

冠通期货研究咨询部
2024年3月6日

美联储谋求变相降息，铜价展现韧性

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

近期美国、欧洲、中国制造业 PMI 数据均表现不佳；市场已经预期美联储最早降息发生在 6 月；由于美联储为了持续遏制通胀继续维持利率峰值状态，美联储内部已经出现利用“反向扭转操作”变相降息的想法，并很有可能被执行；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；2024 年政府工作报告为市场注入信心，利好铜需求；未来发达经济体降息、新兴市场国家经济复苏和全球能源绿色转型令铜价整体保持坚挺，中短期铜价继续保持有韧性的震荡可能性较大。

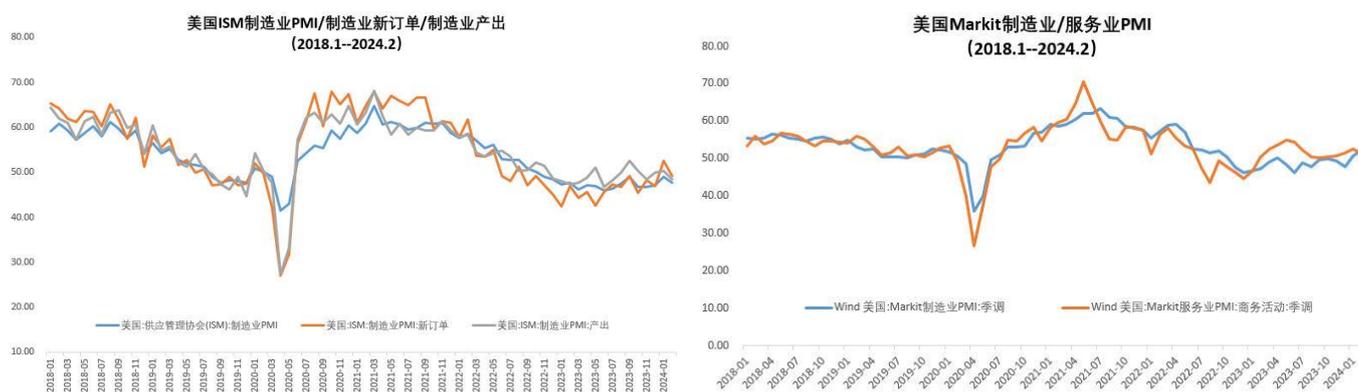
风险点：

- 1、美联储 3 月和 5 月预期无法降息，6 月降息的可能性也不确定；
- 2、春节后铜下游开工存在不确定性，有可能对铜价造成不良影响；
- 3、海外矿业扰动导致铜供给下降，可能造成铜价剧烈震荡。

一、美国 2 月 ISM 采购经理人指数不佳，美联储谋划“反向扭转操作”

上周四（2 月 29 日）美国商务部数据显示，美国 1 月 PCE（个人消费支出）物价指数同比上升 2.4%，符合预期，前值 2.6%；环比反弹 0.3%，预期 0.2%，增幅重新再加速；美联储首选通胀目标、剔除食物和能源后的 1 月核心 PCE 物价指数同比增速 2.8%，前值 2.9%，符合预期；为 2021 年 3 月以来最小增幅；值得一提的是，1 月核心 PCE 数据（按六个月年化计算）为 2.5%，在前两个月短暂落后于美联储 2% 的目标后，又反弹至 2% 以上。

图：美国 2 月 ISM 制造业 PMI 同比数据；美国 2 月 Markit 制造业 PMI 同比变化情况（2018.1-2024.2）



数据来源：WIND，冠通研究

上周五（3 月 1 日）ISM 公布的数据显示，美国 2 月 ISM 制造业指数 47.8，预期 49.5，前值为 49.1；制造业在过去 16 个月里持续处于收缩态势；美国 2 月 ISM 制造业意外加速萎缩，其中，新订单指数 49.2，前值 52.5；生产指数 48.4，单月下滑 2 个点，创去年 7 月以来最低；就业指数 45.9，创去年 7 月以来最低，单月回落 1.2 个点；物价支付指数 52.5，预期 53.2，价格压力较 1 月时放缓；有分析称，最新的 ISM 制造业 PMI 数据对美国的采购和供应高管们来说是一个打击，他们此前乐观地认为自 2022 年底以来美国制造业的萎缩将告一段落，正在处于扩张的边缘。2 月数据意味着此前 1 月回暖为昙花一现，制造业仍难以获得足够的动能。同日稍早标普全球公布的美国 2 月 Markit 制造业 PMI 终值 52.2，创 2022 年 7 月份以来终值新高，预期 51.5，去年同期为 47.3；分项指数中，2 月新订单终值 54.5，创 2022 年 5 月份以来新高、连续第二个月扩张，前值 52.6；2 月产出分项指数终值创 2022 年 5 月份以来新高。

