

核心观点

宏观方面，欧美通胀高企延续，海外经济陷入衰退的预期增加。不过目前美联储官员加息态度已经出现缓和，市场预期12月加息幅度或将减小，美联储高强度加息或已步入尾声；欧洲则依旧维持当前的加息幅度，可能会带来经济衰退、欧债危机等风险。未来市场情绪或在货币政策和经济数据之间切换。但是随着海外经济陷入衰退，价格大方向上会走弱。

基本面方面，供应端矿端处于宽松态势，目前在低库存加高升水的情形下，铜价支撑较强。但往后看，随着冶炼厂达产以后，铜精矿宽松将向精铜宽松传导，铜供应走向宽松会是大趋势，这会对铜价构成压制。消费端房地产和家电消费不佳，但国家拖底的基建消费转好，结合加息与衰退的宏观交易逻辑并未走完，总需求的下滑加剧衰退担忧仍是主线。

综上，短期内铜价或在宏观政策和基本面之间反复切换，加剧铜价震荡，但随着海外经济真正进入衰退的时候，铜价或将难以支撑。同时长期来看，铜市场会走向过剩，矿端宽松将向精铜端传导，即便是基本面，在预期上也会让铜价存在下行压力。

本月数据分析及市场展望 ——宏观经济下行 柳暗尚未花明

行情回顾

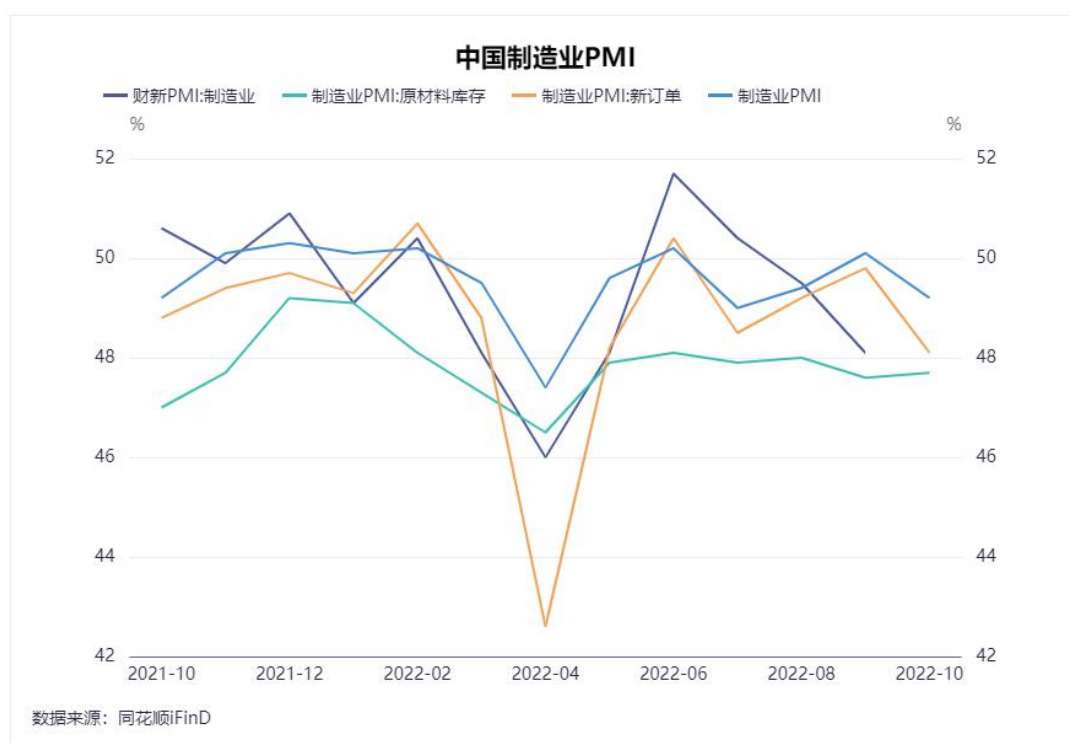


（数据来源：博易大师，锦泰期货投资咨询部）

10月下旬，受美元指数下降影响，宏观利空情绪明显缓解，铜价趋于震荡上行。沪铜最高上探 64160 元/吨，最低 61050 元/吨，最终收报于 63680 元/吨，月涨幅 2.59%。铜价偏强主因 10 中下旬海外多国 PMI 持续萎缩，全球经济衰退信号陆续释放，缓和了全球市场对紧缩政策的预期，美元指数从高位回落，铜价上方压力有所缓和，加之 10 月依旧延续低库存格局，现货升水保持高位，对铜价形成了一定的支撑。

