

冠通期货研究咨询部

2022 年 11 月 30 日

市场预期美联储转向，铜价偏多震荡

摘 要

□ 摘要

铜：近期诸多美国数据再次显示经济疲软，美国感恩节假期消费不及预期；海外大型矿业资本看好未来铜需求，仍在加大力度投资大型铜矿，这导致国内铜冶炼企业在铜粗炼费（TC）和精炼费（RC）的谈判中占据相对主动地地位；近期海外铜价从 8600 美元/吨的阶段高点一路下滑至 8000 美元关口，随即又迅速反弹弹回 8200 美元/吨上方；国内铜期货主力合约价格从 68000 元/吨的阶段高点回落至 64000 元/吨附近，目前小幅反弹至 65000 关口震荡；近期国内疫情形势重新复杂化，因疫情管控有所增加，对铜需求构成不良影响；由于欧美激进加息进程尚未结束，海外经济同样存在衰退可能性，未来铜价继续震荡可能性较高。

风险点：

- 1、美国经济下滑加剧，美联储提前结束加息；
- 2、国内疫情管控进一步加剧，铜需求下降超过预期；
- 3、除美国之外的发达经济体超预期衰退，铜需求严重受损。

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

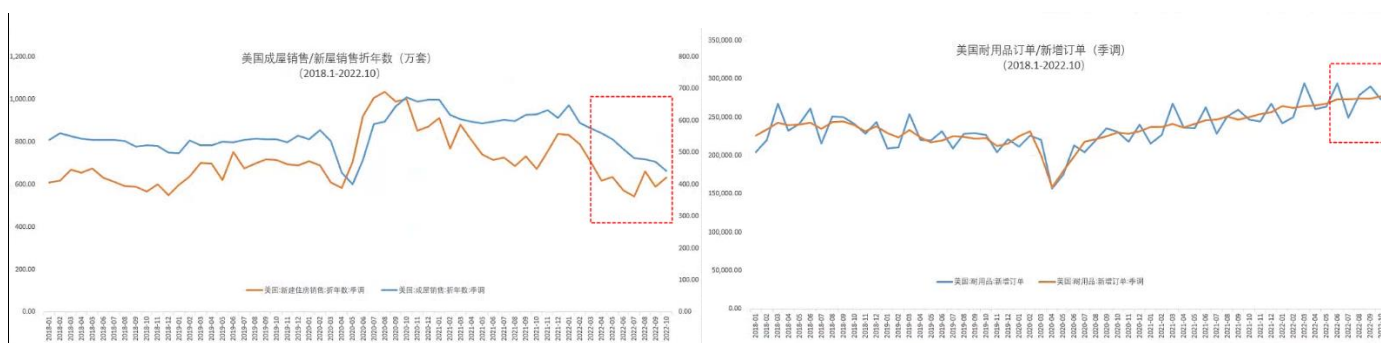
公司网址：

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

一、感恩节美国数据同样欠佳，美联储 11 月会议纪要支持放缓加息

上周二（11 月 22 日）美国 11 月里奇蒙德联储制造业指数为-9，预期-8；上周三（11 月 23 日）美国全国房地产协会数据显示，10 月美国新屋销售环比增长 7.5%，市场预期下降 5.5%；10 月美国新屋销售同比降幅为 5.8%，降幅和 9 月相比明显收窄；分析师表示建筑商推出的大规模激励计划推动了新屋销售的意外增长，与此同时，新房中位价格飙升至创纪录的 49.3 万美元；上周三美国抵押贷款银行家协会（MBA）数据显示，截至 11 月 18 日当周，美国 30 年期固定利率按揭贷款的平均合约利率下降 23 个基点至 6.67%；这是美国按揭贷款利率连续第二周大幅回落，在过去两周里，按揭贷款利率已经下跌了近 0.5 个百分点，创下 2008 年以来最大跌幅。上周三标普全球数据显示，美国商业活动连续第五个月收缩，而通胀压力继续缓慢缓解，美国 11 月 Markit 服务业 PMI 初值降至 46.1，创 2022 年 8 月以来新低，市场预期 48；如不考虑疫情初期影响，服务业 PMI 降幅是有纪录以来第二大的，这主要反映了通货膨胀和加息对消费者可支配收入的影响，以及对需求的削弱；美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值大降近 2 个百分点至 47.6，创 2020 年 5 月以来新低，市场预期 50；其中产出分项指数初值降至 47.2，创 2020 年 5 月以来新低；需求状况受到通货膨胀和经济不确定性的阻碍，新订单分项指数初值也创 2020 年 5 月份以来新低；美国 11 月 Markit 综合 PMI 初值降至 46.3，创 2022 年 8 月份以来新低，预期 48；其中新订单分项指数初值降至 46.4，创 2020 年 5 月份以来新低；就业分项指数初值创 2022 年 9 月以来新低。

