

冠通期货研究咨询部
2024年2月21日

美联储降息时间后撤，铜价显示韧性

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

公司网址：

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

摘 要

□ 摘要

铜：春节期间公布的美国1月CPI/PPI数据显示美国通胀超预期反弹，市场预期美联储将更长时间保持高息，这导致市场对美联储3月降息的预期下滑至10%以下，5月降息的预期降至25%左右，市场已经预期最早降息发生在6月；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年铜精矿可能出现不足，已经导致铜TC费用明显下降；短期中东地缘紧张加剧，全球供应链出现不稳定因素；春节后铜下游尚未完全开工，铜需求尚未恢复；未来发达经济体降息和新兴国家经济复苏的前景令铜价整体保持坚挺，铜价从近期低点反弹，中短期铜价继续保持有韧性的震荡可能性较大。

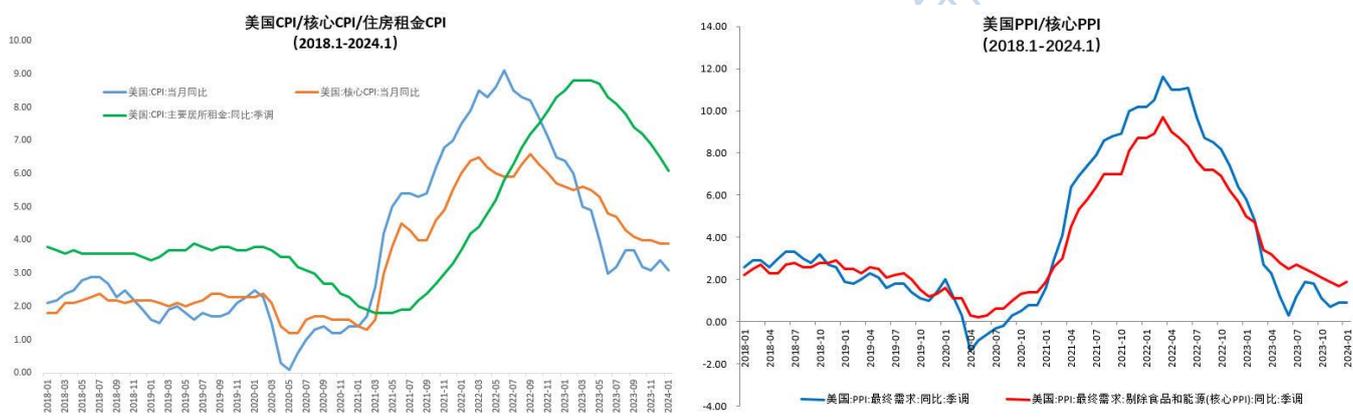
风险点：

- 1、美联储5月降息概率继续快速下滑，6月降息的可能性也不确定；
- 2、春节后铜下游开工的不确定性对铜需求带来不良影响；
- 3、海外矿业扰动对铜供给端带来不良影响，并造成铜价剧烈震荡。

一、美国 1 月通胀数据超预期反弹，美联储降息预期进一步推迟

上周二（2 月 13 日）美国劳工统计局数据显示，美国 1 月 CPI 同比增 3.1%，预期增 2.9%，12 月前值为 3.4%；美国 1 月 CPI 环比增 0.3%，预期增 0.2%，前值增 0.3%；美国 1 月核心 CPI 同比增 3.9%，预期 3.7%，与前值持平，未进一步回落；1 月核心 CPI 环比增 0.4%、创八个月最大升幅，预期增 0.3%，前值增 0.3%；超级核心通胀，即剔除了住房的核心 CPI 服务指数环比飙升 0.7%，为自 2022 年 9 月以来的最大涨幅，同比增幅高达 4.4%，创 2023 年 5 月以来的最大增长；另据媒体统计，不包括住房和能源在内，服务业价格较 12 月上涨 0.8%，为 2022 年 4 月以来的最高涨幅；1 月住房价格环比上涨了 0.6%，达到近一年来的最高水平，同比大涨 6%；1 月 CPI 数据中，住房对整体 CPI 的涨幅贡献了三分之二以上。

