

2024年8月12日



衰退预期升温，铜价震荡下行

核心观点及策略

- 上周铜价震荡下行，主因市场持续交易美国经济面临衰退式降息的风险，资本市场恐慌情绪蔓延拖累风险偏好显著回落。与此同时，中国7月PPI同比负增长，出口增速环比回落，宏观稳增长政策仍需积极发力。基本面来看，精铜产量高企，终端消费复苏好转情况不明显，全球显现库存逼近70万吨。现货面来看，国内贴水回归，进口亏损缩小，盘面近月C结构收窄。
- 供应方面，三季度精矿供应趋紧格局缓解，国内精铜产量维持高位。需求来看，线缆行业开工平稳恢复但同比仍低于往年同期，空调淡季排产下滑，地产竣工没有起色，传统行业需求缓慢复苏，新兴产业增速回落，国内整体去库进程仍然缓慢。
- 整体来看，市场交易美联储进入衰退式降息的预期主因就业市场放缓及制造业陷入萎缩，令市场风险偏好继续降温；中国出口环比增速下滑，PPI未见拐点回升。基本面来看，国内产量再破百万吨，铜价回落后国内终端消费进入弱复苏周期，全球显性库存总量逼近70万吨，预计铜价短期将维持低位震荡运行。
- 策略建议：观望
- 风险因素：美联储提前降息，新兴产业用铜增速激增

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 | 8月9日 | 8月2日 | 涨跌 | 涨跌幅 | 单位 |
|-----------|----------|----------|----------|--------|------|
| LME 铜 | 8831.00 | 9087.00 | -256.00 | -2.82% | 美元/吨 |
| COMEX 铜 | 398.4 | 412.8 | -14.4 | -3.49% | 美分/磅 |
| SHFE 铜 | 71670.00 | 73700.00 | -2030.00 | -2.75% | 元/吨 |
| 国际铜 | 63640.00 | 65360.00 | -1720.00 | -2.63% | 元/吨 |
| 沪伦比值 | 8.12 | 8.11 | 0.01 | | |
| LME 现货升贴水 | -121.65 | -119.22 | -2.43 | 2.04% | 美元/吨 |
| 上海现货升贴水 | 25 | -20 | 45 | | 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 | 8月9日 | 8月2日 | 涨跌 | 涨跌幅 | 单位 |
|----------|--------|--------|-------|--------|----|
| LME 库存 | 296400 | 246500 | 49900 | 20.24% | 吨 |
| COMEX 库存 | 22728 | 15864 | 6864 | 43.27% | 短吨 |
| SHFE 库存 | 286305 | 295141 | -8836 | -2.99% | 吨 |
| 上海保税区库存 | 72100 | 73100 | -1000 | -1.37% | 吨 |
| 总库存 | 677533 | 630605 | 46928 | 7.44% | 吨 |

二、市场分析及展望

上周铜价震荡下行，主因市场持续交易美国经济面临衰退式降息的风险，资本市场恐慌情绪蔓延拖累风险偏好显著回落。与此同时，中国 7 月 PPI 同比负增长，出口增速环比回落，宏观稳增长政策仍需积极发力。基本面来看，精铜产量高企，终端消费复苏好转情况不明显，全球显现库存逼近 70 万吨。现货面来看，国内贴水回归，进口亏损缩小，盘面近月 C 结构收窄。

库存方面：截至 8 月 9 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 67.8 万吨，环比大增 4.7 万吨，全球库存继续高位攀升。LME 铜库存继续增加，增量主要来自于亚洲库，主因亚洲库实行 40 美金/吨的交割补贴，LME0-3 升水维持 120 美金，注销仓单比例降至 6.9%；上期所库存继续下降 0.9 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 0.1 万吨，非注册货源到港量持续增加多数直接发往下游并未在保税停留，上周洋山铜仓单溢价升至 60 美元/吨，沪伦比值持平，现货进口窗口维持微亏状态，国内近月 C 结构较小，COMEX

