



2024年1月20日

降息预期回升，铜价强震荡

核心观点及策略

- 上周铜价开启反弹，主因美国12月CPI回落符合预期，美联储鸽派官员称不排除3月继续降息的可能，特朗普即将就职推动风险资产偏好回升，强美元对金属价格的负面影响边际减弱；此外，市场预期中国政府出台更多刺激措施以应对即将到来的关税政策，中国四季度GDP增速保持稳健，出口向上修复，但社融并未脉冲式放量。基本面来看，主要矿山中断持续，国内淡季累库偏慢。现货面来看，升水重心下移，近月C结构收窄。
- 供应方面，海外主要矿山中断持续，精矿趋紧TC偏低仍对铜价形成支撑。需求端，电网投资建设基本收官，风光用铜渐入淡季，终端消费趋弱背景下国内社库维持11万吨。
- 整体来看，美国通胀缓慢降温今年内降息预期重燃，特朗普上任后的新关税、移民和财政政策将为全球金融资产重新定价；中国四季度经济增速稳健，市场预期中国政府出台刺激措施应对关税风险，出口增速回升。基本面来看，矿端偏紧产量预期下降，淡季累库进程缓慢，预计铜价短期将维持强震荡。
- 风险因素：美联储降息预期摇摆，美元指数趋势告破

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F03084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

一、市场数据

表 1 上周市场主要交易数据

合约	1月17日	1月10日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	9181.50	9073.50	108.00	1.19%	美元/吨
COMEX 铜	435.1	429	6.1	1.42%	美分/磅
SHFE 铜	76540.00	75270.00	1270.00	1.69%	元/吨
国际铜	68040.00	66820.00	1220.00	1.83%	元/吨
沪伦比值	8.34	8.30	0.04		
LME 现货升贴水	-108.11	-99.64	-8.47	8.50%	美元/吨
上海现货升贴水	85	170	-85		元/吨

注：(1) LME 为 3 月期价格；上海 SHFE 为 3 月期货价格；

(2) 涨跌= 周五收盘价-上周五收盘价；

(3) 涨跌幅= (周五收盘价-上周五收盘价) / 上周五收盘价*100

表 2 上周库存变化

库存地点	1月17日	1月10日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	260075	264425	-4350	-1.65%	吨
COMEX 库存	96167	95985	182	0.19%	短吨
SHFE 库存	88778	78660	10118	12.86%	吨
上海保税区库存	10700	14000	-3300	-23.57%	吨
总库存	455720	453070	2650	0.58%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价开启反弹，主因美国 12 月 CPI 回落符合预期，美联储鸽派官员称不排除 3 月继续降息的可能，特朗普即将就职推动风险资产偏好回升，强美元对金属价格的负面影响边际减弱；此外，市场预期中国政府出台更多刺激措施以应对即将到来的关税政策，中国四季度 GDP 增速保持稳健，出口向上修复，但社融并未脉冲放量。基本面来看，主要矿山中断持续，国内淡季累库偏慢。现货面来看，升水重心下移，近月 C 结构收窄。

库存方面：截至 1 月 17 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计持平 45.6 万吨，全球库存延续反弹。其中 LME 铜库存小幅下降，LME0-3 小幅维持 108 美金，注销仓单比例升至 7%；上期所库存增加 1.01 万吨，淡季国内进入累库周期；保税区库存下滑 0.3 万吨，上周洋山铜仓单溢价升至 70 美元/吨附近，沪伦比值升至 8.34，近期进口船期延误导致，COMEX 库存达 9.5 万吨主因进口关税落地前贸易商提前囤积美铜库存，全球库存小幅回升。

