

冠通期货研究咨询部

2023 年 02 月 8 日

加息落地非农火热，铜价高位震荡

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

公司网址：

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

摘 要

□ 摘要

铜：近期世界银行等机构对 2023 年世界经济的悲观预期有所好转，并上修了全球 GDP 发展预期；美联储上周完成 2023 年首次加息，继续加息 25 基点；上周美国公布多项重量级经济数据，以 1 月非农为代表的美国就业类数据依然表现火热，成为推动美联储进一步加息和维持利率水平高位的证据；但就业数据之外的美国数据，一再显示出经济减速甚至衰退；美元指数在连续下滑后小幅反弹；近期海外铜价从前期触及 9500 美元/吨的小高点回撤至 9000 美元下方；国内铜期货主力合约价格从 70000 元/吨上方的小高点回落至 68000 元一线；目前春节后国内铜需求仍在季节性淡季，1 月份汽车和新能源汽车销量不佳对铜价产生了消极影响；西方大型矿业资本看好未来能源绿色转型的铜需求，南美铜矿生产扰动加剧，2023 年铜价或整体震荡并维持强势，但宏观经济和铜需求的不确定性变大。

风险点：

- 1、美国经济衰退强于预期，美联储在 2023 年提前政策转向；
- 2、铜矿增产速度超过铜需求增长速度，铜过剩提前出现；
- 3、国内铜下游产业开工不及预期，铜需求出现持续下滑。

一、美联储完成 2023 年首次加息，1 月非农显示就业仍强劲

上周三（2 月 1 日）美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布，将政策利率联邦基金利率的目标区间从 4.25% 至 4.50% 上调到 4.50% 至 4.75%，加息幅度 25 个基点。和去年 7 月以来的前四次会议一样，本次加息决策得到 FOMC 投票委员全票赞成；这是美联储连续第二次放慢加息步伐，也是自去年 3 月以来首度一次加息仅 25 个基点。美联储的利率指引称，判断未来加息程度时要考虑到加息影响的滞后性等一系列因素。上次声明称，判断未来加息速度时要考虑到滞后性等因素。本次声明的另一大差别是，称通胀已一定程度上缓和，但仍高企，上次只是重申通胀仍高。美媒评论称，紧缩周期可能接近尾声。美联储利率声明中还指出，俄乌冲突“在助长本已很高的全球不确定性”；美联储在政策立场考虑因素中删除公共卫生数据，同时表示缩表按此前计划进行；美联储再次强调 FOMC “高度关注通胀风险”。本次声明继续重申了去年 6 月声明新增的这句话：“（FOMC）委员会强烈承诺，将让通胀率回落至 2% 这一目标。”相比上次声明一大差别：称通胀已一定程度上缓和，但仍高企；去年 5 月美联储公布了缩减资产负债表（缩表）的路线，从 6 月 1 日起减少债券持仓，最初每月最多减少 300 亿美元美国国债、175 亿美元机构抵押支持证券（MBS），三个月后月度减持最高规模提升一倍；和前五次会议一样，本次会议的声明未重申上述路线，而是说，将继续按此前公布的缩表路线减持国债、机构债和机构 MBS。

图：美国 ISM 制造业 PMI、新订单、产出数据/欧元区制造业 PMI、工业生产指数变化情况（2018.1-2023.1）



数据来源：WIND，冠通研究

上图可清晰看出，美国制造业 PMI 最近几个月一直鲜明下滑且一直低于荣枯分界线 50，目前完全没有扭转的迹象；欧元区的制造业 PMI 和美国一样状况不好，再加上俄乌冲突对欧元区的负面影响，欧元区制造业 PMI 从一年前的 58 附近一路下滑至 46 附近；叠加高息下制造业状况持续不佳。

在美联储公布最新利率决议后，美联储主席鲍威尔在记者会上说，FOMC 正在讨论再加息几次（a couple more）至限制性水平，之后就暂停，美联储并没有探索暂停加息之后再重新开始加息的可能

