

期货研究报告

商品研究

沪铜月报

走势评级：铜——看涨

楼家豪——有色分析师

从业资格证号：F3080463

投资咨询证号：Z0018424

联系电话：0571-28132615

邮箱：loujiahao@cindasc.com

李艳婷——有色分析师

从业资格证号：F03091846

联系电话：0571-28132578

邮箱：loujiahao@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

## 供应趋紧，消费有空间，沪铜强运行

报告日期：

2024年4月2日

### 报告内容摘要：

美联储降息政策相对谨慎，政策空间不及预期。美联储主席鲍威尔多次在会议上表示，美联储仍然会谨慎对待降息举措，持续关注经济数据的表现，不会出现正常周期之外的降息举措，利率水平不会降至疫情前的低水平。因此，也能看出今年美联储的降息是相对谨慎的，降息空间不会太大，美元贬值的空间也相对有限，对铜的定价虽有支撑，但相对不及预期。

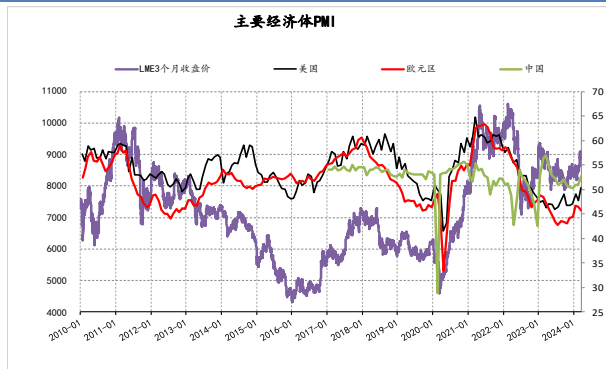
**供需逻辑：**此轮冶炼厂与矿商的博弈过程中，冶炼厂议价权持续被打压，加工费已经压至6.3美元/千吨的极低位，冶炼厂的生产利润持续被压缩，目前处于亏损的状态。CSPT建议冶炼厂开启联合减产，以缓解加工费持续下移的压力，冶炼厂后续可能通过减产或提前检修的方式强化议价能力。进入二季度后，受到保障性住房等支持，基建有望追赶进度，带动铜杆的消费。设备更新等政策进一步推动家电消费，保障铜管的消费。汽车领域受到汽车以旧换新的提振，也有望进一步打开空间。四月份，电解铜主要呈现供减需增的逻辑，基本面向好。

**核心观点：供应减产&需求提增****策略建议：关注正套行情****市场风险：需求落地不及预期**

## 一、宏观面分析

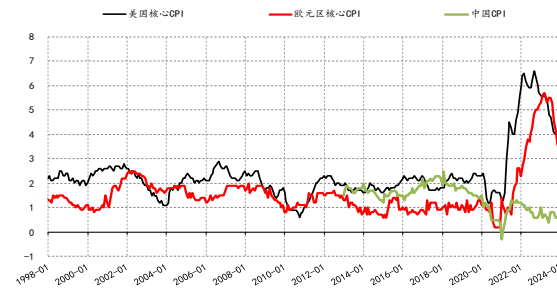
欧元区3月份制造业PMI数据录得45.7，低于2月份的46.5，仍然低于荣枯线，欧洲经济景气度持续走弱。从美国3月份制造业PMI数据来看，录得50.3，进入扩张区间，美国经济超预期回暖。中国3月份综合PMI为52.7，高于上月的50.9，财新中国制造业PMI录得51.1，上升0.2个百分点，目前总体数据显示中国的经济修复态势良好，处于持续回升的区间，制造业景气度不断回升，提振市场信心。

