

宏观缺乏驱动，铜价延续低位震荡

一、行情回顾

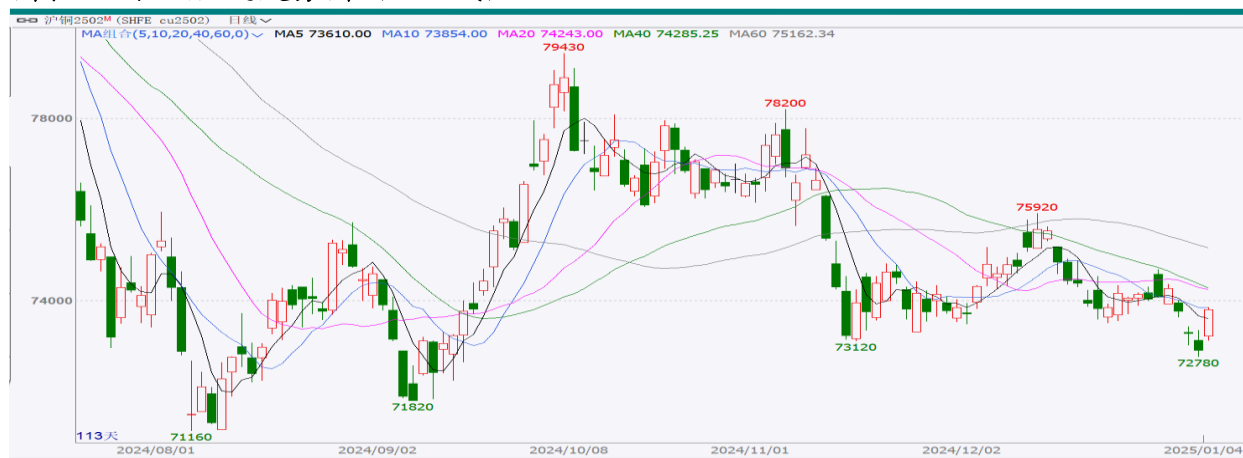
周内铜价破位下挫，但周五夜盘又大幅拉升。周一晚上公布的美国 12 月芝加哥 PMI 36.9，大幅不及预期的 43，美债收益率美股大跌，铜价亦承压。周二公布的国内制造业 PMI 回落 0.2 个百分点至 50.1%；夜盘人民币大幅贬值，市场悲观情绪蔓延。假期后人民币延续贬值，国内债市大涨，股市大跌，铜价在市场恐慌情绪下破位下挫。但周五夜盘公布的美国 ISM 制造业 PMI 为 49.3，好于预期，11 月为 48.4，铜价快速低位反弹。截止周五收盘沪铜主力 2502 合约收于 72920 元/吨，周内跌 1.58%；LME3 月合约收于 8893.5 美元/吨，周内跌 0.98%。

图表 1：伦铜电三合约走势图（日 K 线）



资料来源：文华财经软件

图表 2：沪铜主连走势图（日 K 线）



资料来源：文华财经软件

二、现货市场

现货市场，进口窗口维持打开，周内进口铜仍持续到货流入，市场供应

主以进口铜增量为主，冶炼厂货源到货仍难见明显增加。周初正值年末，企业基本处于关账结算阶段，下游采购情绪降至冰点；节后归来，企业资金压力消退，同时部分贸易商重新收货建库存等动作，加之铜价走跌明显，持货商挺价情绪较强，周尾现货升水上涨。但市场面对高升水局面，接货意愿较为谨慎。广东市场市场消费表现较弱，低库存支撑升水走强，年初市场成交一般，下游企业刚需少量谨慎拿货，大多保持观望。截至周五上海地区现货报升水 85，广东地区报升水 170，华北地区报贴水 110 元/吨。

