



有色金属铜月度报告

2022年11月3日

国联期货研究所

交易咨询业务资格编号
证监许可[2011]1773号

分析师:

蒋一星

从业资格号: F3025454
投资咨询号: Z0013829

研究助理:

相关研究报告:

低库存 VS 经济衰退预期，铜价短多长空

国内精炼铜供应正在逐步增加

国内铜矿供应相对宽松，导致铜精矿加工费不断回升，但粗铜和废铜供应依旧较为紧张，粗铜加工费持续下滑。根据冶炼厂投复产计划，未来国内精炼铜运行产能将逐步增加，但由于原料供应相对紧张，产能投产速度较先前计划可能会略有放缓。另外，由于铜沪伦比处于相对高位，进口盈利窗口打开，进口铜不断流入国内市场，供应端整体是增加的。

后续需求动力不足

在传统消费旺季影响下，九、十月份，铜下游加工企业开工率确实有所回升，但由于后续订单不足，开工率回升趋势难以持续。新能源和基建是需求发力点，而房地产和电子行业是主要拖累板块。

国内外铜库存均处于低位

进入10月下旬，随着交割货源的流出，国内铜现货升水出现明显回落，目前的期货间价差结构与10月初的价差结构十分相似，预计新一轮挤仓将会继续。海外铜显性库存仍处于低位，并且由于市场担心俄罗斯铜将被LME禁止，目前LME铜现货升水处于较高水平，海外铜供需相对紧张。

美联储加息进入尾声，经济下行仍在继续

11月议息会议上，美联储如期加息75个基点，此次美联储主席鲍威尔的讲话偏鹰派，市场对12月加息50个基点还是75个基点存在一定分歧。另外，美联储加息已经进入尾声，明年加息力度大概率将放缓，美元指数或将进入宽幅震荡阶段。海外经济下行是大概率事件，或对铜价形成一定压力。

行情展望

预计未来铜价将呈现短多长空的走势，主要支撑因素在于低库存，无论是国内库存还是海外库存，均处于历史低位，对铜价形成短期支撑。但长期宏观经济下滑迹象越来越明显，从空间和时间角度上看，逢高沽空策略的性价比更高。

正文目录

一、行情回顾.....	3
二、主要影响因素分析.....	3
2.1 铜矿供需宽松，但粗铜供需紧张.....	3
2.2 国内电解铜增产是大概率事件.....	4
2.3 高沪伦比下，精炼铜进口将处于高位.....	5
2.4 传统消费旺季下，铜下游开工率普遍回升.....	5
2.5 国内外铜库存均处于低位，属于短期支撑因素.....	7
2.6 美联储加息进入尾声，美元指数或将宽幅震荡.....	8
2.7 国内经济存在下行压力，但稳经济政策不断.....	9
三、总结与展望.....	9

一、行情回顾

2022年10月，铜价呈现窄幅震荡的走势。影响铜价的主要因素在于国内库存变化和美联储加息力度预期变化。国庆节后，由于国内铜期货仓单处于低位，在沪铜2210合约上出现挤仓，期货合约间back价差一度接近2000元，对铜价形成支撑。临近交割前，大量铜现货注册成仓单，上期所铜期货仓单回升至往年同期的高位。沪铜2210合约交割结束后，随着交割仓单流出，沪铜现货升水收窄，但期货间back价差仍处于高位。美国经济下行压力较大，9月CPI数据虽有回落，但高于市场预期，10月制造业PMI大幅下滑。11月美联储加息75个基点已经尘埃落定，但市场对12月加息50个基点还是75个基点存在一定分歧，未来美元指数或将进入宽幅震荡阶段。海外经济下行压力依旧存在。

图 1：沪铜指数周线图



数据来源：文华财经、国联期货研究所

二、主要影响因素分析

2.1 铜矿供需宽松，但粗铜供需紧张

截至10月31日，我国铜精矿加工费TC报价为88美元/吨，处于相对高位。目前买方对四季度装运的干净矿询盘价已接近90美元，而卖方报价维持于80美元中低位。因冶炼厂库存充裕，现货敞口有限，同时又因为2023年度铜精矿长单谈判期渐行渐近，目前铜精矿现货市场成交活跃度较为冷清。多家大型冶炼厂预计2023年铜精矿长单Benchmark将达到90美元以上，甚至90美元中位。整体而言，国内铜精矿市场供需较为宽松。

