

2023年11月13日



美联储鹰声再起，铜价震荡走弱

核心观点及策略

- 上周铜价震荡偏弱，一方面美联储官员担忧当前经济的强劲增长将会带来通胀进程放缓的风险，仍预留了一定的加息空间；另一方面，虽然央行强调稳增长防风险的宏观政策基调，但CPI和PPI转负，出口降幅扩大，短期经济复苏不确定性仍存。上周现货市场成交好转，现货升水持续走高，进口窗口延续开启，近月BACK结构换月前大幅走扩。
- 供应方面，国内产量维持高位，进口量边际改善，供应偏紧格局缓解。需求来看，终端电网发电冲量对线缆需求回升带动精铜杆企业开工率显著上升，但制冷行业遇冷压制铜管和铜棒消费，新兴产业增长较快但消费总量有限，供需维持紧平衡格局不改，国内库存继续下探。
- 整体来看，上周美联储官员整体言论略偏鹰派，鲍威尔担忧经济强韧性或阻碍抗通胀进程，国内方面，CPI和PPI均转负增速，中国经济短期复苏的不确定仍然较强。基本面来看，全球库存高位回落，现货升水重心上移，国内供应短期趋紧，传统行业呈渐进式复苏态势，旺季低库存格局仍在延续但对价格支撑作用有限，整体预计铜价将维持震荡偏弱的走势。
- 策略建议：观望
- 风险因素：潜在通胀预期上升，海外央行重新紧缩

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

一、市场数据

表 1 上周市场主要交易数据

合约	11月10日	11月3日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	8034.50	8179.50	-145.00	-1.77%	美元/吨
COMEX 铜	359.65	368.35	-8.7	-2.36%	美分/磅
SHFE 铜	67230.00	67410.00	-180.00	-0.27%	元/吨
国际铜	59510.00	60290.00	-780.00	-1.29%	元/吨
沪伦比值	8.37	8.24	0.13		
LME 现货升贴水	-80.80	-79.00	-1.80	2.28%	美元/吨
上海现货升贴水	255	205	50		元/吨

注：(1) LME 为 3 月期价格；上海 SHFE 为 3 月期货价格；

(2) 涨跌= 周五收盘价-上周五收盘价；

(3) 涨跌幅= (周五收盘价-上周五收盘价) / 上周五收盘价*100

表 2 上周库存变化

库存地点	11月10日	11月3日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	180000	180600	-600	-0.33%	吨
COMEX 库存	20402	20624	-222	-1.08%	短吨
上期所库存	34846	40516	-5670	-13.99%	吨
上海保税区库存	10400	13000	-2600	-20.00%	吨
总库存	245648	254740	-9092	-3.57%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价震荡偏弱，一方面美联储官员担忧当前经济的强劲增长将会带来通胀进程放缓的风险，仍预留了一定的加息空间；另一方面，虽然央行强调稳增长防风险的宏观政策基调，但 10 月 CPI 转负，出口降幅扩大，短期经济复苏不确定性仍存。上周现货市场成交好转，现货升水持续走高，进口窗口延续开启，近月 BACK 结构换月前大幅走扩。

库存方面：截至 11 月 10 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 24.56 万吨，环比下降 0.91 万吨，全球库存继续回落。其中，LME 铜库存环比上周持平，LME0-3 的远月升水结构继续扩大，注销仓单比例回落至 5.7%；上期所库存减少 0.57 万吨；上海保税区库存继续减少 0.26 万吨，上周洋山铜仓单升水回升至 95 美金上方，沪伦比值大幅走扩，现货进口窗口保持开启状态，上周进口货源到港量有所减少，国内现货升水先涨后跌，旺季消费回暖预期下国内预计低库存格局仍将持续一段时间，累库预期有所减弱，近月 BACK 结构换月前扩大至 200 元/吨以上。

