

2024 年 05 月 10 日

Cobre Panama 停产，全球铜矿供应紧张加剧

——“高铜价背景下，全球供需逻辑再演绎”（十四）

季先飞

投资咨询从业资格号：Z0012691

jixianfei015111@gtjas.com

报告导读：

巴拿马地理位置优越，铜矿资源丰富，但未来勘探和产量或受限。巴拿马最高法院裁定巴拿马政府与 First Quantum 签订的铜矿运营合同违宪，且巴拿马政府取消金属勘探申请，将限制未来铜矿产量和储量的增加。

巴拿马政府规划矿产资源，实施较为严格的矿产资源法。首先，《矿产资源法》规定巴拿马矿藏属于国有财产，且勘探权和采矿权是分立的。其次，在矿政管理方面，巴拿马总统需要签署法令，才能宣布启动或者暂停新的金属项目。再次，巴拿马政府鼓励外国和本国投资者投资矿业领域，但限制外国政府、国有企业参与巴拿马矿业活动。最后，环保方面，巴拿马政府具有严格的环境法，应对矿山环保问题。同时，巴拿马独特的地理位置和丰富的资源，且在政治、经济、社会、法律上展现出强大的投资吸引力。但是，巴拿马社会因素存在不确定性，资源民族主义较浓。同时巴拿马工资较高、缺乏技术性劳工、劳工法过于保护、行政及生产效率低、电力供应不稳定且昂贵等，提高了投资成本和降低了投资回报率。

巴拿马主要铜矿为 Cobre Panama 铜矿，但被巴拿马法院裁定开采合同违宪，已经暂停生产。2023 年四季度，巴拿马总统批准了一项法律，授权为该矿签订新的长期合同，引发大规模抗议示威。2023 年 11 月 28 日，巴拿马最高法院裁定第一量子与巴拿马政府续签的铜矿开采合同违宪，使得 Cobre Panama 铜矿被迫停止生产。同时，为了安抚抗议者，巴拿马政府已经暂停批准所有新的矿山特许权。

Cobre Panama 铜矿未来的发展，主要涉及到铜精矿库存出口和何时能否恢复开采两方面的问题。铜精矿库存出口方面，First Quantum 计划启动国际仲裁，希望出口铜精矿库存。在恢复开采方面，First Quantum 在巴拿马大选之前已经开始媒体宣传，希望获取民众的支持，说服下一届政府允许该矿重启。但从当前 Cobre Panama 铜矿面临的问题而言，该矿短期内或很难复产。

Cobre Panama 铜矿产量较大，其停产加重了全球铜矿供应紧张的格局，对全球精铜生产影响明显。在全球缺乏大型矿山项目投产和部分矿山项目生产扰动不断增强的背景下，Cobre Panama 铜矿的停产对全球铜矿供应的影响显得尤为明显。从影响的国家上看，Cobre Panama 铜矿的停产可能对日本和韩国精铜生产的影响可能更大。

目录

1. 巴拿马地理位置优越，铜矿资源丰富	3
2. 巴拿马实施严格的矿产资源法，吸引外部投资	4
2.1 规划矿产资源，实施较为严格的矿产资源法	4
2.2 投资环境优越，但投资劣势也很明显	6
3. 巴拿马 Cobre Panama 铜矿被迫停产，短期或难以复产	7
3.1 Cobre Panama 铜矿发展历史	7
3.2 Cobre Panama 铜矿开采合同违宪，已经暂停生产	7
3.3 Cobre Panama 铜矿未来发展预测	9
4. Cobre Panama 铜矿停产影响全球精铜生产	9
5. 总结：Cobre Panama 铜矿停产，加剧全球铜矿供应紧张格局	10

(正文)

巴拿马地理位置优越，铜矿资源丰富，但未来勘探和产量或受限。巴拿马主要铜矿为 Cobre Panama 铜矿，但被巴拿马法院裁定开采合同违宪，已经暂停生产。Cobre Panama 铜矿的库存铜精矿可能获得出口权限，但该矿短期内或很难复产。Cobre Panama 铜矿产量较大，在全球缺乏大型矿山项目投产和部分矿山项目生产扰动不断增强的背景下，该矿的停产对全球铜矿供应和精铜生产有较为明显的影响。

1. 巴拿马地理位置优越，铜矿资源丰富

巴拿马共和国（The Republic of Panama，以下简称“巴拿马”）位于中美洲，总面积 7.55 万平方公里，北临加勒比海，南濒太平洋，东接哥伦比亚，西隔巴拿马运河与哥斯达黎加相望。巴拿马运河是全球最为重要的人工航道之一，连接大西洋和太平洋，对国际贸易具有至关重要的战略意义。从地质上看，巴拿马地质包括太平洋板块¹、科科斯板块²和纳斯卡板块³、加勒比板块⁴和巴拿马板块⁵等，主要分为洋壳和大陆地壳两大类型。洋壳主要分布在太平洋一侧，而大陆地壳则主要分布在加勒比海一侧。这使得巴拿马的地形多样，包括高山、丛林、平原和海岸线，为多样化的生物群落和丰富的生态系统提供了丰富的栖息地，同时也为矿产资源的形成提供了基础。

铜矿作为矿产资源中的一部分，主要分布在西部地区，地质构造对铜矿的形成起着重要作用。巴拿马的地质结构中包含了含有铜的矿床，通常是在地质历史长期作用下形成的。巴拿马成矿作用强烈，在西部形成 4 个金或铜金成矿带，在东部形成两个铜-金成矿带。巴拿马铜矿主要包括硫化铜矿和氧化铜矿两种类型。硫化铜矿是最常见的铜矿类型之一，其主要矿物包括黄铜矿、辉铜矿等。而氧化铜矿则是在氧化条件下形成的，常见的矿物有孔雀石、铜绿矿等。这些不同类型的铜矿在地质形成和开采过程中具有不同的特点和开采难度，受巴拿马环保政策、经济发展政策等影响较大。

