

美联储降息预期回摆，铜价承压下行

2024年6月28日

上海中期期货研究所

金属研发团队

内容摘要：

自从5月下旬COMEX铜挤仓风险降温以来，铜价受到来自宏观和基本面的压力展开调整。当前沪铜运行于7.8万元/吨附近，较上月下跌5.14%，伦铜运行于9580美元/吨，较上月下跌4.88%。

展望后市，

宏观方面，国内需求不足问题持续未能改善，5月工业增速回落，固定资产投资三大领域增速全面下滑，仅消费市场呈现恢复向好的态势。此外，5月新增社融延续回落趋势，M1降幅进一步扩大，M2-M1剪刀差继续走阔，反映了经济主体对未来预期的悲观。海外宏观围绕经济状态和降息预期交易，就业、住房和耐用品订单等数据来看，美国经济边际走弱但难改软着陆预期，美联储预期管理偏鹰，美元指数层面表现出偏强运行态势。

基本面来看，供应方面，Antofagasta与国内炼厂敲定2025年的加工费在23.25美元/湿吨，低于炼厂预期，铜矿供应短缺短期难以化解。5月国内电解铜产量突破百万大关，叠加进口铜到货较多，市场现货资源并不紧张，交割后市场仍回归较大贴水幅度。库存方面，由于市场消费回暖及国内冶炼厂出口交仓，国内库存呈现下降趋势，而海外库存仍持续攀升。需求方面，当前下游对价格比较认可，铜杆厂陆续复产，电缆厂订单也有所好转，此外，铜价的回落抑制了再生铜出货积极性，废铜供应趋紧，也进一步推动了精铜去库。不过当前需求并未达到旺盛状态，且部分铜材开始进入需求淡季，预计下游在经历了一轮生产补库后需求仍将回归常态。

综合来看，美国降息预期回落，市场风险偏好降温，中国5月经济数据仍显示内需不足。基本面来看，矿端供应问题有所缓和，国内冶炼端减产幅度明显低于此前预期，铜价回落后下游消费复苏，但进入季节性淡季，持续性需要观察，预计铜价下方存在支撑，但向上驱动不足。套利策略方面，去库趋势确立，关注沪铜contango结构的收敛。

近阶段主要关注点：美元走势、铜矿干扰、下游消费复苏情况

王舟懿

Z0000394

wangzhouyi@shcifco.com

表 1：铜相关价格数据



	2024/4/30	2024/5/31	2024/6/30	月度变化(数值)	月度变化(百分比)
SHFE 铜主力(元/吨)	82180.00	82500.00	78670.00	-3830.00	-4.64%
LME 铜 3 个月(美元/吨)	9976.50	10069.00	9644.00	-425.00	-4.22%
美元指数	106.29	104.69	105.49	0.80	0.77%
人民币中间价	7.1063	7.1088	7.1225	0.0137	0.19%
沪伦比值	8.24	8.19	8.16	-0.04	-0.44%
LME(0-3)升贴水	-98.60	-126.62	-147.75	-21.13	16.69%
GIF 提单溢价	-10.00	-15.00	-24.00	-9.00	60.00%
上海物贸现货平均升水	-165.00	-125.00	-195.00	-70.00	56.00%

表 2: 中国精炼铜表观需求量

(万吨)	2024 年 5 月	环比	同比	累计同比	2024 年 1-4 月
产量	100.86	+2.39	+5.19%	+5.86%	+6.03%
进口	51.00	+15.91%	+14.86%	+8.80%	+7.00%
出口	14.94	+61.66%	+100.63%	11.30%	-7.60%
表观消费量	136.92	+2.74%	+3.08%	+6.38%	+7.26%

资料来源: 同花顺, 上海中期

主要影响因素分析

1. 铜精矿: 冶炼厂年中谈判结果低于预期

图 1: 铜精矿进口 TC (周)

