

冠通期货研究咨询部

2023 年 05 月 24 日

美国债务违约风险上升，铜价低迷

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：美国债务上限危机仍在发酵，两党谈判和政治博弈几近白热化，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，其他经营不善的银行还有很多；种种迹象都对市场的未来非常不利，对美国的经济衰退预期已经升至近来最高，这明显对铜等大宗商品行情带来了负面影响；尽管中国国内对铜需求有乐观预期，但诸多数据表明国内铜下游开工不足；铜价呈现弱势震荡；短期看铜价在国内需求平淡和国际市场疲弱的双重作用下，继续维持震荡偏空的可能性偏高。

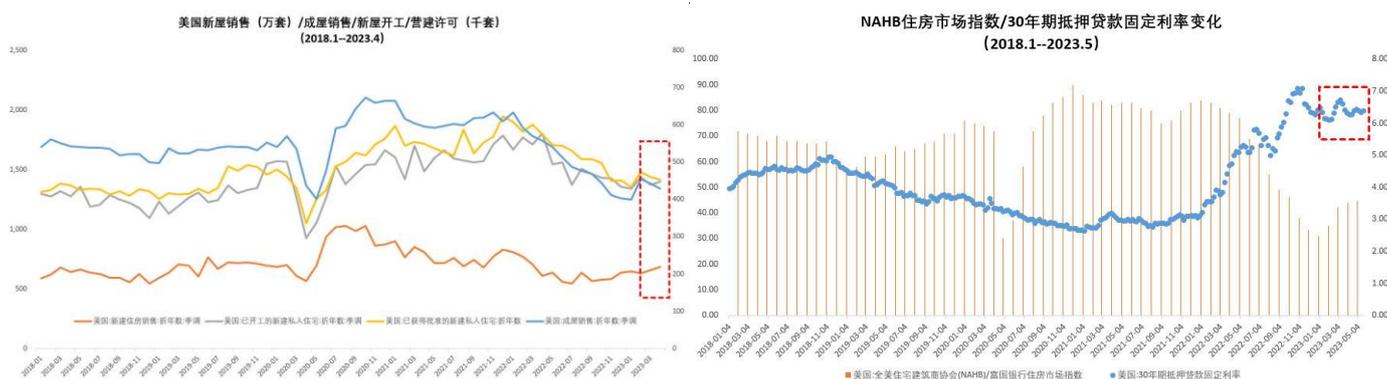
风险点：

- 1、美联储为遏制通胀 6 月继续加息；
- 2、美国债务违约确实发生，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谈判进入僵局、对铜价产生负面影响

上周三（5月17日）公布的美国4月营建许可月率初值下降1.5%，预期下降0.2%；美国4月营建许可年化总数141.6万户，预期143.7万户；美国4月新屋开工年化月率增2.2%，预期下滑1.7%；美国4月新屋开工年化140.1万户，预期140万户；此外全美住宅建筑商协会（NAHB）/富国银行住房市场指数5月上涨5点至50。上周四（5月18日）据美国全国房地产经纪人协会（NAR）的数据，美国4月成屋销售总数年化428万户，预期430万户；4月成屋销售环比跌3.4%，预期跌3.2%，4月成屋销售同比下降23.2%；在过去15个月中，成屋销售有14个月都在下降，自2022年初以来下降了约三分之一；美国房地产市场的活动通常在春季回升，因为有孩子的家庭通常想在学年之间搬家，但4月数据并没有体现这一点；美国4月经季节调整的成屋售价的中位数较上年同期大跌1.7%，达到38.8万美元，这是2012年1月以来的最大同比跌幅；4月未经季节性调整的中位数价格较去年6月份创下的41.38万美元的历史高位下降了6%。

图：美国新屋开工/营建许可；美国NAHB住房指数/30年期抵押贷款利率变化情况（2018.1-2023.5）



数据来源：WIND，冠通研究

上图可清晰看出，美国房地产市场并没有真正出现复苏迹象，在美联储启动激进加息1年多以来，新屋开工/营建许可一直整体下滑；进入2023年以来，美国房贷利率一直在6%-7%之间震荡，丝毫没有下降的迹象，而NAHBA住房市场指数也才勉强回到50的荣枯分水岭。

美国按揭贷款利率在去年10月和11月触及7%关口，创下20年新高；根据房地美的数据，截至5月11日当周30年期固定利率按揭贷款的平均利率为6.35%；NAR首席经济学家Lawrence Yun在一份声明中表示：房屋销售仍在挣扎复苏。现在房屋销售要么反弹一点，要么跌一点，主要取决于按揭贷款利率的变动。房屋销售仍高于近期的周期性低点；过去几个月就业增长、库存有限和按揭贷款利率波动，共同创造了一种推拉式住房需求。上周四美国劳工部数据显示，截至5月13日当周初请失业金人数减少2.2万人至24.2万人，预期25.2万人；美国5月6日当周续请失业金人数小幅下降至

180 万人，为 3 月以来第一周回落至 180 万以下，预期 181.8 万；上周四根据 CME “联储观察” 工具的最新数据，市场预计美联储 6 月将利率维持在当前水平的可能性为 71.6%，两周前一度超过 90%。美联储年内启动降息的时间不会早于 11 月份。

据美国人口普查局 “家庭脉搏” 调查最新数据，截至 5 月 8 日的一周内，有大约 38.5% 的美国成年人在支付家庭开支时遇到困难，这一数字较去年同期的 34.4% 和前年同期的 26.7% 均有所增加。在接受调查的 2.56 亿美国人中，约 7251 万人认为在家庭支出方面 “毫无困难” (Not at all difficult)，有 6956 万人认为家庭支出方面 “有一点困难” (A little difficult)，而认为家庭支出 “有些困难” (Somewhat difficult) 和 “非常困难” (Very difficult) 的分别有约 5068 万人和 3843 万人，占比分别为 21.92% 和 16.62%，另有约 2379 万接受调查的人未回答此项。调查显示，美国家庭支出的困境甚至比新冠疫情大流行期间要糟糕。

