

2022/05 月报

基本面存在不确定性，铜价有下行风险

——2022年05月铜市场展望

2022年04月30日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

有色金属研究组

闫丰 首席分析师

从业/投资咨询证号:

F0251054/Z0001643

鲍峰 高级分析师

从业/投资咨询证号:

F3037342/Z0014770

曾真 助理分析师

从业资格证号: F03089009

电话: 0551-62839752

Email: tzzx@haqh.com

网址: www.haqh.com

华安期货温馨提示:

“期”待诚信

“货”真价实

要点提示:

1. 海外通胀或难消退，警惕联储激进加息；
2. 国内经济面临考验，稳增长信号明确；
3. 矿山运营恢复正常，炼厂检修影响较大；
4. 电网投资继续加码，地产政策需更积极；
5. 家电汽车需求仍在，能否释放有待观察。

市场展望与投资策略:

宏观：海外通胀的“非暂时性”或倒逼美联储加快紧缩，货币政策的变动将给铜价带来一定调整压力。国内疫情对经济的影响已有所体现，目前市场对经济恢复暂时缺乏信心。

供需：矿端干扰因素逐渐消退，二季度恢复正常运营的可能性更高，但5月国内冶炼停产检修计划较多，疫情也将拉长成品运输时间，电解铜供应整体或偏紧。下游需求除地产板块拉动较弱外，电网、汽车及家电行业均有较强增长预期，但短期国内物流运输仍存在一定阻力，下游需求能否完全兑现还需要结合疫情发展来判断。

整体来看，铜市受美联储激进预期压制，且需求释放仍面临不确定，判断价格有走弱的风险，供给偏紧可能将一定程度上限制铜价跌幅。投资策略：期货单边做空，期权方面可尝试卖出看涨或做多波动率策略。

目录

| | |
|----------------------------|---|
| 一、行情回顾..... | 1 |
| 二、宏观分析..... | 1 |
| 2.1 海外通胀或难消退，警惕联储激进加息..... | 1 |
| 2.2 国内经济面临考验，稳增长信号明确..... | 3 |
| 三、基本面分析..... | 3 |
| 3.1 矿山运营恢复正常，炼厂检修影响较大..... | 3 |
| 3.2 电网投资继续加码，地产政策需更积极..... | 5 |
| 3.3 家电汽车需求仍在，能否释放有待观察..... | 7 |
| 四、市场展望与投资策略..... | 8 |
| 免责声明..... | 9 |

