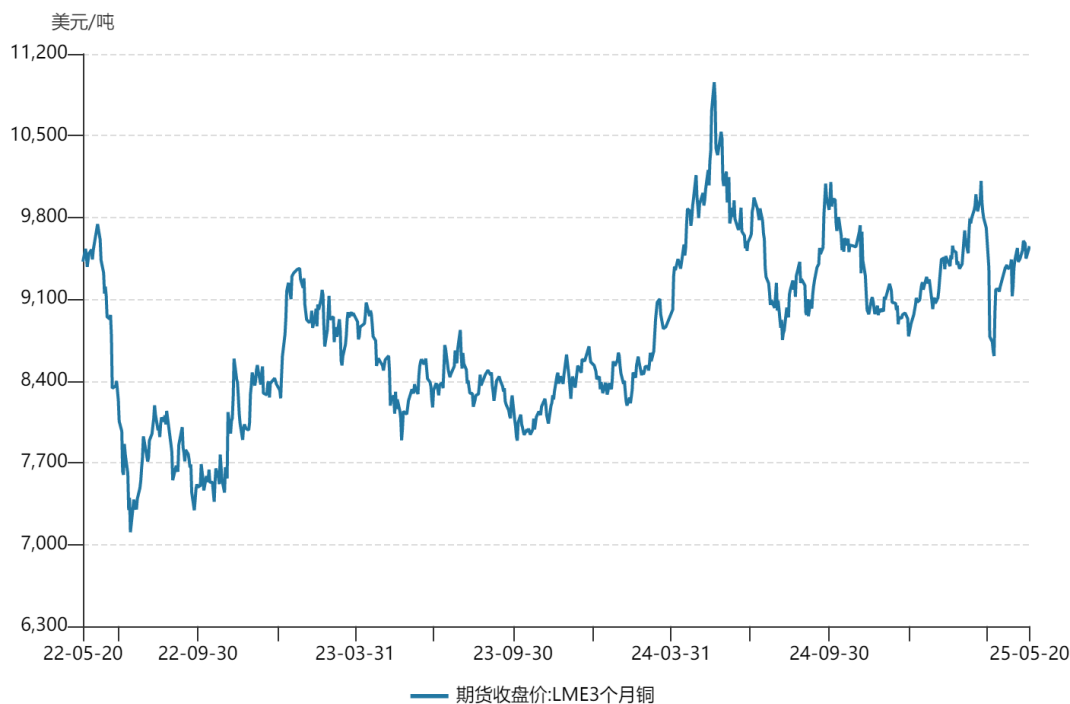


政策扰动暂时缓和，基本面表现或转弱

五矿有色 陆逸帆

中国金属矿业经济研究院 吴越



数据来源：Wind

4月铜价经历V型反弹。月初急跌后，在强劲的基本面表现为、美国“对等关税”90天暂缓期、中美接触谈判等的影响下，铜价逐步回升。LME3月期铜4月均价为9217美元/吨，同比下跌3.9%，环比下跌5.6%，1-4月均价9364美元/吨，同比上涨6.4%。SMM1#电解铜4月均价为76751元/吨，同比下跌0.4%，环比下跌3.7%，1-4月均价77166元/吨，同比上涨8.2%。

一、关税政策频繁变动，月内铜价大幅波动

宏观方面，月内关税政策落地并频繁变化，是影响铜价的重要因素之一。月初美国对等关税落地，超预期税率叠加中国强硬反制措施，市场恐慌情绪爆发。铜价一度破位下跌，LME3月期铜最低触及8105美元/吨。随后在国内下游强有力

的买盘支撑下，当日价格 V 型反弹至 8700 美元/吨一带。短短一周内主要相关方关税争端持续升级，引发包括全球股市、债市、商品市场在内的一系列连锁反应。经过一周的全球混乱时期，美国时间 4 月 9 日特朗普突然宣布对多数国家实施 90 天的对等关税暂缓，仅保留对中国的关税政策。铜价随后进一步反弹至 9000 美元/吨以上。之后虽有欧盟、日本等相继与美国进行贸易谈判，但均未取得实质性进展。4 月 22 日特朗普表态希望与中国达成协议，市场避险情绪进一步回落。截至月底，LME3 月期铜逐步回升至 9400 美元/吨一带，即 2 月时的价格运行中枢。

宏观扰动下基本面则表现强劲。一是铜精矿现货加工费仍持续下行；二是来自美国的废铜进口停滞预计进一步加剧冶炼生产压力并利好精铜消费；三是铜价急跌带动 4 月国内下游补货热潮，开工进一步提升并带动显性库存大幅度去库。

供应方面，原生和再生原料均呈现供需紧张特征。铜精矿方面，4 月 SMM 铜精矿月度指数报-37.68 美元/干吨，较 3 月减少 16.65 美元/干吨，据悉矿山对贸易商现货招标价格甚至出现-70 美元高位的极端价格，凸显铜精矿市场供需仍持续趋紧的特征。关税政策亦对铜精矿贸易流向方面产生一定干扰，据悉部分贸易商将原产于美国并计划发往中国的铜精矿转向日本。消息面，4 月 22 日秘鲁年产 40 万吨的 Antamina 铜矿因事故停工，不过已于 4 月 24 日开始逐步恢复运营。值得注意的是，铜精矿现货紧张局面并非因为铜精矿供应减少，更多仍是因为冶炼需求旺盛。4 月中国铜精矿进口量创历史新高达到 292 万实物吨，1-4 月进口量同比增加 7.8%。再生铜进口同样受中美贸易战影响，3 月再生铜进

