

冠通期货研究咨询部
2024 年 1 月 24 日

美联储内部鹰声嘹亮，铜价震荡有韧性

摘 要

□ 摘要

铜：近期美国公布的经济数据较为乐观，数据显示通胀下滑但经济运行较为稳健，这导致市场对美联储 3 月降息的预期下滑至 50% 以下；美联储内部多名委员一再发表讲话，表示不急于降息，或应继续维持高息以遏制通胀，令通胀彻底降至 2% 附近；中国知名矿业企业和西方大资本仍在美洲、非洲、亚洲和其他地区开发新的大型铜矿山，相关资源整合加速；铜矿的矿业扰动增多，市场预期 2024 年铜精矿过剩大幅下降，已经导致铜 TC 费用明显下降；短期中东地缘紧张加剧，大批货船不再航行红海而绕行非洲好望角，这可能推升全球通胀水平并对全球供应链带来不稳定因素；国内铜库存一直处于极低位置，未来发达经济体降息和新兴国家经济复苏的前景令铜价保持坚挺，未来一段时间铜价继续区间震荡的可能性较大。

风险点：

- 1、美联储 3 月降息的预期进一步下降；
- 2、国内经济复苏不及预期，持续时长较长对铜需求带来不良影响；
- 3、红海货运中断对全球产业链供应链和铜需求带来不良影响。

分析师

周智诚

期货从业资格证书编号：

F3082617

Z0016177

电话：

010-85356610

Email: [zhouzhicheng](mailto:zhouzhicheng@gtfutures.com.cn)

@gtfutures.com.cn

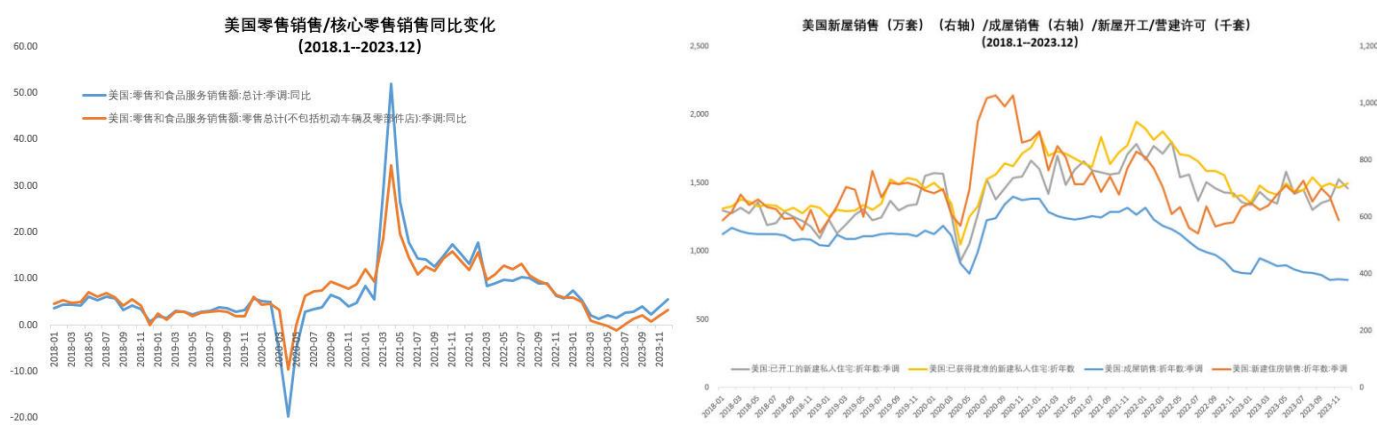
公司网址：

<http://www.gtfutures.com.cn/>

一、美国经济数据支持推迟降息，美联储内部鹰声嘹亮

上周三（1月17日）美国人口普查局公布12月零售销售数据显示，美国12月份零售销售额环比增长0.6%，市场预期增长0.4%，前值增长0.3%，创三个月最大增幅；除汽车外核心零售销售环比增加0.4%，预期0.2%，前值0.2%；分类别来看，服装、百货、电商领涨，汽油销售连续第三个月下滑；美国12月份零售增长再度加速，表明消费者支出仍具韧性，或将继续支撑美国经济；有分析认为，随着消费者面临持续的通胀、借贷成本上升和储蓄减少，这一势头将在2024年减弱。

图：美国零售销售/核心零售销售；美国新屋/成屋销售；新屋开工/营建许可变化情况（2018.1-2023.12）



数据来源：WIND，冠通研究

华尔街投行们已开始布局美联储放缓“缩表”，摩根大通直言，为了避免“流动性”危机发生，美联储将在1月开始讨论放缓QT，3月宣布，4月正式开始放缓缩表，11月停止缩表。

美国中西部艾奥瓦州15日举行共和党党团会议，这是美国2024年总统选举首场初选。据艾奥瓦州共和党官网数据，美国前总统特朗普在这场初选中以明显优势获胜。特朗普在艾奥瓦州共和党初选中得票率超过50%。佛罗里达州州长罗恩·德桑蒂斯得票率约为21%、落后特朗普约30个百分点；美国前常驻联合国代表妮基·黑利落后德桑蒂斯约2个百分点，排在第三。