性。他说，政策制定者并不认为现在是暂停加息的时候；关于这里的“几次”指的是多少次加息，彭博社解读认为，基本上可以确定是再加息两次，即在3月和5月的FOMC会议上继续以25个基点的幅度分别加息一次，这将令联邦基金利率上升至5%至5.25%的区间，达到12月时美联储的预期利率峰值水平。

鲍威尔指出，我们的预期是，通胀需要一定时间才能回落，我们需要耐心，因此将需要在更长时间内保持较高的利率。我认为通胀可以回落到2%，而不会出现真正严重的经济衰退。关于美国国会是否会提高债务上限，鲍威尔说，关于债务上限的讨论仍在继续，美联储将仔细监测货币市场状况：我相信国会会提高债务上限，这是必须的。鲍威尔认为，通胀下降的趋势必须在整个美国经济中铺开；他强调，不要假设美联储可以在发生债务违约时保护经济；鲍威尔还说，新冠疫情在美国经济中影响不再重大。鲍威尔强调，美联储现在关注的重点不是金融状况的短期变化，而是侧重于金融条件的持续变化，在制定政策时，美联储将考虑金融状况和其他条件。**鲍威尔说，金融状况收紧将需要时间，需要耐心。鲍威尔说，去年金融状况收紧非常严重。但他似乎并没有对最近金融市场变得宽松作出评论。鲍威尔的此番表态被市场做了鸽派解读，在鲍威尔就金融市场状况表态后，美国股市、黄金上涨，美债收益率下行。**

上周二（1月31日）美国公布的第四季度就业成本指数环比上升1%，市场预期1.1%；同比增速达到创纪录的5.07%；有“新美联储通讯社”之称的华尔街日报记者Nick Timiraos评论说，虽然平均时薪等数据都在显示出薪资增速放缓，但四季度的美国劳动力成本指数却可能证伪工资增速放缓的观点。上周二美国公布标普凯斯席勒（S&P/CS）11月20个大型城市季调后房价环比下跌0.54%，为连续第五个月下跌；同比涨幅6.77%，为2020年9月以来最小同比增幅。有分析认为，宏观经济环境的前景充满挑战，美国房价很可能会继续走弱。上周三美国劳工部公布的职位空缺和劳动力流动调查（JOLTS）显示，2022年12月美国职位空缺数量环比增长6.7%至1101万个，预期1030万个，数据升至5个月高点，也创2021年7月以来最大增幅。空缺职位与失业人数之比从前月的1.7上升至1.9，接近历史最高纪录，且远高于疫情暴发之前的1.2；衡量自愿离职人员占总就业人数之比的离职率维持在2.7%，约410万人。美国国内有分析认为，当天公布的数据与劳动力需求远远超过供给的现状相吻合，凸显美国劳动力市场仍高度紧张。这一状况可能导致员工薪资水平持续面临上行压力，从而再次引发通货膨胀。

上周三（2月1日）美国ADP研究院报告显示，美国1月ADP就业人数增加10.6万人，预期18万人，为2021年1月以来的最低水平，前值从23.5万人上调至25.3万人；工资增速则连续第二个月同比增长7.3%，大多数行业工资增速几乎没有变化。更换工作后的员工工资增速从12月的同比增长15.2%略微反弹至15.4%；ADP指出，在1月12日的参考周，由于美国遭遇极端天气，加州当时正

在应对创纪录的洪水，连续的风暴给美国中部和东部带来了冰雪，就业数据因此疲软。ADP 首席经济学家 NelaRichardson 也称，1 月份与天气有关的（招聘活动）中断对就业数据造成了影响。当月其他几周的招聘活动更为强劲，与去年年底看到的强劲势头一致。

上周三 ISM 公布的数据显示，美国 1 月 ISM 制造业指数降至 47.4，预期 48；为连续第三个月萎缩，且萎缩幅度扩大，也是连续五个月下降，创下 2020 年 5 月以来新低；新订单指数 42.5，12 月前值为 45.1；生产指数为 48，12 月前值为 48.6；新订单指数和生产指数均创 2020 年中以来的最低水平，这两个分项指数的疲软，表明未来需求或进一步走弱。

