

研究报告

专题报告：沪铜

铜价仍处下行通道，节奏上关注供需缺口收敛

广州期货 研究中心

联系电话：020-22139813

逻辑观点：

第一，衰退交易仍未结束，宏观偏空或压制铜价继续下行。美国9月未季调CPI年率8.2%，预期8.10%，前值8.30%。美国9月未季调核心CPI年率6.6%，预期6.50%，前值6.30%。美国9月通胀数据再次高于普遍预期，离鲍威尔反复强调的2%通胀目标相隔甚远，紧缩政策短中期难言见顶，美国需求将进一步被抑制，大概率从“滞胀”转为衰退，欧洲经济在通胀高企、能源短缺等多重困境下，经济动能或进一步衰竭，国内经济稳中偏弱，下行压力加大。国际货币基金组织（IMF）10月再次下调2023年全球GDP预期至2.7%。

第二，铜的供需缺口逐渐收敛，但库存拐点仍需等待。全球铜精矿小幅过剩，加工费上移，国内电解铜供应改善，现货偏紧格局将逐步缓解，边际转过剩趋势将更加明晰，当下库存拐点将作为主要观测指标。在宏观和需求偏弱背景下，铜重心或再度下移，如果两者能发生共振，铜价下行节奏或加快。**策略上，震荡区间上沿逢高做空安全性更高，短线靠近震荡区间下沿止盈，如库存拐点确认，空单可继续持有，此外，逢高卖虚值看涨期权可继续滚动操作。**

风险提示：海外铜矿供应干扰导致超预期减产、低库存继续去化引发逼仓行为（上行风险）。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

联系信息

分析师 许克元

期货从业资格：F3022666

投资咨询资格：Z0013612

邮箱：xuky@gzgf2010.com.cn

LME 铜周 K 走势



相关报告

2022.04 月报全球经济持续走弱，铜价下行压力加大

2022.05.15 短期情绪修复，铜价或有小反弹

2022.05.29 短期价格有支撑，库存表现决定反弹高点

2022..06.12 美元指数再次走强，铜价承压运行

2022.07 月报谨防下跌周期中的阶段性反弹

2022.09 月报阶段性供需偏紧将缓和，铜价或逐步回落

2022.10 月报宏观压力加大，铜价仍将承压运行

目 录

一、通胀高企，美联储紧缩难言见顶，美国经济或从“滞胀”转“衰退”	1
二、欧洲经济动能或进一步衰竭.....	2
三、受外需拖累，国内经济或稳中偏弱运行	3
四、当前全球经济衰退预期不断强化，现实经济数据正在进一步验证.....	4
五、铜矿供应趋松尚未有效传导至冶炼端，库存拐点仍待观察	5
六、价格展望及投资建议.....	8
免责声明.....	9
研究中心简介.....	9
广州期货业务单元一览.....	10

今年1-4月，因原油价格持续上涨，通胀预期高企的驱动，铜价呈现震荡上行走势，期间因俄乌事件驱动将价格推高近77000元，接近去年5月高点，LME铜甚至刷新历史高位达10845美元。随后上海疫情超预期爆发引发需求忧虑，铜价回调至70000附近，5月中后至6月中，疫情明显缓解国内需求回补，铜价又有一轮弱反弹。整体而言，上半年铜价仍在延续去年5月以来的高位区间震荡行情，主波动于70000-77000元。

直到今年6月份，美联储宣布大幅加息75基点以控制通胀，铜价才开始破位下跌，市场开始交易全球经济衰退预期，LME铜下挫到6955美元，沪铜下挫到54000附近。随后伴随宏观压力缓解，铜价出现超跌反弹行情，铜价重心更加偏向基本面逻辑，现货偏紧局面下，铜价再次走出区间震荡行情，主波动于60000-64500。我们认为后期铜价方向仍将以宏观为主导，但节奏上需观测供需缺口收敛情况。

图表1：沪铜加权日K走势



数据来源：文华财经 广州期货研究中心

一、通胀高企，美联储紧缩难言见顶，美国经济或从“滞胀”转“衰退”

