

冠通期货研究咨询部

2022 年 8 月 10 日

## 铜价反弹速度明显放缓，等待新数据

### 摘 要

#### □ 摘要

铜：上周美国经济的关键指标进一步恶化，诸多迹象表明美国经济进入技术衰退和滞涨，7 月非农数据看似强劲，但美国内部舆论揭露其存在造假嫌疑；几个月以来铜价内外盘均下挫约 30%，但近几周铜价从低位反弹超过 15%，铜价反弹正在接近下一关键阻力位；铜矿业端的扰动再次增多，世界各主要铜矿出现增产动向；国内铜下游产业仍在受疫情的干扰，但电网投资预期出现大幅增长，新能源汽车市场渗透加快，整体上利好铜价，整体观察国内国外产业部门的复苏和发展力度，铜价反弹的不确定性正在变大，反弹过程中不排除出现各种意外震荡。

#### 风险点：

- 1、美联储持续激进加息；
- 2、美国和欧洲经济减速和衰退超预期；
- 3、中国国内铜下游产业部门铜需求超预期上升。

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:@gtfutures.com.cn)

公司网址：

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

## 一、美国经济衰退的迹象很明显，但 7 月非农推高 9 月加息预期

上周二（8 月 2 日）美国劳工部公布的职位空缺和劳动力流动调查（JOLTS）显示，6 月职位空缺减少至 1070 万，5 月 1130 万，市场预期 1100 万，降至 9 个月来的低点，显示在经济压力不断增加的情况下，美国劳动力需求略有放缓；美国 6 月份招聘人数也下降了 13.3 万人，至 637.4 万，为 2021 年 5 月以来的最低水平，这是美国劳动力市场连续第四个月下降；其中主动离职的人数下降 3.7 万人至 423.7 万人，为 2021 年 10 月以来最低，显示出经济不确定性令工人不愿冒险离职；6 月的数据还显示，裁员和解雇为 130 万人；市场分析认为，如果说 5 月报告还算是一份在乐观与悲观之间挣扎的报告的话，那么 6 月数据显示出美国的就业已经彻底崩溃；而随着美联储加息和美国经济负增长，7 月和随后几个月的数据恐怕将更加难看。

上周三（8 月 3 日）ISM 公布的数据显示，美国 7 月 ISM 非制造业指数 56.7，预期 53.5；美国 7 月 ISM 服务业自两年多新低意外小幅反弹，创最近三个月新高，主要受益于商业活动和订单向好；同日数据显示，美国 7 月 Markit 服务业 PMI 终值 47.3，创 2020 年 5 月份以来终值新低；7 月 Markit 综合 PMI 终值降至 47.7，创 2020 年 5 月份以来终值新低。标准普尔全球首席商业经济学家 Chris Williamson 表示：美国经济状况在 7 月份显著恶化，制造业和服务业的商业活动都出现下滑。不包括新冠疫情的封锁月份，产出的总体降幅是自全球金融危机以来的最大降幅，表明经济很可能连续第三个季度收缩。

图：美国 CPI、核心 CPI/PCE、核心 PCE 和 GDP；美国非农/JOLTS 职位空缺数据变动情况；（2018.1-2022.7）



数据来源：WIND，冠通研究

上左图可清晰看出美国 GDP 已经拐头向下，而各个通胀指标 CPI/核心 CPI；PCE/核心 PCE 都还在上涨或高位徘徊；上右图可看出美国新增非农就业基本稳定，但职位空缺数从今年 3 月以来持续快速下滑，失业者立刻找到新职位的可能性在不断下降。

上周四（8 月 4 日）美国劳工部数据显示，美国截至 7 月 30 日当周初请失业金人数为 26 万人，接近去年 11 月以来的最高水平，市场预期 25.9 万人；截至 7 月 30 日当周续请失业金人数为 141.6

