

冠通期货研究咨询部

2022 年 10 月 26 日

12 月加息预期下滑，铜价内强外弱

摘 要

□ 摘要

铜：美国近期各类经济数据再次明显偏弱，但美国通胀偏高依然没有缓解，市场对美联储 11 月继续加息 75 基点的看法坚定，但美联储内部不断暗示应该放缓加息速度，市场对美联储 12 月加息 75 基点的预期不断下降；华尔街知名机构对未来经济进入衰退的看法越来越多；近期海外铜价始终维持在 7500 美元/吨附近震荡，但国内铜期货主力合约价格从 9 月底的 59000 元/吨逐步反弹到 63000 元/吨附近，铜价“内强外弱”较为鲜明；近期国内国外各种库存数据均显示目前铜库存仍在低位，这成为铜价经常性反弹的主要动力；在年底前，美欧一边继续加息，一边面临经济衰退的可能性非常高，铜价在充满韧性的震荡中逐步下滑的风险始终存在。

风险点：

- 1、美欧底前继续激进加息和缩表，经济衰退提前到来；
- 2、国内稳增长政策的力度未达预期；
- 3、世界各主要交易所铜库存超预期降低，诱发铜价意外反弹。

分析师

周智诚

CFA 从业资格证书编号：

F3082617

Z0016177

电话：

010-85356610

Email: [duanzhenzhen](mailto:duanzhenzhen@gtfutures.com.cn)

@gtfutures.com.cn

公司网址：

<http://www.gtfutures.com.cn/>

一、美国指标衰退征兆明显，市场对美联储 12 月加息预期明显下滑

上周四（10 月 20 日），据美国全国房地产经纪人协会（NAR）数据，美国 9 月成屋销售总数年化 471 万户，创 2020 年 5 月份新冠疫情爆发以来新低，预期 470 万户；如果除去疫情初期的异常值，那么 9 月成屋销售创下了 2012 年 9 月来最低；9 月成屋销售环比跌 1.5%，预期跌 2.1%；9 月成屋销售同比跌 23.8%。美国 9 月成屋销售总数年化连续第八个月下降，创 2007 年以来最长连降月数。也就是说，当前的连跌形势与次贷危机时期一致；惨淡的成屋数据凸显按揭贷款利率飙升对房地产市场的负面影响。9 月成屋价格中位数同比上涨 8.4%，达到 38.48 万美元；各价格区间的房屋售价都在攀升；这是连续第 127 个月成屋价格同比上涨；不过环比来看，价格在降温，9 月是连续第三个月价格环比下跌；上周四劳工部数据，截至 10 月 15 日当周美国初请失业金人数减少 1.2 万达到 21.4 万人，预期 23 万人；目前失业率为 3.5%，为历史新低，同时职位空缺超过 1000 万，每个失业工人对应大约 1.7 个职位空缺；截至 10 月 8 日当周，作为雇佣晴雨表的续请失业金人数增加了 2.1 万人，达到 138.5 万人；这一数据在大约六个月内都没有大幅偏离这一水平，且仍然比疫情前的水平低 40-50 万。

“即使经济放缓，雇主似乎也不愿意裁员，他们一直在努力雇用和保留工人，”牛津经济研究院首席美国经济学家 Nancy VandenHouten 在给客户的一份报告中写道，“我们认为申请人数不会大大低于目前的水平，但我们也不认为申请人数或失业率会大幅上升，直到我们在 2023 年进入衰退。”上周四 10 年期美债收益率升超 9 个基点至 4.22%，连续多日创十四年最高；对货币政策更敏感的两年期美债收益率升破 4.60% 至 2007 年来最高，30 年期长债收益率升破 4.22% 至 2011 年来最高。长短期美债收益率持续倒挂，凸显美国经济的衰退征兆。

图：美国每周初请/续请失业金数据；美国成屋销售/NAHB 建筑信心指数；（2018.1-2022.10）



数据来源：WIND，冠通研究

上图可看出，后疫情时期美国每周的初请/续请失业金数据已经完全回到疫情前的水平，失业率甚至好于疫情前，就业市场保持了繁荣；但房地产市场可就难看了，美联储连续加息以后，随着房贷

