

2023年11月20日



通胀超预期降温，铜价向上反弹

核心观点及策略

- 上周铜价向上反弹，一方面美国通胀数据超预期降温令美联储延续紧缩的必要性下降，市场预期美联储将于明年下半年开启降息；另一方面，中国社融和信贷增速回暖，社零与工业产出边际回升，国内外宏观均利好铜价。上周现货市场成交转冷，现货升水换月后大幅抬升，进口窗口转为关闭，近月BACK结构换月后大幅走扩。
- 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，美国通胀超预期降温并已呈趋势性回落，美联储年底前延续紧缩的概率大幅下滑。国内方面，10月社融增速稳健，消费和工业产出边际回升。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，传统行业复苏态势边际放缓，新兴产业用铜需求减速，在宏观主导价格的驱动下，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17日	11月10日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	8309.00	8034.50	274.50	3.42%	美元/吨
COMEX 铜	373.4	359.65	13.75	3.82%	美分/磅
SHFE 铜	67920.00	67230.00	690.00	1.03%	元/吨
国际铜	60150.00	59510.00	640.00	1.08%	元/吨
沪伦比值	8.17	8.37	-0.19		
LME 现货升贴水	-98.80	-80.80	-18.00	22.28%	美元/吨
上海现货升贴水	665	255	410		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17日	11月10日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	181275	180000	1275	0.71%	吨
COMEX 库存	19815	20402	-587	-2.88%	短吨
上期所库存	31026	34846	-3820	-10.96%	吨
上海保税区库存	7800	10400	-2600	-25.00%	吨
总库存	239916	245648	-5732	-2.33%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价向上反弹，一方面美国通胀数据超预期降温令美联储延续紧缩的必要性下降，市场预期美联储将于明年下半年开启降息；另一方面，中国社融和信贷增速回暖，社零与工业产出边际回升，国内外宏观均利好铜价。上周现货市场成交转冷，现货升水换月后大幅抬升，进口窗口转为关闭，近月 BACK 结构换月后大幅走扩。

库存方面：截至 11 月 17 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 23.99 万吨，环比下降 0.57 万吨，全球库存继续回落。其中，LME 铜库存环比上周微升 0.1 万吨，LME0-3 的远月升水结构继续走扩，注销仓单比例升至 6%；上期所库存减少 0.38 万吨；上海保税区库存继续减少 0.26 万吨，国内低库存继续探底；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，国内升水换月后大幅走高，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 结构换月后扩大至 300 元/吨附近。

宏观方面：美国 10 月 CPI 同比增长 3.2%，核心 CPI 同比增长 4%，均低于预期，数据公布后，12 月美联储继续加息的概率已接近 0%，而明年 1 月份的概率也不足 5%，对于“数据依赖”型的美联储而言，紧缩预期放缓甚至提前开启加息的周期或越发临近。芝加哥联储主席表示，对美国通胀回落的最新数据表示满意，但未来还有很长的路要走，鉴于商品通胀已经下降，而不含住房的服务业通胀也会缓慢向下调整，预计未来几个季度的焦点在居住类价格通胀的粘性上，总体而言，通胀在下降的道路上或存在颠簸。美国 10 月 PPI 超预期下滑至 1.3%，环比下降 0.5%，创三年多以来的增速新低，显示当前通胀压力趋于缓解，10 月零售销售环比下降 0.1%，略高于预期，消费市场的强韧性令市场感到担忧，即便美国消费者当前面临高昂的借贷成本，更紧缩的信贷条件和高企的商品和服务价格，但依然强劲的就业市场和稳健的薪资增速仍然能够支持个人在短期内的消费支出延续正向趋势。高盛预计美联储将从 2024 年第四季度首次降息 25 个基点，随后一直到 2026 年中期的每季度降息一次，共计 175 个基点，最终政策利率目标区间在 3.5%-3.75%；虽然摩根斯坦利认为美联储将会提前从明年 6 月开启降息，至 2025 年年底，利率会降至 2.375%，但从历史预测模型来看，高盛的预测与美联储的预期更加接近。国内方面，中国 10 月新增社融 1.85 万亿，M2 同比增速 10.3%，均好于预期，10 月社零总额和工业增加值增速均略高于预期，显示整体经济筑底过程中存在着向上修复的倾向，但短期复苏力度仍存在较强的不确定性。

