

2024年1月15日



降息预期回落，铜价承压下行

核心观点及策略

- 上周铜价震荡向下，主因美国通胀风险重燃削弱美联储提前降息的预期，世界银行下调今年全球经济增长预期对金属中期需求不利；国内方面，出口放缓，PPI维持负增长，央行重启PSL投向“三大工程”，但对地产的拉动仍需检验。上周现货市场交投氛围冷清，现货升水大幅走弱，进口窗口关闭，近月BACK结构缩小并接近平水。
- 供应方面，国内产量保持高位，进口货源持续增加，供应较为平稳。需求来看，去年的电网工程建设项目基本收尾，线缆企业开工率大幅下降，光伏和风电装机量年初有趋弱迹象，虽然新能源汽车年底交出满意答卷，但年初增速预计有所下滑，淡季周期下终端消费减速较为明显，国内已进入缓慢的累库周期。
- 整体来看，核心通胀顽固打压美联储降息预期，全球经济增长放缓令金属消费承压；国内方面，出口增速放缓，PPI维持负增长，PSL的渐进式投放对总需求的拉动或有时滞。基本面来看，全球库存维持低位，现货升水快速回落，国内累库预期走强，终端消费已呈现季节性淡季的特征，宏观和基本面的趋弱共振下，预计铜价短期将维持震荡向下走势。
- 策略建议：逢高做空
- 风险因素：全球经济加速放缓，海外央行提前降息

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	1月12日	1月5日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	8295.00	8415.00	-120.00	-1.43%	美元/吨
COMEX 铜	373.55	380.2	-6.65	-1.75%	美分/磅
SHFE 铜	68200.00	68390.00	-190.00	-0.28%	元/吨
国际铜	60430.00	60870.00	-440.00	-0.72%	元/吨
沪伦比值	8.22	8.13	0.09		
LME 现货升贴水	-97.80	-102.00	4.20	-4.12%	美元/吨
上海现货升贴水	30	280	-250		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	1月12日	1月5日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	155825	163175	-7350	-4.50%	吨
COMEX 库存	19568	19602	-34	-0.17%	短吨
上期所库存	43085	33130	9955	30.05%	吨
上海保税区库存	6200	6000	200	3.33%	吨
总库存	224678	221907	2771	1.25%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价震荡向下，主因美国通胀风险重燃削弱美联储提前降息的预期，世界银行下调今年全球经济增速预期对金属中期需求不利；国内方面，出口放缓，PPI 维持负增速长，央行重启 PSL 投向“三大工程”，但对地产的拉动仍需检验。上周现货市场交投氛围冷清，现货升水大幅走弱，进口窗口关闭，近月 BACK 结构缩小并接近平水。

库存方面：截至 1 月 12 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 22.5 万吨，环比小幅上升 0.27 万吨，全球库存维持低位。其中，LME 铜库存环比上周下降 0.74 万吨，LME0-3 的远月升水维持在 100 美金附近，注销仓单比例降至 12%；上期所大幅累库 0.99 万吨；保税区库存微增 0.2 万吨，国内库存有明显的反弹迹象，上周洋山铜仓单升水大幅回落至 60 美金附近，沪伦比值小幅走扩，现货进口窗口关闭，上周进口货源到港量持续增加，淡季消费从预期逐步走向现实的过程中，国内库存重心抬升，近月 BACK 结构收窄至接近平水。

宏观方面：世界银行最新预计 2024 年全球经济增速将从去年的 2.6% 下滑至 2.4%，受新冠大流行、地缘政治局势升级以及全球通胀阴霾未散和利率中枢抬升的影响，2020 至 2025 年或是近 30 年以来表现最弱的 5 年周期。美国 12 月 CPI 同比+3.4%，核心 CPI 超预期回升至 3.9%，剔除房价以后的超核心 CPI 同比+3.87%，其中运输、医疗服务和娱乐分项同比增速均扩大，整体具有较强粘性，削弱了市场超前交易美联储 3 月降息的预期，虽然今年整体降息的趋势不会改变，但上半年就启动降息的概率显著降低，短期打压市场风险偏好，潜在的通胀预期有进一步回升的风险，令当下的美联储政策制定者难以放松警惕，美联储副主席威廉姆斯表示，目前谈论降息还为时过早，仍将保持一段时间的限制性政策立场，只有确信通胀正向 2% 的目标靠拢时，才适合减少政策的紧缩力度，整体立场略偏鹰。此外，拜登政府首席经济顾问表示，目前拜登的大选支持率下滑严重，当前美国居民最担心的问题仍是经济状况，能否顺利解决通胀问题成为了拜登政府能否连任的关键，若过早地开启降息周期，可能会使通胀重回涨势，对年底的大选极为不利。国内方面，央行向政策行投放 PSL (棚改建专项贷款)，其承担了“财政发力+定向宽松”的双重任务，去年 12 月 PSL 净增了 3500 亿，创历史第三新高，市场预计今年总体规模将达 1-1.5 万亿，但需要累积到一定的体量以后或改变市场对楼市的预期，整体对短期国内总需求的拉动作用或有限。

