

综述：挤仓效应主导波动节奏，留意春节的季节性累库机会

- 1、供给层面：11 月 TC 录得约 90.725 美元，环比 10 月涨 2.89 美元，连续 3 个月增加，原料端延续宽松格局；2022 年 1-10 月全年累计产量为 898.6 万吨，同比增速为 4.3%，10 月单月产量 95.3 万吨，同比增速 11.5%；
- 2、需求层面：融资花钱方面，10 月社融、M1 和 M2 分别为 10.3、5.8 和 11.8，环比变动-0.3、-0.6 和-0.3，宽信用格局存在阶段性调整迹象；终端来看，1-10 月汽车销售增速为 4.6，产销连续 5 个月改善，且连 3 个月为正，10 月房市销售为-22.3，依旧萎靡严重，房车分化较大；
- 3、库存表现：至 11 月底，全球三地库存环比下降 3.18 万吨至 19.54 万吨。SHFE 小增 0.68 万吨至 7.02 万吨，LME 减少 3.79 万吨至 9.1 万吨，而 COMEX 下降 0.067 万吨至 3.4 万吨，美铜库存来到大底部，11 月底全球三地库存依旧偏低；
- 4、内外环境：11 月美联储暴力加息 75 个基点后目标利率已提升至 4%，追上长债收益率（短债还差一步），12 月中旬会议大概率存在放缓加息迹象，此总体或有利全球金融资产运行氛围；中国降准且连续射出扶持地产之贷款、债券、股权三支箭，进一步增加底部夯实的预期，国内商品市场逐渐从弱预期转向强预期；

铜市产业高点已在 5-6 月印证，后期所有上涨都宜定位成反弹来对待（即便创新高也如此——泡沫高点），系统性已转成战略做空；基于 6-7 月大跌未有打出隐性库存，因而主导铜价波动为海外宏观层面因素，即：加息鹰派，价格更易向下波动，加息缓和，铜价更易向上运行，在联储加息预期缓和背景下，四季度铜价总体以反弹为主；技术上看，铜价下行第一阶段行情出现在 5-7 月，以冲击了 2020 年 9-10 月的平台宣告空间结束；7 月中旬启动的反弹或横盘，截至 12 月份，铜价反弹运行已超过 4 个多月时间，其价格面临拐点窗口期，因而第二阶段行情或有望来四季度后半段酝酿（大概率反弹上行），笔者在 11 月报首次建议大家把握第二阶段机会后，本月建议投资者重点把握春节的季节性累库机会，攻击合约选择在春节后，毕竟当前库存非常低，价格冲击需要关键时空配合窗口。



一：供应端：供应延续宽松

1、11月TC均值上升至90美元一线

冶炼费用是精炼铜矿产端供应的一个重要变量，一般来说，如果矿产供应宽裕，则铜冶炼商话语权较强，冶炼费用TC倾向上涨，反之，当矿产供应较为短缺时，则冶炼费用倾向下滑。中国现货冶炼费自2021年4月创下十多年来的最低水平（不足30美元）的极致后，至11月上涨至90美元上方，且持续稳定在国内冶炼端行业均衡成本线上方，冶炼端处在景气阶段，背后反应出全球矿产原料端的持续宽松态势，在今年海外政策大幅收紧的背景下，需求受到压制，如果说2020-2021定价权在供应端的话，那么2022年定价权就决定于需求端。2022年的6-7月的铜价下行验证了供需转向大方向，此对应了左侧高点，在价格暴跌未有打出隐性库存背景下，极低的库存态势，铜市后期可能需要二次右侧高点来确认。

