

2024年2月26日



宏观预期修复，铜价震荡偏强

核心观点及策略

- 上周铜价震荡偏强，虽然美联储官员表达谨慎降息的立场，而市场则继续交易美国软着陆带来的降息预期，叠加海外矿山的供应中断以及伦铜库存的持续下行，对铜价构成较强支撑；国内方面，央行超预期下调LPR利率力求托底楼市，维稳经济基本盘，国内风险偏好回升。上周现货市场交投氛围清淡，现货贴水幅度扩大，现货进口窗口关闭，近月维持较小C结构。
- 供应方面，国内产量保持高位，进口货源稳定，供应较为平稳。需求来看，线缆企业开工率及铜杆企业开工仍然偏低，风光装机用铜明显减速，新能源汽车产销环比回落，房地产竣工增速放缓，节后终端消费处于缓慢复苏阶段，国内呈加速累库态势。
- 整体来看，美联储仍保持谨慎且温和的降息立场；央行超预期降息力求托底楼市，维稳经济基本盘，国内资本市场风险偏好继续回升。基本面来看，虽然短期国内消费仍处于淡季偏弱的状态，但海外铜矿的供应中断还在持续，伦铜库存持续下滑，均对铜价构成支撑，国内宏观预期的持续修复将带动铜价短期维持震荡偏强走势，关注伦铜上方8700美元及沪铜70000元一线的压力考验。
- 策略建议：观望
- 风险因素：欧美经济韧性较强，海外央行不断推迟降息

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

一、市场数据

表 1 上周市场主要交易数据

合约	2月23日	2月16日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	8559.00	8472.00	87.00	1.03%	美元/吨
COMEX 铜	388.75	382.2	6.55	1.71%	美分/磅
SHFE 铜	68870.00	67970.00	900.00	1.32%	元/吨
国际铜	61660.00	60760.00	900.00	1.48%	元/吨
沪伦比值	8.05	8.02	0.02		
LME 现货升贴水	-92.50	-79.85	-12.65	15.84%	美元/吨
上海现货升贴水	-55	15	-70		元/吨

注：（1）LME 为 3 月期价格；上海 SHFE 为 3 月期货价格；

（2）涨跌= 周五收盘价-上周五收盘价；

（3）涨跌幅=（周五收盘价-上周五收盘价）/ 上周五收盘价*100

表 2 上周库存变化

库存地点	2月23日	2月8日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	122900	136825	-13925	-10.18%	吨
COMEX 库存	28585	23106	5479	23.71%	短吨
上期所库存	181323	86520	94803	109.57%	吨
上海保税区库存	32000	19900	12100	60.80%	吨
总库存	364808	266351	98457	36.97%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价震荡偏强，虽然美联储官员表达谨慎降息的立场，而市场则继续交易美国软着陆带来的降息预期，叠加海外矿山的供应中断以及伦铜库存的持续下行，对铜价构成较强支撑；国内方面，央行超预期下调 LPR 利率力求托底楼市，维稳经济基本盘，国内风险偏好回升。上周现货市场交投氛围清淡，现货贴水幅度扩大，现货进口窗口关闭，近月维持较小 C 结构。

库存方面：截至 2 月 23 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 36.48 万吨，环比大增 9.8 万吨，全球库存反弹迹象明显。但其中 LME 铜库存环比上周减少 1.4 万吨，LME0-3 的远月升水缩小至 80 美金，注销仓单比例维持在 18%；上期所淡季大幅累库 9.5 万吨，超过往年同期水平；保税区库存大增 1.2 万吨，国内库存延续反弹趋势，上周洋山铜仓单升水下滑至 50 美金下方，沪伦比值低位震荡，现货进口窗口关闭，上周进口货源到港量回落，节后消费端复苏缓慢，国内加速累库，近月 BACK 维持 60-100 元/吨的升水结构。

