

冠通期货研究咨询部
2024年3月13日

市场锁定 6 月降息，铜价重心小幅上移

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

近期海外通胀数据偏高，国内通胀数据偏低；市场已经预期美联储最早降息发生在 6 月；美联储已经出现利用“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，国内企业正在谋求减产精炼铜生产能力应对；2024 年政府工作报告“新质生产力”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。

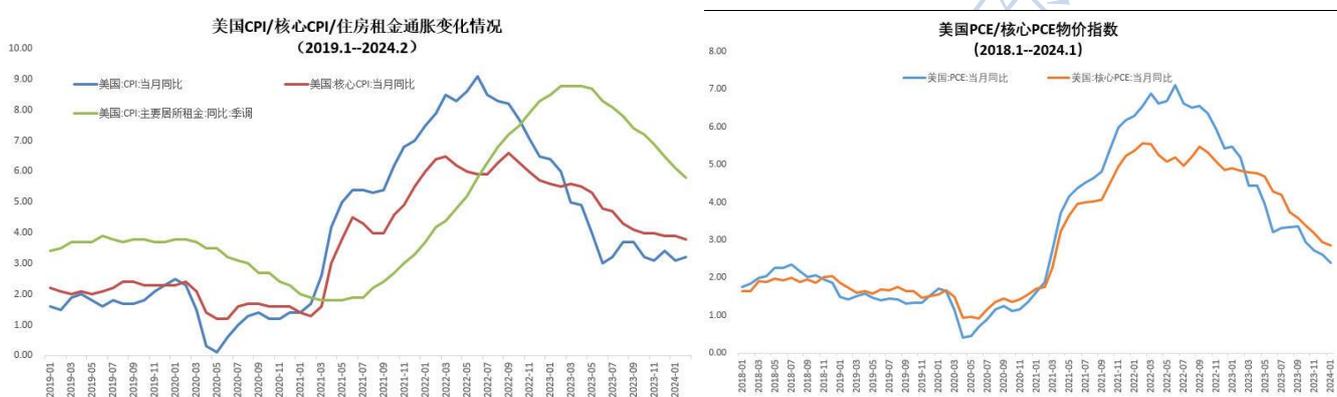
风险点：

- 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、春节后铜下游开工持续偏低，有可能对铜价造成不良影响；
- 3、国内铜库存累库幅度过快，可能造成未来铜价突发下滑震荡。

一、美国 2 月 CPI 数据显示通胀具有粘性，市场普遍预期 6 月降息

本周二（3 月 12 日）公布的美国 2 月 CPI 同比增 3.2%，预期 3.1%；美国 2 月核心 CPI 同比增 3.8%，预期的 3.7%，较前值 3.9% 进一步回落，仍为 2021 年 5 月以来的最低水平。2 月服务业通胀同比大幅增长 5.2%。3 个月核心 CPI 年化率从 3.9% 升至 4.1%，6 个月年化核心利率从 3.5% 升至 3.8%。核心商品上自 2023 年 6 月以来首次环比上涨。剔除了住房的核心 CPI 服务指数同比增幅高达 4.5%，创 2023 年 5 月以来的最大增长。汽油和住房（包括租金）对 CPI 月度涨幅的贡献超过 60%，暗示通胀存在一定的粘性。美国 CPI 数据公布后，美联储 3 月按兵不动的概率维持不变，6 月降息概率提高至 72.4%。

图：美国 2 月 CPI/核心 CPI 同比数据；美国 1 月 PCE/核心 PCE 通胀数据同比变化情况（2018.1-2024.2）



数据来源：WIND，冠通研究

2 月 29 日公布的美国 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%；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%，符合预期，前值 2.9%；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；整体看，关键的 PCE 通胀依然距离美联储的 2% 理想水平超出太多，降息的最后阶段十分崎岖不平，此时不能轻易开始降息。

上周三（3 月 6 日）公布的美国 ADP 就业报告显示，美国 2 月 ADP 就业人数 14 万人，预期 15 万人，修正后的前值为 11.1 万人，创 2023 年 12 月来最大增幅；留职者的薪资增幅继续放缓，达到 5.1%，为 2021 年 8 月以来的最小增幅；换工作的人薪资同比增长 7.6%，为自 2022 年 11 月以来的首次加速；上周三美国劳工统计局报告显示，美国 1 月 JOLTS 职位空缺 886.3 万人，预期 885 万人，12 月前值从 902.6 万人下修至 888.9 万人；上个月最初公布的 12 月 JOLTS 职位空缺意外创下三个月新高；美国 1 月职位空缺率（即职位空缺占总就业人数加职位空缺的百分比）为 5.3%，与 12 月持平；2023 年大部分时间的职位空缺数都略有下调，过去三个月的职位空缺数徘徊在当前水平附近；1 月每

个失业工人对应 1.4 个职位空缺。该比例在过去一年多的时间里，总的趋势是下降的。2022 年 3 月时这一比例创下超过 2 的纪录水平，该比例在新冠疫情前为 1.2。1 月份约有 339 万人自愿离职，为三年来最少。自主离职率为 2.1%。近几个月来，该数据显著下降，这意味着美国人对自己在当前市场上找到其他工作或获得薪资更高的新工作的信心不足。

