



2024年1月27日

贸易氛围缓和，铜价缓慢上行

核心观点及策略

- 上周铜价震荡偏强，主因市场对全球贸易格局担忧有所缓和，特朗普上任并未宣布立即对其贸易伙伴征收关税；此外，特朗普要求美联储今年继续降息，以消除拜登政府期间限制性的高利率环境带来的赤字率飙升，美元高位回落提振金属市场。基本面来看，低价工费背景下国内冶炼厂有减产预期，节前累库进程偏慢。现货面来看，贴水重心下移，近月C结构小幅走扩。
- 供应方面，低加工费背景下1月国内炼厂有减产预期，供应端进入收缩态势。需求端，传统行业消费呈淡季特征，光伏和新能源汽车用铜将环比减速，终端消费趋弱背景下国内社库缓慢上行至12万吨。
- 整体来看，市场对全球贸易格局的担忧缓和令美元高位回落提振金属市场，特朗普支持美国继续降息以削减财政赤字率，资本市场风险偏好有所回升。基本面来看，国内冶炼厂1月有减产预期，节前累库速率偏慢，整体预计铜价短期将维持偏强震荡运行，以偏多的思路对待。
- 风险因素：美联储立场转鹰，美元指数延续上行趋势

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24日 | 1月17日 | 涨跌 | 涨跌幅 | 单位 |
|-----------|----------|----------|---------|--------|------|
| LME 铜 | 9269.00 | 9181.50 | 87.50 | 0.95% | 美元/吨 |
| COMEX 铜 | 431.1 | 435.1 | -4 | -0.92% | 美分/磅 |
| SHFE 铜 | 75870.00 | 76540.00 | -670.00 | -0.88% | 元/吨 |
| 国际铜 | 67420.00 | 68040.00 | -620.00 | -0.91% | 元/吨 |
| 沪伦比值 | 8.19 | 8.34 | -0.15 | | |
| LME 现货升贴水 | -119.75 | -108.11 | -11.64 | 10.77% | 美元/吨 |
| 上海现货升贴水 | -60 | 85 | -145 | | 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24日 | 1月17日 | 涨跌 | 涨跌幅 | 单位 |
|----------|--------|--------|-------|--------|----|
| LME 库存 | 257625 | 260075 | -2450 | -0.94% | 吨 |
| COMEX 库存 | 97591 | 96167 | 1424 | 1.48% | 短吨 |
| SHFE 库存 | 98031 | 88778 | 9253 | 10.42% | 吨 |
| 上海保税区库存 | 10300 | 10700 | -400 | -3.74% | 吨 |
| 总库存 | 463547 | 455720 | 7827 | 1.72% | 吨 |

二、市场分析及展望

上周铜价震荡偏强，主因市场对全球贸易格局担忧有所缓和，特朗普上任并未宣布立即对贸易伙伴征收关税；此外，特朗普要求美联储继续降息，以消除拜登政府期间限制性的高利率环境带来的赤字率飙升，美元高位回落提振金属市场。基本面来看，低价工费背景下国内冶炼厂减产，节前累库进程偏慢。现货面来看，贴水幅度扩大，近月 C 结构走扩。

库存方面：截至 1 月 24 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计持平 46.4 万吨，全球库存延续小幅反弹。其中 LME 铜库存小幅下降 0.24 万吨，LME0-3 升至 120 美金，注销仓单比例升至 10.3%；上期所库存增加 0.92 万吨，淡季国内回归累库；保税区库存基本持平，上周洋山铜仓单溢价维持 70 美元/吨附近高位震荡，沪伦比值降至 8.19，COMEX 库存升至 9.7 万吨主因部分金属外商关税来临提前囤积美铜库存，全球库存继续缓慢回升。

宏观方面：特朗普在达沃斯经济论坛表示，他讲要求沙特等 OPEC 国家降低石油成本，并强调美联储应当继续降息，其将在合适的时间与鲍威尔展开谈话，拜登政府期间的限制性

