

研究报告

月度博览：沪铜

宏观偏空 VS 现实偏紧，铜价上下均有阻力

广州期货 研究中心

联系电话：020-22139813

行情复盘：9-10月，铜价在59000-64000元/吨之间震荡，上行压力明显加大。与此同时，低库存引发结构性矛盾较为突出，隔月月差维持高位，对单边价格亦有一定支撑。截至10月28日，沪铜主力2212合约收盘价62400，月涨幅3.28%，最高价64160，最低价60110。LME铜收盘价7557.5，月涨幅0.9%，最高价7879，最低价7341.5。

核心观点：第一，美国高通胀压力下，美联储紧缩政策短中期难以放缓。且海外主要经济体正步入衰退，数据上正逐步得到验证，铜价下行压力加大。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。欧元区10月制造业PMI初值由9月的48.4降至46.6，创2020年6月以来低点；10月服务业PMI初值由9月的48.8降至48.2，创2021年3月以来低点；10月综合PMI初值由9月的48.4降至47.1，创23个月新低。第二，低库存现状下现实支撑依旧较强，这将限制价格再次走弱的节奏。沪铜2110合约在临近到期日前经历了挤仓行情，换月后现货升水及隔月月差均有所回落，但仍处相对高位，11-12合约价差运行在800-1000高位，据部分现货商反映11月逼仓仍是大概率事件。

综上分析，我们仍然认为衰退交易仍未结束，这将压制铜价继续处于下行通道中，单边逢高做空安全性更高，策略上，逢高卖虚值看涨期权可继续滚动操作，11月沪铜主力绝对价格波动区间可参考59000-63000。

风险提示：国内外出现超预期经济危机（下行风险）；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@gzsf2010.com.cn

CU2212 合约日 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、逻辑分析与行情研判.....	1
二、图表与数据.....	3
(一) 行情回顾：月内铜价震荡区间内偏强运行	3
(二) 供应：铜矿及精铜产量逐步转宽松	3
(三) 需求：下游企业产能利用率整体表现疲弱	5
(四) 库存：国内库存仍处低位，LME 再次转降	6
(五) 基差表现：沪铜基差月内强势.....	7
(六) 资金情绪：偏空.....	8
三、近期市场动态.....	8
免责声明.....	9
研究中心简介.....	9
广州期货业务单元一览.....	10

图表目录

图表 1：最近几次美联储加息情况.....	1
图表 2：美元指数维持强势压制铜价	2
图表 3：全球经济持续走弱压制铜价	2
图表 4：沪铜主力呈现震荡区间内偏强运行	3
图表 5：7月全球铜矿产量同比+3.3%.....	3
图表 6：7月全球精铜产量同比+3.0%.....	3
图表 7：中国进口铜精矿长单 TC（美元/吨）	4
图表 8：四季度 CSPT 季度铜矿加工费指导价上调至 93 美元/吨.....	4
图表 9：8月中国精铜产量 85.7 万吨，环比+4.6%.....	4
图表 10：铜精矿 TC 持续回升至 84 美元上方.....	4
图表 11：硫酸价格高位回落至低点	4
图表 12：8月铜矿进口同比+20.4%，环比+19.5%.....	4
图表 13：8月精铜进口同比+31.9%，环比+10.6%.....	5
图表 14：8月废铜进口同比+19.2%，环比-0.3%.....	5
图表 15：8月阳极铜进口同比+49.7%，环比+5.1%.....	5
图表 16：8月精铜出口环比-28.8%.....	5
图表 17：废铜制杆企业产能利用率	5
图表 18：精铜制杆企业产能利用率	5
图表 19：铜板带企业产能利用率	6
图表 20：铜管企业产能利用率	6
图表 21：精废价差走扩，废铜经济性显现.....	6
图表 22：SHFE 库存.....	6
图表 23：国内社会库存.....	6
图表 24：LME 库存.....	7
图表 25：上海保税区库存.....	7
图表 26：基差（现货-当月）月内走强.....	7
图表 27：跨期价差（当月-主力）月内走扩.....	7
图表 28：LME0-3 转升水并走阔.....	7

图表 29: 电解铜进口窗口持续打开	7
图表 30: CFTC 非商业净持仓维持偏空	8

一、逻辑分析与行情研判

9-10月，铜价在59000-64000元/吨之间震荡，上行压力明显加大。与此同时，低库存引发结构性矛盾较为突出，隔月月差维持高位，对单边价格亦有一定支撑。截至10月28日，沪铜主力2212合约收盘价62400，月涨幅3.28%，最高价64160，最低价60110。LME铜收盘价7557.5，月涨幅0.9%，最高价7879，最低价7341.5。

第一，美联储激进加息节奏短中期内难以结束

北京时间9月22日周四凌晨2点，“靴子”终于落地，美联储公布9月利率决议，宣布加息75个基点，将联邦基金利率目标区间推至3%-3.25%。这是美联储连续三次大幅加息75个基点，过去6个月5次加息累计300个基点，创下美联储近40多年来最激进的加息记录。

回顾最近几次加息：2015年这轮加息，历时37个月，加息9次，累计只有225个基点，联邦基金利率终点为2.5%；2004年这轮加息，历时24个月，加息17次，累计425个基点，联邦基金利率终点为5.25%；1999年这轮加息，历时11个月，加息6次，累计175个基点，联邦基金利率终点为6.5%，如今无疑是美联储自沃尔克时代以来的最鹰时期。