宏观方面：美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值 51.5，订单增长强劲，制造业复苏前景良好，同时服务业价格压力继续减弱，2 月服务业 PMI 初值为 51.3，服务业增长势头减弱，整体软着陆预期持续升温。美联储最新会议纪要显示，决策者仍关注通胀轨迹，多数官员指出过快放松政策立场的风险，并强调仔细评估经济数据对判断通胀是否可持续下降的必要性，美联储副主席杰弗逊表示，今年晚些时间降息是合适的，但需警惕过快宽松以免影响实现价格稳定的进程停滞甚至出现逆转，理事鲍曼则认为现在显然不是降息的合适时机，住房通胀高企，劳动力市场吃紧可能导致潜在通胀维持高位，利率市场显示美国 6 月降息概率接近 70%，而 3 月降息可能已几乎为零。另一方面，欧元区仍处于技术性衰退的边缘，虽然服务业 PMI 结束了连续 6 个月的萎缩，但最大经济体德国制造业加速下行至 42.3，成为欧元区制造业 PMI 指数和欧洲经济的主要拖累。国际货币基金最新预测随着全球各国经济状况出现分化，主要央行的货币政策或不再趋同，其认为美国前景持续改善，欧洲前景恶化而英国则数据惨淡，IMF 首席经济学家认为全球央行应避免过早放松货币政策谨防通胀反弹，但也不宜过度推迟降息，以免危机经济增长。国内方面，央行超预期下调五年期 LPR 利率 25 个基点，将进一步带动居民和企业部门综合融资成本的下行，此次央行开年就释放积极的货币政策信号力求托底地产，维稳经济基本盘，提高了我国应对外部冲击的韧性和内部政策的自主空间，国内市场风险偏好明显回升；与此同时，3 月即将召开的两会可能是产业和宏观利好政策的密集出台期，关注国内宏观经济预期的持续修复。

供需方面，海外矿端扰动仍在持续，英美资源和淡水河谷均下调今年指导产量，全球最大矿企 Codelco 去年产量下滑逾 8%凸显智利矿产资源加速枯竭困境，或导致今年全球精矿供应增速下调近 1%，现货 TC 已下探至 25 美金/吨下方，呈加速下行的趋势；尽管原料短缺并未影响短期国内精铜产量，但高昂的矿端成本或迫使国内多家冶炼厂提前开启第二季度的集中检修计划，从目前国内的炼厂检修情况来看，西南铜业 1 月底开始的整体搬迁计划预计要到 5 月份其精炼产能才能恢复，预计今年减产 16 万吨，而富邦铜业计划 3 月停产技改及扩产项目预计要到 7-8 月份才能复产，预计影响粗铜产量 4-5 万吨，西北部分炼厂新线制酸故障被迫停炉保温，预计影响产能 20 万吨，预计今年第二季度的国内单月产量或回落至 95 万吨左右。需求来看，节后第一周精铜制杆和电缆线企业的开工率复苏缓慢；今年整体风光装机量计划增速明显放缓年初实际装机需求减速，地产竣工增速边际下滑拖累传统建筑建材用铜需求，包括新能源汽车年初销量环比降幅较大，目前铜箔行业开工率仍维持在 5 成左右，整体终端消费仍在淡季偏弱的状态。

整体来看，美联储保持谨慎温和的降息立场；央行超预期降息力求托底楼市，维稳经济基本盘，国内风险偏好回升。基本面来看，虽然短期消费仍处于淡季偏弱的状态，但海外矿端的供应中断持续，海外库存持续下滑，国内宏观预期的持续修复将带动铜价短期维持震荡向上走势。

三、行业要闻

1、SMM 调研数据，2024 年 1 月我国电解铜产量达 96.98 万吨，环比下降 2.96%，同比增长 13.65%，高于预期的 95.36 万吨，全国主要冶炼企业的产能利用率达 81.58%，主因 1 月国内部分炼厂停产技改或检修搬迁，以及西北部分炼厂停炉保温等，导致 1 月产量环比去年年底略有下滑。

2、国际铜研究小组 ICSG 数据显示，2023 年 12 月全球精炼铜产量为 239 万吨，消费量达 237 万吨，全球市场供应过剩 2 万吨，而 11 月则供应短缺 12.3 万吨。2023 年 1-12 月全球精炼铜市场供应短缺 8.7 万吨，而 2022 年为供应短缺 43.4 万吨。