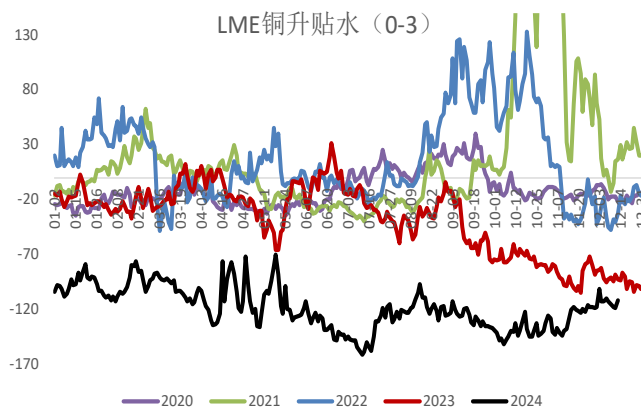
加工费方面，本周现货 TC 延续回落 1.06 至 5.85 美元/吨。本周铜精矿现货市场活跃度有所回升，铜精矿现货 TC 维持下行趋势，市场交易有限，主流成交跌至个位数中位，市场参与者表示供需情况较为紧张，现货市场波动较大，市场参与者普遍持观望状态，刚需采购为主。12 月初 Antofagasta 率先与江西铜业确定 2025 年铜精矿长单 TC/RC 分别为 21.25 美元/吨和 2.125 美分/磅。该长单加工费达到了 2000 年以来创纪录的低位，前一低位是 2004 和 2008 年的 45 美元/吨。2025 年全球矿山供应与冶炼厂需求之间的供需矛盾较为严峻。经测算，此加工费下，至少需要硫酸价格在 400 元/吨以上，炼厂才能做到盈亏平衡。2025 年炼厂生产压力较大，预计将面临较大干扰，不排除出现大范围减产的情况。

废铜方面，周尾虽然铜价大幅下挫，但精废价差有所回升，周五报 1120 元/吨。铜价承压下行，又恰逢元旦假期，市场整体交投保持冷清。上游贸易商因反向开票政策，月底出现抛货现象。节后，贸易商紧随铜厂压价步伐进行收购，部分货商开始春节前备库，主要收集低价散货。除个别高价订单货商积极补库外，市场整体活跃度偏低。下游厂家节前重心在于催促在途原料入库，整体持谨慎观望态度。多数厂家月底停产，等待反向开票政策落地。节后归来，厂家心态依然谨慎。据 Mysteel 调研 20 家废铜利废加工企业周度采购量为 9720 吨，环比上周减少 1730 吨，降幅 15.11%，废铜库存为 13230 吨，增加 4396 吨（不含在途）。

临近年底，铜下游开工率延续回落。据 SMM 调研，本周铜线缆企业开工率为 77.9%，环比下降 4.42 个百分点，同比下降 7.33 个百分点。年末临近，市场采购积极性减弱，订单量显著减少。尽管周尾已进入 2025 年，但铜价大幅下跌导致大多数客户观望，市场上积累至 2025 年的订单尚未明显释放。进入 2025 年后，年前因账期和付款原因被推迟的订单或将逐渐释放，开工率短期有小幅回升的可能，但随着春节的临近，大部分企业将逐渐开始为春节准备，限制新订单持续增长。本周精铜杆开工率为 66.43%，环比下滑 8.49 个百分点。本周多数企业年末以资金回笼为主安排检修，有不同程度减产停产，

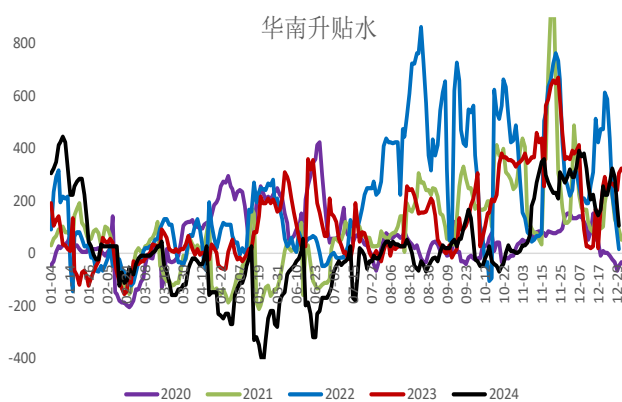
期间下游企业下单及提货节奏也有一定放缓，开工率环比超预期下滑。预计下周开工率将回升。

