

2023年12月25日



通胀持续降温，铜价震荡上行

核心观点及策略

- 上周铜价震荡上行，主因美国核心PCE超预期回落以及美国三季度GDP增速下修，令美联储长时间维持限制性利率政策的预期降温，2024年FOMC的票委会新阵容或更倾向于鸽派立场；国内方面，年内第三轮存款降息落地，将进一步扶持银行为实体经济注入流动性。上周现货市场成交好转，现货升水快速回升，进口窗口关闭，近月BACK结构大幅收缩。
- 供应方面，国内产量平稳回升，进口货源充沛，供应较为平稳。需求来看，终端电网发电继续冲刺全年计划，出口电缆增速喜人，新能源汽车保持高增长，但风光项目增速边际走弱，地产竣工端用铜增速边际下滑，短期供求继续维持紧平衡，国内累库进程持续受阻。
- 整体来看，美国经济放缓初显端倪以及核心通胀数据的稳步改善，令美联储在更长时间维持限制性利率政策的预期逐渐降温；国内方面，第三轮存款降息落地，实体经济流动性有望得到改善，整体利多铜价。基本面来看，全球库存仍然下降，现货升水快速回升，国内累库进程受阻，传统行业需求韧性较强，新兴产业用铜增速未见明显回落，整体预计铜价将维持震荡上行走势。
- 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22日 | 12月15日 | 涨跌 | 涨跌幅 | 单位 |
|-----------|----------|----------|--------|--------|------|
| LME 铜 | 8570.00 | 8525.00 | 45.00 | 0.53% | 美元/吨 |
| COMEX 铜 | 390.1 | 387.9 | 2.2 | 0.57% | 美分/磅 |
| SHFE 铜 | 69040.00 | 68630.00 | 410.00 | 0.60% | 元/吨 |
| 国际铜 | 61650.00 | 60940.00 | 710.00 | 1.17% | 元/吨 |
| 沪伦比值 | 8.06 | 8.05 | 0.01 | | |
| LME 现货升贴水 | -90.00 | -94.35 | 4.35 | -4.61% | 美元/吨 |
| 上海现货升贴水 | 185 | 45 | 140 | | 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22日 | 12月15日 | 涨跌 | 涨跌幅 | 单位 |
|----------|--------|--------|--------|---------|----|
| LME 库存 | 166675 | 175550 | -8875 | -5.06% | 吨 |
| COMEX 库存 | 18039 | 16788 | 1251 | 7.45% | 短吨 |
| 上期所库存 | 28718 | 34396 | -5678 | -16.51% | 吨 |
| 上海保税区库存 | 7500 | 8800 | -1300 | -14.77% | 吨 |
| 总库存 | 220932 | 235534 | -14602 | -6.20% | 吨 |

二、市场分析及展望

上周铜价震荡上行，主因美国核心 PCE 超预期回落以及美国三季度 GDP 增速下修，令美联储长时间维持限制性利率政策的预期降温，2024 年 FOMC 的票委会新阵容或更倾向于鸽派立场；国内方面，年内第三轮存款降息落地，将进一步扶持银行为实体经济注入流动性。上周现货市场成交好转，现货升水快速回升，进口窗口关闭，近月 BACK 结构大幅收缩。

库存方面：截至 12 月 22 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 22.1 万吨，环比大幅下滑 1.46 万吨，全球库存持续筑底。其中，LME 铜库存环比上周下降 0.6 万吨，LME0-3 的远月升水维持在 90 美金附近，注销仓单比例降至 18%；上期所小幅去库 0.57 万吨；保税区库存微降 0.13 万吨，国内库存低位持续探底，上周洋山铜仓单升水小幅回落至 80 美金附近，沪伦比值有所走扩，现货进口窗口关闭，上周进口货源到港量持续增加，但到港后集中抛售令升水先抑后扬，临近消费淡季预期下国内累库进程不畅，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 100 元/吨以内。

