

宏观情绪主导市场 沪铜上方压力明显

有色金属/铜

内容提要:

- ◆ 9月份美联储利率会议上宣布加息 75 个基点，联邦基金利率上升至 3~3.25%区间，这已经是今年连续第 5 次加息，连续第 3 次加息 75 个基点。货币政策声明显示，美联储仍致力于实现通胀 2%的长期目标。
- ◆ 从先行指标来看，今年 9 月官方制造业 PMI 录得 50.1，较上月回升 0.7 个百分点，时隔两个月重返扩张区间。9 月财新制造业 PMI 降至 48.1（前值 49.5），连续两个月处于收缩区间，为 6 月以来新低。
- ◆ 目前铜矿供应较为宽松，现货 TC 已经上涨至 82.5 美元/吨，CSPT 小组制定的四季度加工费为 93 美元/吨，显著高于去年 Q4 的 60 美元/吨。铜精矿宽松主要是得益于新扩建项目的顺利投放，以及下半年干扰的减少，预计下半年铜矿增速 3.7%，高于上半年的 2.4%。
- ◆ 相对于海外消费的疲弱，国内铜消费相对来说比较稳定，最显著的是基建投资，电网、光伏、海缆、项目工程等订单比较好，新能源汽车的销售也一直维持高增速，近几年国家基建发展的方向在电力、新能源、水利项目等方面，碳中和和稳增长政策对铜消费的支撑明显。
- ◆ 随着美联储九月加息 75bp，原以为市场进入靴子落地的利空出尽阶段，但欧元区 PMI 数据打破了市场的美好预期。欧元区 PMI 连续四个月处于荣枯线以下，前期通胀连续突破高位，高通胀+经济下行对欧元区产生巨大的压力，美元指数借机站上 114 的高位。

预计铜价四季度下方支撑位 58500 元/吨，上方阻力位 65000 元/吨。

陈 啸

从业资格证：T511579

E-MAIL: chenxiao

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

国内疫情抑制消费 铜价高位震荡 202204

多空博弈加剧 铜价上演“过山车” 202202

第一部分 三季度市场回顾

2022 年三季度，铜价表现为探底回升的 V 型走势，沪铜主力合约在 7-8 月累计跌幅 3.11%，期间最低下探至过去 18 个月低位 53000，LME 铜三个月合约 7-8 月累计跌幅 6%。7 月上半月，市场延续美联储加速紧缩预期和经济陷入衰退的悲观情绪，而国内部分地区房地产风险也加速了工业品的下跌。7 月下半月至 8 月下旬，随着美国通胀显示出见顶的迹象，以及联储多位官员为加息速度降温，而国内受基建电网等开工持续景气，带动基本面好转，市场悲观情绪缓解，铜价触底反弹。8 月 26 日，美联储主席鲍威尔在杰克森霍尔上的鹰派言论超出市场预期，加息忧虑再度升温下铜价走势再度转弱。

进入 9 月份，加息靴子落地，原以为市场进入靴子落地的利空出尽阶段，但欧元区 PMI 数据打破了市场的美好预期。欧元区 PMI 连续四个月处于荣枯线以下，前期通胀连续突破高位，高通胀+经济下行对欧元区产生巨大的压力，美元指数借机站上 114 的高位，沪铜主力合约围绕 61000 关口震荡运行。

图 1. 沪铜主力合约月 K 线



资料来源：iFind 新纪元期货研究

第二部分 宏观分析

一、美联储加息靴子落地

宏观面上，9 月份美联储利率会议上宣布加息 75 个基点，联邦基金利率上升至 3~3.25% 区间，这已经是今年连续第 5 次加息，连续第 3 次加息 75 个基点。货币政策声明显示，美联储仍致力于实现通胀 2% 的长期目标。鲍威尔延续了 Jackson Hole 会议上的“鹰”派态度，明确指出通胀回到 2% 对维护美国经济的长期稳定增长有重要意义，美联储可以忍受经济放缓，但无法承担通胀失控的代价。这次会议后，美联储于年内还剩下的 11 月 2 日与 12 月 14 日两次议息会议会继续大幅加息，根据最新的点阵图，美联储官员们预计从现在至年底还有 125 个基点的加息空间，美联储的利率会达到 4.5%，而且明年还有加息空间。这样大幅度的加息令美国经济衰退的可能性大增，也对全球经济造成巨大的威胁。于此同时，9 月美联储缩表规模也将翻倍至 950 亿美元，这将是历史上最快的削减速度，持续的加息和缩表给经济带来衰退风险，美国 GDP 增速将在一段时间内低于潜在增速。根据美联储最新预测，2022 年第四季度 GDP 同比增速将降至 0.2%（前值 1.7%），2023 年第四季度 GDP 同比增速降至 1.2%（前值 1.7%）。失业率将上升，美联储预计 2023 年底失业率上升至 4.4%（前值 3.9%）。

