

沪铜月报 2022.3：宏观与基本面博弈，铜价剧烈震荡

核心观点

2022年2月28日

报告联系人

信达期货有色团队

0571-28132578

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

浙江省杭州市萧山区宁国街道

利一路188号天人大厦19-20层

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：

www.cindaqh.com

- **地缘政治局势升温叠加美国高通胀，资金高度谨慎：**一方面，俄乌正式开战之后，战火逐渐蔓延至经济金融领域，欧美相继宣布对俄开展全面经济制裁，引发大宗商品市场悲观情绪蔓延，资金纷纷避险为主，避险情绪升至顶峰；另一方面，美国最新通胀率达 7.5%，创下 40 年来新高，美联储加息迫在眉睫，市场普遍产生 3 月加息的强烈预期。
- **低库存支撑逐渐减弱，back 结构走弱。**三大交易所库存持续去库，但仍处于低位区间，低库存支撑逐渐减弱，加之 LME 现货升水持续缩窄，铜市场供需结构转弱，back 结构转弱。
- **现阶段来看，市场主要交易库存和宏观情绪的逻辑。**目前受地缘政治和美国通胀爆表影响，市场情绪异常悲观，资金高度谨慎；全球三大交易所库存持续累增叠加 LME 现货升水缩窄，供需结构偏弱。宏观与基本面双向扰动，短期铜价高位震荡，波动加剧。中期，三月加息节奏初定，需求发力之下，沪铜上涨势能较强。
- **观点：**预计 3 月前期铜价处于宽幅震荡状态，波动加剧，后期或上涨。
- **策略建议：**逢低轻仓试多

一、宏观面分析：俄乌局势恶化与美国高通胀双重刺激，资金避险情绪高涨

从美国来看，PMI 数据仍处于历史高位盘整，更值得关注的是，美国 CPI 同比增长达到 7.5%，创下 40 年以来的新高，通胀压力已经爆表，美联储不断释放 3 月加息的鹰派信号。而对比目前的高通胀率来看，美联储利率已接近零值，也就意味着唯有尽快加息才有可能有效的抵御通胀，因此三月加息的可能性非常大。从国际局势来看，俄乌局势持续恶化，两国之战逐渐蔓延至经济金融领域，国际社会对俄制裁的呼声越来越高，引发大宗商品市场避险情绪高涨。在国际政治局势恶化和美国高通胀的双重压力之下，铜市场上避险情绪近乎达到顶峰。

