

冠通期货研究咨询部

2022 年 12 月 14 日

通胀回落加息放缓，铜价展现韧性

摘 要

□ 摘要

铜：上周五发表的美国 11 月 PPI/核心 PPI 超预期回落，本周二发布的 11 月 CPI 数据同样超预期回落，这显示美联储经过 6 次密集加息，已经适度冷却了美国经济，这也将为本周美联储 12 月会议放缓加息打开道路。近期海外铜价从 8600 美元/吨的阶段高点下滑后迅速反弹，本周二创出 8629 美元/吨的阶段小高点，目前在 8500 美元/吨附近震荡；国内铜期货主力合约价格从 68000 元/吨的阶段高点回落反复震荡，目前再次持稳 66000 关口上方震荡；近期国内疫情管控大幅优化和放款，对铜需求有积极影响；但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，未来铜价保持“有韧性的震荡”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、国内疫情管控大幅放宽后，铜需求增长不及预期；
- 3、美欧加息进程延长，发达市场和部分新兴市场铜需求受到抑制。

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、美国通胀数据明显回落，美联储 12 月大概率加息 50 基点

上周三（12 月 7 日）据媒体报道，美国财政部数据显示，截至 12 月 1 日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。媒体分析指出，因两党之争引发的债务上限僵局，将会在华尔街造成动荡，导致投资者们的蒙受不小损失。上周三据美国抵押贷款银行家协会（MBA）数据，截至 12 月 2 日的一周，30 年期固定利率按揭贷款的利率下降 8 个基点，达到 6.41%，创 9 月中旬以来的最低水平；这是美国按揭贷款利率连续第四周下降，创下 2019 年以来最长连降。在过去四周里，30 年期固定利率已经下降了约 73 个基点；今年以来由于美联储激进加息以帮助降低通胀，美国按揭贷款利率飙升。今年初，30 年期按揭住房贷款的平均利率仅约为 3%，到今年 10 月时，一度飙涨至 7%；房地产市场是经济中对利率变化最敏感的领域之一，随着利率的飙涨，美国房地产市场遭遇严重打击，按揭贷款的购买和再融资活动也急速萎缩，房地产市场的其他数据，如房屋销售、房价、建筑商信心、营建许可等，也大多非常低迷。上周三据媒体报道，在 12 月 2 日至 12 月 5 日期间针对 45 名经济学家调查结果显示，85% 的经济学家认为美国经济将于明年陷入衰退，50% 以上的经济学家认为失业率将大幅上升至 5.5%—6.5%。此次调查由该媒体与芝加哥大学布斯商学院的全球市场倡议组织共同进行，其结果显示，经济学家对美国经济“软着陆”的乐观情绪正在减弱；

图：美国 PPI/核心 PPI 变化情况； 美国 CPI/核心 CPI 变化情况（2018.1-2022.11）



数据来源：WIND，冠通研究

上图可看出，从美国 3 月份达到 PPI 峰值以来，美国的 PPI/核心 PPI 基本上一路下滑，运动轨迹相对顺畅，显示后疫情时期物流、供应链问题有所好转，同时国际能源价格也从俄乌冲突爆发后的高点一路下滑，再加上美联储持续激进加息遏制通胀，这些都推动 PPI 水平顺利下滑，但目前距离疫

情前 3%左右的 PPI 水平仍有距离；此外 PPI 向 CPI 传导也相对顺利，3 季度之后美国 CPI/核心 CPI 整体震荡下行，同样距离美联储自己“平均 2%”的通胀稳定水平有很大距离，但下降的趋势已定，在美联储自己看来是令人欣慰的。

