

冠通期货研究咨询部
2022 年 9 月 22 日

美联储再次加息 75 基点，但铜价充满韧性

摘 要

□ 摘要

铜：上周美国 CPI/PPI 数据清楚说明美联储在已经加息 4 次、合计加息 225 基点的情况下通胀水平依然高的令人无法接受，因此美联储在本周 9 月会议上再次加息 75 基点，同时预期本轮加息的峰值水平有可能达到 4.6%，这是明显超过市场预期的，美元指数瞬间升至 110 上方，但铜价维持震荡，没有发生大跌；国内“金九银十”消费旺季即将到来，市场对铜需求存在乐观预期；国内“保交楼”等具体措施利好铜价，同时国内国外各种库存数据均显示目前铜库存仍在低位，年内存在铜短缺而未来铜过剩的可能性在增大；铜价面对美联储连续加息展现了很强的韧性；但在未来在美欧继续加息可能出现经济减速甚至衰退的情况下，铜价震荡中出现下行的可能性正越来越高。

风险点：

- 1、美联储年底前继续激进加息和缩表，超预期收紧政策；
- 2、美国和欧洲出现经济衰退的预期转为事实；
- 3、国内传统金九银十铜需求旺季没有如期到来。

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：

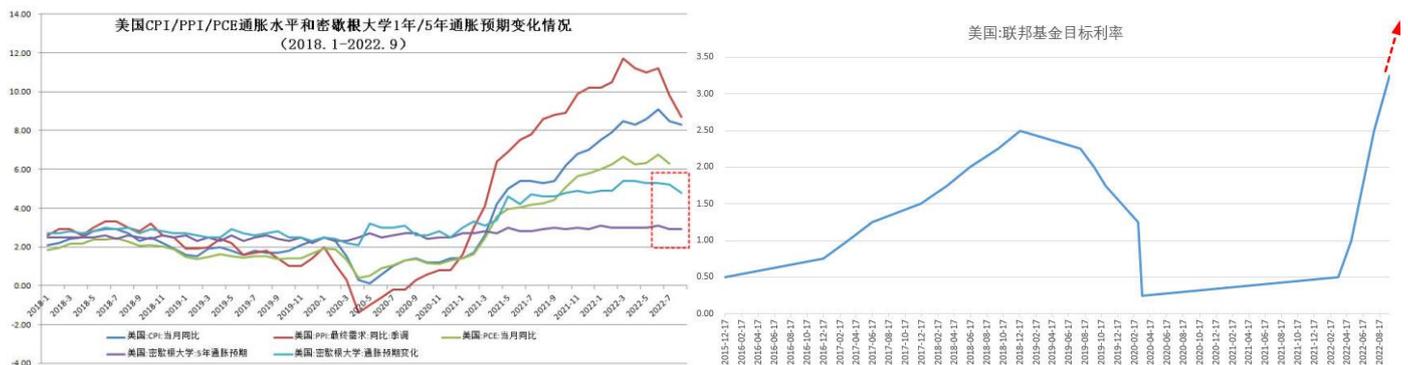
<http://www.gtfutures.com.cn/>

一、数据惨淡，美联储目前为止的加息没能令通胀明显下降

上周二（9月13日）美国劳工统计局数据显示，美国8月CPI同比上涨8.3%，市场预期8.1%，前值8.5%；剔除波动较大的食品和能源价格后，8月核心CPI同比上涨6.3%，市场预期6.1%，前值的5.9%；数据公布后，美元指数短线拉升约90点，美股期货短线下挫；8月整体通胀回落主要得益于汽油价格继续下降，整体能源价格指数在8月份环比下降5%，创2020年4月以来的最大跌幅；其中汽油价格指数环比下跌了10.6%，燃油价格则下跌5.9%。在燃油价格下跌的推动下，机票价格环比下跌4.6%。上周三（9月14日）美国劳工部数据显示，美国8月PPI（生产者价格指数）同比增长8.7%，预期8.8%，前值9.8%；剔除波动较大的食品和能源，美国8月核心PPI同比上升7.3%，预期的7.1%，前值7.6%；能源成本下降是推动8月PPI回落的主要原因；美国供应管理协会(ISM)和标普全球(S&P Global)公布的数据均显示，生产者价格压力有所缓解。ISM 8月份原材料价格指数降至两年来的低点；商品价格下降了1.2%，其中超过四分之三可归因于汽油价格的继续下跌，该指数下降了16.2%；

