

华鑫沪铜中期策略：宏观回暖叠加低库存支持 沪铜向上弹性或将加大

华鑫期货研究所

关键词：美债收益率 补库周期 铜低库存

今年沪铜波动明显小于2020年全球疫情爆发以来的几年，如2020年年波动超过24000点，2021年接近22000点，2022年接近24000点，而今年不足9000点，下半年波动进一步收窄，特别是8月后，沪铜波动主要围绕65000-70000之间5000点窄幅波动。截止11月24日早盘，加权沪铜指数年上涨2.73%，而对应的LME铜上涨0.27%，COMEX铜上涨0.03%，内外盘铜的差异，主要是今年人民币贬值所至。

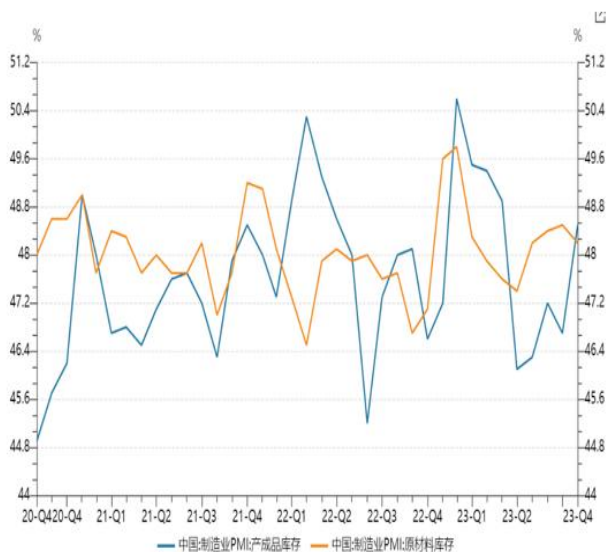
对于后市，我们基于铜是高度敏感宏观的商品，增强铜宏观因子分析，同时梳理近期铜基本面焦点，判断沪铜将延续震荡回升，并存在向上波动率加大的可能。

一、宏观整体回暖

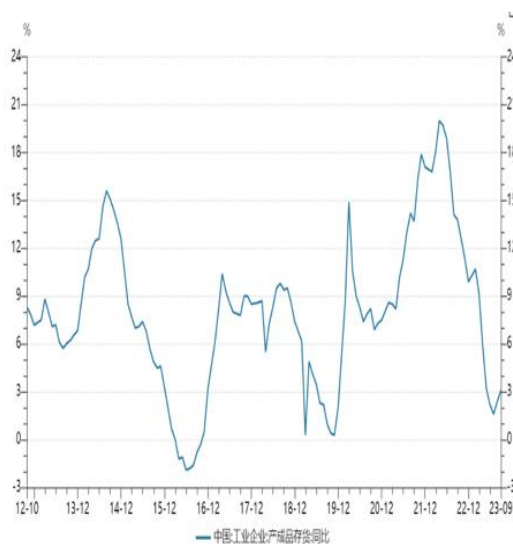
1，中国

今年1月份整体商品延续去年的惯性上涨，春节长假后转跌，去年11月份以来，防疫政策转向引导的需求增长预期被证伪。直至6月底，期间伴随宏观和房地产政策持续利好，商品整体出现反弹，而进入国庆长假后，商品再度转入调整，诱发因素是作为全球风险资产定价之锚的美长债收益率创07年以来新高。进入10月下旬，国内宏观利好政策从量变到质变，如汇金入市、1万亿特别国债发行、中央金融工作会议召开等等，整体结束了调整转入震荡，部分国内低库存高基差或国外依赖型基础资源品出现明显回升，如矿石、焦煤、纯碱等，而有色中，国内铜也出现震荡回升的现象。

我们判断本轮反弹起始于今年6月，处于国内补库周期的初期，数据显示，6-7月，国内PMI数据中产成品库存和原料库存以及规模以上工业企业库存出现反弹，前者是环比数据，后者是同比数据，在补库周期的初期，国内商品中低库存商品或将先期反弹。



