

通胀隐忧施压，铜价重心下移

【策略观点】

抗击通胀以及由此带来的货币政策收紧仍为全球宏观市场最大的主题，美联储加息力度将决定海外市场情绪。国内疫情已经进入收尾阶段，市场信心持续恢复向好。

基本面来看，矿山供应宽松局势不变，废铜供应压力缓和，冶炼厂集中检修结束，供应对铜价带来的支撑将缓慢减弱。需求方面，汽车下乡政策有望带来的明显消费促进作用，上海疫情过后汽车生产回升可期，终端需求将主要体现在汽车行业。

综上，我们认为下半年铜价重心将小幅下移。

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76号

范芮

电话：010-84555195

邮箱

fanrui@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3055660

投资咨询资格号

Z0014442

【目 录】

一、行情回顾.....	1
二、宏观压力多已释放.....	1
2.1 鹰派行动持续 全球流动性收紧.....	1
2.2 俄乌战争持续 关注战争结束信号.....	2
2.3 疫情进入收尾阶段 市场积极向好.....	2
三、炼厂集中检修结束 供应支撑减弱.....	3
3.1 加工费仍处高位 铜精矿供应持续宽松.....	3
3.2 废铜进口回升 紧张压力缓和.....	4
3.3 炼厂集中检修结束 国内供应压力缓解.....	5
四、疫情影响消散 汽车将成需求亮点.....	5
4.1 地产需求回暖 拉动线缆去库.....	5
4.2 传统淡季将至 空调产销收敛.....	6
4.3 疫情影响消散 汽车产销预期积极.....	7
五、后市展望.....	7

一、行情回顾

上半年铜价先扬后抑，截至 6 月末，铜价较去年年末水平几乎持平。从具体走势来看，主要分为两个部分：自年初至 4 月下旬，受能源忧虑以及俄乌战争带来的供应短缺担忧推动，铜价稳步震荡走强，并在 4 月末达到 75000 元关键技术位；伴随美国鹰派行动预期加强以及全球经济增速被下调，铜价自 4 月末开始承压，期间美元主导了其震荡下跌的节奏，并回吐了上半年的全部涨幅。

图表 1 伦铜走势



数据来源：文华财经，国元期货

二、宏观压力多已释放

上半年海外宏观市场主要围绕美联储加息行动展开，美国通胀压力不断增大引领市场忧虑情绪，并对美元产生明显影响。同时，俄乌战争带来的市场影响也在上半年充分被市场吸收。国内新冠肺炎疫情在上海、北京等地出现了一定反复，但疫情防控成效显著，目前国内疫情已经处于收尾阶段。

2.1 鹰派行动持续 全球流动性收紧

自美联储 12 月会议纪要论调显著鹰派起，美元便开启了强势进程。期间美国通胀问题不断加剧，市场曾对美联储 3 月加息 50BP 抱有强烈期待，但由于俄乌战争爆发带来的不确定性，美联储 3 月加息 25BP。后美联储会议纪要鹰派意味强烈，5 月加息 50BP 预期被不断推

高，并得以验证。但加息行动并未能有效遏制美国的通胀势头，5月美国的通胀数据刷新40年新高，再度引发市场强烈反应，市场对美联储继续加强鹰派行动的期待收敛于6月加息75BP，并最终得以验证。至此，美联储已在上半年连续三次会议加息，今年3月、5月和6月分别加息25BP、50BP和75BP，加息力度不断加强。

美联储加息后，英国央行昨日宣布加息25BP，瑞士央行加息50BP，欧洲央行酝酿以新的工具实现加息行动，全球流动性收紧大潮令欧美股市继续大幅承压。

下半年，抗击通胀以及由此带来的货币政策收紧仍为全球宏观市场最大的主题。根据美联储利率点阵图，所有联储官员都预计，到今年底，联邦基金利率将升至3.0%以上，这意味着美联储下半年还有数次加息行动预期以及相当的加息幅度。拉加德在欧洲议会经济和货币事务委员会作证时也表示，欧央行计划在7月的政策会议上加息25个基点，“并在9月再次加息”，以美国为代表的欧美国家将继续在下半年收紧流动性。

