



2024年3月10日

非农逊于预期，铜价冲高回落

核心观点及策略

- 上周铜价冲高回落，主因美国关税政策软化及欧央行如期降息25个基点，此外，美联储官员认为未来降息前景仍然存在，美元指数大幅回落，而周五公布的2月非农逊于预期令风险偏好降温从而拖累铜价；国内方面，两会定调延续稳健增长，扩大财政支出，择机降准降息，促进高质量发展，提升产业科技创新。基本面来看，海外主要矿山终端能持续，国内累库停滞，现货贴水缩小，近月盘面C结构收窄远月转向B结构。
- 供应方面，矿端干扰持续，TC负值走扩，国内2月精铜产量回升，洋山铜提单持续走高。需求端，电缆企业有序复工复产，光伏装机减速，新能源汽车产销增速稳健，数据中心用铜有增量预期，全球库存高位回落。
- 整体来看，美国关税政策软化和就业市场降温令美元指数大幅走弱，提振金属市场；两会定调实施积极的扩张型财政政策，择机降准降息，促进产业高质量发展和科技企业技术创新。基本面来看，铜精矿中期偏紧格局未变，国内累库放缓，成本端仍对中期铜价构成支撑，美铜25%的关税溢价预期令海外资金情绪高涨，但中国2月进口萎缩出口放缓且对美国贸易顺差扩大，预计铜价短期将承压回落但空间较为有限。
- 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	3 月 7 日	2 月 28 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	9602.00	9361.00	241.00	2.57%	美元/吨
COMEX 铜	471.3	456.35	14.95	3.28%	美分/磅
SHFE 铜	78320.00	76840.00	1480.00	1.93%	元/吨
国际铜	70090.00	68410.00	1680.00	2.46%	元/吨
沪伦比值	8.16	8.21	-0.05		
LME 现货升贴水	-4.87	-19.94	15.07	-75.58%	美元/吨
上海现货升贴水	-5	-100	95		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 7 日	2 月 28 日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	257325	271875	-14550	-5.35%	吨
COMEX 库存	92509	93481	-972	-1.04%	短吨
SHFE 库存	267358	268319	-961	-0.36%	吨
上海保税区库存	52800	43500	9300	21.38%	吨
总库存	669992	677175	-7183	-1.06%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价冲高回落，主因美国关税政策软化及欧央行如期降息 25 个基点，此外，美联储官员认为未来降息前景仍然存在，美元指数趋势告破，而周五公布的 2 月非农逊于预期令风险偏好降温从而拖累铜价；国内方面，两会定调延续稳健增长，扩大财政支出，择机降准降息，促进高质量发展，提升产业科技创新。基本面来看，海外主要矿山终端能持续，国内累库停滞，现货贴水缩小，近月盘面 C 结构收窄远月转向 B 结构。

库存方面：截至 3 月 7 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计降至 66.9 万吨，全球库存小幅回落。其中 LME 铜库存减少 1.45 万吨，LME0-3 的 C 结构收敛至平水，注销仓单比例继续 42.5 升至 38.9%；上期所库存小幅下降 0.1 万吨，累库基本停滞；保税区库存增加 0.93 万吨，上周洋山铜提单溢价升至 70 美金上方，仓单价格维持 50 美金左右，沪伦比值降至 8.16，COMEX 显性库存高位回落，全球库存重心小幅下降。

