

冠通期货研究咨询部

2022 年 8 月 3 日

连续加息之后铜须面对更多不确定性

摘 要

□ 摘要

铜：上周美联储 7 月会议继续加息 75 基点，至此美联储今年以来已经连续加息 4 次合计 225 基点；美欧双方均已启动加息进程，并将继续加息；美联储后续加息幅度很受市场关注，现阶段铜价仍处于超跌反弹之中，但尚未结束的新冠疫情、已经开始蔓延的猴痘疫情和美国经济减速、滞涨、地缘紧张局势都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超过 10%；铜矿业端的扰动再次增多，大型铜矿业企业减产多发；世界各主要交易所铜库存低位支撑铜价，铜价反弹的不确定性正在变大，反弹过程中不排除出现各种意外震荡。

风险点：

- 1、美联储持续激进加息；
- 2、世界范围内新冠、猴痘疫情超预期；
- 3、世界各主要交易所铜库存出现意外波动。

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

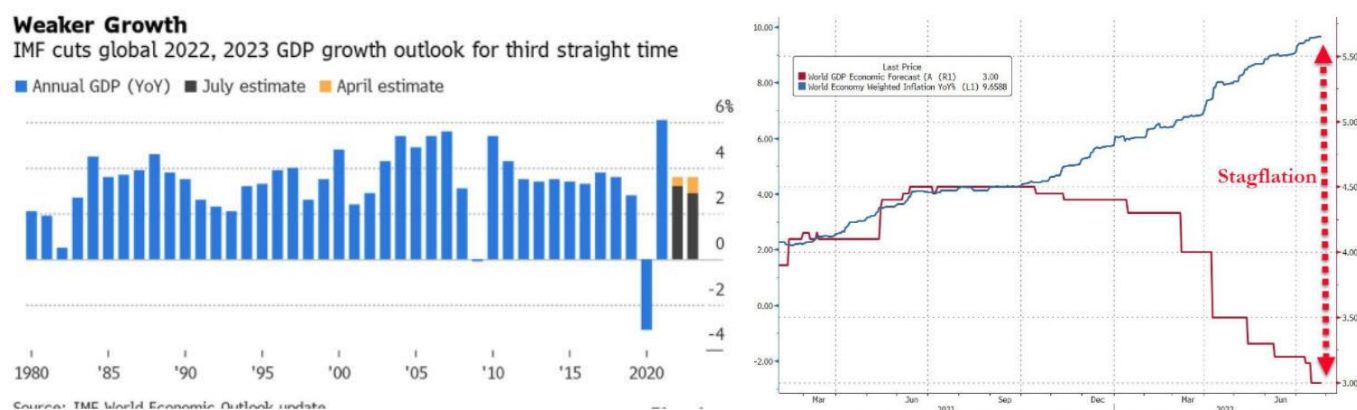
公司网址：

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

一、美国加息落地并出现经济滞涨，全球经济减速已成共识

上周二（7月26日），IMF发布《全球经济展望报告》的更新版本，预计全球经济增速将由去年的6.1%放缓一半至今年的3.2%，比4月预测低0.4个百分点；预计2023年全球经济增速为2.9%，比4月预测低0.7个百分点；报告称，全球经济在2023年的风险尤为突出。该机构首席经济学家Pierre-Olivier Gourinchas在社交平台表示：“全球很快就会有在衰退的边缘摇摇欲坠。”具体来看，IMF对美国2022年和2023年经济增长预期分别为2.3%和1.0%，分别比4月预测下调1.4和1.3个百分点。Gourinchas表示，美国在2023年第四季度的实际GDP同比增速仅为0.6%，可能陷入技术性衰退。欧元区今明两年经济增长预期分别为2.6%和1.2%，较4月预测分别下调0.2和1.1个百分点；该机构预计今年全球消费者价格指数（CPI）将同比增长8.3%，势创1996年以来的最大涨幅，高于4月份预测的7.4%。与此同时，IMF将2023年的CPI预测上调1个百分点至5.7%。IMF指出全球经济正面临多重下行风险，比如俄乌冲突导致欧洲陷入能源危机、通胀正在变得根深蒂固、欧美央行收紧金融环境可能会加剧经济衰退风险，以及新兴市场和发展中经济体陷入债务危机。