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高位。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降至 7 成，目前电网发电的招标量近期有所减速，下游企业前期已充分补库对未来铜杆消费减弱，叠加精废价差重新走扩也在一定程度上抑制精铜杆短期消费。整体来看，初端加工开工率近期有所回落，传统行业旺季需求呈边际走弱态势。

整体来看，美国通胀已呈趋势性回落，海外机构预测美联储明年下半年或打开降息空间。国内方面，10 月社融增速稳健，消费和工业产出边际回升。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，传统行业复苏态势边际放缓，新兴产业用铜需求减速，在宏观主导价格的驱动下，预计铜价将维持震荡向上走势。

三、行业要闻

1、根据世界金属统计局(WBMS)统计显示,9月全球精炼铜产量为234.45万吨,精炼铜消费量为236.91万吨,供应短缺2.46万吨。而9月全球铜矿产量为190.52万吨。

2、智利国家铜业(Codelco)首席执行官表示,该公司今年的铜产量将在131.5万吨,接近此前预估区间的下沿,对四季度旗下矿山的产量规模仍感到担忧。今年7月,这家全球最大的铜生产商已将产量目标下调至131-135万吨,2022年Codelco全年产量创下25年以来的最低水平,该公司预计2024年产量将逐步恢复。目前Codelco一直在努力解决运营和高负债问题,这些问题推迟了延长矿山寿命至关重要的关键项目。

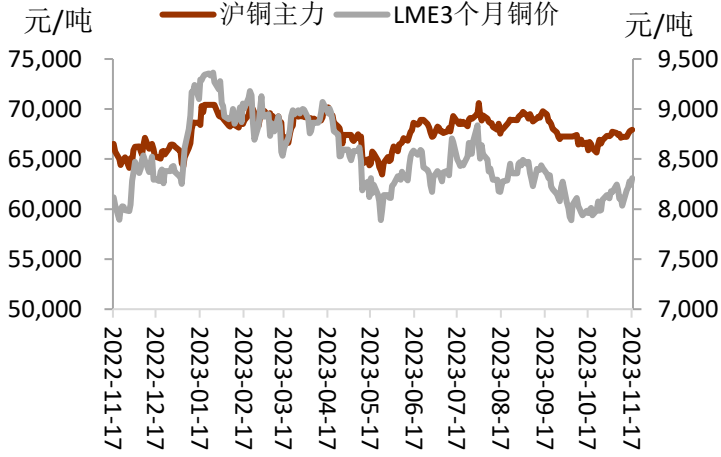
3、秘鲁能源和矿业部表示,秘鲁全国9月铜产量达23.5万吨,同比增长2.5%。产量增长的贡献主要来自于去年投产的英美资源集团旗下的奎拉维克项目的增产,以及五矿资源控股的旗下的Las Bambas矿山产量增加推动。上半年第一季度秘鲁因社区冲突导致的矿山停工以及自然灾害的干扰率已大大下降,秘鲁矿业协会负责人预计2023年产量预计将为260-270万吨,而2024年产量将增至270-280万吨。

4、根据SMM调研数据显示,10月全国精铜制杆行业开工率为69.17%,环比下降1.1%,10月精铜杆产量合计为89.1万吨,环比下降1.4万吨。其中华东地区铜杆产量总产量为58.26万吨,开工率为71.71%;华南地区铜杆产量总产量为14.25万吨,开工率为66.93%。受10月近期铜价整体重心下移以及下游线缆企业旺季开工明显回暖的拉动下,精铜杆企业产销节奏保持平稳,与此同时精废铜杆价差的大幅收窄令废铜杆的经济效益逐步和替代性逐步降低,预计整体11月精铜制杆的开工率将保持稳中缓降的态势。