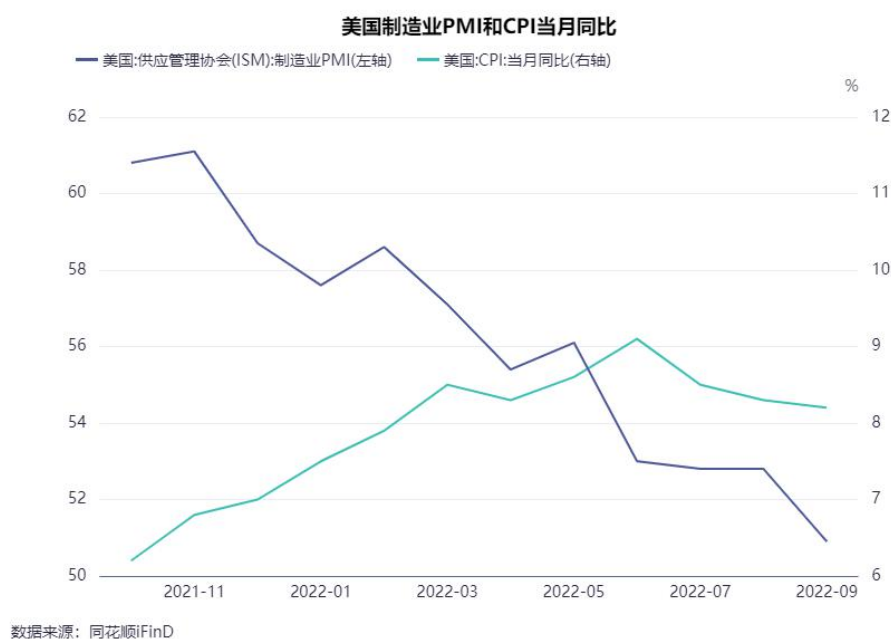
宏观分析

国内方面，数据显示 10 月份国内制造业 PMI 小幅回落，中国 10 月制造业 PMI 为 49.2，低于临界点，比上月下跌 0.9；生产指数为 49.6，比上月下降 1.9，显示制造业生产有所回落。10 月份，受国内疫情多发散发等影响，在居民消费意愿下降、房地产行业负面事件等因素影响下，我国居民及企业生产经营活动总体有所放缓。预计四季度“宽信用”仍然是央行政策重点，围绕改善居民和企业预期、提振实体融资需求的宽信用政策将持续加码。



国外方面，美国 9 月通胀数据再超预期，CPI 同比增长 8.2%，剔除能源食品的核心 CPI 环比增长 0.6%，同比增长 6.6%，为 1982 年以来最高水平，受此影响美元走强并逼近 110 一线，铜价开始出现回落。但进入 10 月，美国三季度实际 GDP 年化环比上升 2.6%，高于市场此前预期的 2.4%，

在连续两个季度萎缩后重回正增长，同时 9 月 PCE 物价指数同比增长 6.2%，低于市场预期的 6.3%，为连续第三个月放缓，美国宏观压力有所缓解，加息预期的减缓使得铜价有所提振。目前来看，美国的经济数据表现尚可，具备持续加息的条件。在持续的加息背景下，美元指数快速上涨，目前仍在高位震荡，这对铜价起到持续压制的作用。



欧洲数据方面，欧元区 10 月 PMI 初值录得 46.6，为 2020 年 6 月以

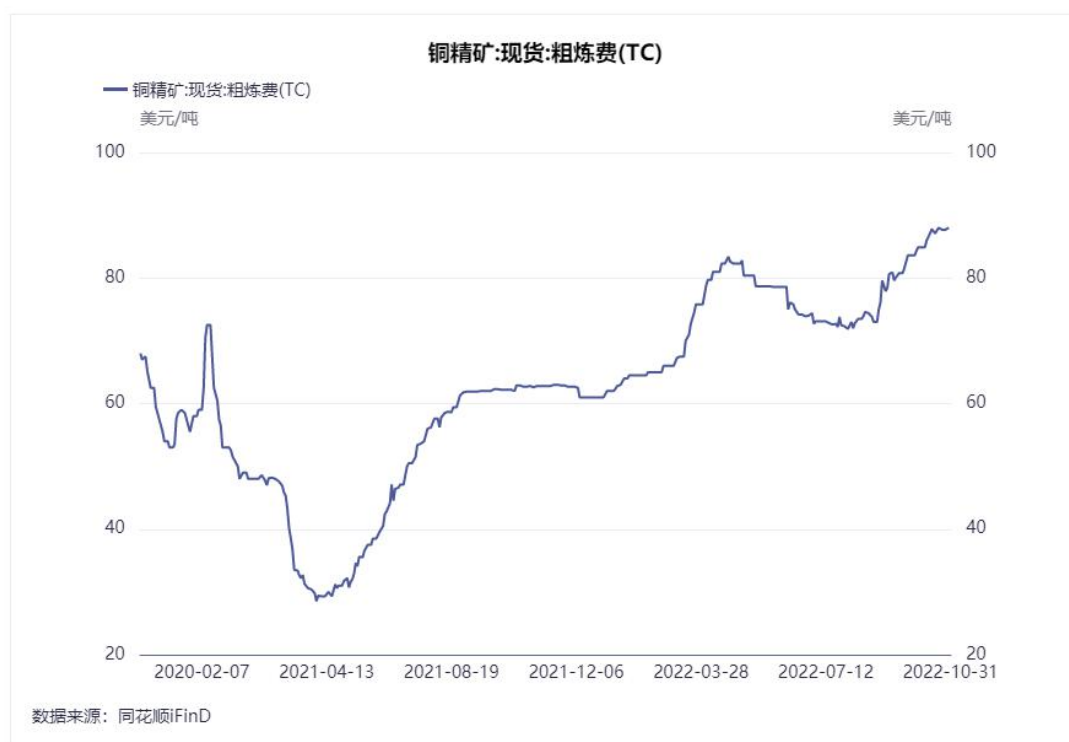
来低点，服务业 PMI 初值 48.2，综合 PMI 初值 47.1，都为 2021 年 3 月以来新低；10 月 CPI 初值同比上升 10.7%，续创历史新高，高于预期的 10.2% 及 9 月终值 9.9%。欧元区三季度 GDP 初值同比增长 2.1%，较二季度 4.1% 的增幅下跌近一半。从数据看，不仅通胀依旧高企，且连续低于预期的 PMI 数据也表示出目前欧洲经济面临衰退的危机。10 月下旬，欧洲央行再次宣布大幅加息 75 个基点，将主要再融资利率、边际借贷利率、存款机制利率分别上调至 2.00%、2.25% 和 1.50%。加息之余还调整了两项重要的货币政策工具，表明缩表已提前。近 3 个月来欧洲央行已连续加息 50BP、75BP 和 75BP，且欧央行行长表态还会继续加息直至通胀回到 2% 的水平。尽管连续加息，但欧元区通胀并未见顶。可以预见的是，大幅加息及缩表可能会带来经济衰退、欧债危机等风险。