高利率导致了美国赤字率的飙升；此外，特朗普表示对不在美国本土生产的产品将面临不同程度的巨额关税风险，其承诺要将美国生产型企业的企业税降至 15%。特朗普上周上任后称美国的黄金时代已经开启，将改革贸易体系，立即停止外国非法入境行为，增加石油和天然气勘探迅速降低成本遏制通胀，并将极力推动美国能源出口，建立外部税收服务征收税费，但市场预期特朗普政府并不会一上台就对美国贸易伙伴征收激进关税，而是会先评估美国的贸易政策并循序渐进的提高关税税率。欧央行行长拉加德表示，欧洲必须为美国政府极有可能到来的加征关税做好准备，但欧元区一直避免陷入贸易战，美国是欧盟最大的贸易伙伴，如果特朗普威胁对全球普遍征收 20% 的关税，将对本已羸弱的欧元区经济环境雪上加霜。欧央行管委霍尔兹曼表示，欧央行在近期降息前应选择耐心等待，避免出现货币政策短期再度转向紧缩的风险。中国外交部愿积极与美国保持沟通扩大互利合作，妥善处理分歧。国内方面，中国 1 月 LPR 利率保持不变，1 年期维持 3.1%，5 年期维持 3.6%，连续三个月维持不变，去年年底以来，央行多次提及适度宽松的货币政策基调将择机适时进行降准降息，我们认为择机和实施将会在未来某一时点政策落地，但考虑到宏观一揽子政策调控的政策效果仍在持续兑现，财政政策正在各个方面有效托底经济基本盘，且去年以来政策利率的下调幅度已创历史最大值，因此我们认为今年降准降息或将来的相对稍晚一些。

供需方面，现货 TC 周度指数下探至 3 美金/吨，虽然智利去年四季度铜产量反弹但主要矿山生产中断仍营造紧缺氛围。精铜方面，节前冶炼厂在低价工费背景下选择主动降低产量，预计 1 月精铜产量将回落至 100 万吨。从需求来看，电网投资工程基本收官，铜缆线企业产能利用率下降，精铜杆企业补库基本结束放假停产，风光用铜渐入淡季，新能源汽车因高基数和内需走弱影响环比回落，光伏行业供给侧改革背景下迎来减速压力，节前铜价反弹令下游整体补库意愿减弱，节前初端加工和终端消费都将降至低负荷运行，近期国内累库偏慢主因进口量下滑、国内炼厂的减产预期以及部分货源直接发往下游。

整体来看，市场对全球贸易格局的担忧缓和令美元高位回落提振金属市场，特朗普支持美国继续降息以削减财政赤字率，资本市场风险偏好有所回升。基本面来看，国内冶炼厂 1 月有减产预期，节前累库速率偏慢，预计铜价短期将维持偏强震荡运行。

三、行业要闻

1、根据智利铜委员会数据，11月智利铜总产量为48.6万吨，同比+9.8%。Codelco(智利国家铜业)11月铜产量为13.36万吨，同比+16.9%，其中必和必拓旗下的Escondida铜矿11月铜产量达10.8万吨，而嘉能可和英美资源共同控股的Collahuasi铜矿11月产量降至3.67万吨，同比-23.5%。

