

2023年12月11日



降息预期回落，铜价震荡下行

核心观点及策略

- 上周铜价震荡下挫，一方面市场过度交易美联储提前降息的情绪得以释放，中国主权信用评级展望被调至负面，另一方面，强劲的非农数据令美联储明年年初降息计划或落空；国内方面，11月出口同比转正提振了国内宏观经济修复的预期，铜价整体震荡下行。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结构维持高位。
- 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，强劲非农数据令美联储提前降息的预期有所回落，中国主权信用评级展望被下调引发短期市场系统性风险。国内方面，11月出口增速转正，提振国内宏观经济持续恢复的预期。基本面来看，全球库存底部震荡，现货升水快速回落，国内仍维持低库存，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，整体预计铜价将维持震荡下行走势。
- 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8日	12月1日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	8438.00	8625.00	-187.00	-2.17%	美元/吨
COMEX 铜	383.4	391.95	-8.55	-2.18%	美分/磅
SHFE 铜	68000.00	68360.00	-360.00	-0.53%	元/吨
国际铜	60210.00	60820.00	-610.00	-1.00%	元/吨
沪伦比值	8.06	7.93	0.13		
LME 现货升贴水	-82.25	-72.00	-10.25	14.24%	美元/吨
上海现货升贴水	155	710	-555		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8日	12月1日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	181600	174250	7350	4.22%	吨
COMEX 库存	16199	18845	-2646	-14.04%	短吨
上期所库存	30342	26149	4193	16.04%	吨
上海保税区库存	6000	6400	-400	-6.25%	吨
总库存	234141	225644	8497	3.77%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价震荡下挫，一方面市场过度交易美联储提前降息的情绪得以释放，中国主权信用评级展望被调至负面，另一方面，强劲的非农数据令美联储明年年初降息计划或落空；国内方面，11 月出口同比转正提振了国内宏观经济修复的预期，铜价整体震荡下行。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 结构维持高位。

库存方面：截至 12 月 8 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 23.41 万吨，环比小幅增加 0.85 万吨，全球库存维持底部震荡。其中，LME 铜库存环比上周增加 0.73 万吨，LME0-3 的远月升水结构扩大至 80 美金附近，注销仓单比例升至 27%；上期所小幅累库 0.42 万吨；上海保税区库存进一步见底，国内显性库存低位徘徊，上周洋山铜仓单升水维持在 110 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，推动近月 BACK 结构一度扩大至 500 元/吨上方。

宏观方面：虽然“小非农”ADP新增就业人数连续第四个月不及预期至10.3万人，10月数据也被下修至10.6万人，但美国11月非农新增就业19.9万人，失业率超预期回落至3.7%，平均时薪涨幅环比增长0.4%，同样超出预期的0.3%，显示随着汽车业重拾正轨，包括医疗保健、休闲娱乐及酒店餐饮等行业的就业环境也在持续改善，整体美国就业市场仍具较强韧性，强劲非农或令美联储明年降息计划落空。当前市场围绕激进式押注美联储明年一季度末就开始降息，以及担心过度激进地押注美联储提前降息这两大预期矛盾之间反复博弈，最新美国百余位经济学家调查数据则显示，超过半数的经济学家并不看好美联储将于明年上半年降息，他们依然认为启动降息的时点至少在明年7月的FOMC议息会议以后，与此同时，海外机构包括美银、摩根斯坦利和高盛分别发声警告市场对美联储降息预期过头的风险，认为利率互换的市场定价过于激进，而高盛则认为明年只有一次降息且幅度仅为25个基点。欧洲管委会委员Kazaks表示，欧央行没有必要在明年上半年降息，驳斥了对投资者预计欧央行将在明年春季提前降息的预期，整体官方层面对于海外央行货币政策的解读和市场对美联储提前降息的预期出现了较大的分歧，叠加穆迪下调我国主权信用评级展望至负面，引发短期系统性风险导致商品市场剧烈震荡，两方面因素的共振导致铜价周初高位快速回落，随后美元指数回落间接提振了铜价暂时止跌企稳。国内方面，11月我国出口时隔4个月以后首次增速转正，按美元计出口同比增长0.5%，而前值为-6.4%，对东盟出口量的增加仍然是出口增速的核心驱动，其中民营企业前11月出口总额同比增长7.6%，而汽车在今年前11月的出口额同比增速近80%，整体或表明我国出口端的拐点或已显现，提升了国内宏观经济持续修复的预期。

