

2024年9月23日



## 降息去库共振，铜价上扬

### 核心观点及策略

- 上周铜价上扬，主因美联储超预期降息引发全球风险偏好回升，全球主要经济体和新兴市场国家或将同步拉开降息序幕，降息带来的流动性宽松将提振全球经济增长预期，进而促进金属和工业品总需求，市场交易美国硬着陆风险情绪减弱。基本面来看，矿端中期供应趋紧，国内加速去库，整体需求复苏好于预期。现货面来看，升水趋稳，进口盈亏趋近平衡，盘面近月平水而远月已转向B结构。
- 供应方面，精矿中期供应趋紧未变，进口边际回落。需求来看，线缆释放订单带动铜杆企业加快复工；新兴产业增速平稳，光伏地面电站旺季来临和新能源汽车保持较快增速，国内社库迅速降至20万吨以下。
- 整体来看，美联储时隔四年的首次超预期降息带来的流动性宽松，将提振全球经济增长预期，拉动中美制造业积极复苏，促进金属和工业品总需求；国内方面，出口增速平稳，M2增速持平，扩张型财政政策仍将托底经济。基本面来看，矿端中期供应趋紧，终端消费复苏好于预期，社库超预期快速回落，现货升水走高，预计铜价短期将延续震荡上行走势。
- 策略建议：逢低做多
- 风险因素：美联储立场转鹰，国内去库放缓

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

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F03084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

## 一、市场数据

**表 1 上周市场主要交易数据**

合约	9月20日	9月13日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	9486.00	9257.00	229.00	2.47%	美元/吨
COMEX 铜	433.35	422.1	11.25	2.67%	美分/磅
SHFE 铜	75840.00	73960.00	1880.00	2.54%	元/吨
国际铜	67400.00	65580.00	1820.00	2.78%	元/吨
沪伦比值	7.99	7.99	0.01		
LME 现货升贴水	-130.05	-118.83	-11.22	9.44%	美元/吨
上海现货升贴水	90	30	60		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	9月20日	9月13日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	303350	311525	-8175	-2.62%	吨
COMEX 库存	40972	39892	1080	2.71%	短吨
SHFE 库存	164938	185520	-20582	-11.09%	吨
上海保税区库存	52000	55500	-3500	-6.31%	吨
总库存	561260	592437	-31177	-5.26%	吨

## 二、市场分析及展望

上周铜价上扬，主因美联储超预期降息引发全球风险偏好回升，全球主要经济体和新兴市场国家或将同步拉开降息大幕，降息带来的流动性宽松将提振全球经济增长预期，进而促进金属和工业品总需求，市场交易美国硬着陆风险情绪减弱。基本面来看，矿端中期供应趋紧，国内加速去库，整体需求复苏好于预期。现货面来看，升水趋稳，进口盈亏趋近平衡，盘面近月平水而远月已转向 B 结构。

库存方面：截至 9 月 20 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 56.1 万吨，环比大幅下降 3 万吨，全球库存高位显著回落。LME 铜库存下降 0.8 万吨，亚洲库集中交仓告一段落，LME0-3 升至 130 美金，注销仓单比例降至 6.4%；上期所库存继续下降逾 2 万吨，终端消费复苏好于预期带动去库加速；保税区库存减少 0.35 万吨，因近期非注册到港量有所下滑，上周洋山铜仓单溢价反弹至 65 美元/吨，沪伦比值大幅收缩因人民币大幅升值，现货进口窗口维持盈亏平衡，国内近月转向 B 结构，COMEX 显现库存反弹至 4.1 万吨，全球库

