

2024年7月22日



## 欧央行暂停降息，铜价快速回落

### 核心观点及策略

- 上周铜价快速回落，主因欧央行7月暂停降息以及美联储年内降息路径仍然不明朗；另一方面，IMF下调今年美国经济增长预期并警告下半年全球通胀回落速率将放缓。与此同时，LME伦铜库存持续上行创年内新高，其中亚洲库存因国内炼厂集中出口交仓数量激增至18万吨，全球显性库存重心仍在不断抬升，此外国内三中全会未能充分兑现国内市场乐观预期。基本面来看，精铜产量高企，终端消费复苏疲软，国内去库缓慢。现货面来看，国内贴水回归，进口亏损缩小，换月后盘面近月C结构收窄。
- 供应方面，三季度现货TC指导价反弹，国内精铜产量维持高位。需求来看，线缆行业开工回升但仍低于往年同期，风光用铜增速下滑，空调三季度排产大降，地产竣工降幅扩大，终端需求缺乏韧性，国内去库缓慢继续抑制铜价。
- 整体来看，欧央行未能连续降息同时美联储年内宽松路径仍不明，IMF警告下半年主要经济体通胀下行速率或将放缓；中国三中全会基调偏稳但未能出台强有力的刺激经济政策，宏观对铜价承压。基本面来看，国内产量维持高位，终端消费缺乏增量预期，LME亚洲库集中交仓令全球显性库存重心持续抬升，预计铜价短期将维持震荡偏弱运行。
- 策略建议：逢高做空
- 风险因素：美联储提前降息，国内电网投资增速回升

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

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

## 一、市场数据

**表 1 上周市场主要交易数据**

合约	7月19日	7月12日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	9290.00	9877.00	-587.00	-5.94%	美元/吨
COMEX 铜	423.65	458.15	-34.5	-7.53%	美分/磅
SHFE 铜	76740.00	78950.00	-2210.00	-2.80%	元/吨
国际铜	68100.00	70380.00	-2280.00	-3.24%	元/吨
沪伦比值	8.26	7.99	0.27		
LME 现货升贴水	-130.68	-150.12	19.44	-12.95%	美元/吨
上海现货升贴水	-5	10	-15		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	7月19日	7月12日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	231425	206225	25200	12.22%	吨
COMEX 库存	11411	9850	1561	15.85%	短吨
SHFE 库存	309182	316108	-6926	-2.19%	吨
上海保税区库存	86500	84800	1700	2.00%	吨
总库存	638518	616983	21535	3.49%	吨

## 二、市场分析及展望

上周铜价快速回落，主因欧央行 7 月暂停降息以及美联储年内降息路径仍然不明朗；另一方面，IMF 下调今年美国经济增长预期并警告下半年全球通胀回落速率将放缓。与此同时，LME 伦铜库存持续上行创年内新高，其中亚洲库库存因国内炼厂集中出口交仓数量激增增至 18 万吨，全球显性库存重心仍在不断抬升，此外国内三中全会未能充分兑现国内市场乐观预期。基本面来看，精铜产量高企，终端消费复苏疲软，国内去库缓慢。现货面来看，国内贴水回归，进口亏损缩小，换月后盘面近月 C 结构收窄。

库存方面：截至 7 月 19 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 63.8 万吨，环比增加 2.15 万吨，全球库存继续回事。LME 铜库存持续增加，增量主要来自于亚洲库，主因国内炼厂仍在持续交仓前期锁定的出口套利头寸，LME0-3 升水回落至 130 美金，注销仓单升至 6.3%；上期所库存小幅下降 0.7 万吨，终端消费复苏乏力导致国内去库缓慢；保税区库存减少 0.9 万吨，俄铜和非洲湿法铜到港量持续增加，上周洋山铜仓单溢价升至 10 美

元/吨，沪伦比值大幅回升，现货进口亏损缩小，国内近月维持 C 结构，COMEX 可用库存反弹至 1.1 万吨，9 月挤仓情绪明显缓和，整体上全球显现库存持续反弹令铜价承压。

