

冠通期货研究咨询部

2023 年 07 月 26 日

加息已近收官，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：目前美国通胀/核心通胀顺利下降，市场普遍预期美联储 7 月加息将是本轮加息最后一次；美国股市近期连涨，PMI 数据显示经济略有好转，市场出现对美联储的降息预期，西方大资本仍在美洲、非洲、亚洲和其他地区开发新的大型铜矿山，相关资源整合接二连三；市场对中国国内对铜需求有乐观预期，但进入 6 月中国国内铜冶炼厂检修增多，7 月中国汽车/新能源汽车销量再次大涨，带动铜需求上升；国内铜库存保持去库，海外铜库存表现不一但整体库存偏低；中国国内宏观数据显示经济复苏力度不强，对铜需求有不良影响；在全球新能源转型和制造业稍有好转的作用下，铜价在低库存的背景下继续震荡的可能性偏高。

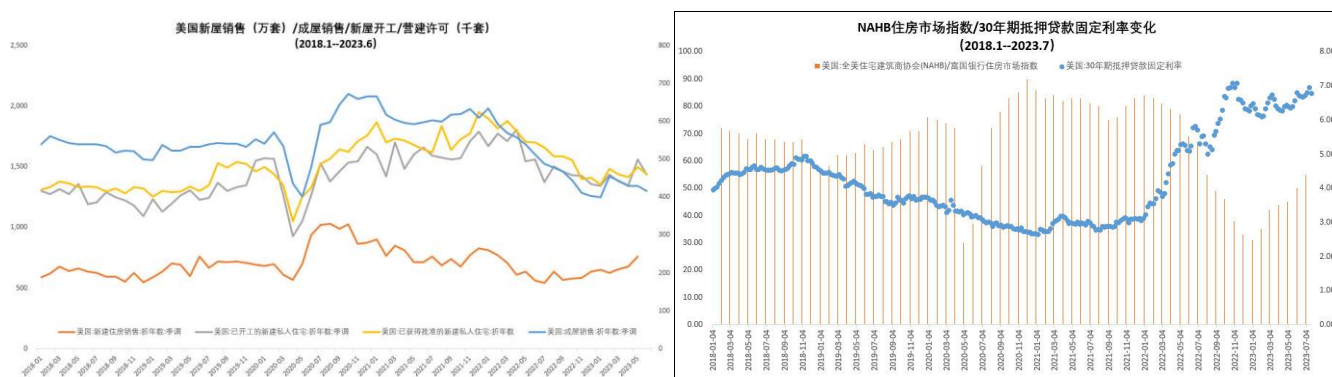
风险点：

- 1、美联储为遏制通胀 7 月之后继续加息；
- 2、美国和欧元区的高息状态引发经济严重衰退，铜需求下滑；
- 3、西方大型矿业企业持续扩大全球铜矿生产，铜过剩出现。

一、美国数据仍有下滑迹象，7月或成本轮加息最后一次

上周三（7月19日）美国商务部数据，美国6月新屋开工总数年化录得143.4万户，市场预期148万户，前值163.1万户；6月新屋开工年化月率下降8%，预期下降10.2%，前值增长21.7%；美国6月营建许可总数录得144万户，市场预期149万户，前值149.6万户；6月营建许可年化月率下降3.7%，预期下降0.9%，前值增长5.6%；根据抵押贷款融资机构房贷美的数据，广受欢迎的30年期固定抵押贷款平均利率已接近7%，预期中的房地产市场反弹可能会受到抑制；住宅投资已经连续八个季度萎缩，为房地产泡沫破裂引发2007-2009年大衰退以来最长的一轮连续萎缩。

图：美国新屋开工/营建许可/成屋销售；美国NAHB住房市场指数/30年期房贷利率变化（2018.1-2023.7）



数据来源：WIND，冠通研究

上图可看出，除了新建住房销售以外，当下美国新屋开工/营建许可和已开工住房近几个月都呈现震荡下滑格局，房地产整体格局很难说真正繁荣；另外近几个月NAHB住房市场指数确实在反弹，但房贷利率居高不下，30年期房贷利率仍旧站在7%附近，这严重限制了后续购房者继续进入，这显然和美联储连续加息并在当下维持高息状态有很大关系。

上周二（7月18日）美国财政部公布国际资本流动报告（TIC），显示5月日本所持的美国国债规模为1.0968万亿美元，仍为持仓最多的海外国家地区，但环比4月持仓减少304亿美元，减持规模为去年10月以来最大；在主要持美债的国家地区中，5月日本的减持规模最大；5月中国大陆的美债持仓为8467亿美元，仍是仅次于日本的第二大海外持仓地区，不过5月的持仓连续第二个月下滑，环比4月减少222亿美元，持仓规模逼近整三年来低谷，刷新今年2月跌破8500亿美元所创的2010年5月以来低位。上周二美国商务部数据，继5月份环比增长0.3%之后，美国6月零售销售环比增长0.2%，预期0.5%；6月扣除汽车的零售销售环比增长0.2%，市场预期0.3%；扣除汽车和汽油的零售销售环比增长0.3%，符合预期；上周三据最新CME“美联储观察”：美联储7月维持利率在5.00%-5.25%不变的概率为0.8%，加息25个基点至5.25%-5.50%区间的概率为99.2%；到9月维持利率不变的概率为0.7%，累计加息25个基点的概率为86.4%，累计加息50个基点的概率为12.9%。

