



金融投资专业理财

产量高位需求减弱 铜价预计震荡偏弱

摘要

11月份，铜价冲高回调，涨幅约5.7%。宏观面，全球主要经济体制制造业PMI数据下滑，显示经济压力进一步增大。而美联储预计将放缓加息步伐，美元指数高位回调。基本面，国内铜矿供应延续改善趋势，利润较好情况下炼厂产量升至高位，但今年春节较早，叠加粗铜供应趋紧，因此年底产量难有太大增量。下游金九银十需求旺季结束，加工企业开工率下降，市场采购需求减弱，铜现货升水下降；而海外库存下降明显，进口窗口基本关闭，但LME升贴水也降至低位。当前终端行业呈现持稳偏弱情况，其中电力行业投资不及预期，房地产行业仍处低谷，空调行业进入淡季，汽车终端需求放缓，因此铜市需求前景不甚乐观。展望12月份，铜价预计震荡下跌。

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
陈一兰
投资咨询证号：
Z0012698

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



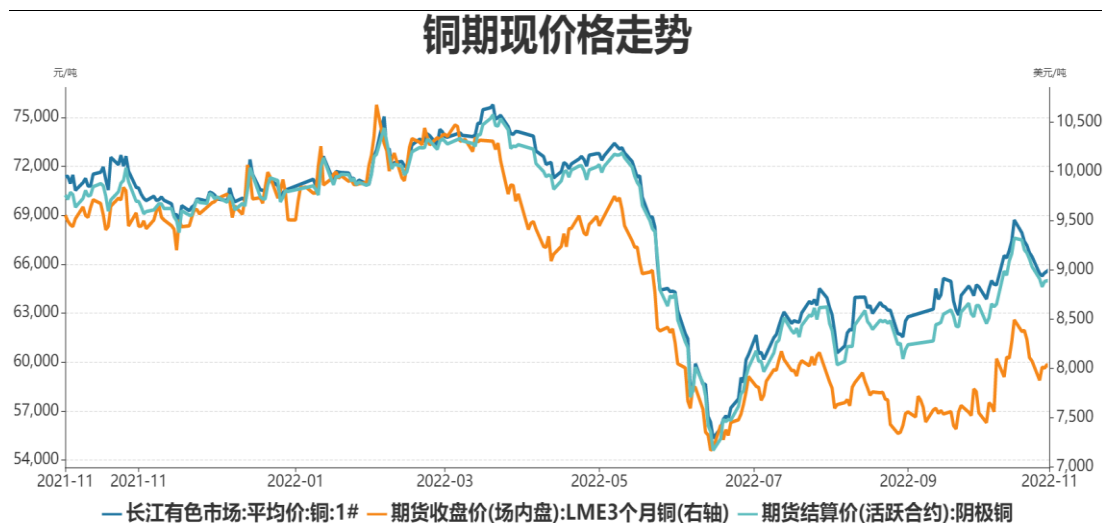
目录

第一部分：铜市场行情回顾	2
一、11月铜价行情回顾.....	2
第二部分：铜产业链回顾与展望分析.....	2
一、宏观面分析.....	2
二、铜市供需体现.....	4
1、全球铜市供应短缺.....	4
2、全球铜显性库存有所下降.....	5
三、铜市供应情况.....	5
1、铜矿供应较为充裕.....	5
2、废铜进口量环比下滑.....	6
3、电解铜产量预计小幅增加.....	7
4、铜进口量环比明显下降.....	8
四、铜市需求情况.....	9
1、铜材产量环比下降.....	9
2、铜市终端行业筑底企稳.....	9
五、12月份铜价展望.....	13
六、操作策略建议.....	13
免责声明.....	14

第一部分：铜市场行情回顾

一、11月铜价行情回顾

11月份，铜价冲高回调，涨幅约5.7%。11月，美联储释放鸽派信号，市场普遍预期将放缓加息步伐，美元指数承压回落。国内铜矿供应充裕，冶炼厂生产积极性较高，不过市场到货增多并未造成累库，并且炼厂提前追产也导致年底产量放缓的可能。下游金九银十结束消费有所放缓，不过终端电力、汽车等板块带动需求持稳，并且海外库存本月下降明显，支撑铜价重心进一步上移。



数据来源：瑞达期货、WIND

第二部分：铜产业链回顾与展望分析

一、宏观面分析

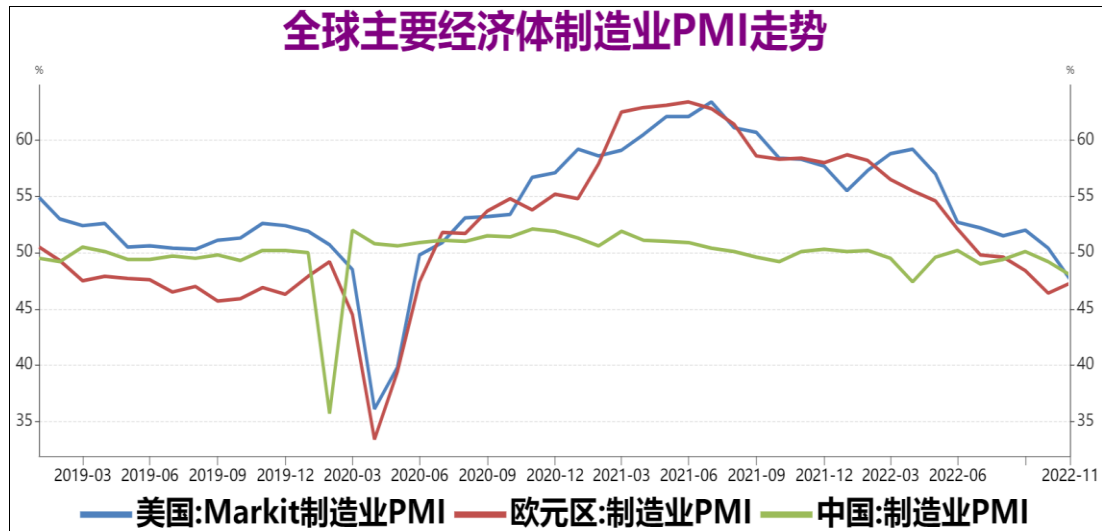
11月23日，人民银行和银保监会正式发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，提出6方面共16条措施，被业界成为“金融16条”。“金融16条”具体提出了六部分内容，包括保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度。“金融16条”的出台是“稳地价、稳房价、稳预期”的具体体现，金融政策扩展到“保需求、保项目和保房企”，支持对象范围更广，可以有效防范房地产业发展失速的风险，也有助于购房者改善市场预期、稳定信心。此外，中国人民银行决定于12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已