上周五，美联储半年度货币政策报告显示，官员们仍然高度留意通胀风险，未来数据、前景、风险将引导利率决定；报告称，尽管自去年 3 月以来银行体系的严重压力已消退，但一些风险领域仍需继续监测。资产估值的上行压力持续存在，房地产价格相对于租金上涨，股市市盈率较高。金融部门杠杆带来的脆弱性依然显著。尽管银行的监管风险基础资本比率保持稳定并普遍上升，对于一些银行

来说，相对于监管资本，他们的固定利率资产的公允价值下降幅度相当大。经济方面，美联储重申其致力于将通胀降至 2% 的承诺，并表示 FOMC 不预期在对“通胀可持续地向 2% 降低”有更大信心之前会采取降息行动。报告指出，通胀已显著放缓，但仍高于 2% 的目标。尽管劳动力需求有所缓解，但劳动力市场仍然“相对紧张”。随着劳动力市场紧张状况有所缓解，通胀持续取得进展，实现美联储就业和通胀目标的风险已趋于更好平衡。即便如此，FOMC 仍然高度关注通胀风险，并敏锐地意识到高通胀带来了巨大的困难，特别是对那些最无力满足更高生活必需品成本的人们来说。FOMC 坚定致力于将通胀率恢复到 2% 的目标。在考虑对联邦基金利率目标范围的任何调整时，将仔细评估最新数据、不断变化的前景和风险平衡。FOMC 预计，在对通胀持续向 2% 迈进更有信心之前，不宜降低目标利率范围。

图：摩根大通全球制造业 PMI/新订单/产出；欧元区制造业 PMI 变化情况 (2018.1-2024.2)



数据来源：WIND，冠通研究

3月4日公布的摩根大通全球(韩国除外)2月制造业采购经理指数(PMI)由前值50，续升至50.3，为18个月来首次高于50盛衰分岭线。五个PMI分项指标中有三个(新订单、产出和采购库存)显著增长，其中新订单廿个月来首呈扩张。其中中国、美国、印度和巴西等国家的制造业产出上升，但欧元区、日本和英国等国家产出下降。对来前景乐观指标由1月所创九个月高位62.5，略降至62.3。3月1日由标普全球及汉堡商业银行(HCOB)发布的欧元区2月制造业PMI终值由初值46.1上修至46.5，高于市场预期的46.1，与上月的46.6基本持平，连续第20个月处于萎缩区间；欧元区制造业PMI最大的拖累是德国。德国制造业PMI由上月的45.5大幅下滑至42.5，且当月产出和新订单的下滑幅度均有所加剧，就业状况也开始进一步承压。

美国和欧洲工业制造业长时间低迷和萎缩，是呼吁立即降息的明显信号。但目前美联储因抗通胀并未完全达标，显然不可能马上降息，这种背景下，美联储理事沃勒想出了新的办法。3月1日，曾准确预言了美国经济走向的沃勒在美国货币政策论坛上称，美联储应该提高短期美债在资产负债表

中的比例，并将所持机构抵押贷款支持证券（MBS）降至零。美媒指出，沃勒在暗示美联储将实施“反向扭转操作”，“增持短期国债并将 MBS 降至零”能使美联储更灵活地调整资产负债表。未来若美联储需要向市场注入更多流动性，可以通过短期国债到期不续的方式，避免在注入流动性的同时导致资产负债表大幅扩张。所谓扭转操作（Operation twist, OT）为美联储在 1961 年以及 2011—2012 年间实施的一种货币政策，通过购入五年期的长期美国国债，同时卖出短债，降低长债利率。“卖短买长”可以降低中小企业借贷成本，刺激经济。而沃勒呼吁的 OT 则是反向操作“买短卖长”。