图一：制造业PMI原料和产成品库存

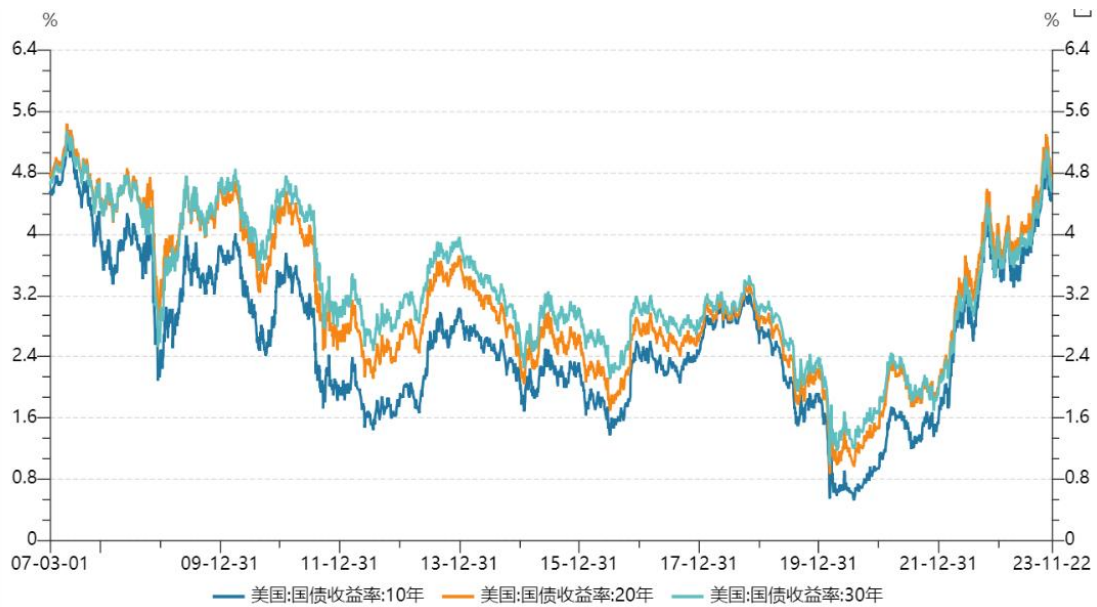


图二：规模以上工业库存同比

2，美国

国内国庆长假后，商品和股市普跌，重要原因之一是全球风险资产定价之锚的美国长债收益率持续大涨，突破了2008年的高点，2008年对于全球金融市场而言，是特别重要的一年，因为2008年10月发生了全球金融风

暴，美长债收益率大涨也不得不让市场人士担忧，金融危机是不是又要来了？但随着之后美联储相关政策和发展言，市场逐步对于美将结束加息周期形成强预期。我们基于最新美国经济数据如非农和制造业PMI等均低于预期的表现，判断美联储已经不具备继续加息的潜力，美长债收益率和美元趋于回落，支撑全球风险资产价格企稳反弹，铜作为大宗商品中重要一员，也将从中受益。