存高位快速回落对铜价支撑力度增强。

宏观方面：凌晨美联储意外宣布降息 50 个基点超出市场预期，政策声明称经济活动正以稳健的步伐扩张但就业增长放缓，失业率上行，通胀朝着中长期目标迈进并取得进展但仍然偏高。最新点阵图显示，决策者们认为到今年年底还将降息 50 个基点，到 2025 年年末的利率水平将回落至 3.25%-3.5% 之间，整体 2025 年将累计降息 100 个基点。此外，与会者们将 2024 年美国经济增长预期从 2.1% 小幅下调至 2%，失业率预期从 4% 上调至 4.4%，可见本轮超预期降息背后官员们对中期经济增长的担忧，力求保持经济和劳动力市场强度。标普预计新兴市场国家央行将于 2024 年年末和 2025 年年初陆续开始降息，以提振新兴经济体总需求，而美国经济的不确定性、地缘政治风险和大选结果的摇摆可能为市场未来的波动性创造空间。南非央行宣布降息 25 个基点将基准利率调至 8%，为四年以来的首次政策宽松。英国央行政策委员会宣布维持利率不变，并声明不会急于放松货币政策，正在等待通胀趋缓的迹象。我们认为欧美央行开启宽松周期将为全球市场注入流动性，拉动全球经济增长回暖，促进中美制造业复苏提振金属和工业品总需求，至少在降息的起始阶段利好大宗商品价格。国内方面，中国 8 月出口(按美元计)同比增长 8.7%，1-8 月我国出口总额达 2.31 万亿美元，增长 4.6%；进口 1.71 万亿美元，增长 2.5%；贸易顺差 6084.9 亿美元，扩大 11.2%。前 8 个月，东盟为我国第一大贸易伙伴，我与东盟贸易总值为 4.5 万亿元，增长 10%，占我外贸总值的 15.7%。前 8 个月，我国出口机电产品 9.72 万亿元，增长 8.8%，占我出口总值的 59.1%。其中，自动数据处理设备及其零部件增长 11.6%；集成电路增长 24.8%；汽车增长 22.2%；手机同比小幅增长 0.5%，8 月出口反弹最大的贡献来自于价格更具明显优势的装备制造业，尤其是对欧洲的船舶、汽车为主，上述行业也是我国近年来加快投资和产业升级的领域，但基于美国出现的硬着陆放缓迹象，其补库进程或临近结束，而去年的出口基数走高，雨季 9 月后出口增速或趋于回落，整体三季度出口保持平稳。

供需方面，智利主要矿山罢工风险解除短期供应干扰平息，但关于巴拿马铜矿复产事宜新任总统推迟至 2025 年启动谈判，智利 Los Bronces 铜矿由于下半年采矿品味低于预期被迫关闭一线产销影响产能约 40%，矿端中期趋紧未改。供应端来看，大冶有色突发火灾预计减产 10 万吨，检修端，9 月初江西国兴 24 万吨产能将进入 45 天的大修，预计减产 2.2 万吨；飞尚铜业仅短修 10 天左右，基本不影响产量。从需求来看，板带企业开工率维持在 7 成左右，汽车连接器、光伏焊带和通讯领域表现较好，但新能源汽车变压器和基建连接器的订单有所走弱；电缆线企业开工率恢复至 8 成，两网加紧赶工上半年未建设和完工项目扩大招标扩摸，而空调排产已渐入淡季，地产竣工增速同比降幅扩大，但由于房地产用铜占比逐年降低，国内终端需求 9 月复苏好于预期，上周社会库存已显著回落至 19 万吨。

整体来看，美联储时隔四年的首次超预期降息带来的流动性宽松，将提振全球经济增长预期，拉动中美制造业积极复苏，促进金属和工业品总需求；国内方面，出口增速平稳，M2 增速持平，扩张型财政政策仍将托底经济。基本面来看，矿端中期供应趋紧，终端消费复苏好于预期，社库超预期快速回落，现货升水走高，预计铜价短期将延续震荡上行走势。

### 三、行业要闻

1、SMM 统计数据显示，今年 8 月我国电解铜产量为 101.35 万吨，同比增长 2.5%，环比微降 1.43%，略高于预期的 100.34 万吨，今年 1-8 月我国电解铜累计产量为 796 万吨，同比增长 6.5%，8 月国内主要冶炼企业的产能利用率为 80.06%。我们认为三季度产量维持高位，主要由于在粗炼端集中检修的冶炼厂储备了大量的阳极板库存，8 月国内废铜供应充足继续弥补精矿原料缺口，且大中型冶炼厂铜精矿长协的比例普遍在 60% 以上甚至更高，亏损产能下调开工率幅度有限，预计三季度国内电解铜总产量将达 304 万吨。海关总署数据，8 月我国进口精炼铜为 24.9 万吨，同比-23.3%，1-8 月我国进口精铜累计达 232.7 万吨，累计同比+7.8%。

