

冠通期货研究咨询部

2023 年 10 月 11 日

美国加息预期再起，铜价表现疲软

分析师

周智诚

期货从业资格证书编号：

F3082617

Z0016177

电话：

010-85356610

Email: [zhouzhicheng](mailto:zhouzhicheng@gtfutures.com.cn)

[@gtfutures.com.cn](mailto:zhouzhicheng@gtfutures.com.cn)

公司网址：

<http://www.gtfutures.com.cn/>

摘 要

□ 摘要

铜：国庆节期间国际市场金、银、铜、原油等大宗商品均发生明显下滑，假期期间公布的美国 9 月非农等数据显示美国经济韧性较强，市场对美联储 11 月和 12 月仍有可能加息的预期有所上升，美元指数继续上升并高位震荡；市场判断美联储降息的时间点有所推后；西方大资本仍在美洲、非洲、亚洲和其他地区开发新的大型铜矿山，相关资源整合加速，有评论称 2024 年可能是铜供应高峰；国内经济复苏仍有待进一步改善，尽管国内电力电网建设仍在高位，新能源汽车销量增加，国内铜库始终存维持低位，但中国市场难以独自支撑铜价上行；海外铜库存整体累库，外盘铜价表现疲弱；在全球新能源转型的带动下，铜价继续高位震荡的可能性较大。

风险点：

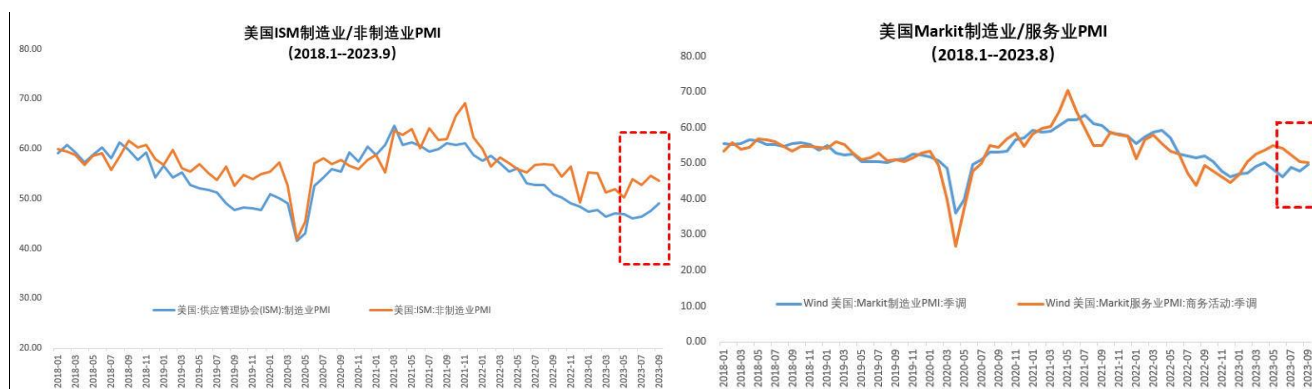
- 1、美联储为遏制通胀 11 月或 12 月继续加息；
- 2、美国内部罢工事件持续扩大，对铜需求造成更多不良影响；
- 3、西方大型矿业企业持续扩大全球铜矿生产，铜过剩提早出现。

一、国庆期间美国数据超预期，市场对美联储加息预期上升

9月28日美国商务部经济分析局（BEA）公布的最终估计显示，美国第二季度实际GDP年化季环比增长2.1%，预期2.2%；第一季度GDP年化季环比增长2.0%上修至2.2%；BEA表示二季度美国实际GDP增速略微放缓，主要反映了消费者支出、联邦政府支出和出口的下滑，但这部分下滑被私人存货投资和非住宅固定投资的增长部分抵消；

10月2日美国ISM公布的数据显示，美国9月ISM制造业指数49，预期47.9；虽然仍位于萎缩区间，且连续11个月萎缩，但收缩程度为近一年来最低，显著好于预期，较8月前值47.6进一步改善；数据表明制造业在疲软的水平趋于稳定，萎靡状况不再恶化。重要分项指数方面：新订单指数49.2，虽然仍低于50大关，但创下一年多最高，8月前值为46.8。新出口订单也较8月回升，从46.5上升到47.4。生产指数为52.5，创去年7月以来的最高，较8月的50上升2.5个点。物价支付指数43.8，大幅低于预期的49，8月前值为48.4，单月大跌4.6个点，为四个月最大。这是成本价格连续第五个月下降。大宗商品价格的下跌令生产商压力减小，供应链在正常化。就业指数重回荣枯线上方，为四个月来首次，达到51.2，8月前值为48.5。工厂就业人数的扩大，使生产商能够在积压订单方面取得更大进展。库存指标单月反弹1.8个点，从8月的44涨至9月的45.8，由于仍低于50大关，表明工厂库存依然处于收缩态势。客户库存指数从48.7降至47.1，这是三个月来最快的下降速度。库存分项指数与其他许多数据一致，显示在减少未售出商品方面取得了持续的进展。