图：美国每月成屋/新屋销售折年（万套）；美国每月新增耐用品订单（2018.1-2022.10）



数据来源：WIND，冠通研究

上图可看出，最近几个月美国国内新屋/成屋销售明显滑落，房地产市场下降的速度非常快，这显然和美联储激进加息有关；美国最近几个月耐用品订单勉强维持小幅震荡走高，极有可能和俄乌冲突有关，美国政府大肆追加了军事订货，如果除去军事订单，耐用品数据很可能会更差。

上周三美国商务部数据显示，受运输设备和军用飞机的推动，美国 10 月耐用品订单初值环比增长 1%，为四个月来最大增幅，预期增长 0.4%；9 月增长 0.4%；这是耐用品订单连续第三个月增长；

10月不包括飞机和军事硬件的核心资本品订单初值环比增长0.7%，预期持平，9月前值从环比降0.4%下修至环比降0.8%；10月商用飞机预订量增长了7.4%；10月军用飞机订单大增21.7%，该数据订单每月波动较大；耐用品订单数据表明，美国企业大体按照资本支出计划行事；分析认为，鉴于未来几个月美联储仍将进一步加息，可能会导致相关投资回落。上周三劳工部数据，截至11月19日当周初请失业金人数增加了1.7万人，经季节性调整后为24万人，是8月中以来的最高水平；截至11月12日当周续请失业金人数增加了4.8万人，达到155.1万人；在科技行业裁员增加的情况下，上周美国初请失业金人数增至三个月高点。上周三美国11月密歇根大学消费者信心指数终值为56.8，预期55；密歇根大学消费者调查主任Joanne Hsu：……除了通胀的持续影响，借贷成本上升、资产价值下降和劳动力市场预期减弱也拖累了消费者信心。上周三，10年期美债收益率跌超6个基点并跌穿3.70%，美股午盘后一度跌幅砍半；30年期长债收益率跌超10个基点至3.72%，创七周新低；对货币政策更敏感的两年期收益率一度跌5个基点至4.47%，FOMC纪要发布后跌幅收窄至3个基点，交投4.48%；（长短债收益率持续倒挂！）FOMC纪要发布后，2/10年期美债收益率利差走扩至近77个基点，美股盘初曾跌至-80.717个基点创历史新低。

上周三公布的美联储11月会议纪要显示，大多数美联储官员认为，在连续四次加息75个基点后，他们应该放缓加息步伐；会议纪要称：“绝大多数与会者认为，放缓加息步伐可能很快就合适了。”一些官员表示，美联储今年的加息可能超过了将通胀降至2%目标所需的水平，这种风险正在上升；其他人警告称，若继续以75个基点的幅度加息，将增加金融体系不稳定或混乱的风险；一小部分决策者认为，等到利率更明确地处于限制性区间，且有更多具体迹象表明通胀压力正在显著消退时，放缓加息步伐可能会更好；会议纪要指出，小幅加息将使政策制定者能更好地评估连续加息的影响；美联储下一次公布利率决议的时间是美东时间12月14日；在12月利率会议上，除了政策声明外，美联储还将公布决策者对利率、通胀和失业率走势的新预测；市场定价显示，会议纪要公布后，预计12月加息50个基点的投资者比例从75%上升到了约80%；与会者一致认为，通胀压力几乎没有减轻的迹象。一些官员认为，鉴于高通胀和劳动力市场供需持续失衡，明年可能需要将利率提升至略高于他们此前预期的水平（9月预期为4.6%）；许多官员评论称，实现委员会目标所需的联邦基金利率的最终水平存在很大的不确定性。这一措辞表明，美联储官员正在将注意力从单次加息幅度转移到终端利率上。美联储内部经济学家预计，明年美国经济陷入衰退的可能性接近50%；会议纪要称，国内私人领域的实际支出增长乏力，全球前景恶化且金融条件收紧，……通胀持续下降或需要金融条件以高于预期的程度紧缩，这个可能性也被视为一种下行风险。

与会议纪要表达的“12月放缓加息步伐”不同，美联储内部重量派委员认为加息仍将继续，因为遏制通胀的任务远未完成。本周一（11月28日），纽约联储主席威廉姆斯表示，美联储在降低通胀

方面还有更多工作要做，预计这一政策路径将导致失业率明显上升。威廉姆斯称：“通胀太高了，持续的高通胀削弱了我们的经济发挥全部潜力的能力。”他指出，美联储在降低通胀方面，已经有了进展的迹象，但仍须采取更多行动，才能让通胀回到 2% 的目标水平。威廉姆斯表示：“进一步收紧货币政策应有助于恢复供需平衡，并在未来几年将通胀拉回 2%。紧缩的货币政策已经开始冷却需求，降低通胀压力，这将需要一些时间，但我完全有信心我们将回到价格稳定的持续时期。”威廉姆斯预测称，鉴于今明两年经济增长将温和为正，到明年年底，失业率将升至 4.5% 至 5.0% 之间。与此同时，全球经济增长放缓和供应链改善有助于降低通胀。作为美联储青睐的通胀指标，美国 9 月 PCE 同比上涨 6.2%，威廉姆斯预计，到 2022 年年底，通胀应该会回落至 5.0% 至 5.5% 之间，明年将回落至 3.0% 至 3.5% 之间。