上周四面对美联储内部日益公开化的分歧，达拉斯联储主席 Lorie Logan 认为，她不准准备叫停美联储的加息行动。她提出了一个方案：6 月跳过加息行动。Logan 说：未来几周的数据仍可能表明，6 月跳过加息行动是合适的。不过截至今天，我们还没有做到完全控制住核心通胀率上升。她表示，通胀仍然太高，美联储 6 月会议上暂停加息的理由还不明确。Logan 说她对 6 月 13-14 日举行的会议持开放态度，但对通胀缺乏进展表示失望。Logan 指出，美联储过去十次会议中的每一次都在加息，美国取得了一些进展；此番表态一出，**市场预计在 6 月 13 日至 14 日进行的 FOMC 会议上，美联储加息的可能性增加，7 月会议的加息可能性也同时提升。**据芝商所的统计，当前市场预计美联储 6 月加息的可能性接近 40%。

亚特兰大联储主席 Raphael Bostic 公开支持观望态度，他还表示，6 月不加息并不一定意味着美联储已经结束本轮加息周期：暂停可以是跳过这一次加息，也可以是暂停时间更长。现在有很多不确定性，所以我们必须看看事情会如何发展，了解什么是真实的信号，什么是噪音，这将是一周又一周数据才能给出来的信息。上周四美联储二号人物、副主席提名人，也是当前的美联储理事 Jefferson 也发表讲话。他在通胀问题上呼应了 Logan 的观点，认为通胀仍然太高，美联储在降低通货膨胀方面还没有取得足够的进展。除了能源和食品外，通货膨胀的进展仍然是一个挑战。尽管对通胀不满意，Jefferson 表示，他愿意耐心观察过去一年利率的大幅上升如何影响经济。他指出，需求显然开始感受到加息的影响。一些分析人士认为，Jefferson 的政策观点略微 “鹰派”。

上周五（5 月 19 日）美国共和党领袖、众议院议长麦卡锡的债务上限谈判代表在早上与白宫代表的闭门会议开始后不久便突然离开。截至 5 月 18 日，美国财政部的现金余额降至 573 亿美元，这低于一天前的 683 亿美元和上周末的 1400 亿美元。上周五美股收盘后，麦卡锡称共和党 5 月 19 日深夜将重返谈判桌。上周日（5 月 21 日）美国财政部长耶伦表示，6 月 1 日仍然是提高联邦债务上限的

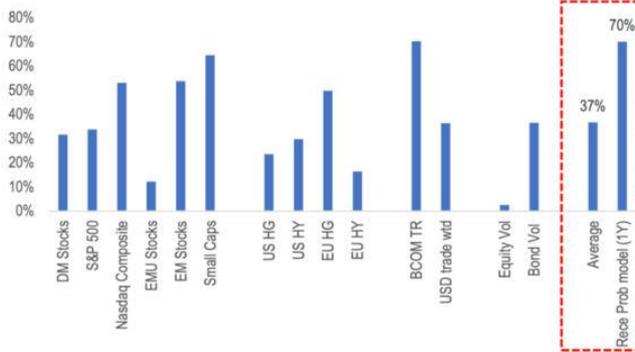
“硬性期限”，政府获得足够的财政收入以坚持到 6 月 15 日的可能性相当低。6 月 15 日预计将有更多税收收入到来。拜登在日本告诉记者，他相信自己有权引用美国宪法第 14 条修正案，在不通过国会的情况下提高债务上限，但他表示，目前还不清楚是否还有足够的时间来尝试使用这一未经检验的法律概念来避免违约。耶伦表示，鉴于围绕这一问题的法律不确定性，以及目前时间紧迫，这种情况下引用修正案“似乎不太合适”。

上周四（5 月 18 日）美国投资公司协会的数据显示，延续前一周趋势，货币基金规模继续扩大；截至 5 月 17 日当周，约有 136 亿美元资金涌入美国货币基金，将货基规模推升至 5.34 万亿美元的历史新高。过去三个月内货基规模增加超 5200 亿美元。同时，美联储 BTFP 融资工具提供贷款规模激增至 870 亿美元，危机仍存。上周美国地区银行股连续多日走高，让市场开始推测银行业危机已经远去，但美国银行业存款继续外逃，而美联储的“输血”还在持续，似乎危机仍存。

图：美国股市（软着陆）/债市（衰退）对美国经济前景的预判变化情况（2023.5）

Figure 20: Equities discount very little probability of recession. Only Commodities and Small Caps are in line with macro fundamentals

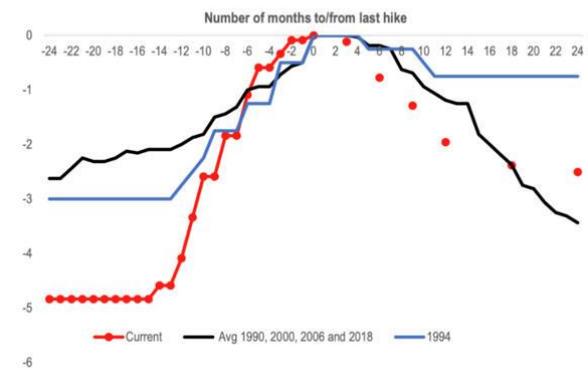
Recession probability implied from various markets