3、英美资源公布季报称，其 2023 年第四季度铜产量为 23 万吨，环比增加 9.9%，同比减少 5.8%，主因 Los Bronces 品位降低且硬度提高，部分抵消了旗下位于秘鲁的奎拉维克的供应增量，2023 年英美资源累计铜产量达 82.6 万吨，同比增长 24.3%，2024 的指导产量保持 73-79 万吨不变，其中智利产区计划产量 43-46 万吨，秘鲁产区 30-33 万吨。旗下 Los Bronces 四季度产量为 5.7 万吨，同比减少 32%，主因矿石硬度持续上升，导致预期品位和产量降低，旗下 Collahuasi 四季度铜产量为 7.2 万吨，同比增长 14%，主因第五台球磨机已于去年 10 月底开始投入运营后产量逐渐增加，且矿石的预期品位提高，旗下奎拉维克四季度产铜 9.4 万吨，全年累计产量 31.9 万吨，体现了去年年中实现商业化生产以来矿石吞吐量 and 生产效率的大幅提高。

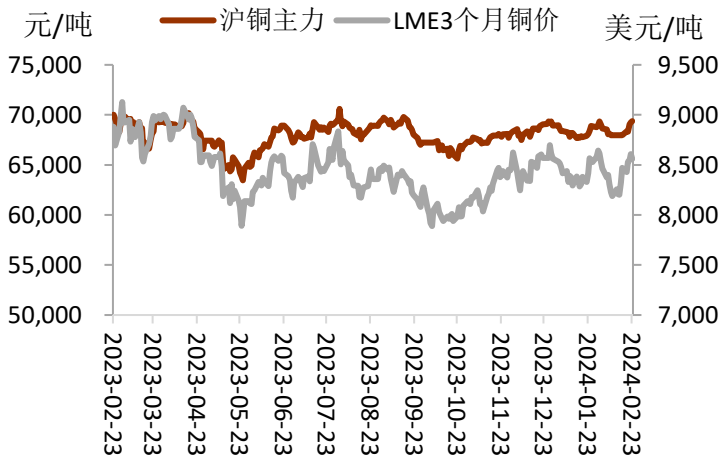
4、第一量子公布季报，其 2023 年第四季度铜产量为 16 万吨，环比下降 27.7%，同比下降 22.2%，主因铜矿周围的非法封锁，巴拿马铜矿的供应中断，以及赞比亚 Kansanshi 和 Sentinel 铜矿的产量下降，2023 年全年产量为 70.8 万吨，同比下降 8.8%，并大幅下调 2024 年铜指导产量至 37-42 万吨。旗下巴拿马铜矿第四季度产量仅为 6.3 万吨，同比下降 30.2%，主因 Punta Rincon 港口和通往厂区的道路遭到非法封锁，发电厂运营所需的物资无法运达，导致生产暂停。由于 Cobre Panama 项目目前仍处于 P&SM 阶段，该项目 2024 年的生产指标已暂停执行。旗下 Sentinel 铜矿四季度产量 6 万吨，同比下降 18.3%，主因露天矿的第一阶段和第二阶段的低层极影岩石的开采持续影响其产量，导致原矿吞吐量下滑，好在四季度采矿生产率提高，爆破破碎率有所改善，随着第三阶段采矿运作的开始，运输拥堵情况也有所缓解。

5、根据 Mysteel 调研数据显示，上周全国精铜制杆市场交投较为冷清，一方面铜价持续走强打压下游采购意愿，另一方面终端并未全面复工订单偏少拖累初端加工企业补库情

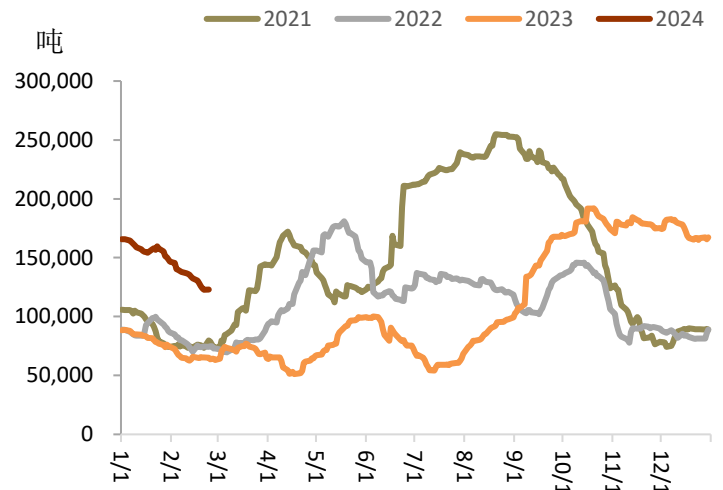
绪，多数按需采购为主，观望氛围浓厚。分地区来看，华东市场因铜价连日高位运行，市场消费情绪偏低，多数下游企业观望情绪较浓，多等待补库时机，仅有少量按需采购订单；从日均具体成交来看，中小铜杆企业订单量在 200-500 吨，大型铜杆企业成交量则在 600-800 吨。华南方面，因铜价继续走强，即使广东电解铜升贴水小幅下调，但成品绝对价格整体上涨，市场交易氛围依旧不太热烈；具体情况来看，今日下游企业零单买货量依旧不多，仅少部分存在刚需补库的企业存在采购行为，多数铜杆企业表示日内订单表现较差，日均零单成交量不足 200 吨，仅少数企业录得超过 400 吨成交量。预计元宵节以后国内精铜制杆企业开工率将缓慢回升，从显性库存累库的速率来看已有明显放缓迹象。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