宏观方面：美国 12 月 CPI 同比+2.9%符合预期，核心 CPI 同比+3.2%略低于预期的 3.3%，

其中食品、住房和汽车价格成为通胀主要驱动，12月住房CPI同比仍高达4.1%没有降温迹象，总体通胀保持缓慢下行，略微提振市场对今年降息预期的乐观展望。美联储最新褐皮书显示，近期美国经济活动保持轻微至温和的增长，得益于圣诞假期的强劲消费表现，就业活动保持稳健，工资增长有所加快，物价整体温和上涨，但新关税可能导致通胀风险抬升以及对经济产生负面影响，许多制造商正在政策来临前囤积库存。美联储理事沃勒表示，如果未来通胀数据持续表现良好，美联储将在上半年再次下调利率，不排除今年3月再次降息的可能，如果通胀数据符合预期的降温，美联储可能在今年更早、更频繁的作出降息行动，当前就业市场并未出现显著放缓，失业率有所下降，体现了限制性措施对经济的抑制作用。美国新任财长贝森特强调维护美元作为世界储备货币的地位将对美国经济健康发展至关重要，理论上对外关税提高10%，将拉动美元升值幅度约4%，美国联邦政府的债务不会违约，强调解决预算赤字的重要性，并尊重美联储在货币政策方面的独立性。国内方面，中国12月社融新增2.86万亿，其中新增人民币贷款9900亿，广义货币M2同比增速为7.3%，狭义货币M1同比增速-1.4%，M1-M2的负剪刀差继续收窄，12月末我国外汇储备余额为3.2万亿美元，2024年累计社融增量总额为32.26万亿，同比2023年减少3.32亿元，四季度的国内宏观调整政策并未提振信贷周期修复但并未引发脉冲式的增长。中国四季度GDP同比+5.4%，2024年全年GDP同比+5%，全年规模以上工业增加值同比+5.8%，其中新能源汽车、集成电路、工业机器人产品产量分别增长38.7%、22.2%、14.2%，全年社会消费品零售总额同比+3.5%。全年固定资产投资总额同比+3.2%，我国经济去年总体完成保5目标。

供需方面，现货TC加工费仍低于10美金/吨，主要矿山终端仍在持续，好在智利11月铜产量同比+11%，Codelco表示将在未来投资数十亿美元积极勘探和开发新矿区。精铜方面，1月精铜产量将小幅回落，从近期冶炼厂动态来看，金川和云铜冶炼厂顺利进入产能爬坡周期，西南铜业搬迁完毕进入扩产周期，以及山东恒邦陆续复产。从需求来看，电网投资工程建设接近尾声，铜缆线企业开工率显著回落，精铜杆企业开工率维持低负荷运营，铜板带企业开工率走弱主因基建端电力变压器和新能源汽车传感器需求下降，风光用铜进入淡季周期，光伏行业今年推动供给侧改革迫在眉睫，节前铜价反弹令下游整体补库意愿减弱，预计春节前初端加工企业将维持低负荷生产，国内累库偏慢主因近期进口船期有所延误导致非洲湿法铜到港量下降。

整体来看，美国通胀缓慢降温令年内降息预期重燃，特朗普上任后的新关税、移民和财政政策将为全球金融资产重新定价；中国四季度经济增速稳健，市场期待中国政府出台刺激措施应对关税风险，出口增速回升。基本面来看，矿端偏紧产量预期下降，淡季累库进程缓慢，预计铜价短期将维持强震荡。

三、行业要闻

1、智利国家铜业委员会 Cochilco 表示，世界第一大铜生产国智利将在 2034 年使铜产量提高到 554 万吨，同比 2023 年增长 5.6%。Cochilco 表示，2024 年智利的铜产量将占全球铜产量的 23.6%，预计到 2034 年，这一比例将提升至 27.3%，预计智利将在 2027 年达到产量峰值量的 607 万吨。而据智利国家铜业委员会数据，Codelco(智利国家铜业公司)11 月铜产量同比增长 16.9%至 13.36 万吨。

2、矿企季报显示，力拓 2024 年第四季度铜总产量达 20.2 万吨，同比+26%，环比+21%。旗下位于美国的 Kennecott 铜矿四季度产量同比-35%，由于坑壁地质技术不稳定性影响了采矿顺序，并增加了使用较低品位的库存矿石。公司修订了矿山计划，采用更小的台阶、更低的台阶堆叠高度和延伸，以及增加废石移动来卸载断层周围的区域。通过第三方精矿（第四季度为 5.7 千吨）补充冶炼厂，以保持生产量，2025 年和 2026 年的生产将受到 2024 年后三个季度年化矿山生产率的影响，预计 2026 年会有轻微改善。旗下位于智利的 Escondida 产量同比+46%，主因选矿厂提供了更高品位的矿石，这得益于进入了一个更高品位的矿区。精炼铜产量比去年同期降低了 5%，这是由于氧化物浸出量减少，在 2024 年期间堆积的矿石品位较低，并且整合了 FullSaL 项目。旗下位于蒙古的 OT(奥尤陶盖勒)项目四季度产量同比+63%，主因地下矿场的生产增加和品位提高，露天矿操作也因矿石品位的提高而受益，四季度处理了来自地下矿山的 210 万吨矿石，平均铜入料品位为 1.96%，该项目目标是到 2028 年产量达到 50 万吨/年。

