

有色研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人

马志君

电话：021-68982784

邮箱：mazj@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

9 月铜价冲高回落，整体依旧延续区间震荡的节奏。沪铜主力合约最高一度反弹至 63090 元/吨。9 月宏观因素基本主导铜价，中旬美联储的议息会议加息 75BP，从点阵图显示出的美联储对本轮加息将超出市场预期。随后出炉的欧美 PMI 数据也继续下行，显示了全球经济衰退渐行渐近。受此影响铜价在 9 月下旬开启回落。截止 9 月底沪铜主力合约收盘于 61320 元/吨，月涨幅-1.19%，伦铜电 3 月合约收盘于 7490 元/吨，月涨幅-3.86%。

● 后市展望及策略建议

宏观层面：

美联储 9 月议息会议展现了前所未有的强硬鹰派，美国经济硬着陆风险加大。本次加息幅度符合市场预期，但从点阵图显示出的美联储对本轮加息的终端利率来看，超出市场预期。相比于 6 月的，9 月美联储议息会议的点阵图显示，至 2022 年年底联邦基金利率的预测中值为 4.4%，较今年 6 月整整上升了 1 个百分点。本次议息会议对于未来经济预测也印证了美联储不惜以衰退对抗通胀的立场，高通胀和加息对经济的损伤更为严重，并且可能引发失业率明显上升。

全球 PMI 指数继续下行，衰退预期不断强化。全球制造业延续下行趋势，欧洲地区受到能源危机的影响，9 月制造业 PMI 纷纷创下新低，美国制造业 PMI 指数整体好于预期，新订单分项超预期回升，不过细分品类中涵盖木制品、家具、电器设备、化学品、餐饮及机械设备等行业新订单指数出现下滑。下滑行业与中国对美重点

出口行业高度重合，加之欧洲地区需求的衰退，未来我国出口端可能放缓。

供给端：

全球矿产同比小增，南美干扰拖累增速。2022年1-7月全球铜矿产量1248.8万吨，同比增长3.1%，7月铜矿产能增速高达5.5%，铜矿产量增速低于产能增速，主要原因在于尽管有刚果金、印尼、塞尔维亚及中国等地区铜矿产量增长，但是南美铜矿产量却表现低迷，这在一定程度上限制全球铜矿产量增长。

废铜供应偏紧，但国内精炼产能逐步释放。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。

需求端：

初端消费同比低于往年，库存处在历史低位。今年中国铜材企业月度开工率自5月以来持续回升，但整体上看，铜材企业月度开工率低于往年同期水平，主要是由于初端各板块表现分化，房地产相关的表现偏弱。不过受限于供应端的干扰，全球铜库存处于近二十年来极低水平，海内外库存走势分化，国内低库存和高升水对铜价有支撑。

电网基建汽车托底消费，房地产积弱难改。国内需求端受制于房地产行业依旧低迷。从8月的房地产数据来看，除了竣工数据降幅有所收窄之外，其他方面或进一步走弱或基本持平。电网基建方面，看2-3季度国内投资的力度较大，这给与了铜消费一定的托底作用。汽车方面，9月汽车产销同比、环比均实现高增长，“金九银十”传统消费旺季效应重现。

综上，宏观面的压制的不断加深，短期全球供应端的矛盾又支撑商品价格。不过进入四季度国内外供应端逐渐放量，全球衰退的渐行渐近，都是对铜价的压制，预计 10 月铜价以震荡偏弱为主。

风险提示：

1. 欧洲能源问题出现反复； 2. 欧美降息不及预期； 3. 国内房地产超预期恢复

报告目录

报告目录.....	4
图目录.....	4
表目录.....	6
1. 行情回顾.....	7
2. 宏观篇.....	7
2.1 美联储加息超预期.....	7
2.2 全球 PMI 持续下行.....	11
3. 供给篇.....	13
3.1 铜矿供应端继续增加.....	13
3.2 国内废铜供应依旧偏紧.....	15
3.3 精铜供应稳中有升.....	18
4. 需求篇.....	19
4.1 初端消费同比低于往年.....	19
4.2 库存处在历史低位.....	21
4.3 电网投资托底消费.....	23
4.4 国内地产积弱难改.....	23
4.5 基建汽车成为支撑.....	24
5. 结论.....	26
6. 风险提示.....	27

图目录

图 1: SMM 1#电解铜价 (元/吨)	7
图 2: 沪铜主力合约&伦铜电 3 合约 (元/吨)	7
图 3: 2022 年 9 月美联储议息会议点阵图	8
图 4: 2022 年 6 月美联储议息会议点阵图	8
图 5: 美国 CPI 当月同比 (%)	9
图 6: 美国:核心 CPI:环比 (%)	9
图 7: 美债收益率及通知预期 (%)	9
图 8: 美元指数.....	9
图 9: 全球主要经济体制造业 PMI 指数 (%)	12
图 10: 欧洲制造业 PMI 指数 (%)	12
图 11: 美国 ISM 制造业 PMI 细分指数 (%)	12
图 12: 美国 ISM 制造业 PMI 指数 (%)	12
图 13: 中国制造业 PMI 指数 (%)	12
图 14: 中国制造业 PMI 细分指数 (%)	12
图 15: ICSG 全球铜精矿产量 (千吨)	13
图 16: 南美铜精矿产量 (千吨)	13

图 17: SMM 国产铜精矿产量 (金属吨)	15
图 18: 中国铜精矿进口量 (干吨)	15
图 19: SMM 进口铜精矿加工费 (元/吨)	15
图 20: 中国进口铜精矿季度 Benchmark (美元/吨)	15
图 21: 国内粗铜加工费 (元/吨)	16
图 22: 进口粗铜加工费 (美元/吨)	16
图 23: 中国废铜产量 (万吨)	16
图 24: 中国电解铜精废较差 (元/吨)	16
图 25: 中国粗铜产量 (万吨)	16
图 26: 中国废铜产粗铜产量 (万吨)	16
图 27: 中国阳极铜月度进口量 (吨)	17
图 28: 中国铜锭月度进口量 (吨)	17
图 29: 中国废铜月度进口量 (吨)	17
图 30: 中国进口废铜盈亏平衡 (元/吨)	17
图 31: 中国电解铜产量 (吨)	18
图 32: 中国电解铜开工率 (%)	18
图 33: 中国精炼铜进口 (吨)	18
图 34: 中国电解铜进口盈亏 (元/吨)	18
图 35: 铜杆周度开工率 (%)	20
图 36: 铜管月度开工率 (%)	20
图 37: 铜板带月度开工率 (%)	20
图 38: 黄铜棒月度开工率 (%)	20
图 39: 电线电缆月度开工率 (%)	20
图 40: 漆包线月度开工率 (%)	20
图 41: SHFE 电解铜库存 (吨)	22
图 42: LME 电解铜库存 (吨)	22
图 43: COMEX 电解铜库存 (吨)	22
图 44: 上海保税区电解铜库存 (万吨)	22
图 45: SMM 电解铜社会库存 (万吨)	22
图 46: 上海电解铜日均出库量 (吨)	22
图 47: 电网工程投资完成额 (亿元)	23
图 48: 发电设备容量累计 (万千瓦)	23
图 49: 中国房屋新开工面积 (万平方米)	24
图 50: 中国房屋竣工面积 (万平方米)	24
图 51: 中国商品房销售面积 (万平方米)	24
图 52: 土地购置面积累计 (万平方米)	24
图 53: 社会融资规模: 政府债券 (亿元)	25
图 54: 基础设施投资累计同比 (%)	25
图 55: 中国汽车月度销量 (辆)	26

图 56: 中国新能源车销量 (辆)26

表目录

表 1: 近 3 次美联储通胀预测8
表 2: 近 3 次美联储议息会议声明10
表 3: 近 3 次美联储经济预测10
表 4: 全球矿山扩产计划14
表 5: 粗炼新扩建项目产能投放19
表 6: 精炼新扩建项目产能投放19

1. 行情回顾

9月铜价冲高回落，整体依旧延续区间震荡的节奏。沪铜主力合约最高一度反弹至63090元/吨。9月宏观因素基本主导铜价，中旬美联储的议息会议BP，同时从点阵图显示出的美联储对本轮加息的终端利率来看，超出市场预期，态度偏鹰派。随后出炉的欧美PMI数据也继续下行，显示了全球经济衰退渐行渐近。受此影响铜价在9月下旬开启回落。截止9月底沪铜主力合约收盘于61320元/吨，月涨幅-1.19%，伦铜电3月合约收盘于7490元/吨，月涨幅-3.86%。

图 1: SMM 1#电解铜价 (元/吨)

