



2024年3月3日

智利恢复供电，铜价偏弱震荡

核心观点及策略

- 上周铜价偏弱震荡，主因特朗普宣布对加墨的关税征收将如期进行，并称将对欧盟部分商品征收25%关税，强硬的姿态令非美货币和风险资产承压，另一方面美国去年四季度核心PCE终值上修，1月PCE下行放缓，美国经济存在的滞涨风险令美联储被迫维持谨慎宽松立场；国内方面，央行继续缩量续作MLF，年内仍有“双降”预期，AI基建概念火爆，关注下月两会政策定调。基本面来看，智利北部矿区逐渐恢复供电，国内累库放缓，现货贴水扩大，近月盘面C结构缩小。
- 供应方面，矿端干扰持续，智利恢复供电，国内2月精铜产量升至105万吨，洋山铜提单价格高企。需求端，电缆企业有序复工复产，AI基建带动数据中心提供需求增量，新能源汽车产销增速稳健，全球库存高企。
- 整体来看，美国关税政策持续推进令非美货币和风险资产承压，美国经济存在滞涨风险令美联储被迫维持谨慎宽松立场，国内方面，关注下月两会的政策定调和央行的“双降”预期兑现。基本面来看，智利北部矿区逐渐恢复供电，国内累库放缓，成本端仍对中期铜价构成支撑，预计铜价短期将维持偏弱震荡但调整幅度有限。
- 风险因素：美联储立场转鸽，贸易战局势缓和

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	2 月 28 日	2 月 21 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	9361.00	9494.00	-133.00	-1.40%	美元/吨
COMEX 铜	456.35	453.6	2.75	0.61%	美分/磅
SHFE 铜	76840.00	77020.00	-180.00	-0.23%	元/吨
国际铜	68410.00	68520.00	-110.00	-0.16%	元/吨
沪伦比值	8.21	8.11	0.10		
LME 现货升贴水	-19.94	-40.16	20.22	-50.35%	美元/吨
上海现货升贴水	-100	-110	10		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	2 月 28 日	2 月 21 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	262075	267750	-5675	-2.12%	吨
COMEX 库存	93481	96941	-3460	-3.57%	短吨
SHFE 库存	268319	260073	8246	3.17%	吨
上海保税区库存	43500	39000	4500	11.54%	吨
总库存	667375	663764	3611	0.54%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价偏弱震荡，主因特朗普宣布对加墨的关税征收将如期进行，并称将对欧盟部分商品征收 25%关税，强硬的姿态令非美货币和风险资产承压，另一方面美国去年四季度核心 PCE 终值上修，1 月核心 PCE 同比再超预期，美国经济存在的滞涨风险令美联储被迫维持谨慎宽松立场；国内方面，央行继续缩量续作 MLF，年内仍有“双降”预期，AI 基建概念火爆，关注下月两会政策定调。基本面来看，智利北部矿区逐渐恢复供电，国内累库放缓，现货贴水幅度较大，近月盘面 C 结构缩小。

库存方面：截至 2 月 28 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计持平 66.7 万吨，全球库存小幅增加。其中 LME 铜库存减少 0.56 万吨，LME0-3 的 C 结构收敛至平水，注销仓单比例大幅升至 38.9%；上期所库存继续增加 0.82 万吨，累库速度持续放缓；保税区库存增加 0.45 万吨，上周洋山铜提单溢价升至 55 美金上方，仓单价格维持 35 美金，沪伦比值回升至 8.21，COMEX 显性库存高位回落，全球库存维持高位运行。

