

冠通期货研究咨询部

2023 年 12 月 06 日

高息环境有望改变，铜价反复震荡

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 PCE 数据均显示通胀进一步下滑，美联储继续加息的可能性大幅下滑，美元指数持续震荡下行；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，同时海外铜矿法律、劳资纠纷再次发生，尽管可能影响全球铜产量，但 2024 年仍可能是铜供应高峰；国内电力电网建设、新能源汽车及配套设施建设仍在快速推进，令国内铜库存一直处于极低位置，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。

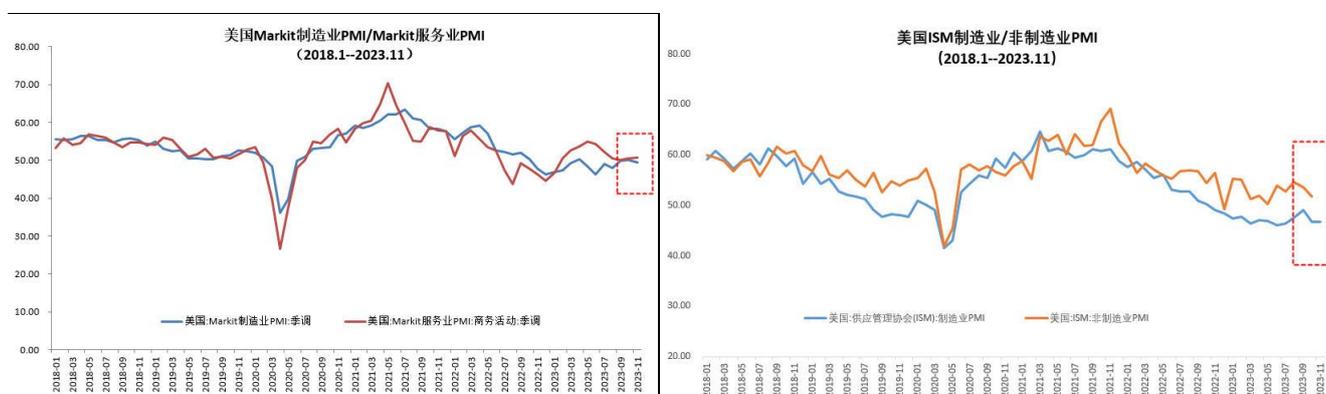
风险点：

- 1、美联储首次降息时间不确定，不排除比预期更早；
- 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 11 月 ISM/Markit PMI 数据依然萎缩，加息事实上结束

11 月 24 日标普全球 (S&P Global) 数据显示, 美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值 49.4, 预期 49.9; 其中新订单分项指数初值降至 50, 创今年 9 月份以来新低; 产出分项指数初值降至今年 8 月份以来新低; 美国 11 月 Markit 服务业 PMI 初值 50.8, 创今年 7 月份以来新高, 预期 50.3; 其中就业分项指数初值降至 49.8, 创 2020 年 6 月份以来新低; 支付价格分项指数初值升至今年 9 月份以来新高; 美国 11 月 Markit 综合 PMI 初值 50.7, 预期 50.4, 其中就业分项指数初值降至 49.7, 创 2020 年 6 月份以来新低并逆转之前的扩张态势; 美国 11 月 Markit 制造业 PMI 意外重回萎缩区间, 服务业活动略有扩张、创四个月新高。然而服务业和工厂削减招聘人数, 为 2020 年以来首次。

图：标普全球美国 Markit 制造业/服务业 PMI；美国 ISM 制造业/服务业 PMI 变化情况 (2018.1-2023.11)



数据来源：WIND，冠通研究

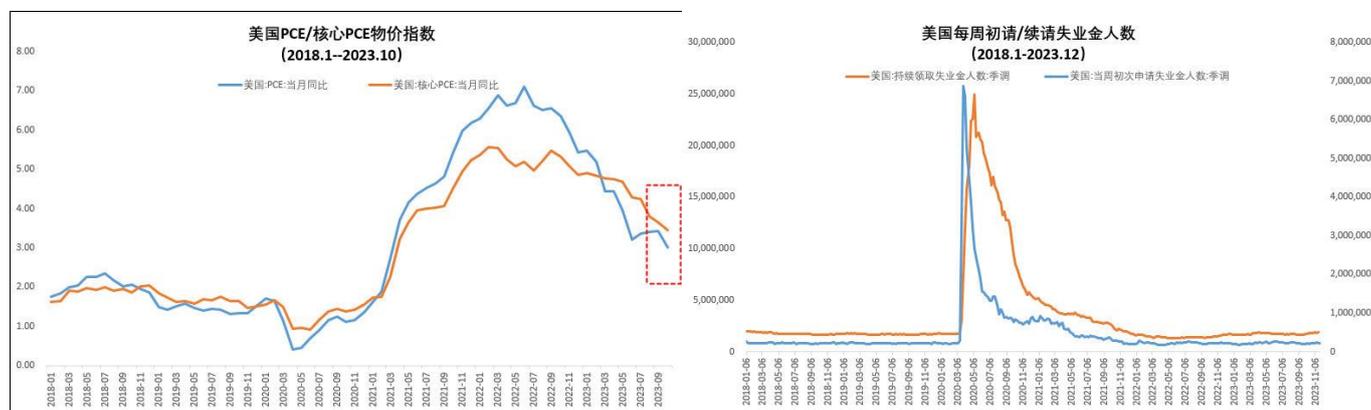
11 月 29 日公布的美国商务部数据, 美国 10 月新屋销售年化 67.9 万户, 预期 72.3 万户, 9 月前值从 75.9 万户显著下修至 71.9 万户; 10 月新屋销售环比跌 5.6%, 预期跌 4.7%, 9 月前值从环比上涨 12.3% 下修至 8.6%; 10 月新屋售价的中位值为 40.93 万美元, 创 2021 年 8 月以来最低, 同比大跌 17.6%。新屋售价的平均值为 48.7 万美元。不过新屋售价仍远高于新冠疫情前的水平; 数据显示按揭贷款利率太高冲击房地产市场, 美国 10 月新屋销售降幅超预期, 新房房价同比重挫。