图 2: 沪铜主力合约&伦铜电3合约 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部

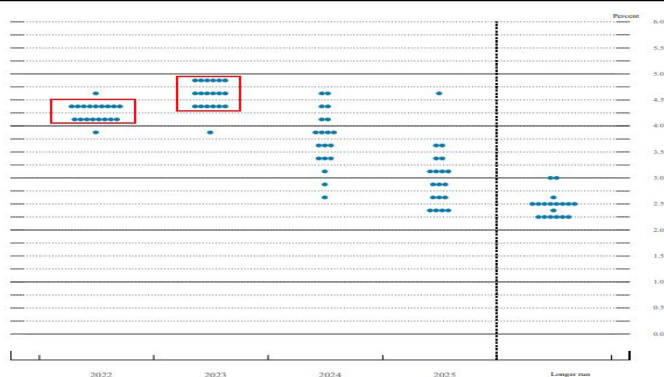
2. 宏观篇

2.1 美联储加息超预期

9月21日，美联储发布9月利率决议，宣布将联邦基金目标利率区间上调75个BP至3%-3.25%。总体来看，本次加息幅度符合市场预期，但从点阵图显示出的美联储对本轮加息的终端利率来看，超出市场预期，态度偏鹰派。

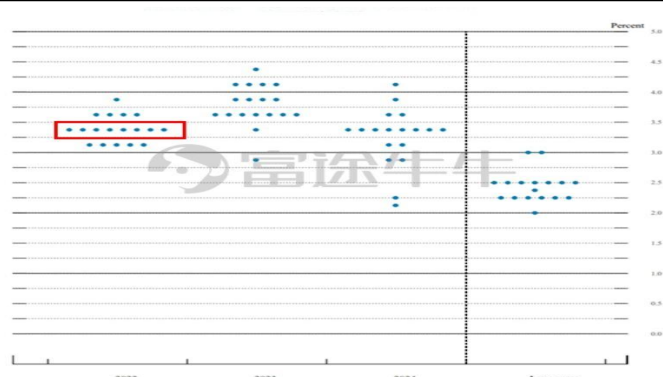
美联储在6月、7月和9月连续三次的议息会议上，均大幅加息75BP，美联储年内累计加息幅度已达300BP，单年加息幅度创1982年以来的最高水平，属于典型的“强硬”加息周期。不过从利率期货的来看市场基本已经预估并消化了本次75BP的加息。相比与加息的幅度，美联储对于未来加息和通胀指引对于市场的压力要更大。从图中我们可以看出，相比于6月的，9月美联储议息会议的点阵图显示，至2022年年底联邦基金利率的预测中值为4.4%，较今年6月整整上升了1个百分点。

图 3：2022 年 9 月美联储议息会议点阵图



数据来源：美联储，兴证期货研发部

图 4：2022 年 6 月美联储议息会议点阵图



数据来源：美联储，兴证期货研发部

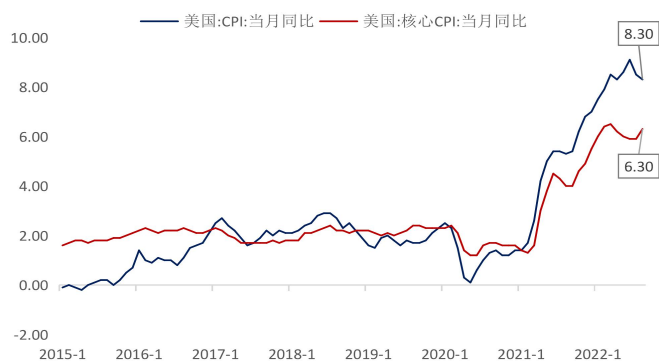
从 8 月的数据来看，8 月份美国 CPI 同比增速延续回落态势，但核心 CPI 同比增速不降反升，增至前期高位附近，大幅超出市场预期。对未来加息预期的强化来源于美联储对于通胀的预估不断提升，相比于市场美联储可能更早的认知到通胀的长期性以及核心通胀的韧性超预期。本次议息会议美联储小幅上调今明两年通胀预期，2022-23 年核心 PCE 通胀预期分别为 4.5%、3.1%，6 月预测为 4.3%、2.7%，美联储预计 2025 年核心 PCE 通胀为 2.1%，仍高于 2%。

表 1:近 3 次美联储通胀预测

美国经济数据	预测	2022 年	2023 年	2024 年
PCE 增速	9 月预测	5.4%	2.8%	2.3%
	6 月预测	5.2%	2.6%	2.2%
	3 月预测	4.3%	2.7%	2.3%
核心 PCE 增速	9 月预测	4.5%	3.1%	2.3%
	6 月预测	4.3%	2.7%	2.3%
	3 月预测	4.1%	2.6%	2.3%

数据来源：美联储，兴证期货研发部

图 5: 美国 CPI 当月同比 (%)



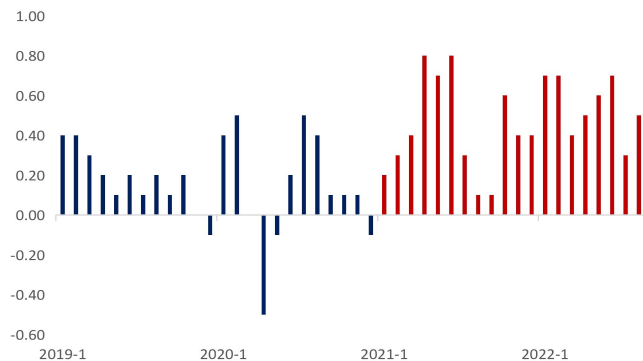
数据来源: 美联储, 兴证期货研发部

图 7: 美债收益率及通知预期 (%)



数据来源: 美联储, 兴证期货研发部

图 6: 美国:核心 CPI:环比 (%)



数据来源: 美联储, 兴证期货研发部

图 8: 美元指数



数据来源: 美联储, 兴证期货研发部

除了未来加息预期的强化之外, 本次议息会议对于未来经济预测也印证了美联储不惜以衰退对抗通胀的立场, 高通胀和加息对经济的损伤更为严重, 并且可能引发失业率明显上升。9月美联储下调了今后三年的 GDP 增长, 强化对于衰退风险的预估。同时美联储也上调未来 3 年的失业率预测, 长期失业率预测不变。今年失业率预测小幅上调至 3.8%, 而未来两年的失业率则大幅上调至 4.4%。根据美联储经济学家塞姆提出的经验规则, 当 3 个月平均失业率较前 12 个月的低点上升 0.5 个百分点时, 经济就将进入衰退。与历史低点 3.5%相比, 2024 年预测失业率大幅反弹 0.9%, 超出了塞姆定律的经验阈值, 指向美国经济明年步入衰退。

表 2:近 3 次美联储议息会议声明

项目	2022 年 9 月	2022 年 7 月	2022 年 6 月
利率	将联邦基金利率的目标区间上调至 3%至 3.25%,并预计目标区间的持续上週将是适当的。	将联邦基金利率的目标区间上调至 2.25%至 2.5%,并预计目标区间的持续上週将是适当的。	将联邦基金利率的目标区间上调至 1.5%至 1.75%,并预计目标区间的持续上调将是适当的。
货币政策	将继续减少其持有的美国国债和机构债务以及机构抵押贷款支持证券,如 5 月份发布的《缩减美联储资产负债表规模计划》所述。	将继续减少其持有的美国国债和机构债务以及机构抵押贷款支持证券,如 5 月份发布的《缩减美联储资产负债表规模计划》所述。	将继续减少其持有的美国国债和机构债务以及机构抵押贷款支持证券,如 5 月份发布的《缩减美联储资产负债表规模计划》所述。
当前经济	最近的指标表明支出和生产适度增长。近几个月就业增长强劲,失业率保持在低位。	最近的支出和生产指标已经走软。尽管如此,近几个月就业增长强劲,失业率保持在低位。	整体经济活动在第一季度小幅下滑后似乎有所回升。近几个月就业增长强劲,失业率保持在低位。
通胀	通货膨胀仍然居高不下,反映出与大流行、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力相关的供需失衡。委员会高度关注通胀风险。	通货膨胀仍然居高不下,反映出与大流行、食品和能源价格上涨以及更广泛的价格压力相关的供需失衡。委员会高度关注通胀风险。	通货膨胀仍然居高不下,反映出与大流行、能源价格上涨和更广泛的价格压力相关的供需失衡。委员会高度关注通胀风险。

数据来源: 美联储, 兴证期货研发部

表 3:近 3 次美联储经济预测

美国经济数据	预测	2022 年	2023 年	2024 年
GDP 增速	9 月预测	0.2%	1.2%	1.7%
	6 月预测	1.7%	1.7%	1.9%
	3 月预测	2.8%	2.2%	2.0%
失业率	9 月预测	3.8%	4.4%	4.4%
	6 月预测	3.7%	3.9%	4.1%
	3 月预测	3.5%	3.5%	3.6%

