

冠通期货研究咨询部  
2022 年 12 月 07 日

## 非农难改美国经济疲弱现实，铜价短线偏空震荡

### 摘 要

#### □ 摘要

铜：上周五发表的美国 11 月非农数据好于预期，但其他多项数据显示美国经济疲弱甚至进入衰退；美联储褐皮书同样对经济现状悲观；美联储主席鲍威尔在 12 月会议前的讲话仍旧强调遏制通胀，美联储本轮加息的利率峰值将高于预期；近期海外铜价从 8600 美元/吨的阶段高点下滑后迅速反弹，目前返回 8300 美元/吨附近；国内铜期货主力合约价格从 68000 元/吨的阶段高点回落后反复震荡，目前持稳 65000 关口附近震荡；近期国内疫情形势重新复杂化，但疫情管控有进一步放宽的趋势，对铜需求影响不确定；由于欧美加息进程尚未结束，海外经济存在衰退可能性，世界各地铜库存依然处于低位，未来铜价持续震荡可能性较高。

#### 风险点：

- 1、美国通胀快速冷却，经济衰退提前到来；
- 2、国内疫情管控进一步放宽，铜需求快速增长；
- 3、美欧加息进程进一步延长，铜需求受到抑制超预期。

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)

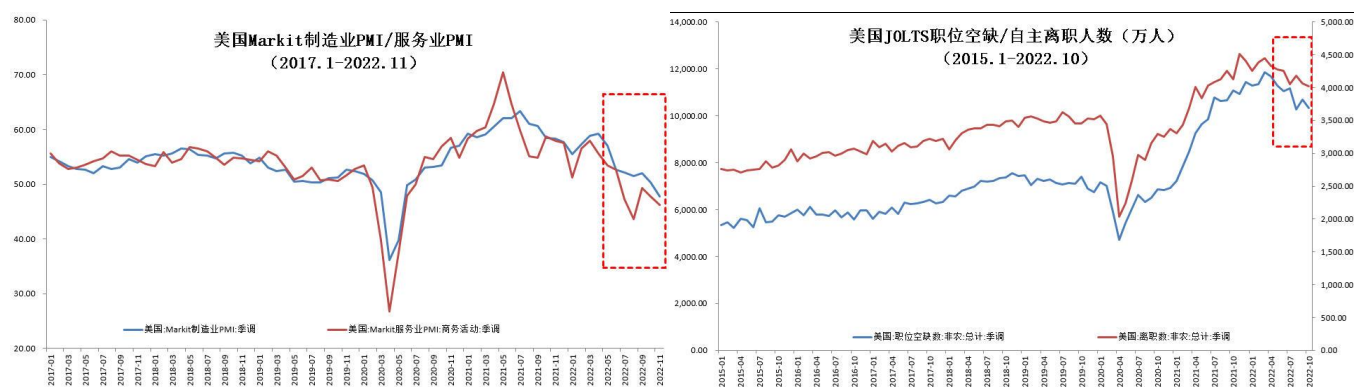
公司网址：

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

## 一、美国 11 月非农数据意外好于预期，但美国数据整体衰退

上周三（11 月 30 日）美国 ADP 研究院报告显示，美国 11 月 ADP 就业人数增加 12.7 万人，预期 20 万人，较前值 23.9 万人腰斩，为 2021 年 1 月以来的最低水平；工资增速也开始放缓，11 月工人年薪同比增长了 7.6%，较上月薪资增速 7.7% 小幅回落。换工作者的工资增长连续第五次放缓，仅同比增长 15.1%，为 1 月份以来的最小增幅；ADP 首席经济学家 Nela Richardson 点评称：劳动力市场的转折点可能很难捕捉，但我们的数据表明，美联储的紧缩政策正对新增就业和薪酬增长产生影响。此外，企业辞职人数也正在减少，疫情后的复苏正趋于稳定。随着招聘人数大幅下降，工资增长持续放缓，预计美联储鸽派的呼声会更强烈。上周三劳工部发布的职位空缺和劳动力流动调查（JOLTS）显示，10 月份全美的职位空缺从一个月前的 1070 万减少到 1030 万，该数据大致符合市场预测的中值；报告表明，在经济前景黯淡和利率上升的情况下，市场对劳动力的需求虽然仍然强劲，但正在放缓。即便如此许多雇主仍在努力填补空缺职位，劳动力参与率低于疫情爆发前水平，企业继续提高工资以吸引和留住工人；据美国劳工部数据，美国离职率降至 2.6%，为 2021 年 5 月以来的最低水平，自愿离职人数 10 月份约为 402.6 万，比 9 月减少 3.4 万；总招聘人数下降至 601.2 万人，为 2021 年 1 月以来最低；美联储关注的职位空缺与失业人数之比在 10 月份降至 1.71，为一年来最低，9 月份这一比率约为 1.86；美国金融博客 Zero Hedge 认为，这一趋势意味着，该比率有望降至疫情前的 1.2 左右的水平。彭博经济研究所分析称：10 月份的 JOLTS 数据提供了一个重要信号，表明劳动力势头正在降温——一种受到美联储欢迎的方式降温。