宏观方面：鲍威尔上周四发表讲话称，美联储未来将继续谨慎行事，如果条件合适，美联储将毫不犹豫地加息，将持续关注经济的强劲增长可能带来抗通胀进程放缓的风险，可能需要货币政策做出反应，鲍威尔周三表示，美国经济近期的表现往往出人意料，当前经济是灵活且充满活力的，有时会遇到无法预测的冲击，预测者必须跳出数学模型而进行思考。此前 11 月议息会议上其表示美联储已接近结束加息周期，当前货币政策具有限制性，未来仍有进一步加息的可能，短期暂未考虑降息。里士满联储主席巴尔金表示，长期利率不会成为有效的政策变量，持续下降的通胀意味着当前政策正安排美联储的设想发挥作用，如果通胀再次上升，需认真考虑是否采取更多措施，整体来看，美联储未来仍留有一定的加息空间。虽然近期美债收益率的上行确实帮助美联储实现了收紧金融环境的效果，美联储 12 月加息概率大幅下滑，但市场预计的政策走向和美联储“数据依赖”型的货币政策路径往往存在分歧和背离，短期影响铜价的主要因素仍然围绕在美联储几位核心票委官员的言论立场上，鹰声再起后美元指数连续反弹令铜价短期承压。国内方面，央行将始终保持货币政策的稳健性，利用好货币政策工具支持先进制造业发展，合理把握利率水平降低实体融资成本，防范房地产市场风险外溢，保持人民币汇率在合理均衡水平上波动。10 月出口同比下降 6.4%，降幅较 9 月扩大 0.2%，主因海外需求较为低迷，对欧美等主要经济体的出口仍在下降，短期来看，经济复苏的不确定性仍然存在。

供需方面，白银有色 20 万吨粗炼熔炉投料计划推迟至明年年初；整体 11 月国内检修偏少，国内炼厂产能利用率维持在 90% 上方，广西南国二期和中条山有色的精炼项分别于 9 月 10 月正式投产，加上东营方圆、祥光铜业的复产进程良好并以接近 40 万吨的满产，大冶有色新线满负荷生产，11 月产量预计仍能维持在百万吨水平。需求来看，铜板带行业开工率超预期反弹，尤其在引线框架、电力变压器及耐火电缆铜护具等行业的表现超预期，开工率已接近 8 成；铜管行业进入淡季产量大幅下滑的影响开工率持续回落，年底空调排产量有所上调主因冬季来临以及双 11 的促销拉动；精铜制杆行业开工率已大幅回升至 85%，在下半年电网发电端需求强劲增长和年底冲击投资建设计划的拉动下，铜杆企业旺季消费明显回暖显著，但线缆行业开工率仍未能突破 9 成。整体来看，初端加工开工率均处于缓慢爬升阶段，传统行业旺季需求呈渐进式复苏态势。

整体来看，上周美联储官员整体言论略偏鹰派，鲍威尔担忧经济强韧性或阻碍抗通胀进程，国内方面，CPI 和 PPI 均转负，中国经济短期复苏的不确定仍然较强。基本面来看，全球库存高位回落，现货升水重心上移，国内供应短期趋紧，传统行业呈渐进式复苏态势，旺

季低库存格局仍在延续但对价格支撑作用有限，整体预计铜价将维持震荡向上走势。

三、行业要闻

1、海关总署数据显示，我国 10 月铜精矿和矿砂进口量为 231 万吨，同比增长 23.8%，今年 1-10 月累计进口量达 2266.3 万吨，同比增长 9.3%。9 月我国未锻造铜及铜材进口量为 50.02 万吨，1-10 月累计进口达 449.2 万吨，累计同比下降 6.7%，降幅有所收窄。主产国智利三季度铜矿产量的逐步恢复以及非洲刚果的新建项目的顺利进展都推动了全球铜精矿的供应愈发宽松，叠加四季度全球冶炼厂检修任务的告一段落以及中国冶炼厂四季度对铜精矿需求量的进一步增加，我国 10 月进口量达到今年至今以来的单月最高值。