执行 5%存款准备金率的金融机构), 此次降准共计释放长期资金约 5000 亿元。此次降准, 释放了宏观政策向稳增长方向加力的信号, 有助于提振市场信心。

同时, 作为关键的领先指标, 全球主要经济体最新的制造业和服务业 PMI 数据出炉。其中, 中国 11 月官方制造业 PMI 指数为 48, 比上月下降 1.2 个百分点, 低于临界点; 非制造业商务活动指数为 46.7, 比上月下降 2.8 个百分点, 低于临界点; 综合 PMI 产出指数为 49, 比上月下降 1.9 个百分点, 低于临界点, 表明我国企业生产经营活动总体继续放缓。

美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值为 47.6, 低于预期的 50, 前值 50.4, 创 2020 年 5 月以来新低。服务业 PMI 初值录得 46.1, 低于预期的 47.9, 前值 47.8, 创 2022 年 8 月以来新低。综合 PMI 初值录得 46.3, 低于预期的 48, 前值 48.2。美国未来几个月通胀压力应该会继续降温, 而且可能会显著降温; 但与此同时, 美国经济将更可能陷入深度衰退。

欧元区 11 月 Markit 制造业 PMI 初值为 47.3, 前值 46.4, 预期 46。欧元区 Markit 服务业 PMI 初值为 48.6, 前值 48.6, 预期 48。欧洲综合 PMI 初值为 47.8, 前值 47.3, 好于预期。欧元区 11 月 PMI 显示出适度的缓解迹象, 整体好于 10 月, 企业对价格的预期略有改善。最近能源价格的下跌, 加上供应瓶颈的稳步改善, 在一定程度上减轻了制造业的压力。



数据来源: 瑞达期货、WIND

美国货币政策方面, 美联储 23 日发布的 11 月货币政策会议纪要显示, 多数美联储官员倾向于金块放缓加息步伐, 以降低过度紧缩的风险。美联储于 11 月 2 日结束当月货币政策会议, 决定将联邦基金利率目标区间上调 75 个基点到 3.75%至 4%之间, 并就未来是否调整加息节奏进行了讨论。23 日发布的会议纪要显示, 绝大多数与会官员认为, “尽快放缓加息速度将是合适的”。这意味着, 美联储有可能在 12 月货币政策会议上将加息幅度下调至 50 个基点。根据会议纪要, 与会官员大致同意美联储有必要继续加息以遏制

通胀,并认为在高通胀和强劲就业市场的经济大环境下,2023年联邦基金利率将升至“略高于此前预期”的水平。美联储将于12月13日至14日举行今年最后一次货币政策会议。受美国通胀形势缓解影响,目前市场普遍预计届时美联储将下调加息幅度至50个基点。



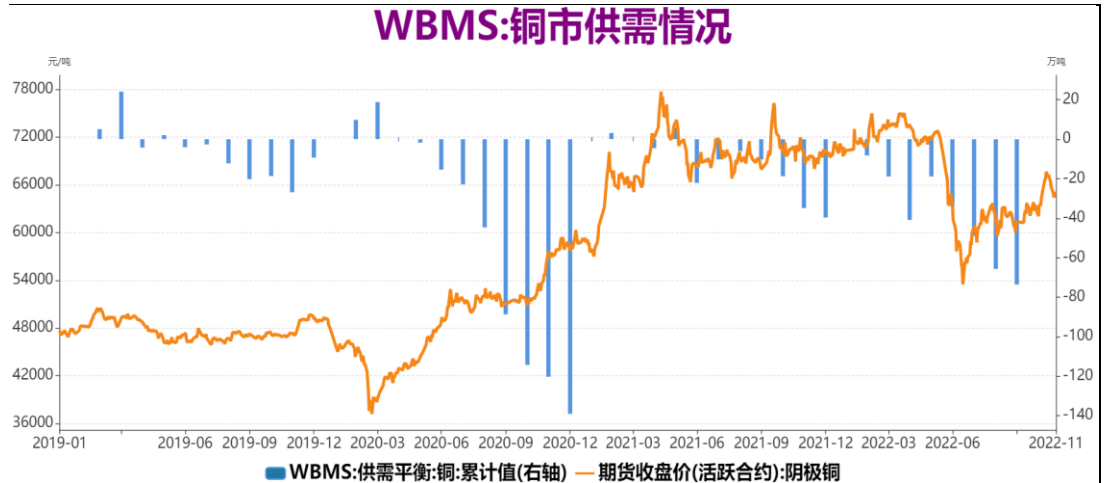
数据来源: 瑞达期货、WIND

二、铜市供需体现

1、全球铜市供应短缺

世界金属统计局(WBMS)报告显示,2022年1-9月全球铜市供应短缺73.6万吨,2021年全年为供应短缺28.5万吨。截至9月底,可报告的ME库存(包括非仓单库存)较2021年12月底高出4.8万吨。上海期交所仓库的库存减少7700吨,COMEX库存减少4800吨。2022年1-9个月,全球矿山铜产量为1600万吨,较上年同期增加1.2%。同时期全球精炼铜产量为1850万吨,同比增长1.2%,其中中国和印度产量增幅明显,增幅分别为30.1万吨和5.6万吨。2022年1-9月,全球铜需求为1925万吨,较上年同期增加4.1%。1-9月中国表观需求为1071万吨,同比增长5.5%。1-9月,中国半制成品产量同比增加4.5%;美国精炼铜产量为73.32万吨,较上年同期增加6800吨。9月精炼铜产量为208.5万吨,需求为222.69万吨。

