

冠通期货研究咨询部
2022年11月16日

美国通胀下滑，加息预期减弱助力铜价反弹

摘要

□ 摘要

铜：美国中期选举基本结束，民主、共和两党分别控制参议院和众议院，分裂政府预期利好美国未来的股市和经济；美国10月CPI/PPI水平明显下滑，显示美联储加息取得效果，美元指数快速下滑，美股美债明显反弹，利好美元铜价；近期海外铜价触及8600美元/吨阶段高点，国内铜期货主力合约价格触及68000元/吨上方，较7月低点反弹超20%；铜价短期内仍有上攻潜力；近期国内国外数据均显示目前铜库存仍在历史低位，这成为铜价经常性反弹的最主要动力；由于海外经济衰退的可能性始终存在，未来铜价仍有可能继续震荡。

风险点：

- 1、美国通胀水平快速下降，美联储超预期结束加息；
- 2、国内疫情管控进一步放松，铜需求快速上升；
- 3、美国和欧洲经济减速甚至衰退提前到来，铜需求超预期下滑。

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)

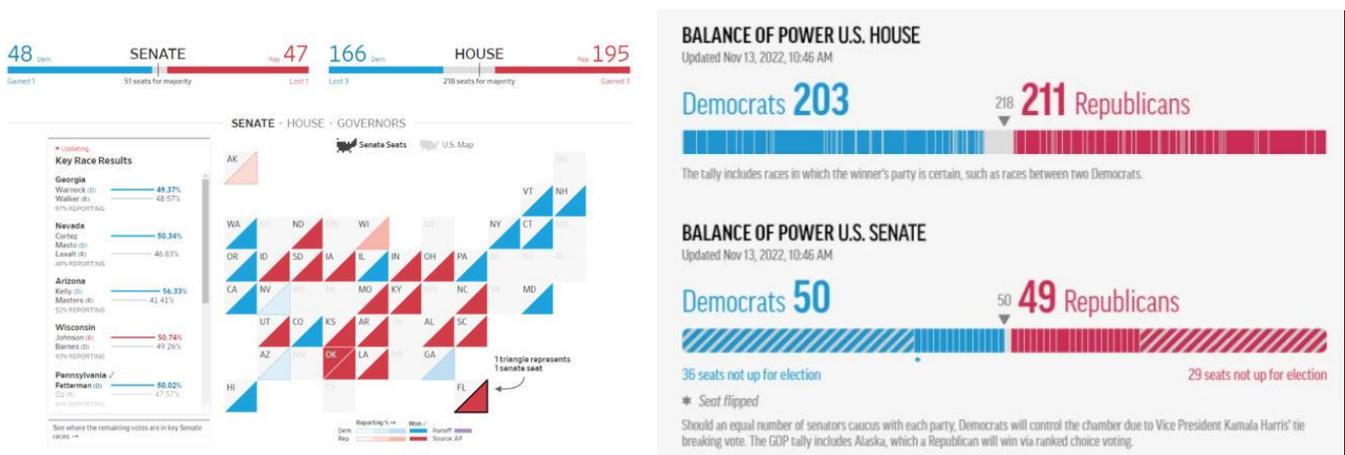
公司网址：

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

一、美国中期选举结果符合预期，通胀水平出现明显下滑

当地时间 11 月 8 日，美国总统拜登将迎来任期内第一次中期选举，将为其剩余任期定下基调。届时，美国国会众议院的全部 435 席、参议院 100 席中的 35 席，以及美国 50 个州的 36 个州长职位也均将面临改选。截至北京时间上周四（11 月 10 日）凌晨，即美国当地时间 9 日 18 时，共和党在众议院获得 201 席，参议院获得 49 席；民主党在众议院获 182 席，参议院获 48 席。尽管共和党当前在夺取众议院控制权竞争中处于领先地位，一些竞争激烈且关键的竞选也尚未举行，但就参议院的胶着比分而言，共和党的“全面胜利”已基本无望。截止北京时间 11 月 13 日，在堪称势均力敌的围绕众议院 435 个改选席位的激烈角逐中，与民主党获得 205 席位相比，在野党共和党已经锁定了其中的 217 席，距离向过半数的 218 席位发起了最后的冲刺。民主党在此前已经在拥有 100 个席位的参议院角逐中，率先获得 50 席位，加上执政党副总统 1 个裁决席位，将维持 51 席位的过半数优势，因此一旦共和党获得众议院过半数优势，美国联邦国会的参众两院将出现多驴象两党各自占据两院之一的所谓“扭曲国会”状态。

