

冠通期货研究咨询部

2022 年 11 月 9 日

## 美国中期选举加剧不确定性，铜价反弹

### 摘 要

#### □ 摘要

铜：美联储 11 月会议继续加息 75 基点，市场普遍预期后续加息幅度将变小；美国 10 月非农数据明显超预期，引发通胀持续高涨的担忧；美国开启中期选举进程，华尔街普遍预期共和党将在选举中占优；美元指数因此下滑；近期海外铜价一举突破 8000 美元/吨关口，国内铜期货主力合约价格从 9 月底的 59000 元/吨逐步反弹到 65000 元/吨上方，短期内仍有上攻潜力；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，市场已经在猜测美联储何时开始降息进程；铜价在小幅反弹的惊喜中继续震荡。

#### 风险点：

- 1、美欧持续激进加息和缩表，经济衰退提前到来；
- 2、国内疫情管控进一步放松，铜需求快速上升；
- 3、美国中期选举共和党大胜，美联储提前结束激进加息政策。

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、美联储 11 月加息 75 基点已经落地，美国拉开中期选举大幕

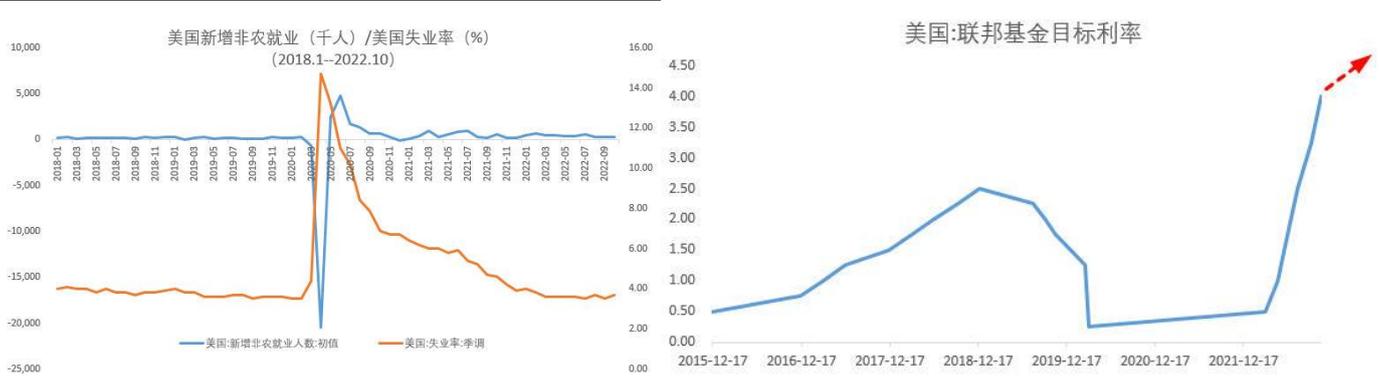
上周三（11 月 2 日）美国 ADP 研究院报告显示，美国 10 月 ADP 就业人数增加 23.9 万人，超出预期的 18.5 万人以及前值 20.8 万人（修正后 19.2 万人）；报告显示，10 月工人年薪同比增长了 7.7%，较上月薪资增速 7.8% 小幅回落；另外换工作后，雇员的年薪增长了 15.2%，上月为 15.7%；自 2021 年夏季以来一直保持两位数同比增长的换工作薪资增加幅度，在 9 月开始失速。ADP 首席经济学家 Neila Richardson 表示：……招聘活动并不广泛；对利率敏感的商品生产商正在缩减开支，换工作的人的工资增长也较小；虽然我们看到了美联储驱动的需求破坏的早期迹象，但它只影响到劳动力市场的某些领域。

北京时间上周四（11 月 3 日）凌晨，美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布，将政策利率联邦基金利率的目标区间从 3.00% 至 3.25% 上调到 3.75% 至 4.00%。这是美联储连续第四次加息 75 个基点；至此，美联储自今年 1 月起已连续六次加息，并且从 6 月开始，保持着 1994 年 11 月以来最大的单次加息幅度；相比 9 月的上次声明，本次美联储决议声明的最大差别是，在重申降低通胀的承诺后，新增了两句话：“（FOMC）委员会预期，（1）为了保持货币政策立场有足够的限制性，让通胀能随着时间推移回落到 2%，（政策利率的）目标区间持续上升是适宜的；（2）为了判断未来目标区间的上升步伐，委员会将考虑到，货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性，以及经济和金融形势变化。” 媒体评论称，新增的两句话让联储决策者坚定地致力于遏制高通胀，但同时承认，加息的影响有滞后性。美联储是在暗示，遏制通胀的激进加息可能进入尾声；美联储决议公布后，有“新美联储通讯社”之称的记者 Nick Timiraos 立即在文章中指出，通过承认加息的影响有滞后性，美联储官员在暗示，可能放慢加息步伐。

