

冠通期货研究咨询部

2023 年 11 月 22 日

美国降息已在视野内，铜价小幅上升

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：美国 10 月 CPI/PPI 数据均显示通胀下滑，美联储继续加息的可能性大幅下滑，美元指数明显下滑，整体上看美国已经达到本轮加息的利率峰值；由于高息明显抑制实体经济，海外铜需求不佳；中国知名矿业企业和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，2024 年可能是铜供应高峰；南美铜矿劳资纠纷再起；国内政府扩大支出和加杠杆行为有可能对铜需求产生积极影响；国内电力电网建设仍在快速推进，令国内铜库存整体去库，随着海外基本达到利率峰值，未来降息的前景令铜价小幅反弹，未来一段时间铜价继续高位震荡的可能性较大。

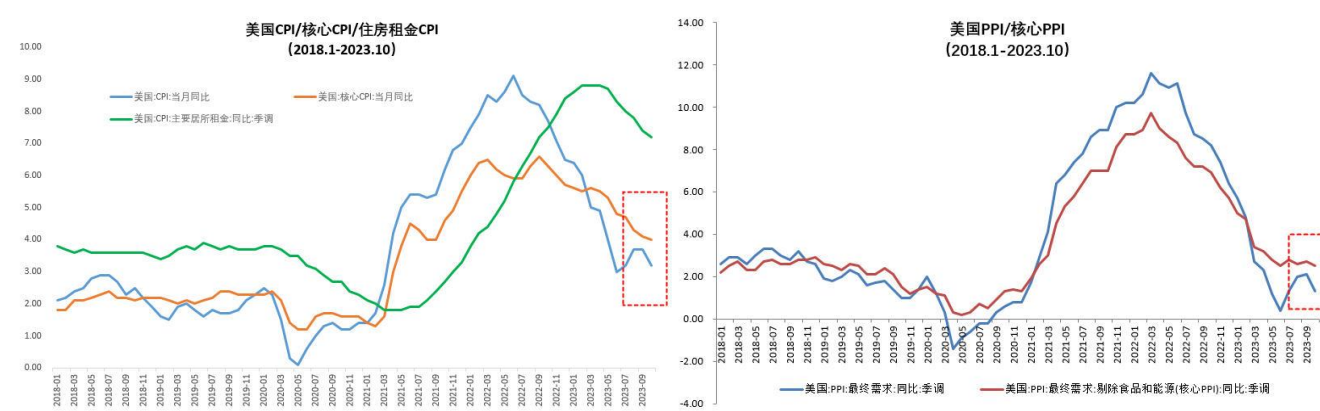
风险点：

- 1、美联储为遏制通胀明年 1 月继续加息；
- 2、海外铜矿劳资/政治纷争扩大，对铜矿生产造成不良影响；
- 3、大型矿业企业和精炼铜企业持续扩大铜生产，铜过剩提早出现。

一、美国 10 月 CPI/PPI 数据超预期下滑，本轮加息事实上结束

上周二（11 月 14 日）美国劳工统计局数据显示，美国 10 月 CPI 同比上涨 3.2%，预期 3.3%，前值 3.7%，环比增速较 9 月的 0.4% 放缓至 0，预期 0.1%；美联储更为关注的剔除食品和能源成本的核心通胀为 4%，预期 4.1%，前值 4.1%；但仍高于美联储的 2% 的目标水平，环比增速 0.2%，预期 0.3%；从整体 CPI 的环比来看，能源指数 10 月下跌 2.5%，其中汽油指数下跌 5.0%，足以抵消其他能源成分指数的上涨；从核心 CPI 指数来看，10 月涨幅放缓至 0.2%，涨幅主要由租金、业主等效租金、机动车辆保险、医疗、娱乐和个人护理推动；数据显示美国 10 月整体 CPI 超预期降温，核心 CPI 也超预期降至 2021 年 9 月来最低，市场进一步押注美联储将在 2024 年降息。