图：美国每月 Markit 制造业/服务业 PMI；美国 JOLTS 职位空缺和自主离职人数（2015.1-2022.10）



数据来源：WIND，冠通研究

上图可看出，最近几个月，美国除了 ISM 制造业 PMI 一直下跌之外，Markit 制造业 PMI 终值也在一直下跌，最近几个月更是一直在 50 的荣枯分水岭下方；夏季还十分高涨的职位空缺状况，进入秋季后就一路下滑，显示可供失业者选择的岗位在减少，整体看，美国经济在降温，但同时进入衰退

的可能性也越拉越大。

上周三美国商务部经济分析局(BEA)数据显示,美国三季度实际 GDP 年化季环比修正值为 2.9%,较预估初值上修了 0.3 个百分点,预期 2.8%;此前公布的数据显示,二季度实际 GDP 环比下降 0.6%,为连续两个季度萎缩;美国商务部表示,三季度实际 GDP 的增长反映了出口、消费者支出、非住宅固定资产投资、州和地方政府支出以及联邦政府支出的增长,这些增长部分被住宅固定资产投资和私人存货投资的减少抵消;美国三季度 GDP 平减指数年化季环比修正值为 4.3%,预期 4.1%,同时高于初值的 4.1%;第三季度剔除食品和能源的 PCE 物价指数年化季环比修正值为 4.6%,预期 4.5%,初值 4.5%;第三季 GDP 超预期上修,有助于缓解人们对美国已经陷入衰退的担忧,但 GDP 平减指数和 PCE 物价指数超预期上修,加剧了通胀的担忧。数据公布后,道指转跌,纳指期货、标普 500 指数期货涨幅均收窄。

上周三据美国抵押贷款银行家协会(MBA)公布的数据,截至 11 月 25 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了 18 个基点,从 6.67%降至 6.49%。这是美国按揭贷款利率连续第三周回落,为 9 月中旬以来的最低水平。在过去三周里,30 年期固定利率已经下降了 65 个基点,是 2008 年以来最大跌幅。MBA 负责经济和行业预测的副主席 Joel Kan 在一份声明中说:“不论美国还是全球其他国家,经济正在减弱,这应该导致通货膨胀放缓,并允许美联储放慢加息的步伐。在对感恩节假期进行调整后,房屋的购买活动略有增加,但利率的下降仍不足以使再融资活动恢复。”今年以来美国房地产市场的数据大多不佳;本月数据显示,占据市场九成份额的美国 10 月成屋销售连续第九个月下降,连续下降月数创历史最长,当前的连跌形势超过了 2008 年次贷危机时期。

上周三美联储发布年内最后一次经济活动褐皮书。褐皮书称,自上次报告(10 月 19 日)以来,美国经济活动大致持平或略有上升,低于上一个褐皮书期间温和的平均增长速度;而在 10 月的褐皮书中,报告对美国经济的描述为“适度扩张”;褐皮书称,利率和通货膨胀继续对美国经济活动构成压力,许多受访者对经济前景表示了更大的不确定性或悲观情绪;尽管劳动力市场仍被描述为吃紧,但招聘和留用困难进一步缓解。褐皮书预计通胀将保持稳定或温和进一步向前发展;其中,全美 12 个地区中的 5 个地区的经济活动略有或适度增长,其余地区则没有变化或略有下降。利率和通货膨胀继续对经济活动构成压力,许多受访者对经济前景表示了更大的不确定性或悲观情绪;这一表述与上次的褐皮书的表述类似,同样显示出受访者对衰退的担忧正在增加。褐皮书中,共提到了 8 次“衰退”,主要集中在波士顿联储管辖区和费城联储管辖区。相比而言 10 月的褐皮书提到了 13 次“衰退”;在物价方面,由于供应链改善和需求疲软,全美价格上涨的步伐总体上有所放缓;而在劳动力市场上,尽管劳动力市场仍被描述为吃紧,但招聘和留用困难进一步缓解。美国经济不确定性和悲观情绪增加;这次褐皮书称,由于利率和通货膨胀继续对经济活动构成压力,许多受访者对经济前景表示了更大的不确定性或悲观情绪。

上周三美联储主席鲍威尔在智库布鲁金斯学会发表《通胀与劳动力市场》演讲，这是他在 12 月 13 至 14 日议息会议之前最后一次公开讲话；鲍威尔坦言“以任何标准衡量，美国通胀都依旧过高”，因此需要进一步加息；……同时当利接近足以降低通胀的限制水平时，放慢加息步伐也是有意义的；“放慢加息步伐的时间可能最早在 12 月会议上到来。鉴于美联储在紧缩政策方面取得的进展，放慢加息的时间点，远不如未来应达到的利率峰值以及维持在限制水平所需的时长更重要；鲍威尔称，预计名义 PCE 同比增 6%、扣除食品和能源后的核心 PCE 同比增 5%，均较前值小幅降温：“尽管 PCE 通胀可能超预期降温，仍只是一个月的数据而已，此前两个月的趋势都是意外上行；需要更多的证据才能证明通胀实际正在下降。鲍威尔称“需要加息至对经济足够具有限制性的水平，才能令通胀重回 2% 目标”。但本轮加息周期的终端利率（即利率峰值）也存在“相当大的不确定性”，他个人认为将比 9 月美联储“点阵图”的预期“略高一些”，当时官员们认为明年达到峰值利率 4.6%；……工资增长仍远高于通胀目标，劳动力供应缺口很大，恢复价格稳定长路漫漫；鲍威尔指出，目前美国劳动力缺口约为 350 万人，反映了低于预期的人口增长和较低的适龄人口劳动参与率。一些工人因感染新冠暂时丧失劳动力，美国还存在“过度退休”的情况，过度退休或占到 350 万劳动力缺口中的逾 200 万，另有 120 万短缺来自疫情期间净移民的骤降和死亡人数激增，短期内需要继续放缓劳动力需求增长来恢复平衡；鲍威尔讲话发布后，期货市场押注 12 月美联储加息放缓至 50 个基点的概率升至 77%，一天前和他讲话之前为 66%。投资者共识预期是明年二季度当加息至 5% 左右时停止加息。