上周二美国银行公布当月基金经理调查结果显示，多数受访者认为全球经济将在今年四季度或明年一季度陷入温和衰退，另外有 19%的受访者认为，全球经济至少在 2025 年之前都不会陷入衰退；有 68%的受访者认为，全球经济将实现“软着陆”，另外有 21%的受访者认为，全球经济将不得不经历史“硬着陆”；受访对象人数达 262 名，资产管理规模达 6520 亿美元。7 月 19 日彭博社头条文章《全球经济掀起 5000 亿美元公司债风暴》，发出振聋发聩的警报；标准普尔数据显示，美联储本轮加息周期之前，美国高收益债券和杠杆贷款的数量从 2008 年增加了一倍多，2021 年达到 3 万亿美元；在欧洲仅 2021 年垃圾债券销量就跃升了 40%以上，铸成了即将到期的 7850 亿美元的债务墙。穆迪本周表示，明年全球投机级公司的违约率预计将达到 5.1%，高于截至 6 月的 12 个月的 3.8%。在最悲观的情况下违约率可能会飙升至 13.7%，超过 2008 年至 2009 年信贷危机期间的水平。

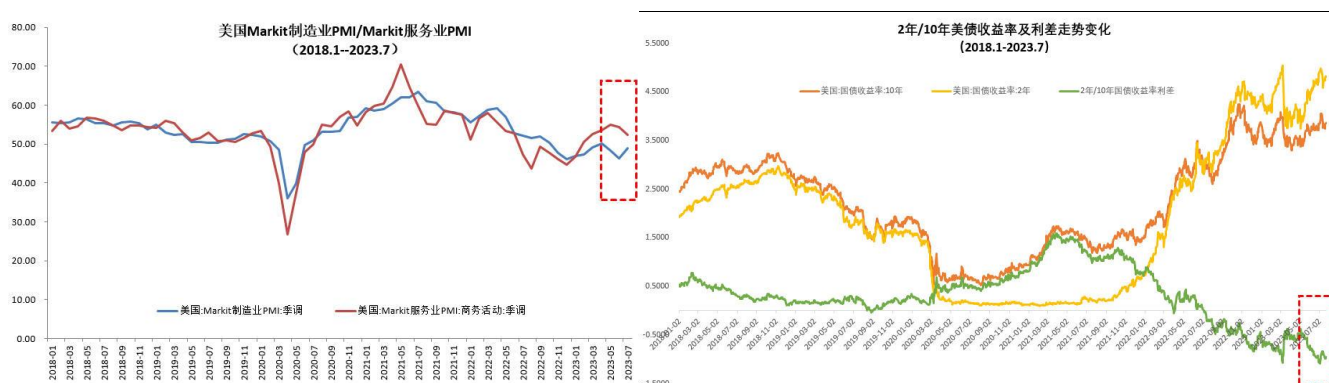
上周四（7 月 20 日）美国劳工部初请人数连续第二周下降，引发对今年经济能够避免衰退的谨慎乐观情绪。截至 7 月 15 日当周，经季节性调整后初请失业金的人数 22.8 万人，为 5 月中旬以来的最低水平；市场预期上周初请 24.2 万人；上周初请失业金人数降幅很可能因数据进行季节性调整的难度而被夸大；截至 7 月 8 日当周，衡量招聘情况的续请失业金人数增加 3.3 万人达到 175.4 万人，预期 172.9 万；从历史上看，目前续请失业金人数处于较低水平，这表明一些下岗人员迅速找到工作。上周四根据美国全国房地产经纪人协会（NAR）的数据，美国 6 月成屋销售总数年化 416 万户，预期 421 万户，5 月前值为 430 万户；6 月成屋销售环比下跌 3.3%，为 2022 年 11 月以来最大环比跌幅，不及预期的下跌 2.1%，5 月前值为下跌 0.2%。6 月成屋销售同比下跌 18.9%，也是 2009 年 6 月同期以来的最低迷销售。费城联储发布的报告显示，7 月制造业指数-13.5，预期-10；大西洋沿岸中部地区的制造业活动依然低迷，但制造商对未来六个月的营商状况更加乐观；上周四世界大型企业研究会（Conference Board，简称世企研）示，6 月领先指标下降 0.7%，至 106.1，降幅略高于经济学家的预期中值 0.6%，5 月修正后为下降 0.6%。“总的来看，6 月数据表明未来几个月经济活动将继续减速，”世企研商业周期指标高级经理 Justyna Zabinska-La Monica 在一份声明中称。世企研重申其预测，即美国经济可能在今年第三季度到 2024 年第一季度期间陷入衰退。“物价上涨、货币政策收紧、信贷更难获得以及政府支出减少都将进一步抑制经济增长。”

上周四美国国债收益率上涨，此前新出炉的美国初请失业金和制造业数据均低于预期，投资者此时正在斟酌美联储是否已接近加息周期的尾声。10 年期国债收益率盘中一度创 7 月 12 日以来新高至 3.876%，盘尾报 3.846%；对利率敏感的两年期国债收益率盘尾报 4.825%；两年/10 年期国债收益率差一度触及负 105.1 个基点，盘尾报负 98.2 个基点。收益率曲线倒置令一些市场参与者感到担忧，市场认为这预示着将出现经济衰退。上周四据最新 CME“美联储观察”：美联储 7 月维持利率在 5.00%-5.25%不变的概率为 0%，加息 25 个基点至 5.25%-5.50%区间的概率为 99.6%，累计加息 50 个基点的

概率为 0.4%；到 9 月维持利率不变的概率为 0%，累计加息 25 个基点的概率为 82.6%，累计加息 50 个基点的概率为 17.3%，累计加息 75 个基点的概率为 0.1%。