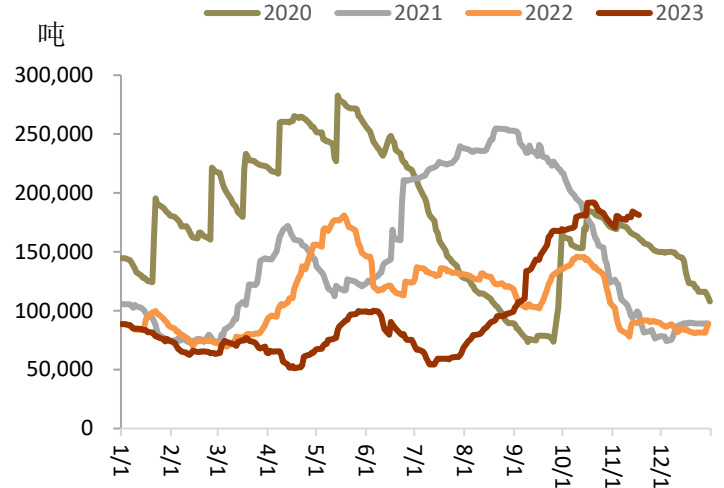
5、根据Mysteel最新调研数据显示,本周精铜杆市场成交趋于平淡,虽然电缆线杆的加工费仍维持在1000元/吨附近,即使隔月价差换月后有所收窄,但多数下游企业观望氛围浓厚,加上沪铜价格反弹以及换月后升水居高不下,零单成交较为有限。华东方面,实际成交多集中在午前早盘,下游企业多持观望态度,下游大户少量补库,具体成交来看,中小铜杆企业日均零单成交普遍在200吨,大型企业订单量在600-800吨。华南方面,广东电解铜升贴水依旧高企不下,即使期铜隔月价差有所缩窄,但零单加工费普遍维持在1000元/吨附近,即使是部分在800-850元/吨的超低价货源同样成交表现不太理想,上周多数铜杆企业及贸易商日均零单成交量在200吨以内;西南地区,换月结束后区域电解铜升水再度攀升,铜杆零单加工费高企不下,成交很是困难,加之消费张力有限,下游多以长单提货为主,同时长单交付同样偏紧,多数铜杆企业及贸易商表示发货量有所减少。预计铜杆企业11月下旬的整体成交情况将逐步回落,但年底电网投资建设的全力冲刺将使得年底前整体的铜杆企业有较好的产销预期,铜杆产量和开工率边际放缓的速率将较往年同期明显减弱。