为了应对美国激进加息带来的负面影响，非国家央行也纷纷超预期加息，本周“超级央行周”落幕，十家央行累计加息425个基点（美联储+75，瑞典+100，瑞士+75，挪威+50，英国+50，南非+75等），至此2022年全球央行加息超12000基点。

利率决议公布后，美元指数再创新高，冲破110；非美元货币纷纷跌入历史性低位：英镑兑美元创1985年以来新低；欧元兑美元为2002年以来新低；离岸人民币跌破7.1关口；美元兑日元为1998年以来的最低水平；美元兑韩元为2009年以来的首次。

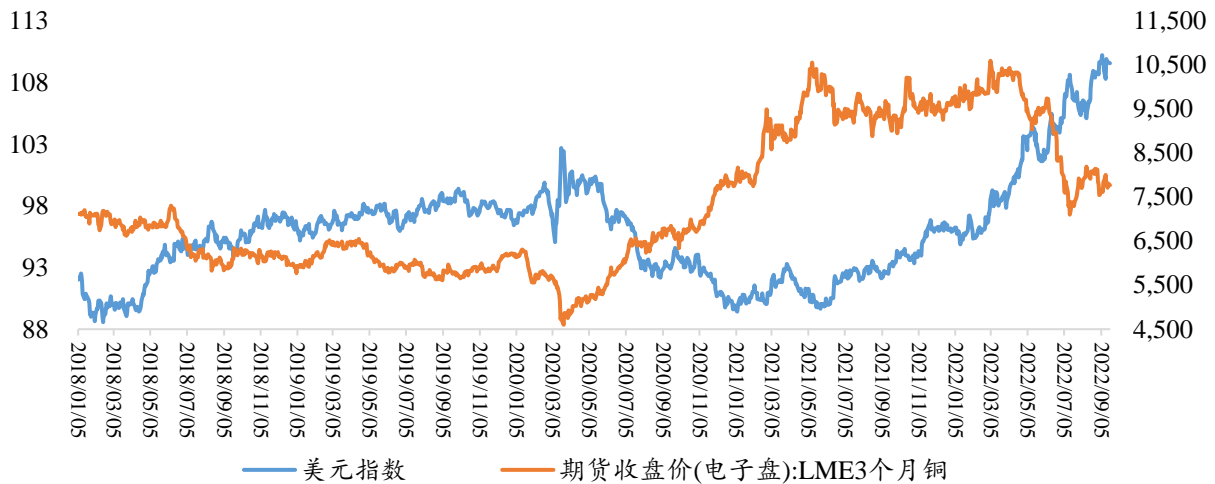
鲍威尔反复强调，“美联储当前的首要任务是将通胀降至2%目标”。美国劳工统计局公布数据显示，8月CPI同比上涨8.3%，低于7月份的8.5%，但高于市场预期的8.1%；8月CPI环比上涨0.1%，高于市场预期的-0.1%，增速较前值的0%小幅回升。核心CPI同比上涨6.3%，高于市场预期的6.1%，前值5.9%；8月核心CPI环比上涨0.6%，高于市场预期以及前值的0.3%。从历史值看，这依然是历史级别的大通胀，美联储不敢松懈。

图表 1：最近几次美联储加息情况

首次加息时间	末次加息时间	首次加息前的利率 (%)	末次加息后的利率 (%)	加息周期时长 (月)	加息次数	累计加息 (BP)	加息前伦铜价格	加息期间伦铜最高价格	加息期间伦铜最低价格	加息末期伦铜价格	方向	涨跌幅	加息后伦铜开始下跌时间
1994. 2. 4	1995. 2. 1	3. 00	6. 00	12	7	300	1, 908	3, 071	1, 829	2, 885	涨	51. 22%	1995. 8. 17
1999. 6. 30	2000. 5. 16	4. 75	6. 50	11	6	175	1, 643	1, 934	1, 635	1, 848	震荡	12. 48%	2000. 9. 15
2004. 6. 30	2006. 6. 29	1. 00	5. 25	24	17	425	2, 650	7, 292	2, 650	7, 080	涨	167. 1%	2006. 5. 11
2015. 12. 17	2018. 12. 20	0. 25	2. 50	37	9	225	4, 550	7, 305	4, 325	6, 017	涨	32. 25%	2018. 7. 2
2022. 3. 17		0. 25					10, 133						2022. 6. 13