上周五 (12 月 1 日) ISM 数据显示, 美国 11 月 ISM 制造业指数 46.7, 预期 47.8, 前值 46.7; 该数据在今年 6 月份触及多年低点, 此后的三个月逐步回暖, 10 月起再度回落; 该数据已经给连续 13 个月萎缩, 创最近 20 年来最长萎缩周期。重要分项指数方面: 新订单指数 48.3, 前值 45.5; 新订单指数已连续 15 个月收缩, 这是自 1981-1982 年以来最长的连续收缩; 生产指数为 48.5, 10 月前值 50.4; 就业指数 45.8, 前值 46.8; 供应商交付指数从 10 月的 47.7 下跌至 11 月的 46.2; ISM 制造业商业调查委员会主席 Timothy Fiore 此前表示: “过去制造业 PMI 与美国整体经济之间的关系表明, 10 月 46.7 的数值相当于年化实际国内生产总值 (GDP) -0.7% 的变化。” 最新的 ISM 报告与美联

储 11 月褐皮书的调查结果相呼应，褐皮书普遍报告了制造业的疲软和谨慎的前景。

上周四（11 月 30 日）美联储“三把手”、在职期间拥有 FOMC 永久投票权的纽约联储主席威廉姆斯上周四表示，货币政策正处在二十五年来最限制经济发展的水平，而且“需要在相当长的一段时间内保持紧缩”来观察事态发展，降息目前只是一种“假设”，是“很遥远未来的事情”；上周里士满联储主席巴尔金与美联储理事鲍曼都强调，如果通胀被证明是顽固的、降温趋势停滞不前，或者无法及时回到 2% 的目标，则会增加进一步加息的可能性。上周五（12 月 1 日）美联储主席鲍威尔讲话之前，据 CME 的 Fedwatch 数据，12 月和明年 1 月的 FOMC 会议都不加息，明年 3 月开始降息的概率超过了 50%，明年 5 月降息已经属于“板上钉钉”，明年底的政策利率大概率维持在 4% 至 4.25%，等于比当前水平会下调超过 100 个基点。

图：美国 10 月 PCE/核心 PCE 通胀数据；美国初请/续请失业金变化情况（2018.1-2023.12）



数据来源：WIND，冠通研究

上周四（11 月 30 日）美国商务部数据显示，由于能源价格下跌，美国 10 月 PCE（个人消费支出）物价指数同比上升 3%，为 2021 年 3 月以来的最小涨幅，市场预期上升 3.1%；环比持平，同样超预期放缓；10 月份剔除食物和能源后的核心 PCE 物价指数同比增速从 9 月的 3.7% 回落至 3.5%，符合预期；环比增长 0.2%，前值增长 0.3%，符合市场预期；美联储密切关注不包括住房和能源在内的服务业通胀，环比上涨 0.1%，同样为今年迄今的最小涨幅；核心 PCE 通胀数据是美联储首选通胀目标，此次数据是美联储下一次货币政策会议之前最后一份个人消费支出（PCE）数据，也是最后一个主要通胀指标；数据显示消费者支出放缓，表明经济正步入低速增长阶段，巩固美联储降息预期。

上周四美国劳工部数据，11 月 25 日当周首次申请失业救济人数 21.8 万人，预期 21.8 万人；截止 11 月 18 日当周续请失业救济人数 192.7 万人，创下 2021 年 11 月以来的最高水平，预期 186.5 万人；德银曾经在报告中表示，最理想的预测美国经济陷入衰退的先行指标，就是续请失业金人数；从 1960 年有数据以来，美国续请失业金人数都能准确地判断出经济陷入衰退；当续请失业金人数较上

一年的最低水平上涨 11.5%以上的时候，就开始步入经济衰退的倒计时。

上周五（12月1日）美联储主席鲍威尔在亚特兰大文科女性学院 Spelman College 参加对话活动时，重申美联储决策者在谨慎行事，称联储官员仍准备如有需要就进一步收紧货币。他说：“到目前为止，美联储正在谨慎推进，因为紧缩不足和紧缩过度的风险正变得更加均衡。”“现在就断定我们的立场已经达到足够的限制性、或者猜测政策何时可能宽松，还为时过早。”“如果适合，我们准备进一步收紧政策。”鲍威尔评价，联储的紧缩行动已经让政策利率“深入”（well into）限制性区域。他指出，货币政策对经济状况的影响有滞后性，联储的货币紧缩政策可能尚未显现全面影响。鲍威尔本次评价称通胀已经回落，核心通胀仍太高。美联储将坚守承诺，维持限制性水平的利率，直到通胀处于朝 2%回落的正轨。