本周一美联储内部知名的大鹰派、圣路易斯联储主席布拉德表示，美联储需要进一步提高利率，然后在整个明年直到 2024 年保持利率，以控制通胀，使其回落到联储 2% 的目标。布拉德在接受 MarketWatch 采访时说：“我们要达到限制性水平还有一段路要走，”他重申了他所确信的，即美联储的目标政策利率至少需要从目前的 3.75%-4.00% 的水平上升到 5.00% 和 5.25% 之间，才能“足够具有限制性”以降低通胀。布拉德说，一旦达到足够高的水平，考虑到通胀的历史行为，利率将“必须在 2023 年全年且直到进入 2024 年一直保持在那里”。据最新的 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 67.5%（前一日为 75%），加息 75 个基点的概率为 32.5%（前一日为 25%）；到明年 2 月累计加息 75 个基点的概率为 32%，累计加息 100 个基点的概率为 50.9%，累计加息 125 个基点的概率为 17.1%。

目前为止，市场定价显示 12 月加息 50 个基点的可能性显然大于加息 75 基点。加息幅度放缓导致最近几个月美元标价的伦铜电 3 价格升到了阶段高点之后，才再次进入震荡回调。伦铜价格在 8 月 26 日抵达高点 8318 美元/吨，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，此前抵达阶段高点 8600 美元/吨；目前外盘铜价在回落时候再次反弹至 8200 美元/吨附近震荡。上海期货铜主力合约在 8 月 26 日反弹至小高点 64560 元/吨，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；目前又再次回落至 65500 元附近，进入震荡整理，目前不排除内盘外盘铜价到达阶段性小高点之后都处于震荡调整阶段。

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，而国内的疫情再度复杂化，各地出现大量多点散发疫情，部分地区管控加剧；国内铜需求存在再次因疫情下滑的可能，而国外也有可能发生因各国央行激进加息导致经济增速下降、甚至进入经济衰退的可能，未来铜价在国内国外需求疲弱的影响下仍有可能下滑，国内国外铜需求格局的“温度差”，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

据外电 11 月 24 日消息，世界上最大的铜生产商—智利国营铜业公司（Codelco）质疑一些媒体报导的可信度；这些报导称，由于担心产量，该公司打算在明年减少对中国的铜出口量。“关于减少对中国发货的讯息，Codelco 不同意那是正确说法，”Codelco 在一份声明中说。这些报导称，Codelco 将削减对中国的铜发货量，降幅在 10-50% 之间。此前该公司下调了今年和明年的产量预期。Codelco 拒绝提供进一步的细节，也未完全排除削减出货的计划，并在一份声明中说，它“不向媒体就商业战略置评”。

智利北部埃斯康迪达矿的工会工人拒绝了必和必拓的最新报价。在全球供应紧张、价格高企之际，必和必拓试图避免世界上最大的铜矿发生罢工。这家澳大利亚矿商与代表逾 2000 名员工的 Sindicato 1 在周一达成了一项协议，其中包括“一系列提高生产率的措施”，以造福工人和公司。在此之前，必和必拓与工会代表进行了数天的谈判。由于必和必拓的多项“不遵守、违规和违规行为”，工会代表曾呼吁在 11 月 21 日和 23 日举行罢工。工会成员投票反对该协议，称如果公司不满足他们的要求，他们准备在 11 月 28 日和 30 日罢工。必和必拓否认了工人的指控，称必和必拓未能遵守法律法规和当前的集体协议。该公司表示，它一直遵循“职业安全和风险预防的最高标准”来运营该矿。智利是世界上最大的铜生产国，铜的销售占其出口收入的 60% 左右。2017 年，埃斯孔迪达的工人举行了 44 天的罢工，这是智利矿业历史上最长的罢工。劳工行动使该公司损失 7.4 亿美元，意味着智利国内生产总值萎缩了约 1.3%。该项目占全球铜总产量的 5% 左右，由必和必拓持有多数股权并负责运营。力拓和三菱等日本企业也持有该矿的股份。