宏观方面：IMF 维持今年全球经济增速 3.2% 不变，其中美国经济增速被下修至 2.6%，并预计今年全球平均通胀率为 5.9%，同时 IMF 警告今年下半年全球通胀回落速度或将放缓，主因服务业价格的通胀粘性，主要央行的基准利率或将在更长时间内维持限制性水平。美联储理事库格勒表示，如果就业市场持续放缓失业率上升，那么美联储提前降息将是合适的，通胀和就业所面临的风险已经更趋于平衡。IMF 表示美联储应该等到 2024 年年底再考虑降息，以免通胀数据出现意外上行，可以在显示通胀持续的回归至 2% 以后，开启降息才是谨慎的做法。而欧央行 7 月则选择维持基准利率不变，拉加德表示欧元区通胀压力仍存，服务业通胀有所上升，整体通胀水平很可能在明年维持在目标以上，将继续实施限制性政策直至通胀实现目标。美联储“三把手”威廉姆斯表示，如果当前通胀放缓的势头得以延续，未来几个月美联储将有必要降息，但 7 月议息会议上大概率仍然按兵不动，其表示通胀放缓和就业市场降温使去通胀预期不断强化，但仍需积累更多降息信心。美国经济褐皮书显示，大多数地区的经济活动保持轻微至温和的增长模式，物价指数继续放缓，薪资增速有所回落，家庭支出规模基本保持平稳。我们认为，美联储决策者将继续冷静地寻找和等待通胀降温的有力证据，当前美国经济虽有放缓但整体韧性仍然较强，美联储官员仍未能给出明确的降息路径。国内方面，二十届三中全会强调将继续推动金融高质量发展，加快建设金融强国的目标，加快完善中国特色现代货币政策框架，始终保持货币政策稳健性，充实货币政策工具箱，完善货币政策传导机制，提高资金使用效率，为经济持续回升向好和高质量发展营造良好的货币金融环境；同时健全宏观审慎政策框架和系统性金融风险防范处置机制，守住不发生系统性金融风险的底线。把握好经济增长、经济结构调整、金融风险防范之间的动态平衡，促进经济和金融良性循环、健康发展。

供需方面，BHP 二季度铜产量超预期回升并上调 2025 财年指导产量 12.5 万吨。CSPT 小组敲定今年第三季度现货铜精矿加工费指导价为 30 美元/吨，以及 2025 年 50% 铜精矿长单加工费为 23.25 美金，创历史新低，截止上周五 SMM 周度现货 TC 小幅反弹至 5.75 美元/吨，表明市场对短期和三季度原料紧缺的担忧稍有缓解。从国内冶炼端来看，大型冶炼厂仍然选择稳产量，由于国内冶炼厂与海外矿山签订的加工费长协占比往往都在 60% 以上，预计三季度国内产量仍将维持高位，到了四季度初随着国内废铜库存的逐步出清产量或迎来瓶颈。从需求来看，虽然 6 月线缆企业开工率回升至 7 成以上但仍大幅低于往年同期水平，精铜制杆企业开工率仍不足 7 成，两网大型项目招标尚未全面启动，地产竣工降幅扩大拖累传统行业用铜需求，空调终端销售遇冷三季度排产量降幅明显，光伏装机量回升但增速放缓；新能源汽车产销增速稳健，整体国内 7 月消费缺乏增量预期，SMM 统计上周四社会库存小幅降至 37.5 万吨。

整体来看，欧央行未能连续降息同时美联储年内宽松路径仍不明，IMF 警告下半年主要经济体通胀下行速率或将放缓；中国三中全会基调偏稳但未能出台强有力的刺激经济政策。

基本面来看，国内产量维持高位，终端精铜消费缺乏增量预期，社库去化缓慢，预计铜价短期将维持震荡偏弱运行。

### 三、行业要闻

1、海关总署数据，2024年6月我国精炼铜进口量为28.6万吨，同比增长1.9%，今年1-6月我国进口量累计达180.1万吨，同比增长16.5%。上半年我国精铜进口的增量主要来自于大量非注册的非洲湿法铜以及受到制裁后出口受限的俄铜，其中非洲刚果的EQ铜上半年非注册进口中的占比超过50%，主因EQ铜在进口窗口开启后的利润空间以及汇率套利方面具有一定优势。

