

研究报告

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】1497号

专题报告：沪铜

联系信息

分析师 许克元
期货从业资格：F3022666
投资咨询资格：Z0013612
邮箱：xuky@gzgf2010.com.cn

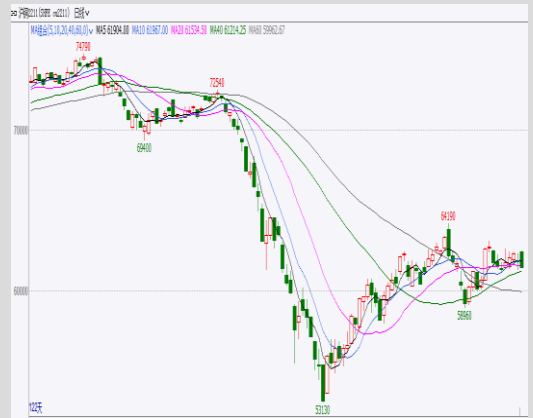
铜价反弹或至尾声

广州期货 研究中心
联系电话：020-22139813

摘要：

首先，美元指数大概率维持强势，压制铜价。一方面受联储激进加息影响，美元走强。另一方面，由于欧元区受滞胀困扰严重，经济下行压力显著强于美国，欧元仍有贬值压力，而考虑欧元在美元指数中占比为57.6%，美元大幅上涨至2002年以来的历史高位。对以美元为主要计价货币的铜等大宗商品来说，其金融属性承压明显。其次，各项经济数据反应全球主要经济体经济呈现衰退迹象，铜价探底之路难言结束。再次，国内冶炼厂已经完全逃出限电影响，检修集中度也不高，此前延续检修的个别南方炼厂产量预计也将恢复正常，叠加富冶扩建产能继续爬产，预计9月国内电解铜产量环比增长，低库存返升对单边价格支撑边际转弱。

相关图表



综上分析，本轮铜价反弹或至尾声，操作上，单边仍建议逢高做空，跨品种对冲可考虑多铝空铜，期权可考虑买入虚值看跌期权+卖出虚值看涨期权领口组合策略。

相关报告

套期保值建议：上游企业或有库存保值需求企业可考虑逢高适当增加卖出套保比例，并滚动止盈。中游冶炼厂及贸易商采取相对严格套保操作以锁住加工利润和贸易利润。下游用铜企业可适当降低买入套保比例。如后期铜价运行至5.3万（对应LME铜约7000美金，即90分位铜矿成本线附近）下方可适当逐步分段调高买入套保比例。如果价格继续下探到4.6万附近（对应LME铜约6000美金，即75分位铜矿成本线附近），可以结合买入看涨期权进行原料保值。

风险提示：国内外出现超预期经济危机（下行风险）；海外铜矿供应干扰导致超预期减产、低库存继续去化引发逼仓行为（上行风险）。

目 录

一、美联储激进加息节奏短中期内难以结束	1
二、全球经济衰退预期被进一步强化.....	2
三、基本面支撑逐步在弱化.....	3
四、后期走势及投资建议.....	3
免责声明.....	5
研究中心简介.....	5
广州期货业务单元一览.....	6

7月中以来，铜价经历了一轮较为明显的反弹行情，沪铜加权价格从53320元/吨上行至8月底高点64410元/吨，幅度达20%。价格反弹的主要驱动因素一方面由于阶段性宏观压力的弱化，另一方面来源于供应端干扰导致的低库存状态持续，现货高升水及近远价差结构强势给期货价格带来提振。进入9月，铜价在59000-63000元/吨之间震荡，上行压力明显加大。后期价格走势如何，主要从以下几个方面分析：

一、美联储激进加息节奏短中期内难以结束

北京时间9月22日周四凌晨2点，“靴子”终于落地，美联储公布9月利率决议，宣布加息75个基点，将联邦基金利率目标区间推至3%-3.25%。这是美联储连续三次大幅加息75个基点，过去6个月5次加息累计300个基点，创下美联储近40多年来最激进的加息记录。

回顾最近几次加息：2015年这轮加息，历时37个月，加息9次，累计只有225个基点，联邦基金利率终点为2.5%；2004年这轮加息，历时24个月，加息17次，累计425个基点，联邦基金利率终点为5.25%；1999年这轮加息，历时11个月，加息6次，累计175个基点，联邦基金利率终点为6.5%，如今无疑是美联储自沃尔克时代以来的最鹰时期。