上周二美国劳工统计局数据，美国消费者8月的电费同比增长15.8%，创下1981年以来的最大同比增幅；消费者天然气费用在7月下跌后在8月回升，飙升了33%；美国消费者的总能源成本比2021年8月的水平高出约24%。8月底，由于电价飙升，全美约2000万户家庭拖欠水电费，约占美国家庭总数的六分之一；上周三下午，美国最大移动通信运营商威瑞森(Verizon)的董事长兼首席执行官称，预计网络服务订户会出现下降；AT&T也警告说，今年夏天越来越多的客户无力支付电信服务费用。上周四（9月15日）美国商务部数据显示，美国8月零售销售环比上升0.3%，市场预期-0.1%，然而鉴于7月的环比数据则被下修至-0.4%，这让8月销售额的温和增长看起来并不乐观。

图：美国CPI/PPI/PCE通胀数据和密歇根大学通胀预期数据；美联储联邦基金利率变动情况；(2018.1-2022.9)



数据来源：WIND，冠通研究

上周五（9月16日）公布的美国9月密歇根大学消费者信心指数初值59.5，创4月以来最高，预期60；市场备受关注的9月份1年通胀预期终值4.6%，为2021年9月以来最低，符合预期；5年通

胀预期初值 2.8%，为 2021 年 7 月以来最低，预期 2.9%；6 月份 5 年通胀预期达到 3.3%，创下 2008 年以来的最高，此后在美联储暴力加息的推动下 5 年期通胀预期回落，令通胀预期可能失控的担忧大幅缓解。上图可以清晰看出，经过 4 次加息之后，美国目前的 CPI 依然高涨，最近几个月，CPI 似乎有拐头向下的趋势，但整体仍维持在 8%附近，这和美联储自身的 2%的物价稳定标准相去甚远，而密歇根大学的通胀预期也只是在近期走平，特别是 5 年通胀预期回落至 3%一下，这样来看美联储迄今为止的加息成果竟然是有限度的降下了通胀预期而没有降下真正的通胀，这是美联储绝对无法接受的，也是面临中期选举的民主党政府绝对无法接受的。

美联社 9 月 15 日发布的民意调查结果显示，71%美国民众认为国家经济情况糟糕，仅 29%受访者表示良好；其中 90%共和党人认为经济状况非常不好，民主党人持这种观点的人则为 54%；此外 61%受访者不赞同美政府处理经济的方式，72%受访者认为美国正朝着错误的方向发展。上周五，高盛将美国 2023 年经济增长预期从 1.5%下调至 1.1%，2022 年增速预测维持在 0%不变；最近亚特兰大联储 GDPNow 模型将美国三季度实际 GDP 增速下调至 0.5%，较 9 月 9 日的 1.3%、9 月 7 日的 1.4%和 9 月 1 日的 2.6%大幅下调；亚特兰大联储认为，三季度经济增长下行主要是因为 7 月零售数据下滑，此外疲软的进出口数据、令人失望的工业生产和产能利用率数据也拉低了预期。