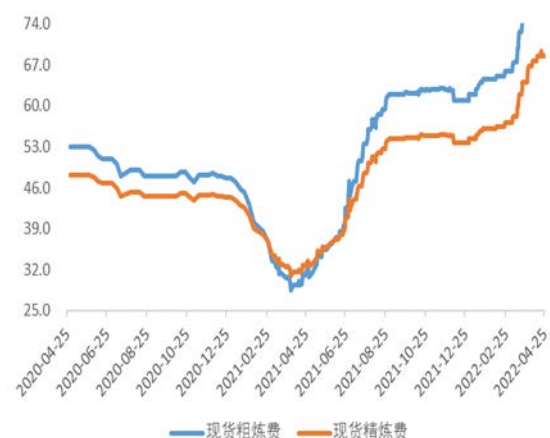
图表目录

| | |
|----------------------------------|---|
| 图表 1: 铜精矿加工费 (美元/吨、美元/磅) | 1 |
| 图表 2: 交易所铜库存 (吨) | 1 |
| 图表 3: SMM1#电解铜现货升贴水 (元/吨) | 1 |
| 图表 4: 铜期权隐含波动率与历史波动率..... | 1 |
| 图表 5: 美国非农就业与失业率 (千人, %) | 2 |
| 图表 6: 美国劳动参与率与职位空缺率 (%) | 2 |
| 图表 7: 房价与房屋服务通胀的相关性..... | 3 |
| 图表 8: 美国 20 个大中城市房价指数..... | 3 |
| 图表 9: 全球主要矿企铜产量情况..... | 4 |
| 图表 10: 智利秘鲁每日新增新冠肺炎病例 (例) | 4 |
| 图表 11: 铜矿进口当月值 (万吨) | 4 |
| 图表 12: 复合肥与硫酸价格 (元/吨) | 5 |
| 图表 13: 国内精炼铜当月产量 (万吨) | 5 |
| 图表 14: 国内铜冶炼装置动态..... | 5 |
| 图表 15: 国家电网电网工程投资完成额 (亿元) | 6 |
| 图表 16: 国家电网电源工程投资完成额 (亿元) | 6 |
| 图表 17: 固定资产投资完成额累计同比 (%) | 6 |
| 图表 18: 地产新开工/施工/竣工面积同比 (%) | 6 |
| 图表 19: 房地产开发企业资金来源累计同比 (%) | 7 |
| 图表 20: 百城土地成交数量及溢价率 (宗, %) | 7 |
| 图表 21: 家电零售额及同比 (亿元, %) | 7 |
| 图表 22: 家电出口额及同比 (百万美元, %) | 7 |
| 图表 23: 汽车产销 (万辆) | 8 |
| 图表 24: 新能源汽车产销 (万辆) | 8 |

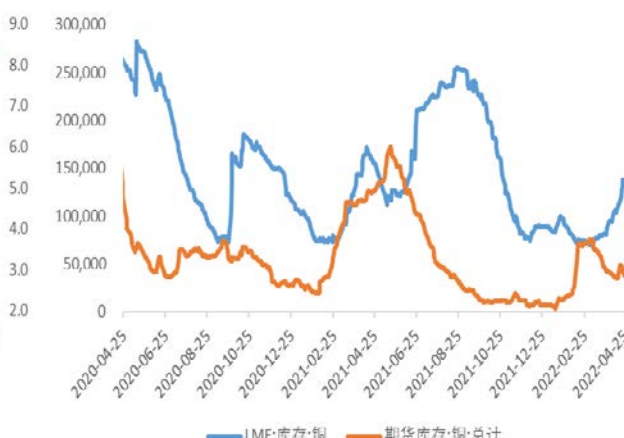
一、行情回顾

4月铜价维持震荡。主要支撑来自于相对偏低的库存以及疫情影响下电解铜运输时间延长，利空一方面来自于美联储加息后对全球经济衰退的担忧，一方面来自国内疫情对需求兑现的悲观。现货升贴水先抑后扬，月初市场成交清淡对高升水认可度不高，月末铜价回落叠加临近五一假期提振市场买兴，升水上扬。期权隐含波动率及60日历史波动率整体在15%-20%浮动。

图表 1: 铜精矿加工费 (美元/吨、美元/磅)



图表 2: 交易所铜库存 (吨)



数据来源: 华安期货投资咨询部; 同花顺

图表 3: SMM1#电解铜现货升贴水 (元/吨)



图表 4: 铜期权隐含波动率与历史波动率



数据来源: 华安期货投资咨询部; 同花顺、Wind

二、宏观分析

2.1 海外通胀或难消退，警惕联储激进加息

4月22日鲍威尔在国际货币基金组织（IMF）主办的小组会议发言，称5月议息会议加息50个基点将被提上议程。“鹰派”言论强化了市场紧缩预期，截至当日收盘，美股三大指数大幅下跌，纳指跌2.07%。

当前市场最关心的是美联储能否在不损害劳动力市场和经济的情况下实现“软着陆”。最新的美国核心 PCE 物价指数环比值为 5%，高出联储平均通胀目标 3%，分析“软着陆”的核心在于判断超出的 3% 通胀是否具有“暂时性”。如果后期通胀能自然回落至联储目标区间，那么实现“软着陆”就变得容易很多，但如果通胀带有结构性特征，那么“硬着陆”的概率将更高。

图表 5: 美国非农就业与失业率 (千人, %)

图表 6: 美国劳动参与率与职位空缺率 (%)


数据来源: 华安期货投资咨询部; 同花顺

3月美国劳动参与率为 62.4%，与疫情前（63.3%）相比仍有一定缺口。美国劳动力参与不足约有一半可归因于疫情期间的退休潮，并且这些人不太可能重新进入劳动力市场。美国最新职位空缺数为 1126.6 万人，接近历史最高水平，许多企业雇主都以更高的薪酬来吸引求职者，IHS Markit 数据显示，美国小企业工人的时薪连续第十个月保持增长。当前美国通胀压力部分来自于薪资，劳动力供需失衡可能会带来更大的通胀问题，而货币政策无法在短期内改善劳动力供应。