巴拿马铜矿资源丰富，但未来勘探和产量或受限。巴拿马铜矿储量在全球排名第 11 位，待开采量位列第 4 位，可供开采长达 50 年，是全球重要的铜矿产区之一。巴拿马铜矿品质一般，但加拿大第一量子公司（First Quantum Minerals，以下简称“First Quantum”）投资的巴拿马铜业（Mine de Cobre Panama，以下简称“Cobre Panama”）已经发展成为中美洲地区最大的铜矿开发项目。但是，巴拿马最高法院裁定巴拿马政府与 First Quantum 签订的铜矿运营合同违宪，该矿处于停产状态。

同时，巴拿马政府取消金属勘探申请，将限制未来铜矿储量的增加。2024 年 2 月，巴拿马工商部（MICI）最新签署近 45 项行政决议，禁止该国金属开采勘探申请。目前已根据巴拿马现行法律和正规程序通知各申请公司，并指出阿苏埃罗地区（Azuerro）8 项新的金属开采申请和洛斯·桑托斯省（Los Santos）马卡拉卡斯市（Macaracas）、拉斯塔布拉斯市（Las Tablas）和托诺西市（Tonosí）的 3 项金属开采合同的更新或延期申请已被拒绝。同时，MICI 签署贝拉瓜斯省（Veraguas）25 项决议，禁止金属矿产开采申请

¹ 太平洋板块(Pacific plate)主体位于太平洋中，东界为圣安德烈斯转换断层，与北美板块等相接；西界为马里亚纳深海沟，与菲律宾海板块汇聚。

² 科科斯板块(Cocos Plate)以位于其中的科科岛命名，是中美洲西岸外的太平洋中的一个大洋板块，是由沿着东太平洋海隆发生的海底扩张形成的。

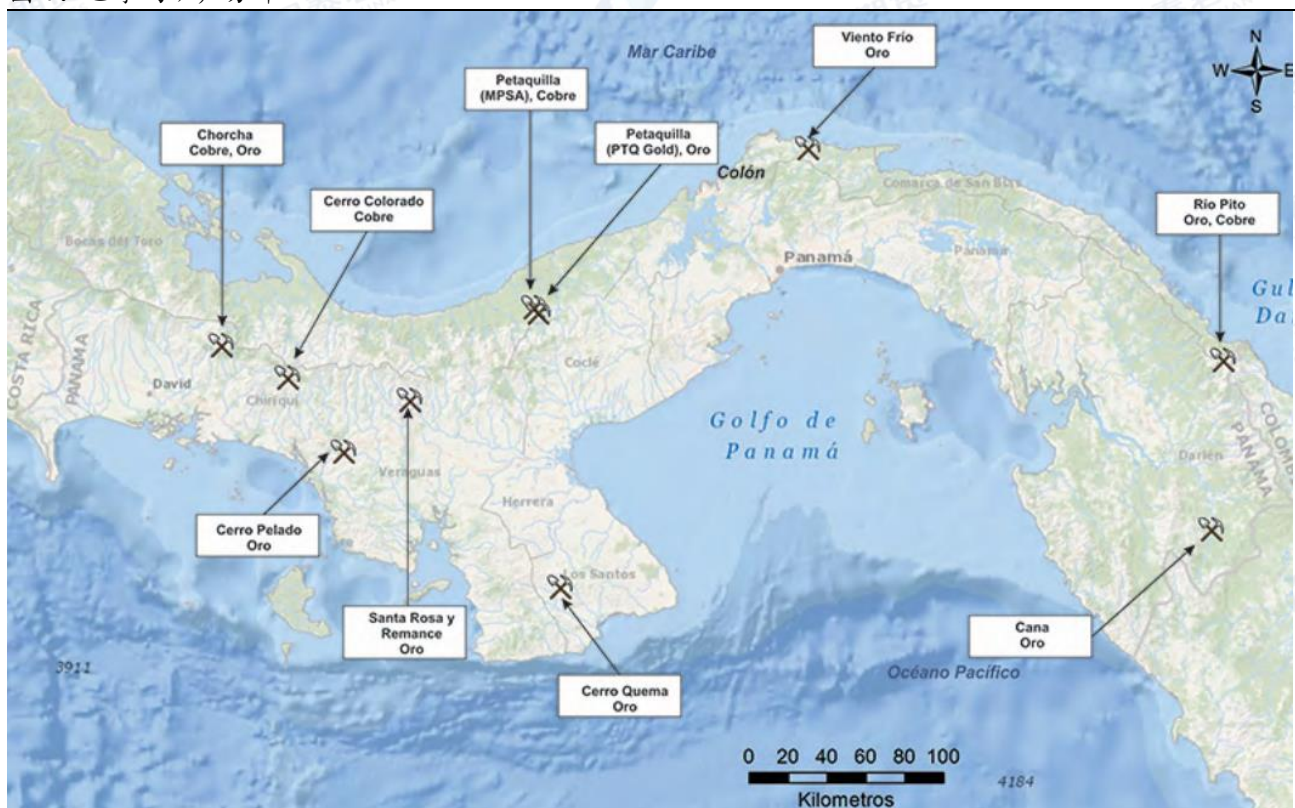
³ 纳斯卡板块(Nazca Plate)以秘鲁南部的纳斯卡地区命名，是太平洋大板块的一部分，后来分裂成独立的一个小板块，位于东太平洋赤道以南，东边与南美板块交界。

⁴ 加勒比板块(Caribbean plate)是以加勒比海为主体的一个东西向小板块，北界是开曼左行转换断层，南界是伸入委内瑞拉北部的法尔康右行转换断层，东界沿小安的列斯弧以东的波多黎各海沟。