图：美国 10 月 CPI/核心 CPI；美国 10 月 PPI/核心 PPI 变化情况（2018.1-2023.10）



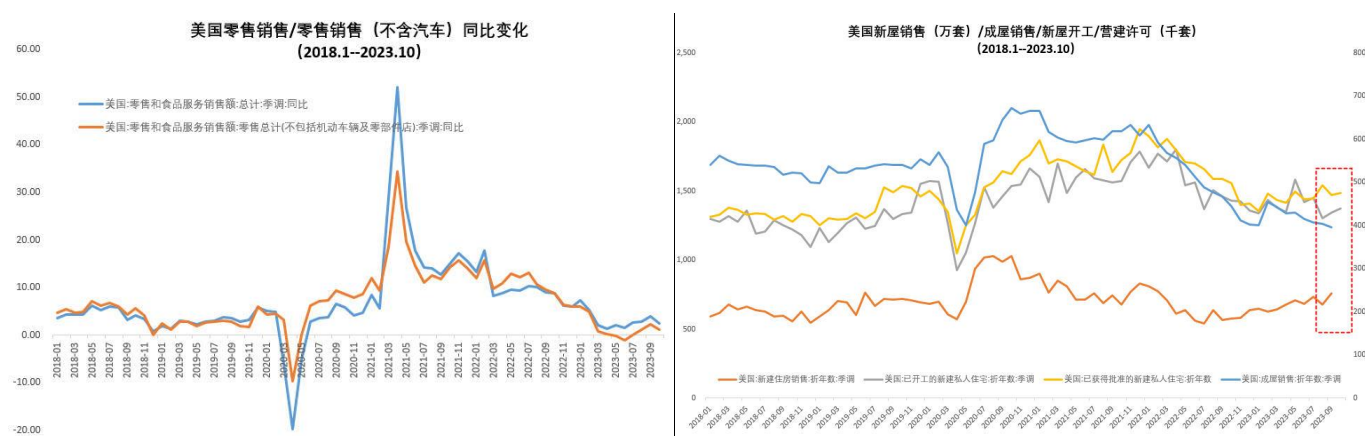
数据来源：WIND，冠通研究

上周三（11 月 15 日）美国劳工部数据显示，美国 10 月 PPI 同比由上月的 2.2% 大幅放缓至 1.3%，预期 1.9%；10 月 PPI 环比转为下降 0.5%，创 2020 年 4 月以来的最大跌幅，预期上涨 0.1%，9 月前值为环比上涨 0.5%；剔除波动较大的食品和能源，美国 10 月核心 PPI 同比也由上月 2.7% 显著放缓至 2.4%，涨幅为 2021 年初以来最小，预期 2.7%；10 月核心 PPI 环比 0%，预期为 0.3%，9 月前值为 0.3%；PPI 报告显示，价格下跌主要来自商品方面。其中超过 80% 的商品价格下降是由于汽油成本下降所致，汽油成本降幅达到 15.3%。与此同时，服务成本在连续六个月上涨后，价格持平；美国 PPI 在 10 月份出人意料地出现了自 2020 年 4 月以来的最大环比跌幅，进一步证明了美国整个经济中的通胀压力正在减弱；与一年前相比，整体指标上涨 1.3%，而核心指标的年度涨幅为 2021 年初以来最小；核心 PPI 超预期放缓也让市场进一步坚信，美联储的加息周期已经结束。

上周三，美国商务部普查局公布 10 月零售销售数据显示，美国 10 月份零售销售额环比下滑 0.1%，为今年 3 月份以来的首次下滑，预期下滑 0.3%；除汽车和汽油外核心零售销售环比增加 0.1%，预期增加 0.2%；有评论称 10 月份零售支出的下降可能是经济放缓的早期迹象。

通用汽车在得州一家大型 SUV 工厂周三的投票支持新协议，协议在通用投票工人中的支持率升至 54%。在该工厂投票前，占工会成员 40% 的多家通用大型装配厂都投票反对协议。若协议最终遭否决，工会可能重启罢工或谈判，也可能两者同时进行。美国最大汽车业工会全美汽车联合会（UAW）组织的工会成员投票显示，汽车业大罢工还难以真正“剧终”，又出现了罢工重启的威胁。罢工期间，在 UAW 的将近 15 万会员中有将近 5 万人参与罢工，涉及美国 22 个州的八家装配厂和 38 个零部件分销工厂。40 多天内，持续升级的罢工给三家车企及其供应商造成几十亿美元损失。

图：美国 10 月零售销售/核心零售销售；美国 10 月新屋开工/营建许可变化情况（2018.1-2023.10）



数据来源：WIND，冠通研究

上周四（11月16日）美国劳工部数据显示，截止11月11日当周初请失业金人数增加了1.3万人至23.1万人，市场预期22万；这表明劳动力市场状况继续缓解，可能有助于美联储对抗通胀；截止11月4日当周续请失业金人数增加了3.2万人至186.5万人，自9月以来一直在增加，预期184.7万；大多数经济学家将这一增长归因于根据季节性波动调整数据的困难，而非劳动力市场的实质性变化。上周四公布的10月份工业产出下降0.6%，预期下降0.3%；上周四费城联储11月制造业指数为-5.9，预期-9，虽较10月的-9有所改善，但仍处于收缩区间；11月全美住宅建筑商协会（NAHB）的建筑商信心指数从10月的40降至34，为2022年12月以来的最低水平；这些不利的美国经济数据加剧了美国国债收益率的下跌，美国国债通常被视为持有非收益金属的成本，从而导致价格飙升；2年期债券利率跌至4.83%，5年期和10年期收益率分别下降至4.43%和4.45%。