宏观方面：上周五晚间公布的美联储首选通胀目标，剔除食物和能源后的 11 月核心 PCE 物价指数同比增速回落至 3.2%，前值为 3.5%，低于市场预期的 3.3%，为 2021 年 4 月以来的最低水平。美国三季度 GDP 季环比终值下修至 4.9%，低于预期的 5.2%，同时核心消费支出 PCE 季环比终值同样下修至 2%，显示整体通胀前景正稳步改善，经济增长的势头正在减弱，令美国长时间维持限制性利率政策的预期逐步降温，周五即将公布的 11 月个人消费支出 PCE 指数有望进一步佐证这一成果，明年美联储的两位鹰派官员卡里卡什和洛根即将离开委员会，取而代之的是两位鸽派官员，分别为亚特兰大联储主席博斯蒂克以及旧金山联储主席戴利，委员会的阵容将从今年的“五鹰四鸽”转向 2024 年的“五鸽四鹰”，意味着明年货币政策的立场或更偏向鸽派。博斯蒂克表示，鉴于美国经济的强劲势头，以及确保通胀回到 2% 的必要性，美联储短期没有降息的紧迫性，但预计明年下半年或有两次降息，欧美央行货币宽松的预期令美元指数加速回落，整体对铜价利多。但我们仍需注意部分美联官员仍然维持鹰派基调，芝加哥联储主席古尔比斯表示，近期美股和债券价格的上扬可能是市场误解了美联储的预期信息，并反驳了美联储正在积极计划降息这一事项的观点；克利夫兰联储主席梅斯认为，下一步的问题不是何时开始降息，而是保持货币政策的限制性需要多长时间，当前市场的预期过于超前。短期鹰派官员的发言，就业市场的趋紧和核心通胀的粘性仍然对铜价的上行形成一定干扰。国内方面，央行维持 11 月长短期 LPR 利率不变，但下调 5 年期以内的存款利率 10-25 个 BP 不等，将导致未来长端 LPR 下降的可能性增加，央行的主要目的为减缓银行的净息差压力，减轻银行负债成本，有利于银行支持实体经济复苏。

供需方面，预计 12 月产量将环比回升，11 月环比下降由于中条山有色 10 月投产的新建项目仍没有精铜产出，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 12 月国内炼厂检修情况较少，大冶新线仍满负荷运作。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 11 月光伏新增装机量未见明显减速，超出市场预期，新能源汽车有望超额完成全年计划，全年销售渗透率已近 40%，而精铜制杆开工率仍稳定维持在 7 成上方，同比往年同期较为坚挺，整体初端加工和的韧性较强。

整体来看，美国经济放缓初显端倪以及核心通胀数据的稳步改善，令美联储长期维持限制性利率政策的预期逐渐降温；国内方面，第三轮存款降息落地，实体经济流动性有望得到改善，整体利多铜价。基本面来看，全球库存仍然下降，现货升水快速回升，国内累库进程

受阻，传统行业需求韧性较强，新兴产业用铜增速未见明显回落，整体预计铜价将维持震荡上行走势。

三、行业要闻

1、海关总署数据，11月我国进口精炼铜数量达37.8万吨，同比增长5.7%。1-11月累计进口量达320万吨，累计同比降幅继续收窄至-3.75%，整体四季度进口增量如期兑现，令国内供应格局保持平稳，并有效地补足了国内11月产量环比下降的缺口。国家统计局数据，11月我国铜材产量为201.2万吨，同比增长4.5%；1-11月累计产量达2021.1万吨，同比增长4.6%。其中，1-11月产量排名前三的省份分别是江西、江苏和广东，江西铜材产量为431.27万吨。

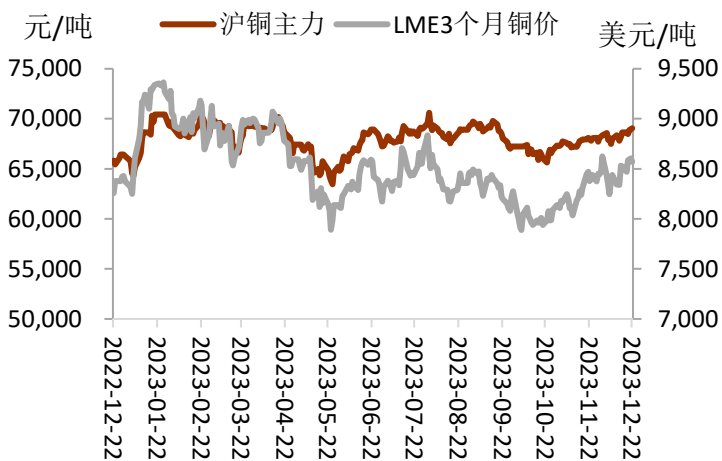
2、自由港和Mitsubishi(日本三菱商社)共同投资的印尼铜冶炼运营商PT Smelting于上周玩成了其在印尼位于东爪哇的Gresik冶炼厂的产能扩建。该冶炼项目当前的铜精矿的加工能力从之前的100万吨扩大到130万吨，但目前尚不清楚扩建后的工厂何时开始生产。产能扩张是为了满足国内铜精矿加工的需求，主要由于印尼将于明年5月后禁止出口铜精矿，Gresik炼厂2023年产能预计达30万吨，扩建后预计年产能将升至40万吨。