图：美国每月新增非农/ADP 新增非农就业；美国 JOLTS 职位空缺/自主离职变化情况（2018.1-2024.2）



数据来源：WIND，冠通研究

上周五（3月8日）美国劳工统计局数据显示，美国2月非农就业人口增加27.5万人，预期增加20万人；12月份非农新增就业人数从33.3万人下修至29万人；1月从35.3万人大幅下修至22.9万人，前两个月非农就业人数共向下修正了16.7万人；政府对企业的调查显示，2月份就业增长主要集中在服务业，包括医疗保健、休闲和酒店业以及政府部门；美国2月非农失业率意外上升至3.9%，创2022年1月以来新高，市场预期3.7%，前值3.7%；美国2月平均每小时工资增速同比达到4.3%，符合预期；2月环比增速降至0.1%，预期0.2%；2月份非农就业人员的平均每周工作时间回升0.2小时至34.3小时；2月劳动力参与率保持在62.5%，预期62.6%。

上周四（3月7日）根据就业咨询公司 Challenger, Gray & Christmas 最新数据，美国2月份的裁员公告数量达到了84638个，同比增长9%，环比增加3%，为自08年全球金融危机以来2月同期的最高水平。科技和金融是裁员最多的行业；截至目前2024年的裁员总数为166945个，同比下降7.6%，Challenger 职场专家表示，“2024年初我们正目睹持续的裁员潮，为了应对经济压力或提高效率，许多公司正积极削减成本，同时利用新技术来优化运营，这种趋势正在重塑劳动市场和员工需求。”科技行业裁员数量排第一名，共裁员28218人，同比下降55%；金融行业的裁员同比上升了56%，意味着金融行业的裁员情况正在恶化。其他大幅裁员的行业包括工业品制造业、能源行业、教育行业，它们的裁员数量分别同比上升了1754%、1059%、944%。

截至上周四据 CME“美联储观察”：美联储3月维持利率在5.25%-5.50%区间不变的概率为95.0%，

降息 25 个基点的概率为 5.0%。到 5 月维持利率不变的概率为 73.5%，累计降息 25 个基点的概率为 25.4%，累计降息 50 个基点的概率为 1.1%。累计到 6 月维持利率不变的概率为 25.2%，累计降息 25 个基点的概率为 56.4%，累计降息 50 个基点的概率为 17.6%，累计降息 75 个基点的概率为 0.8%。

本周一（3 月 11 日）拜登政府公布的 2025 财年财政预算提案显示，预算支出为 7.3 万亿美元，高于 2024 财年的 6.9 万亿美元。根据拜登的提案，明年赤字将从目前预计的 2024 财年的 1.86 万亿美元降至 1.78 万亿美元。未来十年，拜登的提案预计将增加 16.3 万亿美元的赤字，比目前的路径下减少约 3 万亿美元。到 2034 年，年度赤字占经济的比例将从 6.6% 下降到 3.9%，但美国欠公众的债务将从现在的 28 万亿美元增加到那时的 45 万亿美元。本周一纽约联邦储备银行公布民意调查显示，2 月份三年期通胀预期从 2.4% 上升到 2.7%，较 1 月份的历史低点有了明显反弹；五年期通胀预期从 2.5% 攀升至六个月高点 2.9%；未来一年期通胀预期连续第三个月保持不变，维持在 3.0%；消费者认为未来一年预期收入增长中位数将维持在 2.8% 不变，略低于其过去 12 个月的平均预期（2.9%）。即便如此，调查显示美国人对失去工作更加焦虑，对找到新工作则信心不足。

截止本周二据 CME“美联储观察”，美联储 3 月维持利率在 5.25%-5.50% 区间不变的概率为 99.0%，降息 25 个基点的概率为 1.0%。到 5 月维持利率不变的概率为 87.9%，累计降息 25 个基点的概率为 12.0%，累计降息 50 个基点的概率为 0.1%。6 月降息的概率降至 66.6%。

1 月美国 PCE 通胀数据和 2 月美国 CPI 数据显示通胀依然偏高，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。目前的降息概率显示 3 月、5 月都不会降息，6 月降息的可能性越来越大。海外铜价目前从几周前的小低点 8200 美元/吨附近小幅反弹至 8700 美元/吨附近；国内宏观经济复苏不及预期，政府工作报告中“发展新质生产力”的政策力度很大，政府工作报告将 2024 年经济增长预期放在 5% 左右，给市场带来较强信心；人民币期货铜价从春节前的 68000 元/吨下方，反弹至目前 70000 元/吨附近；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，后市铜价继续维持有韧性的震荡和重心小幅上升的可能性很大。

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

加拿大第一量子旗下的科布雷铜矿于 2023 年 12 月被当地政府敦促停止开采和运输。业内人士认为，该铜矿关停或影响 2024 年 17.5 万吨左右的铜矿供应。目前尚未看到科布雷铜矿 2024 年中重启的明确信号。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

外媒 3 月 11 日讯，彭博援引知情人士消息称，嘉能可等公司有意在智利开发新的铜冶炼厂。加强冶炼能力是智利政府的首要任务。虽然智利政府尚未宣布新冶炼厂的模式，但可供选择的方案包括与私营企业合资或特许经营，以减轻国家的财政负担。