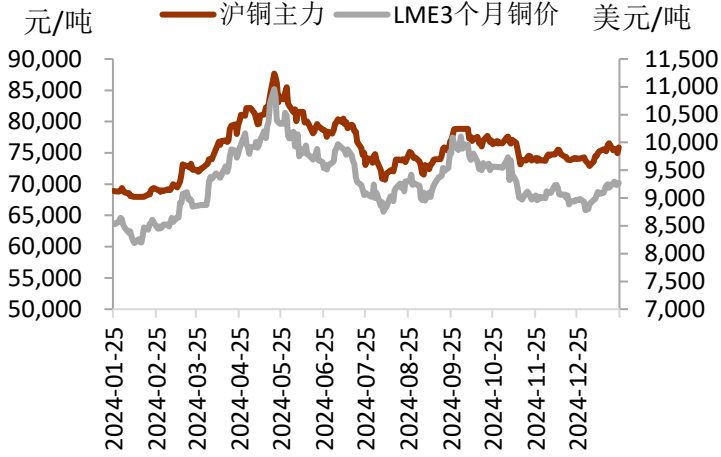
2、矿企季报显示，BHP(必和必拓)2024年四季度铜产量为51.07万吨，同比+17%，环比+7%，得益于旗下位于智利的Escondida铜矿开采品位和生产效率的提升。其中Escondida四季度产量反弹至33.98万吨，同比+33%，环比+12%，录得近10年以来的单季产量最高记录，2025财年Escondida保持118-130万吨指导产量不变，预计选矿厂的矿石品位在0.9%附近。旗下位于智利的PampaNorte铜矿四季度产量为6.62万吨，同比+11%，环比+10%，目前CerroColorado仍在检修之中，而Spence的矿石品位还在增加。旗下位于秘鲁的安塔米纳铜矿去年四季度产量为3.05万吨，同比-22%；旗下南澳三矿的四季度铜总产量为7.12万吨，同比-13%，二季度电力体系设施遭到极端天气破坏后基本修复完毕，12月铜产量单月回升至3万吨，2025财年南澳三矿指导产量由31-34万吨小幅下调至30-32.5万吨，总体BHP维持2025财年184.5-204.5万吨不变。

3、季报显示，力拓2024年四季度铜产量为20.2万吨，同比+26%，环比+21%。旗下位于美国的Kennecott铜矿去年四季度产量同比-35%，主因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。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。旗下位于蒙古的OT(奥尤陶盖勒)铜矿去年四季度产量同比+46%，得益于是向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。然而，由于堆放矿石品位较高，第四季度的生产量比上一季度高出了13%。FullSaL项目正在持续进展，本季度实现了首次盐矿化，并预计在2025年逐步增产。2024年力拓集团铜总产量达69.7万吨。

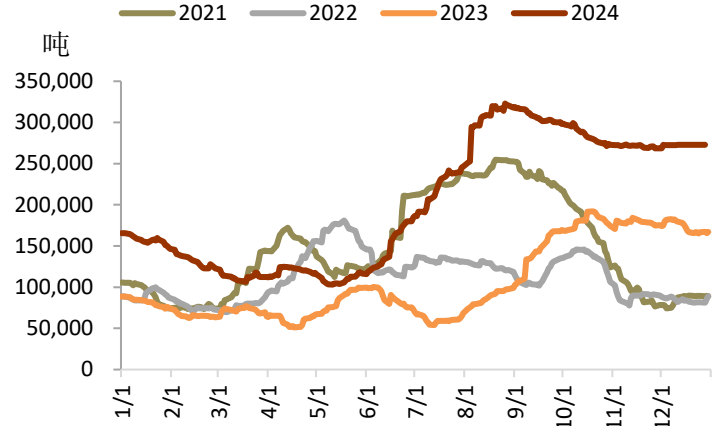
4、根据Mysteel调研数据显示，上周华东地区8mm的T1电缆线杆的加工费升至350-450元/吨，较上周下降100-150元/吨，年底铜缆线订单需求乏力，精铜制杆企业停产放假居多。分地区来看，华东市场精铜杆市场交易表现冷清；多数铜杆厂家已停产或即将停产，市场报价逐步减少，加之下游亦陆续进入假期，整体实际成交并不多，多集中在部分长单及少量按需采购订单；从日均具体成交来看，大型铜杆企业订单在100-500吨，中小铜杆企业订单在100吨左右。华南市场，随着区域铜杆与下游企业陆续进入放假模式，市场交易基本陷入停滞，长单提货减少，零单基本以年后提货订单为主，日均成交量不足百吨。整体预计，春节期间我国精铜杆企业产销规模将大幅回落，整体开工率将维持在40-50%。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