通过买入短期国债，卖出中长期国债，令市场上短期国债利率下降，进一步引导整个借贷市场短期利率下滑，这样起到了在暂时不降息的前提下，降低市场利率水平。沃勒的政策提议，很可能不久后就会获得执行；另外，沃勒是特朗普执政时期提名的美联储理事，一旦今年 11 月特朗普再次当选美国总统，沃勒很有可能接任美联储主席。

1 月美国 PCE 通胀依然偏高，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；目前美国制造业仍处于萎缩状态，欧洲制造业和实体经济表现更差，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有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，但政府稳增长的政策力度很大，再次降息已经部分落地，2024 政府工作报告将 2024 年经济增长预期放在 5%左右，给市场带来信心；人民币期货铜价从春节前的 68000 元/吨下方，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、新能源交通、设备更新和家电以旧换新等政策支持下，铜需求有望更加明显的增长，后市铜价维持有韧性的震荡和重心小幅上升将是可期待的。

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

3 月 1 日讯，据 Mysteel，2023 年 33 座南美铜矿总体铜产量达到 663.9 万吨，同比增 4.42%。2024 年南美铜矿产量的预期增量大于减量，总产量存在增长的空间，但需要考虑到罢工、厄尔尼诺等不确定因素可能削减产量的增长。据估算，2024 年 MVDP、QBII、Los Pelambres 扩建和 Quellaveco 这四个项目将为铜产量带来大约 41.5 万吨的增量。放眼全球，世界十五大矿企 2024 年铜总产量预计同比减少约 1.5%。因此整体的供给依旧呈紧缩的态势，在当前铜矿 TC 处于低位的情况下，紧张的供给将继续使得 TC 承受下行压力。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

外媒 2 月 22 日报道，泰克资源—加拿大最大的多元化矿业公司泰克公司 (TECK) 公布 2023 年第四季度利润超出预期，原因是炼钢用煤销量增加，铜产量创纪录，铜价格走强。这家总部位于温哥华的矿业公司说，已实现的铜价上涨了 2%。随着该公司在智利的 Quebrada Blanca 矿的产能增加，2023 年最后三个月的铜产量从去年同期的 6.5 万吨飙升 58%，至 10.3 万吨。该公司还公布，其加拿大高地谷铜矿 (Highland Valley Copper) 和秘鲁安塔米娜铜矿 (Antamina) 的产量均有所提高，后者计划投资 20 亿美元进行扩张。**2023 年第四季度铜总产量达到 29.6 万吨，而 2022 年同期为 27 万吨。**首席执行官 Jonathan Price 在一份声明中表示：“我们的业务在第四季度表现强劲，本季度产生了 17 亿美元的调整后息税折旧及摊销前利润 (EBITDA)，向股东返还现金，并推进了我们的 Quebrada Blanca 业务的增长，导致 Teck 的季度铜产量创下纪录。”他补充说，Teck 有能力在 2024 年实现其战略重点，其中包括通过增加不列颠哥伦比亚省 HVC 矿山寿命延长项目来确保其铜投资组合的增长，并启动墨西哥 San Nicolas 的许可程序。**该公司维持今年铜产量指引不变，为 46.5 万至 54 万吨铜。**

（三）知名机构对 2024 年铜产量及铜价的看法

据外媒 2 月 27 日报道，花旗集团在最新研报中预测，伦敦金属交易所 (LME) 的铜价有望在未来三个月内攀升至 8800 美元/吨。报告指出，中国可能会在即将于 3 月份召开的人大会议期间宣布更多金属密集型刺激措施，这将为铜价提供有力支撑。

据外媒 3 月 5 日报道，瑞银表示，由于供应大幅放缓，2024 年铜供应将出现赤字（超过 30 万吨），这远远抵消了全球铜需求增长放缓的预期。将 2025 年铜价预测上调至 9,900 美元/吨，2026 年至 10,500 美元/吨。