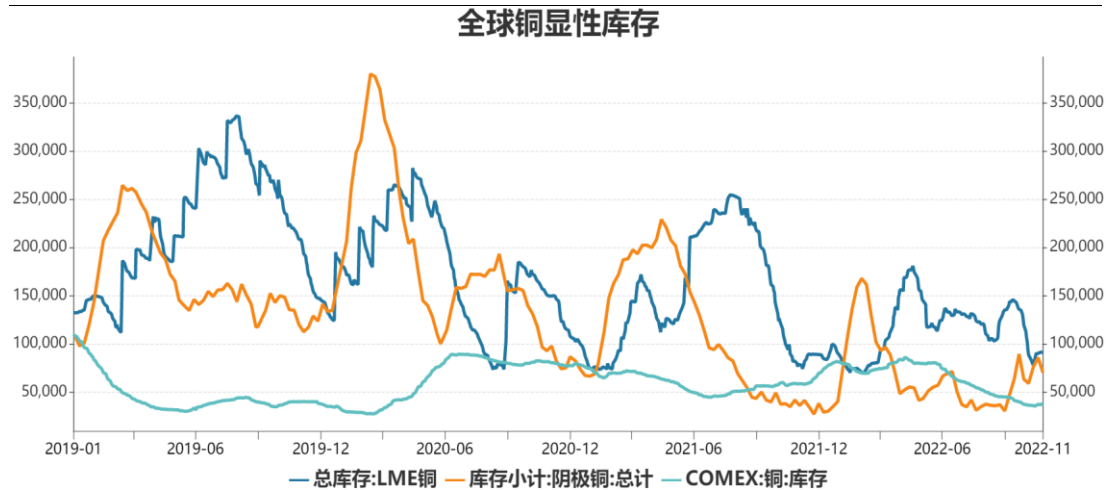
国际铜业研究组织(ICSG)最新报告中称,全球精炼铜市场2022年9月供应短缺1万吨,此前在8月为短缺1.3万吨。9月份全球精炼铜产量为216万吨,消费量为217万吨。1—9月份全球精炼铜市场供应短缺29.5万吨,去年同期为短缺23.3万吨。



数据来源：瑞达期货，WBMS

2、全球铜显性库存有所下降

一般而言，库存是体现精炼铜市场供需关系的最重要指标。截至 2022 年 11 月 25 日，全球铜显性库存报 195099 吨，月度减少 21615 吨。其中 COMEX 铜库存 37596 短吨，月度增加 222 短吨，二季度以来小幅下降趋势；LME 铜库存 90750 吨，月度减少 28625 吨，重回历史低位水平；上期所铜库存 70249 吨，月度增加 6809 吨，自低位小幅回升。整体来看，全球库存呈现外降内增，不过整体库存有所下降。



数据来源：瑞达期货，WIND

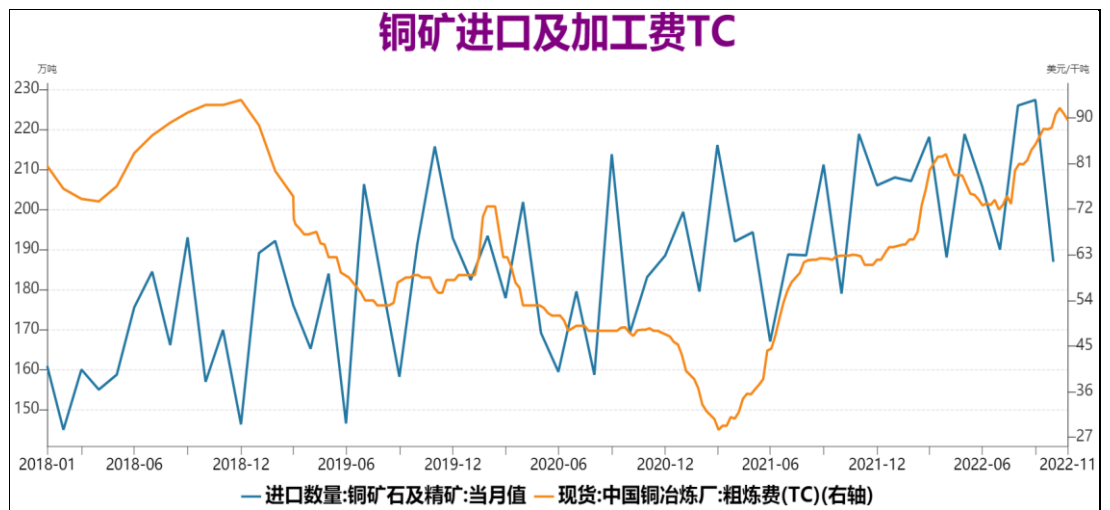
三、铜市供应情况

1、铜矿供应较为充裕

作为精铜的上游原料-中国铜精矿进口依赖度较高，铜精矿的供应主要关注其进口情况。海关总署数据显示，中国 10 月铜矿砂及其精矿进口量为 186.88 万吨，环比减少 17.8%，

