

2023年11月27日



## 美联储谨慎乐观，铜价震荡向上

### 核心观点及策略

- 上周铜价震荡向上，主要由于欧美央行最新会议纪要均对当前通胀回落的速率保持谨慎乐观，市场预期海外央行明年开启降息的时点或稍有提前；国内来看，中国长短期LPR利率均维持不变，中央金融工作会议强调保持货币政策稳健性并着力推动金融高质量发展。上周现货市场成交有所转弱，现货升水先升后降，进口窗口转为关闭，近月BACK结构维持较高水平。
- 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，欧美央行官员均认可当前通胀发展进程，市场预期明年开启降息的时点或稍有提前。国内方面，年底前货币宽松预期降温，高质量金融发展布局将稳步推进。基本面来看，全球库存继续回落，现货升水换月后大幅上升，国内仍然维持低库存水平，传统行业需求韧性较强，新兴产业用铜增速较快，整体预计铜价将维持震荡向上走势。
- 策略建议：逢低做多
- 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24日	11月17日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	8440.00	8309.00	131.00	1.58%	美元/吨
COMEX 铜	379.05	373.4	5.65	1.51%	美分/磅
SHFE 铜	68050.00	67920.00	130.00	0.19%	元/吨
国际铜	60500.00	60150.00	350.00	0.58%	元/吨
沪伦比值	8.06	8.17	-0.11		
LME 现货升贴水	-98.75	-98.80	0.05	-0.05%	美元/吨
上海现货升贴水	540	665	-125		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24日	11月17日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	178525	181275	-2750	-1.52%	吨
COMEX 库存	21538	19815	1723	8.70%	短吨
上期所库存	35878	31026	4852	15.64%	吨
上海保税区库存	6500	7800	-1300	-16.67%	吨
总库存	242441	239916	2525	1.05%	吨

## 二、市场分析及展望

上周铜价震荡向上，主要由于欧美央行最新会议纪要均对当前通胀回落的速率保持谨慎乐观，市场预期海外央行明年开启降息的时点或稍有提前；国内来看，中国长短期 LPR 利率均维持不变，中央金融工作会议强调保持货币政策稳健性并着力推动金融高质量发展。上周现货市场成交有所转弱，现货升水先升后降，进口窗口转为关闭，近月 BACK 结构维持较高水平。

库存方面：截至 11 月 24 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 24.24 万吨，环比下降 0.25 万吨，全球库存低位有所反弹。其中，LME 铜库存环比上周微降 0.27 万吨，LME0-3 的远月升水结构维持在 100 美金附近，注销仓单比例升至 9%；上期所小幅累库 0.48 万吨；上海保税区库存继续减少 0.13 万吨，国内显性库存维持低位；上周洋山铜仓单升水回升至 100 美金上方，沪伦比值大幅缩小，现货进口窗口关闭，上周进口货源到港量有所减少，国内升水先涨后跌，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，近月

BACK 结构暂时缩小至至 220 元/吨附近。

宏观方面：美联储最新会议纪要显示，决策者认为利率将在一段时间内保持限制性，在是否进一步加息的问题是应保持谨慎行事，保留了进一步加息的可能性，虽然市场普遍预计美联储加息周期已基本结束，但美联储官员却不愿松口，仍然认为存在通胀高于预期以及经济增长低于预期的风险。欧央行公布 10 月会议纪要称，尽管经济增长弱于预期，但潜在下行风险已逐步具体兑现，整体通胀回落的速度已按预期发展。管委会必须对将中期通胀降至 2% 的目标坚持不懈，鉴于通胀在回到目标水平前可能面临新的挑战，必须避免过度自信，欧央行行长拉加德表示，如果看到高于通胀目标的风险，央行可以继续采取货币政策行动，现在还不是宣布抗通胀胜利的时刻，需要对通胀的反复和粘性保持警惕。虽然欧美央行会议纪要均认可欧元区通胀回落的速度已按预期发展甚至略超预期，但在回到目标水平前可能遭遇新的阻力，仍将保持开放式的货币政策立场，但市场整体预期欧美央行未来的货币紧缩预期已明显放缓，OIS 市场定价欧央行降息的最早时点或在明年 4 月。欧元区 11 月制造业 PMI 初值录得 43.8，略高于预期，但仍位于萎缩区间，其中新订单指数降幅较小，但原材料指数降幅扩大，积压订单指数连续第 18 个月低于 50，显示欧洲制造业短期需求的疲态仍难以逆转，两大经济“引擎”中德国综合 PMI 回升至 47.1，衰退压力有所缓解，而法国制造业进一步探底，低迷程度远超预期。国内方面，央行维持长短期 LPR 利率均保持不变，年底前货币宽松的信号预期已逐步减退，但在国内隐含潜在通缩风险，民间投资和居民消费仍然复苏势头偏慢的背景下，政策端的宽信用来修复宏观经济复苏预期的呼声愈发强烈。