上周四（12 月 1 日）美国商务部数据，美国 10 月 PCE 物价指数同比增长 6%，符合预期，为连续第四个月放缓，但仍处于 1983 年以来最高水平；10 月 PCE 物价指数环比上涨 0.3%，市场预期 0.4%；核心 PCE 物价指数（剔除食品和能源价格）10 月同比增长 5%，符合预期；10 月核心 PCE 物价指数环比增长 0.2%，市场预期 0.3%；继美国 10 月 CPI 数据超预期放缓后，最受美联储喜爱的 PCE 物价指数也出现降温迹象，或将为美联储放缓加息节奏提供空间；但工资一通胀螺旋上行风险加剧，个人储蓄率暴跌至十七年来最低水平。上周四就业数据公司挑战者公布的数据显示，美国 11 月挑战者企业裁员人数同比增加 416.5%，远高于前值 48.30%；11 月份美国企业裁员数量 7.7 万，是去年同期的 5 倍多，其中以科技公司为主；今年迄今科技公司已宣布裁员近 8.1 万人。

上周四，美国公布的最新数据显示，美国 11 月 ISM 制造业指数 49，预期 49.7；11 月 Markit 制造业 PMI 终值 47.7，预期 47.6；11 月 ISM 和 Markit 制造业指数均陷入萎缩，创下 2020 年 5 月份以来的新低；两项数据公布后，美股三大股指短线下挫均转跌，道指跌幅扩大至 0.8%，纳指跌 0.2%，标普跌 0.3%。标普全球市场情报首席经济学家 Chris Williamson 表示，生活成本上升、利率上升和对经济衰退的担忧加剧，这些因素综合在一起，导致国内外市场对商品的需求大幅下降。因此，如果排除最初的大流行封锁，企业正在以全球金融危机以来从未见过的速度减产。然而，即使是最新的减

产，需求的低迷仍然导致了自 15 年前有调查数据以来未售库存的最大增长之一，这表明企业将在未来几个月继续减少生产，以使这些库存降至更可控的水平。

上周四美国劳工部数据，截至 11 月 26 日当周初请失业金人数 22.5 万人，预期 23.5 万人；截至 11 月 19 日当周续请失业金人数 160.8 万人，预期 157.3 万人；机构评美国初请续请：美国持续申请失业救济人数上升至 2 月份以来的最高水平，这表明在逐渐降温的劳动力市场中，失去工作的美国人更难找到新工作。“续请”是人们在失业后找到工作有多难的一个指标。它们也被认为暗示着即将到来的经济衰退。尽管过去两个月该指数一直在上升，但仍接近历史低点。上周四美联储理事鲍曼表示，美联储应该放缓加息步伐，以评估加息周期的影响，但通胀率仍然太高，联储的政策需要在一段时间内有足够的限制性，才能使通胀下降。鲍曼在纽约举行的一个金融服务活动中说：“放慢加息步伐，降低终端利率水平将使我们能够更充分地评估我们的...行动的效果及其对经济活动的影响。”相对于一些利率决策者，鲍曼一直主张采取更迅速的行动来遏制通胀，她表示，尽管 11 月通胀数据显示价格压力略有放缓，但“仍然高得令人无法接受”。上周四据 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 79.4%，加息 75 个基点的概率为 20.6%；到明年 2 月累计加息 75 个基点的概率为 50.1%，累计加息 100 个基点的概率为 42.3%，累计加息 125 个基点的概率为 7.6%。上周四美国国债收益率进一步下跌，10 年期国债收益率最大跌至 3.505%，为 9 月 23 日以来新低，收报 3.527%；通常反映利率预期的两年期国债收益率也触及 10 月初以来最低，收报 4.254%。

