



宏观继续压制，供需偏宽松，铜价或冲高回落

2022. 10. 31

报告框架



- 宏观面：外紧内松，美国经济“紧缩+衰退”，中国经济“偏宽松+弱复苏”。铜价对美国政策紧缩的反应较为充分，对衰退反应正在进行中。但在美国经济衰退过程中，中国经济处于“新能源经济高增长+基建稳大盘+房地产疲软”阶段，对铜价托底影响偏利多。美联储加息抑通胀决心依旧强烈，宏观面承压铜价反弹空间。

后期影响铜价的宏观变量：美联储加息步伐加快（利空）、欧美经济衰退导致中国外需出口下降（利空）、地缘政局军事博弈影响风险偏好（利空）

- 产业面：能源供应紧张导致欧洲有色金属冶炼厂减产对金属价格影响偏正面，国内电力电网投资加速，铜杆企业增加铜原料采购。目前铜库存整体处于低位，但需关注冬季需求淡季对铜累库影响。中期沪铜价格在全球铜矿90%分位线成本端上方50000-55000元/吨区间，获得支撑力度较强。长期能源转型与碳中和背景下，铜价底部区间稳步抬升。中短期，产业供需偏宽松对铜价影响利空。

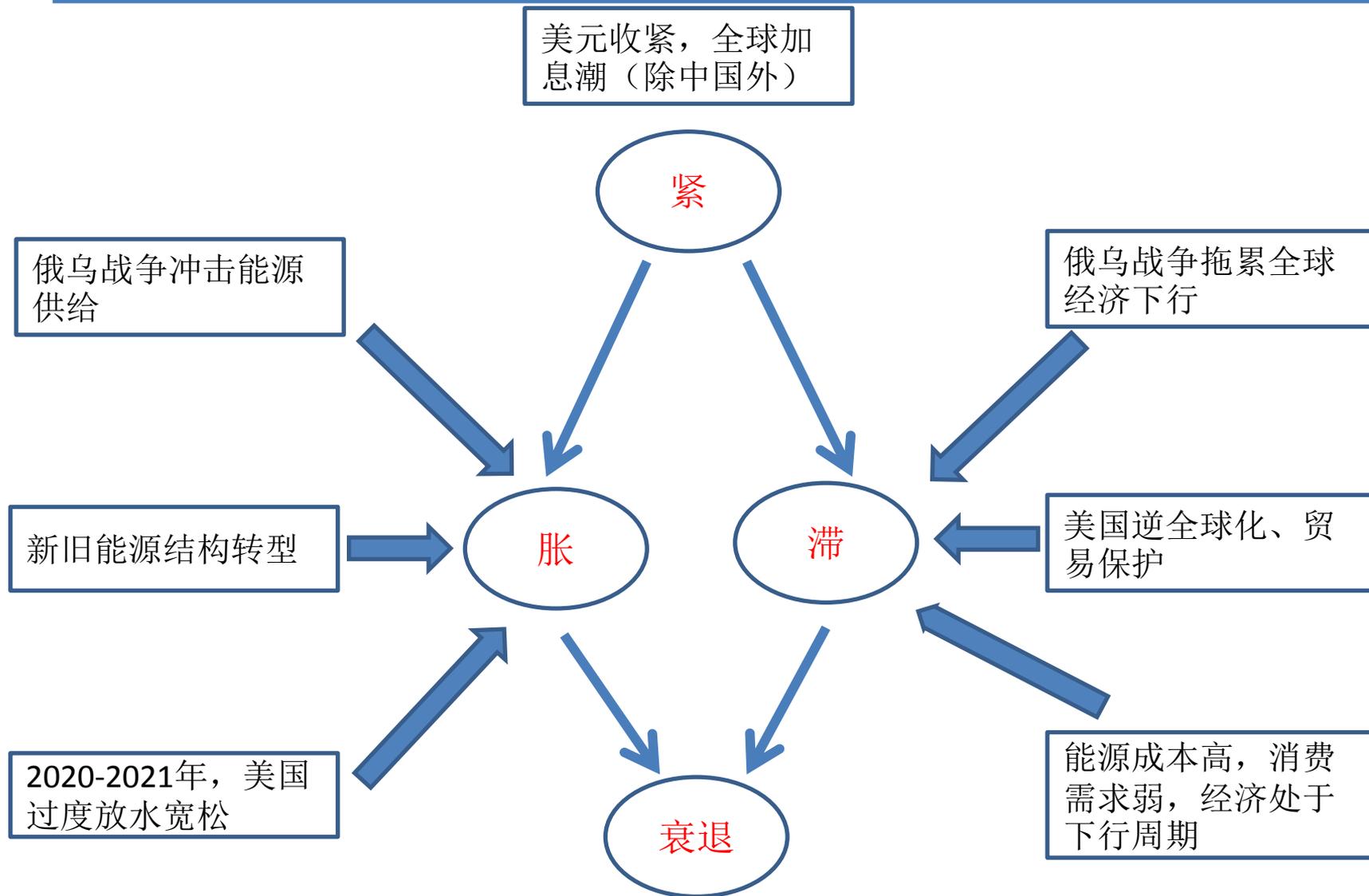
后期影响铜价的中观变量：11-12月，进入季节性需求淡季，下游初级加工企业开工率或有回落，关注铜库存累库情况（利空）、终端需求新能源电力电网投资继续保持高增速与新能源车产销继续走旺（利多）、房地产表现继续疲软（利空）

- 交易面：铜价处于下降通道中，反弹高点布局空单。



宏观层面：加息、衰退对铜价影响

宏观面主要矛盾：滞+胀+紧+衰退



铜价与全球经济走势呈现正相关



数据来源: wind、中金公司

美国加息周期后，伴随着经济衰退周期



| | 加息周期 | NBER 衰退周期 | 加息期间 | | 加息之后 | |
|-----|-------------------|------------------|------|----|------|-------|
| | | | GDP | 通胀 | GDP | 通胀 |
| 第一轮 | 1983年3月-1984年8月 | 无实质衰退 | 上行 | 高位 | 下行 | 下行 |
| 第二轮 | 1988年3月-1989年5月 | 1990年7月至1991年3月 | 高位 | 上行 | 下行 | 上行后下行 |
| 第三轮 | 1994年2月-1995年2月 | 1997年7月-1999年初 | 高位 | 上行 | 下行 | 下行 |
| 第四轮 | 1999年6月-2000年5月 | 2001年3月至2001年11月 | 高位 | 上行 | 下行 | 下行 |
| 第五轮 | 2004年6月-2006年6月 | 2007年12月至2009年6月 | 下行 | 上行 | 下行 | 震荡后下行 |
| 第六轮 | 2015年12月-2018年12月 | 2020年2月至2020年4月 | 上行 | 上行 | 下行 | 下行 |
| 第七轮 | 2022年3月至今 | 尚未确认 | 下行 | 上行 | | |