供需方面，白银有色 20 万吨粗炼产能推迟至明年年初投产；整体 11 月国内检修偏少，国内炼厂产能利用率维持在 85% 以上，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，加之重组后的东营方圆、祥光铜业均有 10 万吨左右的产能提升，大冶阳新弘盛二季度以来始终保持满产，供应端仍十分平稳。需求来看，铜板带行业开工率十分稳健，尤其在手机屏蔽罩、电子变压器和冲压件等订单的表现十分强劲，开工率达 77%；铜管行业进入淡季产量大幅下滑，但 11 月的空调企业排产同比去年产量实绩仍有增速，开工率回升至 68%；精铜制杆行业开工率坚挺在 76% 附近，年底电网工程投资将冲击全年目标，虽然短期高水压制下游补库情绪，但稳定的长单合约和零单增量仍在提升线缆和精铜杆企业近期的生产运营效率。整体来看，初端加工开工率维持正常水平，传统行业旺季需求凸显韧性。

整体来看，欧美央行官员均认可当前通胀发展进程，市场预测明年开启降息的时点或稍有提前。国内方面，年底前货币宽松预期降温，高质量金融发展布局将稳步推进。基本面来

看，全球库存继续回落，现货升水换月后大幅上升，国内仍然维持低库存水平，传统行业需求韧性较强，新兴产业用铜增速较快，整体预计铜价将维持震荡向上走势。

### 三、行业要闻

1、海关总署统计，今年10月我国精炼铜进口量达33.38万吨，同比大增34.1%，1-10月我国精炼铜累计进口量为282万吨，同比降幅收窄至-4.9%。1-10月我国精炼铜累计出口量达25.2万吨，同比增长18.35%。10月进口增量的如期兑现将一定程度拉动国内显现库存逐步摆脱低库存的格局，但部分非洲和塞尔维亚等非标湿法铜到港后往往直接发往下游工厂并不进入交割仓库，因此进口边际的改善难以使得国内库存有大幅反弹的空间。

2、国家统计局数据，2023年10月全国铜材产量196.9万吨，同比增长5.1%；1-10月累计产量1851.9万吨，同比增长5.4%。其中，1-10月产量排名前三的省份分别是江西、江苏和浙江，其中江西铜材产量累计达400.14万吨。

3、第一量子称，如果持续的港口封锁继续阻碍关键物资的运送，该公司将不得不暂停其备受争议的巴拿马铜矿的运营。如果没有货物抵达铜矿的Punta Rincon港口，该公司本周将耗尽现场发电厂的供应。上周，巴拿马抗议活动蔓延到港口，船只阻碍了向矿场运送物资，第一量子公司开始放慢运营速度。该公司在周末进一步减产，目前只生产一列矿石加工列车。巴拿马总统提议就是否撤销这项有争议的合同举行全民公投，但议会搁置了该法案，直接采取行动废除了该合同。最终决定权掌握在巴拿马最高法院手中，预计最高法院最快将于12月中旬就该问题作出裁决。2022年Cobre Panama(巴拿马铜矿)年铜产量达35万吨。