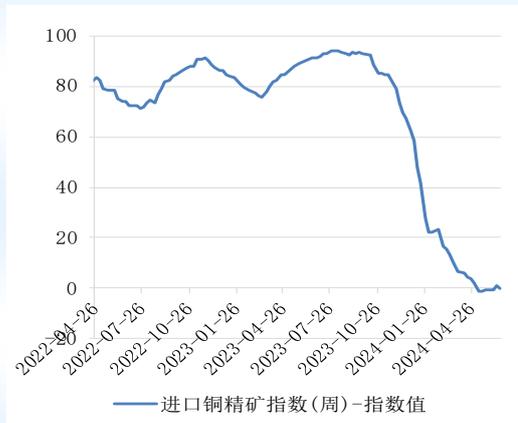


图 2: 铜精矿进口量



资料来源: 同花顺, SMM, 上海中期

进口铜精矿 TC 依旧低位运行, 冶炼厂不缺原料库存, 加工费跌势未进一步扩大。截止到 6 月 21 日, 中国进口铜精矿加工费指数为 0.13 美元/吨, 较 5 月同期回升 0.84 美元/吨。

风险提示: 市场有风险, 投资需谨慎

免责声明: 报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见, 不构成投资建议。任何单位或个人据此操作, 风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供公司内部参考, 不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

铜矿紧张态势仍在持续，随着 2023-2024 年中国冶炼厂新扩建项目积极投产，在铜精矿市场采购频繁，且伴随 2023 年 11 月底 First Quantum 宣布铜矿年产能近 40 万金属吨的 Cobre Panama 铜矿停产，铜精矿加工费开始断崖式下跌。市场关注的年中谈判未有进展，Antofagasta 展示全球铜精矿供需平衡结果显示，今年全球铜精矿供需平衡结果为-40 万金属吨，明年和后年均均为-120 万金属吨，矿企报盘仍在 10 美元，而冶炼厂们的还盘价在 30 美元中高位，最终双方定下 2025 年的加工费在 23.25 美元/湿吨，低于炼厂预期。

进口方面，5 月份中国铜精矿进口小幅回落。海关数据显示，2024 年中国 5 月铜矿砂及其精矿进口量为 226.4 万吨，环比回落 3.34%，1 至 5 月累计进口量为 1,159.3 万吨，同比增加 2.7%。其中秘鲁输送量环比大增 24.36%至 70.46 万吨，超越智利成为当月头号供应大国，智利供应量则环比减少 18.69%至 58.37 万吨，沦为中国铜矿来源国次席。国内市场铜精矿现货加工费用已降至个位数，反映出矿端供应紧张的状况短期内难以有效缓解。