2024 年 3 月 8 日，西部矿业在投资者互动平台上表示，玉龙铜矿选厂二车间已于 2023 年 11 月投料生产，玉龙铜矿选厂一二车间矿石处理量已提升至 2280 万吨/年；公司会加大资源并购力度和投资力度，全力以赴拓展矿山企业各类资源，提升铜、铅锌、铁矿石、贵金属、萤石矿等资源储备。

3 月 8 日讯，据中矿资源官网，3 月 7 日，在纳米比亚首都温得和克，中矿资源全资子公司中矿（香港）稀有金属资源有限公司就收购纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂与 Dundee Precious Metals Ins. 达成协议。收购标的为 DPM 持有的 Dundee Precious Metals Tsumeb Holding (Pty) Ltd.（简称“DPMTH”）98% 已发行股份，交易对价为 4900 万美元现金。DPMTH 主要资产是位于纳米比亚的 Tsumeb 冶炼厂。Tsumeb 冶炼厂是全球为数不多的能够处理高砷铜精矿等复杂精矿的特种冶炼厂之一。目前冶炼厂精矿处理能力为 26 万吨/年，主要产品为粗铜和硫酸。通过技术升级改造，预计精矿处理能力可提升至 37 万吨/年。

3 月 13 日讯，据洛阳钼业消息，旗下 KFM（位于刚果（金））2 月再接再厉，铜产量超 1.5 万吨，刷新投产以来的历史最高纪录。

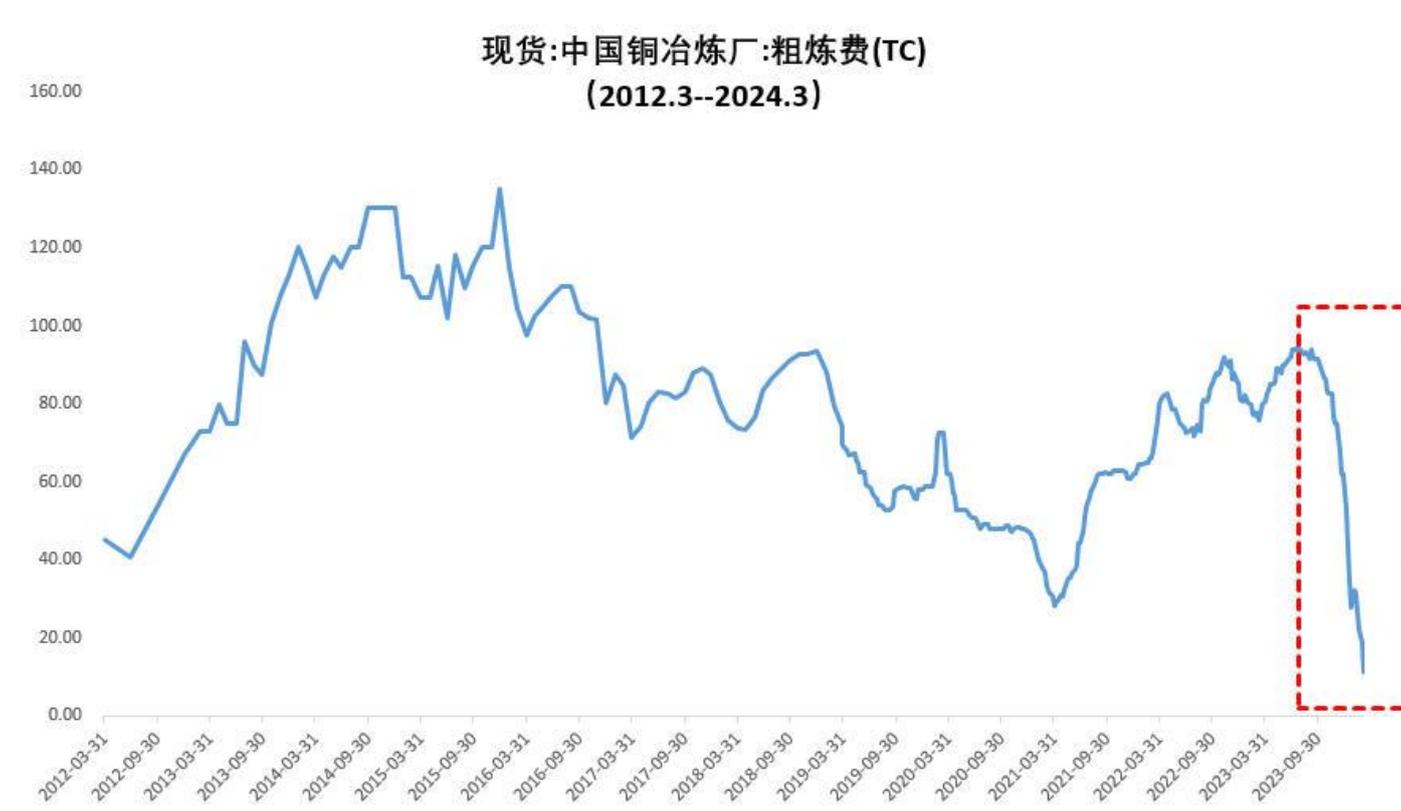
（三）海外矿业端扰动导致国内铜加工费 TC 非理性下滑

2023 年 12 月 29 日中国铜原料联合谈判小组（CSPT）在最近一次会议上决定下调 2024 年第一季度铜精矿的处理和精炼费用（TC/RC）底价。CSPT 将本季度铜精矿处理费和精炼费底价设定为 80 美元/吨和 8.0 美分/磅，相较于上一季度分别下调了 15 美元/吨和 0.15 美分/磅。这一价格水平创下了自 2022 年第四季度以来的新低。随着新冶炼项目的投产和担忧铜精矿供应中断的加剧，中国现货铜

