

研究报告

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】1497号

专题报告——沪铜

联系信息

如何看待后期铜价走势？

分析师 许克元
期货从业资格：F3022666
投资咨询资格：Z0013612
邮箱：xuky@gzf2010.com.cn

广州期货 研究中心
联系电话：020-22139813

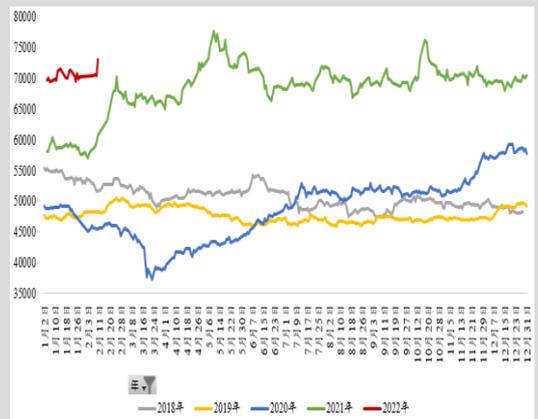
投资建议：

从数据表现来看，当下全球主要经济体制造业 PMI 见顶回落，但仍具韧性；国内库存预期累积，但海外持续降库，整体低库存仍有支撑，短期我们仍然比较难看到铜价的趋势性拐点，预计高位震荡行情大概率会在一季度持续，但继续向上的驱动可能更多来自国内节后复工复产所带来的需求超预期表现，否则仍以震荡思路对待。后期我们需要重点关注：一、伴随加息周期开启后，全球主要经济体制造业 PMI 表现，如持续回落将成为铜价向下的主要驱动力；二、节后库存表现，库存反映供需情况，如复工复产后需求不及预期，供需矛盾将明显缓解，低库存态势终止，则铜价向下的压力也会增加。

基于此，我们认为铜价在一季度仍以高位震荡为主，如果节后国内复工复产需求旺盛，不排除会有短期的突破行情，但随着加息的推进，全球制造业 PMI 将逐步回落，铜价也将步入阶段性的下跌周期中。策略角度，短期操作，建议仍以区间操作思路为主，参考 68000-73000 元/吨；中期操作，逢高沽空，安全边际尽量选择在 73000 元/吨一线上方，或买入看跌期权。

风险提示：联储加息不及预期；全球经济保持复苏；LME 库存继续下降引发逼仓风险。

沪铜主力季节性走势



相关报告

- 2021.10.8 短期铜价仍有反弹动力，关注库存变化
- 2021.10.22 短期恐慌情绪释放后，铜价或将逐步企稳
- 2021.11.05 国内库存续降存挤仓风险，短期铜价有支撑
- 2021.11.19 短期库存变化仍有反复，铜价波动或加大
- 2021.11 月报 宏观驱动主导，铜价运行重心或下移
- 2022.01 月报 短期仍难有趋势性行情，区间操作思路为主

目 录

一、宏观上内松外紧可能延长铜价高位震荡时间	1
二、库存表现仍是主要关注点.....	3
(一) 整体库存水平仍处低位.....	3
(二) 节前累库不明显, 节后或快速回升	4
(三) 境外库存下滑态势未止.....	5
(四) 基差处于同期高位.....	5
三、价格判断与策略探讨.....	6
免责声明.....	7
研究中心简介.....	7
广州期货业务单元一览.....	8

2021年5月至今，铜价经历了较长时间的高位震荡行情，上有国内政策及美联储加息预期反复的压制，下有供应受抑，海外需求复苏导致的低库存格局延续的支撑。从数据表现来看，当下全球主要经济体制造业PMI见顶回落，但仍具韧性；国内库存预期累积，但海外持续降库，整体低库存仍有支撑，短期我们仍然比较难看到铜价的趋势性拐点，预计高位震荡行情大概率会在一季度持续，但继续向上的驱动可能更多来自国内节后复工复产所带来的需求超预期表现，否则仍以震荡思路对待。后期我们需要重点关注：一、伴随加息周期开启后，全球主要经济体制造业PMI表现，如持续回落将成为铜价向下的主要驱动力；二、节后库存表现，库存反映供需情况，如复工复产后需求不及预期，供需矛盾将明显缓解，低库存态势终止，则铜价向下的压力也会增加。