鲍威尔表示，联储的货币政策处于遏制经济的限制性水平，因此正确的做法是“让数据告诉我们事实是什么”，以及联储的紧缩是足够还是需要做得更多。让数据揭示什么是合适的路径。他并未提及数据会不会告诉联储何时应降息；被问及如何解决通胀波动大时，鲍威尔说，美联储的底线是必须恢复价格稳定，价格稳定是经济的基石，联储的工具只有利率和资产负债表。他说，我们正处于不造成大量失业就实现 2%这一通胀率的正轨。评论称，这等于鲍威尔在说，美联储处于实现软着陆的正轨；谈到消费，鲍威尔对消费者支出的前景持谨慎乐观的态度。他说，美国消费者的消费强劲程度和强劲持续时间都让人意外。从联储掌握的数据看，GDP 增长在放缓；对于劳动力参与率，鲍威尔说美联储没有这方面的具体目标，联储愿意看到劳动力参与率进一步上升。他指出鉴于人口老龄化，劳动力的这一数据自然会下降。但任何一年都可能发生变化。他说，劳动力参与率尚未完全恢复到新冠疫情前的水平。鲍威尔发言之后，债券交易员们押注最早在明年 3 月份降息的可能性高达 80%。

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；与此同时美国政府债务还在以惊人的速度积累，未来爆发债务危机或政府关门的可能性大大增加；俄乌冲突仍在持续，欧洲制造业 PMI 同样长时间萎缩，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 67500 元/吨上方后持续震荡，一度短暂越过 69000 元/吨；在电力电网和新能源交通铜需求的支撑下，后市可以谨慎乐观；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 28 日消息，巴拿马最高法院宣布一项重大裁决，加拿大第一量子矿业公司在巴拿马经营的科布雷铜矿合同违宪。这一决定使得第一量子在巴拿马的经营面临重大挑战，引发了市场的广泛关注。该裁决是在公众对新的政府与第一量子矿业公司的新合同感到愤怒的情况下做出的。公众认为该合同对加拿大公司过于有利，损害了本国主权，且在合同谈判中存在腐败行为。巴拿马最高法院院长玛丽亚·尤金尼亚·洛佩兹表示，一致宣布 2023 年 10 月 20 日的 406 号法规违宪。第一量子矿业公司承认了这一裁决，并表示将坚定致力于在国内运营的各个方面遵守监管规定。然而，该公司也补充称，将等待裁决公布后再发表更多评论。而巴拿马总统劳伦蒂诺·科尔蒂索表示，该国将遵守法院的裁决。这一裁决对铜市场产生了影响，因为第一量子的 Cobre 巴拿马矿约占全球铜产量的 1%。受此影响，伦敦金属交易所基准期铜合约上涨 0.9%，至每吨 8,441 美元。

值得注意的是，科布雷铜矿对巴拿马的经济至关重要，约占巴拿马 GDP 的 5%。如果合同被撤销，巴拿马失去投资级评级的可能性将大幅上升。根据 10 月份的合同，巴拿马政府授予第一量子 20 年采矿权，并可选择再延长 20 年，作为交换，巴拿马每年可以获得 3.75 亿美元的收入。然而，公众对该合同的强烈反对正在成为该国 2024 年 5 月总统选举的一个主要议题。对此，加拿大皇家银行在一份报告中表示，这一裁决很大程度上是在意料之中的，但这增加了不确定性。未来的道路取决于该矿能否在新合同谈判期间恢复运营，或者是否仍处于停产状态，最终可能导致国际仲裁程序。

此外，好莱坞演员莱昂纳多·迪卡普里奥也支持抗议活动，他分享了一个环保组织的视频，呼吁最高法院取消合同。他的支持无疑加剧了抗议活动的声势，也进一步显示了公众对这一合同的不满情绪。巴拿马最高法院的裁决对市场产生了重大影响。这一决定不仅对第一量子在巴拿马的运营构成了挑战，也对全球铜市场产生了影响。此外，公众对合同的不满情绪和抗议活动的持续也增加了市场的不确定性。未来，全球市场将密切关注这一事件的进一步发展。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

11 月 30 日消息，秘鲁 Las Bambas 铜矿抗议示威事件已结束，据悉并不影响生产。据路透此前消息：秘鲁大型铜矿 Las Bambas 的工会秘书长 Erick Ramoss 接受采访时表示：“工会于周二开始为期两天的罢工，要求获得更多的利润分配和更好的运输条件。此次罢工原本是无限期的，劳动部门宣布罢工是不正当的，为了避免工人遭到报复，工会决定缩短抗议时间。将于当地时间周四上午 5:30 结束。”

2023-2025 年矿山仍然处于集中投产期，主要是 Quellaveco、QB2、TFM 混合矿扩张项目、KFM、Oyu Tolgoi、Kamoa 三期、巨龙二期、Udokan 等铜矿。

Quellaveco 铜矿是位于秘鲁的一座大型露天铜矿，位于秘鲁的 Moquegua 区，离首都利马东南部约 1,000 千米，有约 35 年寿命。铜矿储量 868.2 万吨，平均品位 0.53%。英美资源 1992 年收购 Quellaveco 铜矿，于 2000 年开展可行性研究，2012 年日本三菱收购 Quellaveco 铜矿 18.1% 股权，但是从 2013 年起 Quellaveco 项目的开发一直被搁置。2018 年英美资源集团做出最终投资决定，将继续开发 Quellaveco 铜矿，并且与日本三菱公司达成 6 亿美元的交易，三菱公司在 Quellaveco 铜矿项目上的股份增加到 40%，因此目前英美资源拥有 Quellaveco 铜矿项目 60% 的股权，日本三菱公司拥有该矿 40% 的股份。经过四年的开发，Quellaveco 铜矿最终于 2022 年下半年投产，当年产量为 10.2 万吨；今年前三季度生产了 22.53 万吨，预计今年产量 31 万吨，英美资源预计 Quellaveco 项目在前 10 年的年产量 30 万吨。