上周四（12 月 8 日）美国劳工部数据显示，截至 12 月 3 日的美国首次申请失业救济金的人数达到 23 万人，符合预期；截至 11 月 26 日的续请失业金的人数 167.1 万人，为今年 2 月初以来的最高水平，预期 160 万人；市场分析称，这项数据表明随着劳动力市场出现初步降温迹象，失业的美国人更难找到新工作。经济学家 Eliza Winger 表示，结合此前强劲的 11 月非农报告，最新的续请数据进一步表明，恢复美国劳动力市场供需平衡将是一个缓慢的过程。上周四 10 年期美债收益率最高升 10 个基点并重返 3.50%，30 年期长债收益率升超 6 个基点至 3.48%，均从昨日所创的近三个月新低反弹。对货币政策更敏感的两年期收益率升 7 个基点至 4.32%；美联储重点关注的 3 个月/10 年期美债收益率倒挂接近 90 个基点，创 2001 年 1 月以来最深，2/10 年期收益率周一至周三连续突破 1981 年以来倒挂纪录，暗示市场强烈担心衰退临近。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 44.4%，累计加息 100 个基点的概率为 46.5%，累计加息 125 个基点的概率为 9.1%。

上周，纽约大学教授、有“末日博士”之称的经济学家鲁比尼发出“崩溃警告”：随着数十年的赤字、借贷和杠杆率激增，世界经济正走向前所未有的经济危机、金融危机和债务危机的交汇点。鲁比尼指出，在私营部门，债务堆积如山，包括家庭（如抵押贷款、信用卡、汽车贷款、学生贷款、个人贷款）、企业 and 公司（银行贷款、债券债务和私人债务）以及金融部门的债务（银行和非银行机构的负债）等；在公共部门，包括联邦、州和地方政府债券和其他正式债务，以及隐性债务，如现收现付养老金计划和医疗保健系统等无资金来源的负债——所有这些都将随着社会老龄化而继续增长。从全球来看，私人和公共部门债务占 GDP 的比例从 1999 年的 200%上升到 2021 年的 350%。发达经济体的这一比例目前为 420%，美国这一比例为 420%，高于大萧条时期和二战后。

上周五（12 月 9 日）美国劳工部数据显示，美国 11 月 PPI（生产者价格指数）同比增长 7.4%，较修正后前值 8%有所放缓，市场预期 7.2%；剔除波动较大的食品和能源，美国 11 月核心 PPI 同比增长 6.2%，较前值 6.7%下行，市场预期 5.9%；继今年 3 月 PPI 达到 11.7%的同比涨幅峰值后，11 月 PPI 涨幅已有所放缓但仍超预期，体现出通胀的粘性，或将进一步促使美联储将高利率持续下去；上周五密歇根大学消费信心数据显示，12 月消费者信心指数从上个月的 56.8 升至 59.1，市场预期 57，但仍低于去年同期的 70.6；美国 1 年通胀预期初值意外下降至 4.6%，创 2021 年 9 月以来新低，前值 4.9%；消费者对美国的长期（5 年）通胀预期保持在 3%，通胀预期的回落在各个人口群体中都很普遍。上周五据媒体报道，针对 44 名经济学家进行的调查结果显示，美联储连续四次加息 75 个基点后，

在本周的 FOMC 会议上将加息 50 个基点，随后两次会议各加息 25 个基点。

本周一(12 月 12 日)纽约联储公布的调查显示,11 月美国家庭预计未来 12 个月的通胀率为 5.2%，这大幅低于前一个月的 5.9%，创下 2021 年 8 月以来的最低水平；美国家庭对中长期的通胀预期也有所下降：对未来三年的通胀预期从 3.1%降至 3%，对未来五年的通胀预期从 2.4%降至 2.3%。具体细分项目上，美国家庭预计未来一年的汽油价格将上涨 4.7%，食品价格将上涨 8.3%，租金将上涨 9.8%，医疗费用将上涨 9.6%，大学教育将上涨 9.4%。美国家庭对房价增长的预估中值从 2%降至 1%，这是 2020 年 5 月以来的最低水平。纽约联储表示，预期的下降在各教育和收入群体中是普遍存在的，不过来自南方的受访者预期下降的最为明显。