宏观方面：美国四季度 GDP 年化季环比终值增长 2.3%符合预期，虽然经济增速相对稳健但四季度核心 PCE 指数上修至 2.7%高于初值的 2.5%，美国 1 月核心 PCE 同比+2.6%，显示美国通胀预期自去年年底以来就已有抬头迹象，美国 2 月消费者信心指数环比大降 7%至 98.3，消费者对美国经济前景逐渐转向悲观，对未来收入预期逐渐下滑，十年期美债收益率跌至 4.3%创年内新低，美银经济学家表示由于特朗普政策对经济的负面影响要比预期实施得更早，财政扩张政策不断延期，市场开始担忧美国经济出现滞胀的风险不断加剧，美联储近期或被迫保持谨慎宽松的立场应对宏观政策的不确定性。特朗普表示对加墨 25%关税的征收将如期进行不再延期，其中对加拿大能源产品的加税幅度为 10%，略显强硬的姿态令非美货币和风险资产集体承压，与此同时特朗普称很快将对汽车在内的欧元区商品同样征收 25%的关税，其同时考虑对铜征收进口关税旨在恢复美国本土铜产量，法国财长表示若美国坚持关税政策，欧盟或将立即采取反制措施，七国集团外交官警告称关税将显著推高欧元区通胀，拖累经济增长。美联储官员博斯蒂克表示，预计今年会有两次左右降息，在政策普遍存在不确定的条件下降息可能变得谨慎，关税引发的通胀不会突然爆发，总体通胀进程仍将按照美联储预设的路径缓慢下行，美国劳动力市场保持强劲，当前适度的限制性政策是必要的。国内方面，央行 2 月缩量平价续作 MLF3000 亿元，净回笼资金 2000 亿元，春节假期后资金面的紧张状态仍在持续发酵，7 天逆回购利率维持 2.4%以上的高位，央行有意采取措施平息资金异动或有意限制高杠杆资金对长期国债的大量配置，避免发生类似硅谷银行的事件。此外，阿里巴巴高层表示，未来三年将投入超过 3800 亿元用于 AI 和云计算基础设施建设，规模超过过去十年总和，这一战略布局标志着阿里巴巴正加速向 AI 驱动型科技企业转型。

供需方面，现货 TC 周度指数扩大至 -10 美金以下，智利突发大规模停电导致北部矿区铜精矿开采中断，部门设施启动备用电源但产量受损严重，此外，巴拿马铜矿复产前景不明朗，全球主流矿企中包括必和必拓、第一量子、英美资源和自由港等巨头均小幅下调 2025 年指引产量区间，矿端扰动频发对铜价中期形成成本支撑。精铜方面，国内精铜产量预计维持高位，大中型冶炼厂并未出现主动减产主因长单升贴水的补贴以及目前金银硫酸仍能提供稳定副产品利润保证。从需求来看，今年我国电网投资总额有望超 8000 亿，线缆企业交付年前未执行订单，2 月精铜制杆开工率快速回升至 70%以上，光伏供给侧改革背景下一季度装机量恐有所减速，而新能源汽车产销平稳增速较去年小幅回落，AI 基建带来的数据中心用铜将成为需求新增长点，我们预计今年全球数据中心耗电量将达 715 亿千瓦时，对应的用铜增量将达 81 万吨。国内节后累库速率逐步放缓，上周 SMM 统计社会库存缓慢升至 37 万吨，近月盘面 C 结构逐步收窄。

整体来看，美国关税政策持续推进令非美货币和风险资产承压，美国经济存在滞胀风险令美联储被迫维持谨慎宽松立场，国内方面，关注下月两会的政策定调和央行的“双降”预期兑现。基本面来看，智利北部矿区逐渐恢复供电，国内累库放缓，成本端仍对中期铜价构成支撑，预计铜价短期将维持偏弱震荡但调整幅度有限。

三、行业要闻

1、智利上周二突发大面积停电，首都圣地亚哥地铁系统瘫痪，智利北部铜矿企业项目包括 Codelco、英美资源及安托法加斯塔旗下项目多数受到严重影响，目前部分矿区已启动备用电源，此前预计若项目停产 5 天，将导致全球铜精矿供应增量下降 5-6 万吨，上周三智利国家电力公司正试图恢复电力系统，此次停电是由该国北部的输电线路故障引起。英美资源公司表示，旗下位于智利中部的 Los Bronces 和 EI Soldado 矿山正于周三上午恢复运营，而 Chagres 冶炼厂仍然停电，但正在使用发电机保持关键流程的运行。周四全国绝大部分地区已恢复供电，只剩部分地区还有 22 万用户处于停电状态。因此，全国灾难紧急状态即刻解除。根据智利国家电力协调局通报，26 日上午已有 94% 以上的受灾地区通电。首都圣地亚哥公共设施及民众出行已全部恢复正常。

