

2023年12月4日



## 通胀趋势性回落，铜价延续反弹

### 核心观点及策略

- 上周铜价延续反弹，主要由于欧美通胀呈趋势性回落令海外央行延续紧缩的预期明显放缓，巴拿马铜矿的意外停摆令全球精矿短期供应形成短缺；国内来看，中国制造业复苏不及预期，工业企业利润同比降幅明显，国内经济弱现实格局延续。上周现货市场成交平淡，现货升水重心不断上移，进口窗口关闭，近月BACK结构小幅走扩。
- 供应方面，国内产量维持高位，进口边际持续改善，供应整体平稳。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，四季度空调排产环比回升以及新能源汽车产销的高速增长继续拉动年底精铜消费，当前供需维持紧平衡格局不改，国内库存继续下探。
- 整体来看，矿端干扰率上升令短期原料供应趋紧，欧美通胀持续下行令海外央行货币政策提前转向的预期不断升温。国内方面，制造业复苏放缓，经济弱现实格局延续。基本面来看，全球库存继续回落，现货升水重心抬升，紧平衡格局下国内维持低库存，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：潜在通胀预期升温，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	12月1日	11月24日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	8625.00	8440.00	185.00	2.19%	美元/吨
COMEX 铜	391.95	379.05	12.9	3.40%	美分/磅
SHFE 铜	68360.00	68050.00	310.00	0.46%	元/吨
国际铜	60890.00	60500.00	390.00	0.64%	元/吨
沪伦比值	7.93	8.06	-0.14		
LME 现货升贴水	-71.98	-98.80	26.82	-27.15%	美元/吨
上海现货升贴水	710	665	45		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1日	11月24日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	174250	178525	-4275	-2.39%	吨
COMEX 库存	18845	21538	-2693	-12.50%	短吨
上期所库存	26149	35878	-9729	-27.12%	吨
上海保税区库存	6400	6500	-100	-1.54%	吨
总库存	225644	242441	-16797	-6.93%	吨

## 二、市场分析及展望

上周铜价延续反弹，主要由于欧美通胀呈趋势性回落令海外央行延续紧缩的预期明显放缓，以及巴拿马铜矿的意外停摆令全球精矿短期供应形成短缺；国内来看，中国制造业复苏不及预期，工业企业利润同比降幅明显，国内经济弱现实格局延续。上周现货市场成交平淡，现货升水重心不断上移，进口窗口关闭，近月 BACK 结构小幅走扩。

库存方面：截至 12 月 1 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 22.56 万吨，环比下降 1.68 万吨，全球库存低位继续下探。其中，LME 铜库存环比上周微降 0.27 万吨，LME0-3 的远月升水结构缩小至 70 美金附近，注销仓单比例升至 20%；上期所大幅去库 0.97 万吨；上海保税区库存环比持平，国内显性库存低位持续下探；上周洋山铜仓单升水回升至 110 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，国内升水重心不断抬升，旺季消费回暖预期下国内低库存格局愈演愈烈，推动近月 BACK 结构一度扩大至 300 元/吨上方。

宏观方面：美国 10 月 PCE 物价指数同比增长 3%，低于预期和前值，剔除食品和能源后的核心 PCE 同比涨幅继续放缓至 3.5%，符合预期，显示作为美联储首选的通胀指标仍在持续降温，作为 12 月议息会议前的最后一次通胀报告，对美联储年底或终止加息周期以及明年降息时点预期的提前具有重要的指引意义。与此同时，欧元区的 11 月调和 CPI 同比继续放缓至 2.4%，而核心 CPI 同比增速仍维持在 4% 左右，市场普遍预期欧洲央行或将于明年 4 月提前进入降息轨道。整体欧美通胀的趋势性回落推动海外央行降息的预期不断升温，有利于提振铜价。美联储发布经济“褐皮书”显示美国近期的经济活动略有放缓，劳动力市场需求缓和，薪资保持温和增长，物价涨幅基本放缓，商业活动和企业贷款略有下滑，明年的经济前景或略有降温。鹰派官员梅斯特表示，当前货币政策处于良好位置，暗示其或将在下月议息会议上支持按兵不动，博斯蒂克也表示他越来越相信通胀下行的轨迹可能持续，而巴尔金则认为当前美国住房和服务业中挥之不去的价格压力是保持谨慎的理由，应保留进一步就加息的选项，虽然三位美联储官员对通胀路径的看法有所分歧，但整体暂时并不急于进一步加息。国内方面，11 月官方制造业 PMI 放缓至 49.4，复苏程度不及预期，其中新出口订单与当前出口趋势下行较为吻合，工业企业利润同比增速同比大幅放缓至 2.7%，整体显示制造业总需求的回升力度略显不足，生产景气度有所回落，同时物价指数的负增长也使得量缓价跌的格局令企业利润修复受阻，整体国内经济的弱现实对铜价有拖累作用。

