

冠通期货研究咨询部

2022 年 7 月 27 日

铜价反弹面临严峻考验

摘 要

□ 摘要

铜：上周美国和欧洲数据都出现明显下滑，尤其是美国房地产数据和部分地方联储的制造业数据下滑明显，美欧 PMI 数据均出现明显下滑甚至跌至荣枯分界线 50 以下；由于美国高通胀问题仍在持续，美联储仍在持续加息，本周召开美联储 7 月会议预计继续加息 75 基点；欧元区已经加息 50 基点，后续预计继续加息，美欧双方的加息步伐预计对大宗商品市场有压制效应，此外在世界范围蔓延的猴痘疫情也将对铜需求产生不良影响；几个月以来铜价内外盘均下挫约 30%，但近几周铜价从低位反弹约 10%，显示铜价有一定的韧性，但在美欧持续经济减速甚至可能进入衰退、中国等新兴市场经济回暖不甚强劲的情况下，铜价反弹的阻力正在加大，反弹过程中不排除出现突发下跌。

风险点：

- 1、美联储持续激进加息；
- 2、美国和欧洲经济下滑超预期；猴痘疫情超预期；
- 3、中国工业复苏不及预期。

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：

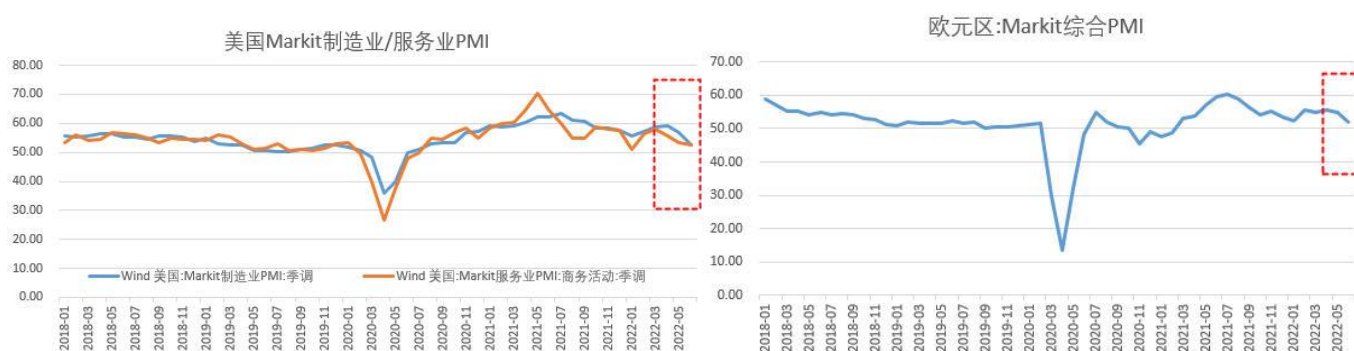
<http://www.gtfutures.com.cn/>

一、美欧均出现经济减速症状，但美欧将进一步加息

上周二（7月19日）发布的美国6月新屋开工环比下跌2%，预期上涨2%，5月数据从-14.4%上修至-11.9%；新屋开工年化155.9万户，预期158万户；6月营建许可环比下跌0.6%，预期跌2.7%，5月为下跌7%；当月营建许可年化168.5万户，预期165万户；这是营建许可连续第三个月的下降。房屋建筑商们正在将注意力从以自住房为主的单家庭住房，转移到以出租房为主的多家庭住房。上周三（7月20日），根据美国全国房地产经纪人协会（NAR）的数据，美国6月成屋销售环比连续第五个月下降，创2013年以来最长连降月数，销售量创下最近两年新低；美国6月成屋销售总数年化512万户，预期的535万户，前值为541万户；6月成屋销售环比跌5.4%，预期跌1.1%，前值跌3.4%；6月成屋销售同比大跌14.2%；由于美联储正在积极提高利率，以努力抑制四十年来最快的通货膨胀，这促使按揭贷款利率上升到2008年以来的最高水平；与此同时，房屋价格继续上涨，抑制了全国各地潜在买家的负担能力；成屋售价中位数较上年同期上涨13.4%至416,000美元，创下新的纪录；6月首次购房者占销售的30%，高于5月份的27%。历史上，首次购房者一般占市场的40%左右，这表示许多美国人被挤出市场的负担能力挑战。周三，根据美国抵押贷款银行家协会（MBA）季调后指数显示，截至7月15日当周，市场指数连续第三周下降，按揭贷款申请当周下降7%，同比下降19%，降至22年来最低水平；随著更高的利率和通货膨胀打击美国消费者，住房市场一直在降温。