万人，市场预期 137 万人；初请失业金人数四周均值升至 25.48 万人，前值 24.93 万人；初请失业金人数一直徘徊在上世纪 60 年来末以来的最低水平。不过由于通胀压力增加、企业开始裁员，该数据在 6 月份开始上升；即使在 2021 年和 2022 年上半年就业形势强劲的情况下，整体就业水平仍较疫情前的 2020 年 2 月低 75.5 万人；上周四全球再就业公司 Challenger, Gray & Christmas 报告显示，7 月美国企业宣布的裁员人数下降 20.6%，至 2.5810 万人；今年迄今美国雇主已经宣布裁员 15.9021 万人，创 1993 年以来 1-7 月的最低水平，比去年同期骤降 31.3%。

上周五（8 月 5 日）美国劳工统计局数据显示，美国 7 月非农就业人口增加 52.8 万人，市场预期 25 万人，前值 37.2 万人，创今年 2 月以来最大增幅，就业人数连续 19 个月增长；修正后 5 月和 6 月的新增就业人数总和较此前报告的要高 2.8 万人；美国 7 月失业率 3.5%，市场预期 3.6%，失业率创 2020 年 2 月以来新低；7 月平均每小时工资环比增长 0.5%，市场预期 0.3%；同比增长 5.2%，市场预期 4.9%；7 月劳动参与率数据微跌至 62.1%，市场预期 62.2%；非农发布后，美元指数短线走高逾 50 点，报 106.48；市场分析认为，美国 7 月非农就业增长远超预期，且失业率小幅下降，表明劳动力需求依然坚挺，缓和了对经济衰退的担忧。同时为美联储提供了足够的缓冲来维持其激进的加息路线；本次非农数据公布后，据 CME“美联储观察”：美联储到 9 月份加息 50 个基点的概率为 38.5%，加息 75 个基点的概率为 61.5%；到 11 月份累计加息 75 个基点的概率为 22.9%，累计加息 100 个基点的概率为 53.4%，累计加息 125 个基点的概率为 23.7%。看似非常“不错”的 7 月非农数据，其实暗藏玄机。美媒指出，美国 6 月和 7 月非农报告出现了一些非常奇怪的情况，其中月度就业报告的家庭和机构调查之间出现了明显的分歧，自 3 月份以来，前者在下滑，而后者每个月都在上升；事实上，自 3 月份以来，机构调查显示就业人数新增了 168 万人，而家庭调查显示减少了 16.8 万人；同时报告显示，全职工作岗位大幅下降，而多份工作就业人数飙升至历史新高；从今年 3 月份左右，机构调查一直在稳步上升，而家庭调查却显示根本没有任何进展，之间存在 180 万个无法解释的就业缺口。其中，家庭调查就业率的下降是全职和兼职工作人数下降的结果；自 3 月份以来，美国全职员工减少了 14.1 万人，兼职人数减少了 7.8 万人；而劳工部机构调查显示，美国全职劳动力减少了 7.1 万人，而低收入兼职人员增加了 38.4 万人；更值得一提的是，其中初级和中级工作的多份工作就业人数创下历史新高，这并不是一个强劲的就业市场的特征，在这个市场上，人们可以随意辞职；工作的人越来越少，但从事一份以上工作的人却越来越多。以毒舌著称的财经博客 Zerohedge 调侃称，虽然劳动力市场已经不尽乐观，但劳工统计局数据需要几个月的时间才能体现出这一点，政府才能接受“衰退”这一事实，很可能在中期选举之后。这也许就真相大白了，本次非农是为了中期选举的好看数据，实则非农远没有表面上这么好，最坏的可能是本月非农甚至不及上月。