供需方面，整体 12 月国内检修偏少，国内炼厂产能利用率维持在 85% 以上，当前国内精铜供应十分稳定，9 月份广西南国二期 40 万吨精炼项目已经投产，11 月产能爬坡已经到了设计产能的 80%，不过 11 月初一期项目开始检修部分影响产量；中条山有色 18 万吨精炼项目也已投产，预计 12 月从电解槽生产出铜白银有色计划于年底或明年年初正式投料生产。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，11 月电缆线企业开工率已攀升至 9 成以上拉动铜杆企业产量明显回升。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，矿端干扰率上升令短期原料供应趋紧，欧美通胀持续下行令海外央行货币政策提前转向的预期不断升温。国内方面，制造业复苏放缓，经济弱现实格局延续。基本面来看，全球库存继续回落，现货升水重心抬升，紧平衡格局下国内维持低库存，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、国际铜研究小组(ICSIG)称,由于中国和刚果的产量增加,今年1-9月,全球精炼铜产量同比增长5.3%至1990万吨,创造了约1.7万吨的盈余。1-9月初级精炼产量(包括矿石电解和电解提取)增长4.8%至1660万吨,废料次级产量增长7.5%至300万吨。这一增长是由中国产量增长13%和刚果产量增长5%带动的。但世界精炼铜产量的增长被主要生产国的维护、事故或运营问题抵消,导致智利下降3.8%,美国下降11%,印度下降5%,日本下降1%,印度尼西亚下降28%,芬兰下降14%,瑞典下降40%。

2、根据SMM调研数据显示,2023年10月电线电缆企业样本开工率为90.72%(调研企业64家,产能共364.3万吨),环比增长2.67个百分点,同比增长10.22个百分点,高于预期值4.23%;其中,大型企业开工率为94.47%;中型企业开工率为74.48%;小型企业开工率为76.11%。预计2023年11月电线电缆开工率为91.15%。当前处于行业传统旺季,受时间节点控制,北方户外施工项目多赶在天气寒冷前加紧施工进度;另下游企业开始为完成年底目标进行发力冲刺,导致下游需求增多,多家企业表示本月国网和南网均有集中招标,工程类订单也可感受到增多,企业订单量得以充分保证。

3、近期全球最大的铜矿供应干扰事件,第一量子旗下的Cobre Panama(巴拿马铜矿)遭船只运营封锁已被迫停产,主因工会就上个月续签的20年运营合同中的问题爆发了抗议活动,巴拿马最高法院最终裁定第一量子合同违背法律,或将冻结其在该国的所有业务,第一量子或寻求国际仲裁来挽回损失,巴拿马铜矿的停摆或对全球铜精矿的短期供应形成一定干扰,2022年该项目矿产铜达35万吨,约占去年全球铜总产量的1.5%。

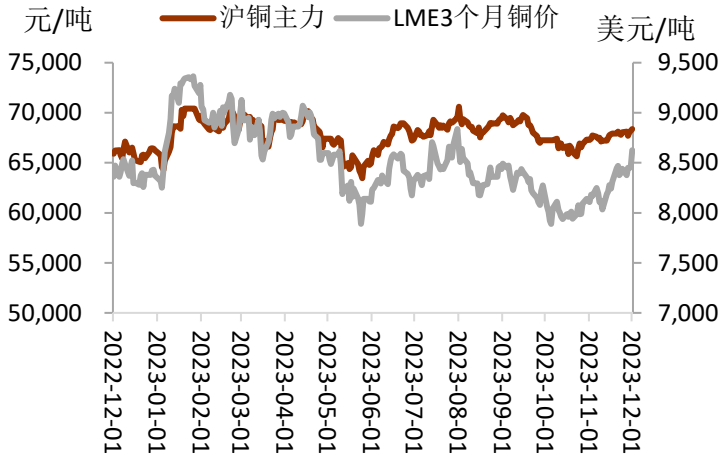
4、智利国家能源局INE周四公布,10月智利全国铜产量较去年下降4.4%至46.4万吨,继穆迪去年10月下调智利国家铜业公司(Codelco)信用评级后,惠誉宣布,由于公司高负债、产量下降、税息折旧及摊销前利润减少,决定将公司长期外币发行人违约评级(IDR)和高级无抵押票据评级从a-下调至bbb+,公司发展前景为“稳定”。惠誉认为,Codelco未来三年平均杠杆率将提高4.5至4.8倍,EBITDA将下降4.5-5.5倍,信用状况恶化程度超出预期,公司至少需要在十年内花费40亿美元才能恢复历史生产水平。该机构同时指出,Codelco的铜、锂储量是公司一项长期战略资产,公司也为政府财政收入作出重要贡献,对国家具有战略意义。