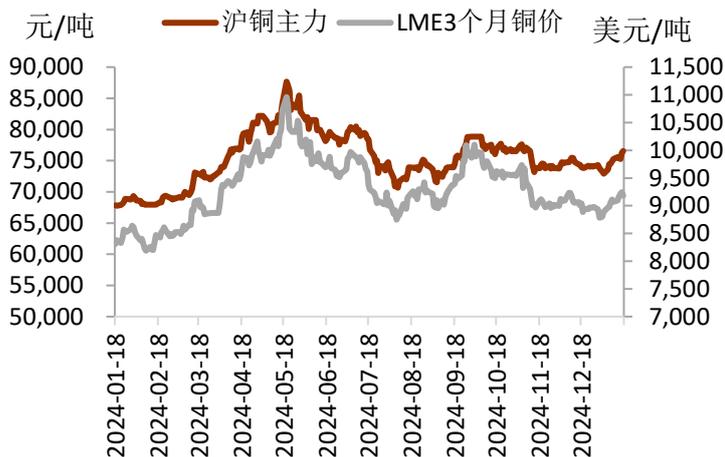
3、艾芬豪矿业公司宣布，旗下位于刚果的卡莫阿-卡库拉铜项目 2025 年的指导产量目标为 52-58 万吨。2024 年卡莫阿-卡库拉铜矿产量再创新高，全年精矿铜产量为 43.7 万吨，同比 2023 年增长 12%，仅第四季度产量就达到了 13.38 万吨，环比+15%，其中 12 月份单月产量已达 4.71 万吨。艾芬豪公司认为，年比增长主要是因为 2024 年下半年第三阶段选矿厂产量上升，第四季度创纪录是因为第一和第二阶段选矿厂产量强劲增长，得益于品位上升和回收率提高，以及第三阶段选矿厂达产早于预期。不过，最近的一次火灾造成备用电源部分损坏，可能使得冶炼厂调试最长推迟 3 个月，目前修复工作仍在进行中。

4、根据 Mysteel 调研数据显示，上周华东 8mm 的 T1 电缆线杆的加工费升至 400-580 元/吨，较上周下降 20-50 元/吨，年底铜缆线企业降负运行，电网投资项目建设接近尾声。分地区来看，华东市场精铜杆市场交易表现不佳；铜杆绝对价格上行，加之当前下游消费有限，多数交易围绕按需采购，补库活跃度较低，整体成交表现维持清淡；从具体日均成交量来看，大型铜杆企业订单在 300-600 吨，中小铜杆企业订单在 200-300 吨；华南地区，因年关将至叠加移仓换月不久，目前终端企业进行结尾、陆续进入停工放假状态，市场实际采购需求收缩。较多中小铜杆企业反馈每日仅有百余吨成交量，个别暂未录得成交。整体预计，1 月下

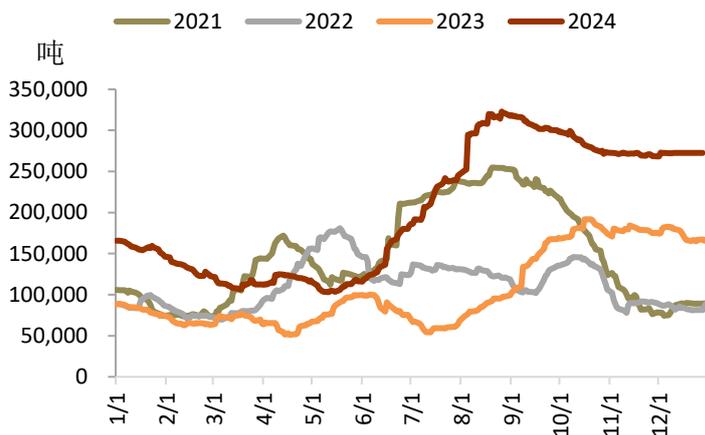
旬进入春节假期伊始，国内精铜杆企业开工率将显著回落等待来年订单有序复苏。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