全球最大铜生产商智利国有矿业公司 Codelco 上周四（11 月 24 日）警告称，到 2032 年，全球铜短缺可能达到 800 万吨，因需求飙升继续抵消新项目数量。Codelco 董事长马克西莫帕切科 (Maximo Pacheco) 在一次行业会议上表示，尽管由于智利、秘鲁、刚果民主共和国和中国西藏地区的新项目，预计短期内会出现供应过剩，但中长期需求将进一步超过供应。Pacheco 在新加坡举行的亚洲铜周会议上表示，“考虑到一些铜矿正处于停产过程中，而其他项目正处于开工过程中，预计未来 10 年缺口将接近 800 万吨。”Pacheco 的言论呼应了多位分析师的观点，他们预计未来 10 年的供应缺口估计为每年 600 万吨。他们将即将出现的赤字归因于清洁能源和电动汽车 (EV) 行业的增长。根据 Codelco 的研究，Pacheco 表示，全球为阻止气候变化而进行的能源转型，将使铜的需求量从每年 2,500 万吨

增加到 2032 年的 3,100 万吨多一点。这意味着，在未来 8 年里，全球将需要建造 8 个与必和必拓在智利的埃斯康迪达铜矿规模相当的项目。埃斯康迪达铜矿是全球最大的铜矿。在 CRU 贱金属供应主管埃里克海姆利克(Erik Heimlich)看来，考虑到所需的开发规模更大，以及在建项目中约有一半是新项目，如此“庞大”的任务似乎是“可能的”，而非“可能的”。“从历史上看，这些项目的完成率一直很低。他在今年早些时候于智利举行的一次铜业会议上表示：“2012 年可能开发的新项目中，有很大一部分仍未开发，因此能否有效、及时地应对供应缺口存在疑问。”专家估计，到 2030 年铜行业需要花费超过 1,000 亿美元建造矿山，才能弥补每年可能出现的 470 万吨供应缺口。帕切科警告说：“如果新的采矿项目不投产，供需失衡将在本十年的后半段，也就是 2026 年开始显现。”

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

外电 11 月 23 日消息，查理斯矿业公司（CHALICE Minin）在西澳州的胡里马尔（Julimar）铜镍硫化物矿床规模进一步扩大。本次钻探在已探明资源量边界最远 650 米的地方见到矿化。钻探在 328 米深处见矿 157.5 米，3E 品位 1.7 克/吨，镍 0.2%，铜 0.1%，钴 0.02%，即镍当量品位 0.8%。其中包括厚 48 米，3E 品位 4 克/吨，镍 0.2%，铜 0.3%和钴 0.02%的矿化，即镍当量品位 1.7%。此次钻探成果是该项目截止目前最佳 10 大见矿之一。

在过去三年中，一些大型铜矿已经投产。2019 年 9 月，First Quantum 公司的 Cobre 巴拿马区块实现了商业生产。据估计，该资产已探明和潜在储量为 31 亿吨，如果满负荷生产，每年可生产逾 30 万吨铜。艾芬豪矿业(TSX: IVN)于去年 5 月开始在刚果民主共和国的 Kamo-a-Kakula 项目生产铜精矿，并于 2021 年 7 月实现商业生产。英美资源集团(LON: AAL)于 2021 年 10 月在秘鲁莫克瓜地区的 Quellaveco 开采了第一块矿石，并在近一年后的今年 9 月宣布商业化生产。该资产预计到 2022 年将生产 12 万至 16 万吨铜，全面投产后的头 10 年平均每年 30 万吨。这将使 Quellaveco 成为继 2016 年 MMG 的 Las Bambas 之后秘鲁最大的新铜矿。

必和必拓集团(BHP Group Ltd.)一位高管上周三(11 月 23 日)表示，该公司正准备在未来十年中期应对成本上升，这将加剧铜市场面临的短期供过于求的不利因素。“我们看到了一些大幅的成本上涨。我们认为它还没有结束。我们认为这将是未来 2 到 3 年的一段时间，”必和必拓首席发展官 Johan van Jaarsveld 说。乌克兰-俄罗斯战争和供应链中断导致通胀飙升，促使全球央行纷纷出手大幅加息，以抑制物价上涨，这可能会导致经济衰退。“**(铜)供应过剩的情况将持续一两年。增长有些放缓，同时也有一些新项目出现，**”Jaarsveld 在接受路透采访时表示。Jaarsveld 的言论呼应了市场参与者对精矿供应增加的预期。市场认为，精矿供应增加的速度超过了冶炼产能的增长，将导致

明年市场出现过剩。但 Jaarsveld 在新加坡举行的 CRU 亚洲世界铜大会 (CRU World Copper Conference Asia) 间隙表示, 到 2020 年, 这种过剩将会消失。长期来看, 必和必拓认为铜需求强劲。铜用于电动汽车和可再生能源发电厂。“考虑到脱碳推动的需求宏观经济趋势, 特别是电动汽车的出现, 我们仍然非常乐观。“我们所有人面临的挑战是成绩下降。我们没有发现足够的新矿藏。因此, 从长远来看, 这确实会造成相当大的结构性赤字。”作为全球最大的铜消费国, 中国的刺激措施帮助提振了除房地产以外的一些行业的需求。“有一些积极的迹象, 但我认为(covid-19)封锁和与之相关的不确定性……真的有点阻碍了事情的发展。你不知道会发生什么。”在必和必拓寻求增加铜供应之际, 该公司上周提高出价, 以 65 亿美元收购铜生产商 OZ Minerals。必和必拓今年早些时候启动了一个名为必和必拓(BHP Xplor)的加速项目, 以支持处于早期矿产勘探阶段的初创企业找到铜和镍等将推动能源转型的金属。他说: “人们对此的兴趣之大让我们震惊。我们不得不增加人手来处理所有的申请。”

