

冠通期货研究咨询部

2024 年 3 月 20 日

## 市场看好周期复苏，铜价达到一年最高

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

近期美国通胀数据出现反弹迹象，市场已经预期美联储最早降息发生在 6 月；中国国内经济数据显示工业复苏力度不佳，房地产拖累铜需求；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；2024 年铜精矿供给不足已经导致 TC 费用大幅下滑，国内企业正在谋求减产精炼铜生产能力应对；2 月在春节假期影响下新能源汽车/充电桩仍快速渗透，利好铜需求；未来发达经济体降息、工业经济进一步复苏和全球能源绿色转型令铜价整体坚挺并不断攀升，中短期铜价将继续保持韧性震荡、小幅冲高的节奏。

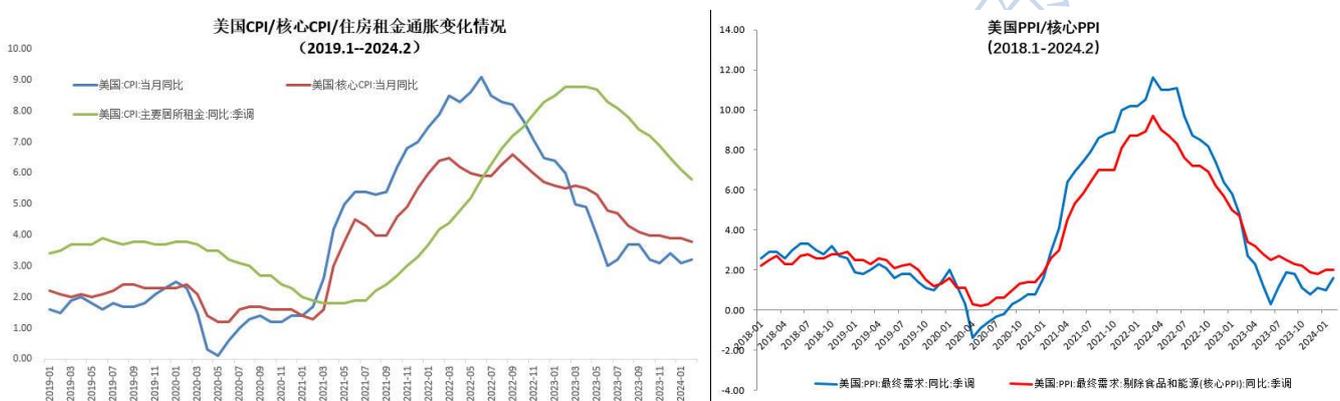
#### 风险点：

- 1、美联储 6 月降息的可能性下降，甚至 2024 年出现不降息的可能；
- 2、国内房地产行业持续疲弱，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/PPI 显示通胀具有粘性，降息预期进一步后撤

上周二（3 月 12 日）美国劳工统计局数据显示，美国 2 月 CPI 同比上涨 3.2%，预期上涨 3.1%，前值上涨 3.1%；美国 2 月 CPI 环比上涨 0.4%，符合预期，前值涨 0.3%；美联储更为关注的剔除食品和能源的核心通胀 2 月同比上涨 3.8%，预期上涨 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 月核心 CPI 环比上涨 0.4%，持平前值，为八个月最大升幅，预期涨 0.3%；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；剔除了住房的超级核心通胀，即核心 CPI 服务指数环比上涨 0.5%，同比涨幅高达 4.5%，创 2023 年 5 月以来的最大增长。

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



数据来源：WIND，冠通研究

2 月汽油和住房（包括租金）对 CPI 月度涨幅的贡献超过 60%，二手车、服装、机动车保险和机票价格也有所上涨，暗示通胀存在一定的粘性；经济学家认为，核心指标比整体 CPI 更能反映潜在通胀。