图：美国 1 月 CPI/核心 CPI 同比数据；美国 1 月 PPI/核心 PPI 同比变化情况（2018.1-2024.1）



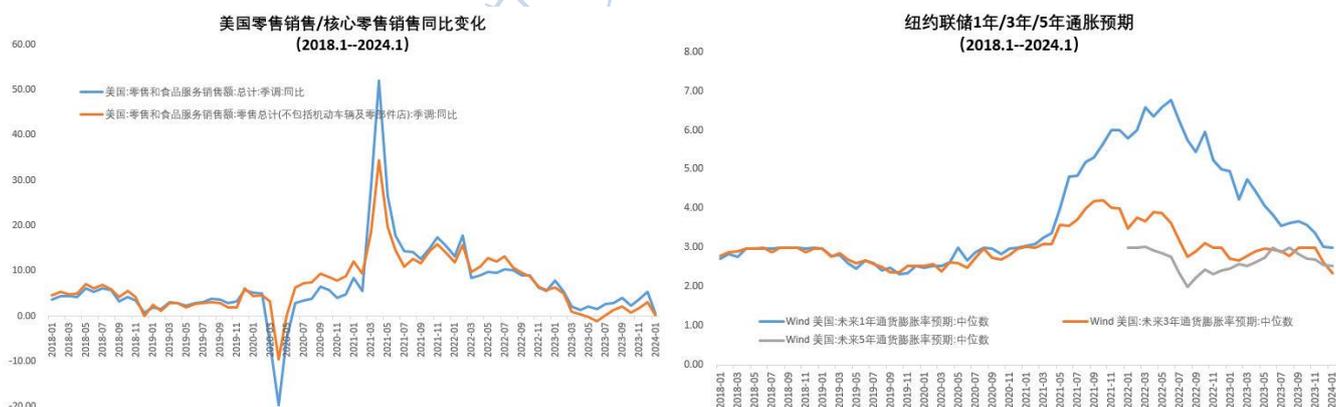
数据来源：WIND，冠通研究

上周五（2 月 16 日）美国劳工部数据显示，美国 1 月 PPI 同比涨 0.9%，预期涨 0.6%，12 月前值上涨 1%；美国 1 月 PPI 环比增 0.3%，预期增 0.1%，12 月环比下降 0.1%；剔除波动较大的食品和能源，美国 1 月核心 PPI 同比上涨 2%，预期上涨 1.6%，12 月前值为上涨 1.8%；美国 1 月核心 PPI 环比涨 0.5%，预期涨 0.1%，美国 1 月核心 PPI 的涨势更强劲；不包括食品、能源和贸易服务的 PPI 环比上涨 0.6%，为 2023 年 1 月以来的最大单月涨幅；同比上涨 2.6%，此前 12 月为上涨 1.8%。整体看，上周五的 PPI 报告呼应了上周稍早的全线超预期的 CPI 报告；美国 1 月 CPI 数据公布后，市场对今年降息预期回撤；互换合约显示美联储 2024 年降息幅度不到 100 个基点，市场完全消化美联储降息时间从 6 月份推迟到 7 月份、对 3 月份降息的可能性降至几乎为 0；上周五美国 1 月 PPI 数据公布后，市场预计首次降息为今年 6 月份，认为 5 月份降息的可能性只有四分之一。

上周四(2月15日)美国商务部数据,美国1月零售销售环比大跌0.8%,跌幅为近一年来最大,预期环比下跌0.2%;与去年同期相比,零售销售仅增长了0.6%;美国1月份零售销售显著不及预期,可能因为上个月的寒冷天气阻止了人们前往商店购物;尽管如此数据依然表明家庭支出面临恶化的风险;当地时间2月15日,美联储隔夜逆回购(RRP)余额较前一日下降820亿美元至4930亿美元,为2021年6月以来首次跌至5000亿美元以下;市场流动性再度亮起红灯,3月爆发流动性危机的风险越来越大。

据美国国内媒体报道,美国商业和多家庭地产有近20%的未偿还债务将在今年到期,规模高达9290亿美元,这些债务需要再融资或对房屋出售;这比抵押贷款银行家协会(MBA)此前估计的6590亿美元高40%;这一激增是由于贷款展期和其他延迟,而非新的交易;据MBA报告,银行持有的商业地产债务中今年有4410亿美元到期,大约2340亿美元的到期债务通过CMBS、CLO和ABS证券化。非银行贷款方有1680亿美元的债务在今年到期。美国商业地产的价格已较2022年初的高峰下跌了21%,办公室类地产是重灾区,由于新冠疫情后的居家办公潮,这类地产价格下跌幅度高达35%。办公室类贷款中,有大约25%于今年到期;与美国商业房地产相关的所有债务总额达到4.7万亿美元。随着美国商业地产价值的下滑,风险显现,监管机构和投资者们均表示担忧。近日暴雷的纽约社区银行(NYCB)就是最有名的例子;据业内报告,截至2023年底美国商业地产债务中有大约858亿美元被认为是处于困境的,另有2346亿美元的债务面临可能的困境。