上周四（7月21日）美国劳工部数据显示，美国截至7月16日当周初请失业金人数达25.1万，预期24万；美国截至7月16日当周续请失业金人数为138.4万，预期134万；各州申请失业金的人数连续第三周上升，达到去年11月以来的最高水平，更多公司宣布裁员，表明劳动力市场出现了一些疲软；最近几周，包括Alphabet旗下谷歌（GOOG.US）、苹果公司（AAPL.US）、Meta Platform（META.US）和微软（MSFT.US）等巨头在内的多家科技公司都表示，在全球经济不确定的情况下，它们将放慢招聘速度；加密货币、房地产和汽车等其他行业的公司也表示正在裁员。电信巨头AT&T表示，美国消费者开始推迟支付其电话账单，导致该无线运营商将今年的自由现金流预测减少了20亿美元。上周四费城联邦储备银行的月度制造业指数从6月份的负3.3下滑到本月的负12.3，这是连续第二个月萎缩；该地区接受调查的受访者表示预计未来几个月制造业活动将急剧放缓，六个月预期指数从6月的负6.8下滑至负18.6，为1979年12月以来最低；经济学家将该指标视为预示后续将发布的全国性基准报告的一个可靠信号；费城联储的未来资本支出指数7月从一个月前的11.7降至4.4；与此同时，7月份大西洋沿岸中部地区的制造业活动指标下滑至2020年5月以来的最低点，企业报告了40多年来最暗淡的前景；此外，美国6月谘商会领先指标月率下跌0.8%，创出2020年4月疫情最严重时期的最大跌幅。

图：美国 Markit 制造业 PMI/服务业 PMI 与欧洲 Markit 综合 PMI 变动情况（2018.1-2022.7）



数据来源：WIND，冠通研究

7月21日晚间，欧央行超预期加息50个基点，同时配套反金融分裂新工具TDI，打出政策“组合拳”。欧洲央行行长拉加德在货币政策新闻发布会上发表鹰派言论，对于市场重点关注的下半年宏观经济和货币政策展望，拉加德指出，预计通胀将在一段时间内高于目标水平，下次会议上进一步让货币政策正常化是适当的。拉加德表示，欧央行将放弃前瞻指引，未来的货币政策路径将“依赖数据”逐月决定；上周五（7月22日），IHS Markit发布了欧元区7月综合PMI初值，为49.4，创17个月新低，预期51；欧元区7月制造业PMI初值49.6，预期51，制造业广泛表现低迷，但由化工和资源公司主导，以及汽车制造商；欧元区7月服务业PMI初值录得50.6，创15个月新低。

上周五（7月22日）公布的美国7月Markit制造业PMI初值52.3，预期的52，创下2020年7月以来最低；7月Markit服务业PMI为47.0，预期52.7，创下2020年5月以来最低；7月Markit综合PMI初值47.5，创下26个月新低；Markit服务业和综合PMI均低于50的荣枯分界线，表明显著陷入收缩，暗示经济的技术性衰退迫在眉睫。

本周一（7月25日）美国7月达拉斯联储商业活动指数录得-22.6，为2020年5月以来新低，预期-22；相关评论称，在过去的一个月里，对即将到来的经济衰退的担忧有所增加。由于供应链问题持续存在，原材料成本居高不下，以及利率大幅上调，整体商业活动不得不放缓。本周二（7月26日）公布的美国7月谘商会消费者信心指数为95.7，预期97.2；美国7月份消费者信心下降至2021年2月以来的最低水平，原因是在持续通胀的背景下，人们对经济的看法更加悲观。反映消费者未来六个月预期的一项指标——谘商会消费者预期指数降至65.3，为2013年以来最低，反映出消费者对财务前景更加悲观。

目前，市场预期本周加息为75个基点的概率已经超过80%；经济学家们预计，联邦公开市场委员会（FOMC）将在9月加息50基点，然后在今年剩余的两次会议上分别加息25个基点；如此一来，联邦基金利率上限到2022年底升至3.5%，为2008年初以来的最高水平；就9月会议而言，虽然经

经济学家们预测美联储继续加息为 75 个基点的概率仍然超过 50%，但是值得注意的是，通常来说，经济学家所设想的政策路径往往比美联储最终的实际行动要略微更偏鹰派。