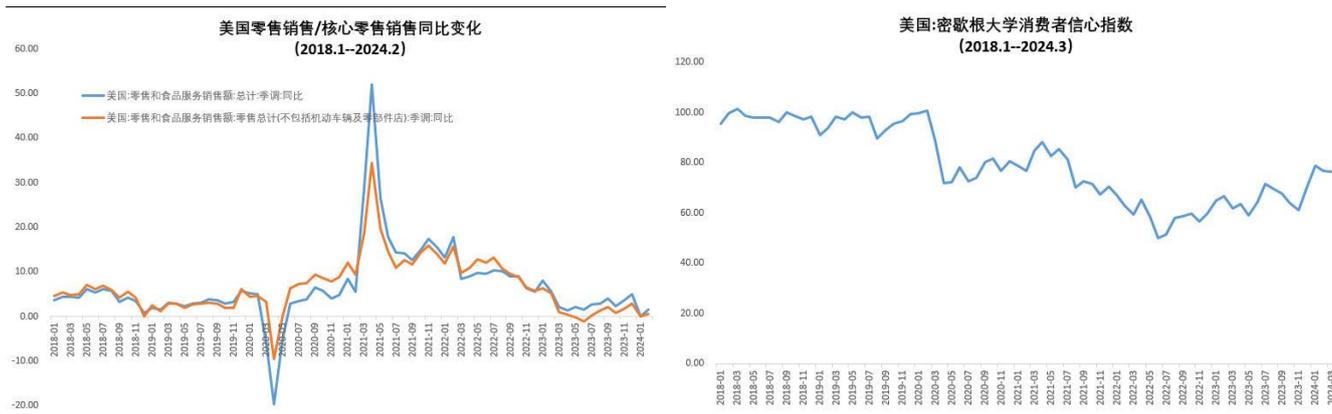
3 月 14 日美国劳工部数据显示，美国 2 月 PPI 同比上涨 1.6%，预期上涨 0.9%，前值上涨 1.2%；PPI 环比上涨 0.6%，预期上涨 0.3%，前值涨 0.3%；剔除食品和能源价格的核心 PPI 同比上涨 2%，预期上涨 1.9%，持平前值；核心 PPI 环比涨 0.3%，预期上涨 0.5%，前值涨 0.2%；2 月 PPI 最终商品需求指数环比上涨 1.2%，创去年 8 月以来最大涨幅；剔除食品和能源价格后的最终商品需求指数上涨了 0.3%；分项价格指数来看，能源价格高企是 2 月 PPI 超预期回升的主因，其价格指数环比上涨了 4.4%，贡献了 2 月商品类 PPI 约 70% 的涨幅；美国 2 月 PPI 超预期反弹，接力 CPI 继续打压降息预期；作为美联储 3 月会议前最后一个通胀数据，2 月 PPI 数据进一步证明通胀仍然高企，抗通胀之路崎岖，为美联储“不急于降息”的立场提供依据。

截止上周四芝商所 FedWatch 工具显示，联邦基金期货市场的交易员预计，FOMC 在 6 月开始降息

的可能性为 59.7%，而在 PPI 数据发布前，该读数为 58.2%。

上周四，美国商务部公布的 2 月零售销售环比涨 0.6%，远超 1 月的下降 0.7%，预期涨 0.8%；美国 2 月零售销售（除汽车）环比涨 0.3%，预期涨 0.5%；美国 2 月零售销售（除汽车与汽油）环比涨 0.3%，符合预期；核心零售销售（剔除汽车、汽油、建筑材料和食品服务）环比涨 0.3%，预期涨 0.5%，同比水平跌至疫情以来最低水平附近；服装和个人保健商店的销售额下降，加油站销售成最大拖累指标；有分析称，剔除通胀因素影响后的“实际”零售销售大幅下降。