同比增加 4.6%。其中，智利是最大供应国。当月从智利进口铜矿砂及其精矿 56.32 万吨，环比减少 17.6%，同比减少 17.1%。2022 年 1-10 月份累计进口铜矿砂及其精矿 2076 万吨，同比增长 8.4%。10 月铜矿进口量下降明显，主因当前港口库存及炼厂原料库存充足，使得进口矿料需求下降。

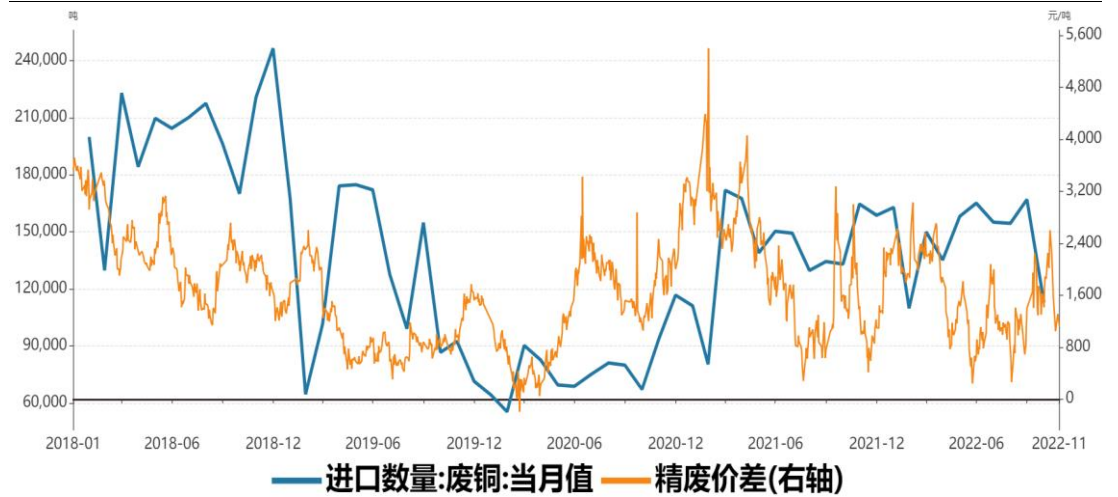
据统计数据显示，11 月国内铜矿港口库存维持在较高水平，截至 11 月 25 日，中国港口铜精矿库存 85.4 万吨，较 10 月底减少 1.8 万吨；11 月 25 日中国铜矿加工费 TC 录得 89.5 美元/干吨，较 10 月底上调 1.5 美元/干吨，铜矿加工费 TC 继续上升，接近 2019 年年初的高位，铜矿供应呈现恢复趋势。此外，CSPT 敲定第四季度的 TC/RC 底价定为每吨 93 美元和每磅 9.3 美分，高于第三季度的每吨 80 美元和每磅 8 美分，也高于 2021 年第四季度的每吨 70 美元以及每磅 7 美分。因为全球铜精矿供应预计增加，而冶炼需求预计稳定。



数据来源：瑞达期货、WIND

2、废铜进口量环比下滑

废铜是上游原材料之一，据国家海关数据显示，10 月中国废铜进口量为 11.29 万吨，环比下滑 32.4%，同比下滑 15%；其中，美国为最大来源国，当月从该国进口废铜 20496.4 吨，环比减少 37.7%，同比下滑 7%。1-10 月废铜累计进口 147.04 万吨，同比增加 7.6%。10、11 月份精废价差有所上升，粗略计算在 1500-2300 元/吨，主要因精铜市场需求持稳价格上涨。因此废铜价格表现相对较弱，以及人民币贬值的影响，导致废铜进口数量受到抑制。11 月底废铜市场呈现供应趋紧迹象，预计供应下降将有助于废铜价格走强，加之美元指数回落，预计后市废铜进口量将有所回落。