上周五（11月17日）美国商务部数据显示，10月美国新屋开工量按年率计算增长1.9%至137.2万套，为三个月来最高水平，市场预期135万套；新屋开工年化月率增长1.9%，预期下降0.6%；当天公布的数据显示，10月营建许可量上升至148.7万份，预期145万份；营建许可年化月率增长1.1%，预期下降1.4%；10月单户住宅开工率按年率计算小幅上升0.2%，是2022年7月以来最高水平；多户住宅许可量亦有所增加；分析人士表示，虽然美联储加息导致融资成本上升和房价居高不下继续对

购房需求造成影响，但由于二手房上市数量有限，购房者正将目光转向新建房屋。

上周五波士顿联储主席苏珊·柯林斯的讲话被视为鹰派。她说，“不会放弃进一步紧缩政策。这一切都取决于传入的数据。”不过，她警告不要过早宣布战胜高通胀，并强调耐心的重要性。她表示，美联储需要坚持抗击通胀的路线，“如果我们能达到预期的目标，我们将走上 2% 通胀的道路。”在劳动力市场方面，柯林斯指出积极迹象表明劳动力市场正在逐渐达到平衡。上周五美联储戴利表示，她和她的同事们并不确定通胀率是否正在向 2% 的目标迈进。经济预测、货币政策传导机制和经济基本面（如中性利率）也存在不确定性。戴利说，“当不确定性很高、我们的目标面临的风险更加‘模糊’时，我们需要奉行渐进主义。”她敦促政策制定者在需要耐心的时候不要迅速采取行动。根据 CME FedWatch 工具，12 月加息 25 个基点的可能性为零。市场押注降息将在 2024 年 5 月，早于预期出现。

尽管最近一年以来美国通胀指数确实明显下滑，部分指标正在接近美联储“2% 附近”的理想水平，代价却是制造业 PMI 数据连续陷入萎缩境地、房地产销售和新屋开工数据连续不佳，美国民众收入连续数年下降，汽车业工人大罢工刚刚结束但却遭到多个工会的否决、巴以冲突和俄乌冲突仍在持续，这些给铜需求和铜市场带来破坏性影响。但市场认为美联储已经接近利率峰值；海外铜价出现小幅反弹并初步稳定在 8400 美元/吨附近；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，人民币期货铜价短线反弹至 67000 元/吨上方后持续震荡，一度短暂越过 68000 元/吨；在电力电网和新能源交通铜需求的支撑下，后续市场偏乐观；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

外媒 11 月 20 日消息，秘鲁拉斯邦巴斯(Las Bambas)铜矿的工会领导人本周一表示，由于该铜矿未能提供有关利润分享协议的信息，工人将从下周开始进行“无限期”罢工。拉斯班巴斯工会秘书长 Erick Ramos 通过电话告诉路透，工会已同意从 11 月 28 日开始进行罢工，没有确定结束日期。拉莫斯说：“我们定于今天与公司开会，解释有关利润分享的信息，但这并没有发生。”

拉斯班巴斯的代表没有立即回应置评请求。该矿由中国的 MMG（中国五矿）有限公司所有，于 2016 年开始运营，是秘鲁最大的铜生产商之一，秘鲁是世界第二大铜生产国。然而，该矿“已经表示今年不会有任何利润分享，”拉莫斯说。“所以他们将不得不考虑如何支付工人的工资。根据合同，他们应该在 11 月份向我们支付部分款项。”据矿产部消息人士透露，今年 1 月至 9 月，拉斯班巴斯铜矿

的铜产量约为 221,160 公吨，较上年同期增长 21.7%。由于去年 12 月总统佩德罗·卡斯蒂略(Pedro Castillo)下台后反政府抗议者设置路障，该矿的产量在今年年初被迫冻结，但此后一直稳步增长。一位接近该矿的消息人士表示，该公司尊重劳工权利，“并确保工人有一个安全的工作环境”，并指出，劳动部已宣布目前的罢工是“不可接受的”。拉莫斯说，代表 1000 多名工人的工会目前正在向劳动部登记定于 11 月 28 日举行的罢工。

外媒 11 月 18 日消息，据三位消息人士周六表示，智利矿商 Antofagasta 同意与中国冶炼厂金川集团就明年铜精矿供应达成每吨 80 美元和每磅 8 美分的处理和精炼费协议。矿商向冶炼厂支付的将矿石加工成精炼金属的费用，比去年大约同一时间商定的 2023 年基准水平(每吨 88 美元，每磅 8.8 美分)低 9%。全球矿商和中国最大的冶炼厂通常在每年的这个时候就铜精矿合同进行谈判，并为下一年结算 TC/ rc。当更多的供应可用，冶炼厂可以要求更好的原料条款时，TC/ rc 上升，当供应收紧时，TC/ rc 下降。