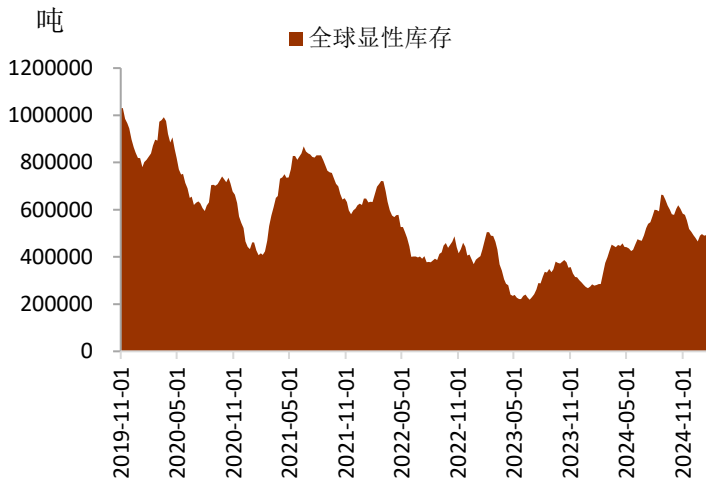


图表 2 LME 铜库存



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

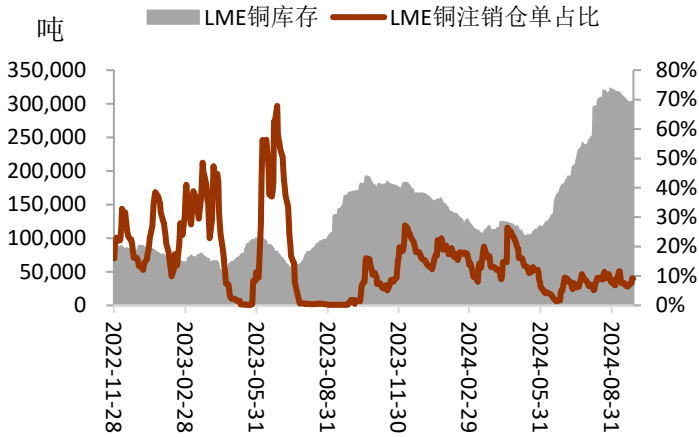


图表 4 上海交易所和保税区库存

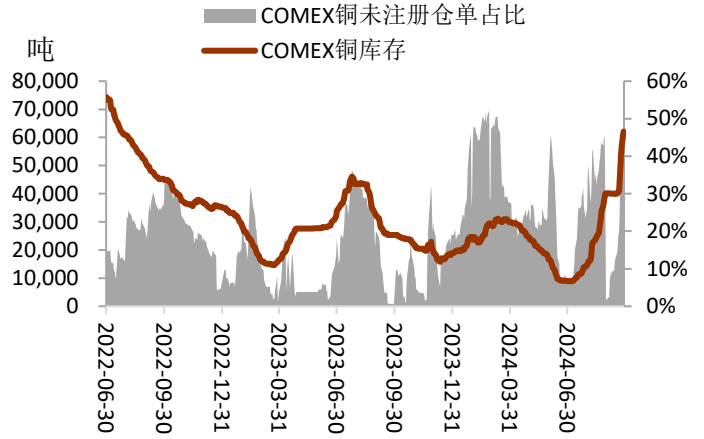


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

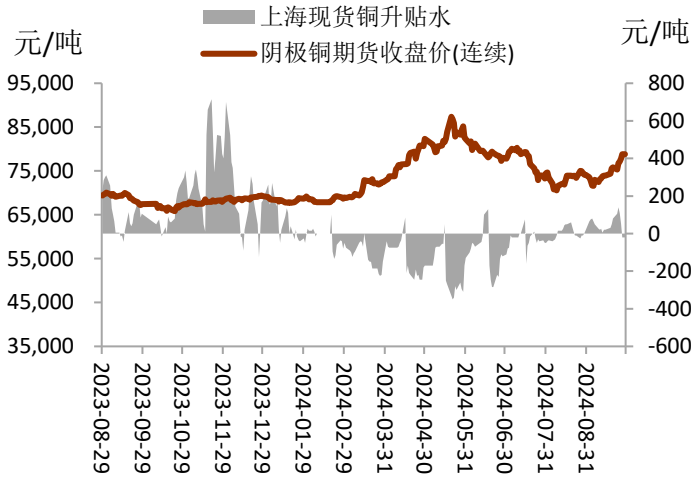