数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 2: 美元指数维持强势压制铜价



数据来源: Wind 广州期货研究中心

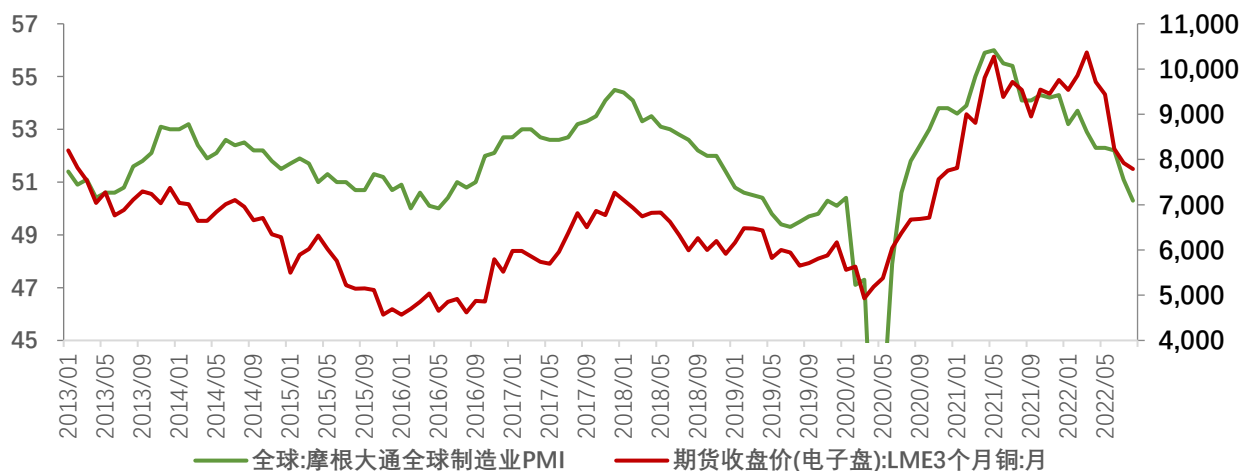
第二, 全球经济衰退预期被进一步强化

利率抬升会抑制投资和消费, 宏观经济增速下降, 企业业绩下滑, 失业率攀升, 股票下跌, 资产缩水, 偿债压力增加等。

本次议息会议, 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%)。

中国物流与采购联合会发布数据显示, 8月全球制造业采购经理指数(PMI)为50.9%, 较上月下降0.3个百分点, 连续3个月环比下降, 并创出2020年7月以来的新低, 表明全球经济复苏动能继续趋弱。8月, 欧洲制造业PMI为49.5%, 较上月下降0.6个百分点, 连续7个月环比下降。同期, 美国制造业PMI为52.3%, 较上月下降0.3个百分点, 连续3个月环比下降。

图表 3: 全球经济持续走弱压制铜价



数据来源: Wind 广州期货研究中心

第三, 低库存现状下现实支撑依旧较强

CU2210合约到期, 仓单库存连续多日增加, 但从10月19日开始, 仓单

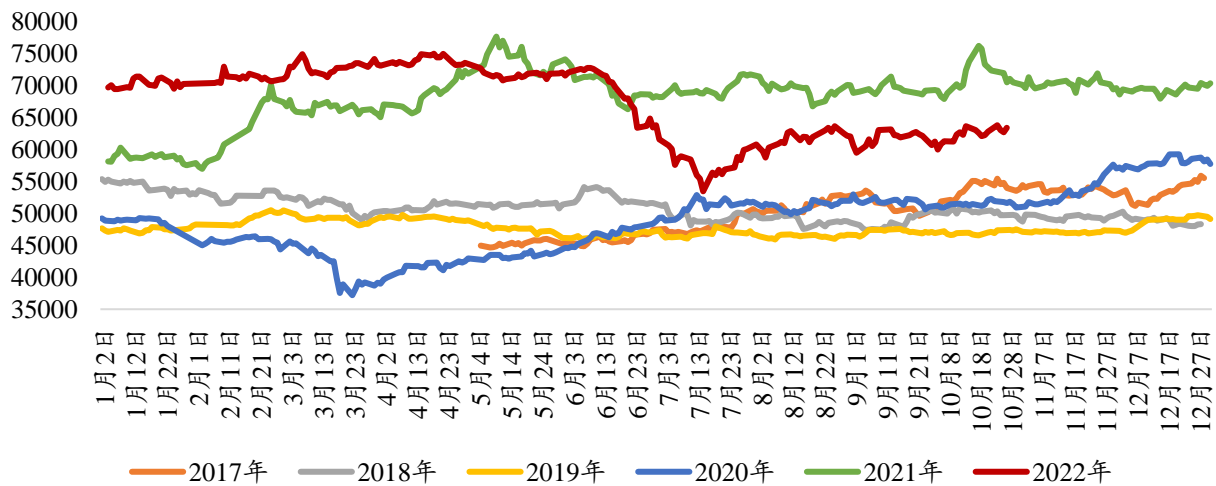
库存再次持续转降，2211-12合约价差维持800-1000高位，反应现货依旧偏紧，11合约仍存在挤仓风险，对单边铜价仍有一定支撑。

今年以来，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，废铜进口量大增，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。受到国内废铜供应紧缺的影响，叠加多地限电的后续影响，国内粗铜产量环比下滑，一定程度限制了精铜产量。不过展望四季度国内冶炼端产能开始逐渐释放，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。预计库存将呈现逐步回升态势。