2、矿业企业季报显示，BHP(必和必拓)二季度铜产量为50.5万吨，同比增长6%，环比增长8.4%。产量贡献主要来自于旗下位于智利的Escondida铜矿产量提升以及澳大利亚南部铜矿的整合带来了额外的产量增加。BHP上调2025财年的铜指导产量从原先的172-191万吨至184.5-204.5万吨。其中，旗下Escondida铜矿二季度产铜30.9万吨，同比增长5.5%，得益于矿石开采按计划进入高品位区；旗下位于秘鲁的安塔米纳铜矿二季度产铜3.8万吨，同比增长4.9%，而旗下位于澳洲南部的Olympic Dam、Prominent Hill和Carrapateena铜矿产量为8.93万吨，同比增加16.6%，产量增加主要得益于收购OZL之后，对南澳大利亚铜矿的成功整合以及整个资产的强劲运营潜力。

3、矿企季报显示，Vale(淡水河谷)二季度铜产量为7.8万吨，同比下降0.3%，同比相对持平主要由于巴西Salobo和Sossego铜矿都有一定的增量但被加拿大Sudbury铜矿产量大幅下降所抵消。其他巴西Salobo铜矿二季度铜产量达4.6万吨，同比增加7.7%，主要由于一期和二期项目生产效率提高但三期项目因6月发生火灾维修工作还在进行当中。旗下巴西第二座矿山Sossego二季度产量1.5万吨，同比增长2%，主因更高的矿石开采品味，淡水河谷维持今年指导产量32-35.5万吨不变。

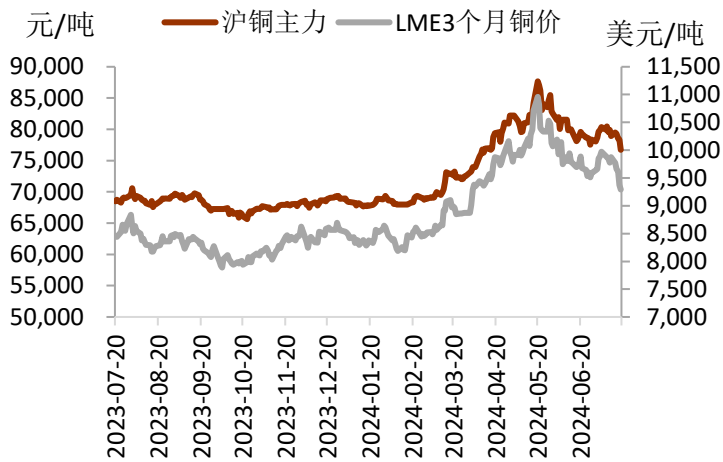
4、国家能源局统计，今年1-6月我国光伏新增装机容量为102.48GW，累计同比增长30.68%，1-6月我国风电新增装机容量为25.84GW，累计同比增长12.4%。截至6月底，全国累计发电装机容量约30.7亿千瓦，同比增长14.1%。其中，太阳能发电装机容量约7.1亿千瓦，同比增长51.6%；风电装机容量约4.7亿千瓦，同比增长19.9%。1-6月份，全国发电设备累计平均利用1666小时，比上年同期减少71小时。1-6月份，全国主要发电企业电源工程完成投资3441亿元，同比增长2.5%。电网工程完成投资2540亿元，同比增长23.7%。

5、根据Mysteel调研数据显示，上周华东8mm的T1电缆线杆的加工费回升至450-550元/吨，较上周继续小幅反弹，目前加工费已逐步回归初端加工的合理区间。分地区来看，华东精铜杆市场交易上周表现活跃，部分精铜杆企业成交数量达到近一个多月以来新高，尤其是在后半周，点价数量持续增加，部分大型企业甚至有超过5000吨的点价订单，但部分企业反馈点价中有近4成为补点价，新增数量相对一般。华北地区，上周市场交易热度迅速