图表6 COMEX 库存和注销仓单

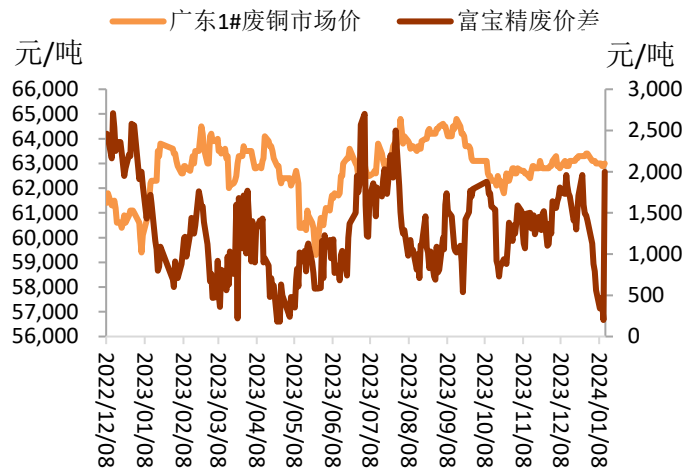


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势

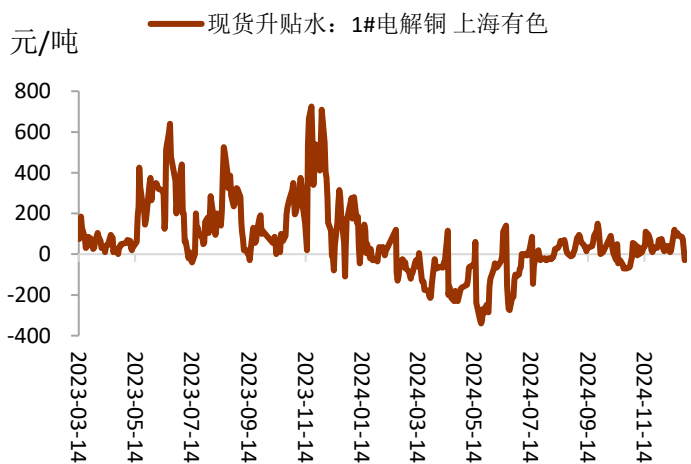


图表8 精废铜价差走势

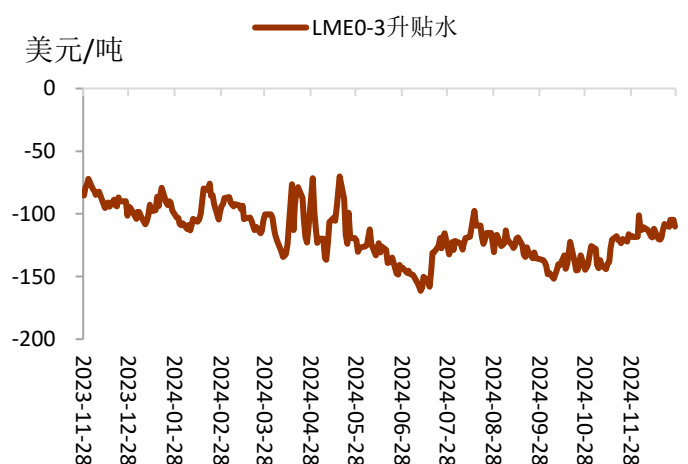


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