⁵ 巴拿马板块(Panama Plate)是中美洲的小型板块，位于科科斯板块和纳斯卡板块以北、加勒比板块以南。

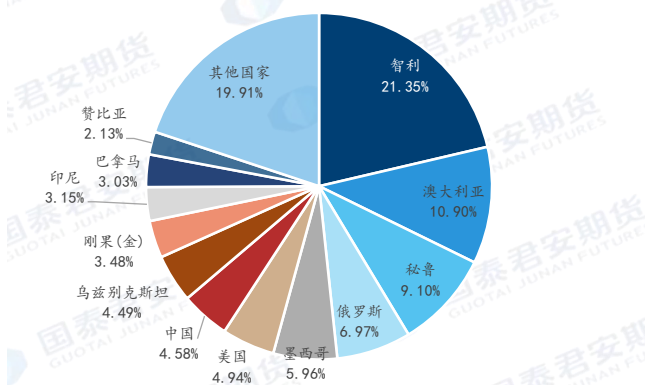
并取消到期合同。从产量上看，受巴拿马铜业停产的影响，2023年巴拿马铜矿产量下滑，2024年巴拿马铜矿产量可能将继续回落。

图 1：巴拿马矿产分布



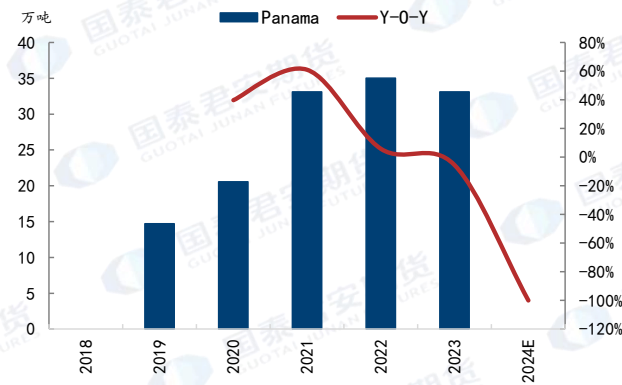
资料来源：巴拿马矿业商会（CAMIPA），国泰君安期货研究

图 2：巴拿马铜矿储量占全球的 3%，为全球 11 位



资料来源：USGS，国泰君安期货研究

图 3：预计 2024 年巴拿马铜矿产量回落



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2. 巴拿马实施严格的矿产资源法，吸引外部投资

2.1 规划矿产资源，实施较为严格的矿产资源法

巴拿马的法律体系以欧洲民法为基础，其中西班牙和法国法律对巴拿马法律体系的发展产生了巨大影响。巴拿马采矿活动的立法由国民议会（巴拿马政府的立法机构）颁布，经总统批准后在官方公报上公布。巴拿马境内矿业活动的法律调整涉及多个方面，除了《矿产资源法》外，还牵涉到宪法、公司法、土地法、森林法、环境法、安全法、水法、税法、劳工法等多个法律领域。巴拿马政府统一规范所有矿产资源，《矿产资源法》覆盖了矿产资源所有权、矿权授予、保留区、矿产分类、开发、运输、特许权使用费、税金、环境保证金、行政管理、法律责任等多个方面。对于巴拿马矿业政策，重点从矿产归属、矿政管理、外商投资、特许权使用、环境保护等方面进行解读。

首先，《矿产资源法》规定巴拿马矿藏属于国有财产，且勘探权和采矿权是分立的。巴拿马境内的岛屿、领海、海床及其底土和大陆架中任何一种现有矿藏均属于国有财产，使用收益权可以根据宪法以及《矿产资源法》指定的方式和条款授予矿权人。同时，巴拿马的勘探权和采矿权是分立的，勘探权不能直接转化为开采权；同一矿区不同矿种特许权需要各自独立通过申请、招标、转让等方式获取。

矿业特许权又分为六类，分别为：地表勘查许可、勘探特许权、开采特许权、运输特许权、加工特许权、特殊开采许可等。勘探特许权初期有效期为 4 年，可延期两次，每次两年；所持有的最大面积为 25000 公顷。勘探特许权的期限可以延长两次，每次为两年，但延期时需要将勘探面积缩小 15%。采矿特许权铜矿为 25 年，可 3 次延期，分别为 10 年、5 年和 5 年，但延期时需要达到预期条件或者将采矿面积缩小 20%。运输和加工特许权的初始期限为 25 年，可以延期 3 次，分别是 10 年、5 年和 5 年。

其次，在矿政管理方面，巴拿马总统需要签署法令，才能宣布启动或者暂停新的金属项目。同时，巴拿马各级政府有权干预矿产资源的利用，且国家环境总局负责监督法律的履行和环境保护。巴拿马缺乏专业的地质调查机构，矿产资源局则负责管理地质资料。

再次，巴拿马政府鼓励外国和本国投资者投资矿业领域，但限制外国政府、国有企业参与巴拿马矿业活动。1988 年修订的《矿产资源法》规定了一系列奖励政策，包括特许权期限、采矿权期限、税率降低、关税减免等。外国人在巴拿马几乎没有投资限制，注册公司也非常迅速，外资享有国民待遇和非歧视原则。《矿产资源法》规定国内外自然人和法人可以获得勘探和采矿特许权，但限制了特殊主体的取得矿业权，例如外国政府或机构、与巴拿马政府官员相关的主体以及拖欠与采矿相关款项的主体。这个法律框架的目的在于确保国内的矿业资源由巴拿马国内实体负责，并且防止外国政府通过其参与矿业活动来影响或干涉巴拿马的内政。

根据巴拿马法律法规，规定了禁止外国政府、国有企业或有外国政府直接或间接参与巴拿马的矿业活动。这一措施是为了确保矿业资源的所有权和控制权牢牢掌握在巴拿马国内的实体手中，以维护国家的主权和自主权利。这也是许多国家为了确保对关键资源的独立控制而采取的一种常见政策。法规中明确规定，外国政府和国有企业不得获得巴拿马的采矿特许权，也不能成为矿业活动的承包商。这种限制确保了巴拿马国内实体对于矿业活动的主导地位，防止外国政府通过获取特许权或承包合同来直接介入矿业领域。

