

冠通期货研究咨询部

2022 年 11 月 2 日

美国加息进入下半程，铜价小幅上行

摘 要

□ 摘要

铜：美国近期除就业类指标外，其他各类经济数据再次明显偏弱，市场预期美联储 11 月继续加息 75 基点；但市场对 12 月和明年一季度加息幅度存在看法分歧，但明年一季度加息将结束； 华尔街投行对未来经济进入衰退的看法越来越多；近期海外铜价始终维持在 7300-7800 美元/吨附近震荡，国内铜期货主力合约价格从 9 月底的 59000 元/吨逐步反弹到 64000 元/吨附近，铜价“内强外弱”较为鲜明；近期国内国外各种库存数据均显示目前铜库存仍在低位，这成为铜价经常性反弹的主要动力；目前美欧一边继续加息，一边为未来的经济衰退做准备，铜价在充满韧性的震荡中始终存在下滑的风险。

风险点：

- 1、美欧持续激进加息和缩表，经济衰退提前到来；
- 2、国内稳增长政策的力度未达预期；
- 3、世界各主要交易所铜库存继续降低，诱发铜价意外反弹。

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、除就业外美国指标继续萎靡，本周大概率继续加息 75 基点

上周三（10 月 26 日）美国商务部数据，美国 9 月新屋销售环比跌 10.9%，预期跌 15.3%，8 月前值上涨 28.8%；9 月新屋销售年化 60.3 万户，预期 58 万户，8 月前值 68.5 万户；9 月新屋的销售价格中位数同比上涨 13.9%，至 47.06 万美元；截至 9 月底，有 46.2 万户新房待售，这是 2008 年以来的最高水平，按照目前的销售速度，需 9.2 个月才能卖出市面上的新房供应，这一库销比高于 8 月份的 8.1 个月和一年前的 6.1 个月。按地区来看，美国的四个地区中，有两个地区的销售下降，其中南部地区下降了 20.2%。截止上周四（10 月 27 日）的四个交易日，美国 10 年期国债收益率从高点暴跌近 35 个基点，而 3 个月期国债收益率则飙升了约 12 个基点，这两项美债的利差出现倒挂；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 10 年期和 3 个月期美债收益率倒挂的现象，因此被视作更为准确的美国经济衰退信号。美国国内有分析称，由于其衰退预测能力，它可能会助长美联储稍稍暂停当前加息进程的想法。

上周四（10 月 26 日）美国商务部数据显示，在连续两个季度出现下滑后，美国第三季度实际 GDP 年化季环比初值增长 2.6%，预期增长 2.4%，较第二季度的-0.6%和第一季度的-1.6%明显回升，创 2021 年第四季度以来新高；作为经济的最大组成部分，第三季度个人消费支出 (PCE) 年化季环比初值增长 1.4%，预期 1%，但仍较上一季度的 2%有所放缓；净出口增长了 2.77%，出口增长了 1.63%，进口下降，原因是美国向欧洲出口了创纪录的大宗商品（石油和天然气）以及武器。上周四的数据还显示，美国 9 月耐用品订单环比上涨 0.4%，较前值-0.2%（上修为 0.2%）有所增长，低于预期 0.6%；9 月份美国耐用品订单环比不及预期的主要原因是国防类耐用品订单下滑了 15.8%，而扣除国防类耐用品的订单环比增长 1.4%，超出预期，前值为-0.3%；9 月扣除飞机非国防资本耐用品订单环比初值为-0.7%，低于 0.3%的预期值，前值为 0.8%。上周四美国劳工部数据显示，截至 10 月 22 日当周，美国初请失业金人数增加 3000 人达到 21.7 万人，市场预期 22 万人；截至 10 月 15 日当周，续请失业金人数为 143.80 万人，市场预期 138.8 万人；初请人数上升是企业裁员的标志，这表明过去异常强劲的劳动力市场可能开始受到了美联储收紧货币政策以减缓全经济支出和压低通胀努力的影响，这对经济来说是一个令人沮丧的迹象。

上周四欧洲央行将三大主要利率均上调 75 个基点，符合市场预期，为连续第二次大幅加息 75 个基点。加息后，欧洲央行边际贷款利率为 2.25%，主要再融资利率为 2%，存款便利利率为 1.5%；加息后，欧洲央行存款机制利率已经升至 2009 年以来的最高水平；对于外界期待的 QT（缩表），欧央行并没有在官方声明中提及。欧央行行长拉加德在随后的发布会上表示，没有特地在这次会议上讨论 QT 措施，将继续关于资产购买计划的讨论，在 12 月 15 日决定关键原则。这与市场机构分析基本一