数据来源: 美联储, 兴证期货研发部

2.2 全球 PMI 持续下行

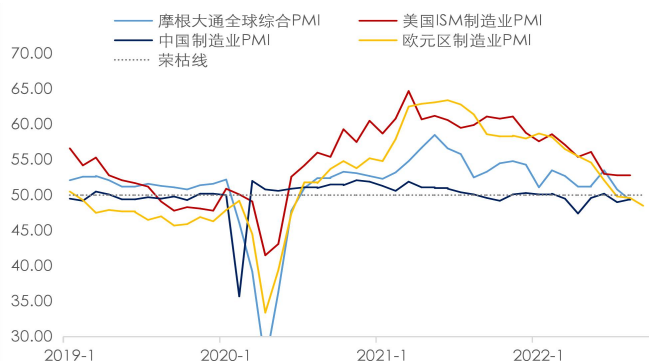
全球制造业延续下行趋势，此前中美强于欧洲和新兴经济体的格局延续。

欧洲各国的 9 月制造业 PMI 初值继续创下 1-2 年来的新低。标普全球公司发布数据显示，欧元区 9 月制造业 PMI 初值为 48.5，创 27 个月新低。主要大国中，法国 9 月制造业 PMI 初值 47.8，为 28 个月以来新低；德国 9 月制造业 PMI 初值 48.3，创 27 个月新低，英国 9 月制造业 PMI 初值为 48.5，预期 47.5，8 月终值 47.3。看起来俄乌问题导致的地区能源危机正在进一步的拖垮欧洲制造业，而进入四季度随着民用电力需求的增加，更将加剧欧洲电力紧缺的问题，欧洲国家四季度陷入经济衰退的可能性高。

美国制造业 PMI 指数整体好于预期，新订单分项超预期回升，美国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值为 51.8，预估为 51.0，前值为 51.5。分项数据来看，美国服务业和制造业的订单综合指数升至四个月高位。订单数的改善表明，需求虽然疲软，但仍在维持。不过美国经济数据的韧劲也将给与美联储进一步加息的底气。虽然投入成本通胀正在降温，但以历史标准衡量仍在高位。随着商业活动的下滑，美国 PMI 继续描绘着经济在滞胀环境中苦苦挣扎的画面。

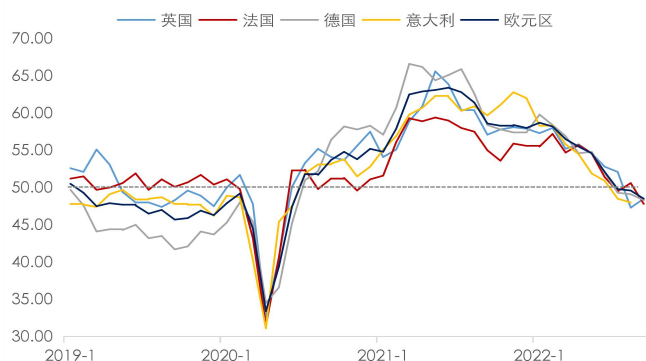
中国也将在本周公布 9 月的制造业 PMI，此前 8 月的数据尽管仍然位于荣枯线以下，但由 7 月 49 回升至 49.4，显示稳增长政策加速落地助力制造业持续恢复。不过海外经济体的需求走弱，对中国外贸出口的影响将逐渐显现。从美国制造业新订单指数分行业数据来看，8 个行业新订单减少，主要涵盖木制品、家具、电器设备、化学品、食饮及机械设备等行业。下滑行业与中国对美重点出口行业高度重合，加之欧洲地区需求的衰退，未来我国出口端可能放缓。

图 9：全球主要经济体制造业 PMI 指数 (%)



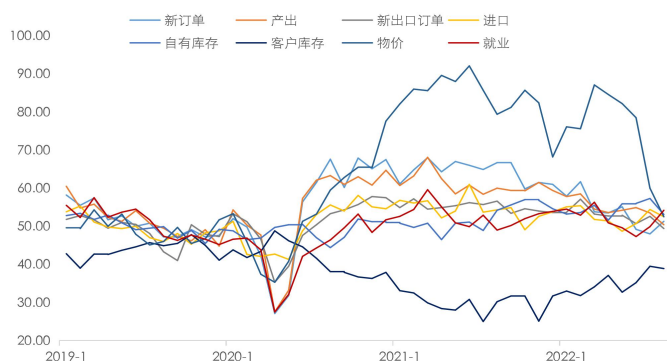
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 10：欧洲制造业 PMI 指数 (%)



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 11：美国 ISM 制造业 PMI 细分指数 (%)



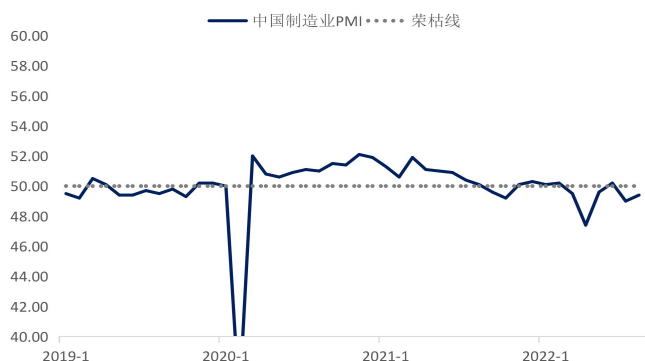
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 12：美国 ISM 制造业 PMI 指数 (%)



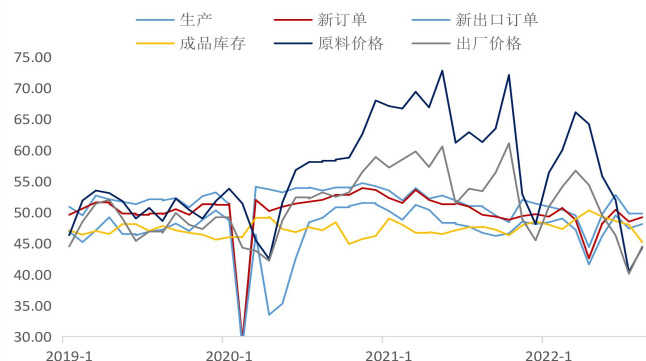
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 13：中国制造业 PMI 指数 (%)



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 14：中国制造业 PMI 细分指数 (%)



数据来源：WIND，兴证期货研发部

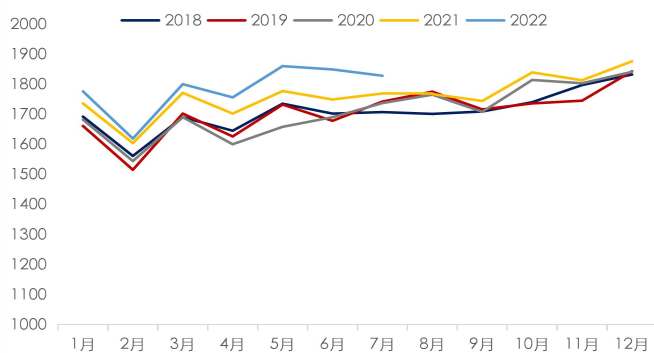
3. 供给篇

3.1 铜矿供应端继续增加

3.1.1 全球铜矿同比小增

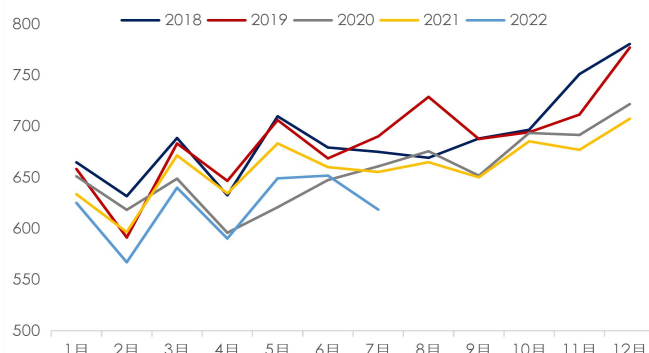
根据 ICSG 数据，7 月 ICSG 全球矿山产量 182.8 万吨，环比减 1.14%，同比增 3.34%；7 月全球矿山产能 233.2 万吨，产能利用率 78.4%，较上月降低 3.8 个百分点。2022 年 1-7 月全球铜矿产量 1248.8 万吨，同比增长 3.1%，7 月铜矿产能增速高达 5.5%，铜矿产量增速低于产能增速，主要原因在于尽管有刚果金、印尼、塞尔维亚及中国等地区铜矿产量增长，但是南美铜矿产量却表现低迷，这在一定程度上限制全球铜矿产量增长。2022 年南美地区矿端干扰较多，一方面受到疫情和矿业政策的影响，另一方面智利受拉尼娜天气影响，天气极端干旱，这对矿产量构成较大负面影响。展望四季度，考虑到智利部分矿山海水淡化项目将建成，估计智利铜矿产量将环比回升。