四、相关图表

图表1 沪铜与LME铜价走势

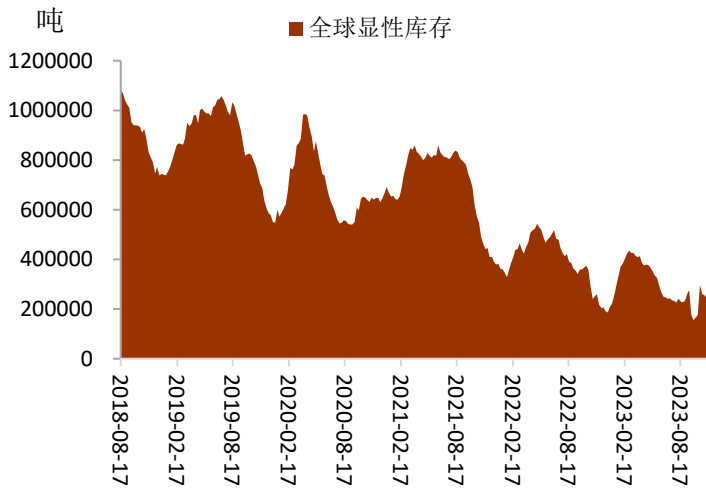


图表2 LME铜库存

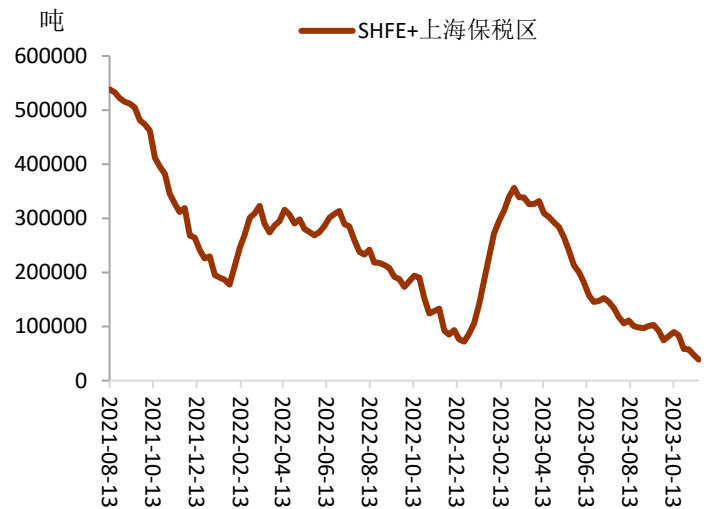


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表3 全球显性库存

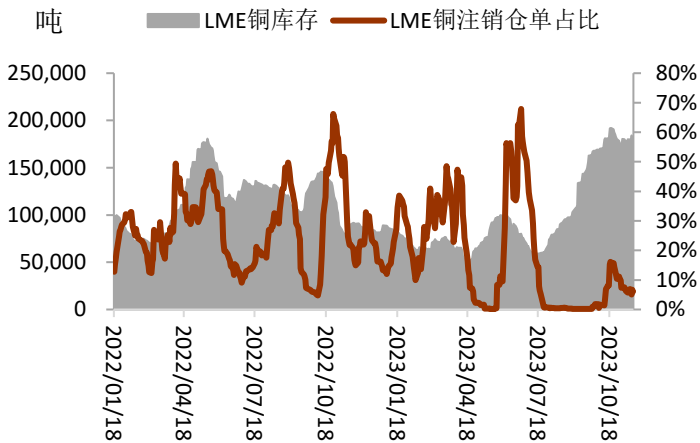


图表4 上海交易所和保税区库存

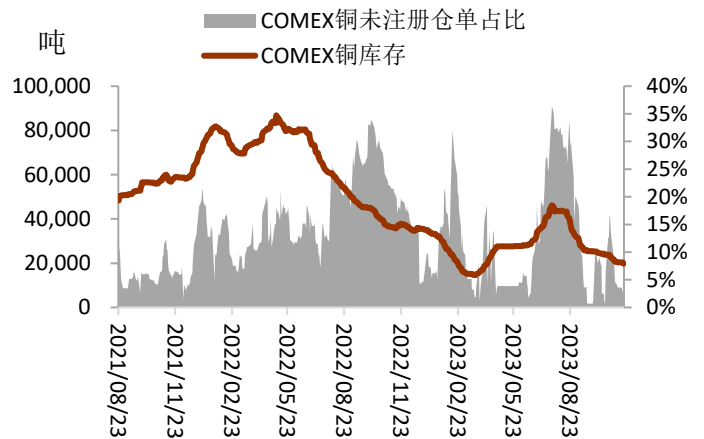


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

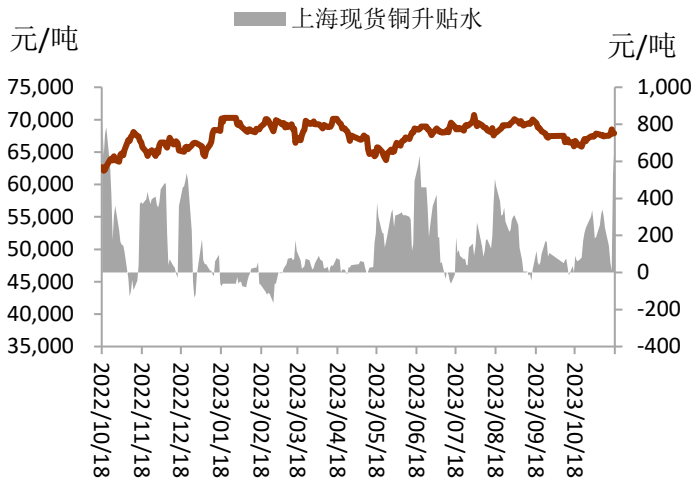


图表6 COMEX 库存和注销仓单

