



2024年3月24日

美元反弹，铜价高位回调

核心观点及策略

- 上周铜价偏强运行，主因美铜关税溢价预期情绪高涨，LME注销仓单总量上升全球库存持续流向北美，中国部分冶炼厂兑现小幅减产计划，彭博消息中国将收储铜钴等金属以充实国家战略储备，多重因素驱动铜价上行，而后美联储政策声明和部分票委表示美国就业和通胀依然存在风险，降息前景充满不确定性，美元指数反弹铜价回落；国内方面，我国1-2月经济运行总体平稳，工业生产增长较快，高技术制造业快速发展，以旧换新商品销售势头强劲，CPI降负同比扩大，PPI降幅收窄。基本面来看，现货TC负值扩大，国内库存高位回落（保税区除外），现货升水收敛至平水，盘面4-5月差收窄，远月B结构转向平缓。
- 整体来看，美铜隐含关税溢价的定价中枢已升至12%，全球库存持续向北美地区转移，造成LME库存持续下滑，美联储3月如期暂停降息，叠加特朗普敦促美联储继续降息，多头资金情绪高涨。基本面来看，精矿供应趋紧格局难以逆转，TC负值走扩，国内精铜减产预期兑现，社库高位回落，供应端持续提供成本支撑，但美联储官员仍警惕关税政策引发的滞胀风险，年内降息前景不明，短期谨防铜价高位回落风险，关注全球贸易局势和美国浅衰退预期。
- 风险因素：美联储立场转鹰，全球贸易局势恶化

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	3 月 21 日	3 月 14 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	9852.00	9793.00	59.00	0.60%	美元/吨
COMEX 铜	510.35	488.2	22.15	4.54%	美分/磅
SHFE 铜	80610.00	80500.00	110.00	0.14%	元/吨
国际铜	71900.00	71730.00	170.00	0.24%	元/吨
沪伦比值	8.18	8.22	-0.04		
LME 现货升贴水	-42.02	-48.64	6.62	-13.61%	美元/吨
上海现货升贴水	-15	20	-35		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	3 月 21 日	3 月 14 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	224600	233750	-9150	-3.91%	吨
COMEX 库存	93410	93439	-29	-0.03%	短吨
SHFE 库存	256310	255454	856	0.34%	吨
上海保税区库存	99800	95000	4800	5.05%	吨
总库存	674120	677643	-3523	-0.52%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价偏强运行，主因美铜关税溢价预期情绪高涨，LME 注销仓单总量上升全球库存持续流向北美，中国部分冶炼厂兑现小幅减产计划，彭博消息中国将收储铜钴等金属以充实国家战略储备，多重因素驱动铜价上行，而后美联储威廉姆斯表示美国就业和通胀依然存在风险，降息前景充满不确定性，美元指数反弹铜价回落；国内方面，我国 1-2 月经济运行总体平稳，工业生产增长较快，高技术制造业快速发展，以旧换新商品销售势头强劲，CPI 降负同比扩大，PPI 同比降幅收窄。基本面来看，现货 TC 负值扩大，国内库存高位回落（保税区除外），现货升水收敛至平水，盘面 4-5 月差收窄，远月 B 结构转向平缓。

库存方面：截至 3 月 21 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计降至 67.4 万吨，全球库存小幅增加。其中 LME 铜库存减少 0.91 万吨，LME0-3 的 C 结构小幅走扩，注销仓单比例继续升至 47.6%；上期所库存基本持平，国内转向小幅去库；保税区库存增加 0.48 万吨，上周洋山铜提单溢价升至 90 美金上方，主因全球库存流向北美导致海外非美库存持续下行，