外电 11 月 28 日消息, 在抗议解除后, MMG 在秘鲁 Las Bambas 铜矿恢复了生产, 但由于另一场冲突, 铜矿到该港口的运输道路仍然受阻。本月早些时候, 由于社区抗议活动, Las Bambas 已将运力削减至正常产能的 30%。消息人士称, 在 Challhuahuacho 镇的抗议活动已经被解除, 这使得生产得以恢复。

以上各类消息和报道可以看出, 近期铜矿大规模减产消息仍集中在智利和秘鲁, 但新铜矿进入投产和既有铜供应端企业增产的消息同样较多。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, 未来铜精矿供应量进一步上涨的可能性非常大; 尤其需要注意智利的超大型国有铜矿负责人认为未来 10 年世界精炼铜将短缺 800 万吨, 最主要的原因是世界的绿色能源转型, 这对中长期铜价无疑是巨大利好。但中短期看, 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仍处于严重的低库存状态, 再加上因为疫情扰动导致中国的铜需求存在不确定性, 铜价在中短期内震荡的可能性很高。

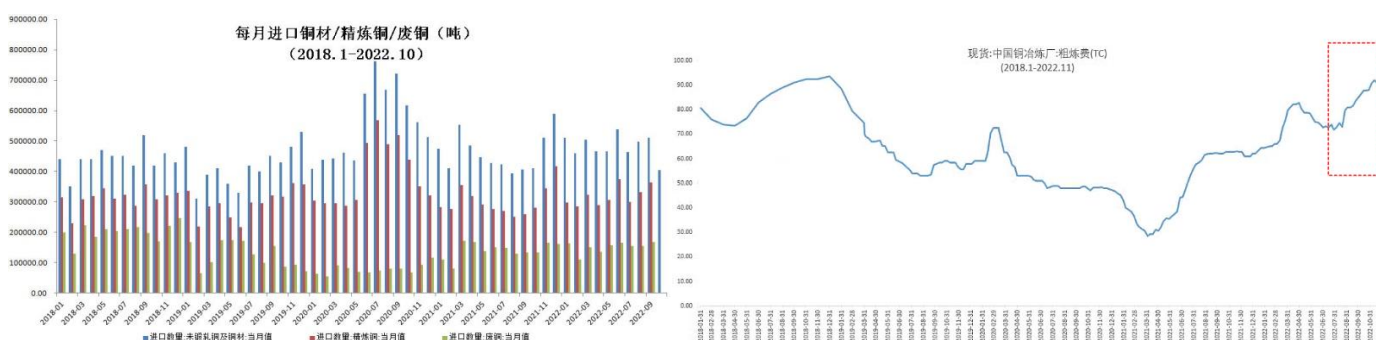
三、国内获得铜粗炼费 (TC) 议价上升, 短期铜精矿供应充沛

将半加工矿石(或精矿)转化为精炼金属的费用大幅上涨, 反映出一波供应将因转化能力不足而受阻的前景。这些被称为处理费和精炼费的税是从精矿价格中扣除的, 是冶炼厂和许多贸易商盈利的关键推动因素。上周四(11 月 24 日), 美国矿商自由港麦克墨伦公司(Freeport-McMoRan Inc.)与中

中国冶炼厂在新加坡举行的一个行业会议上达成协议，基准年冶炼费跃升 35%，至六年来最高水平。中国约占全球铜消费量的一半，其冶炼行业是全球最大的。许多交易员、矿商和分析师表示，他们预计明年铜精矿将会增加。一些人预计，全球铜含量在 50 万吨或以上的矿石库存将增加。但冶炼厂的瓶颈意味着，多数人预计，在伦敦金属交易所(lme)定价的铜市场，即使出现过剩，也会少得多。

一方面，根据国际铜研究小组的报告，随着几个新矿的产能增加，包括英美资源集团在秘鲁的 Quellaveco 矿和泰克资源有限公司在智利的 Quebrada Blanca 2 项目，铜矿石供应将以七年来最快的速度增长，非洲和拉丁美洲的产量将增加。另一方面，全球冶炼能力的增长将更为缓慢。近年来，中国在很大程度上推动了铁矿石产量的增长，尽管中国的产量预计明年将增长，但可能无法跟上铁矿石供应的增长。甚至现有的产能也受到了限制。中国铜业国际贸易集团(China Copper International Trading Group)副总经理徐玉龙(Xu Yulong)说，近年来，中国冶炼厂经历了越来越多的中断，包括停电和政府降低能源强度和能耗的努力。据两位知情人士透露，当中国冶炼厂代表本周在新加坡与大型矿业公司高管会面，商谈明年的供应协议时，中国铜业(China Copper)的管理人士强调了持续的中断，包括由于云南一家冶炼厂计划搬迁而计划削减加工。