利率迅速攀升，房价高企，月供也快速走高，导致美国每月成屋销售和住房建筑商信心都迅速走低，且只要美联储加息不停，预计这种状况还要持续。

美联储工作人员们近日“大幅下调”了对美国潜在产出的评估；分析称，更低的潜在增长意味着去年和今年的经济过热程度超过了此前预期，这需要更多的加息或是更长时期低于趋势的增长，才能缩小产出缺口；美联储内部有影响力的工作人员们认为，美国经济比他们想象的还要热，这有助于解释为什么通胀仍处于 40 年来的高位，这也为美联储进行更多加息提供了理由。工作人员们还预计，美国失业率的上升速度将比他们之前估计的要慢，到 2025 年底前，失业率将持续低于他们预计的可能制约通胀的水平。虽然给出上述结论的美联储工作人员们不制定政策，但相关结论提供了非常重要的信息，可能会影响美联储决策者们的行动。美国经济今年以来显著放缓，但如果经济水平仍高于其长期趋势，这也就解释了为什么通胀继续在多个领域广泛地增长且顽固不下。上周四据 CME “**美联储观察**”：美联储 11 月加息 50 个基点至 3.50%-3.75% 区间的概率为 5.5%，加息 75 个基点的概率为 94.5%；到 12 月累计加息 100 个基点的概率为 1.2%，累计加息 125 个基点的概率为 24.2%，累计加息 150 个基点的概率为 74.7%（前一日累计加息 150 个基点的概率仅为 61.3%）。

上周五美联储内部多位委员密集发言，开始暗示应该放慢加息速度。上周五（10 月 21 日）鸽派倾向的美联储官员、2024 年拥有货币政策委员会 FOMC 会议投票权的旧金山联储主席戴利表示，美联储应该避免因为加息太激进而让美国经济陷入“主动低迷”，现在是时候开始谈论放慢加息的速度了；戴利说：“我们可能自己觉得要再加（息）75 个基点，市场肯定已经这么定价。可是，我真的建议大家，不要认为永远都是（加）75（个基点）。”上周五，美联储三把手、任内永久拥有 FOMC 会议投票权的纽约联储主席威廉姆斯在讲话中并未置评货币政策，而是强调劳动力市场供应紧张的形势，称“在当前的环境下，填补职位空缺有挑战性，很多（雇主）难以招到人手，特别是在入门级的工程、护理和制造业职位”。上周芝加哥联储主席埃文斯公开表示，如果明年联邦基金利率的峰值大幅高于官员们 9 月预测的 4.6% 的水平，经济将面临巨大的“非线性”风险。上周五，明显偏鹰派倾向的美联储官员、今年拥有 FOMC 会议投票权的圣路易联储主席布拉德说，他也认为联邦基金利率在达到 4.6% 左右时，美联储应暂停加息并对经济进行评估；不过他更倾向于在今年年底前达到这一水平，再两次加息 75 个基点，然后根据通胀表现在 2023 年调整政策。他表示，强劲的就业市场为美联储抗击通胀提供了回旋的余地。上周五有“新美联储通讯社”之称的华尔街日报记者 Timiraos 发文称，美联储可能考虑暗示缩小 12 月加息幅度；Timiraos 指出，美联储内部目前存在分歧，一些人希望放慢加息步伐，另一些人则担心通胀没有下降。美联储目前希望在不引发市场大涨的情况下，缩减加息幅度；一个可能的解决方案是，美联储官员在 12 月批准加息 50 个基点，同时预测在 2023 年将利率提高到比上个月预测的稍高水平。

上周五一名 Twitter 用户请教特斯拉 CEO 马斯克，经济衰退会持续多久，马斯克留言回复说：“我只是猜测，可能会持续到 2024 年春季。在今年 6 月的一封邮件中，马斯克表示，他对经济“感觉非常糟糕”，特斯拉需要裁员 10% 左右；在 7 月的一次电话会议上，马斯克对未来需求前景的态度出现了转变，起初他说宏观经济的不确定性可能会对其电动汽车的需求产生一些影响；马斯克说，假设 2023 年经济陷入严重衰退，即便如此，特斯拉也能产生可观的现金，……不过，这样的乐观似乎并没有缓解华尔街对特斯拉汽车需求可能减弱的担忧；此前该公司下调了 2022 财年全年增长预期。10 月 20 日被称为“末日博士”的经济学家鲁比尼（Nouriel Roubini）在接受媒体采访时表示，美联储将无法承受加息带来的市场和经济痛苦。他们最终会在战胜通胀之前放弃货币紧缩政策。他认为，情况将比 1970 年代高通胀时期和 2008 年全球金融危机更严重。鲁比尼越来越确信，随着各大央行“鹰派”控制通胀预期并无视金融市场出现的问题，世界将陷入滞胀时期。他指出，股市今年下跌了 20% 以上，私募股权面临压力，美国房地产市场降温，信贷市场低迷，企业利用多年的低利率积累了大量债务；鲁比尼将大部分通胀归因于短期内可能会缓解的供应压力，但他认为更大的、循环往复的结构性障碍将降低潜在增长，并可能在未来数年使物价保持高位。这些结构性障碍包括疫情、俄乌冲突、去全球化等趋势、人口老龄化、移民限制、网络战、民粹主义政治、工会力量增强、气候变化等。