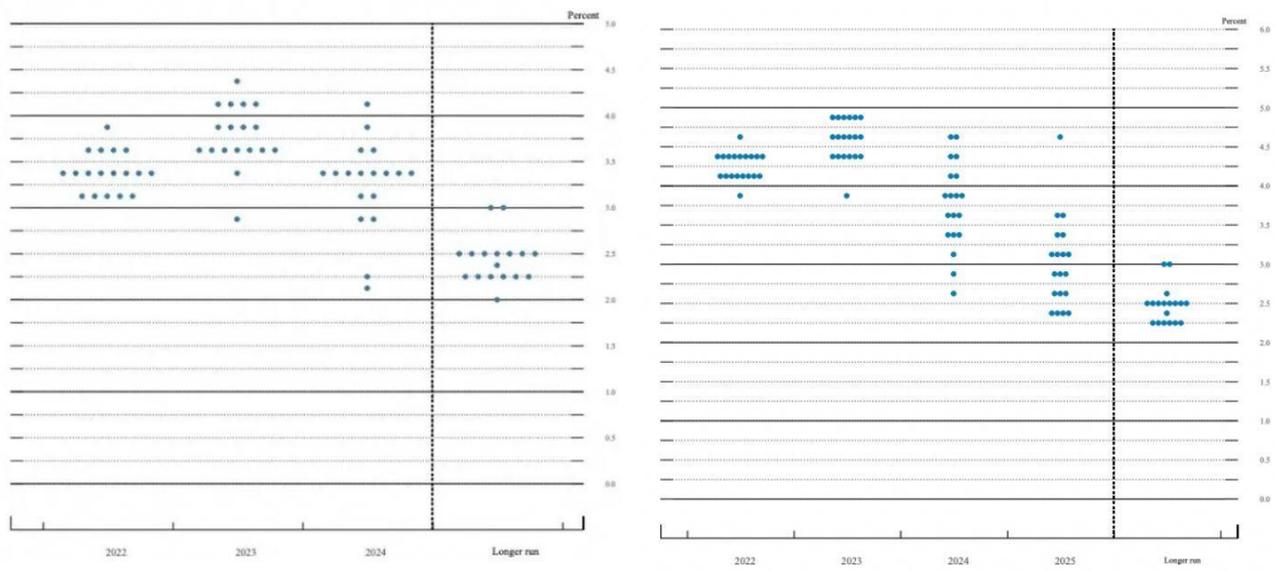
本周一（9 月 19 日）美国 9 月 NAHB 房产市场指数 46，创 2020 年 5 月以来新低，预期 47，前值 49；美国房屋建筑商信心指数在 9 月连续第九个月下降，今年的每个月份都在下跌，这创下了该数据 1985 年有记录以来最长连跌；本周一美国 10 年期国债收益率自 2011 年以来首次升破 3.50%，日内当前涨超 6 个基点，报 3.512%；同日对货币政策更敏感的两年期美债收益率一度升超 11 个基点至 3.97%，再创 2007 年来最高，一年期美债收益率升破 4%，关键收益率曲线保持倒挂，突显衰退担忧。本周二（9 月 20 日）美国 8 月新屋开工年化 157.5 万户，预期 145 万户；8 月新屋开工环比增 12.2%，为 2021 年 3 月以来最大环比增幅，预期增 0.3%；单家庭住宅开工数在 8 月增长 3.4%，达年化 93.5 万户，是今年年内的第二次增长；8 月份多家庭住宅开工数大涨 28%，达年化 64 万户，创下历史纪录；8 月营建许可年化 151.7 万户，创 2020 年 6 月以来新低，预期 160.9 万户；8 月营建许可环比下降 10%，为 2020 年 4 月以来最大环比降幅，预期降 4.5%，反映未来情况的营建许环比大跌，凸显飙涨的按揭贷款利率对需求构成压力。本周三（9 月 21 日）据美国全国房地产经纪人协会（NAR）数据，美国 7 月成屋销售总数连续第七个月下降，达年化 480 万户，创 2020 年 5 月以来新低，预期 470 万户；目前，美国 30 年期按揭贷款利率已连续五周攀升，达到 6.25%，创下 2008 年以来新高，严重侵蚀住房买家的可承担能力。

美国当地时间本周三（9 月 21 日），美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布，将政策利率联邦基金利率的目标区间从 2.25%至 2.50%上调到 3.00%至 3.25%；至此，美联储从今年 1 月起已连续五次加

息，并且从6月开始联储最近三次会议每次都决定加息75个基点，保持着1994年11月以来最强劲的单次加息力度；同时美联储将联邦基金利率区间的上限——超额准备金利率（IOER）也上调75个基点，从2.4%升至3.15%；和今年7月的上次加息一样，本次美联储的加息幅度符合市场预期，并且这一加息决策得到全体FOMC投票委员支持；决议声明中，美联储再度重申继续加息是适宜的、高度关注通胀风险，继续强烈承诺要让通胀率降至联储目标水平；会后更新的点阵图显示，多数联储决策者预计到年底还得合计加息125个基点，将11月下次会议继续加息75个基点的可能性摆上台面。利率预期中位值显示，利率明年达到的峰值为4.6%，比市场之前预计的峰值4.5%还高，意味着联储的加息力度最终比市场预期的还大。

美联储9月会议后，美联储主席鲍威尔在记者会上集中谈到当前的通胀、美联储政策路径、美国劳动力市场和房价等议题。鲍威尔称，坚决致力于降低通货膨胀；物价稳定是经济基石，缺乏价格稳定，经济就无法运转；鲍威尔也强调：在某些时间节点放慢加息速度将是适宜的；他认为，联邦基金利率需要在一段时期内保持（在对美国经济具有）限制性（的水平）；鲍威尔称，美联储坚定承诺将美国通胀压低至2%，美联储有诸多政策工具来恢复物价稳定性。高通胀问题让美联储（在政策行动方面）处境艰难，FOMC正在针对通胀回落寻觅让人信服的证据。当前的通胀预期似乎得到很好的锚定。虽然出现一定程度上的供需关系修复，但美国高通胀问题并未出现缓和。

图：美联储点阵图变动情况 6月左侧；9月右侧（2022.6-2022.9）



数据来源：WIND，冠通研究

本次会后公布的美联储官员预期未来利率水平点阵图显示，相比今年6月发布的上次点阵图，本次美联储决策者预计的加息力度明显更强。本次除一人外其他所有18名联储官员都预计，到今年底，