图：美国 2 月零售销售/和新零售销售；美国密歇根大学消费信心指数变化情况（2018.1-2024.3）



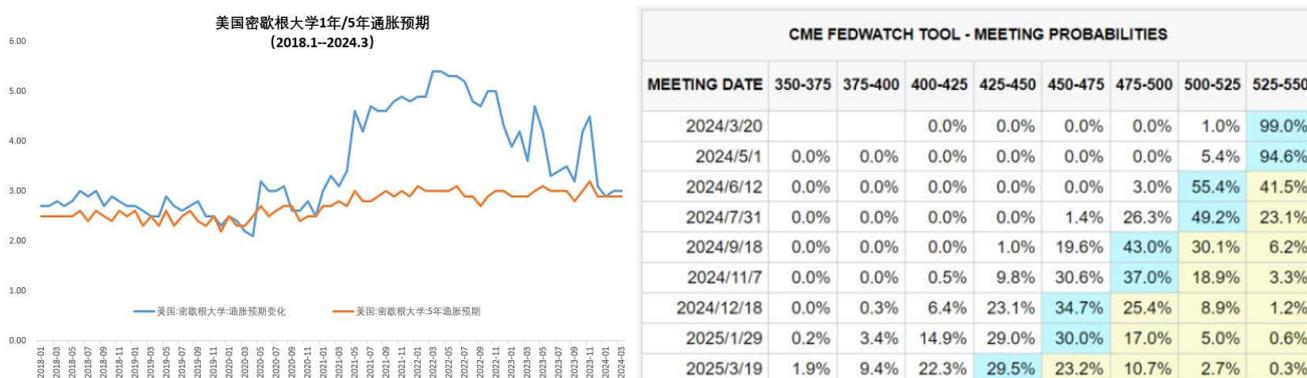
数据来源：WIND，冠通研究

上周五（3 月 15 日）公布的数据显示，美国 3 月密歇根大学消费者信心指数初值 76.5，预期 77.1，前值为 76.9；其中，现况指数初值 79.4，市场预期 79.7；预期指数初值 74.6，市场预期 75.1；市场备受关注的通胀预期方面，1 年通胀预期初值 3%，市场预期 3.1%，持平前值；5 年通胀预期初值 2.9%，符合预期，持平前值；美国 3 月密歇根大学消费者信心不及预期、较上月略有回落，但整体仍保持稳定，消费者的通胀预期也颇为稳定，人们的焦点转向美国总统大选；密歇根大学通胀预期能让美联储稍微松口气；稍早纽约联储调查显示，2 月时美国消费者对短期通胀的预期保持稳定，但三年期通胀预期出现明显反弹，五年期增幅更大。密歇根调查还显示，尽管消费者对自己的个人财务状况充满信心，但他们对经济前景却不那么乐观。中低收入消费者的担忧尤其普遍，与高收入消费者相比，中低收入人群预计未来一年实际收入增长的可能性也小得多。

根据媒体的最新调查，经济学家预计，美联储将会把 2024 年美国 GDP 的增速预期从 1.4%上调至年化 1.7%，并将通胀预期从 2.4%提高到 2.5%；经济学家预计，美联储本周的会议将利率保持在 5.25% 到 5.5% 的范围内不变；经济学家表示美联储将在 6 月首次降息；绝大多数受访者预计美联储会在 2024 年降息三次或三次以上，而超过三分之一的受访者预计两次或以下。但大多数预测者并不认为美联储

已经可以宣布抗通胀的胜利，只有 27%的人同意美联储已经让美国经济实现软着陆的判断，而 73%的人不同意。

图：美国密歇根大学 1 年/5 年通胀预期；美国期货市场对美联储利率变化情况（2018.1-2024.3）



数据来源：WIND，华尔街见闻，冠通研究

上周日（3月17日）早些时候，Jan Hatzius 等高盛经济学家调整了对美联储货币政策的预测，目前预计今年将降息三次，而不是四次。下调预测的主要原因是通胀路径小幅上行。高盛仍然预计6月将首次降息，2025年将有四次降息，最后一次发生在2026年，对利率终值的预测维持在3.25%-3.5%不变；需要注意的是，高盛频繁修改对美联储降息的预测。就在不到一个月前，Hatzius 等分析师将美联储首次降息时间的预期从5月推迟到6月，同时预计今年有4次降息，而在此之前的预期为5次。

截止本周二，根据 CMEFedWatch 工具的数据，市场预本周维持利率不变的概率为 100%。预计 5 月份维持利率不变的概率为 91.3%，降息概率为 8.7%。对 6 月份降息的预期为 55.2%，低于一周前的 72%。本周三上午，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 100%。到 5 月维持利率不变的概率为 93.7%，累计降息 25 个基点的概率为 6.3%。到 6 月维持利率不变的概率为 40.9%，累计降息 25 个基点的概率为 55.6%，累计降息 50 个基点的概率为 3.6%

2 月美国 CPI/PPI 数据显示通胀自加息以来确实下滑，但通胀在接近美联储 2% 目标的过程中经常有颠簸和反弹，这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

也仅仅略微超过 50%。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 9000 美元/吨附近；国内在刚刚结束的两会政府工作报告中“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 73000 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

3 月 20 日讯，据外媒消息，秘鲁矿产及能源部公布，秘鲁今年 1 月铜产量较去年同期下滑 1.2%，至约 205375 吨。MMG 旗下 Las Bambas 矿场产量下滑 17%，自由港迈克墨伦（Freeport-McMoRan）旗下 Cerro Verde 矿场产量下滑 13.4%。数据显示，1 月份产量低于去年 12 月的约 255000 吨。秘鲁矿业部长 Romulo Mucho 本月初曾表示，秘鲁今年铜产量将达到 300 万吨，此前在 2023 年产量为 276 万吨。

3 月 13 日据外媒报道，两名消息人士表示，中国大型铜冶炼厂在当周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。此次会议召开之际，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。

### （二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

3 月 19 日巴西贸工部消息，2024 年 3 月第 3 周，共计 11 个工作日，累计装出铜矿石和铜精矿 8.1 万吨，去年 3 月为 11.3 万吨。日均装运量为 0.74 万吨/日，较去年 3 月的 0.49 万吨/日增加 49.99%。

### （三）中国矿企布局非洲铜带国家，资源储备快速增加

3 月 15 日，中矿资源发布公告，全资下属公司 African Minerals Limited（简称“Afmin”）拟以合计基准对价 5,850 万美元（约 4.15 亿元）现金收购 Momentum 公司持有的 Junction 50%股权和 Chifupu 公司持有的 Junction15%股权。从而获得了 Junction 65%的股权，拥有其位于赞比亚 Kitumba 铜矿项目 65%的权益。