图:美国1月零售销售/核心零售销售;美国纽约联储1年/3年/5年通胀预期变化情况(2018.1-2024.1)



数据来源: WIND, 冠通研究

本周一(2月19日)纽约联储公布的月度消费者调查结果显示,1月份人们对未来三年的通胀率预期降至2.35%,为有记录以来的最低。纽约联储的这项调查有约11年的时间,意味着中期通胀预期为至少2013年以来最低。人们对未来一年和五年的通胀率预期中值分别为3%和2.5%,与上月调查持平。在1月份的调查中,美国人对经常购买的商品,如食品和汽油,相关通胀预期有所回落。未来

一年汽油价格变化的预期为 4.2%，创 2022 年 12 月以来的最低水平，食品价格变化的预期为 4.9%，创 2020 年 3 月以来的最低水平。租金增幅的预期放缓至 2020 年底以来的最低水平。当前许多美联储官员表示，在开始降息之前，他们正在寻求更多通胀能够走低的信心，通胀未来可以保持在 2% 的目标附近。分析称，纽约联储的最新调查数据有助于让美联储官员们放心。

截止本周二（2 月 20 日），根据 CME 的 Fed Watch 工具显示，上周美联储 6 月降息 25 个基点的可能性从 41.9% 上升至 55.3%。然而，美联储 3 月份降息的可能性从 16.0% 降至 10.0%。5 月份降息 25 个基点的可能性，从 52.2% 下降至 28.0%。据最新消息，市场目前认为 6 月降息的可能性为 76%。而 3 月份降息的概率仅为 8.5%。

1 月美国 CPI/PPI 数据明显反弹，显示美联储的抗通胀进程并未结束，也说明美联储在利率峰值将维持更长时间；让人不安的是，CPI/PPI 数据反弹是不是也意味着下周 PCE 通胀将出现类似的反弹，一旦 PCE 通胀数据也出现反弹，美联储不仅 6 月难以降息，甚至有可能要重启加息，这是市场非常不愿意见到的。目前美国制造业仍处于萎缩状态，欧洲制造业和实体经济同样表现不佳，即便目前通胀还没有完全回到最理想水平，但降息无疑有利于制造业等实体经济，2024 年的铜需求向上的积极改变非常依赖于美联储等央行启动力度足够大的降息进程。海外铜价目前从几周前的小低点 8100 美元/吨附近小幅反弹至 8500 美元/吨附近；国内宏观经济复苏不及预期，但政府出台包括房地产在内的稳增长的政策力度很大，再次降息已经部分落地；人民币期货铜价从春节前的 67600 元/吨附近，反弹至目前 69000 元/吨附近；都显示铜价虽有很强韧性；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

短期内暂无铜矿山停产或其他铜供应端减产的明确消息。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

短期内暂无铜矿山增产或其他铜供应端增产的明确消息。

（三）知名机构对 2024 年铜产量及铜价的看法

2月20日据外媒报道，全球矿业巨头必和必拓近日表示，鉴于当前市场状况，精炼铜市场预计将出现短缺，而到了2024年，铜精矿的供应将变得异常紧张。这一预测引起了市场对铜产业未来发展的关注。

2月21日据外媒报道，高盛分析师称，铜和黄金价格将因美联储可能降息而受到最大的直接提振。市场对美联储降息100个基点的预期推动美国两年期国债价格走高，这对金属价格的直接提振最大，尤其是铜（6%），其次是黄金（3%），其次是石油（3%）。

2月21日，国际铜业研究小组（ICSG）在最新发布的月报中称，2023年12月全球精炼铜市场过剩2万吨，11月为短缺12.3万吨。**2023年12月全球精炼铜产量为239万吨，消费量为237万吨。2023年1-12月，全球精炼铜市场供应短缺8.7万吨，而2022年为供应短缺43.4万吨。**ICSG表示，根据中国保税仓库的库存变化进行调整后，12月供应缺口为1.5万吨，11月供应缺口为13.2万吨。