图：美国ISM制造业/非制造业PMI；美国Markit制造业/非制造业PMI变化情况（2018.1-2023.9）



数据来源：WIND，冠通研究

同日稍早公布的标普全球数据显示，美国9月Markit制造业PMI终值49.8，预期48.9，初值48.9。标准普尔全球市场情报公司首席商业经济学家Chris Williamson表示：9月份制造业商业状况接近稳定，这是值得欢迎的，但价格压力的进一步增加是通胀方面的担忧。有评论称，虽然ISM和Markit这两项调查都显示了改善的制造业PMI，但ISM的数据显示出更低的价格和更强劲的订单，而

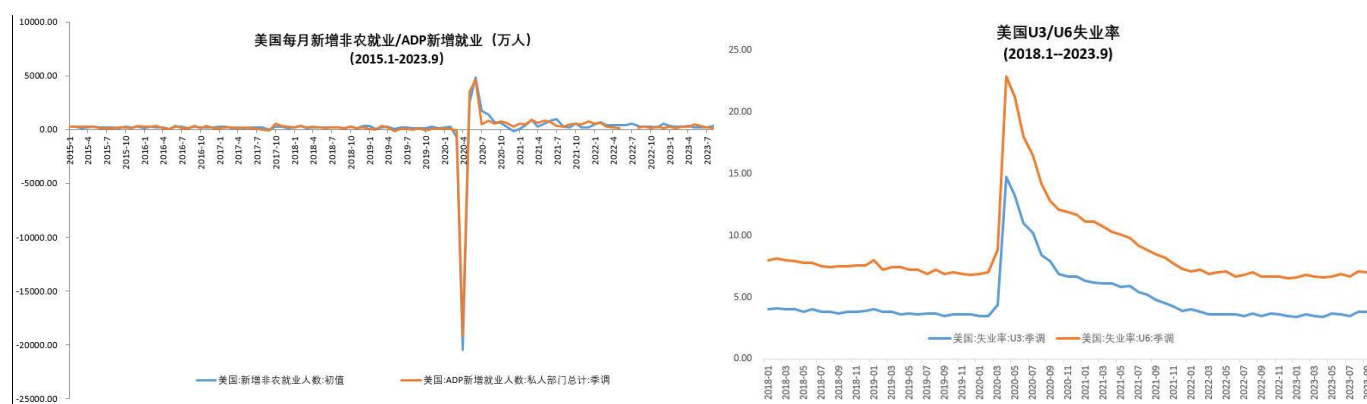
Markit 显示价格上涨和订单/生产放缓。

10月4日全美最大的医疗集团之一凯撒医疗集团（Kaiser Permanente）超过 7.5 万名员工开始为期 3 天的罢工，波及六个州、影响近 1300 万民众，成为有史以来规模最大的医疗界罢工，为已经持续数月的全美范围内各行业罢工再添一把火；根据康奈尔大学劳资关系学院的数据统计，截至目前全美今年已经有约 362 万名工人进行了罢工，而两年前同期的罢工人数仅为 36600 人。

上周二（10月3日）美国劳工部公布的美国 8 月 JOLTS 职位空缺 961 万人，预期 881.5 万人，7 月前值从 882.7 万人上修至 892 万；8 月每个失业工人对应 1.5 个职位空缺，与 7 月持平，均为 2021 年 9 月以来的最低水平；8 月自主离职率持平于 7 月的 2.3%，与 2020 年以来的最低水平相当；数据还显示白领职位激增，凸显劳动力市场的韧性；数据强劲可能会导致美联储寻求再次加息；

上周三（10月4日）有“小非农”之称的美国 ADP 就业报告显示，9 月美国私营部门就业人数经季节性调整后仅增加 8.9 万人，为 2021 年初以来最少，预期增加 15 万人；ADP 就业增长几乎全部来自服务业，共计贡献了 8.1 万；从企业规模上看，员工人数少于 50 人的小企业共计新增了 9.5 万个就业；拥有 500 名或以上员工的大企业则流失了 8.3 万个就业，这是自新冠疫情爆发初期以来的第二大降幅。

图：美国零售销售/零售销售同比；美国 NAHB 住房市场指数/30 年期房贷利率变化情况（2018.1-2023.9）



数据来源：WIND，冠通研究

上周五（10月6日）美国劳工统计局公布的美国 9 月非农就业人口增加 33.6 万人，为今年年初以来最大增幅，预期增加 17 万人；8 月新增非农上修 4 万达到 22.7 万；7 月份新增人数从 15.7 万大幅上修到 23.6 万；7 月 8 月合计上修 11.9 万人；美国 9 月失业率 3.8%，预期 3.7%；U6 失业率为 7%；9 月平均时薪环比增长 0.2%，预期 0.3%；同比增长 4.2%，创下 2021 年中期以来的最小年度涨幅，预期 4.3%；9 月劳动力参与率稳定在 62.8%，符合预期；近几个月劳动力供需之间的不匹配趋于平衡，部分原因是劳动力参与率改善。