为了应对美国激进加息带来的负面影响，非美国央行也纷纷超预期加息，本周“超级央行周”落幕，十家央行累计加息425个基点（美联储+75，瑞典+100，瑞士+75，挪威+50，英国+50，南非+75等），至此2022年全球央行加息超12000基点。

利率决议公布后，美元指数再创新高，冲破110；非美元货币纷纷跌入历史性低位：英镑兑美元创1985年以来新低；欧元兑美元为2002年以来新低；离岸人民币跌破7.1关口；美元兑日元为1998年以来的最低水平；美元兑韩元为2009年以来的首次。

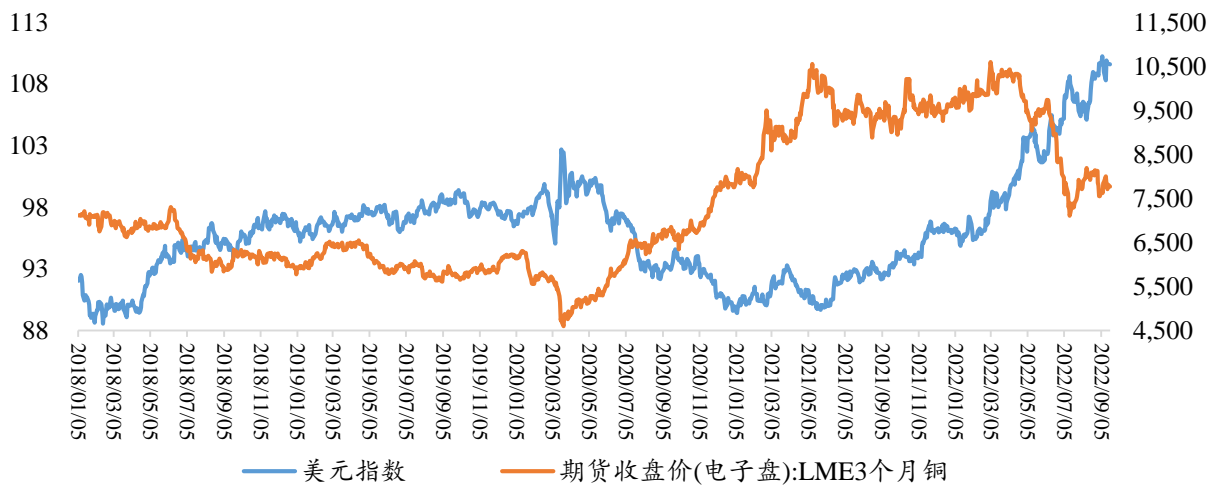
鲍威尔反复强调，“美联储当前的首要任务是将通胀降至2%目标”。美国劳工统计局公布数据显示，8月CPI同比上涨8.3%，低于7月份的8.5%，但高于市场预期的8.1%；8月CPI环比上涨0.1%，高于市场预期的-0.1%，增速较前值的0%小幅回升。核心CPI同比上涨6.3%，高于市场预期的6.1%，前值5.9%；8月核心CPI环比上涨0.6%，高于市场预期以及前值的0.3%。从历史值看，这依然是历史级别的大通胀，美联储不敢松懈。

图表 1：最近几次美联储加息情况

首次加息时间	末次加息时间	首次加息	末次加息	加息周期时长(月)	加息次数	累计加息(BP)	加息前伦铜价格	加息期间伦铜最高价格	加息期间伦铜最低价格	加息末期伦铜价格	方向	涨跌幅	加息后伦铜开始下跌时间
1994. 2. 4	1995. 2. 1	3. 00	6. 00	12	7	300	1, 908	3, 071	1, 829	2, 885	涨	51. 22%	1995. 8. 17
1999. 6. 30	2000. 5. 16	4. 75	6. 50	11	6	175	1, 643	1, 934	1, 635	1, 848	震荡	12. 48%	2000. 9. 15
2004. 6. 30	2006. 6. 29	1. 00	5. 25	24	17	425	2, 650	7, 292	2, 650	7, 080	涨	167. 1%	2006. 5. 11
2015. 12. 17	2018. 12. 20	0. 25	2. 50	37	9	225	4, 550	7, 305	4, 325	6, 017	涨	32. 25%	2018. 7. 2