（四）国内知名矿业企业布局海外大型铜矿成绩显著

2023年全年，五矿资源（MMG）的铜总产量（电解铜加铜精矿含铜）为34.73万吨，同比增加14%。其中，全年运营基本没有中断的Las Bambas铜矿贡献居功至伟，随着其稳定运营及第三球磨机投产，Las Bambas铜矿2023年铜产量达到30.2万吨，同比增加19%。Las Bambas正在开拓第二矿坑，据相关媒体报道，目前已经进入并开始一些矿山开发前的准备工作，包括道路和排水管线的铺设，为矿山正式开发爆破做准备，预计今年上半年正式开发第二矿坑的开发（预剥离），持续3-4个月预剥离，释放的产量相对有限，待第二矿坑开发并完成产能爬坡，Las Bambas整个产量可能恢复到38-40万吨的产量。

2023年底，五矿资源以18.75亿美元收购博茨瓦纳Khoemacau矿山。作为博茨瓦纳西北部的一座大型、长生命周期的铜矿，铜矿资源量（按含铜金属总量计算）位列非洲第十，为中非铜矿带之外世界上最大的铜沉积系统之一。Khoemacau矿山位于新兴的卡拉哈里铜矿带，矿山勘探面积占整个矿权面积的20%，具有广阔的找矿前景，未来还是有增储潜力。可以说，五矿资源找了一个国家稳定、社区友好的地方，来分散Las Bambas的运营风险。同时，Khoemacau矿山已经投产，也可以给予稳定现金流。Khoemacau矿山在2021年年中开始运营后，年产量一直在提高到6万吨。根据该公司的网站，该矿产量可以扩大到每年约13万吨。秘鲁的Las Bambas铜矿、博茨瓦纳的Khoemacau铜矿以及刚果（金）的Kinsevere铜矿，构成了五矿资源铜板块的三驾马车，未来合计铜矿资源量约57亿吨。

紫金矿业方面，受益于卡莫阿铜矿等三大世界级铜矿的稳产，公司2023年矿产铜产量达到101

万吨，相当于 2022 年中国矿产铜产量 187 万吨的 54%，无疑成为了中国铜业的“龙头”。目前，紫金矿业拥有铜资源量攀升至 7500 万吨，成为“家里有矿”最典型的代表。2024 年，紫金矿业提出公司 2024 年度主要矿产品产量计划：矿产铜 111 万吨，矿产金 73.5 吨，矿产锌（铅）47 万吨，当量碳酸锂 2.5 万吨，矿产银 420 吨，矿产钼 0.9 万吨。

洛阳钼业方面，随着其位于刚果（金）的 TFM 扩建项目的稳步推进和 KFM 一期建设，洛阳钼业的铜产能每年跃上一个台阶，2022 年，洛阳钼业产铜 27.7 万吨，2023 年产铜 42 万吨，成为全球大型铜矿企中少有的保持铜高增长的企业。截至 2023 年年底，TFM 五条生产线均已建成，年处理矿石可达 2000 万吨，同时 KFM 实现达产，每月铜产量 1.4 万吨左右。2024 年，随着 TFM 和 KFM 实现满产，洛阳钼业铜产量将比 2022 年翻一倍，公司全年铜产量预计将提升到 52 万吨以上。

紫金矿业、洛阳钼业、五矿资源，三家中国企业跻身全球前十大铜生产商的画面，正在渐渐到来。我国在铜自给率和资源保障能力方面，正在越来越强。

以上各类消息和报道可以看出，春节前期铜矿减产的消息有所淡化，但已经导致中国国内诸多铜冶炼厂 TC 费用大幅降低；目前看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。西方大型矿业资本和中国国内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，外盘铜价再次从 8200 美元/吨下方反弹至 8500 美元/吨关口上方震荡；国内期货盘面铜价从 67000 元/吨附近小幅反弹至 69000 元/吨附近震荡，显示未来铜供给可能出现收缩预期和低库存支撑了人民币铜价的高位震荡；数年来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，这样的铜需求繁荣极有可能在今后数年继续保持；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、1 月社融数据带来积极信号，央行引导降息再次落地

2 月 9 日周五，中国人民银行公布的数据显示，2024 年 1 月社会融资规模增量为 6.5 万亿元，比上年同期多 5061 亿元，超出普遍预期。1 月份人民币贷款增加 4.92 万亿元，同比多增 162 亿元，也超出普遍预期的 4.5 万亿左右，其中企业中长期贷款增加 3.31 万亿元。1 月份人民币存款增加 5.48 万亿元，同比少增 1.39 万亿元。其中，住户存款增加 2.53 万亿元。