通过美国联邦存款保险公司（FDIC）的数据，今年第三季度美国银行业未实现损失很有可能超过 7000 亿美元，高于 2022 年第三季度的峰值 6899 亿美元；最近几个月利率的暴涨无疑扩大了银行债券投资组合的未实现损失，这也是今年早些时候地区性银行倒闭的催化剂；尽管股市还没有反应，美国大银行的违约掉期已经急剧扩大。

10 月 3 日周二，明年有美联储货币政策委员会 FOMC 会议投票权的克利夫兰联储主席梅斯特说，如果经济保持当前的状态，和她 9 月会议看到的形势一样，她会支持 11 月的下次美联储会议进一步加息。梅斯特表示，为了让美国的通胀率回落到美联储的目标 2%，今年美联储可能需要再加息一次，然后将在一段时间内将利率保持在较高水平，同时收集更多经济形势变化的信息，评估已发生的金融环境收紧有何影响。梅斯特称，联储的最终决策将取决于经济如何发展，通胀和经济增长前景面临一些风险，比如美国汽车业罢工可能升级，美国政府可能关门。同日，明年有 FOMC 会议投票权的鸽派美联储官员、亚特兰大联储主席博斯蒂克表示，美国经济增长在放缓，通胀在下行，联储没有再次加息的紧迫感，但可能需要很长的时间才会适合降息。博斯蒂克说，“我不急于加息也不急于降息”，希望联储保持利率不变，“我认为，这是适合长时间做的事”。

截止上周五（10 月 6 日）债市收盘，美国 10 年期基准国债收益率为 4.80%，连升五周，最近 11 周内第九周攀升；对利率前景更敏感的 2 年期美债收益率为 5.08%，10/2 国债收益率倒挂明显收窄，但高利率对经济的副作用日趋严重。截止 10 月 6 日收盘，根据芝商所（CME）追踪的数据，**联邦基金期货市场的交易员们将年底前美联储加息的可能性提高至 44%左右；互换价格显示市场完全消化美联储降息时间从明年 7 月推后至 9 月。**

本周二美联储公布的调查显示，9 月份美国消费者的短期通胀预期较 8 月有所上升，长期通胀预期回落。不过，人们对个人财务状况的担忧在上升，对当前和未来获得信贷的看法出现恶化。纽约联储 9 月消费者调查结果显示，一年期通胀预期上升至 3.7%，为三个月新高，之前 8 月为 3.6%；三年期通胀预期上升至 3.0%，创下近一年新高，8 月为 2.8%；五年期通胀预期下降至 2.8%，8 月为 3%。

截止本周二（10 月 10 日）根据期货市场数据显示，市场认为 11 月议息会议美联储会将息率维持于 5.25%-5.50%的概率为 72.9%，远高于一个月前的 50.6%；到上周五（10 月 6 日）为止，市场预计美联储今年年底时加息的机会从一周前的 31.4%增加至 36.7%，并且明年 3 月份减息的概率从稍低于 10%上升至 13%、5 月份减息概率从上月 27%上升至 32%。

整体看，尽管最近几个月美国 CPI/PPI/PCE 物价指数确实明显下滑，正在接近美联储“2%附近”的理想水平，代价却是制造业 PMI 连续陷入萎缩境地，房贷利率进入历史最高区间；汽车行业和医疗行业工人大罢工已经开始、美国民众收入连续三年下降，这些给铜需求和铜市场带来破坏性影响。在

发达市场、特别是美国市场面临经济衰退担忧的情况下，市场预期美联储逐步开始降息的时间点有提前的可能；国内宏观经济复苏不及预期，但政府出台稳增长的政策力度很大，有些已经看到效果；铜价在一定的基础上反复震荡，人民币期货铜价返回 67000 元/吨附近震荡，但后续市场依然乐观；整体看，有韧性的震荡或许将是今年全年铜价的运行常态。