3、根据SMM调研数据显示，今年11月我国铜棒企业整体开工率为68%，环比上升5.4%，大型企业开工率为69.08%，中型企业开工率为70.89%，小型企业33.33%。具体来看，这主要是由于来自阀门行业相关订单增多，叠加广东地区出口订单有所好转，且得益于连月以来较为稳定的房地产竣工率，以及白色家电年底排产量较去年实绩产量的持续增加，铜管加工企业表现出了超出预期的消费韧性，预计12月铜棒企业开工率将稳步小幅回落。

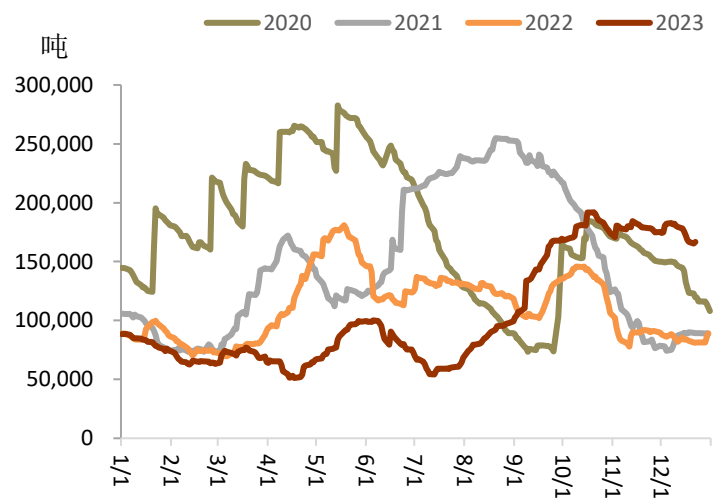
4、根据Mysteel调研数据显示，上周全国精铜杆市场整体交投略显僵持，整体下游市场对价格畏高且临近年终结算，单换月后出现短期的升水走弱的契机令下游补库情绪高涨，随着进口货源到港后的集中分销和抛售，现货升水低位快速回升。分地区来看，华东市场订单增加并不明显，市场仍维持刚需采购为主。从整体成交表现来看，大型铜杆企业的日均订单量在800吨左右，中小型铜杆企业订单量在400-600吨。华南市场，目前时间距离年终决算节点愈发临近，不同主体类型的企业均在逐步进入年终关账期，市场交易热度略有下滑，回笼资金为多数企业的当前核心工作，多数企业日均成交量多在百吨以内。西南地区，换月后多数下游企业采购选择以长单提货优先，即使区域升贴水维持低位，但铜厂并未进行采购，故而铜杆零单价格并未出现明显的下调，致使零单交易氛围偏弱，成交量维持较低水平。整体预计在精铜制杆在年底前的订单总量或持续减少，待财务关账期结束以后，为提前应对春节到来的排产计划将会做出一定的补库行为，整体市场成交热度将先抑后扬。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

