

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

10 月铜价再度冲高回落，整体延续区间震荡的节奏。沪铜主力合约最高一度反弹至 64160 元/吨。10 月铜价延续了内强外弱的格局，国内铜库存依旧延续去库的趋势，不过节后库存底部有所抬升。而海外通胀和需求走弱预期有压制铜价上行空间，10 月铜价维持区间震荡走势。截止 10 月底沪铜主力合约收盘于 62060 元/吨，月涨幅 1.21%，伦铜电 3 月合约收盘于 7444 元/吨，月涨幅-0.61%。

● 后市展望及策略建议

宏观层面：

9 月美国通胀数据再次超过预期，9 月通胀数据继续呈现“总体通胀向下，核心通胀向上”的形态。从结构上来看，核心服务、食品饮料价格环比扩张是 CPI 超预期主因。核心通胀与总的通胀的背驰，尤其是核心服务通胀增速维持高位，显示当前美国的通胀问题从供给端走向需求端。劳动力市场的持续紧张以及工资面临持续上行压力的风险，这意味着包括租金在内的其他核心服务通胀将维持高增长，预计四季度美国核心 PCE 依旧将增速依旧高位。

海外需求预期走弱，国内 PMI 景气下滑。随着美联储继续其激进的加息计划以对抗通货膨胀，抵押贷款利率已经推高至 2008 年以来的最高水平，美国房地产市场一直在下行。欧元区经济状况在 10 月份继续下滑。制造业活动进一步走弱，尤其是能源密集型行业产出受到较大冲击。国内方面 10 月 PMI 下降至收缩区间，企业生产经营活动和市场需求均有所放缓，未来经济仍有下行压力，政策支持力度可能进一步加强。

供给端：

全球矿产同比小增，加工费继续上行。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%，部分已经披露三季度产量企业整体产量同比增速也达到了3.4%。预计全球铜矿供应将继续维持高增速。进口端，国内铜矿9月徐闯续创新高，国内铜矿供需依旧相对过剩，加工费继续上行。

国内冶炼产能逐步释放，精铜供应维持高增长。四季度国内铜冶炼产量继续环比回升。国内在建产能最大铜冶炼厂（40万吨）弘盛铜业已经与10月下旬投产，预计至年底将逐渐达产，国内精铜供应进一步走高，预计将缓解国内电解铜低库存的情况。

需求端：

初端加工维稳，国内库存低位企稳。9月份铜材开工率继续回升，主要是由于精铜制杆开工和铜板带箔开工较高。10月高铜价的抑制铜加工整体生产节奏有所放缓。同时受季节及疫情影响地方基建等项目也出现脚步放缓。随着金九银十过去，铜加工旺季逐渐结束，需求端预计有一定下滑。目前全球铜库存依旧处于近二十年来极低水平，不过国庆节后国内社会库存底部抬升，随着10月国内精铜新增产能释放，预计四季度国内电解铜低库存的情况将逐步缓解。

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。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。看2-3季度国内电网基建投资的力度较大，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，尤其新能源汽车继续维持高增长，高景气。

出口增速放缓，欧美需求逐步走弱。国内出口增速经历了7月-8月的大幅回落后，9月继续下探。出口同比增速继续放缓的主要原因仍是外需持续走弱及去年同期的高基数。尤其是对几个主要国家包括美国、欧盟、日本的出口增速延续下跌趋势。

综上，全球宏观面的压制的不断加深，海外需求端走弱预期较强。进入四季度国内外供应端逐渐放量，基本面供需拐点即将到来，

都是对铜价的压制，预计 11 月铜价以震荡回落为主。

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 美国核心通胀加速上行.....	7
2.2 海外需求预期走弱.....	8
2.3 国内 PMI 景气回落.....	10
3. 供给篇.....	12
3.1 铜矿供应端持续增加.....	12
3.2 国内废铜供应依旧偏紧.....	14
3.3 精铜供应维持高增长.....	16
4. 需求篇.....	18
4.1 初端加工维稳.....	18
4.2 国内库存低位企稳.....	19
4.3 电网基建托底金属消费.....	21
4.4 地产需求修复仍需时日.....	22
4.5 出口需求边际减弱.....	23
4.6 汽车消费增速亮眼.....	24
5. 结论.....	25
6. 风险提示.....	26

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: 美国 CPI 当月同比 (%)	8
图 4: 美国分项 CPI 当月同比 (%)	8
图 5: 美债收益率及通胀预期 (%)	8
图 6: 美元指数.....	8
图 7: 美国成屋销售数据 (万套)	9
图 8: 美国轻型车月度销量 (辆)	9
图 9: 摩根大通全球制造业 PMI (%)	10
图 10: 欧洲制造业 PMI 指数 (%)	10
图 11: 中国制造业 PMI 指数 (%)	11
图 12: 中国制造业 PMI 细分指数 (%)	11
图 13: 中国制造业分企业类型 PMI 指数 (%)	11
图 14: 中国非制造业 PMI:服务业指数 (%)	11

图 15: 中国建筑 PMI 指数 (%)	11
图 16: 中国建筑业 PMI 细分指数 (%)	11
图 17: ICSG 全球铜精矿产量 (千吨)	13
图 18: 南美铜精矿产量 (千吨)	13
图 19: SMM 国产铜精矿产量 (金属吨)	13
图 20: 中国铜精矿进口量 (千吨)	13
图 21: SMM 进口铜精矿加工费 (元/吨)	14
图 22: 中国进口铜精矿季度 Benchmark (美元/吨)	14
图 23: 国内粗铜加工费 (元/吨)	14
图 24: 进口粗铜加工费 (美元/吨)	14
图 25: 中国废铜产量 (万吨)	15
图 26: 中国电解铜精废较差 (元/吨)	15
图 27: 中国粗铜产量 (万吨)	15
图 28: 中国废铜产粗铜产量 (万吨)	15
图 29: 中国阳极铜月度进口量 (吨)	16
图 30: 中国铜锭月度进口量 (吨)	16
图 31: 中国废铜月度进口量 (吨)	16
图 32: 中国进口废铜盈亏平衡 (元/吨)	16
图 33: 中国电解铜产量 (吨)	17
图 34: 中国电解铜开工率 (%)	17
图 35: 中国精炼铜进口 (吨)	18
图 36: 中国电解铜进口盈亏 (元/吨)	18
图 37: 铜杆周度开工率 (%)	18
图 38: 铜管月度开工率 (%)	18
图 39: 铜板带月度开工率 (%)	18
图 40: 黄铜棒月度开工率 (%)	18
图 41: 电线电缆月度开工率 (%)	19
图 42: 漆包线月度开工率 (%)	19
图 43: SHFE 电解铜库存 (吨)	20
图 44: LME 电解铜库存 (吨)	20
图 45: COMEX 电解铜库存 (吨)	20
图 46: 上海保税区电解铜库存 (万吨)	20
图 47: SMM 电解铜社会库存 (万吨)	20
图 48: 上海电解铜日均出库量 (吨)	20
图 49: 电网工程投资完成额 (亿元)	21
图 50: 发电设备容量累计 (万千瓦)	21
图 51: 社会融资规模: 政府债券 (亿元)	22
图 52: 基础设施投资累计同比 (%)	22
图 53: 中国房屋新开工面积 (万平方米)	23

图 54: 中国房屋竣工面积 (万平方米)	23
图 55: 中国商品房销售面积 (万平方米)	23
图 56: 土地购置面积累计 (万平方米)	23
图 57: 中国出口数据 (美元)	24
图 58: 中国出国分国别同比 (%)	24
图 59: 中国汽车月度销量 (辆)	25
图 60: 中国新能源车销量 (辆)	25

表目录

表 1: 全球矿山季度产量	12
表 2: 粗炼新扩建项目产能投放	17
表 3: 精炼新扩建项目产能投	17

1. 行情回顾

10月铜价再度冲高回落，整体延续区间震荡的节奏。沪铜主力合约最高一度反弹至64160元/吨。10月铜价延续了内强外弱的格局，国内铜库存依旧延续去库的趋势，不过节后库存底部有所抬升。而海外通胀和需求走弱预期有压制铜价上行空间，10月铜价维持区间震荡走势。截止10月底沪铜主力合约收盘于62060元/吨，月涨幅1.21%，伦铜电3月合约收盘于7444元/吨，月涨幅-0.61%。