Kitumba 铜矿区位于赞比亚卢萨卡以西偏北约 240km，Jumction 公司拥有的矿权面积 248 平方公里，矿权有效期自 2014 年 11 月至 2039 年 11 月，矿床是铁氧化物铜金 (IOCG) 型矿床，矿石类型分为表生铜矿石和原生铜矿石。根据 2015 年 7 月 29 日第三方独立机构 MSAGroup (Pty) Ltd. 出具的符合澳大利亚 JORC 规范 (2012 版) 的资源量估算报告显示，Kitumba 铜矿区累计探获的保有铜矿资源量为 2,790 万吨，铜金属量 61.40 万吨，铜平均品位 2.20%。按照所述权益计算，中矿资源将新增铜资源量 1256 万吨。

据公告显示，该项目目前处于待开发阶段，尚未开展经营活动。矿山收购完成后，中矿资源计划启动外围找矿工作，并对 Kitumba 铜矿项目进行可行性研究工作，根据可研工作成果确定下一步开发规划。据悉，该矿区内已探获区域之外仍存在 Kakozhi、Mushingashi 和 Mutoya 等数处重力和磁异常与激电异常及土壤地球化学异常区，已有工作表明异常区发育有相同类型的 IOCG 型铜矿化，具有良好的成矿潜力与找矿远景。

铜矿方面，中矿资源在铜矿方面早有布局，截至 2023 年 6 月 30 日，中矿资源在赞比亚拥有希富玛铜矿区、卡希希铜矿卡布韦铜矿。其中，希富玛铜矿区合计探获铜矿石量 3,046.90 万吨，铜金属量 22.27 万吨，平均品位 0.73%；卡希希铜矿的两条矿体总矿石量 322.26 万吨，平均含铜 2.17%，铜金属量 7 万吨；卡布韦铜矿合计 (333) 类矿石量 1104.10 万吨，铜金属量 15.46 万吨，平均品位 1.4%。但长期以来，中矿资源所属铜资源开发模式是由公司提供矿权，与第三方合作开发分成的业务模式。

2023 年，中矿资源以 4900 万美金收购纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂，拓展了铜资源开发产业链。未来，随着铜矿资源储备的增加，中矿资源铜业务将成为其业务第三大板块，贡献新的利润增长点。

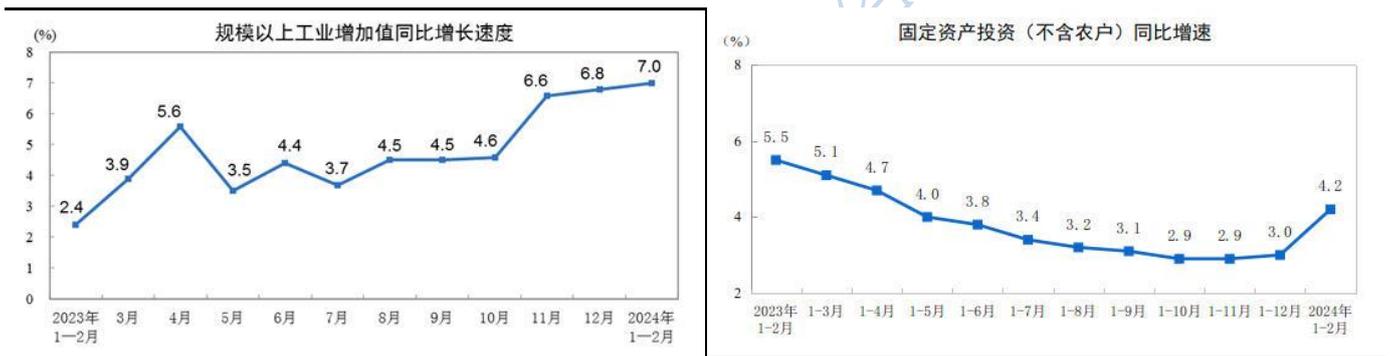
以上各类消息和报道可以看出，海外铜矿减产主要集中在南美的秘鲁和智利，当地铜矿经过长年开采品位下降，近期又因严重缺水导致矿区开采困难，对市场造成的困扰需要提高警惕应对；西方大型矿业资本和中国国内知名矿企正在加速开发和整合世界各地包括中南美和非洲在内的铜矿资源，以求扩大铜产量并满足未来全球新能源转型对铜的需求；种种迹象表明未来新铜矿的增产能力是充足甚至是巨大的，中短期看，外盘铜价持续在 8800 美元/吨至 9000 美元/吨窄区间震荡；国内期货盘面铜价近期从 68500 元/吨附近小幅反弹至 72500 元/吨附近震荡，显示未来铜供给可能出现进一步收缩预期支撑了人民币铜价的高位震荡；数年来中国的电力电网建设、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，减产是否长期化很值得进一步观察；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、国内经济数据仍在反弹恢复中，房地产行业继续拖累铜需求