美联储 11 月议息会议后，美联储主席鲍威尔在记者会上，鲍威尔就美国当前的通胀、美联储的政策、美国宏观经济、劳动力市场、房地产市场和全球市场等议题发表了看法。鲍威尔说，美联储将“有目的地”调整利率至有效的限制性，并称美联储可能需要在一段时间内采取限制性的政策立场；鲍威尔称，最快将在 12 月放慢加息步伐，但是终端利率可能会高于 9 月时美联储的预期。当时美联储的终端利率预期值中位数为 4.6%。鲍威尔再次强调，历史强烈警告不要过早放松政策。此番言论被市场解读为鹰派信号——掉期市场目前对联邦基金利率峰值的定价为 5.10%；美股闻讯纷纷跌至日低，对利率政策敏感的纳指跌超 3%，标普指数跌超 2%。鲍威尔强调，美联储坚决致力于降低通货膨胀，强烈承诺将压低美国通胀至 2% 这一目标。他认为，当前美国商品和服务领域的物价上涨压力仍然突出；鲍威尔说：我们认为，持续的加息将是适当的，以使利率水平达到足够的限制性；政策的全面效果需要时间才能生效，尤其是对通胀的影响。在某个时候，放慢加息速度将是合适的。鲍威尔说：关

于终端利率，我们需要它有足够的限制性，这是现在的重要问题。当前，有很多不确定性，这就是为什么我们会考虑到政策的滞后性和累计紧缩水平；加息速度现在变得不那么重要了。现在仍有必要继续加息，我们的主要关注点是保持利率的限制性水平，美联储并没有过度加息。在鲍威尔讲话后，美国联邦基金利率期货显示，市场定价美联储 12 月加息 75 个基点的概率为 34.7%，明年 2 月加息 50 个基点的概率为 66%，定价美联储将在明年 6 月达到 5.14% 的终端利率。

图：美国每月新增非农就业数据和失业率/美联储联邦基金目标利率变化；(2018.1-2022.11)



数据来源：WIND，冠通研究

上图可看出，目前美国的就业情况依然很强劲，每月新增非农就业完全恢复到疫情前水平，失业率 3.7% 也是充分就业水平，这给了美联储巨大的连续加息的勇气。只要高通胀没有明显下降，美联储就坚决继续加息，即便有美联储高官主张 12 月放缓加息幅度，但本轮加息的利率顶点显然还没有到来，美联储遏制通胀的任务显然还没有完成，现在就谈何时开始降息，显然还太早。

上周五（11 月 4 日）美国劳工局数据显示，美国 10 月非农就业人口增加 26.1 万人，远高于预期的 20 万人，创下今年一月以来最低纪录，前值为 26.3 万人；10 月失业率为 3.7%，回升至 8 月的水平，预期 3.6%，前值 3.5%；8 月份非农新增就业人数从 31.5 万人下修至 29.2 万人；9 月份非农新增就业人数从 26.3 万人上修至 31.5 万人；修正后 8 月和 9 月的新增就业人数总和较此前报告的要高 2.9 万人；令人困惑的是，家庭调查显示，10 月失业人数增加了 30.6 万人至 610 万，而就业人数减少了 32.8 万人，这与产业调查的结果完全矛盾；由于就业人数实际上是下降了，劳动参与率也出现下滑，数据显示 10 月份劳动参与率为 62.2%，市场预期的 62.3%，前值为 62.3%。数据显示，10 月平均每小时工资环比增长 0.4%，创 8 月以来最高增速，市场预期增长 0.3%，前值增长 0.3%；同比增长 4.7%，符合预期，前值为 5%；凯投宏观美国高级经济学家 Michael Pearce 计算出，过去三个月的时薪年增长率为 3.9%，这表明工资增长已经见顶。非农数据公布后，芝商所 FedWatch 工具显示，市场预计美联储在 12 月加息 50 基点的可能性已降至 47%（数据公布前为 52%），加息 75 基点的可能性

上升至 53%；但总体而言，市场对美联储未来的加息预期仍存在较大分歧，11 月 CPI 通胀数据和 11 月非农报告将为未来的货币政策提供更多思路；市场对于利率峰值的预期也上行了，**利率互换合约显示，美联储政策利率将于 5.25%触顶，时间为 2023 年 6 月**。而在 9 月初，美联储的点阵图显示这一预期还不到 4%。

