



2023年9月25日

鹰派立场超预期，铜价大幅下挫

核心观点及策略

- 上周铜价大幅下挫，一方面美联储9月利率按兵不动但强化了或进一步加息的鹰派立场，美国政府关门风险仍在加剧引发短期市场恐慌；另一方面，国内9月LPR利率维持不变，楼市政策对宏观情绪的提振边际逐步减弱。现货方面，上周现货市场交投清淡，现货升水止跌反弹，进口窗口继续关闭，近月BACK结构换月后维持较低水平。
- 供应方面，国内产量维持高位，8月进口大增供应呈趋松态势。需求来看，除铜板带外其余初端加工未见明显好转，传统行业整体旺季需求增幅偏慢，新兴产业维持较快增长但用铜总量仍有限，供略大于求的格局下国内进入缓慢累库周期。
- 整体来看，美联储未来的货币政策立场超预期偏鹰推升美元持续走强；国内降准未降息基本符合预期，楼市政策对宏观提振作用边际逐步减弱。基本面来看，全球库存持续反弹，进口超预期回暖带动国内供应呈趋松态势，传统行业消费旺季但整体需求增速偏低，虽然新能源汽车及光伏等行业增速较快但风电及燃油车增速仍在下滑拖累用铜增量，整体预计铜价将维持震荡向下走势。
- 策略建议：逢高做空
- 风险因素：欧美经济超预期衰退，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	9月22日	9月15日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	8198.50	8409.00	-210.50	-2.50%	美元/吨
COMEX 铜	369.4	379.75	-10.35	-2.73%	美分/磅
SHFE 铜	68020.00	69780.00	-1760.00	-2.52%	元/吨
国际铜	60460.00	62070.00	-1610.00	-2.59%	元/吨
沪伦比值	8.30	8.30	0.00		
LME 现货升贴水	-60.26	-55.15	-5.11	9.27%	美元/吨
上海现货升贴水	115	20	95		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	9月22日	9月15日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	162900	143375	19525	13.62%	吨
COMEX 库存	25362	25894	-532	-2.05%	短吨
上期所库存	65146	54955	10191	18.54%	吨
上海保税区库存	35200	37200	-2000	-5.38%	吨
总库存	288608	261424	27184	10.40%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价大幅下挫，一方面美联储 9 月利率按兵不动但强化了或进一步加息的鹰派立场，美国政府关门风险仍在加剧引发短期市场恐慌；另一方面，9 月长短期 LPR 利率维持不变，楼市政策对宏观情绪的提振边际逐步减弱。现货方面，上周现货市场交投清淡，现货升水止跌反弹，进口窗口继续关闭，近月 BACK 结构换月后维持较低水平。

库存方面：截至 9 月 22 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 28.86 万吨，环比上升 2.72 万吨，全球显性库存仍在持续反弹。其中，LME 铜库存环比上周增加 1.9 万吨，增幅达 13.6%，LME0-3 的远月升水结构重新走扩创今年新高，注销仓单比例仍接近零值；上期所库存上周回升 1.02 万吨；上海保税区库存减少 0.2 万吨，上周洋山铜仓单升水回升至 55 美金上方，沪伦比值高位震荡，现货进口窗口维持亏损状态，近期供应持续改善拉动国内库存稳步反弹，国内现货升水稳步抬升，随着供应的持续恢复，传统产业的现实需求回归较弱，国内累库周期基本确立，近月 BACK 结构持续收窄至 150 元/吨以内。