政策利率联邦基金利率将升至 4.0%以上，其中 9 人预计在 4.25%到 4.5%，一人甚至预计届时利率将超过 4.5%。而上次全体预计将升至 3.0%以上，无一人预计会超过 4.0%。以 4.25 到 4.5%的多数人预计利率区间估算，到今年年底，美联储还得在本周加息后再合计加息 125 个基点，而今年按计划只剩下两次货币政策会议。因此有评论认为，这就暗示了，临近国会中期选举前 11 月召开的下次美联储会议上，可能还会决定加息 75 个基点，将连续第四次加息 75 个基点的可能性摆上了台面。

鲍威尔援引 FOMC 利率点阵图分化称，美联储 2022 年还将加息 100-125 个基点。关于市场担忧的美联储缩表，鲍威尔称，不考虑迅速出售美联储资产负债表里的抵押贷款支持证券（MBS）；此外，他重申“在某些时间节点”放慢加息速度将是适宜的：加息幅度将取决于未来数据。可能会在某个时间节点放慢加息速度，以评估加息/紧缩政策的影响。将逐次在 FOMC 货币政策会议上作出政策决定，历史经验表明，我们需要对超前降息保持警惕。

美联储激进加息状态未结束，可以预期美指高涨将对铜价产生明显的抑制。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 个月向下振幅 35.8%；之后从 6955 美元反弹至 8 月 26 日的小高点 8318 美元/吨，不到一个半月即反弹约 19.5%；然后又跌回 7500 美元/吨之后持续震荡，目前为止尚未再度超越 8318 美元的小高点；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 26 日反弹至小高点 64560 元/吨，不到一个半月反弹约 20.8%；之后又跌回 60000 元整数关口下方，之后持续震荡但未能突破小前高 64560 元，这显示铜价反弹有结束的可能；整体看铜价仍有韧性，在中共 20 大即将召开、国内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，但当下国内各地疫情又有反复的迹象，部分铜下游生产和开工受影响，导致铜价反弹的不确定性在变大，国内铜价显得较为抗跌的原因极有可能是人民币兑美元下滑的影响，目前人民币离岸和在岸汇率都跌至 7.1 附近，但整体看，由于铜需求不确定性很高，铜价跌穿前低的可能性是存在的，需要保持足够警惕。

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 9 月 19 日消息，上周一，秘鲁 Sierra Metals 表示，该公司 Yauricocha 矿发生泥石流导致三名矿工死亡。该公司表示，三名受害者是承包商，另有一名工人受伤。采矿作业因此暂停，一旦情况被认为安全合适，将恢复。

外电 9 月 19 日消息，菲律宾当地政府取消了 Sagittarius Mines 在该国的 Tampakan 铜金项目的

许可证，理由是担心附近数百名原住民的生存环境。Tampakan 铜金项目被认为是东南亚国家最大的未开发铜金储量矿，该资产估计资源为 1500 万吨铜和 1760 万盎司黄金，Tampakan 预计年均生产能力为 375,000 吨铜和 360,000 盎司精矿。

外电 9 月 19 日消息，由于监管机构在接到安全投诉后对现场进行了审查，工人与必和必拓的智利 Escondida 铜矿（世界上最大的铜矿）之间的纠纷仍未解决。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

智利政府近期启动了一项计划，该计划旨在在 2023 年将投资至少提高 5 个百分点，其中包括提供一系列税收优惠。该计划包括公共投资、更好的融资渠道，并通过税收优惠促进私人投资。这些措施包括为绿色企业提供 5 亿美元的税收抵免基金，将小企业的降低税率延长至 2023 年全年，并建立即时折旧机制。新的铜矿项目也将在五年内免除新采矿特许权使用费中提出的从价部分。

外媒 9 月 15 日消息：世界第二大铁矿石生产商——淡水河谷公司（Vale）的战略和业务转型主管卢西亚诺·西亚尼表示，公司希望在支撑能源转型的基础金属领域成为更大的参与者，而不是仅仅关注镍和铜。淡水河谷希望在电动汽车和可再生能源行业所需的关键金属领域进行扩张，并将考虑收购。对淡水河谷来说，目前不太有吸引力的一种电池金属是锂，因为这种金属矿商的市值飙升。西亚尼称，锂是一个有趣的市场，不过他认为锂矿公司的估值已经超过采取收购行动的吸引力。该公司正在寻找合作伙伴，在加拿大建立一个硫酸镍业务，并正在与电池回收商谈判，以扩大对电动车供应链的接触。淡水河谷在安大略省的萨德伯里和拉布拉多的沃伊塞湾经营着大型镍矿。此外，考虑到用于布线的铜将出现供应短缺，淡水河谷打算在铜方面有所作为。西亚尼表示，铜的供需缺口将非常庞大。如果一家公司有一个准备实施的特许铜矿项目，没有投资者会说“不要做”。