今年截至到目前已经加息6次，累计375个基点，创下美联储近40多年来最激进的加息记录。将联邦基金利率目标区间推至3.75%-4.00%。

当前美国处于经济周期的“滞胀”阶段，需求已经掉头向下。美国10月Markit制造业PMI初值为49.9，跌至荣枯线下方，刷新28个月低位，预期51，前值52。美国10月Markit服务业PMI初值为46.6，为2个月低位，预期49.2，前值49.3。同时，美国9月社零同比8.2%，较上月增幅收窄1.2个百分点；商品房销售套数环比下降1.5%；新开工房屋数量 环比下降8.1%；消费者信心指数处于历史低位。

但持续超预期的就业市场和通胀数据给美联储的加息奠定了基础，紧缩政策难言见顶，继续压制需求。9月美国CPI继续高于预期，为8.2%，短期内或难以大幅下降；供给收缩仍是主要原因，能源食品和住房仍是拉动CPI的主要因素。

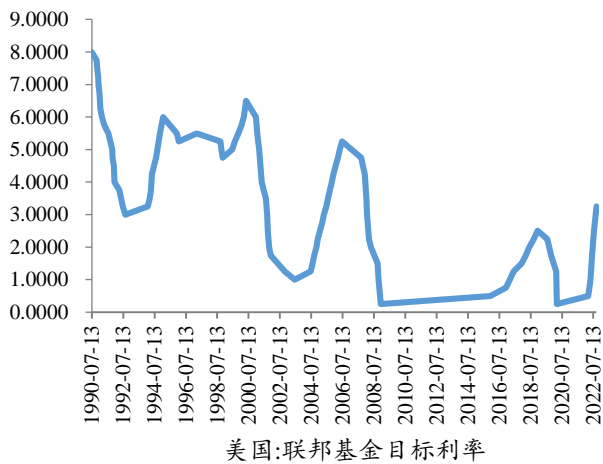
今年以来，鲍威尔反复强调，“美联储当前的首要任务是将通胀降至

2%目标”。目前通胀数据离目标位还挺远，且就业市场依旧健康下，预计紧缩政策难言见顶。高盛上调美联储利率预测，预计3月将加息至5%。

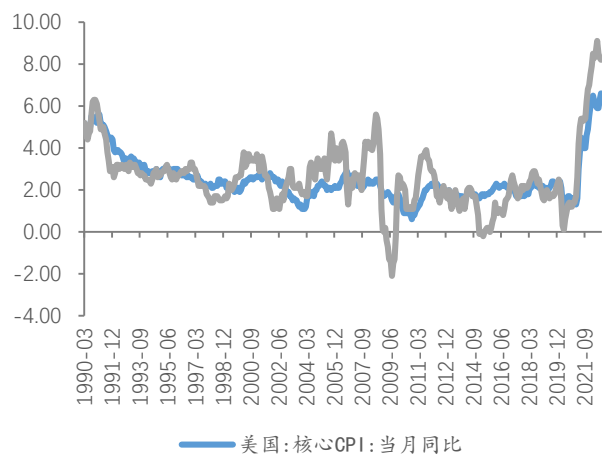
随着加息的持续进行、需求的回落，就业市场或将逐渐冷却。美国经济或将逐步向衰退过度。

9月议息会议中，美联储FOMC也下调了经济增长预测：2022、2023、2024年底GDP增速预期中值分别为0.2%，1.2%，1.7%（6月预期分别为1.7%，1.7%，1.9%）；同期，失业率中值分别为3.8%，4.4%，4.4%。（6月预期分别为3.7%，3.9%，4.1%）。

图表2：联储连续强势加息



图表3：美国通胀数据依旧高位



数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表4：美元指数创20年新高



图表5：美国GDP与失业率预测

美国经济指标	预测时间	2022	2023	2024
GDP增速	9月预测	0.2%	1.2%	1.7%
	6月预测	1.7%	1.7%	1.9%
	3月预测	2.8%	2.2%	2.0%
失业率	9月预测	3.8%	4.4%	4.4%
	6月预测	3.7%	3.9%	4.1%
	3月预测	3.5%	3.5%	3.6%