2、季报显示，第一量子公司 2024 年四季度铜产量为 11.2 万吨，同比-30%，环比+5.8%。旗下位于巴拿马的 Cobre Panama 项目维持生产中断，矿区周围的非法封锁问题仍无法解决。第一量子正积极寻求与新任政府重启项目谈判机会，项目重启听证会已从去年 9 月延期至今年一季度但仍未具体实施。目前第一量子公司对该项目的裁员数量已达数千人，若今年仍无乐观的复产前景，巴拿马经济增速将受到一定拖累或引发信用评级再度被下调，最终导致国债等主权资产被抛售，而最新民调显示约有 96% 的受访者倾向于项目进入重启谈判阶段并在政府有效监管的环境下逐渐重启，比去年四季度民调普遍支持永久关停的看法有所好转。旗下位于赞比亚的 Kansanshi 铜矿四季度铜产量为 3.2 万吨，环比增长了 3.2%，但同比下降了 2.4%。增长的主要原因是供电等级提升，改善了冶炼厂的运行效率。

3、Ivanhoe 公司在一份勘探更新报告中表示，其 Makoko 铜矿的走向长度已超过 13 公里，并在 Kitoko 发现了新鲜的高品位铜。报告称，Kitoko 的矿化情况与该公司 10 公里外的 Kakula 综合体相似，并增加了 336 平方公里的新许可，使其整体项目面积增加了 20%。Makoko 矿床位于卡莫阿-卡库拉与紫金矿业合资的卡库拉矿体西缘约 10 公里处。该合资公司是非洲大陆最大的铜生产商，预计今年的铜产量将在 52 万至 58 万吨之间。Ivanhoe 正押注西部前陆的勘探，以延伸横跨赞比亚北部和刚果民主共和国的中非铜矿带。

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 300-400 元/吨，较上周下调 50-80 元/吨，节后铜缆线企业多交付年前未完工订单，今年电网投资招标仍未全面启动，精铜杆企业开工快速恢复至 7 成以上，汽车线和 AI 基建铜杆线订单开始增多。分地区来看，华东精铜杆市场成交表现环比差异不大，多数企业基本维持昨日的成交水平，少个别企业出现一定的订单下降，主要是前两日订单补充过后的适度调整。从日均具体成交上来看，大型企业订单在 1500 吨以上，个别企业超过 2000 吨，中小企业订单量普遍在 500-800 吨的水平。不过目前市场精铜杆企业库存普遍偏高，若提货没有加快的表现，生产将有所调整。华南地区，铜价呈现高位阴跌的趋势，下游多认为铜价有进一步下

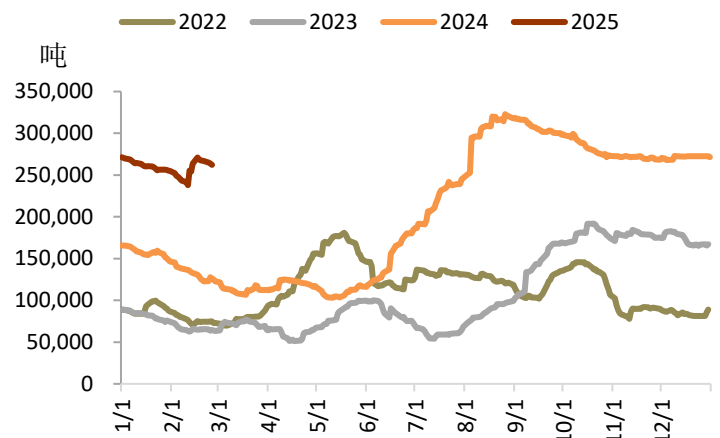
行的空间，故多以长单提货为主，同时点价热情减弱，此外，据多数铜杆企业及贸易商表示，零单成交较上周略显逊色，日均成交量多在 100-200 吨左右，虽有个别铜杆企业由于老客户采购，成交量在 500 吨左右，但依旧未能改善整体市场表现偏差的局面。整体预计，3 月上旬随着电网和大基建项目陆续招标上线，在铜价进入平稳回落的条件下，我国精铜杆企业开工率将继续回升。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