精矿的处理和精炼费用自 2023 年 9 月中旬以来持续下滑。

下图可看出，2023 年 9 月以来，铜精矿加工费（TC）断崖式下跌。

图：中国国内现货铜冶炼厂粗炼费 TC 变化情况（2012.3-2024.3）



数据来源：WIND，冠通研究

在精炼铜方面，2024 年全球有望新增 133.2 万吨产能，冶炼产能优势聚集于亚洲，贡献比高达 61%，主要以中国、日本、印度为主。结合 SMM 调研，乐观预测 2024 年中国国内新增冶炼产能约 90 万吨。至 2 月 27 日，进口铜精矿 TC 费用仅为 22.35 美元/干吨，较 2023 年 9 月最高位的 93.82 美元/干吨下滑 71.47 美元/干吨，表明铜精矿预期朝偏紧方向发展。在当前加工费水平下，换算人民币加工费收入， $22.35 \text{ 美元} \times (1/25\% + 0.1 \times 22.35) \times \text{汇率} = 1003 \text{ 元/吨铜}$ 。冶炼厂普遍的冶炼成本在 1500-2500 元/吨。现在硫酸价格低迷，副产品收益不好，按照 2 月 27 日的加工费估算，冶炼厂全部处于亏损状态。

但目前，即便 TC 费用下跌如此之大并未引发国内主力铜冶炼厂大量减产。主要原因是，第一，长单的比例目前维持在 70%—80%，稳定了炼厂的利润；第二，即使面临亏损，减产停产的损失更大；第三，铜精矿库存包括在港为将近 3 周时间库存，仍有充足的原料补充；第四，利润还需靠硫酸和金银等副产品等收益弥补；第五，铜冶炼企业多为大型国企，地方为了保生产仍会加足马力开工。

3月13日据外媒报道，中国大型铜冶炼厂在本周三的一次会议上同意削减一些亏损工厂的产量，以应对原材料供应短缺；目前现货市场上的铜精矿加工费跌至10多年来的最低水平，损害了冶炼厂的利润。市场预测，铜精矿加工费或在第二季度反弹。

市场人士表示，由于依赖现货供应，规模较小的冶炼厂更容易减产。目前市场普遍预期，在巴拿马5月大选结束后，Cobre铜矿能恢复生产。市场人士表示，废铜和铜壳等替代材料供应趋紧也导致了铜短缺。

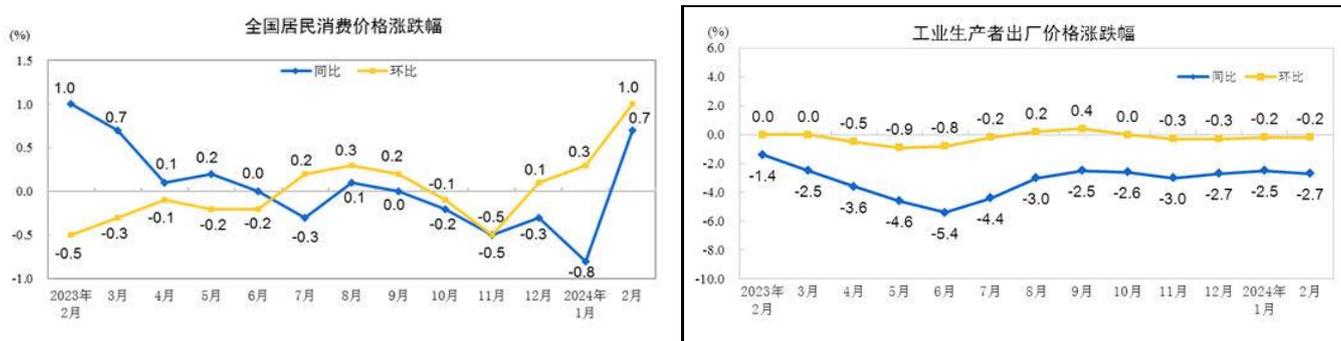
以上各类消息和报道可以看出，海外铜矿减产已经成为铜加工费大幅下滑的主要推手，未来恢复生产仍有疑问，对市场造成的困扰需要提高警惕应对；西方大型矿业资本和中国国内知名矿企正在加速开发和整合世界各地包括中南美和非洲在内的铜矿资源，以求扩大铜产量并满足未来全球新能源转型对铜的需求；种种迹象表明未来新铜矿的增产能力是充足甚至是巨大的，中短期看，外盘铜价持续在8500美元/吨至8800美元/吨窄区间震荡；国内期货盘面铜价近期从68500元/吨附近小幅反弹至70000元/吨附近震荡，显示未来铜供给可能出现进一步收缩预期支撑了人民币铜价的高位震荡；近年来中国的电力电网建设、新能源转型、设备更新和家电大规模换代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、政府工作报告中“新质生产力”的表述利好铜需求