金川是中国第四大铜生产商。目前尚不清楚其他冶炼厂是否会在与安托法加斯塔和其他矿商的谈判中同意同样的价格。一位消息人士称，一些大型冶炼厂将于周六讨论这一问题。由于问题的敏感性，该消息人士拒绝透露姓名。今年的铜价由全球矿业公司 Freeport-McMoRan Inc . 设定。在本周谈判之前接受路透调查的市场参与者大多预测，2024 年的 TC 基准将保持在或低于今年的水平。预计明年铜精矿供应充足，由于供应充足，中国大型铜冶炼厂已在第三和第四季将 TC/ rc 下限调高至 95 美元/9.5 美分的六年高位。然而，最近在第一量子矿物的 FM 矿石加工减少。消息人士本周对路透表示，由于抗议活动，T0 Cobre 巴拿马矿的明年收费谈判变得复杂。关于自由港-麦克莫伦的 FCX 供应多少的不确定性。印尼 N Grasberg 矿的出口许可证将于明年 6 月到期，这也给预测市场平衡带来了一些困难。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

2023 年 11 月 20 日，五矿资源有限公司（MMG）发布公告，其间接全资附属公司 MMG Africa Ventures Inc 将以 18.75 亿美元的价值收购博茨瓦纳 Khoemacau 铜矿的母公司 CUPROUS CAPITAL LTD 全部已发行股本协议，约合人民币 133 亿元。Khoemacau 位于非洲博茨瓦纳西北部，属于新兴卡拉哈里铜矿带（Kalahari copper belt），该铜矿带从博茨瓦纳东北部延伸到纳米比亚西部长达 1000 公里，是世界新发现但大部分尚未勘探的重要铜银成矿带之一。据介绍，Khoemacau 矿山的 4040 平方公里矿权内，矿产资源量包括 640 万吨铜金属和 63 亿盎司银金属，按含铜金属总量计算，Khoemacau

矿山属于非洲第十大铜，为中非铜矿带之外世界上最大的铜沉积体系之一。

今年 9 月，紫金矿业、五矿资源（MMG）和中国铝业三家中国企业进入霍马考铜矿（Khoemacau）项目的第二轮投标，除此之外，南非矿商 Impala Platinum Holdings Ltd. 和 Exxaro Resources Ltd. 也进入了候选名单。显然五矿资源笑到了最后。

霍马考铜矿（Khoemacau）是全球性高质量的新建铜矿之一，已于 2021 年 6 月份投产，并达到设计产能，现时在产铜精矿产能约为每年 5-6 万吨含铜量，并计划于 2028 年/2029 年之前将铜精矿产能提升至每年 13 万吨含铜量，估计矿山寿命为至少 20 年。2022 年 5 月，博茨瓦纳霍马考（Khoemacau）铜矿运行一年，其第 5 矿区（核心矿区）发生地下事故，造成两人死亡，矿区暂停作业。随后，霍马考铜矿的大股东全球自然资源投资（GNRI）开始考虑处置该铜矿（包括出售），并做出了 15 亿美元的资产估值。据《澳大利亚金融评论》报道称，这起潜在竞标的估值将超过 20 亿美元，最终五矿资源以 18.75 亿美元获得，价格也在估值范围内。

根据矿权资源钻探结果表明，现有资源在深度上具有连续性，Khoemacau 矿山亦存在数个勘探目标，有可能延长其寿命或提高产能，而随着矿权内现有矿床以外的其他矿床增加，矿山寿命有可能超过 30 年。整体而言，博茨瓦纳霍马考（Khoemacau）是一座优质的在产矿山，具有强大的扩产潜力，且位于非洲最具前景的矿区之一——博茨瓦纳卡拉哈里铜矿带，而且博茨瓦纳政局相对稳定，法治建设和治理能力较好，拥有稳定的世界级矿业开发和投资管辖环境。收购霍马考铜矿（Khoemacau），无疑将大幅提高五矿资源铜资源储量和投资组合，也为中国铜资源的安全再添一个保障。Las Bambas 下一阶段开发项目、Kinsevere 扩建项目以及 Khoemacau 的收购，五矿资源将迎来铜业务的“三巨头”时代，也将使五矿资源的铜产量实现大幅提升，再次跻身全球前十大铜矿商，也并不遥远。预计该交易计划于 2024 年上半年完成。

据外电 11 月 15 日消息，世界金属统计局（WBMS）公布的最新报告显示，2023 年 9 月全球精炼铜产量为 234.45 万吨，消费量为 236.91 万吨，供应短缺 2.46 万吨。2023 年 1-9 月，全球精炼铜产量为 2041.02 万吨，消费量为 2037.51 万吨，供应过剩 3.51 万吨。2023 年 9 月，全球铜矿产量为 190.52 万吨。2023 年 1-9 月，全球铜矿产量为 1647.82 万吨。

据外电 11 月 20 日消息，国际铜业研究组织（ICSG）周一在最新的月度报告中称，全球 9 月精炼铜市场短缺 5.5 万吨，8 月供应缺口为 2.1 万吨。ICSG 表示，今年前九个月，全球精炼铜市场供应过剩 1.7 万吨，之前一年同期为供应短缺 40.10 万吨。全球 9 月精炼铜产量为 233 万吨，消费量为 239 万吨。ICSG 报告称，经中国保税仓库的库存变化进行调整后，9 月份出现短缺，而 8 月则供应过剩