宏观方面：美联储9月议息会议如期按兵不动，但上调了此后两年的利率预期，鲍威尔称介于当前通胀取得的进展决定暂时维持利率不变，但并不意味着美联储已到达寻求限制性政策立场的极限，将更多地基于数据和风险评估做出谨慎的利率决策，点阵图显示六成以上官员预计今年仍有可能再次加息。美国两党就国防预算法案未能通过程序性投票，共和党领袖宣布休会直至下周，留给两党谈判的时间越发紧迫，若政府停摆将冲击美国四季度经济增速和引发市场短期恐慌情绪。美国9月Markit制造业PMI连续第5个月处于收缩区间，服务业PMI放缓至50.2，低于预期并创今年1月以来新低，两大产业的需求状况均出现回落，高利率环境或对美国经济的负反馈正在逐步显现。虽然美国8月的新屋开工和成屋销售年化总数均不及预期，主因抵押贷款利率的不断上行以及较低的二手房库存水平，但成屋销售的中位数仍然同比上涨3.9%再创历史新高，整体美国房地产仍未出现明显降温，住房价格也仍然成为当前阻碍通胀回落的重要因素，同时首申失业金人数的连续低于预期也在不断强化未来的紧缩预期，推升美元保持强势令铜价持续承压。国内方面，央行公布9月长短期LPR均维持不变，中国经济或尚未达到需要开启“降准+降息”的极端模式，历史上只有20年疫情和08年金融危机才出现类似的极端情况，8月整体消费韧性仍在，汽车行业保持不错的增长势头，基建和制造业投资均出现发弹，但楼市政策对国内宏观情绪的提振作用或在边际减弱，对铜价的短期利好作用或已兑现。

供需方面，8月底金田铜业老线复产，预计9月产量达4000吨；白银有色产量继续提升，9月熔炉投料计划正在预期之中；铜陵金冠计划9月短修15天，预计减产1万吨；安徽友进冠华计划9月检修1个月左右，预计减产1.6万吨；富冶和鼎因亚运会短期停产35天左右，预计减产1万吨；金隆铜业9-10月计划检修30天，预计减产1万吨，9月国内检修较为集中，产量预计环比下滑。需求来看，铜板带行业开工率超预期反弹，尤其在引线框架、电力变压器及耐火电缆铜护套等行业的表现超预期，或预示旺季已提前到来；铜管企业因空调进入生产淡季影响开工率快速回落至7成以下；线缆行业因整体终端消费的增速较慢呈现出旺季不旺的特征，结合今年中低压订单增量偏少，压制精铜杆9月中旬的整体开工率仅略超7成，低于往年同期，整体来看，传统行业开工率在旺季仍在缓慢爬升阶段。

整体来看，美联储未来的货币政策立场超预期偏鹰推升美元持续走强；国内降准未降息基本符合预期，楼市政策对宏观提振作用边际减弱。基本面来看，全球库存持续反弹，现货升水低位运行，进口超预期恢复带动国内供应趋于宽松，传统行业进入消费旺季但整体需求复苏乏力，虽然新能源汽车及光伏等行业增速较快但风电仍然低迷，燃油车边际增速不断下

滑拖累用铜增量，整体预计铜价将维持震荡向下走势。

三、行业要闻

1、WBMS(世界金属统计局)最新数据显示，2023年7月全球精铜产量为220.48万吨，消费量达215.95万吨，供应过剩4.53万吨，7月全球铜精矿产量为181.6万吨。

2、海关总署数据，我国8月精炼铜进口量超预期恢复至32.54万吨，同比增长3.18%，1-8月精炼铜累计进口量达215.8万吨，累计同比降幅收窄至-8.77%，近期俄铜和非洲湿法铜到货量较为集中，洛阳钼业24万吨此前滞留库存将于9月底前全部发运完毕，预计9月我国精炼铜进口量将边际持续回升。

3、据消息人士称，Codelco(智利国营)将于2025年起终止向中国客户销售铜精矿的长期合同，并在评估其生产前景后，打算扩大向中国客户提供的产品范围。我们认为此举主因Codelco近两年实际产量远低于预期，其去年总产量降至146万吨，为25年以来最低水平，并将今年的指导产量进一步下调至131-135万吨。这家产量占智利全国三分之一的国有矿商的目标是用其他铜精矿的加工品和中间增值产品来替代原本的铜精矿长单销售，例如粗铜、阳极铜或精炼铜，一些中国客户对这些变化提出抗议，但必须接受包括中间体在内的新合同谈判，因为在预计出现赤字的情况下他们仍将需要Codelco的铜精矿。