2、10月生产增速继续攀升

2022年1-10月国内精炼铜产量为898.6万吨，对比2021年1-10月861.6万吨产量同比增速为4.3，10月单月产量录得95.3万吨，同比去年同期85.5万吨，低基数效应下当月增速攀升至两位数11.5，对比上月的6.9增速上升4.6；从生产的动力利润源角度来看，今年上游矿产端向行业冶炼端持续转移利润是趋势性的，截至2022年11月底，国内现货冶炼利润持续处在景气阶段，11月份单吨盈利录得2500-3500元/吨大关，尽管对比10月略有下滑，但利润率依然维持在4.5%上方，高暴利延续。在高利润刺激下，全行业生产冶炼动力充足，后期生产增速可能会仍然延续逐步回升；此外，国内进口动能也依旧强劲，11月进口溢价均值为118高位，全月表现出前高后底。当前，中国正式进入节气上的冬季淡季，后期进口溢价存在回落可能；

3、11月全球库存录得19.5万吨附近

2022年11月全球三地总量库存录得19.5万吨附近，对比上月下降3.2万吨。其中，SHFE小增0.68万吨至7.02万吨，LME减少3.79万吨至9.1万吨，而COMEX下降0.0668万吨至3.4万吨，美国库存自5月中旬以来持续下滑，超过6个月之久，且绝对库存水平创下近十几年的历史新低，全球三地库存绝对总量都处在极低位置，尤其是中美两国库存水平对比历史都处在底部附近，一旦宏观施压预期结束或扭转，价格存在大幅脉冲或反弹的可能性，铜价在11月的暴利反弹已然如此，需密切重点留意；从大趋势看，全球库存双底已经出现，2021年12月份的库存左侧低点在16-17万吨左右，2022年9月份的右侧低点在18-19万吨，且右侧高于左侧，这意味着全球库存趋势大拐点可能就在眼前，价格需要对库存做出反应。尤其在市场对



需求端的关注较大（加息/缩表）而对供给端低库存的重视程度不足的情况下，一旦政策收紧预期有所缓解或放松，价格很容易滋生较大幅度的波动可能，笔者在月报中已多次强调：

图 1：11 月 TC 站上 90 高位

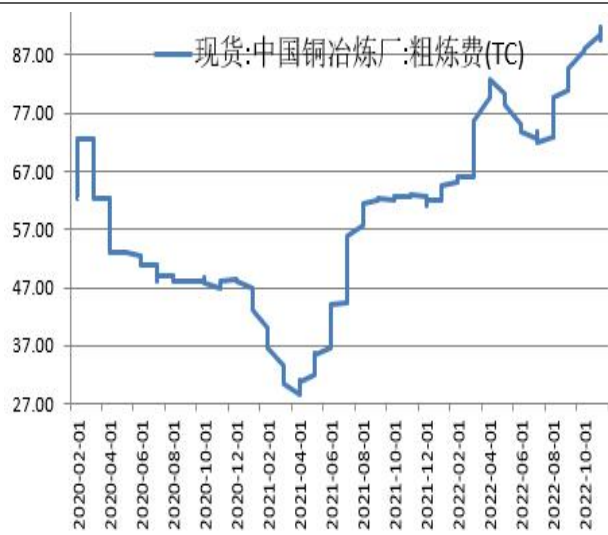
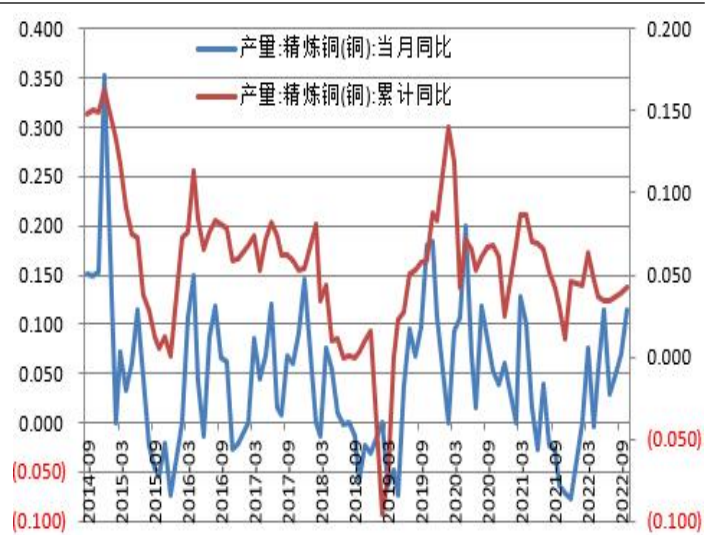


