

冠通期货研究咨询部

2022 年 9 月 7 日

铜需求前景难言乐观，短线恢复下行

摘 要

□ 摘要

铜：上周美国多项就业类数据表现良好，8 月非农就业数据符合预期且薪资增长，市场对美联储 9 月继续加息 75 基点的预期始终维持高位；铜价在反弹触及关键阻力位后回落；目前受欧美加息和国内部分地区疫情反复的影响，铜需求尚未恢复良好状态；海关数据显示 8 月份铜进口明显增长，铜价下行压力增大且未来不确定性增强，铜价短线结束反弹，无序震荡正在增多，未来在需求面不确定较多的情况下可能恢复下行。

风险点：

- 1、美联储 9 月继续激进加息，超预期收紧政策；
- 2、美国和欧洲提前出现较严重的经济衰退；
- 3、国内铜进口意外增多；传统金九银十铜需求旺季超预期下滑。

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/>

一、美国 8 月非农符合预期，美联储持续激进加息预期升高

上周二（8 月 30 日）美国劳工部职位空缺和劳动力流动调查（JOLTS）报告显示，7 月职位空缺增加 19.9 万至 1,123.9 万个，市场预期为 1,045 万个；来自劳动力市场的乐观数据，打消了投资者对美国将会因为激进加息导致经济陷入衰退的担忧，同时也让美联储有更充分理由维持其激进的加息立场；7 月份约 417.9 万人辞职，低于 6 月份的 425.3 万人；被政策制定者和经济学家视为衡量就业市场信心的辞职率，从 6 月份的 2.8% 下降到 14 个月低位的 2.7%。上周二美国谘商会 8 月消费者信心指数从 7 月的 95.3 升至 103.2；市场预期 97.7；表明在油价下跌的背景下，美国人对经济越来越乐观；美国消费者信心在连续三个月下滑后，8 月反弹幅度超过预期，度假意愿升至八个月高位，为消费者支出潜在的积极信号。上周三（8 月 31 日）美国 ADP 研究院报告显示，美国 8 月 ADP 就业人数增加 13.2 万人，远低于预期的 30 万人；7 月就业人数增加 27 万人；服务业仍为 8 月就业增长的最大动力。8 月份服务提供者就业人数增加了 11 万人；商品生产商的就业人数仅增加了 2.3 万人；ADP 首席经济学家 Nela Richardson 表示：“我们的数据表明，企业招聘正在转向更为保守的步伐，这可能是由于公司试图解读经济中相互矛盾的信号。”“我们可能正处于一个转折点，就业增长超负荷到正常化。”报告中新增了工资数据，报告显示 8 月工人年薪增长了 7.6%，这意味着通胀可能仍将位于相对高位水平。

上周四（9 月 1 日）美国 8 月 ISM 制造业指数 52.8，预期 51.9；7 月和 8 月的 ISM 制造业指数均为 2020 年 6 月以来最低；美国 8 月 Markit 制造业 PMI 终值 51.5，是自 2020 年 7 月以来的最低水平，预期 51.3；标准普尔全球首席商业经济学家 Chris Williamson 表示：美国 8 月份工厂生产连续第二个月下降，在通胀飙升、供应限制、利率上升和经济前景不确定性增加的持续影响下，商品需求现已连续三个月下降；上周四美国截至 8 月 27 日当周初请失业金人数为 23.2 万，预期 24.8 万；当周续请失业金人数为 143.8 万，符合预期；初请人数连续第三周下降，降至两个月来最低水平，表明尽管经济增长放缓，但就业需求依然健康；同日美国 8 月挑战者企业裁员人数录得 2.0485 万人，为 2022 年 2 月以来新低，前值 2.581 万人。上周四房地美发布声明称，30 年期按揭贷款利率升至 5.66%，为 6 月底以来最高水平；今年按揭贷款利率飙升导致销售突然放缓，且市场上有意向的买家减少，卖家也在犹豫；Redfin Corp. 的数据显示，截至 8 月 21 日的四周新挂牌数量同比减少 15%，为疫情爆发以来最大年降幅。上周四亚特兰大联储 GDPNow 模型显示，美国经济预计在第三季度的年化增长率为 2.6%，高于此前估计的 1.6%；亚特兰大联储补充称，在美国 7 月营建支出月率和美国 8 月 ISM 制造业 PMI 公布后，预计美国第三季度实际个人消费支出增长和第三季度实际私人国内投资总额增长分别从 2.0% 和 -5.4% 上升到 3.1% 和 -3.5%。