与铜精矿偏宽松供需面不同的是，粗铜供需基本面是相对偏紧的，一方面是因为今年下半年投复产产能主要是精炼产能，对粗铜需求大幅增加，另一方面是因为前期

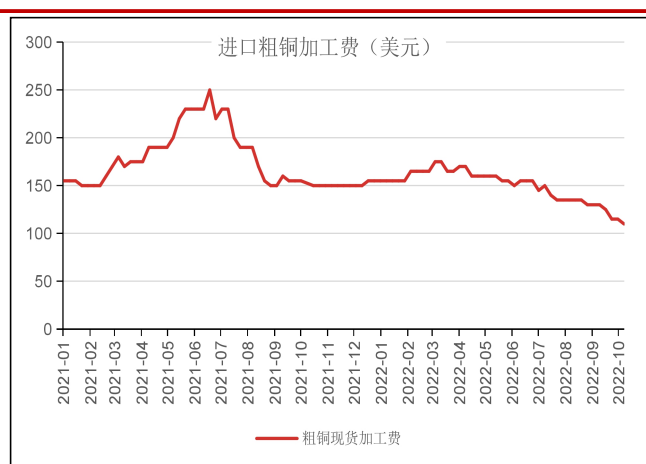
铜价暴跌，废铜贸易商括货惜售，使得冷料供应相对紧张。双重因素导致国产粗铜加工费连续走低，同时带动进口粗铜加工费下滑。

图 2：铜矿粗炼费



数据来源：钢联数据、国联期货研究所

图 3：进口粗铜加工费



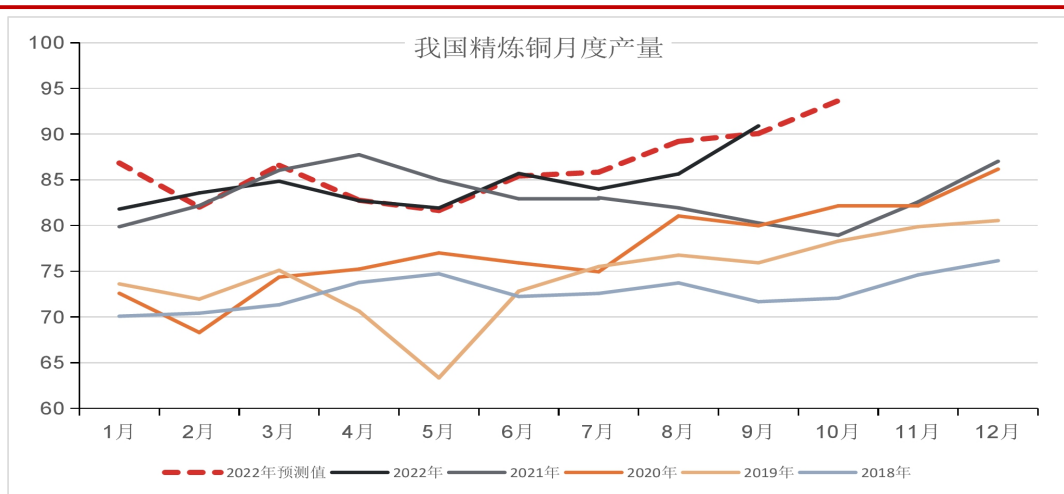
数据来源：钢联数据、国联期货研究所

2.2 国内电解铜增产是大概率事件

9月SMM中国电解铜产量为90.9万吨，环比上升6.1%。9月电解铜产量环比回升，主要是因为国内限电措施缓解，前期受影响的冶炼厂恢复正常生产，并且部分冶炼厂为了弥补8月限电导致的产量损失，有加大投料生产的动作。同时，还有若干新建产能投产释放。

SMM预计10月中国电解铜产量为93.7万吨，环比增加3.1%，同比增加18.6%。结合国内冶炼厂新扩建项目投放计划和实际进度，以及年底冶炼厂存在赶工预期，国内电解铜月度产量有望进一步增加。