图 2：10 月中国铜生产增速延续回升



资料来源：WIND，安粮期货

图 3：11 月冶炼端维持高景气度

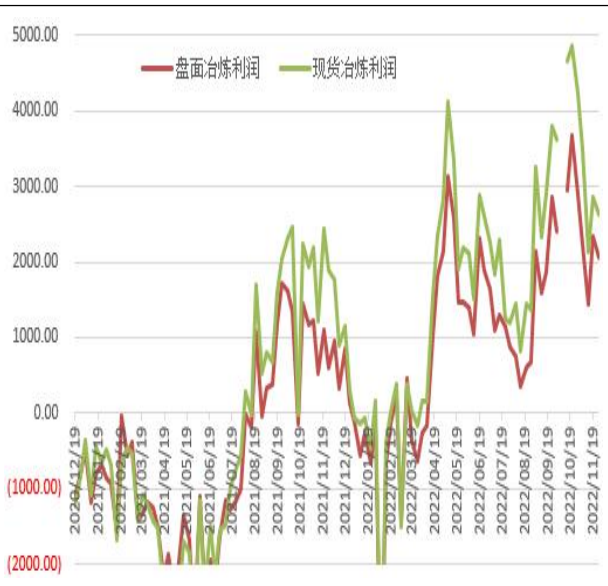
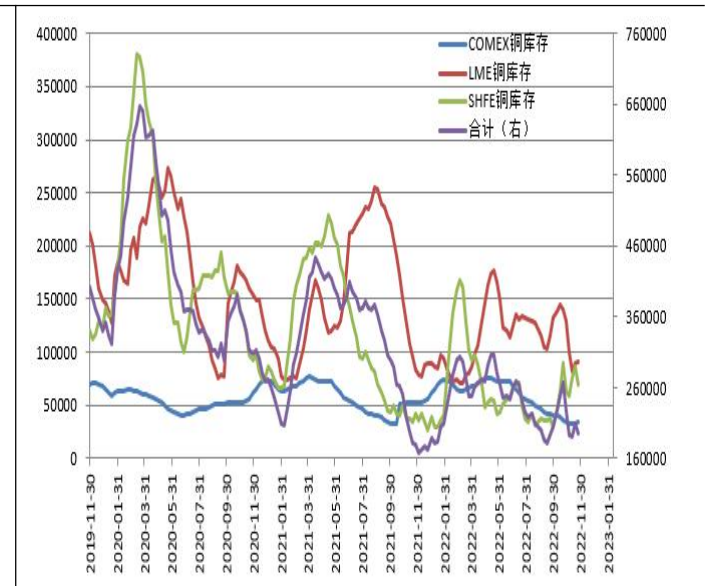