上周五（7 月 22 日）美联储前主席伯南克在一场网络研讨会上表示，美联储将在下次会议上再加息 25 个基点，并且可能是当前紧缩行动的最后一次加息。伯南克预计，随着租金涨势的消退和汽车价格的下跌，未来六个月美国通胀将“更持久地”下跌至 3%-3.5% 的水平。到明年初，美国通胀有望降到 3%、略超 3% 的水平，然后美联储需要花些时间和努力将通胀降低至 2% 的目标。伯南克预计，作为降通胀代价的一部分，美国经济可能会放缓。不过他强调，任何衰退可能都是温和的。我们将看到失业率出现温和上升和经济放缓，但如果明年美国经济出现严重衰退，我会感到非常惊讶。

图：美国 Markit 制造业/服务业 PMI 变化；美国 2 年/10 年国债利差变化情况；（2018.1-2023.7）



数据来源：WIND，冠通研究

本周一（7 月 24 日）根据标普全球最新数据，美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值为 49，为三个月以来高位，预期 46.2，前值 46.3；7 月 Markit 服务业 PMI 初值 52.4，创今年 2 月份以来新低，预期 54，不过服务业仍然实现连续六个月扩张；7 月 Markit 综合 PMI 初值 52，创今年 2 月份以来新低，预期 53；美国 7 月 Markit 制造业 PMI 有所回暖，但占经济比重更大的服务业 PMI 则较 6 月显著回落；此前曾正确预测美国 CPI 趋势的先行指标销售价格调查指数显示，美国通胀率在短期可能难以进一步下降；标准普尔全球市场情报公司首席商业经济学家 Chris Williamson 表示：7 月份出现了经济增长放缓、就业创造疲软、商业信心低迷和通胀高企有粘性等令人不快的情况；制造业和服务业的总体产出增长率，相当于第三季度初 GDP 的年化季度增长率为约 1.5%。这比第二季度调查显示的 2% 的增速有所下降。

经典的 2 年/10 年期美债收益率曲线早在 2022 年 4 月便出现了 2019 年以来首次倒挂，从 2022 年 7 月以来一直保持深度倒挂状态。此后美联储更关注的 3 个月/10 年期美债收益率曲线也陷入倒挂。据美国智库 The Mises Institute 统计，今年 6 月该曲线（2 年/10 年期国债收益率）平均倒挂

幅度为 167 个基点，是 1981 年以来最严重的倒挂事件，此前在 5 月 4 日触及近 200 个基点的历史最大倒挂幅度。这也表明当前 3 个月/10 年期美债收益率曲线的倒挂程度，仅次于 1981 至 1982 年美国出现严重经济衰退时的幅度，更深的倒挂则出现在 1929 年大萧条之前。纽约联储研究则显示，从 1968 年 1 月至 2006 年 7 月期间的每次经济衰退之前，都会出现 3 个月/10 年期美债收益率倒挂的现象，因此被视作更准确的美国经济衰退信号。据最新 CME “美联储观察”：美联储 7 月维持利率在 5.00%-5.25% 不变的概率为 0%，加息 25 个基点至 5.25%-5.50% 区间的概率为 99.6%，累计加息 50 个基点的概率为 0.4%；到 9 月维持利率不变的概率为 0%，累计加息 25 个基点的概率为 82.6%，累计加息 50 个基点的概率为 17.3%，累计加息 75 个基点的概率为 0.1%。

有美国“酒店之王”之称的喜达屋资本集团（Starwood Capital Group）董事长斯特恩利特曾在美国储蓄和贷款崩溃之后以及后来的大金融危机期间收购了大量不良资产；近日，斯特恩利特在接受彭博社采访时表示：“我们（商业地产行业）正处于‘五级飓风’中，在我们压力有所缓解或对美联储长期打算采取的措施有所了解之前，整个行业都笼罩在一片黑暗之中”。美国各地的贷款机构都面临着类似的挑战，预计到 2024 年底，将有 1.4 万亿美元的商业房地产债务到期。他说：“你可能会看到第二个 RTC。”他指的是清算信托公司（Resolution Trust），这是负责清算上世纪 80 年代末和 90 年代初破产的储蓄和贷款协会资产的政府实体。他还说：“你可能会看到 400 或 500 家银行倒闭，这些银行将不得不出售（其持有的房地产）。

高盛发现，工业股是上周美股净抛售最多的行业之一，上周的净抛售规模超过过去五年 83% 的水平，工业股已连续四周遭遇净抛售，最近九周内有三周净抛售；高盛的主经纪商业（PB）观察到，在投资资金流方面，出现了与看好软着陆相悖的一个现象：投资激进的对冲基金在抛售工业股。工业股在经济上行周期到来前都充当领头羊。对冲基金对工业股的大规模平仓就意味着，市场上最聪明的钱并不相信软着陆的说法。本周二（7 月 25 日）晚间，IMF 在更新《世界经济展望》报告，上调全球经济增长预期，预测 2023 年全球 GDP 将增长 3%。尽管与去年 3.5% 的增长率相比仍有所放缓，但高于 4 月份 2.8% 的预测。IMF 在报告中称，发达经济体仍是拖累经济增长的最大因素，该机构预计，2023 年美国经济增长 1.8%，英国将增长 0.4%，而德国经济将萎缩 0.3%。IMF 预计中国经济今年将增长 5.2%，与之前的预测持平。该机构认为，当前全球经济体的首要任务是解决通胀问题。IMF 在报告中称，尽管通胀已经有回暖迹象，但强劲的劳动力市场和旺盛的消费需求可能会让通货膨胀难以完全根除。这意味着各国央行将不得不继续收紧货币政策。

整体看，美国的住房通胀依然顽固且下降缓慢；目前市场预期美联储 7 月几乎肯定再次加息，近期美元指数呈现连续小幅反弹格局，伦铜和国内铜期货均在近期小高点附近连续震荡；目前西方大型