5、根据Mysteel调研数据显示,上周全国精铜杆交易呈偏稳格局,分地区来看,华东市场上周铜杆成交略有走弱,上周下游需求整体表现并不理想,由于铜价运行平稳和升水重心偏高,导致市场成交多集中在下游大户按需补货,中小线缆企业交易推进较为困难;从日均成交量来看,大型企业订单量约1000吨,中小企业的订单量400-600吨,成交量环比继续减少。华南方面,由于临近月末下游企业工作重心多围绕回笼资金来展开,实际采购意愿较为疲软;上周多数铜杆企业及贸易商表示零单成交之分低迷,成交量多在100吨以内,即使有部分企业录得200吨左右成交量,但基本以长单客户刚需采购为主,市场成交氛围较为

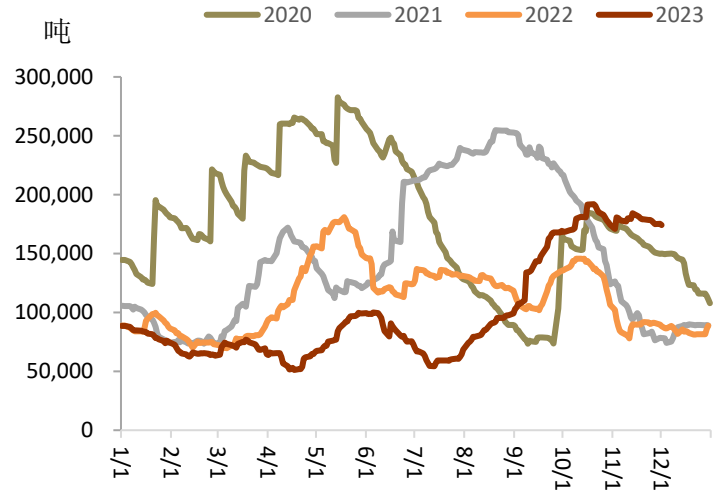
冷清。