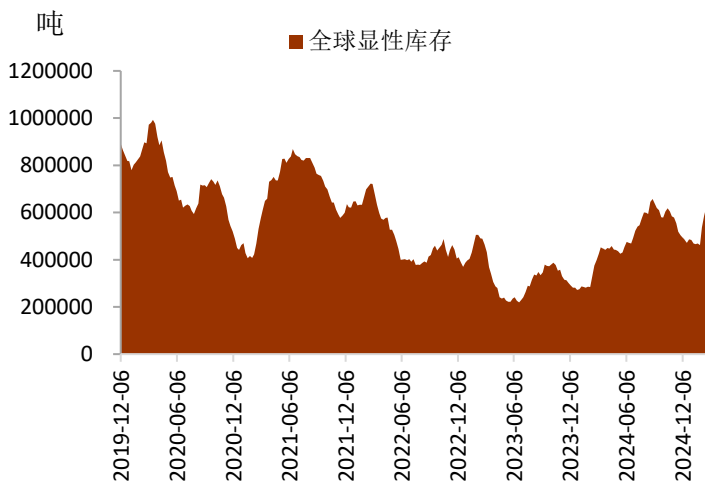


图表 2 LME 铜库存

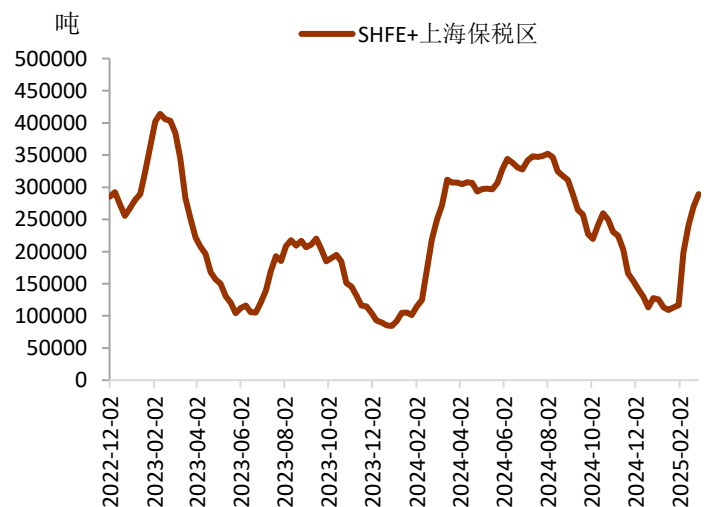


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

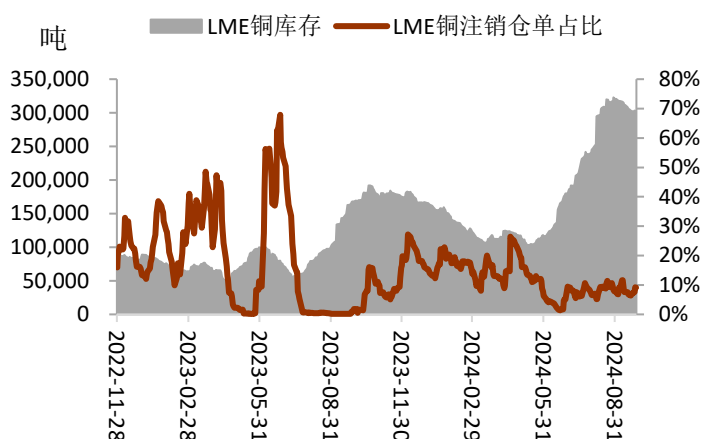


图表 4 上海交易所和保税区库存

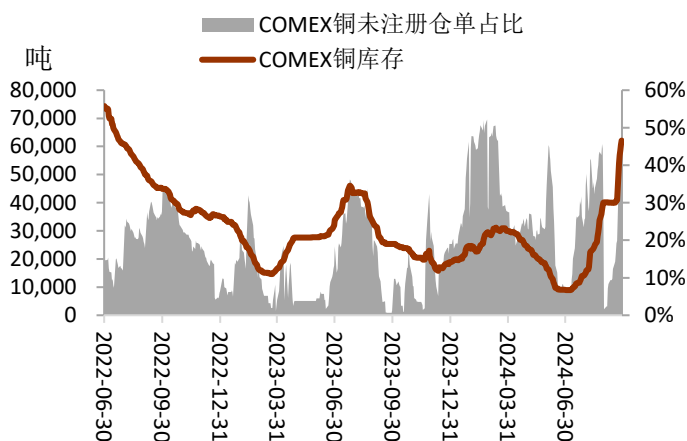


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

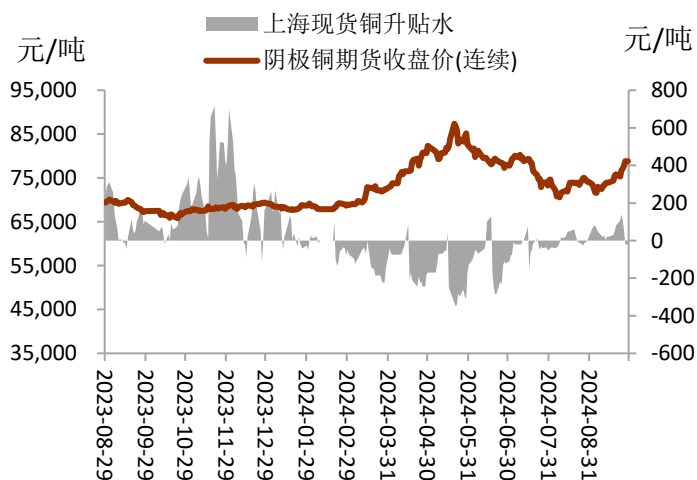