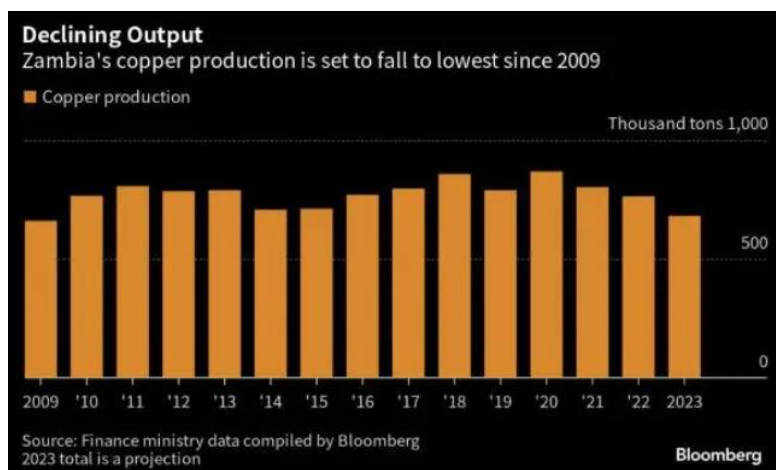
矿业资本仍正在世界各地投资新的大型铜矿山或是整合现有的各类铜矿山，谋求增加铜矿石和精炼铜产量；在发达市场、特别是美国市场面临经济衰退担忧的情况下，铜和原油等风险资产难以完全恢复正常；国内宏观经济复苏不及预期，对铜需求产生了负面影响；铜价稳定上升似乎越来越不可能；在一定的基础上反复震荡，或许将是今年全年铜价的运行常态。

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 7 月 24 日消息，世界最大的铜生产商智利国有企业 Codelco 周一表示，该公司管理的一个建筑工地发生岩石爆炸，一名工人被困，目前已安全撤离，没有受伤。该事件发生在新 El Teniente 矿的安第斯北部，该矿是该公司旨在缓解因矿床老化而导致的产量下降的项目之一。它计划于今年开始生产。Codelco 在一份声明中表示：“一些入口通道受损，一名工人被困，但后来安全撤离。”近一个月前，同一扩建项目发生致命事故，造成一名工人死亡。近一年前，Codelco 煤矿发生的一系列致命事故引发了人们对该公司安全问题的质疑。在 Codelco 提供最新情况之前，国家地质与矿业局 (Sernageomin) 在 Twitter 上说：“我们报告了一起由岩石爆炸引起的地震事件……导致一名工人被困，他状况良好，通讯正常。”Codelco 在一份声明中说，周一早上在安第斯北部通风层记录了地震事件。紧急程序立即启动，该区域的人员被疏散。通知了相关部门，12 名工人在医疗中心接受了评估，没有严重受伤。

外媒 7 月 20 日消息，据悉，赞比亚今年的铜产量将下降 10% 以上，降至 14 年来的最低水平，这将对这个南部非洲国家的收入和经济增长造成重大打击。财政部和国家计划部本周在一份报告中说，铜产量将降至 682,431 吨。铜产量占出口收入的 70% 以上。这将是 2009 年以来的最低水平，并标志着自 2020 年达到峰值后，产量连续第三年下降，尽管金价仍处于高位。经济下滑将影响经济增长，



财政部预计今年的经济增速将从 2022 年的 4.7% 降至 2.7%。今年上半年，矿产使用费收入仅为目标的 23%。这也是政府到 2031 年将年产量提高到 300 万吨的雄心的又一个障碍。

铜产量下降之际，赞比亚正努力重组其外债，自 2020 年成为非洲首个大流行时期的主权违约国以来。上个月，

它与以中国和法国为首的双边债权人达成了一项突破性协议，修改了 63 亿美元的贷款。国际货币基金组织(imf)本月发布的一份报告称，与天气有关的冲击和铜收入下降(包括产量不足)是赞比亚经济面临的重大风险。总统哈凯恩德·希奇莱马(Hakainde Hichilema)领导的政府一直在努力为两家大型铜矿企业寻找解决方案，此前他的前任与这两家铜矿企业的所有者发生冲突，并将其接管。国际货币基金组织表示，解决 Mopani Copper Mines Plc 和 Vedanta Resources 的 Konkola Copper Mines 的问题可能会“显著提高铜和钴的产量”，后者已经处于临时清算状态超过四年。自两年多前政府通过一家国有控股公司从嘉能可(Glencore Plc)手中收购莫帕尼以来，该公司一直举步维艰。加拿大第一量子矿业公司(First Quantum Minerals Ltd.)的铜产量占赞比亚铜产量的一半以上。

(二) 现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

外媒 7 月 24 日消息，据悉，几家公司高管对路透表示，铜价下跌对中小型矿商的影响巨大，迫使许多矿商减产，其中一些矿商现在愿意向新投资者融资，以度过当前的下行趋势。铜将在向绿色经济转型的过程中发挥关键作用，资金充裕的大型矿商正在寻求拥有更长的矿山寿命和高质量矿石的资产，以满足对这种红色金属日益增长的需求。然而，由于对全球经济增长的担忧，这种红色金属的价格低迷，迫使一些中小型企业削减了勘探预算和其他开支。但公司高管和分析师表示，这可能不足以让它们生存下来，目前的情况可能为该行业的更多并购铺平道路。