上周五（9月2日）美国劳工统计局报告显示，美国8月非农就业人口增加31.5万人，预期30万人，远低于7月的52.8万人，增幅创去年12月以来最小，就业人数连续20个月增长；6月份非农新增就业人数从39.8万人下调至29.3万人；7月份非农新增就业人数从52.8万人下调至52.6万人；修正后6月和7月的新增就业人数总和较此前报告的要低10.7万人；8月非农失业率录得3.7%，预期3.5%，时隔7个月首次上升；劳动参与率62.4%，市场预期62.2%，前值62.1%；时薪涨幅也出现下降，8月平均每小时工资环比增长0.3%，市场预期0.4%，前值为0.5%；同比增长5.2%，市场预期5.3%，前值为5.2%。8月非农显示美国就业市场再次出现放缓迹象，非农新增就业人数和薪资涨幅均有所下降，但失业率超预期上升增加了衰退担忧；尽管如此，美国就业市场仍处于相对强劲的状态，不太可能阻止美联储继续快速收紧政策的决心；结合稍早前公布的“小非农”ADP报告来看，美国就业市场可能已经降温。不过，总体来看，劳动力市场依然紧张；非农后芝商所（CME）利率观察工具Fed Watch显示，市场预计美联储9月加息75基点的可能性为64%，略低于报告公布前的70%。

图：美国新增非农/JOLTS职位空缺、失业率/自主离职率数据变动情况；（2018.1-2022.9）



数据来源：WIND，冠通研究

上图可以清晰看出，2021年7月后JOLTS职位空缺从下方向上穿越每月新增非农就业，就业恢复繁荣；由图右可见，2021年9月以后，每月非农中公布的失业率返回5%下方，而2021年5月以后，自主离职率基本都维持在2.5%上方，显示劳动者对未来的预期很乐观，正是劳动力市场恢复至疫情前的繁荣，给了美联储继续激进加息的底气，为了遏制高通胀，美联储其实没有别的选择。

本周二（9月6日）美国8月ISM非制造业PMI录得56.9，预期55.1；根据商业调查委员会受访者的意见，供应链、物流和成本部分改善；然而，材料短缺仍然构成挑战。尽管劳动力市场受限，但就业情况略有改善。本周二美国8月Markit服务业PMI终值录得43.7，创2020年6月以来新低，预期的44.2；标普全球市场情报首席商业经济学家Chris Williamson表示，美国经济低迷现象日益恶化，凸显出随着家庭和企业疲于应对生活成本上升和财务状况收紧，经济衰退加剧的风险越

来越大。企业报告称，产出和订单的恶化程度超过了全球金融危机以来的水平，仅超过了疫情初期封锁期间的水平。截至本周二以科技股为主的纳斯达克指数连续第七天下跌，创 2016 年 11 月以来持续时间最长的一轮跌势。指标美国国债收益率升至 6 月以来最高，美国 10 年期国债收益率持续上涨至 3.2% 左右，较 8 月初已经涨了 23.5%；2 年期国债收益率已经突破 3.5%，创 2007 年以来的记录，两者倒挂之差一度超过 30 个基点，创 20 年新高。芝商所(CME)的 FedWatch 工具显示，交易员认为在本月晚些时候的美联储政策会议上连续第三次加息 75 个基点的可能性为 74%。目前市场关注美联储主席鲍威尔本周四的发言，以及下周的美国消费者物价数据，以寻找货币政策路径的线索。

目前的美国经济，一边为了遏制高通胀不断加息，市场预期美联储本轮加息将至 4% 以上，而年底有可能达到 3.89%，明年全年预计维持利率高位稳定，2024 年以后才有降息的可能。高利率状态有可能导致经济衰退，大宗商品很有可能持续承压。