图表6 COMEX 库存和注销仓单

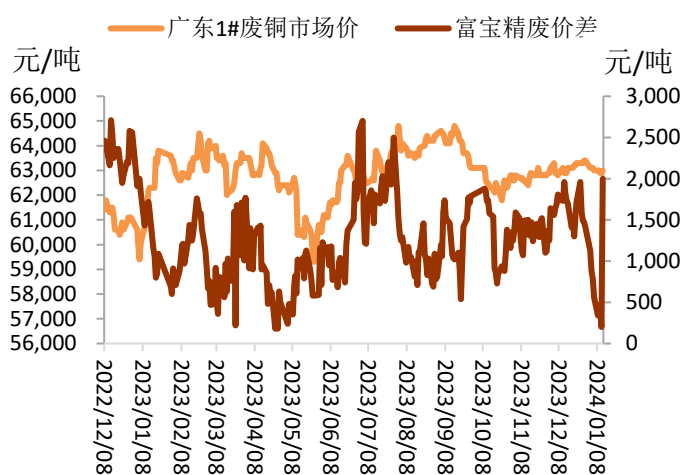


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势

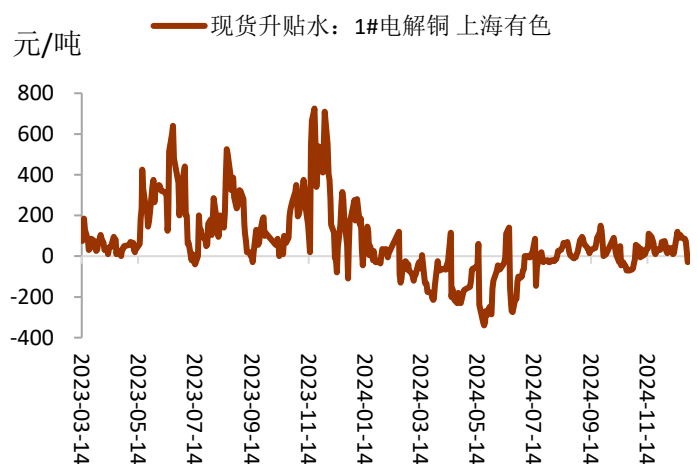


图表8 精废铜价差走势

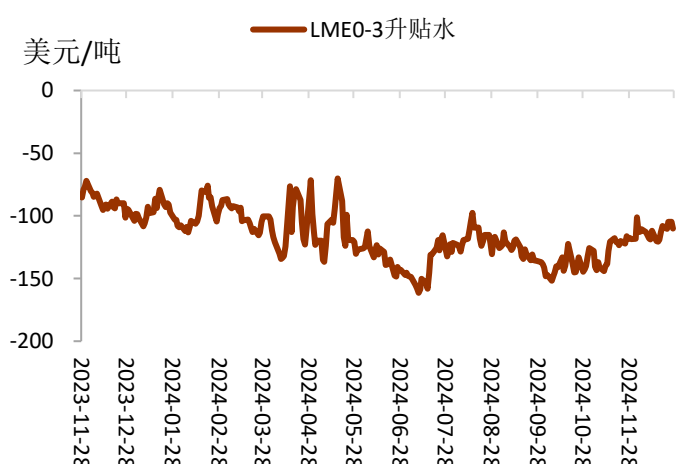


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

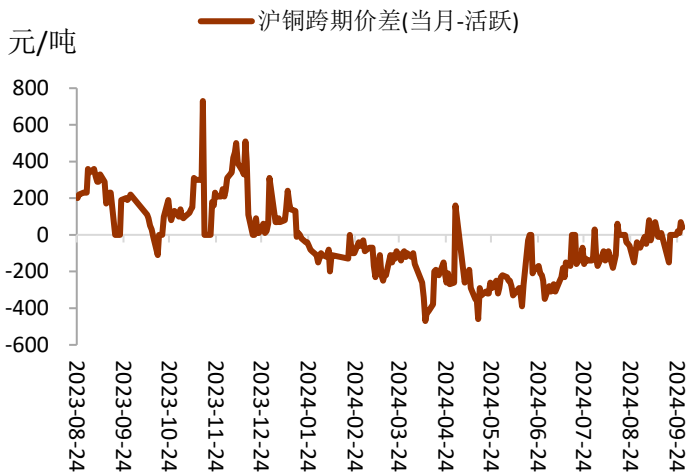