宏观方面：美国 2 月非农新增就业人数 15.1 万人，略不及预期的 16 万人，失业率升至

4.1%高于上月的4%，2月月薪增速环比+0.3%符合预期，劳动参与率为62.4%低于预期的62.6%，显示美国就业市场呈现疲软迹象，拖累美元指数继续下行。美国关税政策立场有所软化，特朗普签署关税修正案决定暂缓对加墨商品征收25%关税并延期至4月2日。美联储褐皮书显示，美国经济活动总体略有增长，但因特朗普政策带来的不确定性，企业对未来预期转向悲观，个别企业产品提前计入关税溢价幅度，消费者支出略有下降，薪资增速放缓暗示就业市场降温。美国2月ADP就业人数新增7.7万人，大幅低于预期的14万人，有经济学家表示美国政策的不确定性和消费者支出的放缓是私营部门裁员和放缓招聘的核心原因。美联储三把手威廉姆斯预计，特朗普加征关税将导致美国通胀形势严峻，关税的影响对经济仍然存在较大的不确定性，目前适度限制性的货币政策环境良好，没有必要立即调整利率；美联储理事沃勒表示，并非所有的关税都会最终转嫁给消费者，虽然当前的政策具有一定限制性但未来降息前景依然存在，2025年进行两次降息的预期仍然合理。欧央行昨夜如期下调三大基准利率25个基点，拉加德表示不会预先承诺利率路径，将依赖数据作出决定，利率正变得不那么具有限制性，市场预期欧央行年内仍有1-2次小幅降息但空间逐渐缩小。国内方面，两会下达今年GDP增速目标5%，提高财政赤字率至4%，安排地方政府专项债4.4万亿，适时降准降息，促进楼市健康发展，支持人工智能大模型广泛应用，防范金融领域风险，整治“内卷式”竞争。央行行长潘功胜强调，要根据国内外形势和金融市场运行情况，择机降准降息，并综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现、政策利率等货币政策工具，保持市场流动性合理充裕，降低银行负债成本，持续推动社会综合融资成本下行。财政部长蓝佛安称，今年将发行首批特别国债5000亿元，支持国有大型商业银行补充核心一级资本，中央对地方转移支付安排10.34万亿，同口径增长8.4%，以此增强地方政府财力，中央预留了充足的储备空间和政策空间。

供需方面，现货TC周度指数扩大至-14美金，智利北部矿企停电项目均陆续复产，巴拿马铜矿听证会继续延期，此外，全球前15大主流矿企中有5家下调了2025年的铜产量指引区间，矿端增速下降仍然在中期对铜价形成成本支撑。精铜方面，2月精铜产量回升至105万吨，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，电网投资集采仍未全面展开，线缆企业大多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。国内累库接近停滞，上周SMM统计社会库存升至37万吨后小幅回落，近月盘面C结构收窄远月转向B结构。

整体来看，美国关税政策软化和就业市场降温令美元指数大幅走弱，提振金属市场；两会定调实施积极的扩张型财政政策，择机降准降息，促进产业高质量发展和科技企业技术创新。基本面来看，铜精矿中期偏紧格局未变，国内累库放缓，成本端仍对中期铜价构成支撑，美铜25%的关税溢价预期令海外资金情绪高涨，但中国2月进口萎缩出口放缓且对美国贸易顺差扩大，预计铜价短期将承压回落但空间较为有限。

三、行业要闻

1、SMM 数据统计显示，2 月我国电解铜产量达 105.82 万吨，同比+11.35%，1-2 月累计产量为 207.2 万吨，同比+7.9%，2 月国内大中型冶炼厂并无主动减产迹象，主因长单升贴水保障以及金银等副产品价格持续上涨，25 美金的长协 TC 将一定程度拖累炼厂综合利润，但头部企业仍能维持较小的盈利空间。

2、智利国家统计局数据，智利今年 1 月铜产量仅为 42.7 万吨，同比-2.1%。主因老牌矿山矿龄老化开采品位，虽然去年 12 月智利产量略有恢复，但水资源条件受限、极端干旱的天气以及开采矿石的难度等因素令主产国年初产量再度回落，2024 年智利全国铜产量达 550 万吨，同比+4.9%。

3、洛阳钼业旗下的 KFM 项目 2 月实现“开门红”，目前 KFM 项目的球磨机日处理量稳定在 2 万吨以上，多项核心指标均展现出公司背后高效的生产组织能力和技术攻关成效。公司通过工艺升级、优化浸出、智能管控三项举措实现产能跃升。持续推进“选矿入磨处理量提升科技攻关”行动，通过优化设备管理、调整工艺参数及流程改进，实现球磨机处理量稳步提升；完成浸出工艺全流程考察，对各环节工艺参数进行深入分析，进一步优化浸出流程，提高浸出率，为后续产能突破提供数据支撑；充分发挥调度指挥功能，强化智能管控，实现球磨机、浓密机等核心设备协同运作效率最大化。