1 月末，广义货币(M2)余额 297.63 万亿元，同比增长 8.7%，增速分别比上月末和上年同期低 1

个和 3.9 个百分点。狭义货币 (M1) 余额 69.42 万亿元，同比增长 5.9%，增速比上月末高 4.6 个百分点，比上年同期低 0.8 个百分点。M2-M1 剪刀差为 2.8%，较上月的 8.4% 大幅收窄。央行副行长宣昌能此前在国新办发布会上谈及 2024 年信贷形势情况时表示，考虑到银行有“开门红”的行为，去年下半年各项政策持续显效，预计今年一季度仍然会保持较快的信贷增长。人民银行将引导金融机构把握好节奏，稳固支持实体经济力度，预计全年信贷投放节奏将会更加均衡。

本周二（2 月 20 日），中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2024 年 2 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.45%，与前值持平；5 年期以上 LPR 为 3.95%，较前值下调 25 个基点。本次 LPR 单次“降息”幅度为史上最大，此前，中国 5 年期以上 LPR 已连续 7 个月保持不变，1 年期 LPR 连续 5 个月持稳。

LPR 利率一般由 MLF 利率与银行加点形成，本月 MLF 利率持稳上月。为维护银行体系流动性合理充裕，2024 年 2 月 18 日人民银行开展 1050 亿元公开市场逆回购操作和 5000 亿元中期借贷便利 (MLF) 操作，中标利率分别为 1.8% 和 2.5%，均与此前持平。2023 年 12 月，各主要银行再次下调中长期存款利率。1 月 25 日，人民银行下调了再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，2 月 5 日，降准 0.5 个百分点，释放约 1 万亿元中长期低成本资金，这些政策措施有效降低了银行中长期负债成本，有助于降低银行资金成本、推动 LPR 下行，市场普遍认为，人民银行已释放了引导市场利率稳步下行的积极信号。

央行主管媒体发文表示，业内预期 LPR 有望合理适度下行，金融对实体让利力度加大。较之于中期借贷便利 (MLF) 利率，实体经济主体的融资成本能否下降对经济增长的作用更为重要，而这方面，贷款市场报价利率 (LPR) 的实际指示意义更强。据金融时报，历史上有过 MLF 利率不变但 LPR 下降的先例，LPR 报价行会根据资金成本、市场供求和风险溢价等因素下调报价。考虑到存款利率调整只影响新发生存款，随着政策效果持续体现，LPR 报价行资金成本降低，可能相应下调自身报价，并推动 LPR 下行。

有报道援引市场人士分析称，MLF 连续超额续作，银行体系流动性合理充裕，过两天贷款市场报价利率 (LPR) 还可能下行，5 年期以上 LPR 下降可能性更大。报道称，从国际情况看，主要发达经济体央行降息时间和节奏虽有不确定性，但年内开始降息是大概率事件。我国利率政策坚持以我为主，将继续引导社会综合融资成本稳中有降，进一步激发实体经济有效需求，巩固和增强经济回升向好态势。

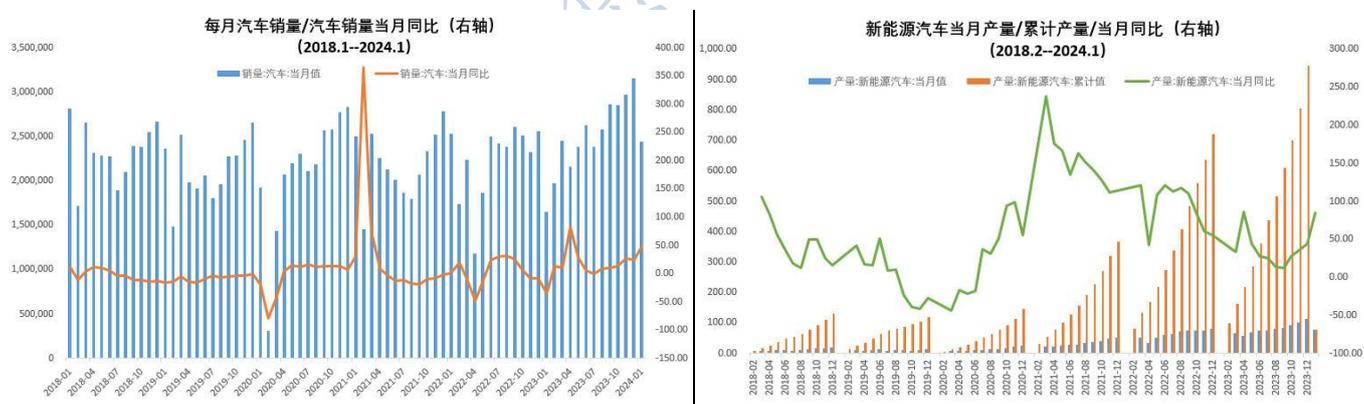
总体看国内铜价相对国际铜价更加坚挺，和国内宏观层面稳增长政策多次、迅速、强力落地有一定关系。目前对民营经济的立法保护已经紧锣密鼓；从春节前到春节后，降息降准已经落地并开始产

