但应该看到目前到今年年底的各种不确定因素也很多，对铜价难以过度乐观。

风险提示

- 1、美联储为遏制通胀 6 月继续加息；
- 2、美欧实体经济超预期衰退，铜需求大幅下滑；
- 3、西方大型矿业企业持续扩大铜矿生产，铜过剩出现。

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：010-85356596

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。