#### 四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

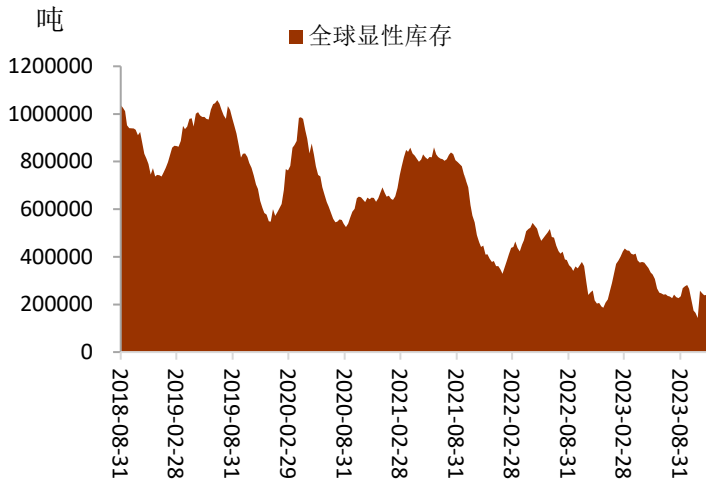


图表 2 LME 铜库存

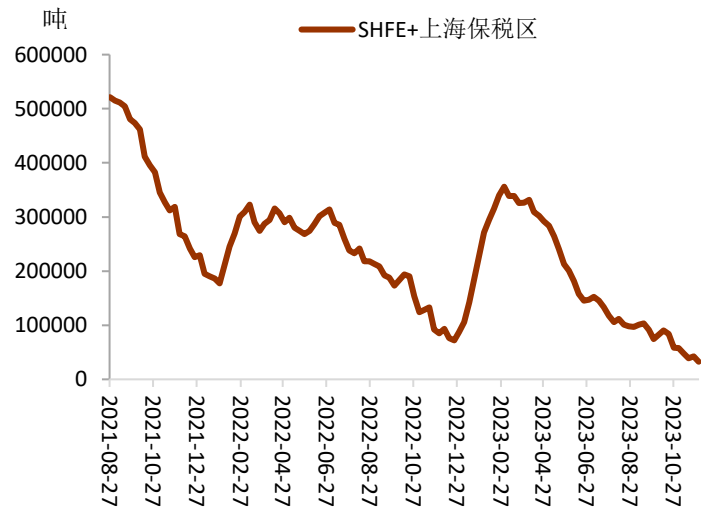


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

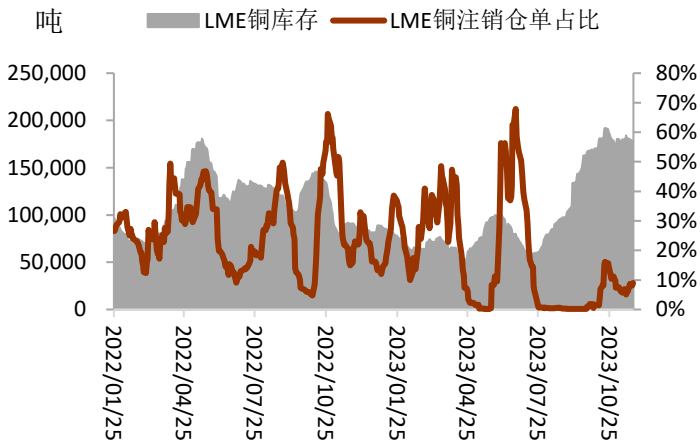


图表 4 上海交易所和保税区库存

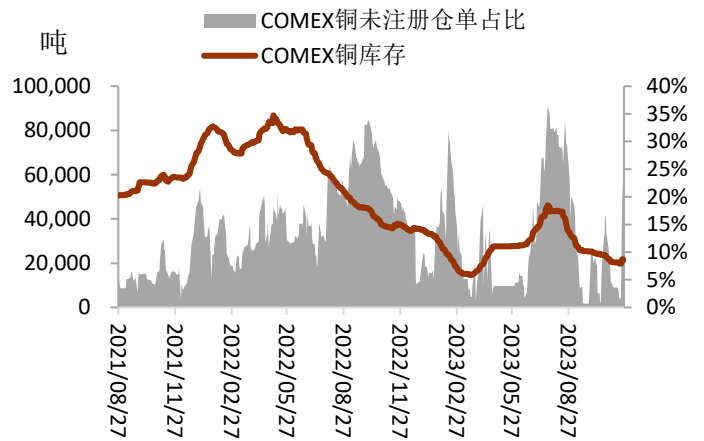


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

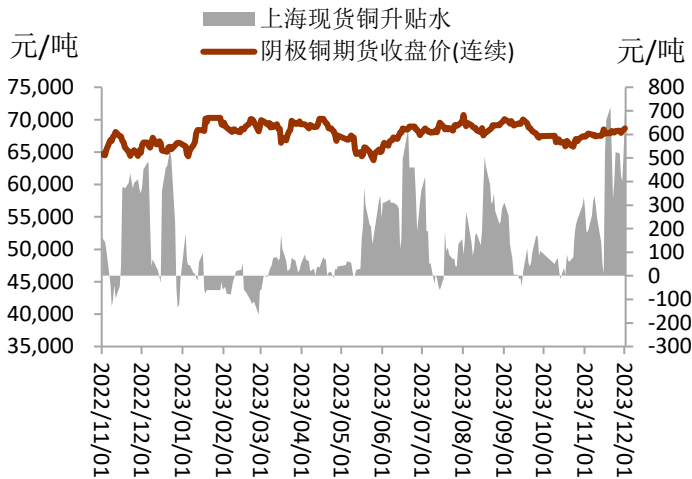


图表6 COMEX 库存和注销仓单