图 2. 美元指数日 K 线



资料来源：新浪财经 新纪元期货研究

二、宏观数据有所好转

从先行指标来看，今年 9 月官方制造业 PMI 录得 50.1，较上月回升 0.7 个百分点，时隔两个月重返扩张区间。9 月财新制造业 PMI 降至 48.1（前值 49.5），连续两个月处于收缩区间，为 6 月以来新低。从企业规模看，大型企业 PMI 为 51.1，较上月加快 0.6 个百分点，连续两个月高于临界值；中、小型企业 PMI 分别为 49.7 和 48.3，分别较上月回升 0.8 和 0.7 个百分点，仍低于枯荣线。从分类指数看，生产指数为 51.5，较上月加快 1.7 个百分点，新订单指数为 49.8%（前值 49.2），连续两个月回升，但新出口订单指数降至 47，为 6 月以来新低。数据表明，随着高温天气影响消退，以及稳经济一揽子政策的落实，工业生产快速恢复，但需求仍处于收缩区间，外需下行压力明显加大，中小微企业景气度依旧低迷，反映经济复苏的基础不稳定，宏观政策仍需加大对中小微企业和薄弱环节的支持，稳外资稳外贸政策将继续实施。

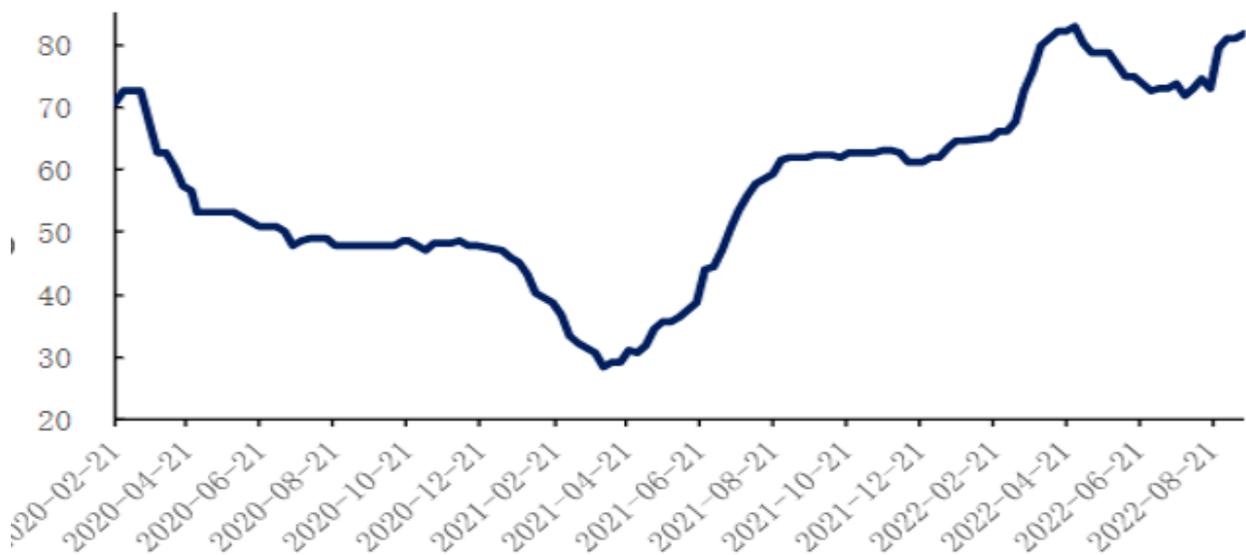
第三部分 供给分析

一、铜矿新产能投放顺利，步入宽松状态

目前铜矿供应较为宽松，现货 TC 已经上涨至 82.5 美元/吨，CSPT 小组制定的四季度加工费为 93 美元/吨，显著高于去年 Q4 的 60 美元/吨。铜精矿宽松主要是得益于新扩建项目的顺利投放，以及下半年干扰的减少，预计下半年铜矿增速 3.7%，高于上半年的 2.4%。新投产和扩建都非常顺利，英美资源的 Quellaveco 铜矿已经有铜精矿产出，今年下半年预计产量会达到 10-15 万吨。紫金矿业卡莫阿二期已经满产，今年卡莫阿铜矿的预期产量位 29-34 万吨，按照卡莫阿的投产进度，很可能会达到目标产量上限。Timok 铜矿的投产进度也是超出预期，今年预计会达到 10.4 万吨，明年达到满产 13.5 万吨。Freeport 下面的 Grasberg 铜产量投放顺利，南铜的 Pilares

铜矿四季度将要投产，该铜矿产能为 3.5 万吨。与此同时，Las bambas 和 Caujone 等铜矿复产以后，生产恢复正常，这两家铜矿上半年由于秘鲁社区抗议的原因各停产 50 天左右，影响了秘鲁 20% 的铜矿产出。不过智利和秘鲁的铜矿生产还是存在风险，智利矿山老龄化和缺水的问题一直干扰着矿山的产出，codeIco 降今年的产量预期下调至 150 万吨。9 月 Escondida 铜矿工人威胁因安全问题罢工，目前纠纷仍未解决，工会同意了部分罢工，并因矿场的安全问题要求全面停工，但同意推迟行动，等待与国家劳工局和矿业监管机构 Sernageomin 的谈判。9 月底智利 Antofagasta 的 Los Pelambres 铜矿工会拒绝了该公司最近的合同报价，并发出罢工威胁。一旦发生罢工，将对市场供应造成很大的干扰。秘鲁多地抗议活动不断，社会动荡几成常态，秘鲁矿业活动表示，抗议活动将影响 30% 的铜产量，目前还没有矿山宣布停产或者减产，但是市场担忧再次发生上半年的减产情况。