2. 精炼铜：国内铜产量突破百万，高铜价制约下游铜材开工率

图 3：冶炼企业产能利用率

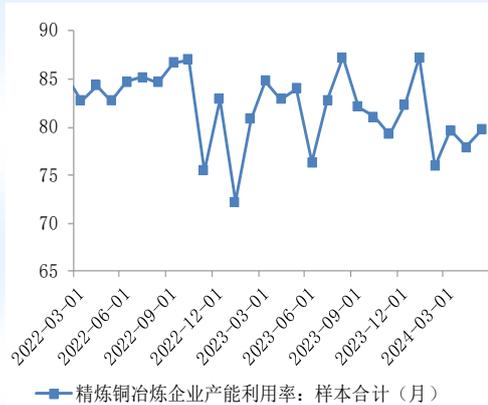


图 4：铜加工企业产能利用率

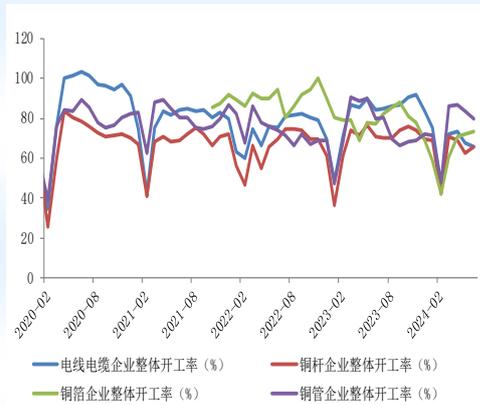


图 5：精废价差

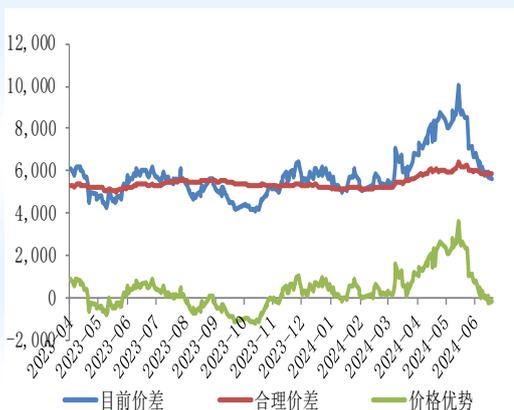
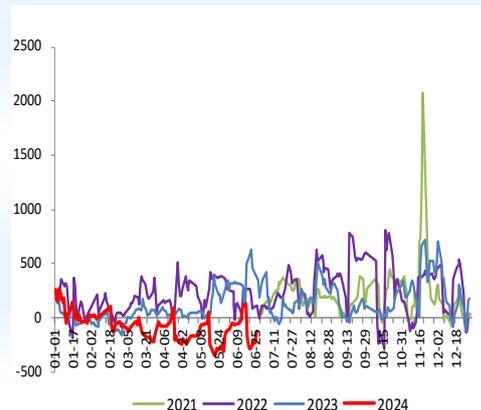


图 6：电解铜现货升贴水



风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

资料来源：SMM, 上海中期

5 月份铜价大涨，国内电解铜产量跟随大幅增加，月度产量再度突破百万大关，并创年内单月产量新高。SMM 数据显示，5 月 SMM 中国电解铜产量为 100.86 万吨，环比增加 2.35 万吨，升幅为 2.39%，同比上升 5.19%，且较预期的 97.71 万吨增加 3.15 万吨。1-5 月累计产量为 491.33 万吨，同比增加 27.20 万吨，增幅为 5.86%。由于冶炼厂采购到了足够的阳极板，原料充裕令冶炼厂检修影响量明显减少；西南地区某冶炼厂投产速度较快也是令总产量超预期的原因之一。进入 6 月，仍有 8 家冶炼厂检修涉及粗炼产能 156 万吨，同时，5 月下旬以来精废价差收窄，令再生铜和阳极板供应减少，预计产量将有所回落。据 SMM 统计 6 月国内电解铜产量为 98.5 万吨，环比下降 2.36 万吨，降幅为 2.34%。

现货方面，铜价高位回落，近两周国内库存出现明显去化，但市场悲观情绪并未改善，交割后市场仍回归较大贴水幅度。从供应端来看，5 月电解铜进口大增，增量主要来自非洲物流延迟的船只集中到港，非洲物流状况极不稳定，预计 6 月仍将有大量非洲铜陆续运抵中国。虽许多国内炼厂陆续进入检修，但产量仍突破百万大关，年中国内冶炼厂有清库压力而积极向仓库交仓，整体现货供应量仍维持高位。上海和华南地区现货升贴水在交割后重返贴水状态，截至 6 月 26 日，上海地区现货贴水 135 元/吨左右，华南地区贴水 220 元/吨。

废铜方面，6 月份精废价差持续收敛，尤其是品质好的再生铜货源较少价格偏高，导致市场对废铜需求平淡。供应方面，3-4 月中国废铜进口量处于历史高位，国内再生铜原料供应充足，进入 5 月，海外进口货源受到比价亏损原因，贸易商捂货惜售，再生铜原料供应将维持紧张态势。5 月中国废铜（铜废碎料）进口量为 19.83 万吨，环比下降 12.26%，同比上升 12.43%。美国、日本两大主要供应国进口量均环比下滑。国内再生铜原料供应有限，4 月 29 日废旧资源实施“反向开票”政策后，各城市税务工作落实情况不一，有部分再生铜杆厂担心若维持旧政策采购再生铜原料，后续将承担补税甚至是罚款的风险，若按照政策执行“反向开票”相比周边没有执行新政的省份，在原料采购成本增加的情况下再生铜杆厂采购工作较为困难，因此不少再生铜杆厂被迫选择减产甚至是停产，待全国政策统一落实并实行后再恢复生产。需求方面，随着精废杆价差不断收窄，再生铜杆替代作用被削弱，线缆企业已重新采购精铜杆进行生产，叠加再生铜杆原料采购紧张，再生铜杆厂选择生产阳极板，虽然目前阳极板售价低于再生铜杆 700-800 元/吨，但阳极板原料相比再生铜杆原料较容易采购，另外阳极板销售具备一个月点价期，若 7 月份铜价保持上涨，介时或许能弥补销售价格上的亏损。

