

逻辑主线不变，铜价短期震荡

——2022年11月铜市场展望

2022/11 月报

2022年10月31日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

有色金属研究组

鲍峰 高级分析师

从业/投资咨询证号：

F3037342/Z0014770

曾真 助理分析师

从业资格证号：F03089009

电话：0551-62839752

Email: tzzx@haqh.com

网址: www.haqh.com

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

要点提示：

1. 打击通胀是唯一目的，当下交易政策转向可能太早；
2. 警惕俄罗斯金属被制裁，挤仓风险可能拉升铜价；
3. 主要市场铜库存小幅增加，基本面继续提供支撑。

市场展望与投资策略：

节后境外货源持续清关，全国主要市场铜库存小幅增加，供需面变化不大。当前铜市面临的主要矛盾在于宏观预期反复，市场关于“美联储放缓加息”的预期重燃。

我们认为，随着利率接近中性利率，美联储政策的制定尤其依赖数据。目前服务业对通胀形成坚实的支撑，权重较大的租金并未放缓，距离通胀见顶可能还有一段时间。当前的数据表现可能还不适合讨论“美联储货币政策转向”，宏观面对铜价仍然有压力。

短期重点关注Lme是否对俄罗斯金属进行制裁。俄罗斯铜在全球铜贸易体系中占比很小，但在Lme铜库存中占比60%左右，若实施制裁很可能短期内拉升铜价。

整体来看，铜市交易主线仍为“加息偏紧下全球经济衰退”，挤仓风险可能带动铜价向上突破，低库存继续提供支撑。策略上可考虑逢高沽空，或做多波动率。

目录

一、行情回顾.....	1
二、通胀能支持铜价走多远?	1
2.1 通胀主导力量已切换至服务业.....	1
2.2 租金通胀年内或将维持高位.....	2
2.3 二手车继续带动商品通缩.....	3
2.4 交易“政策转向”可能还太早.....	4
三、短期警惕海外挤仓风险.....	4
四、市场展望与投资策略.....	5
免责声明.....	6

图表目录

图表 1: 美国通胀预期与铜价(%, 元/吨)	1
图表 2: 全国主要市场铜库存(万吨)	1
图表 3: 交易所铜库存(吨、短吨)	1
图表 4: 全国主要市场铜现货升贴水(元/吨)	1
图表 5: 美国 CPI 和 PCE 同比(%)	2
图表 6: 美国 CPI 和 PCE 环比(%)	2
图表 7: 核心商品及服务同比(%)	2
图表 8: 核心商品及服务环比(%)	2
图表 9: 核心 CPI 分项.....	3
图表 10: 美国房租 CPI (%)	3
图表 11: 美国房租 CPI 及领先指标(%)	3
图表 12: Zillow 租金指数	3
图表 13: 美国非农就业人数和失业率(千人、%)	3
图表 14: 美国二手车 CPI (%)	3
图表 15: 美国二手车 CPI 及领先指标.....	4
图表 16: 美国二手车 CPI 及领先指标环比(%)	4
图表 17: Lme 库存中俄罗斯金属占比	5

一、行情回顾

10月铜价震荡上行，主要受海外通胀预期攀升影响，其供需面变化不大。

节后境外货源持续清关进入国内，全国主要市场铜库存表现为小幅增加，叠加 Back 结构基差高位坚挺，下游观望情绪浓厚，现货升水承压下调。

图表 1：美国通胀预期与铜价（%，元/吨）



数据来源：华安期货投资咨询部；Wind、钢联

图表 2：全国主要市场铜库存（万吨）

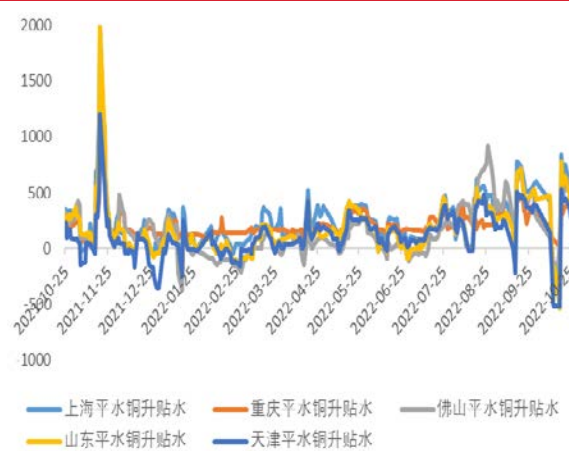


图表 3：交易所铜库存（吨、短吨）



数据来源：华安期货投资咨询部；钢联

图表 4：全国主要市场铜现货升贴水（元/吨）



二、通胀能支持铜价走多远？

通胀预期在一定程度上是铜价的先行指标，判断未来一段时间内铜价的核心就在于把握通胀走势。美联储政策目标 2% 的通胀率指核心 PCE 同比涨幅，但 PCE 公布缺乏时效性，使得 CPI 成为市场更关注的通胀数据，下文从 CPI 角度论述。