图 3. 铜精矿加工费



资料来源：iFind 新纪元期货研究

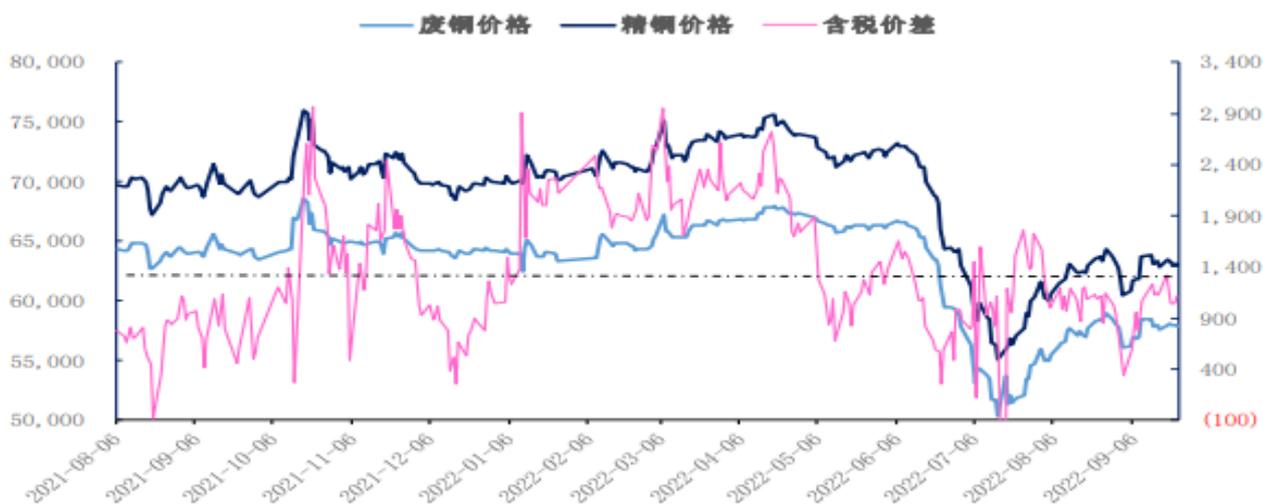
二、40 号文件落地下半年废铜供应收缩

2022 年海外固废政策的变化恐进一步对再生铜产生冲击。近年中国禁废政策不断加严，许多原本出口到中国的低品废料逐渐转移至以马来西亚为代表东南亚国家，当地废铜拆解企业将低品位废铜拆解后，再进口到中国。但随着政策环境的改变，未来再生铜进口恐面临变数。马来西亚国际贸易和工业部宣布，10 月 31 日后，要求进口的废铜金属含量至少达 94.75%，几乎与中国的进口标准接近。2021 年 11 月，欧盟表示将修订欧盟固废运输条例，限制固体废物出口，遏制向不符合欧盟环境标准的第三方国家出口废物。同时越南、印尼等东南亚国家亦收紧了废铜进口政策，预计将在短中期内对全球再生铜供应造成难以弥补的缺口，从而对中国的铜锭和废铜等原料供应产生冲击，预计废铜供应紧张的态势将在 2022 年持续。

据 SMM 了解，再生铜杆企业为降低成本取得退税优惠，目前多以通过成立回收公司采购不带票的废铜，然后再销售带 3% 税率发票的废铜给到自身的加工厂，虽然相当于多了一道程序，但符合了财税 40 号文关于原料需带票的要求，以此解决发票问题，但利废企业的总成本仍要高于政策之前，因此再生铜杆行业的盈利能力变得更为脆弱。六月中旬起铜价出现大幅下跌，但废铜持货商捂货惜售，再生铜价格跟跌幅度不足，导致精废价差收窄至

倒挂的水平，对废铜消费形成抑制，而再生铜杆企业陷入原料采购价高货紧的被动局面，销售压力大，利润也随之出现倒挂，企业不得不主动减产甚至暂停生产。预计开工低迷下，下半年废铜面临供需两弱的情况，产能去化可能是难以避免的选项。