图表10 LME 铜升贴水走势

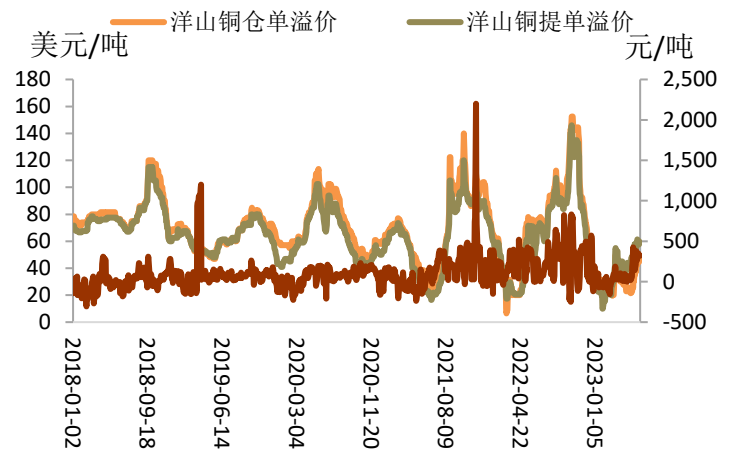


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

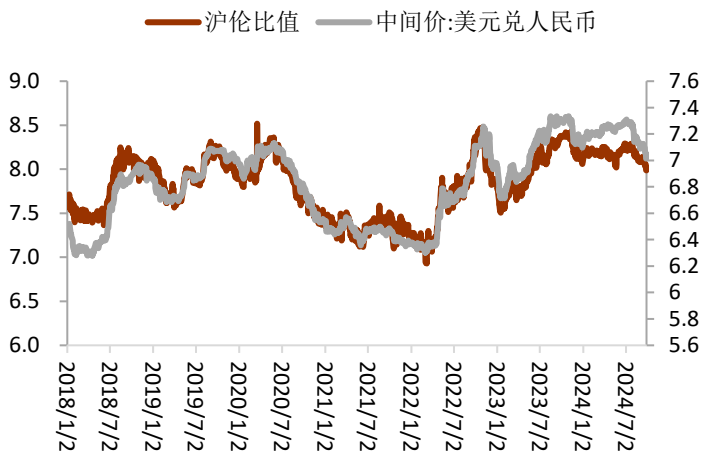


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

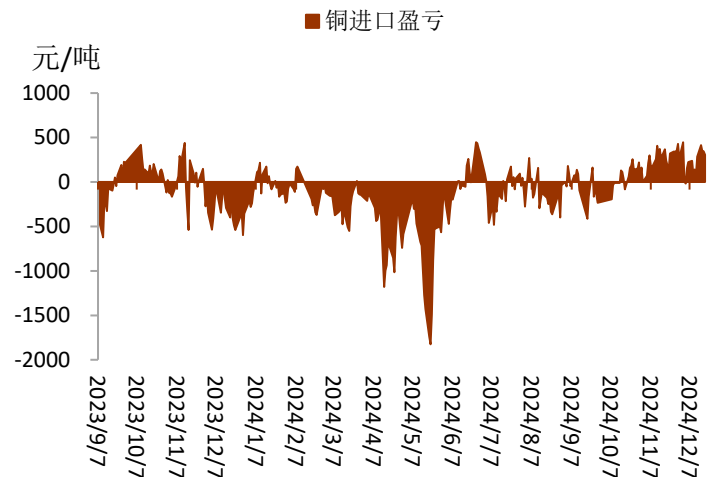


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

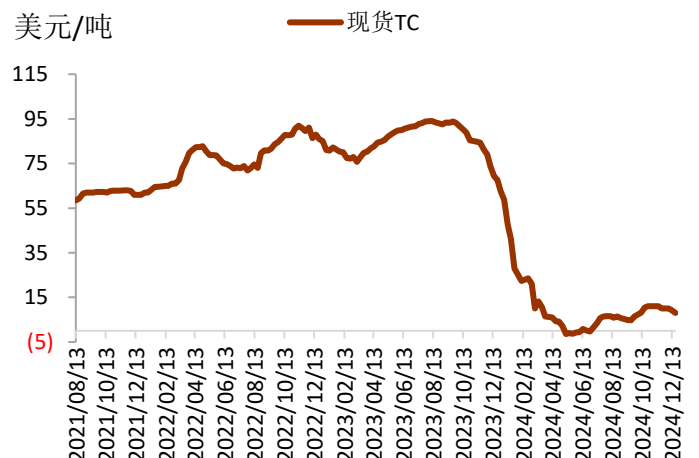