上周六(12 月 11 日)美财长耶伦在接受媒体采访时表示，步入 2023 年后美国通胀会大幅降低，而且并非美联储加息以抑制通胀必定会带来衰退；耶伦称：我相信到明年年底，如果没有意外，你会看到通膨水平大大降低。尽管衰退的风险存在，但我认为，通过健康的劳动力市场可以看出，降低通胀并不一定会走向衰退的结局，衰退无疑是可以避免的。耶伦表示，尽管不少投行均预测衰退无法避免，但她认为一切都在往积极的方向发展，她已经看到了不少使她乐观的因素，许多问题正在慢慢得到解决，衰退可能不会发生。耶伦认为只要经济不再遭受意外冲击，随着运输成本、天然气、原油价格的下降，通胀即将在 2023 年大幅下降，耶伦说：运输成本已经下降，且交货滞后时间缩短，油价、天然气价格也大幅下降。基于此，我认为我们会在未来一年看到通货膨胀率大幅下降。耶伦表示，现阶段美国经济仍然脆弱，容易受到冲击，衰退风险依然存在，现在他们正在尽可能的确保粘性通胀和衰退的情况不会发生，耶伦说：我们都知道，控制住通胀，不让它成为粘性通胀至关重要，我们正在确保不会发生这种情况。媒体分析认为，耶伦作为一个拥有 50 多年经验的经济学家，又曾任美联储主席，或许她会比大多数人都清楚如何制定一种，既能抑制通货膨胀又不会导致大规模裁员和经济衰退的政策。耶伦认为，美国现在已达到或超过充分就业的水平。因此，为了抑制通胀，经济增速不得不放缓。不少华尔街投行都指出 2023 年美国将不可避免陷入衰退，2023 年失业率可能大幅飙升。但耶伦表示近几个月来，就业增长一直保持稳定，这与广泛的经济衰退不一致。

本周二(12 月 13 日)美国劳工统计局的数据显示，11 月 CPI 同比增长 7.1%，市场预期 7.3%，前值 7.7%，同比增幅创今年 1 月以来最低纪录；市场关注的核心通胀率也显著下降。数据显示，核心 CPI 同比增长 6%，预期 6.1%，较前值 6.3%有所回落，同比增幅为今年 8 月以来的最小水平；10 月 PPI 超预期放缓之后，市场已经基本消化美联储 12 月放缓加息步伐的预期。11 月 CPI 数据继续超预期放缓，巩固了市场的这一预期。目前，芝商所的 FedWatch 工具显示，美联储周四加息 50 个基点的概率为 80%，加息 75 个基点的概率约为 20%。但对于美联储本轮加息应该持续多久，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，美联储内部已经

分化为鸽派和鹰派两大阵营。一些人预计明年通胀将稳步降温，并希望尽快停止加息。其他人担心明年通胀不会足够缓和，这种情况需要加息或将利率维持在该水平更长的时间，从而增加急剧下滑的可能性。

目前为止，市场定价显示美联储在本周的12月会议上继续加息50个基点的可能性依然非常高。加息幅度放缓导致最近几个月美元标价的伦铜电3价格持续高位震荡。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；震荡回落本周二再次创出8629美元/吨的小高点，目前仍在8500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66000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

外电12月6日消息，多元化矿业公司泰克资源（Teck Resources）上周一称，该公司将暂时关闭了（加拿大）高地山谷铜矿的矿坑业务。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。

智利央行上周三公布，该国11月铜出口收入达到36.18亿美元，较去年同期相比减少28%。表明全球需求面疲弱。

外电12月9日消息，全球矿商英美资源集团（AngloAmericanPlc）上周五下调了2023年的铜产量指导水准，受其智利矿山品位下降影响。这家在伦敦上市的矿商预计，由于秘鲁Quellaveco矿的投产和强劲的钻石产量只能部分弥补其他地区产量的下降，今年的总产量将下降3%。该公司补充称，2023年的产量料较2022年增长约5%。该公司在其年度投资者报告中表示，目前预计其铜矿在2022年的产量将在65-66万吨之间，2023年将在84至93万吨之间，而此前在2023年的产量估计为91万至102万吨。