图 4：我国精炼铜月度产量



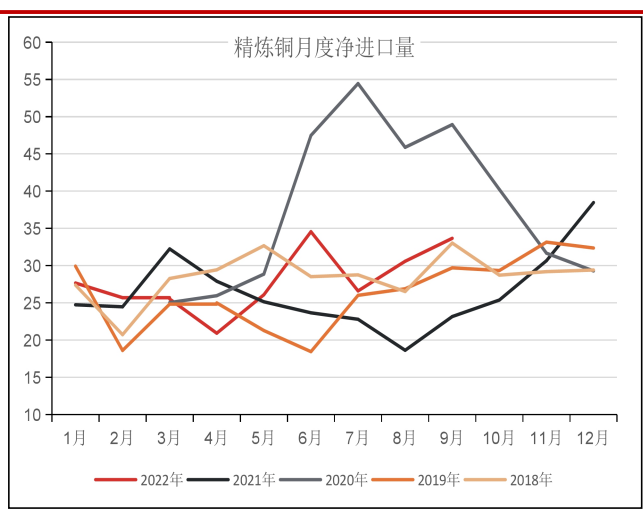
数据来源：钢联数据、国联期货研究所

2.3 高沪伦比下，精炼铜进口将处于高位

9月我国精炼铜净进口量为33.7万吨，环比增加10.1%。净进口量处于往年同期的较高水平，主要是因为精炼铜进口盈利窗口持续打开。在9月份时，国内铜库存处于低位，现货市场存在进口需求，同时叠加进口盈利窗口打开，导致海外精炼铜大量流入国内市场。

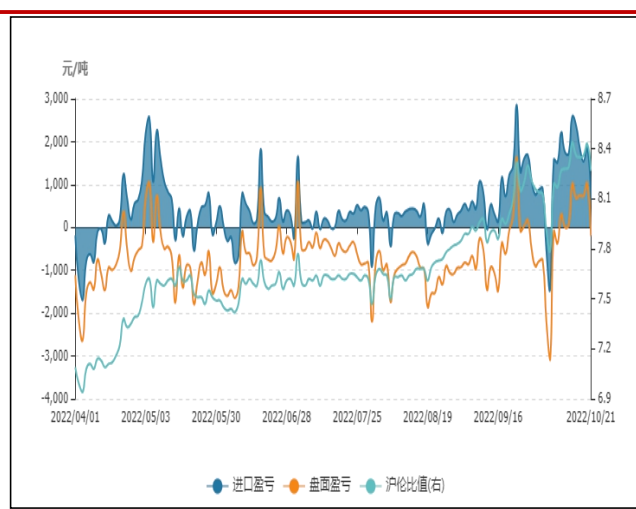
据了解，现阶段LME亚洲仓库的铜正在不断流入国内市场，结合目前沪伦比所处位置可以推测，10月精炼铜净进口量大概率也将处于高位。