沪伦比值将至 8.18，COMEX 显性库存维持高位，全球库存高位小幅回落。

宏观方面：美联储 3 月议息会议维持利率区间 4.25%-4.5% 不变，鲍威尔称美国经济依然保持强劲，但经济的不确定性增加，劳动力市场状况稳固，失业率处于窄幅区间，通胀持续取得进展但仍高于目标，确定关税对通胀预期的影响程度是困难的，美联储短期无需急于调整政策立场，若就业市场意外疲软，可以在必要时放松政策，最新点阵图显示美联储年内约有两次降息，鲍威尔总体表态偏鸽，对市场风险偏好有所提振。美国 2 月零售销售环比 +0.2%，低于预期的 0.6%，前值由 -0.9% 下修至 -1.2%，其中汽车销售分项拖累较大，整体显示美国消费者支出意愿下降，呼应此前纽约联储公布的消费者信心指出大幅走弱。OECD（世界经合组织）下调了 2025 年全球经济增长由 3.3% 至 3.1%，称特朗普发动的贸易战将显著拖累美加墨三国的经济增长，更广泛的关税措施将进一步削弱全球经济前景。欧盟计划在 2025 年第三季度提出对欧洲废钢和金属的出口关税，全球贸易局势持续升级，密切关注特朗普是否将于 4 月 2 日如期实施美国对等关税措施。此后特朗普发文称，美联储应当继续降息，因为美国关税影响将逐渐渗透入经济环境中，降息可视为对冲经济下行风险避免浅衰退的有效手段。欧盟贸易委员会官员表示将推迟对美国实施报复性关税的期限，为欧盟和美国谈判争取更多时间，若没有达成协议欧盟同时考对美国将于 4 月 2 日实施对等关税的应对措施。国内方面，国新办介绍今年 1-2 月我国经济总体运行情况，1-2 月我国工业增加值同比增长 5.9%，其中新能源汽车、3D 打印设备、工业机器人产品产量同比分别增长 47.7%、30.2% 和 27.0%。1-2 月我国社零总额同比增长 4%，固定资产投资同比增长 4.1%，全国城镇失业率均值为 5.3%，CPI 消费者价格指数同比 -0.1%，PPI 生产者价格指数同比 -2.2%，总起来看，我国国民经济仍然延续持续向好的势头，发展质量稳步提高。但也要看到，外部环境更趋复杂严峻，国内有效需求不足，部分企业生产经营困难，经济持续回升向好基础还不稳固，中央将坚持稳中求进，加快构建新发展格局，实施更加积极的宏观政策，全方位扩大国内需求，激发市场活力，推动经济持续向上发展。

供需方面，现货周度 TC 一度走扩至 -17 美金，全球精矿供应趋紧格局难以逆转，主要矿山供应中断持续，成本端支撑依然明显。精铜方面，2 月精铜产量回升至 105 万吨，国内部分冶炼厂兑现小幅减产计划，预计 3 月产量将环比小幅下滑，此外彭博社消息中国政府将收储铜钴等金属以充实国家战略储备。从需求来看，电网投资工程项目集采陆续展开，线缆企业下游订单逐渐饱满，预计 3 月精铜制杆开工率回升至 70% 上方，光伏供给侧改革背景下今年装机量有所减速，而新能源汽车产销增速稳健，两会计划新能源汽车产量将突破 1300 万辆，今年全球数据中心用铜增量有望超过 80 万吨，新兴产业仍然提供广阔的需求前景。国内社库高位回落至 34.5 万吨，推动盘面 4-5 合约 C 结构收窄。

整体来看，美铜隐含关税溢价的定价中枢已升至 12%，全球库存持续向北美地区转移，造成 LME 库存持续下滑，美联储 3 月如期暂停降息，叠加特朗普敦促美联储继续降息，多头资金情绪高涨。基本面来看，精矿供应趋紧格局难以逆转，TC 负值走扩，国内精铜减产预期兑现，社库高位回落，供应端持续提供成本支撑，但美联储官员仍警惕关税政策引发的滞胀

风险，年内降息前景不明，短期谨防铜价高位回落风险，关注全球贸易局势和美国浅衰退预期。

三、行业要闻

1、海关数据显示，今年 1-2 月我国进口铜矿砂及精矿 471.4 万吨，同比+1.3%，1-2 月进口精炼铜总量为 53.4 万吨，同比-12.7%，其中 2 月进口量为 26.8 万吨，同比+6.2%，出口精炼铜 4.94 万吨，同比+119.4%。

2、外媒消息，上周印尼政府已向自由港公司颁发了延长 6 个月铜精矿的出口许可证，自由港印尼公司表示已从印尼贸易部获得 127 万吨的出口许可权限，意味着自由港铜精矿从 Papua 装港的船只允许启动发运。同时，巴拿马总统于 3 月 13 日表示已批准出口 12 万实物吨 Cobre Panama 矿场的铜精矿滞留库存。