生效果，各地都已经报道有“白名单”上的房企享受到了贷款额度；尽管受美欧仍暂时维持高息，但年内降息基本确定，目前看也就是比3月降息的最乐观预期后推了3-4个月而已；海外制造业短期仍将低迷，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；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，铜加工费TC大幅下滑显示2024年铜短缺情况可能加剧，需要进一步关注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1月份汽车/新能源汽车产销同比上升、环比下降

2月7日中汽协发布数据显示，2024年1月，国内汽车产销分别为241万辆和243.9万辆，环比分别下降21.7%和22.7%，同比分别增长51.2%和47.9%。传统燃油乘用车同样实现大幅增长，1月国内销量114.5万辆，比上年同期增长24.1万辆，同比增长26.7%。继去年全年汽车出口接近500万辆之后，1月延续同比增长姿态。1月汽车企业出口44.3万辆，环比下降11.2%，同比增长47.4%；分车型看，乘用车出口36.9万辆，环比下降12.4%，同比增长47.5%；商用车出口7.4万辆，环比下降4.9%，同比增长46.9%。

图：中国每月汽车产量/销量同比；每月新能源汽车产量/累计/当月同比变化情况（2018.1-2024.1）



数据来源：WIND，冠通研究

值得一提的是，1月新能源汽车产销分别达到78.7万辆和72.9万辆，环比分别下降32.9%和38.8%，同比分别增长85.3%和78.8%，市场占有率达到29.9%。其中，新能源汽车出口10.1万辆，同比增长21.7%。

中汽协副秘书长陈士华表示，1月汽车市场能有如此表现，主要是去年同期基数较低，首先，去年1月赶上春节，工作日较短；其次是政策切换，燃油车购置补贴和新能源汽车补贴退出；最后，疫情刚

放开，对汽车产销还有一定影响。与上月相比，新能源汽车三大类品种产销均呈不同程度下降，与上年同期相比，插电式混合动力汽车和燃料电池汽车增幅超过 1 倍。展望未来，陈士华表示，汽车产销一季度实现“开门红”没有问题，因为从去年三季度开始，汽车市场变化都是积极向上的，当前也没有太大变动。此外，去年一季度汽车产销基数较低，有利于今年同期实现高增长。

国内新能源汽车的研究部门指出，随着新能源车的快速发展，每辆插电汽车和纯电动汽车的用铜量分别是 60kg 和 83kg，到 2025 年，充电桩和新能源车的耗铜量将达到 55.75 万吨，年均新能源车铜消耗量则是能达到 29 万吨。

新能源汽车的电池以及充电功能等部件也需要大量用铜。根据 IDTechEX 分析师的测算，混动汽车整车用铜量约为 40kg，插电式混合动力汽车用铜量约为 60kg，纯电动汽车用铜量则高达 83kg。而大型车辆，例如纯电动巴士，其用铜量更是达到了 224-369kg。

综上所述，新能源汽车产业链的各个环节对铜的需求都在增长，在电机和电池两个方面则呈现出显著的增长趋势。随着新能源汽车市场的不断扩大，铜的需求量也将持续上升。

五、COMEX 库存小幅增加/LME 铜库存明显下降，境内铜库存迅速增加

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

随着中国结束春节假期，交易员和分析师将在未来几周寻找需求面的线索，因为随着冬季接近尾声，建筑活动有望季节性回升。有海外机构表示，金属(铜)需求预计将受益于能源转型，特别是对可再生能源基础设施的投资将提振需求。本月迄今 COMEX 期铜(近期合约)下跌 0.92%，今年迄今下跌 0.39%，2 月 20 日周二收盘价比去年同期低了 8.69%。作为参考，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；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。