二、图表与数据

(一) 行情回顾：月内铜价震荡区间内偏强运行

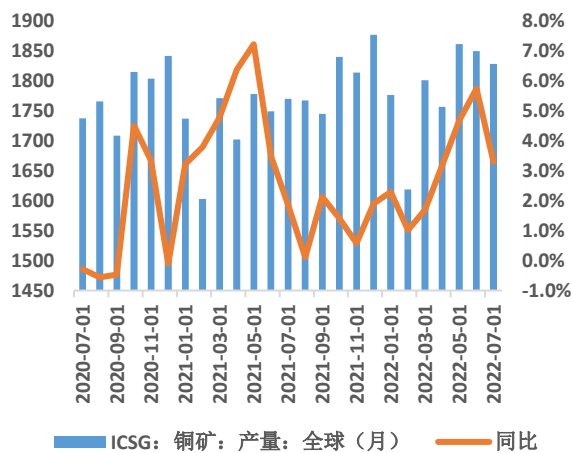
图表 4：沪铜主力呈现震荡区间内偏强运行



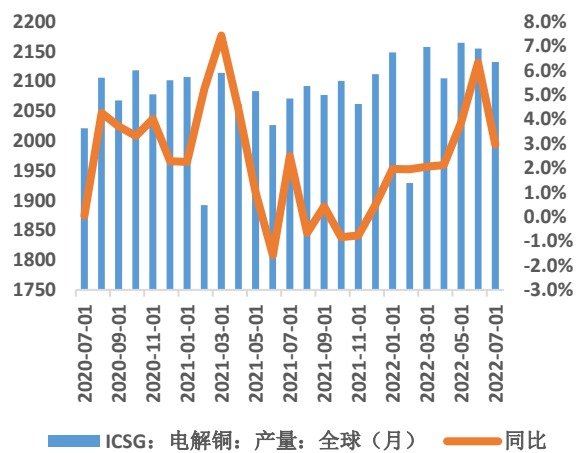
数据来源：文华财经、广州期货研究中心

(二) 供应：铜矿及精铜产量逐步转宽松

图表 5：7月全球铜矿产量同比+3.3%

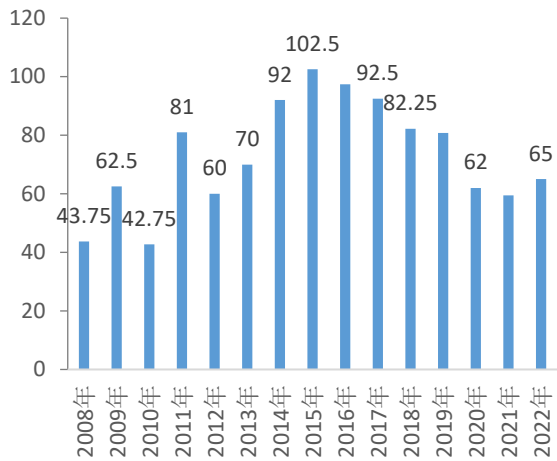


图表 6：7月全球精铜产量同比+3.0%

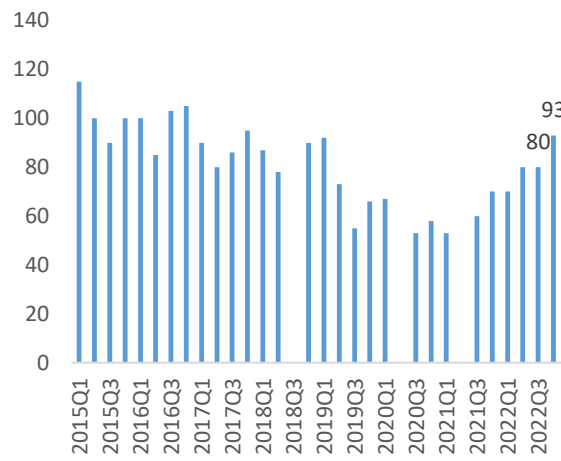


数据来源：Wind、广州期货研究中心

图表 7: 中国进口铜精矿长单 TC (美元/吨)