3、彭博社消息，未来几周预计将有 10 万-15 万吨精炼铜的运抵美国。而如果它们都在同月抵达，有望超过 2022 年 1 月创下的 136951 吨的美国历史最高单月进口纪录。包括托克、嘉能可集团以及贡渥集团在内的大宗商品贸易商，都正在将大量原定发往亚洲的铜改道发往美国。其中一些知情人士表示，由于数量巨大，贸易商正在新奥尔良和巴尔的摩预订额外的仓储空间，以容纳这些货物。高盛集团和花旗集团目前预计，美国将在年底前对铜征收 25% 的进口关税。而由于铜是难以取代的刚需，即使实施关税，美国铜买家仍不得不继续采购进口金属，而目前美国国内的精铜消费量是其本国产量的两倍，随着特朗普上台后美国振兴制造业复苏计划逐步推进，对精铜的需求量预计将逐年递增。

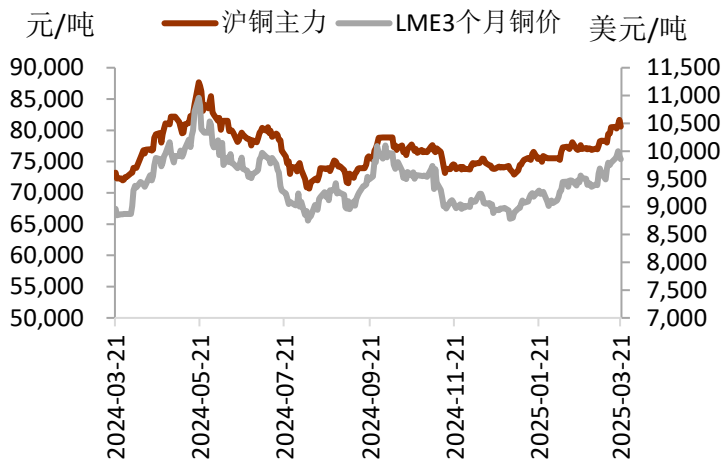
4、南方铜业 3 月 17 日声明称，一群非正式矿工袭击了秘鲁南部一个勘探项目的设施，造成 20 名工人和保安受伤。社交媒体上流传的图片显示，Los Chancas 采矿营地陷入火海。秘鲁是黄金和铜的主要供应国，吸引了更多的非正规经营者。一些手工活动正在侵占大型矿业公司的土地。尽管如此，鉴于非正式采矿为秘鲁贫困地区提供了大量就业机会，它在秘鲁仍获得了相当大的政治支持。

5、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 350-530 元/吨，较上周基本持平，3 月以来铜缆线企业订单有序复苏，电网投资省市级项目招标陆续启动，精铜杆企业开工率稳步上行，但由于铜价短期涨幅较快部分抑制加工企业旺季补库力度。分地区来看，华东市场上周成交表现平稳，主因铜价继续上行，对市场消费抑制作用较为明显，下游中小线缆企业采购意愿普遍降低，整体成交表现较差，仅有部分按需采购订单；从具体成交情况来看，大型企业订单在 500-1200 吨，中小型企业订单在 200-500 吨。华南地区，铜价依旧走高，下游提货进度进一步受到阻碍，据多数铜杆企业表示，今日不仅零单成交寥寥可数，同时长单的提货量也有所减少，高铜价对消费的抑制影响仍在继续。西南地区，铜价继续走高，成交难以达成，区域内铜厂基本以长单出货为主，即使是个别低价零单货源同样没能成交，长单提货进度也不太理想，下游移仓的意愿在增加。预计 3 月下旬

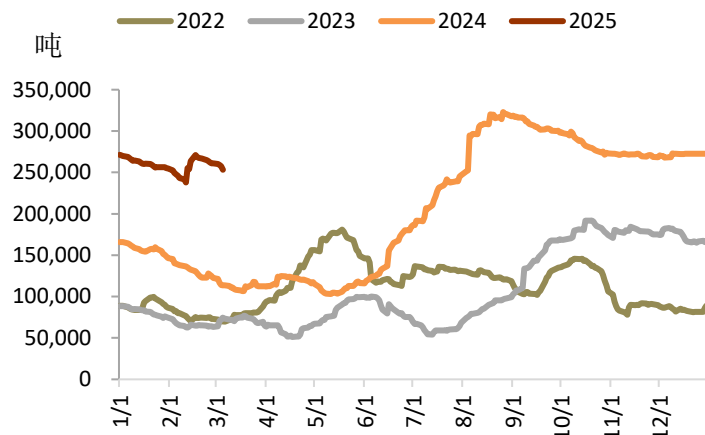
我国精铜制杆企业开工将维持慢复苏节奏，直至铜价出现调整刺激下游补库需求。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