数据来源：Wind SMM 广州期货研究中心

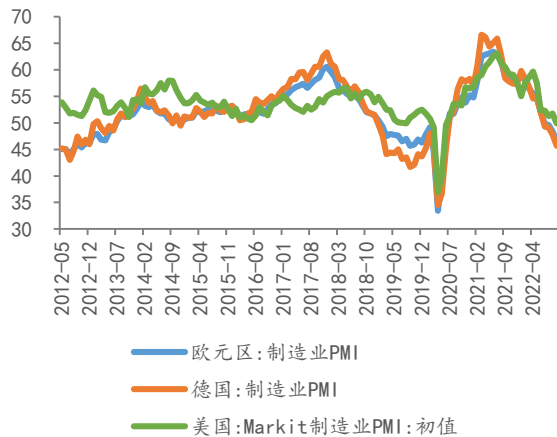
二、欧洲经济动能或进一步衰竭

欧洲在经历能源危机所带来的高通胀压力，经济动能正在进一步衰竭，欧元区10月CPI初值同比升10.7%，创纪录新高，预期升10.2%，9月终值升9.9%，整个欧洲依然在期待通胀拐点。从经济景气度指标看，欧元区10月制造业PMI初值录得46.6，创2020年7月以来新低。英国10月制造业PMI录得45.8，为2020年5月以来新低。各类核心零售数据和制造业订单数据也持续超预期的录得负值。

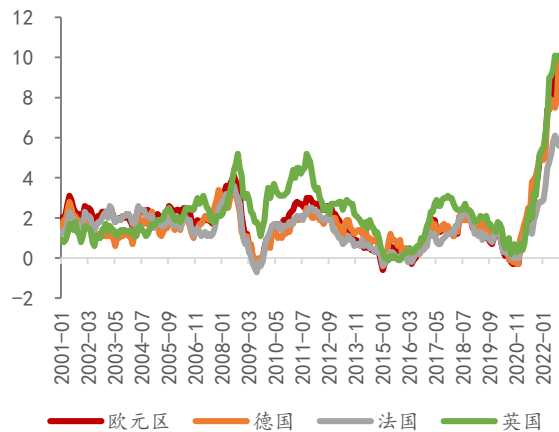
但是，为对抗通胀，欧央行的加息步伐还在继续，这对欧洲经济雪上

加霜，导致欧洲衰退程度更深。10月27日欧洲央行决定将欧元区三大关键利率全部上调75个基点，将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别上调至2%、2.25%和1.50%。这是欧洲央行继今年9月8日加息75个基点后第二次大幅加息75个基点。今年以来，欧洲央行已累计加息200个基点。据欧央行的表态，年内政策利率至少要达到2%的中性水平，即年内预计至少还有一次50bp加息。在美联储加息周期尚未放缓的大背景下，前几周英国养老金面临的流动性危机或是一次预演，欧洲金融市场依然十分脆弱。

图表6: 欧美经济大概率步入衰退, 美国相对强势



图表7: 欧洲通胀高企 (各主要国CPI数据)



数据来源: Wind 广州期货研究中心

三、受外需拖累，国内经济或稳中偏弱运行

相对海外而言，国内经济在持续稳增长政策的推进下偏稳运行，但外需受全球经济衰退影响回落，出口明显下滑。

9月出口（以美元计价，下同）同比增长5.7%，预期增5.8%，前值增7.1%，两年复合增速16.3%。主因欧美制造业PMI扩张放缓、贸易收缩，外需整体疲软。

具体来看，受国际地缘因素、海外经济放缓、以及欧洲部分地区能源供应链受阻等影响，外需持续疲软。10月韩国出口金额同比-5.5%，前值-8.8%，1-9月累计同比15.3%，2021年全年同比32.4%。美国10月ISM和Markit制造业PMI均接近停滞。其中，ISM制造业PMI降至50.2，创2020年5月以来新低；Markit制造业PMI终值50.4，创2020年6月以来新低。欧元区10月制造业PMI初值录得46.6，创2020年7月以来新低，连续四个月位于收缩区间；日本制造业PMI降至50.8%。

