

2023年12月18日



## 风险偏好回升，铜价震荡上行

### 核心观点及策略

- 上周铜价震荡上行，主因欧美央行如期暂停加息进程，美联储或已结束本轮历史性的货币紧缩周期并将降息纳入视野，令短期市场风险偏好显著回升；国内方面，国内仍有潜在通缩压力，社融不及预期，但楼市政策松绑或带动年底地产销售回暖。上周现货市场成交平淡，现货升水快速回落，进口窗口关闭，近月BACK结构迅速收敛。
- 供应方面，国内产量小幅不及预期，但进口货源充沛，供应较为平稳。需求来看，终端电网发电年底冲量对线缆需求回升带动精铜杆行业产量上升，新能源汽车保持高增长，但风光项目增速边际走弱，竣工端用铜增速下滑，短期供大于求的格局已经显现，国内出现小幅累库迹象。
- 整体来看，随着美联储历史性紧缩政策的结束并且将降息纳入考量的预期令市场风险偏好显著回升；国内方面，潜在通缩压力尚存，社融增速偏低，但一线城市楼市政策的宽松或支撑地产销售回暖，整体利多铜价。基本面来看，全球库存低位震荡，现货升水快速回落，国内累库进程偏慢，传统行业需求韧性较强，但整体终端消费有淡季转弱的趋势，宏观整体偏多但基本面较弱的格局下，预计铜价将维持震荡走势。
- 策略建议：观望
- 风险因素：全球经济加速放缓，海外央行提前降息

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	12月15日	12月8日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	8525.00	8438.00	87.00	1.03%	美元/吨
COMEX 铜	387.9	383.4	4.5	1.17%	美分/磅
SHFE 铜	68630.00	68000.00	630.00	0.93%	元/吨
国际铜	60940.00	60210.00	730.00	1.21%	元/吨
沪伦比值	8.05	8.06	-0.01		
LME 现货升贴水	-94.35	-82.25	-12.10	14.71%	美元/吨
上海现货升贴水	45	155	-110		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	12月15日	12月8日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	175550	181600	-6050	-3.33%	吨
COMEX 库存	16788	16199	589	3.64%	短吨
上期所库存	34396	30342	4054	13.36%	吨
上海保税区库存	8800	6000	2800	46.67%	吨
总库存	235534	234141	1393	0.59%	吨

## 二、市场分析及展望

上周铜价震荡上行，主因欧美央行如期暂停加息进程，美联储或已结束本轮历史性的货币紧缩周期并将降息纳入视野，令短期市场风险偏好显著回升；国内方面，国内仍有潜在通缩的压力，社融增速不及预期，但一线城市楼市政策松绑或带动年底地产销售回暖。上周现货市场成交平淡，现货升水快速回落，进口窗口关闭，近月 BACK 结构迅速收敛。

库存方面：截至 12 月 15 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 23.55 万吨，环比小幅增加 0.14 万吨，全球库存维持底部震荡。其中，LME 铜库存环比上周下降 0.6 万吨，LME0-3 的远月升水结构扩大至 95 美金附近，注销仓单比例升至 23%；上期所小幅累库 0.4 万吨；上海保税区边际回升，国内库存仍低位徘徊，上周洋山铜仓单升水小幅回落至 100 美金附近，沪伦比值有所走扩，现货进口窗口持续关闭，上周进口货源到港量持续增加，国内升水重心快速回落，临近消费淡季预期下国内累库速度缓慢，近月 BACK 结构由于库存上升和现货升水的大幅回落迅速收敛至 300 元/吨附近。