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 美国核心通胀加速上行

9月美国通胀数据再次超过预期，9月通胀数据继续呈现“总体通胀向下，核心通胀向上”的形态，核心通胀加速上行创下1982年以来的新高。美国9月CPI同比增速8.2%，预期8.1%；核心CPI同比6.6%，预期6.5%。从结构上来看，核心服务、食品饮料价格环比扩张是CPI超预期主因。

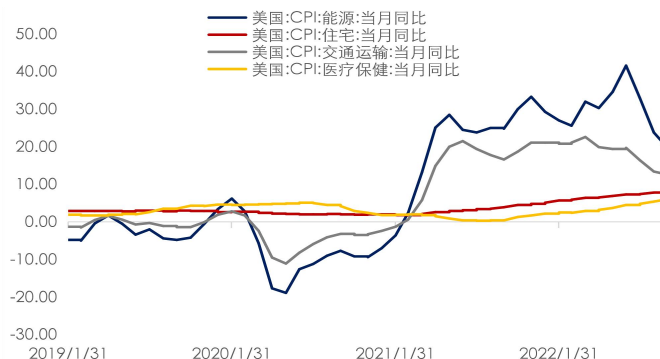
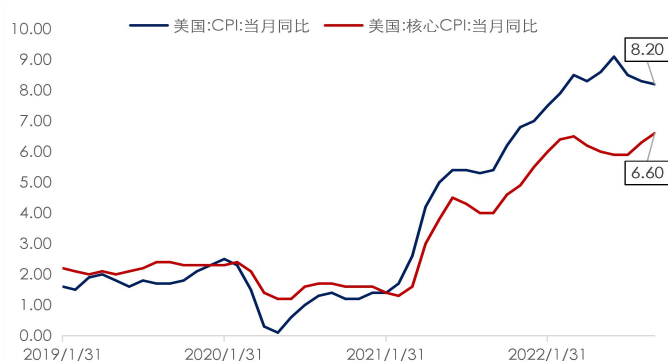
核心商品绝对价格维持高位，但在基数效应下同比小幅回落。能源价格绝对水平和同比均明显回落。9月能源分项环比增速为-2.1%，继续以较快速度下降。

核心服务同比上涨依然主要受到房租、医疗、交通推动。住房通胀，CPI租金分项9月环比增速录得0.8%，再创1990年6月以来的新高；医疗服务，9月CPI医疗服务分项环比为1.0%；交通运输，9月CPI交通运输分项1.9%的环比增速大幅高于8月的0.7%，对应了出行需求的反弹。

核心通胀与总的通胀的背驰，尤其是核心服务通胀增速维持高位，显示当前美国的通胀问题从供给端走向需求端。而 JOLTS 数据显示，全美 9 月份的空缺职位数量从 8 月的修正值 1028 万增加 43.7 万至 1071.7 万，创下今年以来第二大增幅。数据突显劳动力市场的持续紧张以及工资面临持续上行压力的风险，这意味着包括租金在内的其他核心服务通胀将维持高增长，预计四季度核心 PCE 依旧将增速依旧高位。

图 3：美国 CPI 当月同比 (%)

图 4：美国分项 CPI 当月同比 (%)



数据来源：iFinD，兴证期货研发部

数据来源：iFinD，兴证期货研发部

图 5：美债收益率及通胀预期 (%)

图 6：美元指数



数据来源：iFinD，兴证期货研发部

数据来源：iFinD，兴证期货研发部

2.2 海外需求预期走弱

随着美联储下半年以来连续鹰派加息，尽管从制造业 PMI 和就业数据来看美国当下经济依旧强劲，但美联储加息之后对实体经济尤其是汽车大宗消费、零售和住房需求的抑制作用已经有所显现。

美国地产正由前期供给紧俏逻辑边际转向需求走弱逻辑。美国 8 月成屋销售总数年化录得 480 万户，为 2020 年 5 月以来新低，预期 470 万户，前值 481 万户。美国全国房地产经纪人

协会(NAR)公布的数据显示,8月,成屋签约销售指数(PHS)环比下降2.0%,至88.4%,这是自2011年以来的最低水平。彭博社对经济学家的调查中,中位数估计是下降1.5%。同时,签约量同比下滑22.5%,略好于市场预期。随着美联储继续其激进的加息计划以对抗通货膨胀,抵押贷款利率已经推高至2008年以来的最高水平,房地产市场一直在下行。

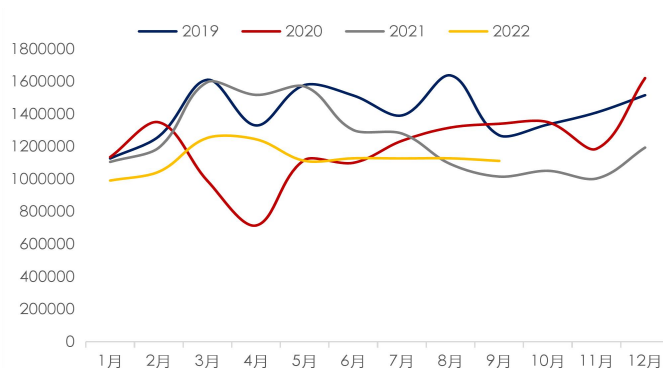
美国汽车消费9月的表现则相对较好,根据Motor Intelligence的数据,9月份,美国轻型车的季节性调整年化销量为1367万辆,不过就今年整个三季度来看,美国轻型车销量为330万辆,较去年微跌0.4%;而今年前三个季度,美国轻型车的销量不到1000万辆,同比跌幅为13.2%。

图7: 美国成屋销售数据 (万套)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图8: 美国轻型车月度销量 (辆)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

欧元区10月份PMI数据出炉。其中,欧元区10月份制造业PMI初值录得46.6,创2020年6月份以来新低。服务业PMI初值录得48.2,符合市场预期,但仍为近20个月以来新低。综合PMI初值录得47.1,低于此前市场预期的47.6,创近23个月以来新低,也连续四个月低于“荣枯线”。

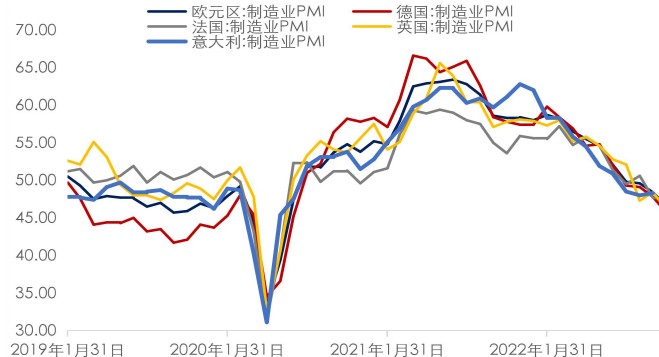
由标普全球(S&P Global)发布的PMI数据报告称,欧元区经济状况在10月份继续下滑。制造业活动进一步走弱,尤其是能源密集型行业产出受到较大冲击。不断下滑的PMI数据显示出欧洲经济可能会在第四季度加速下行,同时通胀压力仍旧处在高位。虽然制造业产出目前仍然更具弹性,但PMI数据反映出10月商品需求急剧下降,这意味着目前的产出只能由企业完成先前下达的订单积压来维持。如果没有需求复苏,这是不可持续的,企业大幅削减投入品采购以准备未来几个月的产出下降也就不足为奇了。

图 9：摩根大通全球制造业 PMI (%)



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

2.3 国内 PMI 景气回落

10 月官方制造业和非制造业 PMI 分别从 9 月的 50.1 和 50.6 回落至 49.2 和 48.7，双双弱于市场预期（制造业 49.8，非制造业 50.1）。同期，服务业 PMI 也从 48.9 降至 47.0，触及 6 月以来新低。

生产端看，疫情影响员工上岗和企业开工，叠加原材料成本有所回升，生产活动放缓，10 月生产指数较上月下降 1.9 个百分点至 49.6%；从进出口情况看，内需较为疲软，叠加海外生产放缓、人民币贬值等，进口景气下降；出口方面，海外生产放缓，我国出口替代效应有所上升，但外需减弱仍对出口有压制。

