期货研究报告

商品研究

铜铝周报

走势评级：铜——偏弱震荡

铝——高位震荡

楼家豪—有色分析师

从业资格证号：F3080463

投资咨询证号：Z0018424

联系电话：0571-28132615

邮箱：loujiahao@cindasc.com

李艳婷—有色分析师

从业资格证号：F03091846

联系电话：0571-28132578

邮箱：liyanting@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO.LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

短期逻辑拐点未至，铜铝震荡局面未破

报告日期：2023 年 11 月 27 日

报告内容摘要：

◆**供需逻辑**

◆**电解铜：**供应环比收紧，但总体仍然偏松。进口加工费继续下滑至 81.36，而铜精矿港口库存维持高位水平，料矿端产出有所收紧，而国内开工回落幅度更大，冶炼厂产出减少。精铜消费走弱。精废铜价差回归中位数水平，再生铜杆开工率快速回升至 51.39%，原生铜杆开工率持续下滑至 67.7%，铜杆消费走弱，且预计年内基建端投资增速明显回落，沪铜消费预计走弱，但当前现货高位升水，连续-连三价差仍是 BACK 结构，市场供需支撑仍然偏强，需等待需求拐点。

◆**策略建议：**供应与需求均环比走弱，沪铜偏弱震荡

◆**风险提示：**国内政策驱动

◆**氧化铝：**氧化铝开工持续环比走弱，而由于前期投放产能较多，氧化铝产量略有回升，但由于氧化铝厂利润受限，供应难以出现明显宽松；电解铝供应压减后，直接减少对氧化铝的需求，需求走弱。而前期随着铝土矿用量减少，烧碱需求减弱，烧碱价格下滑，铝土矿价格承压，成本支撑减弱，氧化铝价格随即回落至相对合理的估值水平，预计窄幅震荡为主。

◆**电解铝：**进入十一月份后，云南地区水电紧张，铝厂压减部分产能，供应再度转弱；铝棒含量持续环比回落，铝棒出库量减少，且铝水比例出现持续下调，料下游消费环比走弱的趋势不改，消费韧性转弱。沪铝现货贴水，连续-连三价差呈现 back 结构，倒 V 型结构表明现货支撑偏弱，近月偏强。

◆**策略建议：**供应收缩，需求环比走弱，沪铝区间偏弱震荡；供应存在缩紧的趋势，需求转弱，氧化铝在成本线附近偏弱震荡。

◆**风险提示：**地产竣工尚有支撑

铜

宏观分析：

从短期来看，市场开始交易美联储此轮加息周期结束，短期内宏观可交易的逻辑逐渐淡化。

从中长期来看，仍需重点关注美国的经济表现，前期通胀顺利回落叠加超额储蓄支撑，美国经济韧性偏强，显现出较好的经济前景。但考虑到通胀继续回落的难度层级加大，且超额储蓄存在耗尽的隐忧，美国经济仍可能面临下行的压力。且就业数据降温也预示着美国经济下行的压力与日俱增，一旦开启降息，市场可能交易美国经济衰退。

图 2.美元指数变动情况

资料来源：Wind，信达期货研究所

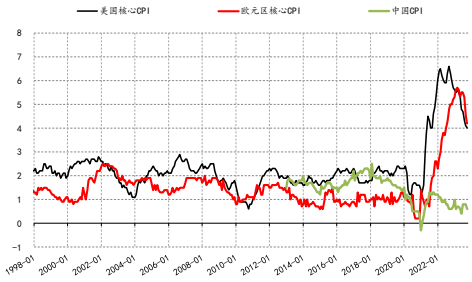
图 5.美国十年期国债实际收益率

资料来源：Wind，信达期货研究所

图 7. 主要经济体制造业 PMI

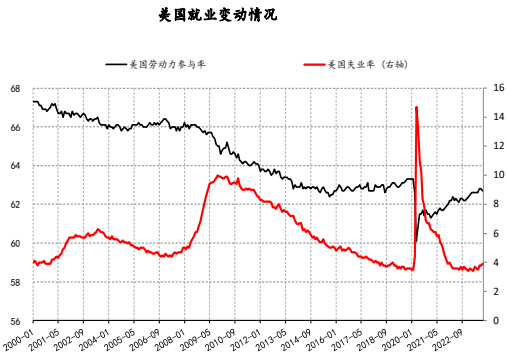
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 8. 主要地区 CPI 数据