外媒 9 月 18 日消息：知情人士透露，必和必拓集团（BHP）正在考虑提高其对奥兹矿业公司（OZ Minerals）的报价，以便增加铜矿资产。此前必和必拓对奥兹矿业提出的报价为每股 25 澳元，总计 84 亿澳元（相当于 56 亿美元）。8 月初奥兹矿业拒绝了这一报价，称必和必拓严重低估了自己在铜和镍等金属领域的增长前景。上周五奥兹矿业的股价收于每股 25.25 澳元。奥兹矿业公司在南澳州经营铜矿。消息人士称必和必拓公司最快会在本月提高报价，但是目前还不清楚具体提高多少，也不清楚奥兹矿业是否会同意新的报价。自从必和必拓首席执行官迈克·亨利 2020 年初上任以来，这家全球最大的矿业公司进行了一系列大刀阔斧的改革，再次对重大收购表现出兴趣，并退出原油和天然气领域，同时在加拿大的一个巨型新钾肥矿投资数十亿美元。必和必拓目前正在寻求投资那些和低排放运输以及清洁能源等趋势相关的商品领域，特别是可用于可再生能源的铜以及用于锂离子电池的镍。必

和必拓仍然是铁矿石和冶金煤的主要生产商，今年早些时候还决定保留其最后一个煤矿。铜是绿色能源转型不可或缺的关键金属。全球主要矿业巨头普遍看好铜，认为随着全球经济去碳化，铜的消费将会激增。本月早些时候，力拓集团达成一项最终协议，收购加拿大绿松石岭资源公司的所有剩余股份。绿松石岭拥有蒙古的一个巨型铜矿。必和必拓的上一笔大宗收购交易是在 2011 年以 121 亿美元收购 Petrohawk 能源公司，之后还小鼓膜收购量一些铜和镍资产，但是最近购买镍矿的尝试以失败告终。去年必和必拓花费了六个月时间收购加拿大矿商 Noront 资源公司，但是最终澳大利亚亿万富翁安德鲁弗雷斯特胜出。

日本贸易公司丸红投资了加拿大勘探公司 Valhalla Metals，该公司在美国阿拉斯加州西北部的 Ambler 矿区拥有勘探资产，以扩大丸红的铜业务。丸红于 9 月 16 日通过第三方分配向 Valhalla 支付了约 830 万加元(620 万美元)，获得了该公司 19.99% 的股份。Valhalla 拥有 Ambler 地区 100% 的勘探权益。丸红表示，该地区以火山形成的块状硫化物矿床而闻名，对高品位铜和锌、铅、金、银等其他金属具有很高的勘探潜力。Valhalla 已经在调查 Ambler 地区的采矿潜力，但尚未开始采矿。

以上消息和报道可以看出，**智利和秘鲁铜矿依生产依然存在诸多问题，其国内的政治不稳定令人担忧，周期性的社会事件总是能偶尔令铜矿生产中断**；但整体上西方大资本例如必和必拓、淡水河谷、丸红对铜在未来能源转型中的地位非常看好，这些大型矿业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；但中短期看欧美一起激进加息会不会导致发达经济体进入慢性衰退进而导致铜需求下降，风险将始终存在，铜价反弹将面临有更多不确定性，趋势性上涨暂时无法到来，而铜产量实质性的上升确实有可能带来铜过剩的风险。

三、近期国内宏观政策利好铜需求、铜进出口现状相对乐观

9 月 15 日，中国央行缩量续作 MLF，利率维持不变。据公告，中国央行进行 4000 亿元 1 年期 MLF 操作，操作利率 2.75%，前次为 2.75%。本月有 6000 亿元 MLF 到期。当日日央行还开展 20 亿元人民币 7 天期逆回购操作。工信部表示，新能源汽车领域确实存在着盲目投资和重复建设的情况，但会逐步得到消化解决，现仍需进一步加强统筹规划布局，采取更加有力的措施，推动新能源汽车产业高质量发展。据发改委官网，国家发展改革委将认真落实新能源汽车产业发展规划，持续促进新能源汽车产业高质量发展。一是会同有关部门进一步研究完善新能源汽车政策体系，营造有利于新能源汽车发展政策环境。二是坚持“全国一盘棋”优化新能源汽车产业布局，按照区域集聚、主体集中的原则，构建布局合理、发展有序、运行高效的产业格局。三是鼓励企业充分依托我国产业基础，加强技术创新，加快突破新能源汽车关键系统部件和基础共性技术，持续提升全产业链核心竞争力。四是继续以