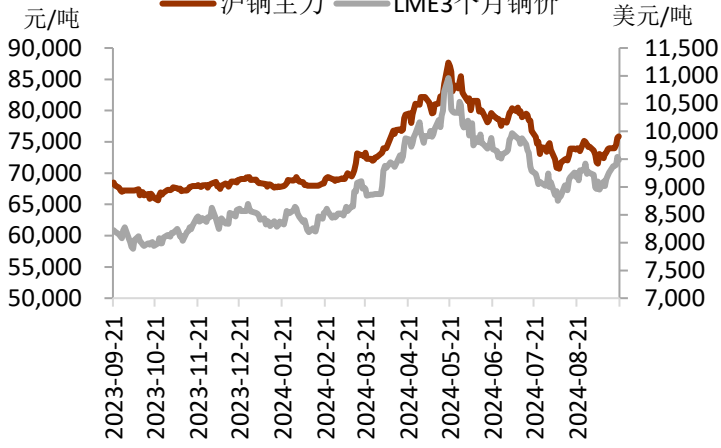
2、世界金属统计局 (WBMS) 公布的最新报告显示，2024 年 7 月，全球精炼铜产量为 234.4 万吨，消费量为 238.6 万吨，供应短缺 4.2 万吨。2024 年 1-7 月，全球精炼铜产量为 1641.9087 万吨，消费量为 1615.8 万吨，供应过剩 26.04 万吨。2024 年 7 月，全球铜精矿产量为 154.8 万吨。2024 年 1-7 月，全球铜精矿产量为 1073 万吨。

3、SMM 调研数据显示，8 月我国精铜制杆企业平均开工率超预期反弹至 74.62%，环比增长 4.1%，同比增长 4.16%。其中大型企业开工率为 82.64%，中型企业开工率为 62.08%，小型企业开工率为 62.39%。随着铜价重心的下移，全国电网投资建设项目进程有所加快，两网积极扩大招标规模，光伏地面电站和风力发电的传统装机旺季也将到来，并网进程有提速预期，预计 9 月精铜制杆企业开工率仍将延续复苏势头。

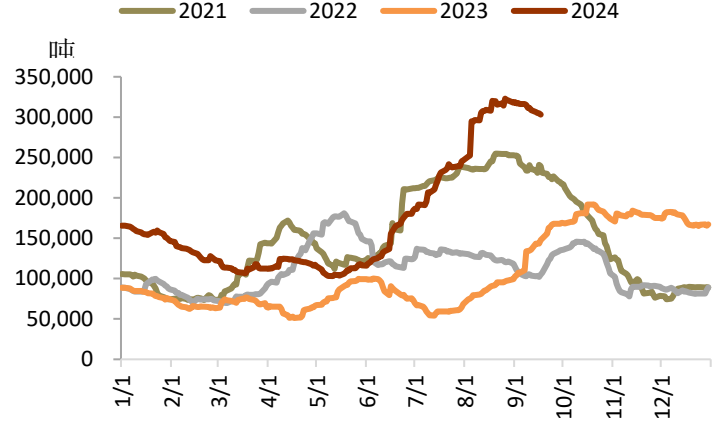
4、根据 Mysteel 调研数据显示，上周华东 8mm 的 T1 电缆线杆的加工费继续反弹至 450-600 元/吨，较上周小幅上涨 50-100 元/吨，终端市场对价格预期继续回暖，大型电网投资项目有序开工带动线缆需求持续扩张，精铜杆企业下游订单向好逢低积极补库。分地区来看，华东市场上周下游企业逢低积极采购但周末畏高情绪有所涌现，采买积极性较为一般，随着价格持续上涨，市场交易氛围有所下滑，从日均成交量来看看，终端大客户成交量在 500-1000 吨，中小企业在 300-600 吨不等。华南地区，上周市场成交表现整体较为清淡。铜价震荡走强，叠加换月刚刚结束，下游企业观望情绪较浓，多以执行长单提货为主，零单的交易意愿普遍不高，多数铜杆企业及贸易商反馈早间零单成交较少，普遍在 100-200 吨不等。西南地区，铜价缓慢上升，终端客户多订单表现不佳，多以执行长单为主，区域内多数铜杆企业反馈下游提货表现一般，零单成交寥寥可数。我们认为，精铜杆行业在 9 月下旬将保持平稳复苏的节奏，在加工费逐步回归以及线缆订单需求不断释放的背景下，精铜杆企业将迎来需求旺季的滞后兑现。而网传“783 号令”将推迟至 2028 年实行，但江西等地大多数企业因铜价回调后精废价差的收窄以及政策的不确定性仍选择观望，废铜制杆的供应骤降将持续利好精铜杆企业的开工回暖。