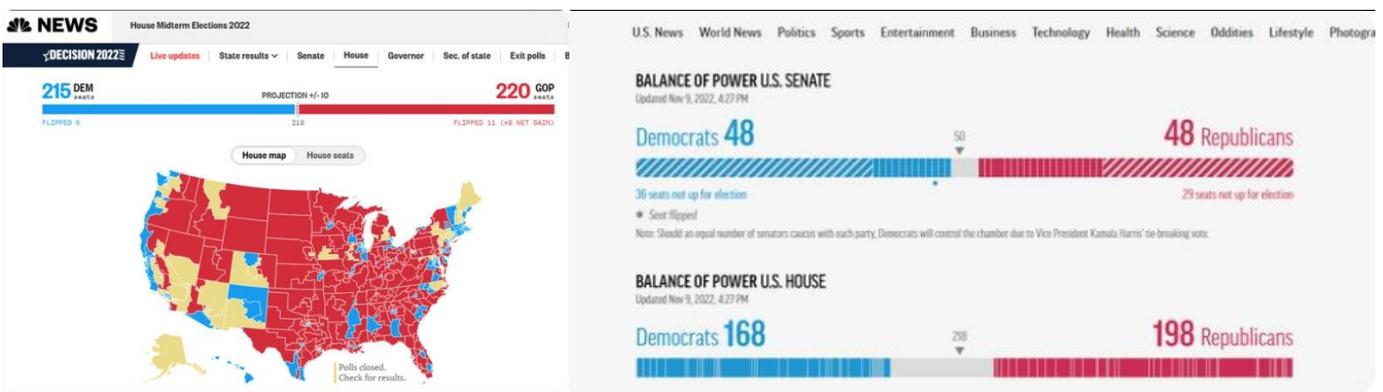
上周五非农数据公布后里士满联储主席 Thomas Barkin 和波士顿联储主席 Susan Collins 暗示，美联储可能会在未来的加息过程中收窄加息幅度；里士满联储主席 Thomas Barkin 表示：美国 10 月非农就业报告大体上符合我的预期，劳动力需求和就业市场仍然紧俏，意味着美联储在加息至针对美国经济具有更大限制性方面还需付出更多努力；波士顿联储主席 Susan Collins 称，当前判断利率需要达到多高还为时过早，她表示将需要进一步收紧货币政策，但同时也称，较小的利率变动可以帮助达到“足够的限制性”。Collins 称，美联储的货币政策正在进入一个新阶段，美联储在抑制通胀的努力与过度紧缩并引发深度衰退的风险之间取得平衡，因此可能需要较小的利率变动，而官员们正在研究需要多高的利率才能抑制通胀，但她不排除再次加息 75 个基点的可能性。上周五美联储在每半年发布一次的《金融稳定报告》中警告称，如果利率升至高于预期的水平，可能会出现金融困境，从而损害经济，该报告强调了其控制顽固通胀的风险；报告称，随着美联储持续激进加息，最终可能导致市场波动加剧、流动性紧张以及包括在超低利率时代大涨的房地产在内的资产价格进一步下跌；报告认为：鉴于房地产估值处于高位，房价对冲击可能特别敏感；虽然随着美联储加息，房价涨幅有所放缓，但美联储表示，与租金等指标相比，美国房地产估值仍然偏高。美联储表示，有迹象表明，新房按揭贷款拖欠率正在攀升。美联储在报告中承认：美联储加息带来的影响可能会导致一系列金融中介机构遭受损失，减少他们获得资本的机会并提高他们的融资成本，从而对资产价格、信贷可用性和经济造成进一步的不利影响。美联储副主席布雷纳德在同时发布的一份声明中称：当今全球货币政策同步迅速收紧、通胀上升以及与新冠疫情和地缘冲突相关的高度不确定性的环境等因素，增加了核心流动性紧张或隐藏杠杆问题带来的金融系统脆弱性扩大的冲击。

近期，大摩、巴克莱等华尔街大行分析师对何时降息作出预测，摩根士丹利分析师预计，美联储将于明年 12 月进行首次降息，并于 2024 年结束缩表；大摩分析师在最新的报告中指出，如果经济陷入衰退，美联储可能考虑大幅降息 100 个基点或更多。如果债券市场出现类似 2020 年 3 月或最近的运转不良情况，量化紧缩可能提前结束，至少会暂时停止。巴克莱在最新报告中称，由于加息措施，通胀会在 2023 年得到一定程度的控制，美联储将在在明年 3 月停止加息，然后立刻连续降息 3 次，每次降息幅度为 25 个基点；关于缩表，大摩分析师表示，美联储计划大幅缩减资产负债表，但会避免出现类似 2019 年 9 月交易员通过回购市场做空美债的情况。