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

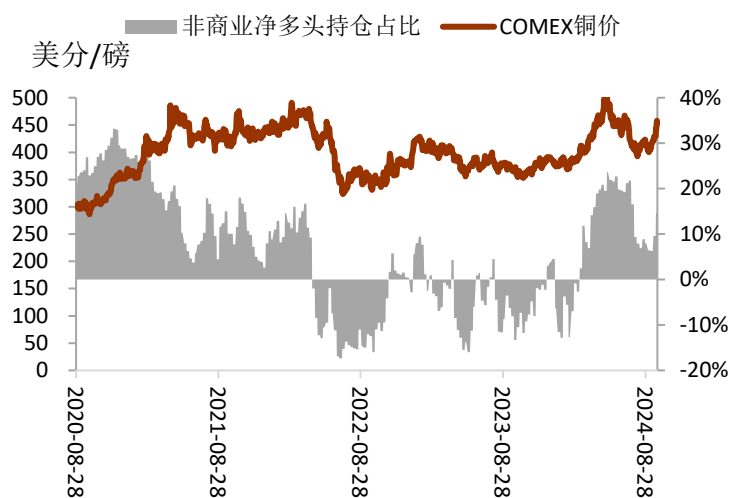


图表 16 铜精矿现货 TC

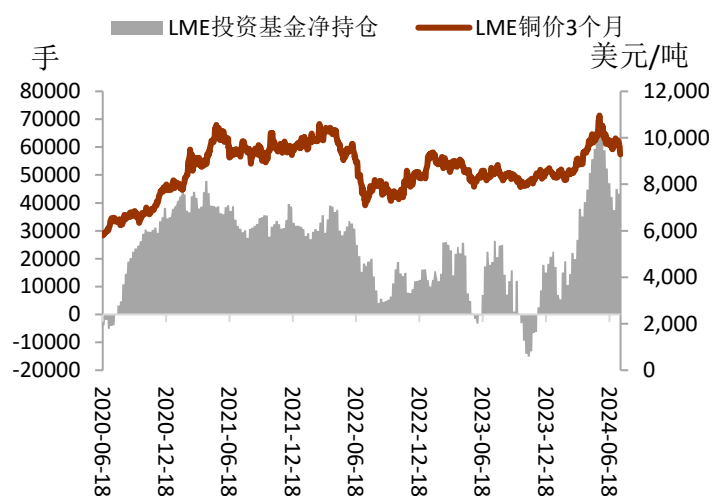


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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 306 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。