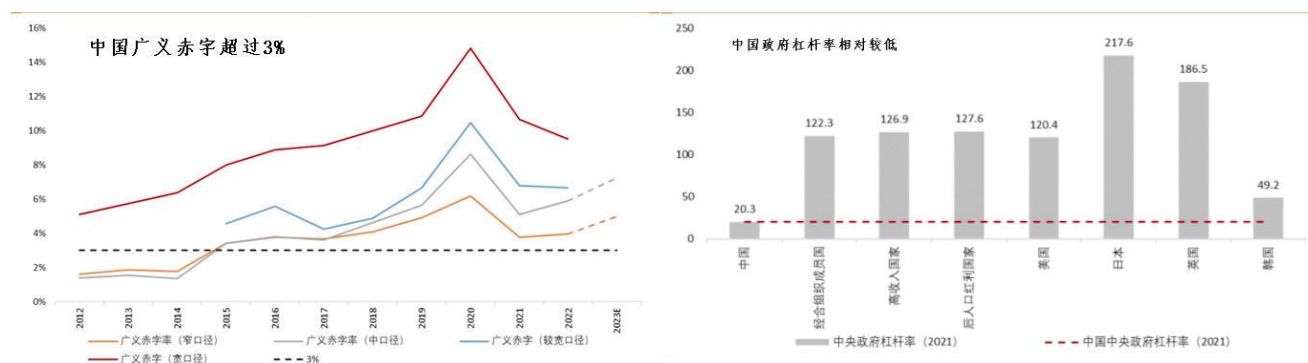
4.1 万吨。

以上各类消息和报道可以看出，近期铜矿减产的消息再次和南美洲大型铜矿的劳资纠纷有关，产量巨大的大型铜矿频繁出现这样的情况令人遗憾，但铜矿停产带来严重经济损失也需产铜国一起负担；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，外盘铜价目前从跌破 8000 美元/吨的小低点反弹至 8400 美元/吨上方震荡；国内期货盘面铜价从跌破 66000 元/吨附近反弹至 67900 元/吨附近震荡，显示国内铜需求支撑了人民币铜价震荡和反弹；目前国内外的铜需求都没有达到非常强劲的水平，只有中国的电力电网建设和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、国内主动提升财政赤字水平，预计对铜需求产生积极影响

中央财政 10 月增发一万亿国债后，年内赤字率上调引发了市场对未来财政空间和思路的讨论。实际上如果将中央和地方汇总来看，我国财政政策实际上一直保持着积极的状态，真实的广义赤字率早已超过 3%，所谓“3%红线”并未对财政扩张形成实质性约束。

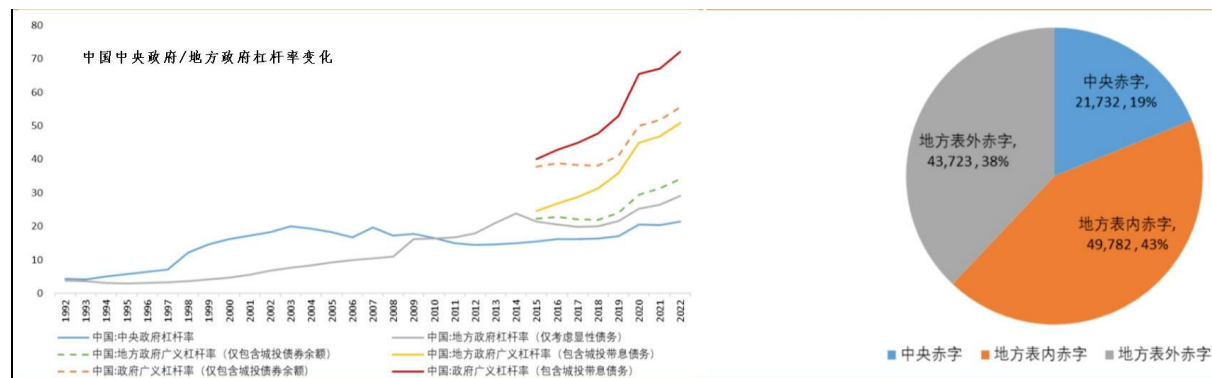
图：中国政府广义赤字水平；中国政府杠杆率和世界主要经济体杠杆率对比情况（2012.1-2023.10）



数据来源：国家统计局，财政部，冠通研究

与其他国家相比，中国的中央政府杠杆率不高。而在过去多年财政赤字扩张的过程中，中国地方政府发挥了主要的作用。** 2022 年宽口径财政赤字中，中央政府贡献约 19%，地方政府的表内（即一般公共预算+政府性基金）贡献约 43%，地方政府的表外（即城投带息债务）贡献约 38%。**2022 年考虑城投带息债务后，中国的政府杠杆率为 72.2%，较 2015 年提升 32.2 个百分点。