上周五（12 月 2 日）美国劳工局数据显示，美国 11 月非农就业人口新增 26.3 万人，预期 20 万人，前值 26.1 万人；值得注意的是，这是今年以来连续第七次报告超出预期；2022 年以来平均每月就业岗位平均增长 39.2 万人，2021 年为每月 56.2 万人；2022 年 10 月非农新增就业人数从 26.1 万人上修至 28.4 万人；11 月平均每小时工资环比增长 0.6% 至 32.82 美元，市场预期 0.3%；同比增长 5.1%，市场预期 4.6%；惠誉表示，非农就业岗位继续以这样的速度增长，将无助于缓解令美联储担忧的劳动力供需失衡；11 月失业率维持在 3.7%，与预期和前值一致，接近 50 年来的低点；11 月劳动参与率微跌至 62.1%，市场预期 62.3%，前值为 62.2%；虽然大多数其他经济指标都在指向衰退，但劳动力市场继续远比预期更火热，或将迫使美联储主席鲍威尔继续收紧货币政策，直到经济触底；对于非农超预期，有分析指出，尽管对美国经济衰退的担忧日益加剧，但美国雇主 11 月新增员工数量超过了市场预期，同时工资有所提高，这可能使美联储本月开始放缓加息步伐的计划复杂化。彭博经济学家 Anna Wong 指出：强劲的 11 月就业报告强化了鲍威尔观点，工资增长放缓的迹象只是“暂时”，平均时薪增长的回升表明劳动力短缺仍在给通胀带来压力。而鉴于劳动力市场调整缓慢，美联储官员可能不得不进一步提高终端利率。非农数据发布后，芝商所（CME）利率观察工具 Fed Watch 显示，市场预计美联储 12 月加息 50 基点的可能性从 80% 回落至 69.9%，加息 75 个基点预期升至 30.1%。

本周一(12月5日)美国商务部报告显示,工厂订单在9月份增长0.3%之后,10月份跃升1.0%,市场预期增长0.7%;10月份的订单同比增长了12.8%;10月份工厂订单的跳升是由运输设备订单上升2.2%所推动的,运输设备订单受到国防和民用飞机订单增加推动;汽车订单反弹了1.7%;本周一ISM公布的数据显示,美国11月ISM非制造业指数56.5,预期53.3;美国11月ISM非制造业指数意外上升,其中商业活动的增幅创2021年3月份以来最大;同日标普全球公布美国11月Markit服务业PMI终值46.2,预期46.1;11月Markit综合PMI终值46.4,预期46.3;数据显示美国经济的健康状况正在以显著的速度恶化,11月份整个经济都出现萎靡不振,包括制造业和服务业。本周一被视为“美联储喉舌”、有“新美联储通讯社”之称的华尔街日报记者Nick Timiraos撰文称,美联储将在本月加息放缓至50个基点的同时,讨论明年的加息计划;Timiraos称,工资的快速增长可能导致美联储官员们考虑在2023年将政策利率提高到5%以上。这意味着,由于工资压力上升,美联储可能会把本轮加息的终端利率上调至高于当前市场预期的水平。

截至12月1日美国财政部数据显示,美国联邦政府债务已超过31.36万亿美元,大幅超过美国2021年约23万亿美元的国内生产总值,逼近31.4万亿美元的法定债务上限。此前11月30日数据显示,当日美国联邦政府债务额超过31.41万亿美元,已越过31.4万亿美元的法定债务上限。高盛在12月5日的客户报告中警告称,美国债务上限之争将震撼市场。高盛指出:政府若未及时偿还债务可能会严重打击投资者们的信心,类似于2011年债务僵局所导致的美股大幅抛售将再次发生。本周二(12月6日),高盛和摩根大通CEO均表示,明年美国经济可能陷入衰退;面对可能到来的衰退,摩根士丹利称将裁2000人,高盛警告要为裁员和降薪做准备,美国银行称将放缓招聘。高盛CEO所罗门本周二表示,预计未来几个月美国经济将出现衰退,因为加息和通胀将继续削弱目前相对强劲的经济。他说,尽管许多公司和客户的表现仍然相对较好,但2023年的前景以及预计的地缘政治不确定性和美联储加息,让高盛及其客户变得谨慎得多。高盛经济学家目前预测2023年全球经济将增长1.9%,但2024年仍不太确定。当被问及软着陆的可能性时,所罗门表示大约有35%的可能性,与此同时,经济将保持1%左右的正增长模式,而通胀率大约为4%。截止本周二(12月5日)根据芝商所(CME)的美联储观察(FedWatch)工具,市场认为美联储将推高联邦基金利率至5.00%-5.25%之间的峰值。

目前为止,市场定价显示12月加息50个基点的可能性仍然大于加息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,再次进入震荡回调。伦铜价格美国中期选举期间快速反弹,抵达阶段高点8600美元/吨;之后外盘铜价在震荡回落后,目前再次反弹至8300美元/吨附近震荡。上海期货铜主力合约在美国中期选举期间最高抵达68420元/吨;震荡回落之后目前又再次反弹至65400元附近,目前不排除内盘外盘铜价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、保交楼政策力度空前，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；目前国内疫情管控政策出现积极调整，股市已经做出向上调整，国内铜需求存在稳定上涨的可能，但国外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错位的影响下可能进一步震荡，国内国外铜需求的“温度差”和海外大型铜矿山的增产和减产动向，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

一位接近 MMG（中国五矿集团）的消息人士称，在抗议解除后，该公司在秘鲁 Las Bambas 铜矿恢复了铜生产，但补充称，由于另一场冲突，将铜运到该港口的运输仍然受阻。本月早些时候，由于抗议活动，Las Bambas 已将运力削减至正常产能的 30%。针对这家中资矿山的抗议活动屡屡发生，并经常中断运营。附近的土著社区抱怨说，该公司的巨额矿产财富并没有为他们带来更好的生活条件。消息人士称，在查瓦瓦乔镇的抗议活动已经被解除，这使得生产得以恢复。但另一场抗议活动阻断了 Las Bambas 将铜运输到港口、运往客户手中的道路，这条道路在钦比维尔卡斯省沿线仍被封锁。