按照原计划，到现在美联储缩表启动两个月，美联储的资产负债表规模应该由 8.96 万亿下降至

8.87 万亿美元附近。但截止 7 月最后一周数据，美联储的资产负债表依然在 8.94 万亿，合计仅缩减了 253 亿，月均缩减 126 亿。其中，国债月均缩减 183 亿，为计划的 61%。抵押贷款支持债券（MBS）更是不止一分没减，甚至比 6 月初还增持了 99 亿，月均增持 49.66 亿。另外，从持债的期限结构来看，长期债券也表现出了增持。即 10 年期以上的债券达到了 1.435 万亿，比 6 月初也增加了 63 亿。不仅如此，债券收益率倒挂也是明显的经济不佳信号。本周二（8 月 9 日）美国 10 年期国债收益率升至 2.799%，并保持在略低于上周五触及的 7 月 22 日以来最高 2.869% 的水平；两年期国债收益率尾盘报 3.286%，上周五触及 3.331%，为 6 月 16 日以来最高；美国 2 年期国债收益率较 10 年期国债收益率高出近 50 个基点，上一次达到这一水平是在 2000 年 8 月，2 年/10 年期国债收益率曲线已经处于 20 年来最严重的倒置状态，这是一个可靠的预示着经济将陷入衰退的指标。

目前的美国经济，一边为了遏制高通胀不断加息，一边多项关键指标显示经济减速甚至停滞和衰退，这给大宗商品市场带来很高的不确定性。最近几个月美元标价的伦铜电 3 价格，从 3 月 7 日的小高点 10845 美元/吨跌至 7 月 15 日阶段低点 6955 美元/吨，4 个多月向下振幅 35.8%；之后从 6955 美元反弹至 8 月 9 日的小高点 8038 美元/吨，三周多即反弹约 15.5%；上海期货铜主力合约从 3 月 8 日小高点 77270 元/吨跌至 7 月 15 日阶段低点 53420 元/吨，整体向下振幅 30.86%；之后在 8 月 1 日反弹至小高点 61890 元/吨，三周多反弹约 15.8%；境内境外反弹幅度几乎一致，但最近一周反弹力度有所下降，这也显示铜价在超跌之后出现的是空头回补和纯技术性的反弹，这样的反弹能否有效持续仍令人怀疑。整体看铜价仍有韧性，在中国经济稳增长政策持续落地的情况下，铜价似乎还没有显现出全部的反弹潜力，中国正在大规模推进电网上下游的投资，新能源汽车快速渗透市场，铜价反弹的不确定性在变大，再创反弹高点的可能性同样存在。

## 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 8 月 3 日消息，赞比亚矿业商会上周二公布的数据显示，2022 年上半年该国铜产量下降 7.4%，至 364,089 吨。Absa Group 分析师 Ridle Markus 周三在一封电子邮件中说：“半年过去了，政府在 2022 年达到 130 万吨的目标似乎无法实现。” 尽管政府今年为矿业公司提供了税收优惠，并全面改善了经营环境，但今年上半年铜产量仍大幅下降。First Quantum Minerals Ltd. 在赞比亚运营的两个矿山产量都出现下降，原因是长期降雨和疫情限制影响第二季度产量。这两个矿山加起来占赞比亚全国产量的一半以上。政府的目标是到 2026 年将产量增加到 200 万吨，到 2031 年增加到 300 万吨。财政部和国家计划部在 7 月份预测，今年的产量将从 2021 年的 802,967 吨增加到 833,480 吨。在中



期预算计划中，该国目标是到 2025 年生产 986,902 吨。该国统计局的数据显示，赞比亚 6 月铜出口量较上月下降 8.4%。

7 月中旬全球矿商必和必拓公司（BHP）表示，如果智利政府提高采矿税，必和必拓可能重新考虑其在智利的投资计划。后期需继续跟踪智利政策的具体实施和负面影响程度。此外，生产事故近期也对智利矿山供应构成干扰。7 月 25 日 Codelco 逐步恢复启动了此前因两起工亡事故而暂停的 Rajo Inca 在建项目和 Chuquicamata 地下矿在建项目，Codelco 与工会共同成立联合委员会，调查企业内部的安全问题。智利矿业监管机构 Sernageomin 表示确已发现 Salvador 矿山生产存在安全隐患。智利 Valparaíso Coeva 环境委员会拒绝 Anglo American 旗下 El Soldado 铜矿 4000 万美元扩建的申请，今年 5 月份 Anglo American 旗下 Los Bronces 铜矿 30 亿美元的扩建申请也遭到否决。