数据来源：wind、华泰证券

加息周期见顶，衰退周期见底



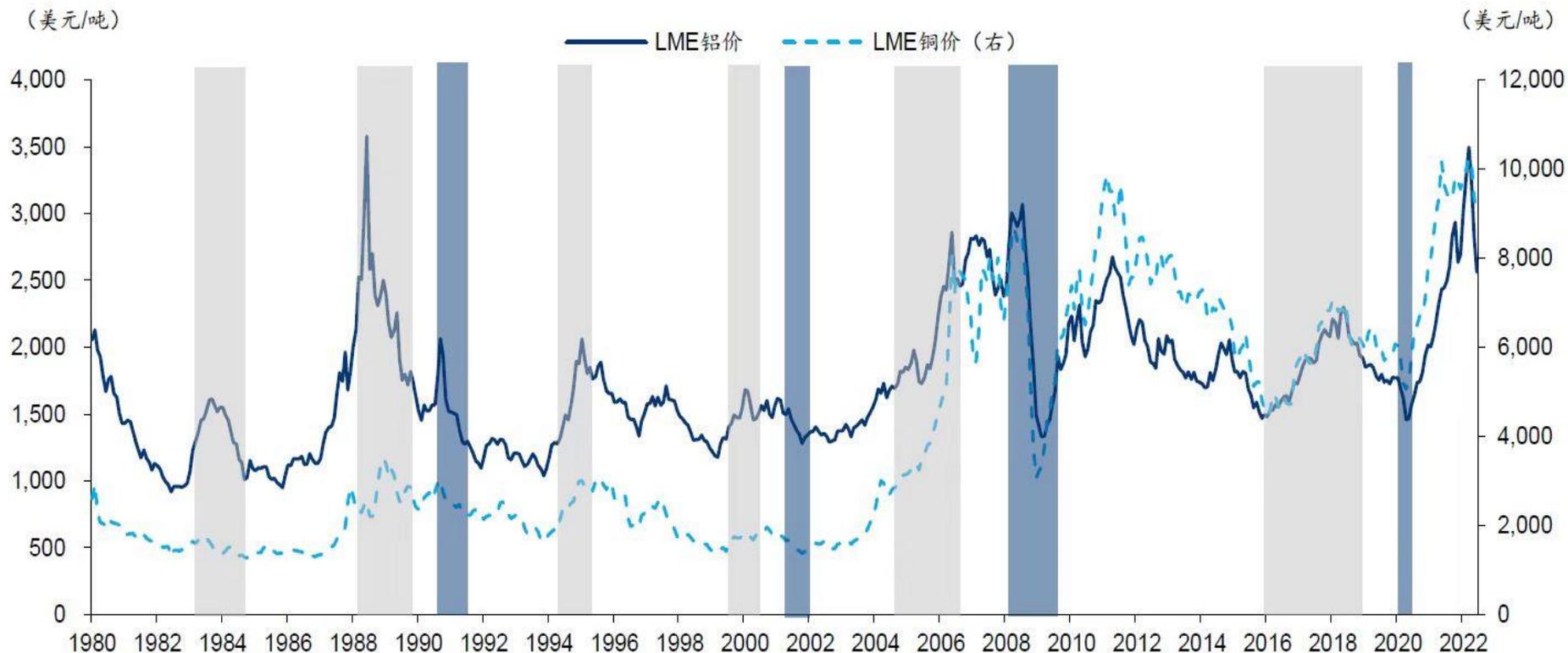
| 加息周期 | 铝价见顶时间 | 铜价见顶时间 | 十年期美债利率 | 美元指数 |
|-----------------------|---------|----------|---------|------|
| 第一轮 1983年3月-1984年8月 | 1983年9月 | 1983年5月 | 快速上行 | 快速上行 |
| 第二轮 1988年3月-1989年5月 | 1988年6月 | 1988年12月 | 震荡下行 | 震荡上行 |
| 第三轮 1994年2月-1995年2月 | 1995年1月 | 1995年7月 | 快速上行 | 下行 |
| 第四轮 1999年6月-2000年5月 | 2000年1月 | 2000年1月 | 震荡上行 | 震荡上行 |
| 第五轮 2004年6月-2006年6月 | 2006年5月 | 2006年5月 | 震荡上行 | 震荡 |
| 第六轮 2015年12月-2018年12月 | 2018年5月 | 2018年1月 | 震荡上行 | 震荡 |
| 第七轮 2022年3月至今 | 2022年3月 | 2022年3月 | 快速上行 | 快速上行 |

数据来源：wind、华泰证券

| | 铝价 (美元/吨) | | | 铜价 (美元/吨) | | |
|-----|-----------|---------|---------|-----------|----------|---------|
| | 加息后低点 | 衰退后低点 | 变化幅度 | 加息后低点 | 衰退后低点 | 变化幅度 |
| 第一轮 | 1012.1 | 950.4 | -6.10% | 1273 | 1303.2 | 2.37% |
| 第二轮 | 1454.28 | 1097.55 | -24.53% | 2360.16 | 2139.23 | -9.36% |
| 第三轮 | 1336.34 | 1181.59 | -11.58% | 1941.45 | 1378.35 | -29.00% |
| 第四轮 | 1457.14 | 1282.5 | -11.99% | 1678.75 | 1377.28 | -17.96% |
| 第五轮 | 2459.93 | 1330.2 | -45.93% | 5669.659 | 3314.725 | -41.54% |
| 第六轮 | 1925.96 | 1459.93 | -24.20% | 5709.44 | 5057.97 | -11.41% |

数据来源：wind、华泰证券

加息周期里，铜铝价格上涨次数多；衰退周期里，铜铝价格趋于下跌



备注：灰色区域是加息周期；蓝色区域是衰退周期

数据来源：wind、华泰证券

根据历史规律，铜铝价格仍处于下降通道



LME铜在加息周期和衰退周期

| | 加息周期 | NBER 衰退周期 | 价格回撤幅度 | | | 回撤时间 | |
|-----|-------------------|------------------|--------|--------|--------|------|------|
| | | | 加息期间 | 衰退期 | 加息+衰退 | 加息期间 | 衰退期 |
| 第一轮 | 1983年3月-1984年8月 | 无实质衰退 | 27.90% | 14.86% | 26.19% | 17个月 | 17个月 |
| 第二轮 | 1988年3月-1989年5月 | 1990年7月至1991年3月 | 32.55% | 29.43% | 38.86% | 13个月 | 16个月 |
| 第三轮 | 1994年2月-1995年2月 | 1997年7月-1999年初 | 36.88% | 47.24% | 55.19% | 14个月 | 21个月 |
| 第四轮 | 1999年6月-2000年5月 | 2001年3月至2001年11月 | 8.96% | 29.75% | 25.31% | 3个月 | 13个月 |
| 第五轮 | 2004年6月-2006年6月 | 2007年12月至2009年6月 | 29.53% | 61.83% | 58.80% | 8个月 | 10个月 |
| 第六轮 | 2015年12月-2018年12月 | 2020年2月至2020年4月 | 19.20% | 16.77% | 28.42% | 19个月 | 4个月 |
| 第七轮 | 2022年3月至今 | 尚未确认 | 26.25% | - | - | 4个月 | - |

数据来源: wind、华泰证券

LME铝在加息周期和衰退周期

| | 加息周期 | NBER 衰退周期 | 价格回撤幅度 | | | 回撤时间 | |
|-----|-------------------|------------------|--------|--------|--------|------|------|
| | | | 加息期间 | 衰退期 | 加息+衰退 | 加息期间 | 衰退期 |
| 第一轮 | 1983年3月-1984年8月 | 无实质衰退 | 37.28% | 17.49% | 41.10% | 12个月 | 12个月 |
| 第二轮 | 1988年3月-1989年5月 | 1990年7月至1991年3月 | 59.35% | 46.89% | 69.32% | 8个月 | 15个月 |
| 第三轮 | 1994年2月-1995年2月 | 1997年7月-1999年初 | 35.15% | 30.92% | 42.66% | 21个月 | 19个月 |
| 第四轮 | 1999年6月-2000年5月 | 2001年3月至2001年11月 | 13.28% | 20.62% | 23.67% | 3个月 | 9个月 |
| 第五轮 | 2004年6月-2006年6月 | 2007年12月至2009年6月 | 14.03% | 56.69% | 53.51% | 3个月 | 7个月 |
| 第六轮 | 2015年12月-2018年12月 | 2020年2月至2020年4月 | 24.95% | 17.74% | 36.52% | 17个月 | 5个月 |
| 第七轮 | 2022年3月至今 | 尚未确认 | 31.16% | - | - | 4个月 | - |