图 4：11 月全球库存依旧偏低

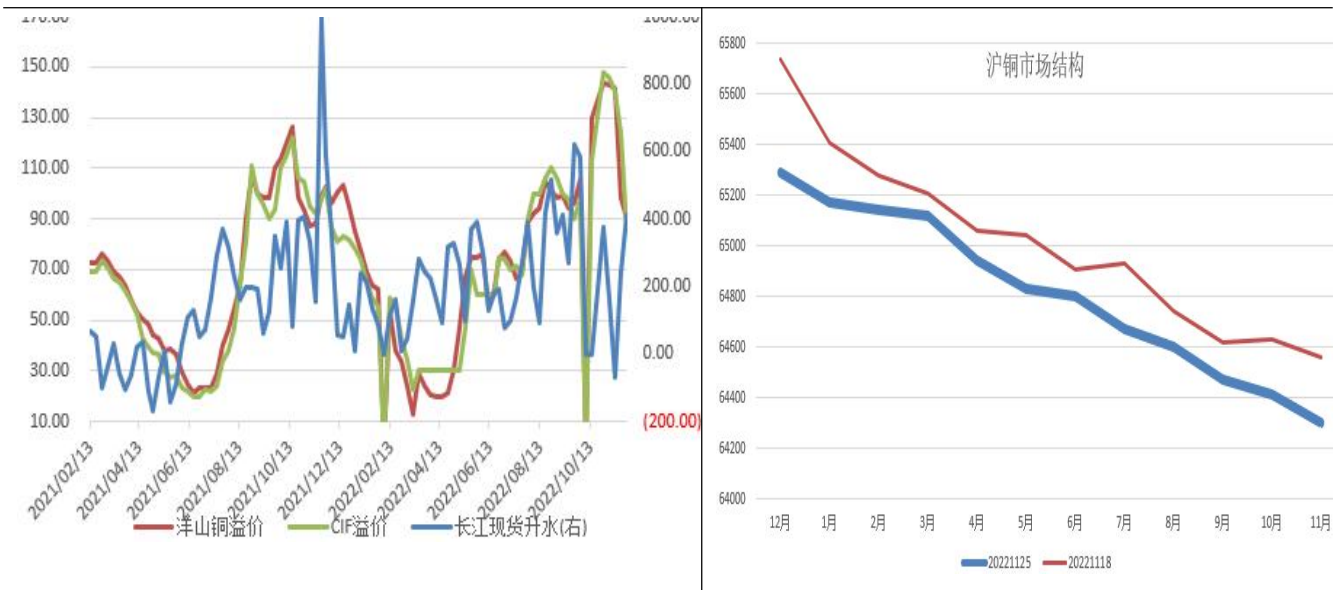


资料来源：WIND，安粮期货

图 5：11 月进口溢价维持高位

图 6：11 月合约结构负向斜率收缓





资料来源：WIND，安粮期货

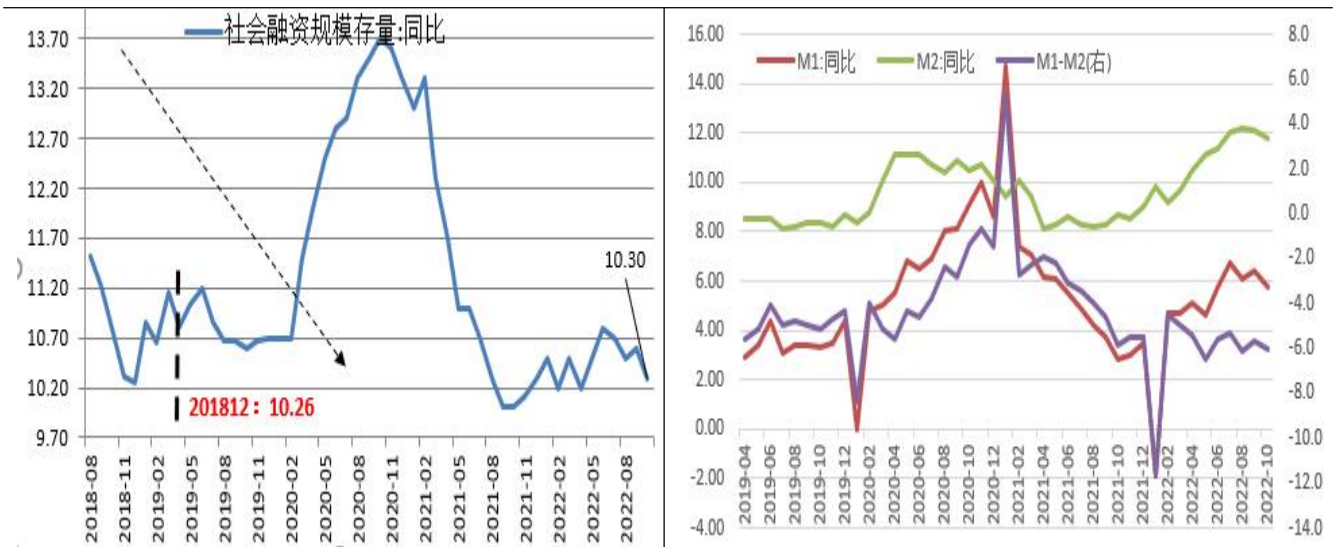
二、需求端：终端需求边际波动

1、10月融资+M1/M2 略有回落

从融资角度看，2022年10月社融增速录得10.3，环变-0.3，从2021年10月以来总体延续弱宽信用进程，不过结构上看，2022年下半年处在调整路径，可能对应明年上半年的滞后波动可能；从花钱的角度看，代表实质性消费购买力的M1在10月录得5.8后，环变-0.6，代表企业投资M2环减0.3至11.8，整体格局处在趋势中的调整路径。一般来说，信用周期对经济的传导可能在2-3个季度以后，自2021年上半年中国经济触顶下行以来（5月和10月大波动已宣示），至2022年11月份衰退进程或已处在底部附近，理由在于基于相关“钱”的数据连续出现改善，中国实质上已经迈入了被动去库阶段，三四季度的股市和商品表现已然对此产生了实质性反应。当前，面对地产为核心的载体的实体悲惨状态，央行不仅祭出了再度全面降准，并且连续射出三支政策扶持箭，从贷款支持、债券融资、股权融资等多维度全面护航地产产业，尽管从政策出台到实质性对市场产生效应存在时间滞后性，但给市场带来的预期是不可否认的，即：从弱预期转向强预期；