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 26 日的小高点 8318 美元/吨，不到一个半月即反弹约 19.5%；然后目前又跌回 7500 美元/吨附近，剧烈震荡可见一斑；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 26 日反弹至小高点 64560 元/吨，不到一个半月反弹约 20.8%；目前又跌回 60000 元整数关口附近，这显示铜价反弹令人怀疑，不排除境内铜价追随境外国际市场铜价连续下滑的可能。整体看铜价仍有韧性，在中共 20 大即将召开、国内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，但当下国内各地疫情又有反复的迹象，部分铜下游受影响，导致铜价反弹的不确定性在变大，铜价在周线上处于超买回落阶段，有无跌穿前低的可能，需要保持警惕。

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

智利国有企业 Codelco 上周表示，预计今年的产量将达到 149 万吨至 151 万吨，低于此前预测的 161 万吨。上周三，Codelco 董事长 Maximo Pacheco 告诉一家报纸，2023 年的指导是 145 万吨，但值得注意的是，没有改善的前景。“对于 2023 年至 2027 年的五年期间，我们的最佳预测平均为 150 万吨。” “[维持产出水平] 的结构性项目实际上落后于计划并超出预算。” 根据姊妹公司 Miningintelligence 的数据，“最佳预测”将构成至少十年来的最低产出，而自 2010 年以来的平均归属产出为 174 万吨。Codelco 明年的产量将比 2015 年的峰值低 40 万吨以上。根据 2021 年的产量表，一座 400ktpa 的矿山将成为世界第五大矿山。Codelco 的困境就是智利的困境：水资源

短缺、等级下降、枯竭率、项目管道狭窄、工业行动、税收增加和监管不确定性以及不断扩大的资本支出预算。根据美国地质调查局的数据，2021 年智利生产了全球 2100 万吨初级铜产量的四分之一。按比例计算，智利在铜世界中的地位与沙特阿拉伯在原油方面的地位不相上下，而是欧佩克 13 个成员国的总产量。BMO Capital Markets 在最近的一份报告中表示，就铜产量增长而言，智利现在正走向两个“失去的十年”：“随着 1990 年代和 2000 年代初的稳步增长，产出水平停滞不前，6Mtpa 以上的产出预测从未实现。“这并不是因为缺乏投资，在此期间有许多大型新矿进入市场。相反，它是现有资产下降的函数。”BMO 特别指出，智利的 SX-EW 产量“继续呈不可阻挡的下降趋势”，现在比 2009 年的峰值水平低约 50 万吨。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

Nevada 铜业公司计划重启并扩大其位于 Nevada 的 Pumpkin Hollow 地下矿山，并已同意与贷款人达成不具约束力的条款，金额高达 9300 万美元。该公司说，重启计划包括消除瓶颈并完成关键的资本项目，增加采场矿石库存，以便在工厂重启后实现更有效的增产，以及减少现金消耗。Nevada 铜业表示，如果一切按计划进行，到 2023 年第三季度，地下产量将提高到每天 3,000 吨左右，到今年第四季度将提高到每天 5,000 吨。该矿山达产后预计年产铜 2-3 万吨。

9 月 1 日，力拓同意以 43 加元/股的价格收购绿松石山的剩余股份，目前，绿松石山资源 51% 的股份由力拓集团持有。绿松石山持有位于蒙古国的奥尤陶勒盖矿 66% 的股份，蒙古国政府拥有该矿剩余股份。该矿山是世界上已知的最大铜金矿之一，达产后年产能约 48 万吨铜。此后，绿松石山的第五大投资者（拥有 2.2% 股份）准备阻止这项收购计划，称该收购要约不能“充分补偿”小股东。

以上消息和报道可以看出，智利铜矿依然在减产的轨道上滑行，其国内的政治不稳定令人担忧，长期的铜开采已经令智利铜矿品味下降，但整体上西方大资本控制的铜矿有逐步增加产量的趋势，一旦蒙古、巴基斯坦等地大型铜矿开始生产，铜过剩有可能坐实，在美欧持续加息的背景下，铜价回落的可能性相当大，眼下的铜需求还能支撑铜价持续反弹多久，值得怀疑。