图：截止美东时间 11 月 9 日凌晨/11 月 13 日凌晨的美国中期选举初步统计结果；（2022. 11. 15）



数据来源：WIND，冠通研究

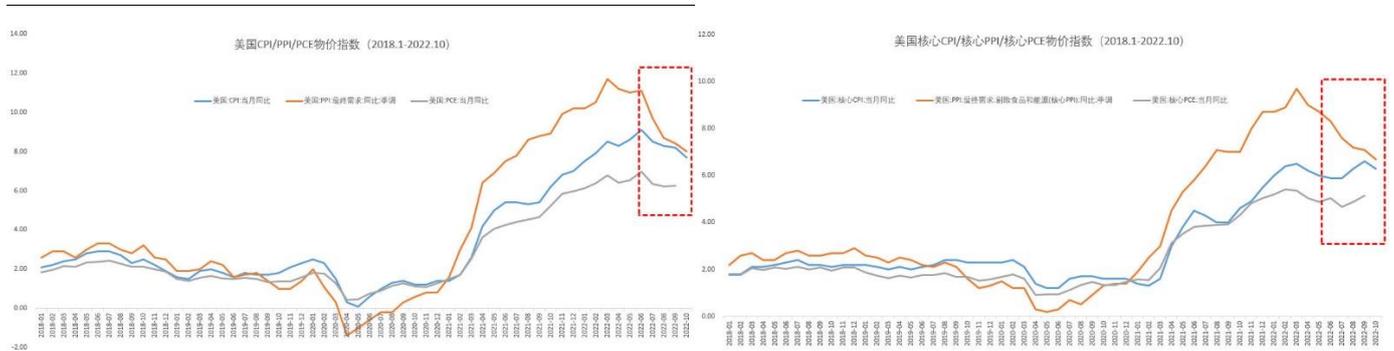
本次中期选举，根据美国 Optiver 的统计预测数据显示，如果共和党获胜，标普 500 指数将上涨 0.7%，如果民主党保住国会，标普 500 指数将下跌 3.3%。美国国内有分析指出，政治上的不利因素使民主党赢得众议院的机会非常渺茫；如果共和党赢得对众议院的控制，预计共和党将对拜登的政策发起挑战，比如可能利用对债务上限的摊牌来迫使削减支出。现在看来，共和党已经成功赢得众议院，拜登政府后两年的各类政策都将遇到国会的巨大阻力。

市场期望最好的情况是共和党取得两院控制权，这样就能阻止民主党在未来两年内颁布更多的新法案，减少不确定性；华尔街机构 Bokeh Capital Partners 首席投资官 Kim Forrest 表示：美国政

府分裂是件好事，政府什么事都做不成，未来两年也不会再有不确定性；当企业了解竞争环境时，它们就能运营，如果共和党人在民主党总统期间控制国会，那将给美国企业带来一些确定性；LPL Financial 策略师 Barry Gilbert and Jeffrey Buchbinder 写道：最大的政策影响是，如果我们有一个混合政府，将更难通过任何立法..... 这将消除任何对家庭或企业增税的重大风险；**分裂的政府往往利好市场。数据显示，自 1951 年以来，分裂政府下标普 500 指数的年回报率为 17%，而平均回报率为 12%。**

上周四（11 月 10 日）美国劳工统计局数据显示，美国 10 月 CPI 同比上涨 7.7%，市场预期 7.9%，较前值的 8.2% 大幅回落，为 1 月份以来最低水平；10 月 CPI 环比上涨 0.4%，市场预期 0.6%，前值 0.4%；市场高度关注的核心通胀率同样好于预期，剔除波动较大的食品和能源后，10 月核心 CPI 同比上涨 6.3%，市场预期 6.5%，前值 6.6%；核心通胀环比上涨 0.3%，市场预期 0.5%，相比前值 0.6% 大幅回落；数据显示，核心服务通胀目前处于 1982 年以来的最高水平，涨幅超过商品通胀；环比来看，核心商品成本下降，服务与食品成本通胀上扬。美国 10 月 CPI 数据发布后，美联储放缓加息的鸽派预期重燃，美股期货短线飙升，纳指期货涨超 3%，美元指数短线下挫约 100 点；美国 10 月 CPI 公布后，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 80.6%，加息 75 个基点的概率为 19.4%；到明年 2 月累计加息 75 个基点的概率为 50.7%，累计加息 100 个基点的概率为 42.1%，累计加息 125 个基点的概率为 7.2%。