致，即欧央行需要等利率回归到“中性”水平才会开始 QT。

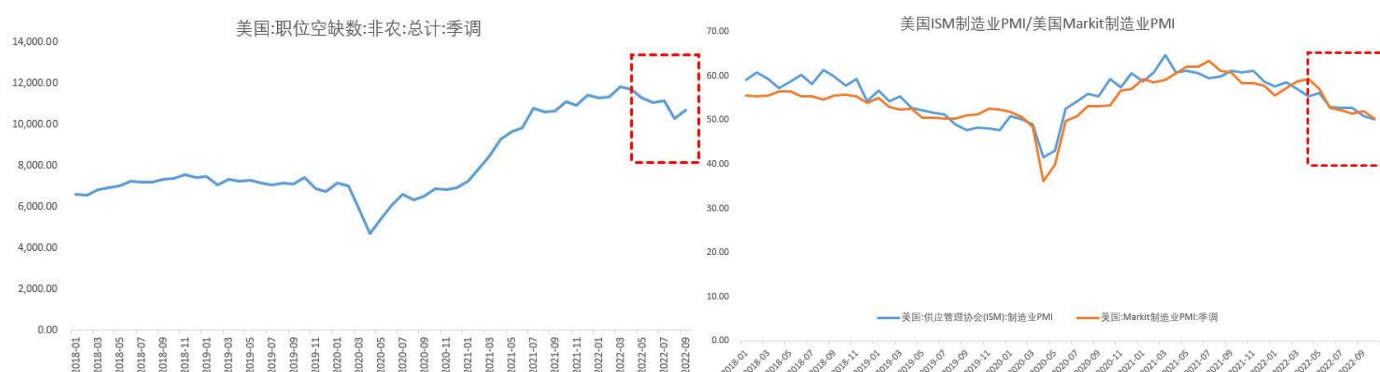
上周五（10 月 28 日）美国商务部数据显示，美国 9 月 PCE 物价指数同比增长 6.2%，市场预期的 6.3%，前值为 6.2%，为连续第三个月放缓；9 月核心 PCE 物价指数（剔除食品和能源价格）同比增长 5.15%，预期增长 5.2%，前值为 4.9%，为连续第二个月加速；与去年同期相比，9 月商品价格上涨 8.1%，服务价格上涨 5.3%。食品价格上涨 11.9%，能源价格上涨 20.3%；9 月劳动力成本继续加速上行，个人支出保持韧性，通胀前景不容乐观；截止上周四根据芝商所(CME)的 FedWatch 工具，**联邦基金利率期货消化的美联储在 11 月 1-2 日的会议上将加息 75 个基点的可能性为 81.4%，周三为 89.3%，上周一度逼近 100%；同时，对 12 月加息 50 个基点的预期升温，12 月加息 75 个基点的概率降至 37.1%。**上周五公布的美国 10 月密歇根大学消费者信心指数终值 59.9，为 4 月以来的最高水平，预期 59.6；市场备受关注的通胀预期方面，1 年通胀预期终值 5%，预期 5.1%，前值 4.7%；短期通胀预期的上升部分源于 10 月天然气价格的上涨；5-10 年通胀预期终值 2.9%，预期 2.9%，前值 2.7%；密歇根消费者信心数据的调查主任 Joanne Hsu 在一份声明中表示，调查反映出全球通胀、政策反应和发展上巨大的不确定性，消费者们对于未来经济将陷入衰退的看法一致；这份密歇根消费者信心调查报告是美国 11 月 8 日中期选举前的最后一次报告。尽管共和党人的情绪仍远低于民主党人，但已升至 4 月以来的最高水平。独立人士的情绪也创下六个月高点。与此同时，民主党人在 10 月份的情绪不那么乐观。

9 月以来，美债流动性指标达到了疫情时期的最差水平。市场原本期待美联储站出来挽救正走向崩溃的美债，但出乎意料的是，站出来的是美国财政部。10 月美财长耶伦已经不止一次承认对这个 24 万亿美元的市场感到担忧，并迫不及待的暗示财政部将采取行动来呵护流动性，比如：回购美国国债；国债回购一方面能改善长期债券市场的流动性水平，释放交易商的资产负债表，帮助它们进一步购买或扩张；另一方面，发行短债将推高隔夜利率，可能有助于更快地消耗 RRP（非银机构闲置资金的蓄水池），抬升准备金的水平；长端利率回落和准备金水平上升，不仅能拯救了美债市场，对风险资产也是一剂强心针；这不禁让华尔街对“财政版 QE”期待的两眼放光。当前，接受媒体调查的四分之三的经济学家预计美国将出现衰退，调查显示，当前经济学家的共识是，未来 24 个月出现经济下滑。值得注意的是，这里的“衰退”指的是一段时期内美国经济零增长或者负增长，而不是美国官方宣布进入衰退。有三分之二的受访经济学家预测，美联储的政策会产生全球溢出效应，从而在未来两年内将出现全球衰退。更长远来看，大多数经济学家们预测，2023 年下半年美联储将开启降息周期，但只是小幅降息，2024 年降息幅度将更大。

华尔街知名投行高盛的经济学家表示，他们现在预计美联储将把利率水平提高到 5%这一峰值，高于他们此前的预期；以 Jan Hatzius 为首的高盛经济学家在 10 月 29 日的一份研究报告中写道，美