图1.全球三大经济体制造业PMI



数据来源：wind，信达期货研究所

图2.全球主要经济体核心CPI当月同比



数据来源：wind，信达期货研究所

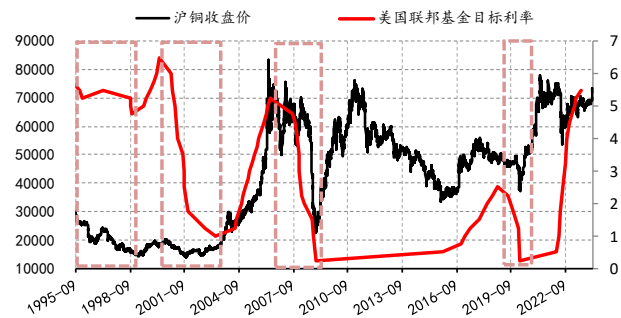
当前位置上，美国CPI数据回落速度放缓，美联储仍未对高企的联邦基金利率开展相关政策举措，并表示，当前美联储对降息政策是相对谨慎的。一方面要继续看美国的一系列经济数据表现，看是否支持开启降息举措；另一方面，年内不太可能开启正常周期意外的降息节奏，美联储开展降息的力度可能会低于预期。

图3.美债收益率利差倒挂逐步修复



资料来源：wind，信达期货研究所

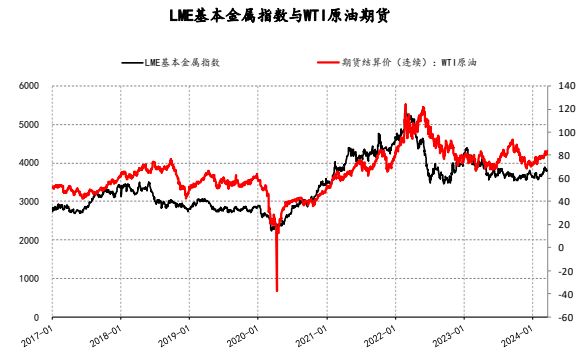
图4.高利率环境持续



资料来源：wind，信达期货研究所

**图 5.美国 GDP 数据短期走好**


资料来源: wind, 信达期货研究所

**图 6.铜油比走扩**


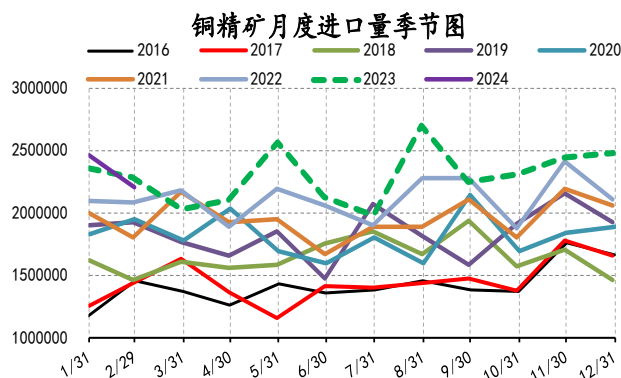
资料来源: wind, 信达期货研究所

美国 GDP 数据持续处于回升通道，经济触底反弹，美债收益率倒挂深度也在不断收缩，就业市场的景气度也是维持高水平，经济形势逐渐转好，如若经济数据持续回升，美联储政策转向就在不远的未来。

## 二、基本面分析

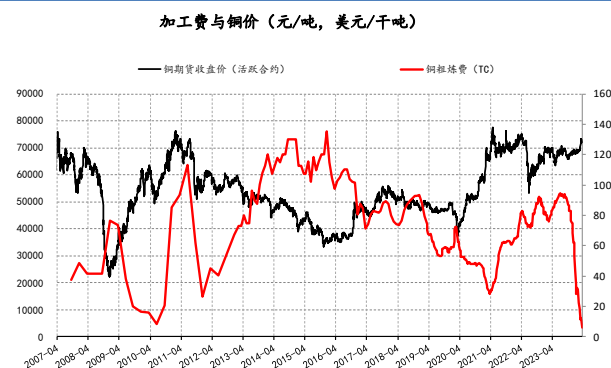
### 1. 供应：冶炼厂联合减产不可避免

图 7.铜精矿进口情况 (万吨)



资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

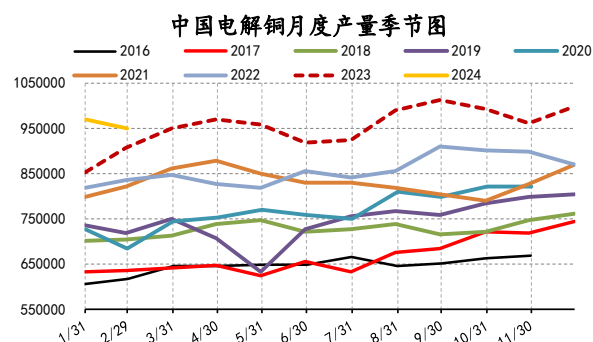
图 8.国内冶炼加工费 (美元/干吨)