几个月来，全球各地的交易员、学者和分析师们一直担心，规模 23.7 万亿美元的美国国债市场恐将成为下一轮金融危机的源头；上周，美国财长耶伦坦言担忧国债交易可能崩溃，并对“美债市场充足流动性的丧失”表示担忧。上周五（10 月 21 日）美银表示，该行编制的信用压力指数 (CSI) 收于 75.6 点，超过了 6 月份 71 点的峰值，进入了 75 以上的“临界区”，超过这个水平，债市功能失调的风险将呈指数级上升。本周一（10 月 24 日）标普全球数据显示，美国 10 月 Markit 制造业 PMI 初值 49.9，为 2020 年 6 月份以来首次跌破枯荣线，预期 51；10 月 Markit 服务业 PMI 初值 46.6，预期 49.5，连续四个月萎缩；10 月 Markit 综合 PMI 初值 47.3，预期 49.3；美国最新的 PMI 数据显示，经济衰退信号重现；10 月份新订单重回收缩区间，由于需求疲软，新业务普遍出现下滑，客户需求的降幅创 2020 年 5 月以来的最大水平；价格方面，投入成本在经历了四个月的温和价格上涨之后，在 10 月继续回升，虽然价格涨幅显著下降，但仍处于历史高位。全国商业经济协会（NABE）调查显示，超过一半的受访者认为经济衰退的可能性更大，另外 11% 的受访者表示经济已经陷入衰退；该调查起止日为 10 月 3-10 日，调查对象为 55 名 NABE 成员；**目前据 CME “美联储观察”：美联储 11 月加息 50 个基点至 3.50%-3.75% 区间的概率为 4.5%，加息 75 个基点的概率为 95.5%；到 12 月累计加息 100 个基点的概率为 0%，累计加息 125 个基点的概率为 43.1%，累计加息 150 个基点的概率为 54.9%。**

前后几天市场对美联储 12 月的加息预期明显下滑，这显示美联储自身也非常担心过度的加息措施可能伤害经济发展，因此不断有人发言主张放缓加息速度。这在客观上有利于美指适当下滑，铜和

工业金属有希望反弹。但伦铜价格明显表现疲软，而内盘期货铜价存在小幅上涨的动力，也产生了上涨的结果。

图：伦铜电3日线走势；上海沪铜期货主力合约近期走势；（2022.3-2022.10）



数据来源：WIND，冠通研究

最近几个月美元标价的伦铜电3价格，从3月7日的小高点10845美元/吨跌至7月15日阶段低点6955美元/吨，4个多月向下振幅35.8%；之后从6955美元反弹至8月26日的小高点8318美元/吨，不到一个半月即反弹约19.5%；然后又跌回7500美元/吨之后持续震荡，目前为止尚未再度超越8318美元的小高点；如果只看近期，9月底至目前铜价从大约7300美元/吨涨至7615美元/吨，涨幅仅4.3%左右；上海期货铜主力合约从3月8日小高点77270元/吨跌至7月15日阶段低点53420元/吨，整体向下振幅30.86%；之后在8月26日反弹至小高点64560元/吨，不到一个半月反弹约20.8%；之后又跌回60000元整数关口下方，之后持续震荡但未能突破小前高64560元；如果同样只看近期，9月底至目前铜价从大约59100元/吨涨至62700元/吨，涨幅6.1%左右；内盘明显强于外盘，非常明显。

这显示铜价很有韧性，在国内金融机构持续加大支持经济的力度，各种稳增长政策持续落地的情况下，国内铜价在国内铜需求的支撑下较为抗跌；此外近期人民币兑美元汇率持续下滑的影响，目前人民币离岸和在岸汇率都跌至7.3附近，和年中6.7的汇率相比下滑明显；但整体看，由于海外存在经济衰退的可能，铜需求不确定性很高，外盘铜价跌穿前低的可能性是存在的，国内铜现货和期货市场的参与者需要保持应有的警惕。

二、近期铜矿业端扰动的最新动向

（一）现有铜矿山或铜供应端减产的消息

外电10月19日消息，矿业巨头必和必拓(BHP)和安托法加斯塔矿业公司(Antofagasta Minerals)

周三表示，智利的矿业使用费法案将影响竞争力，并鼓励矿商重新评估对其的投资。智利政府已提议提成费，其中一部分以销售额为基础，另一部分以盈利为基础，随着铜价的上涨，提成费也在不断增加。两家公司的代表都承认，采矿业还有更多贡献的空间，但他们敦促智利政府达成维持业务可持续性的合作协议。

