

铜

宝城期货研究所

研究所负责人

程小勇

0571-87633890

期货从业资格证号：

F0256928

投资咨询资格证号：

Z0010160

铜供应最紧张的时候或已经过去

摘要

1. 国内经济在二季度能否触底还是未知数。从国家统计局公布的 2022 年一季度数据来看，中国 GDP 增速较去年四季度明显减速，一方面受到疫情影响，导致居民可支配收入增速放缓和消费场景消失，另一方面，我们认为出口增速回落，依旧国内原材料价格高企，这导致工业产出增速放缓。值得关注的是，如果不解决原材料价格高企的问题，社会总需求很难扩张。

2. 从国家统计局和发改委在新闻发布会传递的信息显示，二季度政策可能侧重落实，不大可能有新的政策出台，且货币政策面临美联储加息的掣肘。

3. 我们认为当前海外宏观环境和上个世纪 70 年代非常类似，俄乌冲突带来的不仅仅是能源价格上涨，还包括粮食安全和粮食价格暴涨。与此同时，美联储紧缩力度将加大，这可能意味着美国经济二季度将触顶回落，这进一步带来中国出口减速的压力。

4. 微观供需层面，随着国内铜价补涨，国内部分精炼铜出口到海外，铜内外比价修复，进口出现盈利，再加上 5 月逐渐进入消费淡季，国内铜可能会出现累库的压力。疫情缓和后，对于冶炼厂原材料运输和精铜发货影响减弱，市场可流通货源增加，这都意味着铜供应最紧张的时候即将过去。3-4 月，由于疫情和价格高企，铜消费同比是下降的，包括新能源汽车。而 5 月国内即将逐步进入消费淡季，铜价涨势将趋缓甚至可能即将触顶。

目录

第 1 章 二季度国内经济能否触底还是未知数.....	3
第 2 章 海外出现黑天鹅事件概率较大.....	5
第 3 章 国内铜供应最紧张的时候已经过去.....	6
第 4 章 铜消费温和，且即将进入淡季.....	8
第 5 章 总结	9
■ 分析师简介及免责声明.....	10

4 月下旬，国内外铜价延续高位震荡走势，整体上还是保持相对强势。然而，我们认为，即将进入 5 月份，无论是宏观层面，还是微观供需层面，铜市场可能迎来一定的调整压力。当然，在海外高通胀尚未消退的情况下，对冲通胀的投资需求还是对铜价有支撑。

宏观层面，俄乌冲突尚未结束，美国还是煽风点火，加大对俄罗斯的制裁，并继续支持乌克兰对抗俄罗斯。俄乌冲突一方面带来全球能源价格的飙升，另一方可能带来全球美元结算体系的动摇，长远影响不可忽视。

国内稳增长政策继续积极，但是我们认为二季度经济能否触底还是未知数，且未来政策进入真空期，二季度侧重一季度出台的政策落实。上海疫情可能对 4 月国内经济影响比 3 个月更为显著。而随着海外商品补库的结束，逆全球化浪潮将导致中国出口在二季度继续回落。此外，我们认为尽管国内二季度疫情会缓和，工业生产会出现恢复，但是原材料价格高企还是会继续影响中小企业开工率，而居民可支配收入受疫情影响增速放缓，这会继续拖累消费和地产。