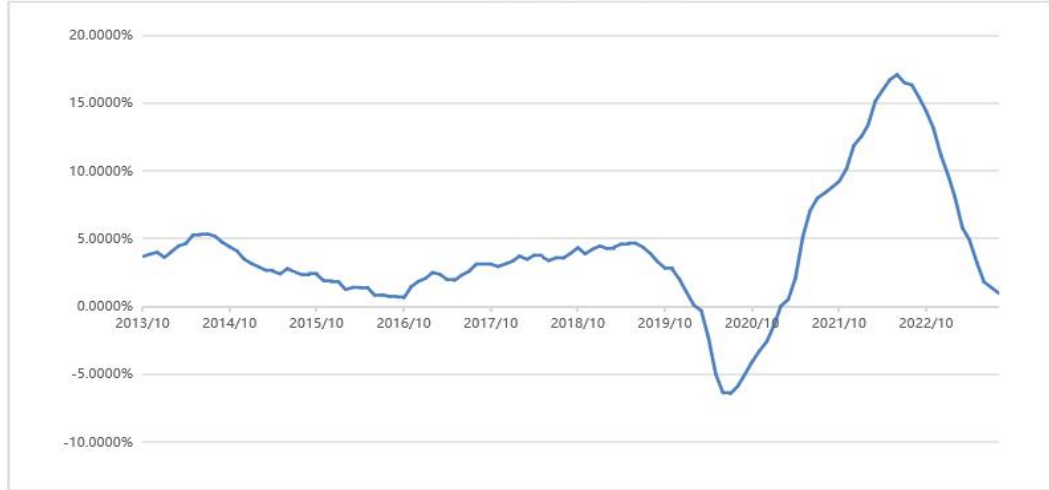


图三：美国长债收益率 数据来源WIND

3, 变数

我们判断国内补库周期或已启动，对低库存商品等利多，但最新数据显示，美国仍处于去库周期中，这对整体全球大宗的价格进一步上涨不利，我们判断，在美联储停止加息后，美国库存数据或出现变数，若形成与中国补库周期共振，从2008年以来，曾发生过三次中美库存周期共振现象，2009年，2016年和2020年，三次均出现大级别大宗商品的上涨，其中铜的涨幅位列大宗商品的前列。反之，若美国库存继续处于整体降库，整体国内商品的反弹空间有限，部分商品的四季度至明年年初的上涨行情，且行且珍惜。