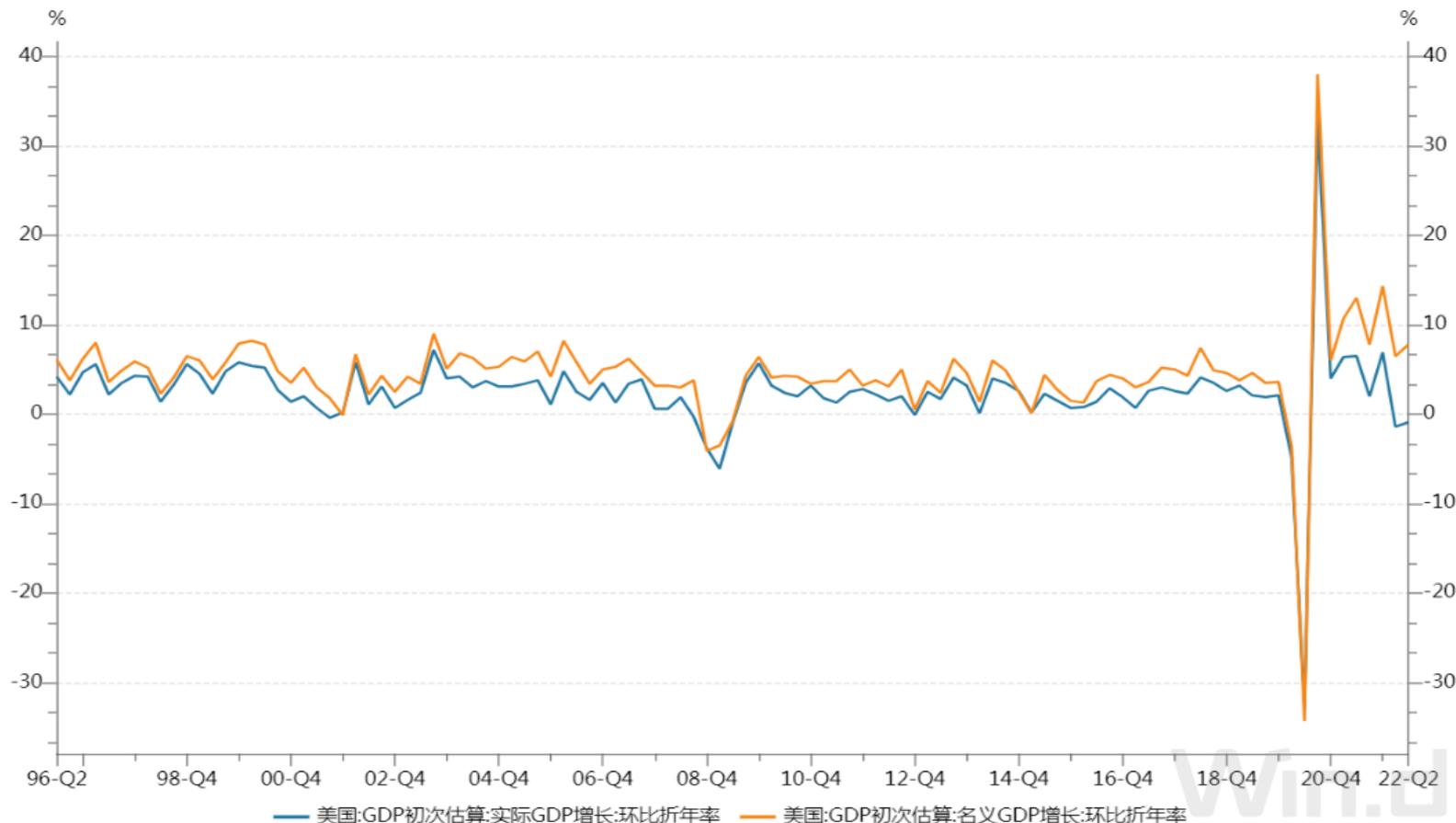
数据来源: wind、华泰证券

后期宏观变量（若美国实际GDP环比增速继续回落）对铜价影响利空



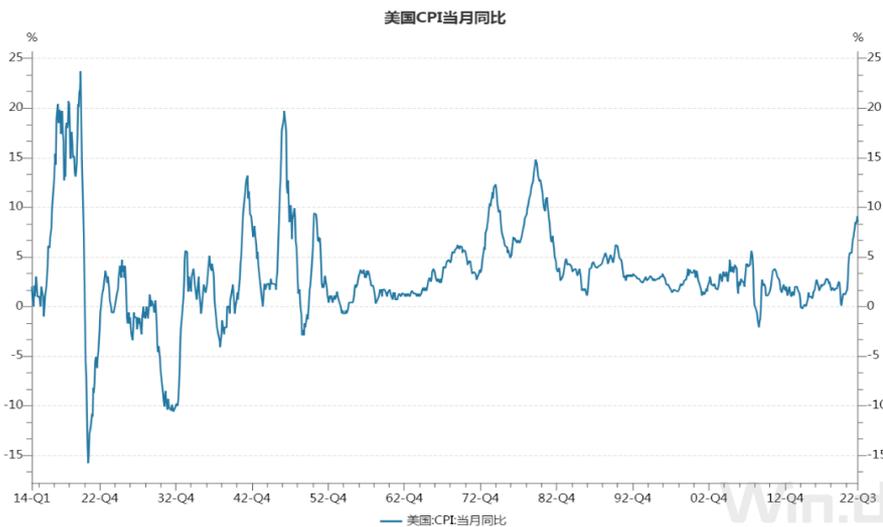
根据历史经验，美国实际GDP环比增速连续两个季度负增长，显示经济进入衰退。

美国GDP环比增速

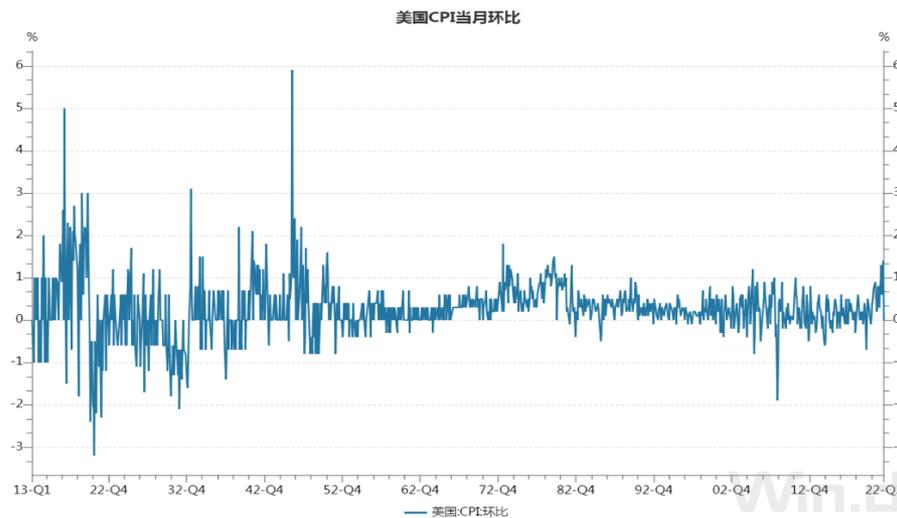


数据来源: wind

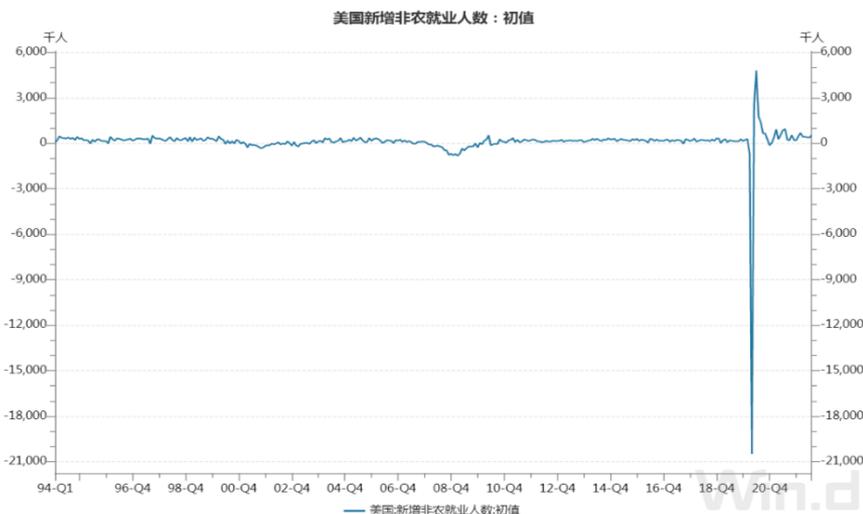
后期宏观变量（通胀居高不下，美联储加息步伐加快）对铜价影响利空



数据来源: wind



数据来源: wind



数据来源: wind

| CME利率期货统计未来联邦基金利率所处区间概率 | | | | | | | | |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| FOMC会议日期 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 |
| 2022/11/2 | 27.1% | 72.9% | 0.0% | 0.0% | | | | |
| 2022/12/14 | 0.0% | 0.0% | 25.7% | 70.6% | 3.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2023/2/1 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 23.4% | 66.6% | 9.6% | 0.3% | 0.0% |
| 2023/3/22 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 11.0% | 43.7% | 39.9% | 5.3% | 0.2% |
| 2023/5/3 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 10.9% | 43.4% | 39.9% | 5.5% | 0.2% |
| 2023/6/14 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 9.5% | 39.2% | 40.4% | 10.0% | 0.9% |
| 2023/7/26 | 0.0% | 0.0% | 4.7% | 24.2% | 39.8% | 25.3% | 5.5% | 0.5% |
| 2023/9/20 | 0.0% | 1.5% | 11.0% | 29.2% | 35.2% | 18.9% | 3.9% | 0.3% |
| 2023/11/1 | 0.0% | 1.5% | 10.7% | 28.8% | 35.0% | 19.4% | 4.2% | 0.4% |
| 2023/12/13 | 0.7% | 5.8% | 19.1% | 31.7% | 27.7% | 12.3% | 2.5% | 0.2% |