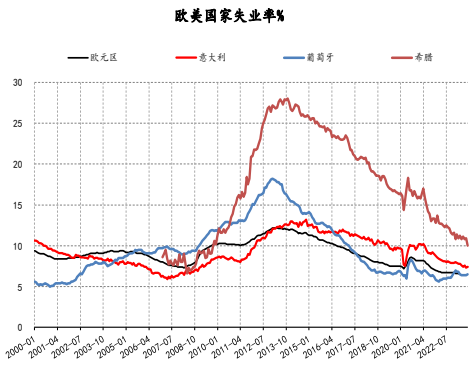
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 9. 美国就业变动情况



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 10. 欧美国家失业率

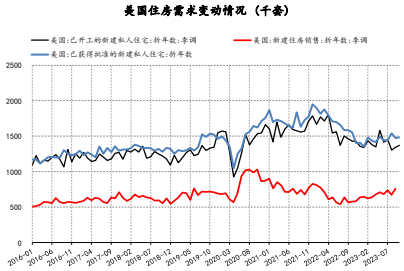


资料来源：Wind，信达期货研究所

国内外市场需求

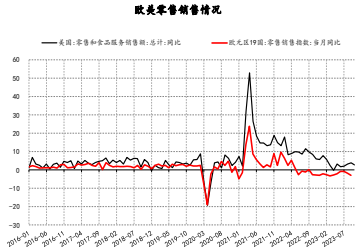
精铜消费走弱。精废铜价差回归中位数水平，再生铜杆开工率快速回升至 51.39%，原生铜杆开工率持续下滑至 67.7%，铜杆消费走弱，且预计年内基建端投资增速明显回落，沪铜消费预计走弱。

图 11.美国住房需求变动情况



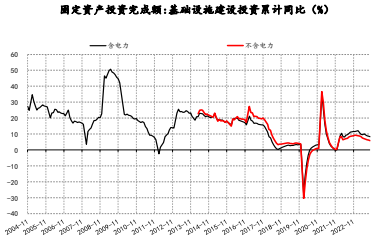
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 12.欧美零售销售情况



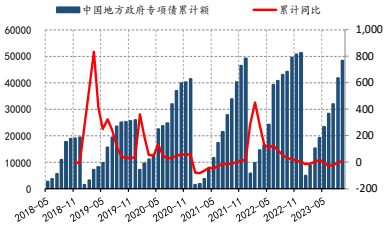
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 13.电力投资表现



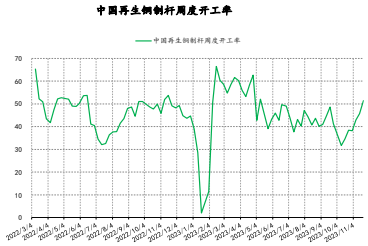
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 14.中国地方政府专项债



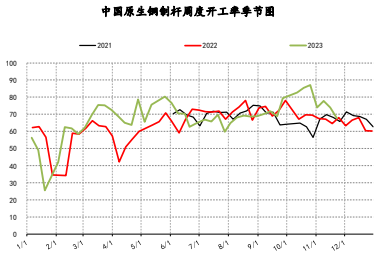
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 14：再生铜杆周度开工率



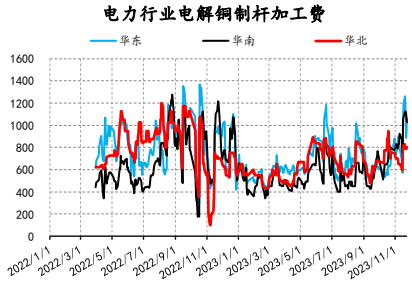
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 20. 原生铜杆周度开工率