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，预计月底或明年年初将陆续生产出精铜。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；铜管行业进入淡季产量大幅下滑，但12月的空调排产量同比去年产量实绩仍有增速，开工率或将进一步回升；精铜制杆行业开工率维持在75%附近，年底电网工程投资将冲击全年目标，预计线缆企业将维持目前接近满产的开工率至12月中旬。整体来看，初端加工开工率仍平稳运行，传统行业在淡旺季切换的节点仍具有消费韧性。

整体来看，强劲非农数据令美联储提前降息的计划或落空，中国主权信用评级展望被下

调引发短期市场系统性风险。国内方面，11月出口增速转正，提振了国内宏观经济持续修复的预期，国务院大力倡导发展新能源和清洁能源计划。基本面来看，全球库存底部震荡，现货升水快速回落，国内仍维持低库存，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，整体预计铜价将维持震荡下行走势。

三、行业要闻

1、海关总署数据显示，2023年11月我国铜矿砂和精矿进口量达244.3万吨，同比增长1.47%，1-11月累计进口总量达2510.6万吨，同比增长8.5%；11月我国未锻造铜及铜材进口量达55.06万吨，同比增长1.9%，1-11月累计进口量达504.2万吨，累计同比降幅收窄至-5.9%。

2、智利央行上周公布数据称，智利11月份铜出口额达到39.6亿美元，较上年同期增长3.8%。该国本月贸易顺差为12.9亿美元，高于此前经济学家预期的11.6亿美元。此外，智利财政部长发表的一份报告显示，智利政府设定到2026年将铜产量提高104万吨的目标。智利的目标是在未来几年加速其刚刚起步的铜产量复苏，这将有助于填补预期的供应缺口，因能源转型刺激对铜的需求。近年来，矿石质量下降、用水限制和与疫情有关的中断导致智利产量下降。这帮助抵消了在抗击通胀措施中需求放缓的影响。但随着清洁能源技术的发展，未来几年的需求将加速增长，采矿变得越来越棘手，成本也越来越高。智利铜业委员会Cochilco预计，今年智利铜产量将增长1%，至540万吨，明年将增长4.3%，至560万吨。有外媒曾在10月份的一份报告中称，到2028年，智利的年产量可能增加约150万吨。

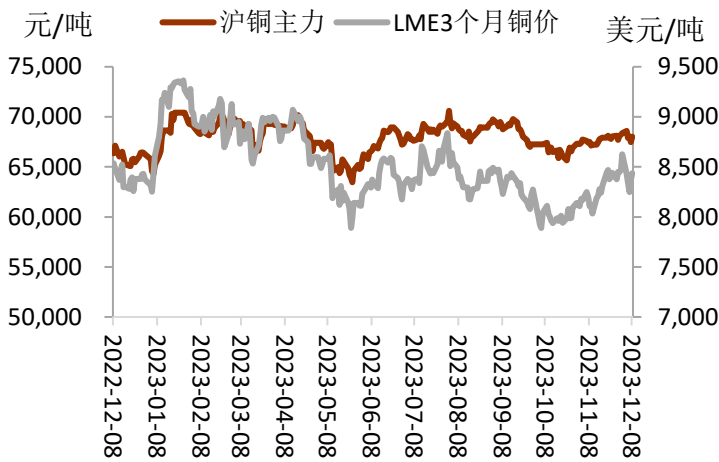
3、国务院印发《空气质量持续改善行动计划》，计划着重提出到2025年，非化石能源消费比重达20%左右，电能占终端能源消费比重达30%左右。持续增加天然气生产供应，新增天然气优先保障居民生活和清洁取暖需求。在保障能源安全供应的前提下，重点区域继续实施煤炭消费总量控制。具体政策路线包括严谨新增钢铁产能；以及将在重点区域公共领域新增或更新公交、出租、城市物流配送、轻型环卫等车辆中，新能源汽车比例不低于80%；在火电、钢铁、煤炭、焦化、有色、水泥等行业和物流园区推广新能源中重型货车，发展零排放货运车队。力争到2025年，重点区域高速服务区快充站覆盖率不低于80%，其他地区不低于60%。