据路透计算，今年迄今为止，铜业并购交易总计约 220 亿美元，其中包括总部位于多伦多的 Hudbay Minerals 以 4.39 亿美元收购 copper Mountain，Lundin Mining 收购日本 JX Nippon Mining and Metals 在智利 Caserone 矿山的股权，以及 Newmont Corp 计划以 180 亿美元收购黄金和铜矿商 Newcrest。标准普尔情报公司(S&P Intelligence)的一份报告显示，2022 年铜业并购交易比前一年增加了一倍多，达到 142.4 亿美元。总部位于温哥华的 Taseko mines 首席执行官 Stuart McDonald 6 月对路透表示，由于开发新铜矿极其困难，预计并购主题将持续下去。McDonald 表示，Taseko 正在探索融资方案，以增加流动性，扩大其在亚利桑那州的铜矿项目。他并称，在全球范围内批准新矿的建设面临重大挑战。“所以大型矿商表示，很难建立新的供应，所以让我们收购公司吧，”麦克唐纳说。

中国研究公司安泰科(Antaike)预计，今年下半年全球铜价将跌至每吨 7,000 美元或每磅 3.18 美元，因中国这个全球第二大经济体需求增长乏力。“如果铜价跌破 3.50 美元，一些高成本公司将倒闭，”Hudbay Minerals 执行长 Peter Kukielski 本月稍早对路透表示。Kukielski 表示，铜价下跌为

Hudbay 提供了并购机会，但如果铜价跌破 3.50 美元，该公司也将受到“挤压”。由于缺乏可供收购的大型矿山，他预计大型矿商将寻求通过收购较小的矿山来扩大产量。Hudbay 也愿意考虑合适价格的并购要约。

在加拿大，初级生产商 Minto Metals 的矿山也提供了并购机会。Minto Metals 提交的文件显示，在日本住友商事(Sumitomo Corp.)等投资者的支持下，该公司 5 月份突然停产，原因是其育空地区矿山的运营成本上升。已控制该矿的育空地区政府对路透表示，该公司持有的矿区仍有大量铜储量。“债权人可能会向法院提出申请，要求指定一名接管人来管理 Minto 的资产，这可能包括出售该矿，”它补充道。加拿大皇家银行(Royal Bank of Canada) 6 月份发布的一份分析报告确定了潜在的收购目标，包括 Hudbay、First Quantum Minerals、艾芬豪矿业(Ivanhoe Mines)和 Capstone Copper。第一量子、艾芬豪和顶石均未立即置评。彭博新闻社(Bloomberg News)上月报道称，First Quantum 拒绝了巴里克黄金(Barrick Gold)的非正式收购要约。巴里克当时表示，它对市场猜测不予置评。在澳大利亚，总部位于昆士兰州的铜矿商 AIC Mines 的董事总经理 Aaron Collieran 表示，鉴于目前铜价低于其 3 月份的生产成本，该公司已削减了部分支出。“近期铜价走软意味着我们削减了一些小额可自由支配的资本支出，但这并未以任何方式影响我们的长期目标，” Collieran 补充道。今年 2 月，AIC 筹集了 3,000 万澳元(合 2,000 万美元)的股本，以扩大铜产量。总部位于悉尼的私人财富管理公司 Fat prophet 的矿业分析师伦诺克斯(David Lennox)说，如果铜价进一步下跌并持续更长时间，这将是一个问题。“然后就是你有多少现金的问题了。”“对于小型纯游戏制作人来说，他们通常没有足够的财务或资产负债表实力维持很长时间。”

根据厄瓜多尔能源和矿业部发布的消息显示，厄瓜多尔最大的固体矿山项目、中国在厄最大矿业投资项目——厄瓜多尔米拉多尔(Mirador)铜矿的扩建许可获得通过。



据介绍，铜陵有色将通过其在当地的运营商科里安特公司(Ecuacorriente)投资 6.5 亿美元，把米拉多尔(Mirador)铜矿的日产能从 6 万吨提高到 14 万吨，产能增加

一倍以上。2022 年，米拉多铜矿达到满产状态，全年生产铜 12.1 万吨（铜金属量），二期项目扩产

完毕后，扩建完成，米拉多尔（Mirador）铜矿产能将达到 20 万吨以上。Mirador1（Acumulada）矿区位于厄瓜多尔东南部，矿区面积 2985 公顷，保有资源量为 12.57 亿吨，铜品位 0.48%，折合铜金属量约 603.05 万吨，矿山还拥有丰富的伴生资源，伴生金品位 0.12 克/吨，伴生银资源量 772.36 百万吨，平均品位 1.314 克/吨。Mirador1（Acumulada）矿区分为米拉多（Mirador）铜矿床和米拉多北（Mirador Norte）铜矿床，两个矿床均为露天开采，紧密相连，地质情况类似。米拉多铜矿床一期于 2021 年达产，铜矿石的处理能力为 2000 万吨/年，每年产出约 9 万吨铜金属量对应的铜精矿，二期设计扩大到 2,640 万吨/年；米拉多北铜矿床二期设计采选能力 1980 万吨/年。米拉多铜矿整体二期项目预计于 2025 年 6 月建成投产，扩建后总采选规模将达 4620 万吨/年，预计每年产铜超 20 万吨。

以上各类消息和报道可以看出，近期南美国家虽有一些“小事故、小问题”，但影响铜产量十分有限；非洲传统铜带赞比亚虽然产量下滑，但当地政府非常希望扭转形势、增加铜产量；小型铜矿目前正在引入投资者或干脆通过并购加速开发；中国在中美洲厄瓜多尔的大型铜矿正在扩产，未来向中国出口铜矿或精炼铜肯定会增加；甚至不排除未来新铜矿的增产能力是充足甚至巨大的，中短期看，外盘铜价目前从 8700 美元/吨的小高点下滑至 8500 美元/吨上方震荡；国内期货盘面铜价目前再次回到 69000 元/吨附近震荡；铜价真正的支撑在何处仍难以确认，但目前国内外的铜需求都没有达到非常强劲的水平，只有中国的新能源转型过程中出现较强的铜需求；缺少足够的海外需求难以支撑铜价持续稳健走高，反复区间震荡或许就是中短期铜价的常态。