四、相关图表

图表1 沪铜与LME铜价走势

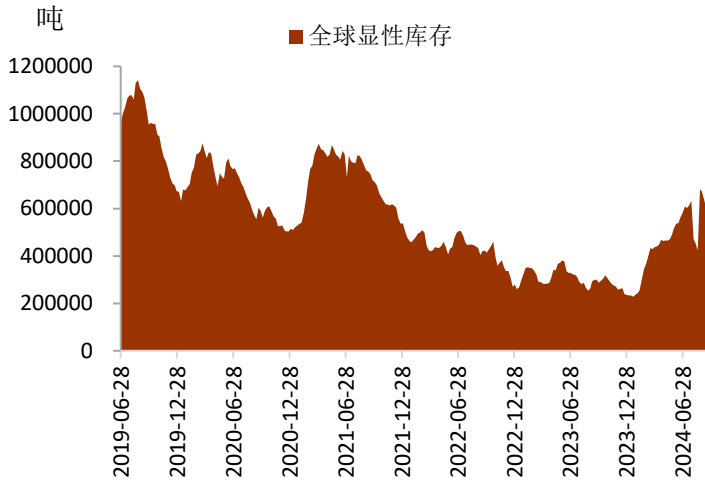


图表2 LME铜库存

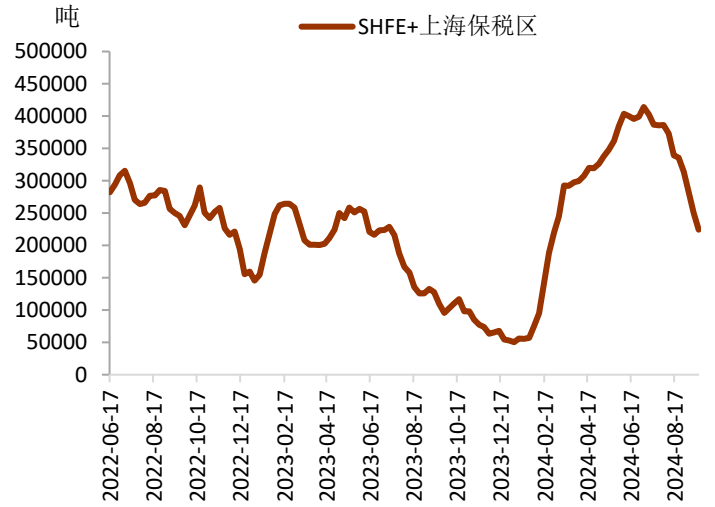


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表3 全球显性库存

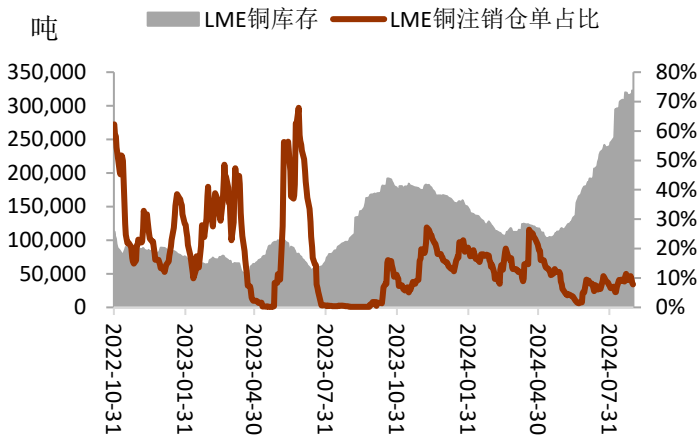


图表4 上海交易所和保税区库存

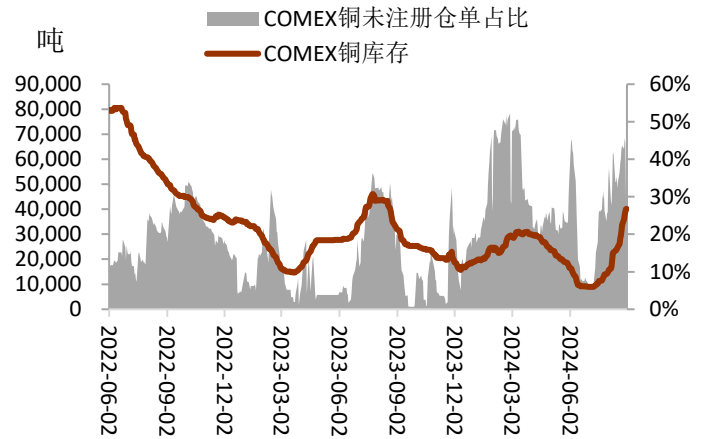