2、治理国家铜业委员会发布报告，9 月智利铜产量稳步恢复至往年同期水平，9 月产量达 44.4 万吨，同比增长 2.2%，前三季度智利铜产量累计达 382.7 万吨，同比降幅收窄至 1.9%。但智利主要几大矿山的产量却出现严重分化，其中 Code1co 受长期以来的运营问题和债务干扰，去年产量已降至 25 年以来的新低，其 9 月产量仅为 11.7 万吨，同比下降 5.3%；但必和必拓旗下的 Escondida 当月铜矿产量意外飙升 25.5%，而英美和嘉能可联合控股的科亚瓦西 9 月产量增长 1.3%。

3、洛阳钼业发布公告称，旗下位于刚果金的 TFM 及 KFM 湿法混合项目今年前三季度合计产铜达 26.71 万吨。其中，KFM 今年 9 月单月产铜超 1.4 万吨。10 月，KFM 继续提升生产节奏，单月产铜近 1.5 万吨。目前 TFM 混合扩建项目三条生产线均已投产，其中东区氧化矿线已于 10 月全线贯通，预计 2024 年铜矿产量将达到 45 万吨，增量将达 14.4 万吨跻身世界前十大铜矿矿山。

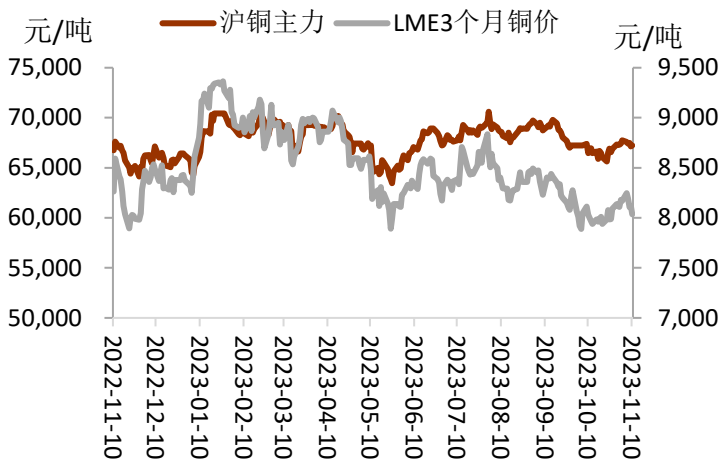
4、南方铜业发布季报称，其第三季度铜产量为 22.6 万吨，同比减少 1.9%。主因矿石品位降低及回收率下降，今年前三季度南方铜业累计铜产量达 67.7 万吨，同比增长 3.6%。由于矿石品位降低，Cuacone 矿的产量下降，而 Buenavista 和 IMMSA 业务量也出现了下降。旗下另外两座矿山 Toquepala 和 La Caridad 矿山的产量季度环比增加，前者增长+12.6%，而后者产量增长+0.8%，部分抵消了其余矿山减产的影响。

5、根据 Mysteel 最新调研数据显示，上周全国精铜杆市场成交氛稳中向好，主因铜价处于阶段性低位震荡区间，下游补库氛围渐浓，但上周电解铜升水整体较高，加入临近最后交易日跨月基差开始扩大，整体成交好转程度不明显。分地区来看，华东地区部分下游线缆企业把握补库时机，绝对价格偏低拉动下采买积极性较高，市场交投活跃度有所提升，成交表现尚可，具体成交来看，中小铜杆企业订单量普遍在 500-1000 吨，部分企业订单量在 2000 吨以上。华南地区，市场交易表现偏冷清，铜价小幅下跌，广东电解铜升水依旧居高不下，加之期铜远近合约价差扩大，市场多数铜杆企业及贸易商零单交易氛围偏冷清，出货基本以长单交付为主；但依旧有部分现货较为充足的企业由于部分下游企业订单转移的情况，零单交易表现尚可，日均成交量在 400-500 吨附近。预计 11 月中旬全国精铜杆市场交投氛围将