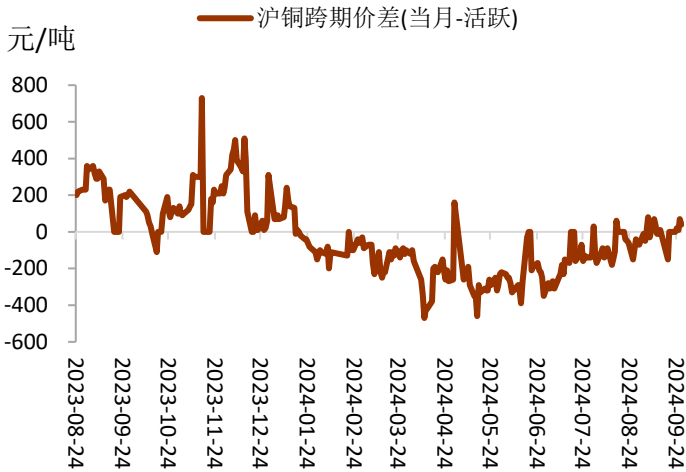


图表10 LME 铜升贴水走势

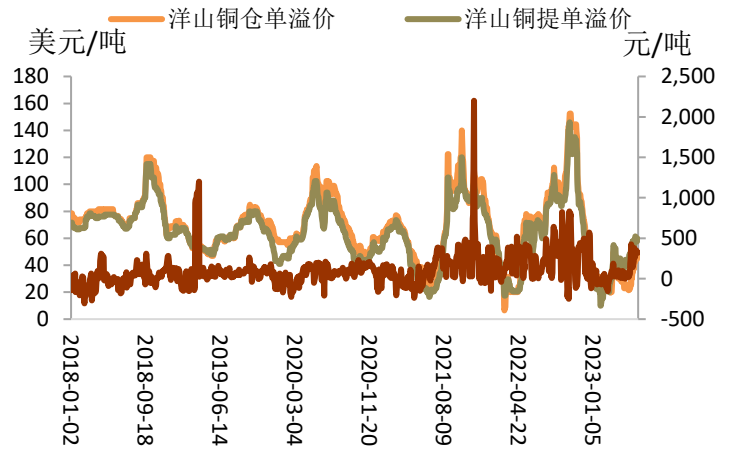


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

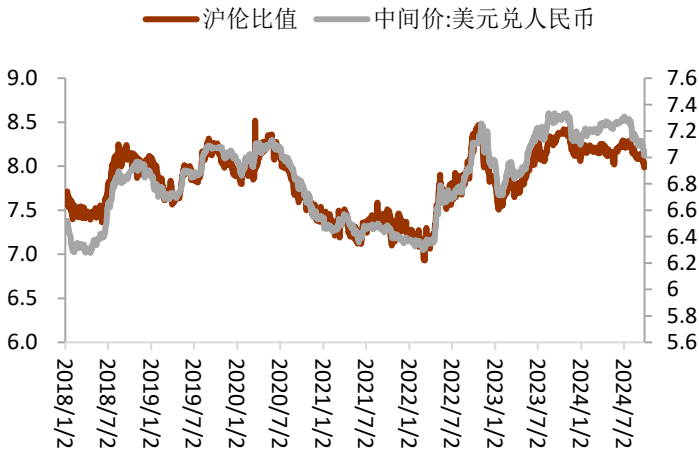


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

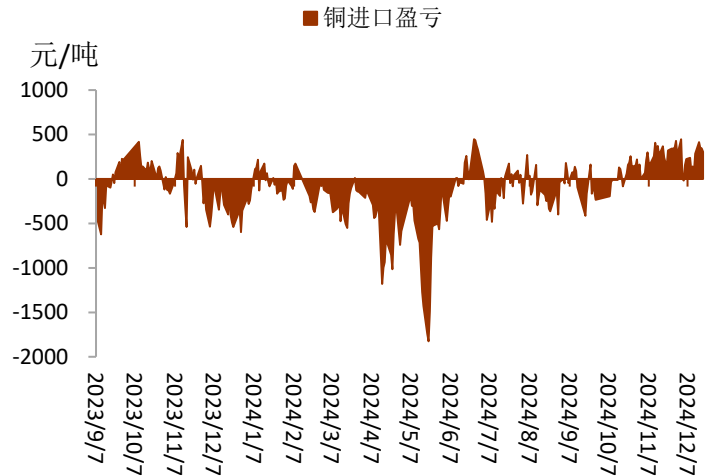