4、根据Mysteel调研数据显示，上周全国精铜杆市场成交略有回暖，下游维持较高的采购热情，整体零单交投活跃。分地区来看，华东地区由于铜价下行叠加升水下滑，整体市场交投较为活跃，具体成交表现来看，大型企业成交表现尚可，订单量维持在2000吨以上，中小企业订单成交量在千吨水平，环比昨日略有减少。华南地区，广东电解铜现货升贴水继续上调，但市场点价的热情依旧未完全退去，市场交易表现仍较为不错；从具体的情况来看，自昨夜盘开始，多数铜杆企业表示订单点价节奏尚可，同时，不仅仅局限于长单，包括部分零单的点价进展同样有所加快，不过从总量来看，今日点价量环比昨日有所下滑，截止至

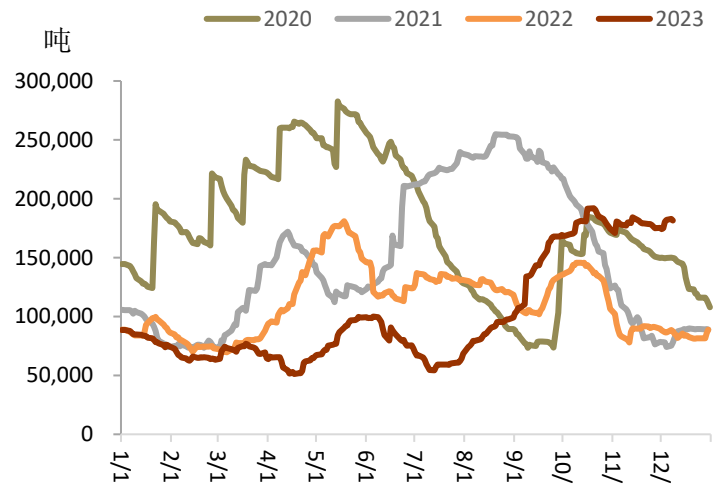
发稿，多数铜杆企业日均点价量在 1000 吨左右，部分优秀的企业点价量在 2000-3000 吨不等。西南地区，随着期铜远近合约价差持续走阔，区域电解铜升水继续下调，但下游对于铜杆零单的采购意愿依旧不佳，提货依旧以长单为主，在铜价近两日下跌的背景下，市场点价热情得到一定回升，同时，在近期货源表现充足的情况下，多数贸易商表示发货较此前更为稳定。整体预计 12 月中下旬精铜杆市场在线缆满产的条件下将保持足够的消费韧性。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