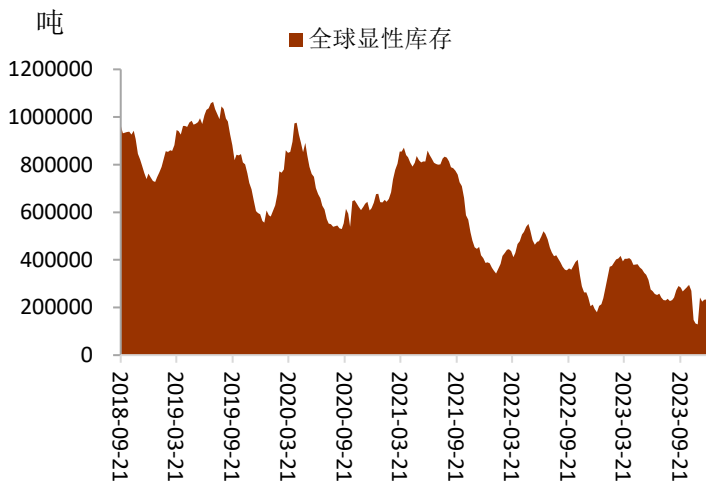


图表 2 LME 铜库存

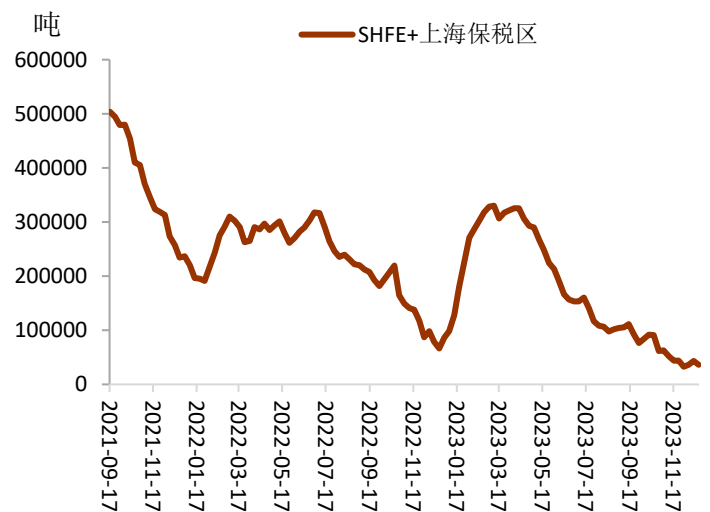


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

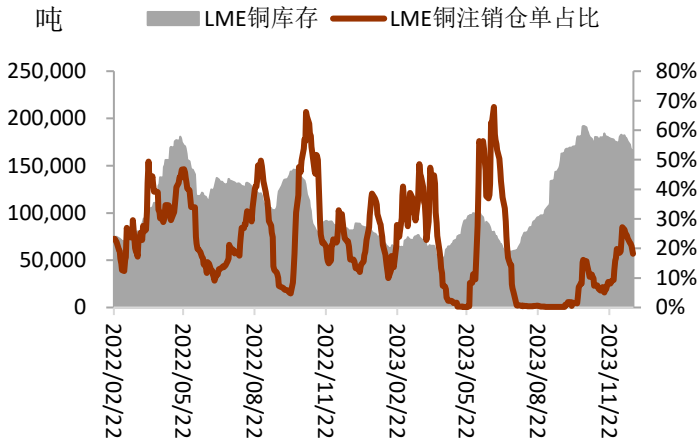


图表 4 上海交易所和保税区库存

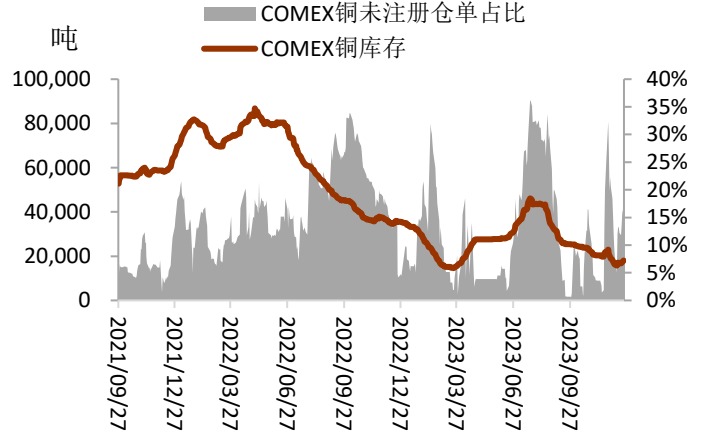


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

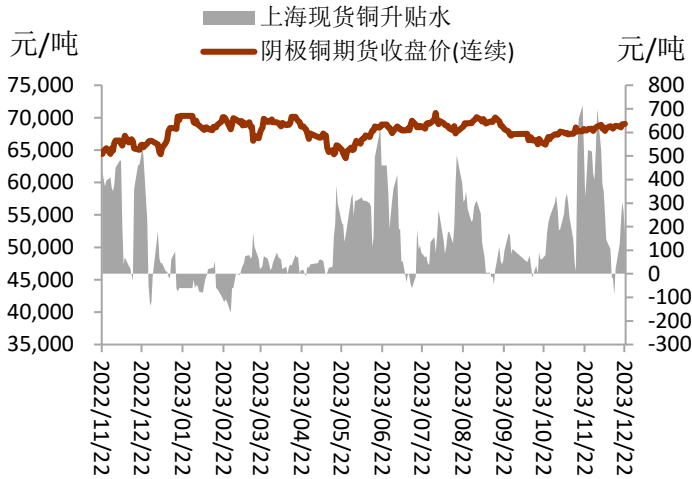


图表6 COMEX 库存和注销仓单