图 1. 全球三大经济体制造业 PMI

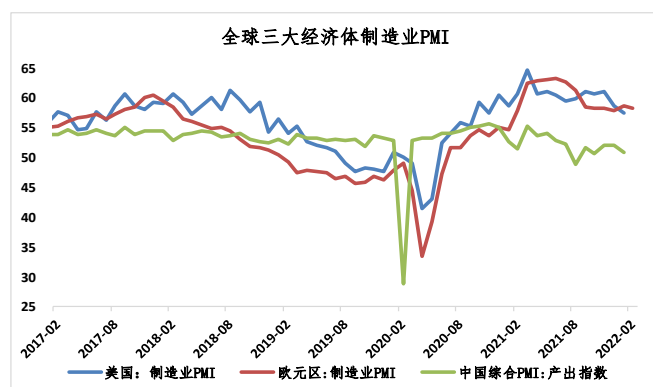
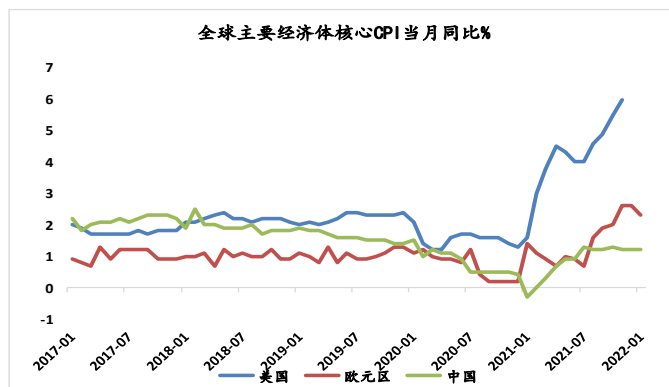
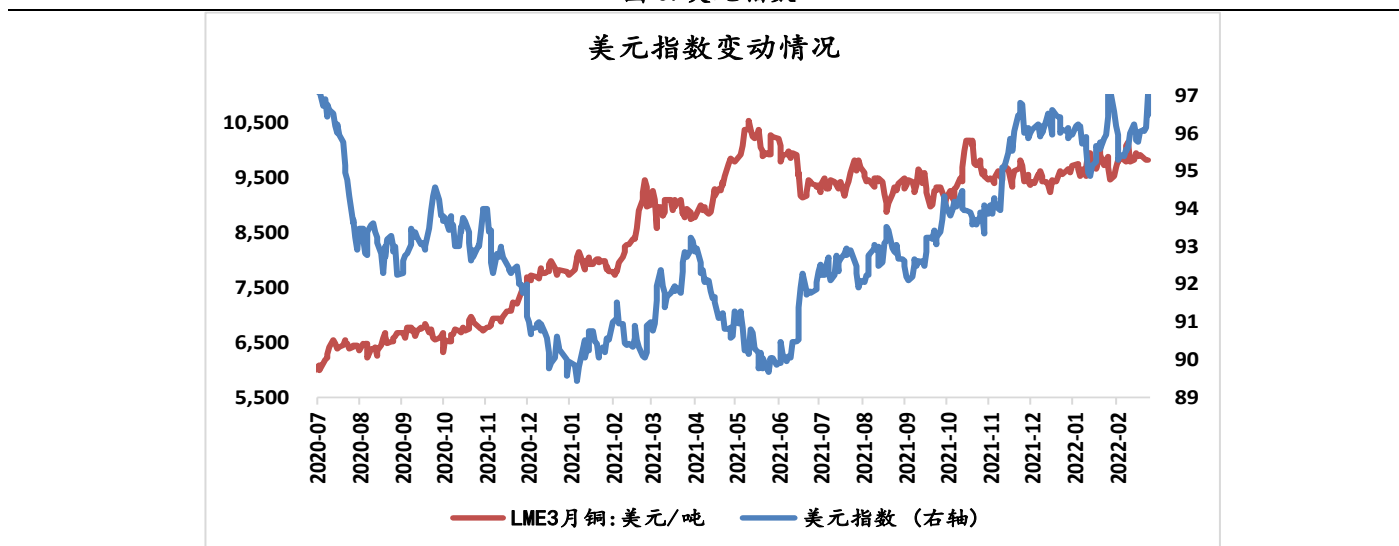