图 7：10 月社融延续调整

图 8：10 月 M1 与 M2 小有回落



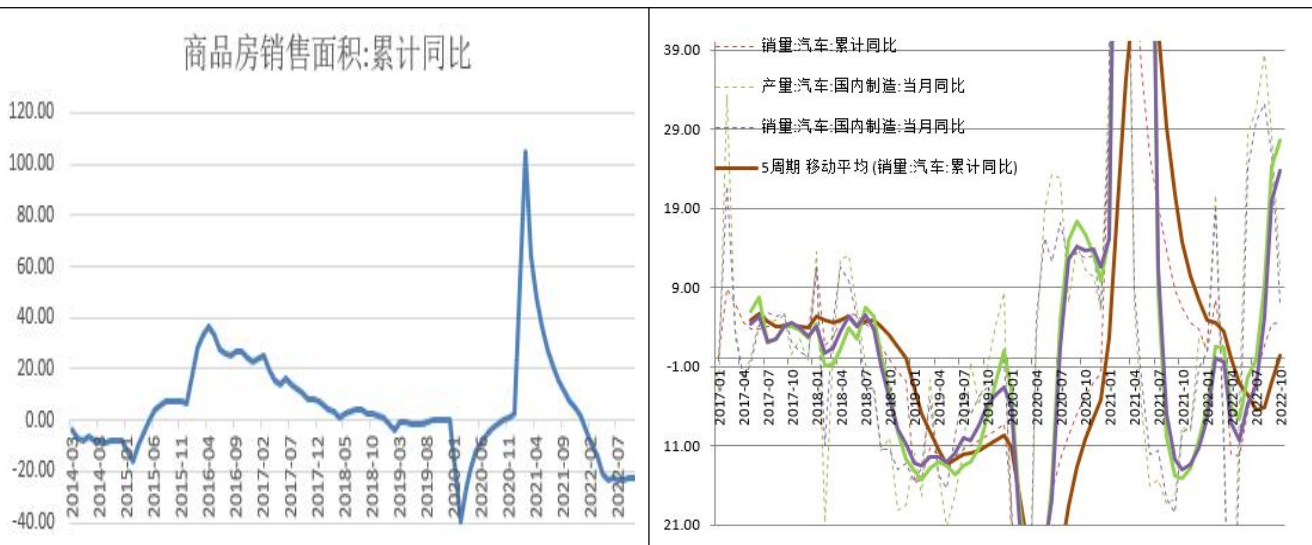
资料来源：WIND，安粮期货

2、房车：10月车市改善延续，房市边际维持底部

终端消费考量有多个指标，笔者选取房车销售作为衡量消费的两个变量，把房子当做大宗需求端的实际最大载体，把车子当做观察消费端直接变化的有效窗口，二者差异主要体现在：房子购买后，要经历一个装修环节，才能入住达到人的消费环节（当然，房子的实际消费也可以通过空调冰箱等家电的消费来印证），而车子购买后一般直接就能开走，从而一步到位进入消费环节。最新数据显示，2022年10月份，中国汽车销售累计增速录得4.6，环比增加0.2，连续5个月环比好转，且连续3个月转为正值，汽车延续回升；再来看房市，2021年10月的房地产销售数据为-22.3，连续6个月基本环比持平，且连续9个月累计增速录得负值，且负值绝对值较大，一方面说明地产终端需求恶化绝对程度依然较为严重，另一方面数据连续6个月维持大致相平，也意味着终端地产衰退主浪进程处在尾声，整体看，房市市场正处在底部磨底阶段。对商品而言，需求决定高度，成本决定底部，在终端需求恶化的背景下，上游的长鞭效应已经在6月出现较大幅度的背离下挫，暴跌之后，市场需要新的价格水平进行市场反馈和定价，在经过7-10月的反弹或横盘后，价格反应已经较为充分，市场有望在春节前后再度迎来波动拐点。