图：地方政府杠杆率水平变化情况；中央政府和地方政府表内/表外赤字变化情况（1922.1-2022.12）



数据来源：WIND，财政部，冠通研究

其中，地方政府显性债务余额约 35 万亿元，地方政府显性债务率（即“显性债务余额/综合财力”，综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入）约为 125%，同比提高 19 个百分点，已超出我国地方政府债务率 100% 的警戒线。再考虑的隐性债务后，当前地方政府债务压力明显偏大。

所以，在财政已经比较积极但仍需继续扩张的情况下，中央政府需要接替地方政府成为财政加杠杆的主体。

国家发改委政策研究室副主任、新闻发言人李超 11 月 16 日在国家发改委 11 月新闻发布会上表示，将统筹做好今明两年宏观政策的有效衔接，做好明年政策靠前发力的各项准备工作，注重政策的组合性、协同性、精准性，确保明年经济开好局、起好步。将推出更大力度引资政策。继续放宽外资准入限制。尽快推出第七批投资规模大、技术先进、带动作用强的标志性重大外资项目等。

11 月 15 日，中美元首会晤在旧金山斐洛里庄园举行。习主席说，中国始终致力于构建稳定、健康、可持续的中美关系。同时，中国有必须维护的利益、必须捍卫的原则、必须坚守的底线。习主席在会晤时深入阐述了台湾问题上的原则立场，还就经贸科技问题表明了中方的立场。拜登表示，我愿重申在巴厘岛会晤中作出的五点承诺，即：美国不寻求新冷战，不寻求改变中国体制，不寻求通过强化同盟关系反对中国，不支持“台湾独立”，无意同中国发生冲突。

当地时间 11 月 16 日中午，国家主席习近平在旧金山出席亚太经合组织领导人同东道主嘉宾非正式对话会暨工作午宴。习近平指出，可持续发展是解决当前全球性问题的“金钥匙”。近年来，亚太经合组织深入落实 2040 年布特拉加亚愿景，大力实施《生物循环绿色经济曼谷目标》，为全球绿色和可持续增长作出积极贡献。当前形势下，我们要进一步凝聚共识，聚焦行动，为全球可持续发展事业注入更大动力。

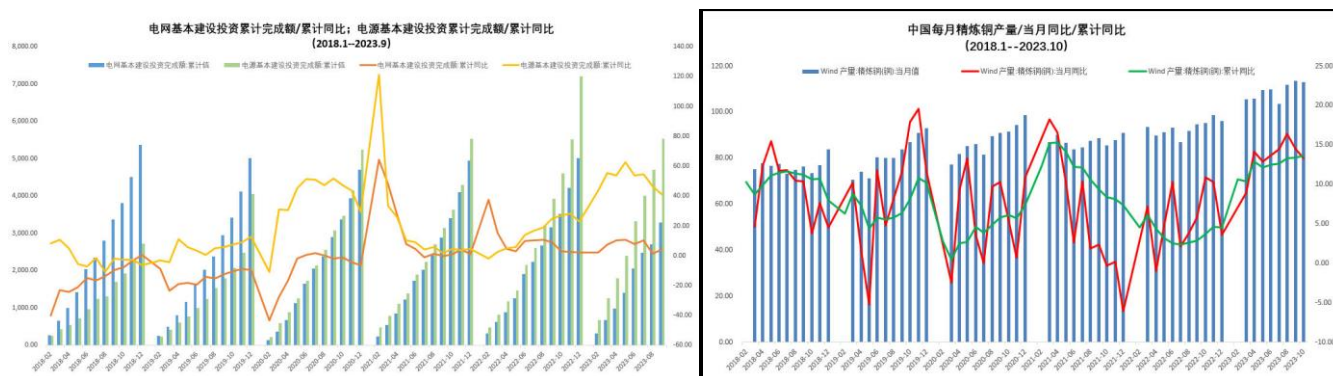
总体看国内铜价相对国际铜价更加坚挺，和国内宏观层面稳增长政策强力落地有一定关系，特别是10月24日中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理。近期中美关系出现明显改善势头，推动中美经贸关系回到健康稳定发展轨道；习近平主席已于11月15日抵达美国旧金山参加APEC元首会议，习主席大力推动中国和全球的绿色发展事业，强力稳定、建设中美伙伴关系等等，这些都非常有利于市场情绪；尽管受美欧维持高息影响，海外制造业仍将维持一段时间的低迷，铜价仍将处于一种“上有顶、下有底”的区间震荡，但震荡之中铜价有能力适度走高；尽管明年铜供给可能迎来增长并导致整个市场发生供给过剩，但铜价震荡幅度和节奏可以控制在预想的范围内，并引起足够的关注和警惕。

四、1-10 月份电力电网建设再次创造历史新高，利好铜需求

11月20日，国家能源局发布1-10月份全国电力工业统计数据。截至10月底，全国累计发电装机容量约28.1亿千瓦，同比增长12.6%。其中，太阳能发电装机容量约5.4亿千瓦，同比增长47.0%；风电装机容量约4.0亿千瓦，同比增长15.6%。