图 2. 全球主要经济体核心 CPI 当月同比



数据来源：wind，信达期货研发中心

图 3. 美元指数



数据来源：wind，信达期货研发中心

美元指数大幅上行：美元指数剧烈波动，对大宗商品的价格产生较强的扰动作用。

二、基本面分析：供应总体平稳，需求短期偏淡，中期偏暖

1. 供给：精炼铜产量延续上涨，TC 相对高位企稳，铜供给总体维持充足

从矿端来看，加工费方面，TC 加工费维持高位盘整状态，并有上扬的趋势，表明目前矿端的供应较为充足。

从精炼铜来看，2021 年精炼铜产量一直维持近年相对高位，精炼铜总体供应保持宽松。从铜矿及矿砂进口量来看，2021 年全年均保持在相对高位，并在下半年持续拉升。

图 4. 精炼铜产量（万吨）

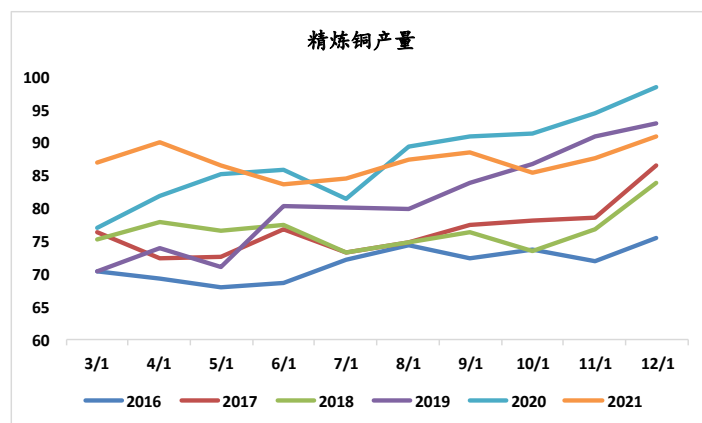
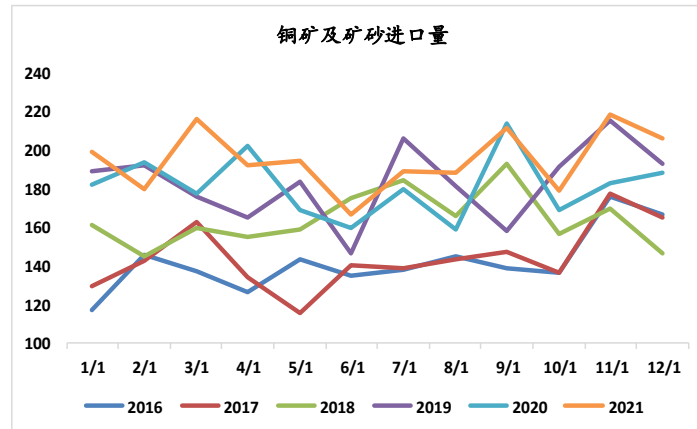
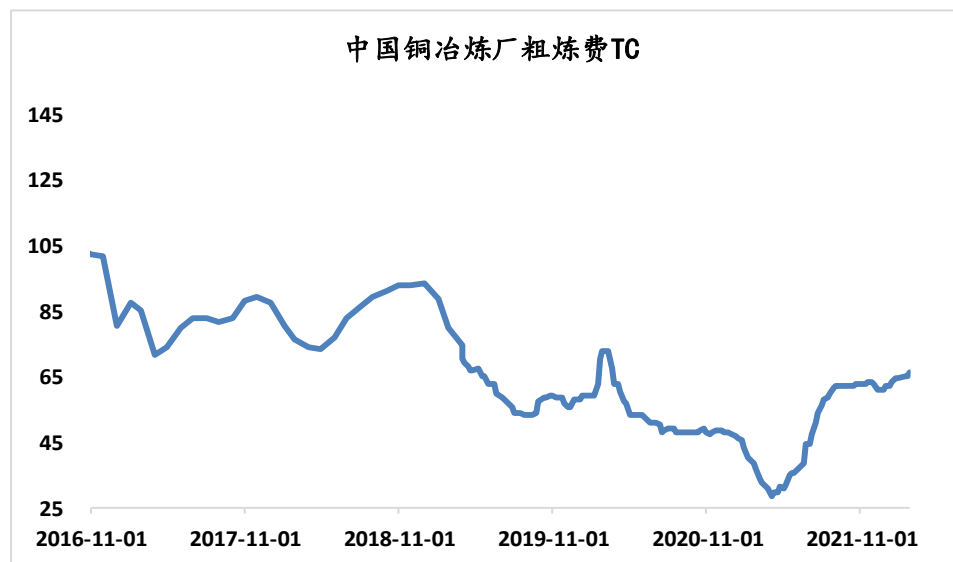


图 5. 铜矿及矿砂进口量（万吨）



数据来源：wind，信达期货研发中心

图 6. 中国铜冶炼厂粗炼费（美元/干吨）



数据来源: wind, 信达期货研发中心

自去年年初以来, 加工费开始大幅拉涨并在相对高位盘整, 矿端的供应一直在回暖。从 2016 年至今的供应也可以看出, 全球新项目投资增多, 冶炼产能稳步释放, 目前铜供应仍处于不断释放的周期内, 供应在逐年增长。

2. 需求: 短期处于季节性淡季, 后续需求有望爆发

2022 年 1 月份下游铜管及铜棒产能利用率均出现下滑, 分别下降 4.47 个百分点和 9.7 个百分点。春节前后, 国内下游消费处于季节性淡季, 复工复产仍需要一段时间的缓冲期。

图 7. 铜管产能利用率 (%)