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



数据来源：WIND，冠通研究

国内铜冶炼企业的粗炼费，从 2021 年 4 月到 2022 年 3 月，涨了几乎整整一年。之后从今年 8 月开始到目前 11 月底，一直在上涨，目前维持在每吨 90 美元左右，2023 年有望冲击每吨 100 美元，这主要是西方大型矿业企业在全范围内增产铜矿石的结果。

蒙特利尔银行资本市场(BMO Capital Markets)的董事总经理科林汉密尔顿(Colin Hamilton)表示：“2023 年似乎是全球铜精矿强劲增长的一年，而同期中国铜厂的新增冶炼产能有限，铜精矿的供应增长可能推动冶炼产能出现 10 多年来首次瓶颈，因目前铜冶炼产能利用率已达到峰值。”该机构预计，2023 年铜精矿进口加工费的基准价将为每吨 85 美元/每磅 8.5 美分。必和必拓等国际矿商认为 2023 年中国精炼铜需求上升，将迫使中国铜冶炼厂依赖更多铜精矿原料，预计加工费上涨幅度将较为温和。必和必拓相关人士表示：“不可否认，2023 年长单谈判相较 2022 年将更偏向冶炼厂，

我们预计在 2023 年度铜精矿谈判中，长单 TC 将适当涨至每吨 70 多美元。”

位于西伯利亚东部的乌多坎(Udokan)铜矿计划明年开始出口产品。该铜矿是俄罗斯最大的铜矿，也是世界第三大铜矿绿地，储量约为 2,670 万吨，公司计划在第一生产阶段，每年生产 13.5 万吨铜，全面投产后，年产量将增至 40 万吨，用于出口，由于目前西方对于俄罗斯各类制裁不断，因此若该铜矿能够顺利运营，那么主要出口方向大概率将是亚洲国家。据 Mysteel 调研得知，上周国内电解铜产量 19.40 万吨，环比减少 0.18 万吨；目前华南地区福建市场铜冶炼企业一家检修，一家刚结束检修但恢复达产需要下周，因此产量略有减少。另外河南、新疆、辽宁、内蒙古等地疫情干扰没有影响到生产，更多影响在于运输和发货速度，因此上周产量略有下降。不过由于当下 TC 价格依旧高企，冶炼利润可观，因此炼厂实际生产料不会受到太大影响。

四、国内“稳增长”、“保交楼”力度空前，利好铜需求

11 月 23 日央视新闻联播报道，11 月 22 日召开的国务院常务会议提出“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”。根据以往货币政策操作惯例，国常会提及“适时降准”之后数日内宣布降准的概率较高。知名券商预测，本次降准 25BP、2023 年全面降准 100-150BP 的预期不变，预计 2023 年可置换 MLF5000 亿-1.5 万亿不等，1Y LPR、MLF 利率全年可望下调 30-50BP，5Y LPR 等或稍小幅度下调，7 天逆回购利率预计不变。

11 月 25 日中国人民银行宣布，为保持流动性合理充裕，促进综合融资成本稳中有降，落实稳经济一揽子政策措施，巩固经济回稳向上基础，中国人民银行决定于 2022 年 12 月 5 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.8%。全面降准 0.25 个百分点，此次降准共计释放长期资金约 5000 亿元，这对国内股市、楼市和商品市场无疑构成了巨大利好。

最近一段时间以来，房地产领域的“利好”政策频出。“第一支箭”：11 月 21 日，人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，研究部署金融支持稳经济大盘政策措施落实工作。近期，央行拟发布保交楼贷款支持计划：至 2023 年 3 月 31 日前央行将向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”，封闭运行、专款专用。