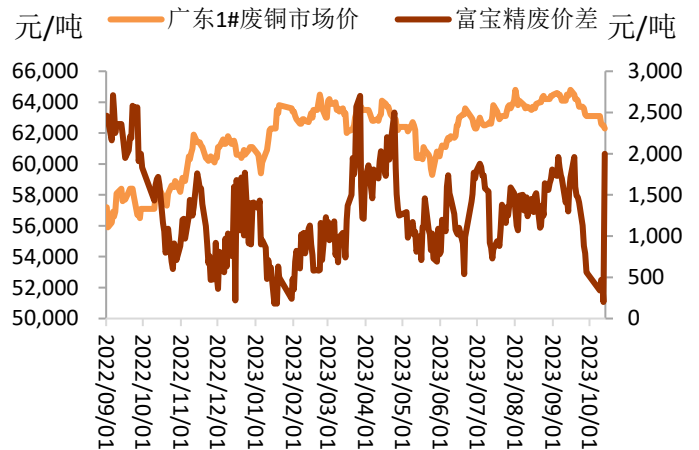


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

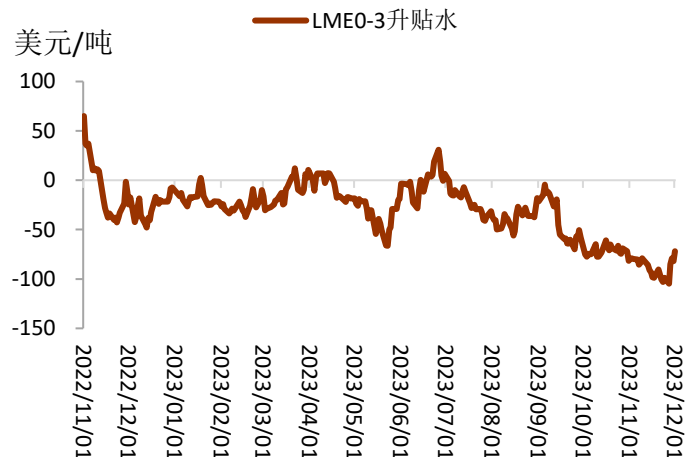


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

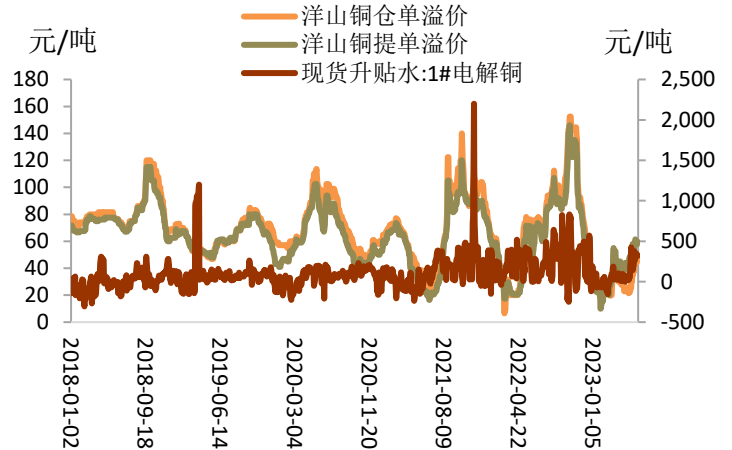


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

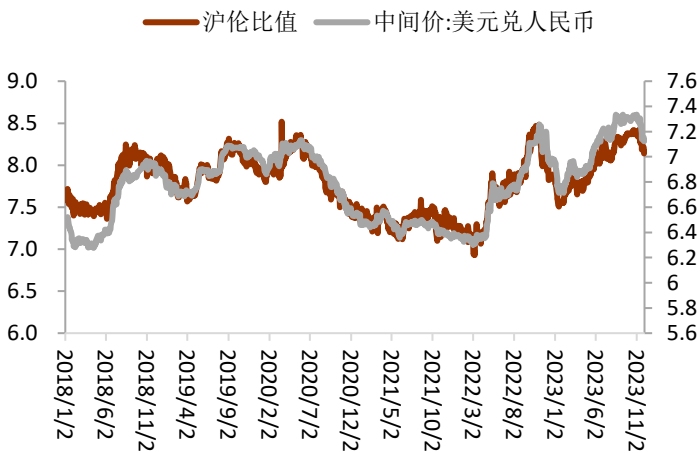


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