分地区看，对主要贸易伙伴出口较上月均出现明显下滑趋势，9月东盟为最大出口贸易伙伴。具体来看，对东盟、美国、欧盟、日本、韩国出口额分别环比5.8%、2.0%、-8.5%、1.7%和-2.1%。分产品看，高技术制造业出口额环比改善。9月机电、高新技术产品同比5.8%、-1.1%，较上月变动1.5、2.8个百分点；劳动密集型产品同比2.0%，环比-5.0%。

国内疫情反反复复，精准防疫政策短期难以改变，对实体经济及市场信心的恢复均有较大影响。

此外，在美联储加息，我国降息的背景下，中美利差倒挂加深，美国10年期国债收益率飙升至4.0%以上，国内10年期国债收益率2.7%附近，

中美利差达到-1.3%，幅度扩至近 14 年最大。人民币汇率加速贬值，接连跌破7.3,美元指数升至114，国内资本外流压力大，国内以我为主的货币政策转向内外兼顾，货币政策腾挪的空间有限，利率降低能带来的效益递减。

图表8: 欧美经济大概率步入衰退, 美国相对强势

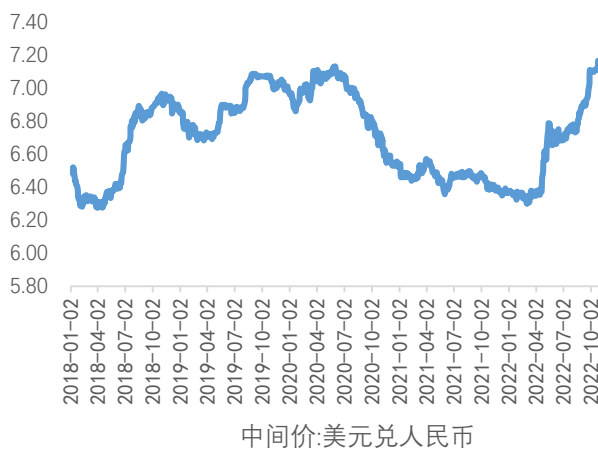


图表9: 国内疫情反复对经济复苏压制明显

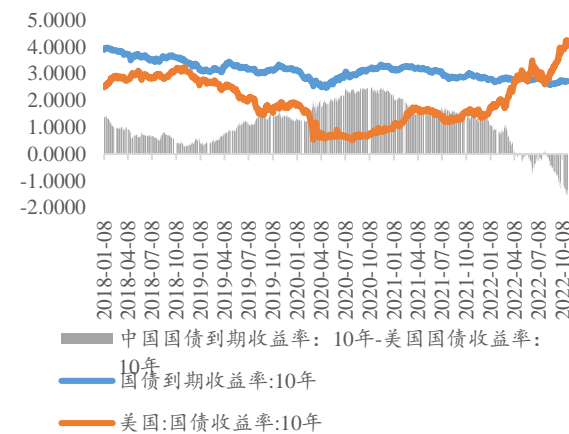


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表10: 强势美元下, 人民币贬值压力较大



图表11: 中美利差拉大下, 国内政策腾挪空间有限



数据来源: Wind 广州期货研究中心

四、当前全球经济衰退预期不断强化, 现实经济数据正在进一步验证

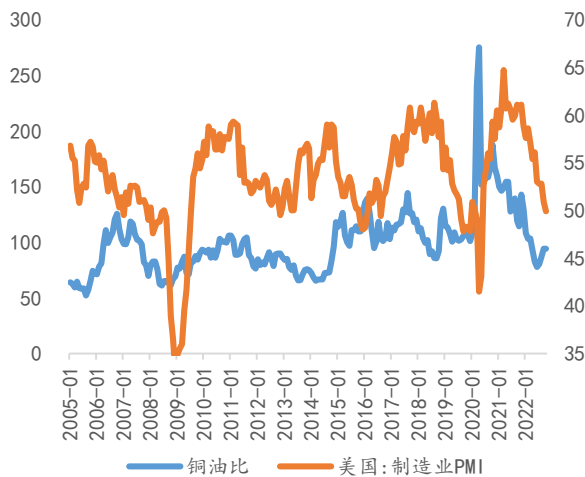
10月11日, 国际货币基金组织 (IMF) 发布最新一期《世界经济展望报告》, 预计2022年全球经济增速为3.2%, 与上期预测值持平; 2023年全球经济增速为2.7%, 较上期预测值下调0.2个百分点。其中, 预计2022年、2023年美国经济增长分别为1.6%、1%; 欧元区经济增长分别为3.1%、0.5%; 英国经济增长分别为3.6%、0.3%; 日本经济增长分别为1.7%、1.6%; 新兴市场和发展中经济体均为3.7%。

市场认为, 铜和原油的价格之比能直观的反映当前经济周期的变化, 如果铜油比持续走高, 铜价的上涨速度超过原油价格的上涨速度, 表明经济强劲复苏, 如果铜油比持续走低, 原油价格的上涨速度高于铜价的上涨

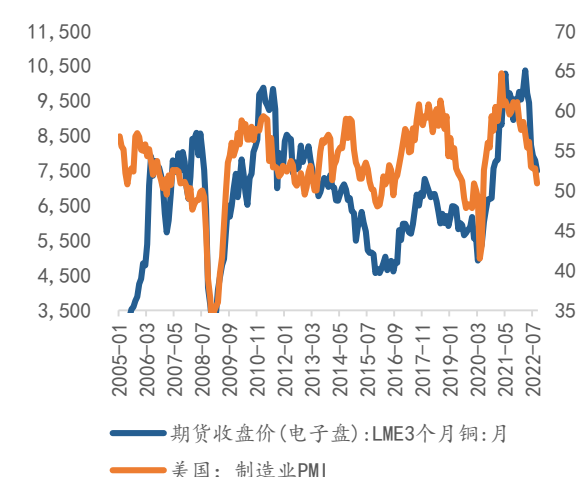
速度，或者铜价下跌速度超过油价的下跌速度，表明经济陷入滞胀。铜对需求的高敏感性，折射的是需求的强弱，原油作为工业生产的固定成本，折射的是供应端的强弱，因此铜油比常常被当做经济衰退的预警信号。