3月18日国际统计局数据显示，1-2月份，全国规模以上工业增加值同比增长7.0%，比上年12月份加快0.2个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比增长2.3%，制造业增长7.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长7.9%。消费品制造业增加值增长4.7%，比上年12月份加快4.4个百分点；高技术制造业增加值增长7.5%，加快1.1个百分点。分经济类型看，国有控股企业增加值增长5.8%；股份制企业增长7.3%，外商及港澳台投资企业增长6.2%；私营企业增长6.5%。分产品看，3D打印设备、充电桩、电子元件产品产量同比分别增长49.5%、41.8%、41.5%。从环比看，2月份规模以上工业增加值比上月增长0.56%。2月份，制造业采购经理指数为49.1%，企业生产经营活动预期指数为54.2%。

图：中国国家统计局规模以上工业增加值；固定资产投资变化情况（2018.1-2024.2）



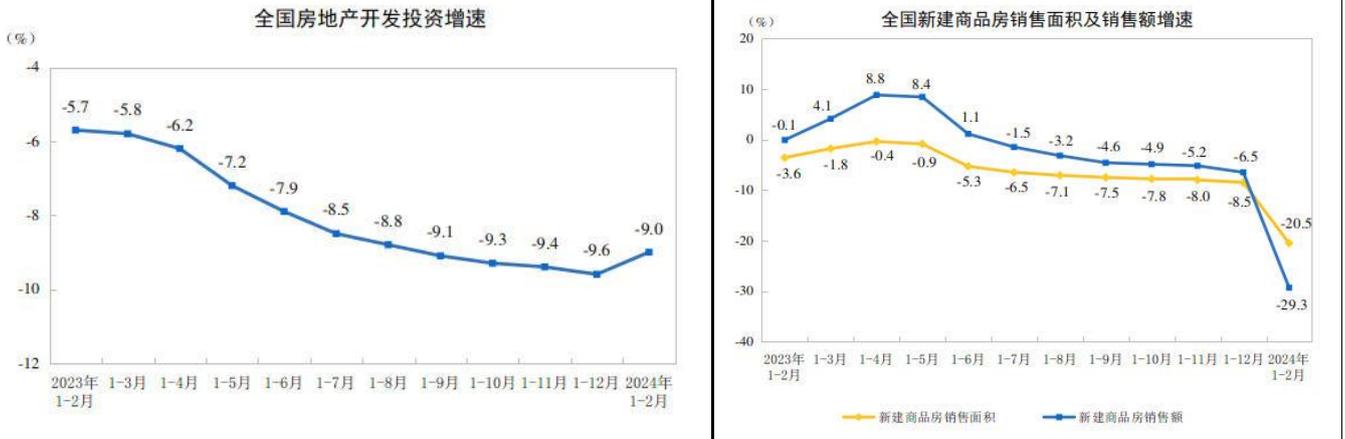
数据来源：国家统计局，冠通研究

1-2月份，全国固定资产投资（不含农户）50847亿元，同比增长4.2%，比上年全年加快1.2个百分点；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资同比增长8.9%。分领域看，基础设施投资同比增长6.3%，制造业投资增长9.4%，房地产开发投资下降9.0%。全国新建商品房销售面积11369万平方米，同比下降20.5%；新建商品房销售额10566亿元，下降29.3%。分产业看，第一产业投资同比下降5.7%，第二产业投资增长11.9%，第三产业投资增长1.2%。

1-2月份，全国房地产开发投资11842亿元，同比下降9.0%（按可比口径计算，详见附注6）；其中，住宅投资8823亿元，下降9.7%。1-2月份，房地产开发企业房屋施工面积666902万平方米，同比下降11.0%。其中，住宅施工面积466636万平方米，下降11.4%。房屋新开工面积9429万平方米，下降29.7%。其中，住宅新开工面积6796万平方米，下降30.6%。房屋竣工面积10395万平方米

米，下降 20.2%。其中，住宅竣工面积 7694 万平方米，下降 20.2%。

图：中国国家统计局全国房地产开发投资增速；全国新建商品房销售面积/销售额变化情况（2018. 1-2024. 2）



数据来源：国家统计局，冠通研究

1—2月份，新建商品房销售面积 11369 万平方米，同比下降 20.5%，其中住宅销售面积下降 24.8%。新建商品房销售额 10566 亿元，下降 29.3%，其中住宅销售额下降 32.7%。2月末，商品房待售面积 75969 万平方米，同比增长 15.9%。其中，住宅待售面积增长 23.8%。1—2月份，房地产开发企业到位资金 16193 亿元，同比下降 24.1%。其中，国内贷款 3144 亿元，下降 10.3%；利用外资 5 亿元，增长 7.4%；自筹资金 5374 亿元，下降 15.2%；定金及预收款 4630 亿元，下降 34.8%；个人按揭贷款 2214 亿元，下降 36.6%。