供需方面，巴拿马的铜矿供应中断仍在持续，英美资源也下调了明年铜矿的产量预期，矿端干扰持续发酵拖累现货 TC 持续下行；国内 12 月产量回升至 100 万吨，产量未能超预期的原因主要有西南同业的粗炼产量开始下降，并于年底逐步停产；去年 10 月投产的中条山有色因为寒潮天气停产了一周，产量或将不及预期，而联合铜业则技术改造停产；需求来看，12 月电缆线的开工率大幅下滑逾 8% 到了 83% 附近，年底的电网工程建设项目基本收尾，拖累 12 月精铜制杆企业的开工率回落到了 7 成以下；而年底光伏风电装机量减速明显，年初风光用铜增速预计回落，家电冷年内销压力较大，铜管开工率将进一步回落，新能源汽车超额完成中汽协的目标，但铜箔开工率已回落至 5 成左右，预计年初产量将快速回落，整体初端加工已进入淡季周期，将对期价形成一定压制。

整体来看，核心通胀顽固打压美联储降息预期，全球经济增速放缓令金属消费承压；国内方面，出口增速放缓，PPI 维持负增长，PSL 的渐进式投放对总需求的拉动或有时滞。基本面来看，全球库存维持低位，现货升水快速回落，国内累库预期走强，终端消费已呈现季节性淡季的特征，宏观和基本面的趋弱共振下，预计铜价短期将维持震荡向下走势。

三、行业要闻

1、据 SMM 统计数据显示，我国 12 月电解铜产量达 99.94 万吨，同比增长 14.8%，环比 4%，略微不及预期的 100.4 万吨，主要冶炼企业的产能利用率达到 85.1%，而 2023 年全年的电解铜产量达 1144 万吨，累计同比增长 11.3%，再创历史新高。

2、厄瓜多尔总统宣布全部将进入为期 60 天的内部武装冲突紧急状态，将 22 家有组织犯罪集团确定为恐怖组织和非国家交战方，并命令武装部队在国际人道主义法框架内开展行动。但目前铜陵有色旗下位于该地区的 Mirador(米拉多)铜矿的开采和运营暂未收到影响，预计 2024 年米拉多矿产铜的总量将达到 12 万吨。此外，铜陵有色称已成立专门的攻关团队致力于研究开发复合铜箔，目前公司铜箔产能达 5.5 万吨，5G 通讯用 RTF 铜箔、6 微米锂电铜箔实现量产，为行业龙头企业主要供应商。2022 年，池州铜箔 1.5 万吨和铜陵铜箔 1 万吨锂电铜箔开工，项目建成投产后，公司将具备年产各类高精度电子铜箔 8 万吨能力。

3、第一量子旗下的巴拿马分公司上周发表声明，在巴拿马铜矿被勒令暂停一些业务后，将于 1 月 16 日向当地政府递交第一阶段的矿山保护计划。根据第一量子的声明，该计划应确保与采矿设施和环境管理有关的物理和化学稳定性，包括人员要求、监控和评估任务。一个跨部门政府委员会将于 1 月 11 日首先进行技术检查，这是工商部关闭该矿行动计划的一部分。第一量子表示，根据最佳国际惯例，有序关闭此类采矿项目，包括规划和准备确保矿山未来环境稳定性的方法，通常需要数年时间才能完成。2022 年 Cobre Panama 铜矿的年产量达 35 万吨金属吨，约占全球精矿产量的 1.5%，若乐观预计今年二季度末复产，预计将影响产量 15-20 万左右。