左边这张图对铜油比及美国制造业PMI数据进行了比对，铜油比在达到或接近历史低位一段时间后，美国经济将持续走弱，如08年、14年、19年。

图表12: 铜油比与美国制造业PMI



图表13: 美国制造业PMI与LME铜价



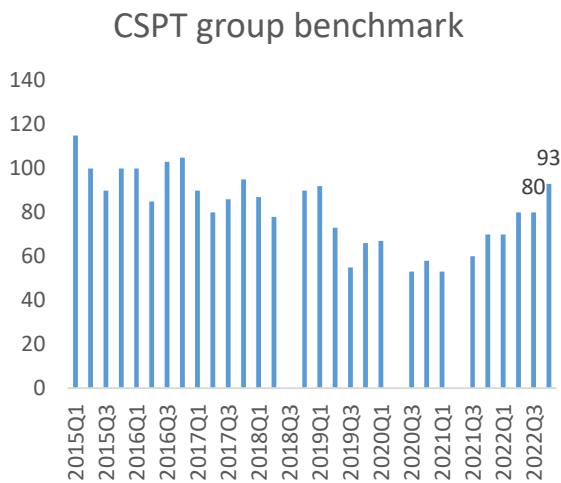
数据来源: Wind 广州期货研究中心

五、铜矿供应趋松尚未有效传导至冶炼端，库存拐点仍待观察

今年以来，铜矿供应趋松，加工费持续上行，四季度CSPT季度铜矿加工费指导价上调至93美元/吨，进口铜精矿现货指数继续回升至近88美元/吨，产业链利润向冶炼端倾斜。但从精炼铜产量来看，产量增速并不明显，SMM2022年1-9月国内精炼铜产量累计761.13万吨，同比+1.62%，远低于年初的产量增速预期。上半年，因受疫情影响国内部分冶炼厂将检修时间提前，且东营方圆及阳谷祥光因资金问题分别停产5个月及70天，精铜产量影响较大，进入8月，高温限电使得实际冶炼产量低于预期。此外，今年4月以来粗铜供应的持续偏紧对精铜产量也产生了一定程度影响，1-8月国内精铜平均产量仅83.78万吨，9月回升至90.9万吨，SMM预计10-12月平均精铜产量在近94万吨。一方面四季度国内冶炼厂将追赶年度生产计划，加大开工力度，另一方面四季度开始国内精炼铜新增产能将开始逐渐兑现。

其次就是废铜供应，一方面进口量并没有明显提升，另一方面，由于3月份财税40号文落地，利废企业对带票废铜较为青睐，国产废铜产量因疫情影响而导致大幅下降，今年国内废铜市场整体呈现偏紧的局面。废铜的紧缺导致废铜制杆企业开工率持续低位，精铜制杆在一定程度上对其形成替代，从图中开工率表现可以得到印证。精废价差长期低位，精铜对废铜形成替代消费，这是今年国内精铜库存长期处于低位的主要原因。