基本面分析

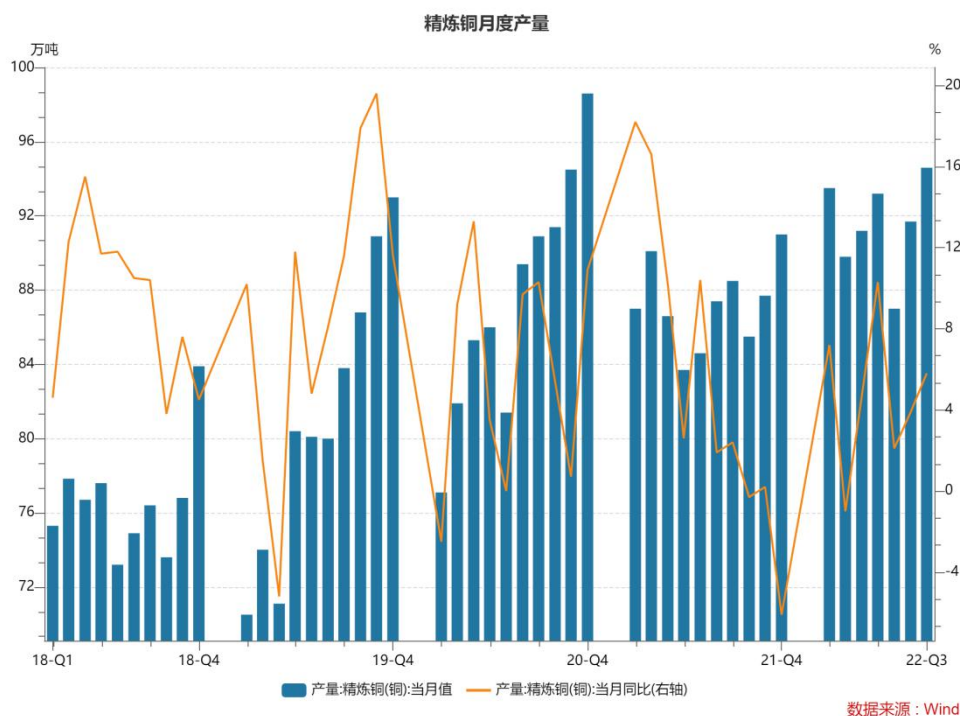
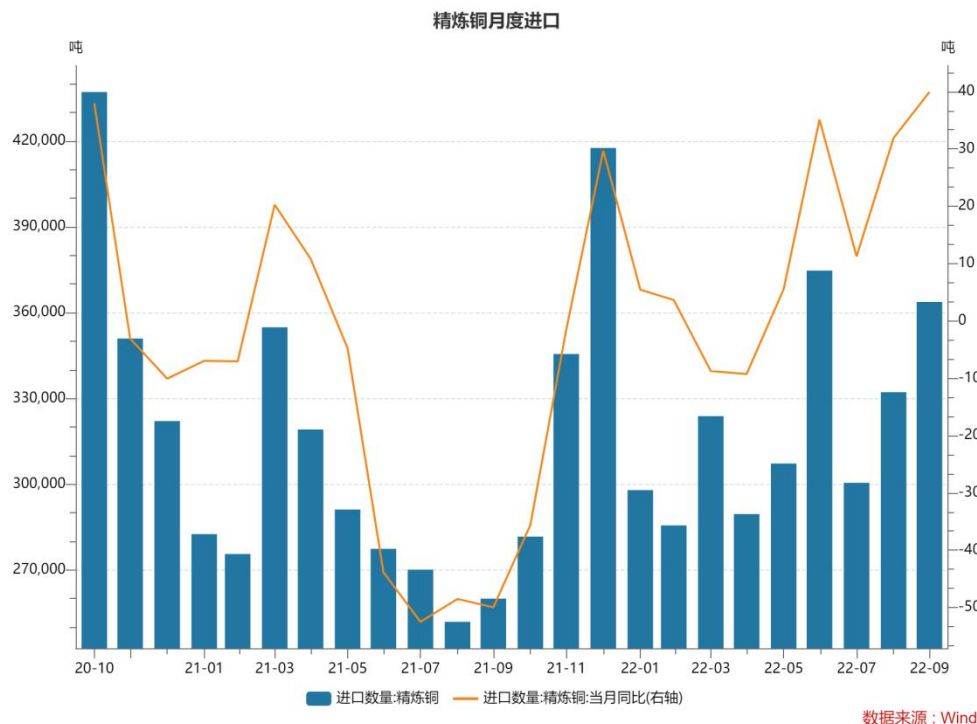
1. 供应分析