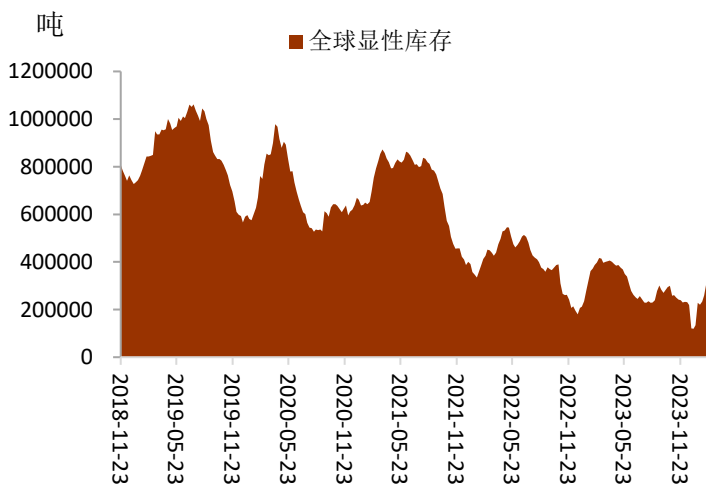


图表 2 LME 铜库存

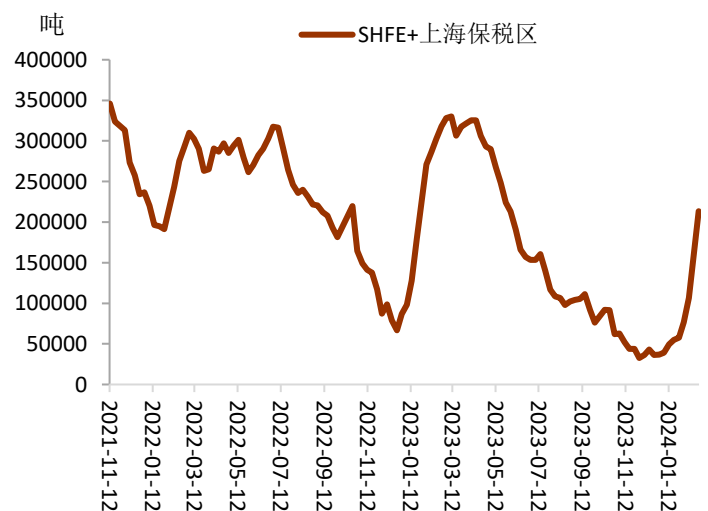


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存



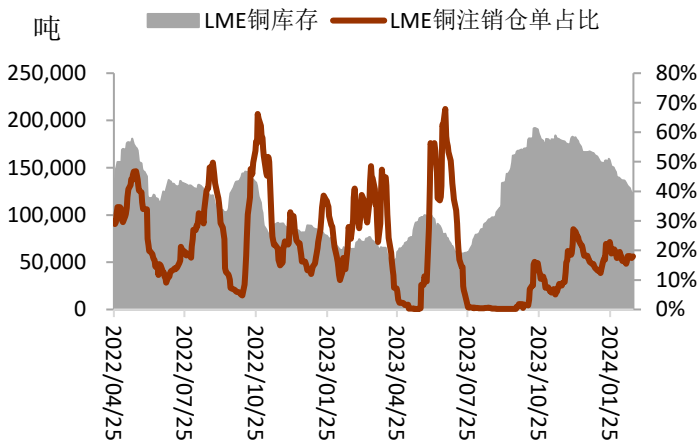
图表 4 上海交易所和保税区库存



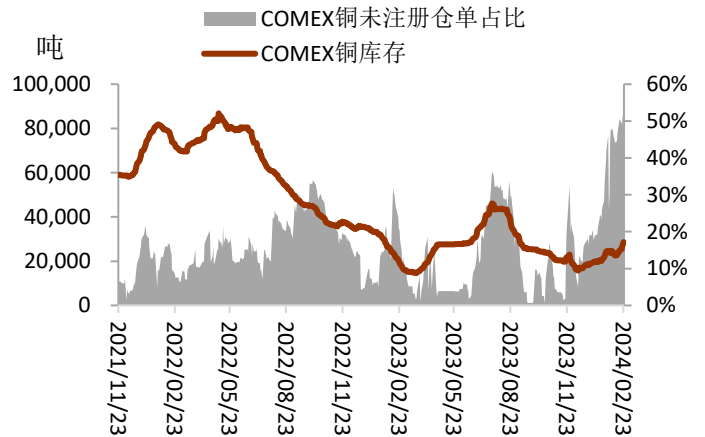
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表5 LME 库存和注销仓单