图 5：精炼铜净进口量



数据来源：钢联数据、国联期货研究所

图 6：精炼铜进口盈亏情况



数据来源：万得、国联期货研究所

2.4 传统消费旺季下，铜下游开工率普遍回升

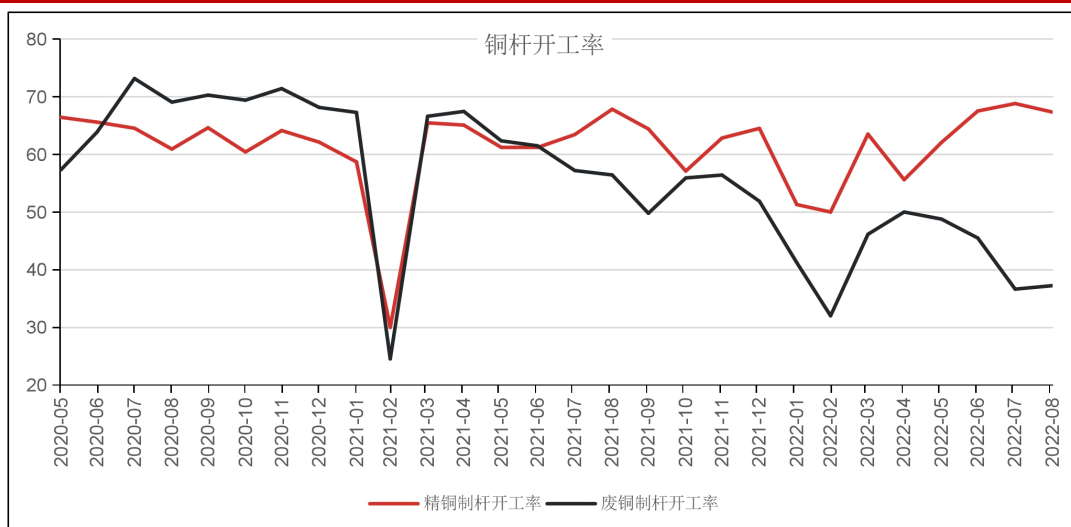
9月铜下游加工企业开工率环比普遍回升，一方面是因为国内限电缓解，下游加工企业迅速复工复产，另一方面是因为9月本就是传统消费旺季。

分板块来看，9月精铜杆企业开工率为67.4%，环比下降1.5个百分点。9月精铜杆企业开工率小幅下滑，主要是因为铜现货升水和期货间back价差处于高位，下游企业采购和生产意愿均不佳，部分企业趁中秋节停产检修。进入10月后，现货升水和期货间back价差进一步扩大，铜杆企业原料采购意愿表现不佳，同时下游线缆企业生产多以消耗自身原料库存为主，进而导致铜杆企业新增订单数量下滑，预计10月精铜杆企业开工率将进一步下滑。

9月废铜杆企业开工率为37.3%，环比增加0.6个百分点。9月废铜杆企业开工率回升，一方面是因为贵溪地区疫情缓解，当地企业逐步复工复产，同时运输也基本恢复正常，另一方面是因为铜价回升，废铜贸易商趁机逢高出货，市场上的废铜供应紧

张问题边际缓解。

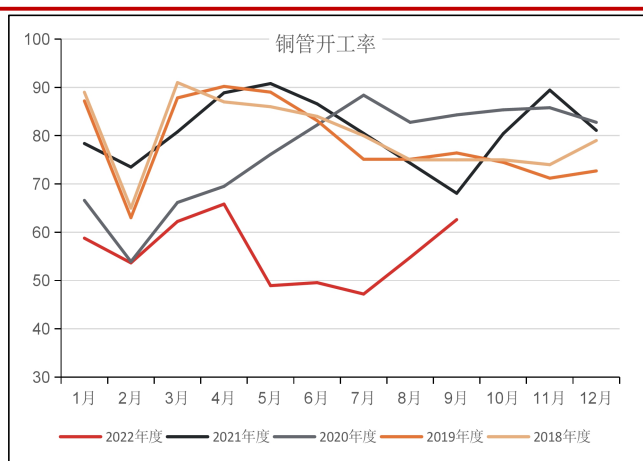
图 7：我国铜杆企业开工率



数据来源：钢联数据、国联期货研究所

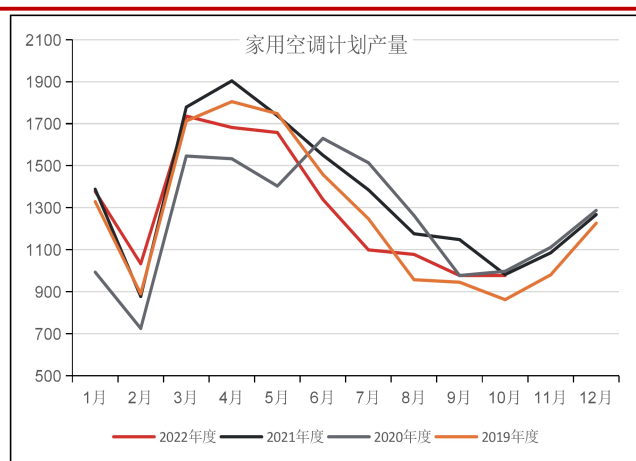
9月铜管企业开工率为62.6%，环比增加7.8个百分点，9月铜管产量为13.2万吨，环比增加14.3%。9月铜管开工率和产量均有明显回升，与限电结束后的企业赶产密不可分。我国铜管主要用于制冷行业，约占消费总量的四分之三。其中，空调用铜管量占比处于绝对优势地位，其次是冰箱、冰柜等。今年前三个季度，国内空调行业表现一直较为低迷，从家用空调排产计划来看，10月空调产量仍将维持在低位，结合企业赶产结束，预计10月我国铜管企业开工率将有所下滑。