铜精矿方面，截止至 10 月末铜精矿 TC 为 88 美元/吨，较月初 84.9 美元/吨上涨 3.1 美元/吨。从铜矿粗炼费用来看，根据 CSPT 会议对四季度 TC/RC 低价提价要求，10 月份 TC/RC 持续稳定上涨。综合来看，10 月份铜供应稳定增长，矿端供应呈现宽松的趋势。但 10 月份冶炼端干扰不少，据消息报道，福建紫金 10 月份检修，主因没有采购到足够的粗铜，计划减产 1.1 万吨；广西金川计划 11 月份检修，影响产量 1.5 万吨；东南铜业计划 11-12 月份大修，影响产量 2-3 万吨；云南锡业计划 12 月份大修，影响产量 1 万吨左右。都显示出现在粗铜紧张的状态仍然在持续，

粗铜紧张的原因一方面是粗铜需求旺盛，另一方面，7-9 月份废铜货源少，国产粗铜减产，加之 10 月份南非港口罢工加剧了粗铜的紧张状况。粗铜一直处于供不应求的状态。



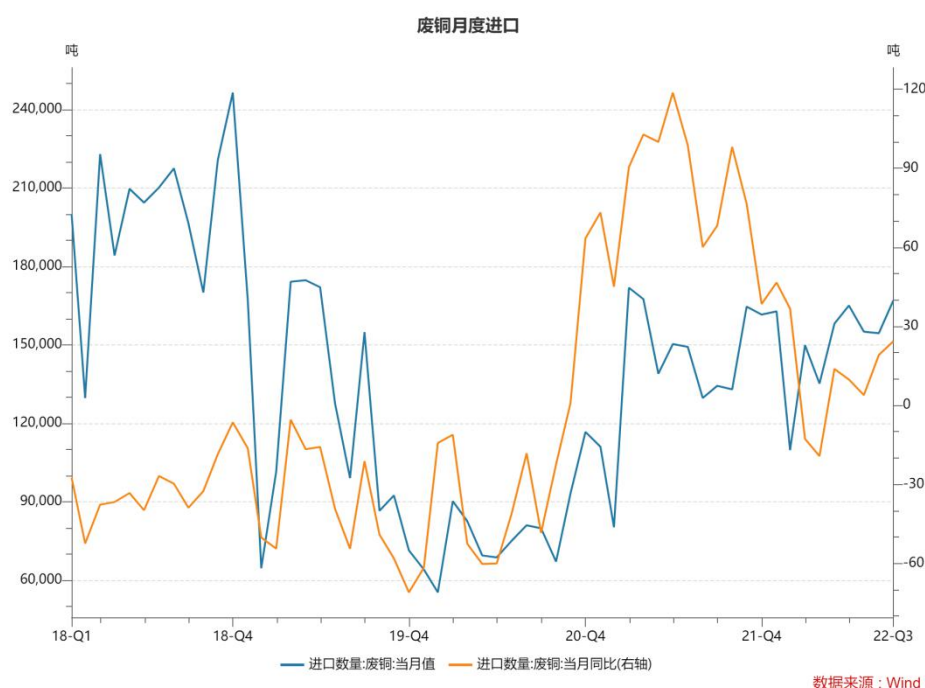
铜精矿方面，数据显示国内铜精矿产量在限电风波之后开始加速，多数市场电力供应紧张局势已然缓解，铜冶炼企业受其影响逐步消失。9 月铜精矿产量同比增加 5.8%，较 8 月增速上升 1.9%；9 月国内精炼铜进口为 36.37 万吨，同比增加 39.92%，与 8 月相比增速上升 8.01%。由于部分冶炼厂在走出限电及检修影响后生产恢复正常，且有为了回补前期的意外产量损失而加大投料生产的动作。预计 12 月份冶炼厂将进入加速冲量状态，部分冶炼厂表示，由于今年减产量比较大，年底会进入冲刺状态，即使亏损也会完成产量目标。



（数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部）

废铜方面,9月进口同比增长24.28%,1-9月累计增速提升至10.08%。受8月末,铜价持续下跌影响,部分铜厂有转采进口废铜的举动,废铜进口供给也在9月持续回暖,预计进口量增速能延续稳定增长趋势。在铜价上涨的情形下,废铜持货商出货意愿也在增强,市场流通货源有所增加。

国庆节期间废铜拆解企业积累了不少库存，国庆以后集中出货，精废价差也在 10 月逐渐扩大，最高达到 2300 元/吨。但实际上废铜市场量并不充足，供给端口仅环比改善，废铜在高价刺激下出一波库存之后，市场上整体货源会比较有限。目前铜价仍处高位震荡，利好废铜出货，一旦回落，预计精废价差将会快速收缩。



国内主流市场精废价差走势图 (元/吨)