资料来源: wind, 信达期货研究所

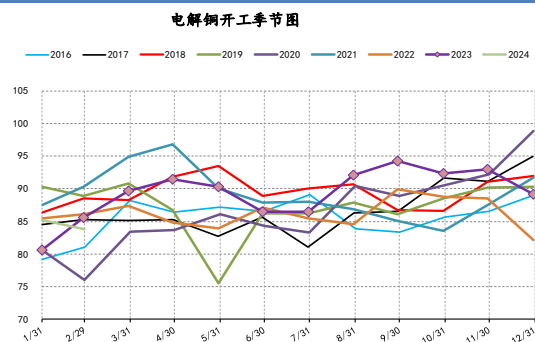
2024年1-2月，铜精矿进口量仍然维持高位，总进口量约为465.76万吨，同比增长0.49%。2024年开年冶炼铜产量更是远远高于历史同期，遥遥领先，1-2月份冶炼铜产量达到192.01万吨，累计同比增长9.03%。从上下游的表现来看，冶炼厂对矿端的需求仍处于高位，冶炼厂的议价能力势必会有所转弱，TC价格已经从上年的四季度初的90美元/干吨附近降至6.3美元/干吨，冶炼厂基本上已经转至深度亏损状态。近期CSPT组织冶炼厂开会，建议冶炼厂可以开启联合减产措施，建议减产5%-10%的幅度，应对加工费持续下滑的困境，冶炼厂大概率会联合减产或提前检修。

图 9.国内精炼铜月度产量 (万吨)



资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

图 10.电解铜月度开工率 (吨)



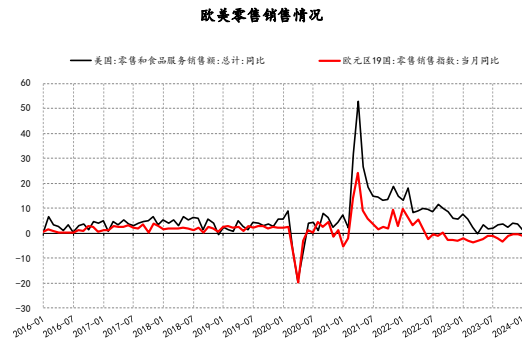
资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

一旦开启减产，冶炼产出将直接减少，加之当前进口盈利窗口尚未打开，进口量不太可能出现大幅度的提增，进口量也难以给到很好的增量。总体上看，二季度铜的供应偏紧，进一步紧缩的空间相对较大。

## 2. 需求：消费向好的态势不变

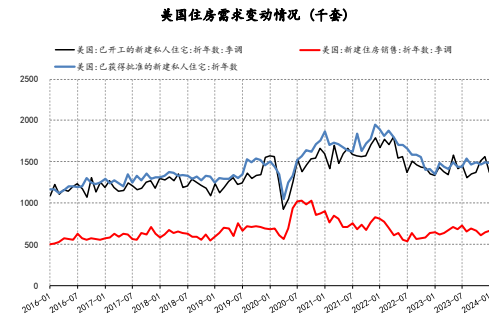
国外：开年以来，美国地产端的消费出现了明显的回暖，已开工的新建私人住宅和已获得批准的新建私人住宅数均出现明显的抬升，零售数据更是出现了质的飞跃，今年2月份零售和食品服务销售额同比达到5.55%，上月同比仅1.39%，处于近一年以来的新高。从系列的消费数据也能看出，美国经济的表现是相对强劲的，总体向好。不过欧元区仍然是非常疲软的态势，至今尚未修复。

图 11.欧美零售销售情况 (%)