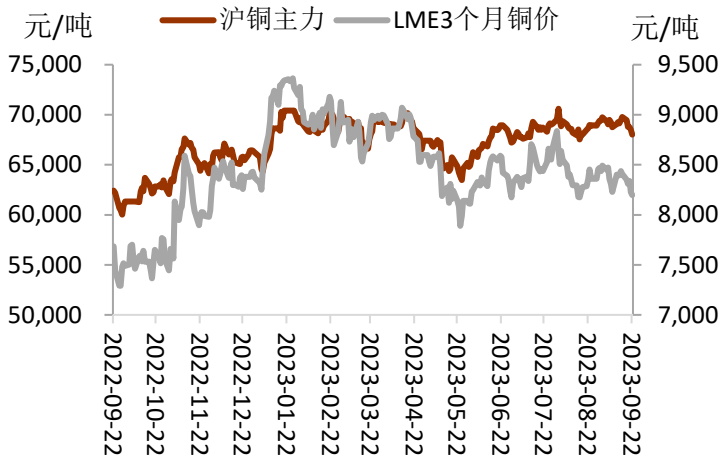
4、中国电企联合会统计，我国8月新增光伏装机量为16GW，1-8月累计新增装机量达113.16GW，同比增长154.5%，按照光伏协会年初预计的120GW的总目标，完成率已接近95%，8月我国新增风电装机量为2.6GW，1-8月累计装机量仅为28.9GW，按照“十四五”年均70GW的增速目标，完成率仅达40%。海风的装机和发电成本高企、补贴政策幅度的退坡以及自然资源的不可靠性共同制约了今年风电行业的发展，光伏装机量仍将保持较高增速，得益于产业链上游成本重心的下移，近期工业硅价格呈持续反弹的趋势，但多晶硅产能有持续释放的需求，组件和电池片仍然保持高负荷运行，光伏四季度预计仍有较大的增长空间。

5、根据Mysteel的调研数据显示，上周全国精铜杆市场成交分地区表现出较大差异化，总体进入旺季的需求复苏并未十分明显，虽然铜价上周大幅走弱叠加现货升水低位运行，但部分终端仅维持常规的节前补库动作，精铜杆零单增量较少。分地区来看，华东地区下游逢低补库较为积极，节前下游整个备货节奏尚可，但依然集中在大型线缆企业。华南地区，上周广东市场上周整体交投量变化不大，市场成交节奏依旧以长单交付为主，多数进口线缆企业日均提货量多在1000吨左右，而国产线企业由于厂内库存及订单交付排期的原因，日内长单量略有下滑，多在300-500吨区间，另外，多数企业零单交易量依旧较少，多在100吨以内。西南地区，目前合约换月刚刚结束，市场交易氛围尚未好转，下游企业国庆备货情绪不佳，故日内成交依旧以长单为主，零单成交量在100-200吨左右。华北市场交投氛围火热，恰逢十一长假期临近，下游电线电缆企业备库需求释放，早间市场点价交易情绪再度升温，市场整体订单量较上周增长明显。整体预计9月下旬精铜杆市场将维持缓慢复苏态势将一

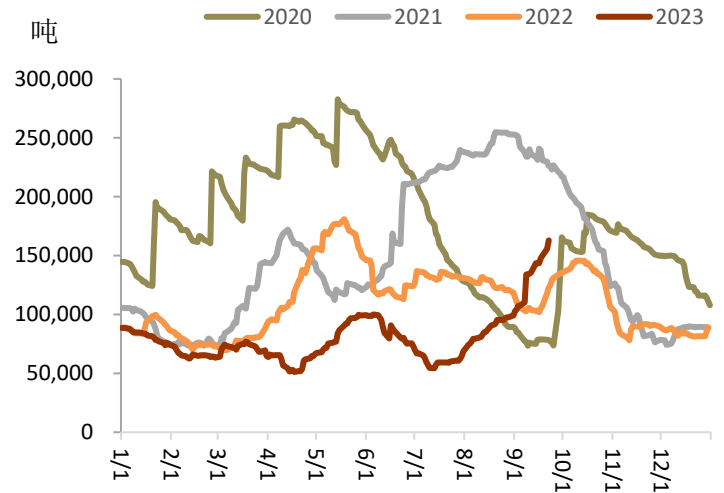
定程度拉动精铜现货升水低位反弹。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