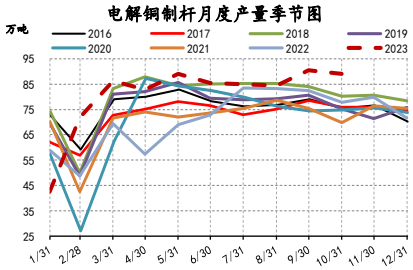
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 14：电力行业制杆加工费



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 14：电解铜制杆月度产量



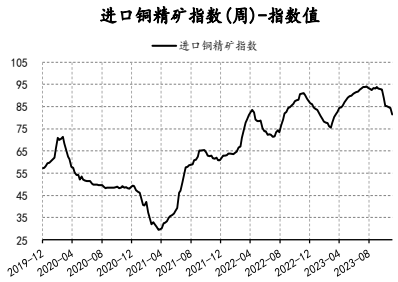
资料来源：Wind，信达期货研究所

矿端与冶炼端供应的博弈：

10 月份铜精矿进口量环比回升，处于往年同期最高位，电解铜 10 月份开工率环比略回落至 92.34%，仍高于往年同期，电解铜 10 月产量与 9 月产量持平。

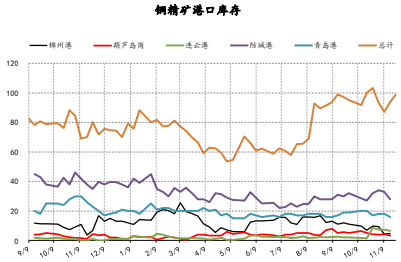
供应环比收紧，但总体仍然偏松。进口加工费继续下滑至 81.36，而铜精矿港口库存维持高位水平，料矿端产出有所收紧，而国内开工回落幅度更大，冶炼厂产出减少。

图 15.中国铜冶炼厂粗炼费 TC



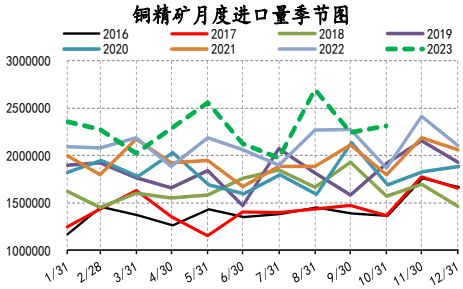
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 16.铜精矿港口库存



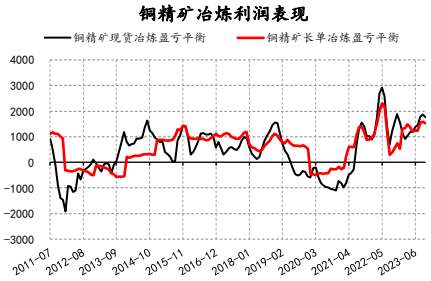
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 17.铜精矿月度进口季节图



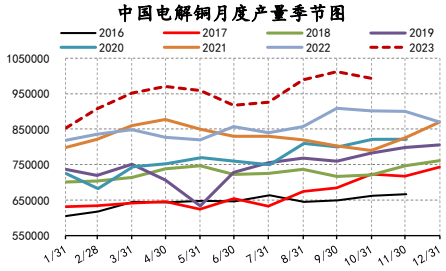
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

铜精矿冶炼利润



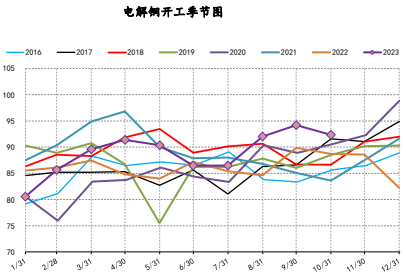
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 17.精炼铜月度产量季节图