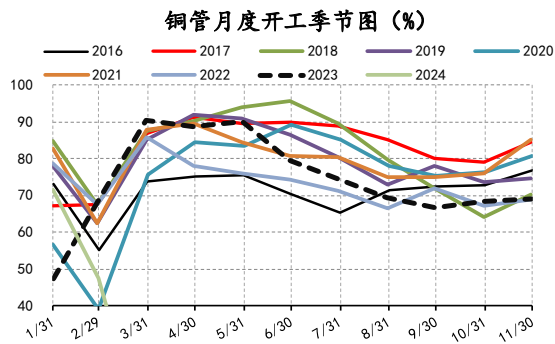
资料来源：wind，信达期货研究所

图 12.美国住房需求变动情况 (千套)

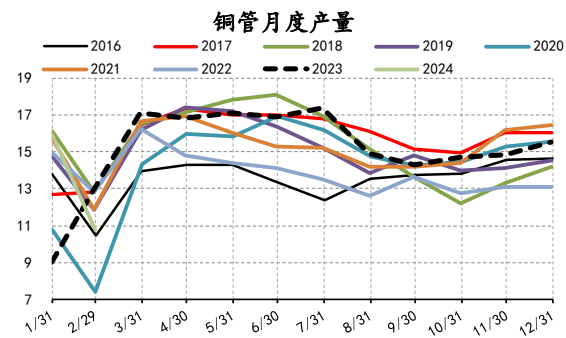


资料来源：wind，信达期货研究所

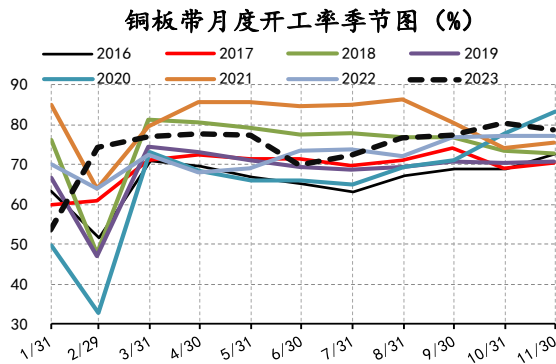
国内：2024年1-2月份，电网基本建设投资完成额累计值327亿元，累计同比增长2.3%，增速较上年同期走扩0.1个百分点，电源基本建设投资完成额761亿元，累计同比增长8.3%，增速较上年同期缩窄35.3个百分点。房屋竣工面积累计同比下滑20.2%，增速由9.7%转为-20.2%，商品房销售面积累计同比下降20.5%，降幅较上年同期扩大16.9个百分点。汽车产量累计383.52万辆，累计同比增长4.4个百分点，增幅较上年同期扩大18.4个百分点，新能源汽车累计118.9万辆，累计同比增长25.6%，增幅较上年同期扩大9.3个百分点。家用电冰箱累计1374.41万台，累计同比增长12.8%，增幅较上年同期扩大4.9个百分点，空调产量累计值3763.6万台，累计同比增长18.8%，增幅较上年同期扩大8个百分点。聚焦初级产品的表现来看，2024年开年，铜管的产量持续处于历史同期的高位，表现超预期；铜杆总体表现不及预期，主要是受到一季度基建投产较慢的影响，且电源投资增速出现大幅的下滑；铜板带月度产量基本上处于历史同期的最低位。总体看，除家电领域外，其他终端需求尚未给到加工商很好的正向反馈，且当前上游单边价格偏高，畏高情绪较浓，消费实质性表现并不太好。

**图 13.铜管月度开工情况 (%)**


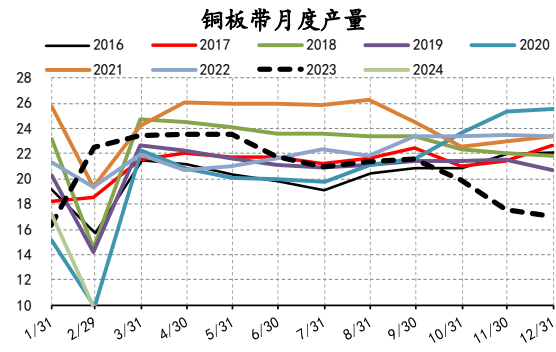
资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