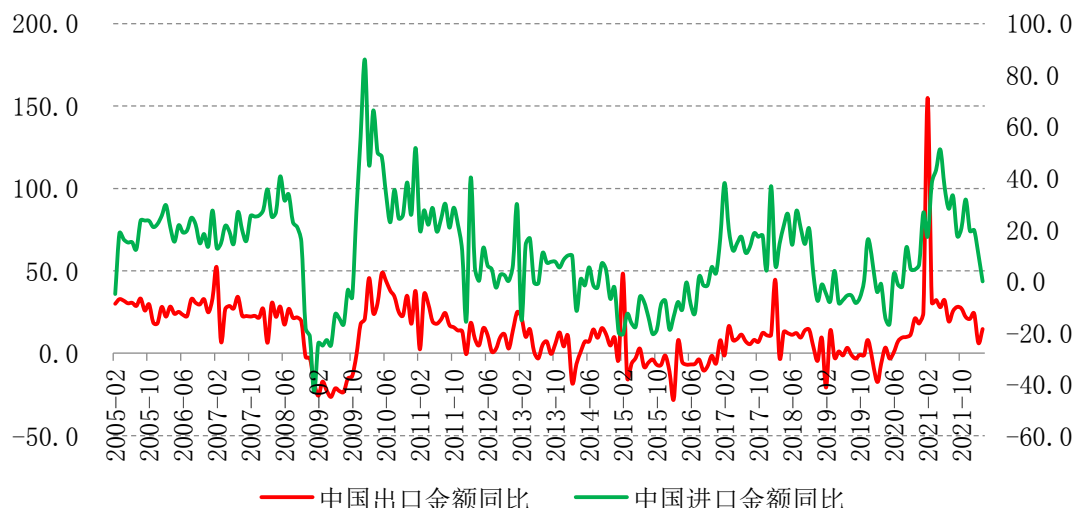
微观供需层面，随着国内铜价补涨，国内部分精炼铜出口到海外，铜内外比价修复，进口出现盈利，再加上 5 月逐渐进入消费淡季，国内铜可能会出现累库的压力。疫情缓和后，对于冶炼厂原材料运输和精铜发货影响减弱，市场可流通货源增加，这都意味着铜供应最紧张的时候即将过去。因此，对于未来铜价涨势不易过渡看好。

第1章 二季度国内经济能否触底还是未知数

从国家统计局公布的 2022 年一季度数据来看，中国 GDP 增速较去年四季度明显减速，一方面受到疫情影响，导致居民可支配收入增速放缓和消费场景消失，另一方面，我们认为出口增速回落，依旧国内原材料价格高企，这导致工业产出增速放缓。值得关注的是，我们认为当前政策可能“要不对症”，如果不解决原材料价格高企的问题，社会总需求很难扩张。

从进出口来看，内外需都在放缓。按美元计，中国 3 月份出口总值 2760.8 亿美元，同比增长 14.7%，进口总值 2287.0 亿美元，同比下降 0.1%。一季度出口总值 8209.2 亿美元，同比增长 15.8%，进口总值 6579.8 亿美元，同比增长 9.6%。

图 1 3 月中国进出口双双减速



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

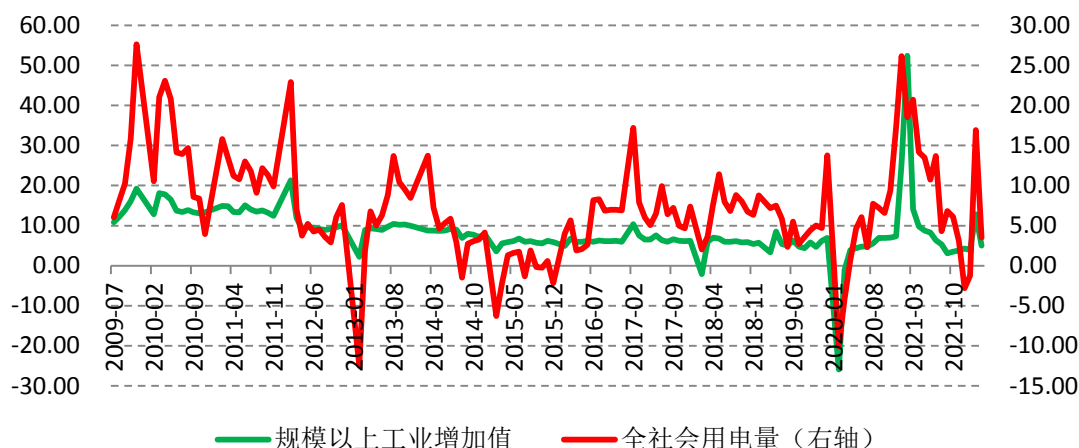
如果剔除价格因素，从进出口物理数量看，中国 3 月进出口同比都出现大幅的下降。海关监管货运数据显示，3 月，中国出口货运量同比下降 52.3%，而进口货运量同比下降 15.1%。

3 月我国美元计价进口同比增长-0.1%，较 1-2 月大幅回落 15.6 个百分点，进口活动的减速明显，这可能与国内疫情蔓延有很大关系。且房地产投资增速下滑也可能给进口造成拖累。