2.2 俄乌战争持续 关注战争结束信号

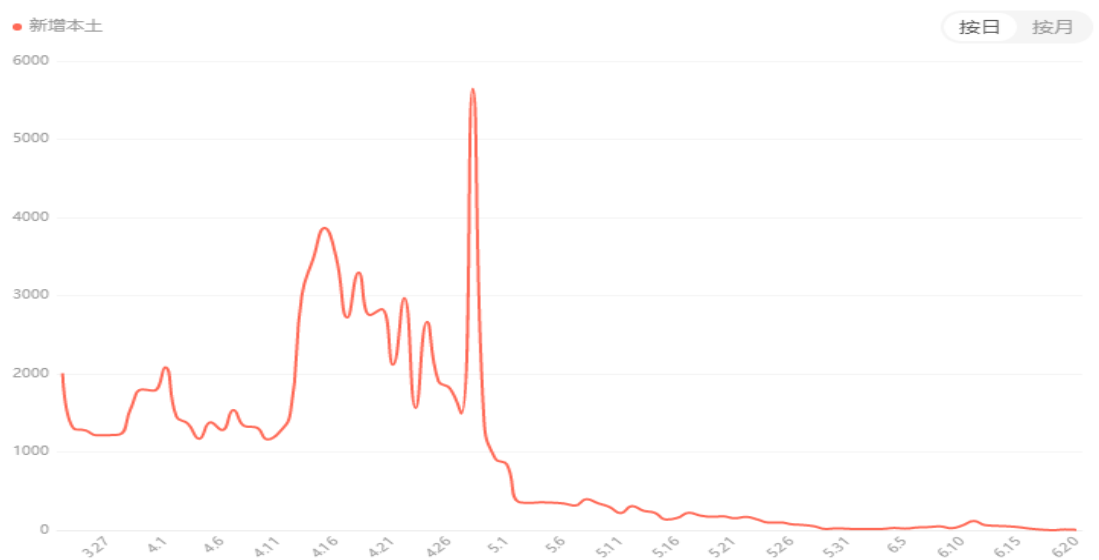
2月中旬，俄乌战争意外爆发，市场避险情绪曾被快速推升并在2月的市场中集中宣泄，后市场对俄乌问题的关注点转向有色金属供应扰动，推动有色板块走出了一轮加速上涨行情。欧美多国联合制裁俄罗斯并未能对战争进程产生明显影响，而战争带来的市场不稳定性以及通胀问题的加剧，令世界银行和IMF先后下调2022年全球经济增长预期。

俄乌战争旷日持久，市场也已经充分在上半年消化其市场影响，下半年俄乌战争应侧重于关注战争结束的信号，对市场情绪的冲击预计将较为有限。

2.3 疫情进入收尾阶段 市场积极向好

国内新冠肺炎疫情在3月份曾出现反复，在广东省之后，吉林、上海、北京等省市先后出现新增确诊人数增加，上海自3月起逐步加大防控力度，全员居家办公，4月中旬长春实现社会面清零，4月末国内新增确诊人数出现实质性回落。6月起，上海分阶段恢复正常生活秩序，市场由此获得坚定信心。

图表 2 国内单日新增本土新冠确诊病例



数据来源：百度疫情实时大数据

国内抗击疫情的同时，中国人民银行在 4 月末下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，5 月中下旬，又将 5 年期 LPR 下调 15BP 至 4.45%，并配套出台了楼市刺激政策，促进地产市场回暖。上海疫情恢复后，江浙沪区域物流条件不断优化，下游也迎来了明显的采购回暖情绪。

个人认为疫情对国内市场以及铜价带来的影响已经释放完毕，市场在国内疫情后稳固积极，下半年货币政策以及终端消费刺激政策将不断见效，后置消费仍然值得期待。

三、炼厂集中检修结束 供应支撑减弱

3.1 加工费仍处高位 铜精矿供应持续宽松

上半年矿山运行整体平稳，除五矿资源旗下 Las Bambas 铜矿遭遇封锁外，其他矿山均表现稳定。不过，BHP、Antofagasta、自由港等多家企业下调今年铜精矿产量预期，国内进口铜精矿加工费也由此在 4 月末最高触及 83.55 美元/吨后见顶回落。国内铜精矿产量在上半年基本保持同比增长势头，疫情对国内矿山第二季度的生产带来些许影响，不过由于海外铜精矿进口同期增加，基本抵消国内疫情影响。