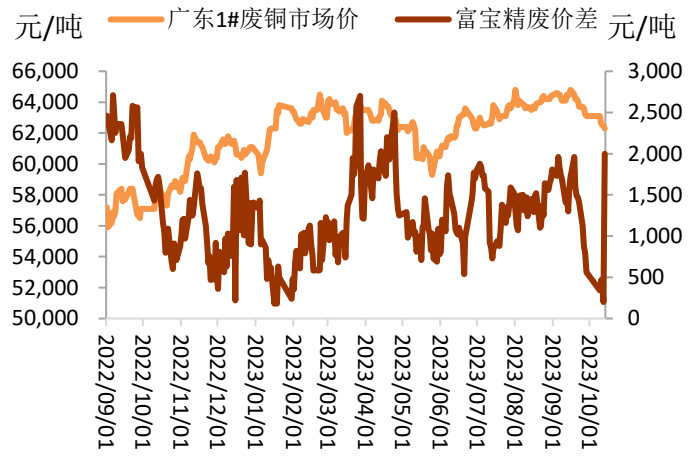


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

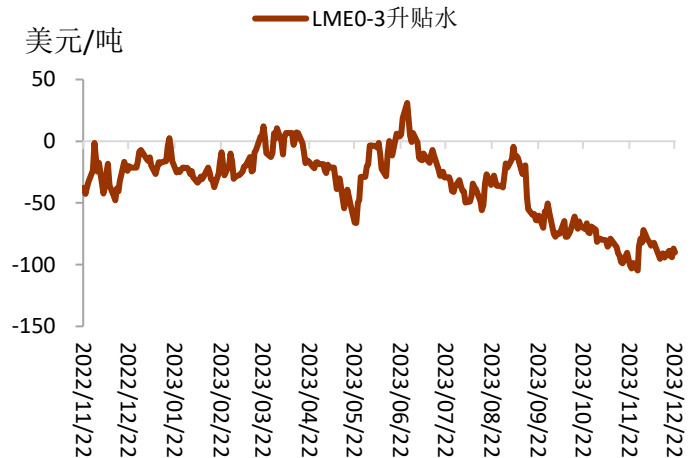


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

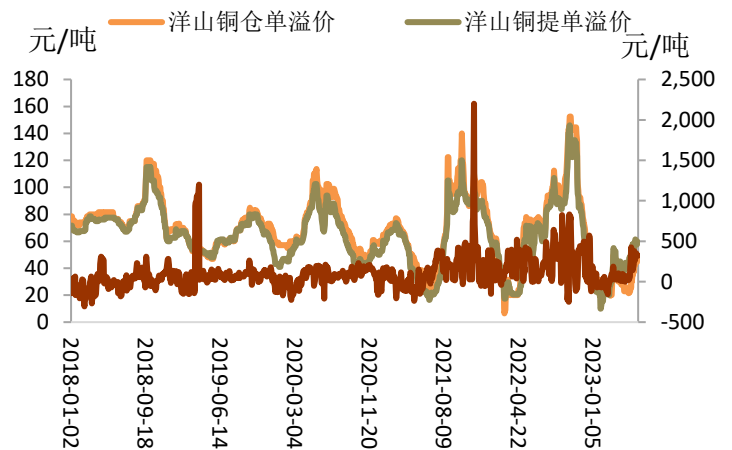


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

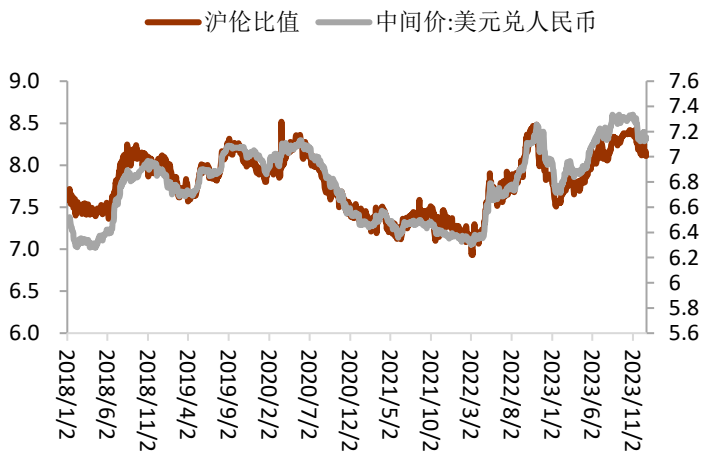


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