开放的姿态深化国际合作，鼓励中外双方企业深化合作方式，拓展合作领域，实现更高水平的开放合作和互利共赢。国家发改委新闻发言人孟玮 9 月 19 日在新闻发布会上表示，在有效投资方面，我们将充分发挥推进有效投资重大项目协调机制作用，按照“资金、要素跟着项目走”的要求，采取有力措施，提高要素保障力度和效率，加快推动第一批 3000 亿元政策性开发性金融工具尽早形成实物工作量，同时，着力用好新增 3000 亿元以上政策性开发性金融工具，做好项目筛选和推荐，加快资金投放，督促地方抓住施工窗口期，推动项目尽快开工建设。

据中国汽车工业协会统计分析，2022 年 8 月，乘用车市场依然保持较好活力，销量同比延续了快速增长势头。2022 年 8 月，乘用车产销分别完成 215.7 万辆和 212.5 万辆，环比分别下降 2.4% 和 2.3%，同比分别增长 43.7% 和 36.5%。2022 年 1-8 月，乘用车产销分别完成 1480.3 万辆和 1465.5 万辆，同比分别增长 14.7% 和 11.7%。8 月国内新能源汽车产销继续保持快速增长势头，分别完成 69.1 万辆和 66.6 万辆，产销同比分别增长 1.2 倍和 1 倍，月度产销再创历史新高，市场占有率达到 28%。1~8 月，国内新能源汽车产销分别为 397 万辆和 386 万辆，同比增长 1.2 倍和 1.1 倍，市场占有率达 22.9%。基于我国新能源车市良好发展态势，全国政协经济委员会副主任苗圩在 9 月 6 日举行的第四届全球新能源与智能汽车供应链创新大会上表示，预计今年新能源汽车产销量有可能达到 550 万辆，比去年同期增长 56%。《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》确定的到 2025 年新能源汽车渗透率（达到）20% 目标，大概率可提前 3 年，即在今年实现。

图：国内汽车/新能源汽车当月产量；进口精炼铜当月/累计值变动情况（2018.1-2022.9）



数据来源：WIND，冠通研究

根据统计局数据显示，中国 8 月精炼铜（电解铜）产量为 91.7 万吨，同比增加 3.9%。1-8 月精炼铜（电解铜）产量累计为 711.8 万吨，同比增加 2.6%；中国 8 月铜材产量为 196.5 万吨，同比增加 7.3%。1-8 月铜材产量累计为 1418.4 万吨，同比增加 4.3%。且本月限电对供应端影响基本消退，供应仍有增加预期。9 月 19 日，中铜国际贸易集团有限公司副总经理许玉龙在行业会议上，“十四五”时期，我国铜冶炼行业的政策导向从增产能、扩规模转变为优化结构、绿色高效，主要发展方向

为绿色化、数字化、安全化，要求推动制造业优化升级。发展规划提出，到 2025 年，再生有色金属产量达到 2000 万吨，其中再生铜达到 400 万吨，再生铜、铝产量比例分别达到 35%、20%。铜冶炼行业政策规划目标包括降碳和安全环保，降碳要求应用突破性低碳技术、发展城市矿产等再生铜产业等，安全环保要求建设绿色和智能工厂、扩展深化污染防治工作等。

据海关总署数据，8 月，我国进口铜矿砂及其精矿 227.0 万吨，进口额达 330.8 亿元。1-8 月份，我国进口 1,663.5 万吨，同比增长 9.0%；进口额达 2,648.6 亿元，同比增长 10.7%。8 月，我国进口未锻轧铜及铜材 498,188.6 吨，进口额达 298.8 亿元。1-8 月份，我国进口 3,903,454.2 吨，同比增长 8.1%；进口额达 2,496.3 亿元，同比增长 14.9%。

1-8 月国内基建投资累计同比增长 10.37%，在基建投资高增长以及新能源领域高景气的提振下，叠加“金九银十”传统消费旺季的影响下，以及终端诸如电力以及汽车等占比较大的板块近期表现靓丽，故铜需求展望或许更为乐观，加上 8 月线缆企业开工率环比增长 1.2 个百分点，9 月有望回升至去年同期水平。在限电限产结束下，9 月份供给开始修复，主要冶炼厂也在稳步运行。加上近期进口铜的流入，国内现货紧张局势出现缓和，但供应端仍存在干扰，台风再次登陆江浙沪地区，精铜进口受到阻碍。另外部分冶炼厂因为疫情，粗铜紧张等问题生产不顺畅，湖北冶炼厂推迟投产，加重了市场对供应的担忧。