Source: J.P. Morgan

Figure 22: OIS markets imply recession as the most likely outcome

Historical move around last hike in episodes that resulted in recession (1990, 2000, 2006 and 2018) and those that ended in soft landing (1994). Red line shows current episodes. Dots without line shows OIS market expectations



Source: J.P. Morgan

数据来源：JP 摩根，华尔街见闻，冠通研究

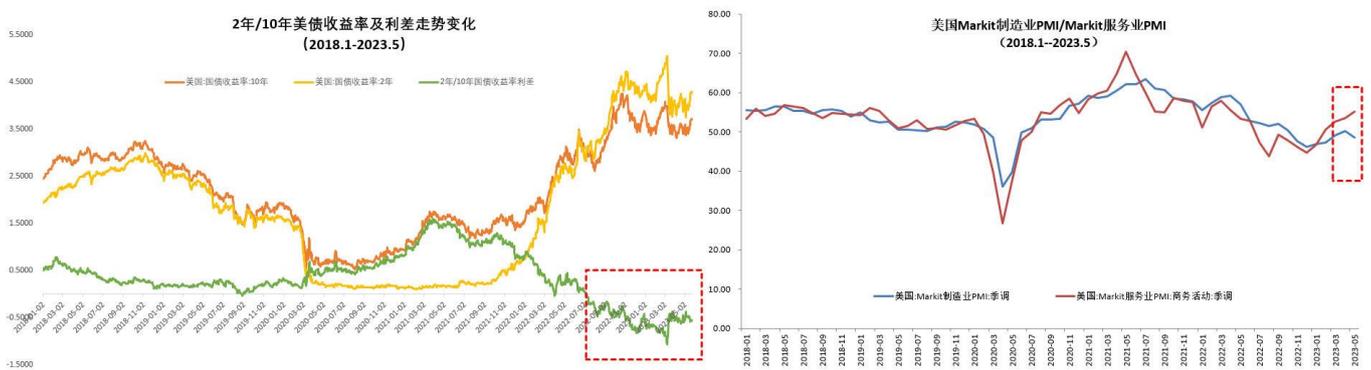
摩根大通 Marko Kolanovic 团队在最新发布的研报中指出，债市正在定价经济衰退，而股市却在定价美国经济软着陆，即经济保持正增长，同时通胀回到美联储 2% 的目标。相关分析师指出：“信贷市场没有为风险资产发出令人放心的信号，因为所有的融资成本不断上升，贷款标准正在收紧，对信贷的需求正在积极下降，而美国今年迄今为止的破产申请是 2010 年以来最高的。”各种指标显示，股市反映出经济即将陷入衰退的可能性在 3% 到 34% 之间，同时，流动性信号和企业利润仍在继续恶化。但债市则已经在定价经济衰退，分析师将目前的隔夜指数掉期利率（OIS）与此前几轮加息周期结束时的 OIS 的均值进行了对比，最后发现，OIS 市场更接近于经济衰退的状况。

上周五（5 月 19 日）美联储主席鲍威尔在美国首都华盛顿特区出席了名为“货币政策观点”的

小组讨论。虽然强调抗击通胀的必要性，鲍威尔还是发表鸽派信号称，自己倾向于支持 6 月暂不加息，而且银行业危机导致的信贷条件收紧，可能意味着美联储峰值利率将低于预期；“FOMC 尚未就货币政策应进一步收紧多少而作出决定。”鲍威尔依旧强调，“美国通胀远远高于我们 2% 的目标”，若抗通胀失败将造成漫长的痛苦。他称 FOMC “强有力地致力于”让通胀重返目标 2% 的承诺，物价稳定是经济保持强劲的根基。银行业危机导致的信贷条件收紧，可能意味着美联储峰值利率将低于预期：鉴于信贷压力可能对经济增长、就业和通胀造成的负面影响，可能无需（继续）加息至那么高的水平就能成功打压通胀。同时，鲍威尔也强调季度经济预测的准确度通常存在挑战，他上述提到的观点及其能实现的程度也都存在不确定性，理由是“未来前景面临着历史性高企的不确定性”，鲍威尔提到，此前美联储一直预料政策应该进一步收紧，“但最近这样的考量有所改变”。有分析称，这说明银行业危机后，鲍威尔开始释放“保持耐心”的利率路径信号。“新美联储通讯社”Nick Timiraos 也称，鲍威尔点明银行业压力将影响货币决策。最新的美联储利率互换工具显示，交易员们下调 FOMC 在 6 月份加息的可能性至不足 17%，暂不加息可能性升至 83%，主要由于拜登政府与国会的债务上限磋商陷入僵持。此前，市场一度对美联储下一步行动产生了分歧。上周五上午的期货市场定价曾显示，投资者押注 6 月继续加息 25 个基点的概率约为 35%，显著高于 5 月会议结束后的近零概率。

本周一美联储公布的报告显示，越来越多的美国人表示他们正在为自己的财务状况苦苦挣扎，该报告揭示了过去一年通货膨胀对美国家庭造成的损失。报告显示，截至去年 10 月约 73% 的成年美国人感觉“至少在财务上做得还不错”，同比下降了 5 个百分点，处于 2016 年以来的最低水平；只有 63% 的受访成年人表示他们手头有 400 美元的现金或等价物支付可能发生的意外，这一比例低于前一年的 68%；大约 13% 的人表示他们无论如何都无法支付这样的费用。

图：美国 2 年/10 年国债收益率和利差；/美国 Markit 制造业/服务业/综合 PMI 变化情况 (2018.1-2023.5)