上周四美国劳工部数据显示，截至 1 月 28 日一周，美国初请失业金人数环比减少 0.3 万至 18.3 万人，为 2022 年 4 月以来最低水平，显示美国劳动力市场供需关系仍高度紧张；截至 1 月 21 日一周，美国全国续请失业金人数为 165.5 万人，环比增加了 1.1 万。有分析人认为，美国上周首次申请失业救济人数连续三周下滑，凸显美国劳动力市场仍保持弹性，同时也显示劳动力供给与需求仍高度不平衡。上周五（2 月 3 日）美国劳工局数据显示，1 月非农新增就业人数 51.7 万人，预期 18.5 万人，前值修正后 26 万人；失业率 3.4%，预期 3.6%，失业率维持在近 50 年来的低位；平均时薪同比增长 4.4%，预期 4.3%；1 月劳动参与率升至 62.4%，市场预期 62.3%；瑞银此前指出，移民的回归将增加劳动力的供应，从而提高劳动参与率。媒体称，家庭调查结果修正后显示，1 月就业人数飙升 89.4 万，是自 2022 年 1 月飙升超过 100 万以来的最大增幅，加上 12 月激增的 71.7 万，就业人数在前两个月激增了 161.1 万人；1 月非农数据凸显出美国劳动力市场的韧性；**市场普遍认为，美国劳动力市场降温，是美联储使核心通胀放缓至 2%的唯一方法。**在当前美国通胀整体处于高位的形势下，劳动力市场的通胀情况备受关注。被视为“美联储喉舌”、有“新美联储通讯社”之称的华尔街日报记者 Nick Timiraos 在本次非农前的文章中表示，火热的劳动力市场或将助推工资更快上涨，成为点燃通胀的又一“引线”。如果工资继续以近期 5%至 5.5%的速度增长，并假设生产率每年增长 1%-1.5%，将造成通胀远超 2%的目标。

本周一（2 月 6 日）2024 年拥有美联储货币政策委员会 FOMC 会议投票权的亚特兰大联储主席博斯蒂克评价，1 月强劲的非农就业增长令美联储更有可能需要，让政策利率的峰值超过联储决策者此前预期的水平；博斯蒂克称，他专注于供需的平衡，因为需求过多可能推升通胀，同时指出，如有需要，FOMC 也可能考虑将加息速度又加快到 50 个基点，不过他预测不会那么做。他支持上周美联储继续放缓加息至 25 个基点。博斯蒂克表示，“如果我们看到这个季度或者下个季度比现在大家预计的强劲，我也不会意外。”博斯蒂克重申，他的基准预测是，利率峰值可能达到 5.1%，同时称，这种利率水平将保持到整个 2024 年。本周二（2 月 7 日）在华盛顿智库 The Economic Club 的对话访谈活动中，美联储主席鲍威尔表示，**通胀下降过程已开始，还在早期，限制性利率必须保持些时间；就业**

超预期强劲可以解释为何联储觉得降低通胀需要很长时间，若就业继续强劲，很可能必须有更多行动，加息可能超出市场定价水平。他认为，超预期强劲的就业增长展示了，为什么说美联储遏制通胀的战斗可能是艰难的。他没有直接回答就业报告怎样影响联储官员的看法，称假如就业市场仍如此火爆，联储加息可能就得加码。鲍威尔说，现在美联储的资产负债表有 8.4 万亿美元的规模，目前处于收缩资产负债表（缩表）的过程，FOMC 在“被动”缩表，联储并未积极考虑出售持有的抵押贷款担保证券（MBS）。也就是说，联储让持有的美国国债和 MBS 自动到期，并非主动抛售。鲍威尔还说，美联储对资产负债表的规模没有一个具体达到多少美元的目标，它达到联储认为合适的水平还需要“几年”时间。鲍威尔讲话开始，美国国债价格跳涨、收益率盘中跳水，美股盘中拉升，三大指数集体刷新日高，美元指数跌幅迅速扩大。

据最新 CME “美联储观察”：美联储 3 月加息 25 个基点至 4.75%-5.00% 区间的概率为 90.8%，加息 50 个基点至 5.00%-5.25% 区间的概率为 9.2%；到 5 月维持利率不变的概率为 0.0%，累计加息 25 个基点的概率为 22.6%，累计加息 50 个基点的概率为 70.5%，累计加息 75 个基点至 5.25%-5.50% 区间的概率为 6.9%。