数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 2：美元指数维持强势压制铜价



数据来源：Wind 广州期货研究中心

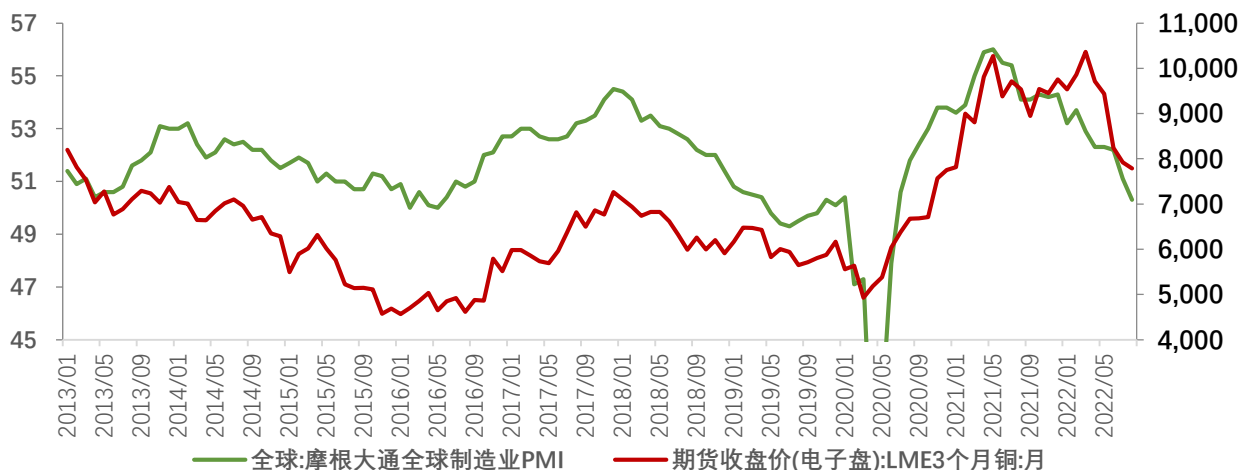
二、全球经济衰退预期被进一步强化

利率抬升会抑制投资和消费，宏观经济增速下降，企业业绩下滑，失业率攀升，股票下跌，资产缩水，偿债压力增加等。

本次议息会议，美联储FOMC也下调了经济增长预测：2022、2023、2024年底GDP增速预期中值分别为0.2%，1.2%，1.7%（6月预期分别为1.7%，1.7%，1.9%）；同期，失业率中值分别为3.8%，4.4%，4.4%。（6月预期分别为3.7%，3.9%，4.1%）。

中国物流与采购联合会发布数据显示，8月全球制造业采购经理指数(PMI)为50.9%，较上月下降0.3个百分点，连续3个月环比下降，并创出2020年7月以来的新低，表明全球经济复苏动能继续趋弱。8月，欧洲制造业PMI为49.5%，较上月下降0.6个百分点，连续7个月环比下降。同期，美国制造业PMI为52.3%，较上月下降0.3个百分点，连续3个月环比下降。

图表 3：全球经济持续走弱压制铜价



数据来源：Wind 广州期货研究中心

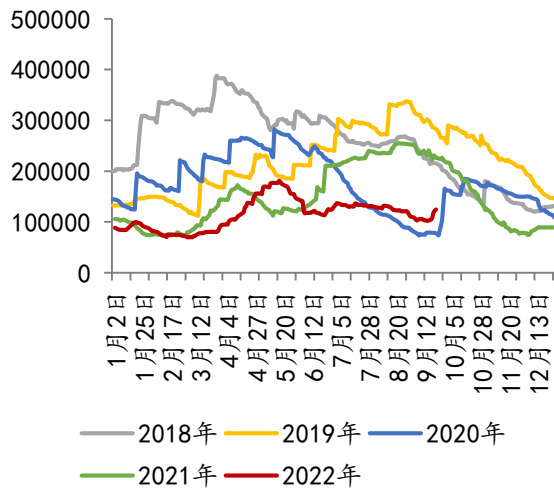
三、基本面支撑逐步在弱化

产量方面，国家统计局发布报告显示，中国8月精炼铜产量为91.7万吨，同比增加3.9%。虽然8月部分冶炼厂走出检修影响及富冶本部扩建产能爬产，铜产量增加，但由于高温限电影响，实际产量低于预期。SMM表示，从9月冶炼厂排产计划来看，国内冶炼厂已经完全逃出限电影响，检修集中度也不高，此前延续检修的个别南方炼厂产量预计也将恢复正常，叠加富冶扩建产能继续爬产，预计9月国内电解铜产量环比增长。