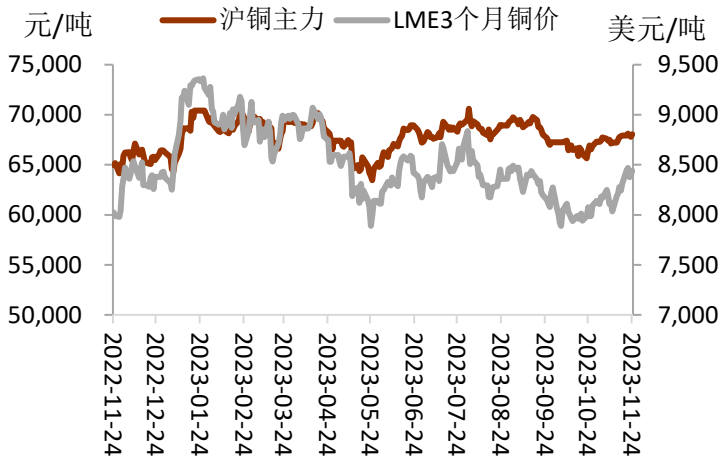
4、中汽协公布数据显示，10月新能源汽车产销分别为98.9万辆和95.6万辆，同比分别+29.2%和33.5%，市场占有率达到33.5%。1-10月，新能源汽车累计销量达728万辆，同比+37.8%。其中纯电动汽车64.6万辆，插电式混动31万辆，混动销量占比32.4%；10月新能源汽车出口量达11.2万辆，同比增长8%，1-10月新能源汽车出口量达99.5万辆，同比增长近1倍，整体预计四季度新能源汽车产销仍将保持较高的增长势头。

5、根据Mysteel调研数据显示，上周全国铜杆交易呈稳中偏弱的格局，部分企业有减产意愿但受制于交付下游订单的压力较大，即使维持当前较低的加工费也基本没有降低整体开工率，而终端电网工程仍全力冲击全年5200亿的计划目标总额，产业链自下而上的需求传导令线缆和铜杆企业在低利润的背景下被迫加快生产和交货步伐。分地区来看，华东市场上周交易表现基本持平，部分精铜杆企业面临铜现货高升水，生产难度较大，部分企业依然有减产、降产计划，但受限于目前订单交付压力大，减产、降产的计划多为预期，落地难度大。从日均成交量来看，大型企业维持千吨以上成交水平，中小企业的订单量有限。华南方面，广东电铜上半周处于高升水抑制下游消费，虽然短期铜价回落但整体成品价格仍没有优势，仅部分刚需客户购买低价货源，逢低采购，交易情况尚可，成交量基本在200吨左右。西南地区，区域电解铜升水高企不下，铜杆零单加工费调整空间有限，成交很是困难，加之

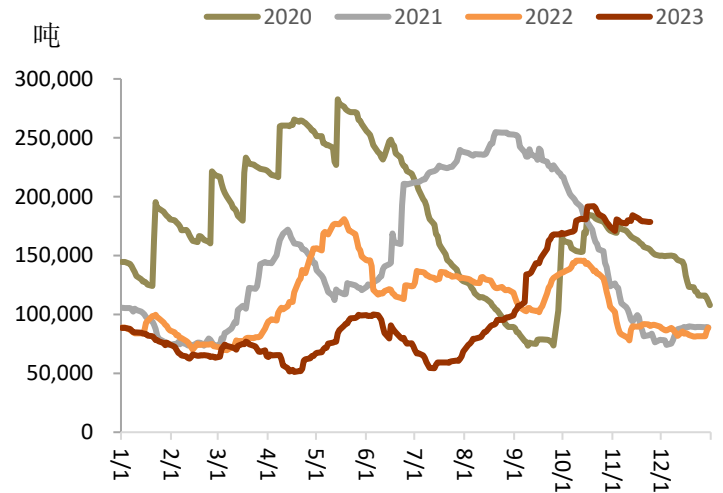
消费张力有限，下游多以长单提货为主。整体预计 11 月下旬的精铜杆市场或略有减速。