联储将在明年的3月份将基准利率提高到4.75% - 5%这一区间，比之前的预期水平高出25个基点。通往新利率峰值的路径包括在本周加息75个基点，在12月加息50个基点，以及在2月和3月加息25个基点。高盛的经济学家们列举了预期美联储在2月份之后继续加息的三个理由：令人不安的高通胀率；随着财政紧缩结束以及经价格调整后的收入攀升，需要给经济体持续降温；避免过早地放松金融环境。野村证券在10月27日的报告中指出，从国内购买者的最终销售额（FSDP）来看，如果不考虑库存和净出口的波动性贡献，第三季度国内购买者的最终销售额仅环比增长0.1%，低于第二季度的0.5%和第一季度的2.1%；从历史上的数据来看，国内购买者的最终销售额是判断经济是否进入衰退的最可靠的指标；野村指出，核心资本品（不包括飞机的非国防产品）的订单按月下降了0.7%，同时出货量下降了0.5%，8月份0.4%的增长被修正为下降0.2个百分点；订单数量的下滑意味着未来企业支出减少，增加了衰退的可能性；报告中指出：“在考虑PPI制造业资本设备价格0.3%的环比增长后，实际核心资本品的出货量可能环比下降0.8%，这表明第三季度GDP中强于预期的设备投资是不可持续的。”

图：美国JOLTS职位空缺数据；美国ISM制造业PMI/美国Markit制造业PMI指数；(2018.1-2022.10)



数据来源：WIND，冠通研究

上图可看出，近几个月美国的职位空缺也有所下降，但9月份又走高，显示求职者肯定有地方可以去，这对民主党的中期选举非常有利；而美国制造业PMI，无论是ISM公布的还是Markit公布的都呈现稳定连续下滑状态，显示实体经济疲弱且非常有可能陷入衰退，只要美联储为了遏制高通胀加息不停，预计这种状况还要持续；但就业良好、特别直职位空缺较多给了美联储进一步加息的底气。

本周二（11月1日）美国劳工部公布的职位空缺和劳动力流动调查（JOLTS）数据显示，美国9月份职位空缺出人意料地上升，突显出劳动力市场的持续紧张以及工资面临持续上行压力的风险。数据显示9月份的空缺职位数量从8月的修正值1028万增加43.7万至1071.7万，创下今年以来第二大幅，预期980万；数据公布后，市场对美联储“终端利率”的预期大幅回升至5.06%，同时

对美联储 12 月继续加息 75 基点和明年 2 月加息 25 基点预期也显著走高。本周二的其他数据显示，美国 10 月 ISM 和 Markit 制造业 PMI 均接近停滞，其中 10 月 ISM 制造业 PMI 降至 50.2，创 2020 年 5 月以来新低；10 月 Markit 制造业 PMI 终值 50.4，创 2020 年 6 月以来新低；数据显示随着美联储预计持续激进加息，美国经济正在向衰退边缘滑落，而且 10 月的制造业报告是全球经济走向衰退的又一有力证据。截止本周二据 CME “美联储观察”：美联储 11 月加息 50 个基点至 3.50%-3.75% 区间的概率为 15.9%，加息 75 个基点的概率为 84.1%；到 12 月累计加息 100 个基点的概率为 6.4%，累计加息 125 个基点的概率为 43.2%，累计加息 150 个基点的概率为 50.4%。

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%；然后又跌回 7500 美元/吨之后持续震荡，目前为止尚未再度超越 8318 美元的小高点；如果只看近期，9 月底至目前铜价从大约 7300 美元/吨涨至近期小高点 7800 美元/吨，涨幅仅 6.8% 左右；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%；之后又跌回 60000 元整数关口下方，之后持续震荡但未能突破小前高 64560 元；如果同样只看近期，9 月底至目前铜价从大约 59100 元/吨涨至近期小高点 64100 元/吨，涨幅 8.4% 左右；内盘震荡明显强于外盘。

这显示铜价很有韧性，在国内金融机构持续加大支持经济的力度，各种稳增长政策持续落地的情况下，国内铜价在国内铜需求的支撑下较为抗跌；此外近期人民币兑美元汇率持续下滑的影响，目前人民币离岸和在岸汇率都跌至 7.3 附近，和年中 6.7 的汇率相比下滑明显；但整体看，由于海外存在经济衰退的可能，铜需求不确定性很高，外盘铜价跌穿前低的可能性是存在的，国内铜现货和期货市场的参与者需要保持应有的警惕。

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

全球最大的铜生产商 Codelco 上周五公布，今年 1-9 月税前利润下降 50.4%，至 26.06 亿美元，受铜价下跌和部分铜矿产量下降的影响。这家智利国有公司表示，与前一年相比，“铜销售价格大幅下降 12%”，这几乎解释了利润下降的一半原因。累计产量为 106 万吨，较上年同期下降 10%。该公司在一份声明中表示，产量下降与“由于顺序的改变和铜回收率的降低”，该公司的臣诺黑尔斯分部的矿石品位下降有关。该公司补充说，品位较低的矿石和“Chuquicamata 部门和 El Teniente 铜的

活性和回收率下降”也影响了该公司的铜生产，以及 Chuquicamata 炼油厂和冶炼厂的“运营困难”。该公司补充说，该冶炼厂将在 11 月进行重大维护，这将导致进一步的运营问题。上个季度，该公司面临挑战，工人们因安全条件而举行罢工，其在智利的业务面临越来越大的环境压力。该公司的所有收入都上缴给了国家。Codelco 还将今年铜产量预估下调至 146.5 – 143.5 万吨，低于 8 月预估的 149 – 151 万吨。该公司说，由于铜产量下降和供应成本上升，生产成本上涨 21.2%，至每磅 1.574 美元，高于上年的 1.299 美元。加上 Codelco 参与 Freeport McMoRan 和 Anglo American Sur El Abra 铜矿的产量，该公司 1 – 9 月铜产量达到 113.6 万吨。