从全球各大铜企的生产情况来看，英美资源发布报告显示，2022 年上半年铜产量为 27.34 万吨，同比减少 17%。其中：Los Bronces 矿铜产量下降 21%至 129700 吨，因受较低矿石品位及预期较低的水可用性对工厂吞吐量和铜回收率的影响；Collahuasi 产量减少 12%至 127800 吨矿，主要受较低矿石品位的影响。公司秘鲁地区 2022 年的铜产量指导仍为 10 万至 15 万吨。此外，前期秘鲁全国范围内的抗议活动袭击了当地多座大型铜矿，使得该国 20%的铜产量面临中断。墨西哥集团 Grupo Mexico 在第二季度的铜产量比去年同期下降了 12%，二季度净利润比去年下降 40.5%。

## （二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

东京 8 月 8 日消息：日本住友金属矿业有限公司和住友商事株式会社本周一表示，智利 Quebrada Blanca 二期（QB2）铜矿项目的建设成本估算从 47 亿美元提高到约 75 亿美元。QB2 被认为是世界上最大的未开发铜资源之一。建设成本提高 60%是因为新冠疫情致 2019 年开始的施工推迟，以及应对疫情开支增加。住友金属公司拥有 QB2 的 27.77%股份，住友商事持有 5.56%的股份，加拿大矿商泰克资源有限公司持有该项目 66.67%的股份。此前泰克资源将该项目的成本估算值从上个月预估的 47 亿美元修改为 69 亿至 70 亿美元之后。泰克曾预计 QB2 项目将在 2021 年开始生产，但现在的目标是在 2022 年底开始初步生产。

外电 8 月 5 日消息，加拿大绿松石山资源公司因蒙古大型奥尤陶勒盖（Oyu Tolgoi）铜金矿的持续扩张而增加了 2 亿美元的成本。绿松石山目前估计其基本情况下的增量资金需求为 36 亿美元，高于 3 月底预测的 34 亿美元。绿松石山表示，Oyu Tolgoi 正在进行的地下扩建的最新成本和时间表包含了已知的增量 covid-19 成本影响、相关税收以及对剩余开发时间表中与大流行相关的进一步管理成本的估计。这意味着该项目总成本已攀升至 70.6 亿美元，比 2015 年最初的估计高出近 18 亿美元。

秘鲁 6 月份铜产量较上年同期增长 8.6%，因当地大型铜矿 Las Bambas 恢复生产。秘鲁是全球第二大铜生产国。能源和矿产部在一份报告中称，6 月铜产量总计为 198,467 吨。今年前六个月的总产量达到 109 万吨，较 2021 年同期增长 1.2%。

就全球铜市的供需格局而言，国际铜研究组织在最新发布的月报中称，2022 年 1-5 月，全球铜市供应过剩 43000 吨，2021 年同期为短缺 23000 吨。5 月全球精炼铜产量为 218.9 万吨，消费量为 218.4 万吨。5 月全球精炼铜市场供应过剩 5000 吨，4 月修正为短缺 23000 吨。安泰科初步估算全球上半年铜精矿产量为 896 万吨，较去年同期增长 4.7%，需求量为 889 万吨，较去年同期下滑 0.4%，供应短缺 7 万吨。预计下半年新增铜精矿产量继续爬产或达产，智利、秘鲁下半年产量有望较上半年提升。

以上消息和报道可以看出，智利和秘鲁两个世界最大产铜国依然“状况频出”，各种矿业端减产的消息全部都来自这两国，尽管美国可能面临经济减速和滞涨的困扰，但铜价在大跌之后的超跌反弹阶段，频繁的铜矿业端增产、减产消息成为支撑铜价的因素，但铜过剩一旦坐实，又在美欧持续加息的背景下，铜价是否有能力维持持续反弹令人怀疑，震荡下跌或频繁发生。

### 三、国内废铜进口和精废差价情况

图：国内废铜进口当月和累计数量/精废差价变动情况（2018.1-2022.7）



数据来源：WIND，冠通研究

据 SMM、海关数据显示，2022 年 1—6 月我国累计进口废铜 88.11 万吨，同比增长 7.44%。其中 6 月废铜进口量为 165136.38 吨，环比增加 4.4%，同比增加 9.85%。前期铜价处于较高水平，沪伦比价维持偏好状态，进口利润较为理想，因此提升了海外供应商的出货积极性，废铜进口量出现增长。不过铜价自 6 月中旬大幅回落后，海外供应商库存面临亏损，出货积极性受挫，加之终端出口订单较弱，