数据来源: CME 中金公司

通胀就业数据走弱，加息步伐放缓；通胀就业数据维持高位，加息步伐加快。

后期宏观变量（美国加息加快，中国适度宽松） 对铜价影响好坏参半

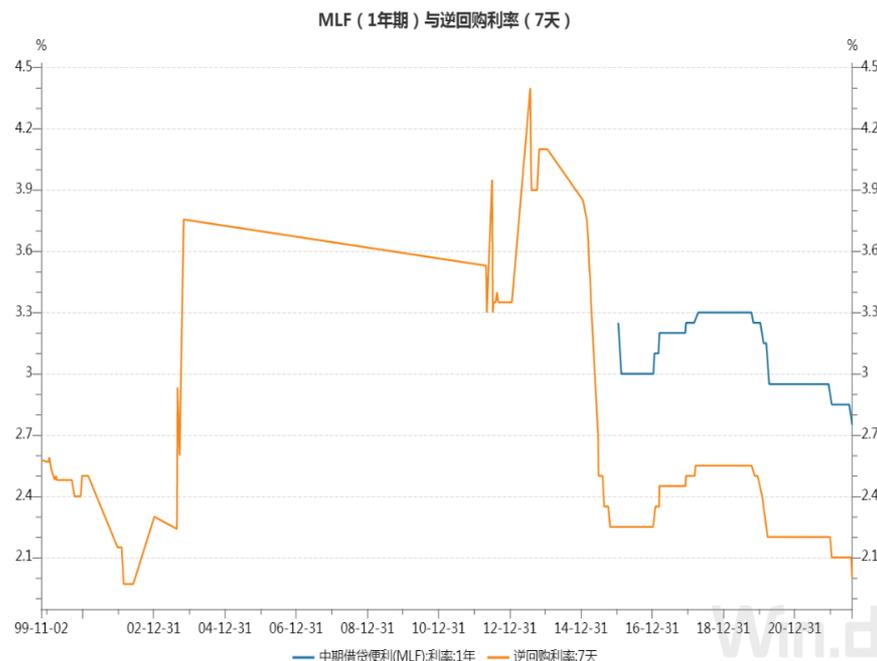


截至2022年9月，美联储已累计加息5次，累计加息幅度300基点，基准利率区间为3%-3.25%。若通胀水平继续居高不下，11月、12月连续加息75个基点的概率上升，2022年底基准利率的目标区间或达4.5%-4.75%。2023年初，基准利率或接近5%。

美联储激进式加息后，一旦通胀得到有效遏制，2023年加息步伐则趋于放缓，对中国货币政策适度宽松的掣肘有所减弱。目前中国经济复苏的根基不牢固，消费疲软，投资不振。8月15日，央行缩量续做，MLF（1年期）操作和逆回购利率（7天）均下降10个基点，预示未来半年货币政策将保持适度宽松，对铜价会有托底作用。



数据来源：同花顺



数据来源：wind

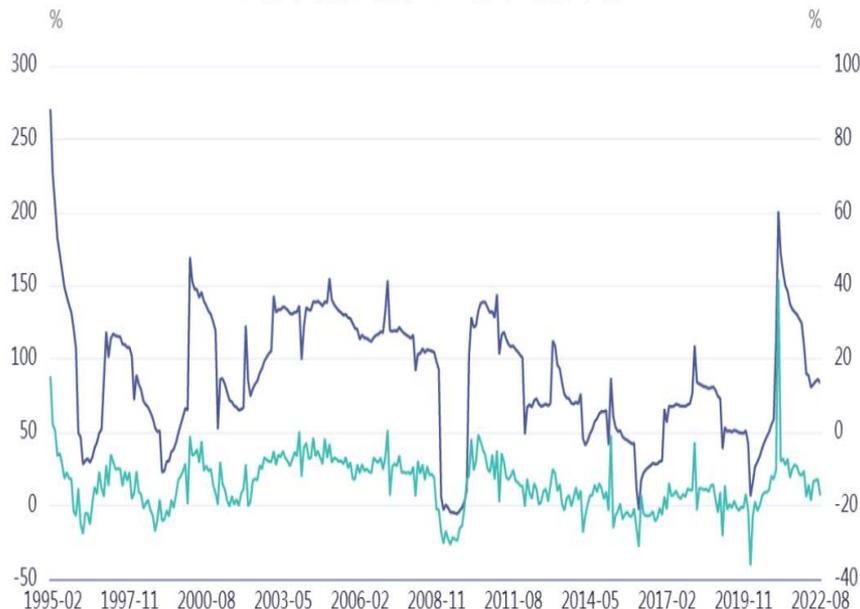
后期宏观变量（欧美经济衰退，需求回落，出口下滑）对铜价影响偏负面



欧美主要经济体抑制高通胀决心强烈，通过激进加息，降低经济增速，以衰退换取通胀水平走低的同时，会带来需求回落，从而影响中国出口增速下滑。8月，中国出口增速明显下降，外需不振对铜价影响偏负面。国内基建投资增速自2021年底以来，在政策托底支撑下，明显回升，对铜价产生一定程度上的托底效应，但基建投资对经济影响仅是托而不举，稳住经济基本面大盘，并非大力刺激。基建投资一旦完成托底经济的目标后，或将冲高回落，对铜价影响偏负面。

中国出口贸易额增速

— 出口总值:累计同比(右轴) — 出口总值:当月同比(左轴)