一方面，由于高价格对消费的抑制，原材料进口也普遍下降。3 月，原油、铁矿石、钢材、铜材、铝材、大豆和食用植物油进口数量都出现下降。另一方面，高技术产品进口同样也在下降。3 月，中国高技术产品进口同比下降 2.5%，去年同期高达 24.4%；一季度，中国高技术产品进口同比仅仅增长 5.8%，去年同期高达 31%。

工业产出方面，3 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.0%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速较 2 月大幅下滑 7.8 个百分点，也远低于去年同期的 14.1%。3 月工业增加值下滑与疫情有很大关系，但原材料价格高企对中小企业冲击也是一个重要原因，3 月全社会用电量同比仅仅增长 3.5%，去年同期高达 20.7%。

图2 进口亏损导致精铜进口同比下降



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

固定资产投资方面，3月制造业投资和基建投资增速回升，但是房地产投资疲软。2022年一季度，基建投资增速明显加快，升至8.5%，尤其是3月当月，基建投资同比增速回升至8.8%，这与一季度专项债提前批下达和融资加快是吻合的。一季度，房地产投资同比仅仅增长0.7%，较去年同期几乎持平，较1-2月回落3个百分点。尽管去年四季度以来，房地产融资渠道改善，但是房地产企业债务到期压力、居民可支配收入增速放缓下商品房销售增长持续低迷，房地产开发企业一方面保交付，以便维持流动性，一方面降低新开工，以便回笼资金，前几年高周转模式已经彻底结束。3月当月，房地产开发投资同比下降2.4%，较去年12月降幅有所缩窄，但是继续维持负增长。

从国家统计局和发改委在新闻发布会中传递的信息显示，二季度政策可能侧重落实，不大可能有新的政策出台，且货币政策面临美联储加息的掣肘。4月15日上午，国家发展改革委举行专题新闻发布会。介绍积极扩大有效投资有关情况，并就稳投资重点举措、新型基础设施投资、交通基础设施投资、社会民生领域投资、提高农业综合生产能力投资、制造业投资、医疗卫生领域投资、“东数西算”工程投资建设、“十四五”规划102项重大工程进展、激发民间投资活力等问题。国家发改委将按照《政府工作报告》部署要求，重点从四个方面做好扩大有效投资工作：聚焦重点领域、强化资金要素保障、快推进项目实施和激发社会投资活力，但这些措施都是对一季度出台的相关措施的落实和推进。

第2章 海外出现黑天鹅事件概率较大

首先，我们认为当前海外宏观环境和上个世纪70年代非常类似，俄乌冲突带来的不仅仅是能源价格上涨，还包括粮食安全和粮食价格暴涨，欧美发达国家高通胀问题短期很难解决，更何况欧洲央行还迟迟不愿意紧缩。此外，围绕俄乌冲突的制裁与反制裁，引发市场对美元、日元等主要发达经济体货币体系的忧虑。

其次，美联储紧缩力度可能会继续加码。此前，鲍威尔就曾表态，如果未来一次或多次会议认为有必要加息超过 25 个基点，美联储就将实施这一方案，暗示支持 5 月加息 50 个基点，缩表最早将于 5 月 FOMC 会后宣布。根据 CME 美联储观察最新数据显示，5 月份加息 50 个基点的可能性高达为 93.2%，一个月之前仅为 43.9%，加息 25 个基点的概率为 6.8%。这意味着，一旦美联储加大紧缩力度，美国经济有可能二季度就触顶，如果美股暴跌，那么美国居民资产负债表出现恶化，不排除二季度末美国经济出现衰退的风险。

