

冠通期货研究咨询部

2022 年 7 月 20 日

铜价超跌反弹有望延续

摘 要

□ 摘要

铜：上周美国 CPI/PPI 数据再次呈现爆表态势，这令市场猜测美联储在 7 月继续大概率激进加息；投资者开始逃离股市债市，美联储 7 月褐皮书显示美国经济出现明显减速迹象；IMF 计划继续下调全球经济增长预期，美国和全球经济减速利空未来铜需求和铜价；美国高盛改变对铜价短期看法，但长期仍看涨铜价；传统铜生产国对未来铜价有充分信心；国内疫情管控取得重大成果，国内宏观经济数据明显好转，稳增长政策正在稳步落地，国内铜需求和铜价预期好于国外；前期铜价内外盘均下挫约 30%，短期超跌反弹正在发生，但铜价预期维持弱势震荡。

风险点：

- 1、美国高通胀令美联储持续激进加息；
- 2、美国经济衰退和全球经济增速下滑超预期；
- 3、中国疫情反复、工业复苏不及预期。

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

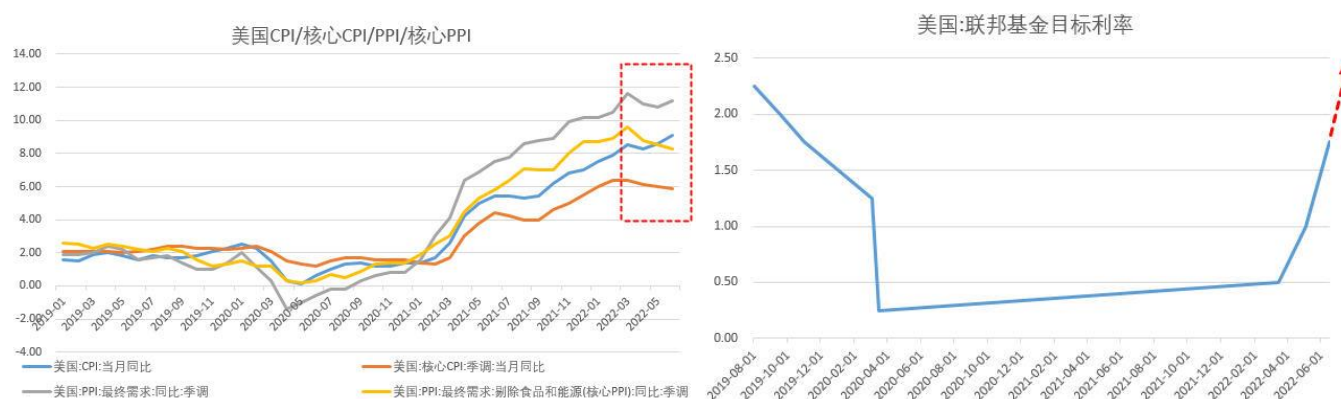
公司网址：

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

一、美国和国际宏观数据存在继续恶化可能，国内宏观改善

上周美国数据表现不一，但整体来看，在高通胀持续不落的阴影下，“滞胀”的迹象越来越明显。上周三（7月13日）美国劳工部公布数据显示，美国6月CPI同比9.1%，预期8.8%；美国6月核心CPI同比5.9%，预期5.7%；此次CPI环比增长1.3%，创2005年来最高纪录，同比增长9.1%，创1981年底以来最大涨幅；整个美国的货物价格普遍上涨，汽油价格比上个月上涨11.2%，远远超过其他类别；包括电力和天然气在内的能源服务价格上涨3.5%，是2006年以来的最大涨幅；上周三，美联储发布了俗称“褐皮书”的地区经济调查报告，结果显示自5月中旬以来，经济活动总体上以温和的速度增长，所有地区物价大幅上涨；部分地区看到需求放缓的迹象，一些地方指出对经济衰退风险增加的担忧；总体而言，虽然经济依然以温和的速度增长，但如6月褐皮书报告类似，各报告区对未来经济增长的前景大多持否定态度，预计未来6至12个月需求将进一步减弱；毫无疑问，美联储7月褐皮书利空铜需求和未来一段时间的铜价。上周四（7月14日）美国劳工部数据显示，美国6月PPI同比增长11.3%，预期10.7%，并逼近历史高位；剔除波动较大的食品和能源，美国6月核心PPI同比上升8.2%，符合预期；商品价格在6月份上涨了2.4%，为连续6个月上涨；其中50%可归因于汽油价格的上涨（涨幅为18.5%）；服务业价格在5月份小幅上涨后，6月份上涨0.4%；其中30%可归因于食品和酒类价格上涨；数据发布后，市场认为美国通货膨胀正变得根深蒂固，美联储将进行更加激进的加息。上周五根据芝加哥商品交易所集团(CME)的FedWatch工具，美联储7月加息100个基点的概率已经超过了90%，美元指数短线最高触及109上方。