美国产成品库存



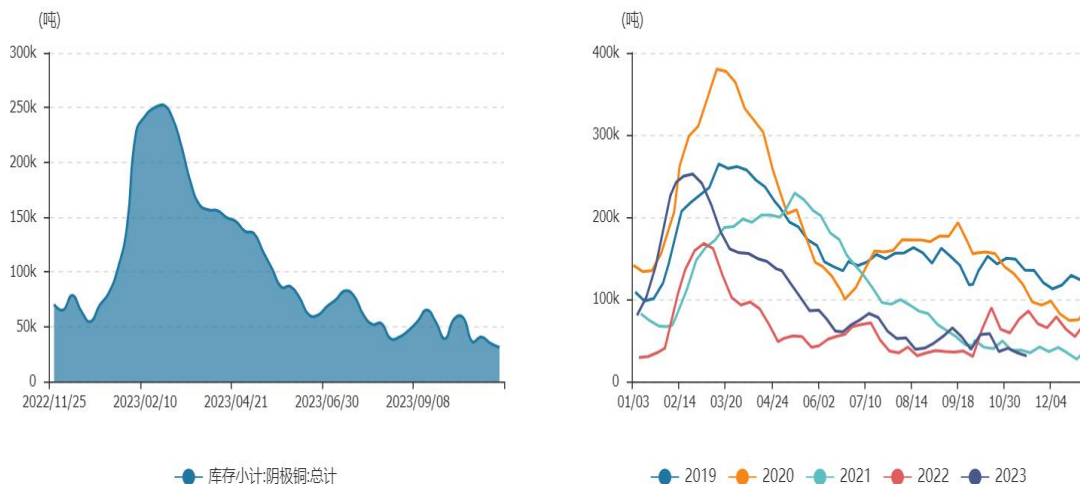
图四：美国产成品库存 数据来源WIND 华鑫期货研究所

二、产业基本面

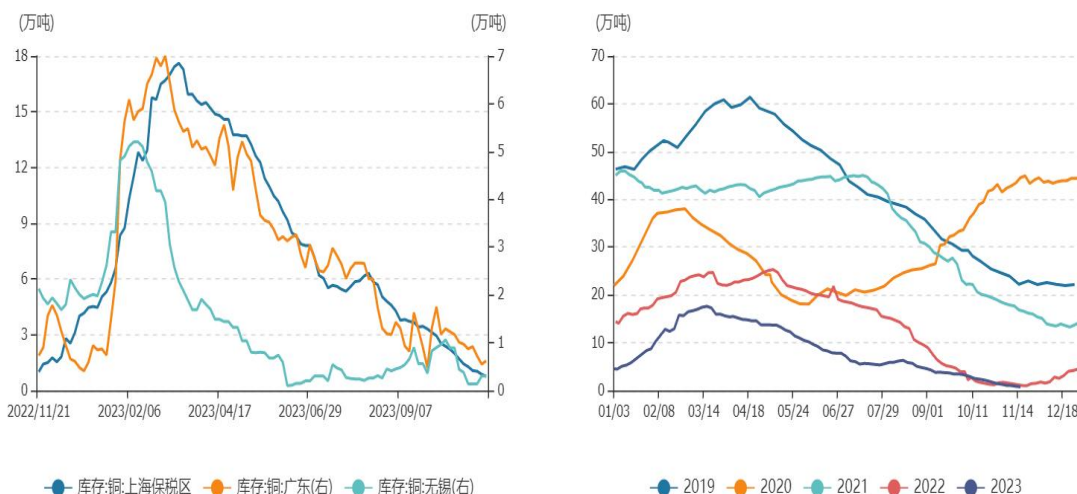
近期铜基本面焦点是国内铜低库存和逐步回升的下游开工率。

1) 国内库存

截止至2023年11月17日，上海期货交易所阴极铜库存为31,026吨，长期库存和季节性库存，均处于历史低位。而国内铜隐形库存方面，截止至2023年11月16日，上海保税区库存0.76万吨，广东地区库存0.62万吨，无锡地区库存0.3万吨，也处于长期库存和季节性库存历史低位。



图五：上期所铜总库存和季节性库存



图六：国内隐性总库存和季节性库存

2) LME和COMEX库存

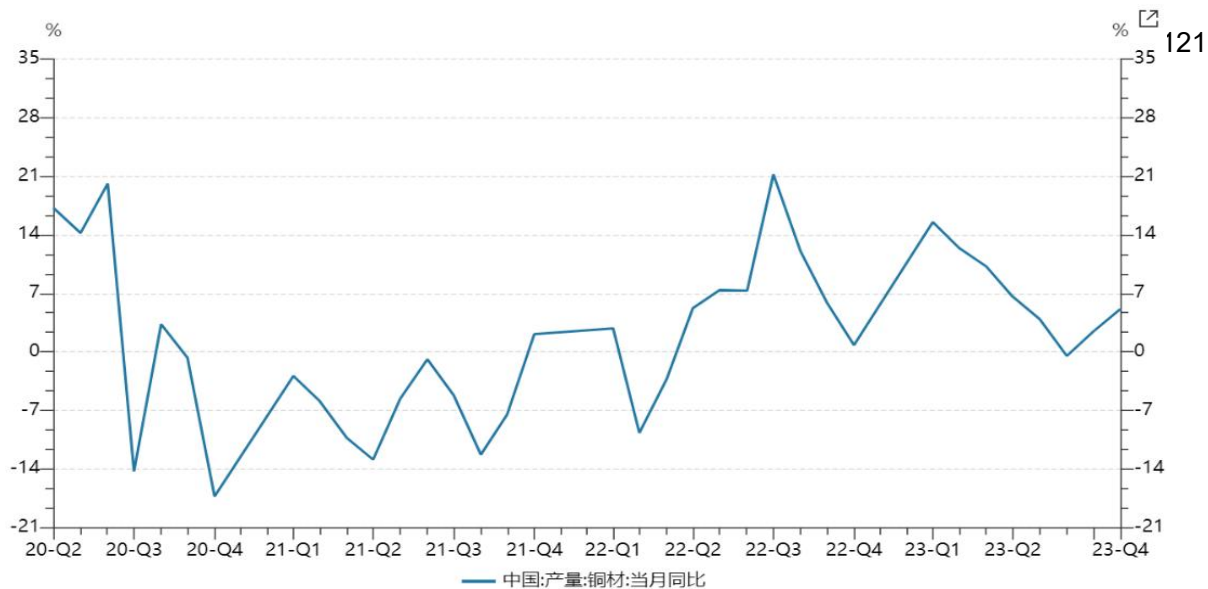
相比与国内极低的库存，今年LME铜总库存增加了接近50%至于18万吨以上，但增加区域主要是北美地区，与国内关系度更高的亚洲地区库存增幅非常有限，从季节性分析，目前LME铜库存处于历史平均水平。而COMEX铜方面，今年库存减少接近80%至19815短吨，总量处于历史偏低位置。