除了全球领先的铜产量外，智利最大铜企业 Codelco 还面临着与铜矿重新开发有关的挑战，这意味着今明两年该公司的铜产量将达到 150 万吨，而 2021 年为 170 万吨。帕切科说：“我们可能会在四年的时间里回到 170 万吨的水平。”他说，一些挑战是操作上的，缺水是一个问题，特别是在智利北部。此外，他说，尽管 Codelco 的矿山在新冠疫情封锁期间保持了运营，但该公司必须应对供应链瓶颈。Pacheco 称，Codelco 今年将在矿山再开发项目上投入 35 亿美元，明年也将如此，高于去年的 25 亿美元。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

据外电 10 月 19 日消息，股权咨询公司 Glass Lewis&Co. 敦促绿松石山公司（Turquoise Hill Resources）的股东们支持力拓集团（Rio Tinto Group）提出的收购提议。这一建议为力拓获得蒙古奥尤陶勒盖铜矿更大控制权的增添了希望。尽管该提议遭到绿松石山一些大股东们的抵制。据悉，该矿预计将成为全球第四大铜矿。

智利安托法加斯塔铜矿三季度铜产量为 181,900 吨，比第二季度高出 40.1%，预测 2023 年铜产量将最高达到 71 万吨；国内冶炼厂盈利继续改善，电解铜供应干扰逐渐下降，精废价差扩大。不过现货供应仍维持偏紧格局，且社会库存仍保持去库。

外电 10 月 21 日消息，巴西淡水河谷公司（Vale SA）首席执行官周五表示，该公司近期正在考虑剥离金属业务，并最终上市。Eduardo Bartolomeo 在英国《金融时报》矿业峰会上表示，由于铜、镍业务的增长前景与铁矿石不同，该公司现在正寻求将铜和镍业务与铁矿石业务分开。该公司还预计，到 2030 年，全球铜需求将增长约 20%，达到 3700 万吨。

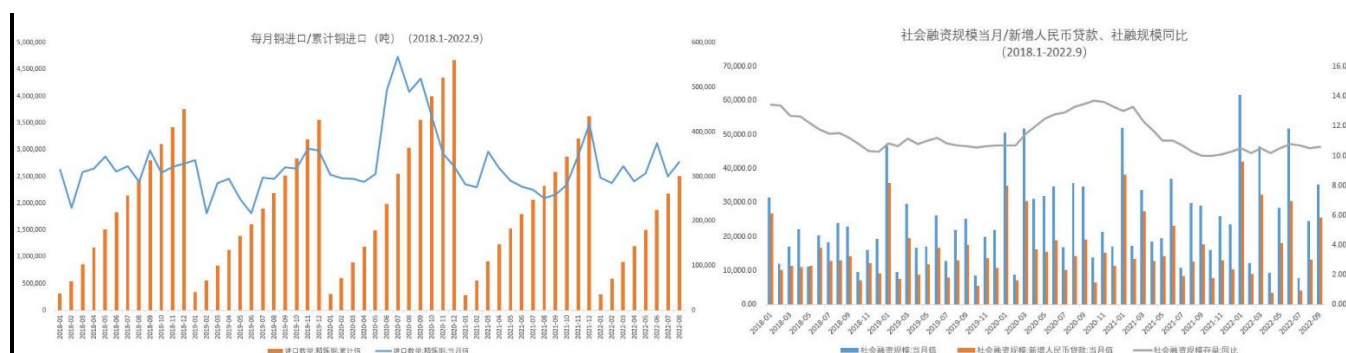
外电 10 月 24 日消息，Copper Mark 周一宣布，随着一个试点项目的启动，它将把已覆盖全球五分之一铜产量的责任矿业评估扩展到钼、镍和锌。该试点项目将持续到 2023 年 7 月，是 Copper Mark、国际钼业协会（IMOA）、镍研究所（NI）和国际锌协会（IZA）合作的结果。全面计划将在明年推出，目前四家机构没有制定任何新标准。据 Copper Mark 称，参与试点是自愿的，对任何涉及提取、加工、处理、混合、回收或其他操作含钼、镍或锌矿石、金属、化学品、合金或其他材料的产品的矿场开放。

以上消息和报道可以看出，智利和秘鲁铜矿依生产依然存在诸多问题，尤其是智利，其国内的政治不稳定令人担忧，铜矿生产处于一种周期性的减少和中断；但整体上西方大资本对铜在未来能源转型中的地位非常看好，这些大型矿业资本控制的铜矿有逐步增加产量并进一步拓展新铜矿资源的趋势；但中短期看欧美激进加息导致发达经济体进入慢性衰退进而导致铜需求下降，风险将始终存在，铜价反弹将面临有更多不确定性，趋势性上涨暂时无法到来，而铜产量实质性的上升确实有可能带来铜过剩的风险。