目前为止，市场定价显示美联储在今年仍将继续加息两次，合计继续加息 50 个基点的可能性依然非常高。加息幅度虽然放缓，但美元指数最近小幅反弹，伦铜电 3 价格持续震荡下滑后开始转涨。伦铜价格近期从 8800 美元/吨附近持续震荡上扬再度逼近 9000 关口。上海期货铜主力合约在前期反弹至 70000 元/吨关口上方，目前下滑后维持在 68500 上方维持震荡；国内稳定房地产市场的政策力度空前，汽车和新能源汽车产销下降但潜力仍巨大；西方大型矿业资本仍正在投资新的大型铜矿山，南美洲矿业扰动仍然频繁但却不一定造成铜产量下降，国内国外铜需求的“温度差”和海外大型铜矿山的增产动向，需要铜现货和期货市场的参与者需要保持必要的警惕。

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

英美资源集团下调了对 2023 年铜产量的预测，原因包括极端天气、劳工问题和金属品位下降。该公司预计今年的产量将在 84 万吨至 93 万吨之间。英美资源集团(Anglo)上周四警告称，智利的生产将受水资源供应的影响，这家全球最大的铜生产商正与持续干旱作斗争。与此同时，秘鲁的产量可能会受到政治不稳定的影响。去年 12 月，秘鲁前总统被赶下台，引发了数周的反政府抗议活动，有时甚至是暴力活动。

嘉能可上周三表示，受刚果民主共和国(DRC)加丹加露露矿问题的影响，其 2022 年铜产量下降了

12%。这家伦敦上市的矿商和交易商表示，去年生产了 106 万吨铜，并将 2023 年的预期维持在 104 万吨左右。由于极端天气、劳工问题或品位降低，铜矿生产中断，导致各公司修改了 2023 年的产量预期，这是一个令人头痛的问题，因为它们正在寻找矿产，为绿色能源热潮提供动力。智利矿商 Antofagasta 报告称，2022 年铜产量下降了 10%。

拜登政府下美国环境保护署 (Environmental Protection Agency) 上周二宣布的最终决定，颁布法令，禁止在阿拉斯加布里斯托尔湾 (Bristol Bay) 附近倾倒采矿废料，**阻碍了长期以来开采金、铜和钼的计划**，因为这可能会对该地区蓬勃发展的红鲑产业造成损害。实际上阻止了 Pebble 有限合伙公司 (Pebble Limited Partnership) 计划开采的矿山，以及未来在布里斯托尔湾 (Bristol Bay) 上游开采同一矿床的计划。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

全球矿商英美资源集团 (Anglo American) 2022 年第四季度产量增长 10%，主要受秘鲁 Quellaveco 铜矿产量的提振。该集团报告称，由于 Quellaveco 产量的增加，该集团季度铜产量激增 52%，至 24.4 万吨。英美资源集团 (Anglo American) 的铜年产量增长 3%，这是为绿色能源热潮寻找矿产的矿商中的一个亮点。铜用于制造可充电电池和电动汽车充电站。

金属加工厂卫星监测数据周一（2 月 6 日）显示，1 月份全球铜冶炼活动升至一年来最高水平，**主要精炼金属生产国中国的工厂提高了产量**。大宗商品经纪商 Marex 和 SAVANT 在一份联合声明中表示，1 月份传统上是中国铜产量的旺季，而有利的经济形势也为铜产量提供了提振。Marex 全球分析主管盖伊沃尔夫 (Guy Wolf) 表示：“对于市场上的许多人来说，这可能并不意外……考虑到每年的这个时节以及目前浓缩加工的盈利能力 earth -i 专门研究地球观测数据，追踪占全球产量 80% 到 90% 的冶炼厂。该公司向基金经理、交易员和矿商出售数据，并每月免费发布全球铜冶炼厂活动指数。该公司衡量冶炼厂活动的全球铜分散指数 1 月份升至 50.1，为去年 1 月以来的最高水平，高于去年 12 月的 48.0。在分散度指数中，50 点表示冶炼厂的运营处于过去 12 个月的平均水平。它还有第二个指数，显示活跃冶炼厂的百分比。1 月份全球闲置产能指数为 9.4%，为 11 个月来的最低水平。**最新公布的冶炼厂产量数据显示，1 月份全球精炼铜产量较去年 12 月增长 5%，至 177 万吨。**