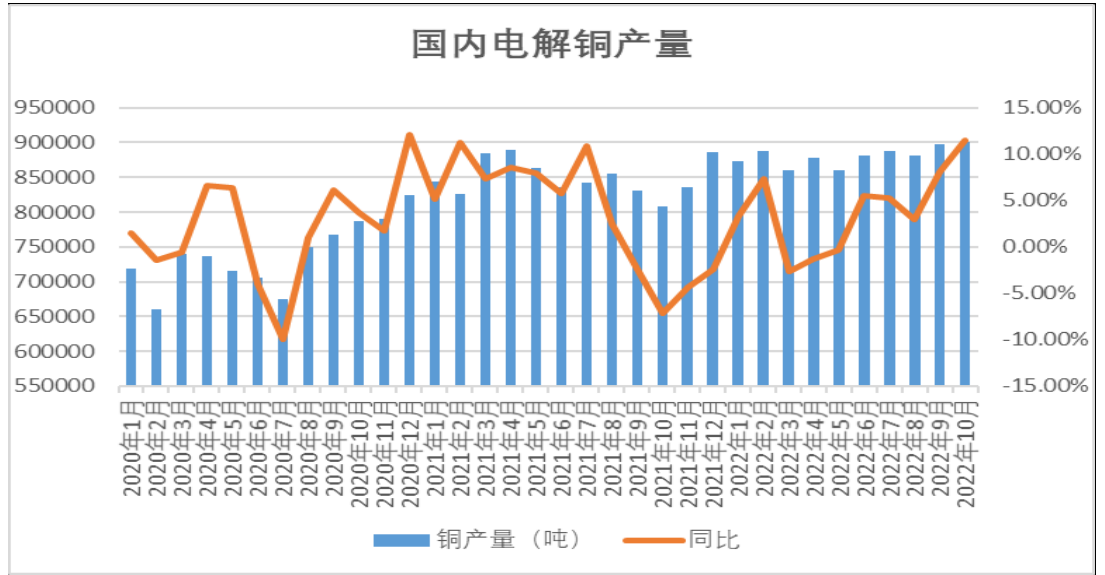


数据来源：瑞达期货、WIND

3、电解铜产量预计小幅增加

电解铜产量方面，10月SMM中国电解铜产量为90.12万吨，环比下降0.9%，同比上升14.2%。1-10月累计产量为851.25万吨，同比增加2.8%，增量为23.28万吨。10月国内电解铜产量环比下降且不及预期，我们分析主要有以下几个原因：1. 受到冶炼厂检修影响，据我们统计10月有3家冶炼厂有检修计划；2. 粗铜和冷料供应紧张令部分冶炼厂产量超预期下滑；3. 疫情和限电，令西南和内蒙的冶炼厂产量超预期下降；4. 10月新投产的冶炼厂产量释放十分缓慢，个别炼厂更是推迟投产。

据统计11月有检修的冶炼厂有5家，因检修影响的量较10月增加。此外，粗铜和冷料供应紧张的情况仍在持续，这仍将是制约产量增加的另一重要因素。而市场期待的华中某冶炼厂的投产情况，预计在11月仍没有大的动静。不过近期在硫酸价格和铜精矿加工费仍在上涨的刺激下，多数冶炼厂的生产积极性均较高。预计11月国内电解铜产量为90.33万吨，环比增加0.21万吨上升0.23%，同比上升9.4%。1-11月累计产量941.58万吨，同比增加3.4%，增量为31.02万吨。

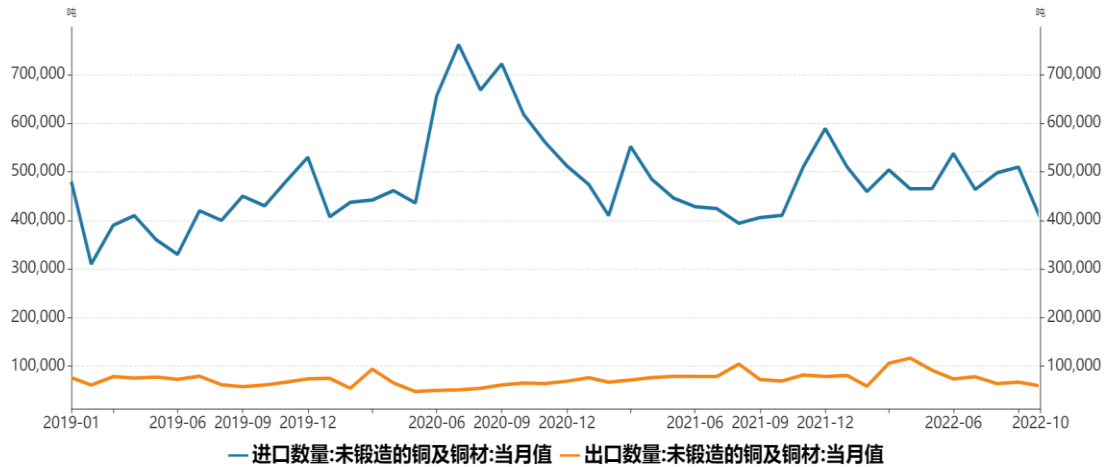


数据来源：瑞达期货、SMM

4、铜进口量环比明显下降

根据海关总署数据，在进口供应方面，中国 2022 年 10 月未锻轧铜及铜材进口 40.44 万吨，环比减少 20.7%，同比减少 1.5%；1-10 月累计进口 481.78 万吨，同比增加 8.8%。10 月未锻轧铜及铜材出口 5.9 万吨，环比减少 12.05%，同比减少 14.9%；1-10 月累计出口 79.47 万吨，同比增加 2.9%。11 月份中国进口套利窗口缩窄，因国内金九银十旺季结束，且海外库存下降，使得进口国内资源数量下降明显。11 月份人民币汇率止跌回升，使得进口窗口保持在小幅开启状态，预计后市铜进口量将持稳略有回升。

未锻轧铜及铜材进出口



数据来源：瑞达期货、WIND

四、铜市需求情况

1、铜材产量环比下降

据国家统计局最新数据显示,2022年10月全国铜材产量为194.9万吨,同比增长12%,环比减少12.25%。2022年1-10月全国铜材产量1842.8万吨,同比增长7.6%。今年4月份由于国内出现疫情,企业生产受到较大影响,不过随后5、6月份随着国内疫情影响逐渐减弱,铜材企业生产基本恢复生产,叠加企业赶产前期订单,使得铜材产量出现明显回升。进入三季度随着国内稳经济政策的逐渐释放,以及金九银十传统旺季需求的带动下,下游铜材产量增长明显。进入年底11、12月,金九银十旺季结束,国内铜材产量预计将有所回落。