美联储高官中，美联储理事 Christopher Waller 是偏鹰派的决策者之一，他已经表态支持 7 月加息 75 个基点，而非 100 个基点；亚特兰大联储行长 Raphael Bostic 也警告称，美联储行动过于剧烈会产生负面的溢出效应；几乎所有参与调查的经济学家都认为，在当前这个利率周期内，美联储任何时候都无意加息整整 100 个基点。美国财长耶伦在 7 月 24 日表示，她没有看到任何迹象表明美国经济陷入大范围衰退；耶伦认为美国就业市场依旧强劲，此外工业生产和贷款情况依旧良好；在这些要素加持下，即使美国连续两个季度出现经济萎缩，她也不认同美国国家经济研究局的学者们会做出美国经济衰退的判断。

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 7 月 26 日的小高点 7708 美元/吨，一周多即反弹约 10.8%；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%；之后在 7 月 26 日反弹至小高点 59020 元/吨，一周多即反弹约 10.5%；境内境外反弹幅度几乎一致，这也是很罕见的现象。这也显示铜价在超跌之后出现的是空头回补和纯技术性的反弹，不是实际需求推动的反弹，这样的反弹能否有效持续令人怀疑。但需要看到铜是经济绿色转型的关键金属，铜价仍有韧性，在中国经济稳增长政策持续落地的情况下，铜价似乎还没有显现出全部的反弹潜力，铜价在反复震荡中或将继续停留一段时间，期间有望继续创造反弹的小高点。

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

外媒 7 月 21 日消息：全球最大铜生产商之一的智利安托法加斯塔矿业公司称，2022 年第二季度的铜产量为 12.98 万吨，比 2022 年第一季度减少 6.5%。产量下降主要是因为之前宣布的洛斯帕兰布拉斯精矿管道事故，导致在此期间的产量减少大约 23,000 吨。不过管道运行在第二季度结束时恢复，仓库里的 12,000 吨铜精矿库存将在 10 月前转运到港口。今年前六个月该公司的铜产量为 26.86 万吨，同比减少 25.7%，主要是由于天气干旱和精矿管道事件导致洛斯帕兰布拉斯矿的产量暂时下降，森缇娜拉的矿石品位降低。安托法加斯塔矿业公司称，2022 年全年铜产量指导从 66-69 万吨下调至 64-66 万吨，主要反映了管道事件的影响和洛斯帕兰布拉斯矿水源短缺带来的持续不确定性。

智利国有矿业公司 Code1co 及其员工工会在本月两名工人死于事故后同意通过新成立的委员会

进行安全谈判，该公司是全球最大的铜生产商，在报告其 Chuqui Subterranea 项目的一名工人死亡后，周三宣布停止建设项目，该项目是在本月早些时候发生另一起致命事故之后发生的。“我们提议启动一个流程，而不仅仅是审计，并决定成立一个特设委员会，”代表所有公司工会的 FTC 铜业工人联合会主席 Amador Pantoja 说。Pantoja 表示，联合委员会的安全会谈将于下周开始，重点是项目开发和公司运营，并指出“大量”事故。对致命事故原因的调查正在进行中。矿业监管机构 Sernageomin 本周表示，它发现了一些安全标准违规行为。Pantoja 指责公司管理层缺乏对事故根本原因的解释，并建议削减成本可能是一个因素。“由于担心成本，我们已经停止做事，”他说。“今天我们的工作人员最少。”近年来，这家国有矿业公司专注于降低成本，同时还进行了数百万美元的投资，旨在维持生产水平。

外电 7 月 23 日消息，英美资源集团在智利遭遇了新的挫折，此前智利环境委员会（Coeva）拒绝了该公司旗下艾尔索达多（El Soldado）铜矿 4000 万美元的运营延续项目。尽管智利环境评估机构建议批准该项目。英美资源集团执行总裁亚伦·普纳在声明中表示对该结果感到惊讶，因为该项目的综合评估报告（ICE）建议批准该项目，并得到所有参与环境评估过程的服务机构的支持。这是英美资源遭到拒绝的第二个项目。今年 5 月智利环境监管机构正式拒绝了英美资源对其旗舰项目洛斯布朗斯铜矿（Los Bronces）进行 30 亿美元扩建的申请。

外电 7 月 25 日消息，MMG Ltd（中国五矿）本周一表示，由于其位于**秘鲁**安第斯山脉的 Las Bambas 铜矿长期遭受抗议活动，严重扰乱了运营，该公司在产量下降 60%后暂停了今年的铜生产目标。MMG 此前预计 Las Bambas 年内将生产 300,000-320,000 吨铜精矿。但该公司表示，在今年上半年，它仅生产了 101,000 吨。由此，该公司没有发布新的指引，但补充说它将在 8 月中旬计划发布其财务业绩时发布。据悉，由于抗议活动，Las Bambas 第二季度的铜精矿产量与一年前相比下降了 60%，至 32,042 吨。