图表 3: LME 铜升贴水



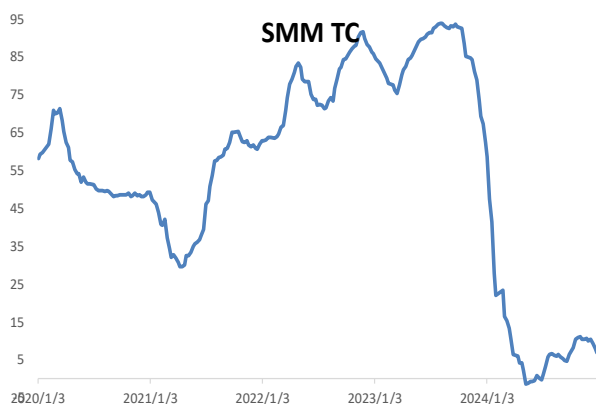
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 5: 广东地区升贴水



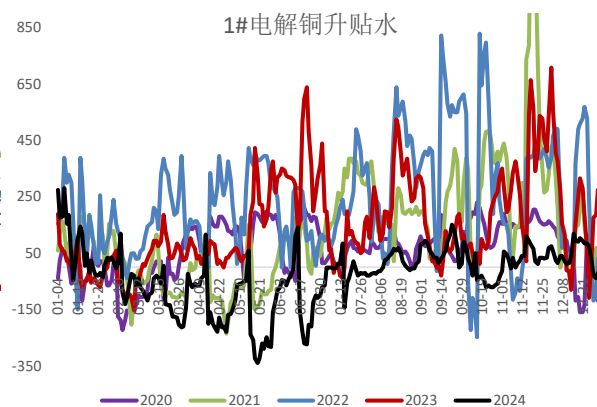
资料来源: SMM 新湖期货研究所

图表 7: 铜精矿加工费



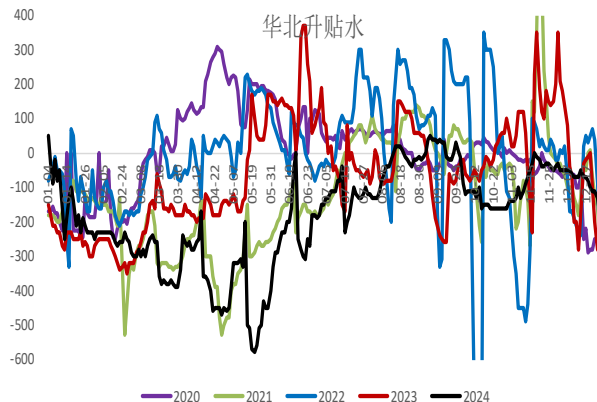
资料来源: SMM 新湖期货研究所

图表 4: 上海地区升贴水

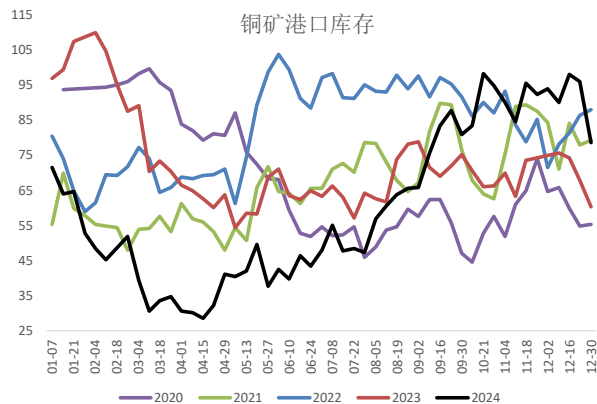


资料来源: SMM 新湖期货研究所