图：国际货币基金组织（IMF）全球经济增长预期和经济滞涨（Stagflation）变动情况（2021.1-2022.7）



数据来源：IMF，冠通研究

美东时间上周三（7月27日），美联储会后宣布，将政策利率联邦基金利率的目标区间从1.50%至1.75%升至2.25%至2.50%。至此，美联储已连续四次货币政策会议加息，并且连续第二次加息75个基点。6月的上月会议上，美联储决定自1994年11月以来首度一次加息75个基点；本次美联储决策者全体一致同意加75基点。更新中如市场所料，面对顽固处于四十年来最高水平的美国通胀率，美联储延续了将近三十年来最激进的加息势头；此次加息幅度符合市场预期，本周二芝商所（CME）“美联储观察工具”显示联邦基金利率期货交易市场预计，本周美联储加息75个基点的几率超过70%，加息100个基点的几率超过20%，加息25个和50个基点的几率都为零。美联储决议声明宣布加息75

个基点，高度关注通胀风险；美联储表示，美国通胀仍然居高不下，持续加息是适当的，美联储坚定致力于让通胀回落到 2% 的目标，俄乌冲突及相关事件对通胀造成了额外的上行压力；虽然就业增长强劲，但近期支出和生产指标全都走弱。美联储正按已宣布的速度推进缩表。

美联储主席鲍威尔在会后召开新闻发布会称，另一次非同寻常的大幅加息将取决于数据，在某个时间点放慢加息节奏可能会是适宜的。他说，美联储需要保持灵活；他说，FOMC 强烈承诺将压低美国通胀，FOMC 有工具来恢复美国的物价稳定性，美联储“有必要”将通胀压低至 2.0%，将针对通胀回落寻找令人信服的证据。他说，通胀继续令人失望。鲍威尔称，如果需要，将毫不犹豫地采取更大的行动，美联储已迅速采取行动，以达到中性利率。此外，鲍威尔称，美联储的任务是应对总体通胀，但美联储更倾向于关注核心通胀；上述偏鸽派的措辞，推动市场波动显著加大；纳斯达克综合指数涨超 3.8%，标普 500 指数涨超 2.1%，道指涨超 340 点涨幅扩大至 1.1%；两年期美债收益率跌穿 3%；WTI 9 月原油期货涨幅 2.40%；伦铜电 3 日内涨幅 1.45%，突破 7600 美元/吨；美指下滑至 107 下方。

上周公布的其他美国数据凸显美国经济当下的滞涨：上周四（7 月 28 日）美国商务部数据显示，美国二季度实际 GDP 年化季环比初值 -0.9%，预期 0.4%，前值 -1.6%；即便经济连续两个季度萎缩，美国官方可能也不会承认衰退；由于通胀加剧和供应链中断，美国第二季度经济增长仍在萎缩；但强劲的消费者支出和持续的商业投资表明复苏仍然具有弹性。上周四美国劳工部数据显示，截至 7 月 23 日当周美国初请失业金人数减少 5,000 人，至 25.6 万人，预期 25 万人；截至 7 月 16 日当周，续请失业金人数降至 136 万人；虽然美国失业金申请人数四周来首次下降，但仍维持在去年 11 月以来最高水平附近，表明劳动力市场继续放缓。美国二季度核心个人消费支出 (PCE) 物价指数年化季环比初值 4.4%，符合预期，前值 5.2%；美国市场信息服务商君迪和追踪美国汽车市场的 LMC Automotive 联合发布的最新预测显示，美国本月新车零售量预计将为 98.84 万辆，经销售天数调整后，同比下降 10.8%；如果不考虑 2022 年 7 月和去年 7 月相比少一个销售日，跌幅将达到 14.1%；由于汽车产量疲弱，7 月将成为零售库存连续低于 90 万辆的第九个月，每台车的优惠额度也首次低于 900 美元。上周五（7 月 29 日）美国商务部数据，美国 6 月 PCE 物价指数同比增长 6.8%，符合预期；美联储决策者最关注的通胀指标，剔除食品和能源价格的核心 PCE 物价指数 6 月同比增长 4.8%，市场预期 4.7%；美联储首选的通胀指标 6 月重新加速，加剧了人们对通胀将持续居高不下的担忧，同时推升市场对美联储的加息预期。上周五公布的美国密歇根大学 7 月消费者信心调查显示，7 月消费者信心指数终值 51.5，预期 51.1；（6 月份为创纪录低点 50.0），仍然为历史次低；消费者预期指数进一步下滑至 1980 年 4 月以来的最差水平；受访者预计未来 5 到 10 年内通胀率将为 2.9%，初值为增长 2.8%；消费者预计未来一年通胀率 5.2%，符合预期。除了美国，滞涨在欧洲也一样，欧盟委员会 7 月 28 日公布的调查数据显示，7 月欧元区经济景气指数从上月 103.5 降至 99，为去年 3 月以来的最低水平，远