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

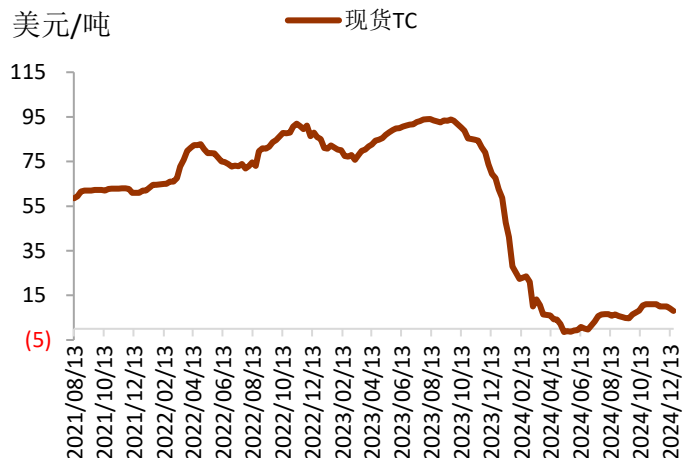


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

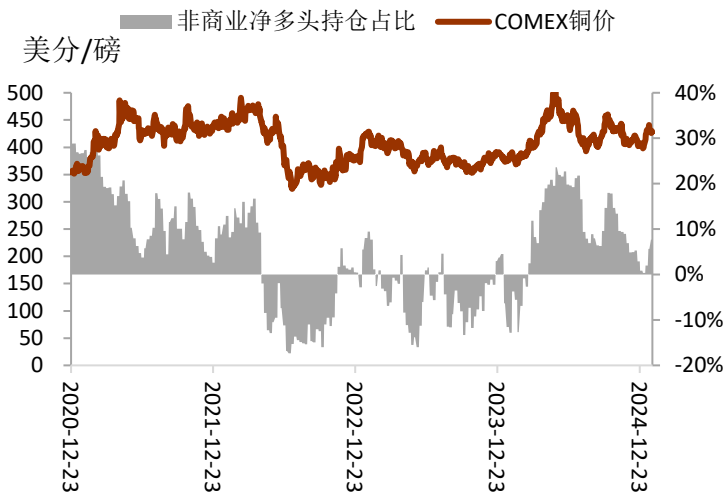


图表 16 铜精矿现货 TC

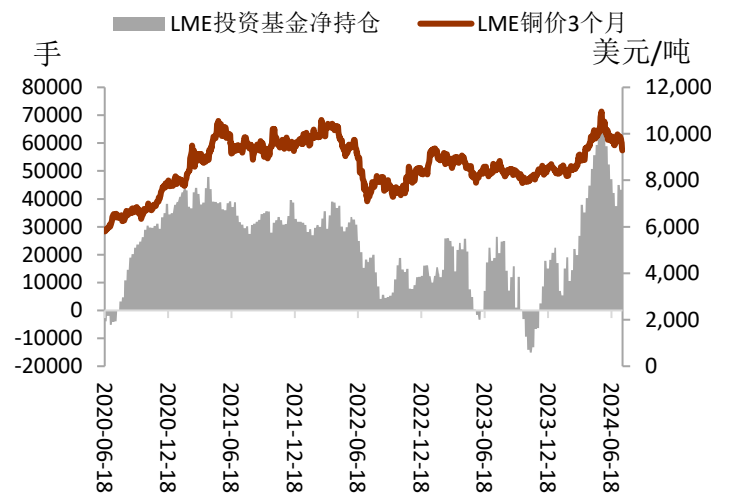


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。