Tenke Fungrume Mining(简称 TFM)铜钴矿位于刚果(金)卢阿拉巴省，是刚果(金)目前产能最大的铜钴矿项目。TFM 铜矿面积 1437 平方公里，包含六个矿区，铜平均品位 2.84%，钴平均品位 0.30%，铜金属储量 789.48 万吨，钴金属储量 82.26 万吨。早在 1996 年，美国 Phelps Dodge 与刚果金政府、刚果金国家矿业公司(Gecomine)公司签署三方协议，成立 TFM 公司共同开采铜钴矿，但是该项目因为刚果金战乱等原因中断多年。TFM 铜矿于 2006 年重新启动建设，并于 2009 年首次投入运营，合作协议几经变更，到 2016 年 TFM 铜矿持股比例为美国 Freeport 56%，伦丁矿业 24%，刚果金国家矿业公司 Gecomines 20%。2016 年 5 月，Freeport 为了减少债务，以 26.5 亿美元向洛阳钼业(603993)出售 TFM 铜矿全部股权，同年 11 月，Lundin 矿业宣布以 11.36 美元将 TFM 股权出售给渤海华美(BHR)。2017 年 4 月，洛阳钼业又收购了 BHR 持有的 TFM 24% 股权，自此，洛阳钼业间接持有 TFM 80% 的股权。2021 年 8 月 6 日，洛阳钼业宣布通过《关于刚果(金)TFM 铜钴矿混合矿开发项目的议案》，项目计划投资 25.1 亿美元，规划建设 3 条生产线，分别为 350 万吨/年混合矿生产线、330 万吨/年氧化矿生产线和 560 万吨/年混合矿生产线。2022 年，TFM 铜金属产量为 25.42 万吨，钴金属产量为 2.028 万吨。2023 年下半年 TFM 混合矿扩建项目三条线均已经投产，预计今年产量为 3.6-7.6 万吨，未来达产后年产量约 20 万吨，预计 2024 年 TFM 铜矿产量将达到 45 万吨。

Kisanfu(KFM)铜钴矿位于刚果金卢阿巴拉省，是全球最大、最高品味的铜钴项目之一。铜品位为 2.91%，钴品位为 1.19%，铜金属储量为 193.52 万吨，钴金属储量为 79.14 万吨。2020 年 12 月，洛阳钼业与 Freeport 达成股份购买协议，以 5.5 亿美元总价收购 Freeport 在刚果金 Kisanfu 铜钴

矿中 95%的权益，刚果(金)政府持有另外的 5%权益。2021 年 4 月，邦普时代将通过其香港全资子公司，以 1.375 亿美元从洛钼控股手中受让 23.75%的股权。目前洛阳钼业、邦普时代、刚果金政府分别持有 KFM 铜钴矿 71.25%、23.75%及 5%的权益。2022 年 6 月洛阳钼业通过《关于投资建设刚果金 KFM 开发项目的议案》，同意在项目投资不超过 18.26 亿美元范围内投资建设 KFM 开发项目(一期)。KFM 一期于 2023 年第二季度投产，并且在三季度达产，预计今年产量为 7-9 万吨，明年产量将达到 15 万吨。2024 年洛阳钼业在刚果金产量将达到 60 万吨。

Oyu Tolgoi 金铜矿位于蒙古国南戈壁省，是世界上最大的铜金矿之一，于 2001 年被发现，初步探明铜储量为 3110 万吨、黄金储量为 1328 吨、白银储量为 7600 吨。力拓公司自 2010 年成为该项目的运营管理方，当时 Turquoise Hill Resources(绿松石山资源公司)拥有该项目 66%的股权，剩余 34%股权属于蒙古国政府，而力拓拥有 Turquoise Hill Resources 公司 51%的股权。2022 年底，力拓集团以 31 亿美元的价格完成了对 Turquoise Hill Resources 的收购，力拓开始直接持 Oyu Tolgoi 项目 66%的股权，其余 34%的股权仍由蒙古国政府通过 Erdenes Oyu Tolgoi 公司持有。Oyu Tolgoi 铜矿分为露天和地下部分，露天部分于 2013 年 7 月投产，主要发往中国华北、西北地区铜冶炼厂。2015 年力拓和蒙古就 Oyu Tolgoi 地下铜矿开发达成了协议，但是近年来力拓和蒙古政府纠纷不断，导致地下矿开采建设不断推迟。2022 年 1 月 Oyu Tolgoi 董事会批准开始地下运营，并于今年年初开始投入生产。Oyu Tolgoi 铜金矿地下开采工程分为三部分，Panel0, Panel1 和 Panel2，率先投产的是 Panel0，Panel0 于 2023 年一季度投产，Panel1 和 Panel2 的可行性研究于今年二季度完成。该铜矿今年前三季度增产 3 万吨，预计全年增加 5 万吨左右。预计 2028-2036 年平均产量为 50 万吨，再后面 5 年产量为 35 万吨。