宏观方面：美联储按兵不动符合预期，FOMC 的预测中值显示 2024 年将分别降息三次累计幅度 75 个基点直至 4.6%，美联储下调今年 PCE 通胀预期至 2.8%，失业率预期维持在 3.8%，并上调今年 GDP 增长预期至 2.6%，下调 2024 年 GDP 增速预期至 1.4%；鲍威尔会后表示，降息已进入视野，通胀已显著缓解，几乎没有任何理由认为经济会陷入衰退，劳动力市场正在更加平衡。欧央行如期维持三大关键利率不变，重申将来必要时维持限制性利率，拉加德表示决策者当前并未讨论降息问题，政策制定者在抗通胀方面不应放松警惕，预计 12 月通胀或因基数效应继续回升，2024 年通胀降温的速度将放缓，欧央行的整体表态偏中性。我们认为短期铜价反弹的驱动主要来自于美国通胀下降的速率较快，美联储历史性的货币紧缩政策已经结束，关于降息的讨论已经纳入视野，从而推动海外股市和大宗商品价格的上扬，资本市场的风险偏好显著回升。通胀数据方面，美国 11 月 CPI 同比增长 3.1%，符合预期并继续放缓，核心 CPI 同比增长 4%，持平预期和前值，整体显示美国物价指数的压力仍然存在，但总体仍处于缓慢下行趋势中，其中服务类通胀仍然保持高位，而商品类的通胀降幅明显。美国财长耶伦表示，美国经济正朝着抑制通胀的方向发展，并且该过程中不会出现严重的经济衰退，能够实现市场预期的软着陆。国内方面，11 月社融新增 2.45 万亿，新增人民币贷款 1.09 万亿，均不及预期，M2 增速维持在 10%，整体市场流动性宽裕程度边际走弱，1-11 月房地产开发投资累计同比下降 9.4%，社零总额同比增长 7.2%，而工业增加值同比 4.3%，整体 11 月的经济数据表现较弱，地产端的低迷仍然拖累工业品和终端消费的需求复苏。

供需方面，11 月产量小幅不及预期，主要由于中条山有色 10 月投产的 18 万吨精炼项目仍没有成品产出，联合铜业恰逢技术升级改造以及新疆五鑫铜业突发设备故障被迫临时停检，但整体 12 月国内炼厂检修情况较少，大冶新线仍满负荷运作，SMM 预计 12 月国内产量仍将突破百万大关。需求来看，11 月铜板带企业开工率在 78.6%，略不及预期，主因新能源汽车电池连接器订单走弱，但在电器、LED 照明、电子元器件和电力金具等行业消费持续发力，仍有不错的订单表现。11 月铜管开工率回升至 68.9%，主因白色家电冷年订单需求减量，但 12 月空调内销排产较去年产量仅增长 1.8%，终端消费下滑带来的库存压力，使内销市场提前进入了寒冬。精铜杆开工率虽小幅下滑至 73%，线缆开工率仍维持在 9 成上方，预计维持满产状态至本月中下旬。

整体来看，随着美联储历史性紧缩政策的结束并且将降息纳入考量的预期令市场风险偏高显著回升；国内方面，潜在通缩压力尚存，社融增速偏低，但一线城市楼市政策的宽松或支撑地产销售回暖，整体利多铜价。基本面来看，全球库存低位震荡，现货升水快速回落，

国内累库进程偏慢，传统行业需求韧性较强，但整体终端消费有淡季转弱的趋势，宏观整体偏多但基本面偏空的格局下，整体预计铜价将维持震荡走势。

### 三、行业要闻

1、SMM 调研数据显示，我国 11 月电解铜产量为 96.08 万吨，同比增长 6.8%，环比下降 3.3%，不及此前预期的 99.6 万吨。1-11 月电解铜总产量为 1044 万吨，累计同比增长 10.9%，11 月产量不及预期的原因，主要由于近期阳极板的供应较为紧缺，中条山有色的新建产能仍没有实际产出，叠加联合铜业和新疆五鑫的技术改造和设备故障干扰，11 月产量环比小幅下滑。世界金属统计局 WBMS 发布报告，今年 10 月全球精炼铜产量为 234.5 万吨，消费量为 235.3 万吨，供应短缺 0.79 万吨。