此外，10 月建筑业商务活动指数为 58.2%，比上月下降 2 个百分点，但仍位于高景气度区间。其中土木工程建筑业商务活动指数为 60.8%，连续两个月位于高位景气区间，基建投资的高增长对工程建设施工形成有力支撑，建筑生产活动持续扩张。

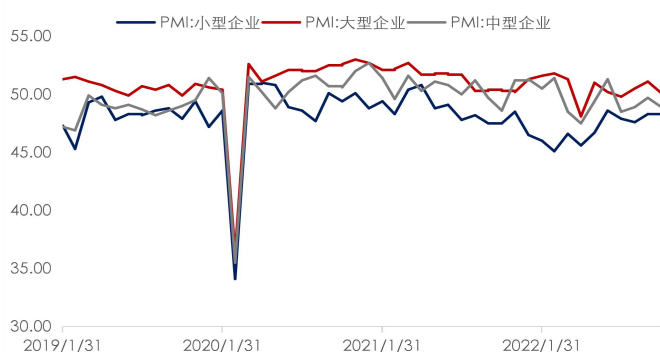
10 月 PMI 下降至收缩区间，企业生产经营活动和市场需求均有所放缓，叠加疫情扰动制约服务业市场复苏，以及冬季新冠病毒的存活能力较强，疫情防控挑战仍然较大，未来经济仍有下行压力，政策支持力度可能进一步加强。

图 11: 中国制造业 PMI 指数 (%)



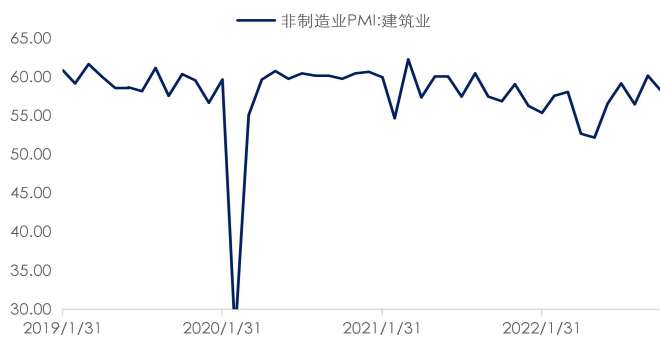
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 13: 中国制造业分企业类型 PMI 指数 (%)



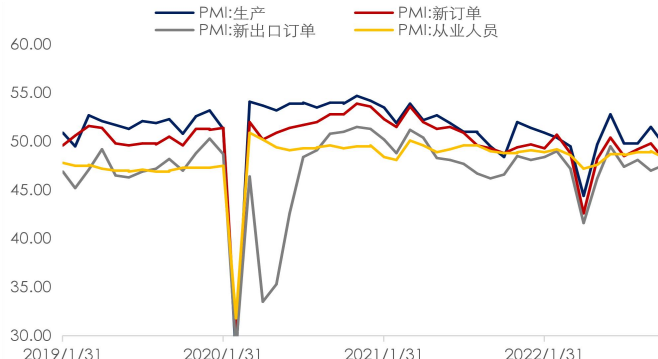
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 15: 中国建筑 PMI 指数 (%)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 12: 中国制造业 PMI 细分指数 (%)



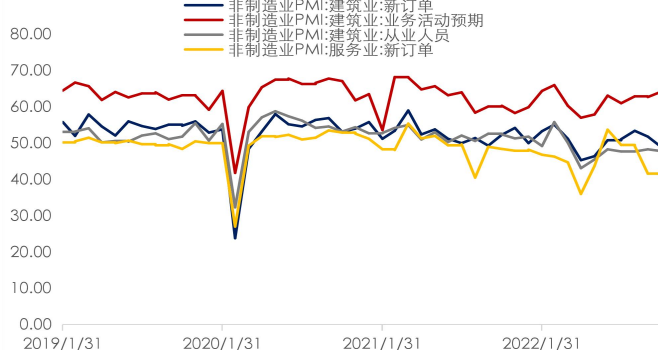
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 14: 中国非制造业 PMI: 服务业指数 (%)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 16: 中国建筑业 PMI 细分指数 (%)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

3. 供给篇

3.1 铜矿供应端持续增加

3.1.1 全球铜矿同比小增

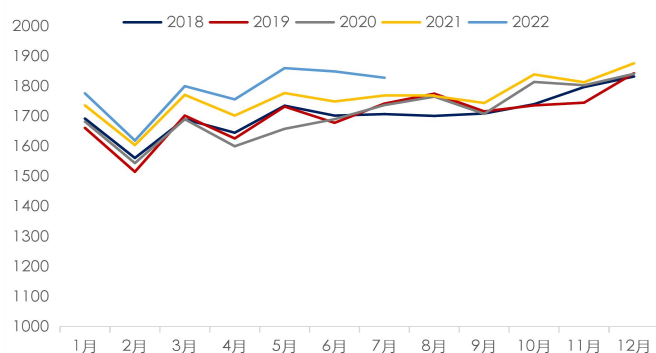
根据 ICSG 数据, 2022 年 1-7 月全球铜矿产量 1248.8 万吨, 同比增长 3.1%, 7 月铜矿产能增速高达 5.5%, 铜矿产量增速低于产能增速, 主要原因在于尽管有刚果金、印尼、塞尔维亚及中国等地区铜矿产量增长, 但是南美铜矿产量却表现低迷, 这在一定程度上限制全球铜矿产量增长。此外, 根据 SMM 统计的海外主要铜矿企业的季度产量, 2022 年二季度同比增加了 2.12%, 环比增加了 5.66%。而部分已经披露三季度产量企业整体产量同比增速也达到了 3.4%。预计全球铜矿供应将继续维持高增速。

表 1:全球矿山季度产量

企业	2Q21	1Q22	2Q22	同比	环比	3Q22
Freeport-McMoRan	414	459	487.8	17.83%	6.27%	479
BHP	403	370	461.8	14.59%	24.81%	410
Codelco	436	364	391	-10.32%	7.42%	
Glencore (ex-Mopani,ex-Ernest Henry)	286	258	252	-11.89%	-2.33%	260
Grupo Mexico (Southern Copper)	237	214	209	-11.81%	-2.34%	
Zijin Mining(Kamoa-Kakula 39.6%)	114	194	216	89.47%	11.34%	
KGHM	195	193	184	-5.64%	-4.66%	
First Quantum	200	182	193	-3.50%	6.04%	195
Anglo American	170	140	133	-21.76%	-5.00%	147
Antofagasta	178	139	130	-26.97%	-6.47%	182
Norilsk	81	91	113	39.51%	24.18%	113
MMG	93	79	44.5	-52.15%	-43.67%	
Rio (ex Escondida, 100% of OT)	70	77	63.9	-8.71%	-17.01%	87
Teck Resources	72	67	72	0.00%	7.46%	66
Lundin	63	65	64	1.59%	-1.54%	
Vale	74	55	55	-25.68%	0.00%	743
Ivanhoe (Kamoa-Kakula)	10	56	87	770.00%	55.36%	98
Barrick	44	46	54	22.73%	17.39%	
OZ Minerals	33	30	27	-18.18%	-10.00%	
Boliden	29	28	30	3.45%	7.14%	
Newcrest	38	25	39	2.63%	56.00%	
Newmont	9	9	11	22.22%	22.22%	
Sierra Metals	4	3	4	0.00%	33.33%	
合计	3,253	3,144	3,322	2.12%	5.66%	2,111

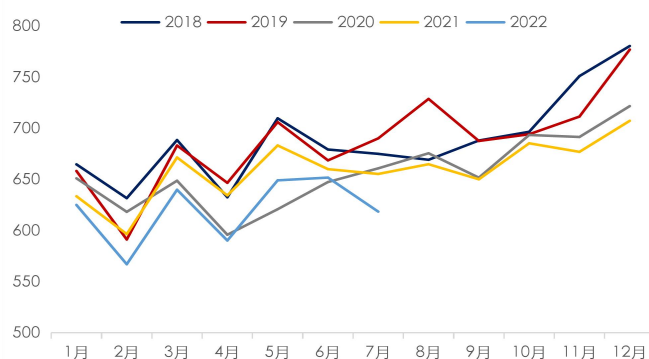
数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部

图 17: ICSG 全球铜精矿产量 (千吨)



数据来源: iFIND, 兴证期货研发部

图 18: 南美铜精矿产量 (千吨)