图表1：沪铜主力合约走势



数据来源：文华财经、广州期货研究中心

一、宏观上内松外紧可能延长铜价高位震荡时间

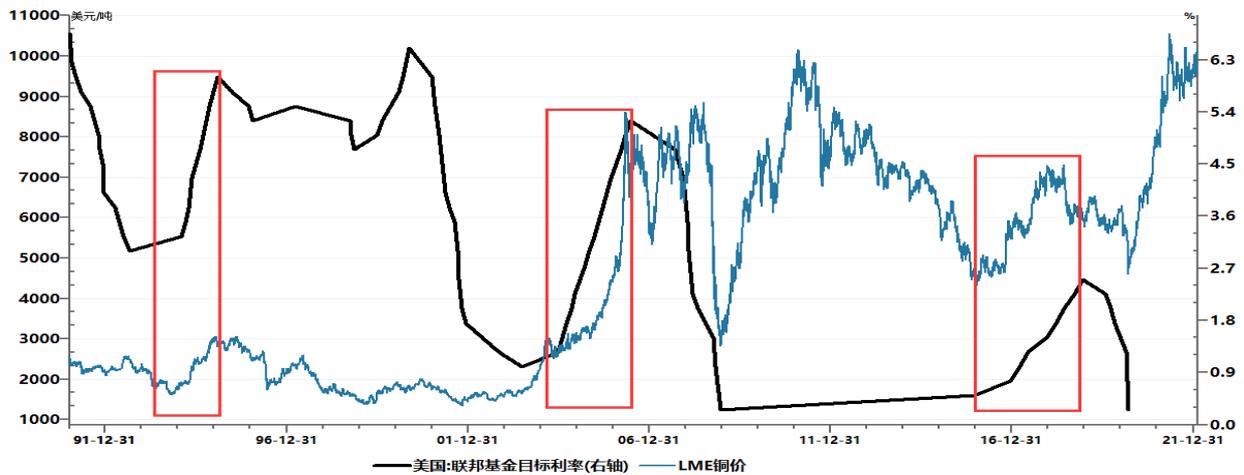
如下图表2，我们把联邦基金利率和铜价做了对比，发现从90年至今，美联储显著的加息周期中会伴随铜价上行或维持强势并逐渐见顶。加息的过程一般的都是在经济表现较好或者经济过热阶段，从图表3来看，加息初期，全球主要经济体制造业PMI依旧维持强势，对整体铜价依旧形成支撑。但随着加息的推进，全球制造业PMI将逐步回落，铜价也将步入阶段性的下跌周期中。所以我们需要密切关注加息过程中全球制造业PMI数据的表现。

当下来看，在1月份美国CPI数据超过预期之后，美联储政策会议日期的OIS掉期合约在短端迅速重新定价，显示出到12月的FOMC会议将有六次25个基点的加息。此外，掉期合约还短暂反映了3月份FOMC会议加息50个基点的可能性达到50%，并且市场依然反映出到7月份会议将加息100个基点，即四次25个基点的加息。

国内方面，1月社融单月6.17万亿，明显超市场预期。主要在企业贷款和地方专项债两块，呈现明显同比增长。反应了国内政策前置的影响，以及“稳增长”意图下信贷在企业和地方政府两端放松的意图。值得关注的是，居民中长期贷款，同比去年少增2000亿。地产的信贷扩张，目前看，在销售端还不是特别明显。单月社融超预期，主要对市场预期产生影响，会增加企业补库情绪，从而对商品价格起到预期带动作用。目前看，在海