消息面，秘鲁示威者威胁要扰乱在嘉能可的 Antapaccay 铜矿和 MMG 的 Las Bambas 铜矿的工作，以抗议该国新总统，并要求举行新的大选。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

经过数年的酝酿，随着镍和铜这两种所谓的电池金属需求回升，铁矿石巨头淡水河谷 (Vale SA) 终于为释放其镍和铜业务的价值制定了一条道路。该公司首席执行官 Eduardo Bartolomeo 和首席财务官 Gustavo Pimenta 在接受采访时表示，该公司将把贱金属资产从铁矿石业务中分离出来，并将在明年上半年公布战略合作伙伴。首次公开发行 (ipo) 目前不在考虑范围内。

铜矿和镍矿将被纳入一个名为“淡水河谷基础金属” (Vale Base Metals) 的新法律架构，实行独立治理，董事会成员包括深地下采矿和电动汽车专家。根据周三披露的一份简报，该公司将持有加拿大镍资产、印尼合资企业以及巴西 Onca Puma 镍矿和 Salobo 铜矿项目。淡水河谷推出镍和铜业务之际，随着对化石燃料的摒弃，用于布线和电动汽车电池的金属需求加速增长。多年来，淡水河谷一直在考虑将其巴西铁矿石业务从镍和铜资产中剥离出来。2006 年，淡水河谷宣布以 170 亿美元收购加拿大国际钢铁公司 (Inco Ltd.)，获得了其中许多镍和铜资产。淡水河谷首席财务官 Pimenta 表示：“目前世界上还没有这种规模的铜加镍业务。”去年淡水河谷在加拿大、巴西和印尼的镍和铜资产占该公司收入的近 15%。近年来，淡水河谷经历了一系列经营挫折，导致业绩指引下调。该公司一直在努力稳定贱金属产量。淡水河谷预计，中期镍产量将达到每年 23 - 24.5 万吨，从 2030 年起将超过 30 万吨。**到 2030 年，铜产量将比目前水平增加两倍，达到约 90 万吨。**这家巴西矿业巨头的目标是成为电动汽车市场的主要供应商。

12 月 7 日，河钢资源披露投资者关系活动记录表时表示，在推土机版块剥离后，公司目前生产经营主要在南非，PMC 是南非最大的铜业公司。企业从上世纪 50 年代开始开采铜矿，经历了露天和井下一期开采，目前正在建设井下二期工程。铜二期项目进度存在延期情况，主要原因还是受到了疫情影响，由于地下开采、施工属于密闭空间作业，容易引起疫情的集中爆发，进一步影响地面生产运营，所以对井下生产建设比较谨慎，按照目前进度，预计 2023 年 3 季度可以部分投产。

加拿大绿松石山公司的股东上周五投票支持里约热内卢 Tinto（力拓）以 33 亿美元将其私有化，并直接控制蒙古一个大型铜矿。Turquoise Hill 说，86.6% 的人投票赞成力拓收购其尚未拥有的 49% 股份，从而使这家英澳矿商获得全球已知最大铜金矿（蒙古）奥尤陶勒盖 66% 的股份。这家加拿大矿商说，该交易还获得了小股东约 60.5% 的投票通过。

此次投票为全球矿业巨头里约热内卢 Tinto 在奥尤陶勒盖获得更多自主权扫清了道路。

Turquoise Hill 拥有奥尤陶勒盖 66%的股份，蒙古政府拥有 34%的股份，里约热内卢公司负责运营。然而，私有化过程并非一帆风顺。这家矿业巨头过去与 Turquoise Hill 在如何为奥尤陶勒盖 70 亿美元的矿山扩张计划提供资金方面关系紧张。今年 1 月，力拓和蒙古就该矿的经济效益达成协议，免除了该国政府所欠的 24 亿美元债务，解决了长期以来的争端。力拓仍面临由 Pentwater 提起的美国投资者诉讼，指控其隐瞒奥尤陶勒盖矿的进度推迟了两年半，并超出预算 19 亿美元。Turquoise Hill 上周五表示，预计交易将在 12 月 16 日前或之后不久完成。