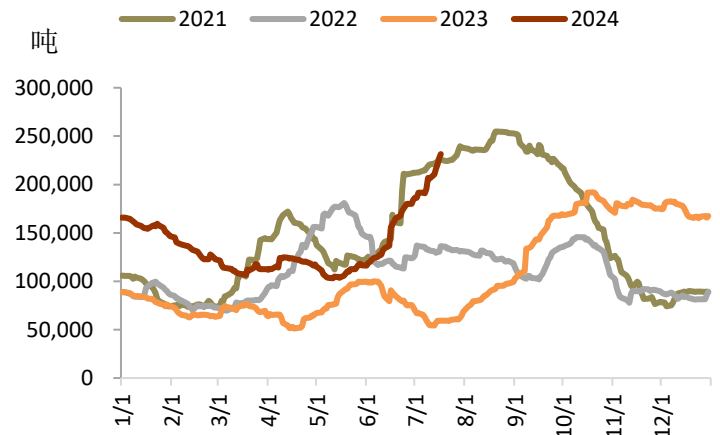
升温。因隔夜铜价大幅跳水，铜价大跌刺激市场点价货补意愿，此前等待观望的终端客户趁着低价迅速补货，市场整体成交量骤升，个别铜厂反馈夜盘至今日早间点价量共超 3000 余吨，为近期最佳表现。整体来看，铜价回落后精铜杆市场成交逐步活跃但终端点价的持续性仍有待观察。