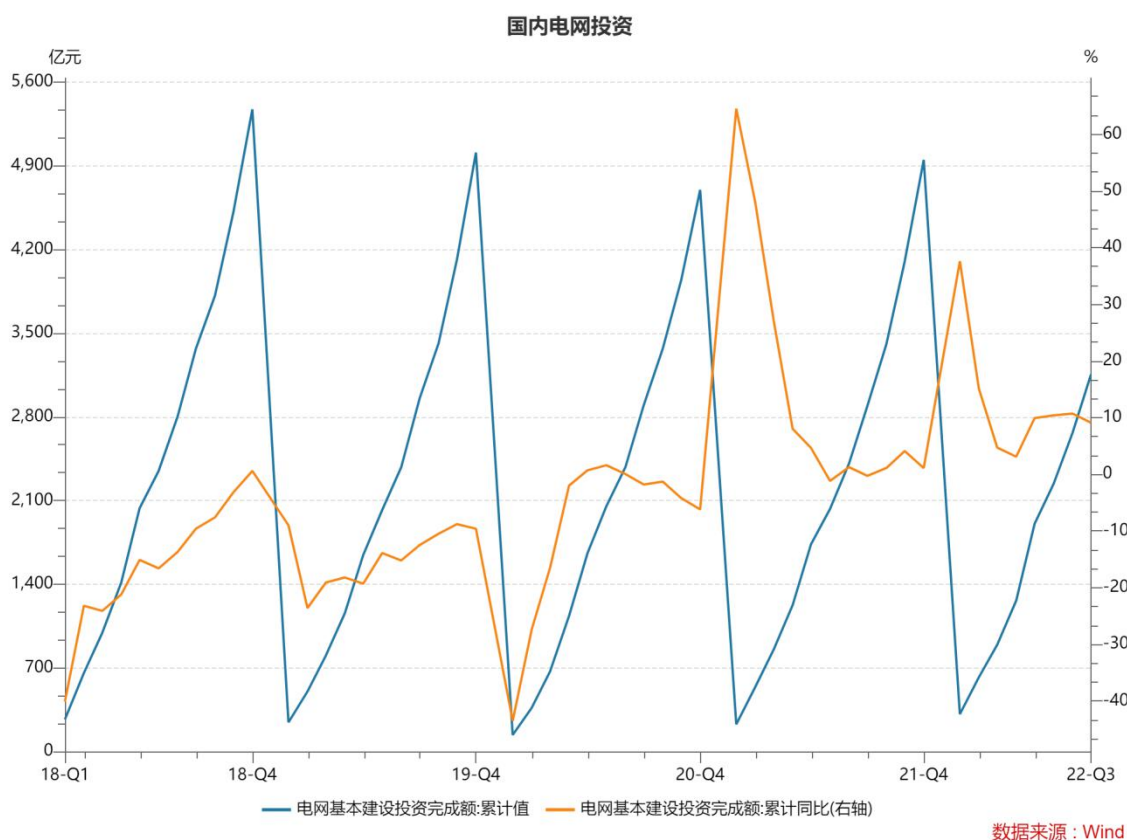
(数据来源: Mysteel, 锦泰期货投资咨询部)

总体来看，铜精矿已经走向了宽松趋势，短期来看精铜产量由

于检修及新投产推迟等因素不及预期，但是铜精矿向精铜宽松传导还是大的趋势，随着冶炼厂增产，精铜矿供应最终会趋向宽松。

2、需求分析

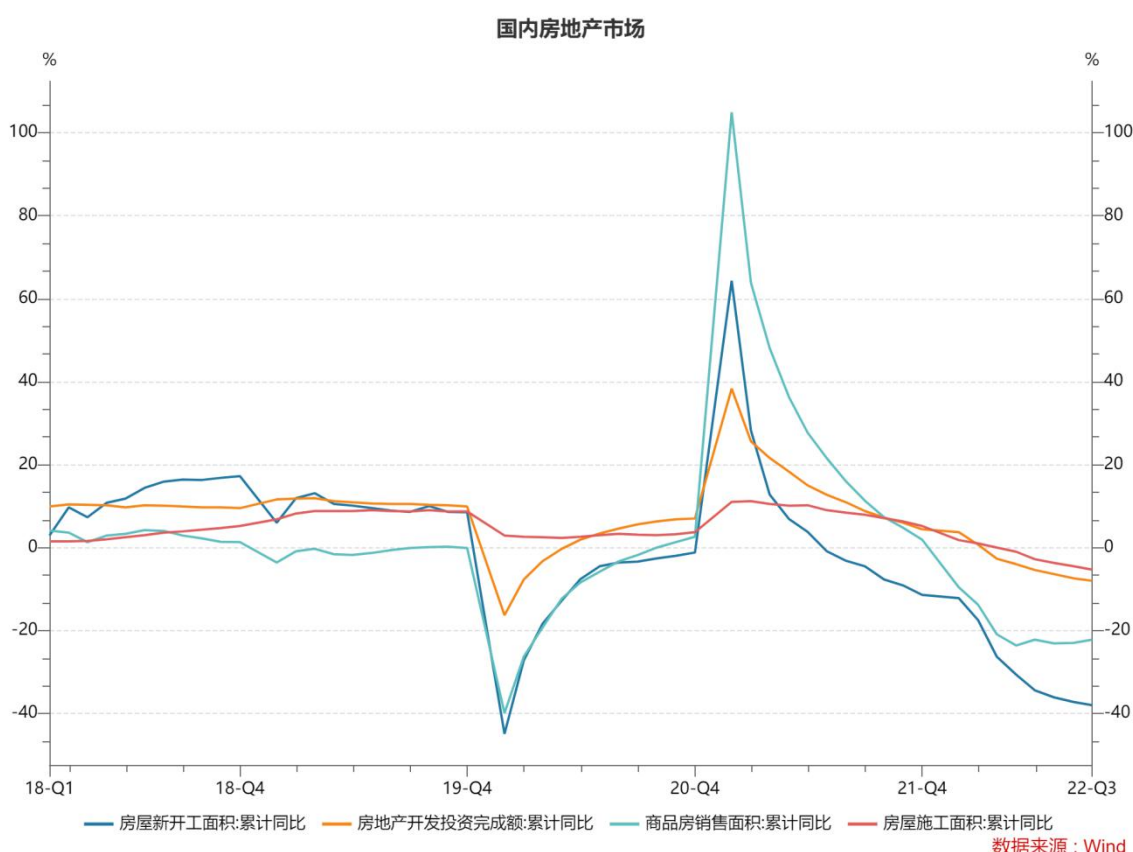
电网投资方面，9月电网投资累计同比增长9.1%，较8月增速下降1.6%，主要原因是9月电力供需有所放缓，但考虑到今年冬季气温预判，预计电力基建仍是铜需求的兜底行业。2022年1-9月电网累计投资3154亿元，电网投资超前发力，稳增长调控预期明显。有部分企业反应国网从七月份以后加速释放订单，中低压和特高压订单增量很快，超出去年同期水平，因此企业对电网类订单比较乐观。