在 PCE 指数的细分组成中，住房服务占比最大。圣路易斯联储经济学家 YiLi Chien 的研究指出，房价往往是住房服务的领先指标，因为随着房价上涨，房东可能会要求更高的租金确保相同的回报。同时，S&P/Case-Shiller 和 BEA 的实证研究表明，美国当前住房服务通胀与一年前的房价水平成正相关关系。2021 年美国房地产面临供应紧张的问题，带动了房价 19% 的涨幅，创历史新高。考虑到去年美国房价大幅上涨，未来住房服务的通胀压力可能会持续下去。

劳动力短缺和房价高企是造成美国通胀短期内不会快速回落的重要原因，通胀的“非暂时性”或将倒逼美联储加快紧缩进程。当前大宗商品已攀升至历史相对高位，美联储货币政策的变动或将加大市场波动。

图表 7：房价与房屋服务通胀的相关性



FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS

图表 8：美国 20 个中大城市房价指数



数据来源：华安期货投资咨询部；圣路易斯联储官网、同花顺

2.2 国内经济面临考验，稳增长信号明确

近期全国疫情形势呈现逐渐企稳态势，但地区之间交叉输入影响明显，各地动态清零的任务艰巨，特别上海市当前疫情依然十分严峻，防控工作还处于较劲爬坡的关键时刻。一季度上海 GDP 实现 3.1% 的增长，低于同期全国 4.8% 的增长水平，3 月下旬暴发的疫情对上海经济的影响已经在统计数据上有所体现。疫情导致我国产业活动急剧缺乏活力，目前市场对经济恢复暂时缺乏信心。

4 月 26 日，国家主席习近平主持召开中央财经委员会第十一次会议，提出全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系，会议还强调要引导好市场预期，讲清楚政策导向和原则，稳定市场信心。近期金融监管部门密集发声，多措并举促进资本市场平稳健康运行。证监会召开机构投资者座谈会，表态要激发市场活力、潜力，进一步提升市场韧性；央行明确将加大稳健货币政策对实体经济的支持力度，保持流动性合理充裕，营造良好的货币金融环境。

往后看，预计国内政策将加大刺激力度，帮助受疫情严重影响的行业渡过难关。中国经济韧性强、潜力足、回旋余地广，长期向好的基本面不会改变。

三、基本面分析

3.1 矿山运营恢复正常，炼厂检修影响较大

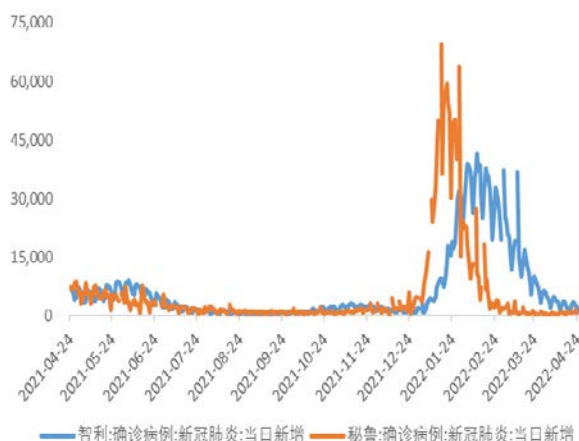
受水资源短缺、新冠疫情等短期影响，全球主要矿企一季度铜产量出现了不同程度的下滑，部分企业调低年度目标产量，引发铜矿供应紧张的担忧。但从铜精矿加工费以及主产国的疫情发展来看，二季度矿山恢复正常运营的可能性更高。CSPT 敲定二季度现货 TC 指导价较一季度高出 10 美元/干吨，表明铜精矿货源供应充足。智利和秘鲁新冠确诊病例已恢复至较低水平，劳动力短缺现象或将缓解。