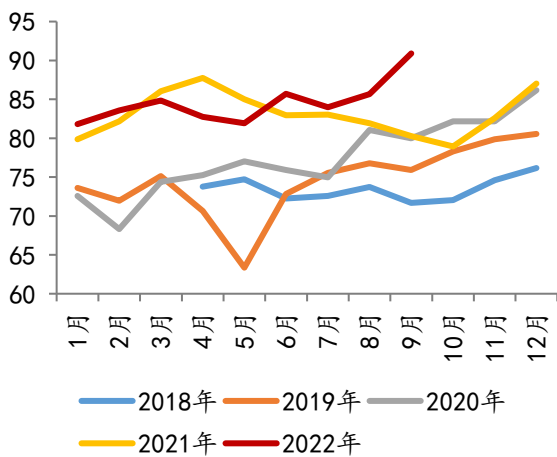


图表 8: 四季度 CSPT 季度铜矿加工费指导价上调至 93 美元/吨



数据来源: SMM、广州期货研究中心

图表 9: 8月中国精铜产量 85.7 万吨, 环比+4.6%

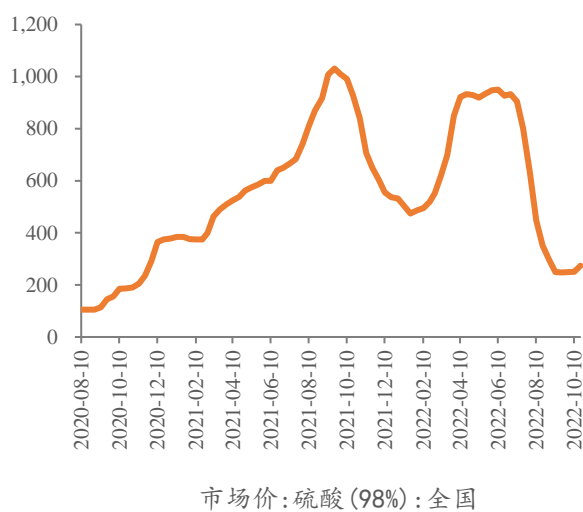


图表 10: 铜精矿 TC 持续回升至 84 美元上方

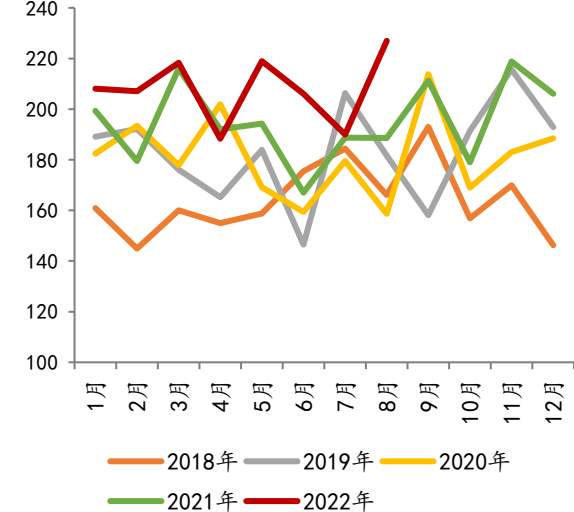


数据来源: iFinD、Mysteel、广州期货研究中心

图表 11: 硫酸价格高位回落至低点

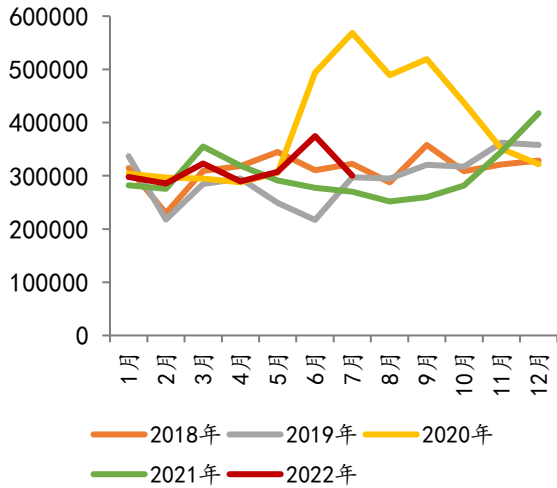


图表 12: 8月铜矿进口同比+20.4%, 环比+19.5%

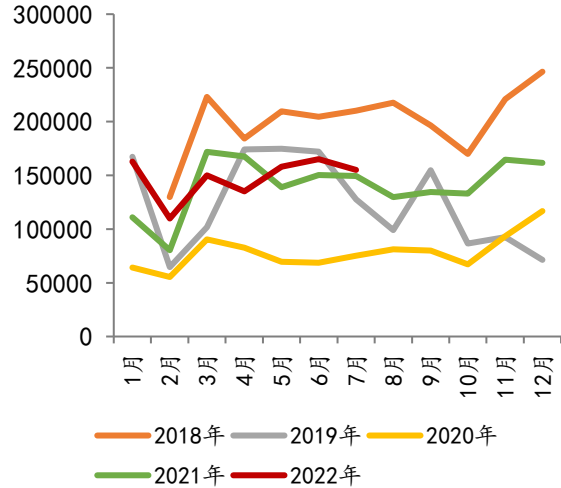


数据来源: Wind、广州期货研究中心

图表 13: 8月精铜进口同比+31.9%，环比+10.6%

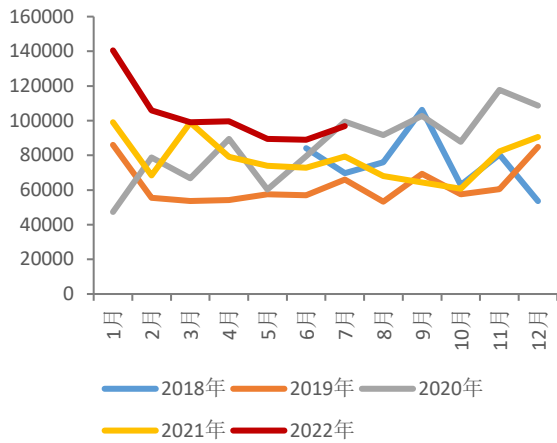


图表 14: 8月废铜进口同比+19.2%，环比-0.3%

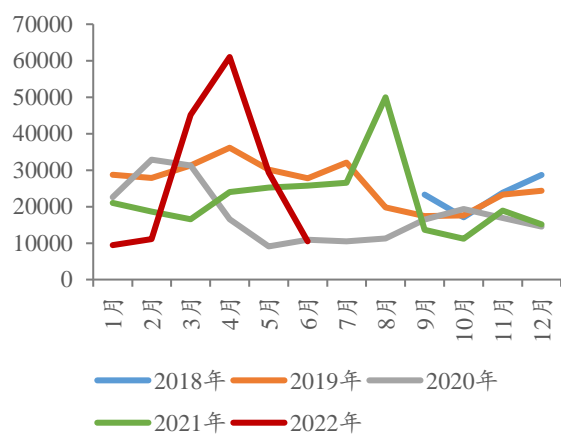