巴拿马在矿业领域采取的政策有助于保障国家矿业资源的国有化。这意味着矿业资源的所有权和控制权主要归属于巴拿马国内的法人实体，而外国政府和国有企业则无法直接或间接控制巴拿马的矿业资源。通过禁止外国政府和国有企业介入矿业领域，巴拿马旨在维护国家的主权和经济独立。这种政策确保了国家对矿业资源的战略掌控，有助于防范外部势力对国家矿产资源的过度影响。由于矿业资源的国有化，巴拿马能够更好地控制和管理这些资源的开发和利用。这种控制有助于确保矿业活动对本地经济的积极贡献，并提供更多的就业机会，从而促进社会经济的可持续发展。

最后，环保方面，巴拿马政府具有严格的环境法，应对矿山环保问题。巴拿马没有专门适用于采矿业的环境立法，其环境保护适用一般环境条例，保护和规范可能受到包括采矿在内的任何经济活动影响的自

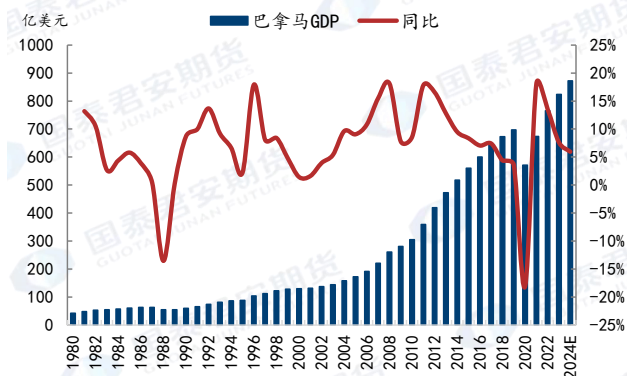
然资源的使用和开采，主要立法是《环境法》。巴拿马主管环境保护的部门是环境部，主要职责是“制定和管理可再生资源，以及环境的再生、保存、规划、适用及利用等方面的政策和措施”。“在地方上也设有政府体系内的环境保护和监管部门，并根据中央环保部制定的基本政策具体负责本地区的环保工作”。“环境部及其地方部门可对违反环境保护和可再生资源利用方面规定的行为进行行政处罚，包括罚款、中止相关许可、临时中止项目、推毁造成或可能造成环境破坏的无证项目设施以及没收相关物资或工具等。除行政处罚外，如果损害环境和违规利用可再生资源的行为涉嫌违反民事和刑事法律法规，行为人亦可受到民事和刑事处置”。外资企业和当地企业在开展投资或承包工程前都须进行环境影响评估。“申请环评的程序是：项目单位在环境部网站注册并提出环境许可申请。环境部根据对项目进行环境评估的结果决定是否给予该项目环境许可”。

2.2 投资环境优越，但投资劣势也很明显

巴拿马独特的地理位置和丰富的资源，展现出强大的投资吸引力。巴拿马投资吸引力主要表现在政治、经济、社会、法律等多个方面。首先，政治稳定是巴拿马吸引投资的关键因素之一。相对较低的政治风险使得投资者更愿意将资金投入这个国家。巴拿马法治相对健全，经济开放度高，对外商投资保护和鼓励的政策使其在加拿大弗雷泽研究所的矿业投资环境排名中有所上升，这为矿业投资提供了有利条件。其次，社会安定为投资提供了良好的环境，为企业运营和发展创造了有利条件。第三，巴拿马经济增长迅猛，成为一个充满活力的市场，为投资者提供了丰富的商机。同时，巴拿马以美元为流通货币，无外汇管制和汇率问题，为国际投资者提供了更为便利的条件。第四，地理位置的优越性使巴拿马成为国际贸易的重要节点，为跨国企业提供了便捷的商业通道。巴拿马因运河而成为区域贸易、航运和金融业的中心，其中地理位置的优越性和方便的交通网络有助于降低运输成本，提高投资回报率，为投资者提供了广阔的商机。最后，市场潜力巨大也使得巴拿马成为投资者青睐的目标之一。巴拿马在全球范围内竞争力较强，尤其是巴拿马矿产资源丰富，成为投资者重点关注对象。

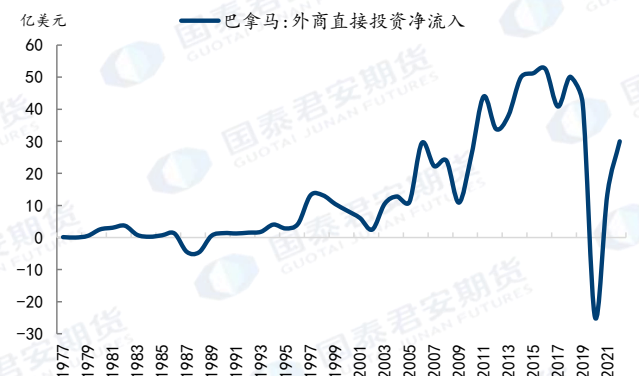
巴拿马铜矿具有投资吸引力，但同时也存在劣势。首先，巴拿马社会因素存在不确定性，资源民族主义较浓。巴拿马公众对矿业活动的反对主要来自土著部落、部族和社会团体等。这些反对主要集中在矿权区域内，而 70%以上的矿权区在原住民自治区内。反对矿业的主要原因涉及资源民族主义情绪、生态环境破坏以及腐败问题。其中，资源民族主义情绪反映了巴拿马公众对于外资控股矿山项目的担忧，认为这可能导致外国掠夺巴拿马资源，损害国家长期利益。其次，巴拿马工资较高、缺乏技术性劳工、劳工法过于保护、行政及生产效率低、电力供应不稳定且昂贵等，提高了投资成本和降低了投资回报率。