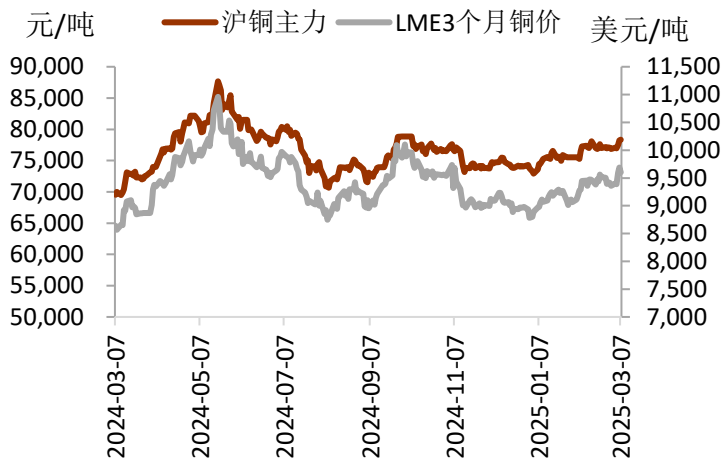
4、必和必拓近期表示，该公司将推进一项价值 20 亿美元的计划，优化 Escondida 的选矿厂，这也是其在智利投资计划的一部分。BHP 表示，此次优化是其 11 月宣布的为期十年、总值 108 亿美元的投资计划的首项举措。声明称，将很快提交环境许可申请。智利财政部长指出，智利的大部分外国投资来自自己在智利运营的公司，这些公司正在开发项目，寻找新的投资机会或投资需求，并利用收益对这些项目进行再投资。

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 380-550 元/吨，较上周上调 50-100 元/吨，节后铜缆线企业订单有序恢复，今年电网投资省级项目招标集采仍未启动，精铜杆企业按需维持正常生产节奏。分地区来看，精铜杆市场成交表现清淡；铜价维持高位运行，叠加精废杆价差持续扩大，下游畏高情绪有所增强，加之终端消费表现并不理想，整体交易表现较为冷清；从日均具体成交情况来看，大型企业订单在 600 吨左右，中小型企业订单在 200-400 吨。华南地区，因上周铜价继续走强，区域下游企业对于零单的采购意愿依旧不高，多数铜杆企业及贸易商表示铜价大涨后市场议价意愿度明显下滑，多数企业早间零单量不足 100 吨，个别大型企业录得 400 吨以上成交，但整体交易氛围依旧欠佳。整体预计，3 月中旬随着省市级电网项目集采陆续展开，线缆行业将进入生

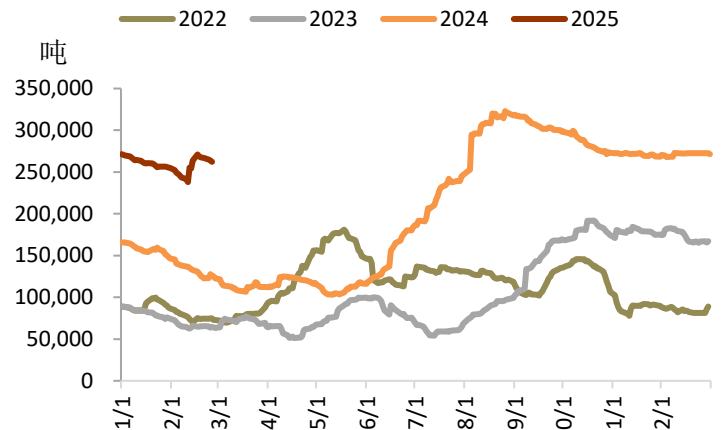
产旺季，华东和华南精铜制杆企业开工率将快速回升。部门受访电缆企业表示今年房地产相关行业订单萎缩程度较大，拖累 2024 年企业总体产量下降 10%以上，而数据中心和机器人产业初显曙光未能提供有效增量支持，预计 2025 年线缆行业产量仍有回落空间。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