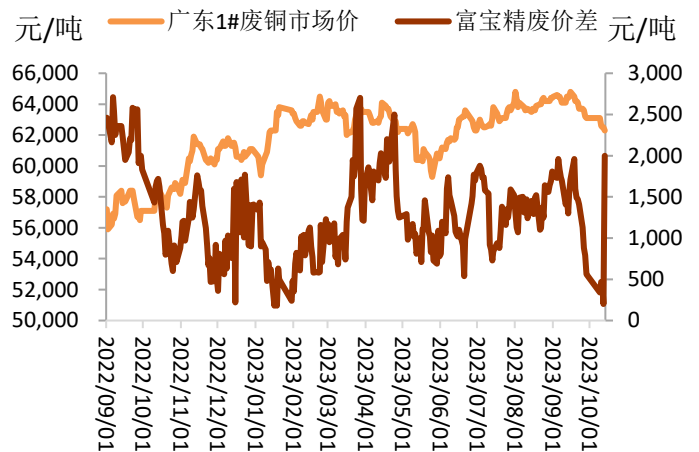


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势

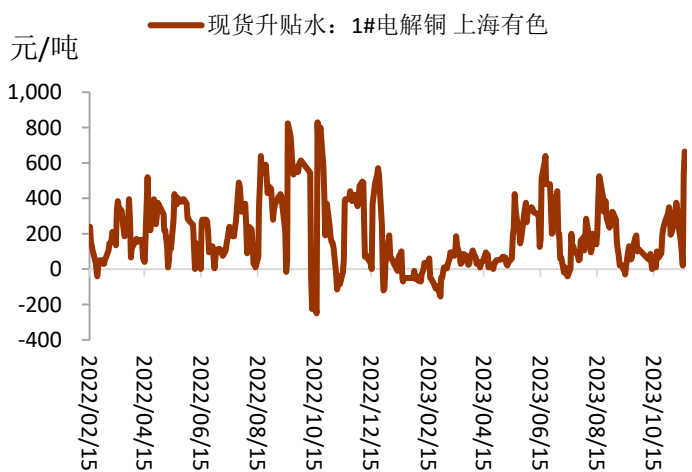


图表8 精废铜价差走势

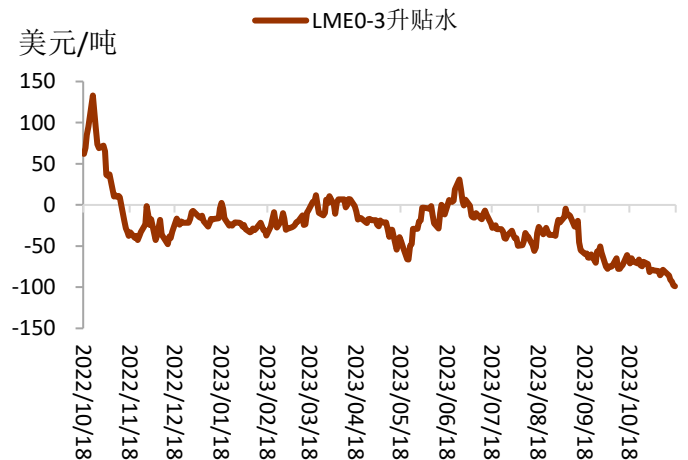


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

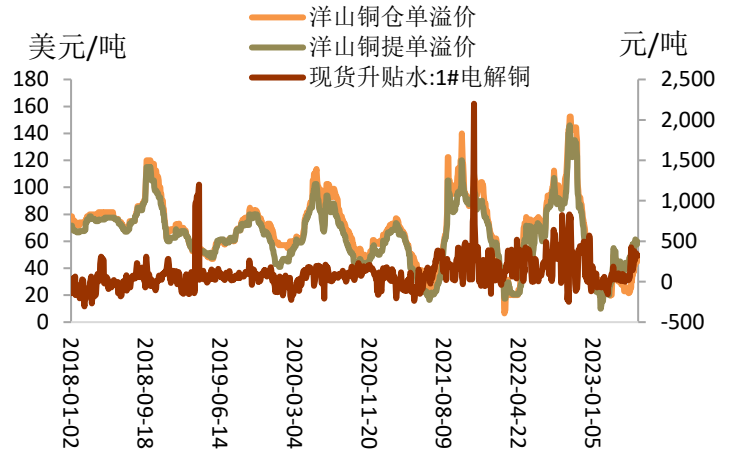


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

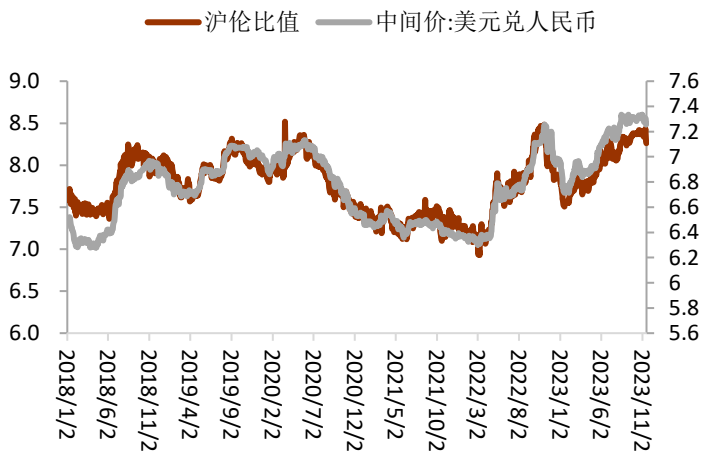