**图 14.铜管月度产量季节图情况 (万吨)**


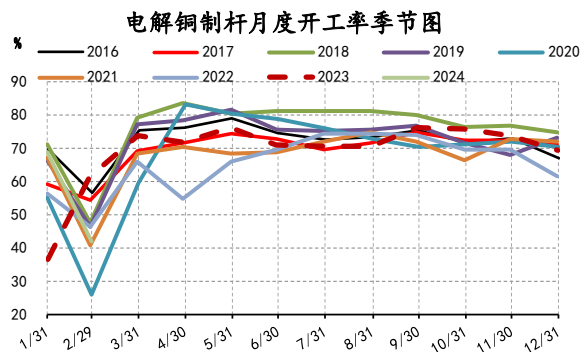
资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

**图 15.铜板带月度开工情况 (%)**


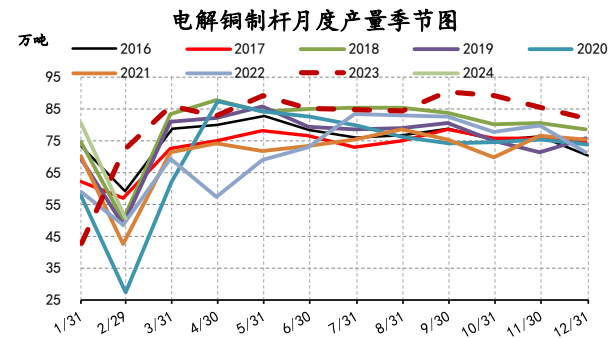
资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

**图 16.铜板带月度产量季节图情况 (万吨)**


资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

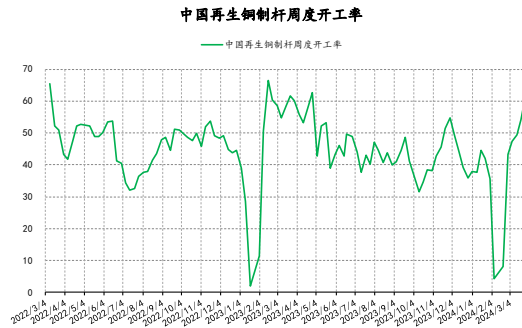
**图 17.电解铜制杆月度开工率 (%)**


资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

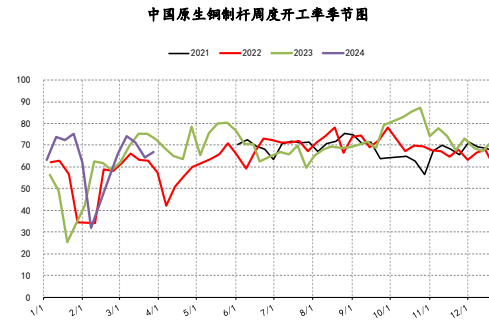
**图 18.电解铜制杆月度产量 (万吨)**


资料来源: wind, smm, 信达期货研究所



**图 19.再生铜杆周度开工率 (%)**


资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

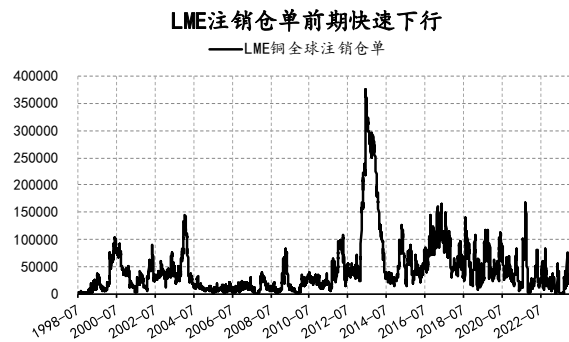
**图 20.原生铜杆周度开工率 (%)**


资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

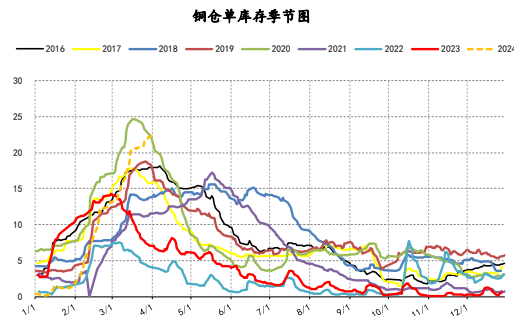
4 月份消费有望回暖：一方面，一季度基建投产不及预期，二季度追赶的概率较高；另一方面，地产竣工带动家电回暖，加上家电以旧换新的政策支持，铜管消费偏强；另外，汽车等其他设备的更新也可以进一步打开铜市场的消费。