图表14: 四季度CSPT季度铜矿加工费指导价上调至93美元/吨

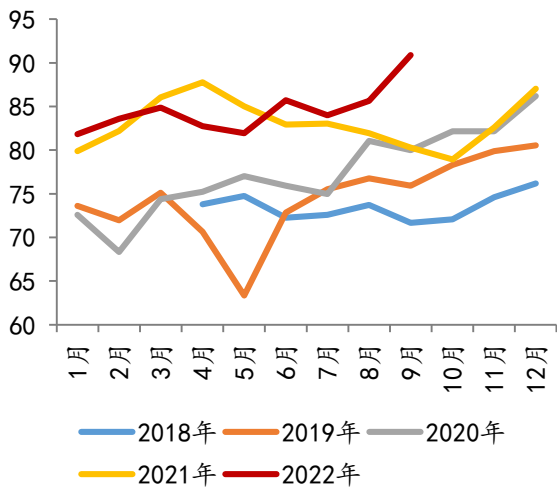


图表15: 进口铜精矿现货指数继续回升至87.93美元/吨

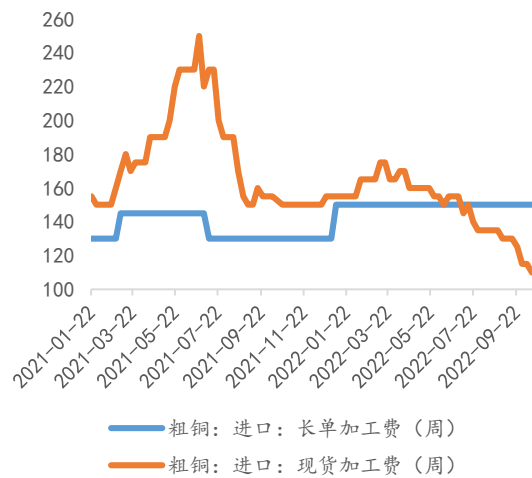


数据来源: SMM 广州期货研究中心

图表16: SMM中国9月精炼铜产量90.9万吨, 环比+6.1%



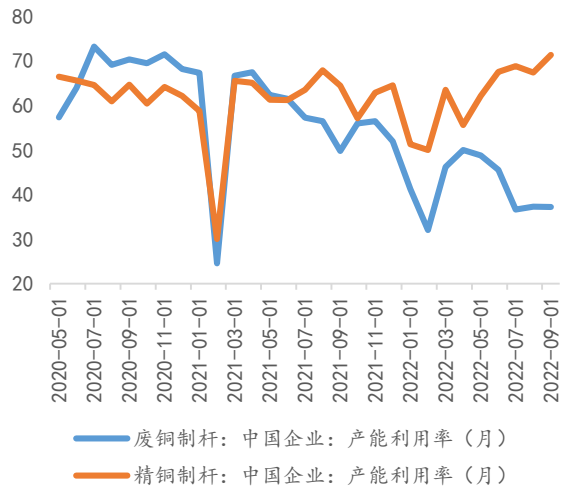
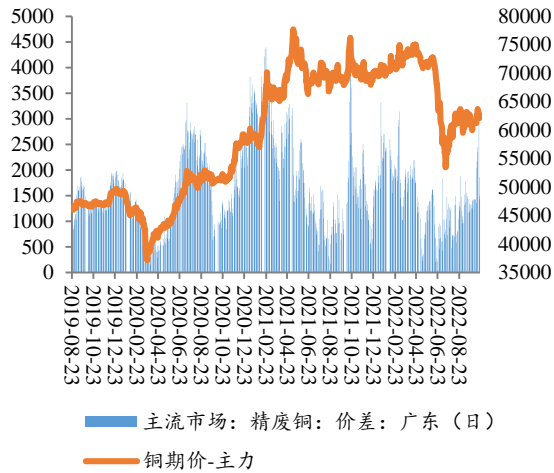
图表17: 粗铜加工费持续走低



数据来源: Mysteel 广州期货研究中心

图表18: 精废价差与铜价

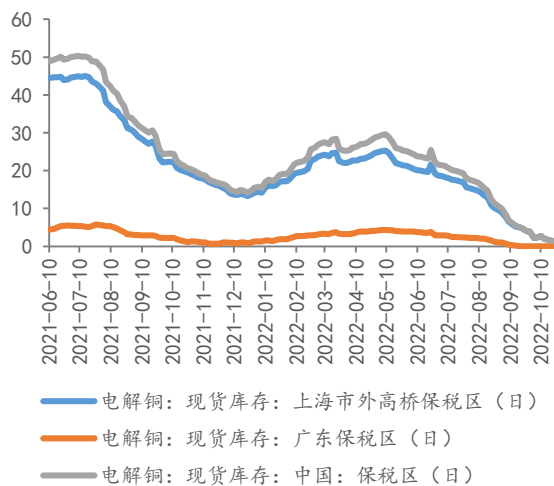