二、近期铜矿业端扰动的最新动向

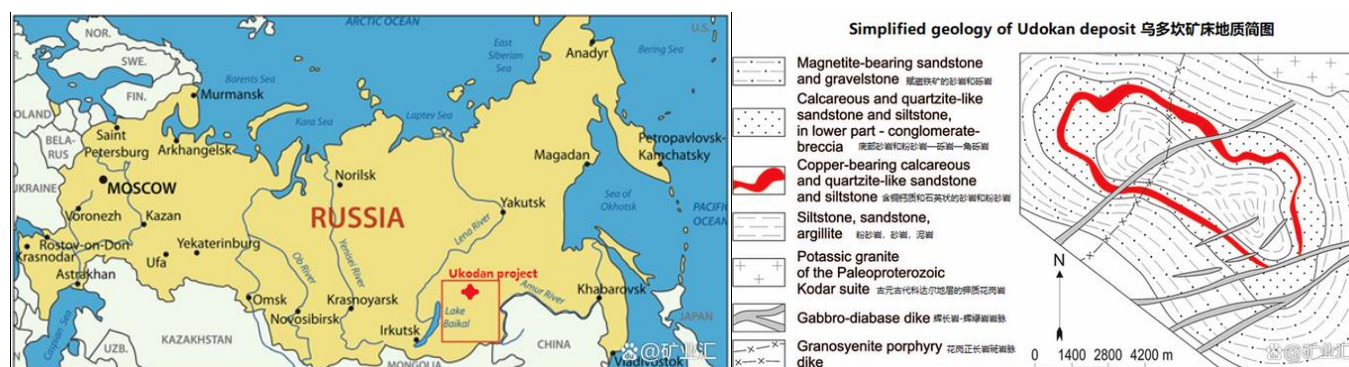
（一）现有铜矿山或铜供应端减产的消息

近期暂无此类消息。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

据路透社报道，世界第三大未开发铜矿，也是俄罗斯最大的铜矿——乌多坎项目 (Udokan) 于 2023 年 9 月 11 日开始铜精矿生产。该项目的首批铜精矿已下线，并将运往中国。乌多坎铜矿位于俄罗斯远东地区的卡拉尔区 (Kalar)，于 1949 年被发现，但由于当时缺乏开发技术并且开发条件复杂，该开发项目被整整延后了 60 多年。乌多坎为沉积型铜矿床，主要赋存在晚元古代的钙质砂岩和粉砂岩中，平面呈环带状分布。根据其官网信息，最新的 JORC 标准铜资源量为 2670 万吨，铜平均品位为 1.05%，是俄罗斯最大的铜矿床。2008 年，俄罗斯富豪阿利舍尔·乌斯马诺夫 (Alisher Usmanov) 以 5 亿美元的价格从政府手中买下了乌多坎项目的开发权。随后便开启了长达十余年的建设之路。据介绍，乌多坎铜矿第一阶段的启动投资达到了 30 亿美元。

图：俄罗斯远东乌多坎大型铜矿的地理位置及矿床地质简图（2023.9）



数据来源：矿业汇，冠通研究

今年 9 月，乌多坎铜业公司的选矿厂设备启动投产，未来还计划在地区建立一座湿法冶金厂，用

于生产精炼铜。湿法冶金厂启动之后，采冶联合企业的矿石总产量将达每年 1500 万吨，以铜精矿及精炼铜出产的铜的产量将达 15 万吨。

据介绍，乌多坎采冶联合企业的二期工程计划将于 2028 年开始启动，矿石年产量将为 2400 万至 2800 万吨。一期工程与二期工程将确保其铜矿石加工量达 5000 万吨左右，铜产量达 45 万吨左右。届时乌多坎采冶联合企业也将凭此跻身全球十大铜商之一。作为对俄罗斯实施的一系列经济限制措施的一部分，今年 4 月，美国对乌多坎铜业有限责任公司 (Udokan Copper LLC) 实施了制裁。。乌多坎铜矿的启动，是俄罗斯将经济重心逐渐转向亚洲这一战略的重要一步，将有望推动俄罗斯在全球市场中的发展。鉴于地理位置近以及中国市场的巨大潜力，中国市场是我们的优先市场，很大程度上，乌多坎项目是为了中国而设计。

10 月 11 日据外媒报道，俄罗斯诺里尔斯克镍业公司 (Nornickel) 预测，全球铜市场大体平衡，并将渐进式扩张，因随着电力运输、电网和可再生能源发电的发展，铜需求将从 2022 年的 2480 万吨增加到 3000 万吨。Nornickel 的商品市场研究负责人 Peter Varyushin 告诉 S&P Global Commodity Insights 称，2023 年全球铜市场料小幅供应过剩 17.30 万吨，不足需求的 1%，2024 年或短缺 5.4 万吨。据 Nornickel 称，2023 年铜需求可能同比增加 2%至 2530 万吨，2024 年可能进一步增加 3%至 2600 万吨。今年矿山铜和精炼铜产量将分别增加 2%和 3%。受南美和刚果民主共和国产量增加的推动，2023 年和 2024 年全球铜矿产量分别为 2230 万吨和 2300 万吨；而中国精炼产能扩张将提振全球精炼铜供应，今年预计触及 2550 万吨，2024 年将超过 2600 万吨。

以上各类消息和报道可以看出，近期铜矿减产的消息基本没有，特别是产量巨大的大型铜矿基本运行正常；西方大型矿业资本和中国等大型新兴经济体正在加速开发和整合世界各地包括中南美和非洲在内的铜矿资源，以求扩大铜产量并满足未来全球新能源转型对铜的需求；种种迹象表明未来新铜矿的增产能力是充足甚至是巨大的，中短期看，外盘铜价目前从国庆节前 8300 美元/吨上方的小高点下滑至 8000 美元/吨附近震荡；国内期货盘面铜价仅仅从国庆节前的 67000 元/吨附近下滑至 66000 元/吨附近震荡，显示国内铜需求是旺盛的，支撑了人民币铜价低位震荡和反弹；铜价真正的支撑在何处仍难以确认，但目前国内外的铜需求都没有达到非常强劲的水平，只有中国的新能源转型过程中出现较强的铜需求；缺少足够的海外需求难以支撑铜价持续稳健走高，反复区间震荡或许就是中短期铜价的常态。