图：美国每月 CPI/PPI/PCE 物价指数/美国每月核心 CPI/PPI/PCE 物价指数变化；(2018.1-2022.11)



数据来源：WIND，冠通研究

上图可看出，进入 3 季度以来美国各月份的 CPI、PPI 和 PCE 物价指数下滑都比较明显，CPI 和 PPI 下滑速度比较快，凸显美联储连续加息 6 次确实对高通胀有一定的遏制作用；但右图中，只有核心 PPI 下降速度比较快，核心 CPI 和核心 PCE 物价指数最近几个月下降并不顺利，这显示美联储抗击通胀的任务确实“远未完成”，停止加息甚至降息短期仍不现实，但放慢加息幅度是可以的。

低于预期的美国 10 月 CPI 数据发布后，美联储多位高官表态，支持放缓加息步伐，同时强调他们

遏制高通胀的决心，指出放慢加息步伐不代表更宽松的政策；费城联储主席 Patrick Harker 表示，鉴于我们已经累计进行了一系列收紧政策，在接下来的几个月里，伴随着我们接近足够紧缩，预计美联储将放慢加息步伐。但我想明确的一点是，加息 50 个基点仍然很多。达拉斯联储主席 Lorie Logan 表示，“虽然我认为放慢加息步伐可能很快就合适了，这样我们才能更好地评估金融和经济状况如何演变，但我也认为放慢加息步伐不应代表更宽松的政策。” Logan 表示，CPI 数据令人欣慰，但仍有很长的路要走。旧金山联储主席 Daly 表示，美国通胀数据带来了“好消息”。Daly 还称，她对 2023 年底时的通胀率预期高于美联储此前发布的；Daly 指出，美联储必须下定决心把通胀率降回 2%。堪萨斯城联储主席 George 表示，美国已经从持续、激进的加息行动中看到了成果。美联储政策制定者在进一步收紧政策时，采取更加慎重的做法可能是合适的。美联储高官表态鸽派，推动美股大幅反弹。纳指盘中涨超 6%，纳斯达克 100 指数也涨超 6%，标普 500 指数上涨 4.6%，道指反弹超千点、创 2022 年迄今最大盘中涨幅。美债收益率暴跌，投资者更加坚定地押注美联储将在 12 月将加息幅度缩减至 50 个基点。

上周五（11 月 11 日）美国 11 月密歇根大学消费者信心指数初值 54.7，创四个月新低，预期 59.5；分项指数方面，现况指数初值 57.8，预期为 62.8；预期指数初值 52.7，预期为 55.5；市场备受关注的通胀预期方面，1 年通胀预期初值 5.1%，符合预期，10 月终值为 5%；5 年通胀预期初值 3%，预期 2.9%，10 月终值为 2.9%；通胀预期的上升，拖累消费者信心创下四个月新低；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，通胀预期的持续不确定性表明，未来通胀仍有可能变得根深蒂固。高收入消费者对前景的评估，因股市和房地产市场的持续动荡而黯淡，他们未来可能会缩减支出；由于整体情绪仍然低迷，这些因素凸显了未来几个季度出现衰退的风险。周日（11 月 13 日）美联储理事沃勒表示，美联储现在可能开始考虑放慢加息步伐，但他警告说，通胀数据“只是一个数据”，之后还需有其他类似的数据，才能令人信服地表明通胀正在放缓；本周一（11 月 14 日）美联储副主席布雷纳德表示，美联储准备开始以较小幅度加息，同时强调美联储的“决心”，即只要有必要，就将继续加息，以抗通胀急升；布雷纳德在接受采访时虽然强调，美联储还有更多的工作要做，但她表示，美联储可能很快就会放缓加息步伐，并试图弄清楚借款成本需要达到多高，以及应该在那里停留多长时间才能将通胀降下来。**最新数据显示，联邦基金利率期货交易员认为，美联储 12 月会议上加息 50 个基点的可能性为 89%，加息 75 个基点的可能性只有 11%。**

在中期选举基本尘埃落定、美国通胀水平在美联储连续加息后出现明显下滑之际，华尔街知名机构普遍认为，股市债市将迎来上涨，通胀水平将继续下降。摩根士丹利预计 2023 年全球股票、债券和信用债都将出现反弹，建议投资者停止持有现金；该行预计，美国 2 年期和 10 年期国债收益率 2023 年底将为 3.50%，意味着收益率曲线将明显变陡；美元处于最后一波上涨行情，本季度料将见顶，然