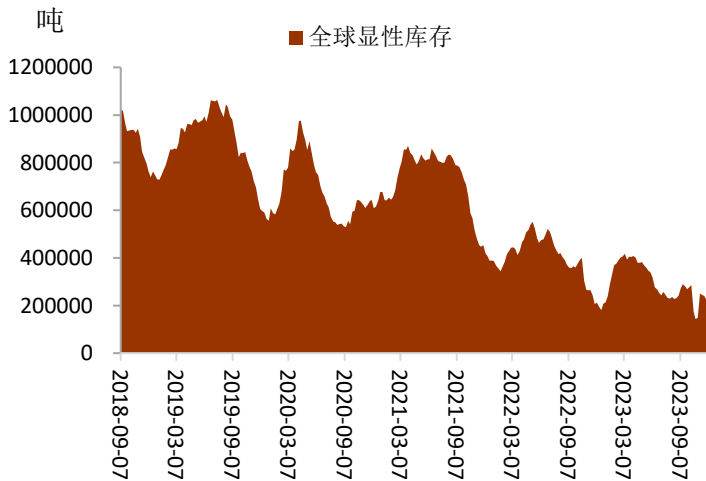


图表 2 LME 铜库存

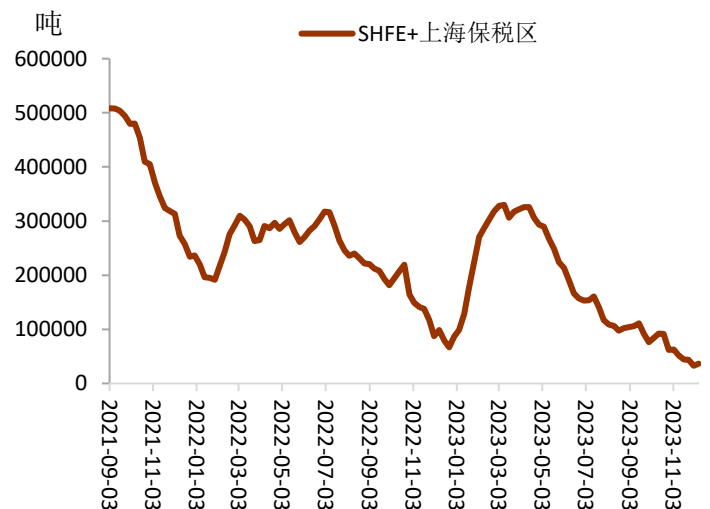


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

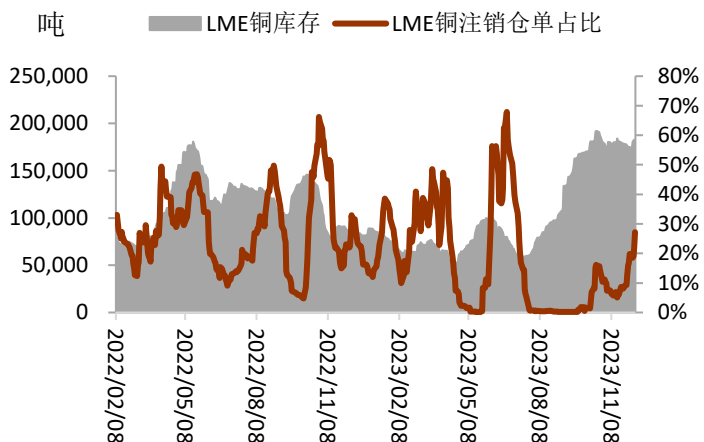


图表 4 上海交易所和保税区库存

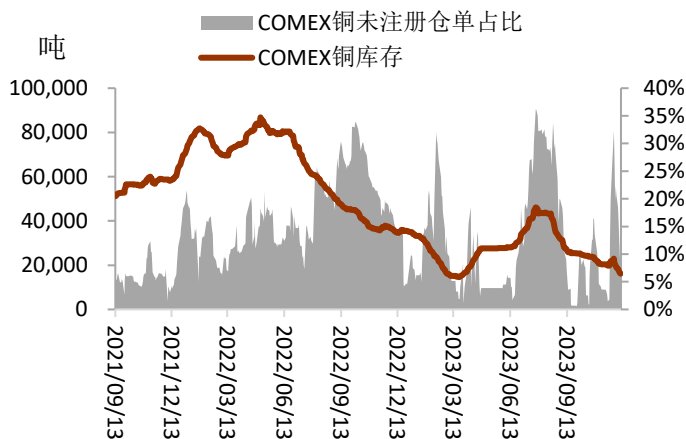


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

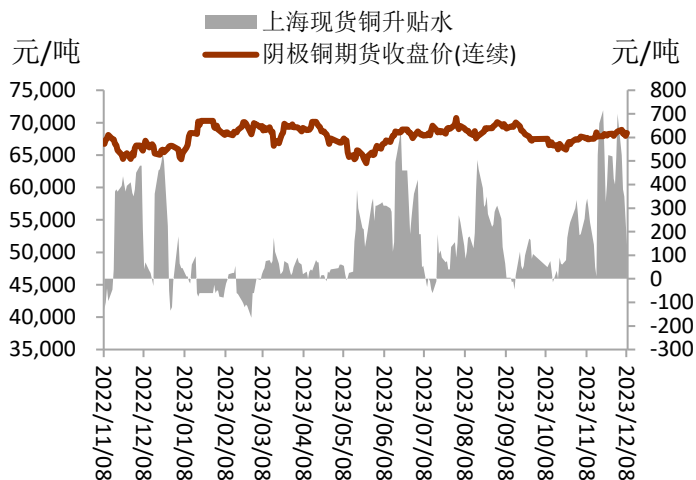


图表6 COMEX 库存和注销仓单