铜棒企业订单下滑降低了对黄杂铜的需求量，因此预计 7 月废铜进口量将回落。随着清关手续的不断规范，预计 2022 年废铜进口量为 170-175 万吨。从当前国内废铜市场表现来看，货源流通量不多，下游利废企业采购难度较大，预计在中短期内废铜市场将维持供应偏紧的格局。同时精废替代效应仍然存在，对精铜去库有一定支撑作用。

## 四、近期精炼铜进口和洋山铜溢价情况

8 月 7 日海关数据显示，中国的铜进口同比增长 9.3%，原因是金属价格的大幅下跌在国内库存下降的情况下引发了购买兴趣。7 月份中国未锻造铜和铜产品进口总量为 463,693.8 吨，包括阳极、精炼、合金和半成品铜产品，而去年同期为 424,280.3 吨。然而，7 月份的铜进口量较上月的 537,698 吨下降了 13.8%。外界认为由于中国的 covid-19 控制措施损害了制造业活动以及对全球经济衰退的担忧日益加剧，通常被视为经济风向标的铜价从 3 月的高点到 7 月中旬下跌了三分之一。7 月 15 日，伦敦金属交易所 CMCU3 的三个月期铜合约自 2020 年 11 月以来首次跌破每吨 7,000 美元。国内有评论认为，当市场触及低点时，中国铜用户和贸易商大量购买，上海和伦敦之间开放的套利窗口也提振了进口。这是在国内铜库存下降的背景下，一些冶炼厂因夏季维修而关闭。上周五（8 月 5 日）上海期货交易所铜库存 CU-STX-SGH 降至 37,025 吨，为 1 月 21 日以来最低，较 3 月下降 78%。2022 年前 7 个月，中国进口未锻轧铜和铜 341 万吨，同比增长 5.8%。

图：中国精炼铜进口当月值/累计值和上海洋山铜溢价变动情况（2018.1-2022.7）



数据来源：WIND，冠通研究

## 五、铜下游开工、投资现状和关键铜需求

据 Mysteel，安徽省铜陵市停电通知，8 月 10 日开始铜生产及加工企业限电停产；8 月 9 日安徽

省铜陵市铜产业企业接到停电通知，8月10日铜生产企业和铜加工企业基本处于停电停产；目前企业已经停止出货，以备长单供应，此次停电有可能持续到本周末（8月14日）；安徽省铜陵市是国内铜生产基地之一，同时是铜消费集中地；其电解铜年度生产能力超过110万吨，日生产能力3000-3200吨；另有大型铜加工生产企业，铜陵全威、铜陵金威、精达股份等坐落铜陵。但是，安徽省一时的铜企波动和国家电网的投资相比，只是“小巫见大巫”。

8月3日，国家电网有限公司发布全力推进重大项目建设情况，表示将全力做好电网扩投资工作，加快特高压、抽水蓄能、超高压等项目建设，年内在建项目总投资将突破万亿元。今年1-7月，完成电网投资2364亿元，同比增长19%，目前在建项目总投资8832亿元，其中110千伏及以上电网和抽水蓄能电站3299项。到年底前，国家电网预计再完成近3000亿元电网投资，开工一大批重大工程，项目总投资4169亿元，其中110千伏及以上电网和抽水蓄能电站1173项，届时在建项目总投资有望创历史新高，达到1.3万亿元，带动上下游产业投资超过2.6万亿元。从电网投资来看，“十四五”期间，南网计划投资6700亿元，年均投资1340亿元；国网计划投入2.23万亿元，其中2022年投资额为5012亿元，首次突破5000亿元，较2021年同比增长8.84%。两网合计投资近3万亿元，年均5800亿元，整体创出新高。2022年全国1-6月电网工程投资额完成1905亿元，同比上涨9.9%。其中6月份电网投资642亿元，同比增长26.13%，环比增长73.51%，随着5-6月各部委及电网企业进一步明确大型项目落地和年内投资计划，电网投资预计将逐季放量，规划项目后期有望快速落地。7月处于国网集中交货时段，电网订单环比料将得到一定改善。