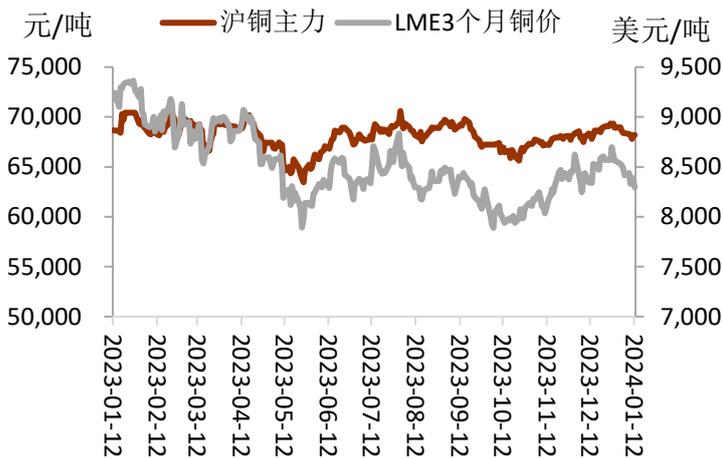
4、SMM 调研我国 12 月精铜制杆企业开工率为 69.37%，环比下降 4.52%，同比增长 7.75%。其中大型企业开工率为 75.74%，中型企业开工率 60.87%，而小型企业开工率为 48.38%。12 月铜杆企业开工率下滑主要受到线缆企业订单大幅走弱的影响，12 月电缆线企业开工率已大幅降至 83.1%，环比下降 8%，另一方面，临近年底多数铜杆企业有停产检修以及财务关账的压力和回笼资金的需求，且多数企业已提前完成生产计划，年底多以降低产量和压缩库存为主；此外，北方去年年底罕见的大雪天气以及随即引发的大气污染问题，也令北方部分企业面临被迫停减产的情况，预计 1 月我国精铜制杆企业开工率将继续稳步回落。

4、根据 Mysteel 调研数据显示，上周全国精铜杆市场整体交投氛围清淡，主因年初往往需求较为平淡，且年前下游消费已出现减速，补库周期也结束，又离春节长假的补库时间仍有较长的间隔，因此下游企业多按需采购为主。分地区来看，华东市场成交表现一般，铜价回升叠加临近换月，下游采买积极性小幅回落，市场交易热度有所下滑，实际成交环比减少。日均成交来看，市场大型企业订单在 1000-1500 吨，中小企业多在 400-500 吨。上周华南市场整体表现同样不佳，铜价环比反弹，但广东电解铜升贴水受异地货源调货影响有所下调，多数精铜杆零单加工费有所下调，不过由于当前节点临近换月，加之期铜远近合约价差走扩，市场成交进展仍不太顺利；具体来看，由于换月临近，多数下游企业仍主要以提取

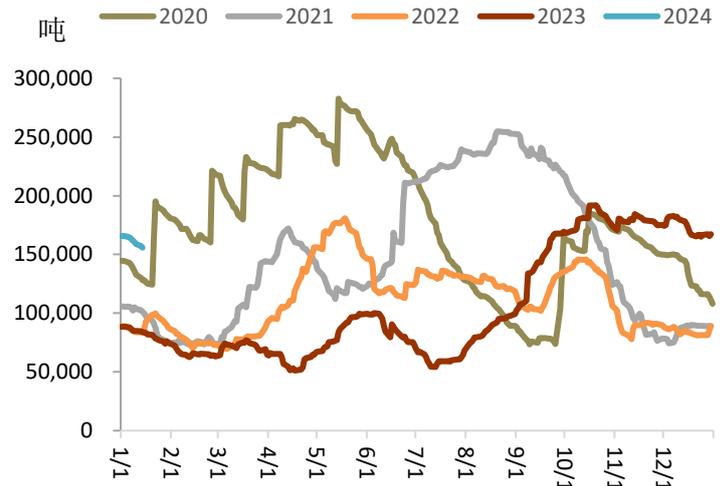
长单来补充厂内库存，零单的销售情况并不理想，其中部分铜杆企业由于零单销售困难选择减产或停炉，优先保证长单交付，多数铜杆企业与贸易商零单成交量不足 200 吨。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