图表19: 废铜制杆及精铜制杆开工率走势明显分化



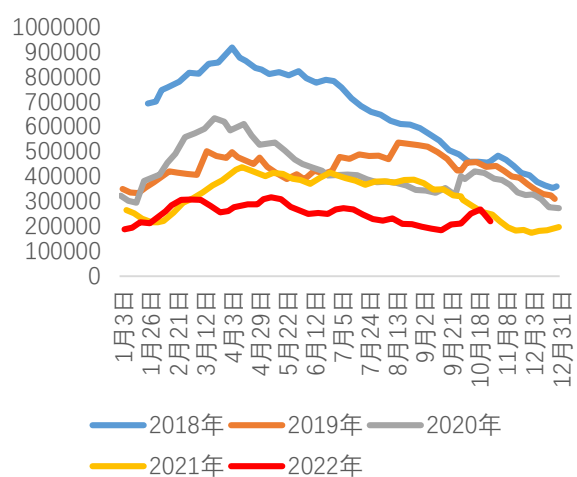
数据来源：Mysteel 广州期货研究中心

就当下来看，不管是国内库存还是LME、保税区库存均是低位，尤其保税区库存基本被清空了。据MYSTEEL数据显示，截至10月10日，上海保税区库存仅2.7万吨，广东保税区库存为0吨，合计2.7万吨，而6月初时该数字为近25万吨。3月初洋山铜溢价均价触及6.5美元低点后开启持续反弹之路，当前最新报价已升为117.5美元/吨。自5月底铝现货仓单连环爆雷后，银行对仓单融资业务更加谨慎，且自6月以来进口窗口大部分为开启状态有利于保税区库存流入到国内。一旦保税区库存清空，势必会降低进口铜调节国内供应的效率，尤其在低库存状态下，这种有效率的调节是非常重要的，毕竟我们的精铜主要进口国为智利（占比26%）、刚果金（占比22%），运输时间是很长的。