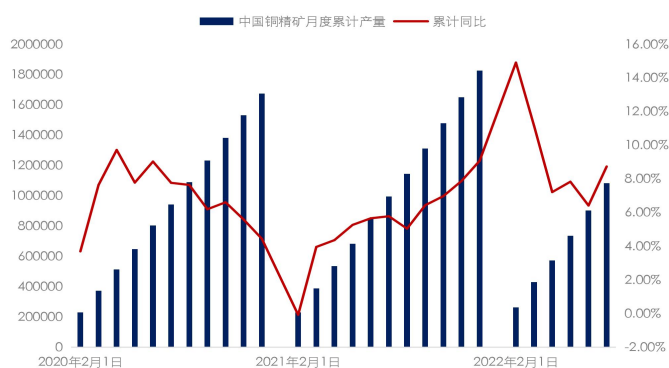
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.1.2 铜矿进口再创新高

进口方面根据海关数据,2022年9月中国铜矿砂及精矿进口量为227.3万吨,同比增加7.7%,环比增加0.15%。2022年1-9月中国铜精矿累计进口量为1889.5万吨,累计同比增加8.8%。9月份中国铜矿砂及精矿进口再创单月进口量新高。进口端的持续放量,使得尽管今年国内冶炼端扩产,国内铜矿供需依旧相对过剩。

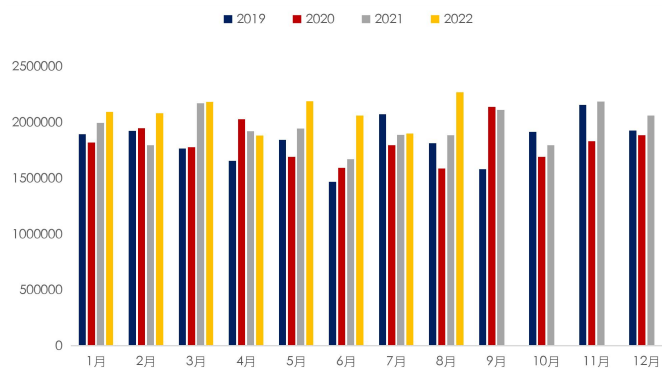
加工费方面,10月SMM铜精矿指数均价为87.22美元/吨,较9月上漲3.86美元/吨,10月28日SMM周度进口铜精矿指数87.93美元/吨。11月海外大型铜矿企业和国内冶炼厂即将进入2023年度铜精矿长单谈判期。据SMM调研,部分铜精矿长单谈判买方预计明年Benchmark大概率落在80美元中位至80美元中高位的区间,买方基于对明年铜精矿宽松供应的预期,普遍看好长单加工费的谈判结果。

图 19: SMM 国产铜精矿产量 (金属吨)



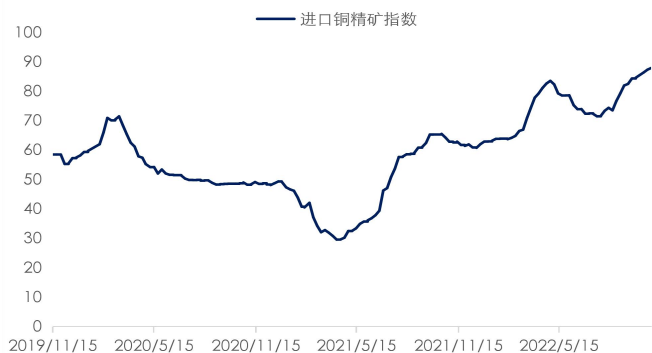
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 20: 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 21: SMM 进口铜精矿加工费 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 22: 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

SMM10月国产粗铜加工费报价 600-800 元/吨, 环比持续下滑 100 元/吨; CIF 进口粗铜加工费报 100-110 美元/吨, 较 9 月下降 10 美元/吨。南方粗铜加工费报价 600-800 元/吨, 环比减少 100 元/吨; 北方粗铜加工费报价 900-1000 元/吨, 环比保持不变。

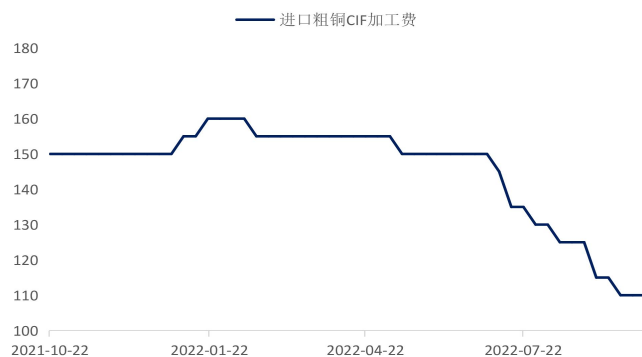
根据 SMM 统计数据, 10 月国内废铜产量 8.5 万吨, 同比下降 10.53%, 环比增加 13.33%; 1-10 月累计产量 77.7 万吨, 同比下降 19.46%。10 月国内粗铜(废铜产)产量预计 7.3 万吨, 同比下降 21.5%, 环比增长 4.3%; 1-10 月累计产量 79.5 万吨, 同比下降 22.66%。在经济运行不景气 and 国内防疫政策的综合作用下, 国产废铜市场的货源始终有限, 影响了粗铜的产量。预计短期内国内粗铜供需偏紧的局面将延续, 粗铜加工费易跌难涨。

图 23: 国内粗铜加工费 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 24: 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 25: 中国废铜产量 (万吨)

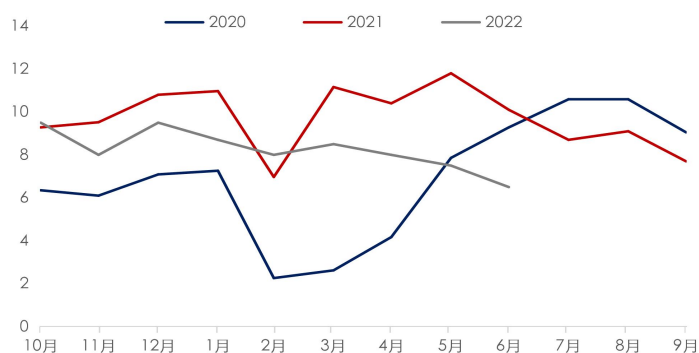
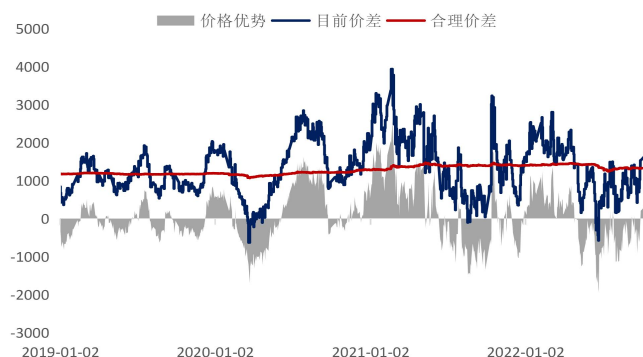
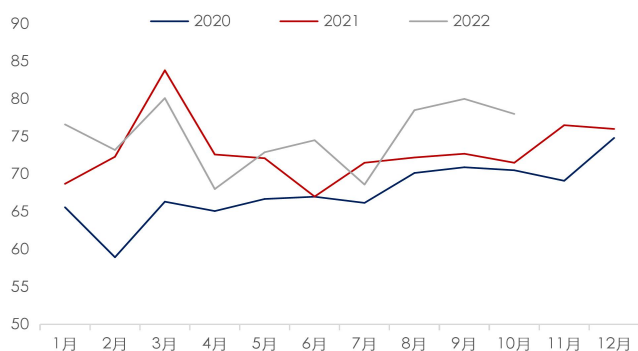


图 26: 中国电解铜精废较差 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

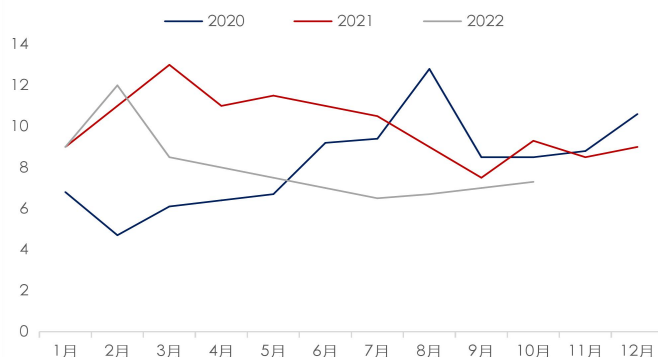
图 27: 中国粗铜产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 28: 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 废铜进口创新高