据外媒报道，泰克资源（Teck）已将其在智利的 Quebrada Blanca 2 期（QB2）铜项目的施工成本估算提高了至少 5 亿美元，目前预计 QB2 的成本将在 74-77.5 亿美元之间。Teck 的关键增长项目 QB2 面临几次延误。目前的时间表是在 12 月底前开始生产第一批铜，但该公司表示，如果生产力影响持续下去，则开工时间可能会推迟到 2023 年 1 月。随着 QB2 的投产，该矿预计 QB 的铜产量将在 2023 年大幅增长，从 2023 年到 2025 年，年产量将在 17 万吨到 30 万吨之间。

位于秘鲁中南部 Apurimac 省的 Huancuire 社区的代表正在考虑将“waqui”（双赢）这一本土居民概念应用于他们与中国矿业 MMG 及其 Las Bambas 铜矿的关系。发声的当地媒体 Huancuire 总裁 Romualdo Ochoa 解释说，换句话说，社区成员希望成为 Las Bambas 的个人股东，以保证他们家庭的财务稳定。

矿业公司墨西哥集团（Grupo Mexico）报告显示，受采矿业销售额下降影响，其 2022 年第三季度（7 月到 9 月）净利润为 5.8726 亿美元，同比下降了 30%。运营收入为 31.2 亿美元，同比下降 14.6%。第三季度公司铜产量为 737560 吨，同比下降 9.6%。主要是受到非经常性事件的影响，如上半年秘鲁 Cuaajone 综合体被当地社区非法封锁，以及矿石品位的变化；锌产量为 44748 吨，同比减 11.3%。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

自由港-麦克莫兰公司（Freeport-McMoRan）首席执行官上周三表示，该公司正与印尼政府进行初步谈判，希望将其对该国大型 Grasberg 铜矿的开采期限延长至 2041 年后，以确保该公司仍是能源转型所需金属的主要全球生产商。世界上最大的上市铜矿公司已经在印尼运营了 50 年，也是南美洲和美国的主要生产商。2018 年，自由港将格拉斯伯格 51% 的股份交给了国有矿商 PT Inalum，结束了数年的艰难谈判，雅加达方面希望更大程度地控制其矿产财富，但自由港仍是该矿山的运营商。首席执行官 Richard Adkerson 在伦敦 LME Week 会议间隙对路透表示：“我们正与印尼政府就可能将 Grasberg 的运营权延长至 2041 年以后的问题进行合作。”他补充说：“这些都是早期的讨论，但我们有长远的

眼光。”自由港在 2018 年承诺向该矿投资 140 亿美元，目前正在该国建设一座铜冶炼厂，并正在扩大该矿的规模，使其成为世界上最大的地下采矿综合体。尽管铜价今年以来下跌了 20%，但由于中国向绿色能源转型，铜的长期需求预计仍将强劲。自由港上周公布季度利润大幅下降，但仍超出了华尔街的疲弱预期，因铜需求保持强劲。”需求仍在持续，但价格已回落到预期需求将下降的水平，”Adkerson 称。受俄乌战争和欧洲能源危机等因素的影响，全球经济的不确定性导致自由港今年的资本支出下降了远超 10%。Freeport 总裁奎克 (Kathleen Quirk) 在接受采访时说，为了减轻铜价下跌对财务的影响，该公司正在考虑应该优先考虑哪些项目。她说：“我们没有取消活动，但时间可能会改变。” Adkerson 和 Quirk 重申了 Freeport 长期以来的观点，即 Freeport 不需要通过收购竞争对手来实现增长，并指出 Freeport 在美国和 Grasberg 的扩张计划。

据悉，（中国）西部矿业集团青海铜业有限责任公司于 10 月份投产 5 万吨精炼产能，精炼产能从 10 万吨/年提升到 15 万吨/年。（西部矿业）记者 10 月 31 日从兰州海关获悉，日前，来自哈萨克斯坦的 2970 吨铜精矿从阿拉山口口岸入境后经兰新线直达甘肃金昌，由兰州海关所属金昌海关监管卸车，并对该批进口铜精矿实施属地查检。该批货物的运抵，标志着进口铁路运输铜精矿监管通关模式试点正式落地甘肃，将大幅压缩进口铁路运输铜精矿通关时间和通关成本，有效提升甘肃有色金属生产加工产业链供应链韧性和安全水平，促进特色产业高质量发展。

以上各类消息和报道可以看出，智利和秘鲁铜矿依生产依然存在诸多问题，尤其是智利，其国内的政治不稳定令人担忧，铜矿生产处于一种周期性的减少和中断、再次复产的循环；但整体上西方大资本对铜在未来能源转型中的地位非常看好，这些大型矿业资本控制的铜矿有逐步增加产量并进一步拓展新铜矿资源的趋势；中国国内稳增长的力度非常大，电网、空调、光伏、汽车都有进一步发力的可能，对铜需求存在利好；但反观国际，欧美激进加息导致发达经济体进入衰退的可能性越来越高，铜需求下降的风险将始终存在，铜价反弹将面临有更多不确定性，未来铜产量实质性的上升确实有可能带来铜过剩的风险，这对铜价非常不利。