1-10月份，全国发电设备累计平均利用2996小时，比上年同期减少88小时。其中，水电2704小时，比上年同期减少298小时；太阳能发电1120小时，比上年同期减少52小时；风电1816小时，比上年同期减少1小时；核电6357小时，比上年同期增加131小时；火电3677小时，比上年同期增加57小时。

图：中国每月电力/电网/投资完成变化情况；中国每月精炼铜产量/累计同比变化情况（2018.1-2023.10）



数据来源：WIND，冠通研究

1-10月份，全国主要发电企业电源工程完成投资6621亿元，同比增长43.7%。其中，太阳能发电2694亿元，同比增长71.2%；风电1717亿元，同比增长42.5%；核电670亿元，同比增长41.5%。电网工程完成投资3731亿元，同比增长6.3%。

从新增发电装机容量看，1-10月，我国太阳能发电新增装机容量达1.43亿千瓦，较去年同期增加8432万千瓦，同比增长144.78%。其中，10月新增装机容量达1362万千瓦，同比增长141.49%。中国电力企业联合会预计，到2023年底，我国并网光伏发电装机容量将达到5.6亿千瓦，占总装机容量近20%。

从精炼铜生产端来看，国内铜需求的旺盛一定程度上支撑了铜产能和产量的扩大。国家统计局11月16日发布的数据显示，中国10月精炼铜（电解铜）产量为113.1万吨，同比增加13.3%。1-10月精炼铜（电解铜）产量为1069.2万吨，同比增加13.6%。国家统计局最新数据显示，2023年10月中国铜材产量196.9万吨，同比增长5.1%；1-10月累计产量1851.9万吨，同比增长5.4%。国内方面金融委员会会议强调，要在保持货币政策稳健性的基础上，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，政策持续向好为市场提供信心。

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、近期境外铜库存涨跌不一，境内铜库存仍处于最低水平

近期美国COMEX铜库存小幅去库，但伦敦LME铜库存的累库比前一阶段明显放缓。

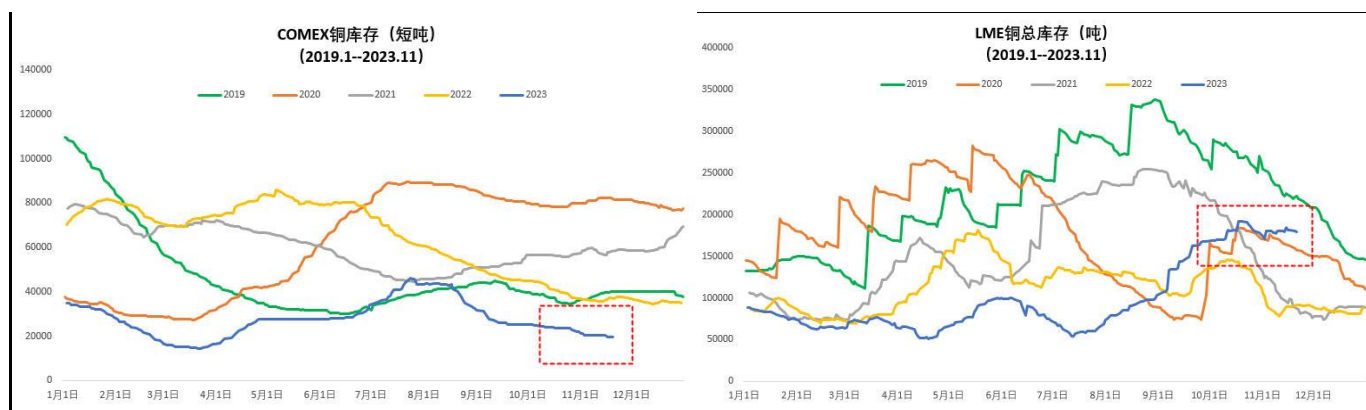
本周一（11月20日）芝加哥商品交易所（COMEX）的铜期货上涨，创下近三个月高点，延续了上一交易日的涨势，主要反映出铜矿供应中断担忧以及美元疲软带来的支持。从基金动态来看，美国商品期货交易委员会（CFTC）公布的持仓数据显示，投机基金在美国期铜市场增持净空单。截至11月14日，投机基金在COMEX铜期货和期权市场持有净空单11,576手，比一周前增加3,798手。作为对比，上一周净卖出6,537手。本周一，COMEX铜期货成交量为155,005手，上一交易日为93,836手；空盘量为192,937手，上一交易日为196,928手。