今年的中国政府工作报告提出，大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。当前，新质生产力成为中国经济的热词。通过科技创新、产业升级和绿色转型，新质生产力已经在实践中形成，并展示出对中国高质量发展的强劲推动力、支撑力。同时，中国新质生产力也正为全球发展增添新活力、注入新动能。2014—2023年，中国战略性新兴产业增加值占GDP比重由7.6%升至13%以上，根据“十四五”规划的目标，预计2025年这一比重将升至17%。2016—2023年，中国新一代信息技术产业规模由17.1万亿元增至27.5万亿元，年均增长7.7%，增加值占GDP比重由8.2%增至8.4%，年平均拉动经济增长0.7个百分点。2012—2022年，中国数字经济规模从11万亿元增长到50.2万亿元，占GDP比重由21.6%升至41.5%，2023年突破55万亿元，总量居世界第二。预计中国数字经济占GDP比重将在2027年达到60%，规模为15.7万亿美元。这些数据充分体现出新质生产力对经济增长发挥出了极大推动作用。

绿色发展是高质量发展的底色，新质生产力本质上也是绿色生产力。近年来，中国加快发展方式绿色转型，助力碳达峰碳中和，既为自身的绿色可持续发展奠定了坚实基础，也为全球绿色低碳发展提供了重要支持。当前，中国已经建立起高效的风能、太阳能、电动汽车等生产体系，极大地降低了世界绿色低碳转型的成本，为应对气候变化等全球性挑战提供了坚实的物质基础。亚太经合组织(APEC)中国工商理事会与国家发改委国际合作中心联合发布的《超越净零碳》指出，在中国的推动下，2021年全球太阳能光伏装机成本较2010年下降约82%，陆上风机与海上风电装机成本分别下降约35%和41%。

图：中国国家统计局 CPI 同比/环比；PPI 同比/环比变化情况（2018.1-2024.2）



数据来源：WIND，冠通研究

新质生产需要进一步发力，需要适当改善目前CPI仍然太低、PPI仍处于通缩的状态。

3月9日，国家统计局公布数据显示，2月份，全国CPI同比由上月下降0.8%转为上涨0.7%，为去年8月以来首次转正，环比上涨1.0%，涨幅比上月扩大0.7个百分点。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%，涨幅比上月扩大0.8个百分点，为2022年2月以来最高涨幅。2024年2月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.7%，环比下降0.2%；工业生产者购进价格同比下降3.4%，环比下降0.2%。1—2月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.6%，工业生产者购进价格下降3.4%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降3.4%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约2.51个百分点。其中，采掘工业价格下降5.5%，原材料工业价格下降3.4%，加工工业价格下降3.2%。生活资料价格下降0.9%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.22个百分点。

为了扭转PPI通缩的局面，全国两会上委员代表们提出了许多珍贵的建议。

全国政协委员、中国外汇交易中心党委书记霍颖励聚焦绿色金融提出建议，相关部门应密切协作，不断完善绿色金融发展的政策框架，丰富绿色金融产品和市场体系。同时，加大对投资者的激励措施，如将绿债基金等纳入《银行业金融机构绿色金融评价方案》考核，激励更多金融机构参与绿色金融活动，发挥各类金融机构的专业优势，引导更多资金流向绿色金融领域。

政府工作报告提出，优化融资增信、风险分担、信息共享等配套措施，更好满足中小微企业融资需求。对此，全国政协委员、安徽省政协主席唐良智表示，后续应强化信息平台“引路”作用，推动国家税务、市场监管、社保等大数据服务平台与省级综合金融服务平台互联互通。同时，深化“政银担”合作，进一步扩大再担保合作授信规模，更好发挥国家融资担保基金体系引领作用。

绿色金融在中国的发展现状显示，

1. 绿色信贷余额持续增长：截至 2020 年末，中国绿色信贷余额约 12 万亿元人民币，占绿色金融工具的大部分，并且近年来呈现平稳上升的趋势，增速保持在 5%-15% 之间。截至 2023 年末，21 家主要银行绿色信贷余额达到 27.2 万亿元，同比增长 31.7%。

2. 绿色信贷主要投向交通和能源领域：这些领域因其低碳经济发展的潜力而受到银行的高度关注。同时，由于技术限制，许多低碳产业的发展还不成熟，导致银行在这些新兴领域发放的贷款额度较小。

3. 绿色保险 和碳金融的发展：绿色保险，也称为环境责任保险，旨在支持环保产业的发展，并在企业经营活动中引入生态观念。碳金融则涉及限制温室气体排放的金融活动，包括碳排放权交易和低碳能源项目的投融资活动。

4. 政策支持和机制完善：中国政府通过《生态文明体制改革总体方案》等政策文件，推动绿色金融的发展，包括推广绿色信贷、建立绿色债券市场、发展绿色股票指数和相关产品、发展绿色基金等。

5. 绿色金融意识增强但实践较晚：虽然绿色金融的意识在中国已经普及，但实践较晚，绿色金融与绿色证券仍处于起步阶段，存在一些问题，如政府引导机制不健全、市场运作体系不成熟、社会参与程度普遍不高等。