数据来源: Wind、广州期货研究中心

图表 15: 8月阳极铜进口同比+49.7%，环比+5.1%



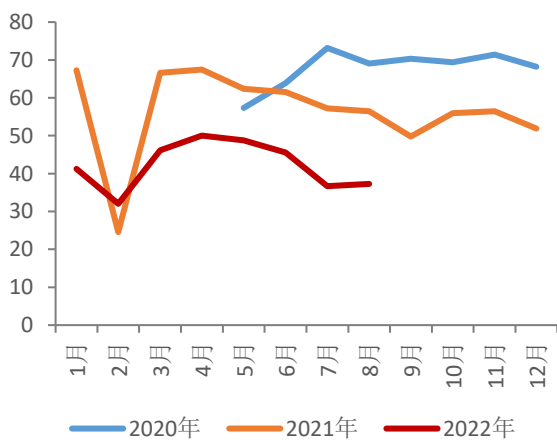
图表 16: 8月精铜出口环比-28.8%



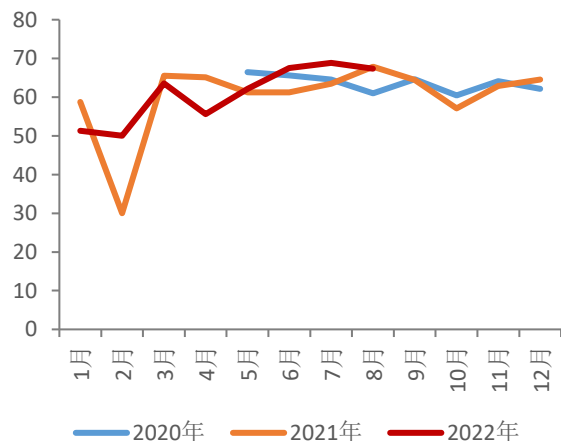
数据来源: Wind、广州期货研究中心

(三) 需求: 下游企业产能利用率整体表现疲弱

图表 17: 废铜制杆企业产能利用率

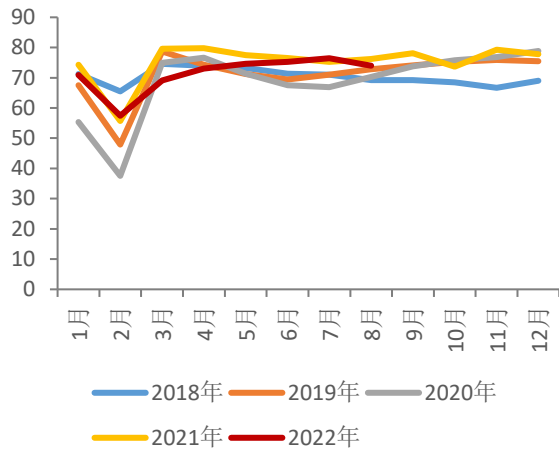


图表 18: 精铜制杆企业产能利用率

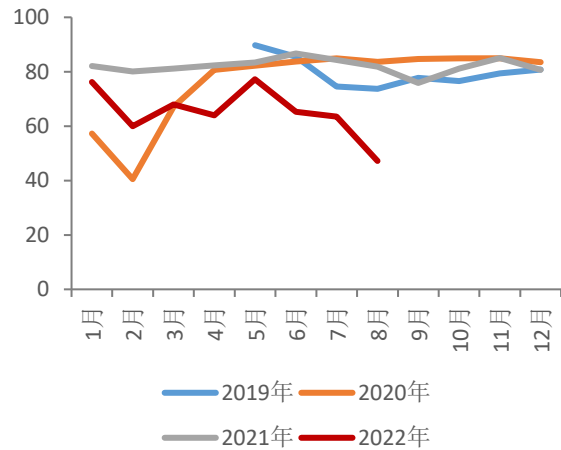


数据来源: Mysteel、广州期货研究中心

图表 19: 铜板带企业产能利用率

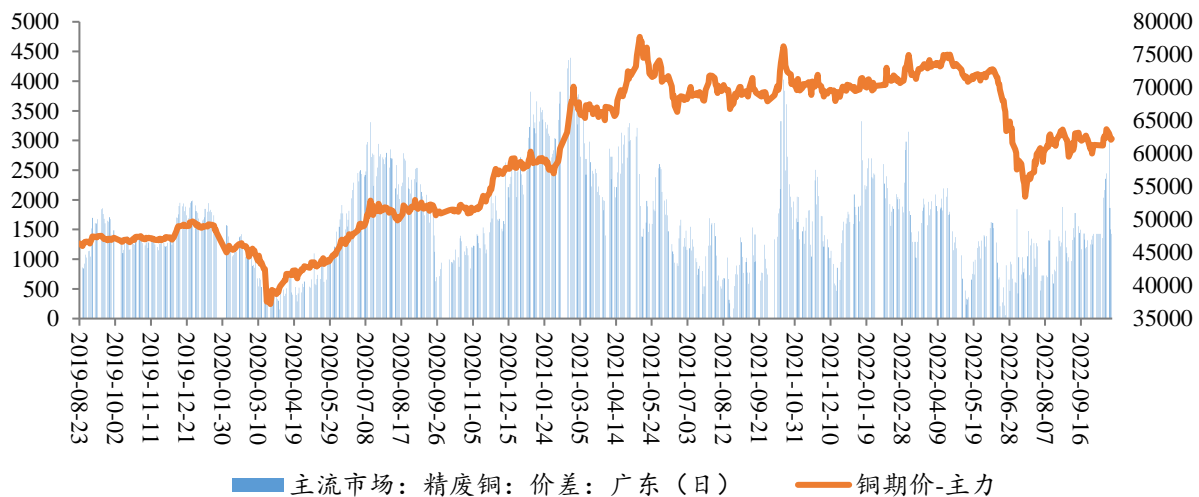


图表 20: 铜管企业产能利用率



数据来源: Mysteel、广州期货研究中心

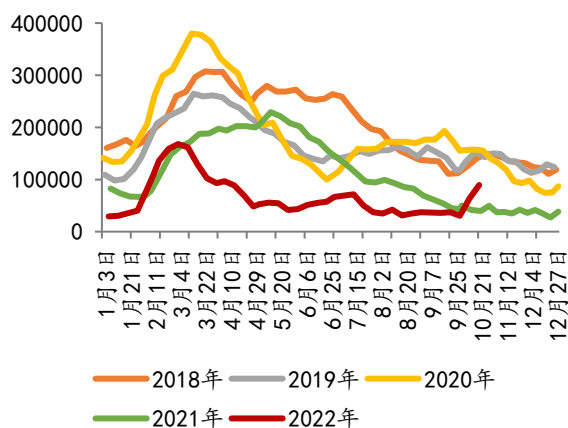
图表 21: 精废价差走扩, 废铜经济性显现



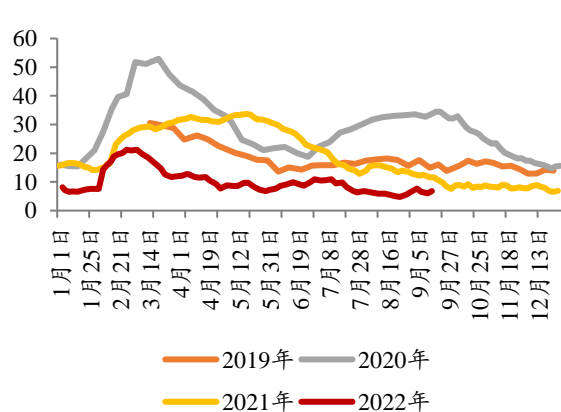
数据来源: Mysteel、广州期货研究中心