图 4. 精废价差

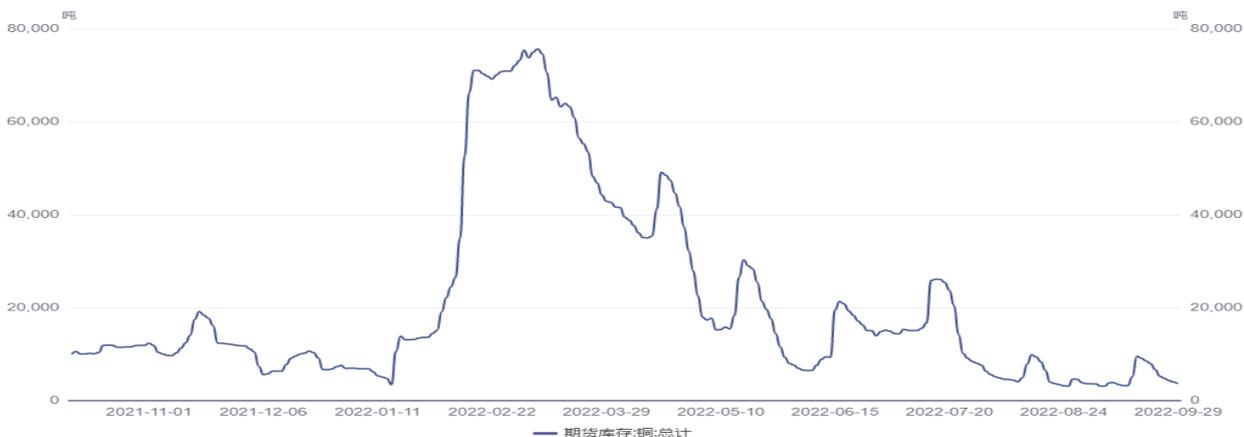


资料来源：iFind 新纪元期货研究

三、低库存+高升水仍在持续

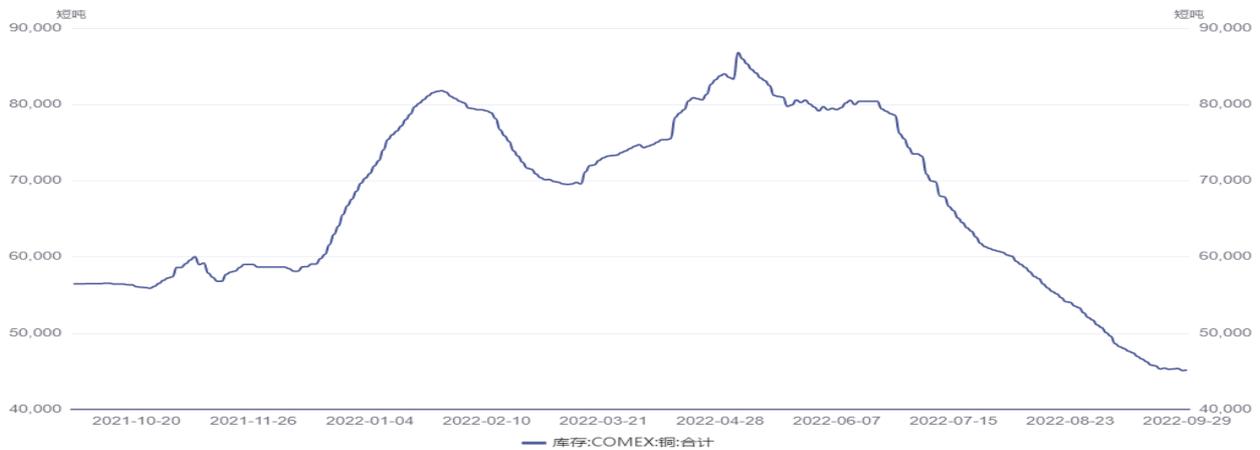
全球三大交易所库存持续去库。从库存端来看，上期所库存目前仅达到 0.48 万吨，较上月底上涨 0.1 万吨。COMEX 库存绝对量为 4.11 万吨，处于往年同期较低位，较上月底下降 0.61 万吨，下降幅度 13%，但总体运行保持相对平稳。LME 铜库存目前处于 12.9 万吨，较上月底上涨 7.03%，主要是本月末出现了大幅拉涨，LME 注销仓单连续下降，注册仓单持续增长，海外挤仓压力可能得以缓解。总的来看，三大交易所总库存处于低位区间，但出现累库趋势。