（四）国内知名矿业企业正在加速布局国内外大型铜矿资产

2 月 29 日晚，江西铜业发布《关于全资子公司对外投资公告》称，加拿大时间 2 月 29 日，公司间接全资控股公司 PCH 以 2.87 亿加元（约合人民币 15.15 亿元）认购了加拿大第一量子 (First Quantum Minerals Ltd.) 公开配售发行的普通股票 2586.3 万股，认购完成后，PCH 将合计持有第一量子 18.48% 股份，持股比例与之前不变。目前，江铜仍是第一量子的最大股东。第一量子 (First Quantum Minerals Ltd.) 公司成立于 1983 年，总部位于加拿大温哥华，是一家专注于铜矿开发的矿业公司，是过去十年成长最快的国际矿业公司之一，在赞比亚、巴拿马、秘鲁等 8 个国家拥有 9 个铜矿开发项目，合计控制了约 4925 万吨铜矿资源，归属第一量子权益铜资源量为 4590 万吨。此外，第

一量子在澳大利亚、赞比亚还拥有 2 个大型镍矿资源，总资源量为 238 万吨。2022 年，第一量子生产了 77.6 万吨铜，是全球第七大铜矿生产商。但无奈的是，2023 年，第一量子在巴拿马遭受重创，旗下全球最大的铜矿之一 Cobre Panama 被勒令关闭，该矿约占公司收入的 40%。

按照最新的生产报告，第一量子 2023 年实现了 70.8 万吨的年度铜产量，较 2022 年减少 9%，其中，Cobre Panama 在 11 月停止运营并进入保护和安全管理（“P&SM”）阶段之前，实现了 33.1 万吨的年度铜产量。赞比亚的产量为 34.9 万吨，较 2022 年下降 10%。2024 年的铜产量指导为 37-42 万吨，较去年几近腰斩。近日，第一量子公布了公司 2023 年财报。截至 2023 年 12 月 31 日，第一量子归属于公司股东的净亏损为 9.54 亿美元，其中第四季度净亏损为 14.47 亿美元。

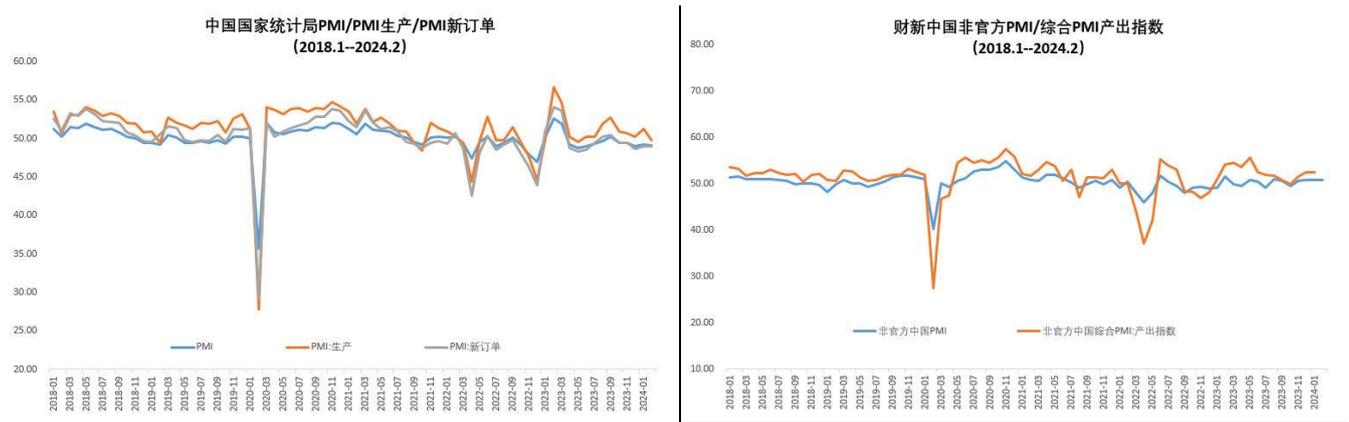
2 月 27 日媒体报道，据紫金矿业公告显示，其铜业板块的“三驾马车”之一的西藏巨龙铜矿二期改扩建工程项目获得有关部门的核准，巨龙铜矿二期改扩建整体工程正式立项启动。据了解，巨龙铜矿二期改扩建工程项目估算总投资约人民币 174.6 亿元，将在现有 15 万吨/日采选工程项目基础上，新增生产规模 20 万吨/日，形成 35 万吨/日的总生产规模。二期工程预计 2025 年底建成投产，建成达产后，巨龙铜矿每年采选矿石量将超过 1 亿吨，年矿产铜 30-35 万吨，将成为中国采选规模最大、全球 21 世纪以来投产的采选规模最大的单体铜矿山。后续，巨龙铜矿还将进一步规划实施三期工程，若项目得到政府有关部门批准，最终可望实现每年采选矿石量约 2 亿吨规模，年产铜 60 万吨，成为全球采选规模最大的单体铜矿山。2020 年 6 月，紫金矿业耗资 38.83 亿元，收购巨龙铜业 50.1% 股权，主导开发这一国内最大的世界级斑岩型铜矿。2021 年底正式投产，2022 年巨龙铜矿铜产量为 11.51 万吨，2023 年矿产铜 15.4 万吨，已然达产。