图 15: ICSG 全球铜精矿产量 (千吨)



数据来源: iFIND, 兴证期货研发部

图 16: 南美铜精矿产量 (千吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

表 4:全球矿山扩产计划

矿山	矿企	2021 增量	2022 增量
Grasberg	Freeport	26	11
Panama	First quantum	10	3
Chuquicamata	Codelco	9	5
Mirador	Tong ling	4	3
Nkana	Mopani	2	3
Cerro verde	Freeport	2	4
Morenci	Freeport	2	3
Spence	BHPB	8	6
Kamoa-Kakula	Zi jin	11	20
Mina Justa	Minsur	7	3
Carrapateena	Oz Minerals	4	1
玉龙二期	西部矿业	2	3
Oulong	Zi jin	0	12
Timok	Zi jin	2	5
Quebrada Blanca	Teck	-	4
Quellaveco	Anglo American	-	4
Udokan	USM	-	1
Tominsky	-	2	2
Salobo	Salobo	-	1
合计	-	89	94

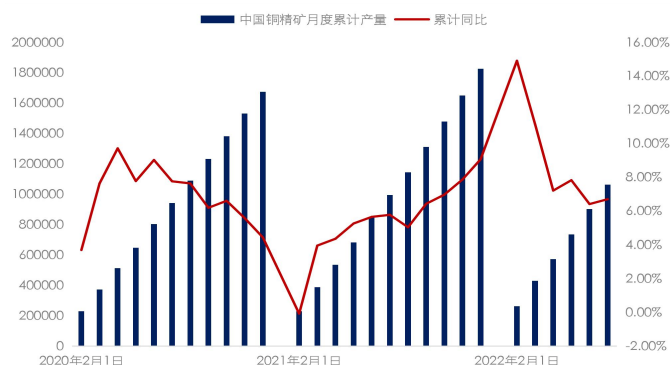
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

3.1.2 国内铜矿加工费继续上行

8月以来，国内铜矿加工费不断上行，9月已经接近80美元/吨中位。随着中国炼厂集中补充四季度铜精矿原料，9月矿山与炼厂的成交十分活跃。铜精矿在需求端的干扰率大于供应端的，支撑TC快速上行。此外，CSPT小组于9月27日上午敲定四季度的现货铜精矿采购指导加工费为93美元/吨及9.3美分/磅，较三季度现货铜精矿采购指导加工费上涨13美元/吨，并创2017年四季度以来新高。快速上行的CSPT现货铜精矿采购指导加工费也是中国炼厂基于季度原料宽供应格局之上，对四季度原料供应更为乐观预期的延申。

进口方面根据海关数据，8月我国铜精矿月度进口226.9万吨，同比增长20.35%，环比增长19.51%。1-8月，铜精矿进口累计1666万吨，累计同比增长9.09%。其中分别从智利和秘鲁进口79.8万吨和49.2万吨铜精矿，环比增长明显。

图 17: SMM 国产铜精矿产量 (金属吨)



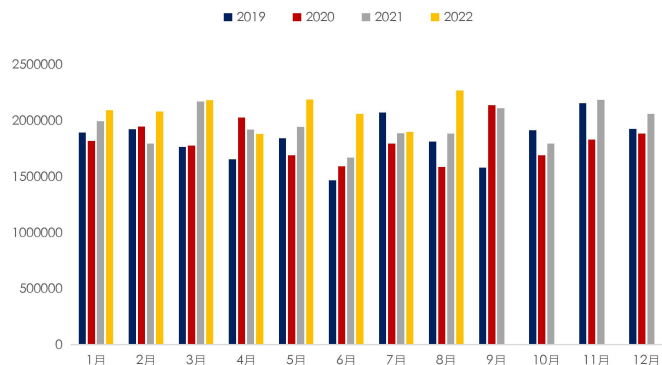
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 19: SMM 进口铜精矿加工费 (元/吨)



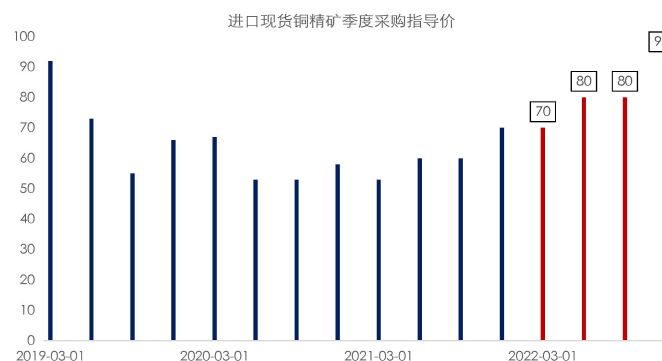
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 18: 中国铜精矿进口量 (千吨)



数据来源: 海关数据, 兴证期货研发部

图 20: 中国进口铜精矿季度 Benchmark (美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.2 国内废铜供应依旧偏紧

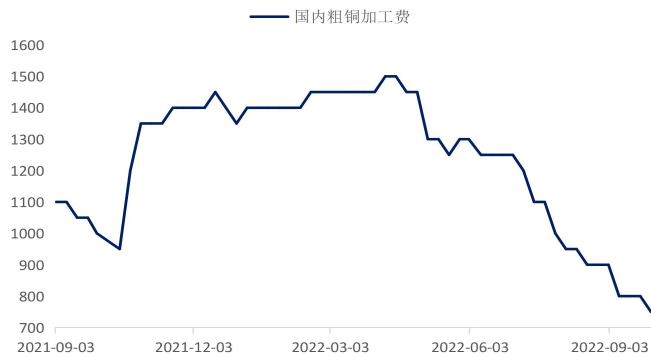
3.2.1 国产废铜下滑, 粗铜供应受限

9 月初铜价回落, 废铜商惜售, 看涨情绪再起, 等到铜价位于 62000 元/吨上方运行时, 废铜商趁高积极出货, 废铜供应先收紧后增多, 但总体来看, 废铜供应依然不多。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。2022 年 1-9 月中旬铜精废价差均值为 1275 元, 大幅低于去年同期的 1718 元。根据 SMM 统计数据, 9 月国内废铜产量预计 8.5 万吨, 同比增长 10%, 环比增长 13%, 1-9 月累计产量 69.7 万吨, 同比下降 20%。今年由于国内局部地区疫情反复且国内疫情防控措施较为严格, 废铜拆解及回收均受到较大影响, 这使得国产废铜产量明显收缩。

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, 安徽、

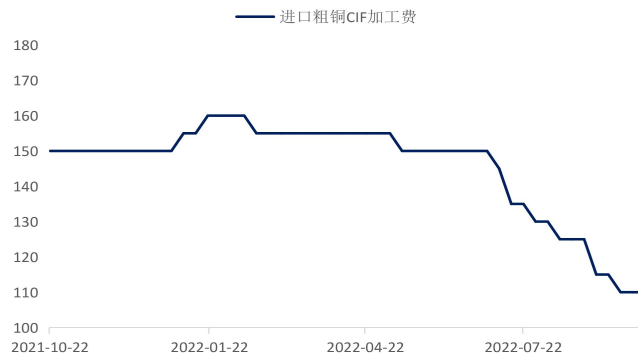
湖北、江苏、浙江等省份冶炼厂出现减产。而富冶和鼎和江西和丰共计 22 万吨电解项目的扩产进一步加大粗铜需求，刺激国内粗铜加工费继续下行。

图 21: 国内粗铜加工费 (元/吨)



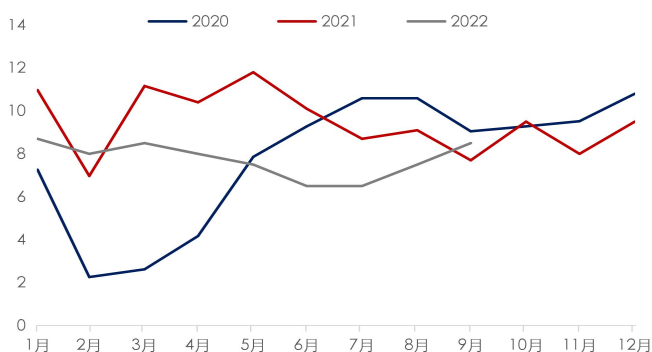
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 22: 进口粗铜加工费 (美元/吨)