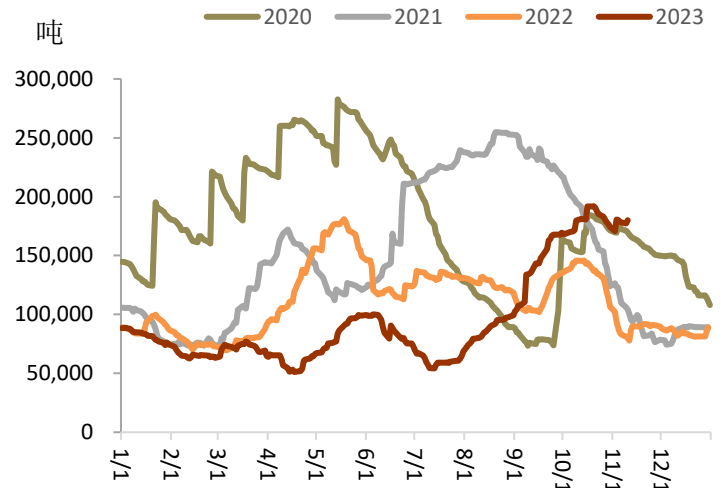
稳中有升，零单成交量将逐步放大。

四、相关图表

图表1 沪铜与LME铜价走势

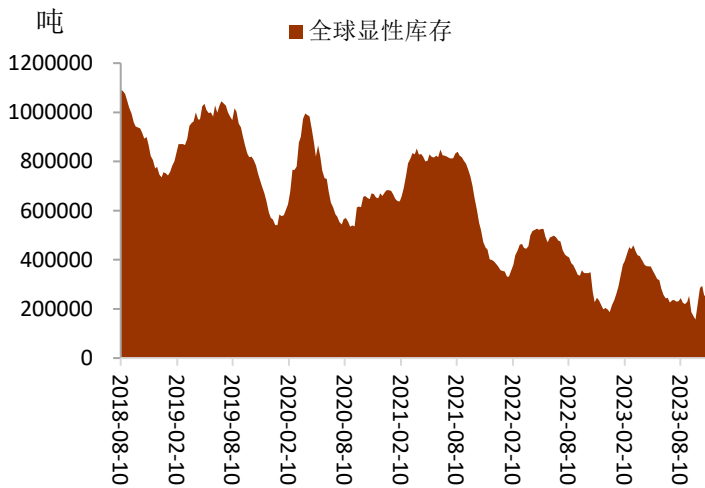


图表2 LME铜库存

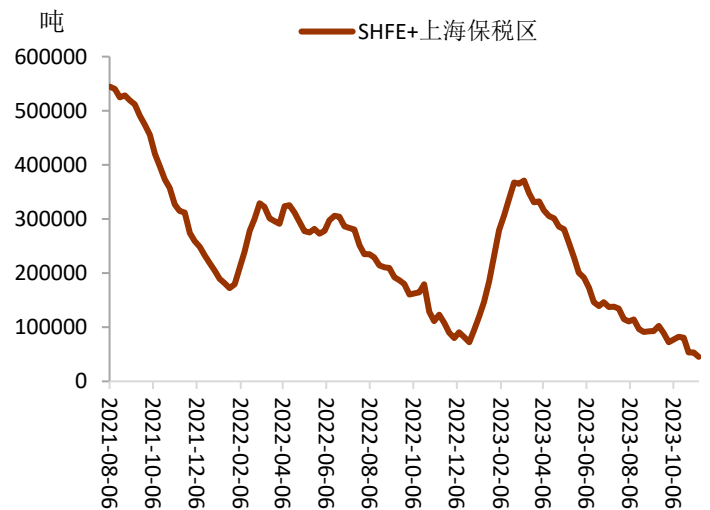


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表3 全球显性库存

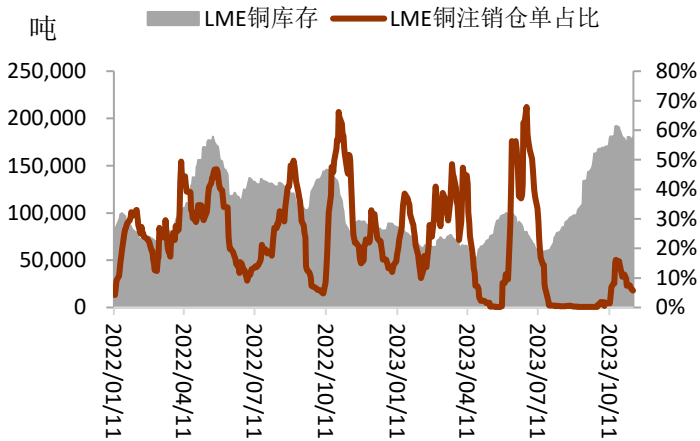


图表4 上海交易所和保税区库存

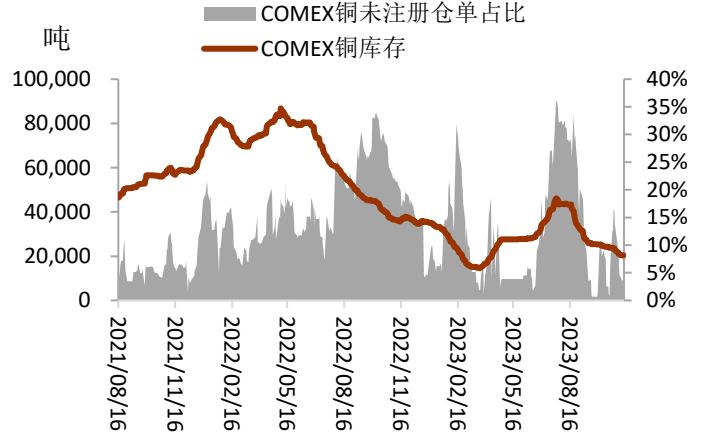