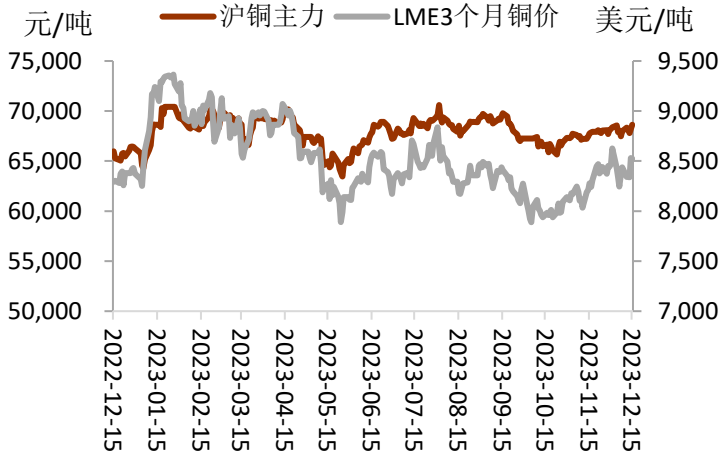
2、巴拿马贸易和工业部已正式下令终止第一量子旗下的 Cobre Panama 铜矿的所有业务，要求其必须终止该矿的开采、加工、精炼、运输、出口和销售等所有活动。由于抗议阻止了煤炭供应，导致没有电力，第一量子从 11 月底起对该矿进行维修工作。经过数月的抗议，巴拿马最高法院上个月裁定第一量子续签的长达 20 年的矿场运营合同违宪。2022 年该项目矿产铜达 35 万吨，约占全球铜总产量的 1.5%，也占巴拿马全年生产总值的 5%，巴拿马停产以后，市场一度出现恐慌性抢货的局面，导致现货 TC 短期快速回落。

3、根据 SMM 调研数据显示，今年 11 月我国精铜制杆企业开工率为 73.9%，同比增长 4.17%，环比下降 2.14%，其中大型企业开工率为 80.56%，而中型企业开工率为 63.65%，小型企业开工率为 61.33%。受地产类订单持续走弱影响，精铜杆开工率上行压力较大，但电网发电行业仍在全力冲击全年投资计划目标，工程类电网订单的表现良好，南网和国家电网的四季度招标量大幅走高，带动铜杆企业开工率仍维持在正常水平。11 月电缆线企业开工率为 91.7%，环比增长 1%，当前电网工程完成全年计划总额的 72%，四季度电网投资建设项目仍在发力阶段，近期电力、光伏和储能的订单十分充裕，预计线缆企业维持高开工至 12 月中下旬。

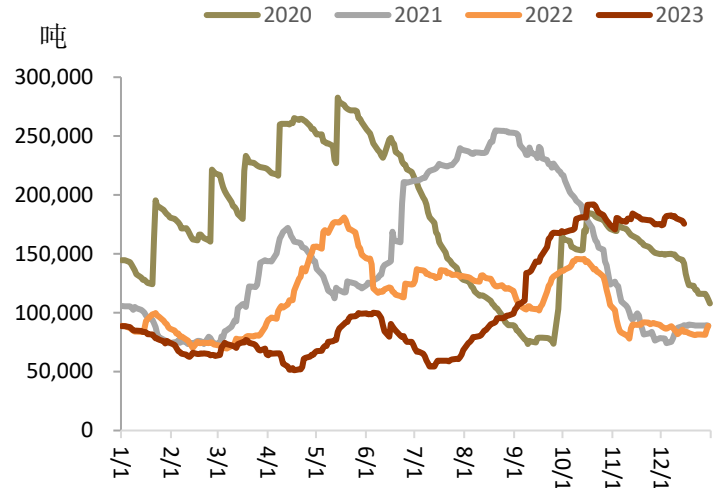
4、根据 Mysteel 调研数据显示，上周全国精铜杆市场整体交投偏清淡，主要由于临近当月交割换月，下游整体采购意愿偏谨慎，华东地区下游大型线缆的补库意愿不佳，华东长三角市场 8mmT1 电线电缆杆加工费报价 350-500 元/吨，从日均成交量来看，大型企业订单量 800 吨左右，中小企业订单成交量 300-600 吨。华南地区，广东市场精铜杆交投氛围转弱，一方面由于移仓换月在即，期铜远近合约价差依旧偏高，终端线缆企业等待观望情绪浓厚，部分表示换月后逢低补库。即便部分铜厂已对次月合约报价，但次月订单表现依旧不理想；此外，由于年末下游电线电缆企业进入年终决算节点，资金管控较为严格维持刚需采购为主，多数铜厂与贸易商反馈上周日均零单成交量在 100 吨左右，即便大型铜厂刚需订单量亦下滑 30%-50%。整体预计 12 月中下旬，精铜杆市场的整体成交氛围将进一步走弱，精铜杆企业开工率将因为季节性需求淡季的来临而平稳下滑。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