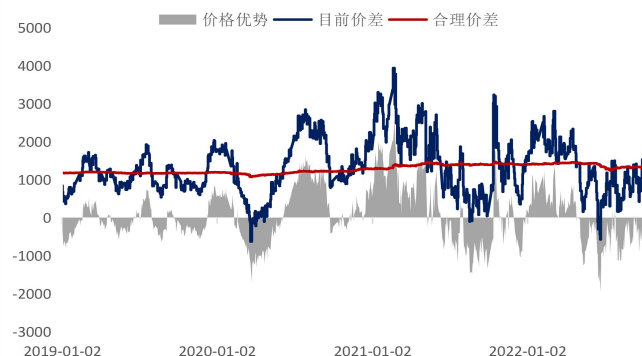
数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部

图 23: 中国废铜产量 (万吨)



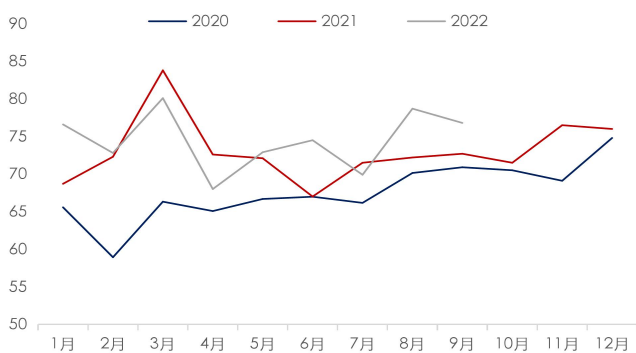
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 24: 中国电解铜精废较差 (元/吨)



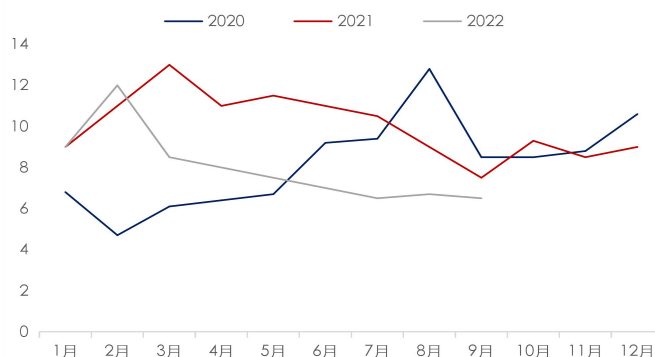
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 25: 中国粗铜产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 26: 中国废铜产粗铜产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

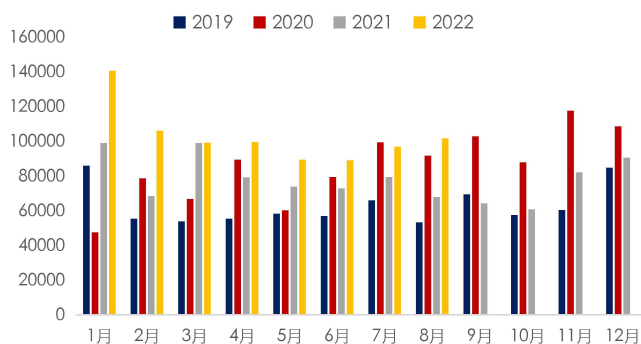
3.2.1 进口粗废铜同比大增

根据海关统计数据显示, 8 月份, 废铜的进口量为 15.46 万吨, 环比减少 0.34%, 1-8 月累

计进口量为 119.11 万吨，同比增长 8.23%。8 月废铜进口量也略显疲软，主要是由于 6 月下旬，铜价大幅下挫，海外供应商部分库存亏损，出货意愿下降，导致高品质紫杂铜的货源供应紧张，影响 8 月份到货，铜价回升后，预期后续进口废铜到货情况应会改善。不过 2022 年国内废铜供应持续紧张，同时海外的废铜需求复苏，高品质的废铜货源紧张，能流向中国的货源也有限，短期内国内废铜紧张的情况还难以得到明显缓解。

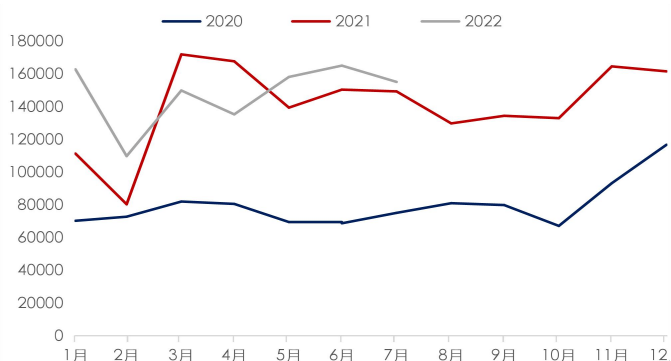
8 月中国阳极铜进口量为 10.18 万吨，环比增加 5.06%，同比增长 49.65%。2022 年 1-8 月中国阳极铜进口总量为 82.2 万吨，累计同比增长 28.52%。从进口来源国看，8 月份来自于非洲的赞比亚和南非与亚洲的韩国的阳极铜进口量增加是主因，成阳极铜进口量环比增加的主因。此前赞比亚 Kansanshi 和刚果（金）、LCS 进入检修期和 CCS 生产事故冲击进口粗铜供应，目前这三家炼厂已恢复正常生产。

图 27：中国阳极铜月度进口量（吨）



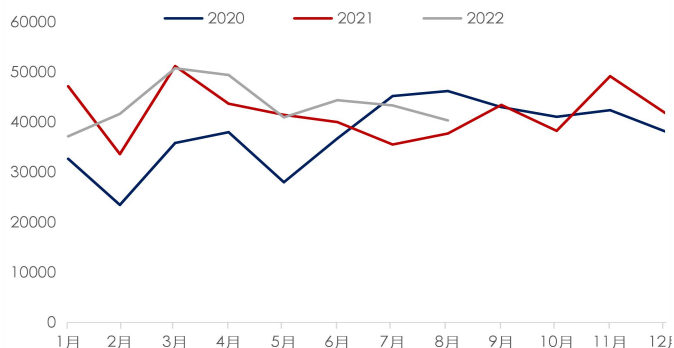
数据来源：海关数据，兴证期货研发部

图 29：中国废铜月度进口量（吨）



数据来源：海关数据，兴证期货研发部

图 28：中国铜锭月度进口量（吨）



数据来源：海关数据，兴证期货研发部

图 30：中国进口废铜盈亏平衡（元/吨）



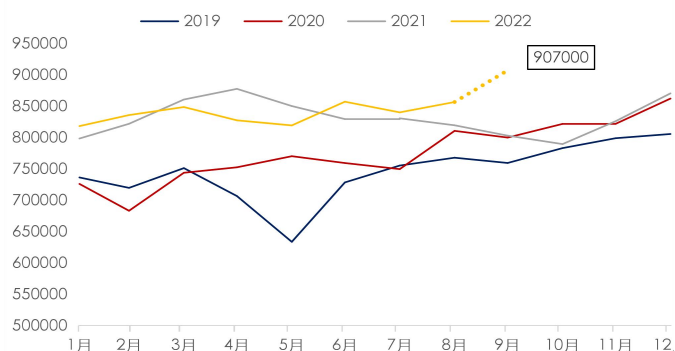
数据来源：SMM，兴证期货研发部

3.3 精铜供应稳中有升

3.3.1 精炼铜产量同比小增

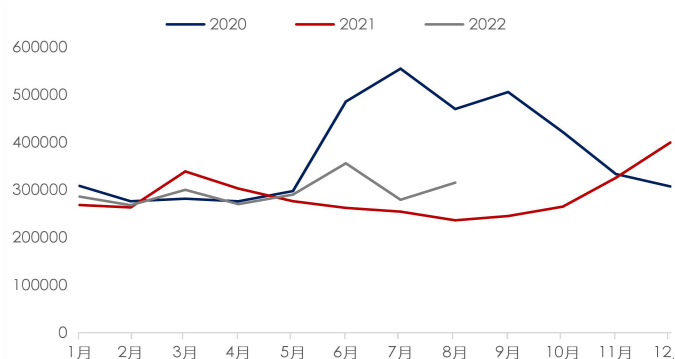
8月以来国内铜冶炼产量开始环比回升，主要来自于部分冶炼厂走出检修影响及富冶本部扩建产能爬产。从9月冶炼厂排产计划来看，国内冶炼厂已经完全逃出限电影响，检修集中度也不高，此前延续检修的个别南方炼厂产量预计也将恢复正常，叠加富冶扩建产能继续爬产，预计9月国内电解铜产量环比增长。但是疫情与冷料市场紧张仍然存在，恐造成实际生产不及预期的情况。SMM 根据各家排产情况，预计9月国内电解铜产量为90.07万吨，环比上升5.16%，同比增长12.18%。