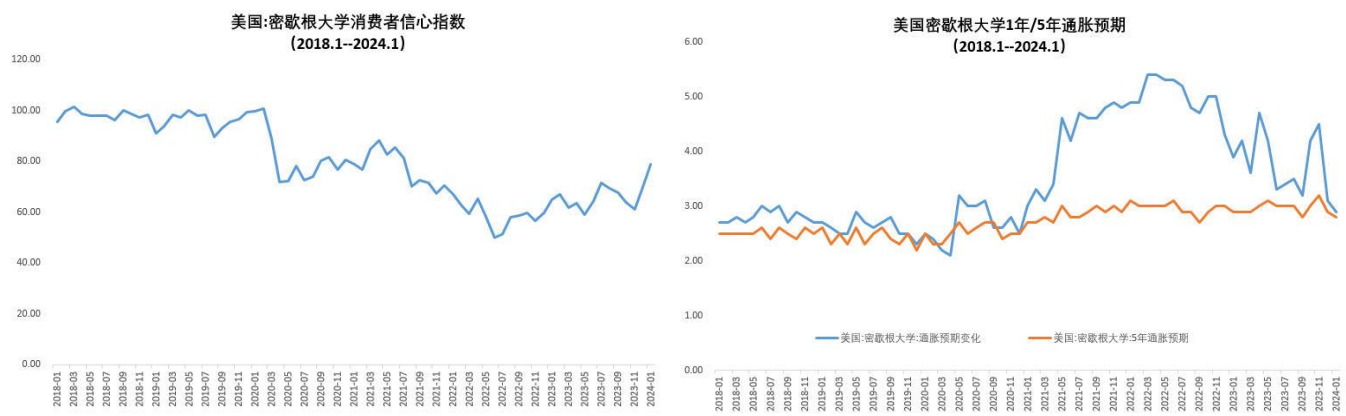
上周四（1月18日）美国政府发布的数据显示，12月份新屋开工数下降4.3%，预期下降9.3%；折合年率为146万套，预期142.6万套；单户型住宅开工数继11月份飙升后，创下2022年7月以来最大降幅，而多户型住宅开工数升至五个月高点；预示未来建筑活动的建筑许可升至150万套，预期148万套；数据显示，单户型住宅许可上升1.9%，预期上升0.9%；数据升至2022年5月以来最强水平，而多户型住宅许可小幅上升。建筑许可增加表明，随着抵押贷款利率下降提振住房需求，新屋开工数量依然处于上行趋势。由于大多数房主仍不愿搬家，买家发现新房市场有更多库存，这帮助提振了建筑商本月的信心，创近一年来最大增幅。

上周四美国劳工部数据显示，美国截至1月13日当周初请失业金人数为18.7万，为2022年9月24日当周以来的最低水平，预期20.7万，数据表明美国的劳动力市场仍然紧张；截至1月6日当周续请失业金人数为180.60万，预期184.5万；美国截至1月13日当周初请失业金人数四周均值为20.32万，低于前值20.78万；初请续请失业金数据公布后，截至发稿，十年期美债收益率小幅上升至4.110%，美元指数小幅走高至103.53。

1月18日，美国众议院以314票对108票通过了一项短期支出法案，该协议围绕本月7日国会两党领袖达成的1.66万亿美元的支出协议，旨在让原先预估1月19日“停摆”的政府机构持续运作到3月1日、2月2日“停摆”的机构运作至3月8日，避免政府关门。该协议在众议院通过之前由参议院以77票对18票的压倒性多数票通过。但美国的立法者仍面临重大的挑战。他们的下一个任务是在新设定的3月截止日期之前，通过全年支出法案。这个过程非常复杂和费时，需要在众多不同的政府部门和项目之间分配资金。

截止上周五（1月19日）据最新CME FedWatch数据，美联储维持2月份利率在5.25%-5.50%区间不变的概率为97.4%，降息25个基点的概率为2.6%。到3月份，维持利率不变的概率为42.9%，累计降息25个基点的概率为55.7%，累计降息50个基点的概率为1.4%。

图：美国密歇根大学消费信心指数；美国密歇根大学1年/5年通胀预期变化情况（2018.1-2024.1）



数据来源：WIND，冠通研究

上周五（1月19日）公布的美国1月密歇根大学消费者信心指数初值78.8，预期70.1，12月前值69.7；1月消费者信心单月上涨9.1个点，这是自2005年以来的最大月度涨幅，1月数据超出了媒体调查显示的所有经济学家的预期；其中现况指数初值83.3，预期73；预期指数初值75.9，预期67，12月前值67.4。这两大分项指数均创下2021年以来的新高；市场备受关注的通胀预期方面，美国1月密歇根大学1年通胀预期初值2.9%，预期3.1%，前值3.1%；5年通胀预期初值2.8%，创四个月新低，预期3%，前值2.9%；密歇根调查显示，人们的乐观情绪普遍回升，不同年龄、收入和政治倾向

的人群都有所改善。超过一半的受调查家庭预计他们的收入增长速度至少与通胀一样快，这是自 2021 年中期以来的最高比例。消费者对当前财务状况的看法升至两年高位，对未来财务的预期攀升至 2021 年以来的最高水平。

上周五据美国全国房地产经纪人协会（NAR）的数据，2023 年全年成屋销售总数 409 万套，创 1995 年以来新低；具体数据上，美国 12 月成屋销售总数年化 378 万户，预期 383 万户；12 月成屋销售总数环比跌 1%，预期上涨 0.3%，12 月成屋销售较 2022 年 12 月同比下降 6.2%；截至 12 月底，有 100 万户待售房屋，较 11 月单月库存大跌 11.5%，库存数量为去年 3 月份以来的最低水平；按照目前的销售速度计算，需要 3.2 个月的时间消耗掉市场上的供应量，低于 5 个月的库销比，表明市场供应紧张；12 月份售出房屋的中位价为 38.26 万美元，比 2022 年 12 月份上涨 4.4%。这是成屋价格连续第六个月同比上涨；成屋价格在美国所有四个地区都出现上涨，2023 年全年成屋销售的中位价为 38.98 万美元，创下历史新高。NAR 首席经济学家 Lawrence Yun 表示：最近一个月的成屋销售似乎已经触底，然后在新的一年里料将走高。与两个月前相比，按揭贷款利率大幅下降，预计未来几个月市场上将出现更多库存。