图表 6: 华北地区升贴水

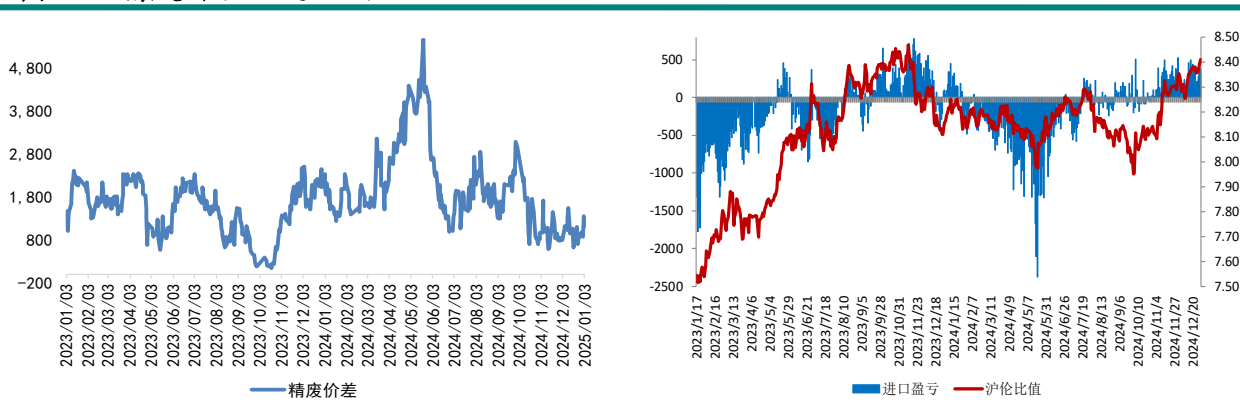


图表 8: 铜矿港口库存



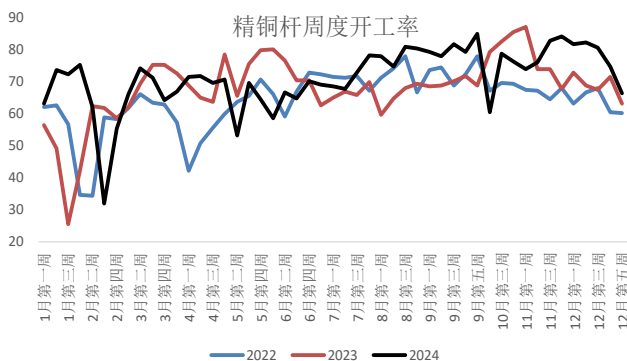
资料来源: Mysteel 新湖期货研究

图表 9：精废价差及进口利润



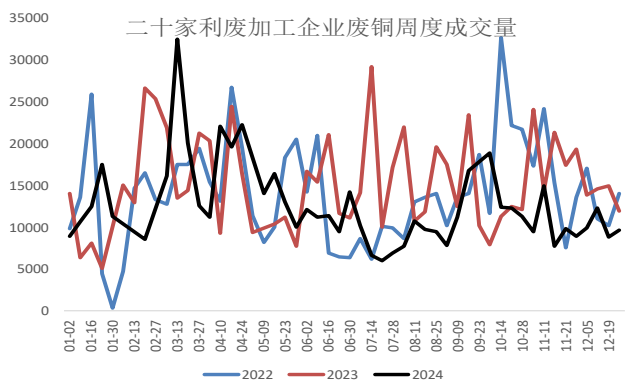
资料来源：WIND SMM 新湖期货研究所

图表 10：精铜杆企业周度开工率



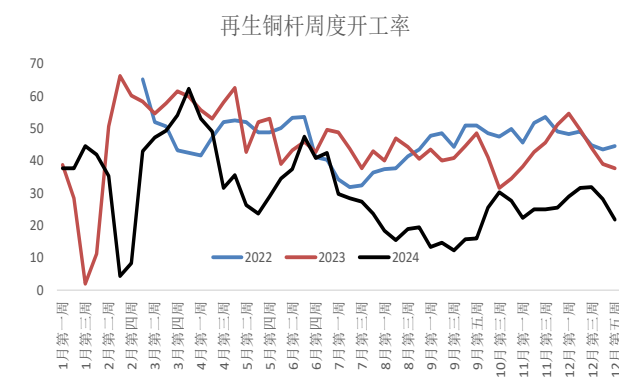
资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 12：利废企业废铜成交量