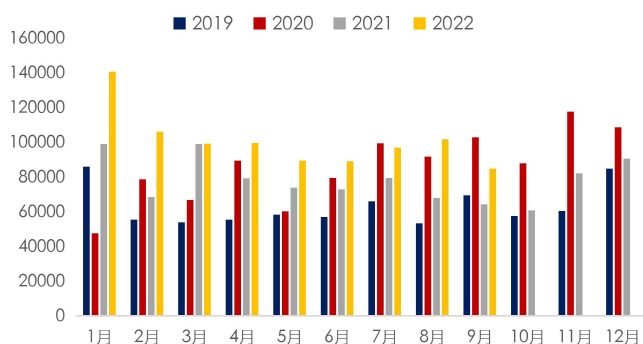
根据海关统计数据显示, 9 月份, 废铜进口量为 16.7 万吨, 环比增加 7.99%, 创去年 4 月以来新高, 1-9 月累计进口量为 135.81 万吨, 同比增长 9.97%。LME 铜价自 7 月中旬至 8 月底重心不断上移, 令海外废铜供应商出货有所增多。不过近一段时间海外废铜需求逐渐修复, 预计四季度进口废铜供应或边际转弱。

粗铜方面, 9 月阳极铜进口环比减少。2022 年 9 月中国阳极铜进口量为 8.48 万吨, 环比减少 16.67%, 同比增长 31.88%。2022 年 1-9 月 中国阳极铜进口总量为 90.7 万吨, 累计同比增长 28.82%。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, 使得 9 月进口粗铜减少, 目前这三家炼厂已恢复正常生产。

10 月初南非国有物流集团 Transnet 旗下的工人因劳资纠纷发起罢工, 罢工影响了德班港口

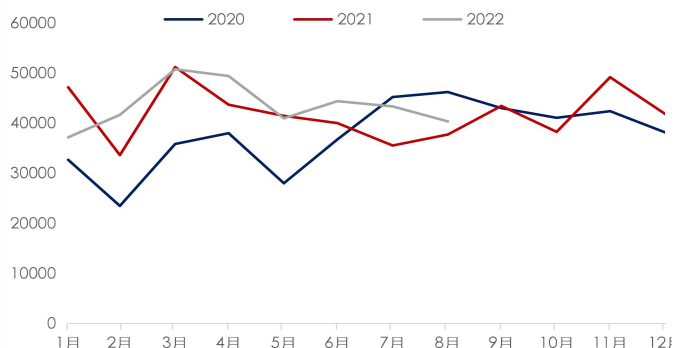
的水岸和陆岸运营，该港口处理着南非 65%的集装箱运量，对非洲四季度阳极铜出口造成影响。

图 29：中国阳极铜月度进口量（吨）



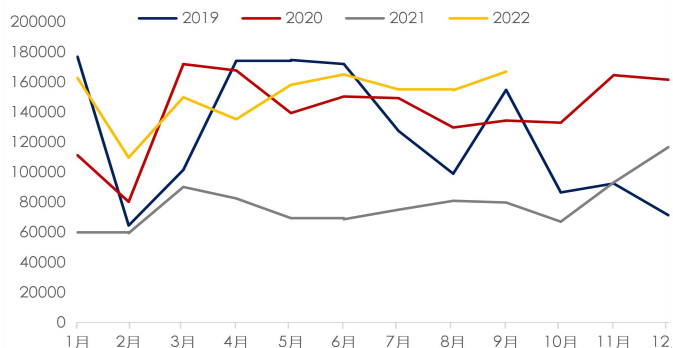
数据来源：海关数据，兴证期货研发部

图 30：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 31：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 32：中国进口废铜盈亏平衡（元/吨）

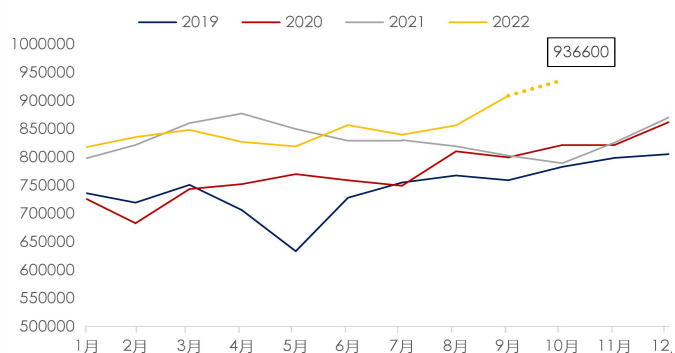


数据来源：SMM，兴证期货研发部

3.3 精铜供应维持高增长

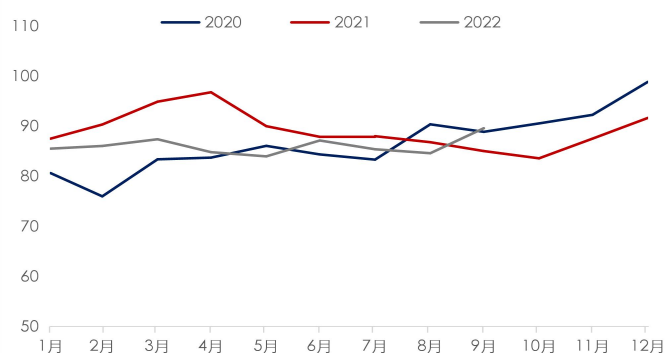
四季度国内铜冶炼产量继续环比回升。根据 SMM 数据，9 月 SMM 中国电解铜产量为 90.90 万吨，环比上升 6.12%，同比上升 13.21%。根据国内冶炼厂排产计划来看，10 月国内电解铜产量为预计 93.66 万吨，环比上升 3.04%，同比上升 18.65%。四季度开启，在铜精矿供应宽裕的条件下大部分冶炼厂企业生产积极性仍然高，且部分已经进入到追产阶段，有企业推迟或者取消了原定的检修计划。根据 SMM 统计的 2022 年国内冶炼新增产能情况来看，四季度开始精炼铜新增产能将开始逐渐兑现。国内在建产能最大铜冶炼厂（40 万吨）弘盛铜业已经与 10 月下旬投产，预计至年底将逐渐达产，国内精铜供应进一步走高，预计将缓解国内电解铜低库存的情况。

图 33: 中国电解铜产量 (吨)



数据来源: 海关数据, 兴证期货研发部

图 34: 中国电解铜开工率 (%)



数据来源: 海关数据, 兴证期货研发部

表 2: 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

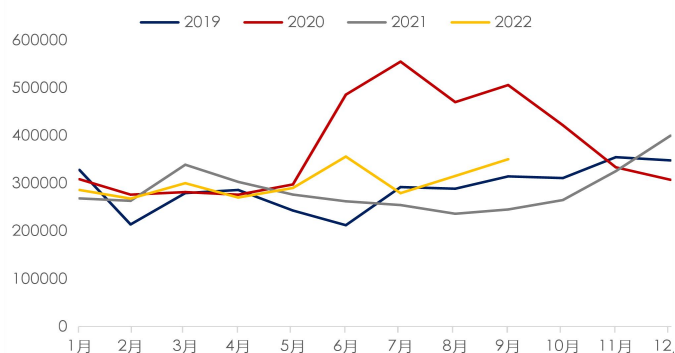
表 3: 精炼新扩建项目产能投

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
江西德	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

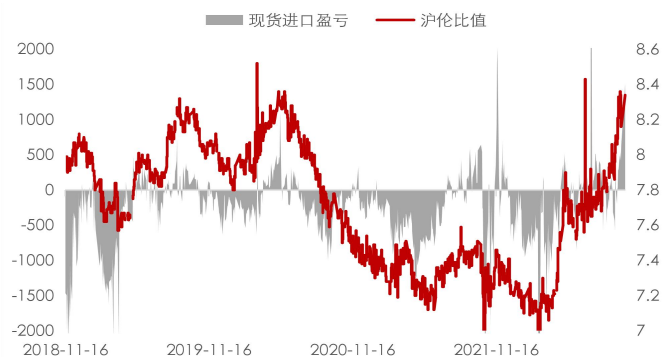
进口方面, 根据海关数据, 2022 年 9 月电解铜进口量 35.05 万吨, 同比增加 42.90%, 环比增加 11.12%; 1-9 月电解铜累计进口量为 271.67 万吨, 同比增加 10.94%。9 月后沪伦比值整体呈现走高态势, 进口窗口在多数时间开启, 9 月下旬进口铜集中到货推动进口量抬升。