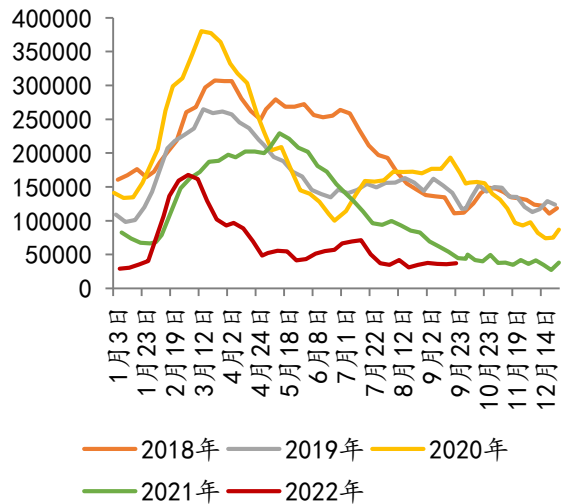
进口方面，中国8月精炼铜进口量为332,167.58吨，环比增加10.56%，同比增长31.91%。

库存方面，周内LME铜库存止跌回升，增加22725吨至124725吨，SHFE铜库存增加1032吨至36897吨。低库存返升对单边价格支撑在边际走弱。

图表4: LME铜库存



图表5: SHFE铜库存



数据来源: Wind 广州期货研究中心

四、后期走势及投资建议

首先，美元指数大概率维持强势，压制铜价。一方面受美联储激进加息影响，美元走强。另一方面，由于欧元区受滞胀困扰严重，经济下行压力显著强于美国，欧元仍有贬值压力，而考虑欧元在美元指数中占比为57.6%，美元大幅上涨至2002年以来的历史高位。对以美元为主要计价货币的铜等大宗商品来说，其金融属性承压明显。其次，各项经济数据反应全球主要经济体经济呈现衰退迹象，铜价探底之路难言结束。再次，国内冶炼厂已经完全逃出限电影响，检修集中度也不高，此前延续检修的个别南方炼厂产量预计也将恢复正常，叠加富冶扩建产能继续爬产，预计9月国内电解铜产量环比增长，低库存返升对单边价格支撑边际转弱。

综上分析，本轮铜价反弹或至尾声，操作上，单边仍建议逢高做空，跨品种对冲可考虑多铝空铜，期权可考虑买入虚值看跌期权+卖出虚值看涨期权领口组合策略。

套期保值建议：上游企业或有库存保值需求企业可考虑在铜价反弹过程中逢高适当增加卖出套保比例，并滚动止盈。中游冶炼厂及贸易商采取相对严格套保操作以锁住加工利润和贸易利润。下游用铜企业可适当降低买入套保比例。如后期铜价运行至 5.3 万（对应 LME 铜约 7000 美金，即 90 分位铜矿成本线附近）下方可适当逐步分段调高买入套保比例。如果价格继续下探到 4.6 万附近（对应 LME 铜约 6000 美金，即 75 分位铜矿成本线附近），可以结合买入看涨期权进行原料保值。

风险提示：国内外出现超预期经济危机（下行风险）；海外铜矿供应干扰导致超预期减产、低库存继续去化引发逼仓行为（上行风险）。

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本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。

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，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的企业精神和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及衍生品投资者，回报客户、回报员工、回报股东、回报社会。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视电台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：(020) 22836116

金属研究团队：(020) 22836117

化工能源研究团队：(020) 22836104

创新研究团队：(020) 22836114

农产品研究团队：(020) 22836105

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627

广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	苏州营业部	上海陆家嘴营业部
联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州体育中心营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-28180338 办公地址：广州市天河区体育东路136,138号17层025房、17层03房自编A	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端州区星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	四川分公司	机构业务部	机构事业一部
联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业二部	机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司	
联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室	