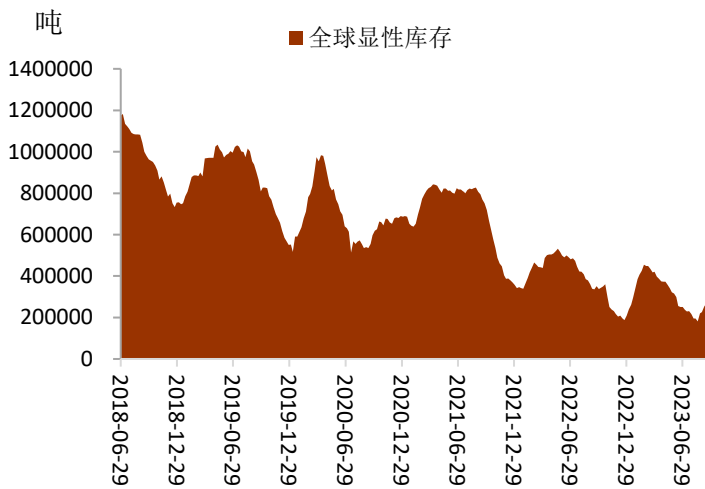


图表 2 LME 铜库存

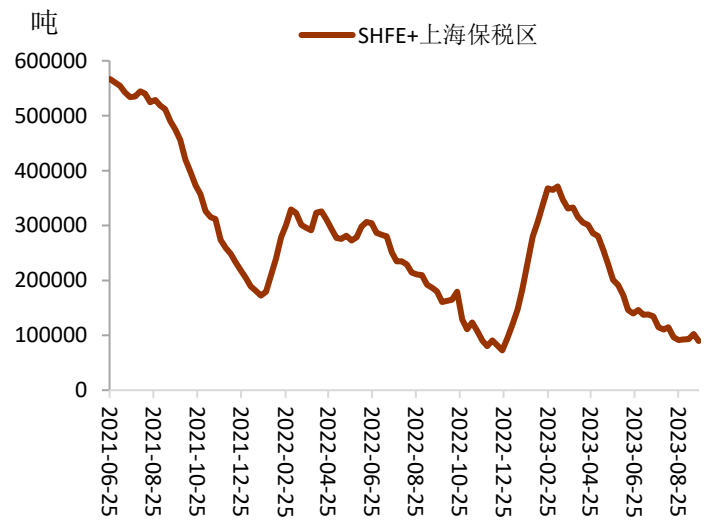


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

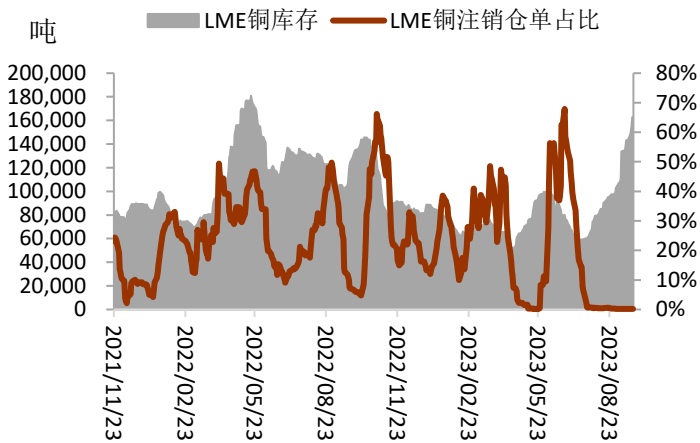


图表 4 上海交易所和保税区库存

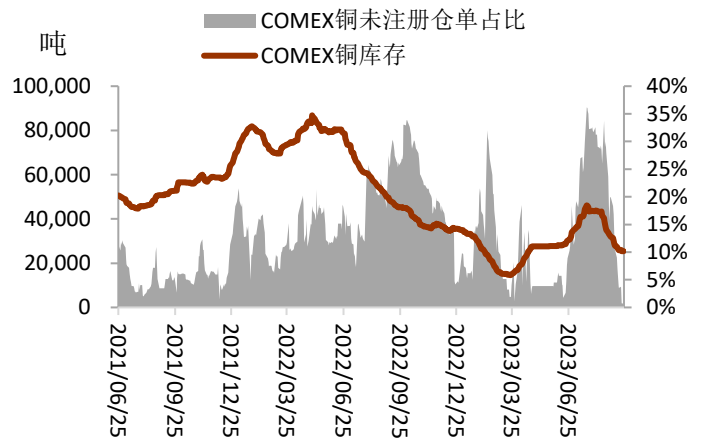


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