#### 四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

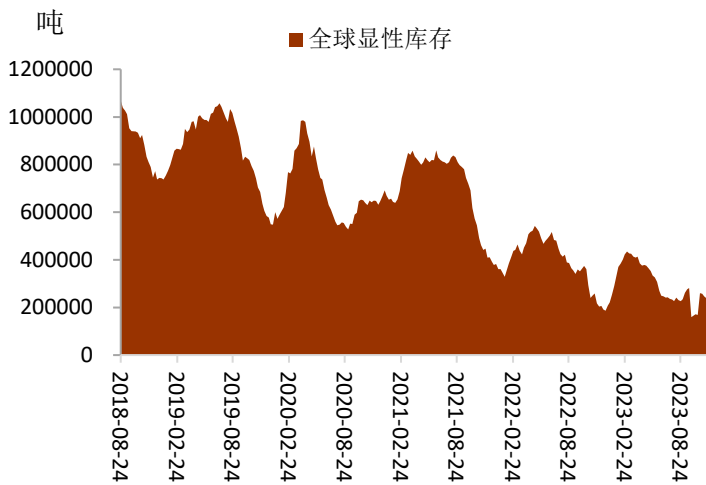


图表 2 LME 铜库存

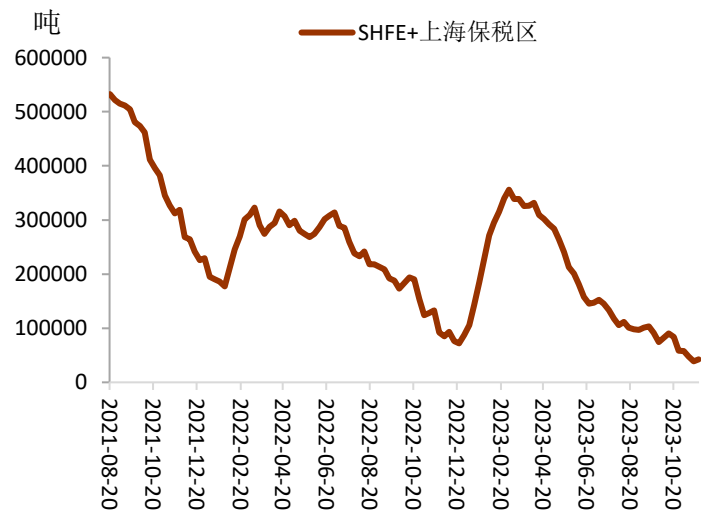


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存



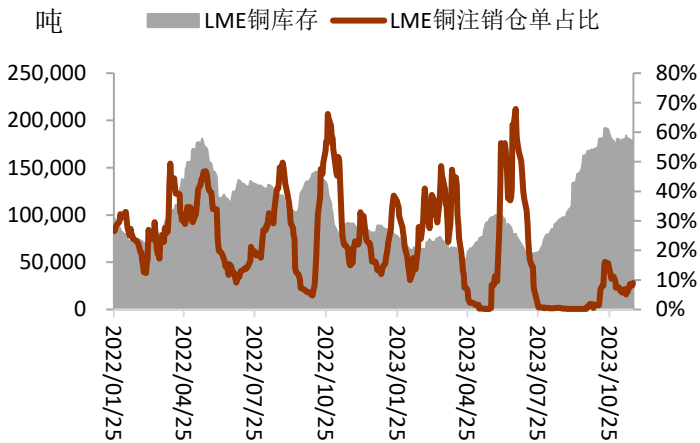
图表 4 上海交易所和保税区库存



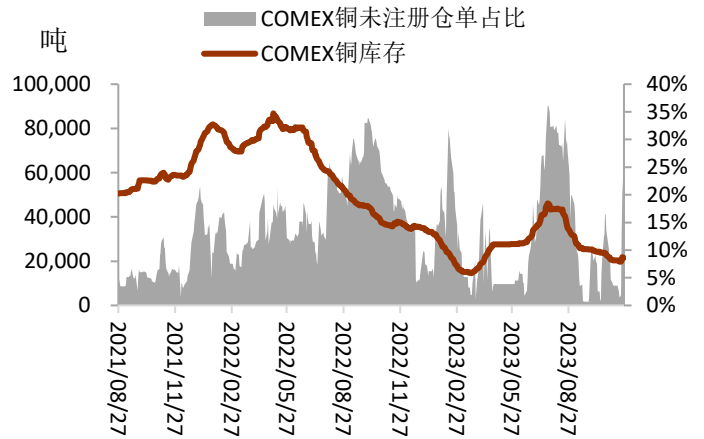