图 35: 中国精炼铜进口 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 36: 中国电解铜进口盈亏 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

4. 需求篇

4.1 初端加工维稳

9 月份铜材开工率继续回升, 主要是由于精铜制杆开工和铜板带箔开工较高。精铜制杆开工比较好是因为 6-8 月电网投资增速较快。铜板带箔开工较好是因为铜板带出口比较好, 并且锂电铜箔开工受益于新能源汽车销售强劲增长。铜管开工受国内房地产偏弱及出口偏弱的双重打击, 4 月份以来铜管开工处于往年同期的偏低水平运行。

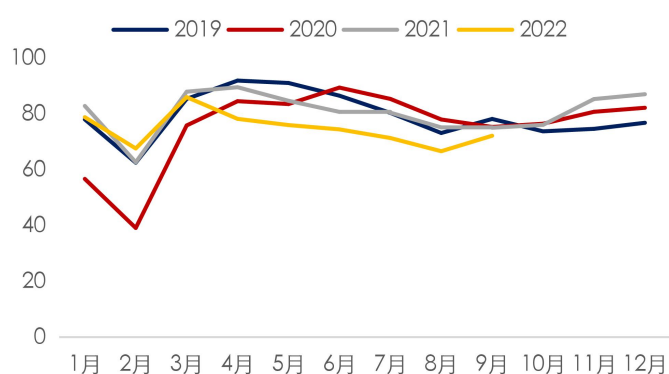
10 月高铜价的抑制铜加工整体生产节奏有所放缓。同时受季节及疫情的影响地方基建等项目也出现脚步放缓。随着金九银十过去, 铜加工旺季逐渐结束, 后市需求端预计有一定下滑。

图 37: 铜杆周度开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

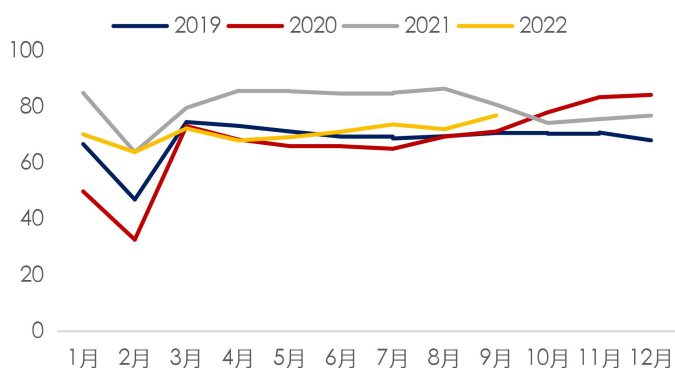
图 38: 铜管月度开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

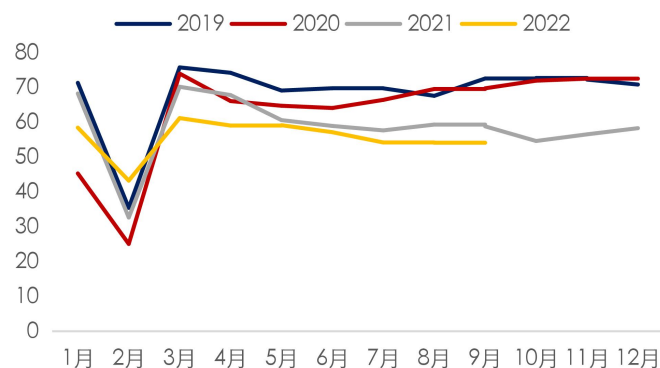
图 39: 铜板带月度开工率 (%)

图 40: 黄铜棒月度开工率 (%)



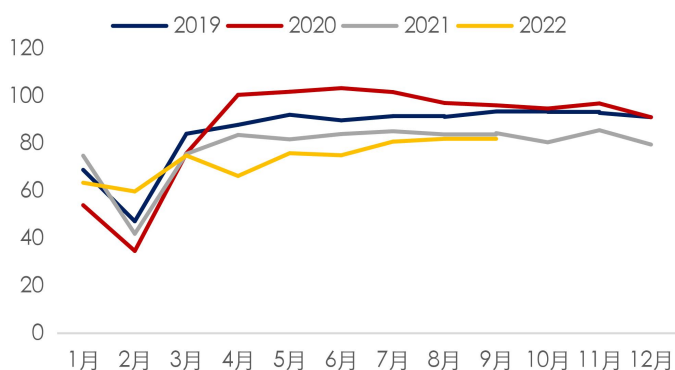
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 41：电线电缆月度开工率（%）

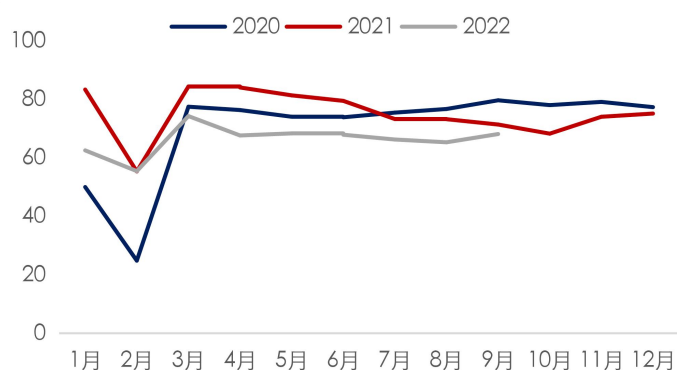


数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 42：漆包线月度开工率（%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部



数据来源：SMM，兴证期货研发部

4.2 国内库存低位企稳

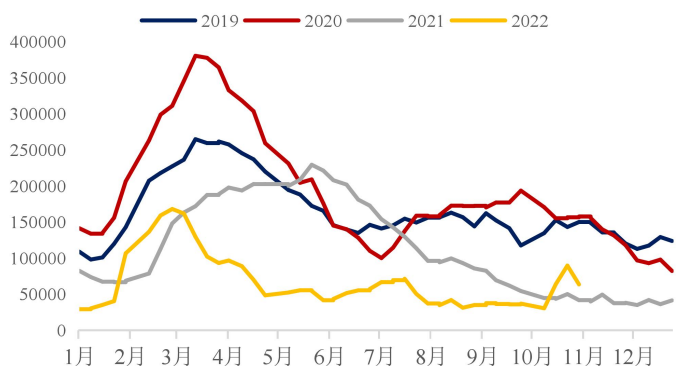
国内方面，10月国庆节后国内电解铜社会库存依旧延续去库，截止10月31日SMM全国主流地区铜库存回落至9.19万吨，较国庆节高点下降了3.32万吨，环比上月上升了2.57万吨，同比去年下降了1.06万吨；保税区库存同样维持去库，截止10月31日中国保税区铜库存回落至2.97万吨，环比上月下降了2.90万吨，同比去年下降了20.36万吨；截止10月31日SHFE电解铜期货库存合计30459吨，同比去年下降了13066吨，环比8月下降了4439吨。

海外方面，截止10月31日，LME库存录得113125吨，环比上月下降了22125吨，同比去年下降了27050吨；Comex录得36971吨，环比上月下降了7960吨，同比去年下降了20264吨。

目前全球铜库存依旧处于近二十年来极低水平，不过国庆节后国内社会库存底部抬升，随

着10月国内精铜新增产能释放，预计四季度国内电解铜低库存的情况将逐步缓解。

图 43: SHFE 电解铜库存 (吨)



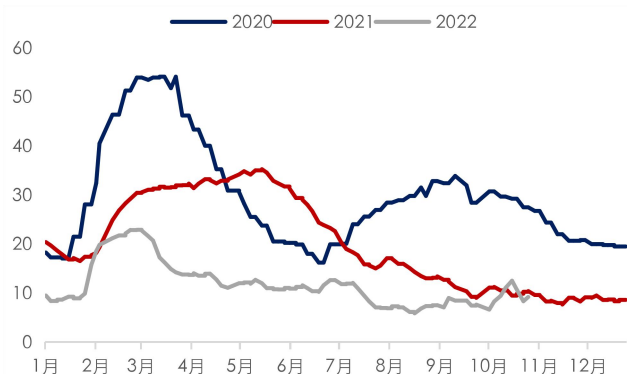
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 45: COMEX 电解铜库存 (吨)