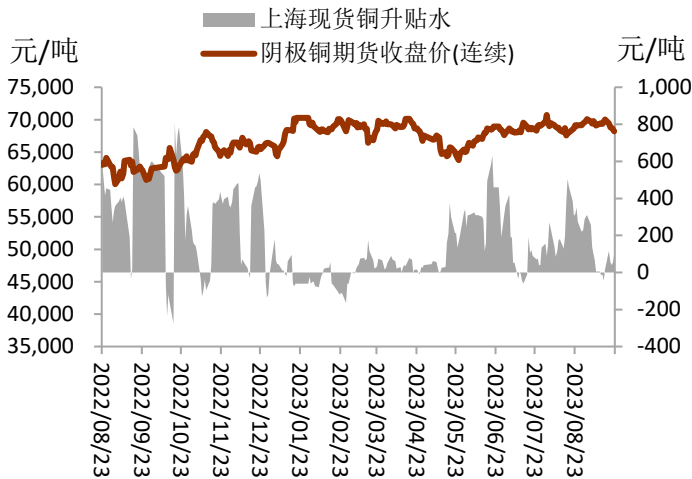


图表6 COMEX 库存和注销仓单

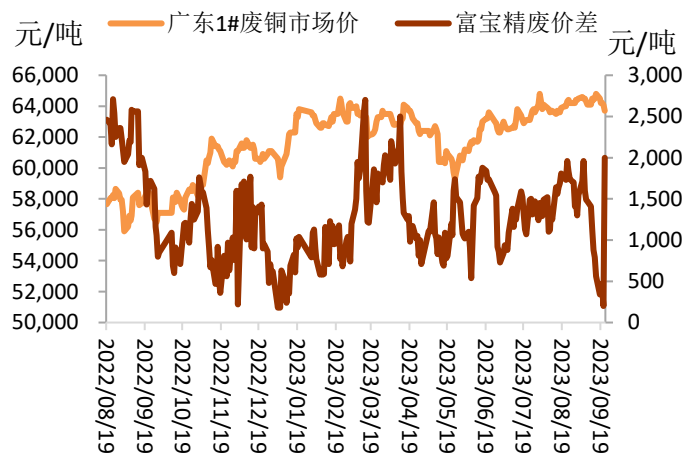


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势

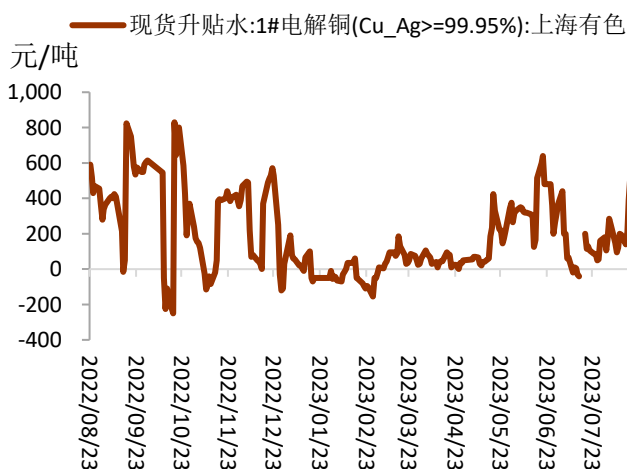


图表8 精废铜价差走势

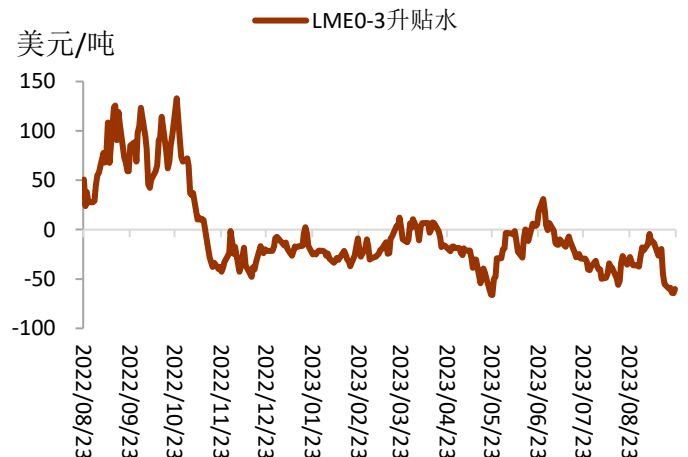


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