数据来源：iFinD，铜冠金源期货



图表5 LME 库存和注销仓单

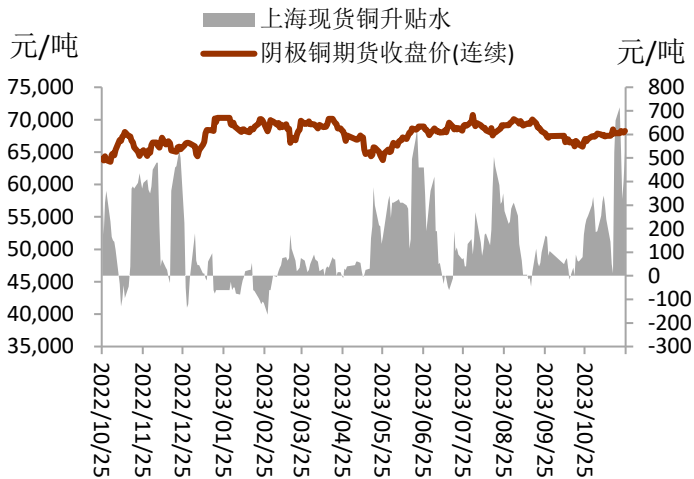


图表6 COMEX 库存和注销仓单

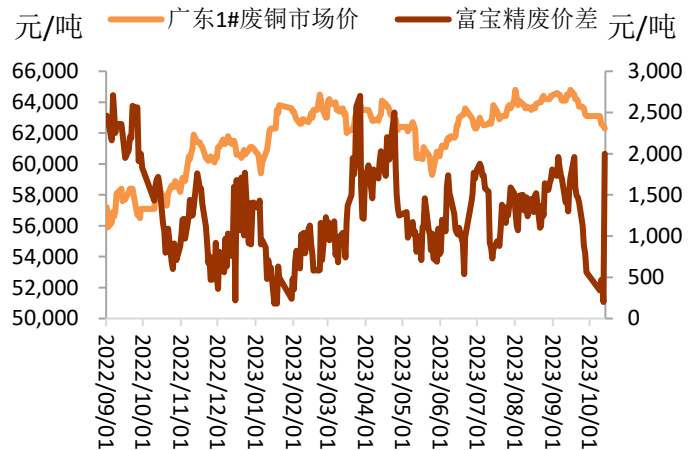


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势

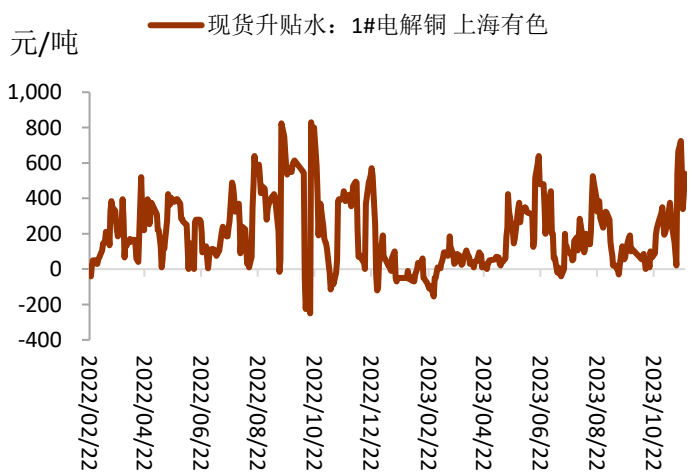


图表8 精废铜价差走势

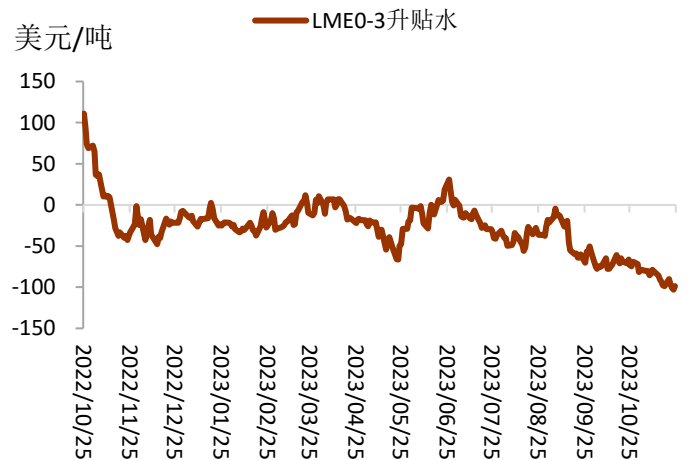