图表 9：全球主要矿企铜产量情况

| | 2022Q1 产量 (吨) | 同比 | 环比 | 全年目标产量变化 |
|----------------|---------------|--------|--------|----------------------------------|
| 英美资源 | 139,500 | -13% | - | 全年铜产量目标维持在 660,000-750,000 吨 |
| 必和必拓 | 369,700 | -6% | 1% | 全年铜总产量指导值已降至 157-162 万吨 |
| 力拓集团 | 125,000 | 4% | -5% | - |
| 淡水河谷 | 56,600 | -26% | -27% | 全年铜产量将位于 33 万吨至 35.5 万吨产量指导范围的下限 |
| 诺里尔斯克镍业 | 91,413 | 0 | - | - |
| MMG | 79,058 | 2% | 2.7% | - |
| OZ Minerals | 30,300 | 13% | -6% | - |
| Freeport | 459,000 | 11.1% | -2.9% | 下调产量 |
| Antofagasta | 138,800 | -24% | - | 全年铜产量目标维持在 660,000-690,000 吨 |
| Rio Tinto | 125,000 | 4% | -5% | - |
| Atalaya Mining | 11,200 | -19.5% | -21.5% | - |

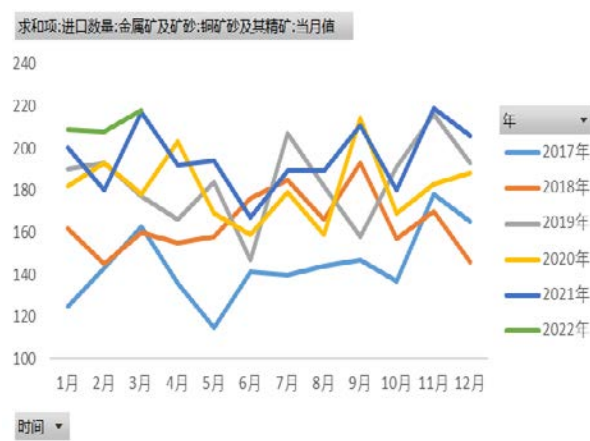
数据来源：华安期货投资咨询部整理

图表 10：智利秘鲁每日新增新冠肺炎病例 (例)



数据来源：华安期货投资咨询部；同花顺

图表 11：铜矿进口当月值 (万吨)

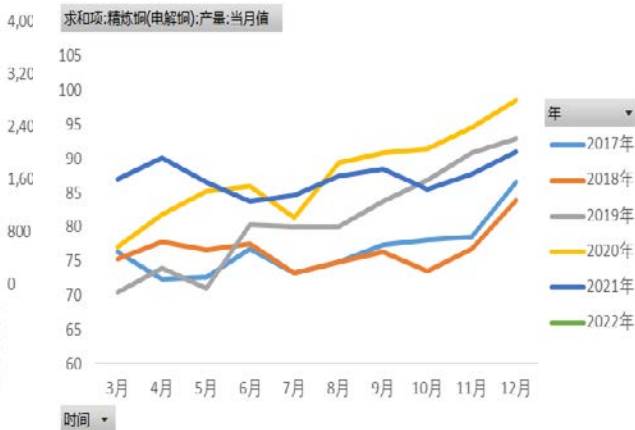


据百川盈孚调研，目前河南、山东、内蒙古主力制酸厂仍在例行检修，其他大厂检修也在陆续展开。下游肥料价格整体走势向上，目前报价在 3600 元/吨附近，副产品供应及需求端均存在利好，预计铜冶炼厂利润将进一步改善。

图表 12: 复合肥与硫酸价格 (元/吨)



图表 13: 国内精炼铜当月产量 (万吨)



数据来源: 华安期货投资咨询部; 同花顺

5月赤峰云铜、中铜东南和山东恒邦等企业有停产检修计划, 粗略计算大约将影响50万吨产能。另外, 疫情虽对铜冶炼生产干扰较小但可能会拉长成品运输时间, 后续需持续关注国内疫情影响。

图表 14: 国内铜冶炼装置动态

| 企业 | 开始时间 | 结束时间 | 影响产能 (万吨) | 备注 |
|-----------------|-------|------|-----------|--------|
| 赤峰云铜有色金属有限公司 | 4月1日 | 6月初 | 40 | 两套轮流检修 |
| 浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司 | 4月7日 | 5月7日 | 40 | - |
| 中铜东南铜业有限公司 | 5月1日 | / | 40 | - |
| 山东恒邦冶炼股份有限公司 | 5月初 | 1个月 | 25 | - |
| 阳谷祥光铜业有限公司 | 3月14日 | 待定 | 40 | - |
| 河南中原黄金冶炼厂有限责任公司 | 3月26日 | 45天 | 35 | - |
| 白银有色集团股份有限公司 | 待定 | 1个月 | 20 | 轮流检修 |