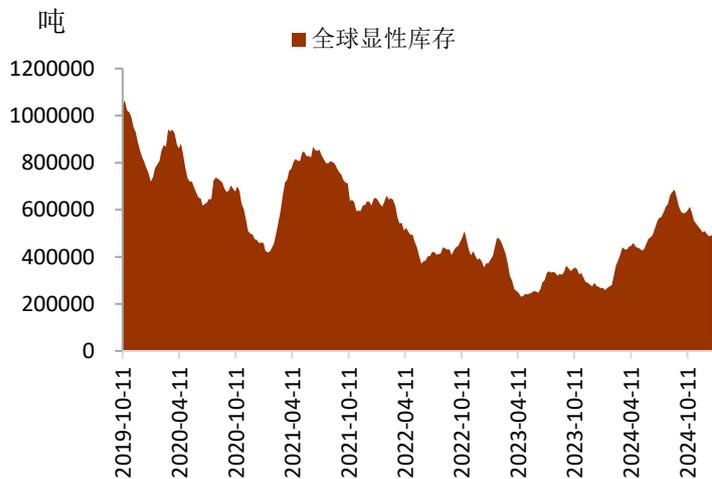


图表 2 LME 铜库存



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

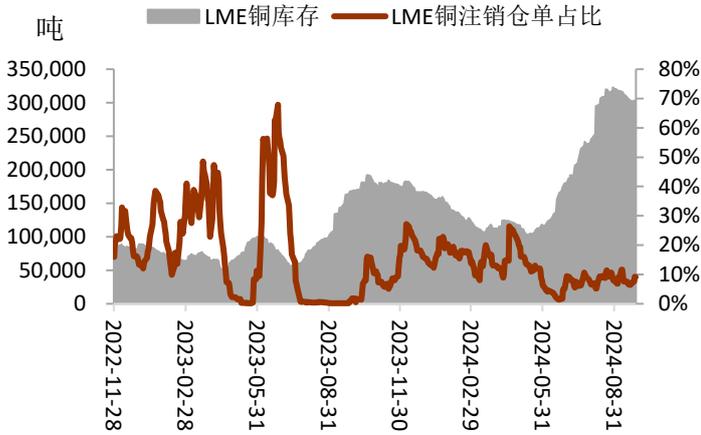


图表 4 上海交易所和保税区库存

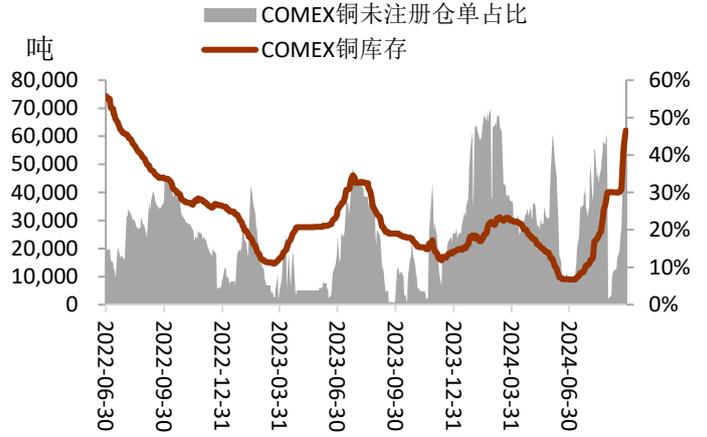


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

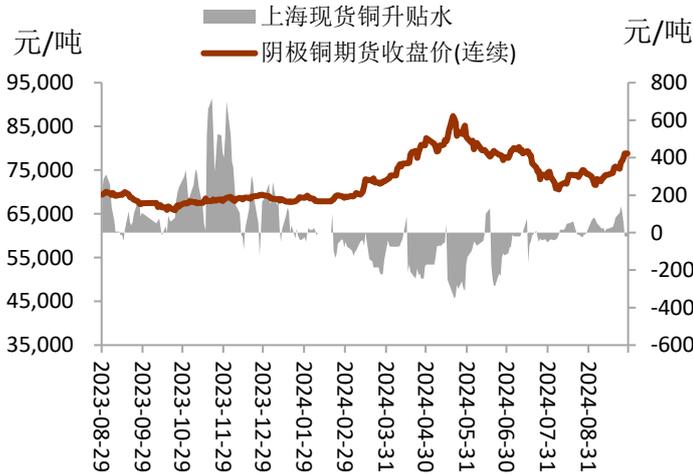


图表6 COMEX 库存和注销仓单

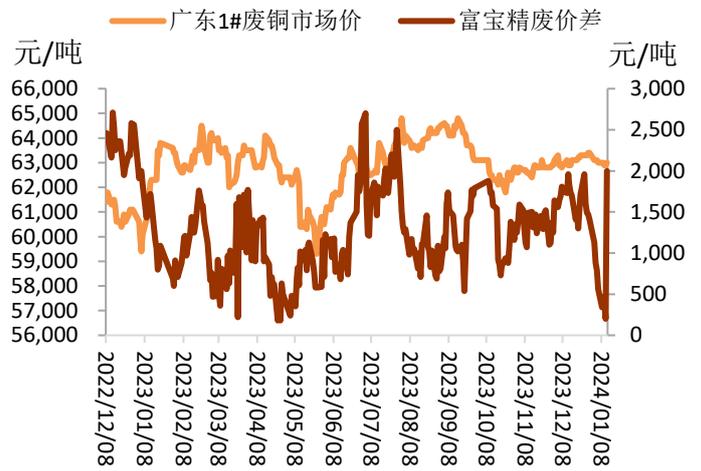