数据来源：WIND，冠通研究

道琼斯市场数据显示，自 2022 年 7 月 5 日以来，美国 2/10s 年期国债收益率曲线一直处于倒挂状态，连续 222 个交易日发出衰退预警信号，这是自 1980 年年 5 月 1 日以来持续时间最长的一次，

当时倒挂持续了 446 个交易日；截至本周一（5 月 22 日）收盘，2 年期美国国债收益率为 4.322%，10 年期美国国债收益率为 3.717%；从历史上看，美国国债收益率曲线倒挂的时间长短与随后衰退的持续时间有关，倒挂时间越长，通常预示着更严重的衰退。目前，很难说短期和较长期债券收益率之间的关系何时会恢复正常。道明证券全球利率策略主管 Priya Misra 说，投资者需要确信通胀已经被击败，或者美国经济将恢复增长，才能打破曲线倒挂与衰退之间的历史联系。

本周二（5 月 23 日）美国商务部数据显示，4 月新屋销售年化 68.3 万户，创 2022 年 4 月以来最高，预期 66.5 万户，前值从 68.3 万户下修至 65.6 万户。新屋销售环比增 4.1%，预期为下跌 2.6%，前值从增 9.6%下修至增 4%。新屋销售同比增 11.8%。美国楼市的先行指标新屋销售意外超预期继续反弹，年化销量创一年新高，不过背后是开发商们“以价换量”。考虑到房屋按揭贷款利率近期再度攀升，美国楼市的复苏之路注定崎岖不平。

本周二标普全球（S&P Global）的最新数据，美国 5 月 Markit 服务业 PMI 初值为 55.1，预期 52.5；5 月 Markit 制造业 PMI 48.5，预期 50，创三个月新低，重回 50 荣枯线下方；Markit 综合 PMI 初值 54.5，预期 53，创 13 个月新高。主要由于私营部门商业活动的稳固和快速扩张。数据显示美国服务业 PMI 和制造业 PMI 差距越来越大，而在服务业的强劲需求下劳动力市场愈发火热，通胀或难降温。

本周一（5 月 22 日）美国总统拜登和众议院议长凯文·麦卡锡进行了所谓“富有成效”的会谈，但到了周二，两党代表之间的谈判仍未取得突破性进展，仅承诺继续对话，美股应声下挫。白宫新闻秘书 Karine Jean-Pierre 在周二的新闻发布会上对媒体说：虽然仍存在分歧，但总统、议长和他们的团队将继续讨论未来的道路。可问题是，距离美国财长耶伦警告的 6 月 1 日大限只剩 9 天时间，即 6 天工作日，留给两党的时间屈指可数。单从程序层面来看，国会赶在这个日期之前通过提高债务上限的法案很难。谈判、众参院决议、技术审查，每一样都是大工程。在这 9 天时间里，剔除周六、周日以及 5 月 29 日周一的阵亡将士纪念日假期后，只有 6 天是工作日。根据麦卡锡的估计，国会需要一周左右的时间才能顺利提高债务上限。在剩下的 6 天中，还要留出 3 天时间给众议院议员审查法案。这意味着，理论上协议最迟需要在 5 月 26 日早些时候达成。

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 19 日消息，据知情人士透露，刚果民主共和国总统齐塞克迪(Felix Tshisekedi)将于下周访华，两国希望完成一项 62 亿美元的矿产换基础设施协议的重新谈判。齐塞克迪计划于 5 月 24 日至 29 日与包括矿业部长、水电部长和国防部长在内的政府官员一行访问北京、上海和深圳。中国是刚果大部分铜和钴的主要出口目的地，而铜和钴是电动汽车电池的关键成分。这个中非国家的钴产量占全球的 70%，去年与秘鲁并列铜的第二大来源国。2008 年，刚果与中国国有企业签署了一项协议，将利用一座价值 32 亿美元的铜钴矿的收益为 30 亿美元的基础设施项目提供资金。这份具有里程碑意义的协议签署时，正值刚果在经历多年战争后难以获得融资。该国监察长在 2 月份的一份报告中说，虽然该矿正在开采金属，但中国合作伙伴在 14 年里只支付了约 8.22 亿美元的基础设施资金。该监管机构指责这些中国公司存在财务渎职行为，包括转移定价和倾销，并要求对它们处以 1 亿美元的罚款，理由是它们没有将超过 20 亿美元的出口收入汇回国内，违反了该国矿业法规的资本管制。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

总部位于多伦多的 Adventus Mining (TSXV: ADZN) 及其合作伙伴 Salazar Resources (TSXV: SRL) 正在进行一项填充钻探计划，旨在更新 El Domo 铜金矿地下部分的资源估算，该矿床面积为 215 平方公里。厄瓜多尔中部的库里潘巴项目，更新后的资源将为计划于今年完成的未来可行性研究提供信息，该研究将包括除了于 2021 年 10 月完成可行性研究的露天矿之外的潜在地下作业。3 月 20 日发布的 6 个钻孔的结果显示，从 200.3 米深度开始，14 米间隔的块状硫化物品位为 3.13%铜，0.79 克金每吨，4.02%锌和 27.9 克银每吨(相当于 4.4%铜)。2 月 27 日报告的另外五个洞的结果包括 21 米，从 190.7 米开始，铜品位为 4.43%，每吨金 3.4 克，锌 2.28%，银 40.5 克，铅 0.1%(相当于铜的 7.54%)。

Adventus Mining 在厄瓜多尔西南部的 Pijili 铜金矿项目。El Domo 已探明和可能的露天矿储量为 650 万吨，铜含量为 1.93%，每吨金 2.52 克，每吨银 46 克，锌 2.49%，铅 0.2%。指示和推断的地下资源占另外 270 万吨，其中包括 190 万吨，铜品位为 2.72%，金 1.37 克，银 31 克，锌 2.38%，铅 0.14%。Salazar 于 2017 年发现了 El Domo，并于同年与 Adventus 签署了一份收益协议，后者获得了 Curipamba 项目 75%的股份。收益期权的条件，包括 2500 万加元的勘探和开发支出以及完成可