#### 四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

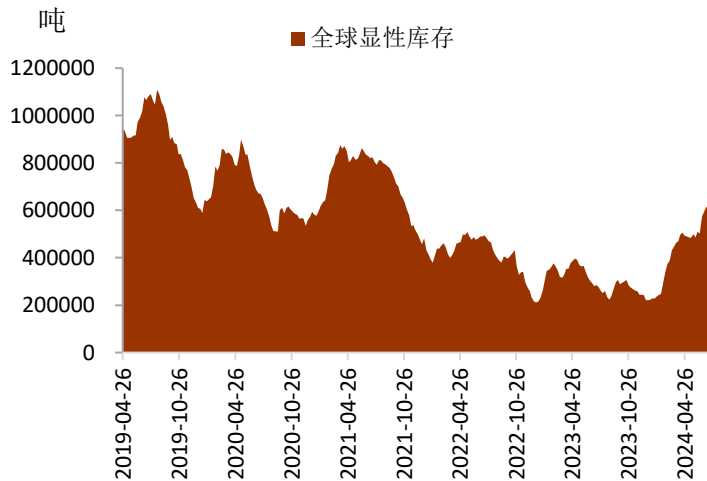


图表 2 LME 铜库存

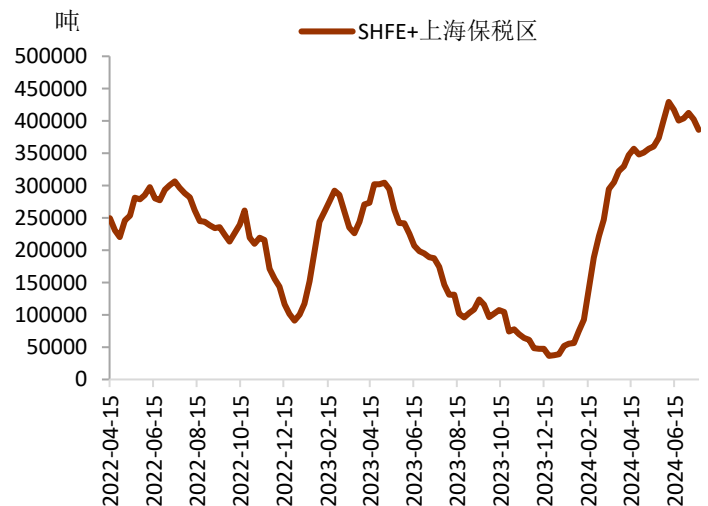


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存



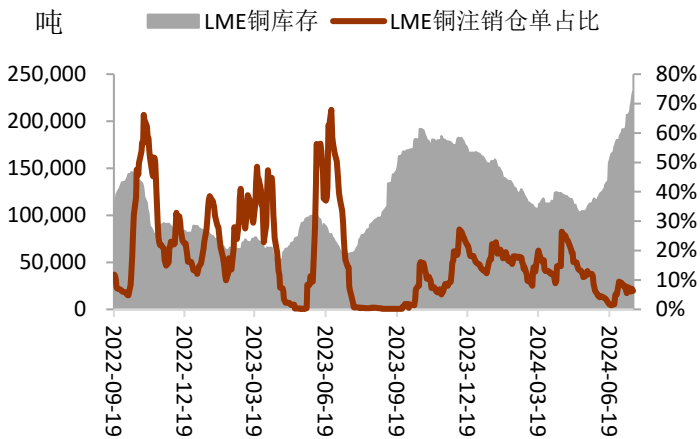
图表 4 上海交易所和保税区库存



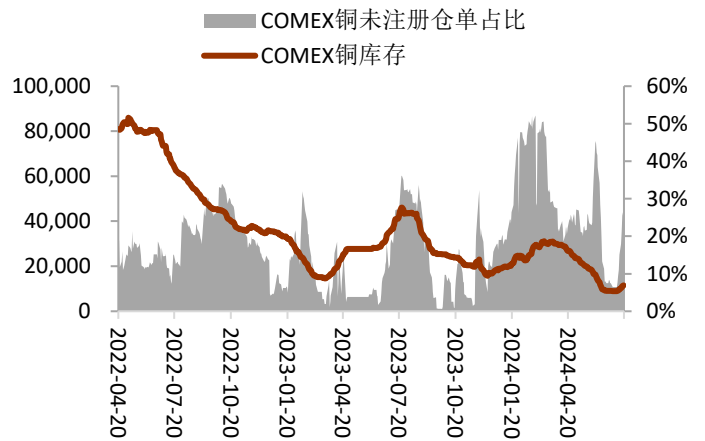
数据来源：iFinD，铜冠金源期货



图表5 LME 库存和注销仓单

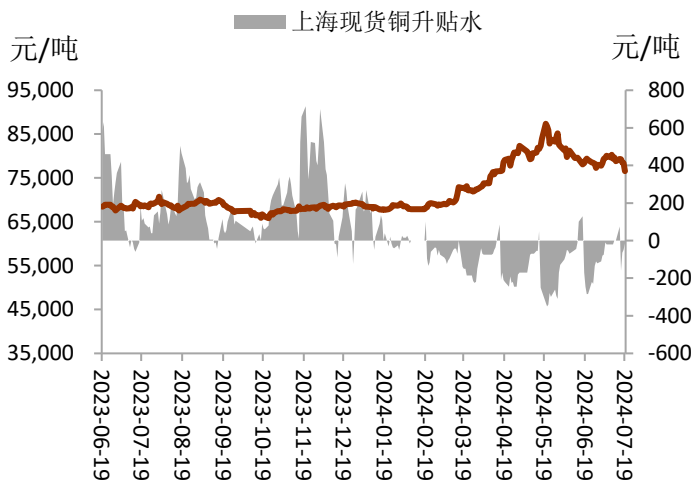