### 三、市场结构分析

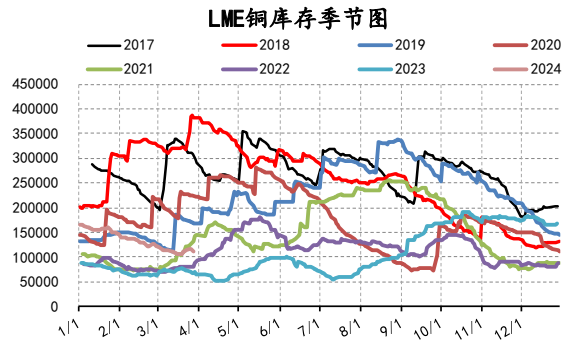
1. 预计即将进入去库周期。从库存端来看，上期所库存当前处于 22.12 万吨的水平，较上个月累增 67.7%，较上年同期累增两倍多。社会库存当前处于 39.12 万吨的水平，较上年同期下降 61%，较上月累增 28.5%。COMEX 库存绝对量为 2.73 万吨，较上月底累增 3.54%，较上年同期累增 87.55%。LME 库存当前绝对值为 11.25 万吨，较上个月下降了 8.3%，较上年同期累增 65.22%。总体上看，仓单库存和社会库存均处于历史同期的高位，尚未进入去库周期。

**图 21.三大交易所库存 (吨)**


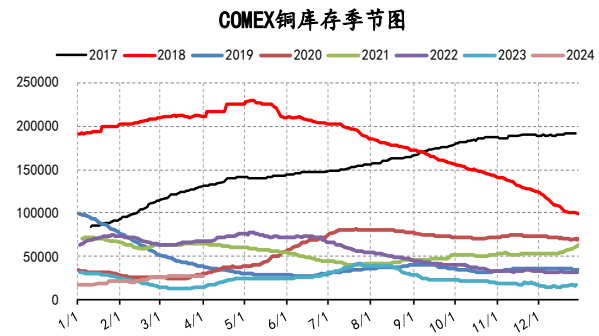
资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

**图 22.上期所仓单库存 (万吨)**


资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

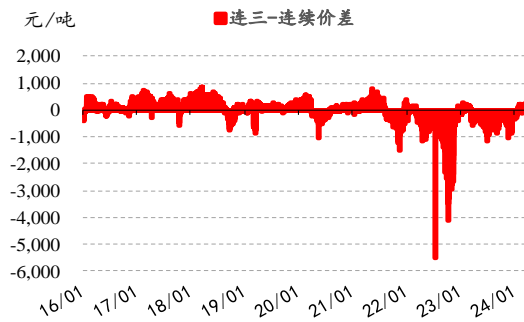
**图 23.LME 铜库存季节图 (吨)**


资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

**图 24.COMEX 铜库存季节图 (吨)**


资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

**2. 关注结构性行情走扩。**当前现货贴水，连续-连三价差持续弱运行，前期单边持续上行，现货价格支撑相对较弱。考虑到后续供应端减产，需求有释放的空间，而预期逐渐转弱，此消彼长的逻辑转化之下，铜市场有望形成正套行情。

**图 25.连三-连续价差**


资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

**图 26.上海铜现货平均升贴水与价格**

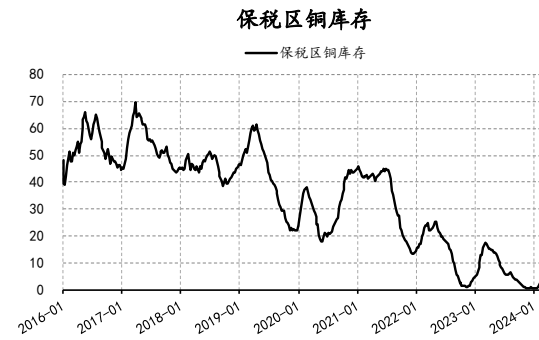

资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

**3. 进口窗口持续关闭状态, 精废铜替代矛盾转弱。**近来进口盈利窗口已经关闭, 洋山铜溢价低位运行, 国内进口需求逐渐转弱, 进口量的补充相对减弱。精废铜价差多次破位 2000, 处于中位偏高的水平, 此时废铜与精铜之间的价差过大, 废铜性价比更高, 市场转向废铜消费。