资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 18.精炼铜开工率季节图

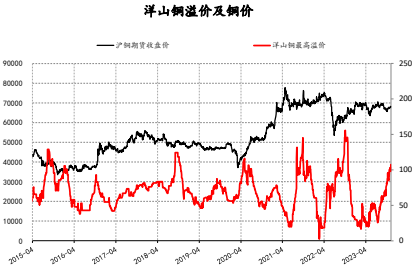


资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 19.铜进口盈亏

资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

洋山铜溢价及铜价

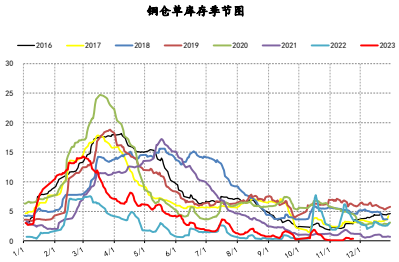


资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

市场结构：

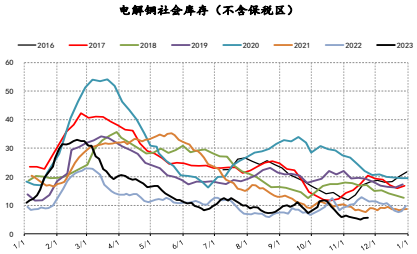
上周，现货仍然高升水，维持 540 元/吨的高位，但连续-连三价差已经回落至 370 元/吨附近，社会库存仍在去库，上期所库存虽略有补库，但仍处于绝对低位，现货支撑仍然偏强，消费尚未出现拐点。

图 23.上期所铜库存季节图



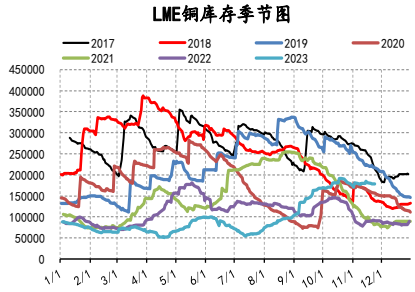
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 24.电解铜社会库存季节图



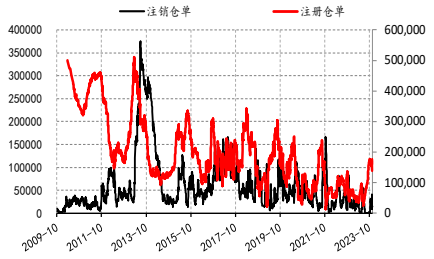
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 23.LME 铜库存季节图



资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 24.LME 注销仓单和注册仓单



资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 23.沪铜连三-连续价差

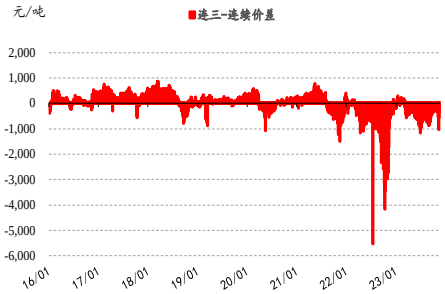


图 24.沪铜现货平均升贴水

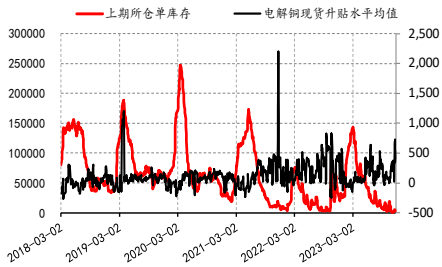
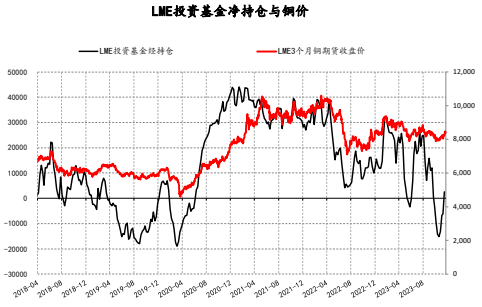
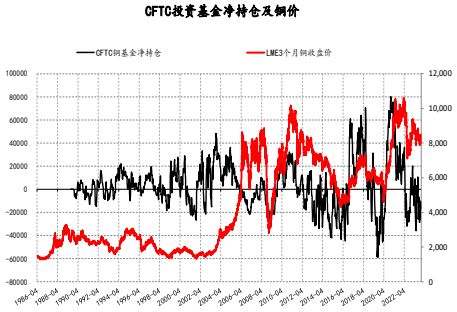