上周五芝加哥联储主席古尔斯比 (Austan Goolsbee) 表示，美联储需要掌握更多通胀数据才能做出降息判断。上周四（1 月 18 日）亚特兰大联储主席拉斐尔·博斯蒂克 (Raphael Bostic) 表示，降息的基线是在第三季；作为美联储 12 名投票成员之一，美联储理事克里斯托弗·沃勒 (Christopher Waller) 的讲话具有重要意义。上周二 (16 日) 他承认，今年可能会降息，但他表示，央行可以慢慢放松货币政策。本质上，他传达了美联储主席鲍威尔在 12 月新闻发布会上表达的相同观点；此前包括克利夫兰联储主席洛雷塔·梅斯特在内 (Loretta Mester) 的多名美联储官员发表评论；梅斯特告诉彭博电视台，3 月份降息的设想可能还为时过早。

上周五旧金山联储主席玛丽·戴利 (Mary Daly) 认为，现在降息还“为时过早”，并指出她需要看到更多证据表明通胀率持续回升至 2%，才有可能放松政策。除了通胀数据外，戴利表示将寻找劳动力市场开始动摇的任何早期迹象，以帮助她做出决定。美联储将于 1 月 30 日至 31 日召开会议，预计联邦公开市场委员会 (FOMC) 将连续第 4 次维持基准利率不变。戴利的言论是美联储官员最后发表的言论之一。

截至 1 月 16 日当周，美元净空头头寸价值从前一周的 127 亿美元下滑至 97.99 亿美元，上周美元净空头创八月以来最大水平；最近一周投机者对美元的净空头头寸有所下降，反映出随着利率市场削减宽松预期，美元出现复苏。截至上周五据 CME 的美联储观察工具，交易员目前预计 3 月份降息的可能性约为 48%，低于上周的 71%。

高盛集团全球交易策略主管 Joshua Schiffrin 认为，美联储将从 3 月开始降息，今年一共料降

息四次，通胀率将达到央行 2% 的目标；欧洲和英国的央行也会效仿美联储。Schiffirin 提醒称，尽管风险资产今年将普涨，但是由于市场对美联储降息时间和步伐的押注变来变去，上半年的市场将很难驾驭。他建议投资者在土耳其等新兴市场中寻找机会。展望未来，Schiffirin 预计，鉴于增长轨迹稳定，美国国债收益率接下来 20 个基点的波动将是上涨而不是下跌。

接受路透调查的大多数经济学家认为，美联储将等到第二季度再降息，6 月降息的可能性大于 5 月，且今年降息幅度的预期小于市场目前的预期。

尽管最近一年以来美国通胀指数确实明显下滑，但代价是美国制造业持续进入萎缩状态；美联储 12 月议息会议已经公开讨论了降息的问题，但整体上市场推测美联储明年 3 月开始降息的可能性出现忽高忽低的情况。目前市场认为即便 3 月没有降息，那么降息也将发生在 5 月或 6 月。即便目前通胀还没有完全回到理想水平，继续加息的必要性实际上已经消失，降息无疑有利于制造业等实体经济，可见 2024 年的铜需求非常有可能发生积极改变。海外铜价目前从稳定在 8500 美元/吨上方开始下滑，在触及 8200 美元/吨附近后反弹，目前再次稳定在 8400 美元/吨上方；国内宏观经济复苏不及预期，但政府出台稳增长的政策力度很大，有些已经看到效果；人民币期货铜价从触及 69000 元/吨，下滑至目前保持在 68000 元/吨附近；都显示市场对铜价信心虽有小幅下滑但韧性很足；在国内电力电网和新能源交通铜需求的支撑下，后市维持有韧性的震荡或许将是今年全年铜价的运行常态。

二、近期铜矿业端扰动的最新动向

（一）现有铜矿山或铜供应端减产的消息

外媒 1 月 18 日消息：据三位知情人士表示，嘉能可和托克正敦促亚洲冶炼厂接受较低的现货价格，以将今年开采的铜转化为金属，而不是行业基准价格要高得多。从历史上看，该行业在将精矿加工成铜的合同中使用年度收费基准，即所谓的处理费(tc)。但在伦敦上市的嘉能可(Glencore)和托克(Trafigura)希望以现货市场为基础，中国和全球冶炼产能的扩张，以及精矿供应紧张压低了加工费用。

消息人士称，大宗商品交易商嘉能可(Glencore)和托克(Trafigura)提出向亚洲冶炼厂支付与 Fastmarkets 和 SMM 等价格报告机构对 2024 年供应的一篮子评估挂钩的 tc。消息人士要求匿名，因为他们没有被授权公开谈论此事。这两家交易所还打算对铜交易价格设定上限，以便在铜矿供应增加可能推高铜交易价格的情况下锁定利润率。去年的供应量估计在 2,200 万吨左右，一些分析师曾表示，如果供应持续中断，今年市场可能出现供应短缺。一家大型冶炼厂的消息人士表示，除非 2 月农