三、7 月 24 日中央经济工作会议提振市场信心利好铜需求

中共中央政治局 7 月 24 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。会议认为，今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门更好统筹国内国际两个大局，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，国民经济持续恢复、总体回升向好，高质量发展扎实推进，产业升级厚积薄发，粮食能源安全得到有效保障，社会大局保持稳定，为实现全年经济社会发展目标打下了良好基础。

会议指出，当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。会议强调，做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格

局，全面深化改革开放，加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

会议指出，要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。要活跃资本市场，提振投资者信心。会议强调，要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。要制定出台促进民间投资的政策措施。要多措并举，稳住外贸外资基本盘。要增加国际航班，保障中欧班列稳定畅通。会议指出，要大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业。要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进人工智能安全发展。要推动平台企业规范健康持续发展。

会议强调，要持续深化改革开放，坚持“两个毫不动摇”，切实提高国有企业核心竞争力，切实优化民营企业发展环境。要坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派，解决政府拖欠企业账款问题。要建立健全与企业的常态化沟通交流机制，鼓励企业敢闯、敢投、敢担风险，积极创造市场。要支持有条件的自贸试验区和自由贸易港对接国际高标准经贸规则，推动改革开放先行先试。要精心办好第三届“一带一路”国际合作高峰论坛。会议指出，要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。会议强调，要加大民生保障力度，把稳就业提高到

总体看铜价从7月上旬至7月中旬经历了小幅反弹，下跌并横向整理的过程，除夏季高温造成部分铜产业减产停产外，其他相关铜需求产业正在稳定有效回复中；但国内CPI、PPI显示价格低迷，重要的铜需求方——房地产投资、开工和竣工都处于低迷的状态，全国固定资产投资也连续几个月下滑；但铜需求有望在今年年底、明年年初进一步好转，铜价的小幅反弹很有可能持续，在外部市场依然不稳定甚至存在悲观情绪的情况下，目前的铜价高位震荡已经很不容易；较强的第三、第四季度预

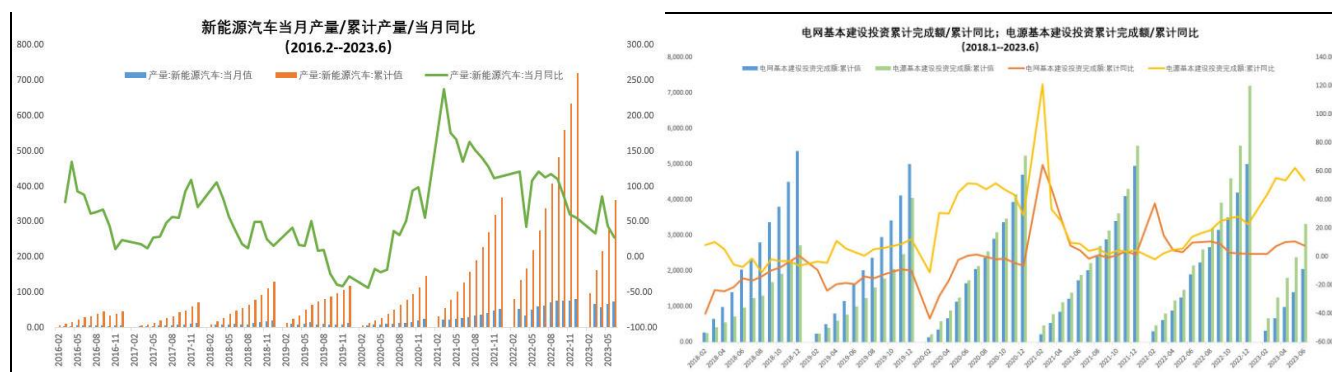
期目前尚未到来，铜价较为明显的大涨短期内发生的可能性很小。

四、预估 7 月新能源汽车明显增长、电力投资明显利好铜需求

7 月 26 日中国电力企业联合会秘书长郝英杰在《2023 年上半年全国电力供需形势分析预测报告》新闻发布会上介绍，上半年，全国新增发电装机容量 1.4 亿千瓦；截至 2023 年 6 月底全国全口径发电装机容量 27.1 亿千瓦，同比增长 10.8%。分类型看，电源完成投资 3319 亿元，同比增长 53.8%，太阳能发电、核电、风电、火电、水电投资同比分别增长 113.6%、56.1%、34.3%、13.0%和 10.6%。其中，非化石能源发电投资 2940 亿元，同比增长 60.9%，占电源投资的比重达到 88.6%。电网工程建设完成投资 2054 亿元，同比增长 7.8%。中电联预计 2023 年全年全国新增发电装机规模有望在历史上首次突破 3 亿千瓦，其中新增非化石能源发电装机规模超过 2.3 亿千瓦。上半年，水电发电量同比下降 22.9%，煤电发电量占全口径总发电量的比重保持在六成，充分发挥兜底保供作用。

中电联秘书长郝英杰介绍说，上半年，全国规模以上电厂发电量 4.17 万亿千瓦时，同比增长 3.8%。其中，规模以上电厂水电发电量同比下降 22.9%，主要水库蓄水不足以及今年以来降水持续偏少，叠加上年同期高基数等因素，导致今年以来水电发电量同比持续下降，且降幅扩大，5、6 月水电发电量同比分别下降 32.9%和 33.9%。上半年，规模以上电厂火电、核电发电量同比分别增长 7.5%和 6.5%。全口径并网风电发电量同比增长 21.2%。煤电发电量占全口径总发电量比重为 58.5%，煤电仍是当前我国电力供应的最主要电源，有效弥补了水电出力的大幅下降，充分发挥了兜底保供作用。