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

房地产方面，全国房地产开发投资依旧处于降温状态中。9月份，房

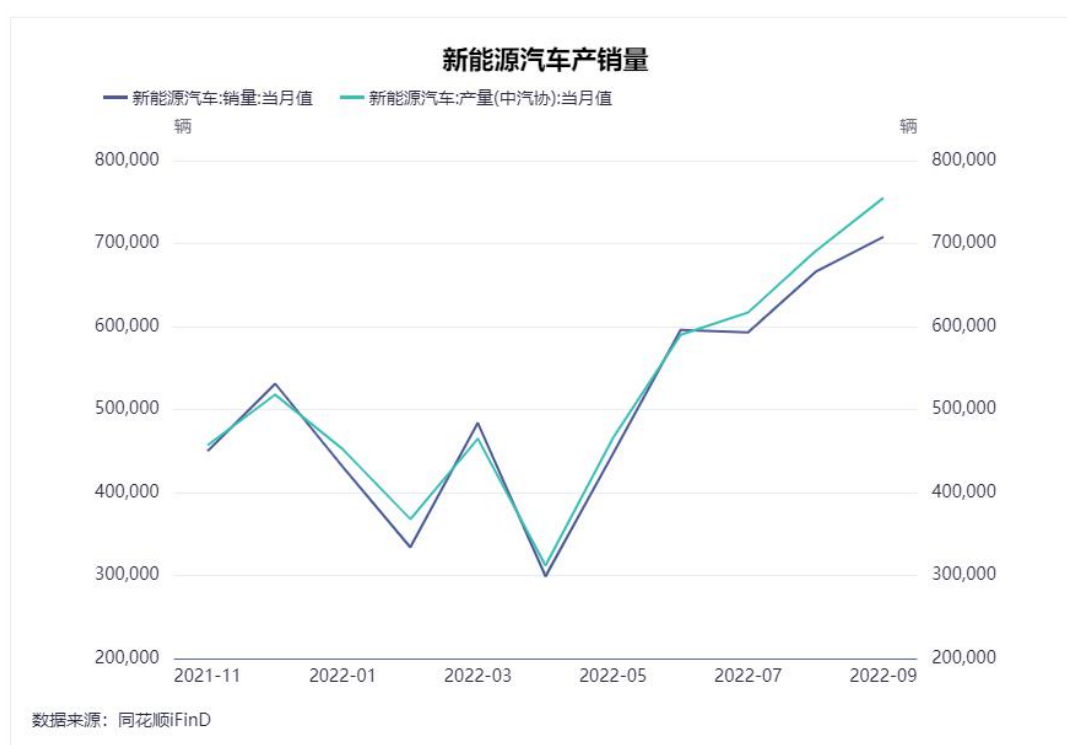
地产开发投资完成额累计同比为-8%，较8月份下降0.6%。房屋新开工面积累计同比为-38%，较8月份下降0.8%。9月房地产数据仍维持弱势。虽然今年各类稳预期、促需求、保交楼的政策积极出台，8月保交楼专项借款托底政策、各地纾困政策发力稳定购房预期，金融对房地产的支持力度也在加大。但楼市消费依旧疲弱，一方面疫情在全国各地反复发生，因此各地防疫政策依旧较为严格，在疫情反复爆发的情况下，居民买房意愿不强，更愿意把钱存起来，另一方面从去年开始的房地产信用危机，以及今年的烂尾楼事件，使全社会对房地产的发展预期产生了改变，破坏了两者的信任，从而进一步冲击房企的销售。



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

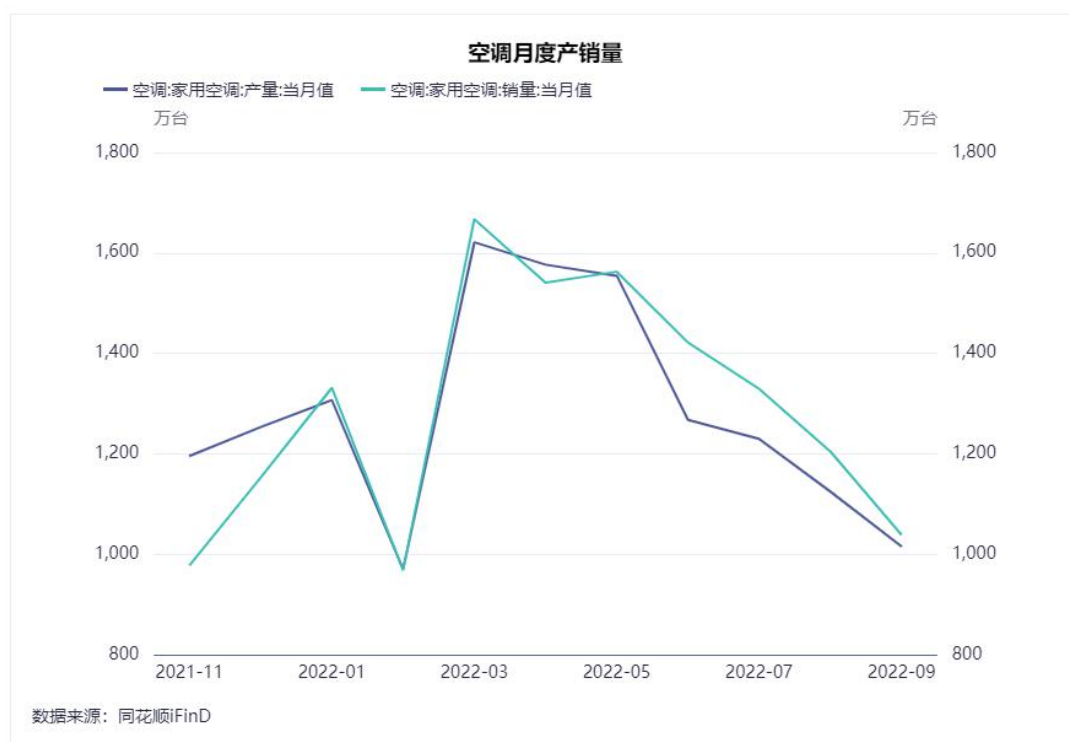
汽车方面，9月国内新能源汽车产销继续保持高速增长势头，分别完成77.5万辆和70.8万辆，同比均增长9.3%和6.3%。十月底国务院办公