铜	11月21日	11月20日
注册仓单	18183	19425
非注册仓单	2712	368
总计	20895	19793

截止11月21日COMEX铜库存小幅增加至20,895短吨。

美国国内有报道称，中国出台措施支持房地产市场融资，有助于鼓舞铜市场情绪。

图：美国COMEX交易所铜库存情况和伦敦LME铜库存变化情况（2019.1-2023.11）



数据来源：WIND，冠通研究

11月21日，LME铜库存录得17.90万吨，较上一日减少950吨，减少幅度为0.53%；

最近一周，LME铜库存累计减少300.00吨，减少幅度为0.17%；最近一个月，LME铜库存累计减少1.29万吨，减少幅度为6.72%。

日期	库存 (吨)	增减变化 (吨)	增减幅度 (%)
11月21日	179025	-950	-0.53%
11月20日	179975	-1300	-0.72%
11月17日	181275	-675	-0.37%
11月16日	181950	-2300	-1.25%
11月15日	184250	4925	2.75%

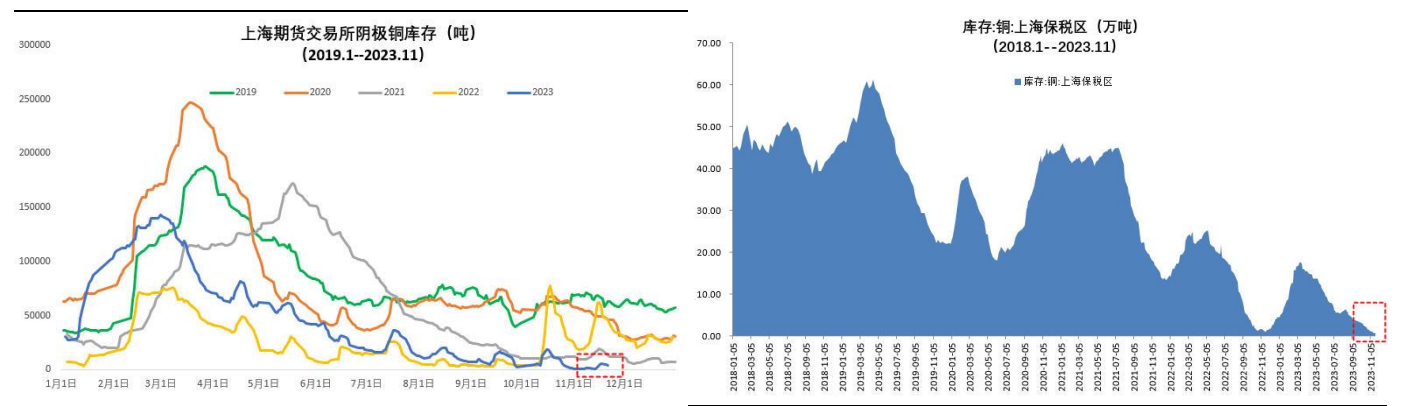
历史数据显示，自2020年11月23日以来，LME铜库存最高为25.48万吨，最低为5.12万吨，均值录得12.11万吨，当前库存（17.90万吨）较均值增加32.36%。

在上海期货交易所的注册仓库，上周五(11月17日)铜库存为31,026吨，比一周前的34,846吨减少3,820吨，这也是连续第二周下降，比2月底的峰值252,455吨低了87.7%。11月22日，上

期所沪铜期货仓单录得 3256 吨，较上一交易日减少 326 吨；最近一周，沪铜期货仓单累计增加 923 吨，增加幅度为 39.56%；最近一个月，沪铜期货仓单累计减少 7014 吨，减少幅度为 68.3%。

日期	期货仓单（吨）	增减变化（吨）	增减幅度（%）
11 月 22 日	3256	-326	-9.1%
11 月 21 日	3582	-1377	-27.77%
11 月 20 日	4959	-276	-5.27%
11 月 17 日	5235	1425	37.4%
11 月 16 日	3810	1477	63.31%

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（2019.1-2023.11）



数据来源：WIND，冠通研究

11 月 21 日上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 1.00 万吨，较 14 日减 0.20 万吨，较 11 月 17 日减 0.05 万吨；其中全部库存为上海保税区库存，广东保税区依然处于零状态。由于保税区现货库存已接近零态库存，因此库存下降量有限，而港口抵港现货清关持续，不过清关量有所收缩。

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，但南美产铜大国的劳资纠纷再起，铜矿出现异常减产的情况需要引起足够重视；美欧发达市场可能在 2023 年下半年或 2024 年上半年进入衰退的担忧在上升；如果美欧在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；目前外盘铜价小幅反弹并已经抵达 8400 美元/吨关口上方，这显示目前到今年年底虽有各种不确定因素，但对铜需求和铜价已经出现了一定的乐观情绪；目前铜价区间震荡明显增多，短期看不排除铜价反复试探区间震荡上沿，测试铜供给是否已经真的过剩的可能性；如果年底前乐观情绪得到验证，那么美元铜价有可能测试 8700

美元/吨附近，值得期待。

风险提示

- 1、美联储为遏制通胀明年 1 月继续加息；
- 2、海外铜矿劳资/政治纷争扩大，对铜矿生产造成不良影响；
- 3、大型矿业企业和精炼铜企业持续扩大铜生产，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。