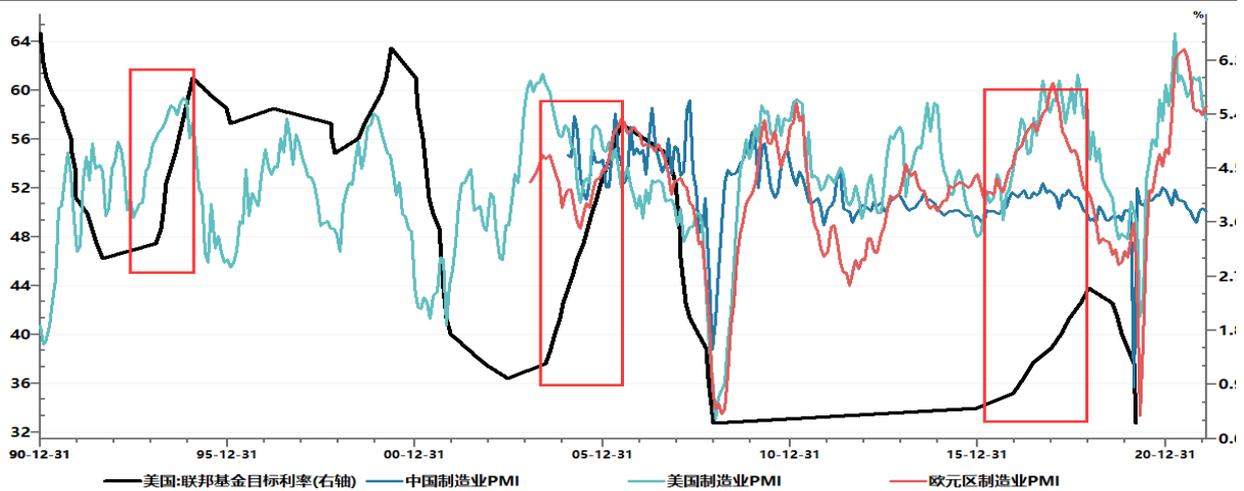
外经济尚未明显下去的情况下，国内开始做信贷宽松的动作，会对低库存格局下的铜价产生额外的支撑作用。铜价高位震荡运行的时间大概率会被延长。