图 31: 中国电解铜产量 (吨)



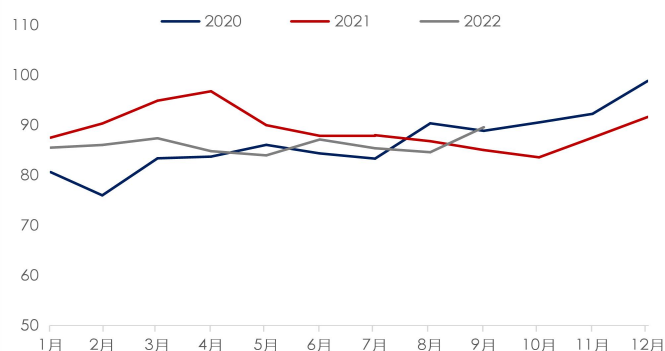
数据来源: 海关数据, 兴证期货研发部

图 33: 中国精炼铜进口 (吨)



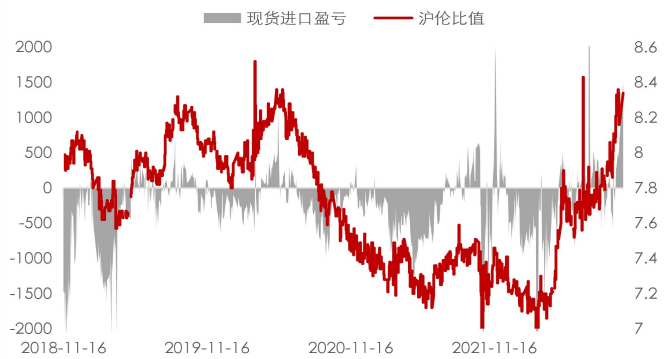
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 32: 中国电解铜开工率 (%)



数据来源: 海关数据, 兴证期货研发部

图 34: 中国电解铜进口盈亏 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.3.2 四季度国内冶炼产能将逐步释放

展望四季度，国内冶炼端产能开始逐渐释放，主要有两方面原因：一方面，国内冶炼厂检

修集中在三季度之前，其中南国和金川超预期检修和部分冶炼厂技改，且由于疫情 和高温极端天气影响，国内精炼铜产出不及预期。预计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，根据 SMM 统计的 2022 年国内冶炼新增产能情况来看，四季度开始精炼铜新增产能将开始逐渐兑现。国内在建产能最大铜冶炼厂（40 万吨）弘盛铜业预计 10 月投产，但考虑到铜冶炼厂还有部分前期长单货需补交，精铜产量环比回升可能不及预期。

表 5：粗炼新扩建项目产能投放

公司名称	新增产能	2021				2022			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
赤峰金剑	20	4.7	4	5	5	5	5	5	5
阳新弘盛	40	0	0	0	0	0	0	1.5	7
侯马冶炼厂	18	0	0	0	0	0	0	0	0
金冠铜业	8	0	0	0	0	0	0	1.5	2

数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 6：精炼新扩建项目产能投放

公司名称	新增产能	2021				2022			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
赤峰金剑	10	4.7	5.1	5	5	5	5	5	5
紫金铜业（本部）	10	8.22	8.17	8	8	8	8	8	8
阳新弘盛	40	0	0	0	0	0	0	3	7.5
江铜宏源铜业	10	0.5	2	2	2	2	2	2	2
侯马冶炼厂	18	0	0	0	0	0	0	0	0
江西佰	12	0	0	0	0.2	0.5	1	1	1
金冠铜业	8	0	0	0	0	0	0	1.5	2
金川集团（本部）	10	0	0	0	0	0	0	0	1.5
江铜富冶和鼎	12	0	0	0	0	0	0	2	3
赤峰金剑	5	0	0	0	0	0.3	1.2	1.2	1.2
上饶和丰环保	10	0	0	0	0	0	0	0.7	2.5

数据来源：SMM，兴证期货研发部

4. 需求篇

4.1 初端消费同比低于往年

今年中国铜材企业月度开工率自 5 月以来持续回升，但整体上看，铜材企业月度开工率低于往年同期水平，主要是由于初端各板块表现分化，房地产相关的表现偏弱。分开来看，在基

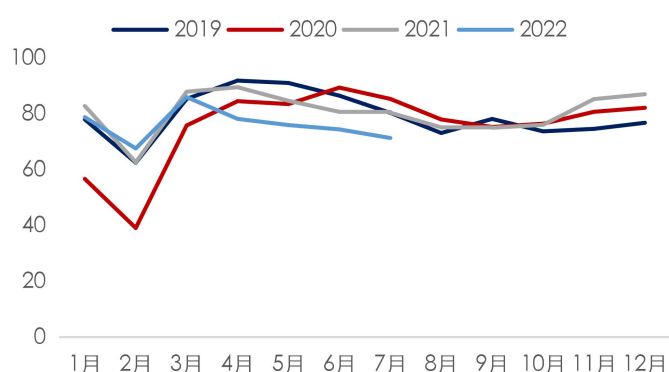
建发力情况下铜杆开工率明显回升；新能源产业链维持高景气度下，铜板带开工率维持高位；而与地产关联紧密的铜管企业开工率则维持低位，且开工率稳步持续下滑。

图 35: 铜杆周度开工率 (%)



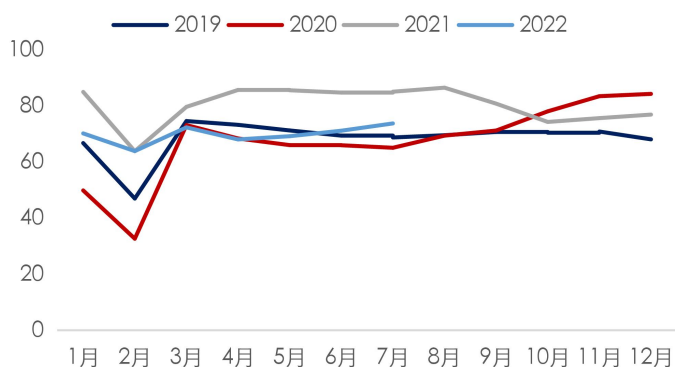
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 36: 铜管月度开工率 (%)



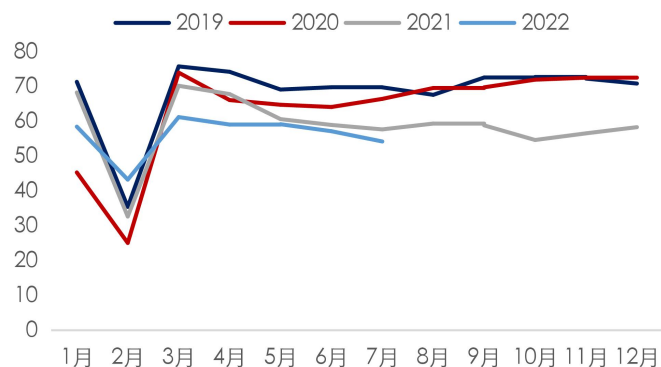
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 37: 铜板带月度开工率 (%)



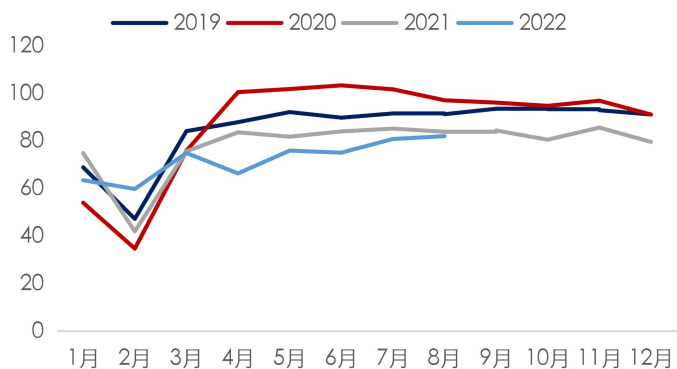
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 38: 黄铜棒月度开工率 (%)