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

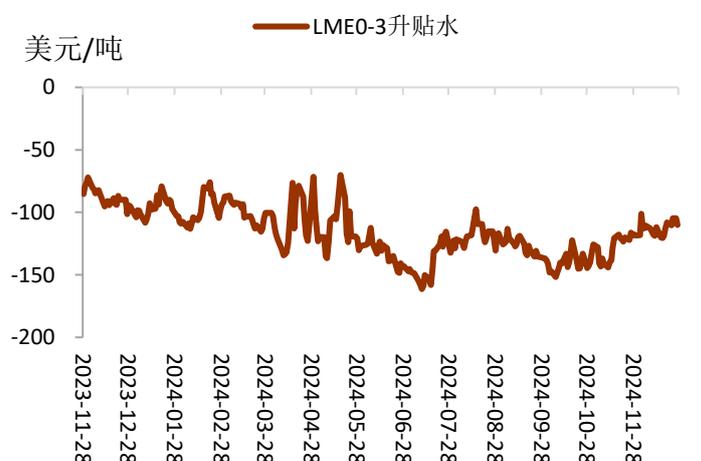


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势



图表10 LME 铜升贴水走势

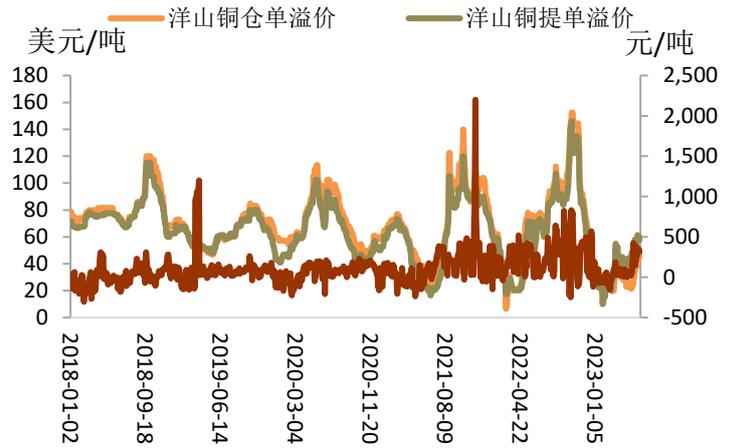


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

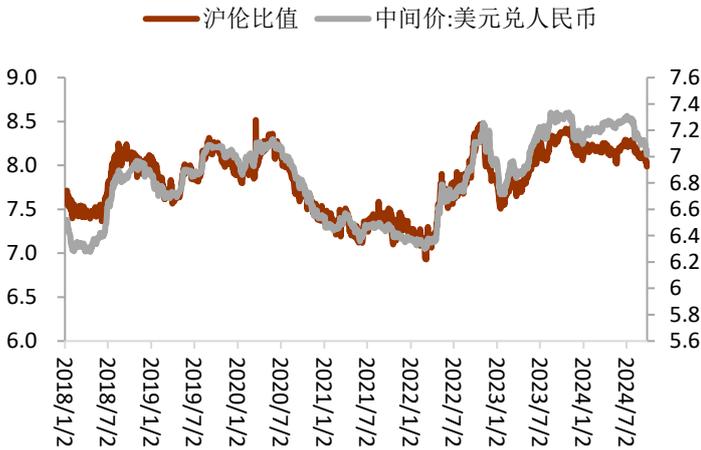


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