以上各类消息和报道可以看出，近期铜矿大规模减产的消息仍集中在智利、秘鲁和非洲刚果，尽管南美铜业大国智利和秘鲁铜矿依生产依然存在诸多问题，铜矿生产处于一种周期性的减少和中断、再次复产的循环；但整体上西方大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，

特别是卫星数据显示全球 1 月份铜精炼厂生产处于繁忙，尽管 1 月份有中国春节长假，但中国的铜精炼厂依然是全球精炼铜产量增长的主要动力。中短期看，欧美激进加息导致发达经济体进入衰退、至少是轻度衰退可能性越来越高，铜需求下降的风险将始终存在；短期内因为中国大幅放宽疫情管控导致铜下游开工正在复苏，房地产政策支持力度加大和新能源汽车的快速渗透，这令铜价在中短期内维持震荡偏强的可能性很高。

三、12 月份汽车和新能源汽车产销下降，但未来潜力仍巨大

据中国汽车工业协会消息，2022 年中国汽车市场在逆境下整体复苏向好。2022 年 12 月，汽车产销分别完成 238.3 万辆和 255.6 万辆，产量环比下降 0.3%，销量环比增长 9.7%，同比分别下降 18.2% 和 8.4%。2022 年，汽车产销分别完成 2702.1 万辆和 2686.4 万辆，同比分别增长 3.4% 和 2.1%，与上年相比，产量增速持平，销量增速下降 1.7 个百分点。2022 年，乘用车产销分别完成 2383.6 万辆和 2356.3 万辆，同比分别增长 11.2% 和 9.5%，增速高于行业总体。2022 年，乘用车市场在购置税减半等促消费政策拉动下，加之今年以来，新能源汽车持续保持高速增长，汽车出口势头良好，带动乘用车市场自 6 月份以来保持较快增长，为汽车销量实现增长贡献重要力量。

图：国内每月汽车销量/当月同比和国内每月新能源汽车产量/累计产量/当月同比变动情况(2016.1-2023.1)



数据来源：WIND，冠通研究

2022 年，商用车产销分别完成 318.5 万辆和 330 万辆，同比分别下降 31.9% 和 31.2%，呈现两位数下滑。2022 年 12 月，新能源汽车产销继续保持高速增长，再创历史新高，分别达到 79.5 万辆和 81.4 万辆，同比均增长 51.8%。2022 年，新能源汽车产销分别达到 705.8 万辆和 688.7 万辆，同比分别增长 96.9% 和 93.4%。

2023 年 1 月乘用车市场零售达到 129.3 万辆，同比下降 37.9%，环比下降 40.4%，无论同比增速还是环比增速都是本世纪以来的 1 月最低数据，车市没有实现 1 月开门红，这是符合预期的合理走势。虽然外部环境动荡不安给我国经济带来了影响加深，但“新十条”改变了车市的封控状态，居民

出行逐渐趋于正常、市场活跃度明显回升，社会烟火气的回归带来消费信心及收入水平的恢复；叠加春节假期返乡旅游出行潮、地方政策稳定延续，温和引导消费需求释放，也激发了消费者的购买欲望，1月中旬燃油车车市回稳态势较好。

疫情后，新能源刚需车型成本继续承压，补贴退坡带来的价格复杂调整，新能源车市场格局正在重塑。1月新能源乘用车批发销量达到38.9万辆，同比下降7.3%，环比下降48.2%。12月出现的新能源销量走缓特征仍在延续。1月新能源乘用车零售销量达到33.2万辆，同比下降6.3%，环比下降48.3%。批发方面，1月新能源车厂商批发渗透率26.8%，较2022年1月19.4%的渗透率提升7.4个百分点。1月新能源车国内零售渗透率25.7%，较2021年1月17%的渗透率提升8.7个百分点。1月，自主品牌中的新能源车渗透率43.8%；豪华车中的新能源车渗透率21.4%；而主流合资品牌中的新能源车渗透率仅有2.7%。