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

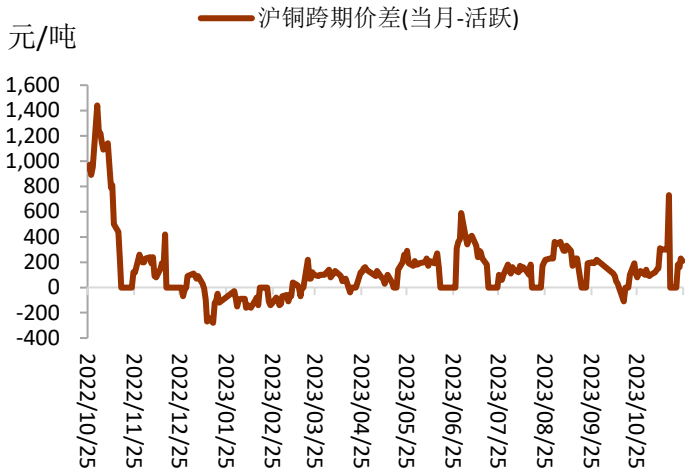


图表10 LME 铜升贴水走势

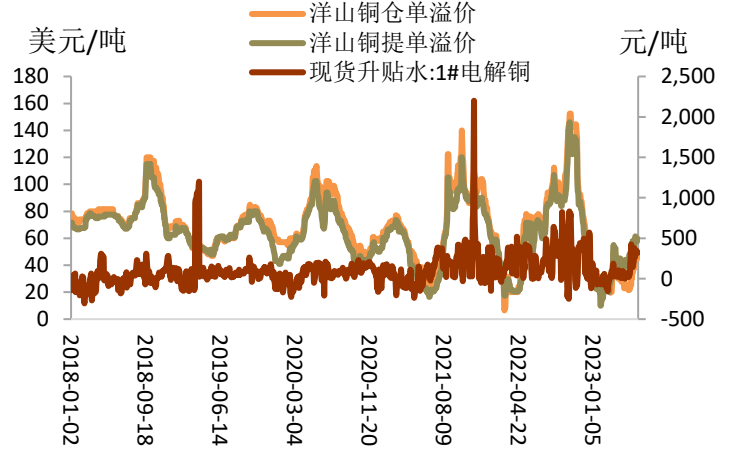


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

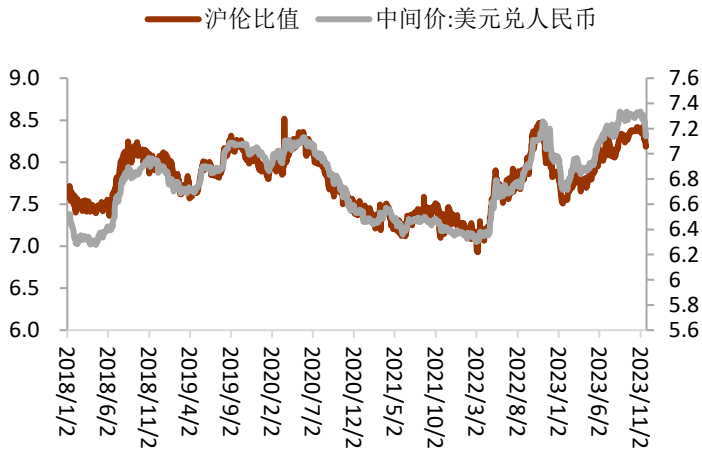


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

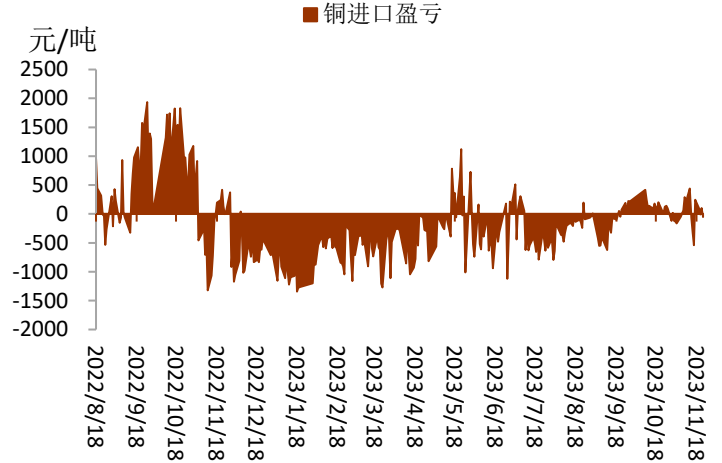