2.1 通胀主导力量已切换至服务业

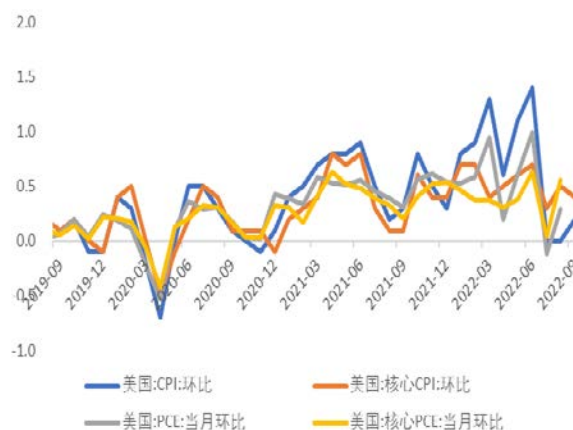
9月美国核心CPI同比上涨6.6%，创下40年来最大增幅，环比上涨0.6%，高于市场预期。分项方面，核心商品及服务同比均为6.7%，前者环比0增长，而后

者环比攀升至 0.8%，达近两年高点。从趋势上看，商品和服务通胀出现分化，核心 CPI 的主导力量已切换至服务业。

图表 5：美国 CPI 和 PCE 同比 (%)

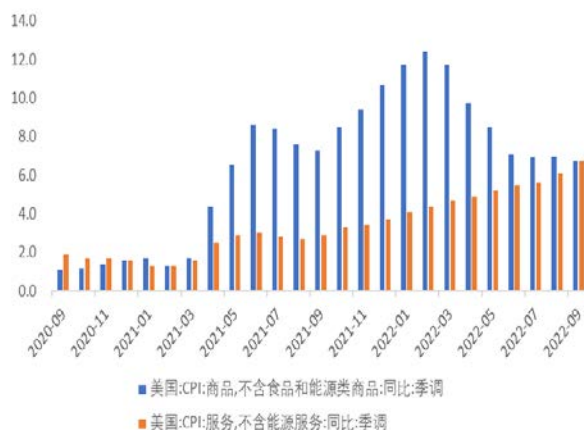


图表 6：美国 CPI 和 PCE 环比 (%)

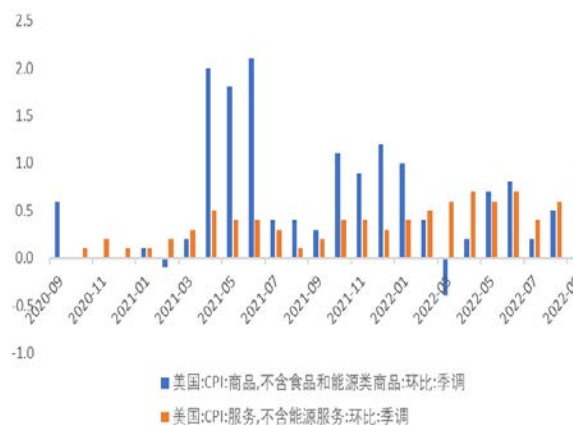


数据来源：华安期货投资咨询部；Wind

图表 7：核心商品及服务同比 (%)



图表 8：核心商品及服务环比 (%)