本周二（11 月 8 日），美国中期选举正式拉开帷幕。美国国内有评论指出，从技术上看无论哪

一方获胜都将利好美股的某一个板块，目前华尔街银行已经表示出对于共和党获胜的偏好；事实上，根据预测网站 PredictIt 的数据，共和党“全面胜利”的概率现在已经上升到 71%，比 9 月初的低点高出了一倍多。德意志银行经济学家们表示，他们的基本预测是共和党将赢得众议院，而民主党将保持在参议院的微弱多数；在德银发声之前，摩根士丹利已经表示了对共和党“全面胜利”的预测；摩根士丹利首席策略师 Michael Wilson 在其最新每周报告中称，共和党若“大获全胜”，将大大增加冻结财政支出和削减历史高位预算赤字的可能性，推动 10 年期国债大涨，从而推动股市继续上扬。本周二盘中据 CME“美联储观察”：美联储 12 月加息 50 个基点至 4.25%-4.50% 区间的概率为 52.0%，加息 75 个基点的概率为 48.0%；到明年 2 月累计加息 75 个基点的概率为 20.1%，累计加息 100 个基点的概率为 50.5%，累计加息 125 个基点的概率为 29.4%。

图：截止美东时间 11 月 9 日凌晨 3:30 美国中期选举初步统计结果；(2022.11.9)



数据来源：WIND，冠通研究

中期选举前外界普遍预计，民主党大概率会失去众议院的控制权，而参议院的情况也不乐观。截至美东时间 11 月 9 日凌晨 3 点 30 分（北京时间 11 月 9 日 16:30），根据美联社的初步统计结果，众议院 435 个议席（全部重选）中，民主党目前获得 168 席、共和党获得 198 席，参议院 100 个席位（重选 35 席）中，民主党和共和党各获得 48 席。根据美国全国广播公司（NBC）的推算，共和党或能赢得众议院 220 席。（由于计票尚未结束，双方席位仍会出现变化）不过美国广播公司（ABC）援引选举专家和官员的话说，今年中期选举的最终结果“几乎肯定”不会在选举之夜公布，而是在投票结束后几天乃至几周才能公布。威胁候选人、骚扰工作人员，甚至带刀直闯投票站，此次中期选举充斥着或明或暗的政治暴力，“美式民主”也再度受到质疑。有美媒直言，许多曾经视美国为榜样的“民主国家”担心，美国已经迷失了方向。整体来看，一旦本次中期选举共和党接手两院，那么明年财政刺激就不会那么容易了，这意味着美联储主席鲍威尔有可能放弃激进加息，甚至不排除为了挽救美国经济陷入严重衰退而在 2023 年下半年开始逐步降息。这对美国股市、债市和大宗商品市场显然都是

利好。

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，目前最高抵达 8140 美元/吨，尚未再度超越 8318 美元的小高点；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，目前反弹突破前高，最高抵达 66740 元/吨；9 月底至目前铜价从大约 59100 元/吨涨至近期小高点 66740 元，涨幅 12.9%左右；内盘震荡明显强于外盘。

这显示铜价很有韧性，目前国内各种稳增长政策力度空前，国内铜价在国内铜需求的支撑下较为抗跌；此外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，而国内的疫情管控措施一度传闻有大幅放宽的可能，短期国内铜价存在进一步上升的可能，而外盘铜价由于美元指数超预期下滑也有进一步反弹的可能，但未来铜价在海外需求疲弱的影响下仍有可能下滑，这种内外矛盾的格局需要铜现货和期货市场的参与者需要保持必要的警惕。

## 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

海外秘鲁拉斯班巴斯铜矿再现抗议封锁活动干扰，导致该铜矿开始减少运营，出发供应忧虑升温；据 Mining.com 援引路透社报道，智利铜业委员会（Cochilco）上周四发布的数据显示，9 月份，该国铜产量为 42.83 万吨，同比下降 4.27%。智利国家铜业公司（Codelco）9 月份产量为 12.32 万吨，同比下降 7.92%。英美集团（Anglo American）与嘉能可（Glencore）的合资矿山科亚瓦西（Collahuasi）产量为 4.45 万吨，下降 3.5%。澳大利亚矿业巨头必和必拓（BHP）控制的世界最大铜矿埃斯康迪达（Escondida）产量为 8.55 万吨，增长 3.51%。

智利 Codelco 铜业旗下 Chuquicamata 铜冶炼厂将于 11 月 15 日停产检修，这是去年就制定的检修计划，并非突然发生，只是检修时间由原定的三个月左右时间延长至 135 天，主要是长期使用导致设备老化问题较为严重，关闭预计将持续到明年 3 月底。2021 年 Chuquicamata 的电解铜产量约为 32 万吨。