以上各类消息和报道可以看出，海外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，外盘铜价持续在 8400 美元/吨至 8500 美元/吨窄区间震荡；国内期货盘面铜价近期从 68500 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、新能源转型、设备更新和家电大规模换代过程中将会出现较强的铜需求，而且这样的铜需求繁荣极有可能在今后数年继续保持；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；铜供应端同时存在增产和减产，且减产已发生、增产的效果却需要时间，因此中期范围内铜价区间震荡、时而伴随重心小幅上升或许就是铜价的常见形态。

三、高层推动大规模设备更新、政府工作报告均利好铜需求

3月1日国家统计局数据，2月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.1%，比上月下降0.1个百分点；生产指数为49.8%，比上月下降1.5个百分点，表明制造业生产活动有所放缓；新订单指数为49.0%，与上月持平，仍低于临界点，表明制造业市场需求较上月有所下降；从业人员指数为47.5%，表明制造业企业用工景气度略有下降。

图：中国国家统计局 PMI/生产/新订单同比；财新中国 PMI/综合产出同比变化情况（2018.1-2024.2）



数据来源：WIND，冠通研究

3月1日标普全球数据显示，2月财新中国制造业采购经理指数（PMI）录得50.9，较上月微升0.1个百分点，2021年下半年以来首次连续四个月高于荣枯线，表明制造业景气度持续提升。

国务院总理李强3月1日主持召开国务院常务会议，审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。会议指出，推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，是党中央着眼于我国高质量发展大局作出的重大决策。要按照党中央部署要求，坚持市场为主、政府引导，坚持鼓励先进、淘汰落后，坚持标准引领、有序提升，抓紧完善方案，精心组织实施，推动先进产能比重持续提升，高质量耐用消费品更多进入居民生活，让这项工作更多惠及广大企业和消费者。要结合各类设备和消费品更新换代差异化需求，加大财税、金融等政策支持，更好发挥能耗、排放、技术等标准的牵引作用，有序推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造，积极开展汽车、家电等消费品以旧换新，形成更新换代规模效应。要落实全面节约战略，抓紧建立健全回收利用体系，促进废旧装备再制造，提升资源循环利用水平。

3月6日国家发展和改革委员会主任郑栅洁在记者招待会上指出，推动大规模设备更新和消费品以旧换新，是党中央、国务院着眼于高质量发展大局作出的重大部署。以设备为例，去年，中国工业、农业等重点领域设备投资规模约4.9万亿元，随着高质量发展深入推进，设备更新需求会不断扩大，

初步估算将是一个年规模 5 万亿以上的巨大市场。再看耐用消费品，2023 年底中国民用汽车保有量达到 3.36 亿辆，冰箱、洗衣机、空调等主要品类家电保有量超过 30 亿台，汽车、家电更新换代也能创造万亿规模的市场空间。巨大市场空间带来巨大发展机遇，大有可为。

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。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；尤其是党和国家高层已经把生产设备大规模更新换代和家用电器、汽车大规模更新换代作为产业领域基本国策，这对有“工业金属之王”称号的铜将是巨大利好；随着未来全社会电气化进一步深入，在我国电力工业消耗铜需求 50%的情况下，将对铜价产生明显的积极作用。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；已经持续约 3 个月的巴拿马铜矿停工事件、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，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 2 月份新能源汽车产销竞争激烈，充电桩继续大幅增长

3 月 1 日晚，多家新能源车企发布 2 月产销数据。2024 年以来，多家车企销量增速放缓，而刚刚过去的 2 月正值农历春节，属于汽车销售的传统淡季，环比来看，行业销量整体下滑；同比来看，部分车企实现逆市大增，赛力斯 2 月新能源汽车销量达 30257 辆，同比增长达 360.04%。有业内人士表示，2021 年、2022 年是新能源汽车行业高速发展的时期，2023 年开始增速已经放缓，有业内人士预计这一趋势将在 2024 年延续，且车企将进行剧烈洗牌。