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

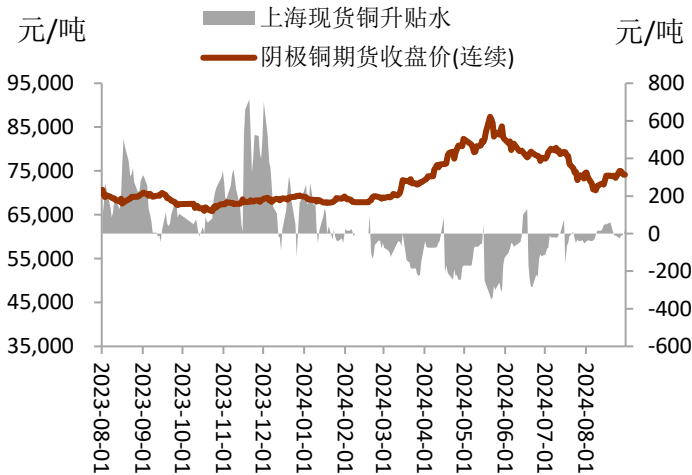


图表6 COMEX 库存和注销仓单

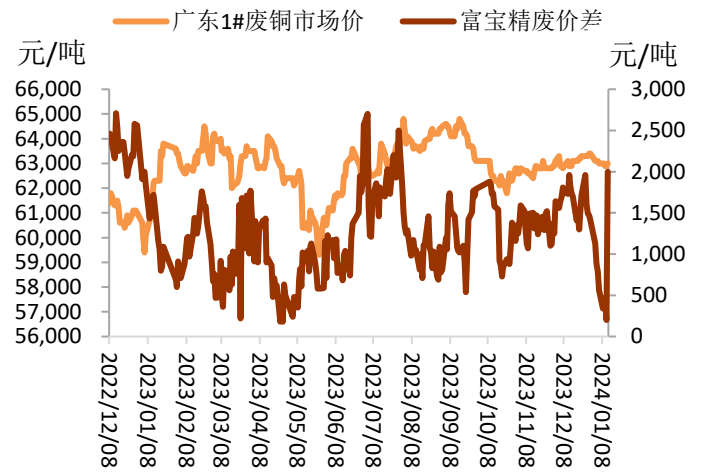


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

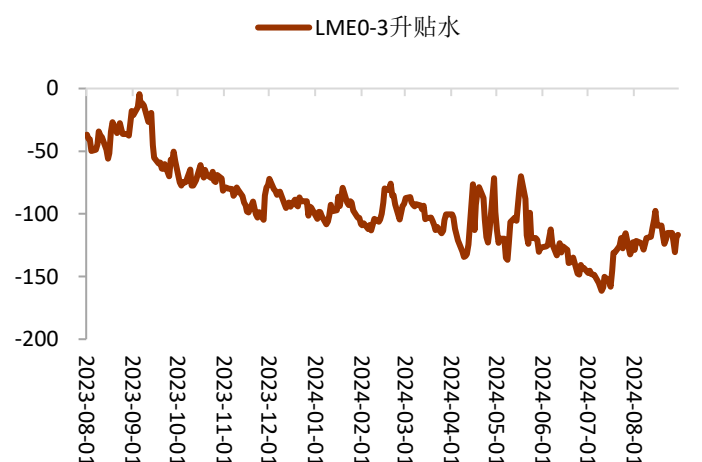


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