图 4：巴拿马经济持续增长



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 5：2021-2022 年巴拿马外商直接投资快速增加



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

3. 巴拿马 Cobre Panama 铜矿被迫停产，短期或难以复产

3.1 Cobre Panama 铜矿发展历史

巴拿马主要铜矿为科布雷铜矿（Cobre Panama），原名佩塔基亚铜矿（Petaquilla），属于斑岩型表生铜矿，是中美洲最大的露天铜矿，伴生金、钼、银等金属。Cobre Panama 铜矿位于巴拿马中部地区，属于斑岩型铜矿床，在火山喷发和岩浆活动的环境中形成。

Cobre Panama 铜矿的历史可以追溯到 20 世纪初期，当时人们就已经意识到这个位于巴拿马科隆省可能拥有丰富的铜矿资源。直到后来，才进行了更深入的勘探活动，包括地质调查、样本采集和地质勘探，以确定矿藏的规模和质量。在 20 世纪 90 年代，加拿大的 Inmet Mining Corporation（以下简称“Inmet”）开始参与 Cobre Panama 铜矿的勘探工作，通过广泛的地质勘探和钻探，Inmet 确认了达连省存在丰富的铜矿资源。随着勘探工作的深入，Inmet 逐渐确定了 Cobre Panama 铜矿的规模和质量，并根据矿藏评估结果制定了开发计划。但由于各种原因，包括金融和环境问题，该项目推进缓慢。直到 2013 年，加拿大矿业公司 First Quantum Minerals 收购了 Inmet，从而获得了 Cobre Panama 铜矿特许权的巴拿马公司 Minera Panama（MPSA）的 80% 的控制权，并于 2017 年 8 月增至 90%，其余 10% 的权益由韩国资源公司（Kores）持有。这次收购交易加速了 Cobre Panama 项目的发展进程，因为 First Quantum Minerals 具备更强大的资金和技术支持。自 2010 年代中期开始，Cobre Panama 铜矿进入了建设阶段，涉及巨大的基础设施建设、矿山开发和加工设施建设。2019 年，Cobre Panama 铜矿宣布开始商业生产，成为巴拿马历史上最大的矿业项目之一。2022-2023 年该矿完全达产后，C1 成本为 1.20 美元/磅，全成本为 1.50 美元/磅，处于较低水平。2023 年 11 月，First Quantum 将 Cobre Panama 纳入保护和安全管理阶段。

根据 First Quantum 的报告，Cobre Panama 拥有 30 亿吨已探明和可能储量，铜品位 0.38%，是过去十年全球最大的新铜矿之一。该矿的商业生产于 2019 年开始，以全部产能测算，该工厂加工 8500 万吨/年的矿石，每年生产超过 30 万吨的铜。Cobre Panama 由一系列铜斑岩矿床组成，主要矿床有 Balboa、Botija、Colina 和 Valle Grande，以及一些小的矿化带，其中最重要的是 Brazo 和 Botija Abajo，该项目的矿山寿命为 34 年。

表 1: Cobre Panama 斑岩型铜矿的主要矿床

Deposit	category	Tonnes(Mt)	TCu (%)	Mo(%)	Au (g/t)	Ag (g/t)
Botija	Measured	100.90	0.58	0.009	0.15	1.65
Botija	Indicated	488.10	0.36	0.007	0.07	1.10
Colina	Indicated	1031.60	0.39	0.007	0.06	1.58
Medio	Indicated	63.00	0.28	0.004	0.03	0.96
Valle grande	Indicated	602.10	0.36	0.006	0.04	1.37
Balboa	Indicated	647.30	0.35	0.002	0.08	1.37
Botija Abajo	Indicated	114.00	0.31	0.004	0.06	0.93
Brazo	Indicated	228.30	0.36	0.004	0.05	0.81
Total Measured and indicated	Indicated	3275.40	0.37	0.005	0.07	1.34

资料来源：First Quantum，国泰君安期货研究

3.2 Cobre Panama 铜矿开采合同违宪，已经暂停生产

Cobre Panama 铜矿的争端备受市场关注。2023 年年初，First Quantum 与巴拿马政府之间在税收和特许权使用费问题上的分歧，导致 Cobre Panama 产出的铜精矿被阻止出口，且政府一度勒令该矿停产。经过漫长谈判后，双方在 2023 年 3 月初达成了一项新的协议，并计划签订了新的合同，允许 First Quantum 在

巴拿马继续经营该矿 20 年，并可选择额外经营 20 年。新合同规定特许权使用费提高到毛利润的 12-16%，并规定了税收和特许权使用费的支付条件。在 2025 年前，如果铜价高于 3.25 美元/磅，First Quantum 要向巴拿马政府支付至少 3.75 亿美元的税收和特许权使用费；在 2025 年后，保护价格降至 2.75 美元/磅。

2023 年四季度，巴拿马总统批准了一项法律，授权为该矿签订新的长期合同，引发大规模抗议示威。10 月 18 日，巴拿马国会开始专案讨论与 First Quantum 之间的开采铜矿合同，并最终批准该运营合同，结束了多年来在法律上的不确定性。但是，这一合同的通过成为了巴拿马政治和社会动荡的导火索。由于合同中规定了一系列有争议的条款，包括允许 First Quantum 在洽购不成的情况下强制迁移矿区内的原住民和农场庄园，这些条款导致合同回归至 1997 年首次被法院裁定违宪的状态，引发了公众对该合同的强烈反对。民众认为政府违反了 1997 年签署的中美洲生态走廊保护协议，因此公民有权维护人权和适宜居住环境的权利。同时，巴拿马还有 6 项涉及环境、历史遗产和公共管理等方面不当行为造成损害的调查，这加剧了民众对政府出卖国家利益的愤怒和不满。