三、中共 20 大闭幕，国内宏观政策和金融环境利好铜需求和铜价

本周一（10 月 24 日）国家统计局发布数据，初步核算，前三季度国内生产总值 870269 亿元，按不变价格计算，同比增长 3.0%，比上半年加快 0.5 个百分点。从环比看，三季度国内生产总值增长 3.9%。在前三季度中，第一产业增加值 54779 亿元，同比增长 4.2%，对经济增长的贡献率为 9.3%；第二产业增加值 350189 亿元，同比增长 3.9%，对经济增长的贡献率为 48.8%；同日国家统计局数据，9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.3%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，9 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.84%。1—9 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.9%。41 个大类行业中有 32 个行业保持同比增长 新能源汽车同比增长 110%。

图：进口精炼铜当月/累计值变动情况；国内社会融资规模/人民币贷款每月增加情况（2018.1-2022.10）



数据来源：WIND，冠通研究

10 月 25 日，中国央行进行 2300 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.00%，持平上次；当日有 20 亿元逆回购到期，当日净投放 2280 亿元；10 月 26 日中国央行进行 2800 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.00%，持平上次；当日有 20 亿元逆回购到期，当日净投放 2780 亿元。10 月 25 日，央行、外汇局决定将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由 1 上调至 1.25。据中国人民银行发布的公告，为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，增加企业和金融机构跨境资金来源，引导其优化资产负债结构，人民银行、外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1 上调至 1.25。根

据我国跨境融资宏观审慎管理的规定，跨境融资风险加权余额上限由微观主体的资本或净资产、杠杆率和宏观审慎调节参数等因素共同决定。比如，在其他条件不变的情况下，在调节系数是 1 时，某金融机构的跨境融资风险加权余额上限是 100 亿美元，系数是 1.25 时，上限是 125 亿美元，现在上调至 1.25，上限就由之前的 100 亿美元上升至 125 亿美元。

2022 年 10 月 24 日，人民银行党委、外汇局党组召开扩大会议，认真传达学习党的二十大和党的二十届一中全会精神，研究部署贯彻落实工作。人民银行党委、外汇局党组一致认为，党的二十大是在全党全国各族人民迈上全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的关键时刻召开的一次十分重要的大会。会议强调，人民银行、外汇局要继续保持货币信贷总量合理增长，加大对科技创新、乡村振兴、区域协调发展、绿色发展等重点领域支持力度，稳定宏观经济大盘。深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。**落实落细金融服务小微企业、民营企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制，增强微观主体活力。加强部门协作，维护股市、债市、楼市健康发展。**推进金融市场高水平双向开放，支持香港国际金融中心持续繁荣发展。

10 月 24 日，中国证监会召开党委（扩大）会议，认真传达学习贯彻党的二十大精神 and 二十届一中全会精神。会议强调，资本市场要服从和服务于这个大局，坚持金融服务实体经济的宗旨，全面深化改革，完善多层次市场体系，健全资本市场功能，提高直接融资比重。扩大高水平制度型开放，拓宽境外上市融资渠道，加强与香港市场的务实合作。要坚持将资本市场一般规律与中国市场的实际相结合，与中华优秀传统文化相结合，加快建设中国特色现代资本市场。

整体看，国内从中央到地方、从国企到民企，稳增长的力度非常大，这可以部分对冲海外市场因美欧激进加息而造成的不良影响，人民币贬值也令国内铜价在反弹阶段领先于外盘，国内未来一段时间的铜需求仍有可能维持相对乐观的预期，这对国内铜价是明显的利好。

四、部分海外机构对中国和世界铜需求的乐观预期

外媒 10 月 19 日消息：明年中国精炼铜买家可能加大采购俄罗斯铜，以减少全球其他矿商溢价预期上涨的影响。据四家市场参与者预测，2023 年销往中国的现货铜溢价预计将比伦敦金属交易所（LME）基准铜价高出每吨 150 至 210 美元之间。相比之下，今年的溢价为每吨 105 美元，2021 年为每吨 88 美元。智利国有铜业公司 Codelco 公司已经将明年销往欧洲的铜溢价提高到每吨 234 美元，比 2022 年的溢价高出 83%。在 Codelco 提高溢价后，中国买家开始考虑增加进口俄罗斯铜。一家中国铜管生产商说，如果溢价真涨到 150 美元以上，我们会直接从现货市场购买，而不是以固定溢价签署年度合同。他预计明年会有更多俄罗斯铜运抵中国，因为其价格会更便宜。中国需求前