图9：10月房市销售延续萎靡

图10：9月汽车产销延续回升



资料来源：WIND，安粮期货

三、联储 12 月会议或从激进转放缓

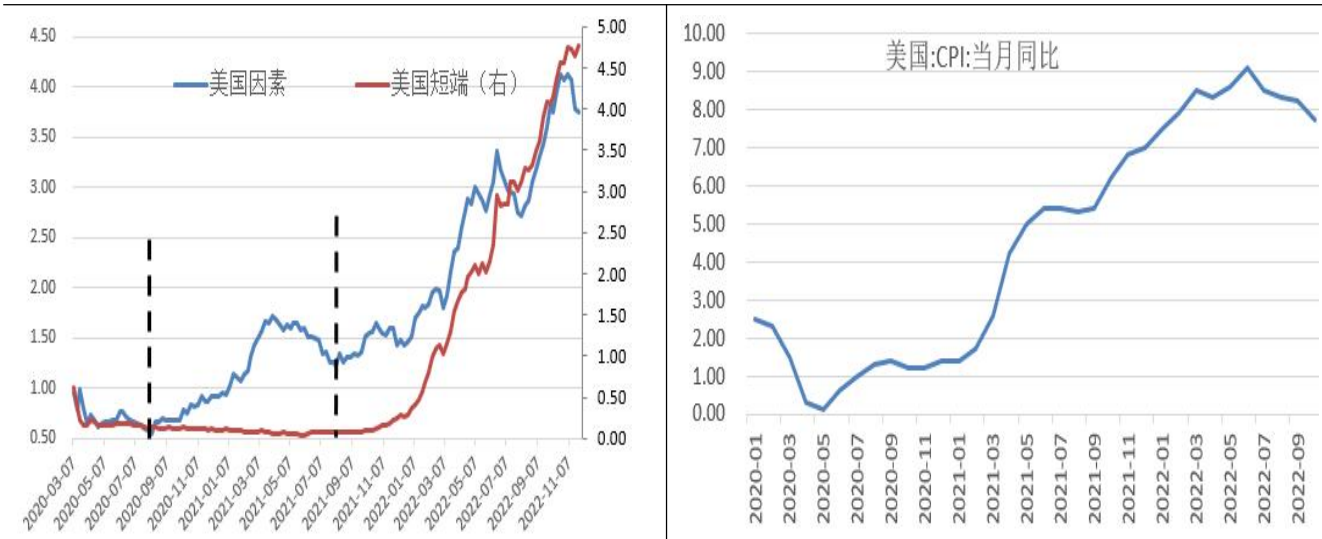
美联储已经在 6 月、7 月、9 月和 11 月已经连续 4 次祭出 75 个基点的暴力加息，提升美利率水平至 3.75-4，追上了美国 10 年期国债收益率(截至 11 月底美 10 年期债利率为 3.7 一线)，但离 2 年期国债利率 4.45 一线还差一口气，1 年期在 4.75 附近，由于 10 年期债利率反应了未来的经济增长，而 2 年期国债利率体现的政策加息目标，因而，美联储当前的目标利率水平基本完成了抢跑，有理由相信，在 12 月 15 日的美联储利率会议难以再度祭出 75 个基点，至多加息 50 个基点，一旦兑现，则美联储目标利率水平就会上升至 4.25-4.5，全面追上或接近 2 年期和 1 年期债券利率水平，这说明联储的激进行为在 12 月大概率逐步转向缓和，有利于整个金融市场运行环境。