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，在新的大型铜矿的新建和开发上，中国大企业也积极参与其中；西方大资本出了看中南美传统铜业大国外，蒙古等亚洲国家也在他们的积极投资对象中，凸显西方大型矿业公司对未来铜需求的乐观态度。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，短期内因为中国大幅放宽疫情管控导致中国的铜需求存在上升的可能，但究竟能上升到何种程度，却存在很多不确定性，这令铜价在中短期内震荡的可能性很高。

三、国内疫情管控大幅放宽，部分省市出境“抢订单”

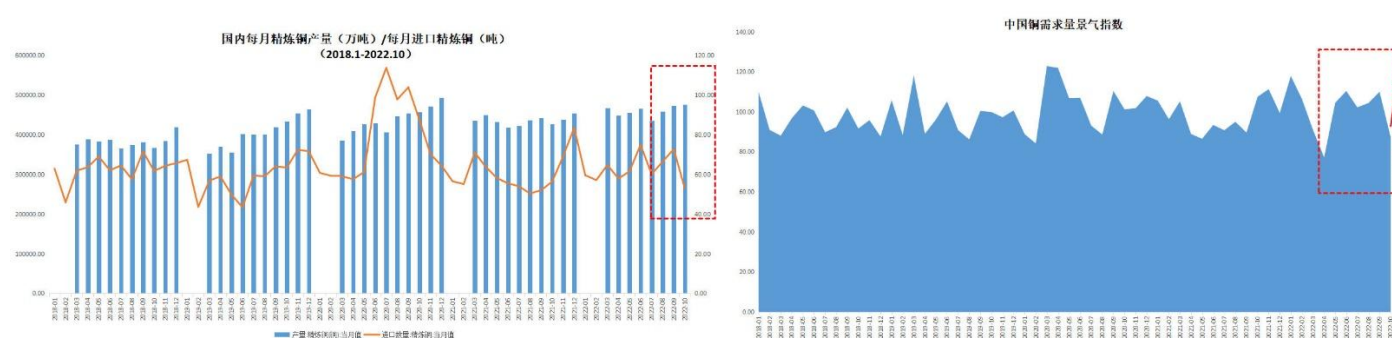
11 月 11 日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，公布进一步优化防控工作的二十条措施。通知指出，党中央对进一步优化防控工作的二十条措施作出重要部署、提出明确要求，各地各部门要不折不扣把各项优化措施落实到位。

12 月 7 日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，进一步优化核酸检测，不按行政区域开展全员核酸检测，进一步缩小核酸检测范围、减少频次。对高风险岗位从业人员和高风险区人员按照有关规定进行核酸检测，其他人员愿检尽检等，不再开展落地检。

12 月 4 日清晨，一支由浙江省商务厅等省级部门相关负责人组成的浙江拓市场经贸代表团驱车前往机场，开启了为期 6 天的欧洲行。这次欧洲行是浙江省“千团万企拓市场抢订单行动”的首站，

该行动由浙江省商务厅牵头、政府带头联动企业赴境外参展、开展商务洽谈，这支队伍也是疫情暴发以来，由省级商务部门带队出国的第一团。几乎同一时间，嘉兴组织招商团队从杭州萧山国际机场飞赴日本东京，他们中除了来自嘉兴、宁波、湖州等地的“外贸人”，还有嘉兴市商务局、市外办、市防控办等部门组成的“后勤组”。紧接着是宁波，该市“百团千企万人”拓市场促招引行动首发团于12月6日一早从宁波出发，经由上海启程飞赴阿联酋。随后是金华，12月10日由20余家企业、30余人组成的“抢单团”奔赴目的地印尼。