三、9月中国制造业 PMI 重返扩张区间，但反弹力度偏弱

9月30日国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会联合发布中国制造业采购经理指数运行情况。9月份，制造业采购经理指数（PMI）为50.2%，比上月上升0.5个百分点，重返扩张区间。

从企业规模看，大型企业 PMI 为 51.6%，比上月上升 0.8 个百分点，继续高于临界点；中型企业 PMI 为 49.6%，与上月持平，低于临界点；小型企业 PMI 为 48.0%，比上月上升 0.3 个百分点，低于临界点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数低于临界点。生产指数为 52.7%，比上月上升 0.8 个百分点，表明制造业生产扩张步伐有所加快。新订单指数为 50.5%，比上月上升 0.3 个百分点，表明制造业市场需求继续改善。原材料库存指数为 48.5%，比上月上升 0.1 个百分点，表明制造业主要原材料库存量降幅持续收窄。从业人员指数为 48.1%，比上月上升 0.1 个百分点，表明制造业企业用工景气度略有回升。供应商配送时间指数为 50.8%，比上月下降 0.8 个百分点，仍高于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间继续加快。

图：国际统计局制造业采购经理人 PMI；国际统计局建筑业商务活动指数变化情况（2022.9-2023.9）

图1 制造业PMI指数（经季节调整）



图3 建筑业商务活动指数（经季节调整）



数据来源：国家统计局，冠通研究

上图可看出，9月份中国制造业 PMI 艰难的重返 50 上方，但返回的曲线非常平缓，显示反弹力度偏弱，对铜的需求显然不会带来太大的支撑；建筑业也是消耗铜较多的产业，且建筑业商务活动反弹力度较大，但对铜需求短期难以支撑铜价上行。

9月份，非制造业商务活动指数为 51.7%，比上月上升 0.7 个百分点，非制造业扩张力度有所增强。分行业看，建筑业商务活动指数为 56.2%，比上月上升 2.4 个百分点；服务业商务活动指数为 50.9%，比上月上升 0.4 个百分点。从行业看，水上运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互

联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于 55.0%以上较高景气区间；铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数低于临界点。新订单指数为 47.8%，比上月上升 0.3 个百分点，表明非制造业市场需求景气度有所改善。分行业看，建筑业新订单指数为 50.0%，比上月上升 1.5 个百分点；服务业新订单指数为 47.4%，与上月持平。投入品价格指数为 52.5%，比上月上升 0.8 个百分点，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体水平继续上涨。分行业看，建筑业投入品价格指数为 54.7%，比上月上升 6.3 个百分点；服务业投入品价格指数为 52.1%，比上月下降 0.2 个百分点。销售价格指数为 50.3%，比上月上升 0.3 个百分点，表明非制造业销售价格总体水平有所上涨。分行业看，建筑业销售价格指数为 51.5%，比上月上升 1.1 个百分点；服务业销售价格指数为 50.0%，比上月上升 0.1 个百分点。从业人员指数为 46.8%，与上月持平，表明非制造业企业用工景气度仍然较低。分行业看，建筑业从业人员指数为 46.3%，比上月上升 1.6 个百分点；服务业从业人员指数为 46.9%，比上月下降 0.3 个百分点。

总体看国内铜价相对国际铜价比较坚挺，和国内宏观层面稳增长政策强力落地有一定关系，特别是刺激房地产市场的政策和降息降准的金融政策。但应该看到，过去支撑增长的房地产行业仍未从寒冬中真正复苏，尽管各地“认房不认贷”等政策初步刺激了市场交易量，但从房地产销量增长到铜需求增长仍然需要时间；受美欧持续加息影响，海外制造业仍将维持一段时间的低迷，铜价仍将处于一种“上有顶、下有底”的区间震荡，但震荡的幅度和节奏需要引起足够的关注和警惕。