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

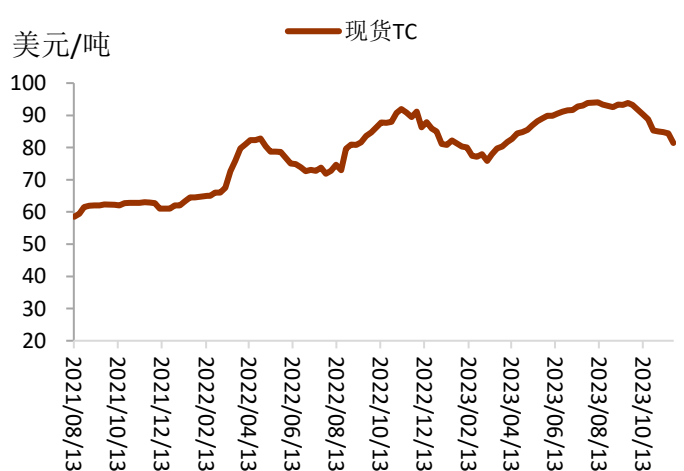


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

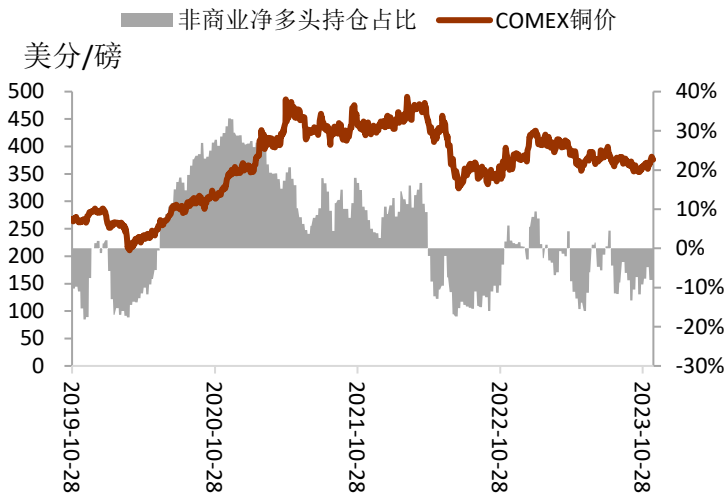


图表 16 铜精矿现货 TC

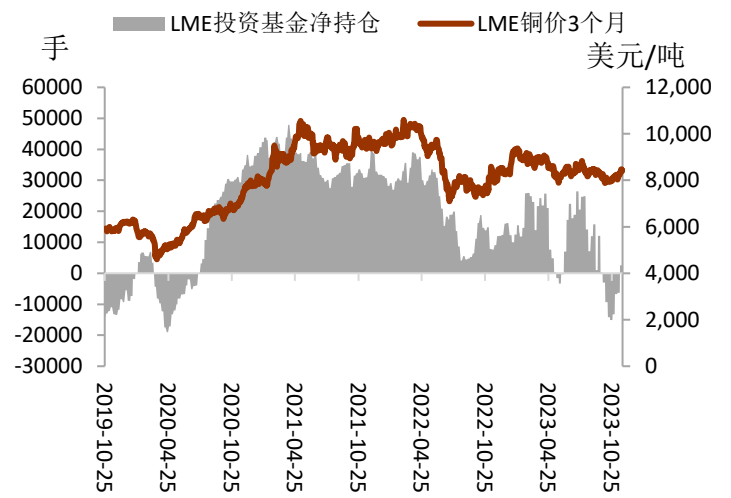


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。