后在 2023 年将下跌。高盛预计，到 2023 年 12 月，美联储青睐的通胀指标——核心个人消费支出 (PCE) 物价指数的升幅将从目前的 5.1% 下降到 2.9%；因供应链问题缓解、房价涨势见顶以及工资增长放缓。本周一（11 月 14 日）瑞银在最新的报告中警告，美联储持续的快速 QT 可能危及货币市场的稳定；瑞银认为，受美国债务上限临近及可能的经济衰退影响，美联储的量化紧缩（QT）将在 2023 年中期结束。这较市场主流预期时间点提前一年半；随着美联储资产负债表上的资产减少，在其他条件不变的情况下，美国国内银行系统的准备金余额（美联储资产负债表上的负债）水平将下降。过低的准备金余额可能导致隔夜资金市场或回购市场出现大范围波动。

几乎已经确定的加息幅度放缓和美元指数下滑，导致了美元铜价的明显反弹。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/吨附近持续震荡，但在美国中期选举期间铜价快速反弹，最高抵达 8600 美元/吨；外盘铜价在这期间从最低点到最高点的整体向上振幅达 23.6%。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%；之后长时间震荡整理，美国中期选举期间反弹至 65000 元/吨上方，目前最高抵达 68420 元/吨；内盘铜价在这期间从最低点到最高点的整体向上振幅达 28%。目前不排除铜价到达阶段性高点之后进入震荡整理，但内盘震荡仍明显强于外盘。

种种迹象显示铜价很有韧性，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；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

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%。智利国营 Codelco 的 Chuquibambilla 冶炼厂将在本月进行重大检修，该公司称维修时间将比预期长，为 135 天，而不是 90 天。

11 月 4 日，秘鲁南部通道廊沿线 Chumbivilcas 省的 Tuntuma 及 Huincho 社区以及 Paruro 省的

Coyabamba 社区堵路，影响了 Las Bambas（隶属中国五矿集团 MMG）的运输物流，使得该矿山面临继二季度以来的新的中断运营威胁。目前，该公司已与 Coyabamba 社区达成协议，恢复供应物流，生产未受到明显影响，现公司正与另外两个社区合作解决剩余的路障。

外媒 11 月 16 日消息：周二位于智利北部的世界最大铜矿——埃斯孔迪达铜矿的工人宣布，下周将举行为期三天的罢工，以抗议埃斯孔迪达铜矿的“严重安全事件”。埃斯孔迪达矿业工会在一份声明中说，2400 多名矿工将从下周一到周三进行罢工。这一决定是由于该铜矿存在严重的安全事件。例如三起火灾，工会可以确认资方没有采取必要的预防和安全措施。智利是世界上最大的铜生产国，年产量为 560 万吨，接近整个全球产量的三分之一。埃斯孔迪达的控股股东为必和必拓公司。2017 年埃斯孔迪达铜矿工人曾举行创纪录的 44 天罢工，导致必和必拓损失了 7.4 亿美元。2021 年 8 月，随着劳资双方签署一项新的集体协议的，避免了工会威胁举行的罢工。当地媒体称，每个工人都因为在疫情期间的辛勤工作而获得近 27000 美元的奖金。埃斯孔迪达是位于安托法古斯塔的露天矿，每年生产近 110 万吨铜。工人们声称，最近事故令工人面临严重的风险，并指责必和必拓反对工会，侵犯工人的基本权利。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

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。

据外电 11 月 9 日消息，位于刚果民主共和国的卡莫阿-卡库拉（Kamoa-Kakula）铜矿 10 月生产了 33,379 吨过滤后的铜精矿。截至 10 月底，还有 5,786 吨未过滤的浮选铜库存。这标志着该矿连续第二个月年化产量超过 40 万吨。卡莫阿-卡库拉所有者艾芬豪矿业表示，第一期和第二期的磨矿和浮选继续以超设计产能运行。10 月，第一和第二期的磨矿产量为 713,439 吨，相当于年运行率在 860 万吨。本月，加工组对第二阶段选矿厂的开工率进行了压力测试，在 24 小时内磨矿产量达到约 14,000 吨，这相当于第一期和第二期选矿年产量为 930 万吨。Ivanhoe 发布三季报，与紫金矿业合资的卡莫阿铜业，按 100%权益计算，2022 年三季度处理矿石 208.2 万吨，生产精矿含铜 9.8 万吨，运营方面，2022 年三季度销售 9.4 万吨铜，销售收入 4.6 亿美元，营业利润 2.2 亿美元，EBITDA 2.5 亿美元。该