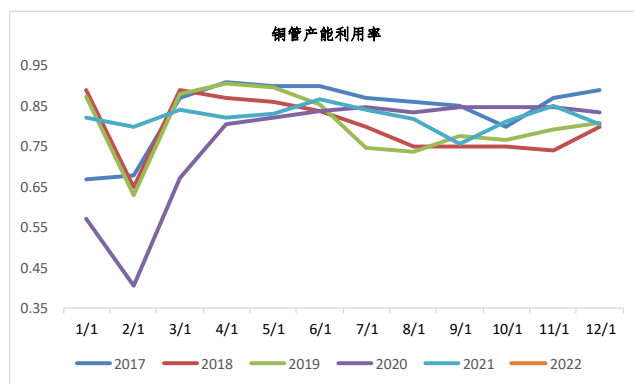
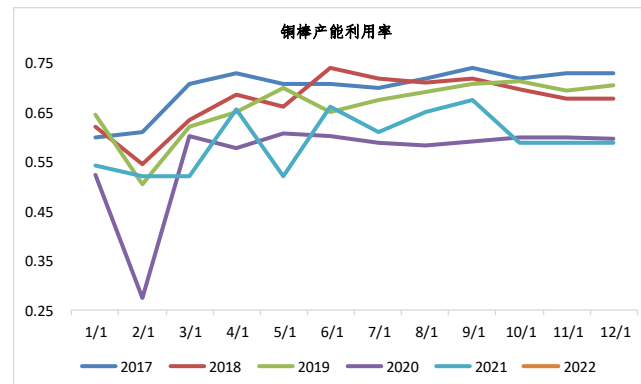


图 8. 铜棒产能利用率 (%)



数据来源: wind, 信达期货研发中心

2021 年 12 月份, 汽车当月同比增长转为正数, 新能源汽车当月同比由 112% 降到 113.5%, 汽车消费

出现明显回暖，总体上新能源需求仍处于高速发展阶段，随着芯片问题的逐步解决，未来今年晚些时候汽车需求会出现较为明显的好转。

电网、房地产和家电需求是相互关联的，房屋新开工面积累计同比为-11.4%，房屋竣工面积累计同比上涨 11.2 个百分点，较上月下降了 5 个百分点，房屋新开工面积与竣工面积累计同比均延续之前的下降态势。其中，电网需求是传统需求中占比较大且较为稳定的需求，电网投资完成额累计同比上升 1.1 个百分点，较上月下降 3 个百分点，总体上能保持正增长。且下游家电中，空调产量当月同比下降 1.7 个百分点，家用电冰箱产量当月同比下降 5.2 个百分点。需求数据显示，除汽车需求外，其他终端需求均处于季节性淡季。

图 9. 铜下游需求累计同比变动情况 (%)

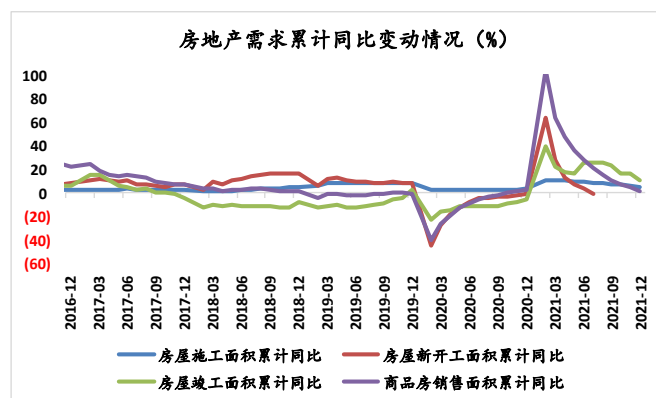
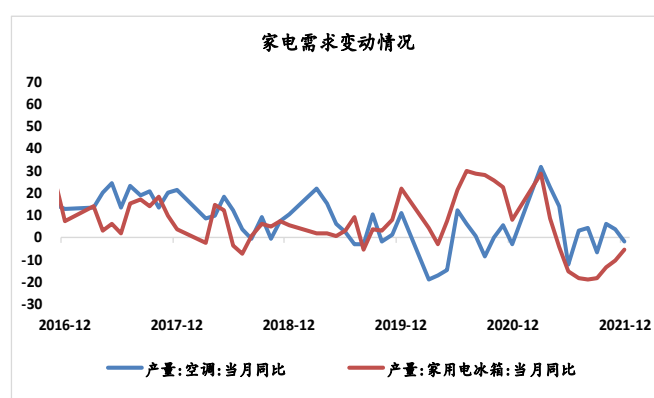