行性研究，在 2021 年得到满足。Adventus 还在整个 Curipamba 项目中进行区域勘探，声称根据 2019 年机载 MobileMT 地球物理调查的结果，发现了 15 个“引人注目的高优先级目标”，总计 2142 线公里。其中包括 2021 年 8 月发现的 Agua Santa 目标，这是一个新的 VMS 系统，位于 El Domo 西南 4.5 公里处，其中一个钻孔相交 6.3 米，铜含量为 1.77%，每吨黄金 1.46 克，锌含量为 7.45%，银含量为 23.2 克，铅含量为 0.24%。

今年 5 月，Liberio Copper (TSXV: LBC) 宣布与 Anglo Asian Mining (AIM: AAZ) 合作，为 Liberio 位于哥伦比亚 Putumayo 的 Mocoa 斑岩铜钼矿床进行初步设计、工程和财务建模。作为 Liberio 的战略合作伙伴和最大股东，总部位于伦敦的 Anglo Asian 是一家经验丰富的项目开发商、矿山建造商和阿塞拜疆多个金、铜和银项目的运营商。英美资源集团于 2022 年 1 月收购了 Liberio 19.8% 的股份。根据 2021 年的技术报告，Mocoa 矿床的推断资源量为 6.36 亿吨，铜当量为 0.45%，含 46 亿磅铜和 5.11 亿磅钼。1973 年，联合国和哥伦比亚政府进行了一项区域河流沉积物地球化学调查，结果发现了该矿床。1978 年至 1983 年开展了地质填图、地表采样、地面地球物理、金刚石钻探和冶金试验等勘探工作，2008 年和 2012 年又开展了勘探工作。最近，Liberio 于 2022 年 2 月开始了一个 5000 米的五孔钻探计划，并宣布从 108 米深度开始，铜当量为 0.89%，长 557 米。去年 5 月，这家总部位于温哥华的公司表示，根据 2021 年底在 Mocoa 项目面积 87 平方英尺的区域进行的磁、辐射和激光雷达调查，它已经确定了 9 个新的高优先级斑岩目标。公里。Liberio 还在阿根廷华池矿区拥有 Esperanza 斑岩铜金矿和低温热液金矿项目。拉丁矿业公司于 2018 年在埃斯佩朗萨进行钻探，在距离地表 387 米的地方，每吨铜的含量为 0.57%，每吨金的含量为 0.27 克，其中从地表到 232 米的深度，每吨铜的含量为 0.74%，每吨金的含量为 0.33 克。Liberio 投资组合中的其他斑岩铜金矿包括不列颠哥伦比亚省的 Big Red 和 Big Bulk。

总部位于温哥华的 Solaris 资源公司 (TSX: SLS) 最近在其 268 平方英尺的区域进行了钻探。位于厄瓜多尔东南部的 Warintza 项目已证实，在 2021 年中期最初发现的 Warintza East 目标以南 350 米处发现了第二个矿化程度更高的斑岩中心。Warintza East 是一组露头斑岩的一部分，由 Warintza Central 目标的大型高品位露天矿资源锚定。5 月 2 日宣布的这一发现是基于 SLSE-28 钻孔，该钻孔显示“从 19 米到孔尾 (309 米) 的强矿化，其特征是网状脉状的黄铜矿-黄铁矿-辉钼矿，传播类似于 Warintza 中央矿床的高品位部分。”截至发稿时，化验结果仍未公布。

2022 年 4 月，Warintza Central 的矿内资源估计为 5.79 亿吨，铜当量为 0.59%，铜当量为 270 万吨，钼为 15 万吨，金为 93 万盎司，铜当量为 0.3%。推断资源总量为 8.87 亿吨，铜当量 0.47%，其中铜 350 万吨，钼 13 万吨，金 110 万盎司。该资源还包括 1.8 亿吨 (0.82% 铜当量) 和 1.07 亿吨 (0.73% 铜当量)，用于“指示性启动坑”。

Solaris 还可以选择在秘鲁的两个项目中获得高达 75%的股份:一个是占地 460 平方米的 Caprichio 项目;露头样品铜品位高达 3%, Paco Orco 占地 440 平方公里。该多金属矿床位于秘鲁南部铜带的北部延伸区,其表面样品的铅含量高达 0.5%,锌含量为 0.26%,每吨金含量为 58 克。在智利的项目包括 160 平方英尺的。在里卡多,钻探发现的岩石类型和蚀变与在丘基卡玛塔和塔马鲁戈发现的相似。该项目位于 Codelco El Salvador 铜矿西南 65 公里处, Solaris 与 Freeport-McMoRan (纽约证券交易所代码:FCX)签订了期权协议,通过 550 万美元的支出和交付预可行性研究, Solaris 将获得高达 75%的利息。

今年 2 月,总部位于布里斯班的 SolGold (TSX: SOLG, LSE: SOLG)完成了对 Cornerstone Capital Resources 的收购,巩固了其在厄瓜多尔旗舰铜金项目 Cascabel 的所有权。2022 年 4 月公布的初步可行性研究结果证实, Cascabel 是一个大型、长寿命的采矿项目。该研究预测,该项目初始资本投资为 27 亿美元,税后净现值为 29 亿美元,内部收益率为 19.3%,矿山寿命为 26 年。Cascabel 的 Alpala 矿床位于厄瓜多尔的 Imbabura 省,距离基多北部三小时车程,已测量并显示资源为 27 亿吨,铜品位为 0.37%,每吨黄金 0.25 克,银含量为 1.08 百万分之一, **铜含量为 990 万吨**,金含量为 2170 万盎司,银含量为 9220 万盎司。在开采的前 25 年里, Cascabel 预计每年将生产 20.7 万吨铜、43.8 万盎司黄金和 140 万盎司白银。