今年2月有20个工作日，同比多4天，有利于产销增量。由于今年春节偏早，形成节后完整产销安排的强大增量因素。燃油车是民生需求车型，用户的消费服务需求大。今年春节返乡人员规模大，节后复工的节奏相对缓慢，部分中老年外出务工者逐步考虑本地就业和创业，这将对春节后车市带来一定利好。大城市交通拥堵基本是以学校开学放假为分界点，历年春节后都有一定的开学前购车潮。很多中小學生很久没去学校了，加上今年的春节早，春节后20多天才开学。预期今年开学购车潮应该对乘用车市场有一定促进作用。2月是春节后的真正市场启动期，也是疫情三年结束后的市场启动期，因此蛰伏已久的消费市场会折射出巨大的新投资新消费机遇，燃油车市场的需求会逐步恢复，烟火气重归生活。因此2月零售增速值得期待。

整体上看，国内12月和1月燃油汽车和新能源汽车产销有所下滑，只是在数年来的高增长之后的有限调整，另外还有1月春节长假的原因；未来国内汽车市场仍有大幅增长的潜力，特别是1辆新能源汽车的铜使用量相当于3辆燃油车，汽车更新换代需求有可能大幅拉动铜需求增长，这是非常令市场期待的；此外，大量的新能源发电设施建设也发生在中国，国内铜需求将成为拉动2023年全球铜价的主要动力，市场对此存在普遍趋同的看法。

四、华尔街知名机构对未来铜需求及铜价的看法

据外媒1月30日消息，一项调查显示，分析师大幅上调了对2023年铜价的预测，但他们对新年上涨是否完全合理仍持谨慎态度。受访的31位分析师的预估中值显示，预计LME现货铜2023年平均价格为8625美元/吨，2024年为9200美元/吨（2022年的预期为8814美元/吨）。供应中断可能放慢预期的矿山产量增长，导致分析师对2023年的过剩量预估下调至16.5万吨，在前次调查中，预估

供应过剩 25.2 万吨。预计 2024 年铜市场盈余为 21.5 万吨。

本周一（2 月 6 日），Wood Mackenzie 金属和矿业副总裁 Robin Griffin 表示：“我们已经预测铜的重大缺口将持续到 2030 年。”他将这主要归因于秘鲁持续的动乱以及能源转型行业对铜的需求上升。他补充道：“只要有政治动荡，就会产生一系列影响。而最明显的一个就是矿场可能不得不关闭。”自秘鲁前总统卡斯蒂略去年 12 月在弹劾审判中被罢免以来，秘鲁一直受到抗议活动的冲击，这影响了该国的铜矿开采。这个南美国家占全球铜供应量的 10%。此外，智利——世界上最大的铜生产国，占全球供应量的 27%——11 月铜产量同比下降 7%。

高盛在 1 月 16 日的另一份报告中写道：“总体而言，我们认为智利在 2023 年至 2025 年期间的铜产量可能会减少。”高盛在 12 月初将其未来 12 个月的铜价目标上调至每吨 11,000 美元，高于此前预测的 9000 美元。高盛认为 2023 年的铜价平均将在每吨 9750 美元左右，到 2024 年平均价格将跃升至每吨 12,000 美元。

CMC Markets 市场分析师 Tina Teng 表示：“亚洲重启经济将对铜价产生重大影响，因为这改善了需求前景，并将进一步推高铜价，因为在清洁能源转型加大采矿难度的背景下，供应短缺将进一步推高铜价。”Teng 补充说：“铜短缺的状况将持续，直到目前逆风导致的全球经济衰退出现，大概在 2024 年或 2025 年。在那之前，铜价可能会翻倍。

沃尔夫研究公司(Wolfe Research)的经济学家 Timna Tanners 表示，她预计随着亚洲经济复苏，铜的生产活动和消费不会出现“巨大的井喷”。她认为，更广泛的电气化现象可能是铜需求更大的基本面驱动因素。