3) 库存的总结

对于全球铜库存，我们维持偏紧张判断，今年LME北美地区的库存增加，与美元加息，利率回升导致隐形库存转入显性库存有关，与实际的供需面关系有限。而国内方面，库存的大幅缩减，短期对价格震荡反弹有利，中期需要关注宏观转暖背景下，低库存会提高价格向上弹性。

2, 国内下游开工率的温和回升

9月以来，精铜制杆、铜板带、铜管企业开工率结束了年初以来的持续回落，开始出现了回升，好于预期，下游需求边际改善也继续使国内库存低位去化。



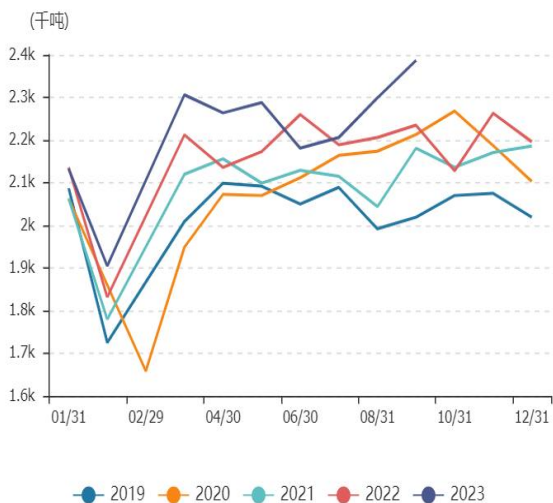
图七：国内铜材产量同比 数据来源WIND

三、ICSG的供需分析

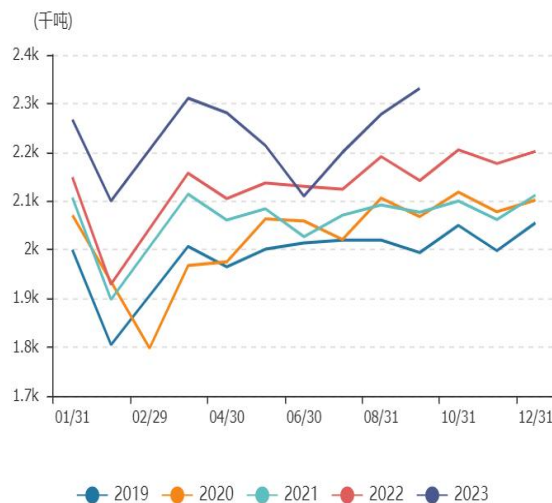
	2023/01	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09
原生精炼铜产量	1,894.00	1,751.00	1,923.00	1,885.00	1,827.00	1,754.00	1,840.00	1,900.00	1,945.00
再生精炼铜产量	373.00	350.00	388.00	396.00	387.00	355.00	361.00	378.00	387.00
全球精炼铜产量	2,267.00	2,100.00	2,311.00	2,281.00	2,214.00	2,110.00	2,200.00	2,278.00	2,331.00
全球精炼铜消费量	2,133.00	1,905.00	2,306.00	2,264.00	2,288.00	2,181.00	2,206.00	2,299.00	2,387.00
精炼铜过剩/缺口	134.00	195.00	4.00	17.00	-74.00	-72.00	-5.00	-21.00	-55.00