口量环比减少 2%，同比减少 13.07%，其中来自美国的进口量环比减少 29%。预计 4 月美国再生铜原料到货量将进一步下降。

与铜精矿进口量增长对应的是冶炼厂维持较高开工率。4 月国内电解铜产量达到 112.57 万吨，环比持平，同比增加 14.27%，1-4 月累计产量同比增加 10.63%，增长量达到 41.51 万吨。目前硫酸价格虽见顶回落但仍在高位，加上金银等副产品价格高位震荡，短期内冶炼厂仍难有大幅度减停产，电铜产出或将维持高位。

消费方面，月初铜价急跌刺激了下游补货情绪。月内铜材整体开工率环比上升 1.9 个百分点至 69.06%，同比上升 1.12 个百分点。其中电解铜杆、线缆等行业开工表现超预期，主要受电网、光伏抢装机等需求带动。铜管开工率环比下滑但仍达到 83.72%的较高水平，铜板带开工率环比虽有增长达到 73.81%但并未达到预期水平，铜箔开工率则环比持平为 71.5%左右。

终端方面，电网、家电和新能源汽车依旧是消费重要支撑项，“抢转口”亦提供增量订单。1-3 月电网投资额同比增幅略有下降但仍实现了 24.81%，但电源投资额累计同比下降 2.48%，其中风电投资额减少 11.64%，光伏投资额减少 29.38%。光伏行业受相关政策影响抢装机明显，1-3 月光伏装机量较去年同期同比增长 18%。家用空调领域仍表现出较高的景气度，但随着美国对华关税落地，出口的高速增长逐渐让位于内销的稳步恢复，3 月家用空调销量同比增长 8.53%，其中内销同比增长 11.9%，出口同比增长 9.6%，这是近一年来内销同比增速首次超过出口同比增速。汽车领域，4 月新能源

汽车销量同比增加 44.25%，渗透率达到 47.3%，1-4 月累计同比增长 46.24%。另外，受关税政策影响，尤其是美国宣布对等关税暂缓 90 天实施后，“抢转口”亦带动部分消费增量，1-4 月我国至美国的出口金额同比下滑 2.5%，而至东南亚的出口金额同比大增 11.5%。

库存方面，4 月 LME 库存减少 1.56 万吨至 19.8 万吨，上期所大幅去库 14.6 万吨至 8.9 万吨，COMEX 库存从 4 月开始开启快速累库，月内库存大幅增加 4.8 万短吨至 14.4 万短吨。

资金持仓方面，LME 和 COMEX 非商业净多头持仓在 4 月均呈现为整体回落后企稳，显示出看多情绪回落。不同的是，LME 投资基金净多持仓曾在 3 月达到与去年 5 月接近的高位，COMEX 非商业净多持仓在 3 月则远未达到去年 5 月的水平。

二、宏观交易情绪回暖，但基本面支撑边际减弱

当前“对等关税”按下暂停键，尤其是中美双方于 5 月 12 日宣布暂停互征高额关税并为“对等关税”的实施同样留出 90 天暂缓期，大幅超出市场预期，关税冲突最严峻的阶段大概率已经过去，但我们仍需密切关注政策动向。一是关注铜的 232 调查结果对铜价的影响，影响方向和幅度将取决于最终税率和关税生效前的时间窗口。二是继续关注中美谈判进展，尤其是 90 天暂缓期结束后是否仍将加征对等关税。三是关注美国与主要贸易伙伴在 90 天暂缓期（截至 7 月 8 日）内的谈判情况，尤其是欧盟、日本等重大贸易伙伴能否取得有效成果，目前美国与英国已达成贸易协定。

国内方面，一季度经济实现良好开局，GDP 同比增速达到 5.4%。但关税冲突已然发生，4 月 25 日的中央政治局会

议指出“外部冲击影响加大”，强调“要强化底线思维，充分备足预案，扎实做好经济工作”。5月7日，央行宣布自5月15日起下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。后续国内或将出台更有力且更具有针对性的经济刺激政策，但并不会一蹴而就，因此仍需视实际经济情况而定。

基本面对铜价的支撑作用边际减弱。5月初，国内外铜价均体现为近月高升水以及高现货溢价的特征，表明现货需求旺盛。但随着铜价回升至高位震荡，加上4月低铜价带来的订单已基本耗尽，下游消费增长乏力，国内3月中旬以来的连续去库亦有中断。

短期来看宏观情绪明显回暖并与基本面形成正向共振，支撑铜价回到9500美元/吨一带高位震荡，但中期来看贸易摩擦并未完全消除，仍需充分认识到政策不确定性将对全球经济，尤其是整体消费和中国出口带来负面影响，并且这些负面影响将随着时间的推移逐渐变为现实并体现在经济数据、消费增速、库存变化中。预计一个月内铜价仍将维持偏强震荡走势，但中期仍面临不确定性，不排除随着基本面转弱加上经贸摩擦拖累经济的情况下，铜价或承压。