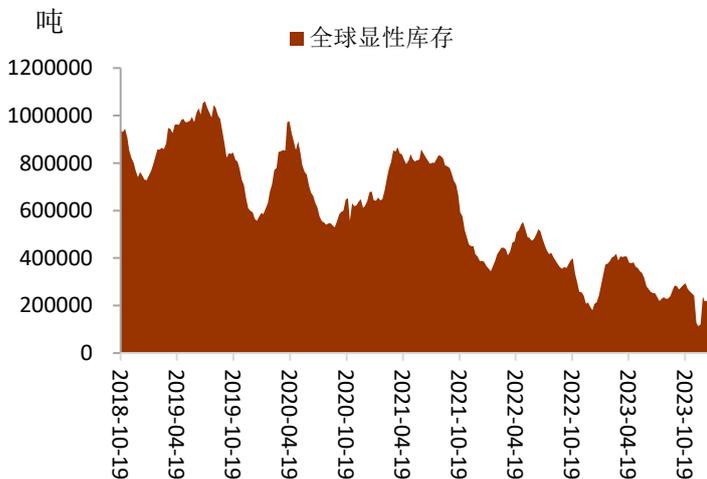


图表 2 LME 铜库存



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

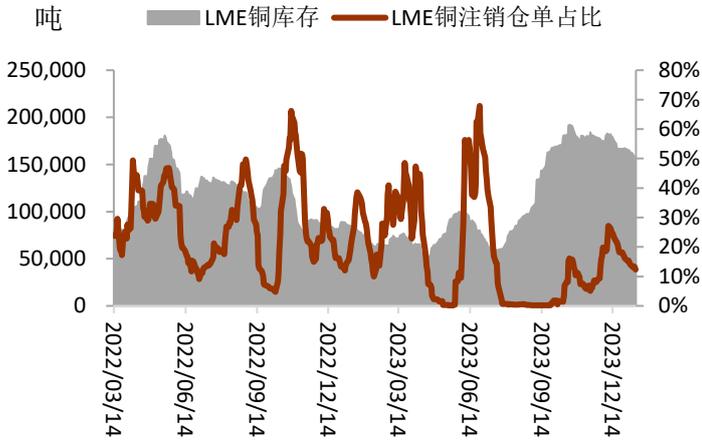


图表 4 上海交易所和保税区库存

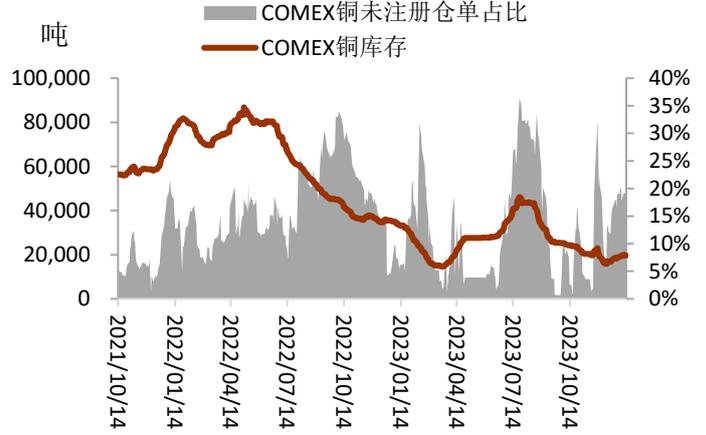


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

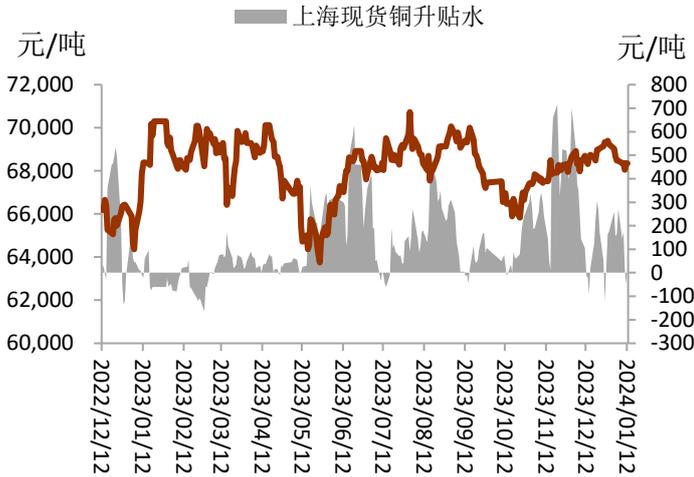