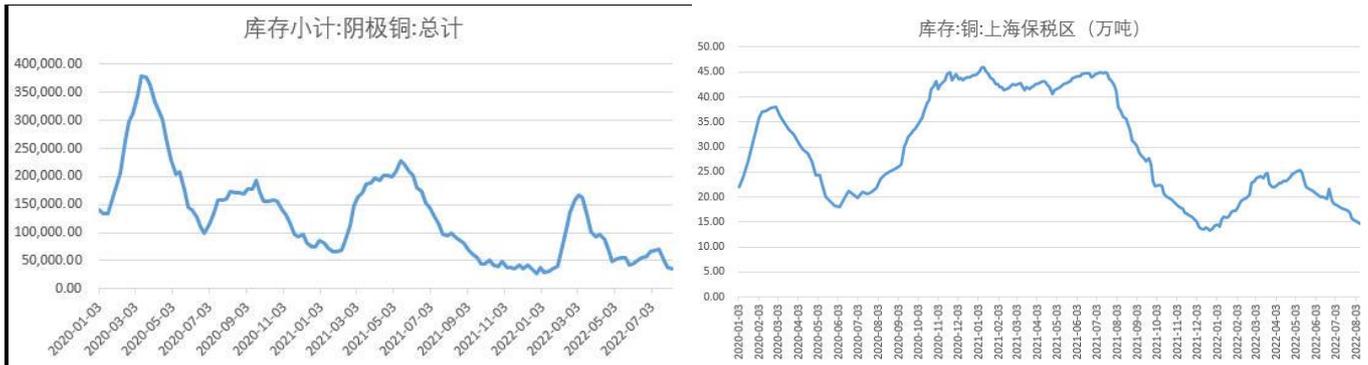
国内政策托底力度不断加大，稳增长仍是主旋律，且市场对金九银十旺季铜需求预期较高，同时下游需求也在改善进程中，房地产板块出现好转迹象，有助于提振市场情绪。房地产行业是金属消费的主要行业。

五、全球铜库存偏低是铜价韧性的来源

伦敦金属交易所（LME）仓库本周二（9 月 20 日）有 11,200 吨铜到货，为 6 月以来最大的单日权证。本月到目前为止，流入总量已超过 35,000 吨，但在很大程度上被流出量所抵消。118,000 吨的主要库存在 8 月底仅增加了 3,625 吨。以任何历史标准衡量，LME 库存仍然处于超低水平，仅代表两天的全球使用量。但这不仅仅是 LME 现象。CME 和上海期货交易所（ShFE）的注册库存也非常低，这三个交易所仅持有 200,000 吨金属。目前交易价格约为每吨 7,715 美元的 LME 三个月期铜在 2022 年初下跌了 21%，原因是市场担心中国经济增长放缓以及欧洲可能没有增长。可见库存和价格之间的脱节正在导致所有三个交易所的时间价差紧张，并重新引起分析师对计算隐藏铜库存的兴趣。截至 8 月底，三大铜交易所的注册吨位总计 195,560 吨，较 1 月初略有增加 5,450 吨，但去年 8

月减少了 185,650 吨。本月到目前为止变化很小，LME 库存的小幅上升被美国 CME 仓库的持续提货所抵消。通过包含两个相对较新的数据系列，可以创建更广泛的铜库存图。2020 年 2 月，LME 推出了一份关于“影子库存”的月度报告，指的是场外储存的金属，但合同中明确提到了 LME 交割的选择权。2020 年和 2021 年初有大量此类超货铜。去年 2 月达到 175,000 吨的峰值，这使 LME 登记的 74,000 吨铜库存相形见绌。然而，截至 7 月底，它们已收缩至仅 17,000 吨。