2022 财年，BHP（必和必拓）铜总产量达 157.35 万吨，同比减少 4%。2023 财年铜产量指导目标上调 163.5 万至 182.5 万吨。2022 财年，Escondida 铜总产量下降了 6%至 100.4 万吨，主要是由于新冠疫情、道路封锁、选矿厂进料品位下降超出预期等。2023 财年铜产量预计在 108-118 万吨，预计选厂处理品位提高；未来五年年均铜产量 120 万吨的指导量。

Anglo American 2022 年二季度铜产量为 13.4 万吨，同比减少 21%，环比减少 4%，其中二季度铜精矿产量为 12.53 万吨，电解铜产量为 0.86 万吨。当前生产减少主要是由于铜品位下降和较低的水资源可用性。秘鲁 LosBronces 铜矿：Los Bronces 二季度铜产量为 6.43 万吨，同比减少 24%，环比减少 2%。

Vale 2022 年二季度铜总产量为 5.59 万吨，同比减少 23.9%，环比减少 1.2%，主要受巴西

Sossego 铜矿的 SAG 球磨机影响。巴西 Salobo 铜矿（100%）2022 年第二季度，Salobo 矿产铜产量为 2.96 万吨，环比减少 12.7%，同比减少 23.5%，主要由于选厂在计划检修及延长检修后产能未达满负荷。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

Rio Tinto（力拓）2022 年第二季度矿产铜产量为 12.6 万吨，同比增长 9%，环比增长 1%。精炼铜产量为 4.94 万吨，同比减少 5%，环比减少 10%。Kennecott 的铜品位和回收率提高，Escondida 的铜品位提高，但 Oyu Tolgoi 的铜品位和回收率下降。

以上消息和报道可以看出，智利和秘鲁两个世界最大产铜国依然“状况频出”，各种矿业端减产的消息全部都来自这两国，政治纠纷、环境问题、土著人关系等等问题全都会干扰铜矿生产，个别事件甚至能持续数月无法解决；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、即便有反弹可能也无法持续的情况下，铜矿减产似乎能平衡下降的需求，但如果需求下降的更多，铜生产和供应依然是过剩的，即便只是过剩一小部分，也很有可能在美欧持续加息的前景下持续承压，导致铜价再次下滑。

三、近期 COMEX 市场铜持仓和 LME 铜现货/期货基差情况

图：COMEX 铜非商业多头/空头/总持仓和 LME 铜 3 个月期货/现货基差变动情况（2018.1-2022.6）



数据来源：WIND，冠通研究

近期数据可以看出，2022 年 4 月以后，COMEX 市场铜非商业空头持仓在震荡上升，COMEX 铜非商业多头持仓一直在下降，COMEX 铜总持仓整体震荡下滑。数据清楚说明，美国主力期货市场看空铜的

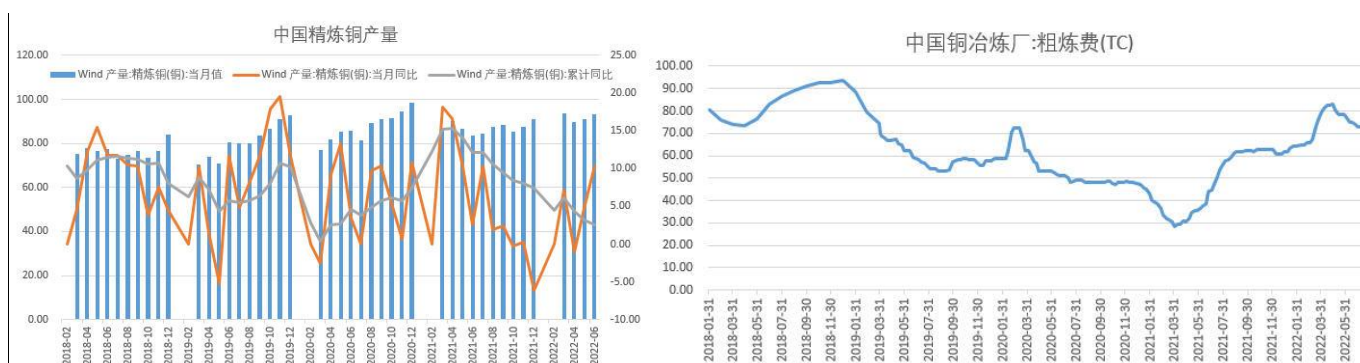
机构和投资者在上升，这或许就是美国国内对未来经济悲观看法的最佳印证，从美国近期的房地产数据和各个地方联储的制造业指数剧烈下滑可以看出，这样的推测不是空穴来风，很有可能就是对美国经济今年下半年、或是 2023 年上半年开始正式进入衰退而做出的反应。