厅发布第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案，延续实施新能源汽车免征车辆购置税政策，组织开展新能源汽车下乡和汽车“品牌向上”系列活动，支持新能源汽车产业发展，促进汽车消费。结合“双碳国策”，新能源汽车未来对于铜需求的提振具备一定的影响力。但10月份以后，受疫情影响汽车销售也受到了一定影响。根据乘联会统计的数据，主要厂商零售第一、二、三周的日均同比分别为-26%、13%和-1%。即使年末是车市消费旺季，但是在疫情的影响下车市消费还是面临很大的不确定性。



空调方面，2022年9月家用空调生产1015.25万台，同比下降9.7%，销售1038.4万台，同比下降13.8%。高温结束后，零售端销量仍有压力，均价方面持续上行，主要来自龙头企业提价以及结构改善较为明显。分区域看，受国内外市场需求不足及高通胀等因素影响，前三季度空调外销仍

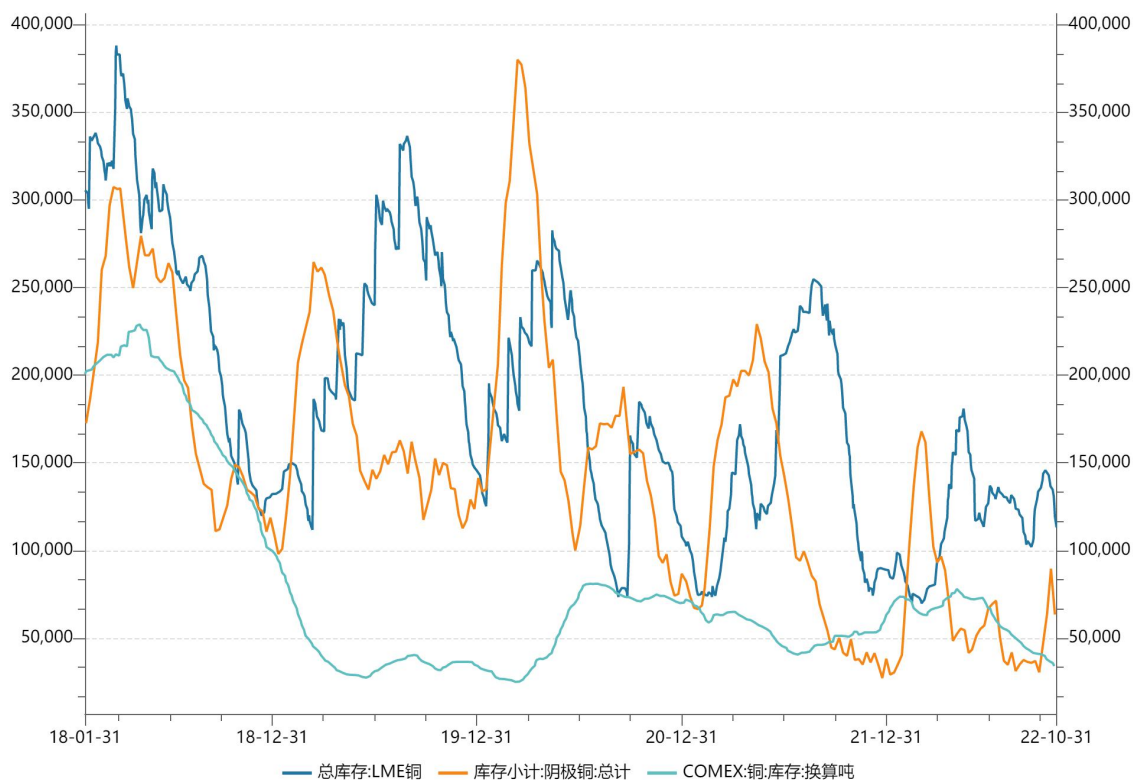
然承压。9 月份，空调销售进入淡季，内销增速也出现了明显的回落。以空调为代表的家电在内外需求上均受到了一定程度的冲击，居民消费意愿减弱。



3. 铜库存

截至 10 月 31 日，LME 铜库存较此前一周减少 21575 吨，SHFE 库存较此前一周减少 26126 吨，总体上看全球铜显性库存仍偏低。10 月中旬国内交易所库存大幅累库，但随着换月交割结束，又开始了持续去库，当前全球库存量依旧处于较低水平。从库存变化来看，库存持续去化而现货升水维持高位，给予了价格有力支撑。因此 10 月份铜价震荡上行依旧主因低库存加高升水的支撑模式。