赛力斯 2 月产销数据尤其亮眼。根据赛力斯发布的 2024 年 2 月产销快报显示，当月，公司新能源汽车销量达 30257 辆，同比大幅增长 360.04%；1—2 月累计新能源汽车销量达 67095 辆，增幅达 485.37%。据了解，2 月，AITO 问界全系交付新车 21142 辆，其中新 M7 交付 18479 辆，累计交付已超过 10 万辆。近期，赛力斯股价表现同样亮眼，2 月以来涨幅超 60%。截至 2024 年 3 月 1 日，报收 92.3 元/股，总市值达 1394 亿元。

此外，理想汽车同样实现同比增长，其官方微博公布 2 月交付数据显示，2 月共交付新车 20251 辆，同比增长 21.8%。自交付以来，理想汽车累计交付量达到 684780 辆。理想汽车董事长兼 CEO 李想表示，随着新车型的发布和交付，目标是 3 月恢复到月交付五万辆的水平。营收破千亿，理想汽车 2 月股价大涨近 70%

2021 年、2022 年是新能源汽车行业高速发展的时期，2023 年开始增速已经放缓，有业内人士预计这一趋势将在 2024 年延续，且车企将进行剧烈洗牌。数据显示，2021 年中国新能源汽车产销分别完成 354.5 万辆和 352.1 万辆，同比均增长 160%；2022 年新能源汽车产销分别完成 705.8 万辆和 688.7 万辆，同比分别增长 96.9%和 93.4%。2023 年新能源汽车产销分别完成 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8%、37.9%。某车企人士表示，目前新能源汽车补贴逐渐减少，且汽车市场渗透率已经达到一定水平，千里续航、无人驾驶等技术是否能刺激消费者购车、换车尚难断定，整个行业将面临增速放缓的情况。行业观察人士则表示，在刚刚过去的 2023 年，仅有 4 家新能源车企完成年销量目标，2024 年行业洗牌或将加剧，行业集中度将提升，车企需要多维度提升竞争力。

图：中国每月每月新能源汽车产量/累计/当月同比；北上广全国充电桩变化情况（2018.1-2024.1）



数据来源：WIND，冠通研究

新能源汽车的电池以及充电功能等部件需要大量用铜。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。

2 月 24 日，中国充电联盟发布 2024 年 1 月全国电动汽车充换电基础设施运行情况。数据显示，截至 2024 年 1 月，全国充电基础设施累计数量为 886.1 万台，同比增加 63.7%。其中，2024 年 1 月，充电基础设施增量为 26.5 万台，同比上升 31.1%。其中公共充电桩增量为 5.6 万台，同比上升 36.8%，随车配建私人充电桩增量为 20.8 万台，同比上升 29.6%。中国电动汽车充换电基础设施的迅速增长，不仅体现了国家对新能源汽车产业的大力支持，也为消费者提供了更为便捷的使用环境。这进一步加速了电动汽车的普及，有助于推进能源转型和环境保护。

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。

中国政府在本周二的全国人大会议上设定了 2024 年经济增长 5% 的目标，但是出台的刺激措施未能达到一些投资者的预期。Marex 策略师阿拉斯泰尔·蒙罗表示，周二没有什么真正引人注目的事情。本月上半月，铜和铝将继续面临抛售压力。

在 2 月份春节假期之后，中国买家尚未重返基础金属市场。但是一些基金看好 2024 年下半年的铜市走势，并利用期权市场押注期价上涨。近几个月来，铜价走势主要受到宏观经济面的推动，例如美元汇率及其对美国数据数据的反应，市场也在关注美联储何时开始首次降息。