可用库存大幅反弹至 2.2 万吨，整体上全球接近 70 万吨的高库存对铜价承压。

宏观方面：近日外资投行纷纷唱衰美国经济并暗示美联储或将于近期启动紧急降息，摩根大通认为美国经济到今年年底陷入衰退的可能性为 35%，高于上月预测的 25%，劳动力市场需求的走弱或比预期更为剧烈，企业裁员的迹象已逐步显现，并预测美联储维持限制性利率水平的概率仅为 30%。汇丰调整美联储货币政策路径预期至降息三次共计 75 个基点，主因美国经济多项经济数据放缓，鲍威尔对 9 月降息持开放态度以及近期美股巨震导致的全球资本市场恐慌情绪升温。芝加哥联储主席古尔斯比表示，美联储将对近期经济疲弱的迹象作出回应，并暗示当前的货币政策可能过于偏紧，如果经济边际正在放缓，保持限制性货币政策没有意义。美联储理事戴利认为，美联储的使命和面临的风险正趋于平衡，7 月的就业报告在数据层面提供了一些开启降息的理由，劳动力市场正在放缓但并未陷入崩溃，将密切关注 8 月非农能否出现逆转，其对 9 月降息持开放态度，而我们认为短期大幅降息对美联储而言或是一柄双刃剑，一方面可以控制经济放缓的压力，但另一方面可能再度点燃通胀上行的预期。美联储理事巴尔金表示，飓风和热带风暴不会影响美国宏观经济，劳动力市场有招聘放缓的信号但企业并未大量裁员，就业岗位仍在增加，近期的劳动力供应人数远比预期要多以至于未来失业率可能进一步攀升。堪萨斯联储主席表示，近期的通胀下行接近美联储设定目标但仍未完全实现该目标，虽然就业市场出现放缓但美联储决策者或无视市场采取激进行动的呼吁，仍将由未来数据和预期决定货币政策。国内方面，中国 7 月 PPI 同比下降 0.8%，降幅持平于上月，其中生产者出厂价格指数中，生产资料价格下降 0.7%，生产者购进价格指数中，建筑材料及非金属类价格下降 5.2%，黑色金属材料类价格下降 2.6%，农副产品类价格下降 1.9%，纺织原料类价格下降 0.5%，显示我国工业生产仍面临终端需求不足的下行压力，结合 7 月制造业 PMI 再度陷入萎缩区间来看，工业企业仍面临生产扩张意愿下降以及市场需求低迷带来的订单走弱影响，PPI 未能走出明确的上升拐点表明宏观经济仍有稳增长的需求，财政政策仍需进一步积极发力。

供需方面，短期矿端供应干扰有所缓解，二季度各大矿企财报均显示产量基本都能完成目标，其中 BHP 因旗下位于智利的 Escondida 单季度超预期的产量回升，上调 2025 年财年指导产量 12 万吨。从国内冶炼端来看，当前大中型冶炼厂产量仍维持高位，7 月电解铜产量高达 102.8 万吨，同比增长 11%，部分检修企业阳极板的备货充足以及废铜原料的供应充沛令其维持较高产出。从需求来看，板带企业开工率维持在 69.5%，环比小幅回落，主因新能源汽车变压器和基建连接器的订单有所走弱；7 月电缆线企业开工率回升至 73%，主因铜价下调后线缆企业开始主动补库，工程类电网投资招标进度陆续启动，但地产类线缆订单依旧恢复羸弱，空调 8 月排产已渐入淡季，铜管企业开工率已回落至 80% 以下，上半年光伏装机保持平稳增速，风电装机陷入低谷期，整体传统产业进入弱复苏周期带动国内库存缓慢去化，上周社库已回落至 35 万吨附近。

整体来看，市场交易美联储进入衰退式降息的预期主因就业市场放缓及制造业陷入萎缩，令市场风险偏好继续降温；中国出口环比增速下滑，PPI 未见拐点回升。基本面来看，国内

产量再破百万吨，铜价回落后国内终端消费进入弱复苏周期，社库高位缓慢去化，预计铜价短期将维持震荡运行。

三、行业要闻

1、SMM 统计，我国 7 月电解铜产量达 102.82 万吨，环比+2.3%，同比+11%，高于预期的 101.66 万吨，主要冶炼企业的产能利用率达 79.8%。今年 1-7 月我国电解铜累计产量达 694.65 万吨，同比增长 7.1%。

2、BHP 旗下的位于智利的 Escondida 铜矿的劳资纠纷已进入政府调解阶段，目前工会表示，有 2371 名(占员工总数的 99.75%)工人投票支持罢工，认为提议仍未取得合理进展。工会重申将 1%股息平等分配给工人的要求，批评公司报价延长工作日、削减福利，用一次性奖金掩盖损失等等。而 BHP 方面则紧急请求智利国家政府调解 Escondida 铜矿工会纠纷，此举旨在避免世界上最大的铜矿项目发生罢工。Escondida 铜矿 2023 年铜产量累计为 107.3 万吨，2024 年的指导产量 108-118 万。