低于经济学家此前预期的 102；高盛认为，欧元区已经陷入衰退并将持续到今年年底；俄乌冲突下的能源冲击以及欧洲央行 11 年来的首次加息，加剧了市场对欧元区经济衰退的担忧。

目前的美欧经济，一边为了遏制高通胀不断加息，一边多项关键指标显示经济减速甚至停滞和衰退，这给大宗商品市场带来巨大的不确定性。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 1 日的小高点 7968 美元/吨，两周多即反弹约 14.5%；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 1 日反弹至小高点 61260 元/吨，两周多即反弹约 14.6%；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，在地缘局势紧张、中国各项稳增长政策持续落地的背景下，铜价反弹的不确定性在变大，但再创阶段性高点的可能性同样存在。

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

全球矿业巨头嘉能可集团（Glencore）发布的季报显示，2022 年上半年该公司的自有铜产量为 51.02 万吨，比去年同期的 59.8 万吨低 15%，产量下降的主要原因是 Katanga 铜矿受到地质技术的限制。2022 年二季度，Glencore 铜产量为 25.24 万吨，同比减少 15%，环比减少 2.09%。主因 Katanga 铜矿的岩土工程限制、Ernest Henry 铜矿的出售、以及锌业务中包含的单位铜下降。

Southern Copper 2022 年第二季度铜总产量 20.8 万吨，同比减少 12.1%，环比减少 2.6%。主要是由于 Cuajone 矿停工导致产量下降以及由于品位较低而导致 Toquepala 和 La Caridad 的铜产量下降，产量下降部分被 Buenavista 和 IMMSA 矿山的产量增加部分略微抵消。

Teck Resource 2022 年二季度铜产量为 7.15 万吨，同比减少 0.7%，环比增加 6.7%。Antamina 产量的增加被 Highland Valley Copper 和 Quebrada Blanca 的产量下降所抵消。

First Quantum 2022 年第二季度铜总产量为 19.3 万吨，同比减少 3.7%，环比增长 6%。主要由于 Cobre Panama 的采矿量、处理量和产量大幅提高。

智利当局正在调查上周末在加拿大伦丁矿业公司经营的地下铜矿上方出现的一个巨大天坑。该事件正在上演，因为采矿业游说反对智利计划中的加税，并面临着关于环境和当地社区的更繁重的规定，

作为将于下个月进行全民投票的新宪法的一部分。Lundin 在最近斥资 10 亿美元升级其在智利的业务后，正在考虑在智利进一步扩张。“该公司预计其对 Candelaria 的年度指导不会产生任何影响，”它表示。“Minera Ojos del Salado 正在进行技术分析并收集外部信息，以确定此事件的原因，以更新已提供给当局的信息。”政府数据显示，该天坑发生在 Alcaparrosa，这是构成 Ojos del Salado 的两个地下矿山之一，而后者又是 Candelaria 综合体的一部分，该综合体去年生产了 118,600 公吨铜。（上述消息不排除有可能带来减产预期）

外媒 7 月 30 日消息：全球最大铜生产国智利的国有铜业公司（Codelco）公布的第二季度铜产量同比下降 9.3%，这是全球供应面临挑战的最新例证。智利占到全球铜供应量的约四分之一，而 Codelco 是世界最大的铜供应商。上周五智利国家铜业委员会（Cochilco）表示，今年智利铜产量将会同比降低 3.4%，因为矿石品级下降，用水受限，以及工会举行抗议活动。全球铜矿都在努力应对疫情大流行病暴露出来的物流挑战，而这正值生产成本增长而铜价下跌的时候。虽然智利拥有最大的铜储量，但是矿石品位一直稳步下降，这意味着矿山需要开采更多的岩石来生产相同数量的铜，从而推高了生产成本。第二季度 Codelco 一共生产 37.1 万吨铜，低于去年同期的 40.9 万吨。由于铜价在经济衰退担忧下出现大幅下跌，导致这家公司的收入也出现下降。智利铜业委员会预计今年剩下时间里铜价将会反弹，因为对全球通胀的担忧减退。但是未来依然面临许多风险，例如，全球经济放慢速度超出预期，消费者价格上涨速度超出预期，导致央行进一步收紧货币政策。今年 6 月份，Codelco 公司披露了关闭一个冶炼厂的计划后，遭到矿工们的停工抗议。7 月份早些时候，在发生两起致命事故后，该公司暂时停止了项目工作，以审查安全程序。Codelco 最近还批准了一项计划，在智利北部恢复一项投资 10 亿美元的海水淡化计划，作为将陆地用水量减少 60% 的目标的一部分。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