铜矿是新世纪全球最重大的铜矿发现，拥有资源储量超过 4369 万吨，未来将成为全球品味最高的大型铜矿。全面开发后，高峰期年产铜超过 80 万吨，有望成为全球第二大铜矿。紫金矿业是卡莫阿-卡库拉世界级铜矿山的最大权益持有者，合计权益约 45%。

Nevada Copper 最近完成了一项 1.23 亿美元的融资计划，以支持 Pumpkin Hollow（位于美国内华达州）地下矿山的重启和扩建，其重点是开发 EN 区更大、更高品位的采场，区域包含该矿地下铜储量的最高价值区域。截至目前，地下工作人员现已过渡到最后的堤坝穿越工作，预计将在 2023 年初完成。该矿于 2019 年底首次投产，年产量为 5000 万磅铜、8000 盎司金和 15 万盎司银，寿命为 13.5 年。

Hudbay Minerals 正在勘探并估算秘鲁的 Llaguen 项目资源，初步估计包括 2.71 亿吨铜当量为 0.42% 的推测资源以及 8300 万吨铜当量为 0.30% 的推断资源。Llaguen 矿产资源的高品位岩心包括 1.13 亿吨含铜当量 0.60% 的推测资源和 1600 万吨含铜当量 0.52% 的推断资源。该矿位于秘鲁 La Libertad 地区的 Trujillo 市附近，海拔中等，接近现有的基础设施、水和电力供应。

American Eagle Gold 发布了其 2022 年 NAK 项目的第一个孔的勘测结果，该项目位于不列颠哥伦比亚省（加拿大）中西部的 Babine 铜金斑岩区。从分析结果来看，证实并扩展了 NAK 历史上发现的铜-金南部带，该区域通常显示基岩表面的强金和铜。矿化在 29.3 米（冰川覆盖层下基岩深度）至 155.5 米之间的洞中发育，125.78 米的铜当量为 1.02%。直到 251 米深（221.28 米，铜当量 0.68%），它都保持坚挺。

11 月 11 日，全球最大的铝和铜等大宗商品交易所伦敦金属交易所（LME）发布公告表示，在分析了金属行业的反馈后，得出结论，大部分市场参与者仍计划在 2023 年继续采购俄罗斯金属。因此，LME 目前决定不禁止俄罗斯金属的交割，也不建议对俄罗斯库存量设置门槛。公告称：LME 目前并未提议禁止新俄罗斯金属的认股权证，也没有对 LME 仓库允许的俄罗斯库存数量施加门槛或限制，我们认为 LME 不应对市场采取或强加任何道德判断。同时，LME 在公告中称将继续监控仓库中俄罗斯金属的流动情况，从 2023 年 1 月起定期发布报告，详细说明 LME 仓库中的俄罗斯金属的百分比。

以上各类消息和报道可以看出，近期铜矿大规模减产消息很少，但新铜矿进入投产和既有铜供应端企业增产的消息较多。尽管南美铜业大国智利和秘鲁铜矿依生产依然存在诸多问题，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，工业需求支撑铜进口和铜价

上周四（11月10日）中国银行间市场交易商协会表示，继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资；预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。11月10日晚间交易商协会公告称，已经受理了知名房企龙湖集团200亿元储架式注册发行，中债增进公司同步受理了龙湖的增信业务意向。

上周五（11月11日）受外围影响，A股三大股指早盘均大幅高开，沪指开盘涨2.09%，收复3100点，创业板指一度涨超3.7%，随后震荡回落涨幅收窄。午后，三大指数纷纷大幅拉升；截至目前，沪指涨2.24%，深成指涨2.81%，创业板指涨3%；北向资金午后净流入超100亿元。MSCI亚太指数涨4.4%，为2020年3月以来最大涨幅。上周二，乘用车市场信息联席会（CPCA）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月新能源乘用车零售销量达到55.6万辆，同比增长75.2%；整体看，国内股市上涨气氛大为改善，叠加新能源汽车在市场快速渗透，非常利好国内的铜需求前景，当然也利好铜价。