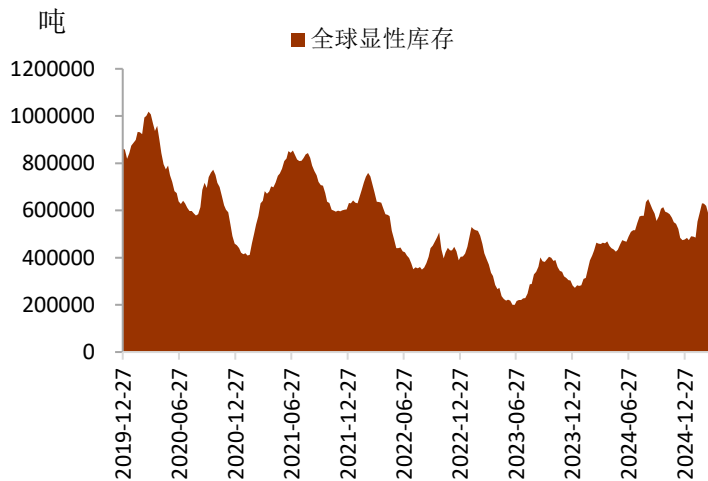


图表 2 LME 铜库存

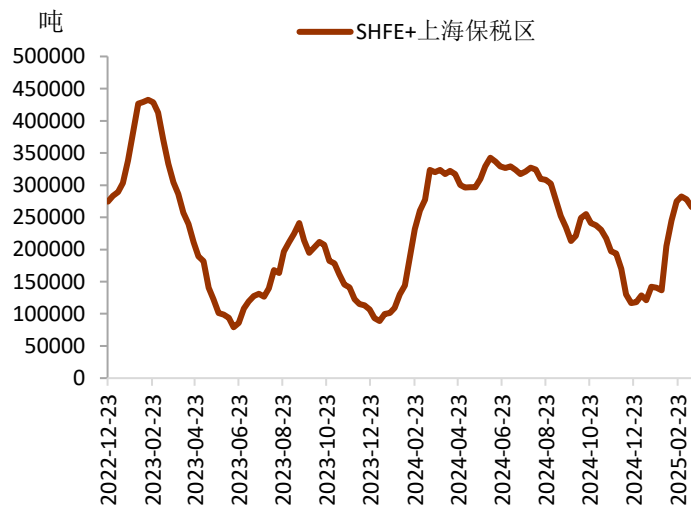


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

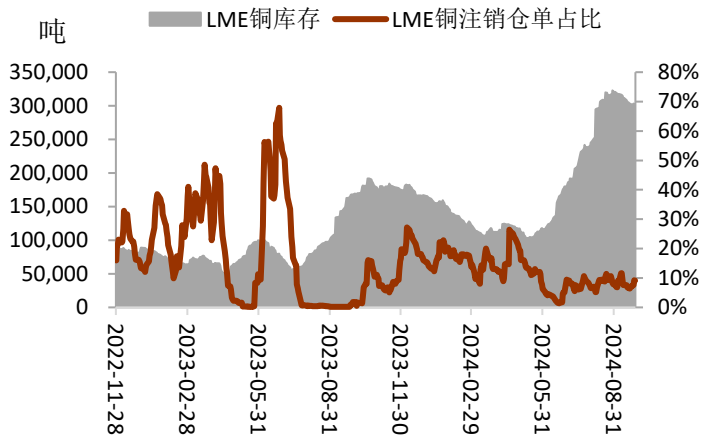


图表 4 上海交易所和保税区库存

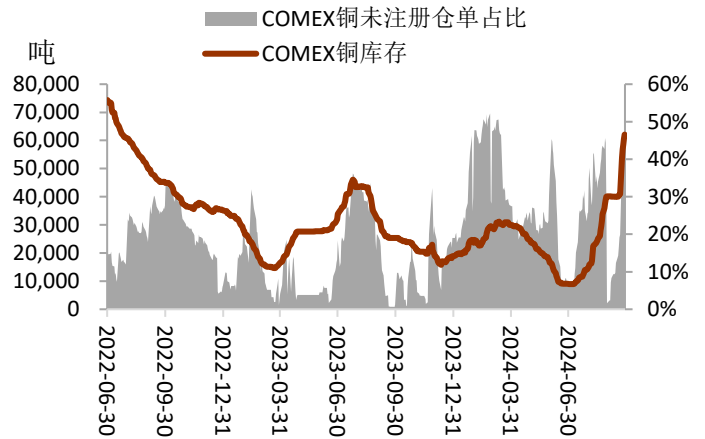


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