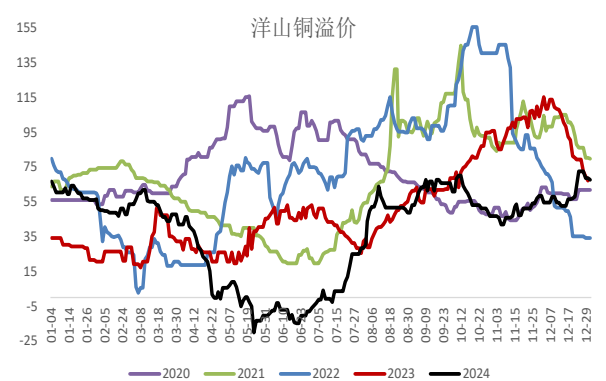
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 11：再生铜杆企业周度开工率



资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 13：洋山铜溢价



资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

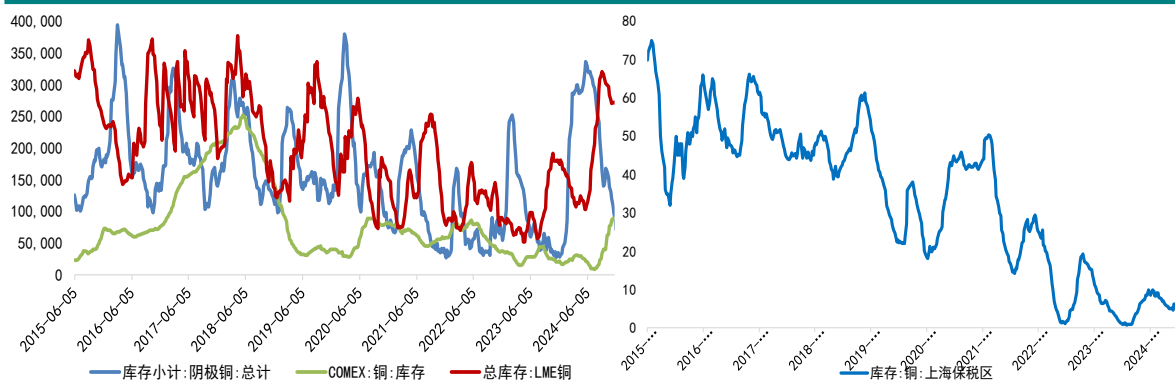
三、库存情况

截至 1 月 3 日上期所库存较前一周增加 9002 吨至 8.3 万吨；其中上海地区增加 2596 吨，广东地区增加 2183 吨，江苏地区增加 4223 吨。伦铜库存较前一周下降 2925 吨至 27 万吨，降幅集中在亚洲地区，欧洲及北美洲地区环比持平。COMEX 铜库存下降 274 吨至 9.5 万吨。保税区库存下降 400 吨至 1.74