房地产竣工率对铜需求的影响主要体现在房地产后周期中空调等家用电器的消费量。随着 2023 年以来国内“保交楼”等支持政策的出台，国内房地产竣工率同比大幅攀升。但是这一趋势同样有 2022 年低基数的作用，且相对于 2022 年第二和第三季度的低迷，2023 年 4 季度至 2024 年 1 季度的竣工率仍在下降。这或许意味着房地产大面积完工的趋势难以延续。事实也是国内空调家电厂商对 2023 年 4 季度及以后的消费预期多数表示悲观。新开工率的低迷更能显示当前房地产行业的困窘。即便国内房地产刺激政策已经几乎全部落实，但实际消费的回暖仍需要时间的验证。

总体看国内铜价相对国际铜价更加坚挺，这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，2024 年政府工作报告中“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 4 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，海外铜价是否存在可能向美国高盛预期的那样一路上涨至 10000 美元/吨，但需要引起铜需求方足够的关注和警惕，需要做好果断套保的技术准备。

#### 四、即便 2 月春节长假，新能源汽车和充电桩依然取得良好销售业绩

今年完整的春节假期都在 2 月中，有效工作日减少，是制造业的生产淡季，再加之部分购车需求已在春节前得到释放，导致 2 月的汽车产销量总体较 1 月有所回落。据中汽协数据显示，今年 2 月我国汽车产销分别达到 150.6 万辆和 158.4 万辆，环比分别下降 37.5%和 35.1%，同比分别下降 25.9%和 19.9%。1-2 月，汽车产销累计完成 391.9 万辆和 402.6 万辆，同比分别增长 8.1%和 11.1%。受到整体车市的影响，2 月份新能源汽车的表现也出现了回落，产销分别为 46.4 万辆和 47.7 万辆，环比分别下降 41.1%和 34.6%，同比分别下降 16%和 9.2%，市场占有率达到 30.1%。1-2 月，新能源汽车产销累计完成 125.2 万辆和 120.7 万辆，同比分别增长 28.2%和 29.4%，市场占有率达到 30%。在新能源汽车主要品种中，与上年同期相比，三大类新能源汽车品种产销均呈不同程度增长。

从销售范围来看，2 月新能源汽车国内销量为 39.5 万辆，环比下降 37.2%，同比下降 9.8%。新能源汽车出口 8.2 万辆，环比下降 18.5%，同比下降 5.9%。其中，纯电动汽车出口 6.6 万辆，环比下降 19.1%，同比下降 19.4%；插电混动汽车出口 1.6 万辆，环比下降 15.5%，同比增长 2.3 倍。1-2 月，新能源汽车国内销量为 102.5 万辆，同比增长 34.3%，出口 18.2 万辆，同比增长 7.5%。其中，纯电动汽车出口 14.8 万辆，同比下降 7.5%；插电混动汽车出口 3.4 万辆，同比增长 2.7 倍。

图：中国新能源汽车当月产量/累计产量；北上广及全国充电桩变化情况（2018.1-2024.2）



数据来源：WIND，冠通研究

可以看到，虽然受春节假期的影响导致 2 月新能源市场出现回落，但在 1-2 月整体表现上，新能

源汽车仍是增长状态，尤其是出口方面有很好的前景。今年新能源汽车整体的发展不会受 2 月短暂的下降有太多影响，依然会保持良好的发展态势。

中国充电联盟 3 月 11 日发布 2024 年 2 月全国电动汽车充换电基础设施运行情况。公共充电基础设施运行情况，2024 年 2 月比 2024 年 1 月公共充电桩增加 4.4 万台，2 月同比增长 51.2%。截至 2024 年 2 月，联盟内成员单位总计上报公共充电桩 282.6 万台，其中直流充电桩 123.9 万台、交流充电桩 158.6 万台。从 2023 年 3 月到 2024 年 2 月，月均新增公共充电桩约 8 万台。充电基础设施整体运行情况，2024 年 1-2 月，充电基础设施增量为 53 万台，同比上升 6.17%。其中公共充电桩增量为 15.6 万台，同比上升 5.72%，随车配建私人充电桩增量为 41.6 万台，同比上升 7.09%。截止 2024 年 2 月，全国充电基础设施累计数量为 902.3 万台，同比增加 63.7%。