图：美国CPI/核心CPI和PPI/核心PPI与美国联邦基金目标利率水平变动（2019.1-2022.7）



数据来源：WIND，冠通研究

从上图可看出，美国CPI/核心CPI、PPI/核心PPI数据并未见明显的“通胀见顶”迹象，这是已经加息3次、累计加息150个基点后的状况，而下周美联储召开7月政策会议，如果和6月一样继续加息75基点，那么美国联邦基金目标利率将直接升至2.25-2.5%，这样陡峭的加息曲线，在美联储

历史上是罕见的，对股市债市和大宗商品市场肯定会产生压力，铜价短期快速下滑不难理解。

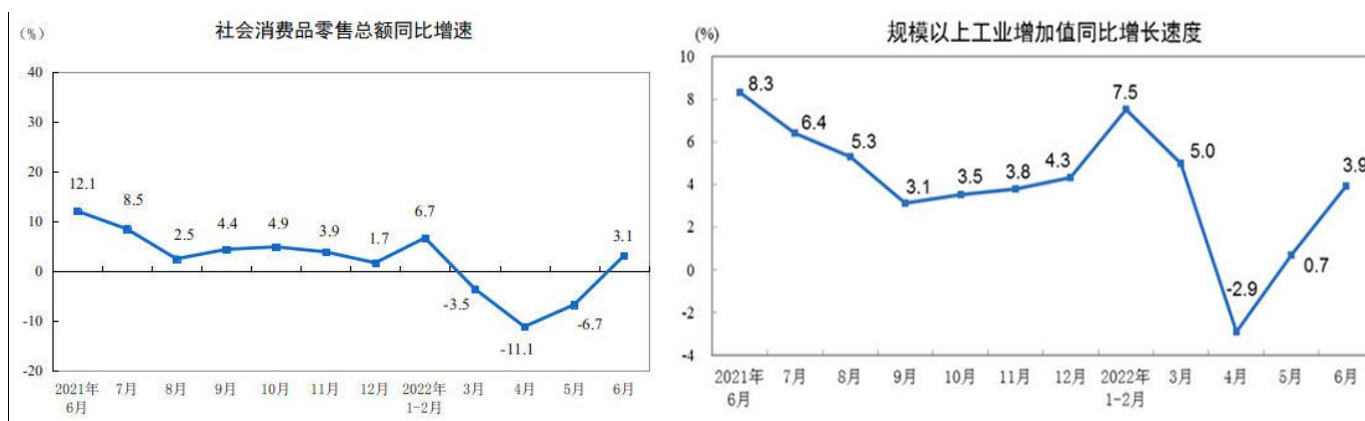
上周五（7月15日）发布的美国7月密歇根大学消费者信心指数初值51.1，预期50；市场备受关注的通胀预期方面，7月份1年通胀预期终值5.2%，预期5.3%；5年通胀预期初值2.8%，创12个月新低，预期3%；过去约一年的时间里，密歇根5年通胀预期处在2.9%-3.1%的窄幅波动区间，而6月初值达到3.3%，创下2008年以来的最高，令市场颇为关注；最新5年期通胀预期大幅下跌至2.8%，令通胀预期可能失控的担忧大幅缓解。上周五美国6月零售销售环比上涨1%，市场预期0.9%，创3月以来最佳数据；市场认为，尽管相关数据没有经过通胀调整，好于预期的零售销售结果表明，尽管美联储的政策旨在抑制消费需求，但美国消费需求依然相对健康，这提高美联储本月大规模加息的概率。此外上周五美联储传统鹰派代表官员圣路易斯联储主席 James Bullard 和鸽派代表官员亚特兰大联储主席 Raphael Bostic 在不同场合分别做出表态，暗示下次加息75个基点已经足够。整体看，上周美国数据通胀依然“爆表”，但经济减速一再出现，美联储为遏制通胀不得不继续激进加息。