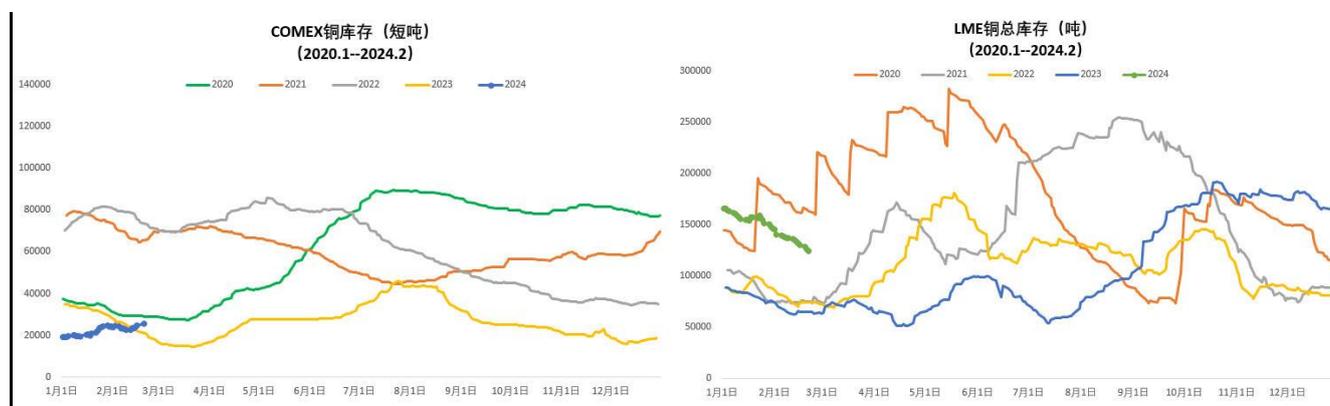
本周二（2 月 20 日）COMEX 铜库存变动情况：

铜	2 月 20 日	2 月 16 日	入库	出库	变动
注册仓单	12284	12284	0	0	0
非注册仓单	12542	12596	666	61	605
总计	25485	24880	666	61	605

本周二（2 月 20 日）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，投机基金连续第二周增持美国期铜净空单，这也是 8 周来第 7 次净抛售。截至 2 月 13 日，投机基金在 COMEX 铜期货和期权市场持有净空单 42,309 手，比一周前增加 21,755 手。作为对比，上周净卖出

17,224 手。本周二，COMEX 铜期货成交量为 202,131 手，上一交易日为 163,484 手；空盘量为 240,107 手，上一交易日为 253,587 手。

图：美国 COMEX 交易所铜库存情况和伦敦 LME 铜库存变化情况（2020.1-2024.2）



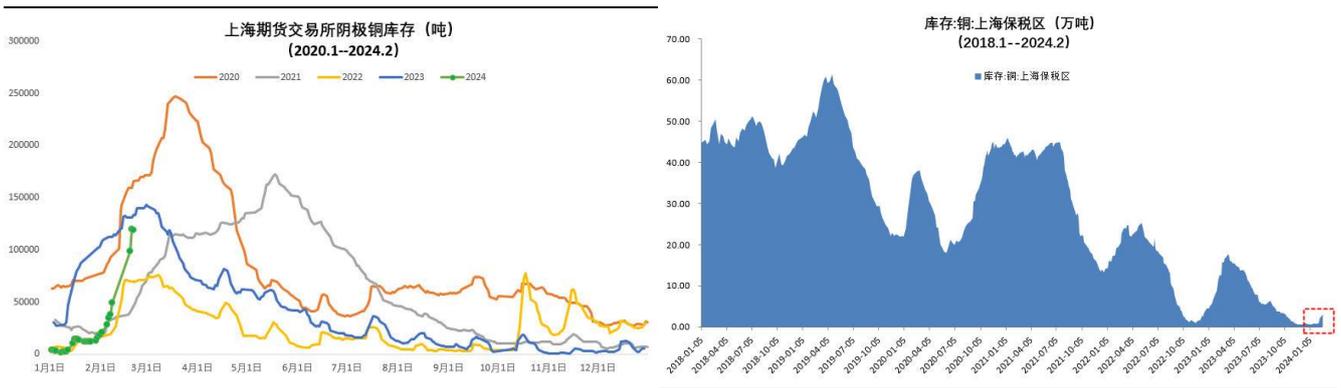
数据来源：WIND，冠通研究

2月19日LME铜库存在全球主要仓库的分布变动情况：2月19日LME铜库存减少2375吨。其中，鹿特丹铜库存减少300吨，新奥尔良铜库存减少1050吨，汉堡铜库存减少875吨，来亨铜库存减少100吨，的里雅斯特铜库存减少50吨，2月19日铜库存累计减少2375吨。2月19日LME铜仓库最新库存数据为128300吨。2月20日LME铜仓库最新库存数据为125925吨；至2月21日，LME最新库存数据为124075吨。