图表2：加息周期伴随铜价上行或维持强势并逐步见顶



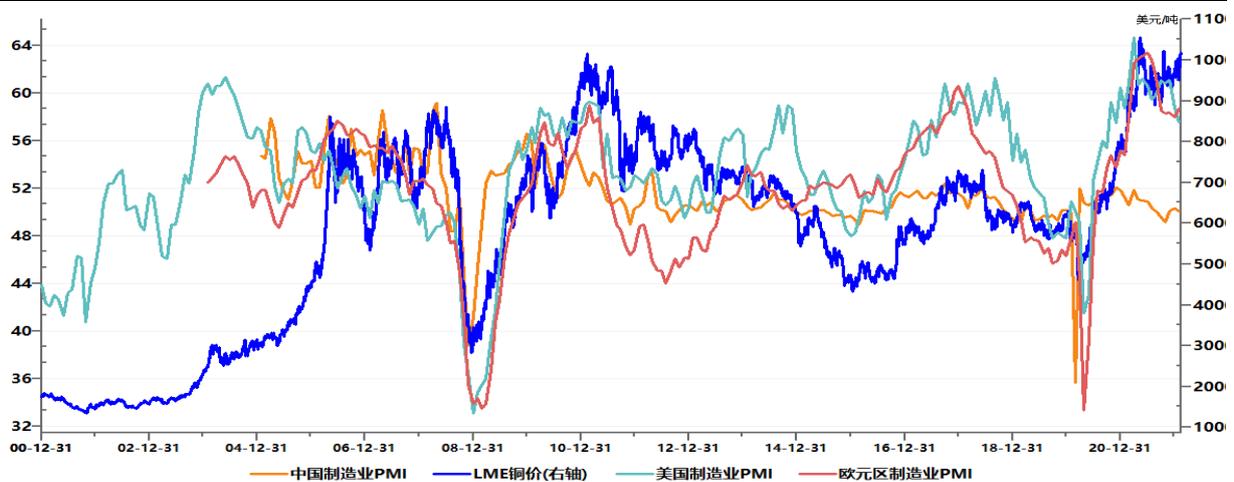
数据来源：Wind、广州期货研究中心

图表3：加息周期伴随主要经济体制造业PMI维持强势并逐步见顶



数据来源：Wind、广州期货研究中心

图表4：主要经济体制造业PMI与铜价相关性较大



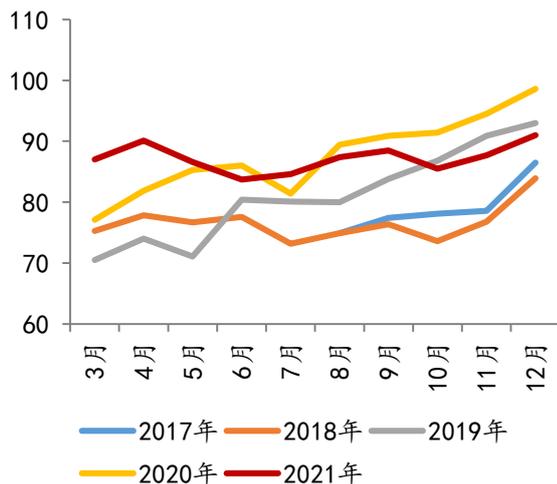
数据来源：Wind、广州期货研究中心

二、库存表现仍是主要关注点

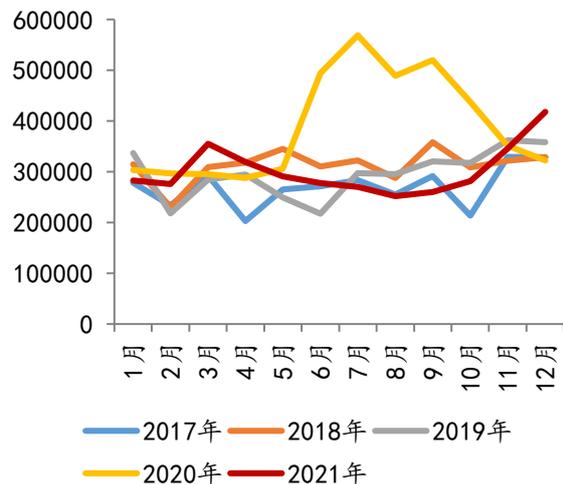
(一) 整体库存水平仍处低位

2021年8月以后，境内外库存均呈现持续下降。一方面，国内能耗双控措施加大，各地出现限电导致主要冶炼厂限产停产，对精铜产量产生较大冲击，据国家统计局数据显示，2021年1-12月中国电解铜产量1048万吨，同比增长7.4%，1-7月累计产量平均增速约13%，8-12月累计产量平均增速约8.8%。另一方面，全年进口铜出现明显降幅，2021年1-12月电解铜进口累计344.24万吨，较前一年同期452.01万吨减少107.77万吨，降幅23.8%。2020年国内疫情控制明显好于其他国家，国内经济率先复苏，需求转好，进口铜大量流入，加之中美利差扩大利于融资铜，2020全年铜进口量出现爆发式增长。2021年欧美经济持续复苏，境外铜消费好转，库存下滑，升水走扩，进口铜长期处于亏损局面，且下半年全球海运运力紧张，运输成本大幅上升抑制电解铜进口。

图表5：中国精铜产量(月)