Kamola-Kakula(卡莫阿-卡库拉)铜矿位于非洲中部赞比亚-刚果(金)加丹加铜钴矿带，是目前非洲最大的铜矿。该铜矿储量为 1862.3 万吨，品位 3.94%。2015 年，艾芬豪旗下卡莫阿控股公司持有卡莫阿铜矿项目 80%权益，紫金矿业(601899)以 4.12 亿美元美元出资收购卡莫阿控股 49.5%的股份。现在 Kamoa-Kakula 项目由艾芬豪矿业、紫金矿业分别持有 39.6%权益，Crystal River Global Limited 持有 0.8%权益，刚果(金)政府持有剩余 20%权益，另外紫金矿业还持有艾芬豪矿业 13.59%的股权，因此是卡莫阿-卡库拉铜矿的最大权益持有者，合计权益约 45%。2017 年卡莫阿-卡库拉项目 I 期开工，并于 2021 年 5 月投产，三个月后达到设计产能，当年产量为 10.2 万吨。II 期工程于 2020 年 9 月启动建设，2022 年 3 月投产，2022 年卡莫阿-卡库拉铜矿两期总产量为 33.3 万吨。2022 年卡莫阿铜业批准技改计划，扩大卡莫阿-卡库拉 I 期和 II 期选厂的设计产能。2023 年 2 月卡莫阿-卡库拉 I 期和 II 期选厂完成扩产建设，产能达到 45 万吨铜。2023 年前三季度卡莫阿-卡库拉铜矿共生产铜精矿 30.1 万吨，2023 年生产目标为 39-43 万吨。卡莫阿-卡库拉 III 期扩建计划于 2024 年第四季

度投产, III 期投产后的前 5 年(2025-2029), 预计卡莫阿-卡库拉铜矿平均年产 65 万吨铜, 这将使卡莫阿-卡库拉铜矿成为全球第四大铜矿山。

巨龙铜业位于中国西藏, 拥有西藏驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜矿和知不拉铜多金属矿矿权, 铜储量为 1468 万吨, 品位 0.26%, 其中, 驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜矿是同一矿体。2020 年 6 月, 紫金矿业约 38.8 亿元收购巨龙铜业 50.1% 股权, 入主并主导运营, 第二大股东是藏格矿业(000408), 持股 30.78%。当时巨龙铜矿建设项目已经搁置一年之久, 紫金矿业入主后, 巨龙铜矿 2020 年 7 月项目复工, 并于 2021 年 12 月 27 日正式投产, 2022 年产铜 11.4 万吨, 按照扩产计划, 驱龙一期日处理矿石量将扩大到 15 万吨, 达产后年产铜 16 万吨左右。巨龙二期计划 2025 年 2 季度建成投产, 计划到 2025 年实现年产铜 35 万吨。未来三期投产后, 2030 年将实现年产铜 60 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法律和劳资纠纷有关, 但劳资纠纷马上就结束了; 真正需要引起注意的是, 西方大型矿业资本和中国等大型新兴经济体的知名矿企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/吨附近震荡; 国内期货盘面铜价从跌破 66000 元/吨附近反弹至 69000 元/吨附近震荡并再次回落, 显示国内铜需求支撑了人民币铜价震荡; 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。

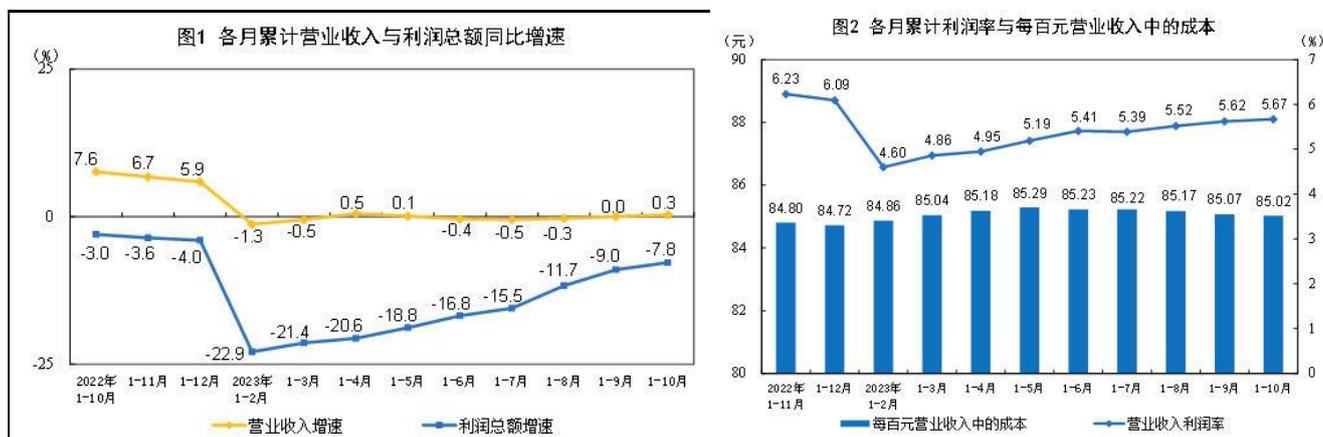
三、国内经济磨底震荡, 工业企业利润不佳对铜需求产生负面影响

11 月 27 日国家统计局数据显示, 1—10 月份, 全国规模以上工业企业实现利润总额 61154.2 亿元, 同比下降 7.8%, 降幅比 1—9 月份收窄 1.2 个百分点。1—10 月份, 规模以上工业企业中, 国有控股企业实现利润总额 20310.6 亿元, 同比下降 9.9%; 股份制企业实现利润总额 44908.3 亿元, 下降 7.0%; 外商及港澳台商投资企业实现利润总额 14431.3 亿元, 下降 10.2%; 私营企业实现利润总额 16851.4 亿元, 下降 1.9%。1—10 月份, 采矿业实现利润总额 11142.5 亿元, 同比下降 19.7%; 制造业实现利润总额 44147.1 亿元, 下降 8.5%; 电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 5864.6 亿元, 增长 40.0%。