3、根据 Mysteel 调研数据显示，云铜旗下的西南铜业分公司搬迁项目电解厂脱铜工序一次性带负荷试生产成功，标志着铜电解铜离子平衡调控和阴极铜质量稳定有了保障，为电解提负荷和阴极铜的目标产量任务奠定了基础。在铜电解过程中，阳极效率高于阴极效率，随着电解的进行正二价铜离子浓度不断富集和升高，而电积脱铜工序是电解净液一道关键工序，其主要作用是根据工艺需求不断的调整负荷，达到调节铜离子平衡的目的。送电成功并非终点，后续将面临提负荷、升电流密度、提产量等诸多新的挑战 and 考验。

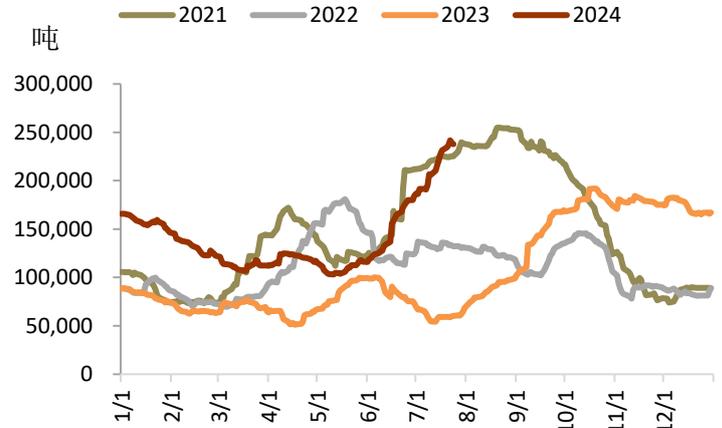
4、根据 Mysteel 调研数据显示，上周华东 8mm 的 T1 电缆线杆的加工费回升至 450-580 元/吨，较上周继续上涨，目前加工费已逐步回归合理区间，铜缆线中下游生产的订单状况逐渐恢复。分地区来看，由于上周铜价后半周维持低位震荡，多数下游维持按需采购，加之临近交割换月，市场整体交易情绪未能充分释放，下游订单未见明显改观；从具体日均成交量来看，大型铜杆企业订单在 1000-1500 吨，中小型铜杆企业订单在 500-1000 吨。华南地区上周市场成交表现较为平稳。因临近周末，部分终端电线电缆企业消费需求释放，但该部分消费增量并不明显。从日均成交量看，较多铜杆企业反馈零单成交在 100 吨上下，部分乃至反馈零成交；西南地区，市场交易氛围维持清淡，终端客户消费需求释放有限，且市场观望情绪较浓；区域内铜杆厂家反馈多数下游按需补货、提货进度偏缓。目前 8 月初的精铜制杆企业加工费恢复带动生产有序复苏但目前下游新增订单仍然偏少，高温缓解部分终端市场进入淡季拖累铜杆企业生产节奏，预计 8 月中旬精铜制杆开工率仍未维持缓慢回升，而电缆线杆的加工费回归合理区间后短期恐难有继续上行的空间。