图 25.LME 铜投资基金净持仓



资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 26.COMEX 铜投资基金净持仓

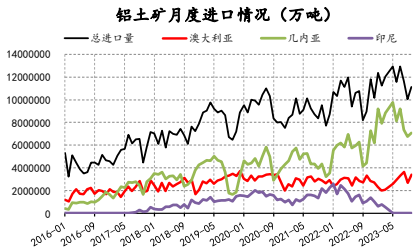


资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

铝

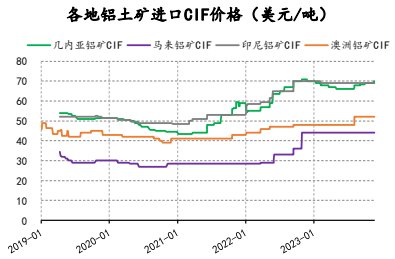
供应：年内可复产产能和新投产产能所剩无几，进入枯水期，云南地区开工可能面临压减，供应总体往下。
几内亚、澳大利亚和印尼等地铝土矿进口量回落，但主要进口地进口铝土矿价格仍然坚挺。氧化铝 10 月开工率回落至 80.7%，但前期新投产产能较多，10 月份产量环比回升至 684.2 万吨。电解铝 10 月产量环比小幅回升至 364.1 万吨，但 11 月份大概率是缩紧的状态。

图 27.铝土矿月度进口情况



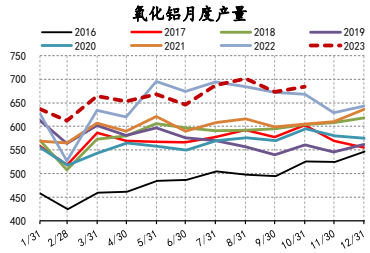
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 28.铝土矿进口 CIF 价格



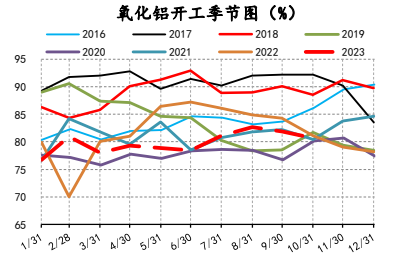
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 29.氧化铝月度产量季节图



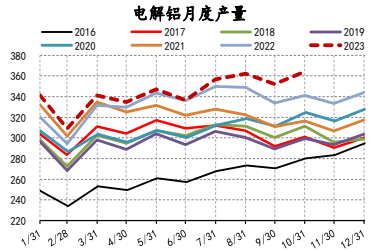
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 30.氧化铝开工率季节图



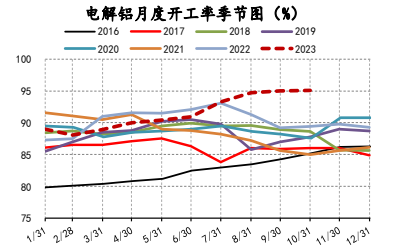
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 31.电解铝月度产量季节图



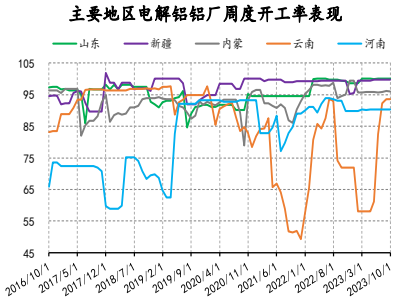
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 32.电解铝月度开工率季节图