由于高通胀和利率飙升影响了美国购房者，本周一（7月18日）公布的7月份NAHB房产市场指数极度低迷，7月该数据大跌至仅55，预期66，前值67；创下2020年5月以来的最低水平，连续七个月下跌，7月单月12点的跌幅也创下此项调查37年历史上的第二大，仅次于2020年4月份新冠疫情初期的水平；NAHB主席 Jerry Konter 表示，“生产瓶颈、房屋建筑成本上升和高通胀导致许多建筑商停止建设，因为土地、建筑和融资成本超过了房屋的市场价值。”

国际货币基金组织（IMF）将在本月的新一轮审议中“大幅”下调全球经济增长预期。这将是IMF年内第三次下调全球经济预期。受俄乌冲突影响，IMF已于今年4月将全球经济增长预期从冲突爆发前的4.4%下调至3.6%。IMF上周已下调美国经济增长预期。IMF执行委员会将美国2022年GDP增长从6月预测的2.9%下调至最新的2.3%。这也是IMF两个月内第二次下调美国经济增长预期。

与美国的状况大为不同的是，国内数据明显好转。上周五（7月15日），国务院新闻办公室举行新闻发布会，介绍2022年上半年国民经济运行情况；初步核算，上半年国内生产总值562642亿元，按不变价格计算，同比增长2.5%；分产业看，第一产业增加值29137亿元，同比增长5.0%；第二产业增加值228636亿元，增长3.2%；第三产业增加值304868亿元，增长1.8%。上周五国家统计局数据，6月份，社会消费品零售总额38742亿元，同比增长3.1%。上半年，社会消费品零售总额210432亿元，同比下降0.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额189251亿元，下降0.1%。6月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.9%；从环比看，6月份，规模以上工业增加值比上月增长0.84%。1—6月份，规模以上工业增加值同比增长3.4%。

图：中国国家统计局社会商品零售总额/规模以上工业增加值变动情况（2019.1-2022.6）



数据来源：国家统计局，冠通研究

上图可看出，由于4月开始以上海为中心的国内大都市因疫情进入封控状态，经济数据异常难看，而进入6月以后，随着疫情管控取得巨大成效，复工复产快速推进，经济数据大幅好转，尤其是规模以上工业增加值恢复明显，从4月的-2.9%恢复至3.9%，这是巨大的改善，对于国内铜生产、下游铜加工和整个有色金属产业链来说，这是复活的标志，这一势头应该可以持续。7月18日发布的上海市经济数据显示，上半年上海GDP同比降5.7% 6月工业生产快速恢复；分产业看，第一产业增加值34.52亿元，同比增长1.7%；第二产业增加值4452.78亿元，同比下降13.7%；第三产业增加值14862.01亿元，同比下降3.1%。第二产业降幅惊人，全拜“疫情”所赐。其他各方面来看，促进经济快速合理恢复的措施已经非常多，而且正在取得实效。今日中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1年期贷款市场报价利率（LPR）最新报3.7%，上次为3.7%；5年期报4.45%，上次为4.45%，关于LPR利率未来的调整趋势，有业内人士表示：从趋势看，LPR利率仍有下调空间。原因在于下半年国内经济稳增长、稳就业仍需政策支持。下半年将继续落实好已出台的政策措施，央行是否会进一步推出增量政策工具还需要关注后续消费、投资恢复情况。

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%；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%，境外跌幅大于境内，铜价在短短几个月内竟遭受了下跌超30%的严重打击，这在历史上是罕见的。考虑到铜是经济绿色转型的关键金属，铜价仍有韧性，中短期铜价出现如此幅度的回调，预示着超跌反弹肯定会出现，但在中国经济复苏的“后劲”还需要进一步巩固的时候，铜价或在低位的反复震荡中继续停留一段时间。

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 12 日消息，赞比亚矿业部长 Paul Kabuswe 周二表示，已让国有矿业投资公司 ZCCM-IH 和 Vedanta Resources 进行接触，以寻求庭外解决方案来解决他们长期存在的 KCM 争端问题。赞比亚 2019 年 5 月将 KCM 的控制权交给了国家指定的临时清算人，引发了与所有者 Vedanta 的旷日持久的法律纠纷，国际仲裁听证会定于明年 1 月举行。Kabuswe 表示，该国不能等待漫长的仲裁程序结束，KCM 是赞比亚主要的铜矿开采和冶炼资产之一。