四、相关图表

图表1 沪铜与LME铜价走势

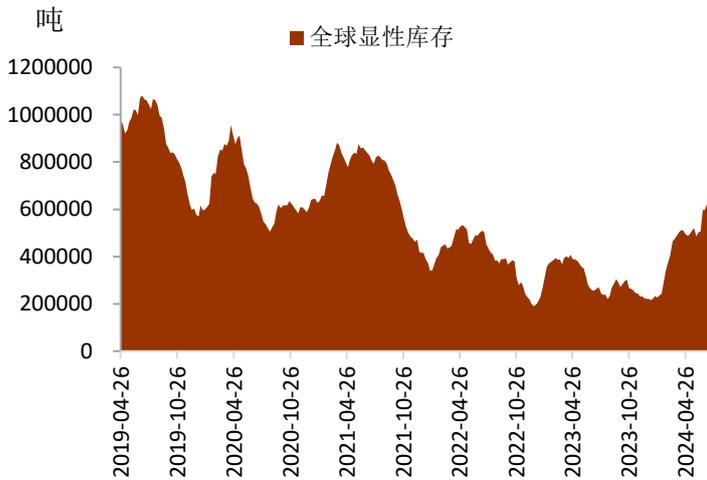


图表2 LME铜库存



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表3 全球显性库存

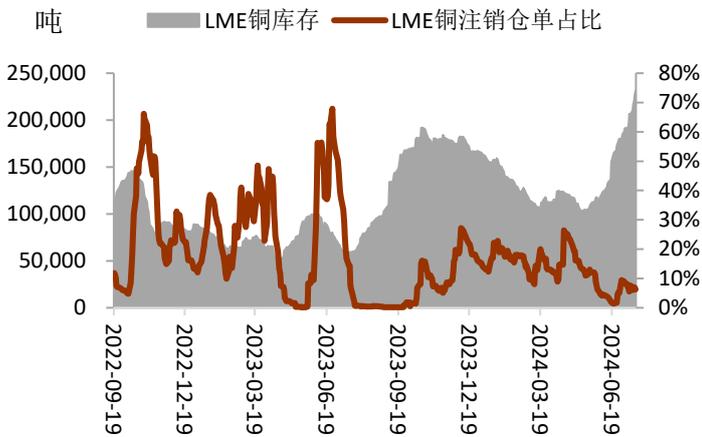


图表4 上海交易所和保税区库存

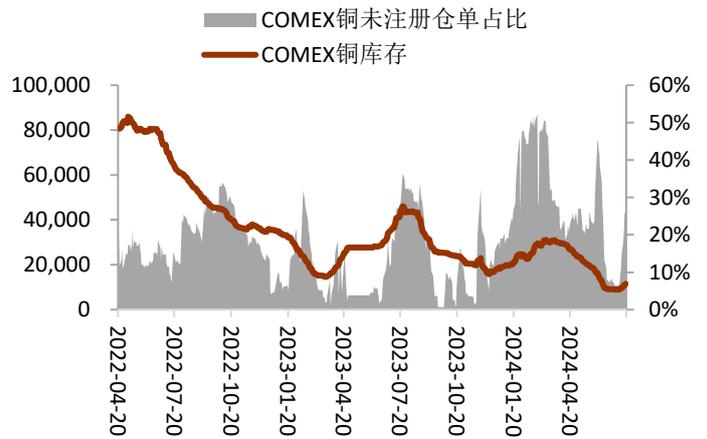


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

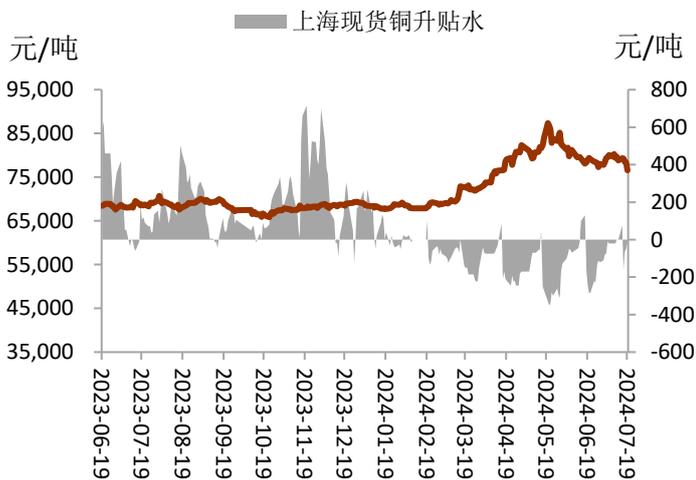