图表6 COMEX 库存和注销仓单

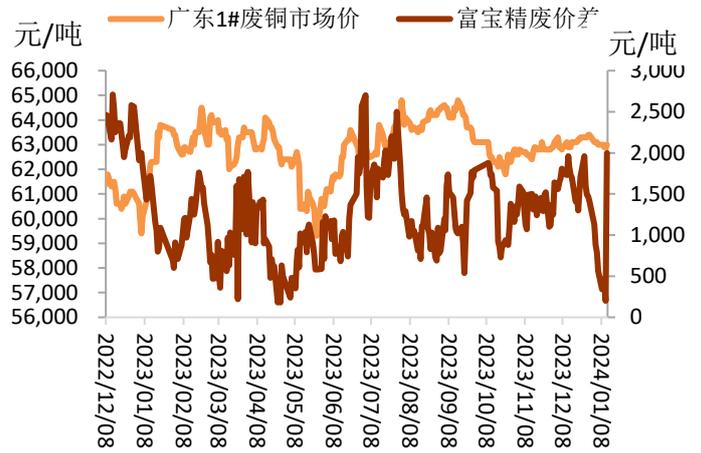


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势

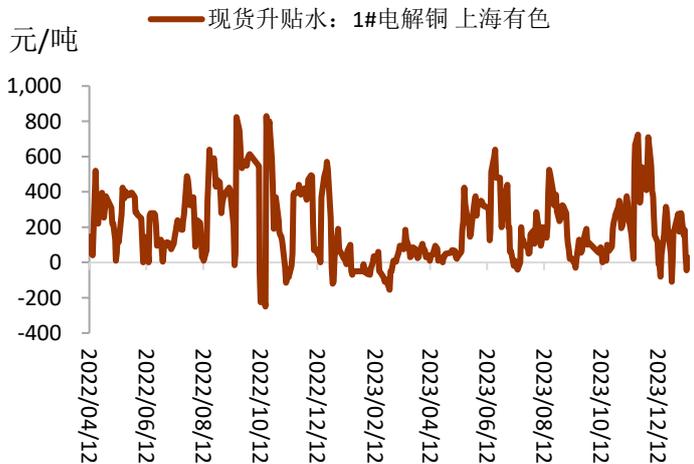


图表8 精废铜价差走势

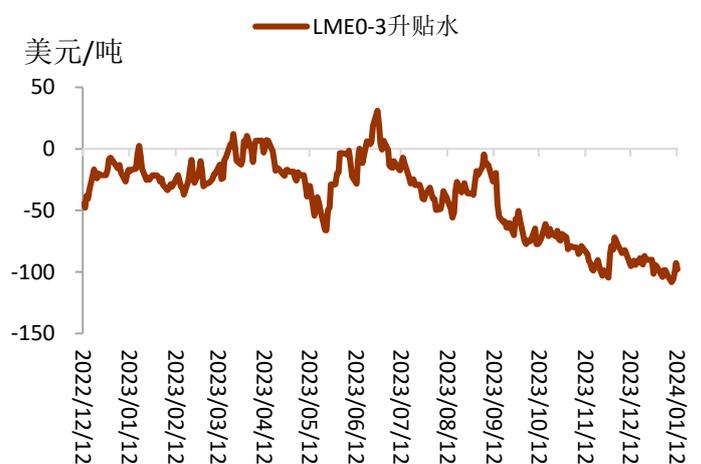


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

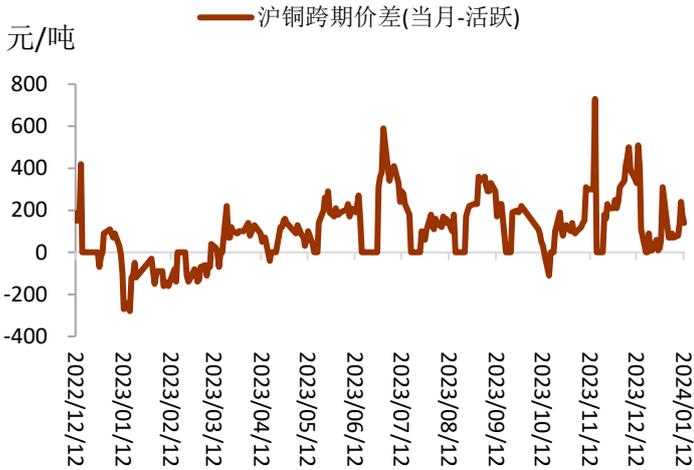


