

摘要：铜价重回“供应底”，宏观风险释放后向上的空间将打开。

受对等关税恐慌情绪蔓延，铜市场清明节期间出现大幅下挫

4月2日特朗普宣布对等关税政策，关税幅度远超市场预期，其中对中国加征34%、欧盟20%、越南46%、日本24%、印度26%、韩国25%、印尼32%、英国10%，实际对等关税执行时间是4月9号。对铜暂时豁免，主要考虑到232调查之后承诺未来会加征关税，若按现有的对等关税进行测算，税率预期可能继续上调。对等关税落地之后，中国对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税。超预期的对等关税税率以及后续进一步向上抬升的可能叠加各国潜在的反制措施使得全球经济前景转向动荡，衰退风险上升的担忧蔓延下全球风险资产均出现不同程度的下挫。铜市场也不例外，节中下挫幅度接近9%，完全收回今年以来的全部涨幅。

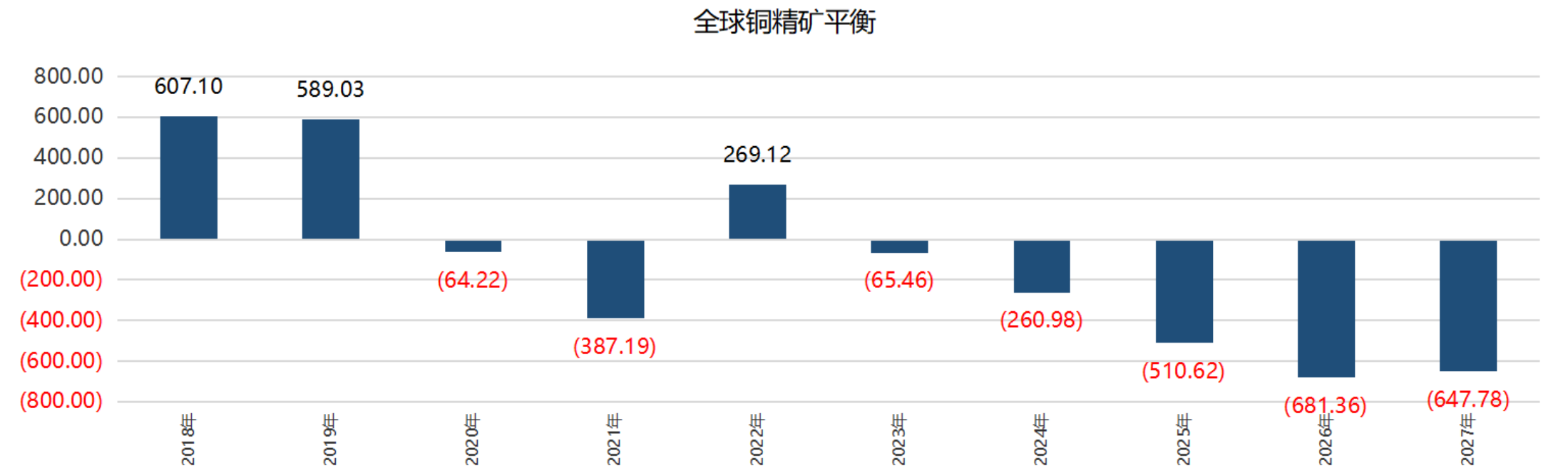
市场存在过度交易衰退风险的可能，但短期仍建议关注流动性风险

后续关税政策仍面临着极大的调整空间，从美国自身的诉求来看更多不是希望长期高关税的落地，更多是借关税之名在对外贸易上进行谈判。周末从对越南关税态度上的缓和也从侧面上印证着特朗普在一定程度上接受转口贸易，那么所带来的影响主要是贸易流动上的改变，短期出口需求存在一定程度上的压制，但长期对于出口侧的影响比较有限。对于铜市场，本身电解铜对美国的直接贸易在2024年为0，基本都是以转口贸易的形式实现。而中国对美国的反制影响在于铜精矿市场，2024年中国对美国铜精矿进口量约占总进口量的1.6%，尽管占比较小，但也将使得目前铜精矿紧张的局面进一步加剧。4月开始将面临多国陆续进行谈判或是实施关税反制措施。若谈判进展相对顺利，各国关税以及反制措施均没有4月2日宣布的那样强硬，那么对等关税的宣布则可以被作为利空落地看待，后续担忧情绪会逐渐回落。若谈判进展不顺利，各国的反制措施同样保持强硬，那么从今年的维度看尽管衰退的风险仍比较低，宏观数据缺乏印证，降息依然缓慢，但广泛的滞涨将会到来。因此在衰退风险释放之后，市场锚定的重心预计将回到“胀”上。总体上，第二季度的经济预期展望仍受制于高度不确定性的政策预期，但海内外共振式的走强或者走弱预期均会得到纠偏，短期由于风险资产快速下挫，仍建议关注流动性风险。