数据来源：华安期货投资咨询部；Wind

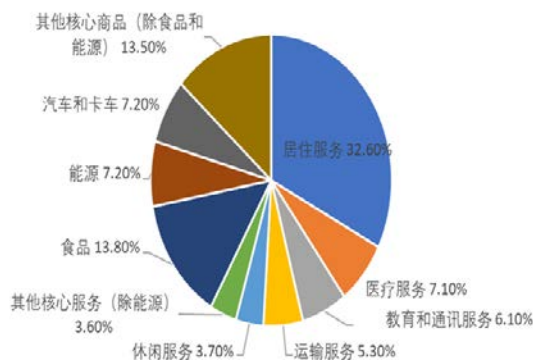
2.2 租金通胀年内或将维持高位

租金分项约占核心服务三分之二，是驱动核心服务通胀上涨的主要原因。

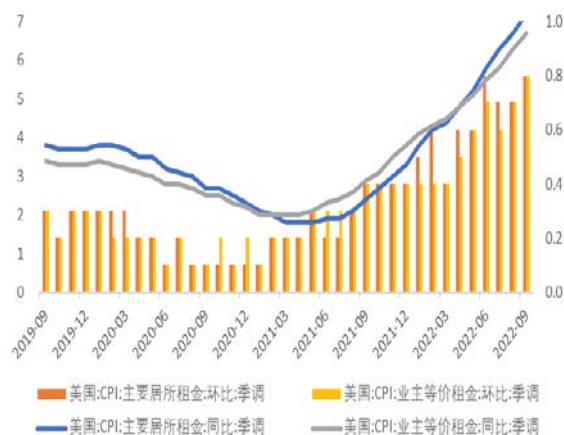
9月美国主要居所租金和业主等价租金继续走高，同比分别上涨 7.2%和 6.7%，环比上涨均为 0.8%。租金统计缺乏时效性，使用当前市场租金能较好地预测租金通胀，Zillow 租金指数大约领先租金 CPI 一年。从趋势上看，租金通胀在明年一季度见顶概率较大，也意味着年内租金通胀或将维持高位。

服务通胀攀升反映出美国劳动力短缺的现状还未改变。9月美国新增非农就业人数 263k，高于市场预期，失业率回落至 3.5%，接近近 50 年低点，劳动力市场依然强劲。

图表 9：核心 CPI 分项



图表 10：美国房租 CPI (%)

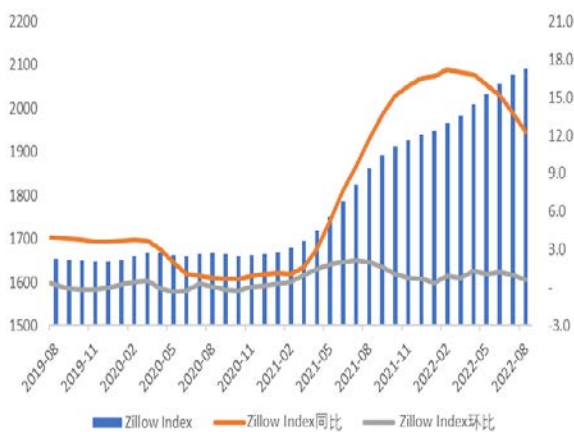


数据来源：华安期货投资咨询部；BLS、Wind

图表 11：美国房租 CPI 及领先指标 (%)

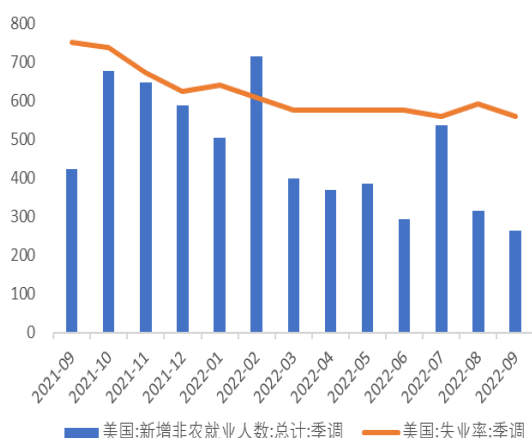


图表 12：Zillow 租金指数



数据来源：华安期货投资咨询部；Zillow

图表 13：美国非农就业人数和失业率 (千人、%)



图表 14：美国二手车 CPI (%)



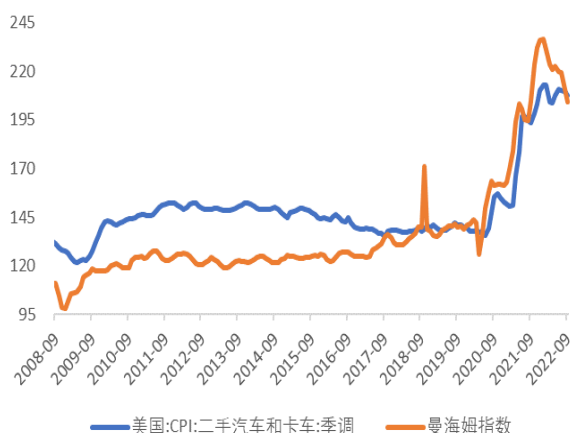
数据来源：华安期货投资咨询部；Wind

2.3 二手车继续带动商品通缩

二手车占核心商品权重最高，也是去年美国通胀最大的推手之一。9月美国二手车和卡车 CPI 同比上涨 7.2%，环比下降 1.1%，与其领先指标曼海姆指数相比

略有不足。今年以来，曼海姆指数同比下降达 13.5%，9 月环比跌幅大于正常水平。展望四季度，预计二手车降价将进一步推动核心商品通缩。

图表 15：美国二手车 CPI 及领先指标



图表 16：美国二手车 CPI 及领先指标环比 (%)