图：国内新能源汽车产量/销量/当月同比；国内各地区充电桩总量变化情况（2019.1-2023.6）



数据来源：WIND，冠通研究

乘联会 7 月 26 日发布截至 7 月 23 日的车市数据。2023 年 7 月 1-23 日，乘用车市场零售 112.2 万辆，同比去年同期增长 2%，较上月同期下降 7%。今年以来累计零售 1,064.6 万辆，同比增长 3%；全国乘用车厂商批发 120.8 万辆，同比去年同期增长 2%，较上月同期下降 4%。今年以来累计批发 1,227.7 万辆，同比增长 8%。7 月 1-23 日，新能源车市场零售 44.2 万辆，同比去年同期增长 23%，

较上月同期下降 2%。今年以来累计零售 352.8 万辆，同比增长 35%；全国乘用车厂商新能源批发 49.3 万辆，同比去年同期增长 18%，较上月同期增长 5%。今年以来累计批发 403.7 万辆，同比增长 40%。

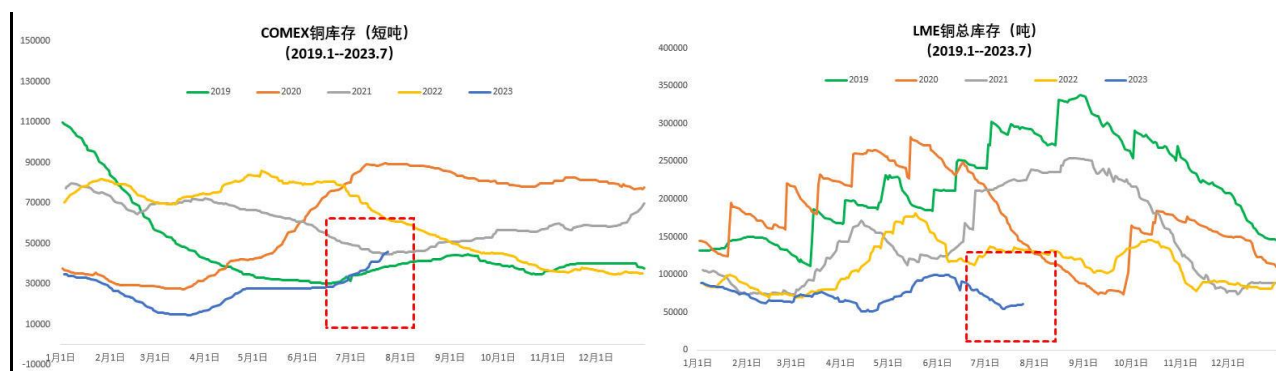
今年商用车国内销量暂时表现较强，1-6 月商用车国内销量因低基数实现 143 万辆，同比增长 7%，其中 6 月商用车销量 22.5 万辆，出现 6% 负增长。6 月商用车国内销量出现小幅负增长，但出口较强，推动商用车总体厂商销量较强。2023 年 6 月份新能源商用车销量 2.2 万辆，同比增长 29%，环比增长 5%，1-6 月份达到 10.2 万辆，同比增长 53%，表现相对较强，呈现持续增长的良好局面。今年 1-6 月份，新能源商用车在商用车渗透率达到 7% 的水平，相对于去年实现了较好的增长。6 月份新能源渗透率达到 10%，相对于去年的 7.3%，上升 2.7 个百分点，表现相对较强。

整体看，我国城市化进程仍在进行中，大量的新增城市人口仍会带动房地产行业 and 汽车行业发展，汽车几乎已经成为城市家庭“标配”，对应的充电基础设施也已经成为各类停车场和家庭生活的“标配”。加上党和国家领导人大力推进建设农村地区充电桩建设，新能源汽车和充电桩成为有前途的项目，这是铜需求的良好支撑，中国汽车/新能源汽车对铜的需求今后长期都将是稳定和巨大的，这是对铜需求和铜价明确的利好，再加上绿色电力（风能太阳能）和新能源交通对中国未来铜需求的拉动，这是铜价不会出现恶性大跌的基本保障。

五、近期境内境外铜库表现不一，境内保税区铜库存持续去库

本周二（7 月 25 日）芝加哥商品交易所 (COMEX) 的铜期货连续第二日上涨，主要因为中国承诺出台政策支持经济增长。截至收盘，铜期货上涨 5.5 美分到 6.15 美分不等，成交最活跃的 2023 年 9 月期铜上涨 6 美分或 1.56%，报收 3.9155 美元/磅，9 月期铜的交易区间为 3.8445 美元到 3.9415 美元。