历新年后供应改善，否则冶炼厂可能不得不接受贸易商的条件。另一位冶炼厂消息人士称，托克和嘉能可都希望将 tc 控制在每吨 60 美元左右，并称上限可能因产量和关系而异。消息人士称，没有最低限额，只有拟议的上限。

在 2 月 10 日开始的中国农历新年假期之前，最大的生产商和消费国的活动将放缓。由于供应链中断导致原料短缺，加上中国冶炼厂产能增加，现货市场上的精矿加工费用已降至每吨 40 美元左右，比每吨 80 美元的基准价格低 50%。去年 11 月，智利矿业公司 Antofagasta 与中国金川集团 (Jinchuan Group) 达成了每吨 80 美元的价格协议，之后巴拿马的煤矿关闭，英美资源集团 (Anglo American) 去年 12 月大幅下调了铁矿石预期。中国拥有全球一半的铜冶炼厂，也是铜精矿和废铜等铜原料的最大买家。海关数据显示，2023 年中国铜矿石和精矿进口量达到创纪录的 2754 万吨，比 2022 年增长 9.1%。2022 年，嘉能可向全球供应了超过 100 万吨的铜金属和精矿，其对 2023 年的预测也在 100 万吨左右。托克没有透露其铜投资组合的规模，但该公司向世界各地的冶炼厂供应铜精矿。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

外媒 1 月 23 日消息：全球最大的铜生产商智利 Codelco 在一份声明中证实了资本市场出版物 IFR 早前的报道，该公司周二发行了 20 亿美元的无担保美元债券，期限为 12 年和 29 年。Codelco 和 IFR 表示，2036 年发行的债券规模约为 15 亿美元，收益率为 6.447%，比可比的美国国债高出 230 个基点。与此同时，2053 年到期的债券价值 5 亿美元，收益率为 6.746%，比美国国债高出 235 个基点。

IFR 将美国银行、花旗、摩根大通和桑坦德银行列为簿记行。IFR 表示，定价预计将于周二晚些时候公布，问题应在周五解决。由于运营问题和扩张项目的推迟，Codelco 的产量已降至 25 年来的最低水平，尽管该公司高管已保证，产量将在今年开始恢复。这家国有企业还肩负着推动国家加强对智利锂产业控制的任务。周二早些时候，该公司宣布与一家澳大利亚公司达成收购协议，尽管该公司正与不断上升的债务负担作斗争。

知名投行高盛 (Goldman Sachs) 在本周二 (1 月 23 日) 的一份报告，对铜市场进行了深入分析，并给出了其对未来铜市场的预测。高盛预计 2024 年全球铜产量将达到 2300 万吨，这是一个相对较高的数字。这表明，在全球范围内，铜的生产能力正在逐步提升，以满足不断增长的需求。然而，这一数字也引发了对供应紧张的担忧，尤其是在当前库存水平较低的情况下。高盛还重申了其对于铜价的乐观预期，称未来 12 个月铜的目标价为每吨 10000 美元。这一预测是基于对中国铜需求增长的预期以及全球铜市场供应紧张的状况。如果这一预测成真，将对全球经济产生重要影响，尤其是对那些依

赖铜的产业和企业。

高盛还指出，今年铜市将处于自 2021 年以来供应最紧张的状态。预计今年将出现 42.8 万吨的供应缺口，而当前可用库存仅为 26 万吨。这一数据表明，铜市场的供需平衡已经出现严重倾斜，供应短缺可能会进一步推高铜价。在全球经济复苏的背景下，铜市场的需求也在稳步增长。中国作为全球最大的铜消费国，其需求增长将继续对铜市场产生重要影响。高盛预测今年中国铜需求将增长 2.5%，这将对全球铜市场格局产生深远影响。

据外媒 1 月 20 日消息，刚果民主共和国总统齐塞克迪星期六在首都金沙萨的第二次就职演说中说，中国和刚果民主共和国正在讨论 70 亿美元的融资，作为重新谈判的矿产换基础设施协议的一部分。齐塞克迪一直在推动两国 2008 年签订的 62 亿美元合同的重组。他说，这份合同给刚果带来的好处很少。最初的协议承诺在基础设施项目上投入 30 亿美元，资金来自名为 Sicomines 的铜钴矿。据刚果政府称，虽然该矿已经运营多年，但开发资金中只有不到三分之一被拨付。齐塞克迪说，一项新的基础设施倡议将为这个庞大的国家提供资金，“这要归功于即将从 Sicomines 项目重新谈判中获得的资金分配，这笔资金总额将达到 70 亿美元。”他没有提供进一步的细节。刚果是非洲陆地面积第二大的国家，尽管拥有丰富的矿产资源，包括铜和钴等关键的绿色能源金属，但该国却非常贫穷。中国是该国迄今为止最大的贸易伙伴，大部分这些矿产都是在中国加工的。中国驻刚果大使馆没有立即回复周六在正常工作时间外要求置评的两封电子邮件。

以上各类消息和报道可以看出，近期铜矿减产的消息虽然再次冲击市场，但总体来说，铜矿减产都是短暂的和临时性事件主导的，未来恢复生产、甚至产量增加都可以预见。需要引起注意的是，西方大型矿业资本和中国等大型新兴经济体的知名矿企正在加速开发和整合世界各地包括中南美和非洲在内的铜矿资源，以求扩大铜产量并满足未来全球新能源转型对铜的需求；种种迹象表明未来新铜矿的增产能力是充足甚至是巨大的，中短期看，外盘铜价从 8500 美元/吨附近回落至 8200 美元/吨关口上方震荡；国内期货盘面铜价从 69800 元/吨附近回落至 67700 元/吨附近震荡，显示国内铜需求和低库存支撑了人民币铜价的高位震荡；目前国内外的铜需求都没有达到非常强劲的水平，只有中国的电力电网建设和新能源转型过程中出现较强的铜需求；缺少足够的海外需求难以支撑铜价持续稳健走高，但海外铜矿同时出现计划外减产和增产、美联储等海外主要央行开始考虑降息，这有利于工业复苏和铜需求反弹；近期铜价区间震荡、有韧性的震荡运行或许就是中期铜价的常见形态。