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

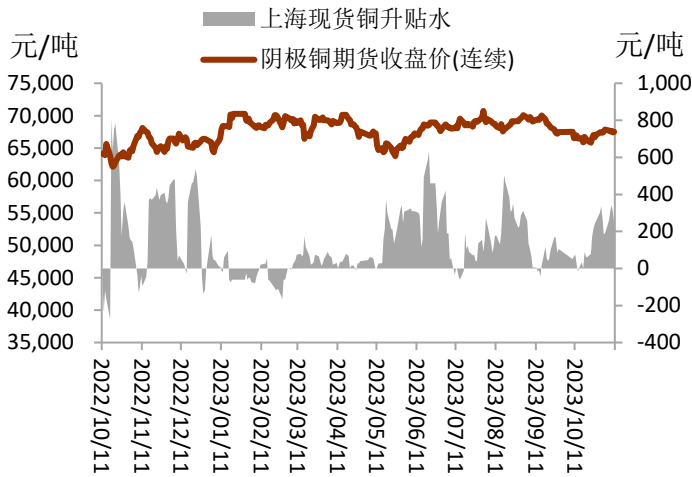


图表6 COMEX 库存和注销仓单

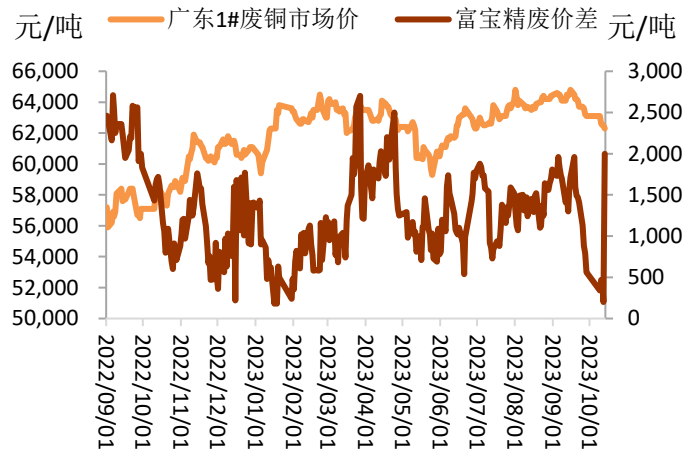


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

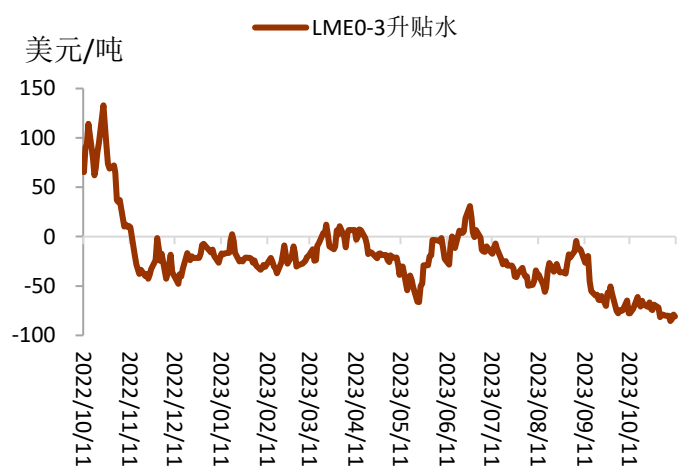


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势



图表10 LME 铜升贴水走势