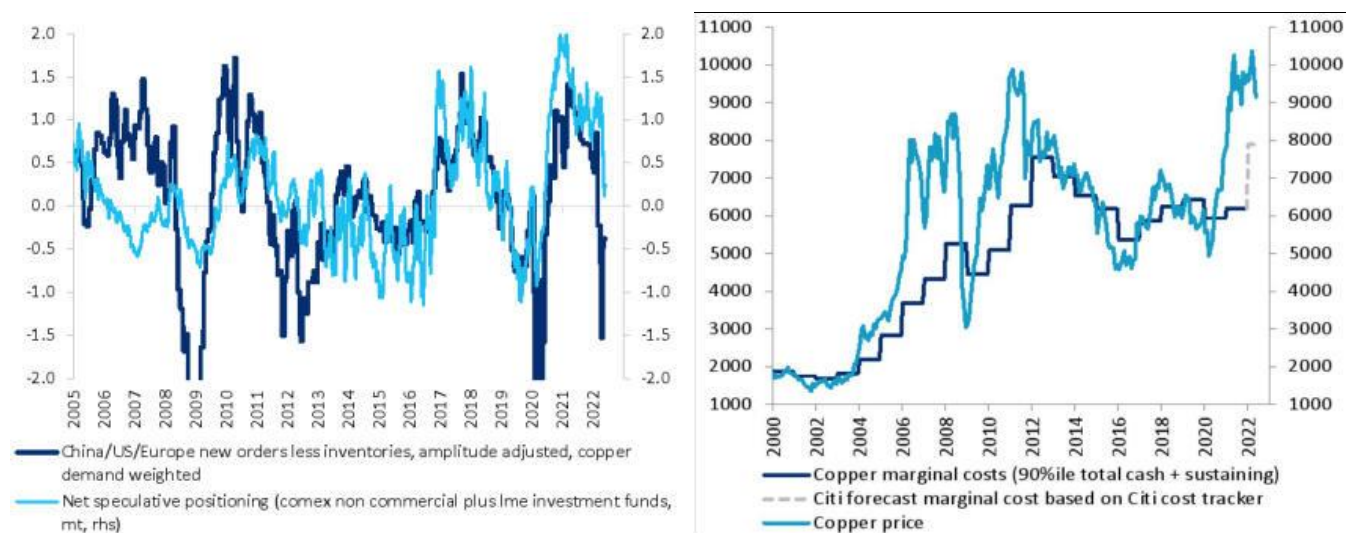
三、海外知名市场机构对铜需求和铜价未来的看法

（一）花旗认为商品牛市难以持续

花旗认为，经济衰退前景以及地缘政治动荡给大宗商品前景带来消极影响，商品牛市将难持续。随着前所未有的地缘政治动荡，以及全球主要经济体持续收紧货币政策，花旗认为，在这个充满不确

定性的时期，大宗商品价格可能会宽幅震荡，上半年以来的商品牛市或将不再。全球经济增长前景恶化和美元走强，是当下主导大宗商品价格走向的重要影响因素。花旗认为，大宗商品价格可能在全球经济陷入深度衰退的情况下进一步下跌。花旗分析师 Max Layton 在 9 月 5 日的研报中表示，目前来看，全球制造业的新订单正在减少，需求出现了周期性疲软，如此一来，大宗商品的定价会有一些回落空间。如下图所示，金属铜的新订单需求少于库存，相关头寸也随之调整。

图：铜库存变动状况、铜和其他大宗商品收益变动情况；(2017.4-2022.7)



数据来源：花旗，冠通研究

花旗还指出，过去两个月以来，欧洲的大宗商品成本增幅正在显著高于美国。其中，欧洲天然气和煤炭价格正在飙升，而这也进一步加剧了市场对欧洲经济衰退的担忧。此外，通货膨胀以及此前能源价格飙升的滞后影响开始影响到商品生产成本。还是以金属铜为例，花旗预计铜生产商的成本将上涨约 30%，并将制造成本从 2019 年的 6200 美元/吨推高至 2022-2023 年的 8000 美元/吨。