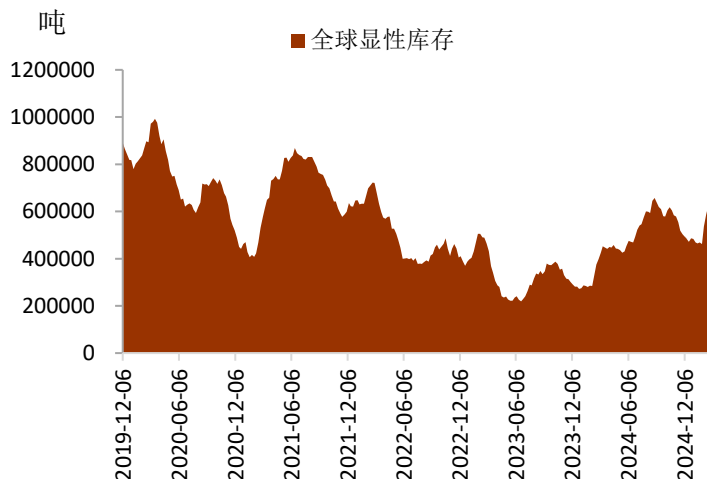


图表 2 LME 铜库存

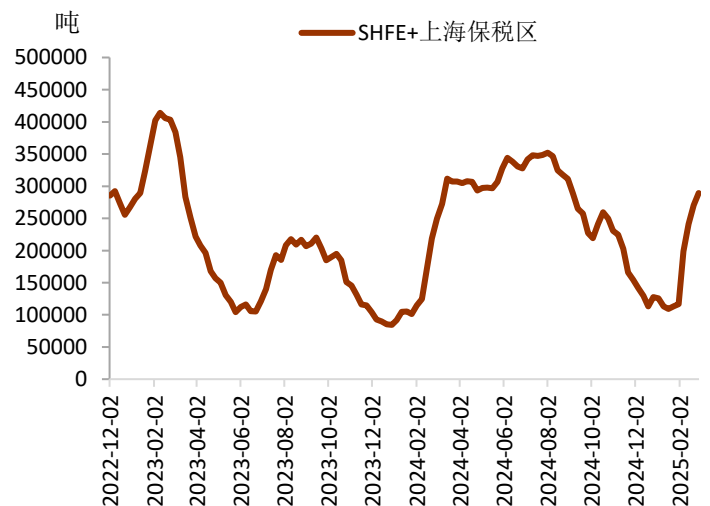


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

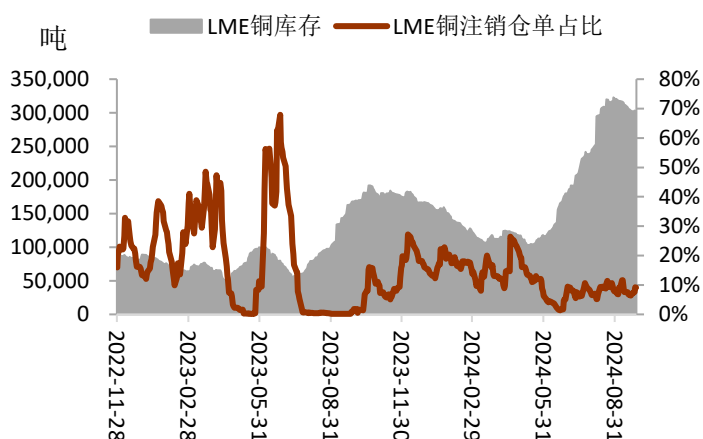


图表 4 上海交易所和保税区库存

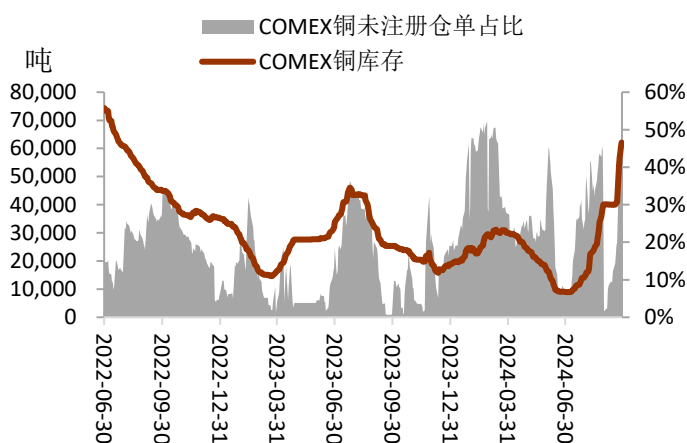


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