图 5. SHEF 铜库存



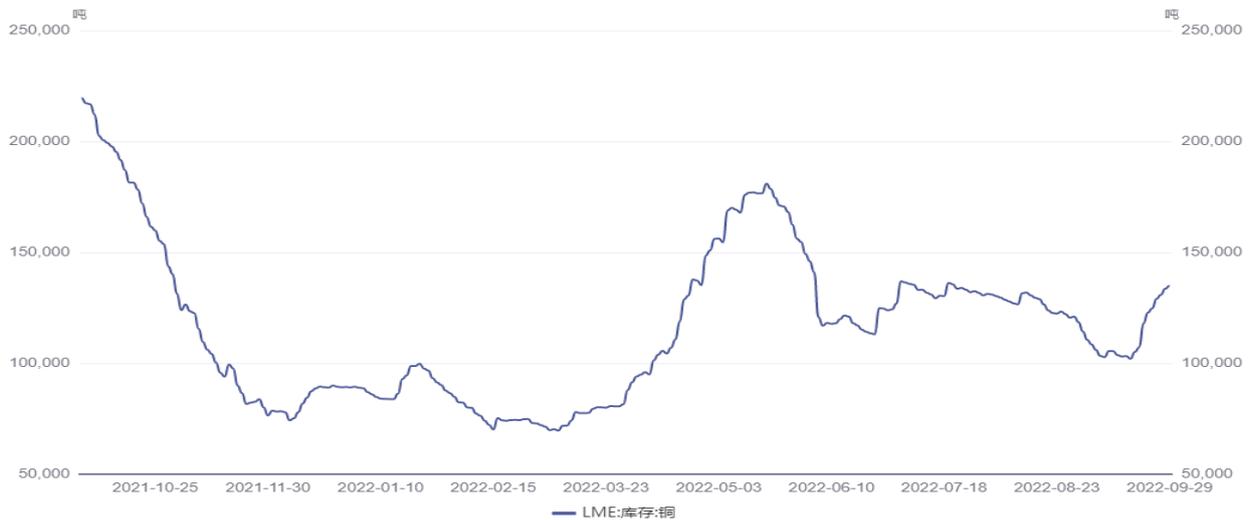
资料来源：iFind 新纪元期货研究

图 6. COMEX 铜库存



资料来源: iFind 新纪元期货研究

图 7. LME 铜库存



资料来源: iFind 新纪元期货研究

表 1: 全球铜市供需平衡表

单位: 千吨	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
铜矿产量	19233	20220	20118	20801	20977	20827	21437	22287
同比变化	4%	5.1%	-0.5%	3.4%	0.8%	-0.7%	2.9%	4%
精炼铜产量	22020	22734	22989	23481	23471	23581	23981	24637
同比变化	1.2%	3.2%	1.1%	2.1%	0.0%	0.5%	1.7%	2.8%
精炼铜需求	21919	22599	23070	23637	23662	23112	24012	24562
同比变化	0	3.1%	2.1%	2.5%	0.1%	-2.3%	3.9%	2.3%
供需过剩/- 短缺	101	135	-81	-156	-190	469	-31	158

来源: iFind 新纪元期货研究

第四部分 终端需求分析

电力：国家构建新能源为主体的电力系统以及稳增长的政策下，电网投资维持乐观预期，今年投资的重点在特高压、配网等领域。8月3日，国家电网发布全力推进重大项目建设情况，明确将加快特高压、超高压、抽水蓄能等项目建设。今年1-8月，国家电网完成电网投资2667亿元，预计到年底前，国家电网2022年电网投资额5364亿元，达历史最高水平，比去年高出9.8%。《南方电网“十四五”电网发展规划》提出，“十四五”期间，南方电网公司总体电网建设将规划投资约6700亿元，比十三五增长33%，5月26日，南方电网公布拟新安排100亿电网固定资产投资。国内稳增长政策在二季度持续加码，基建将成为稳增长政策的重要组成，市场对电网投资回升的预期较高，总体而言，今年电网（国网+南网等）总投资依然维持此前8-10%的市场增速预期。