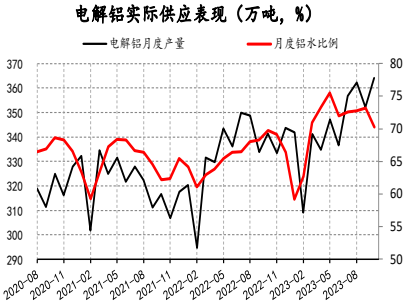
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 32.主要地区电解铝开工率



资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

铝水占比

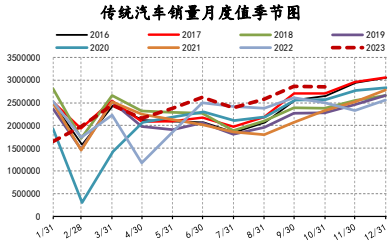


资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

需求：

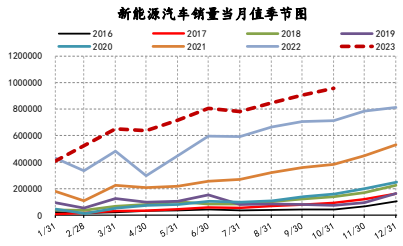
传统汽车 10 月销量几乎与 9 月持平，新能源汽车销量持续环比上升，地产竣工面积累计同比 19.3%，较上月收窄 0.8 个百分点。本周，铝棒含量持续环比回落，铝棒出库量减少，且铝水比例出现持续下调，料下游消费环比走弱的趋势不改，消费韧性转弱。

图 33. 传统汽车销量季节图



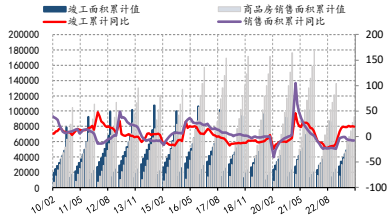
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 34.新能源汽车销量季节图



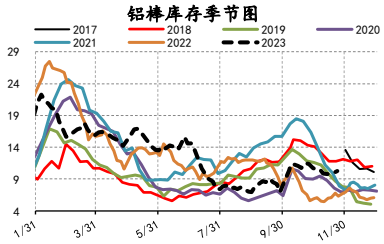
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 35. 地产后端消费



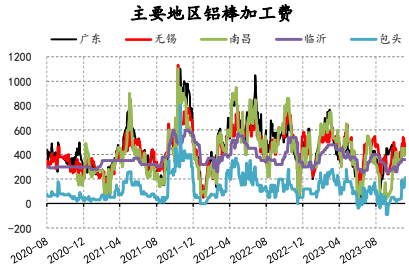
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 36. 铝棒库存季节图



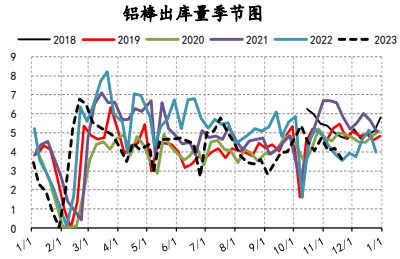
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 37.主要地区铝棒加工费



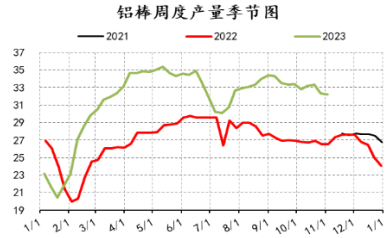
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 38.铝棒出库量季节图



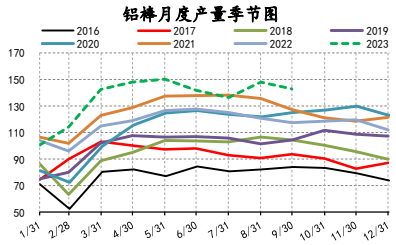
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 37. 铝棒周度产量季节图