近期从 LME 铜市场的运行数据可看出，现货铜和期货铜基本上紧密贴合运行，但现货价减期货价得出的基差基本全部为负，但负值比过去几年要小，这充分显示目前的铜市场处于“悲观的现实，乐观的预期”氛围中，现阶段铜价在美欧发达国家快速加息、可能进入经济减速、甚至未来进入经济衰退的情况下快速下跌了 2-3 个月，下跌幅度达 30% 左右，尽管近期又从低点反弹了 10% 左右，但未来中国等大型新兴市场依然具有高增长潜力，铜又是全球绿色转型的关键工业金属，在电力、新能源汽车等领域几乎不可或缺，所以，铜价临时的大跌和悲观情绪并不能阻挡铜需求在未来依然被广泛看好，只是这个“未来”距离现在稍远还是稍近的问题，LME 铜价目前来看仍有反弹潜力，但美欧相继进入的快速加息状态打压了市场信心，且短期内加息不会停止，所以铜价暂时难以摆脱弱势。

四、近期国内精炼铜产量和铜粗炼费 TC 变化情况

从微观生产上看，上周干净铜精矿 TC 72.2-73.8 美元/干吨，周均价 72.8 美元/干吨，较上周减少 0.1 美元/干吨。Mysteel 干净铜精矿（26%）现货价 1788-1830 美元/干吨，周均价 1810 美元/干吨，较上周减少 6 美元/干吨。铜精矿现货市场整体较为冷清，市场参与者活跃度偏低，而且市场差价扩大。干净矿供应依旧较少，而非标矿的销路不佳。买卖双方仍存心理价差，部分市场参与者观望。随着海外矿山新扩建产能的陆续投放，TC 今年以来高位维持稳定。

图：中国精炼铜月度产量变化情况/铜粗炼费 TC 变动情况（2018.1-2022.7）



数据来源：WIND，冠通研究

国内原材料供应充足将有助于电解铜产量回升，据 SMM 预计 7 月国内电解铜产量 85.84 万吨，同比增 37%。需求端，精铜杆企业订单相对充足，周度开工率为 79.7%，6 月电网投资加快，电网基

本建设投资完成额累计值 1-5 月为 1263 亿，同比增 1%，1-6 月为 1905 亿，同比增 9.9%，后续铜杆开工率有望企稳；地产恢复未见起色，家电终端需求转弱将压制铜管开工。

另据安泰科调研，2022 年 6 月份 22 家样本企业合计生产阴极铜 77.7 万吨，同比增长 6.04%，环比增长 0.31%（5 月修正产量 77.46 万吨）。2022 年 1-6 月份，样本企业累计生产阴极铜 462.26 万吨，同比增长 2.11%。尽管 6 月还有新疆、浙江、安徽等地铜冶炼企业因检修对产量输出造成较大影响，但河南、山东、以及内蒙古赤峰等地于二季度后期进行检修和停工复产企业的爬产，弥补了检修企业带来的产量损失。6 月，产能规模在 100 万吨以上的样本企业产量 48.44 万吨，同比增长 7.41%，环比下降 4.12%；产能规模 $30 \leq X < 100$ 万吨的样本企业合计产量 15.55 万吨，同比增长 4.96%，环比增长 27.35%；产能规模 $10 \leq Y < 30$ 万吨的样本企业合计产量 13.71 万吨，同比增长 2.64%，环比下降 6.92%。7 月，尽管仍有企业进入常规检修阶段，以及个别企业检修期延长，对阴极铜产出造成一定影响，但多数铜冶炼企业在相对尚可的加工费和硫酸价格高企的助力下，将持续释放生产积极性。预计 7 月份，22 家铜冶炼样本企业产量将达到 80.3 万吨。

由于美国和欧洲央行都已进入加息，今晚美联储会议大概率继续加息，俄乌冲突延续超 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，尽管铜价超跌反弹已经出现，但铜价反弹的可持续性令人不安，铜价反弹若有效站稳 61000 元/吨之上，或有希望看向 64000—65000 元/吨区间，若不能站稳 60000 元上方，铜价有返回 54000—57000 元/吨的风险。铜价年底之前大概率仍将维持弱势震荡的节奏。

风险提示

- 1、美联储持续激进加息；
- 2、美国和欧洲经济下滑超预期；猴痘疫情超预期；
- 3、中国工业复苏不及预期。

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。