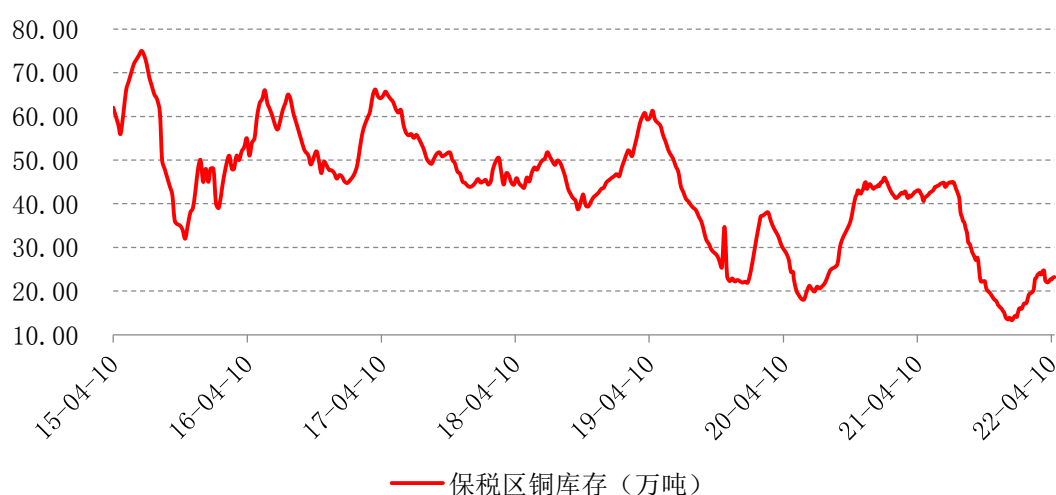
第3章 国内铜供应最紧张的时候已经过去

4 月下旬，上海市场现货供应充足，进口铜货源大量补充市场，升水承压继续下行而后企稳。在上海地区疫情拐点初现的形势下，上海市场流动性小幅改善，仓库可以提现货，但流程仍受到严格管控，需按指定路线运输，同时需持有核酸证明等材料，运往周边地区成本较正常水平高 200~300 元/吨。

佛山市场由于部分贸易商现持有货源较多，为求成交多次下调升水；沪粤两地价差也逐渐趋于稳定。近期由于部分仓单流出以及进口铜到货，使得市场流通货源较为充裕，但终端订单减少使得下游接货不佳，现货升水一降再降。

首先，国内保税区铜库存和各地铜的社会库存都企稳回升，暗示铜供应紧张的时候已经过去。截止 4 月 18 日，上海保税区铜库存回升至 23.2 万吨，而包括上海、广州、江苏、浙江、江西、重庆和天津等地的铜社会库存也回升至 12.07 万吨。

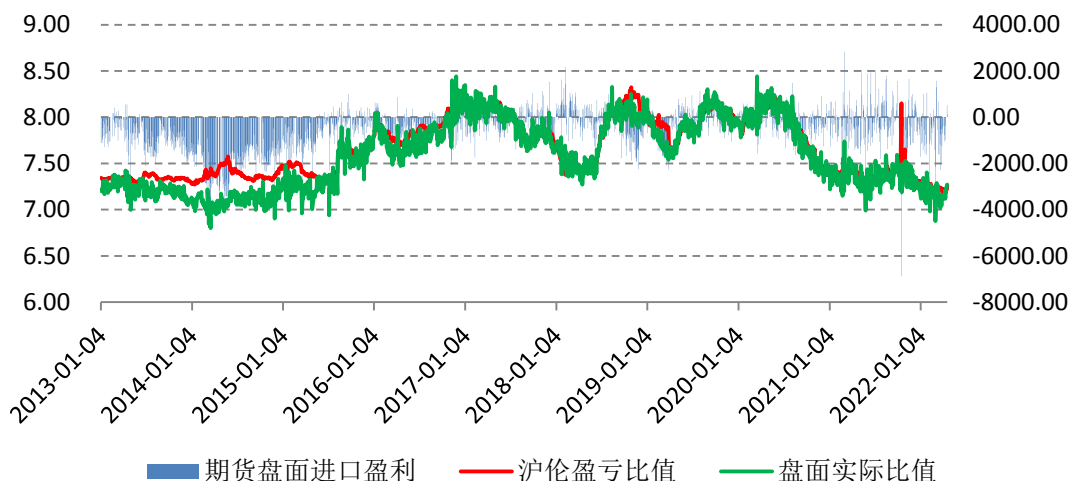
图 3 上海保税区铜库存企稳回升



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

其次，从进口盘面利润来看，4 月下旬，进口从前期的亏损转为盈利，这意味着未来保税区的铜报关会增加，且海外精炼铜进口会增加。据我们测算，4 月 19 日和 20 日，LME 三个月铜进口盘面利润分别升至 511 元/吨和 111 元/吨。