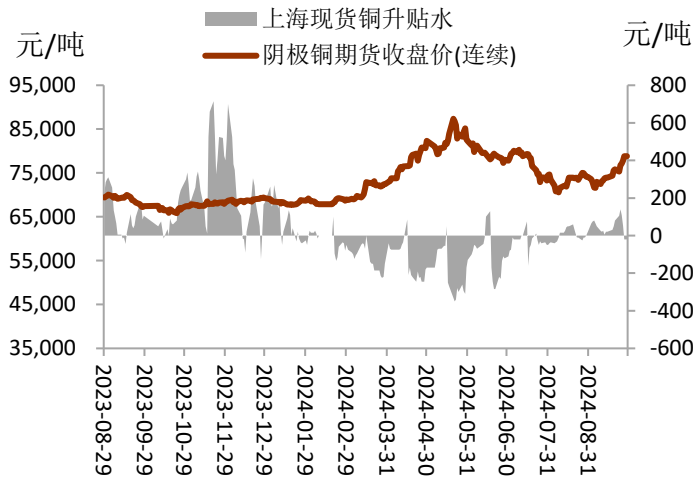


图表6 COMEX 库存和注销仓单

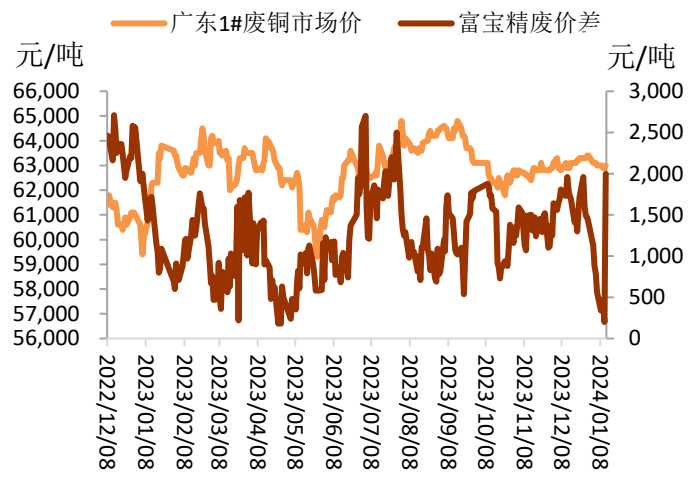


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势

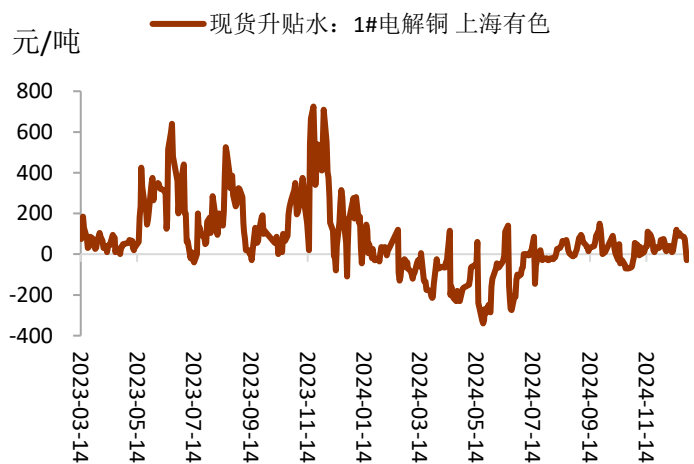


图表8 精废铜价差走势

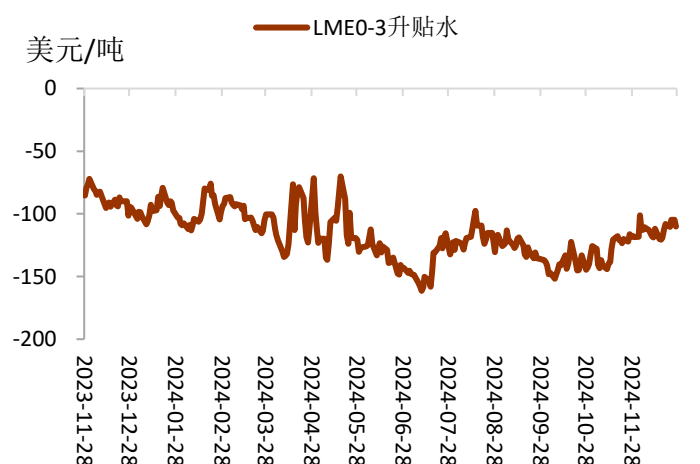


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