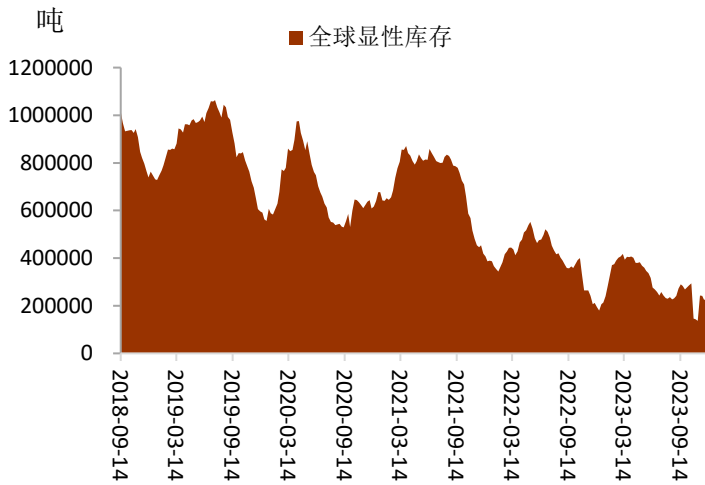


图表 2 LME 铜库存

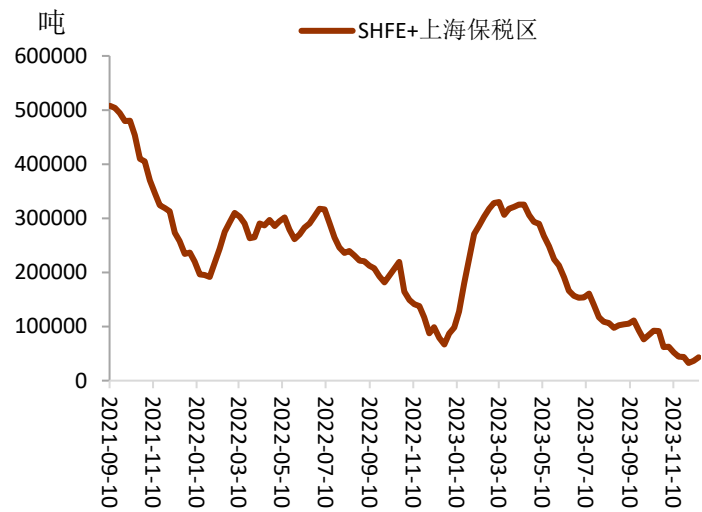


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

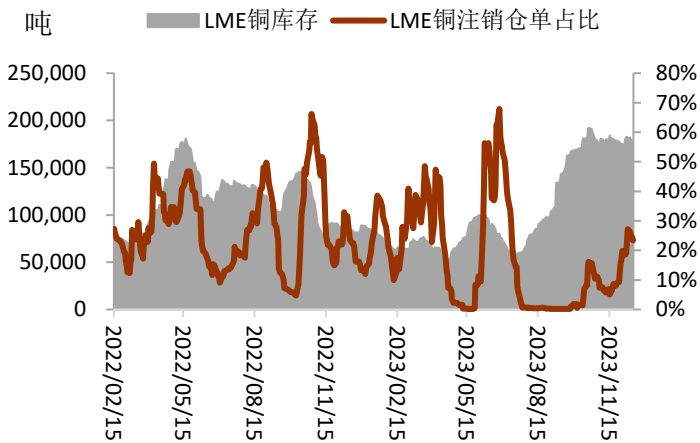


图表 4 上海交易所和保税区库存

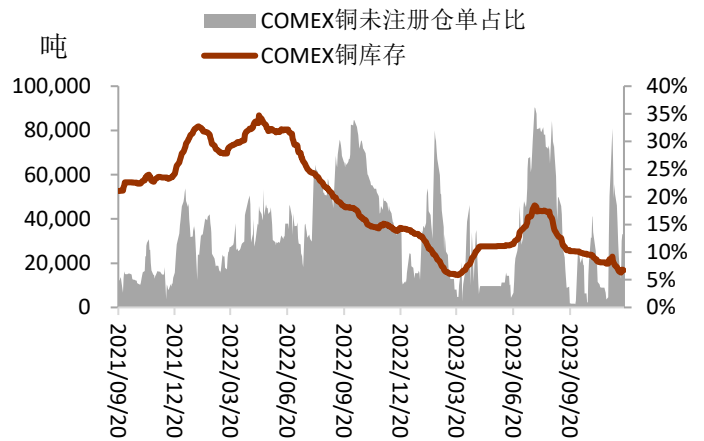


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