图 8：我国铜管企业开工率



数据来源：钢联数据、国联期货研究所

图 9：家用空调计划产量

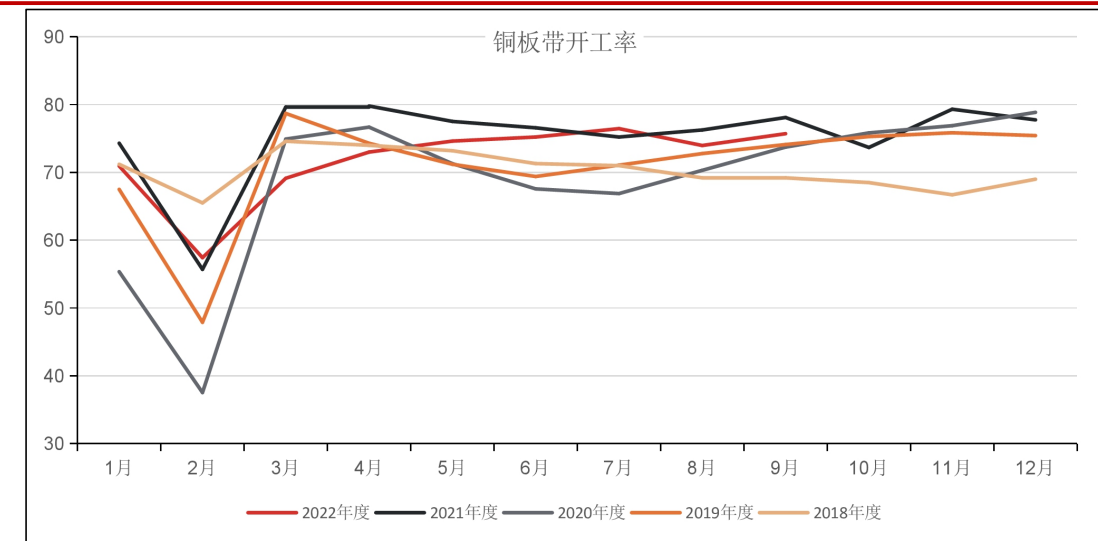


数据来源：钢联数据、国联期货研究所

9月铜板带企业开工率为76.9%，环比增加4.9个百分点。9月铜板带企业开工率回升，主要是因为下游订单出现明显好转，包括新能源汽车、电力电气和电子元器件在内的多个版块需求均有回升。据SMM预计，10月铜板带企业开工率为75.5%，环比略有下滑。虽然10月仍处于传统消费旺季，但订单增量已明显不及9月份的集中