今年受到疫情的影响，3-5月份电网投资放缓，6月份以来电网加速投资，企业反应国网从七月份以后加速释放订单，中低压和特高压订单增量很快，超出去年同期水平，企业对电网类订单比较乐观。

图 8. 电源基本建设投资



资料来源：iFind 新纪元期货研究

图 9. 电网基本建设投资



资料来源：iFind 新纪元期货研究

汽车：上海疫情过后汽车产销总体情况完成良好，中汽协数据显示6-8月份汽车产销同比都在20-30%以上，其中8月汽车产销分别完成239.5万辆和238.3万辆，同比分别增长38.3%和32.1%，延续保持快速增长势头。从供给端来看，汽车供给已经恢复常态，上海地区是处于全国汽车制造的核心枢纽地位，疫情过后汽车产销快速修复。从需求端来看，政策对车市的推动作用明显，财政部、国家税务总局发布了关于减征部分乘用车车辆购置税的政策，从6月1日至年底，对不含增值税、单车价格不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车，实施车辆购置税减半政策，根据乘联会预测，本轮购置税减半政策将带动2022年200万辆乘用车增量需求，叠加各地“发放补贴+增加指标+促进二手车流通等政策”，对消费信心的提振作用很大。8月31日国常会再提“促进汽车等大宗消费”，各地积极响应、发布新一轮补贴政策，对车市起到持续托举作用，根据乘联会预计，9月狭义乘用车零售销量预计195.0万辆，同比增长23.3%，且伴随传统黄金消费季的到来，未来几个月乘用车仍会呈现较快增长。

图 10. 汽车产量

图 11. 新能源汽车产量



资料来源: iFind 新纪元期货研究



资料来源: iFind 新纪元期货研究

房地产: 根据国家统计局的数据显示,今年1-8月份房地产数据全线下滑,土地购置面积下滑49.7%,商品房销售面积同比下滑23%,房屋新开工面积同比下滑37.2%,房屋竣工面积同比下滑21.1%。