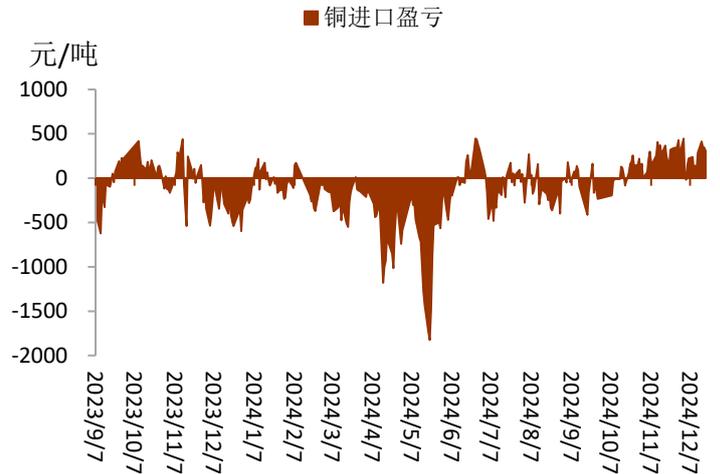


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

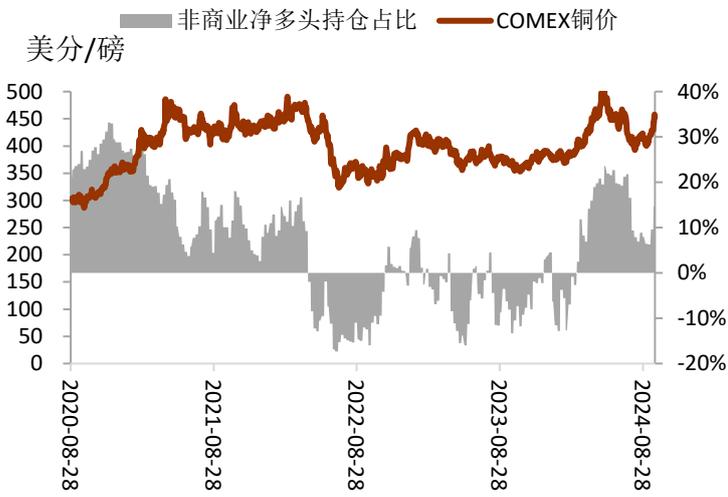


图表 16 铜精矿现货 TC

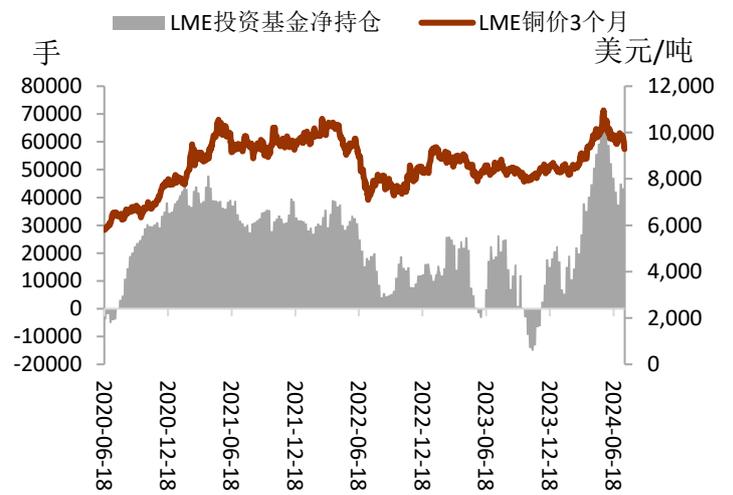


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 COMEX 铜非商业性净多头占比



图表 18 LME 铜投资基金净持仓变化



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。