景不确定，也令买家也对支付更高溢价迟疑不决。咨询机构 CRU 集团预测今年中国精炼铜需求同比增长 2.2%，明年增幅将降至 2% 左右，低于 2017 年以来通常出现的 5% 的年度增幅。与此同时，随着中国几家主要铜生产商提高产能，2023 年精炼铜产量将同比增长 6%。2021 年俄罗斯占到中国铜进口量的 11%。智利是中国最大的铜供应国，占比 22%。最近几个月，来自俄罗斯的铜供应提高。海关数据显示，8 月份从俄罗斯进口的铜为 33,033 吨，同比提高 34%。8 月份进口俄罗斯铜的平均价格为每吨 7953 美元，比同期的智利铜进口均价便宜 141 美元/吨。目前中国现货铜的溢价已经上升，目前洋山进口铜溢价为每吨 147.50 美元，创下 2014 年 2 月以来最高。

全球最大铜矿商智利 Codelco 董事长 Maximo Pacheco 对路透表示，该公司预计中国铜需求将保持弹性，尽管中国经济增长放缓。中国购买了 Codelco 约一半的产量，也占全球铜消费量的约一半，分析师估计今年全球铜消费量将在 2,500 万吨左右。帕切科表示，他“对中国经济非常有信心”，他补充称，Codelco 的另一半产量销往其他亚洲国家、欧洲和南美。新冠肺炎封锁、房地产长期低迷和全球衰退限制了中国的增长。

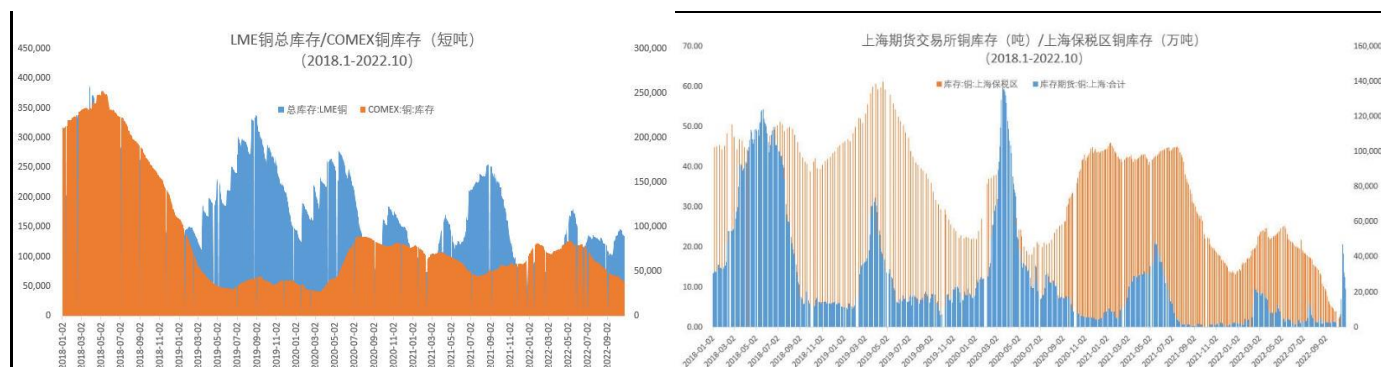
Wood Mackenzie 的一份新报告估计，为了达到《巴黎气候协定》设定的目标，未来 10 年需要 970 万吨新铜供应，这些项目没有吸引到足够的投资，没有得到董事会的批准，也没有获得必要的政府和环境许可。Verisk 旗下公司 Woodmac 表示，从这个数字来看，970 万吨相当于目前精炼原油消费量的近三分之一。这也相当于每年投产一座新的 La Escondida 铜矿。La Escondida 是世界上最大的铜矿，规模远超一英里。实际情况与电动汽车、可再生能源生产和储存所创造的铜需求相去甚远。Woodmac 的数据显示，尽管铜价处于历史高位，但采矿项目批准率已降至周期性低点。在 2022 年上半年，已承诺的铜项目的年平均产量总计仅为 26 万吨。“铜在能源转型中的关键作用是毋庸置疑的。这是对铜现有和潜在供应的重大拖累，需要迫切关注的投资需求，” Wood Mackenzie 铜市场研究主管尼克皮肯斯(Nick Pickens)表示。皮肯斯补充说：“为了成功实现零碳目标，采矿业需要以前所未有的频率和持续的融资水平交付新项目。伍德麦克说，简而言之，“全球能源转型带来了一个几乎无法实现的矿山供应挑战，需要大量投资和价格激励。”Woodmac 估计，在巴黎气温达到 1.5 摄氏度的情况下，在未来 30 年里，每年将需要超过 230 亿美元来交付新项目。此前，在中国引发的大宗商品超级周期之后，只有 2012 年至 2016 年的有限时期出现过这种投资水平。在这种情况下，满足需求所需的铜价将大幅上涨至 9370 美元/吨(4.25 美元/磅)。这相当于比现在的价格上涨了 25%。