外电 12 月 6 日消息，多元化矿业公司泰克资源（Teck Resources）本周一称，该公司将暂时关闭了高地山谷铜矿（加拿大不列颠哥伦比亚省）的矿坑业务。该业务预计全年将生产 12.7 万至 13.3 万吨铜。2023 年至 2025 年的铜产量预计在每年 13 万至 16 万吨之间。泰克说，该矿将修复后重新开放，该地区被证实是安全的。2023 年至 2025 年的铜产量预计在每年 13 万至 16 万吨之间。

### （二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

在秘鲁安第斯山脉 Tapairihua 的山上，Samuel Retamozo 和其他手工矿工在他们的土著社区的 land 上发现了丰富的铜矿。有了政府的临时许可，他们在今年早些时候开始开采。经过几十年的研究，墨西哥集团 (Grupo Mexico) 的南方铜业 (Southern Copper) 计划在 2027 年开始在这里生产。该计划中的铜矿对该公司到 2030 年年产铜 180 万吨的目标至关重要。但据路透社对南方铜业 (Southern copper) 内部报告的回顾、对高管的采访以及对 Tapairihua 矿商的访问，在全球金属价格高企和混乱的政府许可制度的推动下，手工铜矿开采的增长正威胁着南方铜业和其他公司在秘鲁数十亿美元的新投资。秘鲁政府记录显示，自 2020 年以来，手工采矿许可证翻了一番，达到 8 万份。而铜是新的焦点。南方铜业并非唯一一家与矿工发生对峙的矿业公司。中国企业 MMG Ltd 在拉斯班巴斯 (Las Bambas) 铜矿

附近的两个新露天矿场正在努力开发，因为有手工矿工在同一块土地上定居。该公司表示，目前的矿坑即将用完。一位接近 MMG 的消息人士对路透表示，“非正规采矿正在进入准予正式(采矿)公司的土地，威胁到大型项目的开发。”今年 5 月，南方铜业公司起诉雷塔莫佐和塔帕里瓦的其他矿工，称他们的采矿许可证不合规。几周后，一场大火烧毁了南方铜业公司在当地的总部，该公司由帐篷组成，距离小规模矿工的作业地点仅几分钟路程。政府记录显示，自今年 5 月以来，Tapairihua 地区有效的手工采矿许可证数量已从 100 张降至 32 张。路透社看到的一份矿业部内部文件显示，撤销剩余许可证的程序正在进行中。

德国汽车制造商宝马(BMW)上周四表示，已投资 Jetti Resources，后者拥有从低品位资源中提取更多铜的技术，并生产低碳足迹的金属。总部位于美国的 Jetti 公司表示，由于 Jetti 的技术采用的是浸出技术而不是熔炼技术，因此它所需的电力更少，二氧化碳排放量减少了约 40%。Jetti 的技术已经在几个试点项目和 Capstone Mining Corp 的一个商业地点得到推广。该公司表示，它在亚利桑那州的一个铜矿的铜产量增加了一倍。矿业公司 Freeport-McMoRan Inc. 和必和必拓集团以及资产管理公司贝莱德(BlackRock Inc.) 也对 Jetti 进行了投资。由于 Jetti 的技术可以从低品位的材料中提取金属，它可以延长矿山的寿命，并用于储存在垃圾场和被认为是废物的材料。

据外电 12 月 2 日消息，智利国家铜业委员会(Cochilco)周五公布的数据显示，智利 10 月铜产量同比增加 1.4%，至 477,000 吨。其中智利国有的 Codelco 公司 10 月铜产量同比下降 5.8%至 135,800 吨。同期，智利 Escondida 铜矿的产量则同比增加 17.7%至 99,700 吨；Collahuasi 矿的产量则同比减少 9.3%至 44,900 吨。

嘉能可更加接近修筑大型阿根廷铜矿矿场，该公司已经在 El Pachon 项目加强活动、扩大招聘。

诺德股份：明年出货预期超 8 万吨 复合铜箔是研发方向之一。受原材料涨价、行业加工费普跌、竞争加剧等影响，锂电铜箔生产商诺德股份前三季度增收未增利。在今日举行的第三季度业绩说明会上，公司董秘王寒朵表示，今年下半年以来，5 微米和 4.5 微米的超薄铜箔的下游渗透在加快，公司预计明年 5 微米和 4.5 微米的超薄铜箔出货占比会有显著提升。

以上各类消息和报道可以看出，近期铜矿大规模减产、恢复生产的消息仍集中在智利和秘鲁，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