抗议者不仅批评矿业对自然环境的破坏，还将抗议内容扩大到贪污腐败等问题。抗议活动在巴拿马城聚集了大量人群，要求政府废除新合同相关的法律。抗议活动逐渐蔓延至巴拿马全国，导致多地道路被封锁。2023 年 11 月，Cobre Panama 铜矿的 Punta Rincon 港口遭遇封锁，导致该矿山的补给严重短缺，铜精矿出口受到严重影响。First Quantum 铜矿被迫停止商业生产，实施“保护和安全维护计划”以确保现场的合规性和环境完整性，且削减产量和疏散工人。2023 年 11 月 28 日，巴拿马最高法院裁定第一量子与巴拿马政府续签的铜矿开采合同违宪。巴拿马总统科尔蒂索宣布，巴拿马将关闭 Cobre Panama 铜矿。First Quantum 发表声明回应表示，公司正在研究该裁决，并将继续保留与事态发展相关的所有当地和国际法律权利。

为了安抚抗议者，巴拿马政府已经暂停批准所有新的矿山特许权。2024 年 2 月，巴拿马工商部 (MICI) 最新签署近 45 项行政决议，禁止该国金属开采勘探申请，以同巴拿马总统劳伦蒂诺·科尔蒂索 2023 年 11 月 3 日颁布的第 407 号法令规定的无限期暂停新的采矿特许权的内容保持一致。2024 年 3 月，矿业部向国会报告称，按照此项法令要求，已经拒绝了 82 项金属矿产勘探申请。

回顾 Cobre Panama 铜矿的发展历史，First Quantum 和政府未就该矿关注环保征求人民的同意，为大规模抗议示威埋下了祸根。2009 年，西班牙环境影响中心向巴拿马最高法院提起诉讼，认为 1997 年最初授予 Cobre Panama 铜矿的特许权是非法的，因为没有公开招标。2010 年，加拿大与巴拿马谈判自由贸易协定时，加拿大矿业观察组织在向立法者作证时，认为 Cobre Panama 铜矿对土著人民和环境存在威胁。First Quantum 在 2013 年买下 Cobre Panama 铜矿，并在开始施工之前，环保人士就反对该项目。2017 年，巴拿马最高法院裁定 Cobre Panama 铜矿的特许权是非法的，但 First Quantum 和政府并没有立即对新合同进行谈判，反而在 2019 年巴拿马立法者抛出了重申旧合同的法案。2021 年，First Quantum 和政府就新合同进行详细谈判，最终花了两年多的时间才敲定最终协议。在旷日持久的谈判中，First Quantum 和巴拿马政府持续对立，但没有提及巴拿马人民，从未征求过人民的同意。

往更深层次考虑，Cobre Panama 铜矿停产的核心原因是利益问题。首先，Cobre Panama 铜矿谈判和开采都没有征求过人民的同意，或许是将人民因素纳入到铜矿谈判中，铜矿的开采将变得更加艰难，First Quantum 也要支付更高的成本。其次，巴拿马政府要求 Cobre Panama 铜矿支付更高的税收，提高政府的收入。2019 年 Cobre Panama 铜矿向巴拿马政府支付的特许权使用费是 First Quantum 为 Kansanshi 矿向赞比亚政府支付的 1/6，引起了科尔蒂索政府的愤怒。同时，受公共卫生事件的冲击，巴拿马出现经济衰退、就业大幅下降、通胀飙升等诸多问题，科尔蒂索政府迫切需要补充政府收入。Cobre Panama 铜矿对环境产生影响且对经济贡献不足，随着巴拿马大选的来临，该矿成为了多方关注的焦点。再次，巴拿马强大且具

有对抗性的建筑工会 Suntracs 在煽动抗议和推动劳工问题上发挥了关键作用，主要因该组织很早就寻求参与该矿的建设。

3.3 Cobre Panama 铜矿未来发展预测

Cobre Panama 铜矿未来的发展，主要涉及到铜精矿库存出口和何时能否恢复开采两方面的问题。铜精矿库存出口方面，First Quantum 计划启动国际仲裁，希望出口铜精矿库存。2024 年 4 月初，First Quantum 通知巴拿马政府将启动仲裁，与这项投资相关的诉讼意向有四项，其中一项与贸易有关，使得针对巴拿马的可能的国际法律诉讼达到 6 项。First Quantum 认为 5 月 5 日巴拿马大选后，公司有望获得出口矿山储存的 12.1 万吨铜精矿。

在恢复开采方面，First Quantum 在巴拿马大选之前已经开始媒体宣传，希望获取民众的支持，说服下一届政府允许该矿重启。First Quantum 计划每月将花费 1500 万-2000 万美元来保护遗址，并承诺重新造林超过 11,000 公顷的巴拿马雨林，这是受采矿影响面积的两倍。First Quantum 计划重启 Cobre Panama 铜矿的底气主要有三个方面：第一，Cobre Panama 铜矿的建设成本约为 100 亿美元，是 First Quantum 的最大资产，也是中美洲国家的经济引擎。第二，该矿约占巴拿马国内生产总值的 5%，占巴拿马货物出口的 75%，深度绑定巴拿马经济增长。第三，该矿的停产严重影响巴拿马的就业，使得巴拿马直接和间接流失了至少四万个工作岗位。