外电 7 月 18 日消息，世界上最大的铜生产商、智利国有企业 Codelco 表示，该公司正在暂停其 Rajo Inca 铜矿项目的建设，以调查本月早些时候发生的一起致命事故。Codelco 董事会主席 Maximo Pacheco 说：“自上周日以来，工作一直处于瘫痪状态，我们没有运营矿坑，我们正在重新定义可以再次运营的条件。”据悉，价值 16 亿美元的 Rajo Inca 项目旨在延长 Salvador 部门的寿命，该部门去年生产了 53,000 吨铜。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

据外电 7 月 18 日消息，Barrick 黄金公司周一表示，它已接近与巴基斯坦政府达成最终框架协议，以开发 Reko Diq 大型铜金矿床。该项目是世界上最大的未开发露天铜金矿床之一，由于对其许可程序的合法性存在争议，该项目自 2011 年以来一直被搁置。该矿商指出，第一阶段的建设将在研究之后进行，预计将在 2027-2028 年首次生产铜和金。

当地时间 7 月 8 日，厄瓜多尔能矿部副部长雷纳多一行到铜陵有色集团公司旗下米拉多铜矿现场调研。在选矿厂控制室，铜陵有色集团公司总经理助理胡建东介绍了矿山的生产工艺、生产能力、选矿经济技术指标等情况，雷纳多对矿山在短时间内建成世界级现代化大型露天矿山，实现达标达产给予了高度肯定。在听到选矿回收率达到 90% 时，他对矿山先进的工艺技术和管理经验，通过技术进步，高效利用资源表示赞赏。

外电 7 月 17 日消息，周日的一份报告显示，如果政府继续提高矿业税，全球矿业公司必和必拓可能会重新考虑其在智利的投资计划。El Mercurio 报纸援引该公司在一份声明中的话说，与澳大利亚、加拿大和邻国秘鲁等其他顶级矿业管辖区相比，更高的税收将使智利的成本更高。必和必拓在智利经营着世界上最大的铜矿 Escondida。今年 4 月，必和必拓表示，它愿意在未来几年再向智利投资 100 亿美元，但前提是监管和财政条件合适。

外电 7 月 15 日消息，力拓宣布，为其在蒙古的大规模 Oyu Tolgoi 铜金矿的持续扩建增加 3 亿美

元的成本。该公司表示，6 月份完成的成本和产能进度重新预测目前将项目总成本估计定为 70.6 亿美元，比 2015 年的原始估计高出近 18 亿美元。

国际铜业研究小组（ICSG）常务委员会主席 Jorge Cantalio 预测智利未来的铜产量将增长至大约 560 万，570 万或 580 万吨。基于智利目前的潜力，如果所有项目都能开展实施，到 2025 年或 2026 年铜产量将超过 700 万吨。如果发挥全部的项目潜力，产量可以达到 850 万吨，但是很难实现。今年剩余时间需求的减少，将扭转我们看到的供应不足。

必和必拓 (BHP) 发布 2022 年二季度产销报告显示：2022 年第二季度，铜产量 46.18 万吨，同比增加 15%，环比增加 25%。

以上消息和报道可以看出，欧美和中国的大型矿业资本仍在扩大生产位于南美洲、亚洲和世界其他地区的铜矿，只是实质产出铜需要等到几年以后，现阶段见不到这些“未来的铜”；部分现有问题较多的铜矿经常面临停产和半停产，但是持续时间有限，对铜的总产出影响有限，在世界经济特别是发达经济体可能减速甚至衰退的前景下，铜价低位震荡、甚至短期继续下行压力仍旧不小。

三、高盛、标普和其他知名投行近期对铜需求和铜价看法

外媒 7 月 14 日报道：“不要被铜的最新大跌所愚弄。未来几年铜供应短缺将非常严重，价格也将非常高，有可能推迟全球摆脱化石燃料的时间”。这就是标普全球 (S&P Global) 一项最新研究的结论。该机构预测到 2035 年时，全球铜需求几乎翻倍，而供应商难以满足这一需求，因此未来十年全球铜市将出现前所未有同时也是难以承受的供应短缺。标普全球表示，虽然铜价在本周跌破每吨 7,500 美元，但是本十年的早些时候铜价将会突破今年创下的历史高点 10,845 美元，因为铜在清洁能源和运输行业扮演关键作用。