图表 3 进口铜精矿指数



数据来源：SMM，国元期货

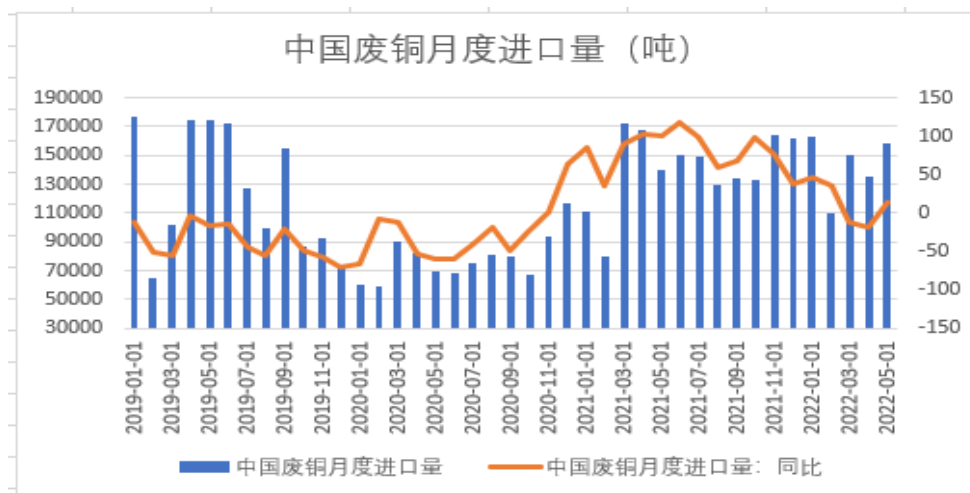
从今年矿山投产进程来看，下半年 Grasberg、Quellaveco、Cobre Panama 等铜矿仍有相当可观的铜精矿产量即将释放，虽然 Las Bambas 运营仍存在不稳定因素，部分矿山受到干旱以及矿石品位下降等问题困扰，不过个人认为对矿石供应影响不大。

Antofagasta 与日本冶炼厂就今年下半年以及明年上半年铜精矿长单加工费达成一致，确定的 TC/RC 为 75.0 美元/吨及 7.50 美分/磅，加工费仍处于较高水平，由此，预计下半年铜精矿供应的宽松格局仍将持续。

3.2 废铜进口回升 紧张压力缓和

上半年国内废铜产量表现平稳，进口废铜量明显提升，从进口结构来看，马来西亚货源今年减少明显，进口自美国、日本和泰国的废铜量明显增加。上半年精废含税价差自年初 2000 元/吨的偏高水平震荡回落，3 月国内正式实施 40 号税政文件，废铜供应曾一度因此收紧，叠加国内部分地区疫情带来的物流条件影响，精废价差在二季度明显回落。