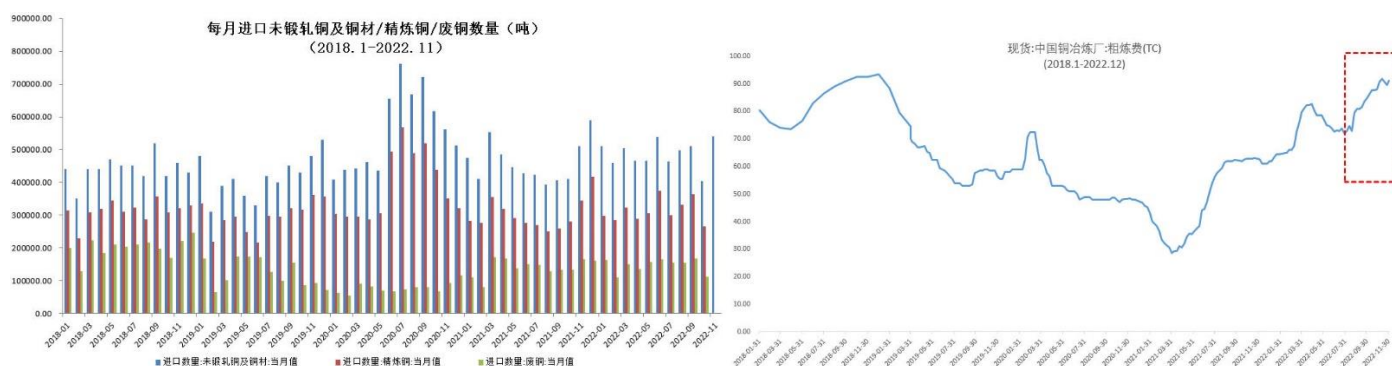
将始终存在，铜价反弹将面临有更多不确定性，未来由于世界各地的铜仍处于严重的低库存状态，再加上因为疫情扰动导致中国的铜需求存在不确定性，铜价在中短期内震荡的可能性很高。

### 三、国内铜粗炼费（TC）议价能力上升，11月进口铜明显增加

海关总署 12 月 7 日公布，中国 11 月末锻轧铜及铜材进口量为 539,901.7 吨；1-11 月末锻轧铜及铜材进量为 5,356,877.1 吨，较去年同期的 4,938,848.9 吨增加 8.5%。中国 11 月铜矿砂及其精矿进量为 241.2 万吨；1-11 月铜矿砂及其精矿进口量为 2,316.9 万吨，较 2021 年同期的 2,134.3 万吨增加 8.6%。

据报道，国内主要冶炼企业与自由港（FreePort）敲定的年度铜精矿加工费为 88 美元/吨或 8.8 美分/磅，创 2017 年以来新高。年度矿加工费的提升主要因为新增矿产量大于新增冶炼产能。据调查机构统计，2022 年和 2023 年新增矿产量大于冶炼产量分别为 25 万吨和 9 万吨；产量：国内 10 月份精炼铜产量 95.3 万吨，同比增长 10.9%；1-10 月累计产量 898.6 万吨，同比增长 3.7%。近期海外矿业端、冶炼端干扰不断，据市场反馈 11 月国内电解铜产量为 90.33 万吨，环比增加 0.21 万吨，增幅 0.2%，同比上升 9.4%。进口利润恶化，现货资源偏紧。

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（2018.1-2022.12）



数据来源：WIND，冠通研究

国内需求端，国内主要精铜杆企业周度开工率较上周减少 4.69 个百分点。10 月铜材开工率环比减少 1.21%；11 月铜管开工率预计 72.74%，环比增加 5.65%；11 月铜板带箔开工率预计 75.08%，环比减少 2.02%；11 月漆包线开工率预计 66.72%，环比减少 0.21%。

2022 年受新财税政策及疫情影响，国内铜产量大幅下滑，1—11 月我国废铜产量累计为 83 万吨，同比下降 20.5%。进口方面，1—10 月我国废铜累计进口 147 万实物吨，同比增长 7.61%。精铜方面，据 ICSG 数据，2022 年 1—9 月份全球精炼铜产量累计为 1904.2 万吨，同比增长 2.76%。1—10 月份我国精炼铜产量累计为 851.25 万吨，同比增加 2.8%，年内因冶炼厂集中检修、突发停产、高温限电

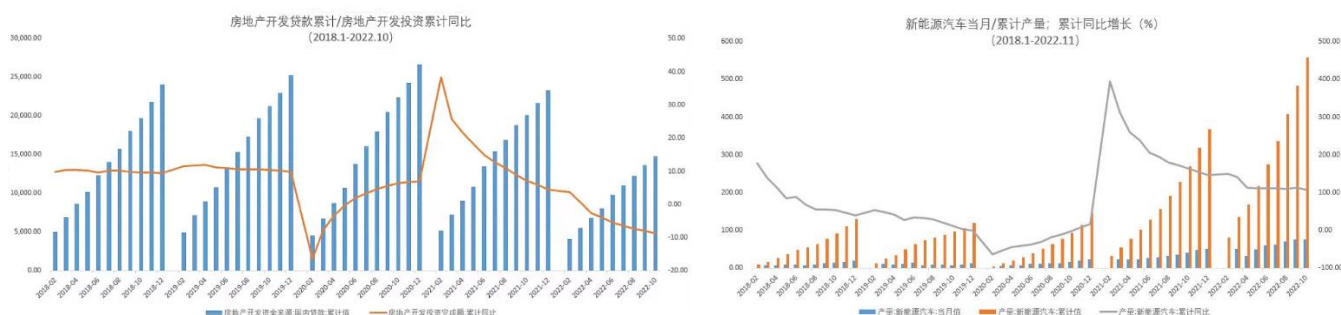
以及冷料紧张等，国内铜产量增幅不及预期，不过随着新扩建产能投产以及高利润刺激，四季度国内铜产量稳步抬升。预计 2022 年我国电解铜产量为 1038 万吨，同比增长 4%。进口方面，1—10 月份我国精炼铜进口量累计为 314.03 万吨，同比增加 9.65%，铜沪伦比值逐步走高，进口盈利，利于进口铜流入。