数据来源：同花顺FinD

数据来源：同花顺

固定资产投资(不含农户)完成额:第三产业:基础设施建设投资:累计同比

— 固定资产投资(不含农户)完成额:第三产业:基础设施建设投资:累计同比



数据来源：同花顺FinD

数据来源：同花顺



产业层面：供需变化、成本对铜价影响

电解铜价格运行逻辑规律



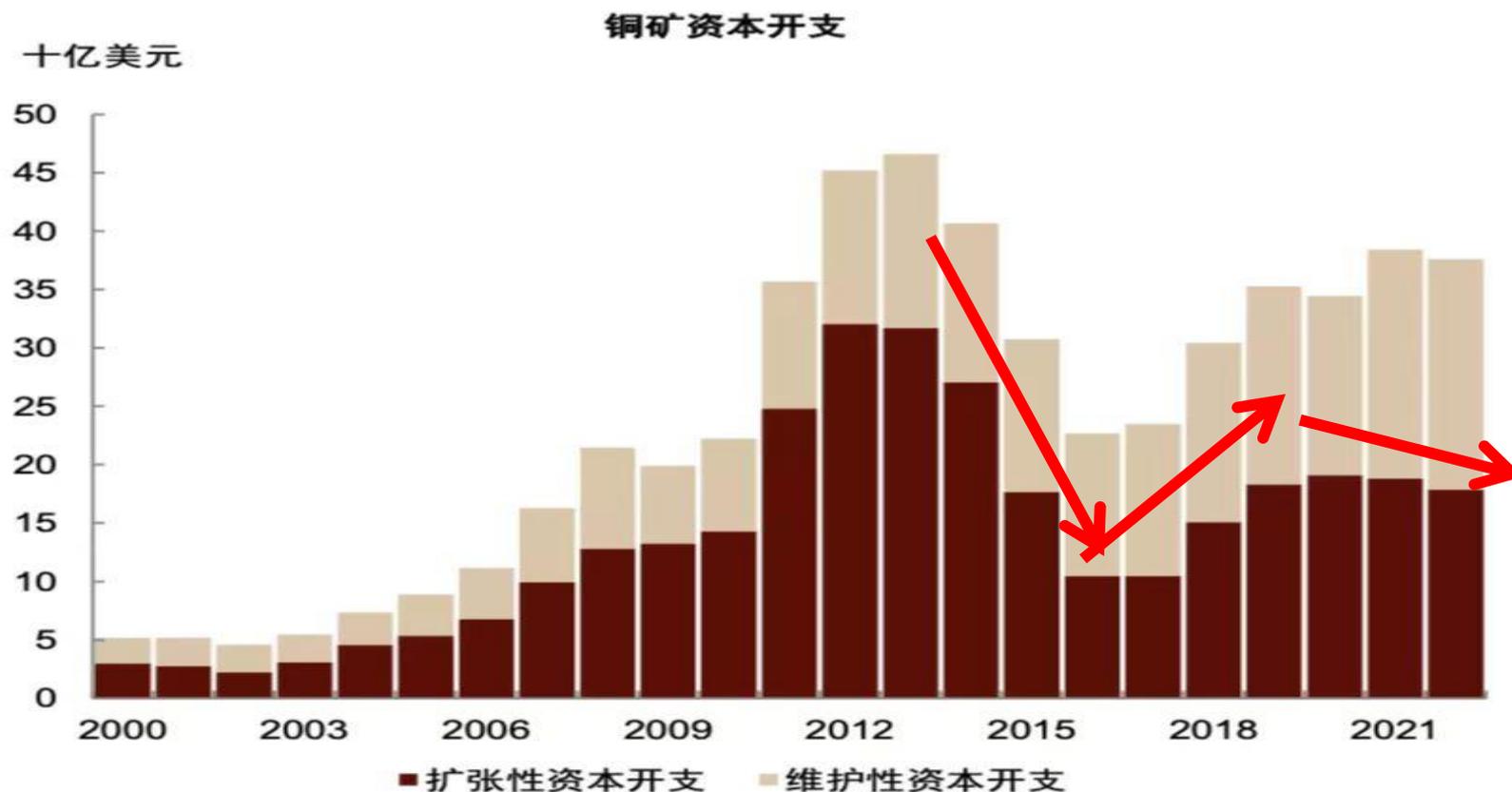
| 经济周期 | 库存周期 | 库存与需求 |
|------|-------|--------------|
| 繁荣 | 主动补库存 | 需求, 库存上行 |
| 萧条 | 被动补库存 | 需求放缓, 库存被动累积 |
| 衰退 | 主动去库存 | 需求回落, 库存去化 |
| 复苏 | 被动去库存 | 需求改善, 库存下降 |

根据目前国内外经济环境，国外经济处于衰退期，国内经济处于衰退向复苏的过渡期，有色金属处于去库存状态。

2022年，铜矿资本开支或有小幅回落

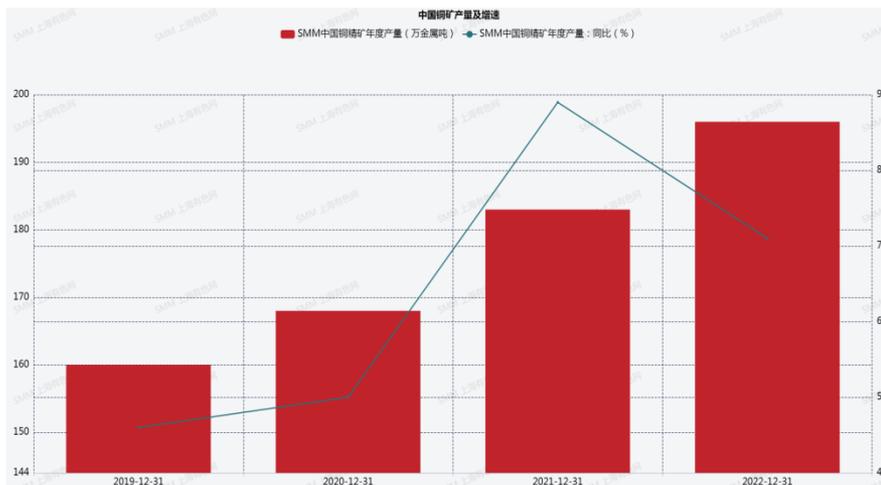


铜矿企业扩张性资本支出到铜矿建成间隔5年时间，即期资本开支影响5年后新增铜矿产能。与此同时，即期价格影响当期资本开支意愿。2012-2015年，铜价下跌，铜矿资本开支下行；2016-2021年，铜价上涨，铜矿资本开支上行；2022-2027年，铜价下跌，铜矿资本开支下行，铜矿供应增速回落。