图表10 LME 铜升贴水走势

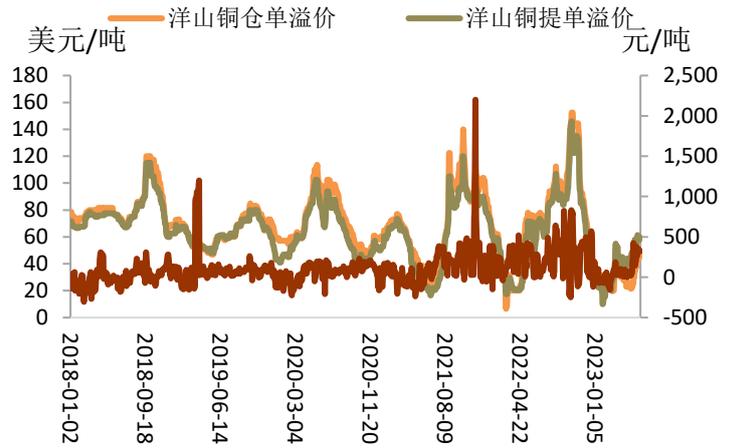


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

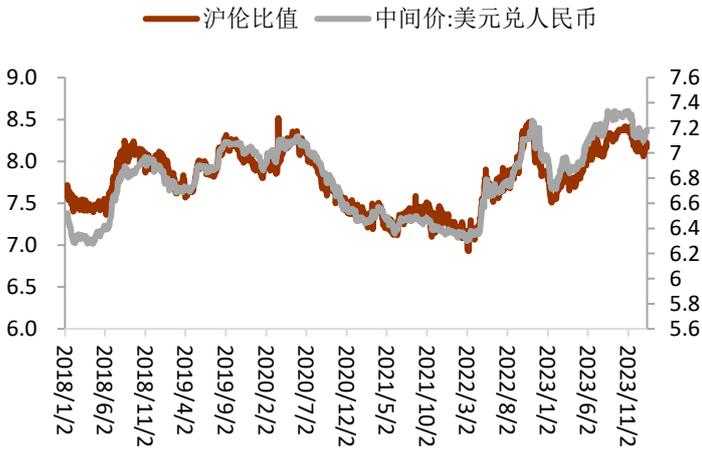


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

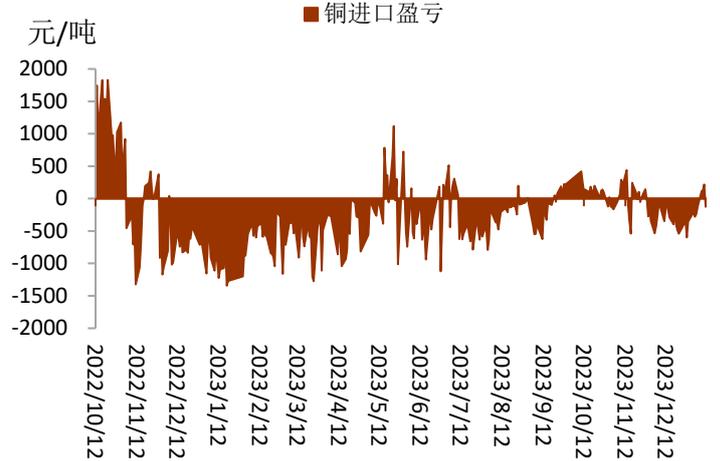


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势