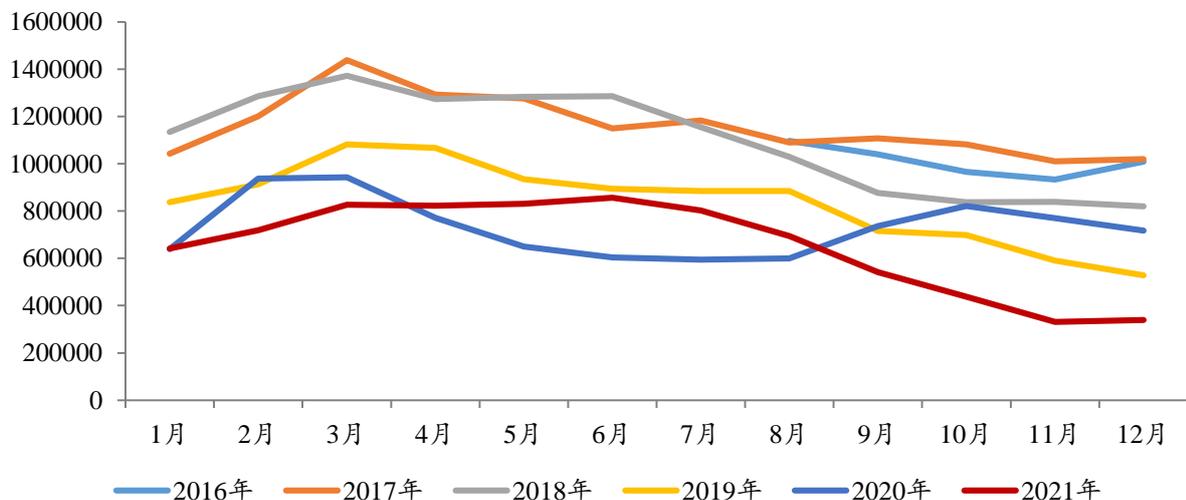


图表6：中国电解铜进口量(月)



数据来源：Wind、广州期货研究中心

图表7：三大交易所+上海保税区库存合计



数据来源：Wind、广州期货研究中心

截至2月11日当周，SHFE库存为10.7万吨，COMEX库存为7.9万吨，LME库存为7.4万吨，上海保税区库存为19.1万吨。除了COMEX库存，其余库存均显著低于往期，三大交易所及保税区库存合计为45.1万吨，亦处于近6年以来绝对低位。值得关注的是LME铜库存仍处于下降趋势中，近期注销仓单占比明显回升，导致LME铜可利用库存走低，不排除挤仓行情的再次上演。

(二) 节前累库不明显，节后或快速回升

从库存季节性走势看，每年一季度铜的库存会出现持续性累库，主因一季度是中国铜消费的传统淡季，且因春节因素影响，铜加工及终端消费企业普遍放假1-2周，而铜冶炼企业是连续生产的，国内铜库存累积会更加明显。

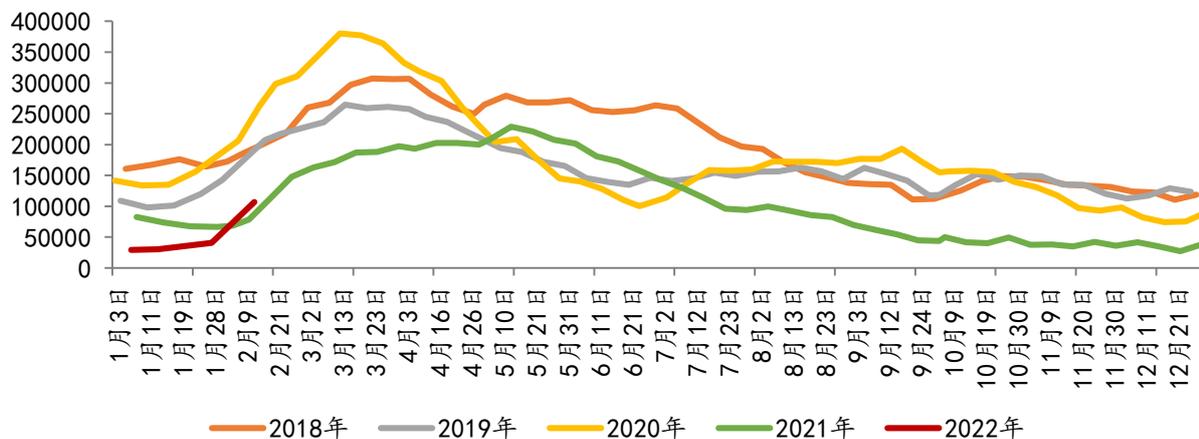
从今年节前SHFE库存表现看，累库幅度并不明显，春节前两周合计增加约1.2万吨，同比去年相当，但明显低于2020年及以前年份。观察往年，节后一两周内累库幅度会更加明显，今年节后表现仍有待数据验证。