下游加工方面，5 月铜价刷新历史新高制约了铜加工企业的开工率，各铜材板块开工率跌多涨少，整体开工率较 4 月下滑。数据方面，5 月铜材行业整体开工率为 63.27%，环比下降 4.67 个百分点，同比下降 15.19 个百分点。其中，电线电缆企业开工率为 67.9%，环比下滑 5.52 个百分点；精铜制杆企业开工率为 62.84%，环比下降 6.12%；铜管开工率 83.32%，环比下降 3.21%；铜箔开工率 72.27%，环比上升 1.36%。铜管方面，空调企业进入消费淡季，主机厂放缓了排产速度，且 6-8 月重点空调企业排产同比增速逐月下滑；铜箔方面，尽管 3C 电子行业订单尚未明显回升，但高端 HDI、服务器和汽车板

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

相关订单表现相对亮眼；电力电缆方面，房地产相关订单下滑尤为明显，多地基建项目也处于停工或缓建状态，电网中高压订单表现尚可，部分特种线缆企业的订单也能正常进行，而此前表现良好的光伏和风电等发电项目因原材料价格上涨超出预算而暂缓施工，各行业的下游提货速度普遍放缓。进入6月，若铜价继续下跌并达到下游企业的心理价位，可能出现阶段性的下游需求恢复，但这样又会反过来推升铜价，市场需要新的价格平衡来使下游生产恢复正常。

三、库存：国内库存下降，炼厂出口交仓海外库存继续攀升

图 7：全球电解铜库存

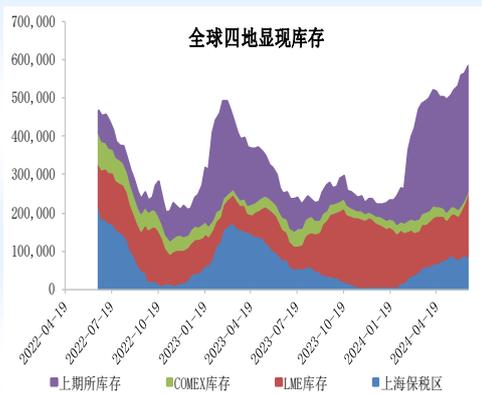


图 8：上期所电解铜库存

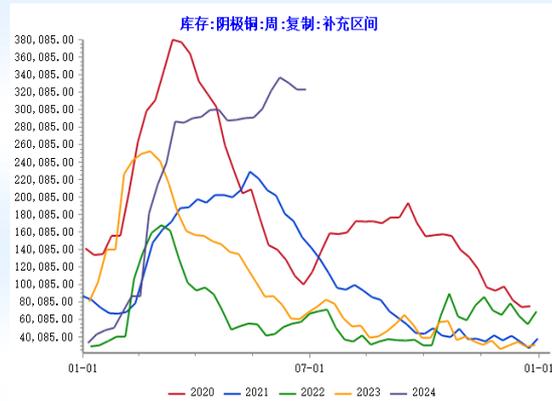


图 9：电解铜现货进口利润

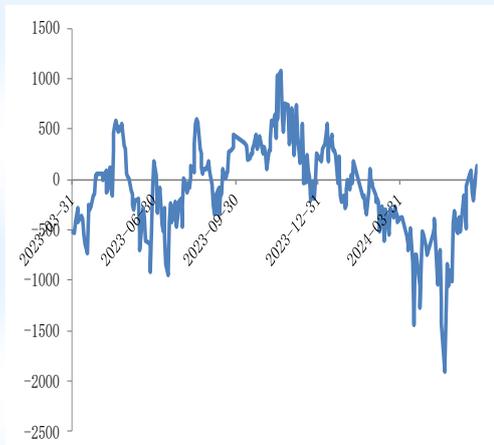
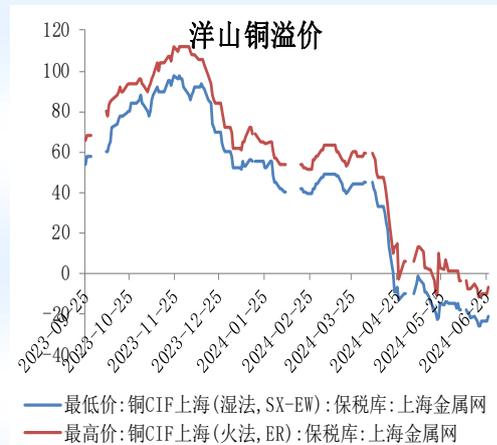