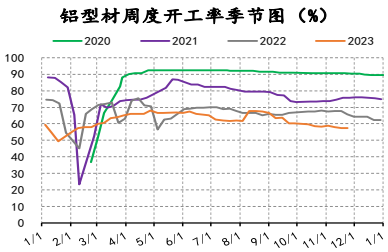
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 38.铝棒月度产量季节图



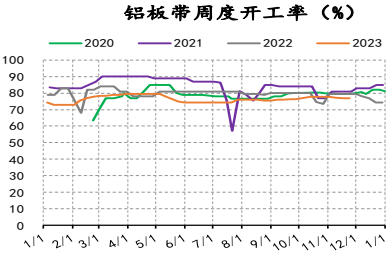
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 39.铝型材周度开工季节图



资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 40.周度铝板带开工季节图



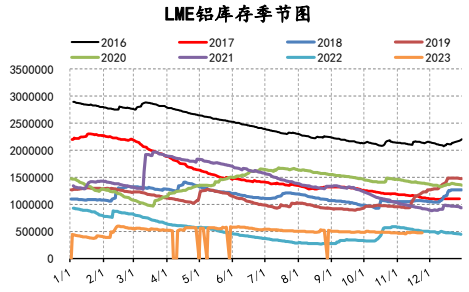
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

市场结构：

市场结构：

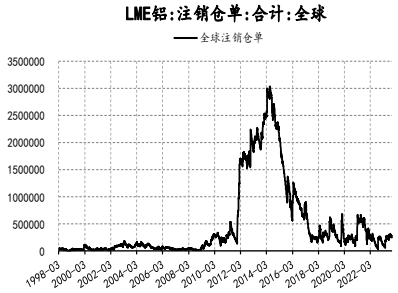
随着消费环比走弱，铝锭现货升贴水持续贴水，而连续-连三价差呈 BACK 结构，市场倒 V 型结构，现货市场偏弱，预期偏弱，但近月偏强。

图 39.LME 铝库存季节图



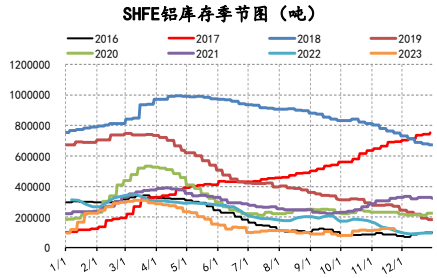
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 40.LME 铝注销仓单



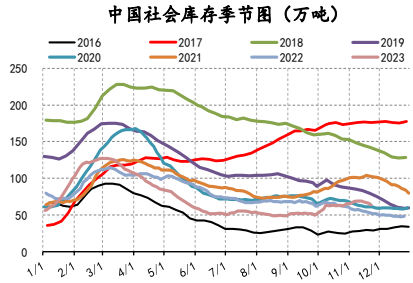
资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 41. 上期所铝库存季节图



资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 42. 中国铝社会库存季节图

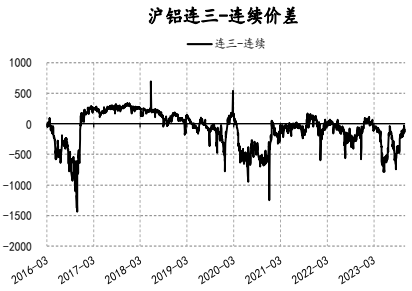


资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 43.沪铝平均升贴水

资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 44.连三-连续价差

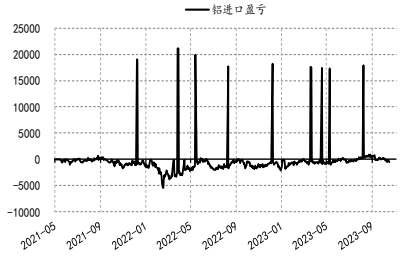


资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 43. 山东地区电解铝利润

资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

图 44. 铝进口盈亏



资料来源：Wind，smm，信达期货研究所

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。研究报告全部内容不代表协会观点仅供交流使用，不构成任何投资建议。

评级说明

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机】