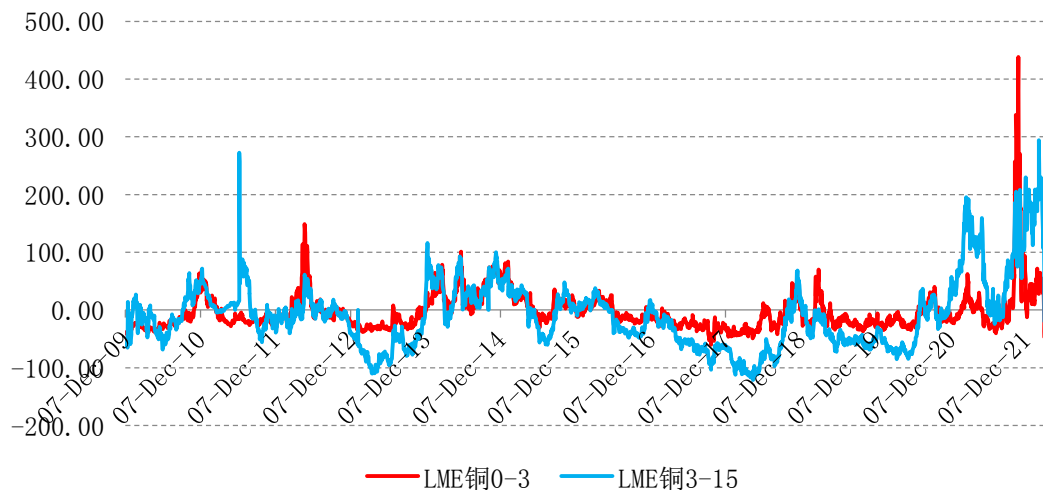
图4 铜进口盘面转为盈利



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

如果进口增加，那么海外铜是否供应充足呢？我们跟踪 LME 和 COMEX 铜库存数据发现，二者在 4 月中下旬以来持续回升。而 LME 铜价差也显示近月较远月价差转为负值，LME 铜价格曲线回到 Contango 结构。4 月 20 日，LME 铜近月较 3 个月铜价差为-27 美元/吨，3 个月铜较 15 个月铜价差也缩减至 4.25 美元/吨。

图5 LME 铜价差转为正向结构



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

最后，随着中央不断出台措施暴涨物流畅通，预计铜冶炼厂原材料运输和电解铜发货将逐渐恢复，上海、广东和天津等铜地区精铜到货将增加。4 月 11 日，国务院印发《关于切实做好货运物流保通保畅工作的通知》，要求全力畅通交通运输通道，严禁擅自阻断或关闭高速公路，不得擅自关停高速公路服务区，此外还提出了一揽子财税金融政策。

4月12日，交通运输部和银保监会纷纷响应。交通运输部发布《关于进一步统筹做好公路交通疫情防控和保通保畅工作的通知》，要求各地对本区域公路防疫检查点设置、收费站和服务区关停等情况进行全面摸底复查，对不符合要求关停的，要立即恢复正常运行，确保4月15日前整改完成。

4月18日，全国保障物流畅通促进产业链供应链稳定电视电话会议在北京召开，中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤出席会议并部署十项重要举措，要求要足量发放使用全国统一通行证，核酸检测结果48小时内全国互认，实行“即采即走即追”闭环管理，不得以等待核酸结果为由限制通行。要逐个攻关解决重点地区突出问题。要着力稳定产业链供应链。