中国人民银行11月10日公布的数据显示：10月份人民币存款减少1844亿元，同比多减9493亿元，前值为增加2.63万亿元；10月份人民币贷款增加6152亿元，同比少增2110亿元，前值为增加2.47万亿元；10月份社会融资规模增量为9079亿元，比上年同期少7097亿元，前值为3.53万亿元；10月末，社会融资规模存量为341.42万亿元，同比增长10.3%，前值为340.65万亿元。表面上看，社融下降；但国内有经济学家指出，在5000亿元专项债结存限额盘活以及剩余额度基建资本金投放带动下，基础设施建设项目配套融资继续跟进；同时9月末起，各大银行加快2000亿元设备更新改造贷款和制造业中长期贷款投放，10月银行负债端继续新增1543亿元抵押补充贷款（PSL），均带动对公中长期贷款维持较高景气度。“企业信贷需求延续扩张，这主要是国内积极落实助企纾困、稳投资、扩内需政策，引导金融机构加大企业支持力度，提振企业信贷需求，宽信用政策效果显现。”

11月15日国家统计局数据显示，10月份社会消费品零售总额40271亿元，同比下降0.5%；1—10月份，社会消费品零售总额360575亿元，同比增长0.6%；10月份，规模以上工业增加值同比增长5.0%；1—10月份，规模以上工业增加值同比增长4.0%；1—10月份，全国房地产开发投资113945亿元，同比下降8.8%；其中，房屋新开工面积103722万平方米，下降37.8%。商品房销售面积111179万平方米，同比下降22.3%，商品房销售额108832亿元，下降26.1%。

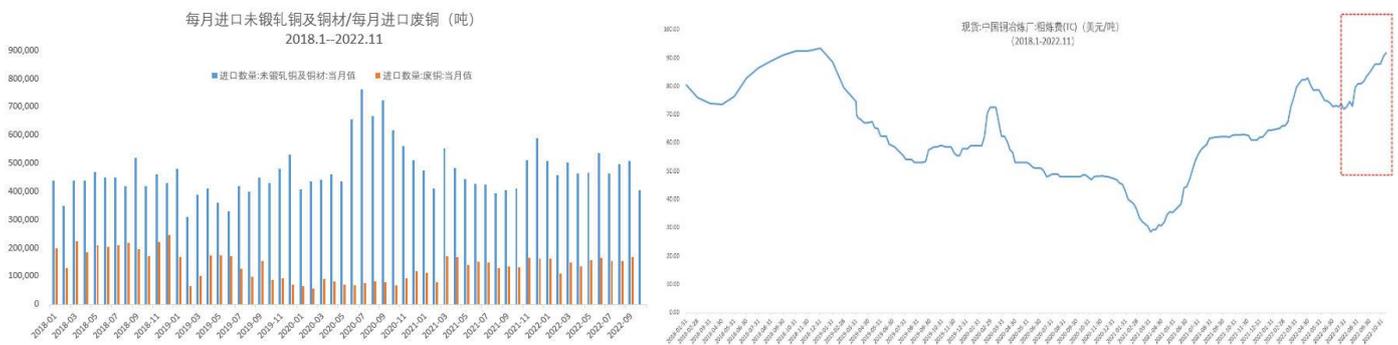
11月12日下午，国务院总理李克强在柬埔寨金边会见出席东亚合作领导人系列会议的国际货币

基金组织总裁格奥尔基耶娃。李克强表示，世界经济金融高度融合，面对当前诸多挑战，没有哪个国家可以独善其身。各国应加强合作与宏观经济政策协调，形成合力，维护世界经济稳定，防止陷入衰退。这也有利于维护世界和平与稳定。

当地时间 11 月 14 日下午，国家主席习近平在印度尼西亚巴厘岛同美国总统拜登举行会晤。习近平指出，……当前，中美关系面临的局面不符合两国和两国人民根本利益，也不符合国际社会期待；我们作为中美两个大国的领导人，要起到把舵定向的作用，应该为两国关系找到正确的发展方向，推动中美关系向上提升；政治家要思考和明确本国的发展方向，也要思考和明确同他国、同世界的相处之道。可见，无论在国内还是国外，无论是党和国家的最高领导人还是国内个政府部门，近期在政策层面稳增长、稳预期、保就业、强化发展信心的举措非常之大，执行力度空前，这显然对重要的工业金属——铜，是非常有利的。

根据中国海关统计，10 月，我国进口未锻轧铜及铜材 404,413.7 吨，进口额达 230.5 亿元；1-10 月份，我国进口未锻轧铜及铜材 4,817,770.1 吨，同比增长 8.8%；进口额达 3,003.7 亿元，同比增长 11.6%。铜矿砂及其精矿：10 月，我国进口铜矿砂及其精矿 186.9 万吨，进口额达 257.2 亿元。1-10 月份，我国进口铜矿砂及其精矿 2,076.0 万吨，同比增长 8.4%；进口额达 3,178.4 亿元，同比增长 5.5%。