三、国内宏观政策和整个新能源行业利好铜需求和铜价

上周四（10 月 27 日）国家统计局数据显示，1—9 月份，全国规模以上工业企业利润总额同比下降 2.3%，但工业企业营收呈现较快增长，利润的行业结构也有不断改善，电力、热力、燃气及水生产和供应业的利润明显回升；从营收上看，工业企业营收呈现较快增长：1—9 月份全国规模以上工业企业营业收入同比增长 8.2%，当月利润降幅持续收窄；从结构上看，装备制造业利润由降转增，

工业企业利润行业结构不断改善：1—9 月份，装备制造业利润同比增长 0.6%，今年以来首次由降转增，拉动规模以上工业企业利润增速较 1—8 月份回升 0.8 个百分点。国家统计局工业司高级统计师朱虹在解读工业企业利润数据时表示，总体看，工业企业效益延续恢复态势，但当前工业企业利润同比仍在下降，企业成本水平仍然较高。

国务院总理李克强 26 日主持召开国务院常务会议，部署持续落实好稳经济一揽子政策和接续措施，推动经济进一步回稳向上；听取财政金融政策工具支持重大项目建设和设备更新改造情况汇报，部署加快释放扩消费政策效应；要求深入落实制造业增量留抵税额即申即退，支持企业纾困和发展；会议指出，实施大规模增值税留抵退税，对助企纾困、稳经济发挥了关键作用，消化了大部分积累多年的留抵税额，对国有、民营、外资市场主体一视同仁；制造业新增留抵退税到账平均时间已压缩至 2 个工作日，要继续落实好这一即申即退举措，同时强化对小微企业、个体工商户的退税服务，确保应退尽退快退，保市场主体、保就业和民生。上周五（10 月 28 日）央行进行 900 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 2.00%，与此前持平。因当日有 20 亿元 7 天期逆回购到期，实现净投放 880 亿元。

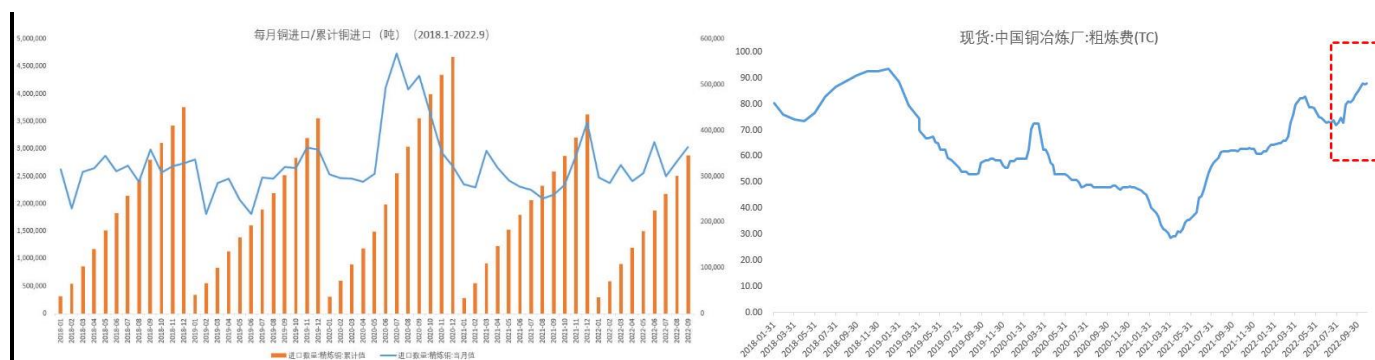
10 月 31 日国家统计局数据显示，10 月份制造业采购经理指数（PMI）为 49.2%，比上月下降 0.9 个百分点，低于临界点；非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 48.7%和 49.0%，比上月均下降 1.9 个百分点，落至临界点以下；10 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.2%，比上月下降 0.9 个百分点，低于临界点。从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.1%，比上月下降 1.0 个百分点，仍高于临界点；中、小型企业 PMI 分别为 48.9%和 48.2%，比上月下降 0.8 和 0.1 个百分点，继续低于临界点。

国务院关于金融工作情况的报告 10 月 28 日提请十三届全国人大常委会第三十七次会议审议。报告显示，今年国家进一步加大对实体经济的金融支持力度。报告介绍，2022 年以来，我国进一步加强和完善了货币政策调控，在加大稳健的货币政策实施力度的同时，推动企业综合融资成本稳中有降。1 月至 9 月，新发放企业贷款加权平均利率为 4.24%，比上年同期下降 0.29 个百分点，处于历史较低水平。在保持融资总量合理充裕的同时，金融系统加大对重点领域支持力度。截至 2022 年 9 月末，制造业中长期贷款余额 8.75 万亿元，同比增长 30.8%；科技型中小企业贷款余额 1.56 万亿元，同比增长 26.3%。此外，金融系统还积极推动普惠金融发展。报告披露，截至 2022 年 9 月末，普惠小微贷款余额 23.2 万亿元，同比增长 24.6%；授信户数超过 5389 万户，同比增长 31.7%。