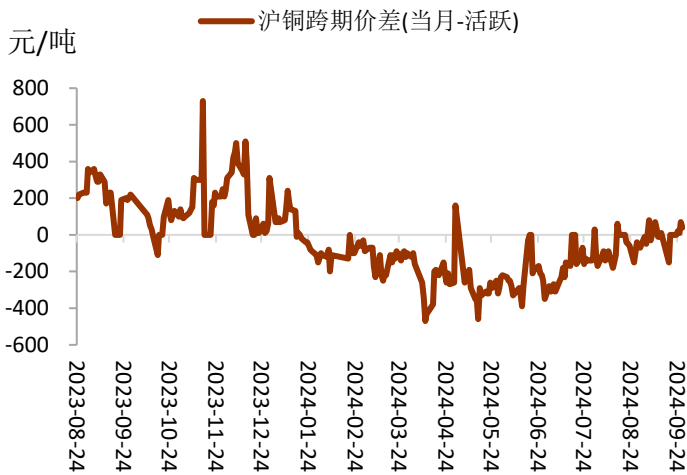


图表10 LME 铜升贴水走势

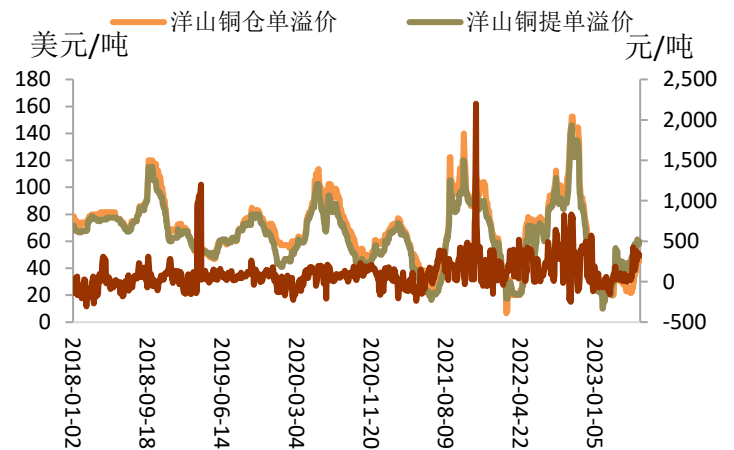


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

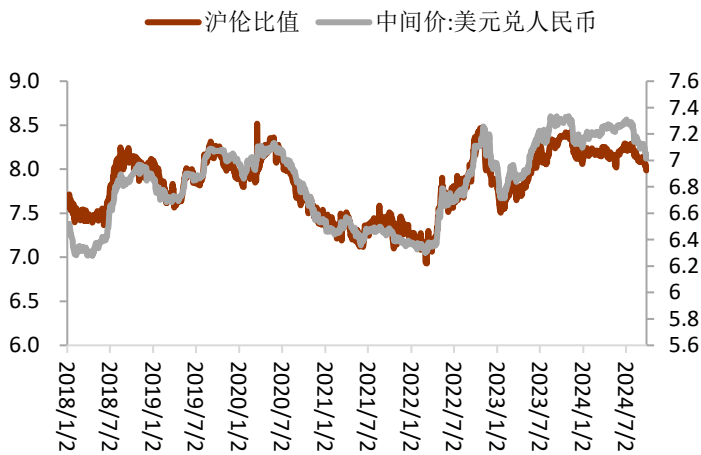


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

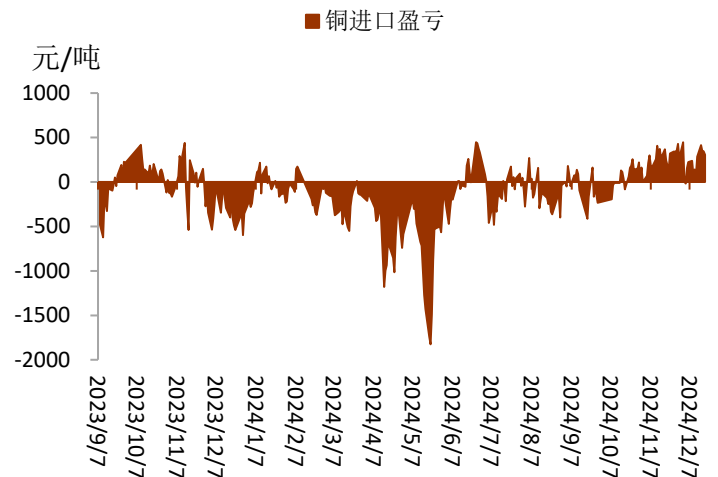