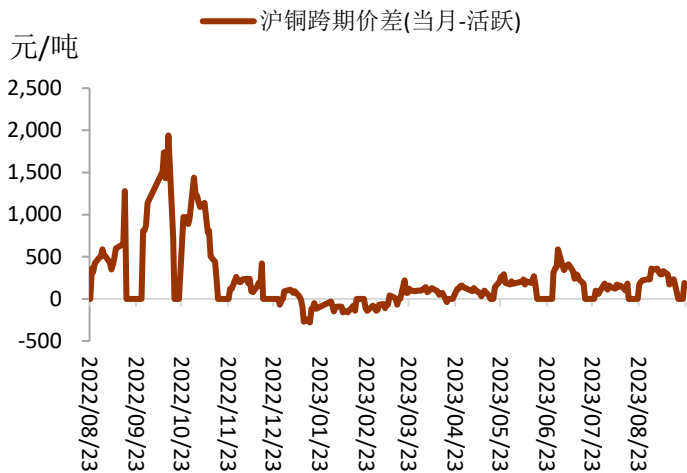


图表10 LME 铜升贴水走势

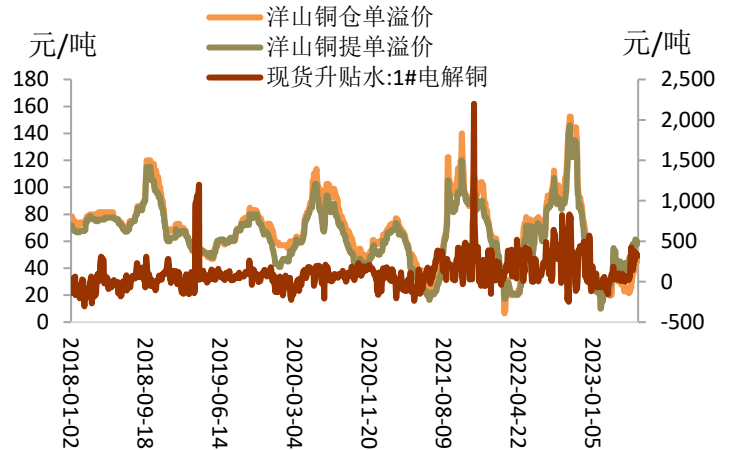


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

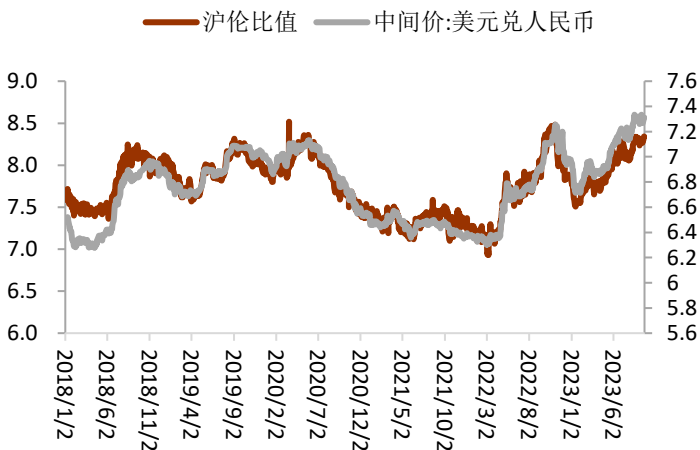


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

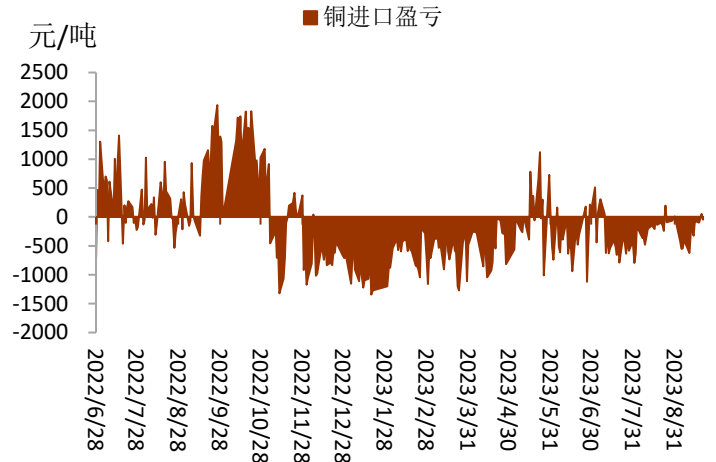