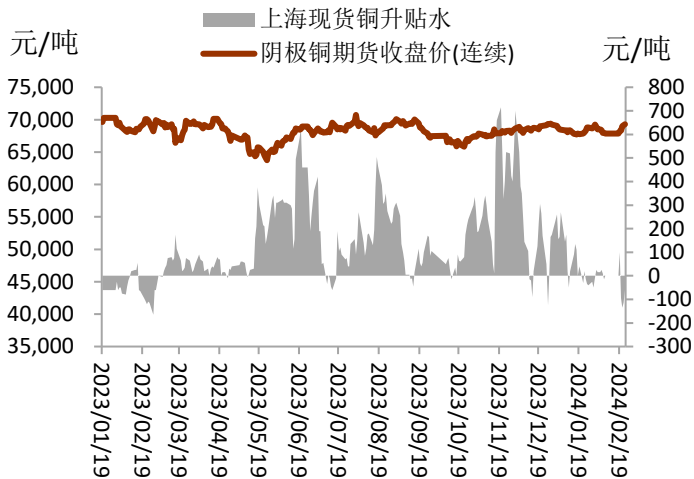


图表6 COMEX 库存和注销仓单

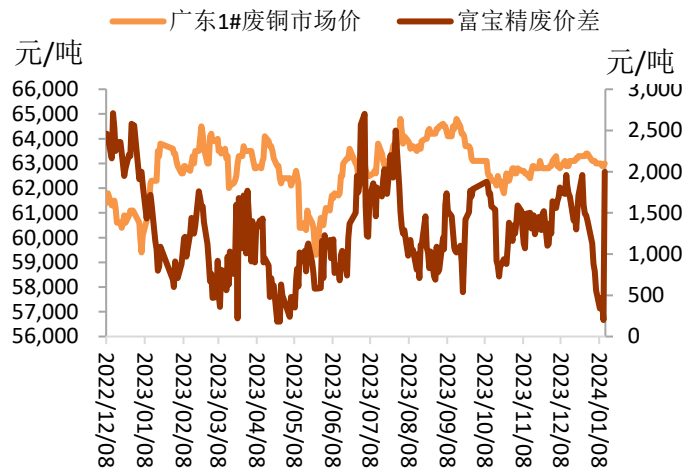


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

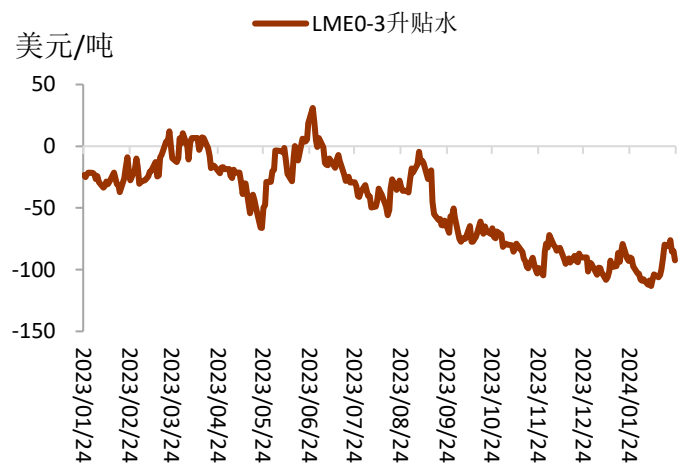


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

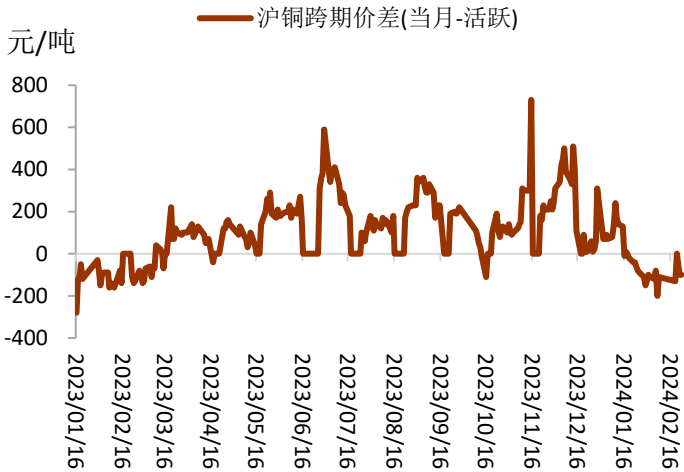


图表10 LME 铜升贴水走势