表一：ICSG供需平衡表

根据最新9月份ICSG铜供需平衡表，全球精铜短缺5.5万吨，这是自今年5月以来，连续5个月出现短缺现象。从季节性角度分析，当前供需平衡情况较近5年相比维持在较高水平，当前产量较近5年相比维持在较高水平，当前消费量较近5年相比维持在较高水平。



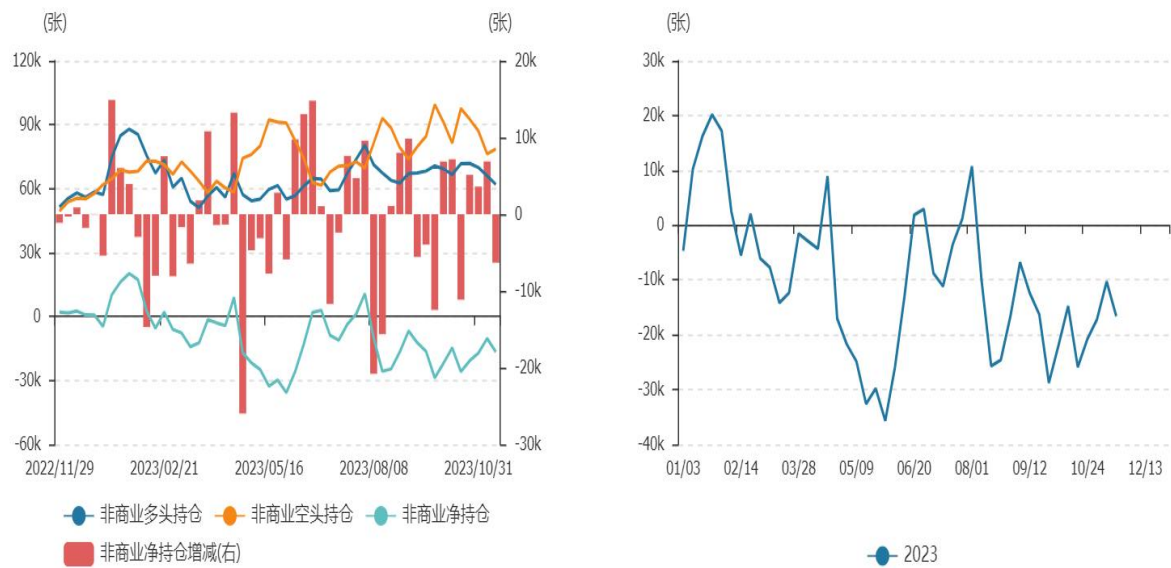
图八：全球铜需求及季节性分析



图九：全球铜产量季节性分析

三、外盘基金动向

以外盘COMEX基金持仓为例，目前仍处小幅净空，持仓规模中性，这也是近期整体铜价走势温和的原因之一，后续基金净持仓走向值得关注,特别是价格弹性与净持仓拐点出现共振之时。



图十：COMEX铜净持仓 数据来源WIND

四、总结

基于以上关于宏观和铜基本面分析，我们维持四季度铜震荡反弹的观点，同时密切关注宏观数据特别是美国库存周期的变化，若明年中美补库周期出现共振，作为全球经济重要风向标的铜，或将超预期的表现，铜价向上的弹性将高于今年。

五、风险提示

铜目前的绝对估值和相对估值均处于中性偏高的位置，向上的价格弹性，需要宏观数据进一步配合，而若出现反向宏观利空，向下的价格弹性也会出现，目前65000-70000的震荡是偏于理性的表现。

注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或者转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货有限公司

地址：上海市黄浦区福州路666号21、22楼

邮编：200001

电话：400-186-8822

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“知微见著，臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

华鑫期评