2月20日LME125925吨这个铜库存数据与2023年的高点191925吨（2023年10月20日的库存数据）相比，下降了66000吨，LME铜库存四个月的降幅为34.39%。而伴随着LME铜库存来到自2023年9月7日以来的低位，LME铜（0-3）升贴水也告别了自1月29日-2月14日均在100美元/吨的贴水值。值得一提的是2月13日，LME铜（0-3）贴水113.26美元/吨，这也是其有史以来的最高贴水值；而随着LME铜库存持续去库使得其贴水幅度逐渐缩窄，自2月15日开始，LME铜（0-3）贴水值来到了100美元/吨下方。2月20日，LME铜（0-3）最新贴水76.01美元/吨。

是什么原因使得LME铜库存频频去库？据悉，欧洲制裁俄罗斯铜极有可能是主要原因。LME铜仓库中来自俄罗斯的铜一向占比不低，在可供应的铜产地受限的情况下，叠加红海风波对货物运输的扰动，以及作为重要货物运输通道的巴拿马运河受干旱影响也使得货物运输的速度变慢，这就使得欧洲在自身铜消费暂未发生明显改善的情况下，出现了去库。此外，欧洲铜需求偏弱以及欧洲制裁俄罗斯铜，使得俄铜的价格受到压制，这些因素均抑制了LME铜（0-3）的升水。

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（2020.1-2024.2）



数据来源：WIND，冠通研究

2月19日上海期货交易所，上海地区铜库存合计43430吨，较上日涨21840吨；广东地区铜库存合计19350吨，较上日上涨4883吨；江苏地区铜库存合计34363吨，较上日涨22485吨；浙江地区铜库存合计1590吨，较上日上涨1590吨；江西地区铜库存合计0吨，较上日持平；总共合计98733吨，较上日涨49208吨。至2月21日，上海期货交易所铜仓单达118751吨，比春节前不到5万吨翻了一倍不止。

对于近期上海铜库存突然大增的原因，主要是进口铜精矿现货TC低位，冶炼亏损较大。海外铜矿供应扰动增强，远期TC依然存在下降空间，已经开始影响精铜生产。终端消费进入淡季，企业补库的动力弱化，沪铜仓单库存大幅增加；伦铜仓单库存减少，注销仓单比例回升。国内现货对期货升水扩大，沪铜近远月贴水扩大；伦铜0-3现货贴水大幅缩窄。整体来看，国内仓单库存增加，对短期价格形成压力。但是往更长周期看，铜矿供应紧张影响精铜生产，且节后消费可能好于预期，预计将对价格形成底部支撑。

据Mysteel统计上海保税区6家样本库存，广东保税区3家样本库存，总样本覆盖率85%。2月19日上海、广东两地保税区铜现货库存累计3.23万吨，较5日增2.09万吨，较8日增1.06万吨；上海保税区2.98万吨，较5日增1.97万吨，较8日增0.99万吨；广东保税区0.25万吨，较5日增0.12万吨，较8日增0.07万吨；春节期间，美金铜市场难有成交，保税区入库增加，库存维持回升。

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且数量巨大，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很有可能已经改变；美欧发达市场预6月开启降息；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 股大盘已经明显开启反弹，对铜需求和铜价有积极影响，随着 A 股在强劲反弹持续，铜价和铜需求很可能因此受益。央行 2 月 5 日再次开启降准，2 月 20 日再次引导 LPR 下行；市场普遍认为，后续存在继续降息降准的可能。春节期间外盘铜价在美元指数小幅反弹的情况下连续升穿 8200、8300、8400 美元/吨关口，这显示铜价韧性很强，铜需求在全世界新能源转型的拉动下重要性处于上升时期；如果到美联储 6 月首次降息得到进一步验证，那么美元铜价在前期已经再次短暂触及 8700 美元/吨的基础上，有可能在今年 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非常值得期待。

风险提示

- 1、美联储 5 月降息概率继续快速下滑，6 月降息的可能性也不确定；
- 2、春节后铜下游开工的不确定性对铜需求带来不良影响；
- 3、海外矿业扰动对铜供给端带来不良影响，并造成铜价剧烈震荡。

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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。