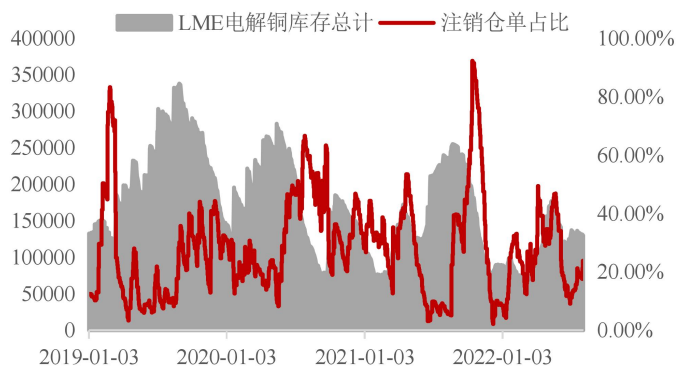
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 47: SMM 电解铜社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 44: LME 电解铜库存 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 46: 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 48: 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 电网基建托底金属消费

2022年1-9月份，全国主要发电企业电源工程完成投资3926亿元，同比增长25.1%。其中，水电投资534亿元，同比下降23.9%，火电投资547亿元，同比增长47.5%，核电投资404亿元，同比增长13.3%，风电投资1037亿元，同比下降26.8%，太阳能发电1328亿元，同比增长352.6%。1-9月电网工程完成投资3154亿元，同比增长9.1%，9月份电网投资有所放缓，同比增速仅有1%。

图 49：电网工程投资完成额（亿元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 50：发电设备容量累计（万千瓦）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

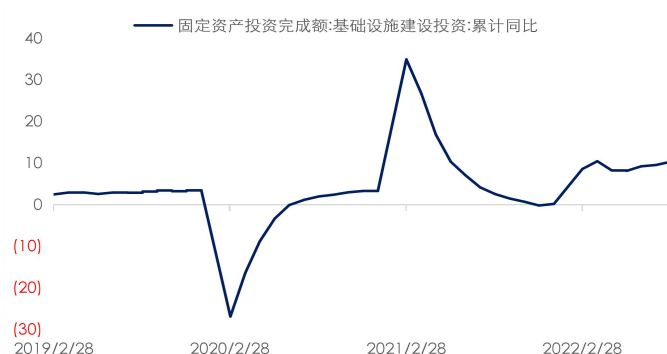
9月基建投资同比增长16.28%，继续创下年内当月增速的新高。前三季度基建投资同比增长11.2%，较1-8月加快了0.83个百分点。水利、环境和公共设施保持高增长，其中公共设施管理业为主要支撑项。截止9月末国开行基础设施投资基金已投放3600亿元，农发行已投放近2400亿元，中国进出口银行已投放近700亿元，三大政策行6000多亿的基础设施基金的投放积极撬动社会配套融资，资金总体较为充沛。开工项目方面，国开行、农发行和中国进出口银行支持项目分别达近800个、1677个和114个，各地重大项目储备充足。石油沥青装置开工率和西北水泥价格维持高位，指向项目加快开工带动基建投资上升。

图 51：社会融资规模：政府债券（亿元）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 52：基础设施投资累计同比（%）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

4.4 地产需求修复仍需时日

9 月地产开发投资降幅较 8 月进一步扩大，虽然基建、制造业的投资额增长比较多，但受地产端的拖累，今年下半年的固定资产投资整体上表现出不高不低的增长状态，一直徘徊在 6% 附近。

上游房地产投资拿地方面，房地产开发投资额同比下降 8.0%（前值-7.4%），单月同比下降 12.1%（前值-13.8%）；同期购置土地面积、土地成交价款同比增速分别为-53.0%、-46.2%。销售持续低迷导致行业整体投资能力下降，土地购置面积及成交价款下降幅度扩大，投资下行压力持续显现。

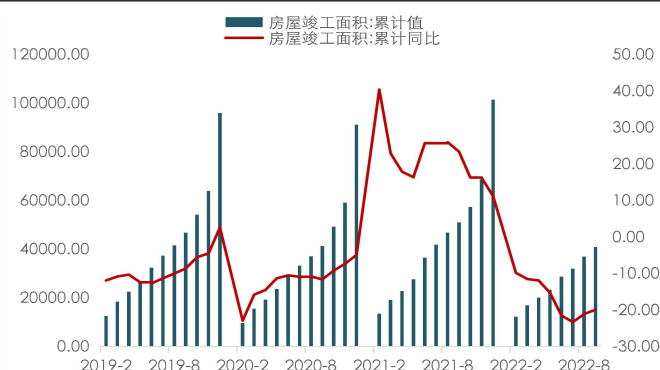
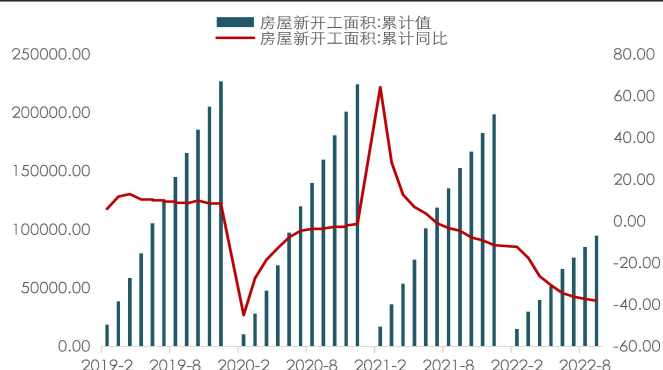
中游施工数据方面，2022 年 1-9 月，全国房屋新开工面积 9.48 亿平，累计同比下降 38.0%（前值-37.2%）；其中 9 月单月新开工面积 0.97 亿平，同比下降 44.4%（前值-45.7%），连续四个月同比降幅超过 40%。在销售不畅和融资较紧的情况下，新开工的下行是情有可原的。2022 年 1-9 月，房屋竣工面积 4.09 亿平，累计同比下降 19.9%（前值-21.1%）；其中 9 月单月竣工面积同比下降 6.0%。伴随各地保交楼持续推进，累计竣工面积降幅持续收窄。

下游销售数据方面，2022 年 1-9 月，全国商品房销售面积 10.14 亿平方米，累计同比下降 22.2%（前值-23.0%）；其中 9 月单月销售 1.35 亿平米，同比下降 16.2%（前值-22.6%）；1-9 月商品房销售额 9.94 万亿元，累计同比下降 26.3%（前值-27.9%）。伴随 2021 年低基数到来，9 月行业销售降幅较前 8 月有所缩窄，但整体看 2022 年“金九”成色不足，整体销售欠佳。在

9月底多部门推出政策组合拳后，我们预计后续市场将实现筑底，但市场的全面恢复仍需时日。

图 53：中国房屋新开工面积（万平方米）

图 54：中国房屋竣工面积（万平方米）

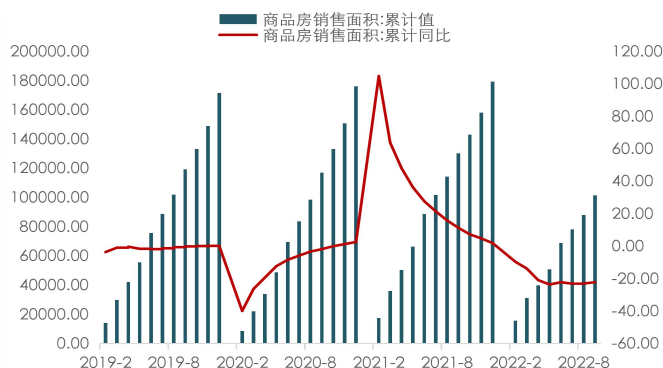


数据来源：WIND，兴证期货研发部

数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 55：中国商品房销售面积（万平方米）

图 56：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 出口需求边际减弱

9月出口同比增长5.7%，增速较8月下降1.4个百分点。出口增速经历了7月-8月的大幅回落后，9月继续下探。其中，9月份环比上升2.5%，翘尾因素下降4.3%，出口同比增速继续放缓的主要原因仍是外需持续走弱及去年同期的高基数。