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

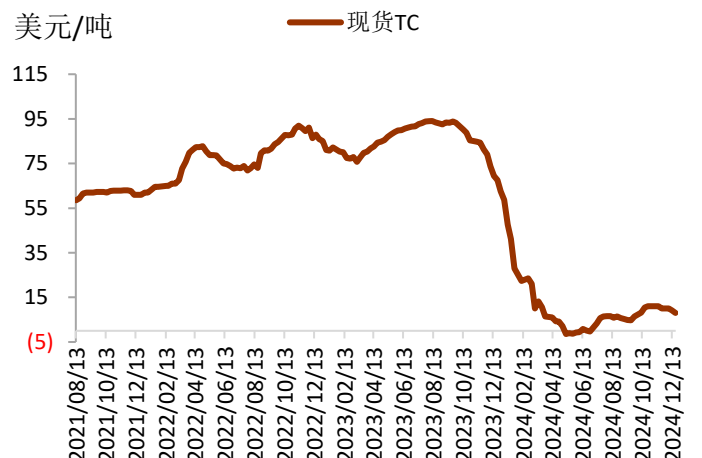


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

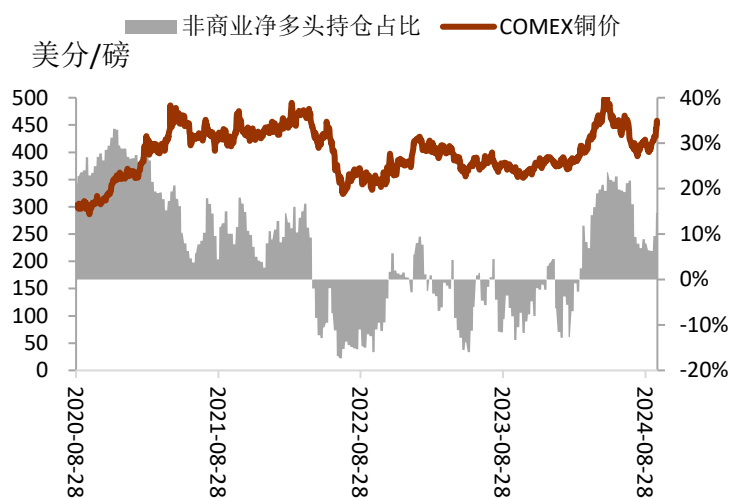


图表 16 铜精矿现货 TC

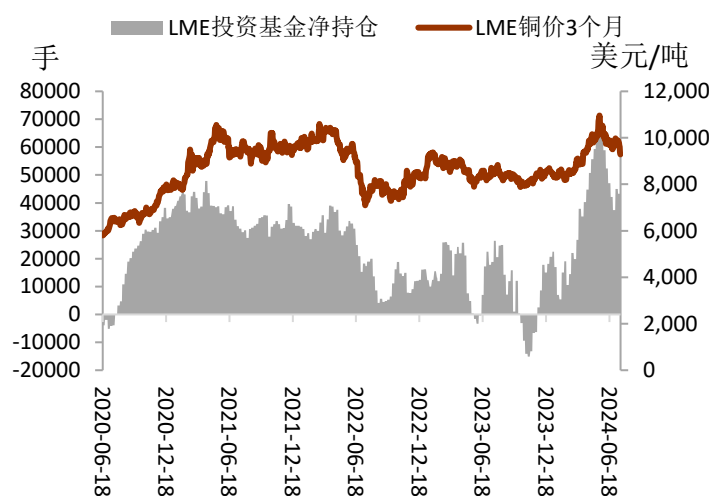


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。