四、高盛等国际机构对中国铜需求充满信心，“绿电”建设持续提速

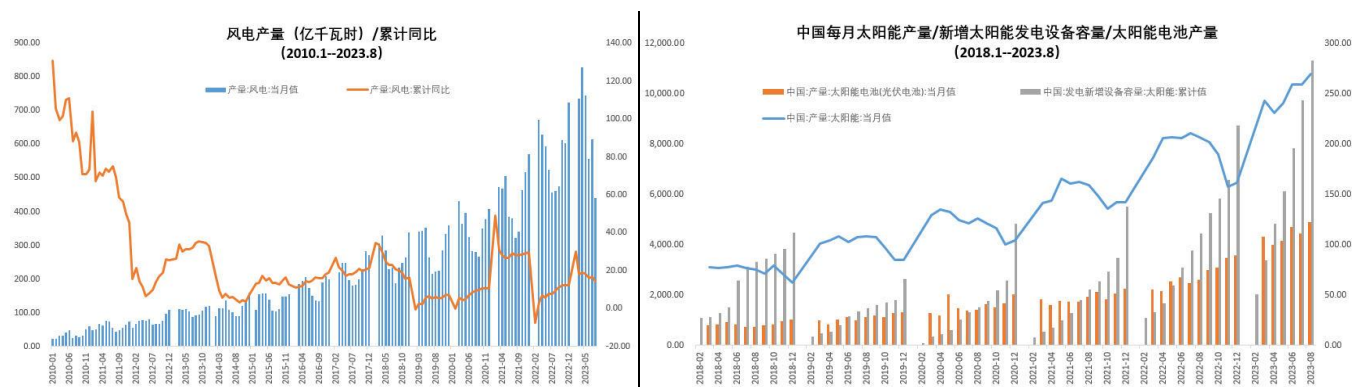
近日，高盛在报告中指出，中国对许多主要大宗商品的需求实际上一直在以“强劲的速度”增长。在太阳能相关需求飙升的带动下，中国今年迄今相关铜需求同比增长 130%。受新能源行业和交通复苏的推动，中国对主要大宗商品的需求正迅速恢复。

据高盛称，中国对铜的需求同比增长 8%，对铁矿石和石油的需求分别增长 7%和 6%，超出了该行的全年预期。这种需求强劲在很大程度上与绿色经济、电网和房地产竣工的强劲增长有关。高盛认为，迄今为止，中国的绿色经济已经显示出“显著实力”，该行整理的数据显示，7 月份中国的新能源行业对铜需求同比增长了 71%，主要来源于光伏装机的增加：最显著的优势来自可再生能源方面，在太阳能相关需求飙升的带动下，今年迄今相关铜需求同比增长 130%。

Global Energy Monitor6 月份的一份报告显示，中国的太阳能发电能力已达到 228GW，超过了世界其他地区的总和。中国的风能和太阳能发电能力有望翻一番，比 2030 年的目标提前了整整五年。

此外，在交通运输等石油密集型服务业快速复苏的背景下，中国的石油需求也一直在上升，高盛表示：中国对石油的需求得到了创纪录的国内流动性的支撑，强劲的交通和国内航班数据表明了这一点。在我们（高盛）看来，这种强劲的水平是可持续的。

图：中国每月太阳能产量/太阳能发电设备/太阳能电池；全国每月风电产量/累计同比变化情况(2010.1-2023.8)



数据来源：WIND，冠通研究

9月5日，工信部、财政部印发《电子信息制造业2023-2024年稳增长行动方案》，要求培育壮大虚拟现实、先进计算、智能光伏等新增长点。对智能光伏的发展提出要求：深入实施《智能光伏产业创新发展行动计划（2021-2025年）》，推动“智能光伏+储能”在工业、农业、建筑、交通及新能源汽车等领域创新应用，发布第四批智能光伏试点示范名单。

9月11日，浙江省制造业高质量发展领导小组办公室印发《浙江省推动新能源制造业高质量发展实施意见（2023-2025年）》。文件将光伏、风电、储能、氢能、核电及其他新能源列为发展方向，要求到2025年，形成年产150GW光伏电池及组件、5GW风电整机及零部件、100GWh储能电池、5000套以上氢燃料电池装备的生产制造能力，全省规模以上新能源制造业产值达到8000亿元。全省光伏、风电、储能、氢能等新能源应用场景不断丰富，建成一批源网荷储、光伏建筑一体化等示范应用项目，光伏、风电累计装机规模突破4000万千瓦。

9月12日，内蒙古工信厅等6部门印发《关于推动能源电子产业发展实施意见》。文件提出，到2025年，光伏及新型储能产品供给能力大幅提升，晶硅材料生产规模占全国的40%以上，太阳能电池组件产能达到可以满足80%以上本地建设需求。面向“东数西算”等重大工程提升能源保障供给能力，建立一批具有示范引领作用的分布式光伏集群配套储能系统。支撑大型风电光伏基地建设。鼓励建设工业绿色微电网，发展风光储热等多能互补供能方式。在农村牧区建设“农光互补”“林光互