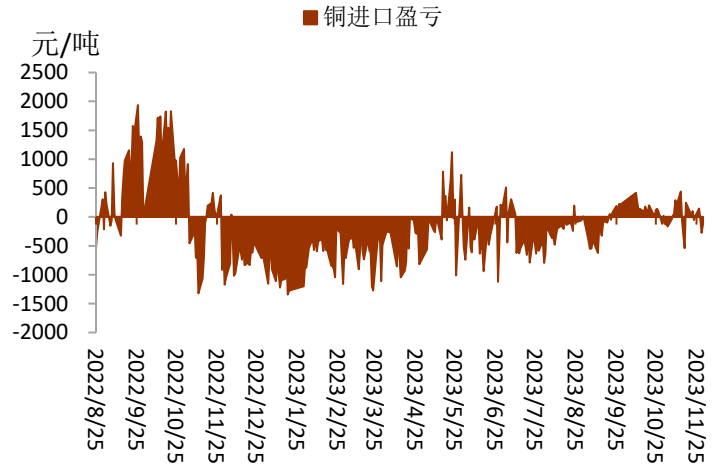


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势

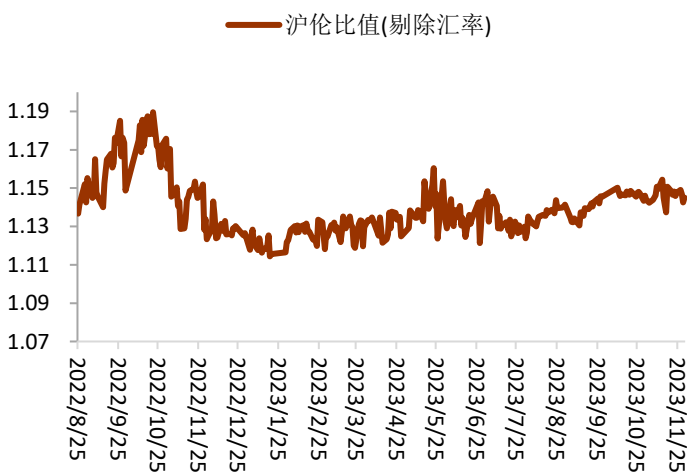


图表 14 铜进口盈亏走势



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

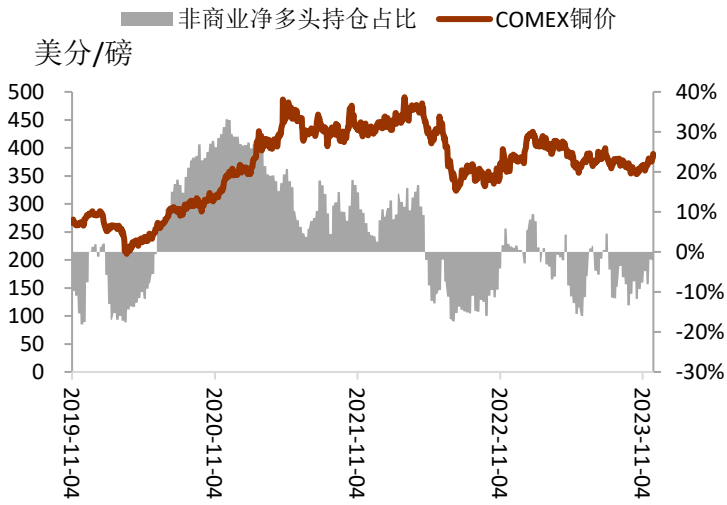


图表 16 铜精矿现货 TC

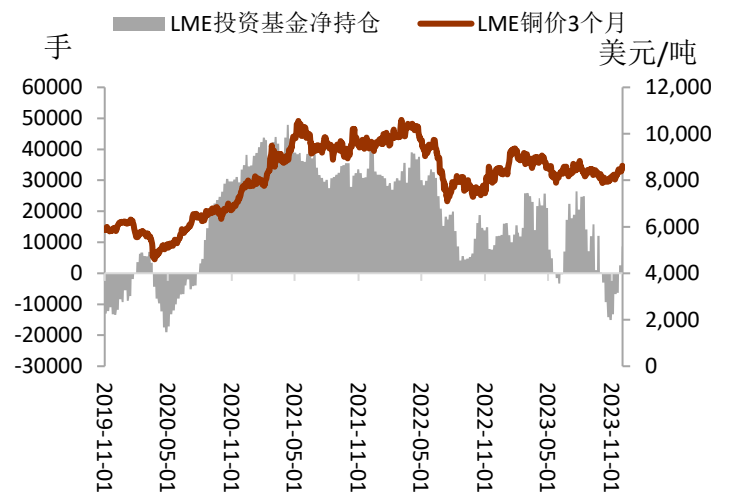


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。