图：国内每月精炼铜产量/每月进口精炼铜、中国铜需求量景气指数变化情况（2018.1-2022.11）



数据来源：WIND，冠通研究

从上图看，尽管国家层面的疫情管控大幅放宽只是最近几周的事情，但铜生产和铜进口在最近几个月已经明显在走高了，而从中国铜需求景气指数来看，今年4至5月是一个大凹陷，这明显是4/5月间上海地区因疫情大面积管控封城造成的不良结果，但从6月份以后，铜景气指数明显恢复至常态水平，最近又出现小幅下滑，但很明显，“出境抢订单”的成果还没能反应在铜需求指数上，如果在12月，1月或更晚的数据上体现出来，那么铜需求一定会显示明显上升。

放宽疫情管控这段时间，江苏、浙江、广东等多地纷纷组团出海抢订单，组织企业赴境外参加经贸活动。“抢订单”成了经济大省不约而同的选择，也成了当下各地“拼经济”的最强注脚。中央媒体指出，“抢订单”，抢出来的是市场、是机遇。这几年，受疫情冲击、物流阻隔等因素影响，一些企业的海外需求未被充分满足，大量订单在积累，随着疫情防控政策的优化调整，企业第一时间开足马力抢占海外市场，抓住了发展的“窗口期”“机遇期”。苏州赴日招商取得意向投资18.6亿元，南京外贸企业商务团组累计签约和意向订单金额超20亿元……从实践看，“出海”不仅带回了“真金白银”的订单，更有新消息、新思路以及对未来发展的新规划。“抢”，本质上就是抢抓机遇，以时间换空间。

四、西方大型矿业资本和华尔街投行对铜的看法

知名大宗商品生产商嘉能可 (Glencore) 公司警告称, 到 2030 年, 铜的供应缺口将达到 5000 万吨。根据国际铜业研究小组 (ICSG) 的数据, 2017 年至 2021 年期间, 只有两座大型铜矿投产。现在几乎同时有四家大型新增供应。刚果的 Kamoakakula 矿和秘鲁的 Quellaveco 矿都是新项目, 目前正在加速。在智利, Quebrada Blanca II 和 Spence-SGO 矿正从氧化物矿转向硫化物矿, 从而提高产量。ICSG 估计, 今年前 9 个月, 全球铜矿产量增长 3.5%, 而 2021 年全年仅小幅增长 1.9%。

嘉能可 10 月份的预测是全年增长 3.9%, 低于 5 月份 5.1% 的预测, 这反映出该行业许多顶级运营商的产量大幅下降。据国际钢铁研究小组称, 智利是世界上最大的铜生产国, 今年经历了特别高的中断率, 1 月至 9 月的产量同比下降了 6.7%。秘鲁在 2019 年同期仅增长 1.4%, 产出仍比疫情前水平低 5.0%。矿工在经营上面临多重阻力, 集体停产的规模在一定程度上抵消了新矿增加的吨位。不过, 今年的矿产量增长仍将强于过去几年。此外, 无论出于何种原因, 2022 年末生产的铜矿将被推迟到 2023 年, ICSG 预计届时全球铜矿的产量将增加 5.3%。据 ICSG 最新估计, 1-9 月铜产量增长 3.5%, 而精炼铜产量增长仅为 2.3%。该集团预计明年将加速增长至 3.3%, 但这仍落后于矿山产量的预期增长。冶炼厂也有自己的问题, 尤其是不断上涨的能源成本。它们警告称, 如果要增加加工能力, 处理费用将不得不在更长时间内保持较高水平。

图：ICSG 全球精炼铜产量/消费量；ICSG 全球精炼铜过剩/短缺的变动情况（2018.1-2022.11）



数据来源：WIND，冠通研究

上图可看出, ICSG 全球铜产量和消费量基本上一直就是稳定的, 在疫情期间也没有太大的变化; 最近几个月甚至还有小幅上升; 而对铜过剩还是短缺的统计方面, 差别就非常大了: 铜短缺的时间大大多于铜过剩的期间, 即便是疫情最紧张、最严重期间, 铜过剩也很少发生, 但是铜短缺却是经常发生、一再发生, 铜经常性短缺之下, 很难想象铜价会一直下跌或长期低迷。