三、 四季度及 2023 年全年 GDP 表现良好，央行再次降准即将落地

上周四（1 月 18 日）国家统计局数据显示，2023 年四季度 GDP 绝对额 34 万亿 7890 亿元，同比增长 5.2%；2023 年全年 GDP 绝对额 126 万亿 582 亿元，同比增长 5.2%；这样的成绩，放眼世界已经非常难得。

图：中国 2023 年四季度及全年 GDP 绝对额；四季度/2023 年全年 GDP 同比变化情况（2023.1-2023.12）

	绝对额（亿元）		比上年同期增长（%）	
	四季度	全年	四季度	全年
GDP	347890	1260582	5.2	5.2
第一产业	33425	89755	4.2	4.1
第二产业	133703	482589	5.5	4.7
第三产业	180762	688238	5.3	5.8
农林牧渔业	35143	94463	4.3	4.2
工业	107388	399103	5.2	4.2
#制造业	88540	330028	5.3	4.4
建筑业	26985	85691	6.7	7.1
批发和零售业	34123	123072	6.6	6.2
交通运输、仓储和邮政业	14696	57820	9.4	8.0
住宿和餐饮业	6242	21024	14.8	14.5
金融业	24301	100677	6.0	6.8
房地产业	17782	73723	-2.7	-1.3
信息传输、软件和信息技术服务业	13940	55194	11.2	11.9
租赁和商务服务业	13387	44347	8.6	9.3
其他行业	53902	205469	2.7	4.2

数据来源： 国家统计局，冠通研究

1 月 22 日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议（以下简称“国常会”），听取资本市场运行情况及工作考虑的汇报。这是新一届政府首次专门听取关于资本市场运行情况的汇报，同时也是国常会半年来第二次提及资本市场。会议从四方面作出明确部署。分别是进一步健全完善资本市场基础制度，更加注重投融资动态平衡；加强资本市场监管；采取更加有力有效措施，着力稳市场、稳信心；增强宏观政策取向一致性，促进资本市场平稳健康发展。对于国常会聚焦资本市场作出的最新部署，市场人士纷纷表示，国常会针对中短期 A 股市场面临的问题对症下药，反映了管理层对资本市场的重视，政策力度加码的窗口已经打开，积极引导长期资金入市正当其时。尤其是提及投融两端兼顾平衡的问题，在市场出现资金负向螺旋、情绪悲观的时刻，有助于平抑市场波动，提振投资者信心。

1 月 24 日下午举行的国务院新闻办发布会上，中国人民银行行长潘功胜表示，经中央批准，人民银行将设立信贷市场司。此外，央行行长潘功胜在发布会上表示，人民银行将于 2 月 5 日下调存

款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性约 1 万亿元；明天将下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，并持续推动社会综合融资成本稳中有降。

潘功胜表示，中国人民银行、国家外汇局将以专业务实的精神，贯彻落实好中央决策部署，坚持金融服务实体经济的根本宗旨，加大宏观调控力度，强化逆周期和跨周期调节，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济高质量发展。潘功胜表示，稳妥有效防范化解重点领域金融风险。防控金融风险是金融工作的永恒主题。当前，我国金融风险总体可控，金融机构经营整体稳健，金融市场平稳运行。下一步，我们将加强金融风险监测、预警和评估能力建设，推动建立权责对等、激励约束相容的金融风险处置责任机制。按照市场化、法治化原则，配合地方政府和有关部门稳妥有效化解重点领域和重点机构的风险。健全完善金融安全网，继续推动金融稳定立法。

潘功胜表示，中国货币政策始终坚持以我为主，兼顾内外均衡。2023 年，面对发达经济体货币政策的外溢影响，人民银行立足国内经济发展，两次下调政策利率，还两次下调了存款准备金率，保持流动性合理充裕，进一步优化信贷结构，有力支持实体经济。同时，人民银行、外汇局以外汇市场供求为基础，通过宏观审慎管理措施，稳定市场预期，人民币汇率在复杂形势下保持了基本稳定。总的看，2024 年发达经济体货币政策的外溢性将朝着压力减小的方向发展，中美货币政策周期的差趋于收敛，这样一个外部环境的变化在客观上有利于增强中国货币政策操作的自主性，拓宽货币政策空间。潘功胜表示，关于价格水平，我们可以站在更加宏观的视角，从稍长点的时间跨度，从过去几年全球主要经济体及中国价格水平变化的轨迹和背后逻辑，来分析和看待这个问题。我国在疫情期间坚持实施正常的货币政策，没有大收大放；产业链和供给能力健全，疫情期间仍保持了平稳运转。在全球高通胀背景下，我国物价运行总体平稳，没有通胀和通缩问题，2021 年、2022 年 CPI 涨幅分别是 0.9% 和 2%。人民银行将强化跨周期和逆周期调节，为经济增长和物价稳定营造良好的货币金融环境。一是把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量。要坚守货币政策目标，保持货币币值稳定，并以此促进经济增长。二是优化金融资源投向。三是加强政策协调配合。