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

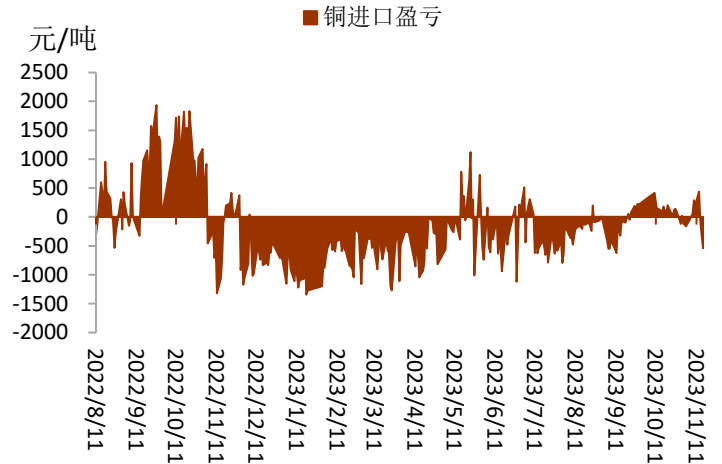


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势

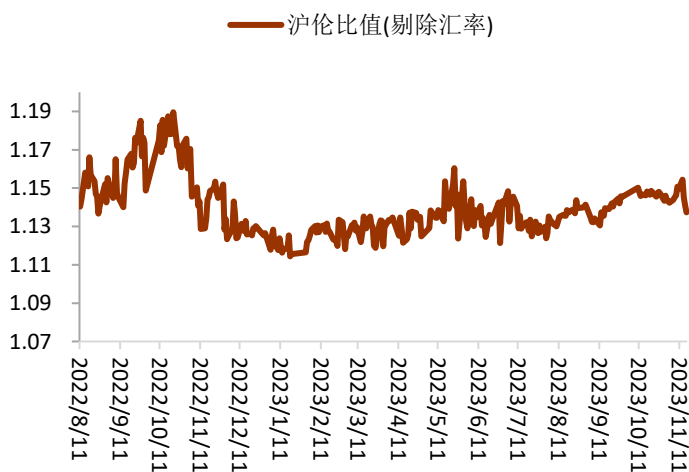


图表 14 铜进口盈亏走势



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

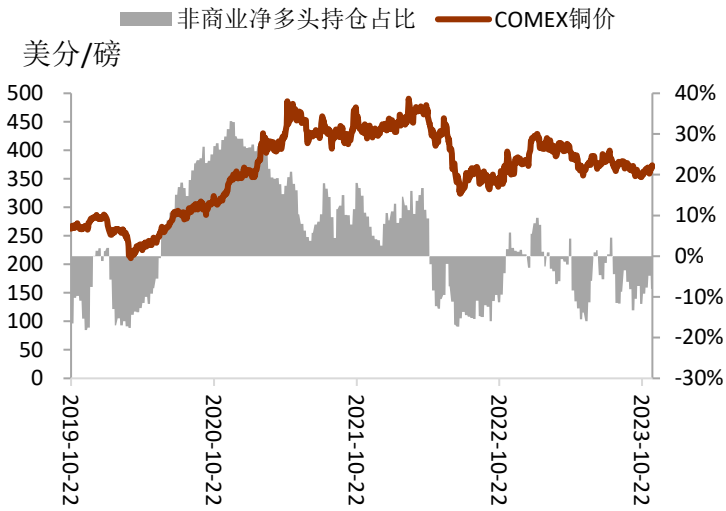


图表 16 铜精矿现货 TC

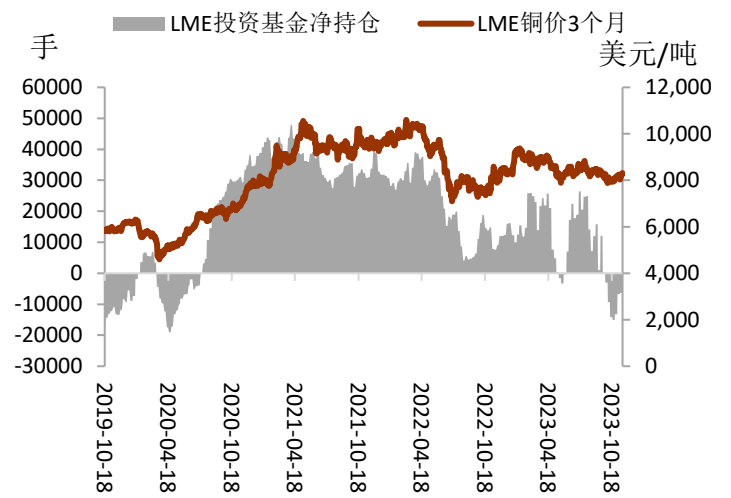


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。