本周二（11 月 1 日）公布的 10 月财新中国财新制造业采购经理指数（PMI）为 49.2，较 9 月 48.1 有所回升，景气收缩轻微；财新中国与国家统计局数据一致，但财新制造业 PMI 显示出了收缩放缓迹象。本周二央行进行 150 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.00%，持平上次。当日有 2300 亿元 7 天期逆回购到期，当日实现净回笼 2150 亿元。

以上种种措施利好了国内的制造业，也利好铜需求和国内铜价。统计数据显示，2022 年 9 月中国铜矿砂及精矿进口量为 227.3 万吨，同比增加 7.7%，环比增加 0.15%。2022 年 1-9 月中国铜精矿累计进口量为 1889.5 万吨，累计同比增加 8.8%。9 月份中国铜矿砂及精矿进口再创单月进口量新高。从需求端来看，2022 年铜陵有色和中色大冶阳新弘盛共 48 万吨粗炼项目投产和扩产后，增大对铜精矿原料需求量，尤其是中色大冶阳新弘盛已于 2022 年 10 月 23 日开始投料，铜精矿需求量显著增加。从供给端来看，9 月份中国进口来自于智利的铜精矿为 68.35 万吨，较 8 月份减少 11.44 万吨，主因智利主要矿山面临铜矿品位下滑、淡水资源缺乏、三大矿业提案制约铜精矿生产、矿山生产事故等挑战，进一步体现为 8 月份智利主要铜精矿发运港口共发运 39.72 万吨，较 7 月份减少 41.69 万吨。反观秘鲁，9 月份进口来自于秘鲁的铜精矿为 66.81 万吨，增量 17.59 万吨，主因 Las Bambas 铜矿生产恢复进程顺利产量增加，且社区抗议堵路罢工风险解除，铜矿运输顺畅。

图：进口精炼铜当月/累计值变动情况；国内铜冶炼厂粗炼费 TC 变动情况（2018.1-2022.10）



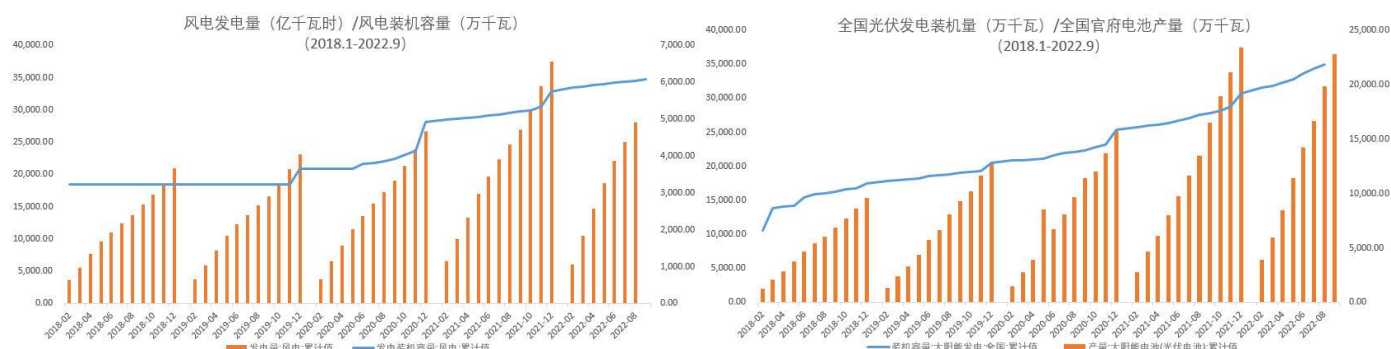
数据来源：WIND，冠通研究

国内铜精矿冶炼方面，截止上周五（10 月 28 日）SMM 进口铜精矿指数（周）报 87.93 美元/吨，较上期 10 月 21 日指数增加 0.58 美元/吨。铜精矿现货市场依旧偏活跃，但仍维持“供应多-需求少”的格局，冶炼厂不急于采购，市场较为坚挺。尽管卖方的主流可成交 80 美元高位，但是重心有所上移，冶炼厂询盘及可成交维持 90 美元以上。市场主流贸易 12 月船期的货物，11 月船期货物宣港压力大。供应端，中国西部北部、非洲运输继续受干扰，但是西部运输的干扰有减弱趋势。

大家都知道各种规格的铜产品在光伏风电领域应用较为广泛，而且近年来我国光伏和风能发电量快速增长，相关的装备制造行业也在快速发展，那么对于 2020 年统计的耗铜量来算预计在 2021-2025 年还会有所增长，我们可以初步预计一下 2021-2025 年光伏风电还需要需要多少铜。

据相关报告显示陆上风电每 GW 装机需要消耗 4000-5400 吨铜，加上海上风电每 GW 需消耗 10000-15300 吨铜，光伏系统每 GW 需耗铜 5000-5500 吨。根据平均值预计海上风电每 GW 装机需要消耗 12650 吨铜，陆上风电每 GW 装机需要消耗 4700 吨铜，光伏系统每 GW 装机需要消耗 5250 吨铜。根据以上统计预计 2021—2025 年陆上新增装机量分别为 9.7GW、9.1GW、9.9GW、13GW、21.5GW，据此测算 2021—2025 年风电年均耗铜 57 万吨。在风电中机组内部升压器、塔筒电缆、机组外部升压器、电机、风电场内部电缆、控制电线和电缆、开关设备、接地电线和电缆等都需要用到铜产品，对于海上风电来说各组件的铜使用强度比陆上风电有所提升，特别是电缆，电缆铜的用量占比可高达 59%。