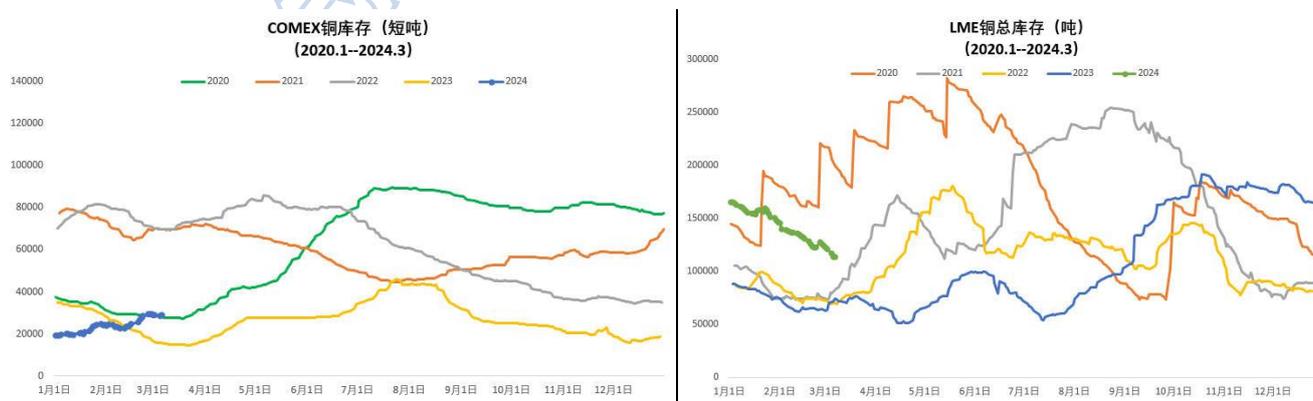
本周早些时候美国将发布就业数据，特别是本周五的非农就业数据被视为衡量经济健康状况的关键指标。

本周二（3 月 5 日）COMEX 铜库存变动情况：

铜	3 月 5 日	3 月 4 日	入库	出库	变动
注册仓单	14842	14842	0	0	0
非注册仓单	14082	13622	482	22	460
总计	2924	28464	482	22	460

今年迄今 COMEX 期铜(近期合约)下跌 0.94%，周二收盘价比去年同期低了 3.57%，主要因为进入 2024 年后，市场削弱了对美联储提前降息的预期；而中国交易所的铜库存增长，表明市场预期的需求复苏尚未变为现实。本周二，COMEX 期铜成交量为 72,092 手，上一交易日为 76,318 手；空盘量为 197,138 手，上一交易日为 192,235 手。

图：美国 COMEX 交易所铜库存情况和伦敦 LME 铜库存变化情况（2020.1-2024.3）



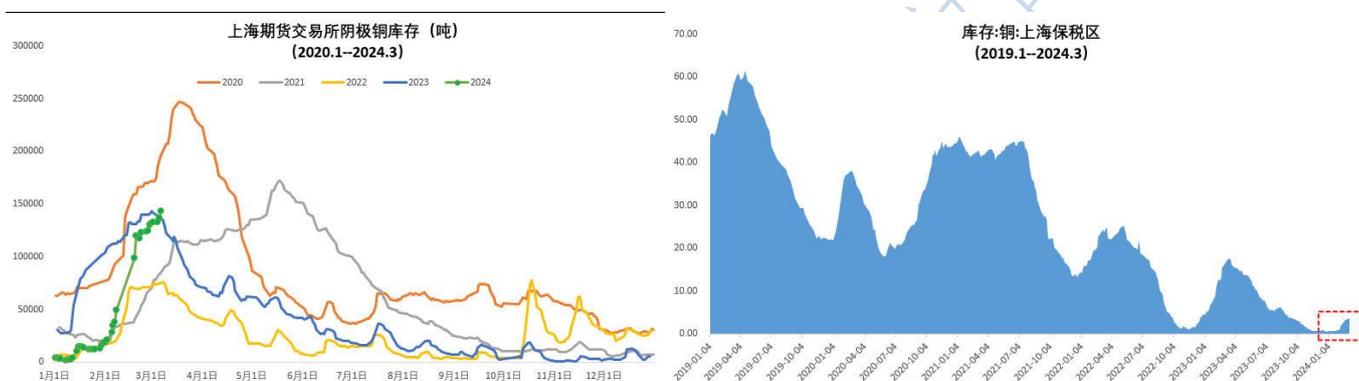
数据来源：WIND，冠通研究

截止 3 月 4 日 LME 铜库存减少 2.8975 万吨至 12.1375 万吨；3 月 6 日，伦敦金属交易所

(LME) 铜库存 113775 吨，减少 300 吨；3 月 1 日 LME 铜库存在全球主要仓库的分布变动情况：3 月 1 日 LME 铜库存减少 1300 吨。其中，鹿特丹铜库存减少 1000 吨，新奥尔良铜库存减少 200 吨，新加坡铜库存增加 100 吨，3 月 1 日铜库存累计减少 1300 吨。3 月 1 日 LME 铜仓库库存数据为 121375 吨。整体来看，2024 年以来，LME 铜库存快速下滑。