潘功胜表示，价格上兼顾内外均衡。在利率方面，货币政策的操作坚持以我为主。当前物价水平与价格预期目标相比仍有距离，前期国内银行已经适度下调存款利率，明天将把提供给金融机构的支农支小再贷款、再贴现利率由 2% 下调到 1.75%，以及上述存款准备金率的调整，这些都将有助于推动作为信贷定价基准的贷款市场报价利率（LPR）下行。在汇率方面，保持人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。坚持汇率主要由市场决定，同时坚持底线思维，丰富应对工具，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

总体看国内铜价相对国际铜价更加坚挺，和国内宏观层面稳增长政策多次、迅速、强力落地有一

定关系。国家统计局数据显示，房地产成为经济严重的拖累项的基本状况未变；社会商品零售总额从高位回落；国内经济复苏力度显然不尽人意。但目前对民营经济的立法保护已经紧锣密鼓；尽管受美欧维持高息影响，海外制造业仍将维持一段时间的低迷，铜价仍将处于一种“上有顶、下有底”的区间震荡，但震荡之中铜价有能力适度走高；尽管明年铜供给可能迎来增长并导致整个市场发生供给过剩，但近期突发的巴拿马铜矿停工事件、欧美大企业控制的铜矿减产、南美智利诸多铜矿品味下降等等、可能令铜精矿过剩的局面出现扭转，最终的前景目前仍难以判断。需要注意铜精矿未来产量的可能下滑已经引发铜加工费 TC 的下行，就算铜价震荡幅度和节奏可以控制在预想的范围内，但需要引起足够的关注和警惕。

四、2024 年国内电力/电网建设投资预期超过 5000 亿元，利好铜需求

近日，国家电网公司对外透露，2024 年将继续加大数智化坚强电网的建设，促进能源绿色低碳转型，推动阿坝至成都东等特高压工程开工建设。围绕数字化配电网、新型储能调节控制、车网互动等应用场景，打造一批数智化坚强电网示范工程，预计电网建设投资总规模将超 5000 亿元。近年来，国家电网一直把建设特高压工程作为工作重点，2024 年度特高压工程仍是重中之重。武汉至南昌、川渝等 6 条特高压交流工程有望在年内建成投运。陕北至安徽、阿坝至成都东等 8 条特高压工程有望在年内开工。国家电网还将推动推动数条特高压工程的核准工作。另据国网湖南公司今年的重点工作计划，将开展“第三回直流”“十五五”纳规前期研究。

图：电网基本建设/电源基本建设/累计同比；中国每月太阳能产量/新增光伏中变化情况（2018.1-2023.12）



数据来源：WIND，冠通研究

国家电网年初工作会议再次提到以特高压和超高压为骨干网架，首次提到“柔性直流”，特高压技术方向朝着柔性直流方向发展更为明确。相关行业机构认为，特高压作为主网基础，依旧是投资重心，2023 年特高压直流开工规模为历史年度最高值，预计 2024-2025 期间柔直总投资或达 1,005 亿元，设备总投资/核心零部件换流阀投资或为 603 亿/146 亿。

2023 年至今，可再生能源发电量 3 万亿千瓦时，约占全社会用电量的 1/3，风电光伏发电量已超过同期城乡居民生活用电量，占全社会用电量比重突破 15%。国家能源局正加快推进风电、太阳能发电发展。从前三季度数据来看，集中式光伏新增装机达 61.79GW，同比增超 250%，其中，装机前三省区分别为新疆、云南、湖北。分布式光伏也持续增长，新增装机 67.14GW，同比增长 90.0%，再次赶超集中式新增装机规模。其中，户用项目规模达 32.98GW，工商业达 34.16GW，分别同比增长 98.8% 和 82.3%。

目前，我国大型风电光伏基地建设进展顺利，截至 2023 年 11 月底第一批已建成并网 4516 万千瓦，第二批、第三批已核准超过 5000 万千瓦，正在陆续开工建设。全国风光总装机突破 10 亿千瓦，在电力新增装机中的主体地位更加巩固。

全国能源工作会议提出，2024 年能源工作要立足我国能源资源禀赋，坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，全力抓好能源增产保供；大力提升新能源安全可靠替代水平，加快推进能源绿色低碳转型；着力推动科技与产业融通衔接；积极推进电力市场化交易等。

国家能源局表示，国家将加快构建新型电力系统，2024 年，全国风电光伏新增装机 2 亿千瓦左右。国家将围绕清洁低碳、安全充裕、经济高效、供需协同、灵活智能的要求，聚焦重点方向开展先行先试，探索建立适应新型电力系统的新模式新业态新机制。加快大型风电光伏基地第二批、第三批项目建设，有序推动项目建成投产，推动风电光伏高质量跃升发展。

1 月 19 日当周，国内新增光伏项目带动用铜量 12.46 万吨，稍高于上周的 12.34 万吨，国内新增风电项目带动用铜量 25.8 万吨，远高于前一周的 1 万吨。

中国光伏行业协会提到，预计到 2030 年，可再生能源发电量将占据半壁江山，全球光伏装机容量将超过 5000GW；预计 2023 年，全球太阳能投资将达到 3820 亿美元，而石油投资将达到 3710 亿美元，这也是太阳能投资在历史上首次超过石油。从宏观背景来看，全球极端天气频发，发展可再生能源已是全球共识，而光伏发电将是当前和今后应对能源危机的重要手段。国内市场，“双碳”目标下，能源变革进入新发展阶段，能耗双控逐步转向碳排放双控。为促进光伏产业优胜劣汰、健康发展，相关监管部门正筹备出台多项政策及扶持条款，力争建立良好行业规则和秩序，鼓励技术创新，营造光伏行业良性竞争格局。让先进的光伏产业已成为推进能源革命进程的重要支撑，以及促进经济社会绿色低碳发展的重要产业。