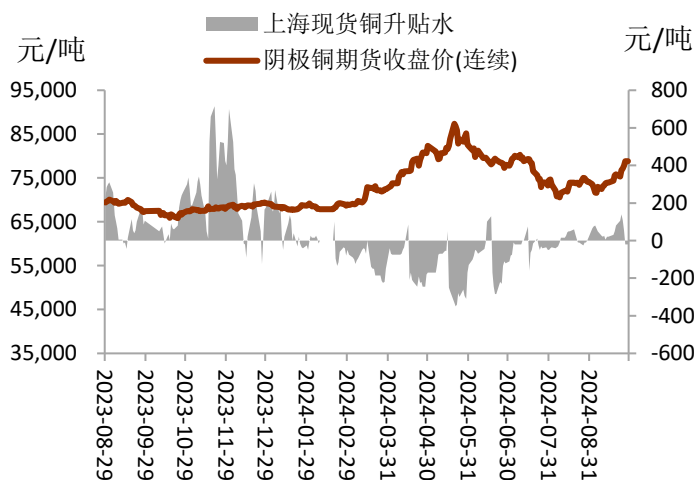


图表6 COMEX 库存和注销仓单

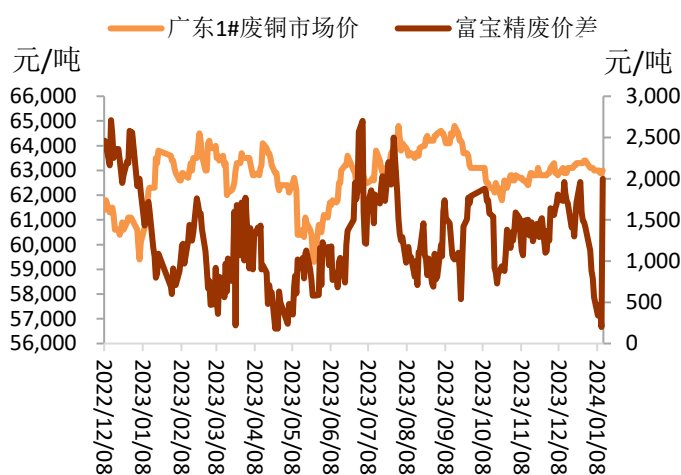


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势

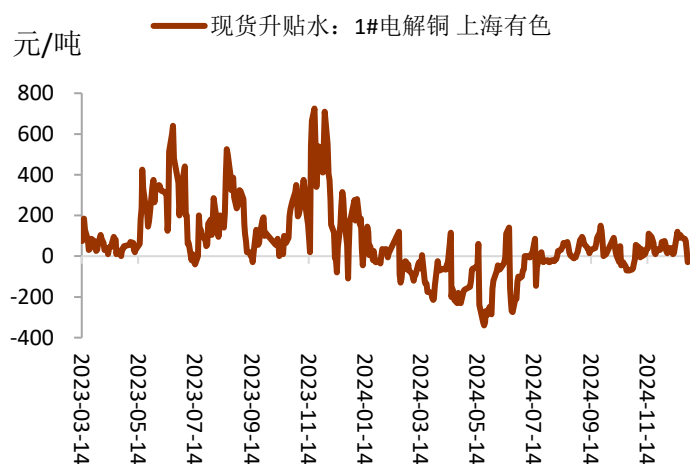


图表8 精废铜价差走势

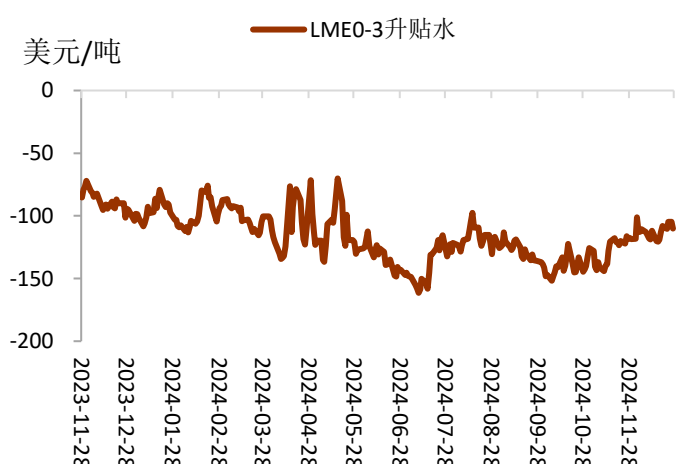


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