外电 11 月 8 日消息，两位知情人士表示，全球最大的铜矿产商——智利国有铜业公司（Codelco）

对 2023 年发往中国的铜报价为每吨较 LME 价格升水 140 美元。这份报价较今年的 105 美元上升 33.3%。

## （二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

国内金纳铜业拟建年产 9 万吨高纯极阴铜及铜基新材料项目，目前进入征地社会稳定风险评估分析公示阶段。该项目为金纳铜业年产 9 万吨高纯极阴铜及铜基新材料，位于瑞金市经开区，拟建厂房、办公楼、食堂、宿舍楼及附属设施等，项目建成后形成年产 9 万吨高纯阴极铜及铜基新材料规模：征地总面积 120 亩：农用地（农村道路 0262 亩、坑塘水面 178 亩、园地 107.86 亩、林地 0.234 亩），项目未涉及拆迁。

海亮股份：1.25 万吨高性能锂电铜箔产能已投产。11 月 5 日，海亮股份披露投资者关系活动记录表，内容显示，2022 年前三季度公司实现铜及铜合金等有色金属加工产品销售数量 67 万吨。目前，年产 15 万吨高性能铜箔材料项目一期 1.25 万吨高性能锂电铜箔产能已投产，实现 4.5-8 微米铜箔的规模量产，产品良率稳步提升。公司已通过质量、环境、职业健康三体系认证审核工作，并与国内主流下游电池客户建立了业务联系，加快推进产品认证及导入工作。

近日，铜陵有色金属集团控股有限公司金冠铜业分公司奥炉电解新增 8 万吨阴极铜项目建成投产，首批 315 吨阴极铜顺利出槽下线，电铜质量达到 A 级铜标准。奥炉电解新增 8 万吨阴极铜项目于 2022 年 4 月 26 日正式开工建设，其中电解液循环系统共用原现有系统，并在不影响其他电解系统正常生产的要求下，提前近两个月完成项目建设与共用系统对接，且于 9 月 30 日完成项目竣工验收，再次创造了同类工程建设既快又好新典范。随后，属地车间按照节点要求，积极组织新系统排板扩液、通循环及通电试生产。

SolGold (LON, TSX: SOLG) 已从 Osisko Gold Royalties (TSX, NYSE: OR) 获得 5000 万美元的特许权使用费融资，这将有助于该矿商为其在厄瓜多尔东北部的 Cascabel 铜金矿区的开发提供资金。“这笔资金立即消除了阻碍 SolGold 的融资过剩，并提供了一个增值和有吸引力的融资解决方案，”董事长 Liam Twigger 说。该公司在 10 月收购加拿大初级 Cornerstone Capital Resources 后，正在进行业务审查。“SolGold 现在可以将全部注意力投入到目前正在进行的战略审查过程中，以最大限度地提高股东价值，” Twigger 指出。最大的铜矿之一该协议使 SolGold 成为 Cascabel 的唯一所有者，Cascabel 有可能成为南美 20 个最大的铜金矿之一。该项目位于厄瓜多尔西北部的因巴布拉省，对于一个热衷于开发矿产资源以刺激其低迷经济的国家至关重要。根据 4 月份发布的预可行性研究，在 Cascabel 的 55 年矿山寿命期间，年平均产量将达到 132,000 吨铜，358,000 盎司黄金和 100 万盎司白银。Alpala 是迄今为止在卡斯卡贝尔发现的最大的矿床，已测量并指示资源量为 27 亿吨，铜当

量品位为 0.53%（铜品位 0.37%，每吨金品位 0.25 克，银含量为百万分之 1.08），含铜量为 990 万吨，含金量为 2,170 万盎司，银品位为 9,220 万盎司。在采矿的前 25 年中，Cascabel 预计平均年产量为 207,000 吨铜，438,000 盎司黄金和 140 万盎司白银。在过去两年中，厄瓜多尔吸引了希望增加铜敞口的大型矿商的一系列兴趣。这种高导电性金属需要用于可再生能源和电动汽车，但很少有新的大型矿床。据估计，全球铜业需要花费超过 1000 亿美元来建造矿山，到 2030 年能够弥补每年 470 万吨的供应缺口。

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；中国国内稳增长力度非常大，国内大型铜下游生产商依然在扩大生产，随着疫情管控有可能进一步放开，对铜需求将产生巨大利好；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，未来由于世界各地的铜处于严重的低库存状态，再加上中国的铜需求快速回复，这对铜价短期进一步上行非常有利。