图表8：SHFE春节前后库存变化（单位：万吨）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
春节前两周总量	17.08	17.26	10.09	13.37	6.66	3.03
春节前两周增量	-0.08	0.84	0.29	-0.76	-0.07	0.11
春节前一周总量	17.3	18.61	11.97	13.49	6.86	3.51
春节前一周增量	0.22	1.35	1.88	0.12	0.2	0.48
春节前总量	21.29	19.78	14.27	15.58	7.86	4.04
春节前增量	3.99	1.17	2.3	2.09	1	0.53
春节后总量	22.39	21.85	20.71	20.63	11.28	10.7
春节期间增量	1.1	2.07	6.44	5.05	3.42	6.6
春节后一周总量	27.77	26.03	21.78	26.27	14.8	
春节后一周增量	5.38	4.18	1.07	5.64	3.52	
春节后两周总量	29.57	26.81	22.7	29.87	16.3	
春节后两周增量	1.8	0.78	0.92	3.6	1.5	
六周变化总量	12.41	10.39	12.9	15.74	9.57	

数据来源：Wind、广州期货研究中心

图表9：SHFE库存

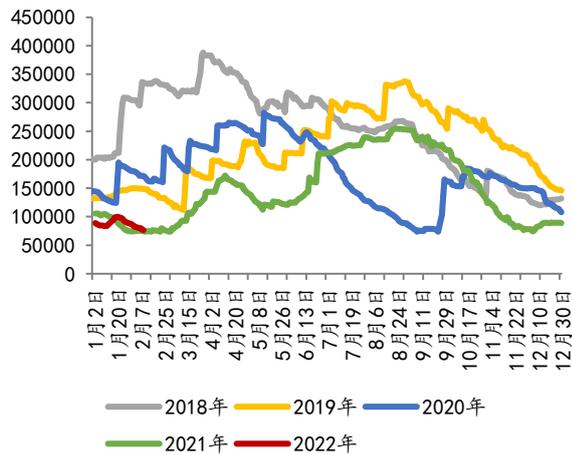


数据来源：Wind、广州期货研究中心

(三) 境外库存下滑态势未止

春节前LME库存短暂回升后，春节期间LME库存持续下降至8万吨附近成为LME铜价重回涨势的一个主要因素，LME注销仓单占比呈现低位返升，导致LME可利用库存由升转降。持续关注是否会向往年同期上演交仓的行为。