标普全球副主席丹尼尔耶金表示，要么供应奇迹般地出现，要么能源转型的目标被进一步推迟。这一看涨的结论与最近几个月铜价大跌形成鲜明对比。目前铜价已经从 3 月份的历史最高纪录下跌三分之一。从高盛集团到美国银行的投行分析师都削减了近期铜价预测，因为消费者支出和工业活动预计下降。秘鲁和刚果即将上线的新供应也增添了看跌情绪。但是从长远来看，情况在发生变化。标准普尔全球的研究发现，到 2035 年，铜需求将从现在的 2500 万吨达到约 5000 万吨。由于寻找和开发新的矿藏更加困难和昂贵，新供应的主要来源将来自现有矿山的回收和增产。研究发现，根据目前的趋势，到 2035 年，每年将出现近 1000 万吨的供应缺口。这相当于 2050 年净零排放世界所需需求的

高盛的分析师一直是最看好大宗商品的声​​音之一，并警告说，尤其是铜可能成为有史以来最紧张的市场之一。但由于投资者成群结队地抛售这种金属，而且价格现在比银行的预期低 40%，银行警告说，这种低迷可能还会继续下去。高盛分析师在一封电子邮件中表示，美元的飙升对铜价造成了重大压力，而威胁经济增长的全球能源紧缩“严重倾向于升级到冬季”。该银行预计未来三个月铜价为每吨 6,700 美元，而此前的预测为 8,650 美元。美国银行上周也下调了预测，警告说，在欧洲经历广泛天然气短缺的最坏情况下，价格可能会跌至每吨 4,500 美元的低位。上周二（7 月 12 日）上午，纽约 Comex 市场铜价下跌 3.15% 至每吨 3.32 美元（7,307 美元/吨），为 2020 年 11 月以来的最低水平。麦格理集团大宗商品策略主管 Marcus Garvey 在 LME 在线研讨会上表示，随着需求减弱和矿山不断扩张，未来两年铜市场将面临过剩。他说，如果没有更多的供应冲击，金属的表现将取决于全球增长。高盛在其报告中表示：“最近几个交易日，铜价呈螺旋式下降趋势，反映出对增长的预期越来越悲观。”“最近的一次下跌与欧洲增长道路上的阻力增加有关，特别是区域天然气价格飙升对经济活动的影响。”尽管如此，该银行表示，铜价有望在 2025 年达到 15,000 美元，理由是随着矿山供应达到顶峰，“明显的结构性牛市故事”。高盛预计铜价在六个月后为 7,600 美元，在 12 个月后为 9,000 美元，而之前的预测为 10,500 美元和 12,000 美元。

高盛在上周一（7月11日）的报告中表示，从供给上看，目前铜库存并未显示出过剩拐点，铜价快速下跌更多受宏观金融层面的影响：“由于价格波动比基本面所显示的更大、更持久，我们认为铜价近期的下跌主要是由于宏观资金流动造成的，其中最显著的特征是美元的快速升值，而我们最初预计美元将保持稳定，宏观环境将持续保持风险偏好局面。随着碳基大宗商品（食品和燃料）供应紧张，全球增长前景恶化，由此导致的避险行为迫使对铜的重新定价严重于其他大宗商品。铜供应的可变成本高于能源，也加剧了这种情况，强化了非美国家外汇疲软对以美元计价的价值通缩效应。”

该行还表示：“如果美元走势如我们此前预期，在其他条件相同的情况下，我们预计铜价将比今天的

水平高出 33%，接近我们最初的预测。”悲观预测下，未来几个月铜价可能跌至 5750 美元/吨。

高盛在报告中表示：“市场对需求的悲观预期可能会延续至下半年，这在很大程度上是因为能源风险这一主要驱动因素，很可能在今年冬季进一步升级。铜价显然也将继续受美元影响，在影响美元指数走势的宏观因素未发生调整之前，可能仍将是一个不利因素。”衰退风险上升是铜价下跌的关键催化剂，但高盛认为，铜价下跌的速度取决于投资者仓位调整的幅度。高盛预计，目前投资者净空头头寸距离 COMEX 期铜 2019 年 8 月创下的创纪录净空头头寸仅 10000 手。如果 2019 年 8 月的净空头头寸是潜在的最大增量调整，那么根据最近的关系，将等同于铜价再下跌 300-400 美元/吨。