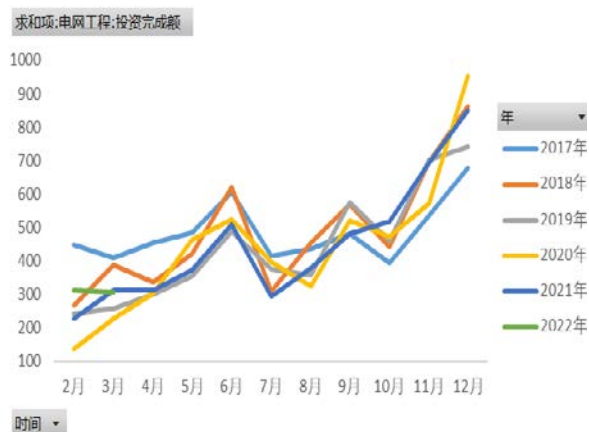
数据来源: 华安期货投资咨询部; 百川盈孚

3.2 电网投资继续加码, 地产政策需更积极

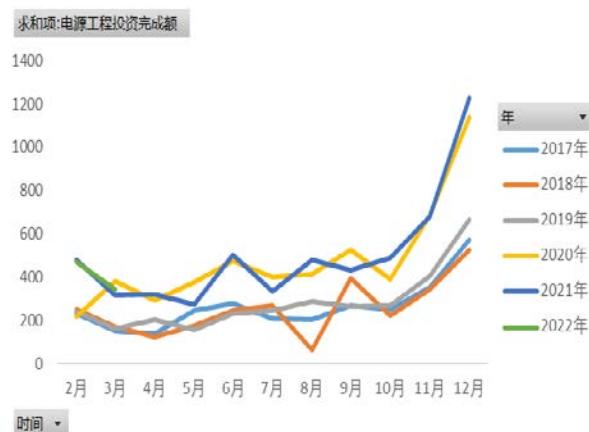
4月20日, 国家能源局发布全国电力工业统计数据, 3月电网工程完成投资308亿元, 同比下降1.6%, 电源工程完成投资343亿元, 同比增长8.9%。从季节性来看, 电网工程投资一般会在6月达到上半年高点后转弱, 年末继续走强, 电源工程则主要集中于四季度放量。

电网投资本质上属于基建投资, 今年我国面对三重压力有较强的稳增长压力, 政府也加大了宏观政策调节力度, 基建重新成为投资主流, 4月26日召开的中央财经委员会第十一次会议再次强调全面加强基础设施建设。一季度我国基础设施投资累计同比增长10.48%, 新开工项目较同期增加1.2万个, 随着各地加大力度推进项目开工建设, 有望加快形成实物工作量继续拉动铜消费。

图表 15: 国家电网电网工程投资完成额(亿元)

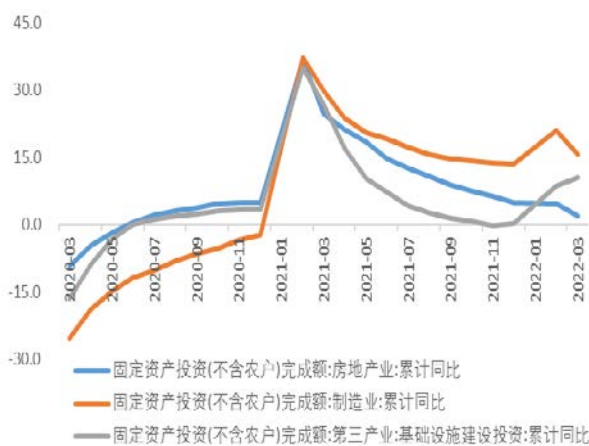


图表 16: 国家电网电源工程投资完成额(亿元)



数据来源: 华安期货投资咨询部; 同花顺

图表 17: 固定资产投资完成额累计同比(%)



图表 18: 地产新开工/施工/竣工面积同比(%)