发力期。

图 10：我国铜板带企业开工率

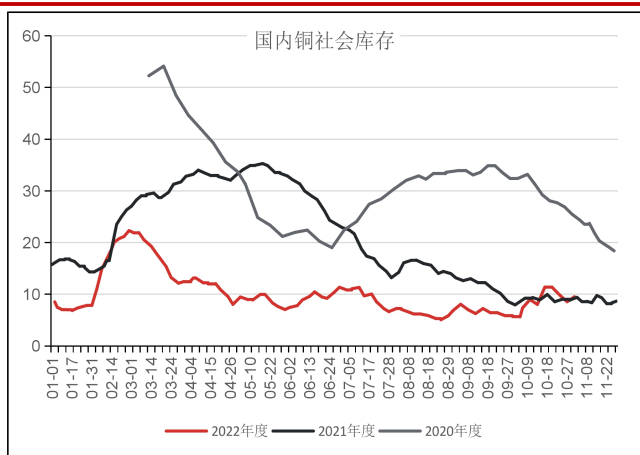


数据来源：钢联数据、国联期货研究所

2.5 国内外铜库存均处于低位，属于短期支撑因素

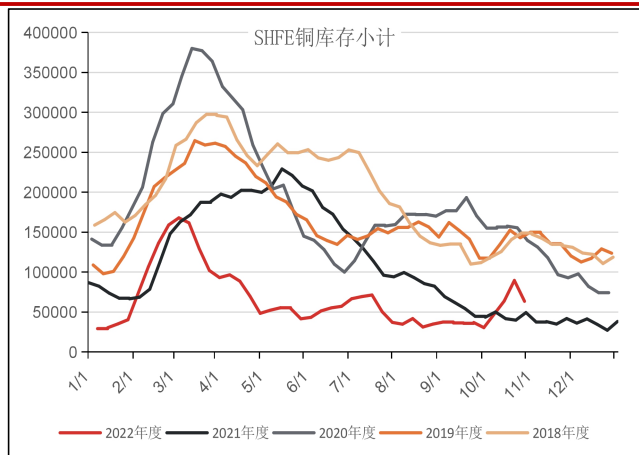
截至 10 月 31 日，国内铜社会库存合计 9.5 万吨，较上月同期增加 5.9 万吨。截至 10 月 28 日，上期所铜库存合计 6.3 万吨，较上月同期增加 2.9 万吨，期货仓单合计 2.8 万吨，较上月同期增加 2.4 万吨。国庆节后，国内铜期货仓单处于低位，资金介入后，在沪铜 2210 合约上出现挤仓。临近交割前，大量铜注册成仓单，上期所铜期货仓单回升至往年同期的高位。进入 10 月下旬，随着交割货源的流出，国内铜现货升水出现明显回落，目前的期货间价差结构与 10 月初的价差结构十分相似，预计新一轮挤仓将会继续。

图 11：国内铜社会库存



数据来源：钢联数据、国联期货研究所

图 12：上期所铜库存小计

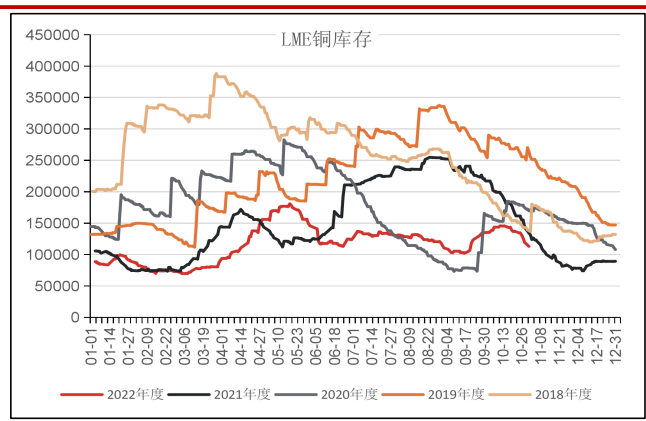


数据来源：钢联数据、国联期货研究所

截至 10 月 31 日，LME 铜库存合计 11.3 万吨，较上月同期减少 2.2 万吨。截至

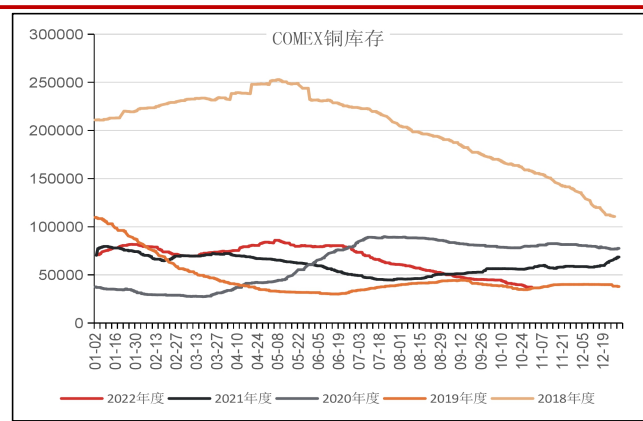
10月31日，COMEX铜库存合计3.7万吨，较上月同期减少0.8万吨。整体而言，海外铜显性库存仍处于低位，并且由于市场担心俄罗斯铜将被LME禁止，目前LME铜现货升水处于较高水平，海外铜供需相对紧张。