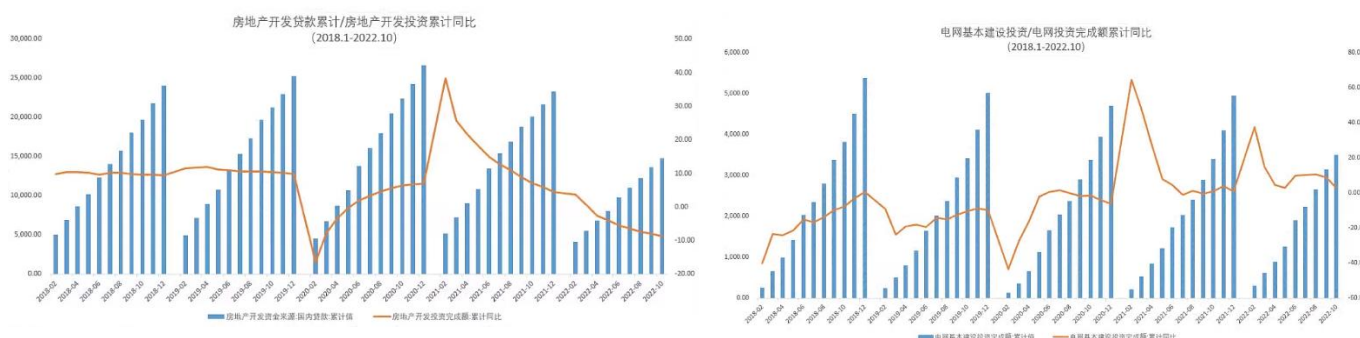
“第二支箭”：11 月 8 日，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。11 月 23 日，“第二支箭”扩容首批民营房企落地，中债增进公司在民企债券融资支持工具政策框架下，出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函，拟首批分别支持三家企业发行 20 亿元、15 亿元、12 亿元中期票据，后续将根据企业需

求提供持续增信发债服务。

“第三支箭”：11月28日，证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问。证监会新闻发言人表示，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外市场上市政策、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用、积极发挥私募股权投资基金作用。

11月22日，据中国银行间市场交易商协会（以下简称交易商协会）消息，近日，万科企业股份有限公司向交易商协会表达了280亿元储架式注册发行意向，待履行内部股东大会决策程序后正式报送；同时，金地（集团）股份有限公司也向交易商协会递交了150亿元储架式注册发行申请。这是继龙湖集团等三家民营房企开展储架式注册发行工作后，混合所有制房企首次提出储架式注册发行意向，表明近期“第二支箭”政策框架下增信发债、储架式注册发行得到市场广泛认可，取得了良好政策效果。

图：国内房地产开发投资累计同比/国内电网投资累计同比变动（2018.1-2022.10）



数据来源：WIND，冠通研究

11月28日，国家电网有限公司2022年度第十七期，十八期超短期融资券发行完毕。其中，“22电网SCP017”计划发行规模70亿元，实际发行总额70亿元，发行利率2.10%，起息日为2022年11月25日，兑付日为2023年7月3日，期限为220天。“22电网SCP018”计划发行规模30亿元，实际发行金额30元，发行利率2.11%，起息日也是2022年11月25日，兑付日也为2023年7月3日，期限为220天。对于上述债券募集资金，国家电网称，公司较大的固定资产投资需要建设资金投入，支付上游供应商物资款项、发电企业购电费、电网运行维护成本、以及电费收入与运营支出存在时序缺口等均需要资金。据Wind数据显示，目前国家电网在境内共存续52只债券，合计余额3055.00亿元。2022年以来，国家电网共发行10只中期票据，21只超短期融资券，其中“22电网SCP019”“22电网SCP020”、“22电网SCP021”也正在发行阶段。公开财报显示，截至2022年三季度末，国家电网总资产48097.97亿元，负债合计26430.28亿元，资产负债率54.95%。

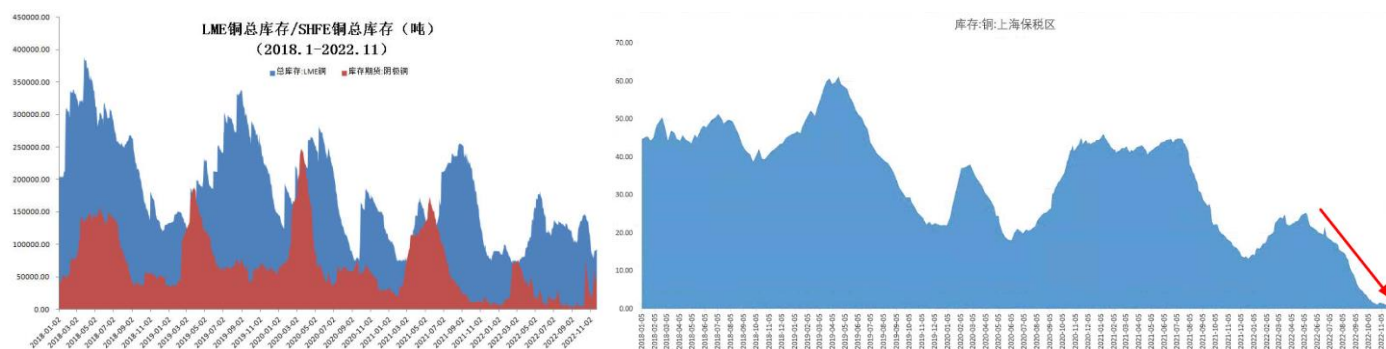
有电力行业专业人士告诉界面新闻记者，2021-2022 年，我国电力供需总体偏紧，社会用电量及电力装机规模继续增长，电力延续绿色低碳发展趋势，随着输配电价改革和电力市场化等电力改革深入推进，市场化交易规模继续扩大，新能源并网比例进一步提升，对电网运行及规划等提出更高要求，而国家电网投资建设力度继续加大，使其面临一定的资本支出压力。不过国家电力总体实力强，资产负债情况良好，融资渠道通畅，偿债能力强。