（二）高盛的看法和花旗相反

尽管花旗预计大宗商品价格高企的局面是不可持续的，但是“大宗商品旗手”高盛却丝毫没有动摇对大宗商品市场后市的信心。在高盛看来，大宗商品的牛市未尽，当下可能仍处在本轮大宗商品超级周期中的“中场休息”阶段，新一波牛市行情或将在年底迎来爆发。高盛大宗商品研究全球主管 Jeff Currie 在 8 月 11 日的研报中预计，标普 GSCI 大宗商品指数年底前将上涨 23.4%，他表示：如今，股市和大宗商品市场向投资者发出的信号是，需求更加持久，大宗商品价格上涨，而利率和通胀曲线则暗示经济即将放缓和走软。在我们看到真正的大宗商品基本面软化之前，我们仍然相信前者，而不是后者。此外，Currie 还表示：“目前来看全球经济衰退的风险被夸大了”。8 月下旬，Currie

还在题为《先买大宗商品、然后担心衰退》的报告中指出：从跨资产的角度来看，股票可能遭到两重打击，一是通胀居高不下，二是美联储更有可能在鹰派方面给市场带来意外。而在能源危机和现货供应紧张的环境下，大宗商品会是最适合持有的资产。

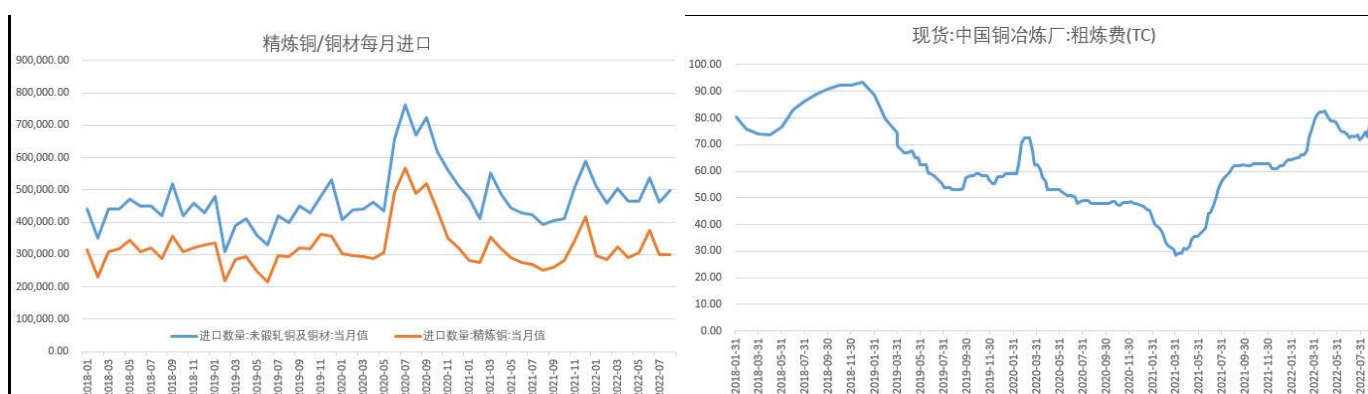
随着欧洲能源危机不断恶化，以及全球经济放缓的迹象令交易员感到不安，工业金属价格在夏季短暂反弹的势头已急剧逆转。标普 GSCI 工业金属指数（S&P GSCI）是用来追踪铜、镍和铝等金属的现货价格，较年内高点下跌了 27%。俄乌冲突之初，该指数曾一度上涨逾 25%，但在 7 月份跌到最低点，随后有小幅上升，不过自 8 月中旬到现在已下跌逾 9%。投资管理集团巴林（Barings）的自然资源主管 Clive Burstow 表示：“工业金属下跌完全是来自对衰退的担忧。人们担心的是，我们正处于一场将我们推向衰退的能源危机，现在需要讨论的是衰退将会有多严重。”高盛表示，大宗商品对衰退的反映超过了其他任何资产类别。该行分析师在一份报告中写道：“对衰退的过度担忧继续笼罩着大宗商品市场。实物基本面表明，大宗商品市场正处于数十年来最紧张的时期。”据媒体咨询公司 CRU 多种大宗商品分析主管 Peter Ghilchik 表示，金属的大部分抛售已经结束，但他预计未来几周的走势将是坎坷的，因为交易员将根据供应紧张程度来衡量衰退的深度。他表示：“价格似乎已经触及或接近周期性低点，总体而言，大宗商品价格应会继续受到供应担忧和其他因素的支撑。”