图 13: LME 铜库存



数据来源: Wind 资讯、国联期货研究所

图 14: COMEX 铜库存

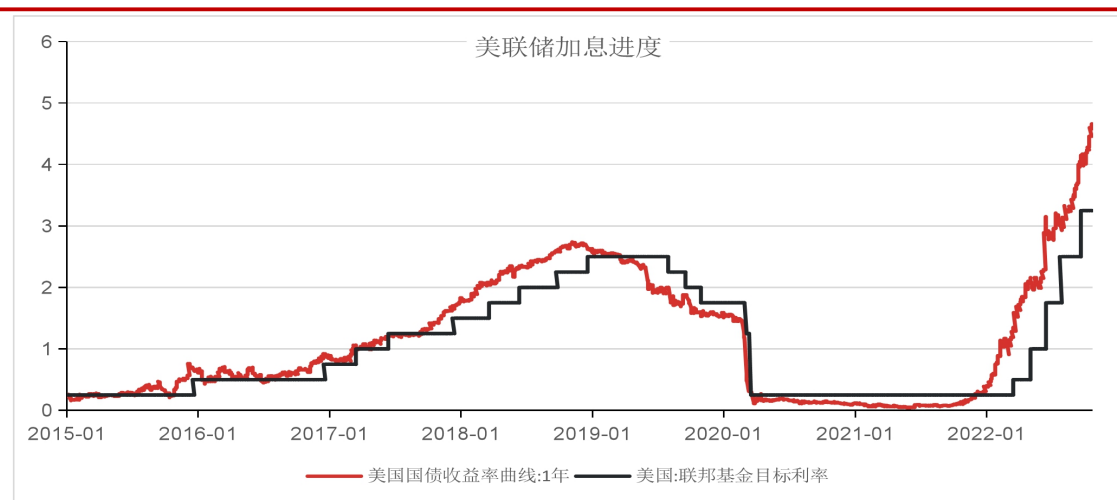


数据来源: Wind 资讯、国联期货研究所

2.6 美联储加息进入尾声，美元指数或将宽幅震荡

10月中旬，美国公布的9月CPI数据仍处于高位，并且略高于预期，一度导致市场普遍预期美联储在11月和12月将各加息75个基点。10月24日晚，美国公布的10月Markit制造业数据大幅下降，美国经济再度显现衰退迹象，导致美联储12月加息力度预期出现下滑。11月议息会议上，美联储如期加息75个基点，此次美联储主席鲍威尔的讲话偏鹰派。另外，市场对12月加息50个基点还是75个基点存在一定分歧。据CME“美联储观察”：美联储12月份加息25个基点的概率为3.7%，加息50个基点的概率为64.5%，加息75个基点的概率为31.8%。