图表6 COMEX 库存和注销仓单

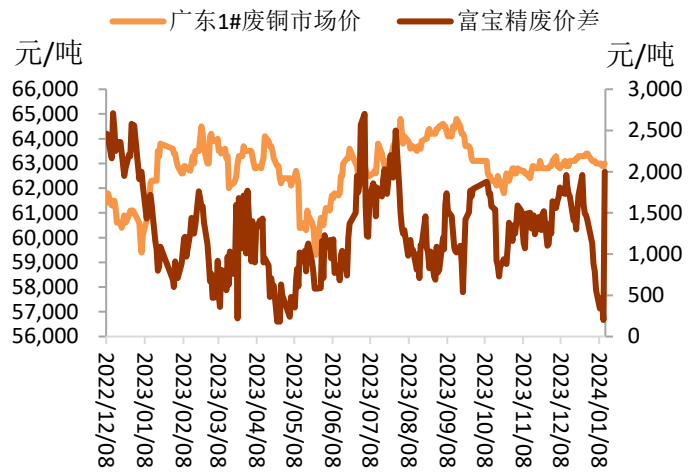


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

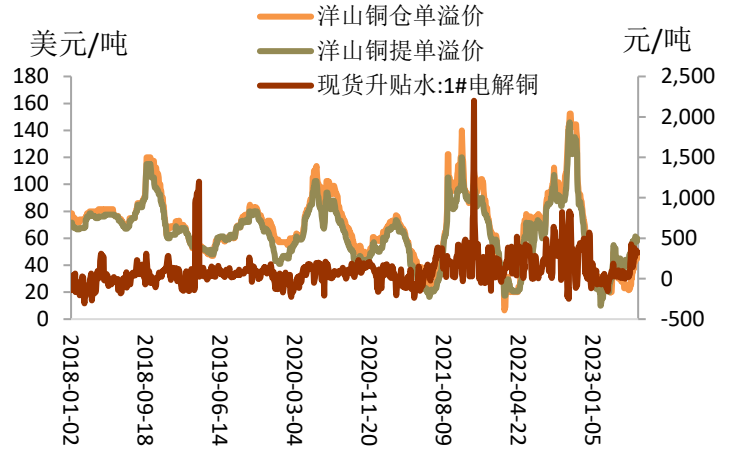


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

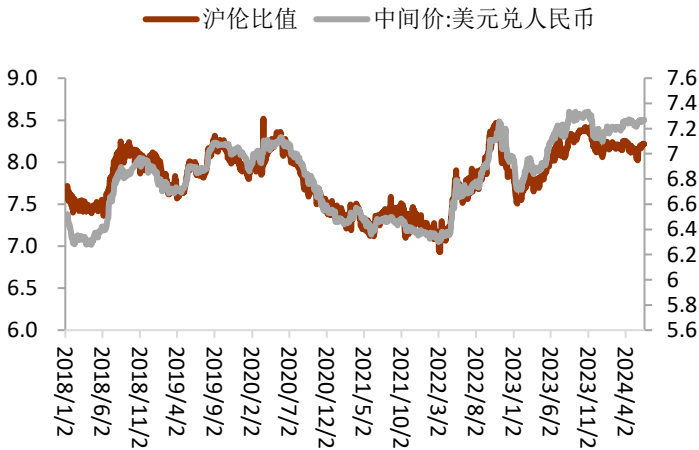


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

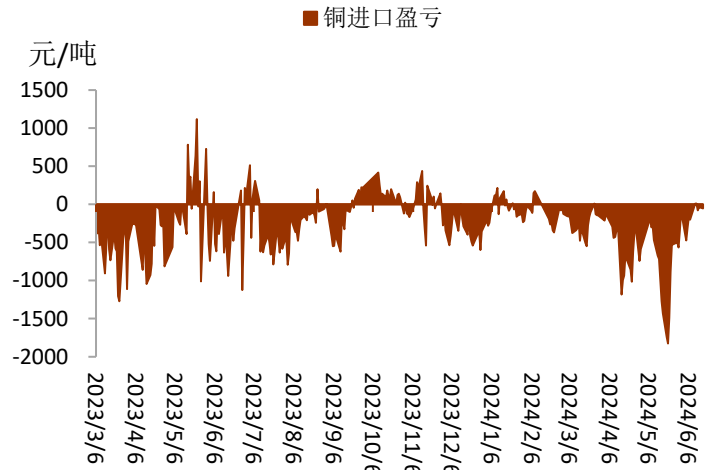


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势