针对上述报道，可以看出欧美市场主力投资机构，对铜价的未来整体上是相对乐观的，短期铜价如果下跌更多是美联储在应对经济周期的大环境中的货币调整导致的铜价起伏，美欧因为加息而引发大规模经济衰退至少目前还不明显，未来全球经济不是不需要铜，而是短期看不到铜需求大幅度上升。

四、近期国内铜进口及粗炼费（TC）动向

本周一（9 月 7 日）海关总署发布的数据显示，8 月份铜矿砂及其精矿进口量为 227 万吨，同比上涨 20.4%，未锻轧铜及铜材进口量为 49.8 万吨，同比上涨 26.4%。上周，沪期铜次月基差略扩至 450-550 元/吨之间，进口窗口维持盈亏平衡附近，清关货源继续稳定流入国内市场。国内社库得到一定补充，尤其广东地区因附近炼厂结束检修复产，到库货源增加，当地社库增加明显。上海地区供应整体维持稳定，清关货源多为湿法及差铜，基本直接进入下游消化。后期来看，随着大量船货到港，后期清关量将增加更为明显，外贸市场可流通货源将进一步下降。同时，随着进口窗口维持打开，国内供应压力增加，而铜价小反弹后也令部分隐性库存逐步显现，尤其次月基差有收窄迹象，预计内贸现货升水将承受一定压力。由于疫情原因铜下游消费周期后延 1-2 个月，故传统上的所谓“金九银十”消费旺季依然需要观察。

图：进口精炼铜/铜材、铜冶炼厂 TC 费用变动情况（2018.1-2022.9）



数据来源：WIND，冠通研究

铜精矿加工费方面，上周五（9月2日）SMM进口铜精矿指数（周）报79.25美元/吨，较上期8月26日指数增加2.54美元/吨。周内铜精矿现货市场成交活跃度较上周有所回落，矿山与炼厂之间的现货成交加工费仍旧维持于70美元中位附近，亦有炼厂以80美元低位的加工费采购干净矿，装期重心维持于9-12月份。当前炼厂库存仍处高位，现货采购需求仍然偏弱。限电对冶炼厂铜精矿的干扰基本消除，但疫情仍然干扰着铜精矿运输，进而影响冶炼厂铜精矿投料。买方对四季度装运的干净矿询盘价已突破80美元，卖方报价在70美元中低位。买方国内20%铜精矿现货到厂作价系数区间下调为88.5-89.5%。