数据来源: 瑞达期货、WIND

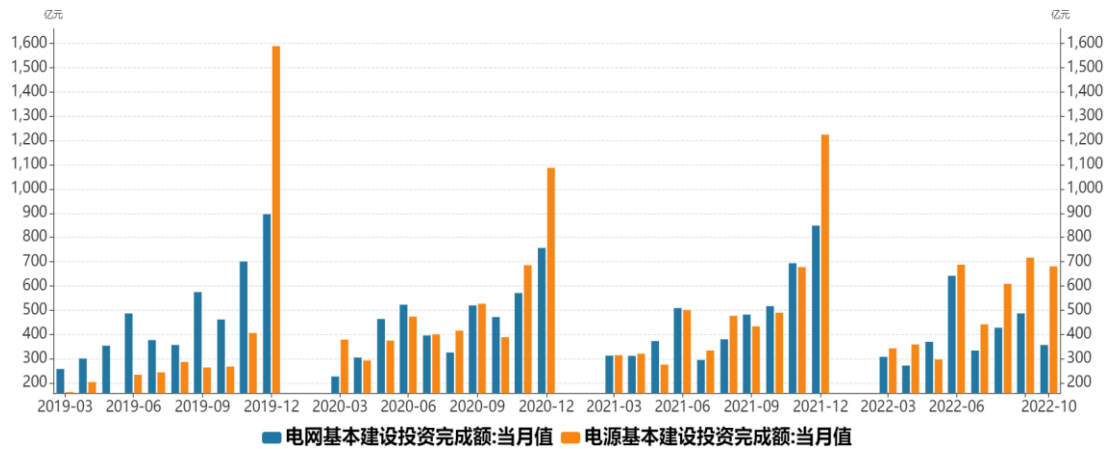
2、铜市终端行业筑底企稳

电网建设是我国铜的主要消费领域,占比在50%以上。电网方面,根据数据统计,2022年1-10月全国电网工程投资累计完成3511亿元,同比增长3%。10月电网投资357亿元,同比下降约31%。“十四五”期间,国家电网和南方电网规划投资累计将超过2.9万亿元,如果算上其他部分地区电网公司,总投资预计近3万亿元。这明显高于“十三五”期间全国电网总投资2.57万亿元、“十二五”期间的2万亿元。今年初,国家电网召开了年度工作会议,计划2022年电网投资达5012亿元。这是国网公司年度电网投资计划首次突破5000亿元,创历史新高,同比增长8.84%。2021完成电网投资约4730亿元,2020年为4605亿元。在稳增长、重视新基建背景下,今年电网行业景气度持乐观预期,不过今年前10月电

网基本建设累计完成额,距离年度投资目标仍有不小差距,并且10月投资额同比大幅下降,表现弱于预期,年底是否能赶上目标仍需关注。

电源方面,根据数据统计,2022年1-10月,电源基本建设投资完成额累计值为4607亿元,同比增加27%。其中,水电618亿元,同比下降19.9%;火电640亿元,同比增长42.8%;核电474亿元,同比增长19.9%;风电1205亿元,同比下降26.7%;太阳能发电1574亿元,同比增长326.7%。水电、风电、光伏等清洁能源完成投资占电源完成投资的73.7%。

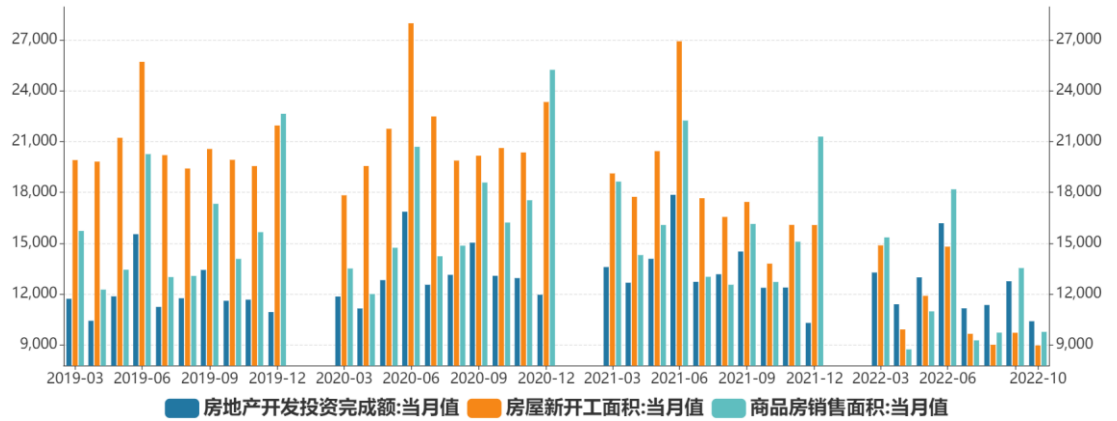
国内电力行业投资



数据来源:瑞达期货、WIND

房地产方面,根据国家统计局公布数据显示,2022年1-10月份,全国房地产开发投资完成额113945.3亿元,同比下降8.8%。10月份,房地产开发景气指数(简称“国房景气指数”)为94.7,较9月份的94.86续降。1-10月份,房屋新开工面积103721.7万平方米,同比下降37.8%。1-10月份,商品房销售面积111179.29万平方米,同比下降22.3%。房地产行业依旧延续疲软的情况,未来还需要更多的政策支持。在11月,人行和银保监会发布“金融十六条”,内容包括保障开发贷、按揭贷、保交楼、土地市场;几大国有银行纷纷对地产商给予了大幅的授信额度;目前已有许多城市降低购房首付,并且房贷利率也在逐渐下调。政策端的刺激力度进一步加大,释放托底产业链的决心,受此影响,市场对未来需求好转的乐观预期提升。不过政策端向需求端传导需要一定时间,并且市场信心的修复也需要时间,因此房地产行业能否持续改善还有待观察。