以上各类消息和报道可以看出,中国和刚果民主共和国的对话和谈判如果进行不顺或是失败,很有可能导致中国企业在当地停止开采铜矿,接下来事态如何发展,需要认真和谨慎的观察。除此之外,中南美新铜矿的开发和建设可谓“热火朝天”,这集中体现了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,美国政府债务上限危机、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,已经跌穿 8000 美元/吨关口;国内期货盘面铜价一路下滑至 63000 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。

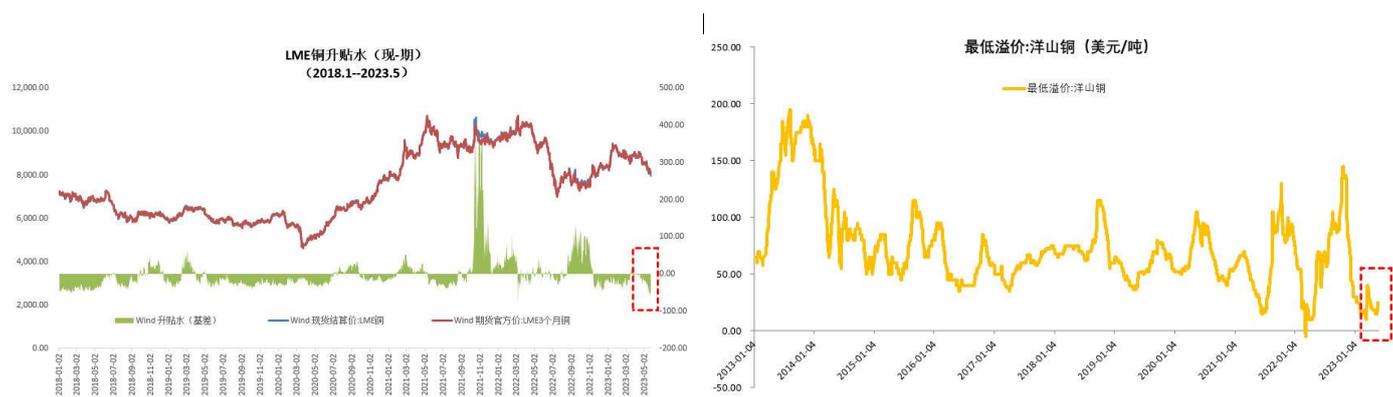
三、5 月实体经济融资需求回暖,伦铜现货贴水创 30 年最高

5 月 15 日,中国人民银行发布公告称,为维护银行体系流动性合理充裕,开展 1250 亿元中期

借贷便利（MLF）操作，中标利率为 2.75%，与此前持平。本周有 1000 亿元 MLF 到期。央行已连续 6 个月超额续做 MLF。去年 12 月，今年 1 月、2 月、3 月、4 月和 5 月分别小幅加量进行了 1500 亿元、790 亿元和 1990 亿元、2810 亿元、200 亿元和 250 亿元 MLF 操作。北青报记者注意到，央行上一次调整 MLF 利率还是在去年 8 月，当时 MLF 和逆回购的中标利率均分别下降 10 个基点，随后一直按兵不动。此前央行发布的 4 月金融数据不及市场预期。4 月起，部分中小银行以及股份行陆续下调存款利率，以及协定存款、通知存款利率自律上限在 5 月 15 日迎来调整。市场非常关注此次政策利率是否下调。

有国内头部券商研究员指出，MLF 利率是央行政策利率，其会对市场利率形成引导，而不是相反。1Y CD（一年期大额存单）和 10Y 国债的收益率是基本围绕 MLF 利率为中枢波动的，市场利率有小幅低于政策利率的时候，但“低于”并不必然对应于 MLF 利率的降息。在当前的情况下，存款市场与货币、债券市场存在一定程度的分割。此时为了推动存款利率市场化、缓解负债成本压力，金融机构下调了部分存款的利率，但这并不是 MLF 降息的充分条件。在经济回升势头已经明朗的背景下，当前下调政策利率的必要性不高，这是 5 月 MLF 操作利率保持不变的主要原因。具体来看，在居民消费反弹、基建及制造业投资保持较强韧性等因素带动下，年初以来宏观经济已展开回升过程。尽管受高基数、季节性波动以及修复动力切换等因素影响，4 月制造业 PMI 指数回落至收缩区间，但服务业景气水平继续保持高位，经济整体上仍在延续较快修复过程。该机构预计二季度 GDP 同比增速有望进一步升至 8.0% 左右。接下来政策面将主要通过支持基建投资保持较快增长、全力推动消费复苏以及加大对房地产行业支持力度等方式，巩固经济回升基础。

图：现货铜 LME0-3 升贴水变化；上海保税区洋山铜溢价的变动情况（2018.1-2023.5）



数据来源：WIND，冠通研究

近期伦铜出现史诗级贴水。近期伦铜 LME0-3 达到 -65.97 美元/吨，创下 90 年代以来的最大贴水记录，在伦铜库存仍处于历史低位的情况下，为何会出现如此幅度的贴水，以及对绝对价格有何指引，