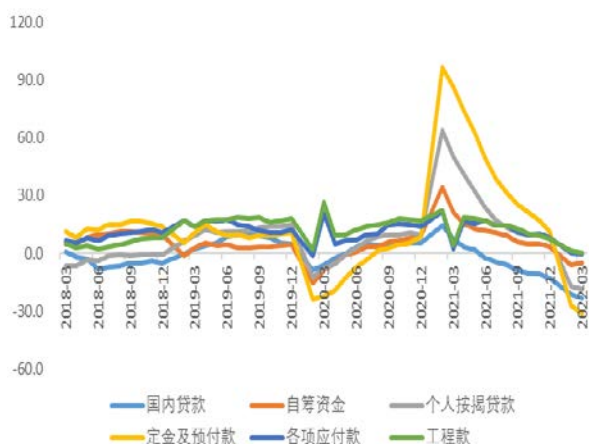


数据来源: 华安期货投资咨询部; 同花顺

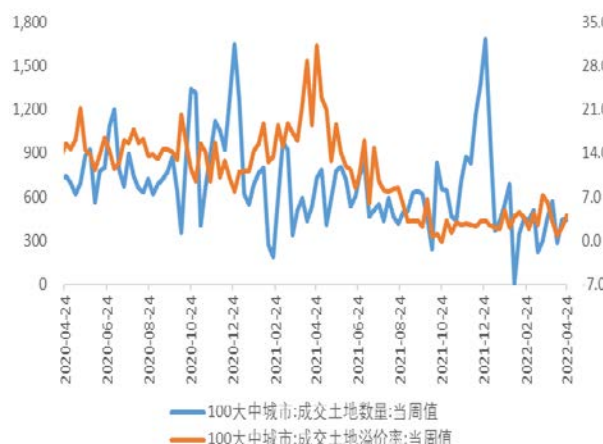
2022年1-3月,全国商品房销售面积3.10亿平方米,同比下降13.8%,环比增速下降4.2%;新开工面积延续了去年以来的趋势性下滑,全国房屋新开工面积2.98亿平,同比下降17.5%,环比下降5.3%;房屋竣工面积1.69亿平,同比下降11.5%,环比下降1.7%。地产行业整体仍面临较大压力,1-3月房企到位资金3.82万亿元,同比下降19.6%,环比下降1.9%。土地成交方面,截至4月24日,全国百大中城市累计成交建面同比下降39.0%,成交总价同比下降55.1%。

央行、银保监会、证监会等部门传达学习贯彻国务院金融委专题会议精神,研究部署下一阶段重点工作,提出持续完善“稳地价、稳房价、稳预期”房地产长效机制。各省市持续推进“因城施策”,多地购房政策已有松动迹象。但似乎政策端的刺激还未传到至需求端,居民购房意愿在一季度疫情的冲击下表现更加冷淡。往后看,房地产行业或需要更加强有力的政策。

图表 19: 房地产开发企业资金来源累计同比 (%)



图表 20: 百城土地成交数量及溢价率 (宗, %)