房地产行业投资情况

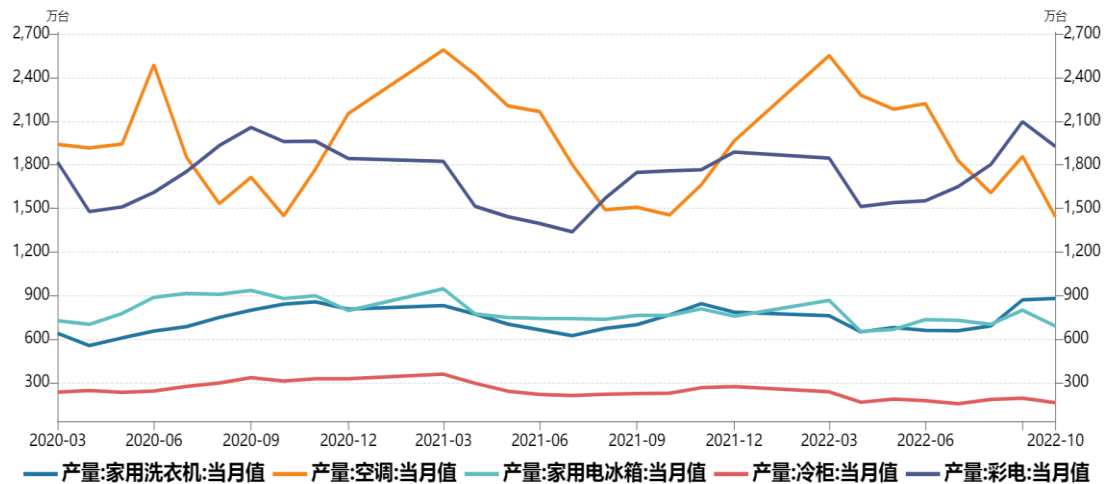


数据来源：瑞达期货、WIND

家电方面，根据国家统计局数据，2022年10月，家用洗衣机产量880.6万台，同比增加12.9%；空调产量1443.2万台，同比减少3.3%；家用电冰箱产量690万台，同比减少9.7%；冷柜产量162.2万台，同比下降26.3%；彩电产量1926.2万台，同比增加9.2%。

据产业在线数据，10月家用空调总产量928.35万台，同比下降8.53%；总销量847.64万台，同比下降6.72%，其中空调内销量511.62万台，同比下降4.6%；外销量336.02万台，同比下滑9.75%。10月空调销售淡季特征明显，内销和出口均为下滑，库存基本持平。家用空调11月排产约为996.1万台，较去年同期生产实绩下降16.7%。断崖式的排产下滑除了因为行业本身处于淡季外，也有前期市场过度消费的原因，今年7-8月份的持续性高温刺激了空调市场的消费力释放，也带来了市场的提前消耗。随着行业进入去库存周期，需求不足的情况下势必会减少生产。

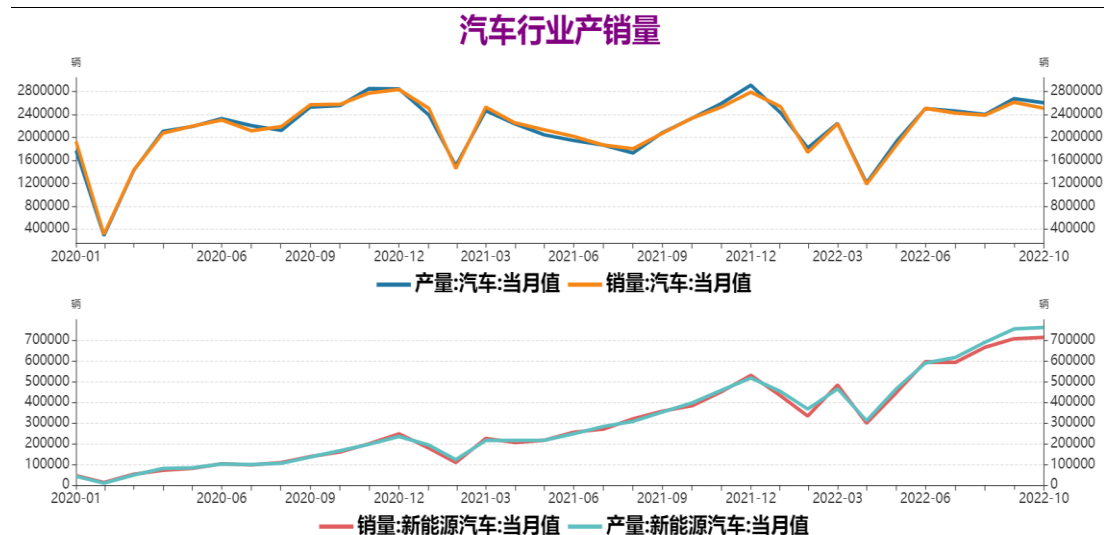
家用电器产量



数据来源：瑞达期货、WIND

汽车产销方面，根据中国汽车工业协会发布数据显示，2022年10月我国汽车市场产销分别完成259.9万辆和250.5万辆，环比分别下降2.74%和4.05%，同比增长11.08%和

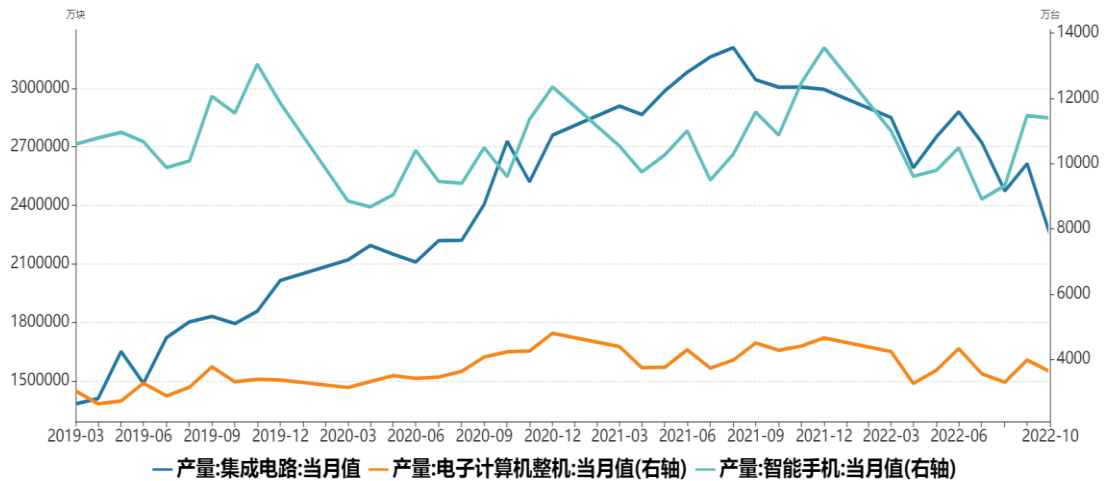
6.94%。2022年1-10月，汽车产销分别完成2224.2万辆和2197.5万辆，同比分别增长8.1%和4.6%。受疫情多发散发等影响，终端市场承压，生产供给比9月略有下降。由于车辆购置税减征政策的持续发力，与上年同期相比，产销量仍保持增长势头。新能源汽车方面，10月，新能源汽车产销分别完成76.2万辆和71.4万辆，同比分别增长87.6%和81.7%，市场占有率达到28.5%。1-10月，新能源汽车产销分别完成548.5万辆和528万辆，同比均增长1.1倍，市场占有率达到24%。10月，汽车企业出口创历史新高，达到33.7万辆，环比增长12.3%，同比增长46%。其中，新能源汽车出口10.9万辆，环比增长1.2倍，同比增长81.2%。中汽协认为，虽然汽车行业生产批发端势头良好，但国内终端市场增长略显乏力，终端库存水平有所提高。由于传统燃油车购置税优惠政策明年是否延续尚不明确，以及新能源汽车补贴即将退出，叠加动力电池原材料价格出现大幅上涨，因此企业对市场预期存在不确定性，增加了明年生产经营计划制定难度，亟需宏观层面的引导。