图表6 COMEX 库存和注销仓单

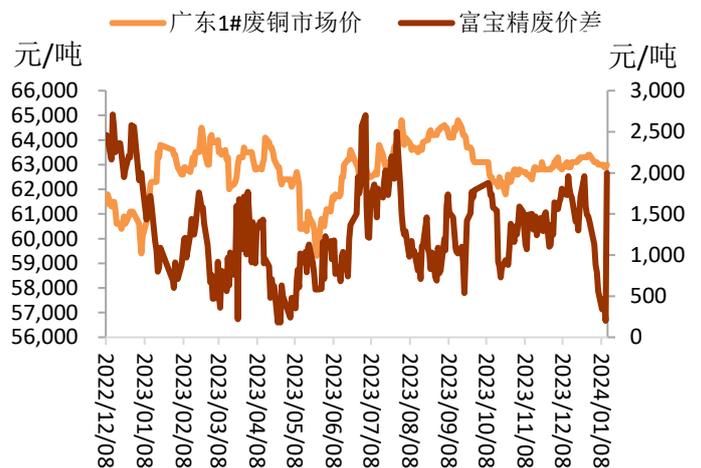


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

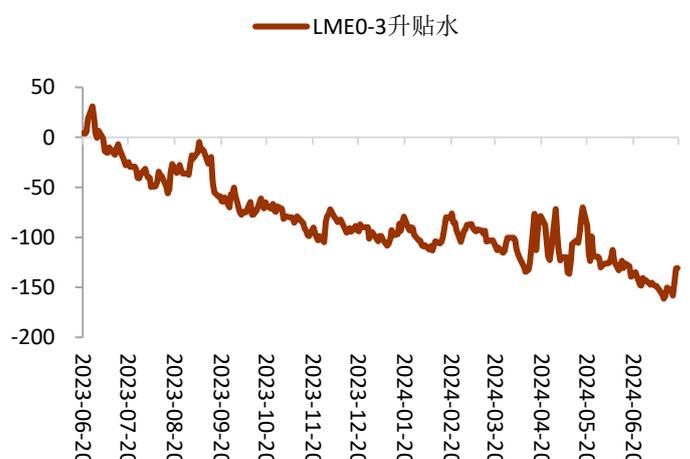


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



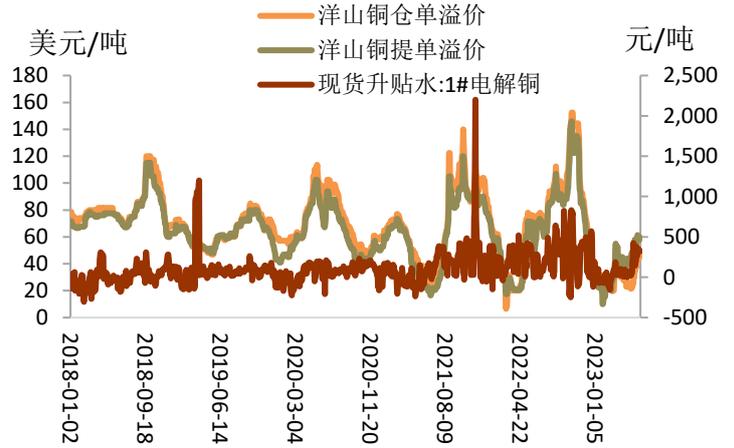
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