充电基础设施与电动汽车对比情况，2024 年 1-2 月，充电基础设施增量为 53 万台，新能源汽车国内销量 102.5 万辆，充电基础设施与新能源汽车继续快速增长。桩车增量比为 1:1.9，充电基础设施建设能够基本满足新能源汽车的快速发展。同时，全国高速公路沿线具备充电服务能力的服务区共 5978 个，充电停车位共 29895 个。换电站方面，截至今年 2 月，我国换电站保有量达 3645 座，蔚来以 2383 座换电站的绝对数量成为换电领域领头羊。

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 铜库存延续小幅累库态势，LME 库存延续明显去库趋势。

纽约 3 月 19 日消息，芝加哥商品交易所 (COMEX) 的铜期货下跌，主要因为美元走强，多头将盈利落袋为安。截至收盘，期铜下跌 4.8 美分到 5.6 美分不等，其中成交最活跃的 2023 年 5 月期铜下跌 5.55 美分或 1.34%，报收 4.0745 美元/磅。在周三美联储公布利率决定前，美元汇率走高，升至两周来的高点。美元坚挺意味着美元计价的金属对其他货币的买家来说更昂贵。基金利用铜价与美元的跷跷板关系，根据计算机模型发出的信号进行买卖。

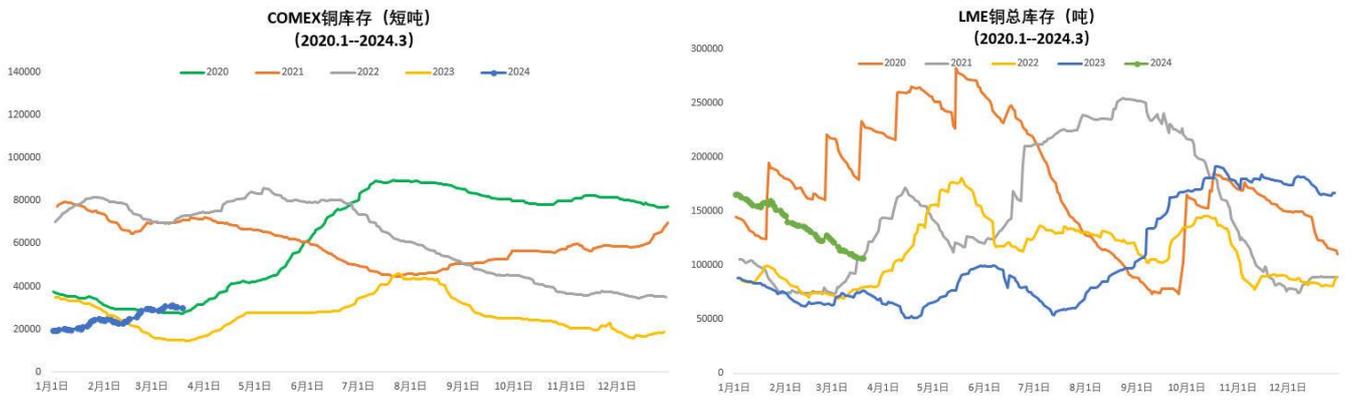
在周一期铜升至 11 个月高点后，基金多头获利回吐，打压铜价走低。本月迄今 COMEX 期铜 (近期合约) 上涨 5.84%，今年迄今上涨 4.59%，周二 (19 日) 收盘价比去年同期高出 1.00%，但是仍比 2022 年 3 月初的历史高点 4.929 美元下跌 17.66%。

本周一（3月18日）COMEX 铜库存变动情况：

铜	3月18日	3月15日	入库	出库	变动
注册仓单	20367	16186	0	0	0
非注册仓单	9513	14117	123	546	-423
总计	29880	30303	123	546	-423

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，COMEX 期铜成交量为 128,291 手，上一交易日为 126,577 手；空盘量为 269,291 手，上一交易日为 264,030 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20日，LME 铜库存录得 11.23 万吨，较上一日增加 5625 吨，增加幅度为 5.27%；