五、COMEX 铜库存小幅增加/LME 铜库存小幅下降，境内铜库存低位徘徊

近期美国 COMEX 铜库存出现小幅累库态势，LME 库存出现小幅去库趋势。

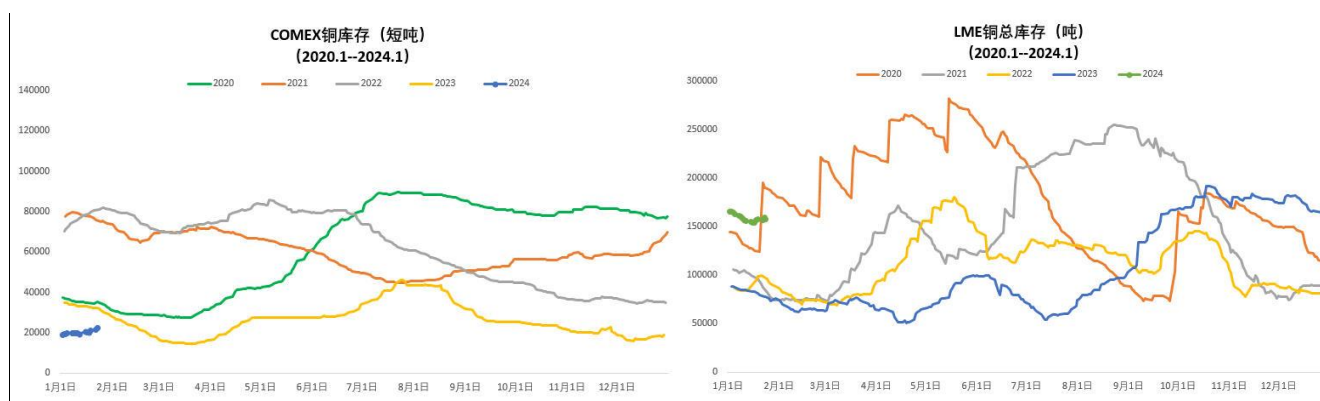
美联储观察工具显示，美联储 3 月份降息的可能性已从 1 月 12 日估计的 81% 降至 41.5%。上周美国出台的一系列经济指标仍显示美国经济富有弹性，表明美联储可能不会像之前预期的很快转向放松限制性货币政策。投资者等待周四美国公布的第四季度国内生产总值数据，以及周五的个人消费支出指数(PCE)通胀数据。今年迄今铜价下跌 3.00%。作为对比，2023 年期铜上涨 1.97%，创下 2021 年以来的最大年度涨幅，反映出市场预期美联储货币政策转向，今年可能开启一系列降息，这有助刺激经济增长和商品需求；大型铜矿关闭以及生产中断，可能导致全球矿铜供应转为紧张。从中长期而言，全球经济绿色转型以及电气化有助于提振这种在电力和建筑行业用途广泛的金属的额外需求，而铜矿则面临投资不足和生产中断等扰乱。

本周二（1 月 23 日）COMEX 铜库存：

铜	1 月 23 日	1 月 19 日
注册仓单	14903	15429
非注册仓单	7465	5543
总计	22368	20972

截止 1 月 23 日 COMEX 铜库存小幅增加至 22368 短吨。继 2022 年下跌 14.9% 之后，2023 年期铜上涨 1.97%，这也是 2021 年以来的最大年度涨幅，反映出市场预期美联储货币政策转向，今年可能开启一系列降息，这有助刺激经济增长和商品需求；大型铜矿关闭以及生产中断，可能导致全球矿铜供应转为紧张。从基金动态来看，美国商品期货交易委员会(CFTC)公布的持仓数据显示，投机基金连续第四周在美国期铜期市净抛售。截至 1 月 16 日，投机基金在 COMEX 铜期货和期权市场持有净空单 25,309 手，比一周前增加 5,654 手。作为对比，上周净卖出 26,822 手。本周一，COMEX 铜期货成交量为 84,923 手，上一交易日为 85,641 手；空盘量为 225,556 手，上一交易日为 226,890 手。