图表10: LME铜库存



图表11: LME注销仓单占比低位返升

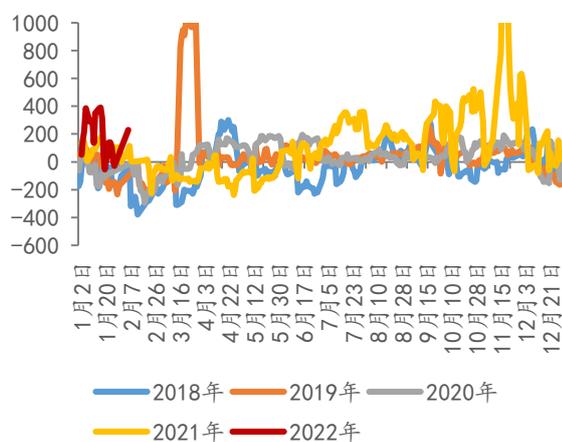


数据来源: Wind、广州期货研究中心

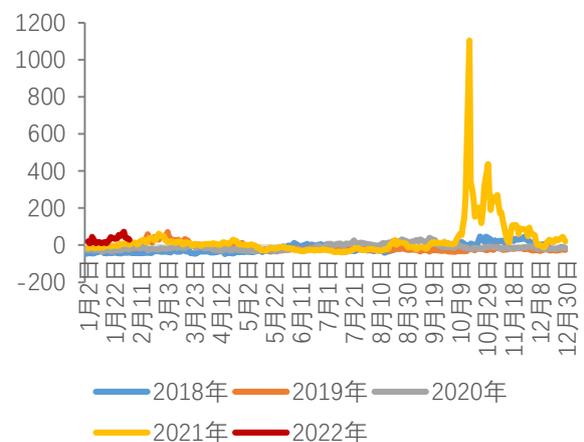
(四) 基差处于同期高位

自2021年8月国内库存持续下降以来，国内基差表现坚挺，11月中旬由于海关停开增值税发票，贸易商担心进口铜减少，现货升水一度炒作至2200元/吨，后炒作情绪消退，现货升水一度回落，但仍处于同期相对高位。LME0-3back结构在2021年10月因海外逼仓冲高至历史高位，随后LME修改交割规则、注销仓单占比逐步下降，逼仓风险缓解后，升水下调至相对合理区间，当前仍处同期偏高位。预计在内外库存明显回升前，基差较难出现走弱的趋势。鉴于基差在3-4月会呈现季节性走强，我们建议3月前如基差因现货累库而出现回落，可以考虑逢低布局多03空05的正套。

图表12: 铜基差 (现货-当月)



图表13: LME0-3升贴水



数据来源: Wind、广州期货研究中心

三、价格判断与策略探讨

从数据表现来看，当下全球主要经济体制造业PMI见顶回落，但仍具韧性；国内库存预期累积，但海外持续降库，整体低库存仍有支撑，短期我们仍然比较难看到铜价的趋势性拐点，预计高位震荡行情大概率会在一季度持续，但继续向上的驱动可能更多来自国内节后复工复产所带来的需求超预期表现，否则仍以震荡思路对待。后期我们需要重点关注：一、伴随加息周期开启后，全球主要经济体制造业PMI表现，如持续回落将成为铜价向下的主要驱动力；二、节后库存表现，库存反映供需情况，如复工复产后需求不及预期，供需矛盾将明显缓解，低库存态势终止，则铜价向下的压力也会增加。

基于此，我们认为铜价在一季度仍以高位震荡为主，如果节后国内复工复产需求旺盛，不排除会有短期的突破行情，但随着加息的推进，全球制造业PMI将逐步回落，铜价也将步入阶段性的下跌周期中。策略角度，短期操作，建议仍以区间操作思路为主，参考68000-73000元/吨；中期操作，逢高沽空，安全边际尽量选择73000元/吨上方，或买入看跌期权。

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”的核心价值观和“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全球的衍生品投资者。

研究中心下设综合部、农产品研究部、金属研究部、化工能源研究部、金融衍生品研究部、创新研究部等六个二级部门，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

金融衍生品研究部：(020) 22139858

金属研究部：(020) 22139817

化工能源研究部：(020) 23382623

创新研究部：(020) 23382614

农产品研究部：(020) 22139813

综合部：(020) 22139817

办公地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼10楼

邮政编码：510623

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

佛山南海营业部	清远营业部	上海陆家嘴营业部	北京分公司
联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市南海区桂城街道海五路 28 号华南国际金融中心 2 幢 2301 房	联系电话：0763-3882201 办公地址：清远市清城区人民四路 36 号美吉特华南装饰商贸中心永泰中心 5 层（19-23A 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	联系电话：010-68525389 办公地址：北京市西城区月坛南街 59 号 5 层 501-1、501-26、501-27
深圳营业部	长沙营业部	东莞营业部	广州体育中心营业部
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：0731-82898516 办公地址：湖南省长沙市芙蓉区五一大道 618 号银华大酒店 18 楼 1801	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	联系电话：020-28180338 办公地址：广州市天河区体育东路 136、138 号 17 层 02 房、17 层 03 房自编 A
杭州城星路营业部	天津营业部	郑州营业部	湖北分公司
联系电话：0571-89809632 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：022-87560710 办公地址：天津市南开区长江西道与南开三马路交口融汇广场 2-1-1604、1605、1606	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	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
苏州营业部	山东分公司	肇庆营业部	广东金融高新区分公司
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：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街 150 号中信广场主楼七层 703、705 室	联系电话：0758-2270760 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：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
青岛分公司	四川分公司	上海分公司	华南分公司
联系电话：0532-88697836 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：028-86282772 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：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：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
总部金融发展部	总部机构发展部	总部产业发展部	总部机构业务部
联系电话：020-22139814 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼	联系电话：020-22139836 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼	联系电话：020-23382586 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼	联系电话：020-22139802 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼
广期资本管理（上海）有限公司			
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			