图：国内风电装机容量和发电量/国内光伏发电装机容量和光伏电池产量变动情况（2018.1-2022.10）



数据来源：WIND，冠通研究

光伏发电系统是由太阳能电池方阵、蓄电池组、充放电控制器、逆变器、交流配电柜、太阳跟踪控制系统等设备组成，其中汇流箱、变压器、铜导线等组件含铜量较多。比如铜带在光伏产业中主要用于生产电器元件、灯头、电池帽、钮扣、密封件、接插件，以及电气元器件、开关、垫圈、垫片、电真空器件、散热器、导电母材及汽车水箱、散热片、气缸片等各种导电、导热、耐蚀器材；铜排可用于光伏交流汇流箱，以及光伏发电过桥等；铜管可用于太阳能光伏组件，便于导热等。总的来说在光伏增长一般的情况下，风电+光伏 2021—2025 年年均耗铜量在 165 万吨，在光伏增长乐观情况下风电+光伏年均耗铜能达到 200 万吨增量，而 2020 年风电+光伏耗铜仅 106.5 万吨，相较于 2020 年增量仅为 58.5 万—93.5 万吨，根据 2020 年各地区铜需求 2300 万吨，边际增幅在 2.5%—4.1%。经过以上分析可知预计在未来的 4 至 5 年中，光伏风电对于铜产品的需求量能达到 165-200 万吨左右，因为无论是在风电领域还是光伏领域，不同组件不同设备都需要用到各种铜排、铜管、铜带等铜产品。

除了风电和光伏，我国目前整个电网投资仍在高位运行，国内 9 月份电网工程投资额已完成 487 亿元，同比增长 1.04%，环比增长 13.79%；如果再加上近几年快速渗透的新能源汽车和充电桩，使用铜的地方其实很多，国内的铜需求整体仍然是乐观的，有理由认为中国市场就是拉动铜需求、稳定和支撑铜价的主要力量。

四、全球铜库存严重偏低是支撑铜价小幅上行的主因

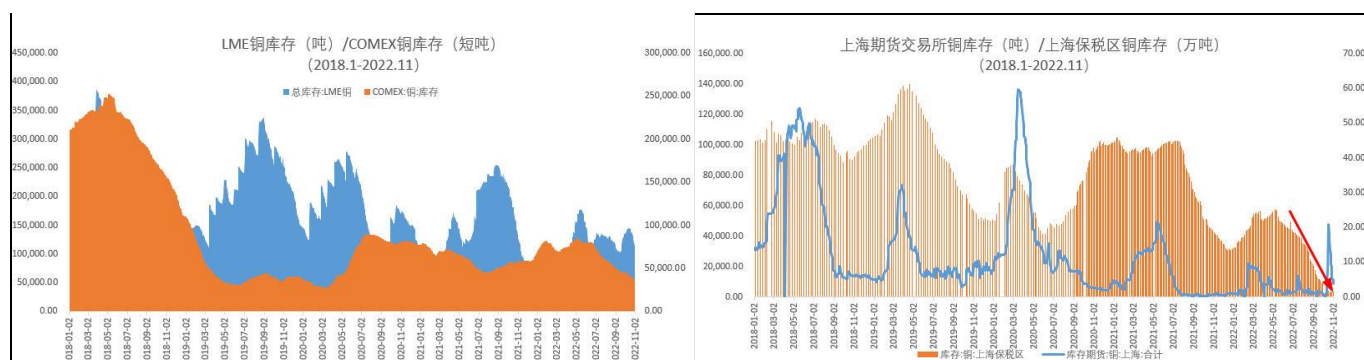
全球最大的上市铜生产商美国矿业集团 Freeport-McMoran（自由港-麦克莫兰）高管警告，由于目前铜低价不足以推动对新生产的投资，铜将出现非常严重的短缺。铜短缺可能会延缓全球经济电气化和减少碳排放计划的进展。本周一，全球最大的上市铜生产商美国矿业集团 Freeport-McMoran 首席执行官兼董事长 Richard Adkerson 表示，为快速铺开电动汽车、可再生电力和架空电缆，全球对铜的需求激增，将导致铜供应短缺。铜短缺可能会延缓全球经济电气化和减少碳排放计划的进展。Freeport-McMoRan 在本月早些时候的第三季度财报中表示，去碳化运动将提高全球铜的使用强度。Adkerson 在财报电话会议上说：“虽然会有一些四年到五年前开始，因新冠疫情被推迟的新项目在未来几年内投入使用，这将给市场带来一些新的铜，但除此之外，在任何重要的新供应项目方面，没有任何动作。”该公司认为，为实现全球能源转型的目标，将需要大量新的矿山供应开发，而目前的铜价不足以支持新的矿山供应开发，预计这将增加未来的供应短缺。铜的应用范围十分广泛，从风力涡轮机、电线到电动汽车等各种领域。铜对“绿色”经济至关重要，因为它具有导电能力。一辆电动车所需铜的量是一辆传统内燃机所需量的 3 倍，而可再生能源项目所需的铜往往是传统天然气、煤炭和核电站的 5 倍。