ING 大宗商品分析师在 2023 年展望报告中指出，“对经济衰退的担忧、中国因新冠疫情而导致的经济放缓，以及美联储的加息路径将继续主导铜价的短期前景，然而，供应收紧应使红色金属的价格在整个 2023 年维持在 7500 美元/吨以上。”ING 认为，铜市场在 2023 年下半年会走好，价格或在每吨 8000 美元以上得到支持。ING 的分析师在报告中指出，从长远来看，在可再生能源和电动汽车领域加速发展的过程中，铜的需求将得到改善。在电动汽车中，铜是用于电动马达、电池、电线以及充电站的关键组成。铜在电动车、风能和太阳能中的应用没办法替代，作为一种关键的绿色金属对投资者的吸引力将支持未来几年的价格上涨。

美国银行的大宗商品分析师则对铜价在明年下半年出现复苏持更加乐观的态度，认为铜价甚至有可能站上每吨 12,000 美元。分析师在对 2023 年的展望中指出，“我们对 2023 年持谨慎乐观的看法，预计第一季度价格平均为 7500 美元/吨（3.40 美元/磅），然后在第四季度反弹到平均 10,000 美元/吨（4.53 美元/磅）。”

加拿大帝国商业银行(CIBC)的分析师显得略微悲观，认为经济衰退将拖累工业金属需求，对明年

上半年的铜价预测平均为每磅 3.35 美元（7380 美元/吨），比之前的预测下修了 11%。该行认为，铜价在明年下半年将回升至每磅 3.65 美元（8040 美元/吨）。

看空阵营中包括彭博智库的高级商品分析师 Mike McGlone，称工业金属将无法抵御即将到来的经济活动放缓。他在一份报告中写道，“2022 年底美国（国债）收益率曲线极度倒挂，可能预示着 2023 年工业金属也会出现类似的向下摆动。”

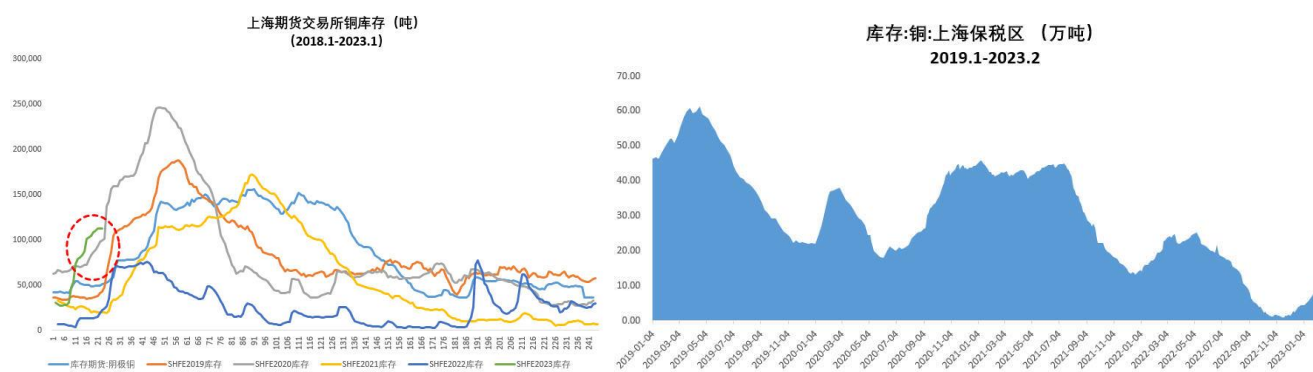
标普市场情报公司的分析师在 2022 年夏天的一份报告中预测，到 2035 年全球铜的需求将翻倍，到 2025 年铜市场将出现明显的短缺。

整体看，最近半年以来华尔街知名机构对铜需求和铜价都是乐观的，推动铜需求走高的两个最主要因素就是亚洲（中国）重启经济和全球绿色能源转型，这两大需求可以认为是互相促进的，因为全球能源转型的技术设备和产品很有可能就来自重启经济的亚洲地区，这是非常令人鼓舞的。未来如果铜短缺真的发生，那么铜价唯一的反应的就是上涨；2023 和 2024 年铜过剩的推测正在明显下降，一旦铜供需接近平衡，很难想象铜价会大幅下滑，最多可能仅仅是小幅震荡回撤。