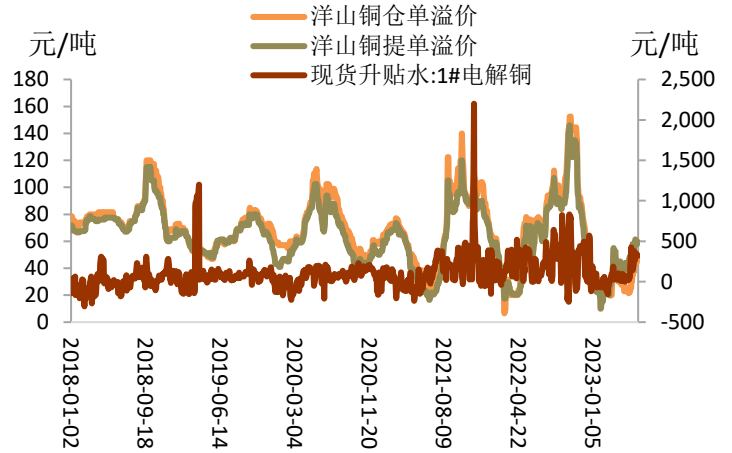


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

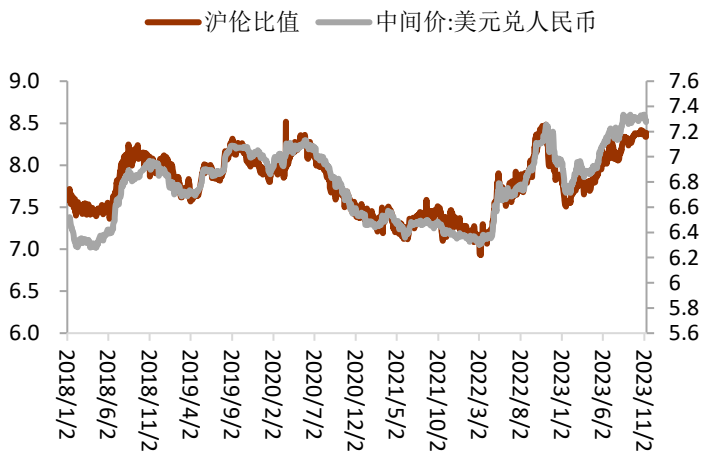


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

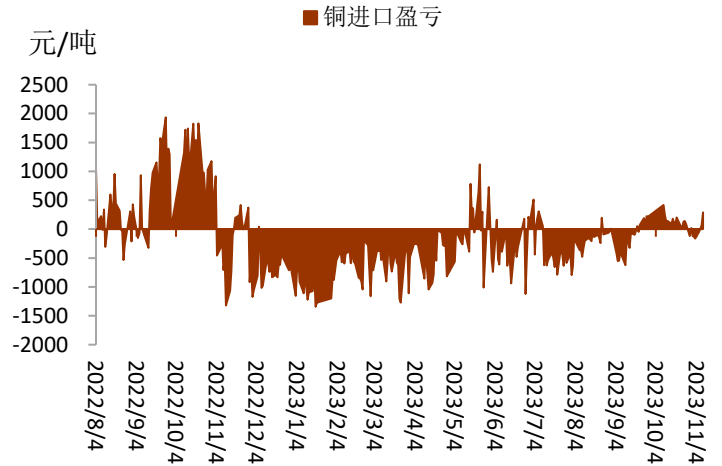


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势

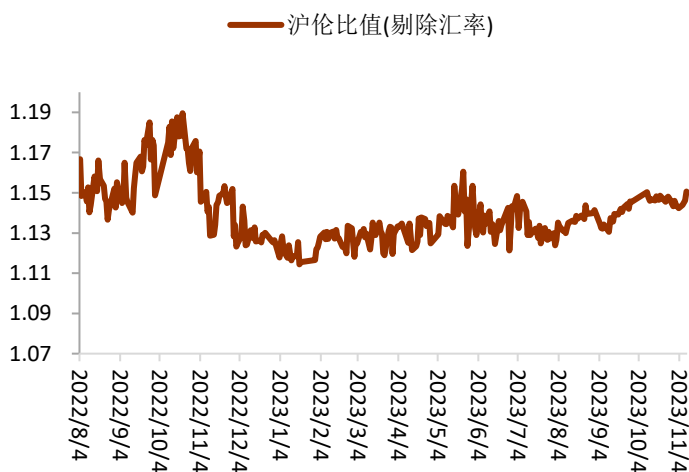


图表 14 铜进口盈亏走势