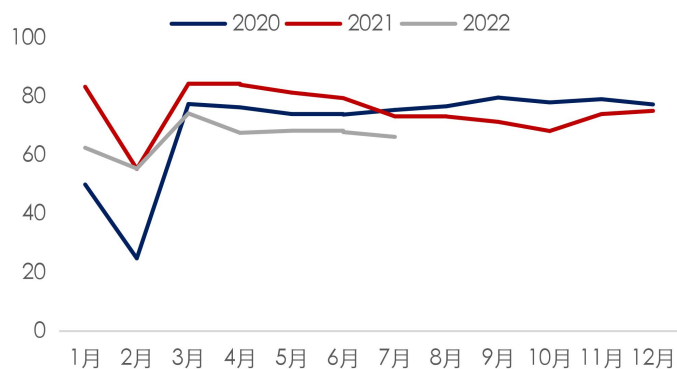
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 39: 电线电缆月度开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 40: 漆包线月度开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

4.2 库存处在历史低位

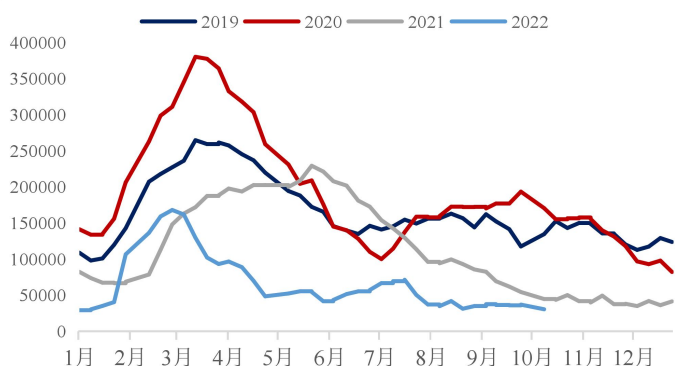
本轮自 7 月中旬以来的反弹，除了供给端干扰频发之外，国内外库存分别在一季度和三季度快速下降。

国内方面，根据 SMM 数据，国庆节后全国主流地区铜库存环比节前增加 1.65 万吨至 8.27 万吨，较去年节后累库幅度（2.09 万吨）要小，总库存较去年同期的 11.10 万吨低 2.83 万吨，两者差距扩大。国庆期间全国所有地区的库存均出现增加。SHFE 期货库存同样维持去库，截止 9 月底 SHFE 电解铜库存合计 30459 吨，同比去年下降了 13066 吨，环比 8 月下降了 4439 吨。

海外方面，LME 库存在整个后疫情周期一直处在一个去库的趋势当中。截止 2022 年 9 月 27 日，LME 电解铜库存 130850 吨，环比上月增加了 10325 吨，同比去年下降了 123400 吨。

目前全球铜库存处于近二十年来极低水平，海内外库存走势分化，国内低库存和高升水对铜价有支撑，而由于上期所库存持续走低，月间基差剧烈波动，尤其每逢临近月度交割日，在软逼仓担忧下，基差推高至超千元，远高于历史同期水平，连带现货升水亦居高不下，现货市场一货难求。

图 41: SHFE 电解铜库存 (吨)



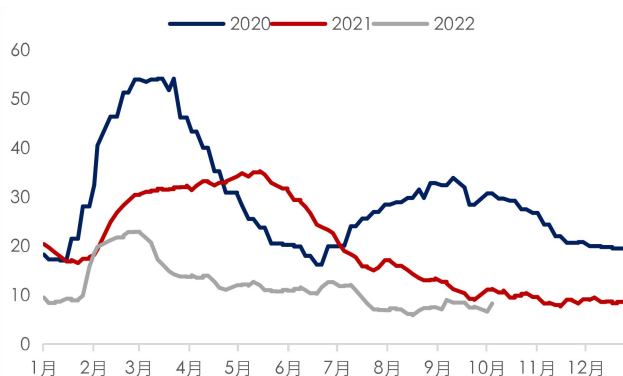
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 43: COMEX 电解铜库存 (吨)



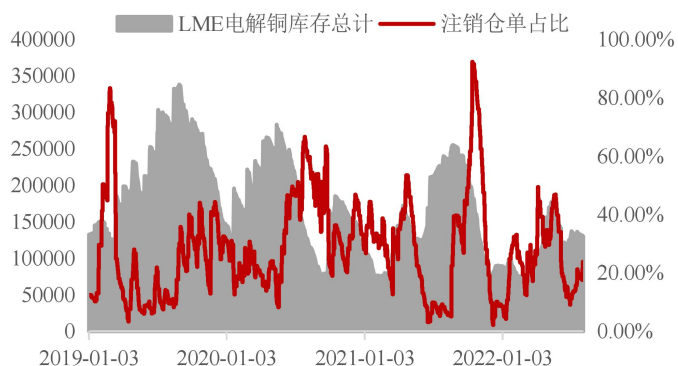
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 45: SMM 电解铜社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 42: LME 电解铜库存 (吨)



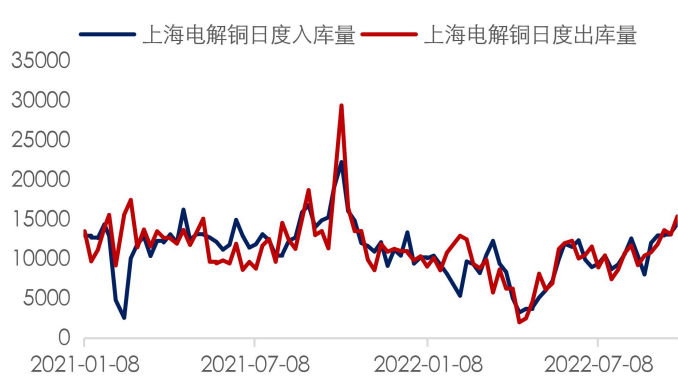
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 44: 上海保税区电解铜库存 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 46: 上海电解铜日均出库量 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

4.3 电网投资托底消费

2022 年中国国家电网预算目标是 5012 亿元，较去年增长 282 亿元，凸显出在国内经济增长放缓背景下，电网这块积极稳增长的意图。8 月中国电力投资 1037 亿元，同比上升 21%，1-8 月累计 5876 亿元，同比增长 4.9%，其中 1-8 月电源投资 3209 亿元，同比增长 18.7%，电网投资 2667 亿元，同比增长 10.7%。整体上来看 2-3 季度国内电力投资的力度较大，这给与了铜消费一定的托底作用。

图 47：电网工程投资完成额（亿元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 48：发电设备容量累计（万千瓦）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.4 国内地产积弱难改

国内需求端受制于房地产行业依旧低迷。从 8 月的房地产数据来看，除了竣工数据降幅有所收窄之外，其他方面或进一步走弱或基本持平。

上游房地产投资拿地方面，1-8 月份，全国房地产开发投资完成额累计 90809 亿元（见图 1），同比下降 7.4%，较 1-7 月份降幅扩大 1.0 个百分点，投资累计同比增速已连续 5 个月下降且降幅持续扩大。1-8 月份，全国房企土地购置面积累计 5400 万平方米（见图 2），同比大幅下降 49.7%，较 1-7 月份降幅扩大 1.6 个百分点，土地购置累计同比增速已连续 16 个月下降且整体上降幅持续扩大。

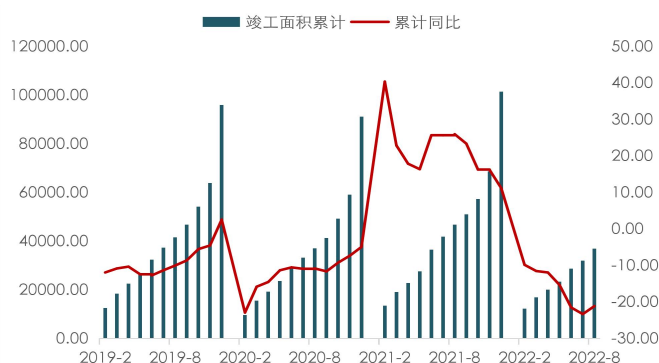
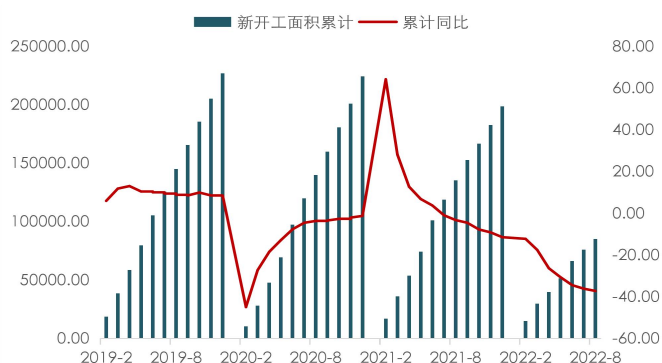
中游施工数据方面，1-8 月份，全国房屋新开工面积累计 85062 万平方米（见图 3），同比下降 37.2%，较 1-7 月份降幅扩大 1.1 个百分点，新开工同比增速已连续 14 个月下降且降幅持续扩大。1-8 月份，全国房屋施工面积累计 868649 万平方米（见图 4），同比下降 4.5%，较 1-7 月份降幅扩大 0.8 个百分点，施工同比增速已连续 4 个月下降且降幅持续扩大。1-8 月份，