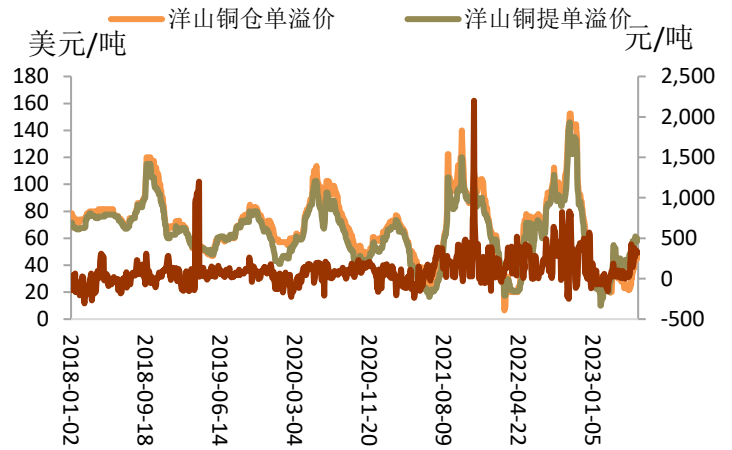


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

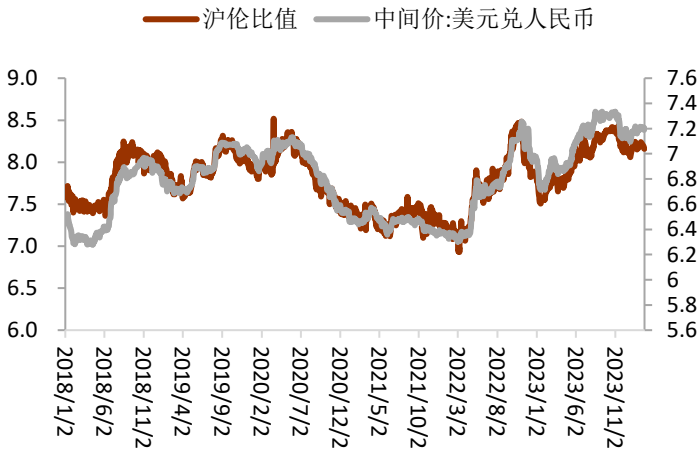


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

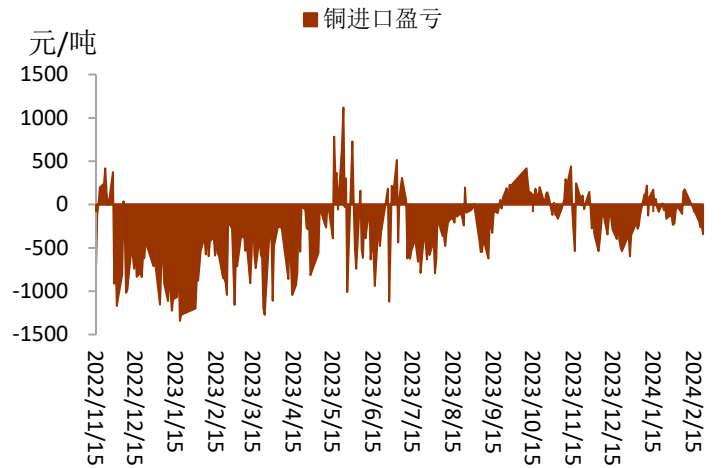


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势

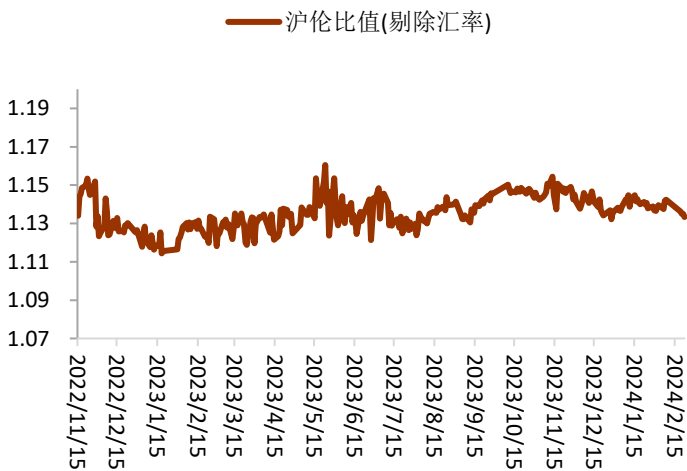