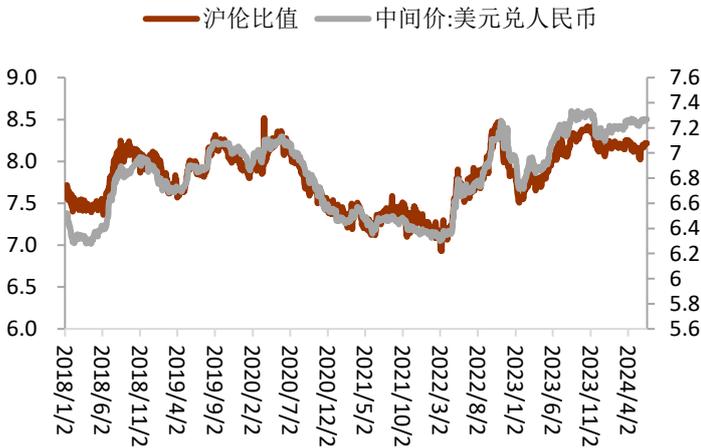


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

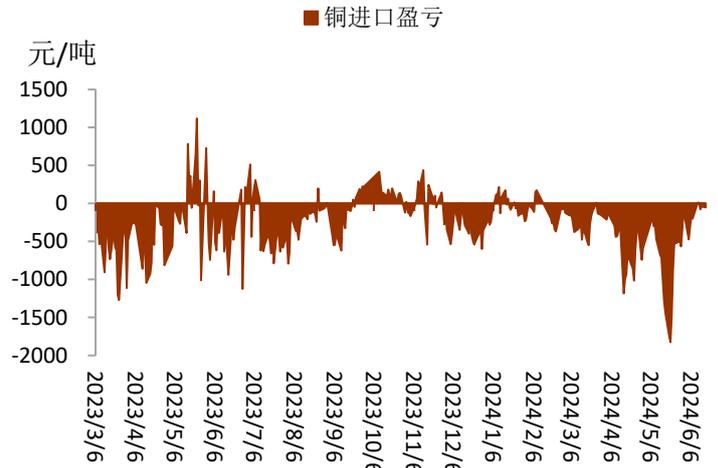


图表 13 铜内外盘比价走势

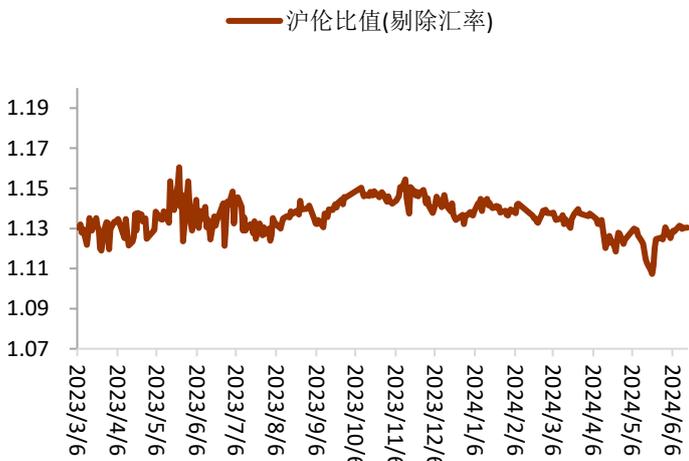


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 铜进口盈亏走势

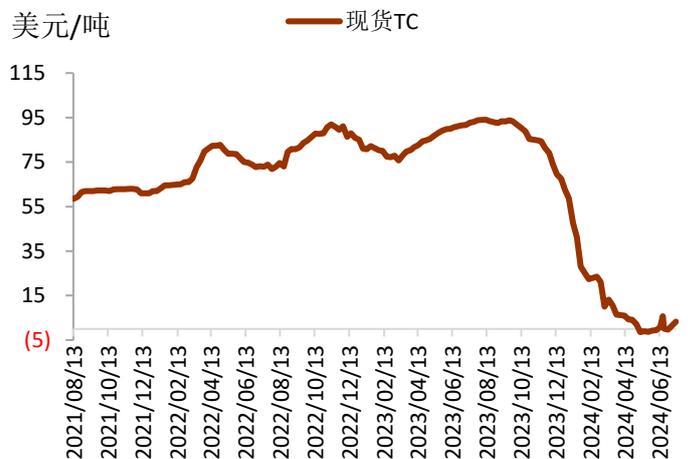


图表 15 沪伦比剔除汇率

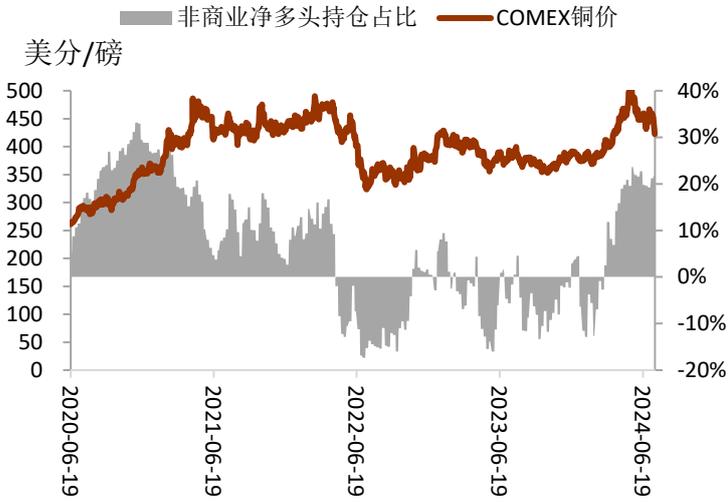


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

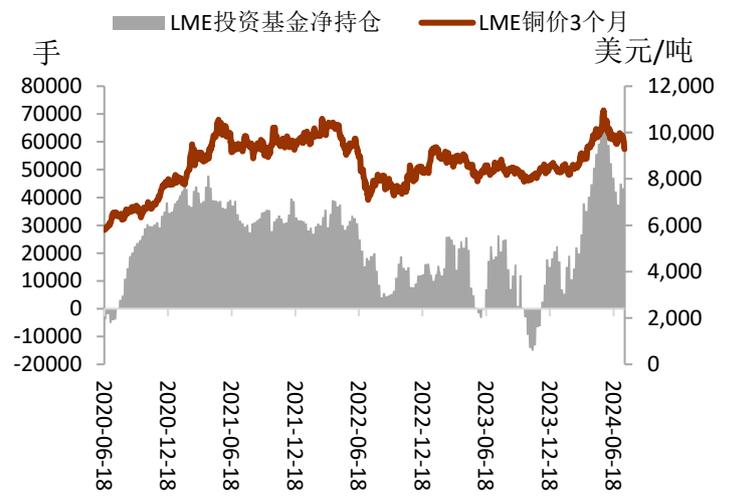
图表 16 铜精矿现货 TC



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。