(四) 库存: 国内库存仍处低位, LME再次转降

图表 22: SHFE 库存

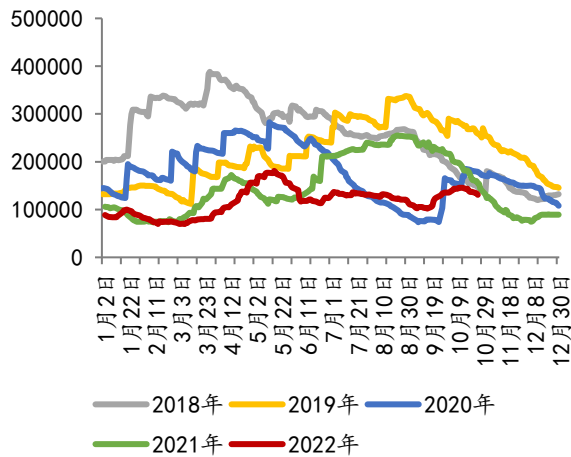


图表 23: 国内社会库存

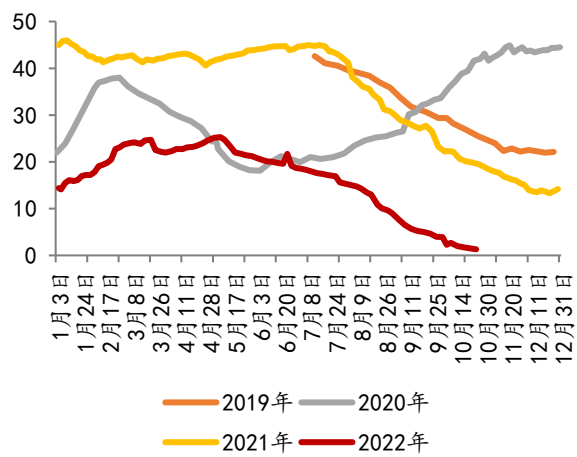


数据来源: Wind、广州期货研究中心

图表 24: LME 库存



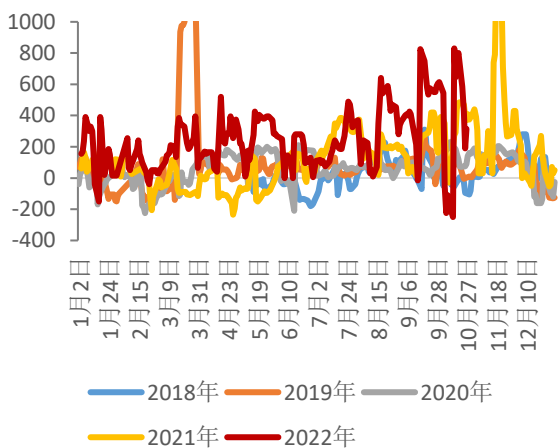
图表 25: 上海保税区库存



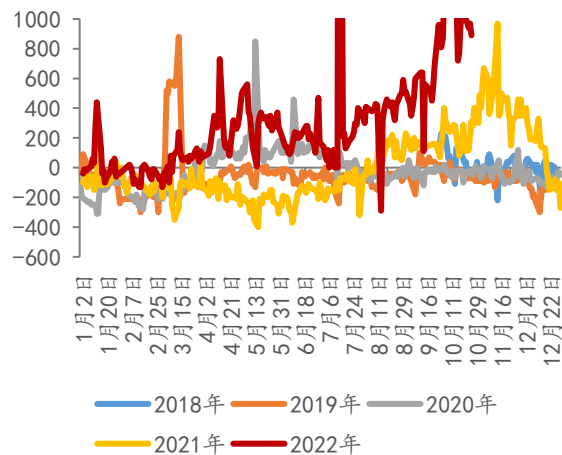
数据来源: SMM、广州期货研究中心

(五) 基差表现: 沪铜基差月内强势

图表 26: 基差 (现货-当月) 月内走强

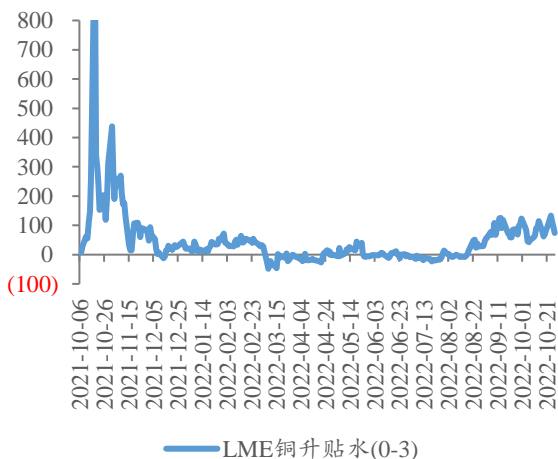


图表 27: 跨期价差 (当月-主力) 月内走扩

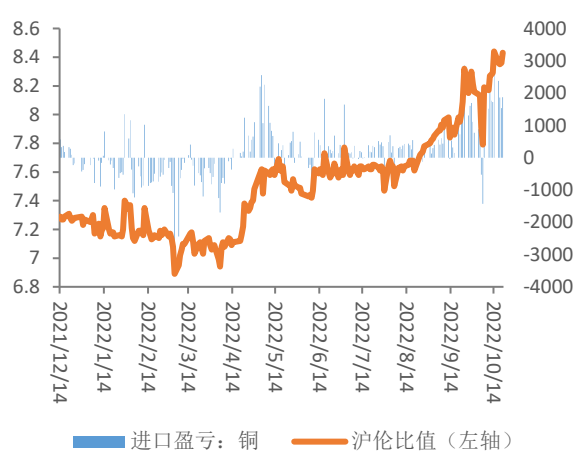


数据来源: Wind、广州期货研究中心

图表 28: LME0-3 转升水并走阔



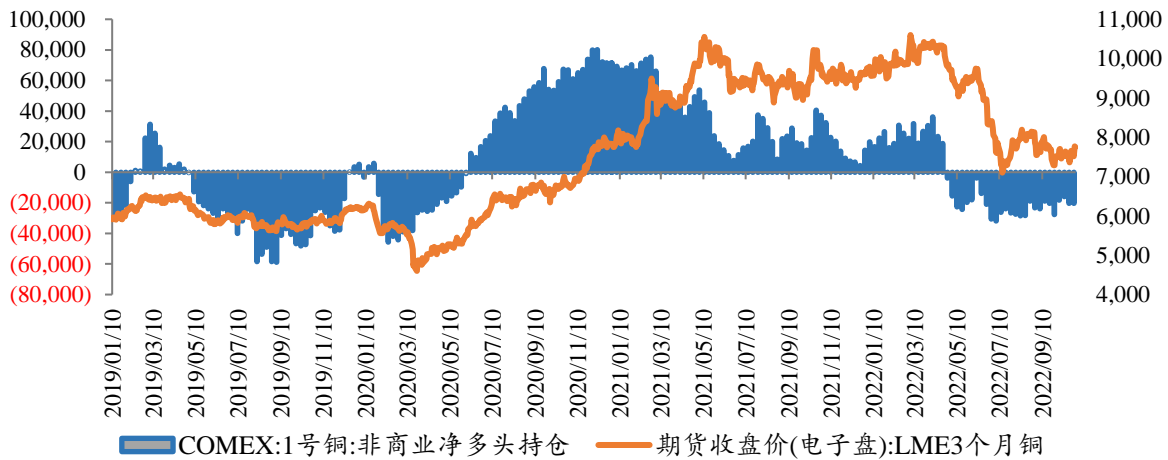
图表 29: 电解铜进口窗口持续打开



数据来源: Wind、广州期货研究中心

(六) 资金情绪：偏空

图表 30: CFTC 非商业净持仓维持偏空



数据来源：Wind、广州期货研究中心

三、近期市场动态

1、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。

2、世界银行行长马尔帕斯表示，该机构已将2023年全球经济增长预期从6月预测的约3%下调至1.9%，通货膨胀、利率上升及债务增长等问题都对贫穷国家造成严重打击。全球经济正危险地逼近衰退。

3、国家统计局数据显示，2022年9月精炼铜（电解铜）产量94.6万吨，同比增长5.8%；1-9月累计产量806.3万吨，同比增长2.9%。9月中国铜材产量222.1万吨，同比增长9.5%；1-9月累计产量1636.6万吨，同比下降0.5%。

4、上海金属网讯：外电10月24日消息，智利国有铜业巨头Codelco称，铜买家对未来的金属供应非常担心，因此正在寻求更长期限的交易。该公司董事长Maximo Pacheco表示，最近与欧洲客户签订了一些为期三至五年期的合同，而通常只是签署一年期的交易。Codelco公司今年的目标是产量为145万至150万吨，明年将是“非常类似的情况”。Codelco希望在未来几年将其产量恢复到170万吨的水平。

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	