图：美国 COMEX 交易所铜库存情况和伦敦 LME 铜库存变化情况（2020.1-2024.1）

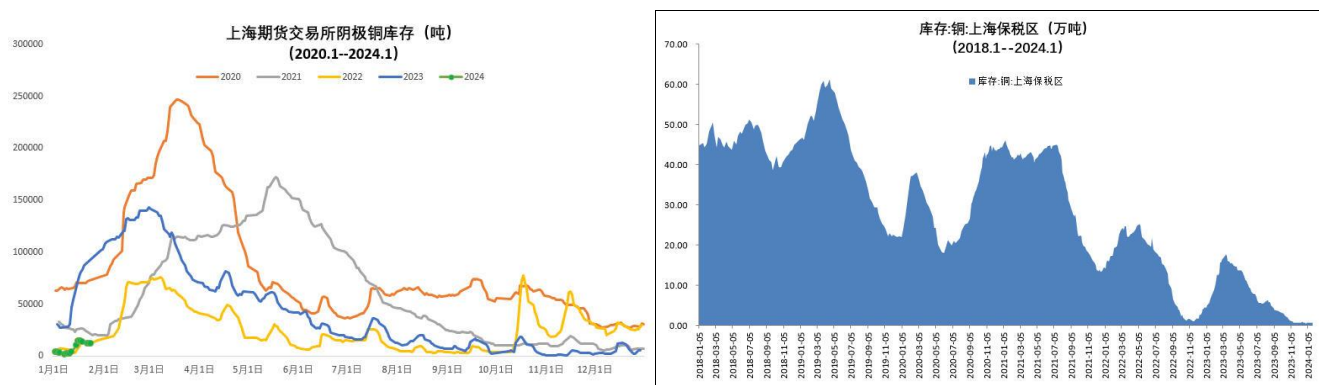


数据来源：WIND，冠通研究

外电 1 月 24 日消息，以下为 1 月 24 日 LME 铜库存在全球主要仓库的分布变动情况：1 月 24 日 LME 铜库存减少 1850 吨。其中，新奥尔良铜库存减少 1275 吨，鹿特丹铜库存减少 375 吨，汉堡铜库存减少 250 吨，来亨铜库存增加 50 吨，1 月 24 日铜库存累计减少 1850 吨。1 月 24 日 LME 铜仓库最新库存数据为 157725 吨。

截至 1 月 19 日，COMEX 库存 20972 吨，较上周增加 1404 吨。LME 库存 157875 吨，较上周增加 2050 吨。

图：上海期货交易所铜库存情况和上海保税区铜库存变化情况（2020.1-2024.1）



数据来源：WIND，冠通研究

截止 1 月 19 日上期所库存 47753 吨，较上周增加 4668 吨。上期所仓单 13557 吨，较上周增加 9284 吨。1 月 23 日，上期所铜仓单减少 202 吨至 11853 吨；1 月 24 日，上期所铜仓单增加 100 吨至 11953 吨；1 月 19 日 SMM 全国主流地区铜库存 7.54 万吨，周环比增加 0.34 万吨；保税区库存 1.01 万吨，周环比增加 0.10 万吨；1 月 19 日当周国内七大港口铜精矿库存小幅增加，但国内铜精矿市场供需总体趋紧，加工费均值较上周下跌 10.3 美元/干吨，冶炼利润转负，受此影响，预计 1 月国内精炼铜产量将环比下滑。由于进口窗口持续打开，预计 1 月精炼铜产量下滑部分将有进口量补充。

线缆行业开工率下降。1 月 18 日当周，据 SMM 调研来看，本周线缆市场的淡季氛围正逐渐浓厚，市场订单逐渐减少，各规模企业均受到影响，有企业表示，当前下游提货速度也有所减慢，淡季氛围正在蔓延。综合来看，预计本周线缆企业综合开工率为 71.98%，低于上周的 78.41%。

精铜杆开工率下降。1 月 18 日当周再生铜杆开功率 44.58%，高于上一周的 37.74%，下游消费冷清，再生铜原料价格回落，再生铜杆厂加大采购作春节前备货。1 月 18 日当周精铜杆开功率 72.46%，低于上一周的 73.74%。

铜板带开工率下降。SMM 调研数据显示，2 月份铜板带企业订单生产将减少至平时水平的 1/2-

3/4，预计 2024 年 2 月份铜板带企业开工率或大幅减少，预计开工率为 50%-60%。

铜管行业开工率小幅上升。SMM 数据显示，预计 1 月铜管企业开工率为 77.29%，高于 12 月的实际开工率 72.13%。铜箔行业开工率下降。据 SMM，锂电铜箔方面，年底企多是通过降价促销以降低库存，实际生产并无明显增量，而中间电池厂环节亦纷纷减产。

整体看，西方大型矿业资本和中国国内的知名矿企仍在世界各地增产铜矿石，但中美、南美产铜大国的法律纠纷、劳资纠纷再起，铜矿出现异常减产的情况有可能改变 2024 年铜矿石供给过剩的预期；美欧发达市场最快 3 月、最慢 5 月或 6 月开启降息几乎已经板上钉钉；如果美欧在上半年开始降息且力度达到预期，那么对全球工业复苏和铜需求将是非常有利的；中长期看铜需求和铜价无疑将是积极的；特别要注意的是，国内 A 股大盘近期连续下挫，市场交投气氛低迷，对铜需求和铜价也构成不良影响。央行已经决定 2 月 5 日再次开启降准，市场普遍认为，后续还有降息的可能，降准降息仍在政策工具箱之中，释放的大量资金将有效拉动经济。

之前数周外盘铜价在美元指数小幅反弹的情况下连续跌穿 8500、8400 和 8300 美元/吨关口，这显示目前仍有各种不确定因素，对铜需求和铜价无法过分乐观；目前铜价反弹震荡明显增多，短期看已经重返 8500 美元/吨上方；不排除铜价反复试探区间震荡上沿和下沿，测试铜供给是否已经真的过剩的可能性；如果到美联储首次降息乐观情绪得到验证，那么美元铜价在目前已经再次抵达 8500 美元/吨的基础上，有可能在 1-2 季度再次测试 9000-9500 美元/吨区间，这在年初相对的铜消费淡季值得期待。

风险提示

- 1、美联储 3 月降息的预期进一步下降；
- 2、国内经济复苏不及预期，持续时长较长对铜需求带来不良影响；
- 3、红海货运中断对全球产业链供应链和铜需求带来不良影响。

分析师 周智诚

冠通期货研究咨询部

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲 6 号万通中心 D 座 20 层（北京总部）

公司电话：010-85356596

Email: zhouzhicheng@gtfutures.com.cn

本报告发布机构--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对
所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传
送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。