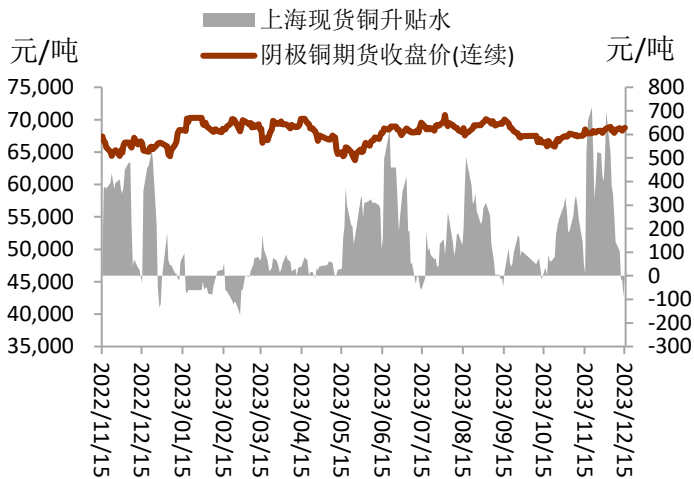


图表6 COMEX 库存和注销仓单

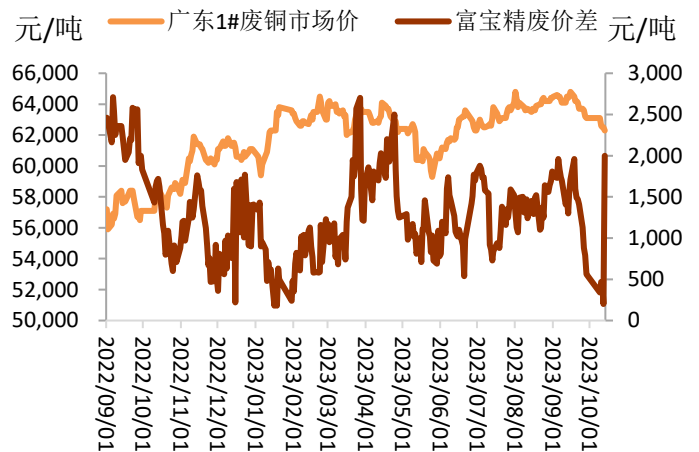


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

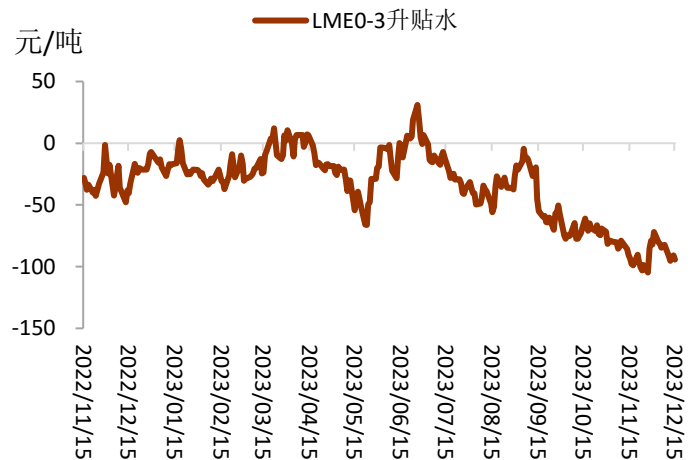


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

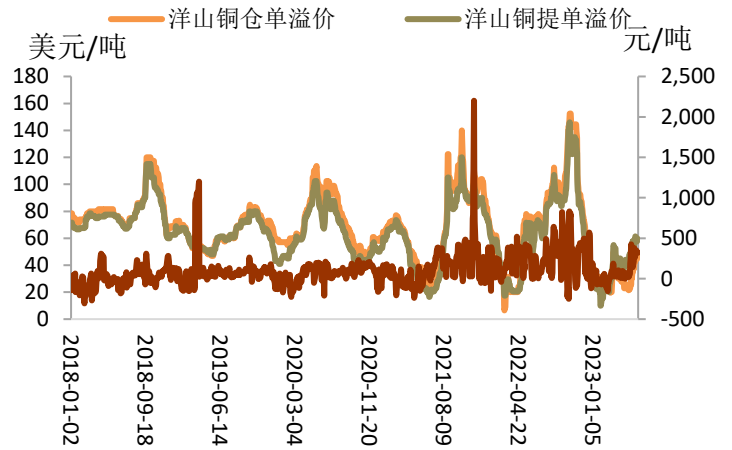