6. 区域发展不平衡：在京津冀地区，绿色金融的发展状况存在差异，一些地区如北京对绿色金融的重视程度较高，而西部地区省份的绿色信贷利息支出占比有所上升，显示出地区间在绿色金融发展上的不平衡。

绿色能源、绿色交通是典型的的较多需求铜的工业门类，电力电网建设向来占到我国铜需求的 50% 左右，而绿色金融退推动这一变革尽快到来提供了强大的货币金融保障，有理由认为，随着新质生产力进一步大规模向全社会推广和扩散，铜需求将进一步快速增长，中长期明确利好铜价上行。

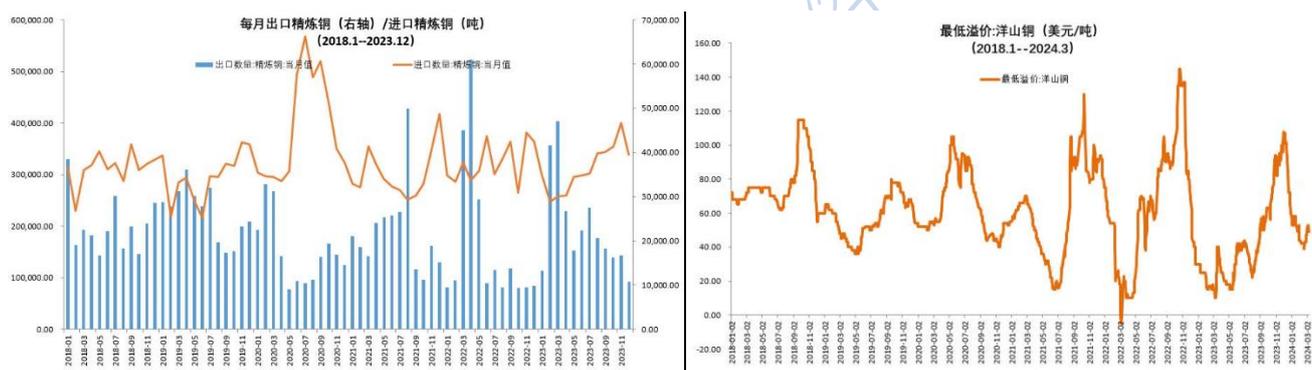
总体看国内铜价相对国际铜价更加坚挺，和国内宏观层面稳增长政策多次、迅速、强力落地有一定关系。从春节前到春节后，降息降准已经落地并开始产生效果，各地都已经报道有“白名单”上的房企享受到了贷款额度；尤其是党和国家高层已经把生产设备大规模更新换代和家用电器、汽车大规模更新换代作为产业领域基本国策，“新质生产力”的提法将对有“工业金属之王”称号的铜将是巨大利好；随着未来全社会电气化进一步深入，在我国电力工业消耗铜需求 50% 的情况下，将对铜价产

生明显的积极作用。海外制造业短期低迷，但美联储和欧央行降息已经提上议事日程，震荡之中铜价有能力适度走高；已经持续约 3 个多月的巴拿马铜矿停工事件、南美智利诸多铜矿品位下降等等、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 年上半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，但需要引起铜需求方足够的关注和警惕。

四、精炼铜/铜精矿进口保持旺盛势头

据外媒报道，海关数据显示，2024 年 1-2 月中国铜进口量环比增长 2.6%，得益于需求改善。海关总署称 1-2 月未锻轧铜及铜制品进口总量为 90.2 万吨，高于去年同期的 87.9 万吨。英国商品研究所（CRU）分析师表示与去年同期相比，今年前两个月的年度增长表明了国内需求的改善。然而，由于春节假期、中国高库存和高产量的影响，今年前两个月的铜需求仍然相对有限。铜精矿进口量在今年前两个月达到了 466 万吨，同比增长了 0.6%。

图：中国每月出口精炼铜/进口精炼铜；上海洋山铜溢价（美元）变化情况（2018.1-2024.3）



数据来源：WIND，冠通研究

国内生产铜方面，3 月 11 日安泰科跟踪调研数据显示，2024 年 1-2 月，22 家样本企业累计生产阴极铜 175.19 万吨，同比增长 9.20%；2 月份，样本企业合计生产阴极铜 87.62 万吨，同比增长 5.58%，环比增长 0.06%。其中，产能规模在 100 万吨以上的样本企业 1-2 月累计完成阴极铜产量 100.47 万吨，同比增长 1.62%，2 月合计完成产量 50.39 万吨，同比增长 7.21%，环比增长 0.61%；产能规模在 $30 \leq X < 100$ 万吨的样本企业 1-2 月累计完成阴极铜产量 45.04 万吨，同比增长 12.33%，2 月合计完成产量 22.39 万吨，同比增长 11.41%，环比下降 1.16%；产能规模 $10 \leq Y < 30$ 万吨的样本企业 1-2 月累计完成阴极铜产量 29.68 万吨，同比增长 38.31%，2 月合计完成产量 14.84 万吨，同比增长 43.52%，环比增长 0.04%。