图：上海期货交易所铜库存（吨）；上海保税区铜库存（万吨）（2020.1-2022.9）

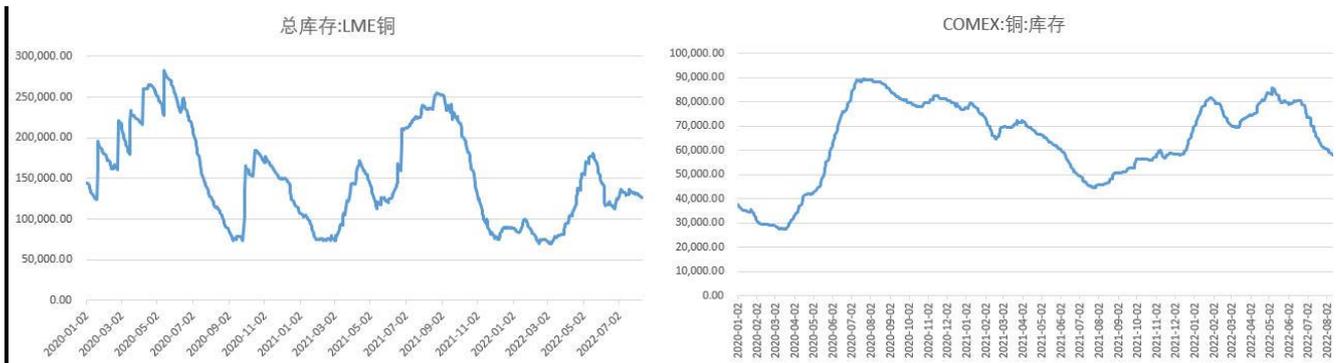


数据来源：WIND，冠通研究

上海国际能源交易所（INE）于 2021 年初推出了国际铜合约，此后每周公布了针对该合约持有的保税仓库库存数据。目前它们的产量为 89,000 吨，较 1 月初增加了 23,500 吨。注册的交易所库存加上 LME 影子和 INE 保税库存代表了可统计验证的铜库存总量。截至 7 月底，总持有量略低于 330,000 吨，今年前七个月增加了 61,000 吨，但比 2021 年 7 月的水平低 159,000 吨，仍仅相当于全球五天的使用量。在统计数据的黑暗中，显然有更多的铜“在那里”。花旗分析师表示，其中有 50 万吨，他们“相信市场暗示的便利收益率可以向我们展示我们看不到的东西”。该银行估计，期货曲线对中国以外约 500,000 吨无形库存的定价。（《金属周刊》，2022 年 9 月 16 日）。花旗预计明年第一季度铜价将跌至 6,600 美元，并认为“有足够的库存缓冲来弥补现在与欧洲潜在衰退在冬季出现的更明显的需求放缓之间的差距个月”。正如花旗本身所承认的那样，这种计算方式有一些重要的警告。LME 期货曲线可以为各种对冲流动定价，包括智利港口库存的临时增持、中国保税库存的转移以及运输中金属的延误。问题是知道有多少隐含库存是可访问的，而不是直接前往制造商。目前的组合还有两个更复杂的情况。俄罗斯铜没有得到官方制裁，但自我制裁可能已经扰乱了实物金属流入欧洲市场的正常渠道。与此同时，中国贸易商迈克集团在遇到财务困难后，目前正在与国有企业进行谈判。迈克是中国最大的铜贸易商之一，每年进口约 100 万吨，金融支撑活动可能会引发实物市场浪潮。俄罗斯和中国的金属事件也可能在 LME 时差中上演，进而影响便利曲线计算。时间价

差也可能是一个极不稳定的晴雨表，特别是在实物交割合约涵盖的股票很少的情况下。

图：LME 铜库存（吨）；美国 COMEX 铜库存（吨）（2020.1-2022.9）



数据来源：WIND，冠通研究

上周，LME 三个月交割的现金溢价飙升至每吨 150 美元，尽管周二有大量铜交割权证，但交易价格仍在 55 美元左右。CME 曲线也受到小幅挤压，上周 9 月至 12 月价差飙升至每磅 5.4 美分以上，最后交易价为 4.4 美分，相当于每吨 97 美元。CME 库存集中在盐湖城、图森和新奥尔良，自 6 月以来一直在稳步下滑，今年年初下降了 31% 至 41,471 吨。上海期货交易所的注册库存仍较低，为 35,865 吨，这导致 2023 年 4 月合约的上海曲线出现大幅逆价差。目前的空头想法是，随着欧洲陷入衰退，而中国正努力摆脱滚动封锁和房地产行业破产的拖累，周围将会有大量的金属。不过，在那之前，所有三个交易所的超低库存将继续产生价差波动，直到“外面”的东西，不管它有多少，都被转移到可以计算的地方。

美国在年底之前仍将继续激进加息，且年底前的加息空间仍有 100 至 125 基点。铜价在今年下半年显然面临更多不确定性，目前铜价从反弹小高点 64500 元/吨附近连续下跌后反复震荡，目前维持在 62000 关口上方，若不能有效突破前高 64500，则有跌回 60000 元/吨整数关口的风险，若跌穿前低 53000 元/吨附近，将进入“无底”下跌模式；若铜价能够维持强势，则需要铜价稳定在 65000 元一线，目前来看，这仍然是困难的。由于全球的铜库存都偏低，铜价的震荡将有很强的韧性，难以大涨，也难以进一步大跌，这种僵持局面或维持一段时间。

风险提示

- 1、美联储年底前继续激进加息和缩表，超预期收紧政策；
- 2、美国和欧洲出现经济衰退的预期转为事实；
- 3、国内传统金九银十铜需求旺季没有如预期到来。

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

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。