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

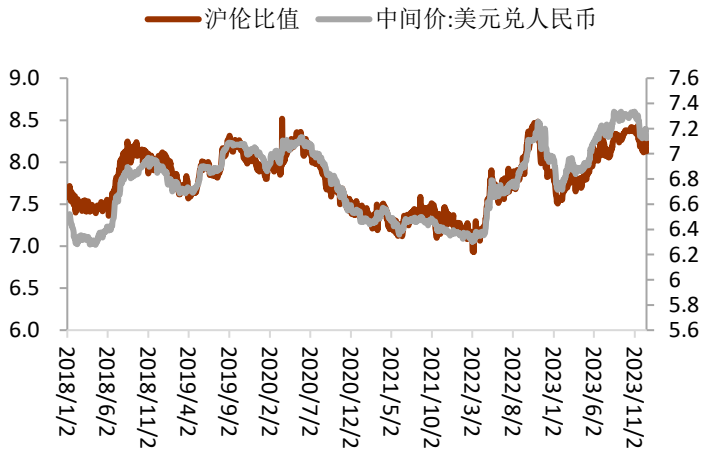


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

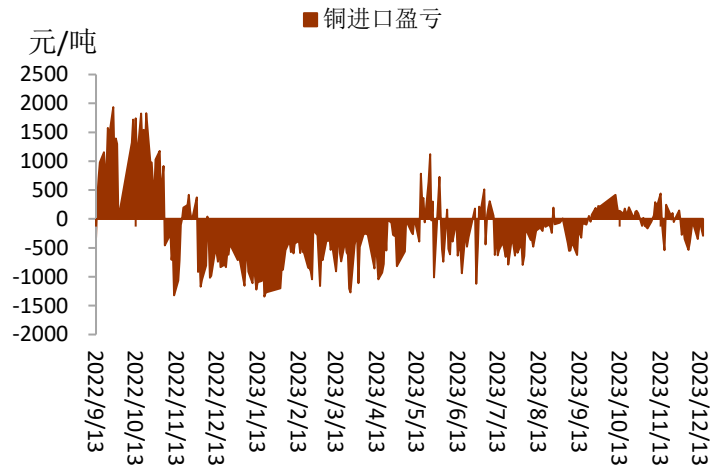


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势

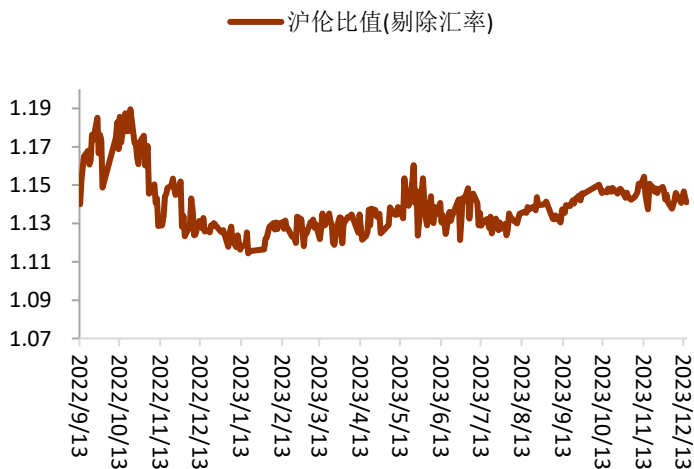


图表 14 铜进口盈亏走势