#### 四、11 月新能源汽车销量大增，房地产融资回暖，利好铜需求

据近期新闻报道，“三支箭”齐发之后，房企融资端得到极大支持，稳房地产市场的核心将从供给端转移到需求端，只有房企恢复自我“造血”能力才能让市场最终恢复正循环。从 11 月的销售数据来看，房地产市场整体继续探底，重点 100 城商品住宅成交面积环比延续 10 月的下降态势，同比降幅仍近 30%。克而瑞数据显示，百强房企 11 月销售规模环比微降 0.3%，同比降低 25.5%，降幅较 9、10 两月基本持平。销售整体仍处于触底阶段的同时，房企的表现则呈现出明显分化，国央企及混合所有制房企的复苏明显强于民企，TOP20 房企中华润置地、建发、绿城中国、华发、金地等央国企及混合所有制企业实现同比正增长，民企中仅滨江实现正增长。

值得注意的是，房企的融资拐点已经到来，这不仅针对优质的上市房企，对于出险房企而言，同样也有利好消息出现。尤其是关闭了 12 年的涉房股权类融资再次重启后，截至目前，已有十几家房企“赶场”股权融资。业内人士认为，接下来房地产行业融资情况将大为改善，或迎来一小波融资潮。据中指研究院监测，11 月，房企的非银融资总额为 465 亿元，在今年内仅高于 2 月的水平，环比下降 18.4%。针对典型上市房企的监测显示，11 月，40 家典型房企完成融资金额折合人民币 316.63 亿元，虽然环比上升 22.45%，但处于近两年的低位。其中，债权融资金额为 241.19 亿元，占比 76.18%，环比下滑 3.26%。在债权融资中，其他债权融资占比达到 41.84%，总额为 132.48 亿元，环比上升 46.21%。

图：国内房地产开发投资累计同比/国内新能源汽车产量销量累计同比变动（2018.1-2022.12）



数据来源：WIND，冠通研究

数据还显示，11月，40家典型上市房企境内银行贷款融资总额45.44亿元，占比14.35%，环比下滑13.93%，均以融资担保的形式呈现；公司债融资总额31.6亿元，占比9.98%，环比下滑57.87%，其中来自招商蛇口、首开和保利置业的公司债融资额分别为13.6亿元、8亿元、10亿元；中期票据融资总额28亿元，占比8.84%，环比下滑9.47%，其中滨江、龙湖分别发行中期票据9亿元、20亿元。值得一提的是，11月29日，龙湖成功发行获中债信用增进公司担保增信的20亿中期票据，成为“第二支箭”落地的首单。而此前，中债信用增进公司在“第二支箭”政策框架下，出具对龙湖、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函。

乘联会预估，11月新能源乘用车厂家批发销量73.2万辆，环比增长约8%，同比增长约71%。临近2022年年末，在车企优惠及国家新能源汽车补贴政策即将结束的双重刺激下，比亚迪11月销量超23万辆、特斯拉突破10万辆，头部车企月销量连创新高。业内人士表示，展望2023年，车企产品矩阵不断丰富，将为新能源汽车市场贡献更多优质供给，做大整个市场。数据显示，11月，比亚迪新能源汽车销量为23.04万辆，上年同期为9.12万辆，同比增长152.63%。今年前11个月，比亚迪新能源汽车销量为162.83万辆，比上年同期增长219.38%。特斯拉中国11月新能源乘用车批发销量达到100291辆，再次创下月度交付的新纪录，环比增长约40%，同比增长89%。记者了解到，截至今年11月，特斯拉上海超级工厂本年度已交付超过65万辆汽车。

乘联会表示，在国际油价高位徘徊、国内新能源需求平稳向好、新能源领军车企强势增量推动下，11月新能源汽车市场化增长动力较强。当前各地对于新能源车型的促消费政策，无论在补贴金额还是在覆盖面上均不低于燃油车，推动新能源汽车销量持续加速增长。乘联会表示，10月，15家厂商批发销量万辆以上企业在全月市场总销量中占比达84%，这些企业的11月预估销量为61.4万辆；按照正常结构占比预测，11月全国新能源乘用车销量为73.2万辆，创出乘用车厂商销量历史新高。

标普全球在一份报告中指出：“由于太阳能电池板、电动汽车和其他可再生能源技术的使用越来越多，铜供应无法满足需求，到2050年实现碳中和的努力可能仍然遥不可及。”一辆电动汽车的铜含量是普通汽车的近4倍，可再生能源系统中的铜含量是传统能源系统的12倍。风电场的用铜量为400-1500万磅，太阳能光伏发电场则需要9000磅/兆瓦。安永会计师事务所的一份报告显示，欧洲到2025年将拥有1.3亿辆电动汽车，而每辆电动汽车大约需要85千克铜。此外，充电站也需要铜。除了目前的产量，市场还额外需要百万吨铜。

全球最大的铜矿开采商和贸易商之一的嘉能可，对即将到来的全球铜短缺发出尖锐警告，并认为这一关键工业金属即将出现“巨大的供需缺口”。嘉能可首席执行官加里 Gary Nagle 表示，虽然一些人可能认为，该行业会像以前的周期一样增加供应，以满足能源转型推动的需求增长预测，但“这次情况会有所不同”。他提出的预估显示，在2022年至2030年之间，预计需求和供应之间的累计缺