1—10 月份, 主要行业利润情况如下: 电力、热力生产和供应业利润总额同比增长 50.1%, 黑色

金属冶炼和压延加工业增长 37.0%，电气机械和器材制造业增长 20.8%，通用设备制造业增长 10.4%，专用设备制造业增长 2.0%，汽车制造业增长 0.5%，有色金属冶炼和压延加工业下降 3.7%；1—10 月份，规模以上工业企业实现营业收入 107.78 万亿元，同比增长 0.3%；发生营业成本 91.63 万亿元，增长 0.6%；营业收入利润率为 5.67%，同比下降 0.50 个百分点。

图：工业企业利润总额同比增速变化情况；每百元营业收入中成本变化情况（2022.1-2023.10）



数据来源：国家统计局，冠通研究

1—10 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 85.02 元，同比增加 0.24 元；每百元营业收入中的费用为 8.33 元，同比增加 0.29 元。10 月末，规模以上工业企业每百元资产实现的营业收入为 80.2 元，同比减少 5.6 元；人均营业收入为 178.2 万元，同比增加 6.1 万元；产成品存货周转天数为 20.0 天，同比增加 1.1 天；应收账款平均回收期为 63.2 天，同比增加 5.3 天。10 月份，规模以上工业企业实现利润同比增长 2.7%。

11 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数据，11 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.4%，比上月下降 0.1 个百分点，制造业景气水平略有回落。从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.5%，比上月下降 0.2 个百分点，继续高于临界点；中型企业 PMI 为 48.8%，比上月上升 0.1 个百分点，低于临界点；小型企业 PMI 为 47.8%，比上月下降 0.1 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，生产指数和供应商配送时间指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。生产指数为 50.7%，比上月下降 0.2 个百分点，仍高于临界点，表明制造业生产保持扩张。新订单指数为 49.4%，比上月下降 0.1 个百分点，表明制造业市场需求有所回落。原材料库存指数为 48.0%，比上月下降 0.2 个百分点，表明制造业主要原材料库存量减少。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 50.3%，比上月上升 0.1 个百分点，表明制造业原材料供应商配送继续加快。

图：制造业 PMI；非制造业 PMI 各月对比情况（2022.11-2023.11）



数据来源：国家统计局，冠通研究

11 月份，非制造业商务活动指数为 50.2%，比上月下降 0.4 个百分点，仍高于临界点，非制造业继续保持扩张。分行业看，建筑业商务活动指数为 55.0%，比上月上升 1.5 个百分点；服务业商务活动指数为 49.3%，比上月下降 0.8 个百分点。从行业看，水上运输、电信广播电视及卫星传输服务、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；房地产、租赁和商务服务等行业商务活动指数低于临界点。

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。但近期宏观数据并不像想象的那样乐观，整体看，经济已经呈现出磨底迹象，但尚未迎来快速向上修复的阶段，预计需等待政策发力或政策引导增量资金进入相关领域后，市场才能看到更加明显的需求拉动效果。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，但新近突发的巴拿马铜矿停工事件也可能令铜精矿过剩的局面出现扭转，最终的前景目前仍难以判断。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 月份绿色电力建设再次创造历史高峰，利好铜需求

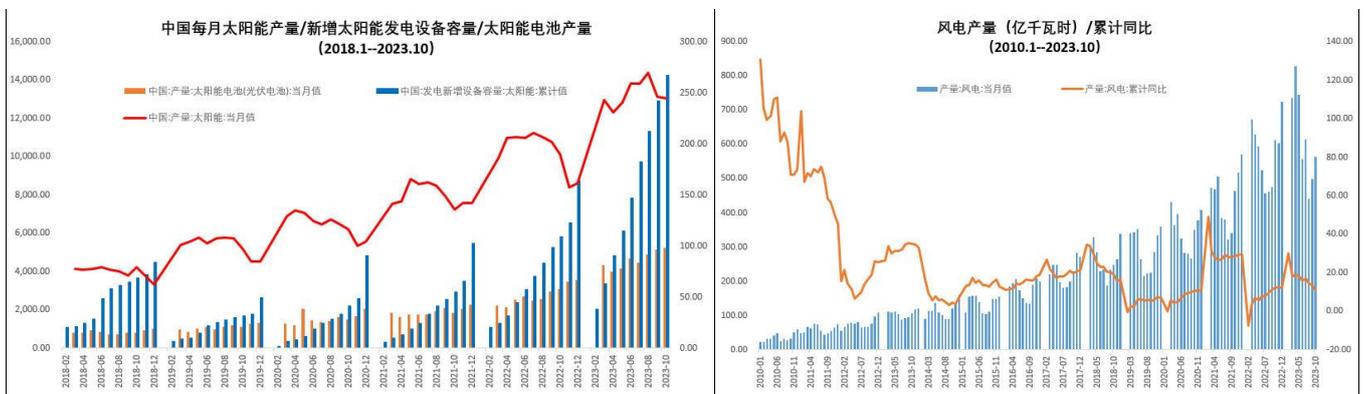
11 月 20 日，国家能源局发布 1-10 月份全国电力工业统计数据。截至 10 月底，全国累计发电装机容量约 28.1 亿千瓦，同比增长 12.6%。其中，太阳能发电装机容量约 5.4 亿千瓦，同比增长 47.0%；