数据来源：瑞达期货、WIND

电子行业方面，根据国家统计局数据显示，2022年10月份我国集成电路产量224.8亿块，环比下降14%，同比下降26.7%；10月电子计算机整机产量3627.7万台，环比下降9%，同比下降17%；10月份智能手机产量11395亿台，环比0.7%，同比下降4.3%。今年前10月，电子行业重点产品产量同比均大幅下降，主要因去年同期的高基数影响，以及今年市场消费信心不足，且电子产品迭代缺乏创新，使得消费型电子产品需求受到较大冲击。并且美国对中国芯片行业采取了一系列的限制措施，也对市场的发展造成较大阻力。此外，SIA数据显示，2022年9月全球半导体销售额环比下降0.5%，同比下降3%，为2020年1月以来首次下滑；SIA表示，半导体产业将持续面临重大挑战，今年下半年半导体销售增长大幅放缓，预计要到2023年下半年才有望复苏。

中国电子行业产量



数据来源：瑞达期货、WIND

五、12 月份铜价展望

宏观面，全球主要经济体制造业 PMI 数据均下降并处在收缩区间，显示全球经济面临的下行压力继续增大。美国数据下滑超过预期，且通胀见顶愈加明显，美联储在 12 月开始放缓加息步伐的预期加强，使得美元指数承压回落。中国提出“金融 16 条”强化托底经济的决心，叠加央行决定降准，利于提振市场信心。

基本面，国内铜矿供应延续改善态势，铜矿加工费较此前有明显回升，利润较好情况下精铜产量爬升趋势；不过冷料供应趋紧，以及疫情和限电导致精铜产量受到限制，此外今年春节较早，预计年底产量难有太大增量。下游金九银十传统消费旺季结束，下游铜材企业开工率下降，叠加铜价持续回升，市场恐高情绪升温、采购氛围减弱，使得国内库存有小幅累增，现货升水下降；而 11 月 LME 注销仓单增加，库存出现明显下降，使得国内进口窗口基本关闭，不过随着价格上涨、LME 铜升贴水也降至低位。当前终端行业呈现持稳偏弱情况，其中电网行业 10 月投资弱于预期，目前距离年内计划目标仍有距离；房地产行业支持政策提振市场信心，但实际传导效果仍需关注；家电行业空调进入消费淡季，叠加去库周期到来企业开始减产；汽车行业增长势头开始放缓，终端需求减弱趋势，因此铜市需求前景不甚乐观。展望 12 月份，铜价预计震荡下跌，建议逢高做空为主。

六、操作策略建议

- 1、**中期（1-2 个月）操作策略：**谨慎逢高做空为主
 - 具体操作策略

- ◇ **对象：**沪铜2301合约
- ◇ **参考入场点位区间：**65500-66500 建仓均价在 66000 元/吨附近
- ◇ **止损设置：**根据个人风格 and 风险报酬比进行设定，此处建议沪铜 2301 合约止损参考 67500 元/吨

◇ **后市预期目标：**目标关注 62500 元/吨；最小预期风险报酬比：1:2 之上

2、套利策略：**跨市套利-**11 月沪伦比值高位回落，鉴于库存内增外降，两市比值预计下跌，建议尝试卖沪铜（CU2301 合约）买伦铜（3 个月伦铜），参考建议：建仓位（CU2301/LME 铜 3 个月）8.10，目标 7.70，止损 8.30。**跨品种套利-**鉴于当前基本面铜强于铝，做多铜铝比值，建议尝试买沪铜、卖沪铝操作，参考建议：建仓位（CU2301/AL2301）3.45，目标 3.65，止损 3.25。

3、期权策略：鉴于后市铜价预计宽幅运行，因此可以构建宽跨式盘整策略，分别同时卖出 CU2301-C-65000 和卖出 CU2301-P-64000，该策略 Theta 为负，若铜价维持区间内震荡，随着时间流逝，能够获得时间价值。

4、套保策略：现铜持货商建议逢高建立空头，关注铜价反弹至 66000 元上方；下方用铜企业可谨慎观望，或逢低小幅建立多头套期保值，目标关注 62500 元附近。

风险防范

- ◇ 美国通胀回落加快，美联储放缓加息态度强化
- ◇ 终端行业改善好于预期，需求回暖采购增长

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。