图：美国 COMEX 交易所铜库存情况和伦敦 LME 铜库存变化情况（2019.1-2023.7）

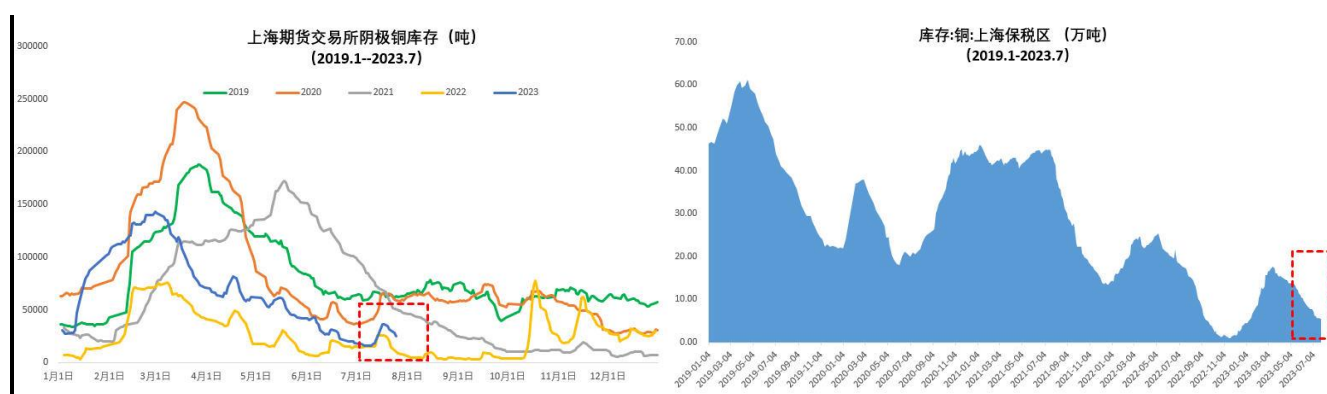


数据来源：WIND，冠通研究

本月迄今 COMEX 期铜近期合约上涨 2.00%，今年迄今上涨 0.28%，7 月 25 日收盘价格比去年同期高出 15.93%。作为对比，2022 年期铜下跌 14.6%，因为全球经济增长前景令人担忧，通胀高企促使欧美央行积极加息以遏制通胀，加剧了经济衰退风险。本周二 COMEX 铜期货成交量 102,755 手，上一交易日 87,017 手；空盘量为 229,944 手，上一交易日为 225,008 手。美国商品期货交易委员会 (CFTC) 公布的持仓数据显示，投机基金在美国期铜市场增持净多单，而此前连续三周净卖出近两万手。截至 7 月 18 日，投机基金在 COMEX 铜期货和期权市场持有净多单 10,699 手，比一周前增加 6,912 手。作为对比，上一周净卖出 5,309 手。

7 月 26 日，LME 铜库存录得 6.07 万吨，较上一日减少 75 吨，减少幅度为 0.12%；最近一周，LME 铜库存累计增加 1375.00 吨，增加幅度为 2.32%；最近一个月，LME 铜库存累计减少 1.94 万吨，减少幅度为 24.22%。历史数据显示，自 2020 年 7 月 27 日以来，LME 铜库存最高为 25.48 万吨，最低为 5.12 万吨，均值录得 11.98 万吨，当前库存（6.07 万吨）较均值减少 97.44%。

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（2019.1-2023.7）



数据来源：WIND，冠通研究

7 月 26 日，上期所沪铜期货仓单录得 22041 吨，较上一交易日减少 3007 吨；最近一周，沪铜期货仓单累计减少 13742 吨，减少幅度为 38.4%；最近一个月，沪铜期货仓单累计增加 1812 吨，增加幅度为 8.96%。上周，上海库存下降至 7.98 万吨左右，进口亏损扩大，铜清关幅度有所减缓，铜价回落后下游接货量有所增加，导致库存出现一定下降，且降幅多在吴淞、上港及中海华东仓库。

上周，广东地区库存总量略降至 2.65 万吨左右，与上海不同，铜价回落后当地下游接货量并无明显增加，但由于部分炼厂到货量下降，故导致库存的小幅萎缩。需要关注的是，华南库存本轮库存底部基本维持在 2.5 万吨以上，也印证了之前提出的造成铜低库存部分因素的不可持续性，导致的库存底部上移。另外，近期华南地区与华东地区现货报价几无价差，也导致了地区间操作的积极性下降。近期进口亏损空间扩大，清关量维持稳定，上海保税区库存再度小幅下降，数据库库存下降至 3.31 万

吨左右。上周，保税区周度清关量维持在 2.67 万吨。预计保税区库存实际理论值维持在 4-5 万吨左右。分细项来看，清关品牌主要为：国产、智利、秘鲁等。广东保税区微增至 0.9 万吨。

最近一个多月以来，国内铜库存，特别是上海保税区铜库存，呈现快速去库，这对铜价形成了明显的支撑；但最近几周周，上海期货交易所铜库存急速增加，紧接着又急速减少，对铜价构成了负面影响。近期海外铜价和国内铜价一起小幅回落后一起震荡，LME 铜库存与上海铜库存一致下跌之后，又出现一起累库；但本周国内继续去库的态势非常鲜明。而市场对美国经济放缓、甚至衰退的预期，似乎就是 COMEX 铜库存明显累库的原因。在夏季高温、电力电网建设持续发力和新能源转型的拉动下，铜价大跌的可能性也非常小，特别是世界各地铜库存仍在低位，这对铜价提供了支撑。

整体看，西方大型矿业资本仍在世界各地增产铜矿石，中国和全球的新能源转型将一直快速推进，铜需求存在现实的绿色转型需求支撑；短期内市场对美国加息接近彻底结束、美欧发达市场可能在 2023 年下半年一起进入衰退的担忧在上升，不安难以消除；虽然中国市场的铜需求非常积极，但整个世界不能仅靠中国市场支撑价格。如果美欧在今年下半年能够停止加息进程，明年上半年开始降息进程，那么对全球工业复苏和铜需求将是非常有利的；中长期看铜需求和铜价无疑将是积极的，因为全球新能源转型将提供巨大动力。目前外盘铜价连续震荡并保持在 8500 美元/吨上方，欧美实体经济的有效转强、中国新能源市场的强势扩张，将是对铜价最大的利好；但应该看到目前到今年年底的各种不确定因素也很多，对铜价难以过度乐观。目前市场密切关注美联储 7 月会议之后的动向及 8 月杰克逊霍尔央行年会的相关信息，不排除铜价短期延续震荡偏空行情。

风险提示

- 1、美联储为遏制通胀 7 月之后继续加息；
- 2、美国和欧元区的高息状态引发经济严重衰退，铜需求下滑；
- 3、西方大型矿业企业持续扩大全球铜矿生产，铜过剩出现。

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。