图 15: 美联储加息进度和美国国债收益率



数据来源: 文华财经、国联期货研究所

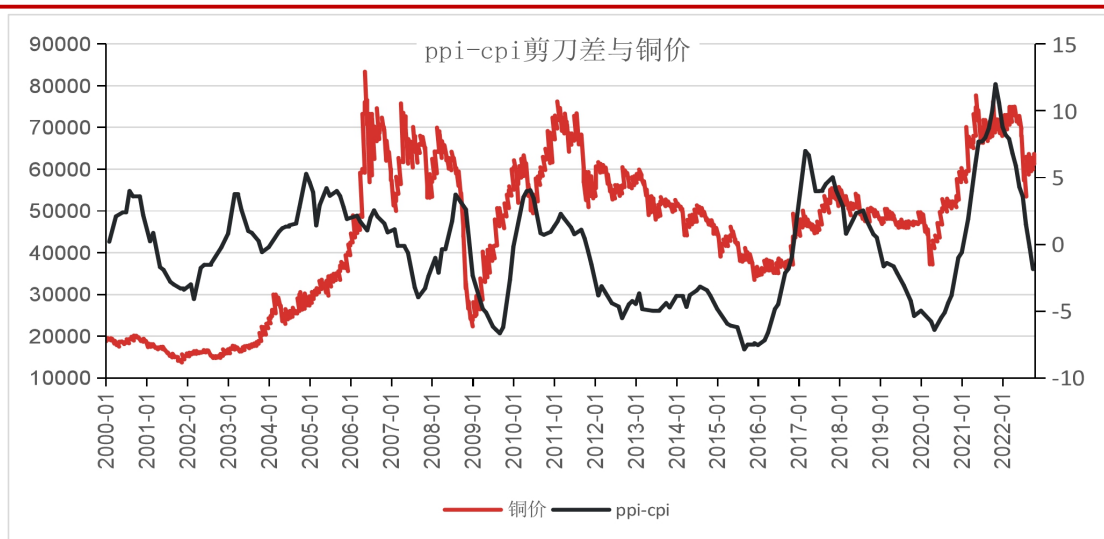
10月中下旬时，国财长耶伦表示：无法排除美国陷入经济衰退的风险，正密切关注美国金融体系可能出现的风险。高盛经济学家预计美联储未来的加息路径为12月加息50个基点、明年2月和3月各加息25个基点，在明年3月份将基准利率提高到4.75%-5%区间。由此判断，本轮美联储加息周期已经进入尾声，明年虽然仍有会加息，但加息力度将大幅放缓。

2.7 国内经济存在下行压力，但稳经济政策不断

10月中国制造业PMI为49.2，较9月下降0.9个百分点，低于市场预期。从分项来看，生产和新订单表现不佳是导致10月PMI回落的主要原因。国内疫情多点爆发，对实体企业带来了不小的冲击，同时影响消费者信心。地产行业从全国性限购放开，到郑州保交楼，再到银行专项借款，虽然政策刺激不断，但房地产开发投资、新开工面积和施工面积等数据均未出现明显回升，房地产市场依旧低迷。

9月份PPI同比上涨0.9%，环比下降0.1%；9月份CPI同比上涨2.8%，环比上涨0.3%。PPI与CPI剪刀差进一步下滑。在上年同期基数的影响下，PPI同比增速或将维持低位，上游输入型通胀缓解。CPI中猪肉占比较大，随着政府保供稳价政策的实施，对后续CPI走势也无需过于担心。从大周期上看，PPI与CPI的剪刀差和铜价走势呈现正相关关系。

图 16：PPI-CPI 剪刀差与铜价走势



数据来源：文华财经、国联期货研究所

三、总结与展望

在短期供需基本面相对紧张、长期宏观经济下滑的格局下，国内铜期货呈现近高远低的盘面走势。

供应端：国内铜矿供应相对宽松，导致铜精矿加工费不断回升，但粗铜和废铜供应依旧较为紧张，粗铜加工费持续下滑。根据冶炼厂投复产计划，未来国内精炼铜运行产能将逐步增加，但由于原料供应相对紧张，产能投产速度较先前计划可能会略有放缓。另外，由于铜沪伦比处于相对高位，进口盈利窗口打开，进口铜不断流入国内市场，供应端整体是增加的。

需求端：在传统消费旺季影响下，九、十月份，铜下游加工企业开工率确实有所回升，但由于后续订单不足，开工率回升趋势难以持续。新能源和基建是需求发力点，而房地产和电子行业是主要拖累板块。

宏观面：11月议息会议上，美联储如期加息75个基点，此次美联储主席鲍威尔的讲话偏鹰派，市场对12月加息50个基点还是75个基点存在一定分歧。另外，美联储加息已经进入尾声，明年加息力度大概率将放缓，美元指数或将进入宽幅震荡阶段。海外经济下行是大概率事件，或对铜价形成一定压力。

策略：预计未来铜价将呈现短多长空的走势，主要支撑因素在于低库存，无论是国内库存还是海外库存，均处于历史低位，对铜价形成短期支撑。但长期宏观经济下滑迹象越来越明显，从空间和时间角度上看，逢高沽空策略的性价比更高。

免责声明

本报告中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，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究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。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600