中下游铜材方面，3 月 7 日据 Mysteel 调研国内 64 家铜棒样本企业，总涉及产能 228.65 万吨，2024 年 2 月国内铜棒产量为 10.278 万吨，较 1 月减少 6.395 万吨，降幅 62.22%。2 月综合产能利用

率为 19.87%，环比下降 32.73%；其中年产能 5 万吨以上企业 14 家，产能利用率为 24.73%，环比下降 36.54%；年产能 5 万吨以下企业 50 家，产能利用率为 12.39%，环比下降 29.86%。

3 月 13 日据 SMM 调研数据显示，2 月份精铜制杆企业开工率为 42.05%，环比下降 26.61 个百分点，同比去年 2 月份下滑 19.18 个百分点，按春节时间同比去年 1 月份增长 5.66 个百分点。其中大型企业开工率为 41.17%，中型企业开工率为 31.21%，小型企业开工率为 48.30%。

此外，洋山铜溢价在上周三（3 月 6 日）升至每吨 60 美元，创下了自 1 月 19 日以来的新高，进一步证明了中国对进口铜的需求正在逐步改善。市场传闻铜冶炼厂开始讨论减产。据相关知情人士透露，至少有 15 家冶炼厂受邀参加由中国工业协会主办的会议。这一消息无疑将进一步加强铜价的上涨趋势，为市场注入更多信心。至 3 月 12 日，洋山铜溢价回落至 49 美元。

整体看，我国在绿色能源，绿色交通为核心的新质生产力上猛烈发力，国产铜矿难以满足需求，进口铜精矿和进口精炼铜都将继续、大量进入我国市场，铜的需求量也将持续上升，进口铜肯定是我国铜市场不可或缺的组成部分。

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。

本周将有至少 15 家中国冶炼厂的高管齐聚北京，讨论如何应对处理费下跌，可能采取的措施包括潜在的产量限制。研究机构 CRU 的分析师表示，目前的现货铜精矿的处理和精炼费用已明显低于冶炼厂的盈亏平衡点，预计未来几个月中国冶炼厂将加大减产，或者降低开工率。冶炼厂也可以提前开始日常维护。本月迄今 COMEX 期铜（近期合约）上涨 2.36%，今年迄今上涨 1.15%，但是本周二（3 月 12 日）收盘价仍然比去年同期低了 2.13%，比 2022 年 3 月初的历史高点 4.929 美元下跌 20.23%。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大幅增长，表明市场预期的需求复苏尚未变为现实。

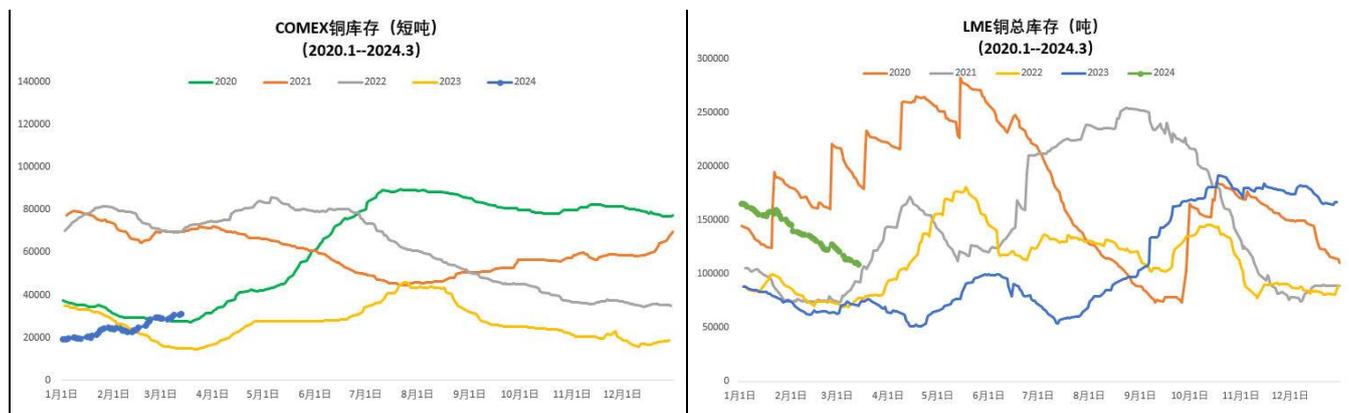
本周二（3 月 12 日）COMEX 铜库存变动情况：

铜	3 月 12 日	3 月 11 日	入库	出库	变动
注册仓单	16223	15241	0	0	0
非注册仓单	14885	15595	426	155	271
总计	31108	30836	426	155	271

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（3月12日）COMEX 期铜成交量为 66,493 手，上一交易日为 66,493 手；空盘量为 212,082 手，上一交易日为 212,082 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

3月11日 LME 铜库存下滑 1950 吨至 110850 吨，汉堡和新奥尔良库存降幅较大。以下为 3月11日 LME 铜库存在全球主要仓库的分布变动情况：3月11日 LME 铜库存减少 1950 吨。其中，鹿特丹铜库存减少 25 吨，新奥尔良铜库存减少 750 吨，汉堡铜库存减少 975 吨，巴生港铜库存减少 200 吨，3月11日铜库存累计减少 1950 吨。