万吨。

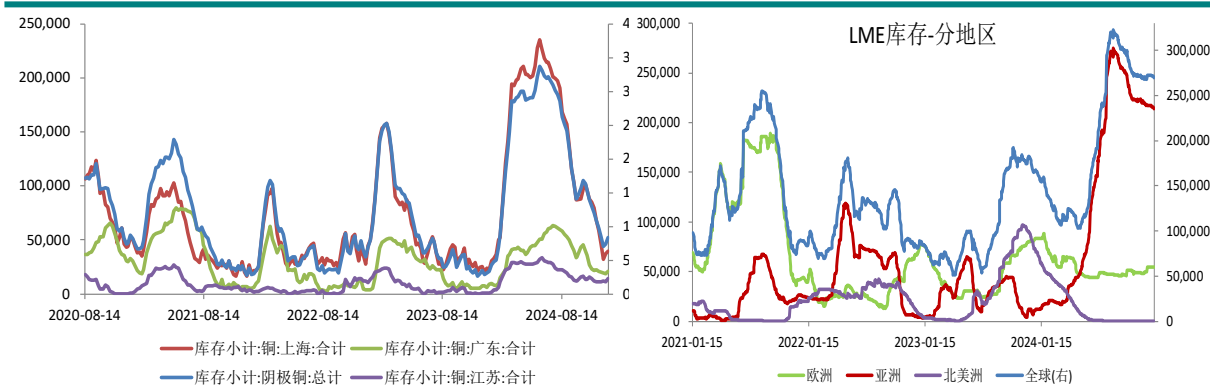
截至到12月24日，CFTC非商业多头持仓较前一周下增加1536吨至8.3万手，非商业空头持仓较前一周增加5672手至8.1万手。净多头较前一周下降4136手至1804手。

图表 14：显性库存及保税区库存变化



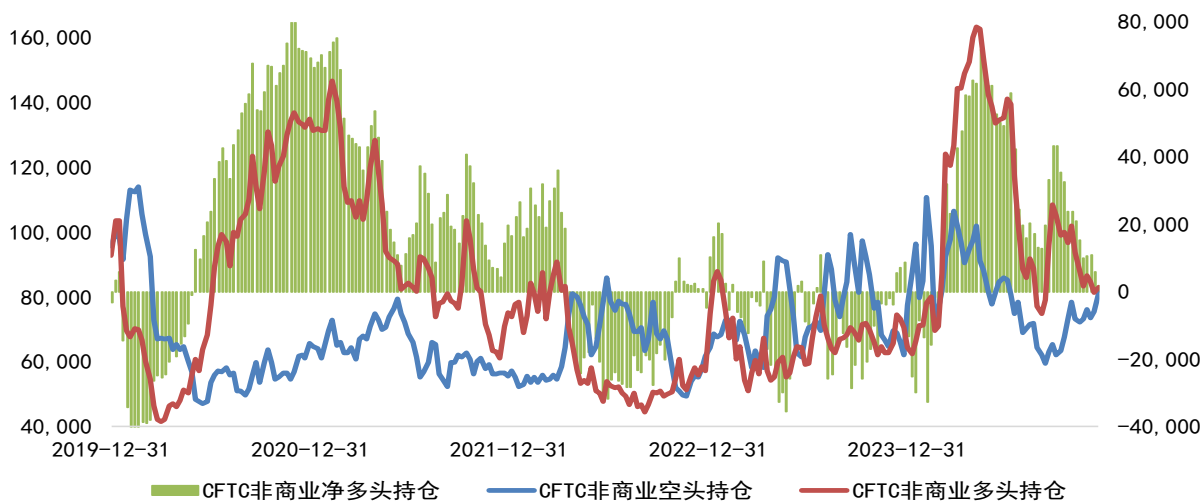
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 15：SHEF 库存及伦铜库存—分地区



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 16：CFTC 持仓



资料来源：WIND 新湖期货研究所

五、行情展望

周五公布的美国 12 月 ISM 制造业指数 49.3，好于预期，11 月为 48.4，铜价低位反弹。本周人民币大幅贬值，股市大跌，国债大涨，市场悲观情绪蔓延信心低迷，铜价亦破位下跌。此前国内会议释放的政策信号仅处于提振预期阶段，市场对当下弱现实悲观预期难以扭转，而且市场对特朗普上台后的不确定性的担忧仍在，铜价缺乏上冲动力。12 月国内铜消费有韧性，对铜价有所支撑。但季节性消费淡季即将来临，本周国内库存小幅累库，产业端带来的支撑减弱。预计铜价将低位震荡运行。

分析师：李瑶瑶

审核人：孙匡文

执业资格号：F3060236

投资咨询资格号：Z0014443

E-mail: liyaoyao@xhqh.net.cn

【免责声明】

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。