图表 4 国内废铜进口量



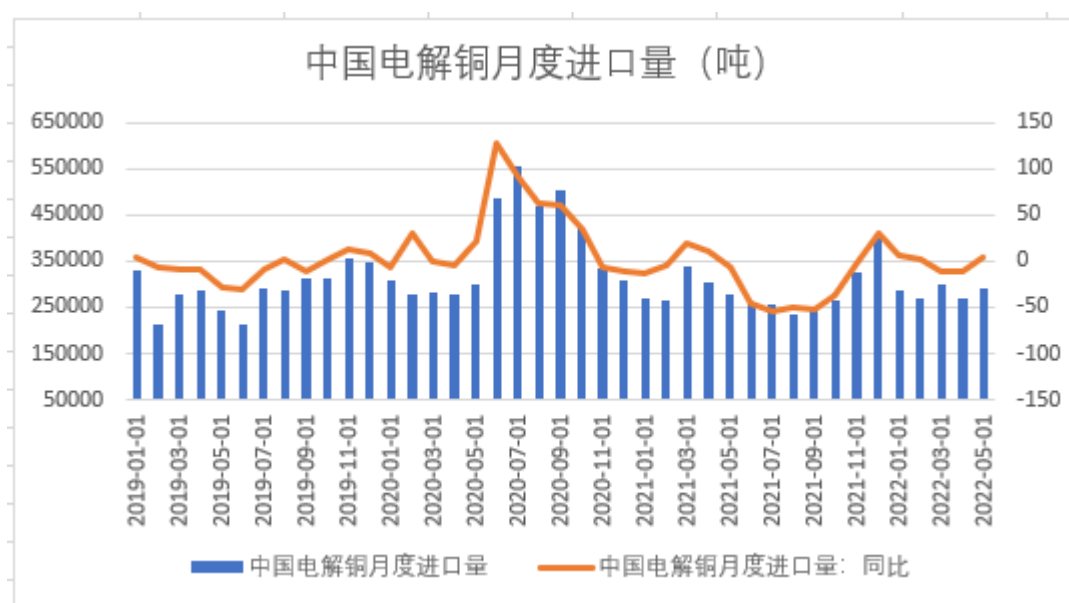
数据来源：海关总署，国元期货

目前国内物流以及进口清关进度明显恢复，废铜进口的积极性仍然较高。国内疫情过后，废铜产量预计将有小幅回升，从整体废铜供应来看，进口废铜量将主导废铜供应格局，预计将以平稳回升态势为主。

3.3 炼厂集中检修结束 国内供应压力缓解

上半年精炼铜供应持续处于偏紧状态，一季度泛太平洋铜业计划外检修、俄乌战争引发市场对欧洲地区精炼铜供应的明显担忧，海外供应明显受到影响。二季度国内冶炼厂集中检修，对精炼铜产量推算影响约为 31.86 万吨，且上半年进口量并不大，因而精炼铜供应持续偏紧。

图表 5 国家统计局电解铜月度产量



数据来源：国家统计局，国元期货

目前，LME 铜库存已经基本恢复至往年水平，上期所铜库存远低于往年同期水平，不过供应紧张对铜价的支撑作用正在减弱。

下半年国内冶炼厂检修较为分散，7-11 月均有检修安排，不过检修影响产量推算基本稳定在每个月 4 万吨左右，对国内低库存带来的冲击作用较弱。进口铜精矿加工费在 4 月末见顶后平稳回落，不过目前依然稳定在 73 美元/吨以上的高水平，硫酸价格亦在高位，下半年铜精矿宽松格局延续有利于维持冶炼厂的加工利润，国内精炼铜供应紧张局面将继续缓解。