图表 14 铜进口盈亏走势



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

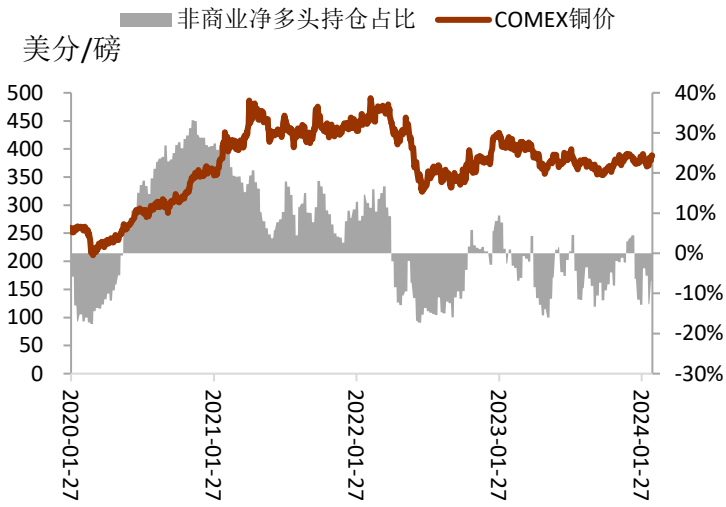


图表 16 铜精矿现货 TC

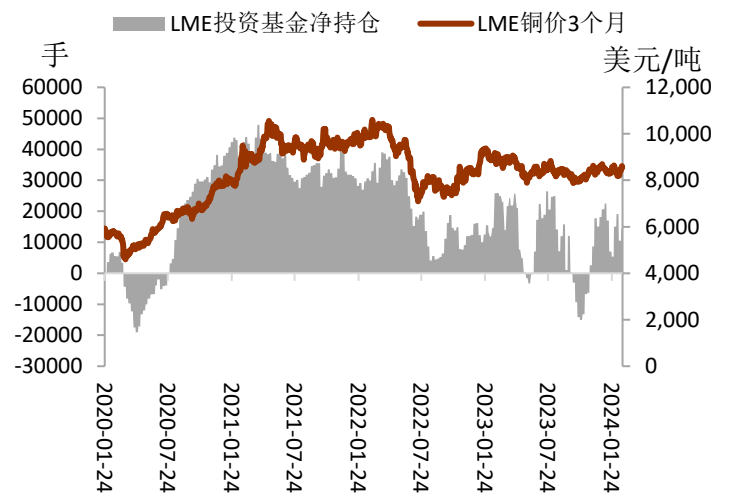


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 COMEX 铜非商业性净多头占比



图表 18 LME 铜投资基金净持仓变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。