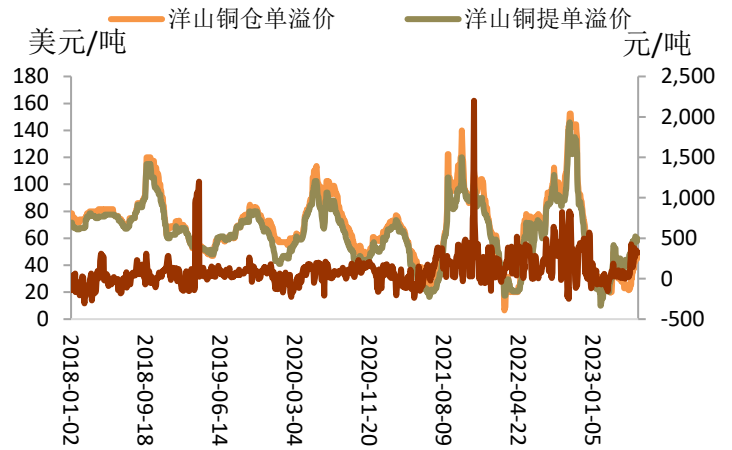


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

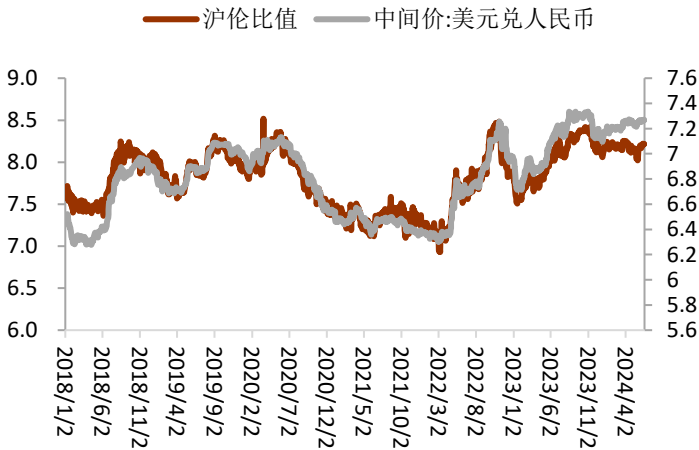


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

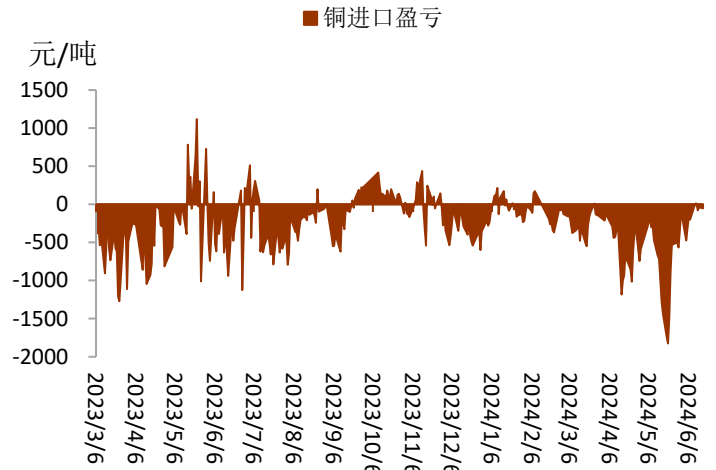


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势