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势

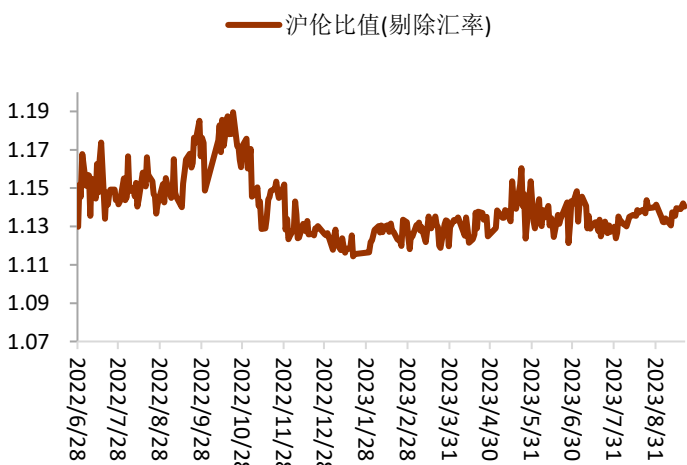


图表 14 铜进口盈亏走势



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

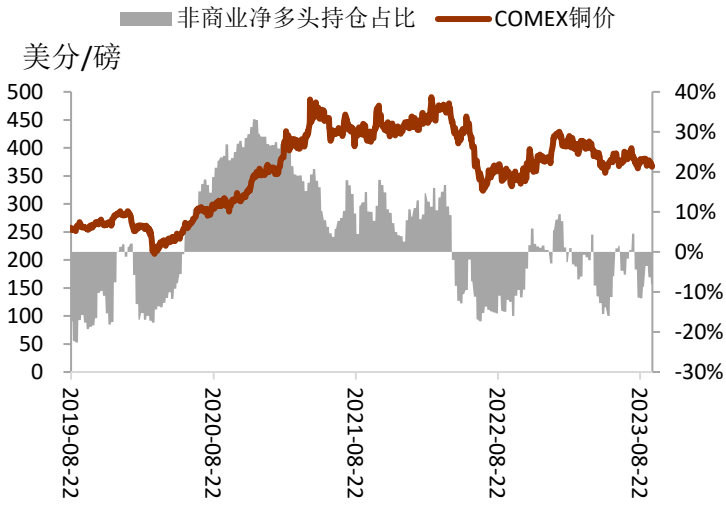


图表 16 铜精矿现货 TC

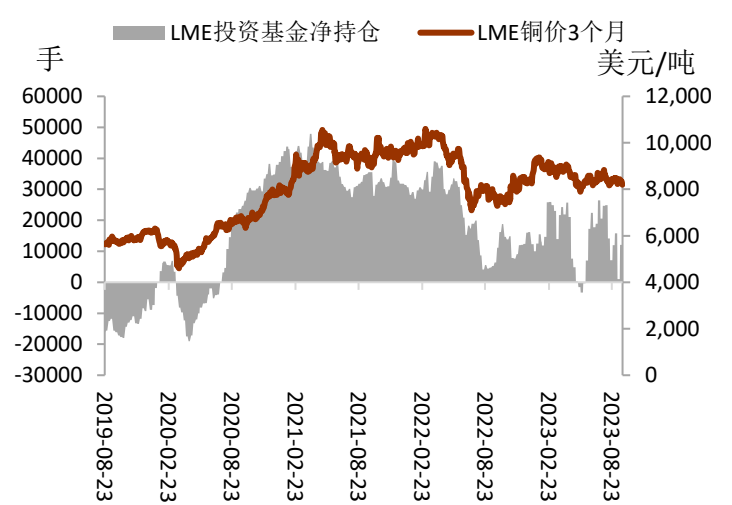


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。