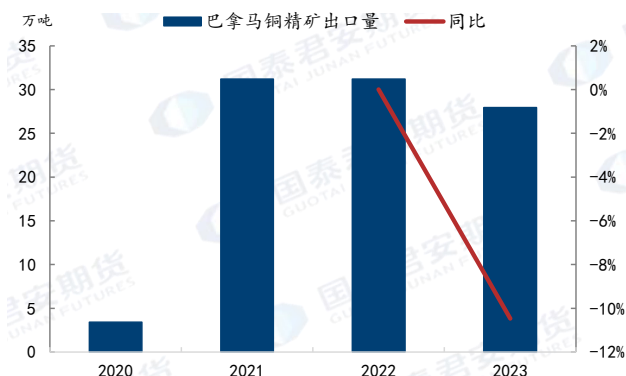
但从当前 Cobre Panama 铜矿面临的问题而言，该矿短期内或很难复产。首先，Cobre Panama 铜矿签订的协议是违宪的，如果重新开启矿山生产，可能需要征求公民意愿。Cobre Panama 铜矿开采协议需要重新谈判和签订，这里面的流程较为复杂，需要的时间周期较长。Cobre Panama 铜矿也有可能重新招标，引入其他矿业公司。其次，巴拿马政府已经暂停批准所有新的矿山特许权，这或许表明政府对铜矿开采的态度非常谨慎，也可能在保护国内矿产资源。根据 5 月 10 日消息，巴拿马当选总统何塞·劳尔·穆利诺“已排除与加拿大矿业公司第一量子矿业进行谈判的可能性，除非第一量子矿业公司放弃多项仲裁程序，该程序旨在就矿山关闭令向政府寻求数十亿美元的赔偿”。First Quantum 此前公布了 2024 年的产量规划，指导产量已经不包括 Cobre Panama 铜矿项目，或表明该矿的复产需要较长的时间周期。

4. Cobre Panama 铜矿停产影响全球精铜生产

Cobre Panama 铜矿产量较大，其停产对全球精铜生产影响明显。巴拿马没有铜冶炼厂，铜精矿几乎全部用来出口。Cobre Panama 铜矿几乎贡献了巴拿马铜矿的全部产量，所以巴拿马铜矿出口和 Cobre Panama 铜矿生产高度相关。随着 Cobre Panama 铜矿的停产，巴拿马铜矿出口大幅萎缩，其中 2023 年出口 116.43 万实物吨，同比下滑 10.46%，预计 2024 年出口量还将大幅下滑。巴拿马铜矿出口占全球铜矿产量比重较高，2023 年占全球铜矿产量的比重为 1.25%。同时，在全球缺乏大型矿山项目投产和部分矿山项目生产扰动不断增强的背景下，Cobre Panama 铜矿的停产对全球铜矿供应的影响显得尤为明显。

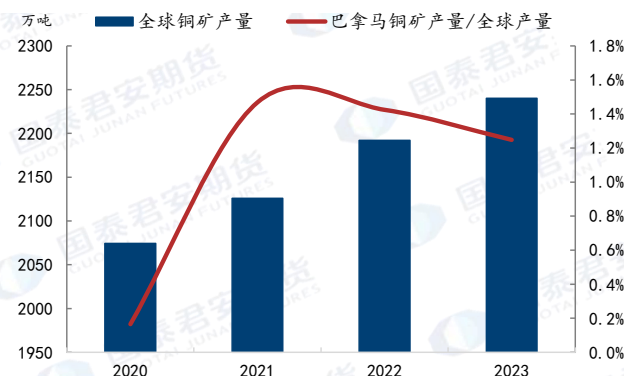
从影响的国家上看，Cobre Panama 铜矿的停产加重了全球铜矿供应紧张的格局，对日本和韩国精铜生产的影响更大。巴拿马铜矿出口的国家较为集中，其中 2023 年向中国出口铜精矿占总出口量的 51%，日本为 18%，韩国为 9%。从进口铜矿的比例来看，日本和韩国进口巴拿马铜矿占各国铜矿进口总量的比重高于中国，这就预示着日本和韩国的冶炼厂受铜矿紧张的影响将更加明显。数据显示，2020-2023 年中国进口巴拿马铜矿量持续增加，2023 年占中国铜矿总进口量的 2.52%；2023 年日本进口巴拿马铜矿占铜矿总进口量的比例是 5.25%；2022 年韩国进口巴拿马铜矿占铜矿总进口量的 4.61%。从消息上看，在智利 CESCO 会议上，有多家大型冶炼厂表达了减产的意向，多家冶炼厂除了安排检修外还表示要减产 10%，其中韩国和日本的冶炼厂面临的生产压力有可能相对较大。