数据来源：华安期货投资咨询部；Wind

2.4 交易“政策转向”可能还太早

9 月 FOMC 会议上美联储给出的加息路径为：预计 11 月加息 75 个基点，12 月加息 50 个基点。近期市场关于“美联储放缓加息”的预期重燃，据 CME Fed Watch，目前 11 月加息 75 个基点的概率由前值 93.7% 下降至 87.5%，12 月加息 50 个基点的概率为 47.6%，较一周前有所增强，加息 75 个基点的概率为 49.5%。

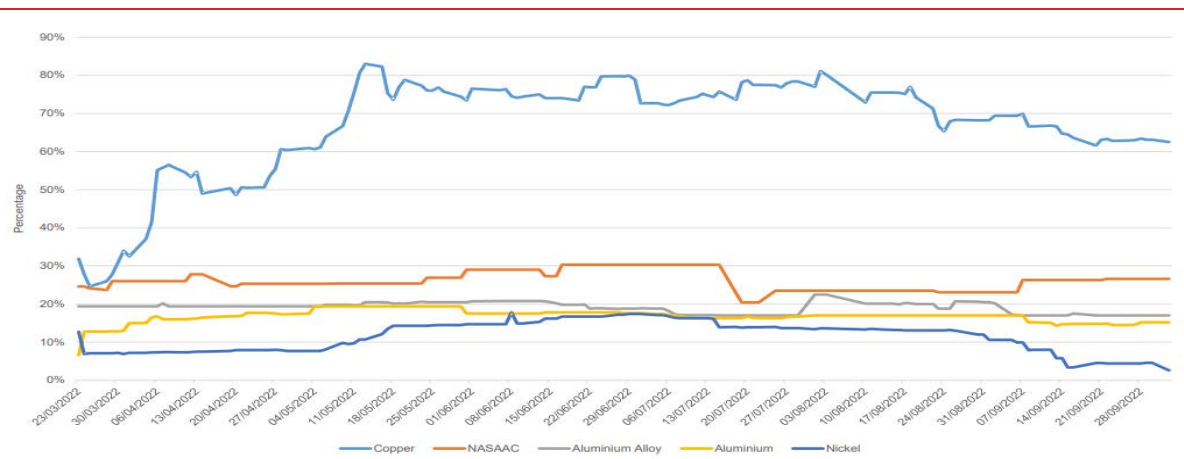
随着利率接近中性利率，美联储正在进入紧缩的第二阶段，政策的制定尤其依赖数据。目前，服务业对美国通胀形成坚实的支撑，权重较大的租金并未出现放缓，距离通胀见顶可能还需要一段时间。打击通胀是决策者的唯一目的，当前的数据表现可能还不太适合讨论“美联储货币政策转向”。

三、短期警惕海外挤仓风险

本月初 Lme 官网发布公告，讨论是否以及在何种情况下对俄罗斯金属进行制裁，包括禁止俄罗斯铜、铝、镍的交易和存放。

俄罗斯品牌铜占 Lme 铜库存 60% 左右，今年 5 月和 8 月都达到 80% 以上的峰值。2020 年俄罗斯电解铜产量 102.81 万吨，占全球总产量 4.29%，全年消费量 35.83 万吨，占全球总消费量 1.44%。俄罗斯 70% 以上的电解铜都用于出口，但在全球铜贸易体系中占比很小。因此，如果 Lme 确实对俄罗斯金属实施制裁，在目前金属低库存的背景下，很可能短期内拉升价格。

图表 17: Lme 库存中俄罗斯金属占比



数据来源：华安期货投资咨询部；Lme

四、市场展望与投资策略

节后境外货源持续清关，全国主要市场铜库存小幅增加，供需面变化不大。当前铜市面临的主要矛盾在于宏观预期反复，市场关于“美联储放缓加息”的预期重燃。

我们认为，随着利率接近中性利率，美联储政策的制定尤其依赖数据。目前服务业对通胀形成坚实的支撑，权重较大的租金并未放缓，距离通胀见顶可能还有一段时间。当前的数据表现可能还不适合讨论“美联储货币政策转向”，宏观面对铜价仍然有压力。

短期重点关注Lme是否对俄罗斯金属进行制裁。俄罗斯铜在全球铜贸易体系中占比很小，但在Lme铜库存中占比60%左右，若实施制裁很可能短期内拉升铜价。

整体来看，铜市交易主线仍为“加息偏紧下全球经济衰退”，挤仓风险可能带动铜价向上突破，低库存继续提供支撑。策略上可考虑逢高沽空，或做多波动率。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，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。