图：每月进口未锻轧铜和铜材、国内铜冶炼厂每月进口铜精矿粗炼费 TC 变化情况（2018.1-2022.11）



数据来源：WIND，冠通研究

铜精矿方面，截止上周五（11 月 11 日）SMM 进口铜精矿指数（周）报 90.55 美元/吨，较上期 11 月 4 日指数增加 2.39 美元/吨。除 12 月船期的货物外，1 月份船期的货物开始逐步活跃在铜精矿现货市场。买卖双方的成交/可成交 TC 继续上移，买方的可成交甚至达到 90 美元中位，但现货 TC 的成交区间较大。短期内，现货 TC 或将在高位继续维持。现下临近炼厂与矿企的 2023 年度铜精矿长单谈判，预计于本周开启第二轮的长单谈判或将涉及加工费数字交换，炼厂预期普遍倾向乐观。首先，作为年度 Benchmark 前哨的半年度长单好于去年同期，6 月 29 日江西铜业、铜陵有色和金川集团与

Antofagasta 敲定 2023 年全年 50%的铜精矿供应量加工费为 76 美元/吨，这个数字去年同期为 50 中位。其次，CSPT 小组并敲定四季度的现货铜精矿采购指导加工费为 93 美元/吨及 9.3 美分/磅，较三季度现货铜精矿采购指导加工费上涨 13 美元/吨。再次，11 月 11 日 SMM 进口铜精矿指数创诞生以来新高，提振市场情绪。最后，根据 Benchmark 第一轮谈判结果，双方对明年铜精矿宽松格局的预期保持一致。考虑 2023 年铜精矿供应量将过剩，预计 2023 年度进口铜精矿指数为 80 美元低位。

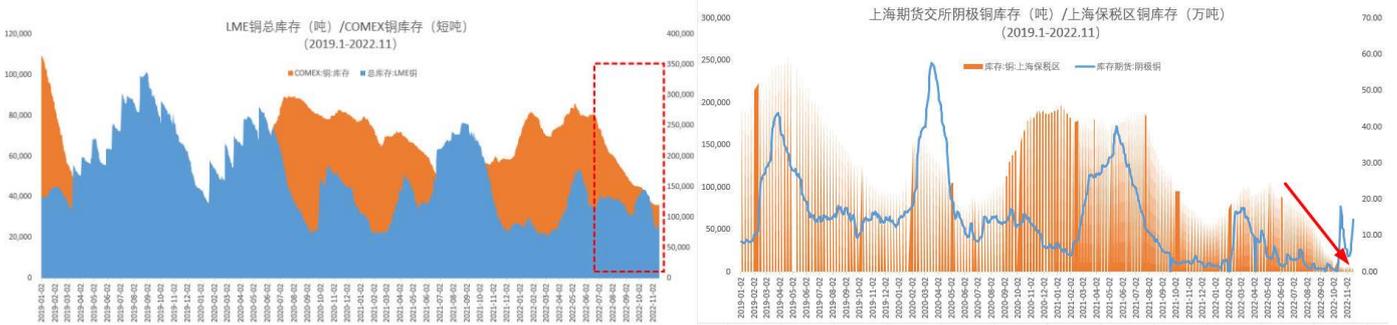
今年以来，国内货币政策支持力度不减，货币环境保持适度宽松。10 月 M2 同比维持高位。央行数据显示，10 月 M2 同比增长 11.8%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 3.1 个百分点，市场流动性维持合理充裕。市场分析认为，国内通胀放缓打开了信贷和金融政策空间，宏观政策加力提振内需的必要性不断提升。后续稳内需政策仍需适度发力，促进经济加快恢复。近日，央行、银保监会共同发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，涉及保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等 16 项政策措施；11 月 11 日优化疫情防控的 20 条措施发布，进一步提升了防控的科学性、精准性，预计 11 月中下旬疫情对消费的负面扰动将有所缓解。10 月制造业投资累计同比增长 9.7%，比前值下滑 0.4 个百分点，但其中不仅专用设备和通用设备的投资增速维持在高位，高技术制造业投资同比增长 23.6%，远高于总增速，成本优势和产业链优势对经济形成较强支撑力。国内有媒体分析称，三大原因令制造业投资增长：一是国内低成本优势和新能源产业链对化工、有色、汽车、电气机械行业形成支撑；二是国内技术改造、产业升级、绿色转型、汽车消费景气也对机械设备、新能源汽车等行业形成支撑；三是设备更新改造专项再贷款等政策提振了制造业景气度。