全球显性库存-铜

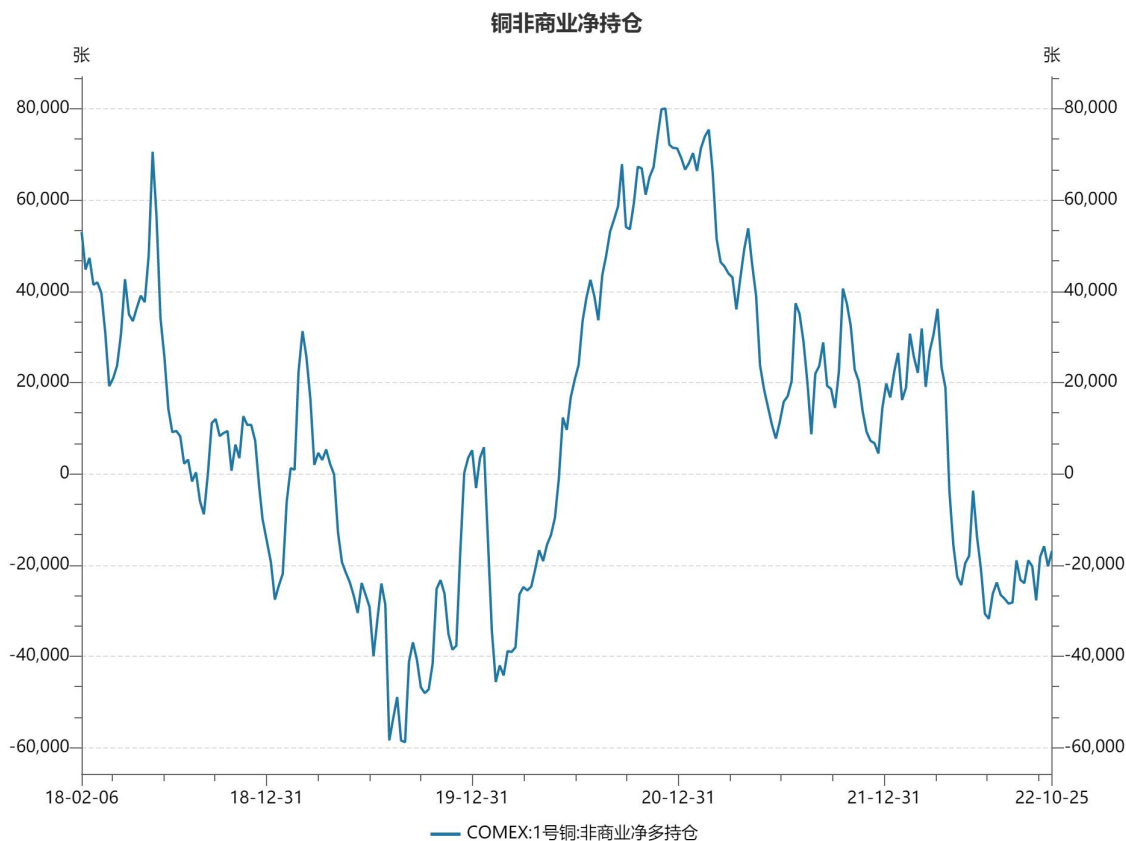


数据来源：Wind

（数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部）

4. CFTC 持仓分析

截止至 10 月 25 日，CFTC 铜非商业净多头持仓为-16919 张，净空单较上周减少 3383 张。从基金持仓的数据可以看出，10 月份情绪相对平稳，空单维持在 1.6 万张左右。从持仓变化来看，铜价高位区间偏强运行，净空头状态略有改善，多头信心有所增强，多空激烈角逐。随着海外经济真正进入衰退，铜价长期看会趋于下跌。



数据来源: Wind

(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

总结与展望

宏观方面，欧美通胀高企延续，海外经济陷入衰退的预期增加。不过目前美联储官员加息态度已经出现缓和，市场预计12月加息幅度或将减小，美联储高强度加息或已步入尾声；欧洲则依旧维持当前的加息幅度，可能会带来经济衰退、欧债危机等风险。国内在国庆节后再度出现疫情，奥密克戎不断变异，各地防控压力大，市场对经济较为悲观。未来市场情绪或在货币政策和经济数据之间切换。但是随着海外经济陷入衰退，价格大方向上会走弱。

基本面方面，供应端矿端处于宽松态势，在内强外弱的格局下，进口需求趋于回暖，精废价差逐渐走高，11月份继续去库的概率很大，且库

存处于非常低的位置，非常容易发生挤仓的现象。目前在低库存加高升水的情形下，铜价支撑较强。但往后看，随着冶炼厂达产以后，铜精矿宽松将向精铜宽松传导，铜供应走向宽松会是大趋势，这会对铜价构成压制。消费端房地产和家电消费不佳，但国家拖底的基建消费转好，基建项目集中在电力、新能源等领域，其中新能源汽车维持高景气度。结合加息与衰退的宏观交易逻辑并未走完，总需求的下滑加剧衰退担忧仍是主线。

综上所述，短期内铜价或在宏观政策和基本面之间反复切换，加剧铜价震荡，但随着海外经济真正进入衰退的时候，铜价或将难以支撑。同时长期来看，铜市场会走向过剩，矿端宽松将向精铜端传导，即便是基本面，在预期上也会让铜价存在下行压力。

■ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，锦泰期货研发部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经锦泰期货研发部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。