最近一周，LME 铜库存累计增加 3400.00 吨，增加幅度为 3.12%；最近一个月，LME 铜库存累计减少 1.60 万吨，减少幅度为 12.45%。

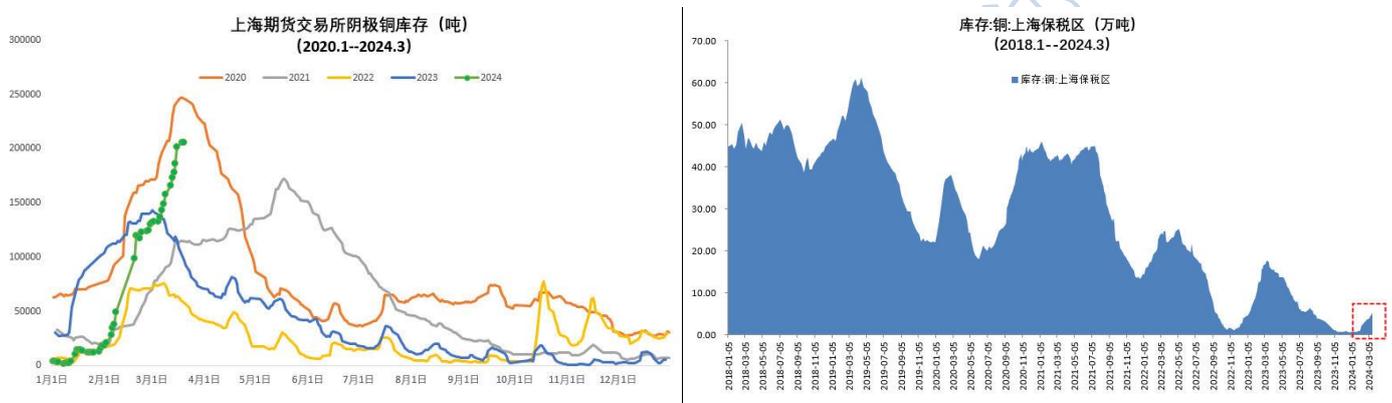
LME 铜库存数据变化

日期	库存（吨）	增减变化（吨）	增减幅度（%）
3月20日	112325	5625	5.27%
3月19日	106700	-125	-0.12%
3月18日	106825	-475	-0.44%
3月15日	107300	-750	-0.69%
3月14日	108050	-875	-0.80%

历史数据显示，自 2021 年 3 月 22 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（11.23 万吨）较均值减少 12.20%。

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 15 日当周，沪铜库存继续累积，已经连续十一周增加，周度库存增幅达到 19.71%，总量攀升至 286,395 吨，创下了近四年来的新高。这一增长趋势表明，中国作为全球最大的铜消费国之一，其铜需求持续旺盛，导致国内库存不断累积。此外，国际铜库存上周也有所增加，总量上升 18781 吨至 45298 吨。然而，与沪铜库存的大幅增长相比，这一增幅相对较小，可能反映出国际铜市场供需关系相对平衡的状态。

据 SMM，截至 3 月 14 日，全国主流地区铜库存环比周一增加 2.53 万吨至 38.91 万吨，较上周四增加 4.13 万吨，较节前增加 22.08 万吨为近 7 年来增量最多的。相比周一库存的变化，全国各地区的库存多数是增加的，仅广东和天津地区下降。总库存较去年同期的 22.61 万吨高 16.30 万吨。

据 Mysteel，3 月 18 日国内市场电解铜现货库 38.48 万吨，较 11 日增 3.63 万吨，较 14 日增 1.48 万吨；上海库存 25.73 万吨，较 11 日增 3.24 万吨，较 14 日增 1.39 万吨；广东库存 5.89 万吨，较 11 日增 0.06 万吨，较 14 日增 0.22 万吨；江苏库存 5.8 万吨，较 11 日增 0.50 万吨，较 14 日持平。国内库存延续累库趋势，其中上海市场进口铜仍有到货，加之铜价大幅走高，下游消费疲

弱，库存因此大幅增加。

据 Mysteel，截至 3 月 11 日，上海、广东两地保税区铜现货库存累计 5.07 万吨，较 7 日增 0.96 万吨，较 11 日增 0.49 万吨；上海保税区 4.73 万吨，较 7 日增 0.93 万吨，较 11 日增 0.43 万吨；广东保税区 0.28 万吨，较 7 日增 0.03 万吨，较 11 日降 0.06 万吨；保税区库存继续增加，周内进口比价走弱，亏损幅度扩大，仓库仍有入库。

3 月 18 日上海、广东两地保税区铜现货库存累计 5.58 万吨，较 11 日增 1.0 万吨，较 14 日增 0.51 万吨；上海保税区 5.20 万吨，较 11 日增 0.9 万吨，较 14 日增 0.47 万吨；广东保税区 0.38 万吨，较 11 日增 0.1 万吨，较 14 日增 0.04 万吨；保税区库存继续增加，进口比价再度表现走弱，且炼厂出口货源到货入库，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，铜精矿的主要供给方存在产量收缩预期；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 8500、8600、8700、8800、8900 和 9000 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，全球工业复苏的大周期确实重新开启，那么美元铜价在目前已经短暂触及 9000 美元/吨的基础上，有可能在今年 2 季度结束前再次测试 9400-9500 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 6 月降息的可能性下降，甚至 2024 年出现不降息的可能；
- 2、国内房地产行业持续疲弱，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，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。