需要做理性分析：首先，对 LME0-3 而言，相比于库存的绝对水平，库存的环比变化是更为重要的因素。其次，LME 的库存是仓单库存，即总库存=注册仓单+注销仓单，注销仓单以及注销仓单占比的环比变化又比库存的变化对 LME0-3 的影响更为敏感。近期伦铜库存持续累积、注销仓单持续下滑，注销仓单占比仅为 0.2%，触及历史最低水平，与史诗级的贴水完全对应。

伦铜与沪铜升贴水的相对高低点基本对应。单考虑一个市场的升贴水是不够的，对比历史上伦铜与沪铜升贴水的对应关系，基本上伦铜升贴水的相对高点对应了沪铜升贴水的相对低点，反之亦然，这背后主要是贸易逻辑在对两个市场进行平衡。比如近期虽然伦铜创下贴水的极值，但是沪铜升水和月差都显著走强，现货进口窗口打开。这背后虽然不乏主要机构的推波助澜，但也遵循了贸易逻辑。这与价格并没有一一对应的关系。正是由于升贴水的相对高低点更多体现了贸易逻辑，因此某一个市场的升贴水相对极值的出现与后续绝对价格的走势并不具有严格的一一对应关系，更多还是要遵循当时所处的宏观环境、周期位置、供需平衡来综合判断。在周期下行阶段，阶段性的供需紧张，往往通过升贴水来体现而并不一定是绝对价格；就当下而言并不是利好的信号。结合目前宏观相对负面、后周期特征明显，以及潜在过剩预期等方面来看，伦铜史诗级贴水的出现，伴随着连续的交仓，尤其是欧洲地区也出现了交仓，对铜而言并不是利好的信号，中短期看铜价的下行风险大于上行风险。

四、天气原因促使空调排产大增，但难以推动铜价上行

据美国海洋和大气管理局 (NOAA) 预测，在拉尼娜现象持续约 3 年后，厄尔尼诺现象将卷土重来，这可能导致今年夏天全球气温达到历史最高点。这是企业赌高温的根据也是强心剂。奥维云网空调排产数据发布：2023 年 5 月空调企业内销排产 1128 万套，同比增长 25%。连续 4 个月的高增长，很多人表示实在是看不太懂，空调市场今年要疯？但是在 2023 年这个特殊时间点，一切似乎又有迹可循。

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：北京市气象台，WIND，冠通研究

从产业链上下游的排产数据来看，5 月压缩机企业总排产 2355 万台，较去年同期生产实绩增长

4.7%；5月家用空调行业排产约为1885万台，较去年同期生产实绩上涨18.0%。整机排产仍旧高涨，除了为旺季备货需求以外，还有原材料的影响。铜价目前处于冲高回落阶段，随着原材料价格回落，会相对减轻生产企业的成本压力，生产方的需求也随之上涨。而从五一销售来看，终端市场并未有大的增长：一方面是文旅市场的火热之下，购买家电类产品的需求有所缩减；另一方面消费者对于大件消费仍旧谨慎。因此，对于家用空调的未来走势，还是看天气是否给力，企业对增长的期望普遍押宝于旺季的高温天气。

展望2023年5月，国内前20周空调品类线上销售量同比表现更为积极（奥维云网数据显示，前20周空调线上/线下KA累计销售量分别同比+25.0%/+3.9%，前15周为+15.8%/-3.65%），且23年入户安装便利，渠道积极提货。同时，5月空调内销排产量同比+25%，在房地产销售回暖及部分地区气温偏高的情况下，产业预期仍较乐观，因此预计5月空调内销出货有望维持较高增长态势。出口虽仍受欧美经济波动影响，但广交会举办后，或带来一定的出口订单增量，预期5月出口降幅或继续收窄。

空调生产需要大量铜管作为原材料，但即便天公如此焦灼炎热，铜需求却很有可能不会增长太多。主要原因就是经济衰退阴影让其他方面的铜需求停滞不前。西方制造业的放缓促使高盛将对今年铜价的平均预期从每吨9750美元下调至了每吨8698美元。高盛补充称，金属价格“反映了全球经济衰退”。铜现货价格的大幅下跌反映出，在各国央行过去一年大举加息后，美国和欧洲地区的工业活动开始放缓，亚洲的工业活动（除中国外）也尚未出现预期中的反弹，全球工业金属需求急剧下降，LME仓库中的金属库存迅速增加。最新数据显示，欧元区5月制造业PMI为44.6，不及预期的46，制造业萎缩速度达到了三年前疫情导致工厂关闭以来的最快步伐；美国5月Markit制造业PMI初值48.5，创三个月新低，重回50荣枯线下方，反映出需求显著疲软，导致新订单大幅下降。据英国金融时报报道，经纪商StoneX金属分析师Natalie Scott-Gray表示，铜价正开始受到需求疲软的影响，而非美元汇率等重大宏观经济因素。她表示：“这是我们看到的第一个实物证据，表明西方国家的需求受到的影响比预期更严重。是变化的速度造成了这种差距。”