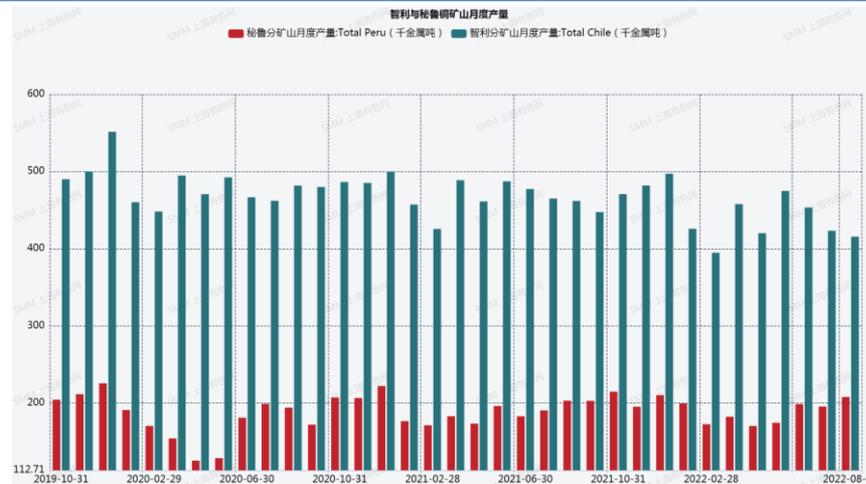


数据来源：wind、中金公司

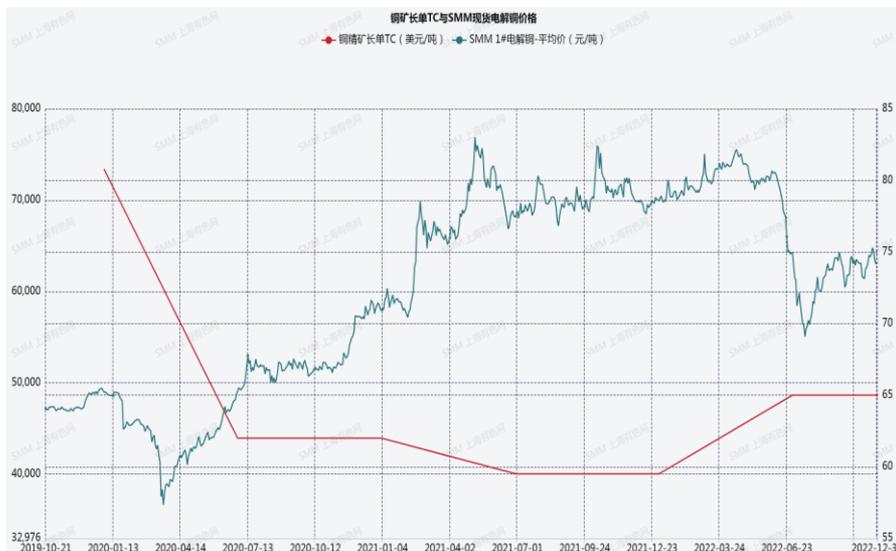
中短期铜矿长单加工费处于上升趋势，显示铜矿供应偏宽松



数据来源: SMM



数据来源: SMM



数据来源: SMM

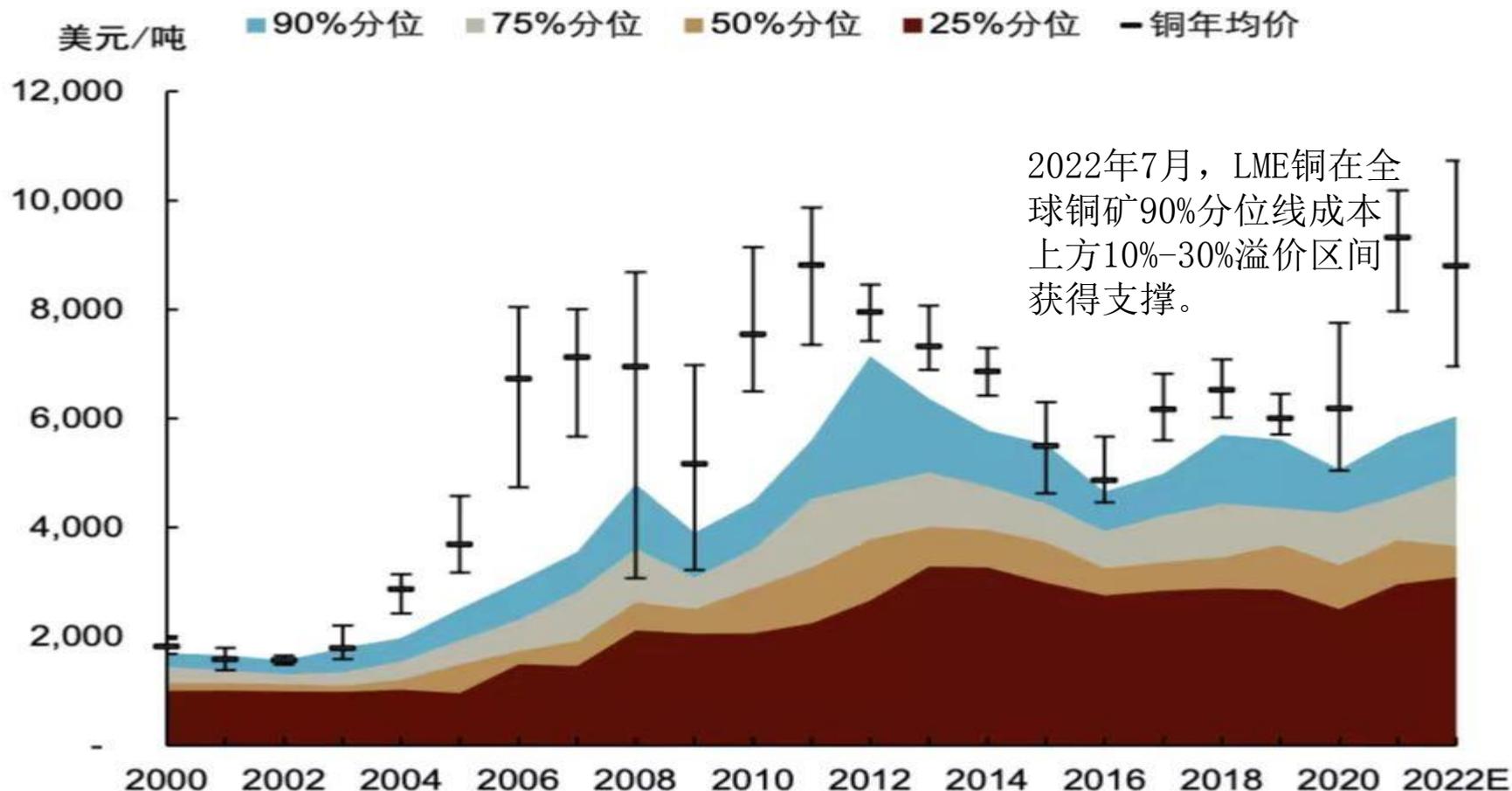
铜矿加工费在一定程度上，反映铜矿供应松紧变化，即加工费上涨时，铜矿供应趋松，铜价下跌；加工费下跌时，铜矿供应偏紧，铜价上涨。加工费与铜价表现关系，呈现负相关性。

目前全球铜矿供应偏宽松，铜矿加工费上涨，铜矿企业资本开支受过去五年铜价运行区间抬高影响刺激，较2016-2017年，显著增加。但受近两年疫情阻碍物流畅通影响，铜矿企业资本开支小幅回落。