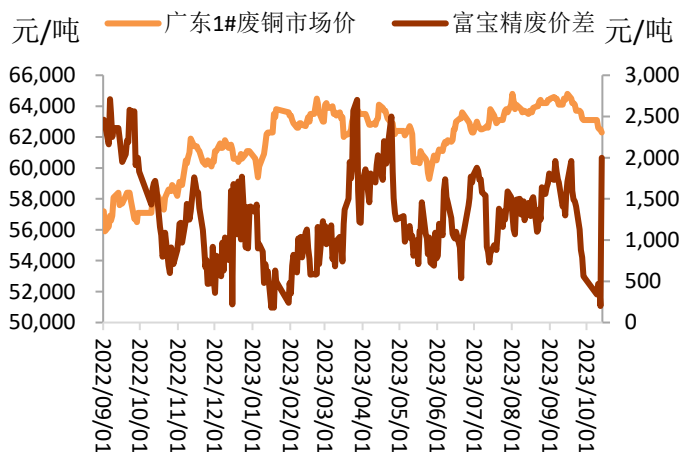


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

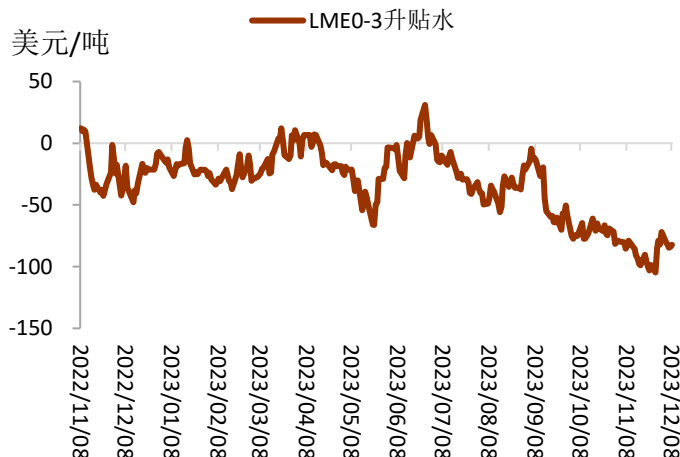


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

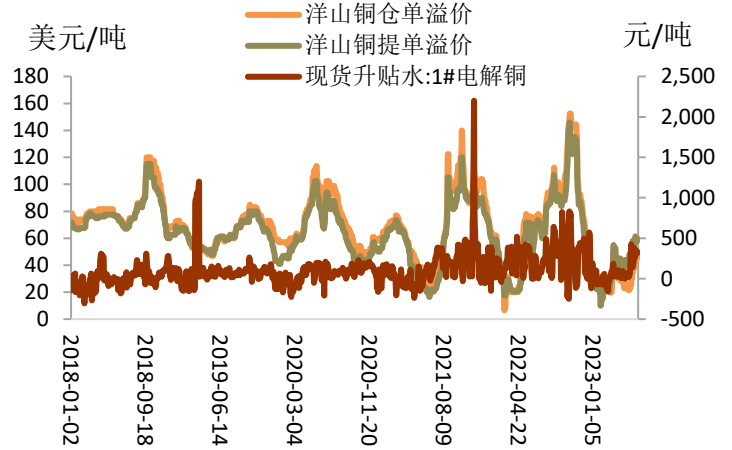


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

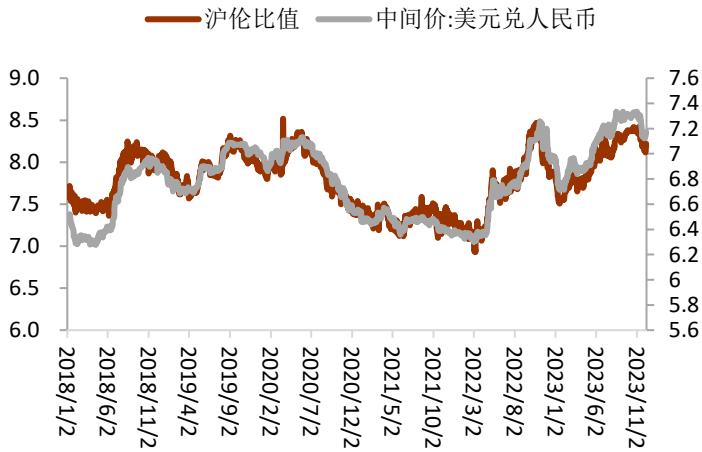


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