咨询公司 Wood Mackenzie 在上周发布的一份报告中称，在未来十年，每年有 970 万吨铜的供应量需要来自尚未开发的项目。目前的市场规模是每年 2,500 万吨。世界上最大的铜生产商智利 Codelco 的主席 Maximo Pacheco 预计，未来十年铜的缺口将达到 600 万至 700 万吨。Pacheco 说，Codelco 一直在努力维持其矿山的产量，公司在长达四年的时间里都无法恢复到去年的产量水平。虽然铜储量丰富，但新矿的开发可能会落后于全球需求的增长。有几个原因可以解释为什么全世界的铜生产发展缓慢。《能源监测》的母公司 GlobalData 的采矿和建筑主管 David Kurtz 说，关键因素包括矿床的开发成本越来越高，以及矿工们更多地追求质量而不是数量。此外，即使对新项目进行了大量投资，开发一个矿井仍然需要多年时间。其次，尽管存在生产瓶颈，但价格目前并没有反映出供应受到威胁的状态。铜价目前在每吨 7500 美元左右，较 3 月初的每吨超过 1 万美元的创纪录高点，下跌了约 30%，反映出市场对全球经济增长的预期日益悲观。

铜供应下降已经是一个现实。根据 GlobalData 的数据，在全球十大产铜公司中，只有三家公司在 2022 年第二季度的产量比 2021 年第二季度有所增加。Kurtz 说：“除了智利和秘鲁的几个主要矿场即将投产外，市场增长相对有限。”他补充道，智利的产量一直相对平稳，因为产量受到矿石品位下降和劳动力问题的影响。智利仍然是全球最大的铜生产国，然而该国的 2022 年产量预计将减少 4.3%。

截至 10 月 26 日，伦敦金属交易所(LME)铜库存减少 3600 吨至 130800 吨，跌幅 2.68%；截至 10 月 26 日，上期所沪铜期货仓单 37855 吨，较前一日减少 4025 吨。国内铜下游考虑备货需求量不大，而金九银十旺季不及预期，消费增量有限。叠加疫情影响，下游企业选择观望不急于采购补货，并且下游开工率下降，房地产及其家电消费仍呈现走弱态势。不过，基建投资速度不会放缓，电网投资将持续受益，带动铜需求增长。截至 10 月 29 日，伦敦金属交易所(LME)铜库存持平，现总库存为 119375 吨；截至 10 月 28 日，上期所沪铜库存减少 26126 吨至 63440 吨，跌幅 29.17%；截至 10 月 31 日，上期所沪铜期货仓单 26624 吨，较前一日减少 1458 吨。

图：LME/COMEX 铜库存（吨/短吨）；中国上海期货交易所/上海保税区铜库存（吨）（2018.1-2022.10）



数据来源：WIND，冠通研究

截至 11 月 1 日，伦敦金属交易所(LME)铜库存减少 6700 吨至 106425 吨，跌幅 5.92%；截至 11 月 1 日，上期所沪铜期货仓单 25040 吨，较前一日减少 1584 吨。据智利国家统计局 INE 公布的数据显示，智利 9 月铜产量较上年同期减少 2.6%，至 439277 吨。但国内供应较前期宽松，冶炼利润继续走高，9 月份冶炼活动增加，预估 10 月仍有增量。但全球库存维持低位，进口货源仍有限，现货可交易货源还是偏紧张。截至 11 月 2 日，伦敦金属交易所(LME)铜库存减少 4200 吨至 102225 吨，跌幅 3.95%；截至 11 月 2 日，上期所沪铜期货仓单 20670 吨，较前一日减少 4370 吨。国内主要铜企方圆、紫金等冶炼厂检修；新疆等地疫情防控严格，铜运不出来；进口窗口持续打开，但进口货源仍有限，社会库存小增幅一万吨左右；9 月份冶炼增量较快，料 10 月仍有增量，但粗铜供应相较于紧张且干扰仍存在；昨日 LME 铜库存下降 6700 吨，亚洲仓库的铜会在 11-12 月陆续到国内。但现货方面还是偏紧张。整体看，国内上海保税区铜库存下滑最为剧烈，几乎已经接近见底，如此低的铜库存现状，市场需求稍有风吹草动，铜价就有上涨倾向。

美国在年底之前仍将继续激进加息，且年底前的加息空间仍有 125 至 150 基点。铜价在今年四季度显然面临更多不确定性，目前铜价从反弹小高点 64500 元/吨附近连续下跌后反复震荡，目前已经

逼近 64000 关口附近，若不能有效突破前高 64500 并且稳定在 65000 一线，则有跌回 60000 元/吨整数关口的风险，若跌穿前低 53000 元/吨附近，将进入“无底”下跌模式；若铜价能够维持强势，则需要铜价稳定在 65000 元一线，目前来看，铜价能否反弹到这个水平并维持住，仍然有疑问。由于全球的铜库存都偏低，铜价的震荡将有很强的韧性，铜价是否会因为海外市场进入衰退而一起下滑，仍需时间进一步观察。

风险提示

- 1、美欧持续激进加息和缩表，经济衰退提前到来；
- 2、国内稳增长政策的力度未达预期；
- 3、世界各主要交易所铜库存继续降低，诱发铜价意外反弹。

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。