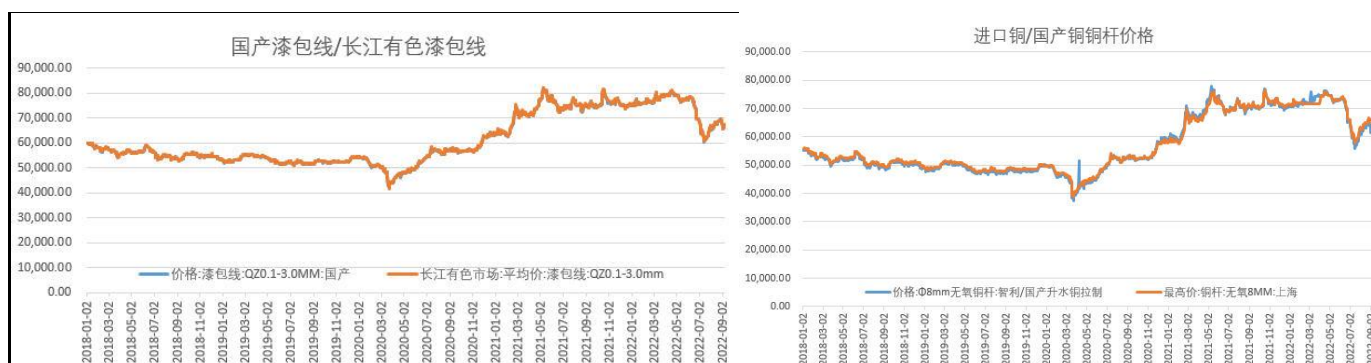
五、近期国内铜下游产业开工情况

精铜制杆：据SMM调研数据显示，周（8.27-9.2）精铜杆开工率如期回升7.01个百分点，开工率回升至73.66%。前期华南地区现货维持较高升水，导致当地铜杆企业接货积极性下降，多减停产，拖累行业整体开工率。周后随着华南地区升贴水的大幅回落，区域内的铜杆企业纷纷恢复生产，令开工率同步回升。从消费来看，铜价重心回落，刺激下游线缆及漆包线客户积极下单，加上之前精铜杆企业手订单充足，在限电影响下多数铜杆企业排产较满，部分铜杆厂开工率已超过100%，预计后期排产将持续稳定。另外，铜价回落也令市场再生铜货源再度收紧，再生铜杆企业原料采购受到抑制，也提振了精铜杆的消费。

废铜制杆：据SMM调研数据显示，上周（即8月27日-9月2日）废铜制杆企业开工率为47.95%，环比上升4.44个百分点。废铜制杆企业总体废铜采购情况好转，原料库存上升，以及贵溪地区的疫情缓和、物资进出环比改善，令废铜制杆企业开工水平继续回升。由于电解铜现货升水下降及铜价下跌，精废杆的价差明显收窄。废铜供应明显收紧，废铜制杆企业采购成功的货源大幅减少，目前废铜

制杆企业原料库存已恢复了一定水平，尚可支撑数天时间，不过若铜价未能止跌回升，叠加本周中秋节前废铜制杆厂家需入市储备原料，恐紫杂铜货源仍紧张，废铜制杆开工恢复将遇到较大阻力。

图：国产/长江有色漆包线价格、进口铜/国产铜杆价格变动情况（2018.1-2022.9）



数据来源：WIND，冠通研究

漆包线：根据 SMM 调研显示，上周漆包线行业订单整体表现平平，不过周尾铜价大幅回落令下游采购意愿增强。据企业反馈，往年通常中秋节后订单会逐步转旺，但今年受家电等行业消费持续不佳拖累，漆包线行业恐难旺起来。大部分下游客户需求下滑，造成漆包线行业订单持续疲软。月初受铜价重心大幅回落影响，下游客户按需补库，采购意愿有所增加，周尾发货量提升不少，，但能否延续这种向好的趋势还有待观察。

电线电缆：上周随着限电褪去对川渝地区的线缆企业干扰结束，线缆行业开工恢复正常。从调研来看，地方性基建项目如城网改造、轨道交通、通信行业等端口需求仍保持涨势；1-7 月份我电源工程累计完成额为 2600 亿元，累计同比增长 16.8%。其中光伏发电企业电源工程完成投资额 773 亿元，同比暴增 304%，光伏装机量显著提升，拉动线缆需求稳健增长。不过传统地产及国网端口始终难寻消费亮点，铜消费仍缺乏有力推动，短期关注金九银十传统基建能否超预期发力。

由于美国大概率在 9 月持续激进加息，铜价在今年下半年显然面临更多不确定性，包括铜价可能因美元过分走强而下跌。目前铜价从反弹小高点 64500 元/吨附近连续下跌，且已经再度测试 38.2% 反弹位 60600 元附近，若铜价无法维持 60000 关口上方，则不排除有返回 57000 元/吨附近的风险，若跌穿前低 53000 元/吨附近，将进入“无底”下跌模式。短期需看中国经济复苏的力度究竟有多大和欧美进入衰退的速度有多快，铜价年底前大概率维持宽幅震荡，但希望铜价强劲上涨的可能性越来越有限。。

风险提示

- 1、美联储 9 月继续激进加息，超预期收紧政策；
- 2、美国和欧洲提前出现较严重的经济衰退；
- 3、国内铜进口意外增多；传统金九银十铜需求旺季超预期下滑。

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：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。