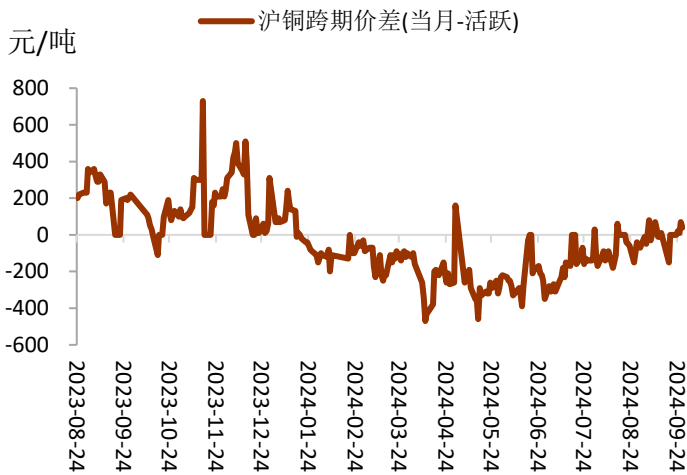


图表10 LME 铜升贴水走势

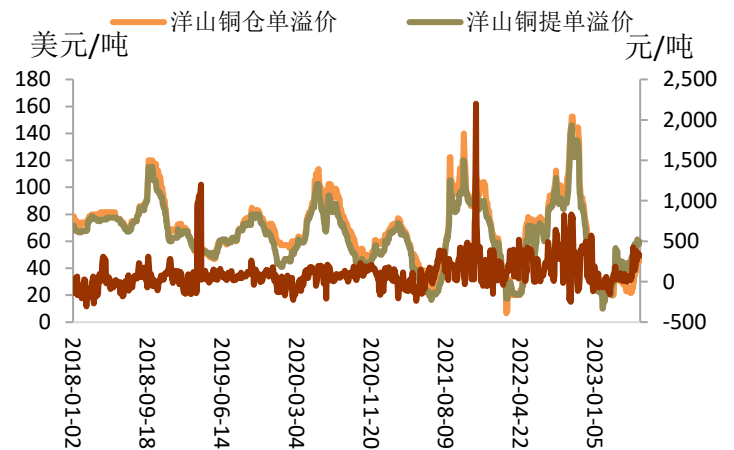


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

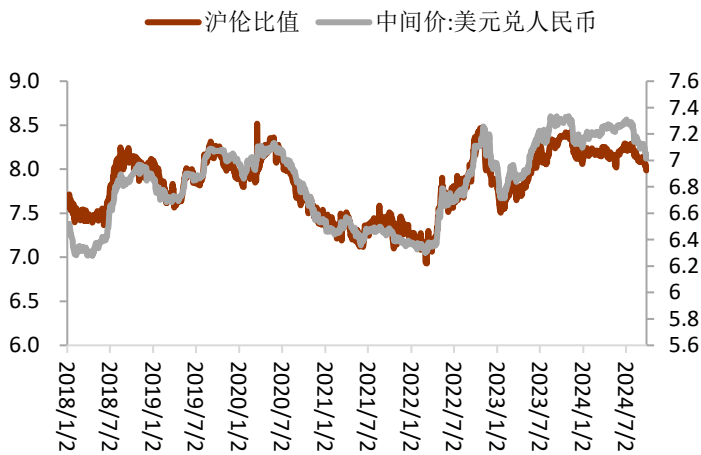


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

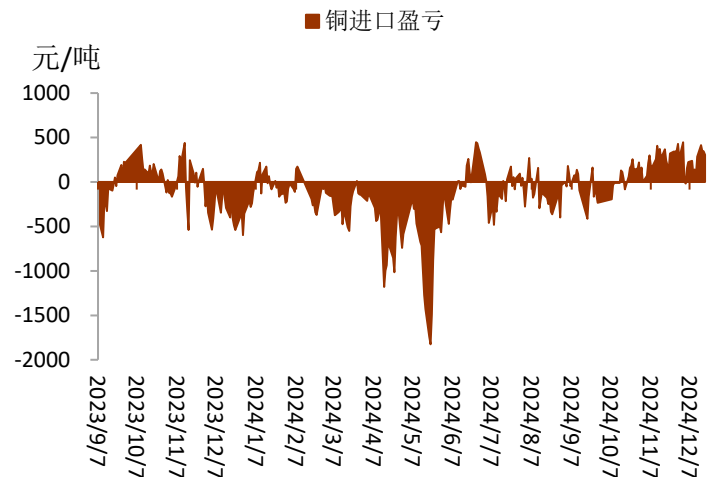