对于明年上半年而言，在当前美国通胀全面回落背景下，美国经济已经处在衰退阶段（除了就业市场外，美 PMI、地产、消费等全面回落或低迷），未来则关注或讨论的是美联储的合理利率水平到底是多少，毕竟当前的利率水平已经远超过了实体所能承受的程度。笔者认为，6 月份为美联储加息和缩表的双重节点，也是关键拐点，因而 6 月的 3.5 利率水平更可能是本轮加息的实际水平，3.5 之上全部定位成利率泡沫。因此，在 4.5 左右的利率水平，后期存在弱降息预期的可能（100 个基点左右），此难言有利于海外定价的大宗商品。因此，2022 年 3-4 季度的大反弹，更是给后期的波动带来的空间窗口。这就是投资的机会

图 11：美债长短利率持续倒挂

图 12：美国通胀正式下行





资料来源：WIND，WHO，安粮期货

四、小结

从大趋势角度来看，6月铜价技术性破位印证了价格左侧大头部，也意味着后期上涨都宜定位成反弹来对待，系统性已转成战略做空；基于前期铜价快速暴跌并未有出现大量库存积累，这表明铜价破位下行更多是宏观层面因素冲击导致，并非单纯的基本面决定，可以说，海外宏观因素主导着铜价波动，即：加息鹰派，价格更易向下波动，加息缓和，铜价更易向上运行。当前四季度处在加息从激进转为缓和的窗口，铜价整体以反弹上行为主，此次反弹或决定右侧高点；

技术上看，铜价下行第一阶段行情出现在5-7月，以冲击了2020年9-10月的平台宣告空间结束；7-12月份铜价延续反弹为主，截至12月份，铜价反弹运行已超过4个多月时间，其价格面临拐点窗口期。笔者认为，海外衰退和国内触底两个变量未有统一，全球价格出清未有彻底完成，因而海外主导定价的有色、能源、油脂等还存在第二阶段行情的可能。在当前整体极低的库存水平下，主力换月非常滞后，容易产生挤仓效应，投资者应把握好连续合约的交割月上旬和下旬的波动节奏，重点留意春节后的季节性累库效应，这可能是库存阶段性上升所带来的第二阶段投资最好窗口期，攻击合约选择布局在春节后。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，安粮期货研究所力求准确可靠，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。