五、全球铜库存严重偏低是铜价异常波动的主因

上周四（10月21日）全球最大大宗商品交易商之一托克集团警告称，**全球铜库存已降至危险的极低水平：可能只够全球消费 2.7 天**。尽管部分市场人士仍担忧全球宏观经济逆风对铜需求的影响，但实际上在中国和欧洲，由基建和电动汽车、光伏发电等领域带来的铜需求仍然强劲。托克集团及多家大型金属行业企业都预计，铜价将持续受到供应短缺的支撑。上周四托克金属和矿产交易联席主管科斯塔斯宾塔斯（Kostas Bintas）在一场矿业峰会上发言时表示，**目前铜市场的库存只能满足全球消费的 4.9 天**。根据托克的预测，到今年年底时，铜库存可能只能满足全球 2.7 天的消费。然而今年以来由于宏观经逆风，一些市场人士对铜的需求前景感到担忧。对此，宾塔斯并不以为然：“尽管人们很关注中国房地产行业的疲弱，但中国的基建、电动汽车相关的铜需求强劲，却在悄悄地弥补了铜需求…这实际上不仅完全抵消了房地产的疲软，而且还增加了他们的消费增长。”他补充称，欧洲的情况也不例外。该地区正在加速向可再生能源转型，试图摆脱对俄罗斯天然气的依赖，也导致铜需求增加。“欧盟已经决定将其太阳能发电能力翻一番的目标从 2030 年提前到 2025 年，所有这些都需要大量的铜，”他说，“看看现在到处都是电动汽车，（路上的电动车数量）令人惊讶，那也需要很多铜。因此，在这非常困难的一年里，我们的（铜）库存一直在减少。”近几个月来，由于美元强劲和市场对全球经济衰退的担忧加剧，铜价持续承压。铜价目前在每吨 7400 美元左右，较今年 3 月初的纪录高点——每吨 1 万美元下跌了约 30%。一些看空铜的市场人士认为，中国房地产市场的放缓以及欧洲的能源危机，将对需求构成压力。比如，麦格理大宗商品策略主管马库斯加维（Marcus Garvey）就认为，随着拉丁美洲和其他地区供应的增加，铜市场明年将出现 60 万吨的过剩。他认为，在全球宏观经济低迷的影响下，“所有工业金属明年都将出现过剩。”然而，全球金属行业的高管们却多数持相反观点，认为当下铜供应严重有限的情况，将对铜价构成支撑。他们认为鉴于铜库存有限，后续铜价突然飙升的风险也会随之增加。而同时，假如铜价出现大幅下跌，交易商们将争相买入确保供应，从而支撑铜价。比如，自由港首席执行官 Richard Adkerson 最近就在电话会议上对投资者表示：“我们的铜销售情况当然没有问题。令人惊讶的是，金融市场对这个行业的看法是如此负面，而实物市场却如此紧张。”加拿大铜矿商泰克资源（Teck Resources）首席执行官乔纳森普莱斯（Jonathan Price）也表示：“宏观观点与铜市场的实物基本面非常脱节”。宾塔斯去年曾预测铜价将达到每吨 1.5 万美元。他表示，市场之所以近期抛售铜，是出于对经济衰退的担忧，但他预计，一旦这种担忧消退，“很快”就会出现“结构性定价重新调整”。

10月20日消息，过去8天，伦敦金属交易所（LME）仓库网络的可用铜数量减少了一半。13.9万吨的总体库存看起来足够健康，但每天一连串的取消意味着 48%的吨位正在等待实际装船，只剩下 72,950 吨的活库存。鉴于欧洲陷入衰退、美国制造业增长大幅放缓，需求前景迅速黯淡，抢购库存的行为看起来有些奇怪。线索在中国，上海期货交易所（ShFE）的紧缩引发了对金属的抢购。