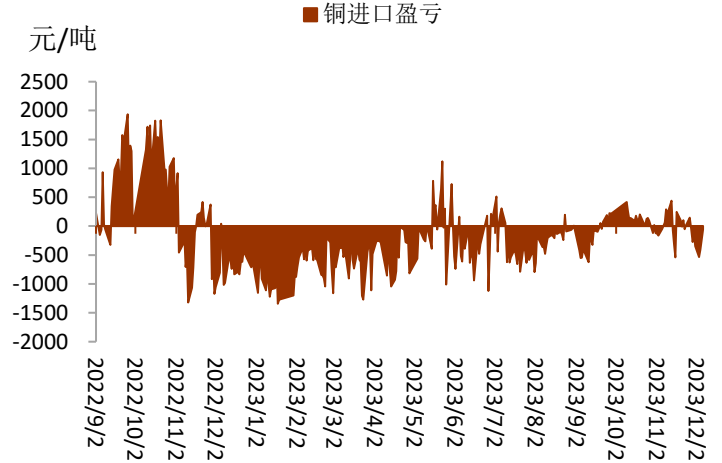


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势

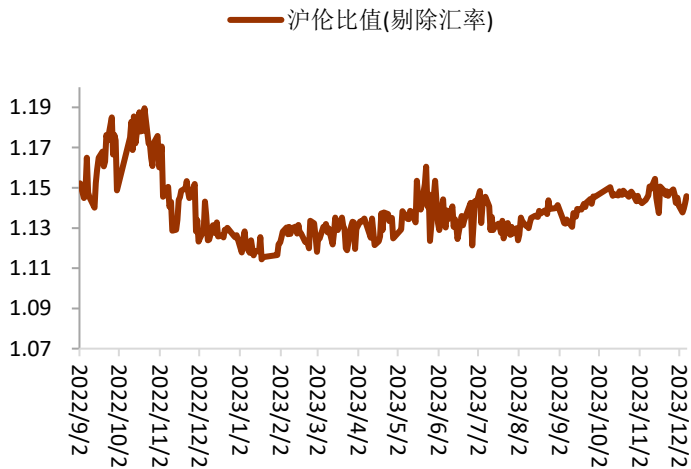


图表 14 铜进口盈亏走势



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

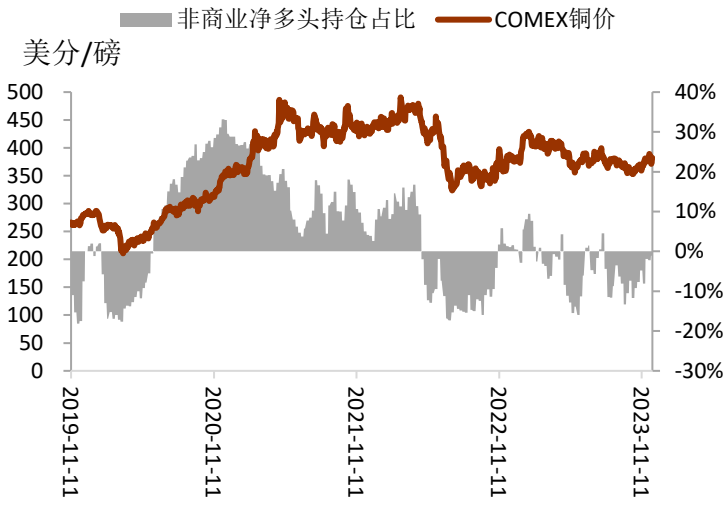


图表 16 铜精矿现货 TC

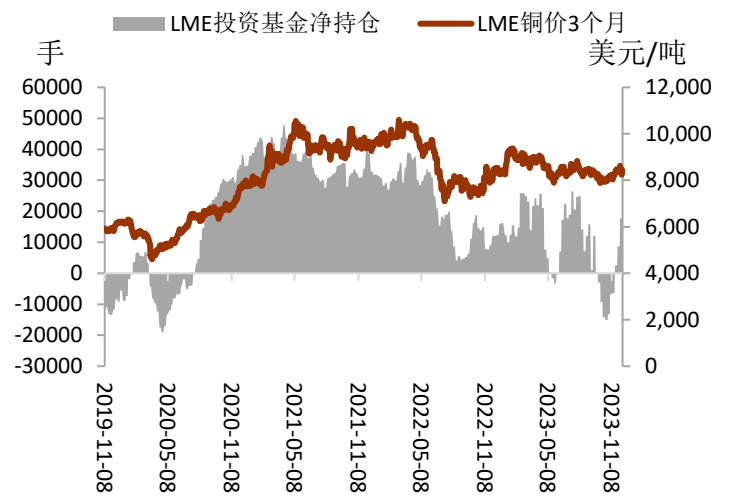


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。