补”“牧光互补”等分布式光伏电站，结合供电和供热需求推进风光农牧互补综合能源项目建设，鼓励自发自用。

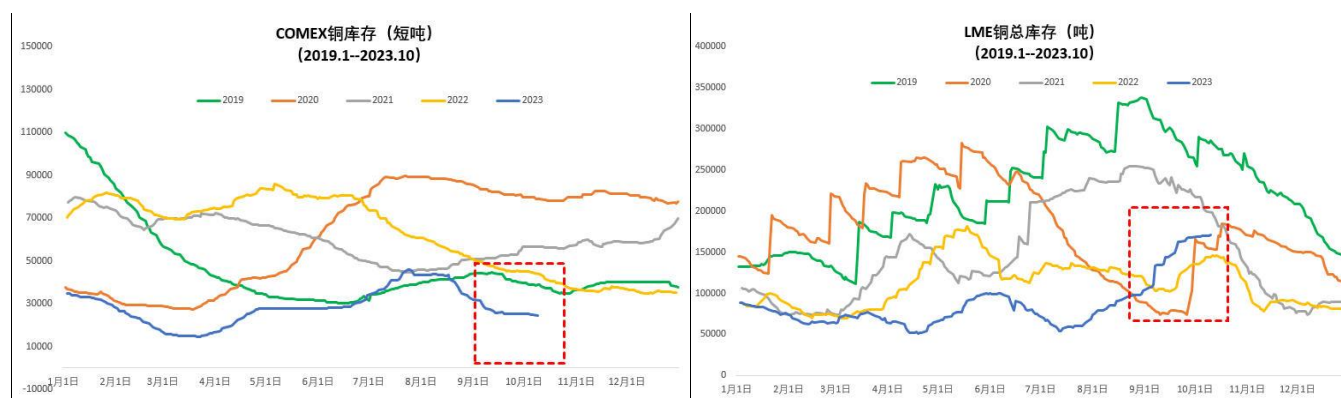
9月19日，江苏省发改委印发《关于进一步做好可再生能源发电市场化并网项目配套新型储能建设有关事项的通知》。文件提出，风电项目以及新增纳入项目库的陆上集中式光伏发电项目、海上光伏项目（固定桩基式）均应采取自建、合建或购买新型储能方式落实市场化并网条件。可再生能源发电市场化并网项目不再按长江以南和长江以北区分配套建设新型储能比例，均应按照功率10%及以上比例配套建设新型储能（时长2个小时），配套的新型储能可结合项目就近布局，也可以在全省范围内选址建设或租赁。

整体看，我国城市化进程仍在快速推进中，大量的新增城市人口仍会带动房地产行业、汽车/新能源汽车行业和电力电网行业发展，在我国，电力电网行业的铜需求占全部铜需求的约50%，建筑行业约占全部铜需求的10%，新能源汽车和对应的充电基础设施也已经成为各类停车场和家庭生活的“标配”。加上党和国家领导人大力推进建设农村地区电力、电网建设，新能源汽车和充电桩已经成为十分平常的项目，这是铜需求的良好支撑，中国汽车/新能源汽车/绿色家电/电力电网/房地产对铜的需求今后长期都将是稳定和巨大的，这是对铜需求和铜价明确的利好，这是铜价短期不会出现恶性大跌的基本保障。

五、近期境外铜库存表现不一，境内铜库存几乎处于历史最低

近期美国 COMEX 铜库存出现小幅下滑，但伦敦 LME 铜库存明显累库。

图：美国 COMEX 交易所铜库存情况和伦敦 LME 铜库存变化情况（2019.1-2023.10）

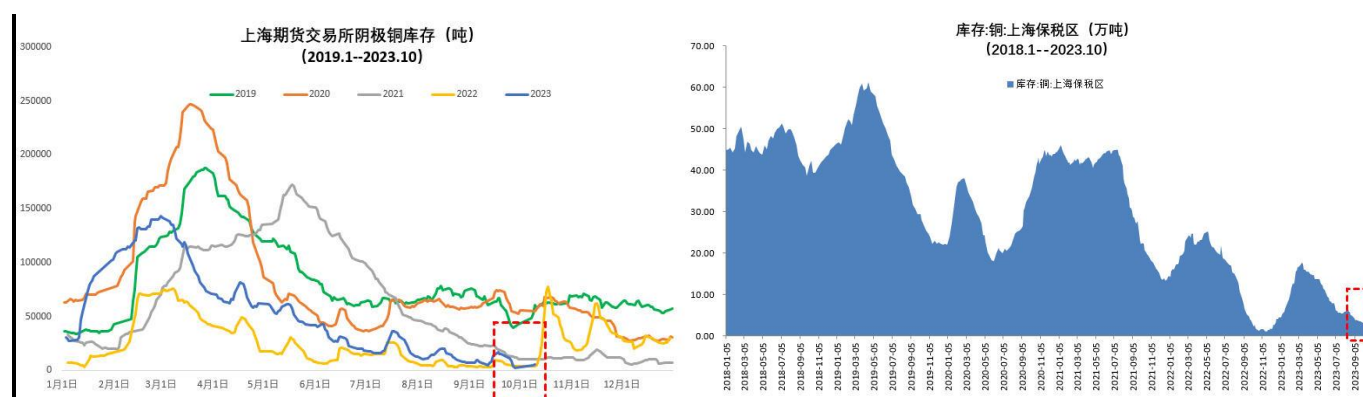


数据来源：WIND，冠通研究

据外电 10 月 10 日消息，伦敦金属交易所（LME）期铜周二回落。一位金属交易商表示：“中东紧张局势正在制造不确定性，人们很谨慎。”他补充称，市场正在增加空头头寸，即押注价格下跌。拖累 LME 铜价的另一个因素是 LME 注册仓库的库存增加至 171,525 吨，自 7 月中旬以来增加 200% 以上，为去年 5 月以来的最高水平。本周二 LME 铜库存当日涨幅 0.62%，周涨幅 1.73%，月涨幅 27.88%。根据国际铜研究组织（ICSG）的数据，全球精炼铜市场在 2023 年前 6 个月从去年同期的 19.6 万吨短缺转为 21.3 万吨过剩。