嘉能可首席执行官 Gary Nagle 在投资者日电话会议上对分析师表示: “计划建造的一切都已经建成。” 这些都是目前正在投入生产的项目, 但他警告称, “没有什么会落后”。嘉能可估计, 如果全

球要实现净零排放目标，到 2030 年，铜的累计短缺将达到 5000 万吨，因为全球转向绿色能源转型将提高铜在电网升级、太阳能电池板和电动汽车中的使用。即使有意愿，新矿也不可能这么快建成投产。该行业用于扩大生产的资本支出较低，这表明许多企业仍不愿承诺投入下一代供应所需的巨额投资。

嘉能可表示，通过相对低成本的棕地扩张，该公司可以将铜产量提高约 60%，至每年 160 万吨。在预期的赤字以铜价上涨的形式变得切实可见之前，中国不会这么做。Nagle 说：“我们不想向一个对额外增加产量并没有强烈需求的市场承诺。”该公司还在阿根廷的 El Pachon 煤矿项目上工作，但这将是 Nagle 所说的“最后一辆出租车”，因为这个世界迫切需要更多的矿山供应。在谈论铜价前景时，嘉能可(Glencore)是有利益关系的，但分析师普遍担心，下一代铜矿缺乏投资。如果明年供应中断的程度下降一两个档位，冶炼厂可以利用目前的新供应浪潮至少再持续一年，很有可能一直持续到 2024 年。**铜的问题在于缺乏对下一波浪潮将从哪里来的可见性。现在地平线上一片空白，令人不安。**

高盛(Goldman Sachs)预测，铜价可能在一年内达到 1.1 万美元的创纪录高位。目前纽约 Comex 市场 3 月份交割的铜上涨 1.3%，触及每磅 3.91 美元或每吨 8,602 美元。铜价继 11 月上涨 10.6%后，本月上涨 3%，因市场开始预期中国将退出零冠政策。上周三，该国取消了这些规定的关键部分。高盛(Goldman Sachs)分析师表示，他们现在预计 2023 年铜将供应不足，“供应峰值现在不可避免地确定在 2024 年年中……从那时起将出现赤字。”他们表示，中国明年可能寻求重建耗尽的库存，从而增加铜需求，并预计 2023 年平均价格将为每吨 9750 美元，2024 年为每吨 1.2 万美元。

高盛在最新的报告中表示，**中国明年补库需求可能会推高铜价，并预计铜价将在 2023 年升至平均 9750 美元/吨(此前预测为 8325 美元)，2024 年将达到平均 1.2 万美元(此前预测为 10750 美元)。**高盛还表示，他们预计铜供应在 2023 年出现不足，然后在 2024 年见顶，届时将出现巨大的供需缺口。供应收缩主要反映明年全球矿山供应预期大幅下调，预计增长率在过去一个季下降三分之一，至仅 3.6%。具体来看，高盛预计，全球铜库存已降至 14 年来最低水平，有利于限制铜价下行。该行预计，明年全球或出现 17.8 万吨的供应缺口，相比之下，它早前预测明年将出现 16.9 万吨供应过剩。中短期看，由于美联储持续激进加息，不断上升的利率持续打压房价，投资者正在疯狂逃离美国地产基金，美国房地产市场作为全球最大工业金属的需求端仍处于胶着的状态。

如果美联储在本周 12 月会议上如预期加息 50 基点，那么美国在明年 1 季度仍将继续加息，加息空间仍有 25 至 50 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 66000 一线，不排除铜价跌回 64000 元/吨一线的

可能；若铜价不能守住 64000 元/吨，则铜价有跌回 61500 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；但美联储加息进程尚未完全结束，但不排除美联储在巨大的经济下行压力面前 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、国内疫情管控大幅放宽后，铜需求增长不及预期；
- 3、美欧加息进程延长，发达市场和部分新兴市场铜需求受到抑制。

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。