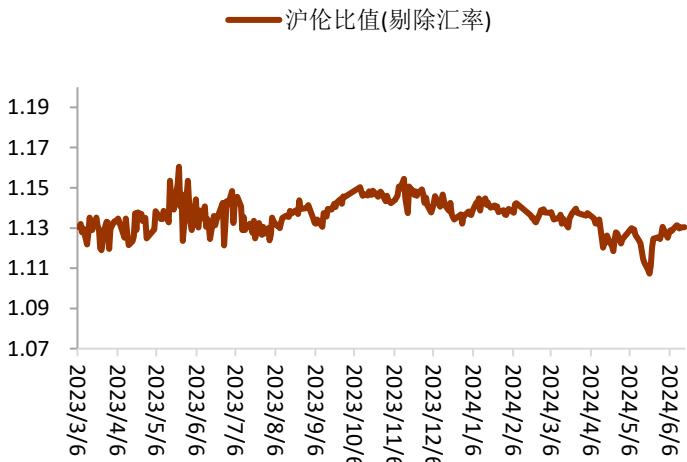


图表 14 铜进口盈亏走势

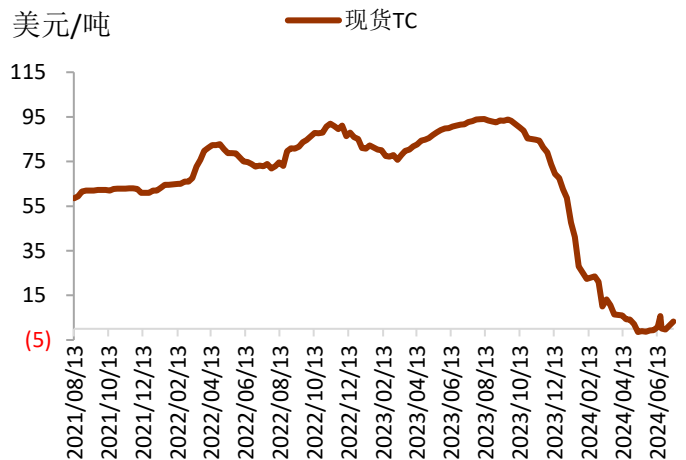


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

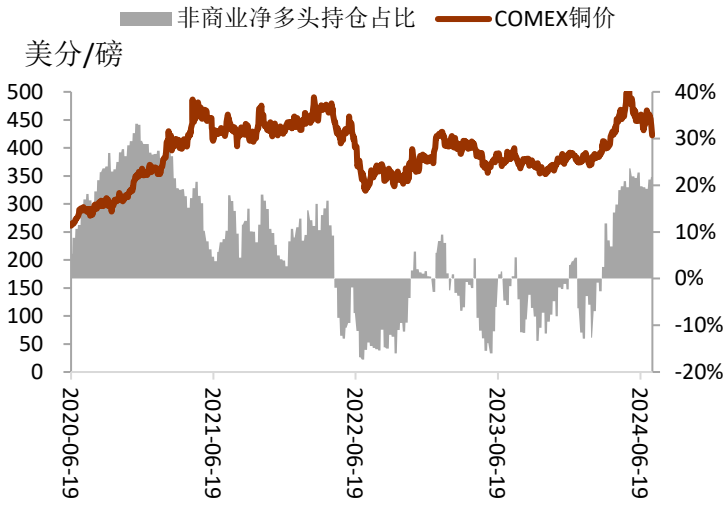


图表 16 铜精矿现货 TC

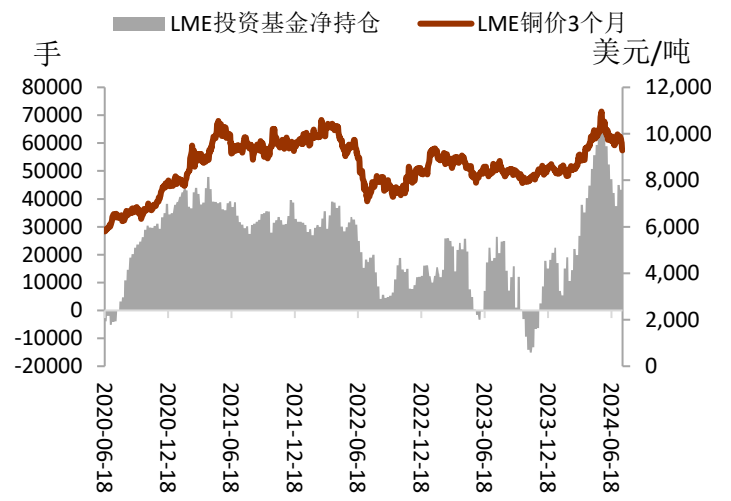


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号  
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。