在当前的需求悲观情绪之外，铜价面临的一个关键微观阻力是，预计未来 18 个月铜矿供应将加速：“在矿山供应方面，过去两年该行业出现的成本投入大幅上涨意味着，在每吨 7500 美元的铜价下，近 300 万吨矿山供应目前处于亏损状态。而一年前同样的情况，铜价需要 6270 美元/吨。然而盈亏平衡价格的上移，并不意味着供应的立即削减，从历史上看，这种情况至少需要 1-2 个季度才能出现。”根据高盛的悲观情景预测，在全球经济出现衰退的情景下，未来几个月铜价有可能跌至 5750 美元/吨。高盛表示，如果其基本观点是对的，那么目前来看，铜价持续下跌的逻辑有限。因为投资者已经建立了接近创纪录的净空头头寸，本轮抛售中基于衰退担忧的仓位调整大部分已经完成。如果未来几个月宏观经济恶化没有得到证实，将使价格很容易受到空头回补爆发的上行影响。高盛估计，如果铜价在未来 18 个月保持当前水平，这将导致今年剩余时间废铜供应减少 97000 吨，到 2023 年将减少 124000 吨。仅这一项就能抵消全球经济衰退时将近一半的供应盈余。如果价格进一步下跌，废钢价格调整幅度可能会更大。例如，2008-2009 年期间铜价暴跌导致废钢供应较 2007 年水平减少了 220 万吨。尽管欧洲因能源价格飙升，衰退风险高于其他地区，但高盛认为金融紧缩的溢出效应只会在 2023 年适度影响其他地区的需求，并认为绿色需求和电网建设将越来越多地帮助铜需求复苏。

高盛认为，不考虑近期的基本面趋势，铜确实存在一个明确的结构性牛市，其预计 2024 年铜矿供应将达到峰值，并且 2025 年开始将出现连续创纪录的铜供应短缺，而库存依旧接近历史最低水平；目前的抛售会进一步降低供应端的投资；这种短缺会从 2023 年年中开始，影响越来越大。这也是该行对 2024 年(14000 美元/吨)和 2025 年(15000 美元/吨)铜价保持乐观预测的原因。

笔者认为，读美国高盛对铜需求和铜价的看法可以说是“震撼不已”，因为美国高盛作为世界顶级投行的目光，确实放的比较远。现阶段美国处于疫情期间货币大放水的紧缩阶段，由于通胀过高且顽固，不得不尽快升息和缩表，由此带来经济减速压力和美指过快上升对大宗商品的压力，但这些压力最终只是暂时的，经济的绿色转型非常需要铜这种特殊金属，铜价即便继续下跌，终究也是有限的，最终铜会因为全球经济更加绿色而变得短缺，即便现阶段已经公布的大规模铜矿山投资计划全都投产

也无法改变，这是非常重要的事实，因此铜价到今年年底可能就是“短期看跌”的极限，未来随着货币紧缩逐步结束，预计明年“长期涨”即将开始。

由于美国经济减速、欧洲央行即将加息，俄乌冲突延续将近 5 个月仍未结束，世界经济出现衰退的征兆令商品市场充满不安，原油和铜都做出了过度反应，短时间内境内外期货铜价下跌约 30%，原油期货下跌约 20%；这样的跌幅会导致超跌反弹出现，随着国内疫情管控和复工复产的持续推进，铜价阶段性反弹或发生在 54000—61000 元/吨之间，若有效站稳 61000 元/吨之上，或有希望看向 64000—65000 元/吨区间，这是本轮下跌的 50%反弹位。整体上铜价在 3 季度一段时间有望出现有限的筑底反弹，但铜价年底之前或仍将维持弱势震荡的节奏。

风险提示

- 1、美国高通胀令美联储持续激进加息；
- 2、美国经济衰退和全球经济增速下滑超预期；
- 3、中国疫情反复、工业复苏不及预期。

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。