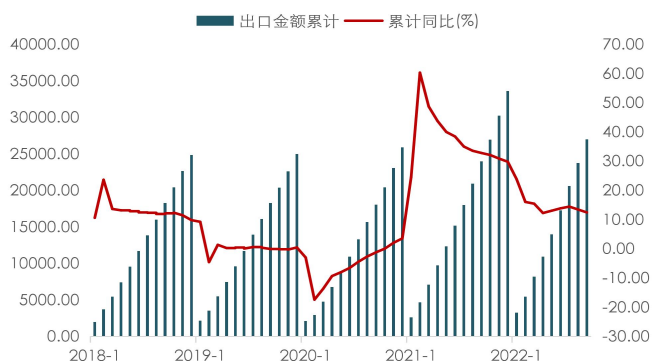
9月份我国对几个主要国家和地区的出口增速分化，对美国、欧盟、日本的出口增速延续下跌趋势，对中国香港、东盟、韩国的出口增速均有回升。东盟新兴经济体通胀处于温和水平，经济具有较强韧性，衰退预期目前不及欧美，RECP的逐步推进带动东盟部分需求转向我国，此外我国部分产业链向东盟的转移也增加了对我国原料及中间品的需求。此外短期内欧洲地区的制造业受能源问题的减产也给与国内一定的出口替代机会。

分品类来看，居民消费品整体呈下行趋势，一定程度上反映了欧美居民购买力及需求的下

降，而汽车、手机出口呈现较高韧性，高端制造业将对出口形成支撑。

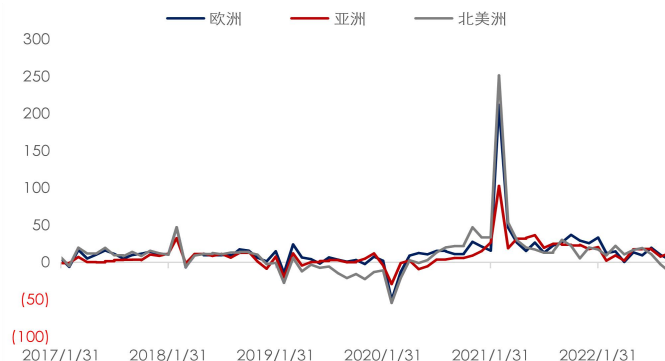
从中长期来看，展望四季度乃至明年欧美加息和衰退预期不断升温，我国出口端的增速或将继续回落，不过随着疫情形势趋缓、稳外贸政策持续发力叠加人民币的适度贬值对出口增速形成一定支撑。

图 57：中国出口数据（美元）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 58：中国出国分国别同比（%）



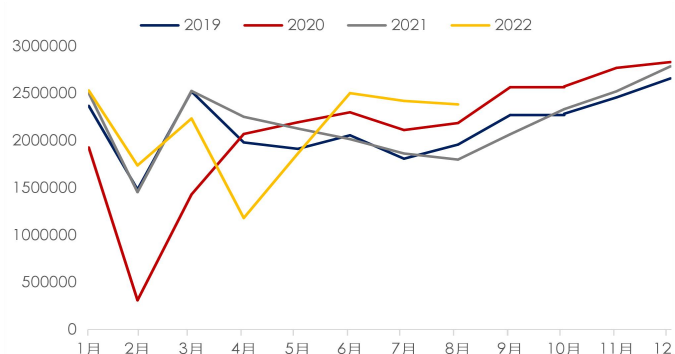
数据来源：WIND，兴证期货研发部

4.6 汽车消费增速亮眼

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。

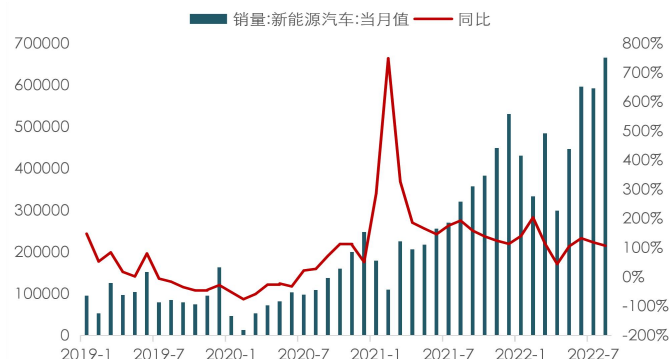
今年 1-9 月，汽车产销分别完成 1963.2 万辆和 1947.0 万辆，累计同比分别+7.4%和+4.4%，较 1-8 月增速分别+2.6%和+2.7%；累计出口汽车 211.7 万辆，同比+55.5%，成为仅次于日本的全球第二大出口国。9 月汽车产销增速达两成以上，环比也实现较快增长；其中新能源汽车产销再创历史新高，同比分别增长 1.1 倍和 93.9%；乘用车产销增速较理想，商用车恢复不及预期。按照前几轮促消费政策出台后的经验，政策刺激效应将于四季度进一步发酵，因此今年后几个月国内汽车产销量有望进一步超预期，全年实现两位数同比增长的概率较大。

图 59：中国汽车月度销量（辆）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 60：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：

9月美国通胀数据再次超过预期，9月通胀数据继续呈现“总体通胀向下，核心通胀向上”的形态。从结构上来看，核心服务、食品饮料价格环比扩张是CPI超预期主因。核心通胀与总的通胀的背驰，尤其是核心服务通胀增速维持高位，显示当前美国的通胀问题从供给端走向需求端。劳动力市场的持续紧张以及工资面临持续上行压力的风险，这意味着包括租金在内的其他核心服务通胀将维持高增长，预计四季度美国核心PCE依旧将增速依旧高位。

海外需求预期走弱，国内PMI景气下滑。随着美联储继续其激进的加息计划以对抗通货膨胀，抵押贷款利率已经推高至2008年以来的最高水平，美国房地产市场一直在下行。欧元区经济状况在10月份继续下滑。制造业活动进一步走弱，尤其是能源密集型行业产出受到较大冲击。国内方面10月PMI下降至收缩区间，企业生产经营活动和市场需求均有所放缓，未来经济仍有下行压力，政策支持力度可能进一步加强。

供给端：

全球矿产同比小增，加工费继续上行。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%，部分已经披露三季度产量企业整体产量同比增速也达到了3.4%。预计全球铜矿供应将继续维持高增速。进口端，国内铜矿9月徐闯续创新高，国内铜矿供需依旧相对过剩，加工费继续上行。

国内冶炼产能逐步释放，精铜供应维持高增长。四季度国内铜冶炼产量继续环比回升。国内在建产能最大铜冶炼厂（40万吨）弘盛铜业已经与10月下旬投产，预计至年底将逐渐达产，国内精铜供应进一步走高，预计将缓解国内电解铜低库存的情况。

需求端：

初端加工维稳，国内库存低位企稳。9月份铜材开工率继续回升，主要是由于精铜制杆开工和铜板带箔开工较高。10月高铜价的抑制铜加工整体生产节奏有所放缓。同时受季节及疫情影响地方基建等项目也出现脚步放缓。随着金九银十过去，铜加工旺季逐渐结束，需求端预计有一定下滑。目前全球铜库存依旧处于近二十年来极低水平，不过国庆节后国内社会库存底部抬升，随着10月国内精铜新增产能释放，预计四季度国内电解铜低库存的情况将逐步缓解。

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。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。看2-3季度国内电网基建投资的力度较大，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，尤其新能源汽车继续维持高增长，高景气。

出口增速放缓，欧美需求逐步走弱。国内出口增速经历了7月-8月的大幅回落后，9月继续下探。出口同比增速继续放缓的主要原因仍是外需持续走弱及去年同期的高基数。尤其是对几个主要国家包括美国、欧盟、日本的出口增速延续下跌趋势。

综上，全球宏观面的压制的不断加深，海外需求端走弱预期较强。进入四季度国内外供应端逐渐放量，基本面供需拐点即将到来，都是对铜价的压制，预计11月铜价以震荡回落为主。

6. 风险提示

1. 欧洲能源问题出现反复；
2. 欧美加息不及预期；
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。