四、全球铜库存严重偏低是支撑铜价高位震荡的主因

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 222558 吨，较前一日增加 1148 吨。截至 11 月 10 日，伦敦金属交易所 (LME) 铜库存减少 950 吨至 80025 吨，跌幅 1.17%；截至 11 月 10 日，上期所沪铜期货仓单 25006 吨，较前一日增加 2448 吨。截至 11 月 11 日，伦敦金属交易所 (LME) 铜库存减少 2150 吨至 77875 吨，跌幅 2.69%；截至 11 月 11 日，上期所周度沪铜库存增加 17112 吨至 76176 吨，涨幅 28.97%，增近三成，周度但整体库存水平仍不高；截至 11 月 14 日，上期所沪铜期货仓单 49433 吨，较前一日增加 17186 吨。截至 11 月 16 日，伦敦金属交易所 (LME) 铜库存减少 300 吨至 89675 吨，跌幅 0.33%；截至 11 月 16 日，上期所沪铜期货仓单 61976 吨，较前一日增加 315 吨。

此外，上海保税区铜库存 10 月底降至 2.15 万吨，为 2016 年下半年以来最低水平，而 7 月初仍有 26.2 万吨。11 月 14 日，上海保税区铜库存竟然“不可思议”的降至 1.2 万吨，虽然近期反弹至 2.51 万吨，但仍处于 0.3%这一极低水平。保税区铜库存起着“蓄水池”“安全垫”的作用，对调节国内铜供应至关重要。极低的保税库存意味着“蓄水池”功能降低。目前全球铜供应链仍扰动频频，作为重要的战略物资，一旦供应链受到冲击，进口货源补充难以跟上，将放大铜价波动范围，对国家物资供应安全和企业生产运营产生重要影响。

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/万吨）（2019.1-2022.11）



数据来源：WIND，冠通研究

由于过去几年的新冠疫情，全球主要经济体加大财政与货币刺激政策，消费透支了金属需求，金属市场一些品种出现库存耗尽的现象，其中代表性的就是铜。从更长的时间范围来看，全球在向清洁能源转型的过程中，可再生能源基础设施建设将需要更多的铜。S&P Global 在最近的一份报告中预测，到本世纪中叶，全球对铜的年需求量将达到 5300 万吨。根据美国地质调查局的数据，这是目前 2100 万吨全球矿山产量的两倍有余。

从国内情况来看，目前我国在绿色能源产业方面处于全球前列。虽然国内传统电网投资、房地产相关领域的需求在减少，但新能源领域的快速发展弥补了传统领域需求下降造成的缺口。一辆电动车大约需要 85 公斤铜。数据显示，1—10 月我国新能源汽车销量 528 万辆，同比增长 1.1 倍。加上与之相关的充电桩建设，预计今年新能源汽车领域带来的铜需求增长逾 20 万吨。与传统能源系统相比，可再生能源系统需要耗费 12 倍的铜。2021—2025 年，风电年均装机量 5000 万千瓦时，预计带动铜年均消耗 30 万吨；光伏年均装机量 7000 万千瓦时，带动铜年均消耗 22.4 万吨。根据测算，2021—2025 年，“碳中和”目标将推动我国铜消耗每年增加 80 万吨以上。

从全球范围内来看，未来 20 年里，每年都需要增加 100 万吨的产量，相当于每年要新发现一个 Escondida 铜矿。然而，目前新矿藏的发现越来越难，开发成本越来越高。

2020年，我国铜消费量已逼近1450万吨，全球占比约为60%。而目前，上海期货交易所加上上海保税区的全部铜库存，大概只相当于我国全年铜需求量的0.5%左右，这样的低库存简直到了让人不可思议的地步，国内铜价相比伦铜美元铜价更加坚挺和容易上涨，原因主要就是低库存。

美国在明年上半年之前仍将继续加息，加息空间仍有75至100基点。铜价在今年四季度虽有不确定性，但整体震荡上涨的可能性越来越大。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，目前已经触及68000元/吨上方，若铜价始终能稳定在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；但美国国会在中期选举中已经造就了未来两年的“扭曲国会”和“分裂政府”，美联储存在放缓加息甚至提前转向的可能，这将在一定时期内利好铜价。

风险提示

- 1、美国通胀水平快速下降，美联储超预期结束加息；
- 2、国内疫情管控进一步放松，铜需求快速上升；
- 3、美国和欧洲经济减速甚至衰退提前到来，铜需求超预期下滑。

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：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。