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

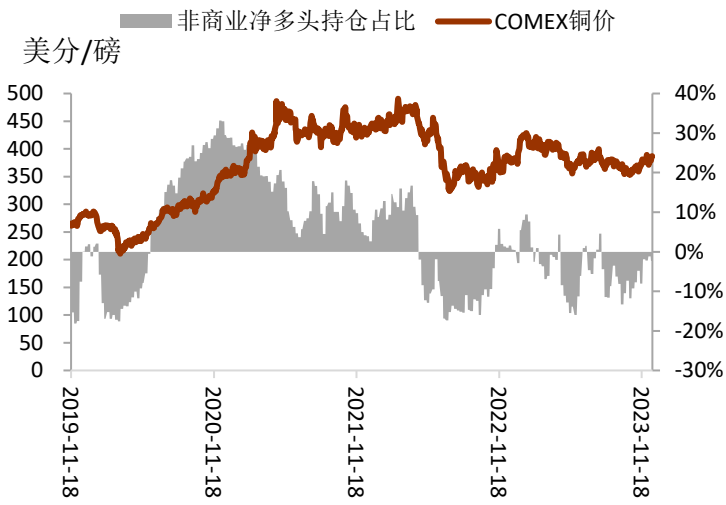


图表 16 铜精矿现货 TC

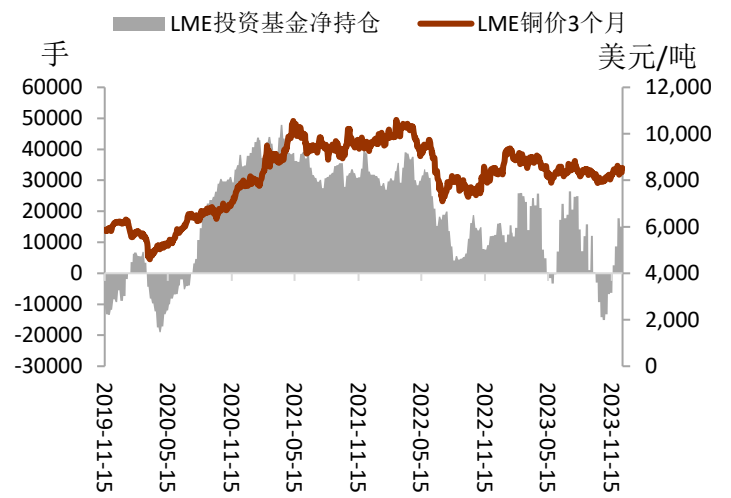


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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 A906 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。