Mysteel 数据，上周国内电解铜产量19.12万吨，环比增加0.09万吨，山东复产冶炼企业产量暂时维持平稳，但未满产，日均1000-1100吨/天。赤峰冶炼企业继续检修当中，周影响产量0.1万吨，较上周影响量减少0.1万吨。东北、北方冶炼企业生产过程当中，电流控制问题已经解决，产量回升。据SMM调研数据显示，上周再生铜制杆企业开工率为37.63%，环比增加1.27个百分点。整体开工率维持低位，周末废铜商出货有所改善，但光亮铜等废铜供不应求，价格十分坚挺。上周精铜制杆企业开工率为71.36%，环比增加4.13个百分点。7月电线电缆企业开工率为80.73%，环比增加5.74%，同比下降4.38%。铜价反弹基建下单提速，预计8月电线电缆企业开工率将上升至83.58%。

本周二（8月9日）根据乘用车市场信息联席会（CPCA）公布的数据，中国7月新能源乘用车零售销量达到48.6万辆，同比增长117.3%，占到新车市场的26.7%。1-7月新能源乘用车国内零售273.3万辆，同比增长121.5%。7月乘用车市场零售达到181.8万辆，同比增长20.4%，是以往10年的次高增速。在此基础上，乘用车市场信息联席会上调今年新能源乘用车销量预期，从此前的550万辆上调至创纪录的600万辆。相较于去年299万辆的新能源乘用车年度销量，今年600万辆销量预期翻了一番，由此体现出中国市场对新能源汽车的旺盛需求，以及传统燃油车在走向绿色经济的道路上所面



面临的挑战。该机构在一份声明中表示，将年度预期上调至 600 万辆仍然“相对谨慎”，并补充说可能在第四季度初进一步上调预期。具体来看，7 月特斯拉共交付 28217 辆新能源汽车，其中 8461 辆销往当地市场，19756 辆用于出口，主要销往欧洲和亚洲。7 月比亚迪汽车销量达到 162530 辆，其中包括纯电动汽车和插电式混合动力汽车。与此同时，小鹏汽车、理想汽车和蔚来汽车在 7 月的交付量也均超过 10000 辆。另外小型新能源汽车厂商也表现出强劲势头，比如合众新能源汽车在 7 月共交付 14037 辆电动车，其中 1382 辆销往海外市场。总体来看，乘用车市场信息联席会预计，未来几个月的新能源乘用车市场增长主要看供给侧的提升能力。随着近期的新能源车新品持续推出，部分企业的产能提升工程逐步完成，新能源乘用车的销量将保持环比持续增长的良好局面。预计 8-12 月的月均新能源乘用车销量将超过 60 万辆，实现持续高增长。

由于美国持续激进加息，俄乌冲突持续近半年仍未结束，世界经济出现衰退的征兆令商品市场充满不安，尽管中国稳增长政策持续落地并利好铜需求，但铜价在今年下半年显然面临更多不确定性，目前铜价已经反弹至 61000 元/吨整数关口之上，这是铜价从 6 月初阶段性高点下跌至 7 月中旬阶段性低点的 38.2% 关键阻力位，若能彻底突破这一阻力，铜价将非常有希望在期货盘上逼近 50% 反弹阻力位 63000 元/吨附近，进而看向 61.8% 反弹位 65300 元/吨附近；若不能站稳 61000 元上方，铜价有返回 54000—57000 元/吨的风险。铜价年底之前大概率仍将维持“有韧性的震荡”，不会大幅反弹，预计也不会再次发生过去 5 月至 7 月的黑色大跌，市场信心将维持低位运行。

## 风险提示

- 1、美联储持续激进加息；
- 2、美国和欧洲经济减速和衰退超预期；
- 3、中国国内铜下游产业部门铜需求超预期上升。

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：810-85356596

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。