图 6：2023 年巴拿马铜矿出口量回落



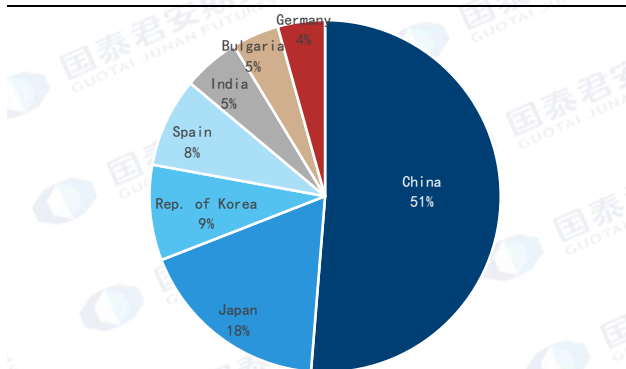
资料来源：UN Comtrade Database, 国泰君安期货研究

图 7：2023 年巴拿马铜矿出口占全球产量的 1.25%



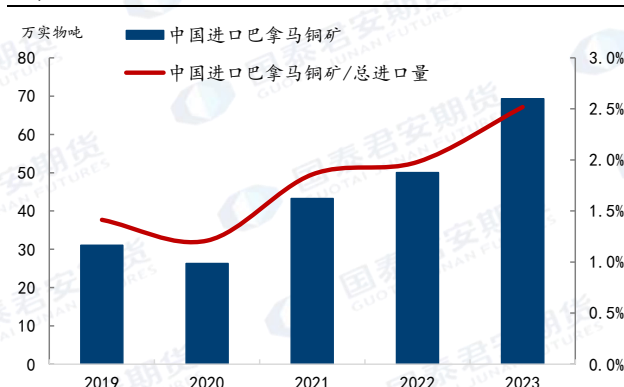
资料来源：UN Comtrade Database, 国泰君安期货研究

图 8：2023 年巴拿马铜矿出口国家主要是中国、日本、韩国等



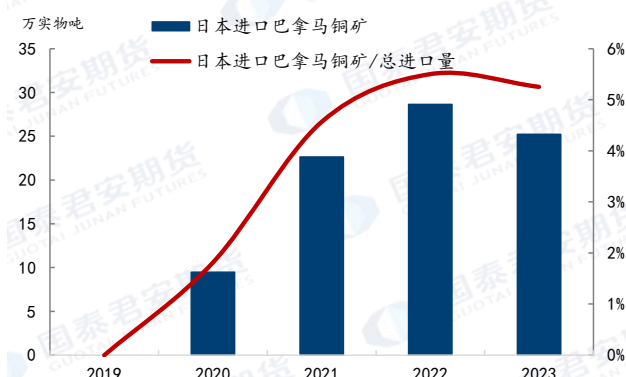
资料来源：UN Comtrade Database, 国泰君安期货研究

图 9：2020-2023 年中国进口巴拿马铜矿量持续增加，2023 年占中国总进口量的 2.52%



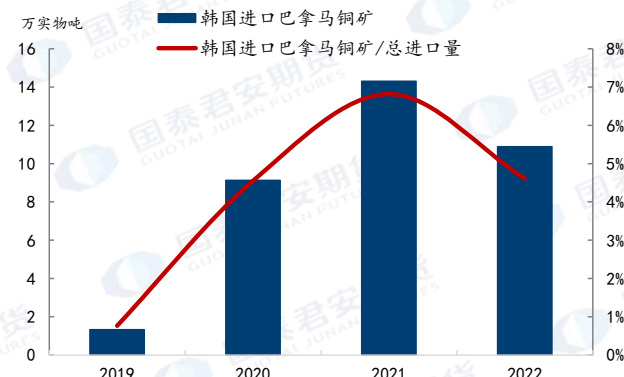
资料来源：UN Comtrade Database, 国泰君安期货研究

图 10：2023 年日本进口巴拿马铜矿占铜矿总进口量的 5.25%



资料来源：UN Comtrade Database, 国泰君安期货研究

图 11：2022 年韩国进口巴拿马铜矿占铜矿总进口量的 4.61%



资料来源：UN Comtrade Database, 国泰君安期货研究

5. 总结：Cobre Panama 铜矿停产，加剧全球铜矿供应紧张格局

巴拿马地理位置优越，铜矿资源丰富，但未来勘探和产量或受限。巴拿马最高法院裁定巴拿马政府与 First Quantum 签订的铜矿运营合同违宪，且巴拿马政府取消金属勘探申请，将限制未来铜矿产量和储量

的增加。

巴拿马政府规划矿产资源，实施较为严格的矿产资源法。首先，《矿产资源法》规定巴拿马矿藏属于国有财产，且勘探权和采矿权是分立的。其次，在矿政管理方面，巴拿马总统需要签署法令，才能宣布启动或者暂停新的金属项目。再次，巴拿马政府鼓励外国和本国投资者投资矿业领域，但限制外国政府、国有企业参与巴拿马矿业活动。最后，环保方面，巴拿马政府具有严格的环境法，应对矿山环保问题。同时，巴拿马独特的地理位置和丰富的资源，且在政治、经济、社会、法律上展现出强大的投资吸引力。但是，巴拿马社会因素存在不确定性，资源民族主义较浓。同时巴拿马工资较高、缺乏技术性劳工、劳工法过于保护、行政及生产效率低、电力供应不稳定且昂贵等，提高了投资成本和降低了投资回报率。

巴拿马主要铜矿为 Cobre Panama 铜矿，但被巴拿马法院裁定开采合同违宪，已经暂停生产。2023 年四季度，巴拿马总统批准了一项法律，授权为该矿签订新的长期合同，引发大规模抗议示威。2023 年 11 月 28 日，巴拿马最高法院裁定第一量子与巴拿马政府续签的铜矿开采合同违宪，使得 Cobre Panama 铜矿被迫停止生产。同时，为了安抚抗议者，巴拿马政府已经暂停批准所有新的矿山特许权。

Cobre Panama 铜矿未来的发展，主要涉及到铜精矿库存出口和何时能否恢复开采两方面的问题。铜精矿库存出口方面，First Quantum 计划启动国际仲裁，希望出口铜精矿库存。在恢复开采方面，First Quantum 在巴拿马大选之前已经开始媒体宣传，希望获取民众的支持，说服下一届政府允许该矿重启。但从当前 Cobre Panama 铜矿面临的问题而言，该矿短期内或很难复产。

Cobre Panama 铜矿产量较大，其停产加重了全球铜矿供应紧张的格局，对全球精铜生产影响明显。在全球缺乏大型矿山项目投产和部分矿山项目生产扰动不断增强的背景下，Cobre Panama 铜矿的停产对全球铜矿供应的影响显得尤为明显。从影响的国家上看，Cobre Panama 铜矿的停产可能对日本和韩国精铜生产的影响更大。

参考资料：

1. 赵仕玲、王锐平等，巴拿马矿业投资法律环境[J]，国土资源情报，2017，1，42-46
2. IGF MINING POLICY FRAMEWORK ASSESSMENT (Panama)，INTER GOVERNMENTAL FORUM on Mining, Minerals, Metals and Sustainable Development
3. 中国居民赴巴拿马投资税收指南，国家税务总局国际税务司国别（地区）投资税收指南课题组
4. 企业对外投资国别（地区）营商环境指南-巴拿马（2022），中国国际贸易促进委员会
5. 对外投资合作国别（地区）指南（巴拿马）（2022年版），商务部国际贸易经济合作研究院

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。