### 三、国内稳增长力度空前，工业需求令铜进口增加

上周四央行行长易纲在香港金融管理局“国际金融领袖投资峰会”上表示，人民银行积极支持房地产行业健康发展，降低了个人住房贷款利率和首付比例，鼓励银行通过“保交楼”专项借款支持已售住房建设交付，支持刚性和改善性住房需求。央行行长易纲指出，要完善货币政策体系，维护币值稳定，促进经济增长。增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；深化金融改革，提升金融服务实体经济能力。加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，为推动经济高质量发展和维护国家经济安全提供坚实有力保障。上周四国家统计局原局长宁吉喆提出，优化税制结构。要加大消费环节税收调节力度，积极稳妥推进房地产税立法和改革，探索建立与数字经济发展相适应的税收制度。上周五商务部等 8 部门联合印发通知，在全国增设首都国际机场临空经济区、天津经济技术开发区、重庆两江新区、前海蛇口自贸片区等 29 个国家进口贸易促进创新示范区。截至目前，进口示范区已达 43 个。

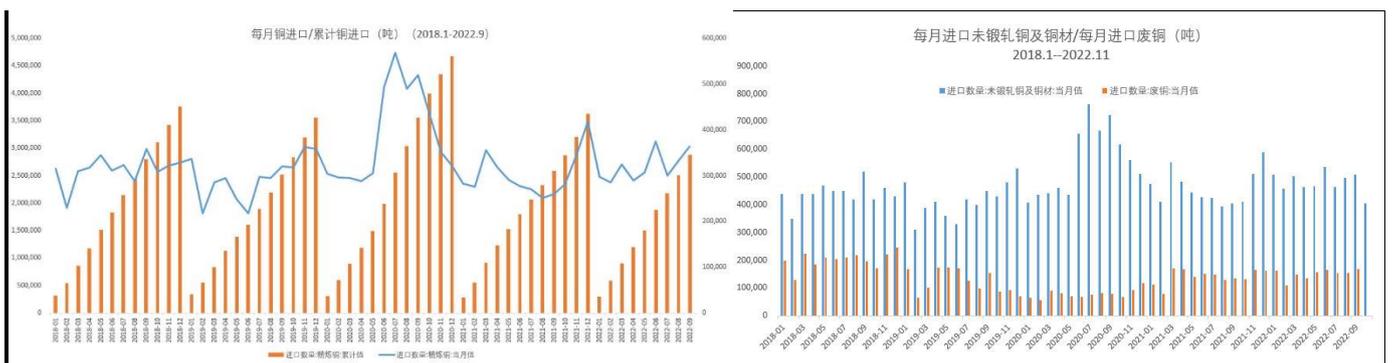
11 月 4 日晚，国家主席习近平以视频方式出席在上海举行的第五届中国国际进口博览会开幕式并发表题为《共创开放繁荣的美好未来》的致辞；习近平指出，5 年前，我宣布举办进博会，就是要扩大开放，让中国大市场成为世界大机遇；现在，进博会已经成为中国构建新发展格局的窗口、推动

高水平开放的平台、全球共享的国际公共产品。

国务院总理李克强欢迎德国总理朔尔茨访华，他表示，中德同为世界主要经济体，彼此交往日益增多，务实合作不断迈上新台阶；李克强指出，中方愿同德方加强贸易投资、制造业、疫苗等重点领域合作，积极推动建立应对气候变化合作机制，有序推动增加两国直航航班，更好便利双方人员往来。中国坚定不移走和平发展道路，坚持改革开放的基本国策，坚定奉行互利共赢的开放战略，开放的大门只会越开越大。

11月7日，国家发展改革委印发的《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》（以下简称《意见》）正式公开。文件共21条举措，大力度支持民间投资发展；发改委表示，民间投资占全社会投资一半以上，坚持“两个毫不动摇”，加大政策支持，用市场办法、改革举措激发民间投资活力，有利于调动各方投资积极性、稳定市场预期、增加就业岗位、促进经济高质量发展，助力实现中国式现代化。支持民间投资参与102项重大工程等项目建设；支持民间投资参与科技创新项目建设；支持平台经济规范健康持续发展。