图 10：电解铜 CIF 提单溢价



资料来源：同花顺、上海中期

当前国内外库存走势分化，由于市场消费回暖及国内冶炼厂出口交仓，国内库存呈现下降趋势，而海外库存仍持续攀升至 6 个月新高，预计冶炼厂交仓将持续至 7 月中旬。截止 6 月 26 日，上期所阴极铜库存 32.29 万吨，较上月末增长 0.12 万吨；保税库存 8.97 万吨，较上月末增长 1.19 万吨；LME

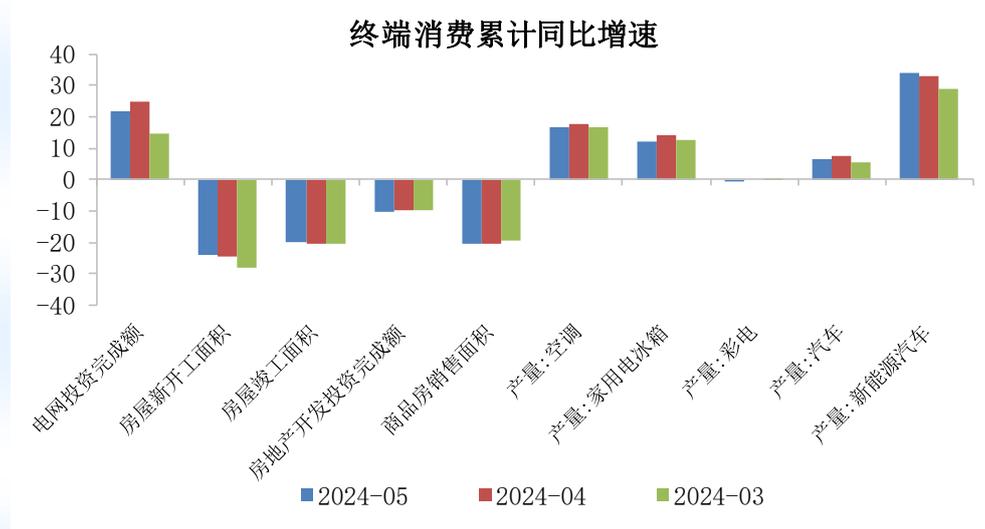
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

库存 17.29 万吨，较上月末增加 5.64 万吨，其中欧洲库存 4.42 万吨（-0.09 万吨），亚洲库存 12.73 万吨（+6.10 万吨），北美库存 0.14 万吨（-0.37 万吨）；COMEX 库存 1.00 万吨，较上月末减少 0.83 万吨。总体来看，全球四地（SHFE+保税区+LME+COMEX）显性库存当前合计 59.55 万吨，较上月同期增加 6.12 万吨。

四、终端市场：地产部分数据降幅收窄，欧盟拟对新能源汽车加征反补贴税

图 11：终端消费累计同比增速



资料来源：同花顺、上海中期

宏观方面，国内需求不足问题持续未能改善，5 月工业增速回落，固定资产投资三大领域增速全面下滑，仅消费市场呈现恢复向好的态势。此外，5 月新增社融延续回落趋势，M1 降幅进一步扩大，M2-M1 剪刀差继续走阔，反映了经济主体对未来预期的悲观。海外宏观围绕经济状态和降息预期交易，就业、住房和耐用品订单等数据来看，美国经济边际走弱但难改软着陆预期，美联储预期管理偏鹰，美元指数层面表现出偏强运行态势。

终端需求来看，**电力电网方面**，据国家能源局数据，1-5 月份，全国主要发电企业电源工程完成投资 2578 亿元，同比增长 6.5%，较前值加快 1.3 个百分点。电网工程完成投资 1703 亿元，同比增长 21.6%，较前值回落 3.3 个百分点。2024 年国家电网将加大电网投资力度，加快建设特高压和超高压等骨干网架，预计电网建设投资总规模将超 5000 亿元。**房地产方面**，国家统计局数据显示，2024 年 1-5 月，全国房地产开发投资同比下降 10.10%，较前值扩大 0.3 个百分点；房屋新开工面积下降 24.25%，较前值收窄 0.45 个百分点；房屋竣工面积下降 20.1%，较前值收窄 0.3 个百分点；商品房销售面积同比下降 20.3%，较前值扩大 0.1 个百分点。自 5 月 17 日央行定调下一步的住房金融政策走向后，房地产新政落地城市一步步扩围，截至目前已有超 20 个省份明确取消房贷利率下限并降低首付比例下限，一线城市如上海、广州、深圳相继出台新政，明确调整优化住房限购、信贷等政策。数据上看，1-5 月份新建商