虽然今年各类稳预期、促需求、保交楼的政策积极出台,8月保交楼专项借款托底政策、建行保交楼试点扩围、各地纾困政策发力稳定购房预期,金融对房地产的支持力度也在加大。但是政策的刺激力度有限,楼市消费疲弱,一方面疫情在全国各地反弹,拖累居民的收入,居民消费意愿不强;另外一方面,从去年开始的房地产信用危机,以及今年的烂尾楼事件,使全社会对房地产的发展预期明显改变,对消费者信心冲击较大,破坏了房企和居民之间的信任,以及居民和银行之间的信任,所以对房地产和金融行业的信用环境会产生长期的负面影响,进一步冲击房企的销售。地产企业经营状况剧烈恶化,一方面销售去化不佳,多数房企的目标完成率不足40%,另外一方面融资环境仍然偏紧,房地产在手资金缩水。与此同时,2022-2025年为房企美元债兑付高峰期,2022年是未来四年中房企偿债压力最大的年份,预计未来仍有房企不得不加入债务违约阵营。房地产市场拿地和新开工受到了很大的冲击,民企没有能力及意愿拿地,而少了民企这个参与者,整体拿地的高度就会非常有限,国企央企也仅能维持最低限度的拿地。在土地市场持续疲软的情况下,新开工在未来的一段时间内也将持续面临下行压力。

图12. 房屋数据对比



资料来源: iFind 新纪元期货研究

图13. 房屋竣工面积值累计值



资料来源: iFind 新纪元期货研究

空调: 今年家电消费不乐观,1-8月我国家用空调产量10651万台,同比-3.5%;销量11027万台,同比-1.5%;出口量4844万台,同比-3.4%。但是从8月份来看,受益于我国多地高温天气影响,内销改善幅度较大,根据产

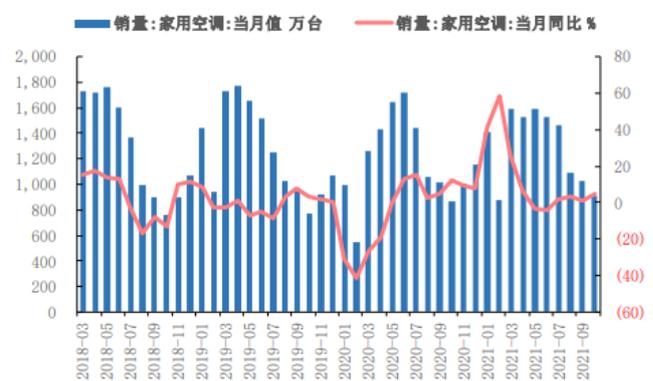
业在线数据，8 月份我国家用空调产量 1125 万台，同比+8.7%；销量 1205 万台，同比+10.6%；出口量 329 万台，同比-8.6%；内销量 876 万台，同比+20.0%。我们认为高温天气对空调的刺激只是短期现象，并不可持续。全国高温天气已经逐渐消退，空调短暂的消费热情可能会冷却。长期来看空调的需求还是由国内地产和海外耐用品需求决定的，国内方面商品房消费情况不佳，海外电子和电器消费回落明显，长期来看空调消费仍然悲观。

图 14. 空调产量



资料来源：iFind 新纪元期货研究

图 15. 空调销量



资料来源：iFind 新纪元期货研究

第五部分 总结与展望

随着美联储九月加息 75bp，原以为市场进入一个短暂的靴子落地的利空出尽阶段，但欧元区 PMI 数据打破了市场的美好预期。欧元区 PMI 连续四个月处于荣枯线以下，前期通胀连续突破高位，高通胀+经济下行+凛冬将至对欧元区产生巨大的压力，美元指数借机站上 114 的高位。另一方面，近一年以来铜一直处于低库存的状态，近期长江有色升贴水也一直高位运行，低库存+高升水一直对铜价起到支撑，但此利多在宏观风险加剧的时候无法较好的体现。

预计铜价四季度下方支撑位 58500 元/吨，上方阻力位 65000 元/吨。

风险点：疫情控制不及预期、俄乌冲突升级、美元指数飙升

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们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。本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）（尚需工商登记）

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#