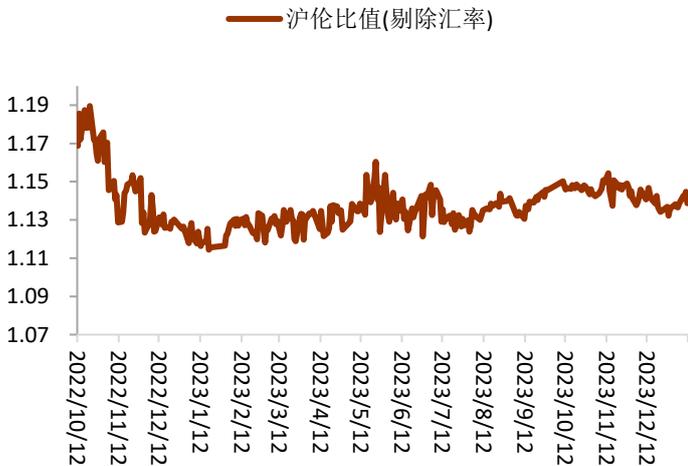


图表 14 铜进口盈亏走势

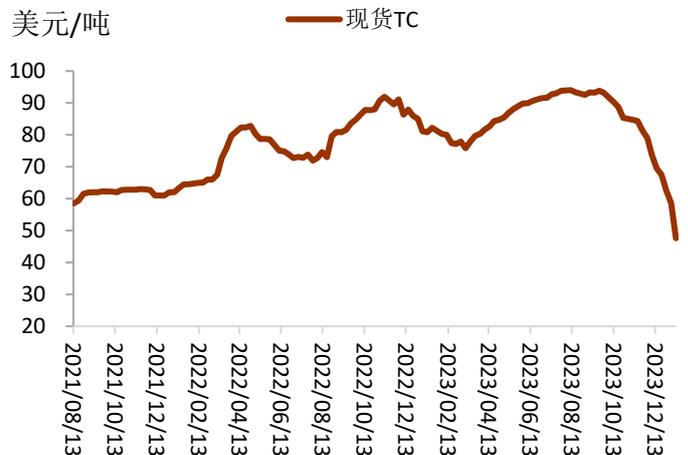


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

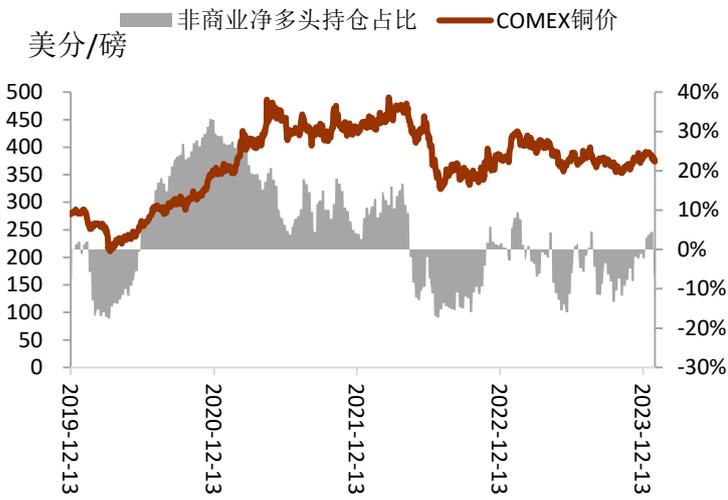


图表 16 铜精矿现货 TC

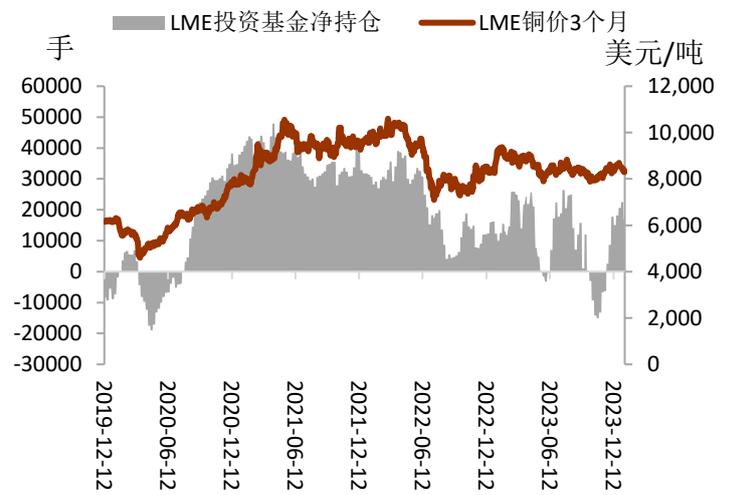


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。