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（2020.1-2024.3）



数据来源：WIND，冠通研究

3 月 5 日，上期所沪铜期货仓单录得 137061 吨，较上一交易日增加 4473 吨；最近一周，沪铜期货仓单累计增加 12669 吨，增加幅度为 10.18%；最近一个月，沪铜期货仓单累计增加 116105 吨，增加幅度为 554.04%。

最近一个月，上期所铜仓单大幅增加是有原因的。据 SMM 调研所知，截止至 2 月 19 日，国内电解铜社会库存为 28.57 万吨，较节前大增加 11.74 万吨，为近 6 年来新高。出现如何大增量的原因有以下几点：1，今年不少企业的放假时间较往年早，令需求过早下降；2，由于 24 年春节长假结束后就立马进入交割日（过去几年都不是对应交割日），令多数的冶炼厂想在春节放假前将货发运至仓库，以便能及时交割；3，1 月冶炼厂的产量并未受到铜精矿供应紧张影响，据 SMM 统计 1 月中国电解铜产量为 96.98 万吨，环比下降 2.96 万吨，降幅为 2.96%，同比增加 13.65%，增量为 11.65 万吨；且较预期的 95.36 万吨增加 1.62 万吨。

库存方面来看，截止 3 月 1 日全球铜显性库存较上月末统计增加 22.2 万吨至 49.6 万吨，其中

LME 库存减少 2.8975 万吨至 12.1375 万吨；Comex 库存增加 4214 吨至 2.8853 万吨；国内精炼铜社会库存月度增加 21.37 万吨至 30.57 万吨，保税区库存增加 3.32 万吨至 4.32 万吨。需求方面，2 月份铜加工行业企业开工率普遍季节性下调，但从节后周度开工率来看精炼铜制杆仍保持较高水平，但再生铜制杆企业恢复较慢。

元宵节结束后，基本进入对于消费的验证阶段，目前来看，新能源车、空调的情况保持韧性，但是基建、地产领域仍旧疲弱，整体需求估计相对中性。现货市场成交依然冷清，下游采购热潮尚未启动。多数企业仍在消耗春节前的备货原料库存及长单供应，部分市场参与者也仅维持压价拿货，整体消费情绪不佳，这抑制了市场的交投活跃度。

据 Mysteel，截至 2 月 29 日，上海、广东两地保税区铜现货库存累计 3.86 万吨，较 22 日增 0.4 万吨，较 26 日增 0.25 万吨；上海保税区 3.60 万吨，较 22 日增 0.4 万吨，较 26 日增 0.25 万吨；广东保税区 0.26 万吨，较 22 日降 0.04 万吨，较 26 日降 0.04 万吨；周内部分进口到船货源抵港，保税区仓库仍有入库，库存维持增加。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%。3 月 4 日上海、广东两地保税区铜现货库存累计 3.99 万吨，较 26 日增 0.38 万吨，较 29 日增 0.13 万吨；上海保税区 3.73 万吨，较 26 日增 0.38 万吨，较 29 日增 0.13 万吨；广东保税区 0.26 万吨，较 26 日降 0.04 万吨，较 29 日持平；近期仍有进口到船货源抵港，且进口比价维持亏损，保税区仓库仍有入库，库存继续增加。

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，但中美地缘对抗有所上升、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可能性一直在上升；目前市场预期美欧发达市场预 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；特别要注意的是，国内高层积极制定了大规模设备更新和家电、汽车以旧换新的方案，房地产的政策更趋积极并且已经在部分城市开始落地执行；A 股大盘已经明显开启反弹，这都对铜需求和铜价有积极影响，春节过后不到两周，外盘铜价在美元指数小幅反弹的情况下连续升穿 8400、8500、8600 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 2 季度结束前再次测试 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3月和5月预期无法降息，6月降息的可能性也不确定；
- 2、春节后铜下游开工存在不确定性，有可能对铜价造成不良影响；
- 3、海外矿业扰动导致铜供给下降，可能造成铜价剧烈震荡。

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。