全国房屋竣工面积累计 36861 万平方米（见图 5），同比下降 21.1%，较 1-7 月份降幅收窄 2.2 个百分点，竣工同比增速已连续 7 个月下降但降幅转为小幅收窄。

下游销售数据方面，1-8 月份，全国商品房销售面积累计 87890 万平方米（见图 6），同比下降 23.0%，较 1-7 月份降幅收窄 0.1 个百分点，销售同比增速已连续 7 个月下降但近三个月降幅小幅收窄。1-8 月份，全国商品房待售面积累计 54605 万平方米（见图 7），同比增长 8.0%，较 1-7 月份增幅扩大 0.5 个百分点，待售同比增速已连续 14 个月上升但近三个月增幅先收窄后有所扩大。

图 49：中国房屋新开工面积（万平方米）

图 50：中国房屋竣工面积（万平方米）

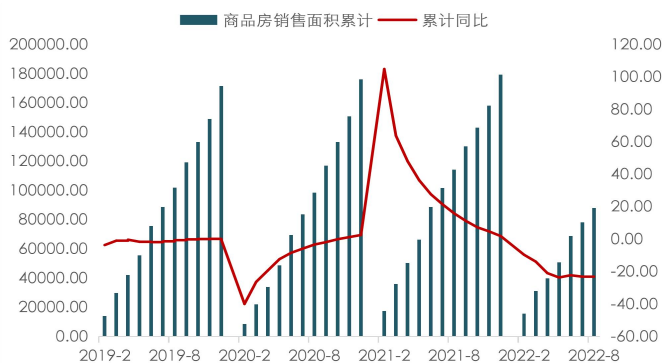


数据来源：WIND，兴证期货研发部

数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 51：中国商品房销售面积（万平方米）

图 52：土地购置面积累计（万平方米）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

数据来源：WIND，兴证期货研发部

4.5 基建汽车成为支撑

1-8 月广义基建投资同比增长 10.4%，环比多增 0.8pct，狭义基建投资同比增长 8.3%，环比多增 0.9%。8 月全国合计开工基建项目总投资额约 2.82 万亿元，同比上年增长 52.1%，7、8 月传统淡季连续两个月开工投资额同比高增（7 月同比增 26.2%）。1-8 月道路运输业投资环比多

增 1.5%，年内首次增速回正，铁路运输业同比下降 2.4%，降速环比收窄 2.6 个百分点。交通基建项目单项目平均额较高，审批周期较长，预计上半年提交审批的交通基建项目将逐步开工落地，实物工作量持续释放。

图 53：社会融资规模：政府债券（亿元）

图 54：基础设施投资累计同比（%）

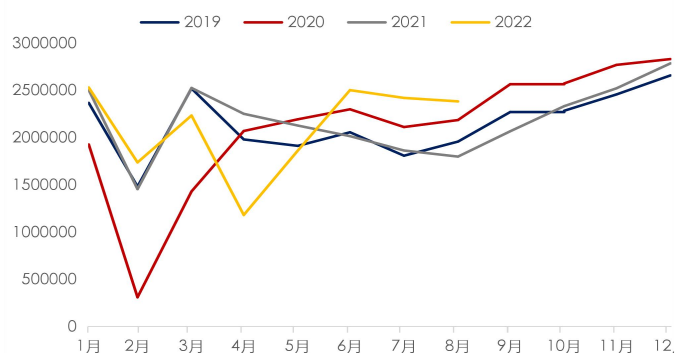


数据来源：WIND，兴证期货研发部

数据来源：WIND，兴证期货研发部

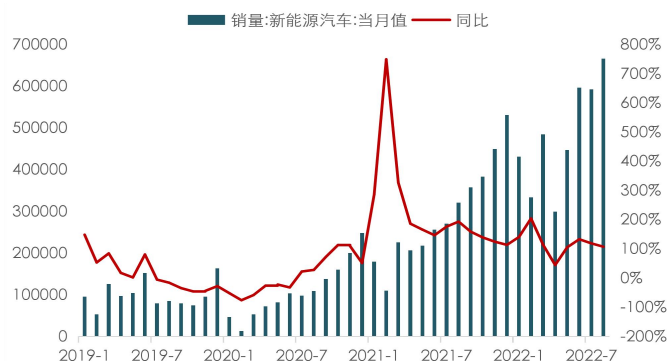
汽车方面，9 月汽车产销同比、环比均实现高增长，“金九银十”传统消费旺季效应重现。据中汽协 10 月 11 日发布的数据，2022 年 9 月全国汽车产销分别完成 267.2 万辆和 261.0 万辆，环比分别+11.5%和+9.5%，同比分别+28.1%和+25.7%。其中出口汽车 30.1 万辆，环比-2.6%，同比+73.9%，汽车出口连续两个月维持在 30 万辆以上。今年 1-9 月，汽车产销分别完成 1963.2 万辆和 1947.0 万辆，累计同比分别+7.4%和+4.4%，较 1-8 月增速分别+2.6%和+2.7%；累计出口汽车 211.7 万辆，同比+55.5%，成为仅次于日本的全球第二大出口国。9 月汽车产销增速达两成以上，环比也实现较快增长，体现出传统消费旺季效应；其中新能源汽车产销再创历史新高，同比分别增长 1.1 倍和 93.9%；乘用车产销增速较理想，商用车恢复不及预期。按照前几轮促消费政策出台后的经验，政策刺激效应将于四季度进一步发酵，因此今年后几个月国内汽车产销量有望进一步超预期，全年实现两位数同比增长的概率较大。

图 55: 中国汽车月度销量 (辆)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 56: 中国新能源车销量 (辆)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

5. 结论

宏观层面:

美联储 9 月议息会议展现了前所未有的强硬鹰派，美国经济硬着陆风险加大。 本次加息幅度符合市场预期，但从点阵图显示出的美联储对本轮加息的终端利率来看，超出市场预期。相比于 6 月的，9 月美联储议息会议的点阵图显示，至 2022 年年底联邦基金利率的预测中值为 4.4%，较今年 6 月整整上升了 1 个百分点。本次议息会议对于未来经济预测也印证了美联储不惜以衰退对抗通胀的立场，高通胀和加息对经济的损伤更为严重，并且可能引发失业率明显上升。

全球 PMI 指数继续下行，衰退预期不断强化。 全球制造业延续下行趋势，欧洲地区受到能源危机的影响，9 月制造业 PMI 纷纷创下新低，美国制造业 PMI 指数整体好于预期，新订单分项超预期回升，不过细分品类中涵盖木制品、家具、电器设备、化学品、食饮及机械设备等行业新订单指数出现下滑。下滑行业与中国对美重点出口行业高度重合，加之欧洲地区需求的衰退，未来我国出口端可能放缓。

供给端:

全球矿产同比小增，南美干扰拖累增速。 2022 年 1-7 月全球铜矿产量 1248.8 万吨，同比增长 3.1%，7 月铜矿产能增速高达 5.5%，铜矿产量增速低于产能增速，主要原因在于尽管有刚果金、印尼、塞尔维亚及中国等地区铜矿产量增长，但是南美铜矿产量却表现低迷，这在一定程度上限制全球铜矿产量增长。

废铜供应偏紧，但国内精炼产能逐步释放。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。

需求端：

初端消费同比低于往年，库存处在历史低位。今年中国铜材企业月度开工率自5月以来持续回升，但整体上看，铜材企业月度开工率低于往年同期水平，主要是由于初端各板块表现分化，房地产相关的表现偏弱。不过受限于供应端的干扰，全球铜库存处于近二十年来极低水平，海内外库存走势分化，国内低库存和高升水对铜价有支撑。

电网基建汽车托底消费，房地产积弱难改。国内需求端受制于房地产行业依旧低迷。从8月的房地产数据来看，除了竣工数据降幅有所收窄之外，其他方面或进一步走弱或基本持平。电网基建方面，看2-3季度国内投资的力度较大，这给与了铜消费一定的托底作用。汽车方面，9月汽车产销同比、环比均实现高增长，“金九银十”传统消费旺季效应重现。

综上，宏观面的压制的不断加深，短期全球供应端的矛盾又支撑商品价格。不过计入四季度国内外供应端逐渐放量，全球衰退的渐行渐近，都是对铜价的压制，预计10月铜价以震荡偏弱为主。

6. 风险提示

1. 欧洲能源问题出现反复；
2. 欧美降息不及预期；
3. 国内房地产超预期恢复

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。