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

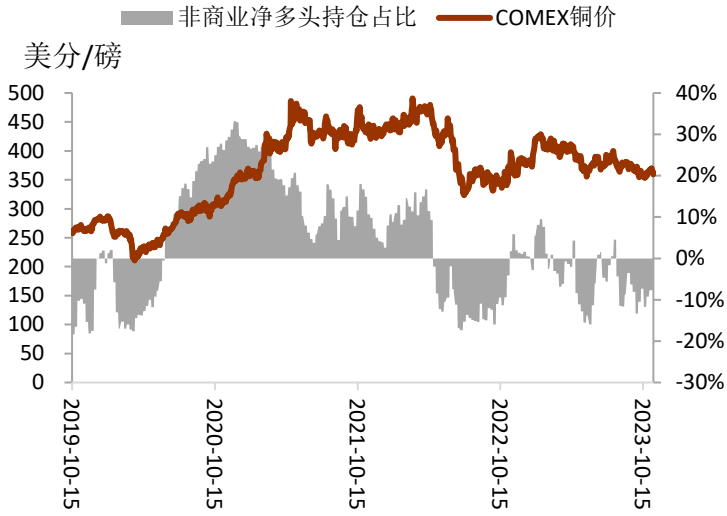


图表 16 铜精矿现货 TC

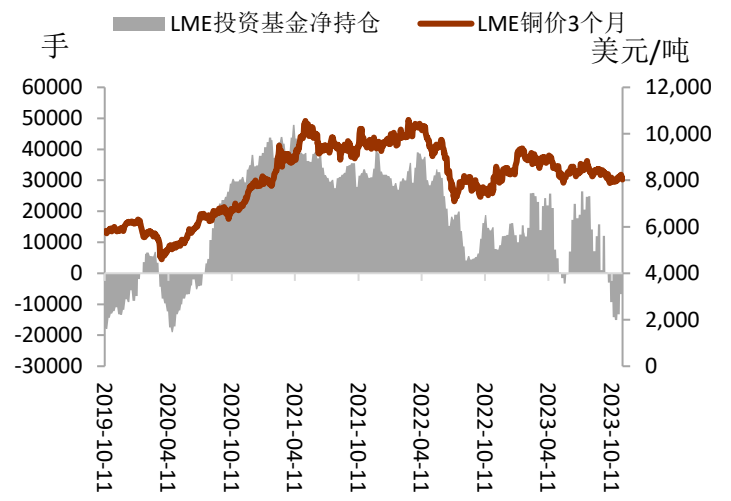


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 COMEX 铜非商业性净多头占比



图表 18 LME 铜投资基金净持仓变化



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源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。