3月12日，LME 铜库存录得 11.09 万吨，较上一日增加 50 吨，增加幅度为 0.05%；最近一周，LME 铜库存累计减少 3175.00 吨，减少幅度为 2.78%；最近一个月，LME 铜库存累计减少 2.59 万吨，减少幅度为 18.95%。

商品期货库存数据变化

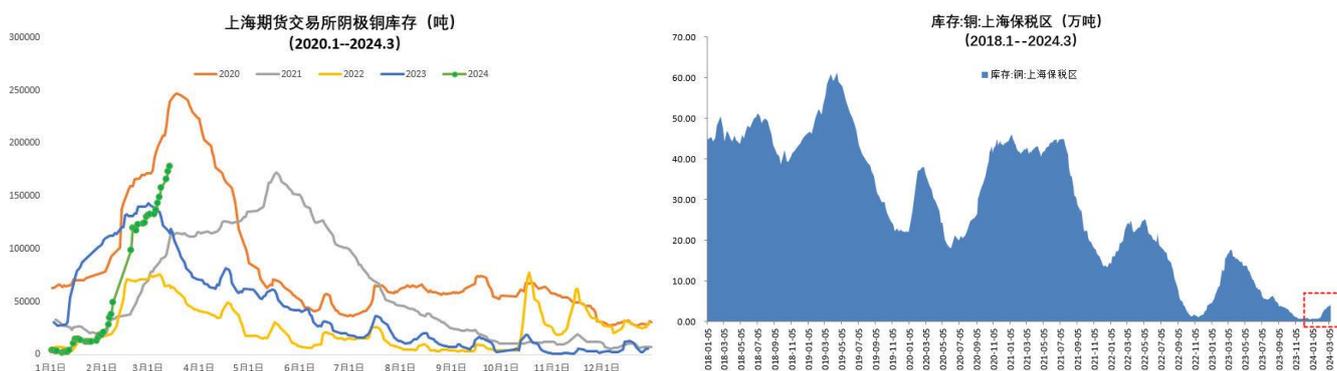
日期	库存（吨）	增减变化（吨）	增减幅度（%）
3月12日	110900	50	0.05%
3月11日	110850	-1950	-1.73%
3月8日	112800	-725	-0.64%
3月7日	113525	-250	-0.22%
3月6日	113775	-300	-0.26%

历史数据显示，自 2021 年 3 月 15 日以来，LME 铜库存最高为 25.48 万吨，最低为 5.12 万吨，

均值录得 12.60 万吨，当前库存（11.09 万吨）较均值减少 13.64%。

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 12 日，上期所沪铜期货仓单录得 173071 吨，较上一交易日增加 7051 吨；最近一周，沪铜期货仓单累计增加 36010 吨，增加幅度为 26.27%；最近一个月，沪铜期货仓单累计增加 123546 吨，增加幅度为 249.46%

沪铜仓单大幅上升，显示产业保值意愿较高，国内社库累库速度快、消费恢复慢；另一方面资金入场兴趣高，且可能结合权益端联合造势。今日伦铜突破 8700 美元/吨，短线涨势可能打开到 8850-9000 美元。趋势上，由题材带动的短线上冲为本年度提供较好的卖出保值位置。

截止至 2024 年 02 月 29 日，上海保税区库存 3.61 万吨，广东地区库存 4.79 万吨，无锡地区库存 4.82 万吨，上海保税区库存较上一周增加 0.25 万吨。综合来看，节后国内下游消费并未完成恢复，整体库存呈现季节性累库状态；国外库存持续下降，对外盘铜价形成支撑。上周（3 月 4 日-8 日）上海、广东两地保税区电解铜现货库存累计 4.11 万吨，较 29 日增 0.25 万吨，较 4 日增 0.12 万吨；上海保税区 3.80 万吨，较 29 日增 0.2 万吨，较 4 日增 0.07 万吨；广东保税区 0.31 万吨，较 29 日增 0.05 万吨，较 4 日增 0.05 万吨；保税区仍有炼厂出口货源入库，且进口维持亏损，保税区库存维持增加。

据 Mysteel 调研，上周（3 月 1 日至 7 日）国内市场电解铜现货库存 33.28 万吨，较 29 日增 3.33

万吨，较 4 日增 1.41 万吨；上海库存 21.76 万吨，较 29 日增 2.34 万吨，较 4 日增 0.98 万吨；广东库存 5.32 万吨，较 29 日增 0.55 万吨，较 4 日增 0.14 万吨；江苏库存 4.90 万吨，较 29 日增 0.10 万吨，较 4 日增 0.10 万吨；上周上海、广东市场电解铜现货库存继续增加，主因仓库仍有国产货源到货，且进口抵港到船货源到港，且多数清关流入国内，加之下游部分加工企业订单未能好转，消费难以表现明显改善，库存亦维持累库趋势。

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，铜矿出现异常减产情况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；春节过后不到一个月，外盘铜价在美元指数小幅反弹的情况下连续升穿 8400、8500、8600、8700 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，同时也是精炼铜生产企业非常难得的高价位卖出套保时机，需要引起应有的重视。

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、春节后铜下游开工持续偏低，有可能对铜价造成不良影响；
- 3、国内铜库存累库幅度过快，可能造成未来铜价突发下滑震荡。

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。