铜价重回“供应底”，宏观风险释放后向上的空间将打开

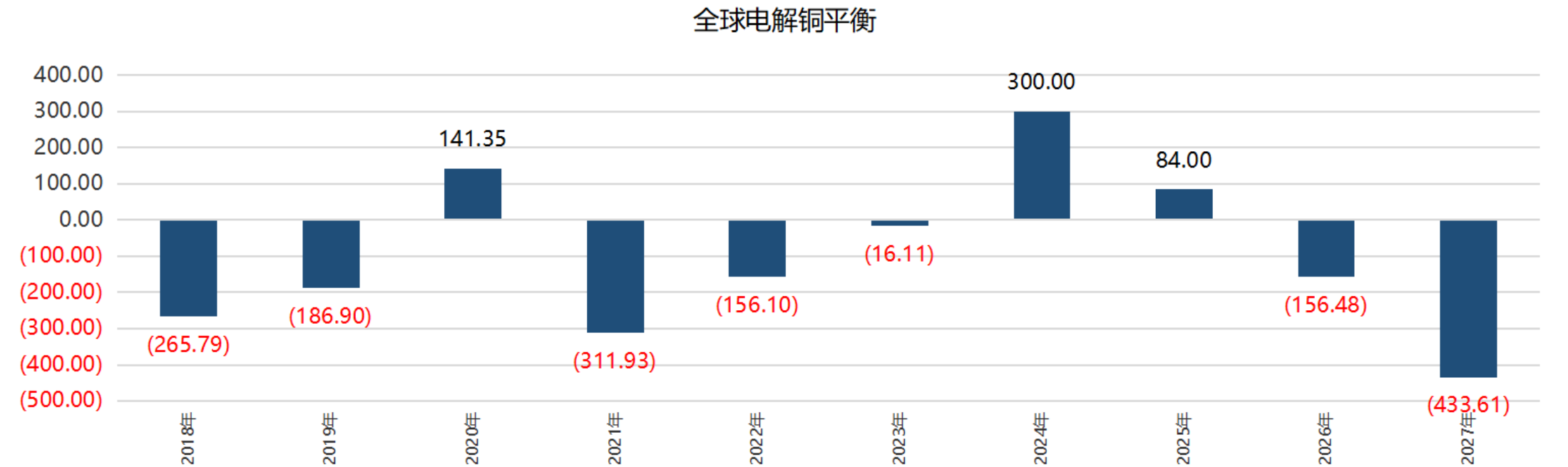
从基本面角度，铜市场短期以及长期基本面均未发生明显变化。二季度供应存在继续收缩的压力，冶炼厂减产规模预计将持续扩大，同时对美国地区的贸易转移预计到5月后才逐步回归正常水平，需求端维持中性判断，两网订单预计释放规模较前期有所增加，库存将维持去化。长期看，铜矿新增产能释放缓慢使得供应增速慢于需求增长，全球电解铜市场的缺口预计在未来两到三年逐步扩大。铜矿供给增长缓慢将显著抑制冶炼厂产能的释放，需求的供应预期维持2-3%的增长，依然看好电力以及新能源板块对于铜需求的拖动，边际需求增量将有AI市场决定，全球AI建设推进预计将推动全球铜需求增长1%以上。铜市场最大的矛盾在铜矿供应不足，因此边际上小矿山的成本将在很大程度上决定铜价支撑的下沿。目前铜价已经回到8600美元/吨，这一价格接近边际上小型铜矿山的成本附近，后续供应端的支撑将显著增强，因此我们认为在本轮宏观风险释放后铜价向上的空间将打开。

图1. 全球铜精矿平衡



数据来源：SMM、同花顺、钢联、彭博、东吴期货研究所

图2. 全球电解铜平衡



数据来源：SMM、同花顺、钢联、彭博、东吴期货研究所

风险点：特朗普关税政策不确定性

分析师及投资咨询编号：薛韬（Z0020100）

本报告由东吴期货研究所制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。
期市有风险，投资需谨慎！
期货投资咨询业务批准文号:证监许可【2011】1446号