图：进口精炼铜当月/累计值变动情况；每月进口未锻轧铜和铜材、进口废铜变化情况（2018.1-2022.11）



数据来源：WIND，冠通研究

11月7日中国海关总署的数据显示，2022年10月份中国未锻造铜以及铜制成品的进口量为404,414吨，比9月份的509,954吨减少20.7%。和去年同月相比，10月份的铜进口量降低1.5%。据市场进口商反馈，10月电解铜进口量预计下降明显，因提单和仓单在10月均表现减少，因此据Mysteel数据显示，10月电解铜预计进口量27.9万吨，同比增长4.69%，环比下降20%。据市场反馈，10月铜下游订单出现“断崖式”下降，其中以铜杆和铜管消费领域为主；企业表示，9月市场订单不错，当中一部分订单来自电网消费的增加，一部分来自家电补库后的带动。不过进入10月后，市场消费订单出现明显减少，由此可见，9月新增订单或来自前期订单的“遗留”，而消耗完积累的订单之后，市场再难有新的订单新增。另外10月汇率波动并不利于进口，进口盈利窗口较9月出现明显收缩；随着10月美元走强的表现，铜进口亏损幅度扩大，一定程度抑制铜进口量。最后国内冶炼企业铜产

量下半年逐步提升，高产能利用率持续生产，虽中途受电力供应紧张及疫情影响，但损失产量最终在9月、10月逐步补回，因此市场电解铜产出继续维持高产，铜进口量虽小幅下滑但仍维持高位。

智利 Codelco 将 2023 年发往中国的铜溢价报价提高 33%，对铜市场来说为利好消息，意味着 Codelco 对于 2023 年铜供需的看法是偏紧的，消息对当前市场炒作铜供给不足的行为提供了支撑。值得注意的是，除对中国客户调高 2023 年的铜溢价外，此前 10 月下旬，Codelco 也曾将 2023 年对欧洲买家的基准铜溢价上调 88%至 234 美元/吨。有报道指出 Codelco 大幅上调铜溢价的一个重要背景是俄罗斯生产的铜因制裁而受限，导致市场对俄罗斯以外地区所产铜需求增加，给予全球最大铜供应商 Codelco 更大的议价权。总的来看，Codelco 这一举动更多反映的是全球铜市场结构性供需错配，同时，俄罗斯铜在欧洲销售受阻，也可能更多地向中国发运，这将给予中国买家更多选择。这很有可能令中国买家提前买进低价折扣铜，利好国内铜下游生产商的生产。

#### 四、10 月份国内汽车特别是新能源汽车再创产销佳绩，利好铜价

本周二，乘用车市场信息联席会（CPCA）公布的 10 月份乘用车市场数据显示，10 月乘用车市场零售达到 184.0 万辆，同比增长 7.3%，增长平稳；10 月零售环比下降 4.3%，这也是自 2013 年以来首次出现“金九银十”的环比下降。10 月新能源乘用车零售销量达到 55.6 万辆，同比增长 75.2%，环比降 9.0%，1-10 月形成趋势性上升走势。1-10 月新能源乘用车国内零售 443.2 万辆，同比增长 107.5%。10 月新能源车国内零售渗透率 30.2%，较 2021 年 10 月 18.5%的渗透率提升 11 个百分点，自主品牌中的新能源车渗透率 52.9%。具体来看，比亚迪纯电动与插混双驱动夯实自主品牌新能源领先地位；以上汽、广汽、东风、吉利、奇瑞和长城为代表的传统车企在新能源板块表现突出。

图：国内每月汽车和新能源汽车销量/国内公共充电桩和北京/上海充电桩变动情况（2018.1-2022.10）



数据来源：WIND，冠通研究

10 月新能源乘用车批发销量达到 67.6 万辆，同比增长 85.8%，环比增 0.4%，在车购税减半政策

下，新能源车不仅没有受到影响，持续环比改善超过预期。1-10月新能源乘用车批发501.5万辆，同比增长110.8%。新能源车市场方面，供给改善叠加油价上浮预期带来市场火爆，油价上涨而电价锁定，带动电动车订单表现持续较强。10月的新能源车与传统燃油车环比走势都受到个别地区防疫措施的影响，闭店情况较突出。各地防疫管控力度大，店头重要集客方式均有一定影响，改变了年末旺销规律，形成相对平淡的“金九银十”。10月新能源车厂商批发渗透率30.8%，较2021年10月18.4%的渗透率提升12个百分点。10月，自主品牌新能源车渗透率47.7%；豪华车中的新能源车渗透率31.4%；而主流合资品牌新能源车渗透率仅有4.7%。10月纯电动批发销量50.8万辆，同比增长69.6%；插电混动销量16.7万辆，同比增长161.6%。10月B级电动车销量13.2万辆，同比增长62%，环比下降8%，占纯电动份额26%。纯电动市场的A00+A0的经济型电动车市场也在崛起，其中A00级批发销量12.8万辆，同比增长25%，环比增长5%，占纯电动的25%份额；A0级批发销量10万辆，占纯电动的20%份额；A级电动车占纯电动份额27%；各级别电动车销量相对均衡化。