五、春节后国内铜库存明显累库，铜消费淡季尚未结束

节后上期所铜库存数据录得 22.65 万吨，较节前（1 月 20 日）增加 8.6 万吨，前库存量比 2022 年同期高近 12 万吨，春节前后国内铜库存累库量高于往年。年期在强预期推动下铜价已运行至高位，年后强预期静待兑现，在地产延续弱勢的背景下，节后强预期兑现或成色不足，后续国内铜库存累库或延续超预期。

图：上海期货交易所铜库存情况和上海保税区铜库存变化情况（2019.1-2023.2）



数据来源：WIND，冠通研究

据 SMM 统计，截至春节后复工首日，1 月 28 日周六 SMM 全国主流地区铜库存环比节前（1 月 20 日）增加 3.94 万吨至 23.60 万吨。从 12 月末开始全国库存已经连续 5 周增加，春节期间冶炼厂没有停工但下游已经放假，供过于求导致库存持续增加，但受制于运输效率问题，今年节后首日累库幅度

不如去年，去年节后首日较节前增加 5.88 万吨。总库存较去年同期的 9.87 万吨多 13.73 万吨，其中上海较上年同期高 7.34 万吨，广东地区较去年高 2.4 万吨，江苏地区高 3.53 万吨，浙江地区高 0.36 万吨。具体来看，上海地区库存较节前增加 1.52 万吨至 14.07 万吨，江苏地区库存较节前增加 0.9 万吨至 4.56 万吨，广东地区库存较节前增加 1.52 万吨至 4.06 万吨。受运输效率和入库效率影响，仍有很多货在途上或在仓库等待入库，料后市库存仍会持续增加。

据 SMM 最新的库存数据显示，截至 2 月 6 日周一，SMM 全国主流地区铜库存环比上周五增加 1.67 万吨至 31.44 万吨，触及了 20 多个月以来的库存数据高点，目前总库存较春节前的 19.66 万吨增加 11.78 万吨，节后累库量要高于去年同期。据 SMM 分析，铜库存数据增加的原因是，年后消费回弹不及预期，下游大部分企业在上周逐步复工，但由于新订单仍较为清淡，各个企业生产节奏放缓，因此补库备货积极性不佳，令仓库库存继续增加，不过值得注意的是，增量已较之前下降。

保税库存方面，据 SMM 调研了解，上周五（2 月 3 日）国内保税区铜库存环比（1 月 20 日）节前增加 3.56 万吨至 12.28 万吨。其中广东保税库环比增长 0.62 万吨至 1.15 万吨；上海保税库则环比增长 2.94 万吨至 11.13 万吨。保税区铜库存增加的原因是，春节前后进口持续处于亏损状态，美金铜需求清淡，出库量减少。入库方面，近两周集中到港货物流入保税库中，造成库存大幅度累积。

如果美联储上半年继续坚定加息，加息空间仍有 25 至 50 基点，目前铜价从 70000 元/吨上方返回 68000 元附近，综合看铜库存在春节后甚至整个一季度普遍都会累库，而目前又处于铜需求的季节性淡季，铜价在海外和国内都存在回调风险，春节后是否有能力返回并一直站稳 70000 元上方的疑问较大。外盘铜价需要关注是否有能力站稳 9000 美元/吨上方。由于高利息将明显抑制 2023 年发达市场的铜需求，且西方大型矿业资本仍在世界各地增产铜矿石，未来铜过剩的可能已经浮出水面；虽然中国的稳增长政策正处于历史最大力度，但 2023 年年内铜供应过剩的担忧有可能被放大，短期铜价高涨不能完全代表中期走势，在铜价短线上涨结束后铜价重心适度下移的可能性将始终存在。

风险提示

- 1、美国经济衰退强于预期，美联储在 2023 年提前政策转向；
- 2、铜矿增产速度超过铜需求增长速度，铜过剩提前出现；
- 3、国内铜下游产业开工不及预期，铜需求出现持续下滑。

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：010-85356596

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。