图表20：国内保税区库存



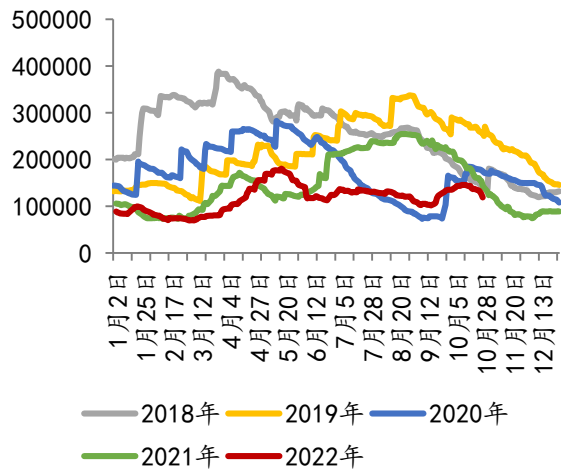
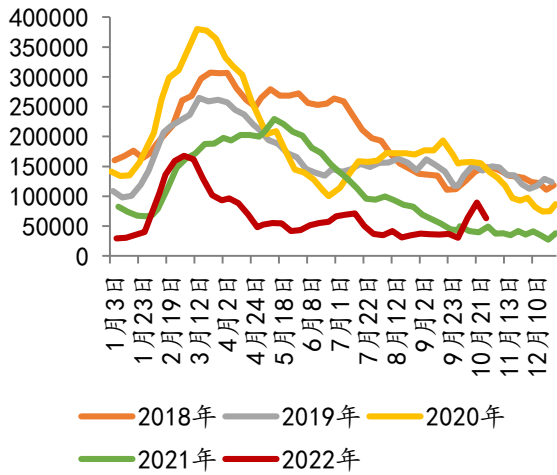
图表21：三大交易所库存



数据来源：Mysteel Wind 广州期货研究中心

图表22：SHFE周库存

图表23：LME铜库存



数据来源：Wind 广州期货研究中心

六、价格展望及投资建议

第一，衰退交易仍未结束，宏观偏空或压制铜价继续下行。美国9月未季调CPI年率 8.2%，预期8.10%，前值8.30%。美国9月未季调核心CPI年率 6.6%，预期6.50%，前值6.30%。美国9月通胀数据再次高于普遍预期，离鲍威尔反复强调的2%通胀目标相隔甚远，紧缩政策短中期难言见顶，美国需求将进一步被抑制，大概率从“滞胀”转为衰退，欧洲经济在通胀高企、能源短缺等多重困境下，经济动能或进一步衰竭，国内经济稳中偏弱，下行压力加大。国际货币基金组织（IMF）10月再次下调2023年全球GDP预期至2.7%。**第二，铜的供需缺口逐渐收敛，但库存拐点仍需等待。**全球铜精矿小幅过剩，加工费上移，国内电解铜供应改善，现货偏紧格局将逐步缓解，边际过剩趋势将更加明晰，当下库存拐点将作为主要观测指标。在宏观和需求偏弱背景下，铜重心或再度下移，如果两者能发生共振，铜价下行节奏或加快。**策略上，震荡区间上沿逢高做空安全性更高，短线靠近震荡区间下沿止盈，如库存拐点确认，空单可继续持有，此外，逢高卖虚值看涨期权可继续滚动操作。**

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的企业精神和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及衍生品投资者，回报客户、回报员工、回报股东、回报社会。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视电台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：(020) 22836116

金属研究团队：(020) 22836117

化工能源研究团队：(020) 22836104

创新研究团队：(020) 22836114

农产品研究团队：(020) 22836105

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627

广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	苏州营业部	上海陆家嘴营业部
联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-31953184 办公地址：广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端州区星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	四川分公司	机构业务部	机构事业一部
联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业二部	机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司	
联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室	