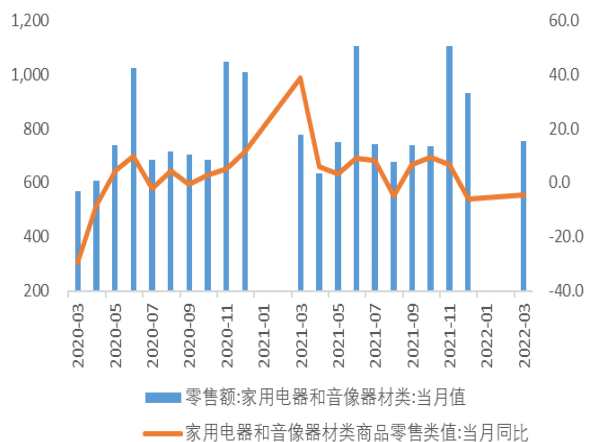
数据来源: 华安期货投资咨询部; 同花顺

3.3 家电汽车需求仍在, 能否释放有待观察

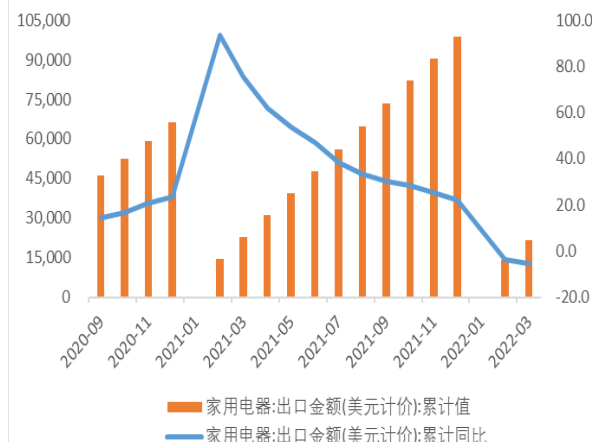
受地产调控及疫情影响, 家电行业进入弱周期。奥维云网数据显示, 一季度国内家电零售量 12,274 万台, 同比下降 17.2%; 零售额 1,430 亿元, 同比下降 11.1%。其中, 线下市场受局部区域卖场停摆和物流阻塞问题, 量额同比下滑均在两位数以上; 线上市场零售额下降 7.5%, 零售量下降超 15%。

疫情影响下我国车企出现大规模停产, 行业景气度下滑。3 月汽车产销分别完成 224.1 万辆和 223.4 万辆, 同比分别下降 9.1% 和 11.7%。新能源汽车表现明显好于行业, 3 月新能源汽车产销分别达到 46.5 万辆和 48.4 万辆, 环比增长 25.4% 和 43.9%, 同比增长均为 1.1 倍。目前新能源汽车行业已进入爆发期, 在国家产业政策和战略的指导下, 新能源车短期内仍将高速发展。能源汽车的单车耗铜量比传统汽车高 3 至 5 倍, 市场占比提升对铜消费来说有积极作用。

图表 21: 家电零售额及同比 (亿元, %)



图表 22: 家电出口额及同比 (百万美元, %)

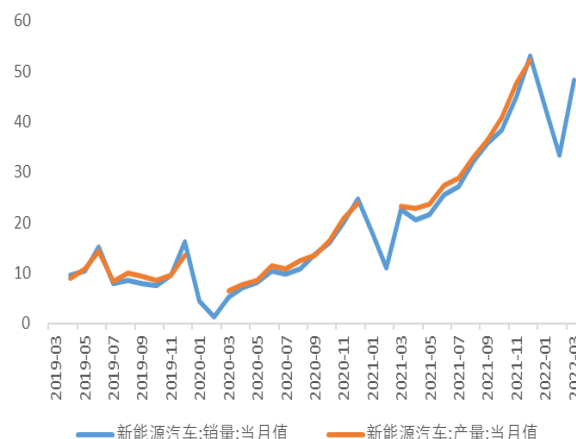


数据来源: 华安期货投资咨询部; 同花顺

图表 23: 汽车产销 (万辆)



图表 24: 新能源汽车产销 (万辆)



数据来源: 华安期货投资咨询部; 同花顺

4月25日, 国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》, 提出了五大方面二十项重点举措, 包括稳定增加家电、汽车等大宗消费。随着政策落实, 家电及汽车销量将得到进一步提振。但二季度开局后全国供应链依然面临较为严峻的形势, 短期内各区物流运输仍存在一定阻力, 下游需求能否完全释放还需结合疫情发展来判断。

四、市场展望与投资策略

宏观: 海外通胀的“非暂时性”或倒逼美联储加快紧缩, 货币政策的变动将给铜价带来一定调整压力。国内疫情对经济的影响已有所体现, 目前市场对经济恢复暂时缺乏信心。

供需: 矿端干扰因素逐渐消退, 二季度恢复正常运营的可能性更高, 但5月国内冶炼停产检修计划较多, 疫情也将拉长成品运输时间, 电解铜供应整体或偏紧。下游需求除地产板块拉动较弱外, 电网、汽车及家电行业均有较强增长预期, 但短期国内物流运输仍存在一定阻力, 下游需求能否完全兑现还需要结合疫情发展来判断。

整体来看, 铜市受美联储激进预期压制, 且需求释放仍面临不确定, 判断价格有走弱的风险, 供给偏紧可能将一定程度上限制铜价跌幅。投资策略: 期货单边做空, 期权方面可尝试卖出看涨或做多波动率策略。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。