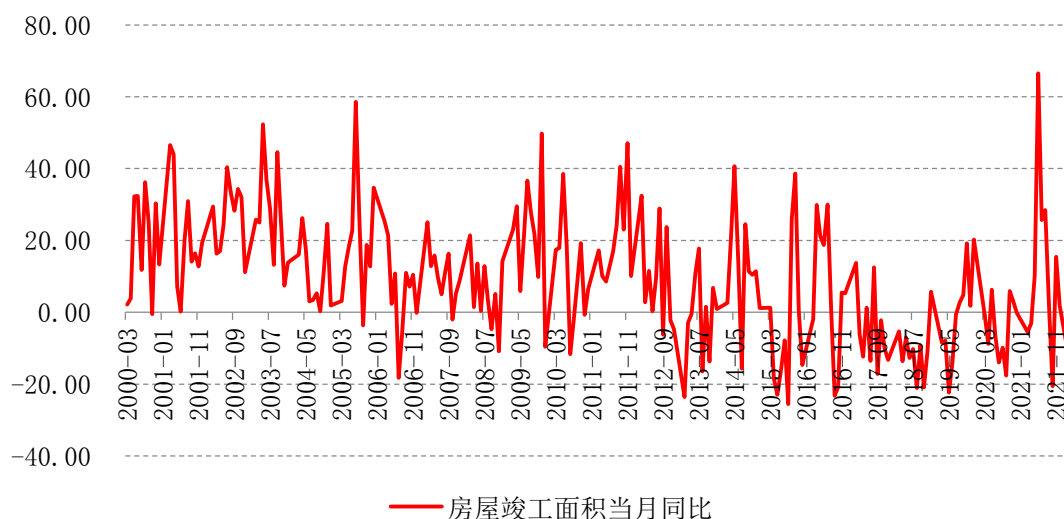
第4章 铜消费温和，且即将进入淡季

调研发现，3月铜杆、铜管和铜板带开工率尽管较2月春节月份回升，但都低于去年同期，其中铜杆企业开工率为63.5%，去年同期为65.5%；铜管企业开工率为68%，去年同期为84.1%；铜板带企业开工率为69.1%，去年同期为79.6%。

从铜杆加工费看，4月下旬，铜杆加工费有回落的趋势。据亚洲金属网调研数据显示，4月21日，8mm铜杆加工费回落至600-800元/吨，在4月中旬为620-820元/吨。而广东南储对8mm和2.6mm无氧铜杆加工费报价的均价下调至620元/吨和920元/吨。

对于地产领域的铜消费而言，3月是负增长的。2022年一季度，房屋竣工面积同比下降了11.5%，而3月当月同比大幅下降了15.5%。

图6 房屋竣工面积同比负增长



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

汽车领域的铜消费也出现同比的下滑，4月上海等地疫情可能导致新能源汽车产销受到影响。3月，汽车产销也不及预期。据中国汽车工业协会统计分

析，2022 年 3 月，受疫情多发、芯片供应紧张、原材料涨价等因素的影响，乘用车销量总体表现不及预期。2022 年 3 月，乘用车产销 188.1 万辆和 186.4 万辆，环比增长 22.4%和 25.1%，同比下降 0.1%和 0.6%。直到 4 月中旬，汽车产销依旧偏弱。据乘联会发布的数据，4 月 11-17 日，乘用车零售 18.7 万辆，同比下降 39%，较上月同期下降 33%；乘用车批发 15.8 万辆，同比下降 51%，较上月同期下降 51%。

第5章 总结

国内经济在二季度能否触底还是未知数。从国家统计局公布的 2022 年一季度数据来看，中国 GDP 增速较去年四季度明显减速，一方面受到疫情影响，导致居民可支配收入增速放缓和消费场景消失，另一方面，我们认为出口增速回落，依旧国内原材料价格高企，这导致工业产出增速放缓。值得关注的是，如果不解决原材料价格高企的问题，社会总需求很难扩张。

从国家统计局和发改委在新闻发布会传递的信息显示，二季度政策可能侧重落实，不大可能有新的政策出台，且货币政策面临美联储加息的掣肘。

我们认为当前海外宏观环境和上个世纪 70 年代非常类似，俄乌冲突带来的不仅仅是能源价格上涨，还包括粮食安全和粮食价格暴涨。与此同时，美联储紧缩力度将加大，这可能意味着美国经济二季度将触顶回落，这进一步带来中国出口减速的压力。

微观供需层面，随着国内铜价补涨，国内部分精炼铜出口到海外，铜内外比价修复，进口出现盈利，再加上 5 月逐渐进入消费淡季，国内铜可能会出现累库的压力。疫情缓和后，对于冶炼厂原材料运输和精铜发货影响减弱，市场可流通货源增加，这都意味着铜供应最紧张的时候即将过去。3-4 月，由于疫情和价格高企，铜消费同比是下降的，包括新能源汽车。而 5 月即将逐步进入消费淡季，铜价涨势将趋缓甚至可能即将触顶。

■ 分析师简介及免责声明



BAOCHENG FUTURES <<<
金融研究所·负责人

负责宏观策略和有色金属研究，曾多次获得上海期货交易优秀宏观分析师，优秀有色金属分析师，期货日报暨证券时报最佳宏观策略分析，最佳金融期货分析师和最佳工业品分析师。

获取每日期货策略推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信 • 期货咨询尽在掌握

免责条款

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。