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。

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%。

图：中国每月太阳能产量/太阳能发电设备变化情况；中国每月风电产量/累计同比变化情况(2018.1-2023.10)



数据来源：WIND，冠通研究

分品种看，10 月份，火电、太阳能发电增速加快，水电增速回落，核电由增转降，风电降幅扩大。其中，火电增长 4.0%，增速比 9 月份加快 1.7 个百分点；水电增长 21.8%，增速比 9 月份回落 17.4 个百分点；核电下降 0.2%，9 月份增速为 6.7%；风电下降 13.1%，降幅比 9 月份扩大 11.5 个百分点；太阳能发电增长 15.3%，增速比 9 月份加快 8.5 个百分点。

2023 年 10 月，全国绝对发电量为 7044 亿千瓦时，同比增长 5.2%；1-10 月份，全国绝对发电量为 73330 亿千瓦时，同比增长 4.4%。其中，10 月份风力发电量 563 亿千瓦时，同比减少 13.1%。1-10 月份风力发电量 6424 亿千瓦时，同比增长 10.8%。10 月份太阳能发电量 244 亿千瓦时，同比增长 15.3%。1-10 月份太阳能发电量为 2436 亿千瓦时，同比增长 12.5%。

近期，新的大型光伏设备产业投资正在快速推进。10 月 27 日，国晟(若羌)双碳硅基产业园项目

开工仪式在新疆巴音郭楞蒙古自治州若羌县现代工贸物流园举行。项目计划投资总额约 300 亿元，该产业园主要建设项目涉及光伏全产业链：年产 10 万吨高纯硅料项目、40GW 高效 N 型拉晶项目、5GW 超薄 N 型大尺寸硅片项目、5GW 高效异质结电池项目、5GW 大尺寸异质结组件项目。11 月 6 日上午，国晟异质结 10GW 双碳产业园项目签约暨奠基仪式在山东省莱州市沙河镇举行。国晟异质结 10GW 双碳产业园项目计划总投资 52 亿元，一期项目计划建设年产 2.5GW 高效异质结电池、2.5GW 大尺寸光伏组件。11 月 7 日，嘉兴隆基光电 8GW 单晶组件项目投产仪式在浙江嘉兴经开区举行。该项目总投资 47 亿元，2022 年 8 月 12 日签约，今年 1 月 21 日开工建设，预计于 2024 年 5 月满产，届时产能将达 10GW。11 月 8 日-9 日，2023 粤港澳大湾区全球招商大会在广州举行。花都区重点招商项目一百亿级光伏项目赛拉弗 10GW 光伏组件制造项目作为广州市 4 个入选项目之一上台现场签约。

根据国际能源网/风电头条风电项目数据库统计显示，2023 年 11 月份，华电、国家能源集团、中国电建、三峡、中煤集团、华能、中广核、大唐 8 家央企公布了风电机组采购情况。2023 年 11 月 1 日-11 月 30 日，共有 39 个风电项目的风机中标结果出炉，累计容量达到 6132.9MW（约 6.13GW）。从整体规模上来说，陆上风电项目共 38 个，规模为 5732.9MW，折合约 5.73GW；海上风电项目共 1 个，规模为 400MW。

整体看，在我国，电力电网行业的铜需求占全部铜需求的约 50%，而我国领导人把绿色能源/绿色电力放在非常高的位置上；近日在出席世界气候行动峰会的致辞中，丁薛祥副总理就全球气候治理提出践行多边主义、加速绿色转型以及强化落实行动等三点建议，强调必须坚持《巴黎协定》确定的目标和原则，积极提高可再生能源比例，推动传统能源清洁低碳高效利用，加快形成绿色低碳生产方式和生活方式，各国应充分兑现现有承诺。在我国，全国范围内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、近期境外铜库存变化迟钝，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，呈现基本稳定的态势。上周五（12 月 1 日）COMEX 铜期货成交量为 124,377 手，上一交易日为 87,156 手；空盘量为 176,907 手，上一交易日为 174,988 手。