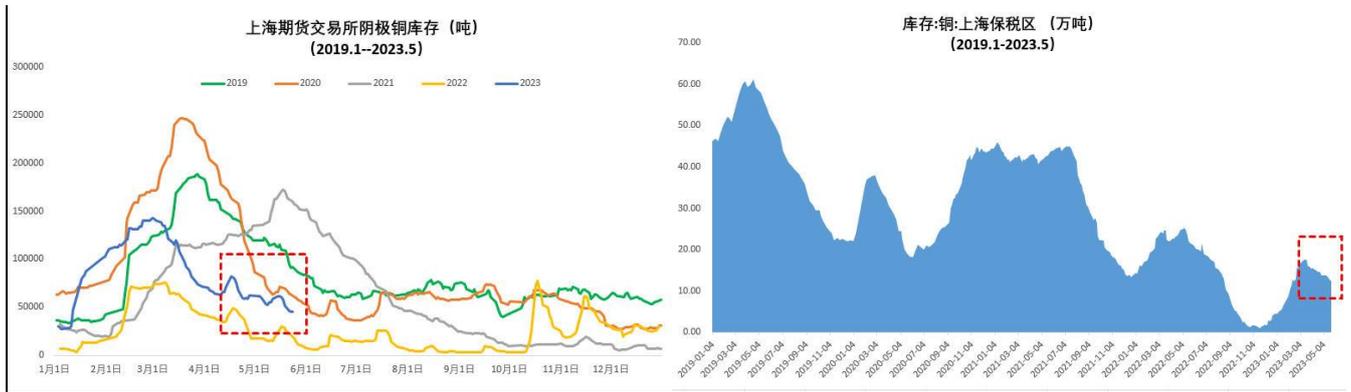
五、LME铜库存明显增加，境内铜库存延续减少

国家统计局数据显示，中国4月精炼铜（电解铜）产量为105.9万吨，同比增加14.1%。1-4月精炼铜（电解铜）产量为411.1万吨，同比增加12.9%。海关总署数据显示，中国4月精炼铜进口量为259,899.22吨，环比增加1.07%，同比减少10.23%。中国4月进口未锻轧铜及铜材407,293吨，同比下滑12.5%。1-4月累计进口1,694,812吨，同比下滑12.6%。

近期进口窗口打开，部分进口商借机将保税库存大量清关进国内市场，保税区库存进一步下

降。

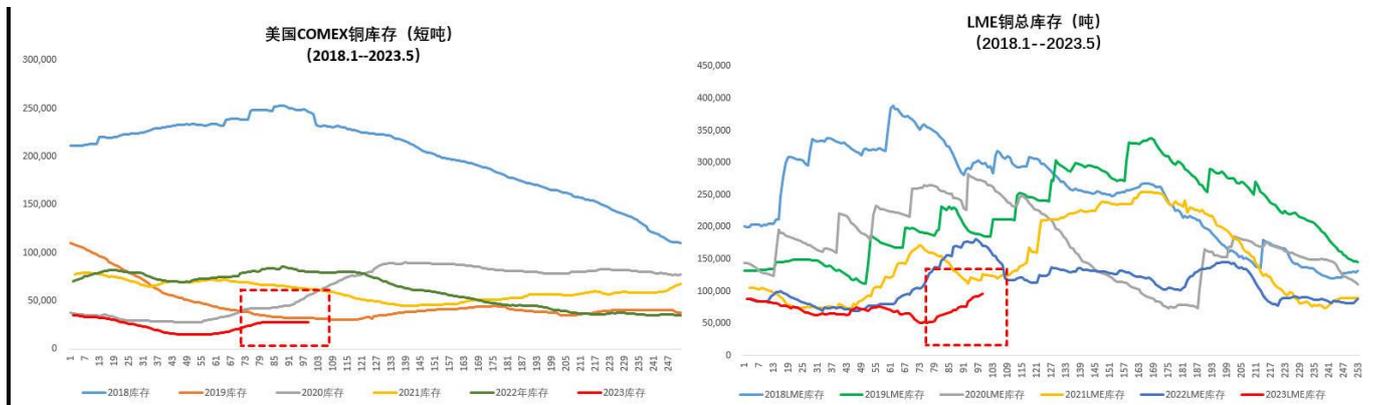
图：上海期货交易所铜库存情况和上海保税区铜库存变化情况（2019.1-2023.5）



数据来源：WIND，冠通研究

上周，最终保税区库存进一步下降至 9.19 万吨附近，重归 10 万吨下方，周度清关量高企 3.79 万吨，一半为保税区直接清关进入国内。分细项来看，清关品牌主要为：国产、智利、韩国、日本等。广东保税区略减至 0.8 万吨。上周，到港船货数量基本维持稳定，船货量在 2.42 万吨附近，运往中国量依然有限。另外，国内炼厂持续出口至保税区量为 4 千吨，周度出口量为零。

图：美国 COMEX 交易所铜库存情况和伦敦 LME 铜库存变化情况（2019.1-2023.5）



数据来源：WIND，冠通研究

近期美国 COMEX 铜库存竟然是一条直线，不增不减。而近期伦敦 LME 铜库存，出现鲜明的累库迹象。截至 5 月 19 日，伦铜库存增加至 9.19 万吨附近，注销仓单比例下降至 0.14% 左右，为近期少见。同时，LME0-3 月跌至贴水 66 美元/吨附近，创下 90 年代以来的最大贴水记录。从库存间流动来看，近期交仓迹象明显，亚洲及欧洲仓库均出现交仓迹象，多半为同一贸易商大户所操作。伦敦金属交易所（LME）5 月 23 日伦铜最新库存量报 95,025 公吨，较上个交易日增加 2775 公吨，涨幅 3.01%。

国内铜库存有序下降，国外铜库存上升，集中显示美国债务上限危机和高息状态下的经济衰退担

忧到了非常高的地步，很有可能造成发达市场严重的经济下滑，这对铜价是非常不利的。国内的经济复苏进程即便非常顺利，也难以只凭中国的铜需求推动全球铜价上升。

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，但整个世界不能紧靠中国市场支撑价格。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跌穿 8000 美元/吨之后连续在大区间内震荡，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。但美国的债务上限危机如果能在 5 月底、6 月初顺利解决，那么铜价有望迎来一波技术反弹行情。

风险提示

- 1、美联储为遏制通胀 6 月继续加息；
- 2、美国债务违约确实发生，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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。