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势



图表 14 铜进口盈亏走势

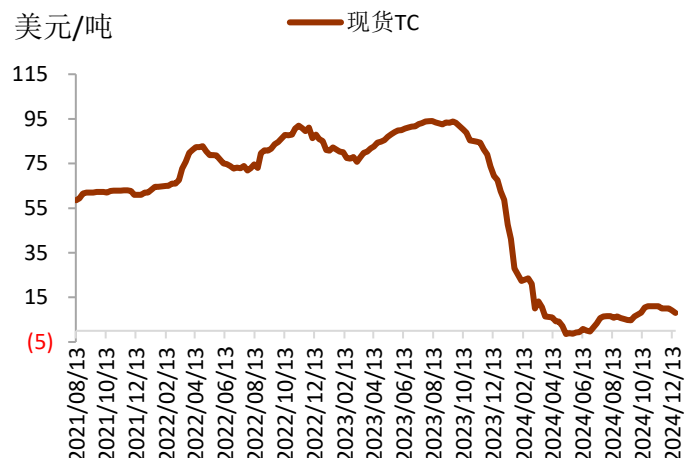


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

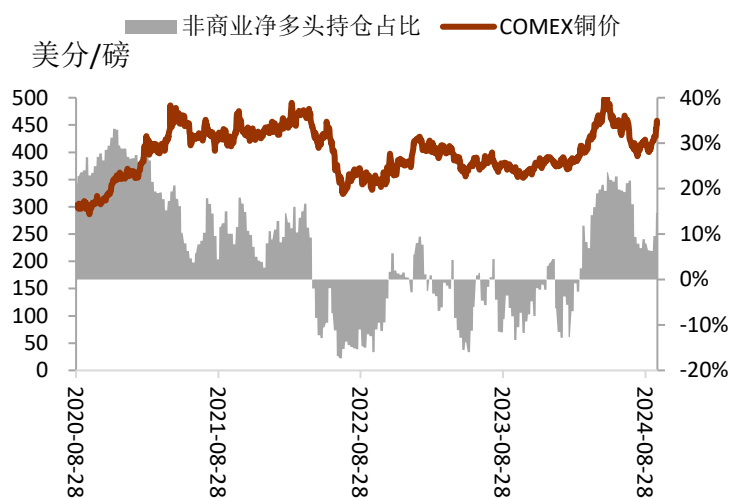


图表 16 铜精矿现货 TC

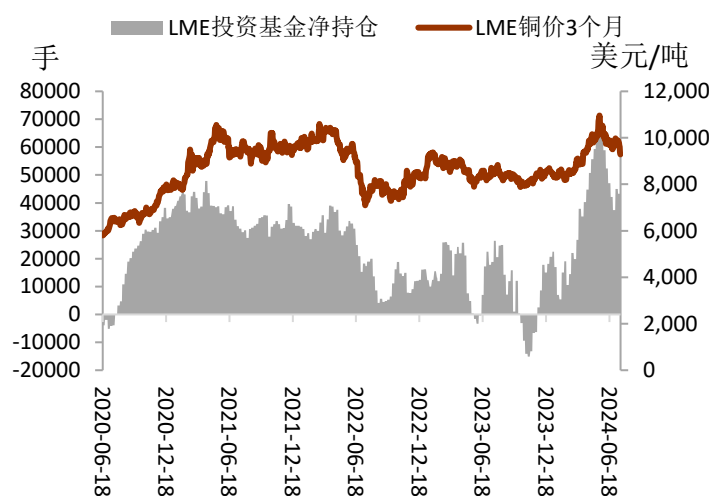


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。