图：LME/COMEX 铜库存（吨/短吨）；中国上海期货交易所/上海保税区铜库存（吨）（2018.1-2022.10）



数据来源：WIND，冠通研究

一段时间以来，上海期货交易所铜合约的特点是库存低和滚动紧密。但在国庆黄金周假期后市场重新开盘、10月合约周一到期之前，事情已经到了紧要关头。针对空头头寸的交割一直在加速。上海期货交易所的注册总库存在假日期间翻了一倍多，达到63746吨，而权证库存则从3729吨跃升至25588吨。本周有更多的黄金抵达，截至周二，权证库存如雨后天春笋般飙升至70,547吨。上海目前正像磁铁一样吸引着中国和世界其他地区的铜库存。很明显，做空上海市场的首要目标是该市保税仓库中的铜。通过国际能源交易所(INE)交易的上海国际铜合约就有这样的库存作为支撑。黄金周期间，登记库存从88861吨骤降至28389吨，这是自2021年初该合同推出以来INE库存的最大变化。本地数据提供商上海金属市场(SMM)评估了更广泛的保税库存水平，有时也被称为“社会库存”。这些库存也从3月份的峰值293,500吨骤降至30,100吨。随着保税库存迅速耗尽，以填满上海期货交易所(ShFE)的岸上仓库，实物溢价反过来也在上升，以从国际市场吸引更多金属。衡量中国现货进口需求的有力指标——洋山铜的溢价已飙升至每吨147.50美元，这是自2013年以来的最高交易水平。目前，中国交货的高溢价正吸引来自世界其他地区的金属，包括伦敦金属交易所(LME)在亚洲的仓库，那里的所有取消交易活动都发生在过去一周左右。鉴于中国精炼铜进口近几个月来一直在快速增长，对上海铜的抢购令人惊讶。今年前八个月的净进口量为231万吨，比2021年同期增长了近10%。然而，这些资金流入绕过了保税和在岸仓库，以补充枯竭的国内供应链。此前，由于今年早些时候价格达到创纪录高位，中国经历了一波长时间的去库存。

伦敦也感受到了中国对铜的强烈需求，伦敦金属交易所(LME)股价下跌重新引发了时间价差波动。自9月中旬以来，现金与3个月期铜的基准价差一直处于现货溢价状态，上周二收盘时，现金溢价高达每吨60美元。微观上的紧缩继续与看空的宏观形势相冲突。宏观形势令3个月期铜价格承压，接近每吨6955美元的7月低点，上周报7375美元。随着伦敦金属交易所(LME)的库存被剥离，运往中国，对LME来说，还有一个额外的问题，它已经就是否暂停俄罗斯品牌金属的交割发布了一份讨论

文件。截至 9 月底，LME 铜库存中超过 60%是俄罗斯金属。随着总库存量下降，剩余的储量越来越集中在汉堡和鹿特丹这两个欧洲港口，这一比例很有可能还会进一步上升。这两个地方都是俄罗斯两家铜生产商显而易见的海运目的地，它们目前合计拥有 42,425 吨活铜库存，相当于迅速减少的总库存的 58%。这两个地方都没有受到近期大量平仓活动的影响，而可以理解的是，这种情况在距离上海空头要快得多的亚洲地区发生。

截至 10 月 20 日，伦敦金属交易所(LME)铜库存减少 2300 吨至 136700 吨，跌幅 1.65%，伦铜注册仓单 74075 吨，注销仓单 62625 吨；截至 10 月 20 日，上期所沪铜期货仓单 65070 吨，较前一日减少 5477 吨。在此前连续大增下伦沪两市铜库存均出现高位回落局面，不过幅度较为有限。截至 10 月 22 日，伦敦金属交易所(LME)铜库存减少 2625 吨至 134700 吨，跌幅 1.91%，伦铜注册仓单 62325 吨，注销仓单 72375 吨；截至 10 月 24 日，上期所沪铜期货仓单 49486 吨，较前一日减少 2801 吨。截至 10 月 25 日，伦敦金属交易所(LME)铜库存减少 300 吨至 134400 吨，跌幅 0.22%；截至 10 月 25 日，上期所沪铜期货仓单 41880 吨，较前一日减少 7606 吨。**整体看，国内国外铜库存都在极低水平，国内铜库存的去库速度明显大于国外，有效的支撑了国内铜价。**

美国在年底之前仍将继续激进加息，且年底前的加息空间仍有 125 至 150 基点。铜价在今年四季度显然面临更多不确定性，目前铜价从反弹小高点 64500 元/吨附近连续下跌后反复震荡，目前维持在 63000 关口附近，若不能有效突破前高 64500，则有跌回 60000 元/吨整数关口的风险，若跌穿前低 53000 元/吨附近，将进入“无底”下跌模式；若铜价能够维持强势，则需要铜价稳定在 65000 元一线，目前来看，铜价能否反弹到这个水平并维持住，仍然有疑问。由于全球的铜库存都偏低，铜价的震荡将有很强的韧性，铜价是否会因为海外市场进入衰退而一起下滑，仍需时间进一步观察。

风险提示

- 1、美欧底前继续激进加息和缩表，经济衰退提前到来；
- 2、国内稳增长政策的力度未达预期；
- 3、世界各主要交易所铜库存超预期降低，诱发铜价意外反弹。

分析师 周智诚

冠通期货研究咨询部

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲 6 号万通中心 D 座 20 层（北京总部）

公司电话：810-85356596

Email: zhouzhicheng@gtfutures.com.cn

本报告发布机构--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对
所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传
送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。