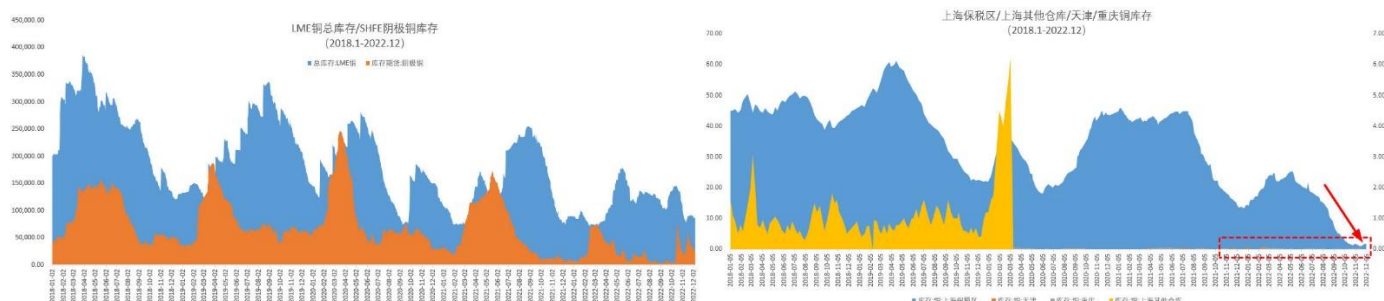
口将达到 5000 万吨。作为参照对比，目前全球年度的铜需求约为 2500 万吨。

整体看，我国已经意识到房地产同样事关国计民生，大量房地产企业“不能倒”，否则影响整个经济健康发展，“保交楼”并不是简单的拿钱输血房企，而是要让房地产回归“居住”的本质，打击炒房。再看我国近几年高速发展的电动汽车、风力/光伏发电，几乎已经在产量产能、销量上居于世界顶端，就看能不能实质的推动铜需求增长，如果真的未来铜缺口达到 5000 万吨，那么我国也是铜缺口最大的国家，这点在近期的铜价震荡中很容易被彻底忽略，这才是需要引起我们认真思考和警惕的前景。

## 五、全球的铜低库存短期难以改变，铜价震荡容易引发错觉

截止 12 月 3 日当周，上海保税区电解铜库存约为 1.6 万吨，较前一周净减少 0.2 万吨；因此淡季下，库存仍在去化，累库时间将推迟，利好铜价。截至 12 月 5 日，SMM 全国主流地区铜库存环比上周五减少 0.53 万吨至 10.74 万吨，总库存较去年同期的 9.12 万吨高 1.62 万吨。综合来看，美国宏观层面数据多空交织，不过市场对于加息放缓的预期似乎已达成一致。基本面铜供需趋松，低库存的支撑将减弱。短期铜价将维持偏强震荡行情。

图：LME 铜总库存/上海期货交易所铜总库存(吨)；上海保税区/天津/重庆铜库存(万吨) (2018.1-2022.12)



数据来源：WIND，冠通研究

从上图可看出，上海保税区铜库存存在 2019 年夏天还高达 60 多万吨，2022 年夏天也还有 20 多万吨，目前，上海保税区从 1 万多吨铜库存，恢复至大约 2 万吨，这样低的铜库存，无疑将会经常性导致铜价上涨。而在上海地区之外，天津和重庆的社会仓库的铜库存，几乎从未超过 1 万吨，甚至到接近 0，这非常让人吃惊，说明需求太旺盛了，经常把仓库里面的铜用光了。

目前全国主流地区铜库存约为 11.3 万吨，处于历年较低水平，而上海和广东的保税库库存约 2.8-2.9 万吨，去年同期保税库接近 20 万吨，今年明显降低。显然多重原因导致铜锭持续去库，第一是新能源板块确实在拉动铜类消费的增长，第二是今年中国铜产品出口订单较好，还有就是废铜的供给

减少造成电解铜消费的增长。一辆传统燃油车用铜量约为 23kg，一辆纯电动新能源车用铜量约为 86kg，去年新能源占全球的消费权重大概在 7%。今年预计新能源占全球电解铜的消费量将接近 10%的水平；按照全球 2500 万吨左右的消费量计算，提高了将近 70 万吨的用量。预期未来几年新能源用铜量在交通运输板块的增速约 7%-8%，在电力端口的增速约 2%-3%。再看中国 11 月新能源汽车的产销，没有理由对国内铜需求过分悲观。

从房地产市场看，目前的防疫优化、美联储加息放缓、地产利好政策，对后市需求是明显利好的。2023 年市场供应增速将大于需求增速，不过一旦疫情防控措施优化结果较好，那铜价出现上涨可能很大，但考虑到短期供大于需的局面存在，短期铜价或显疲软，但中长期铜价是乐观的。

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 62500 元/吨一线的可能；若铜价不能守住 62500 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、美国通胀快速冷却，经济衰退提前到来；
- 2、国内疫情管控进一步放宽，铜需求快速增长；
- 3、美欧加息进程进一步延长，铜需求受到抑制超预期。

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](mailto: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。