2022 年上半年，Nornickel 铜总产量 20.4 万吨，同比增长 18%，其中 Bystrinsky GOK 项目铜产量 3.4 万吨，同比增长 3%。2022 年上半年铜总产量增加主要由于 2021 年上半年基数较低，当时地下水流入造成 Oktyabrsky 和 Taimyrsky 采矿暂停（分别于 5 月、12 月恢复满负荷），以及 Norilsk 选矿厂因事故临时检修及之后的计划检修。2022 年第二季度，Nornickel 铜产量 11.3 万吨，同比增加 39.5%，环比增长 23%，原料几乎全部来自自有矿山，产量增加主要由于 Norilsk 选矿厂计划对炉子进行维护，导致上一季度基数较低。

First Quantum 2022 年第二季度铜总产量为 192,668 吨，较 2022 年第一季度增长 6%。产量的环比增长完全归因于 Cobre Panama 实现了创纪录的季度产量，该公司在开采量、吞吐量和产量方面取

得了季度记录。2022 年铜总产量指引维持在 79 万至 85.5 万吨不变，预计 Sentinel 和 Kansanshi 的全年产量将接近指引区间的下限。

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；而且经验告诉我们，铜矿因各种原因减产的消息一直多于铜矿增产的消息，铜减产总量一直多于增产的总量，尽管美国可能面临经济减速和滞涨的困扰，但铜价在大跌之后的超跌反弹阶段，频繁的铜矿业端减产消息成为支撑铜价的因素，即便在美欧持续加息的前景下，铜价也有能力维持适度反弹，即便震荡下跌也在频繁发生。

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（2018.1-2022.7）



数据来源：WIND，冠通研究

近期美国商品期货交易委员会（CFTC）数据显示，截至 7 月 26 日当周，基金经理所持 COMEX 期铜投机性净空头持仓增加 5309 手至 19757 手。整体看，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 15% 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，且年底前加息进程不会停止，所以铜价即便处于战术反弹区间，也难以摆脱随时可能再次下跌的尴尬，尤其是在经济滞涨、新冠和猴痘疫情依然干扰社会的情况下。

四、近期国内精炼铜产量和铜粗炼费 TC 变化情况

铜精矿方面，截止上周五（7 月 29 日）SMM 进口铜精矿指数（周）报 71.66 美元/吨，较上期 7 月 22 日指数小幅上涨 0.17 美元/吨。周内铜精矿现货市场成交寥寥，炼厂或贸易商成交意愿低，进口铜精矿加工费企稳于 70 美元低位，装期保持 8-10 月份。据了解，某炼厂从贸易商采购一船远洋干净矿，具体品质仍在选择中，TC70 美元中低位，8 月份装期。整体来看，近期南美矿山供应端较为动荡，生产事故和税收政策挑战南美供应端。目前，大部分炼厂原料仍以长单供应为主。粗铜方面，SMM7 月 8 日国产粗铜周度加工费报价 9000-1350 元/吨，环比下跌 100 元/吨；CIF 进口粗铜加工费报至 120-140 美元/吨，环比下跌 5 美元/吨。粗铜市场货源流通依然有限，导致加工费继续收紧，短时此类供需情况将持续。