7月铜价已跌至全球铜矿90%分位线成本上方

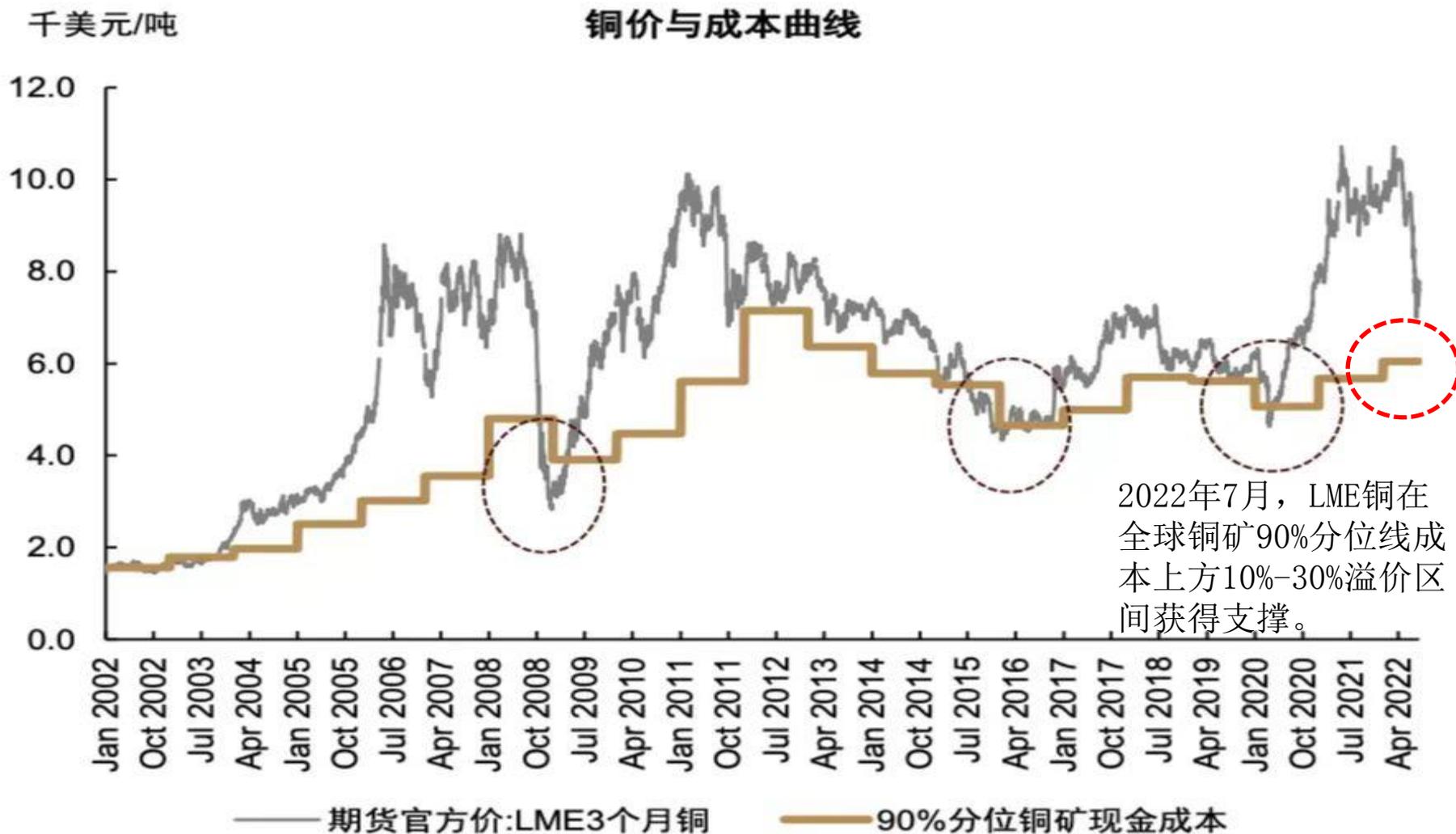


铜：分位现金成本与价格区间



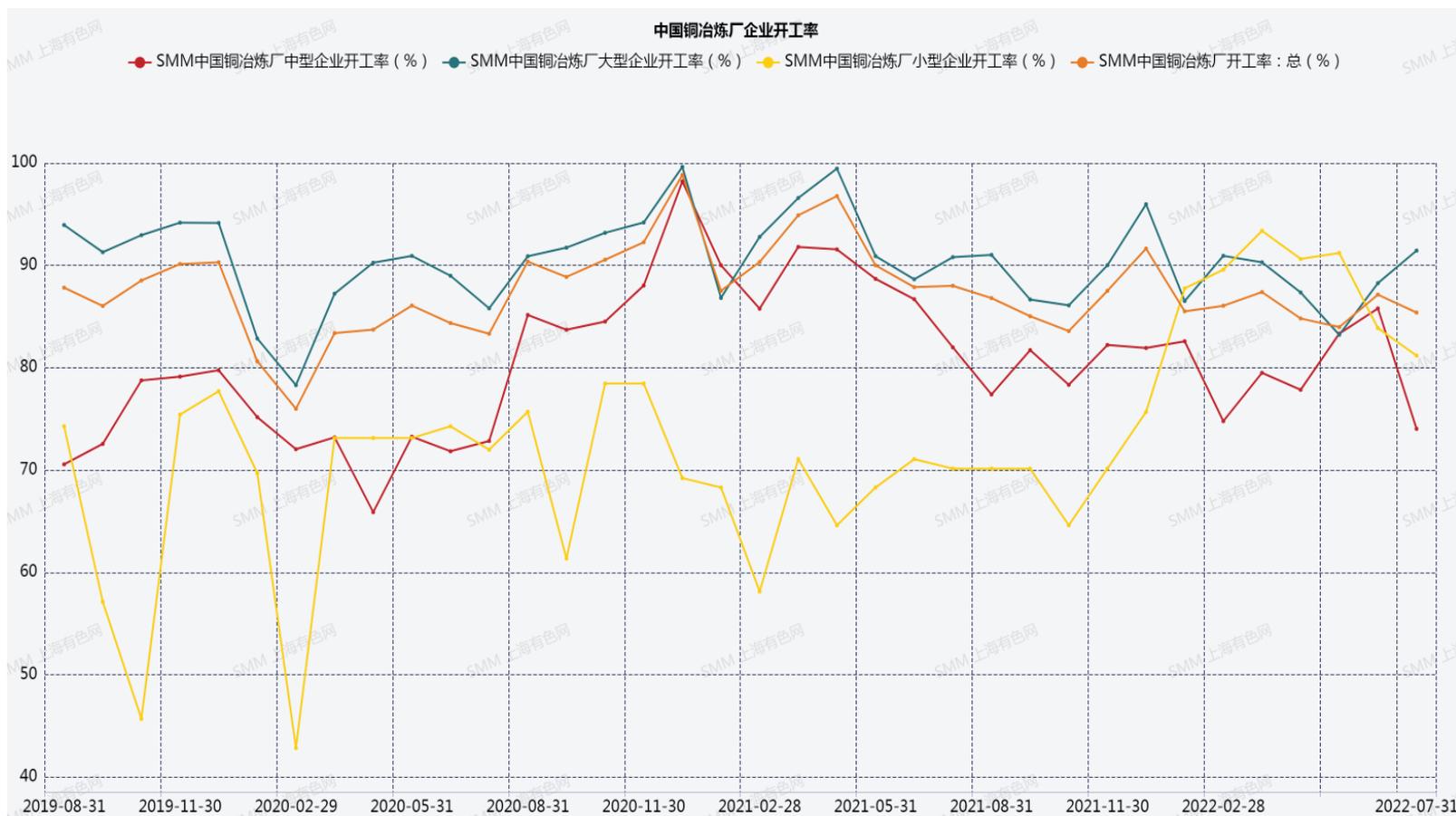
数据来源：wind、中金公司

历史上，铜价跌至或跌破90%分位成本线后有支撑



后期中观变量（若冬季出现电力供应紧张情形，电解铜开工率或回落）对铜价产生利多影响

6-8月，受高温极端天气影响，电力供应紧张，导致部分地区铜冶炼厂限电停产，电解铜厂开工率回落，产量或有回落，供应阶段收缩对铜价形成支撑。9-10月，随着气温降低，铜冶炼厂开工率回升。但秋冬季，若出现极端寒冷天气，电力供需矛盾再度突出，届时电解铜厂开工率回落或将再度回落，对铜价支撑影响或再度显现。