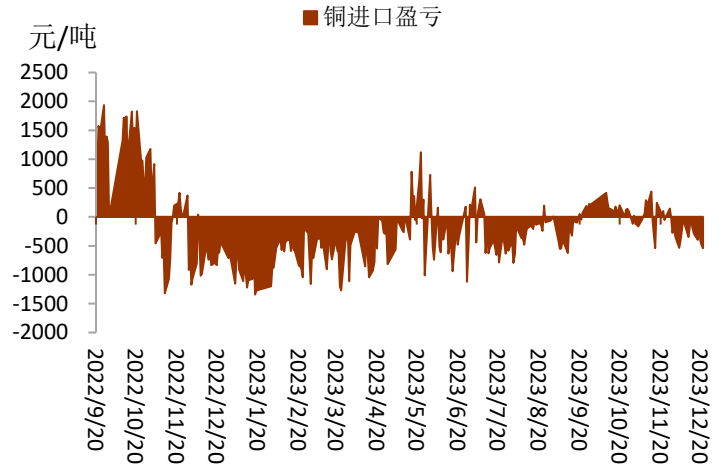


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

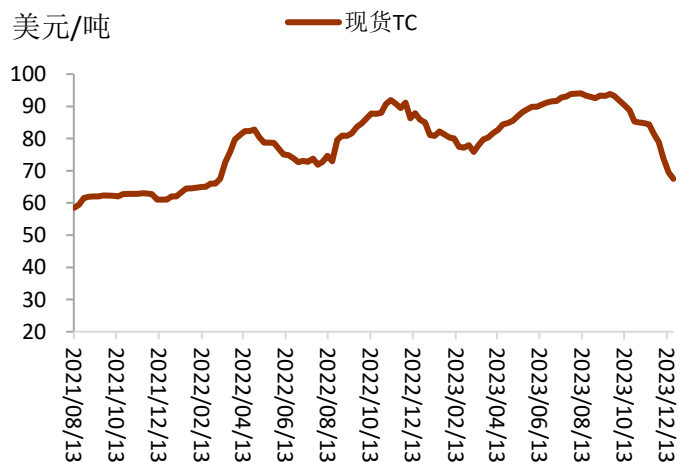


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

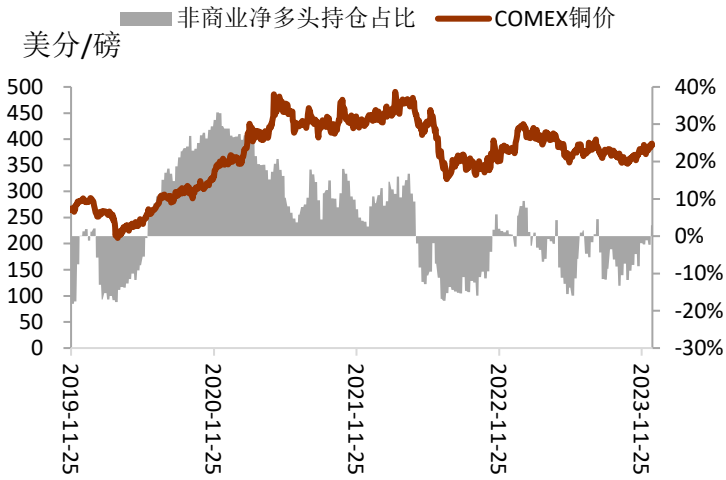


图表 16 铜精矿现货 TC

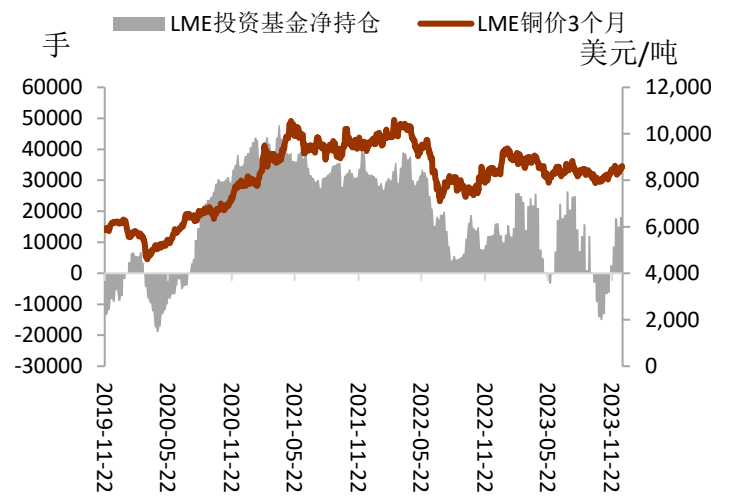


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。