10月31日，交通运输部召开10月例行新闻发布会，交通运输部公路局副局长顾志峰介绍，目前，江西、河南、湖南等多地省级交通运输主管部门已结合实际，会同本省能源局、电网公司等单位，制定印发了具体实施方案，加快推动公路沿线充电基础设施建设。据统计，全国已有3974个高速公路服务区建成充电桩16721个，新增建设充电桩的高速公路服务区872个，充电桩3347个，较《行动方案》印发前分别增长28%和25%。据中国电动汽车充电基础设施促进联盟统计，截至2022年9月，联盟内成员单位总计上报公共类充电桩保有量163.6万台，占比36%；私有桩保有量285.2万台，占比64%。对公共充电桩来说，直流充电桩和交流充电桩两大类型占比结构较为稳定。其中交流充电桩93.1万台，直流充电桩70.4万台，占比分别为68.2%和31.8%。截止到2022年9月底，我国充电桩保有量已从2015年的6.6万台上涨到448.8万台，8年来扩张了68倍。根据国家有关规划和预测，到2025年，全国新能源汽车新车保有量将超过4000万辆。政策要求适度超前建设充电桩，充电桩建设支持力度将提升，参考历年车桩比值，我们预计2022-2025年车桩比将由3:1左右提升至2.5:1，预计到2025年充电桩保有量将达到1654万台（包含公共桩及私人桩），其中公共桩保有量将达到661.44万台，私人桩保有量将达到992万台。

整体看，1辆新能源汽车的铜消耗量相当于3辆传统的燃油车，大量的充电基础设施也需要大量的铜作为基础原材料，铜需求在整个新能源技术体系中的地位非常重要，不可或缺，这些都支持了国内铜价的相对坚挺。

## 四、全球铜库存严重偏低是支撑铜价小幅上行的主因

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。

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）（2018.1-2022.11）



数据来源：WIND，冠通研究

截至 11 月 5 日，伦敦金属交易所(LME)铜库存减少 4050 吨至 84550 吨，跌幅 4.57%；截至 1 月 4 日，上期所周度库存减少 4376 吨至 59064 吨，跌幅 6.90%；截至 11 月 7 日，上期所沪铜期货仓单 19227 吨，较前一日增加 526 吨。截至 11 月 8 日，伦敦金属交易所(LME)铜库存减少 1475 吨至 83075 吨，跌幅 1.74%；截至 11 月 8 日，上期所沪铜期货仓单 21410 吨，较前一日增加 2183 吨。截至 11 月 9 日，伦敦金属交易所(LME)铜库存减少 2100 吨至 80975 吨，跌幅 2.53%；截至 11 月 9 日，上期所沪铜期货仓单 22558 吨，较前一日增加 1148 吨。最近一周，LME 铜库存累计减少 21250 吨，减少幅度为 20.79%；最近一个月，LME 铜库存累计减少 62800 吨，减少幅度为 43.68%。

从基本面来看，全球显性库存持续走低是此次铜价走强的重要因素之一。数据显示，11 月第一周，LME、COMEX 以及上期所铜库存分别下降至 8.9 万吨、3.3 万吨和 1.9 万吨。LME 和上期所库存在经历 9-10 月的小幅上升后再次降至年内低位，COMEX 库存维持下降趋势，基本面延续偏紧态势。目

前三大交易所加上中国保税区库存仅剩不到一周的使用量，其中保税区库存仍在海外经济衰退和中国旺季转淡的背景下逆势下降。我国作为一个一年铜消耗量高达 2000 多万吨的制造业大国，上海期货交易所的铜库存竟然只有 2 万多吨，这样的低库存简直到了让人不可思议的地步。

美国在明年上半年之前仍将继续加息，加息空间仍有 100 至 125 基点。铜价在今年四季度显然面临更多不确定性，目前铜价击穿前期反弹小高点 64500 元/吨附近并继续震荡上行，目前已经逼近 67000 关口附近，若铜价能稳定在 65000 一线上方，不排除铜价有挑战 70000 元/吨整数关口的可能。若铜价不能守住 65000 元/吨整数关口，则铜价有跌回 60000 元一线的可能，目前来看，铜价能否长时间守住 65000 元上方仍有很大疑问。由于全球的铜库存都在极低水平，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；但美国共和党若在中期选举中大获全胜，美联储存在放缓加息甚至提前转向的可能，这将进一步利好铜价。

### 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、国内疫情管控进一步放松，铜需求快速上升；
- 3、美国中期选举共和党大胜，美联储提前结束激进加息政策。

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：010-85356596

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。