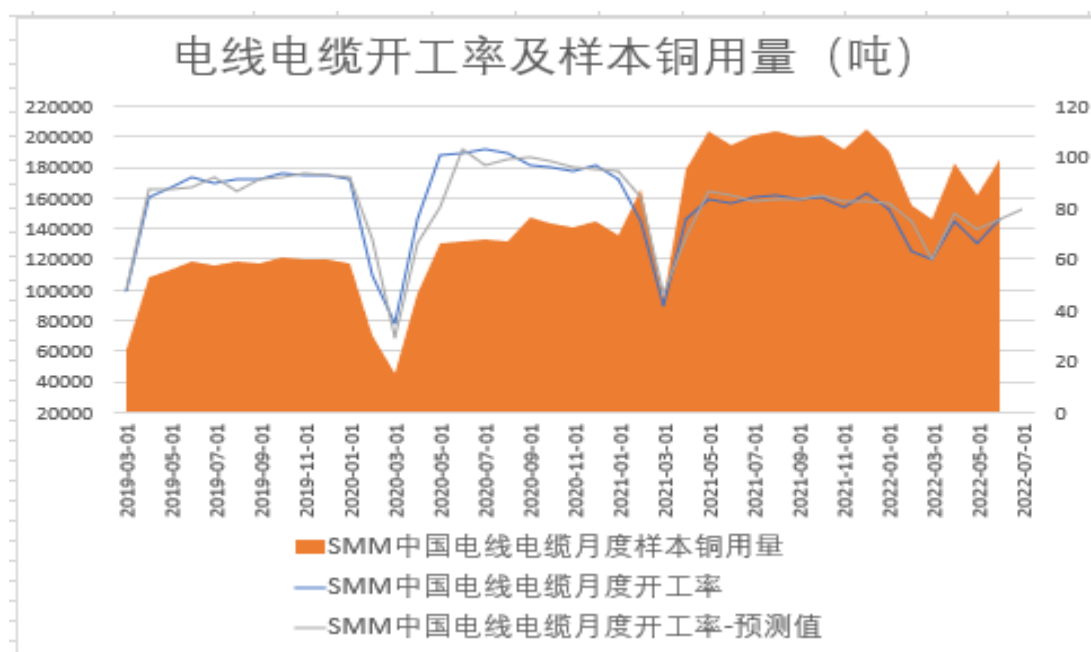
四、疫情影响消散 汽车将成需求亮点

4.1 地产需求回暖 拉动线缆去库

上半年国内线缆企业生产情况大体可以分为两个阶段：一季度企业生产基本正常，二季度线缆生产明显受到疫情影响，开工率与往年存在加大差距。从终端需求来看，电源工程基本延续去年的高投资水平，电网工程出现了一定程度的回落，地产方面，开年整体表现相对

平稳，二季度受疫情影响有明显收缩。

图表 6 国内线缆行业现状



数据来源：SMM，国元期货

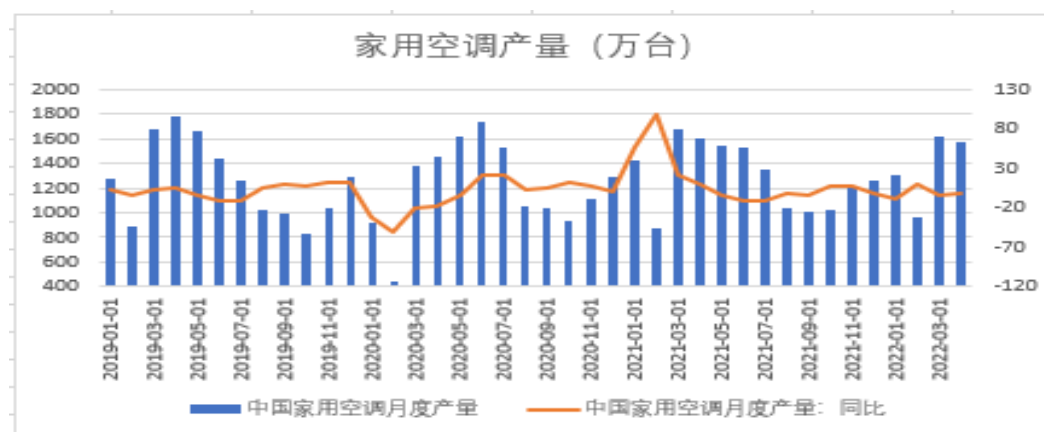
4月下旬，国内下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，5月中下旬人民银行下调5年期LPR 15BP，同时，国内多省调整楼市政策，多措并举促进地产市场回暖。目前国内楼市库存仍然偏高，下半年地产行业将主要表现为疫情过后的房屋开工和竣工带来的用铜需求回升。

国内线缆行业目前成品库存量近乎往年的一倍，原料库存亦徘徊在高水平，中游铜杆企业仍有相当量的库存作为缓冲，下半年需求回暖是大概率事件，不过将主要表现在成品库存消费，对精炼铜实际拉动效果偏弱。

4.2 传统淡季将至 空调产销收敛

上半年国内家用空调产量基本维持去年的产量水平，这在国内疫情反复以及空调行业高库存背景下显得尤其难得。家用空调出口虽然遭受了一定冲击，但空调内销表现较为强劲。空调行业基本如我们此前预期，行业高库存并未对生产产生明显影响。