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

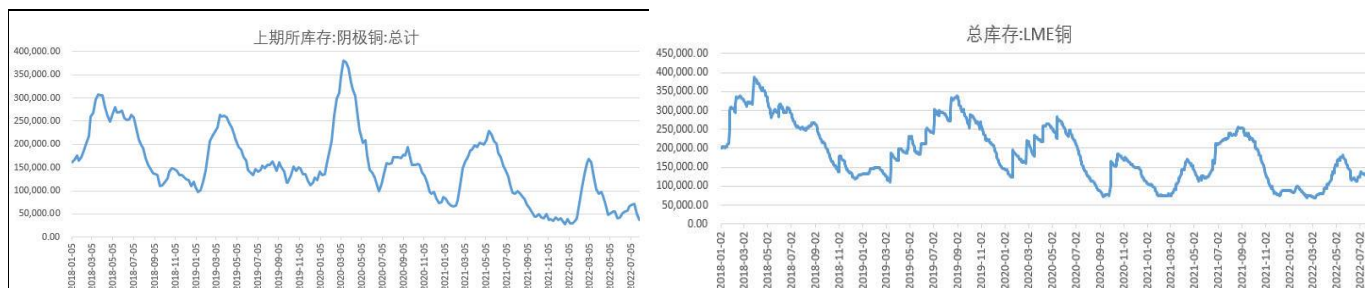
五、铜下游开工水平和各大交所铜低库存现状

精铜制杆：据 SMM 调研数据显示，精铜制杆企业开工率约为 67.23%，较上周回落 4.74 个百分点。主因华南区域铜杆企业控制库存，放缓生产节奏，影响整体开工率。从调研来看，上周（7 月 23-29 日）多数铜杆企业排产正常，在手订单约 7-15 天，但受月末铜价影响下游下单比较犹豫，且六月中下旬后下游线缆企业补库较多，原材料价格居高并不急于此时采购，因此周内新增订单量出现下滑，同时漆包线用杆需求量环比下降，预计会对 8 月初的开工率有一定的影响。但从部分线缆企业处了解到，受下游基建投资加速影响头部企业新订单保持涨势，且国网中高压订单也有所释放，甚有企业 7 月中下旬订单环比增加 30% 以上，预计进入 8 月份订单将持续增长，从一定程度上可预见线缆端消费有望呈现持续回温。另外需注意，精废铜杆的替代关系也对精铜杆的消费持续影响。废铜供给经过近期的持续紧缩后，货源可能逐渐恢复流向市场，届时将利好废铜制杆企业，同时打击精铜制杆。

废铜制杆：据 SMM 调研数据显示，上周（即 7 月 23-29 日）废铜制杆企业开工率为 36.36%，废铜杆本周开工率环比上升 3.77 个百分点。随着持续储备原料以及精废价差扩大、生产效益和订单改善，前期已停产较长时间的废铜制杆企业开始复产，于本周陆续出杆，使得整体开工率走高。不过，由于废铜商看涨惜售，废铜货源环比收紧，周内废铜制杆企业采购十分艰难，多数厂家的原料只能维持一条生产线运行，个别 2-3 天生产一炉，整体来看，废铜制杆企业的开工水平依然较低。从订单水平来看，铜价上涨，部分贸易商看涨购入废铜杆产品。周中，废铜杆对当月合约报 0-100 元/吨左右，而由于华东电解铜的升水高企，电力用杆含升贴水报价在 800 元/吨以上，精废杆的价差在 700-800 元/吨左右，吸引下游采购废铜杆，废铜制杆企业的订单表现相对不错。

漆包线：根据 SMM 调研显示，上周漆包线行业依旧表现清淡。从周度的调研情况来看，漆包线订单周内持续走弱的迹象，在经历了铜价回落下游补库完成的动作后，近期下游下单量明显不如月初，不少企业担忧终端需求的持续疲软，将令 8 月份的行业开工率更差。**电线电缆：**上周临近月末，受下游基建投资加速影响头部企业新订单保持涨势，铜价反弹态势下，国网中高压订单有所释放。甚有企业 7 月中下旬订单环比增加 30% 以上，预计进入 8 月份订单将持续增长。但据了解多数企业因前期铜价急速下挫利益受损叠加现货高升水下备货意愿不佳，原料库存把控严格，消化前期高价库存，耗铜量未见大幅提升。

图：上海期货交易所铜库存变化情况/LME 伦铜库存变化情况（2018.1-2022.7）



数据来源：WIND，冠通研究

截止7月29日海关总署公布的在线查询数据显示，中国6月废铜(铜废碎料)进口量为165,136.38吨，环比增加4.40%，同比增加9.89%。其中，美国为最大来源国，当月从该国进口废铜31,322.89吨，环比增加7.58%，同比增加57.30%。

库存方面，国内市场SHFE库存绝对水平为37,025吨，较上周去库26.46%；截至7月29日LME伦铜库存微增至13.05万吨，LME注册仓单比例略降至18.84%左右；从库存间流动来看，近期库存变动主要集中在奥尔良及亚洲仓库。后期来看，LME库存预计基本变动或较为有限，以微增微降为主。整体看，无论是上期所还是LME，铜库存仍在历史低位附近徘徊，低库存一定程度上支撑铜价。

由于俄乌冲突延续超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，但铜价在美欧央行连续加息之后面临更多不确定性，目前铜价已经反弹至60000元/吨整数关口之上，或有希望看向64000—65000元/吨区间，若不能站稳61000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“有韧性的震荡，但不会大幅反弹”的运行节奏。

风险提示

- 1、美联储持续激进加息；
- 2、世界范围内新冠、猴痘疫情超预期；
- 3、世界各主要交易所铜库存出现意外波动。

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。