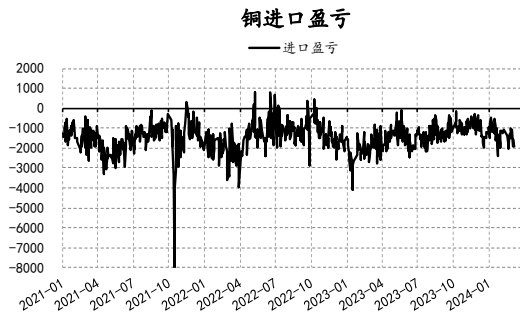


**图 27. 洋山铜溢价变动情况 (元/吨)**

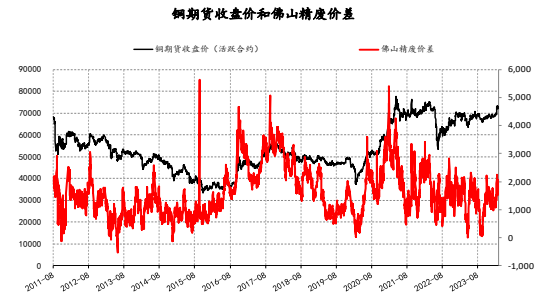

资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

**图 28. 保税区库存 (万吨)**


资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

**图 29. 铜进口盈亏 (元/吨)**


资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

**图 30. 精铜与废铜价差 (元/吨)**


资料来源: wind, smm, 信达期货研究所

## 五、技术分析

沪铜前期破了 72000 元/吨的压力位，而后持续在高位运行，下方支撑持续往上抬升，偏强运行。

图 31. 沪铜 2405 日 K 线



资料来源: wind, 信达期货研究所

## 六、观点与建议

**美联储降息政策相对谨慎，政策空间不及预期。**美联储主席鲍威尔多次在会议上表示，美联储仍然会谨慎对待降息举措，持续关注经济数据的表现，不会出现正常周期之外的降息举措，利率水平不会降至疫情前的低水平。因此，也能看出今年美联储的降息是相对谨慎的，降息空间不会太大，美元贬值的空间也相对有限，对铜的定价虽有支撑，但相对不及预期。

**供需逻辑：**此轮冶炼厂与矿商的博弈过程中，冶炼厂议价权持续被打压，加工费已经压至 6.3 美元/干吨的极低位，冶炼厂的生产利润持续被压缩，目前处于亏损的状态。CSPT 建议冶炼厂开启联合减产，以缓解加工费持续下移的压力，冶炼厂后续可能通过减产或提前检修的方式强化议价能力。进入二季度后，受到保障性住房等支持，基建有望追赶进度，带动铜杆的消费。设备更新等政策进一步推动家电消费，保障铜管的消费。汽车领域受到汽车以旧换新的提振，也有望进一步打开空间。四月份，电解铜主要呈现供减需增的逻辑，基本面向好。

**核心观点：供应减产&需求提增**

**策略建议：关注正套行情**

**市场风险：需求落地不及预期**

## 免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

## 评级说明

| 走势评级 | 短期（1-3个月） | 中期（3-6个月） | 长期（6-12个月） |
|------|-----------|-----------|------------|
| 强烈看涨 | 上涨 15%以上  | 上涨 15%以上  | 上涨 15%以上   |
| 看涨   | 上涨 5-15%  | 上涨 5-15%  | 上涨 5-15%   |
| 震荡   | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5%  |
| 看跌   | 下跌 5-15%  | 下跌 5-15%  | 下跌 5-15%   |
| 强烈看跌 | 下跌 15%以上  | 下跌 15%以上  | 下跌 15%以上   |

## 【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本6亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

## 【全国分支机构】

### ■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



### 公司分支机构分布

11家分公司 7家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司  
 福建分公司、苏州分公司、四川分公司  
 宁波分公司、东北分公司、广东分公司  
 上海分公司、湖北分公司

北京营业部、上海营业部、哈尔滨营业部  
 大连营业部、石家庄营业部  
 乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

## 扫一扫

下载 "信达期货赢+" App