图表 7 国内空调产量

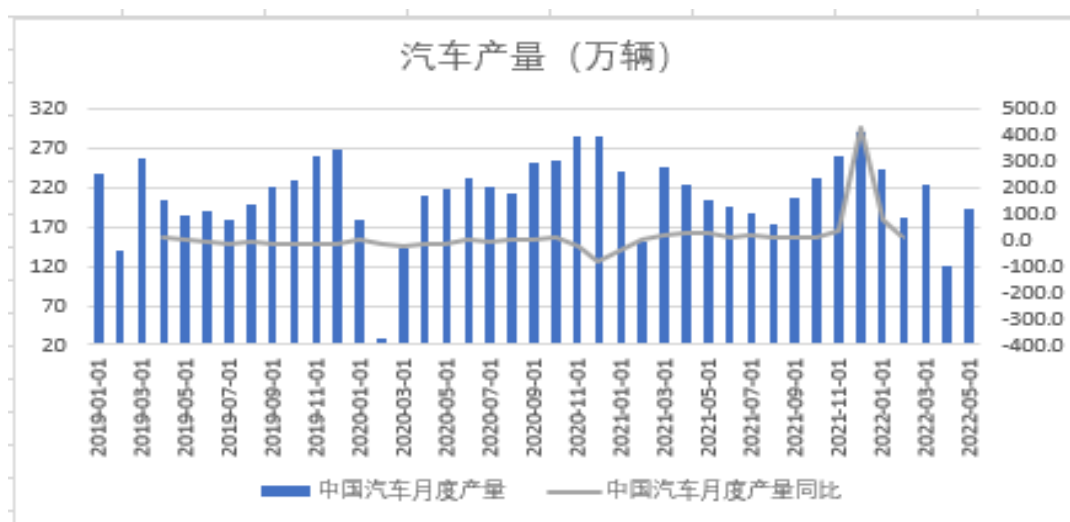


下半年空调行业步入传统生产淡季，空调生产和销售均将在三季度明显收缩。四季度待空调厂生产再次发力时，有望在年末对铜管行业产生较为明显的需求拉动作用。

4.3 疫情影响消散 汽车产销预期积极

上半年国内汽车产销震荡走弱，全球芯片短缺问题继续对汽车生产带来影响。此外，上海疫情导致周边汽车产业停滞，汽车零部件供应不畅，对汽车行业产销均带来一定影响。不过，新能源汽车产销持续表现强劲。

图表 8 国内新能源汽车生产情况



数据来源：中汽协，国元期货

为拉动汽车行业消费，汽车下乡活动目前已经开启，考虑到国内汽车库存压力并不大，汽车下乡活动将有望带动汽车行业产销回升。此外，上海已经在6月恢复正常生活秩序，上半年因疫情带来的汽车生产抑制作用将在下半年明显消散。下半年汽车产销将成为铜的终端需求亮点，并有望打破传统生产节奏，持续表现积极势头。

五、后市展望

下半年，抗击通胀以及由此带来的货币政策收紧仍为全球宏观市场最大的主题，美联储加息力度将决定海外市场情绪。国内疫情已经进入收尾阶段，市场信心持续恢复向好。

基本面来看，矿山供应宽松局势不变，废铜供应压力缓和，冶炼厂集中检修结束，供应对铜价带来的支撑将缓慢减弱。需求方面，汽车下乡政策有望带来的明显消费促进作用，上海疫情过后汽车生产回升可期，终端需求将主要体现在汽车行业。

综上，我们认为下半年铜价重心将小幅下移，美联储行动力度决定铜价节奏。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，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。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街46号天恒大厦B座21层
电话：010-84555000

合肥分公司

地址：合肥市蜀山区金寨路91号立基大厦A座六楼（中国科技大学金寨路大门斜对面）
电话：0551-62895501

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路1号2204室之01室（即磐基商务楼2501室）
电话：0592-5312522

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路129号国际金融中心A座期货大厦2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段64号凯德广场西塔6层06室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路1199弄1号楼3层C区
电话：021-68400292

合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115906、0551-68115888

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路69号未来大厦1410室
电话：0371-53386892/53386809

青岛营业部

地址：青岛市崂山区秦岭路15号1103室
电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路48号二层（深圳实验小学对面）
电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路1785号网新双城大厦4幢2201-3室
电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路37号世基大厦12层
电话：0475-6380818