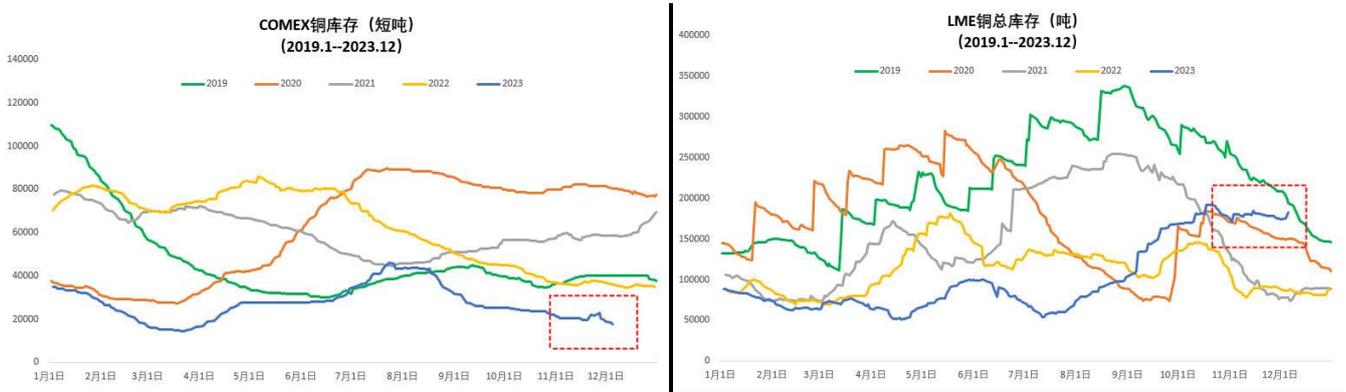
本周一（12月4日）COMEX 铜库存：

铜	12月4日	12月1日
注册仓单	14960	14960
非注册仓单	3386	3885
总计	18346	18845

截止12月4日COMEX铜库存小幅减少499短吨至18346短吨。

美国国内有报道称，中国制造业活动的回升对铜期货价格起到了积极的推动作用。

图：美国COMEX交易所铜库存情况和伦敦LME铜库存变化情况（2019.1-2023.12）



数据来源：WIND，冠通研究

12月6日，LME铜库存录得18.21万吨，较上一日增加1525吨，增加幅度为0.84%；

最近一周，LME铜库存累计增加7125.00吨，增加幅度为4.07%；最近一个月，LME铜库存累计增加1825.00吨，增加幅度为1.01%。

日期	库存（吨）	增减变化（吨）	增减幅度（%）
12月6日	182075	1525	0.84%
12月5日	180550	5650	3.23%
12月4日	174900	650	0.37%
12月1日	174250	-1000	-0.57%
11月30日	175250	300	0.17%

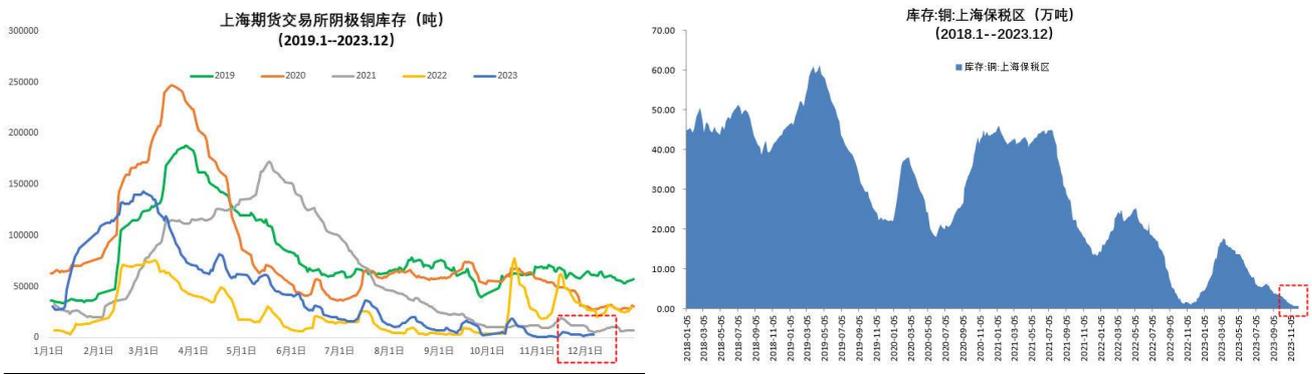
历史数据显示，自2020年12月7日以来，LME铜库存最高为25.48万吨，最低为5.12万吨，均值录得12.15万吨，当前库存（18.21万吨）较均值增加33.27%。

12月6日，上期所沪铜期货仓单录得2773吨，较上一交易日减少397吨；最近一周，沪铜期

货仓单累计增加 318 吨，增加幅度为 12.95%；最近一个月，沪铜期货仓单累计增加 2020 吨，增加幅度为 268.26%。

日期	期货仓单（吨）	增减变化（吨）	增减幅度（%）
12月6日	2773	-397	-12.52%
12月5日	3170	0	0%
12月4日	3170	498	18.64%
12月1日	2672	1142	74.64%
11月30日	1530	-925	-37.68%

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（2019.1-2023.12）



数据来源：WIND，冠通研究

SMM 周度铜库存数据：截至 12 月 04 日周一，SMM 全国主流地区铜库存环比上周五下降 0.09 万吨至 5.4 万吨。相比上周五库存的变化，全国各地区的库存多数是减少的但降幅并不大。总库存较去年同期的 10.74 万吨低 5.34 万吨，其中上海较上年同期低 2.77 万吨，广东地区低 0.53 万吨，江苏地区低 2.07 万吨。具体来看，上海地区库存较上周五下降 0.06 万吨至 3.67 万吨，周末进口铜和国产铜到货量并不多是导致库存下降的最主要原因。广东地区库存下降 0.02 万吨至 1.06 万吨，上周末前期停产的铜加工企业陆续复产消费增加，是令库存下降的主因。

国内保税区铜库存方面：据 SMM 调研了解，上周五（12 月 1 日）国内保税区铜库存环比（11 月 24 日）减少 0.04 万吨至 1.18 万吨。其中上海保税库环比减少 0.01 万吨至 0.94 万吨；广东保税环比下降 0.04 万吨至 0.24 万吨。因沪铜现货盈利窗口持续打开，国内保税库维持去库状态，但上周周内上海地区个别仓库出现小幅累库，主因沪铜与 BC 铜价差曾扩大至存有套利空间，部分市场交易者交仓于 BC 铜，使得个别仓库库存小幅增长。

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，但中美、南美产铜大国的法律纠纷、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；目前外盘铜价已经连续3周在8400美元/吨关口附近震荡，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，那么美元铜价在前期已经抵达8600美元/吨的基础上，有可能再次测试8700美元/吨附近，值得期待。

风险提示

- 1、美联储首次降息时间不确定，不排除比预期更早；
- 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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。