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

商品房销售额、房屋新开工面积同比降幅有所收窄。但也要看到，政策效应释放还需要一定时间，目前房地产市场仍在调整过程中。**汽车消费方面**，5月汽车销量环比、同比均实现小幅增长，新能源汽车产销和汽车出口延续快速增长态势。最新数据显示，5月国内汽车产销分别为237.2万辆和241.7万辆，产量环比下降1.4%，销量环比增长2.5%，同比分别增长1.7%和1.5%。今年前5个月，国内汽车销量为1149.6万辆，同比增长8.3%，销量增速较1-4月收窄2个百分点。5月新能源汽车产销分别完成94万辆和95.5万辆，同比分别增长31.9%和33.3%，市场占有率达到39.5%；1-5月新能源汽车销量为389.5万辆，同比增长32.5%，其中，内销量为337.6万辆，同比增长35.9%，出口量为51.9万辆，同比增长13.7%。当前我国汽车市场内需增长相对缓慢，行业竞争进一步加剧，加之国际贸易保护主义形势依然严峻，汽车行业总体运行依然面临较大压力。**白色家电方面**，2024年1-5月，我国空调产量累计同比增加16.7%，家用冰箱产量累计同比增长12.1%，彩电累计同比下降0.1%。空调、冰箱、洗衣机等大家电产品的出口表现尤为亮眼；内销方面家电“以旧换新”项目于近期逐渐落地，受益于政策支持，白色家电产销将继续获得支撑。

后市观点

宏观方面，国内方面，本月公布的经济数据边际放缓，且不及市场预期，整体仍呈现生产偏强，需求偏弱的格局。国内经济复苏仍然偏弱，对内需型大宗商品价格支撑不强。从政策方面来看，5月以来国内地产政策支持力度持续加大，加上国内消费等经济刺激政策陆续落地显效，经济复苏预期有所增强，中长期利好国内市场的回暖。海外方面，市场对欧元区6月降息的预期较为一致，但美国降息预期反复波动，目前联储官员表态偏鹰，美元指数有所反弹，对贵金属、有色、能源等外需型商品有一定的压制，此外仍需注意原油、有色供应端的扰动、地缘风险加剧等因素。

基本面来看，进口铜精矿TC依旧处于负值区间，但跌势放缓，冶炼厂进入4月、5月集中在粗铜环节检修，预计铜精矿短缺矛盾有所缓解；现货方面，铜价大幅上涨后，进口比较始终较差，进口铜流入量减少。虽许多国内炼厂陆续进入检修，但目前市场并未出现供应短缺情况。库存方面，因铜价持续高位制约需求释放，5月份铜社会库存增至50万吨上方。需求方面，铜管行业上半年旺季表现依旧不输，家电“以旧换新”项目于近期逐渐落地，消费将更进一步；锂电铜箔在新能源车企激烈的价格战之下消费受到提振，电子电路铜箔下游部分终端行业同样呈现回暖趋势，但消费电子行业仍然预期表现平平。电力电缆方面，需求仍处于缓慢修复的过程中，地产行业形势依旧严峻。

综合来看，美元指数有所反弹，对贵金属、有色、能源等外需型商品有一定的压制。美铜逼仓行情趋于结束，考虑到全球铜供大于求格局延续，现货需求不足，中国铜库存高企等因素影响，现实层面的因素可能逐步体现，铜价可能难以维持当前高位。建议重点关注终端消费情况和美联储政策态度，料5月沪铜主要运行区间74000-85000元/吨。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

风险因素： 1) 全球经济放缓超预期，海外央行提前降息；2) 国内经济复苏节奏与预期不符；3) 铜精矿供应超预期等

(执笔：上海中期研究所金属小组)

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。