数据来源：SMM

后期中观变量（目前铜库存位于低位，关注冬季需求淡季的累库可能）对铜价产生利空影响

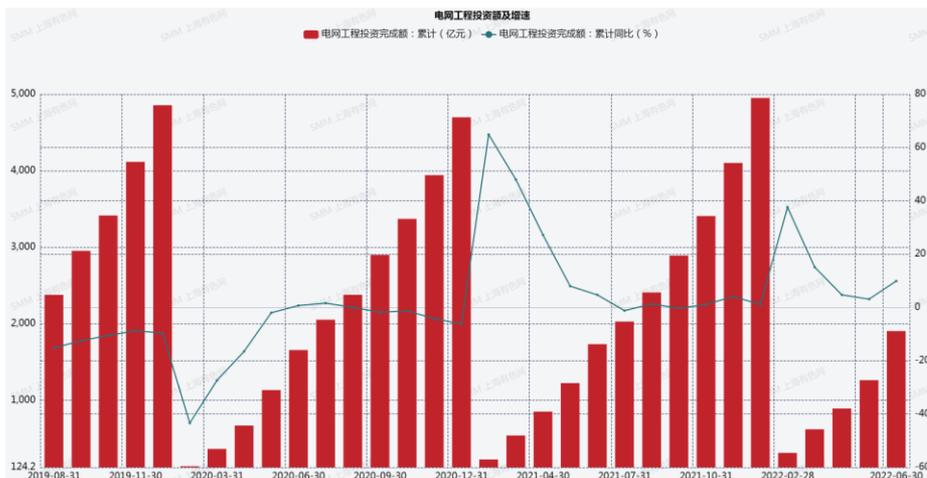


关注后期是否存在主动去库存（需求放缓，库存去化）向被动去库存（需求改善，库存不足）的过渡期。



数据来源：SMM

后期中观变量（电力电网投资增长，铜杆开工率上升）对铜价产生利多影响



数据来源：SMM

电力电网投资快速增长，拉动精铜制杆企业和电线电缆企业开工率上升，增加对上游铜原料需求，对铜价产生利多影响。



数据来源：SMM



数据来源：SMM

后期中观变量（新能源车产销两旺）对铜价产生利多影响

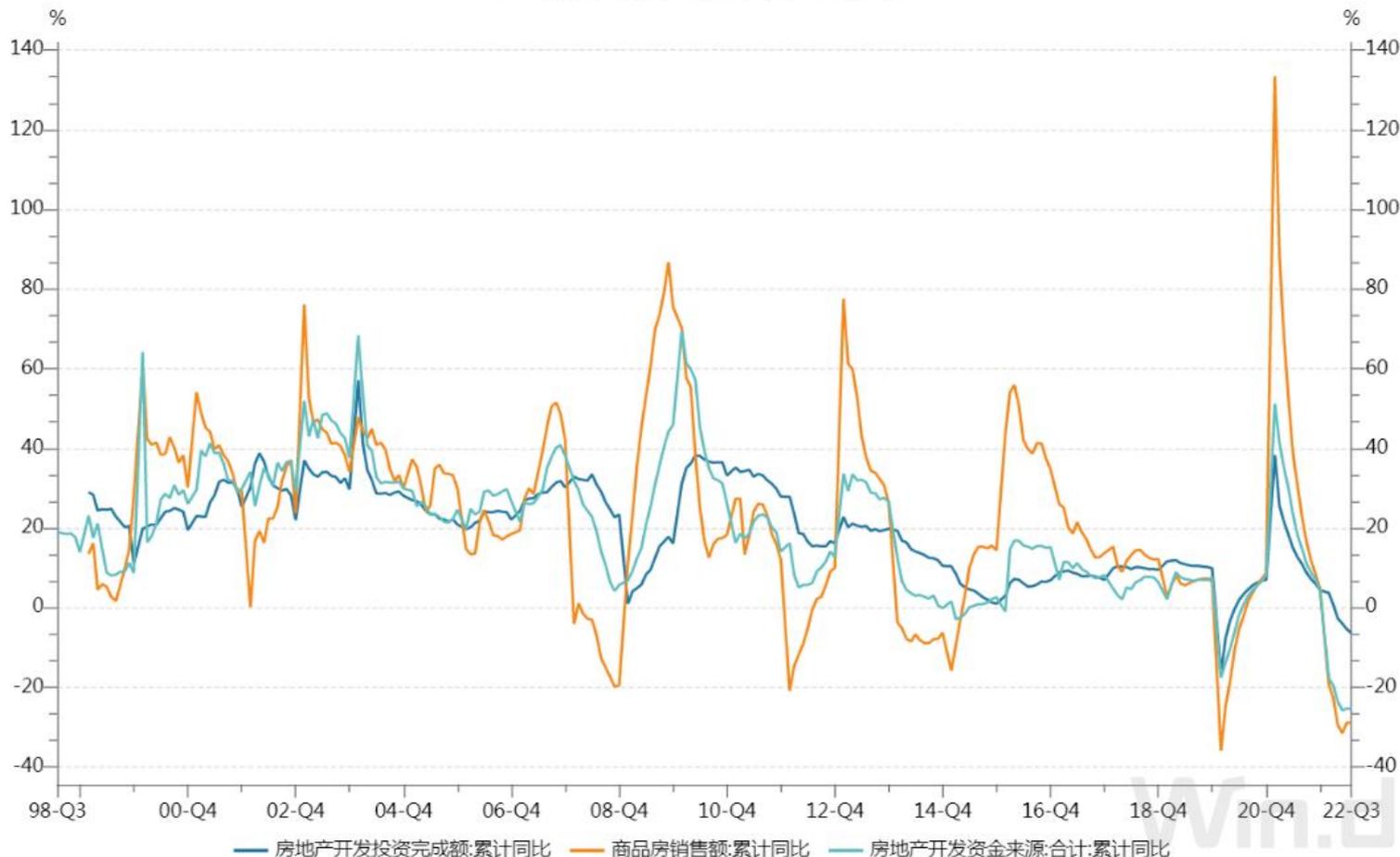


数据来源：SMM

后期中观变量（房地产投资需求趋弱）对铜价产生利空影响



中国房地产投资、销售、资金来源增速

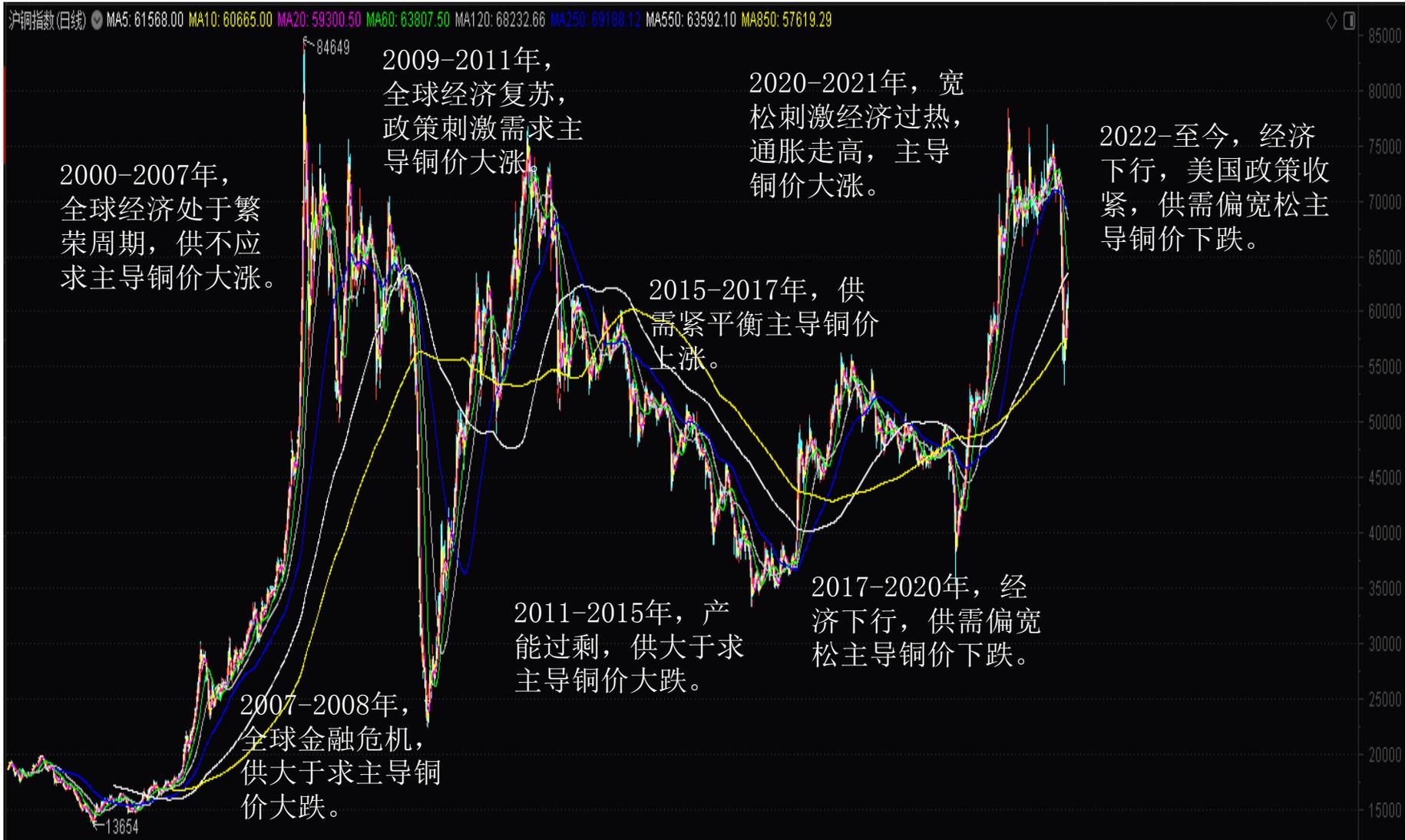


数据来源: wind



交易层面：铜价处于下降通道中，反弹高点布局空单

近20年，铜价走势主要受宏观事件、供需、成本影响，但每一次大跌后的底部都是在抬高



铜价仍处于下降通道，逢反弹高点布局空单



| 时间 | 趋势 | 沪铜表现 | 交易逻辑 | 交易建议 |
|-------------------|----|------------------|--|-------------------------------|
| 2022.3-2022.7 | 下跌 | 最大跌幅30.3% | 经济下行，美国政策收紧，供需偏宽松。 | 空单 |
| 2022.7-2022年四季度 | 反弹 | 截至8月中旬，反弹幅度18.7% | 对美联储大幅加息预期反应较为充分后，随着后期加息步伐放缓，国内宽松政策刺激经济，下游需求存边际改善预期。 | 下降途中的阶段反弹，观察反弹力度，以观望为主，多单谨慎参与 |
| 2022年四季度-2023年一季度 | 下跌 | 二次探底 | 由美联储紧缩转向美国经济衰退，中国经济修复若达预期，届时国内政策或从偏宽松回归中性常态，承压铜价。 | 阶段反弹高点布局空单 |

免责声明



本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但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，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与新世纪期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表新世纪期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货交易买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映新世纪期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为新世纪期货投资咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：杭州市下城区万寿亭13号

邮编：310003

电话：0571-85167251

网址：<http://www.zjncf.com.cn>