房地产、电力电网建设均需要大量的铜，而国家决策层近期决定释放大量银行资金，支持相关领域加快投资，无疑是对冲海外经济可能衰退的最佳防御性战略，特别重要的是，这两个行业是真正的铜需求大户，这也解释了近期国内铜价相对于国外铜价的坚挺表现。

五、全球的铜低库存短期难以改变，加大了铜价震荡上行的机会

上周四（11 月 24 日）LME 库存仓单持续增加，但增幅有限，沪铜仓单继续下降至 36054 吨，较前一日减少 3208 吨；至本周一（11 月 28 日）上周沪铜库存下降 15568 吨至 70249 吨，降幅 18.14%；而 LME 铜库存增加有限，涨幅为 1.11%；总体看，全球铜库存维持低位，对铜价有一定支撑作用。

图：LME 铜总库存/上海期货交易所铜总库存（吨）；上海保税区铜库存（万吨）（2018.1-2022.11）



数据来源：WIND，冠通研究

从上图可看出，上海保税区铜库存在 2019 年夏天还高达 60 多万吨，2022 年夏天也还有 20 多万吨，而目前，上海保税区竟然只有 1 万多吨铜库存，铜库存距离“用光”简直就差一步之遥，这样低的铜库存，将会经常性导致铜价上涨。

过去四周，LME 铜库存从 145,750 吨骤降至 89,975 吨，因中国市场供应紧张。鹿特丹和汉堡是今年非常活跃的到货点，这意味着从诺镍的北极港口杜丁卡 (Dudinka) 发货。但即便是在过去两天出现了一些大量流入后，这个荷兰港口的铜库存在 2022 年初也仅增加了 1650 吨。LME 的库存模式显示，仍有愿意购买俄罗斯铜的买家，尤其是在中国，中国仍对各种形式的铜充满渴望。

根据统计数据，截至 11 月 25 日，国内社会库存 11.34 万吨，保税区库存 2.66 万吨，而 LME 库

存 9.08 万吨, COMEX 库存 3.41 万吨, 全球库存为 26.49 万吨。按照国际铜研究组织 (ICSG) 统计的 2021 年全球精铜消费量折算下来全球日精铜消耗量为 7 万吨, 目前铜市场的库存只能满足全球消费的 3.8 天。相较于年初, 全球去库 16 万吨, 其中中国保税区去库 16.1 万吨, 由于保税区去库主要是搬进国内, 因此本年度全球铜库存去库的主要力量还是来自中国。

整体看 2022 年全球铜市持续低库存主要来自中国新能源领域光伏和电动车快速发展, 贡献铜市主要需求增量, 而地产领域耗铜有所下滑, 但由于其占比相对较小整体减量有限。2023 年, 全球铜矿产能进入释放高峰期, 预计增量达 140 万吨。在冶炼厂盈利能力向好以及开工率恢复背景下, 预计 2023 年中国炼厂能消化海外矿供应增量, 精铜产量增量在 140 万吨左右。从需求端来看, 2023 年我国新能源领域继续发力以及地产领域恢复, 预计累计贡献需求增量 120 万吨, 再加上全球经济继续增长带来的其他领域需求小幅恢复, 2023 年累库增量将不足 10 万吨。考虑到当前全球铜库存仅 25 万吨, 而 2023 年累库幅度有限, 预计低库存将在 2023 年继续存在。低库存对铜价的支撑不改, 铜价下有底但向上推动力更多来自宏观, 低库存导致的内外价差结构偏强局面继续存在。

美国在明年 1 季度仍将继续加息, 加息空间仍有 75 至 100 基点。铜价在今年最后一个月虽有不确定性, 但整体区间震荡的可能性较大。目前铜价从前期小高点 68000 元/吨上方, 已经回落至 65000 一线, 不排除铜价跌回 63000 元/吨一线的可能; 若铜价不能守住 63000 元/吨, 则铜价有跌回 60000 元一线的可能, 目前来看, 铜价是否有能力继续冲击 68000 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; 但美联储大概率在 12 月放缓加息, 甚至不排除在 2023 年年底前提前转向降息和宽松的可能, 这将在中期利好铜价。

风险提示

- 1、美国经济下滑加剧, 美联储提前结束加息;
- 2、国内疫情管控进一步加剧, 铜需求下降超过预期;
- 3、除美国之外的发达经济体超预期衰退, 铜需求严重受损。

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。