至 10 月 9 日，COMEX 期铜近期合约下跌 2.24%，今年迄今下跌 4.28%，本周一收盘价格比去年同期上涨 5.47%；比 2022 年 COMEX 期铜下跌 14.6%，主要因为全球经济增长前景令人担忧，通胀高企促使欧美央行积极加息以遏制通胀，加剧了经济衰退风险。从基金动态来看，美国商品期货交易委员会（CFTC）公布的持仓数据显示，投机基金在美国期铜市场减持净空单，而之前连续三周净做空。截至 10 月 3 日，投机基金在 COMEX 铜期货和期权市场持有净空单 12,975 手，比一周前减少 8,245 手。作为对比，上一周净卖出 15,384 手。

图：上海期货交易所铜库存情况和上海保税区铜库存变化情况（2019.1-2023.10）



数据来源：WIND，冠通研究

目前国内外库存处于分化状态，LME 铜库存在近 3 个月振荡走高，上期所铜库存则处于近 10 个月来的低位。截至 9 月 28 日，LME、COMEX、SHFE 合计库存 22.98 万吨，较 2022 年 9 月 30 日增加 2.33 万吨。目前全球总库存水平相对偏低对铜价有一定支撑。10 月 11 日，上期所铜仓单减少 427 吨至 5098 吨，历史上，上期所铜仓单少于 10000 吨还是比较少见的。

从国内电解铜社会库存表现来看，9 月末随下游备货呈现去库。国庆节前市场备货充足，部分炼厂提前出售节内现货，节假日接货不多，以长单为主。假期下游工厂停工，电解铜社会库存再度回升。截至 10 月 7 日，国内电解铜社会库存为 9.36 万吨，较 9 月 28 日增长 2.05 万吨，较去年同期增长 1.09 万吨。近期随着进口铜集中到港及入关带来供应压力，国内库存仍存在超季节性累积风险。

目前上海保税区库存仍延续前期的去库趋势。截至 10 月 7 日，国内保税区铜库存为 4.38 万吨，较 9 月 28 日持平，较去年同期下滑 0.79 万吨。9 月下旬沪铜现货进口窗口打开，盈利至 250-300 元/吨附近，部分已成交保税仓单需赶在节前交货，带动保税区库存进一步回落。预计节后部分报关需求驱动保税仓库中货源继续流入关内，但库存降幅有限，主因节日期间保税出入库作业暂停。

进入国庆节假期以来，国内铜库存在低位徘徊，整体上国内铜库存持续去库，虽然偶有小幅和微幅的库存增加，但增加量极少；库存的“探底震荡”对铜价形成了明显的支撑；国内制造业 PMI 暂时表现不佳和房地产行业低迷似乎对铜价和铜库存并没有带来负面影响。海外巴以冲突、美国经济放缓、欧元区经济因俄乌冲突受损，似乎就是 LME 铜库存明显累库的原因，但近期 COMEX 铜库存下滑的原因不明，需要注意。国内稳增长的政策正在强力落地，“金九银十”的消费旺季对拉动铜需求有正面作用。此外国内电力电网建设持续发力、全球新能源转型推动巨大，铜价大跌的可能性非常小，但在各种政策效果显露之前铜价大涨的可能性同样也有限。世界各地铜库存整体在低位，这对铜价提供了支撑。

整体看，西方大型矿业资本和中国国内的知名矿企仍在世界各地增产铜矿石，中国和全球的新能源转型将一直快速推进，铜需求存在现实的绿色转型需求支撑；美欧发达市场可能在 2023 年下半年进入衰退的担忧在上升；如果美欧在今年下半年能够停止加息进程，明年上半年开始降息进程，那么对全球工业复苏和铜需求将是非常有利的；中长期看铜需求和铜价无疑将是积极的，因为全球新能源转型将提供巨大动力。目前外盘铜价小幅下滑并停留在 8000 美元/吨关口附近，国庆期间甚至跌至 7800 美元/吨附近，这显示目前到今年年底的各种不确定因素很多，对铜价难以过度乐观。目前一部分市场机构认为美联储 11 月和 12 月会议将继续停止加息，不排除本轮加息到 7 月已经结束；铜价短期将震荡加剧，但受消息刺激继续小幅反弹的可能性同样存在。

风险提示

- 1、美联储为遏制通胀 11 月或 12 月继续加息；
- 2、美国内部罢工事件持续扩大，对铜需求造成更多不良影响；
- 3、西方大型矿业企业持续扩大全球铜矿生产，铜过剩提早出现。

分析师 周智诚

冠通期货研究咨询部

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲 6 号万通中心 D 座 20 层（北京总部）

公司电话：010-85356596

Email: zhouzhicheng@gtfutures.com.cn

本报告发布机构--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对
所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传
送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。