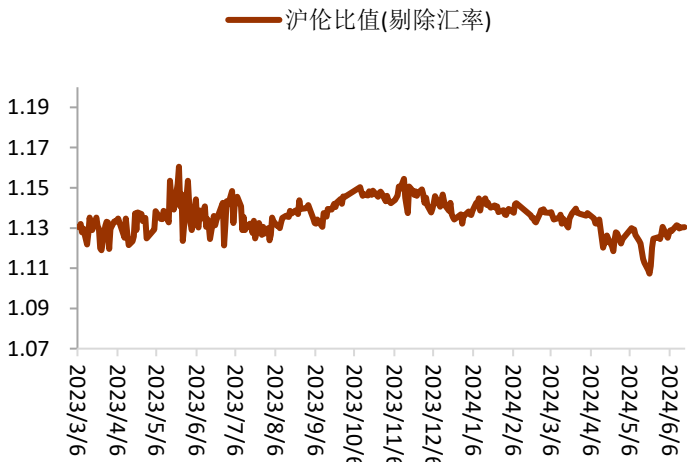


图表 14 铜进口盈亏走势

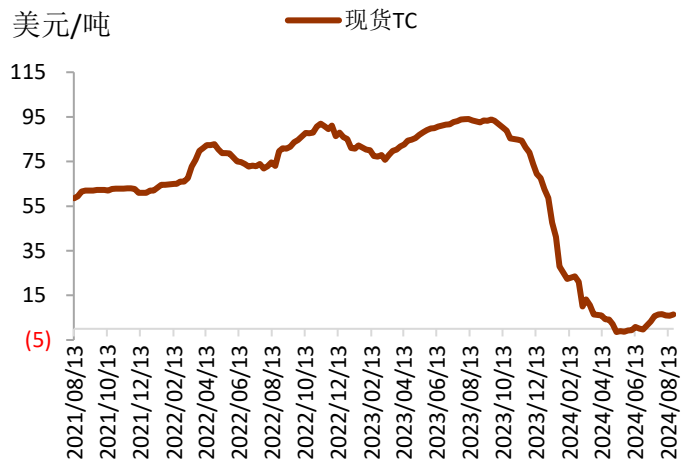


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

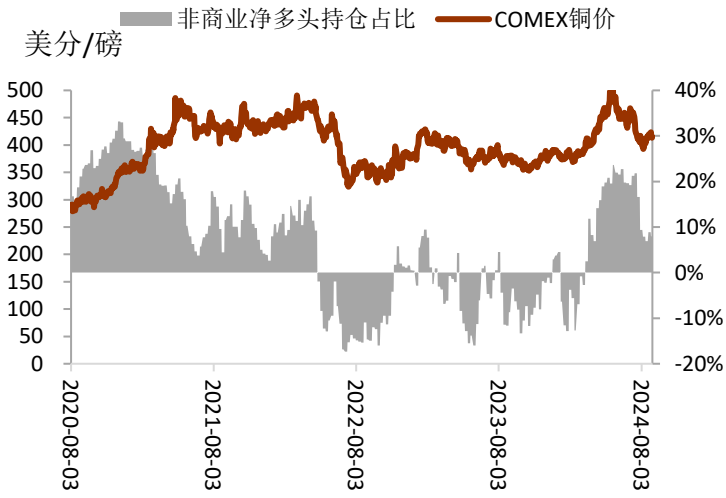


图表 16 铜精矿现货 TC

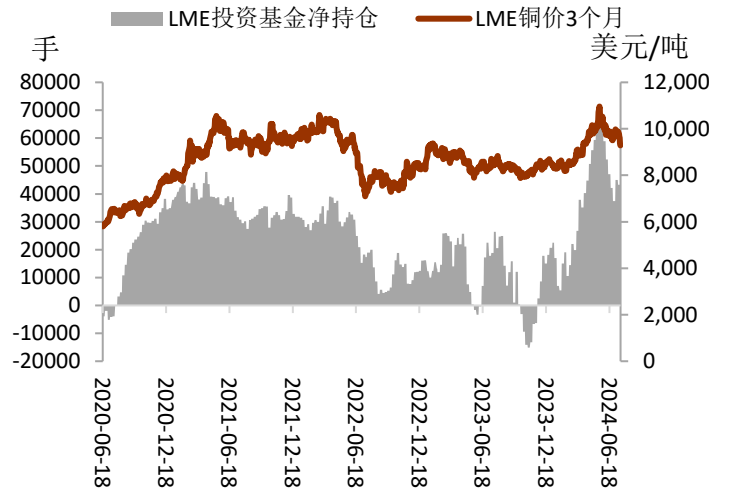


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。