图 10. 国内铜下游需求变动情况 (%)



数据来源：wind，信达期货研发中心

短期来看，二三月份仍处于季节性淡季，各类终端需求表现均一般。但从中期来看，国家布局了一系列托底经济的政策，并且出台了多项放开房市的政策，基建和房产需求回暖的预期十分强烈；今年稍晚些时候，芯片问题有望得到较好的解决，汽车和新能源需求有望出现明显好转；在光伏发电成本持续下降和全球可持续发展政策等有利因素的推动下，光伏产业需求日益增长。因此，总体而言，需求出现大幅回暖的预期较为强烈，有望起到较强支撑。

三、市场结构分析：三大交易所库存持续累库，低库存支撑减弱，back 结构走弱

1. 三大交易所库存持续累库，但绝对量仍处于较低位。从库存端来看，上海保税区库存处于季节性累库周期内，库存上涨至 22.7 万吨，相较于 2022 年 1 月底上涨了 31.98%。COMEX 库存绝对量处于往年同期较低位，现库存 6.48 万吨，较上月底下降了 11.81%。LME 铜库存快速去库，较上月下降 14.58%。总的来看，三大交易所总库存量仍处于较低位，但低库存支撑逐渐减弱。

图 11. 三大交易所库存 (吨, 元/吨)

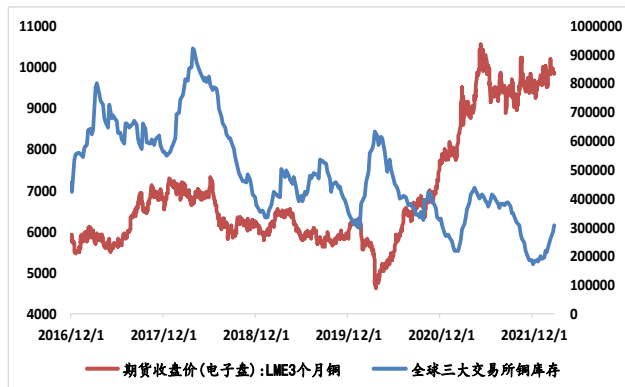
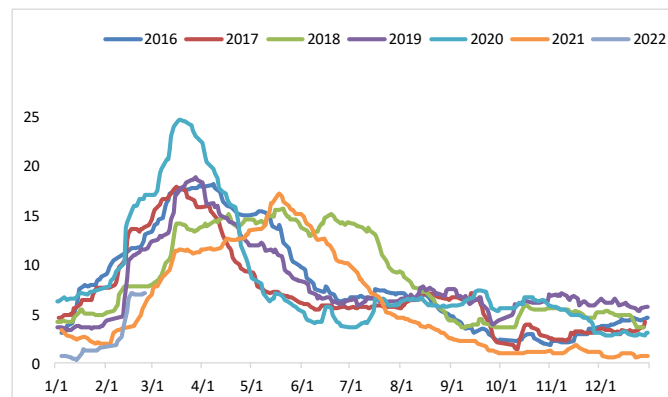


图 12. 上海保税区库存 (万吨)



数据来源: wind, 信达期货研发中心

图 13. LME 铜库存季节图 (吨)

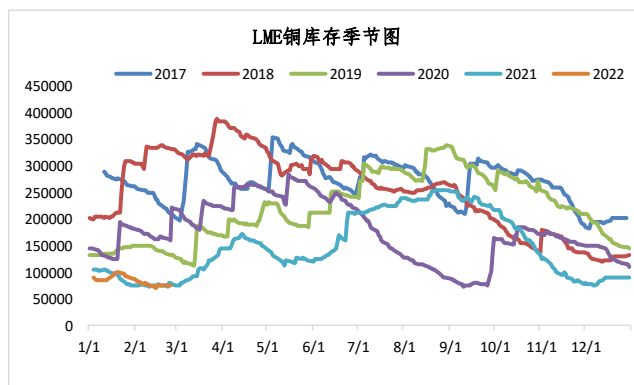
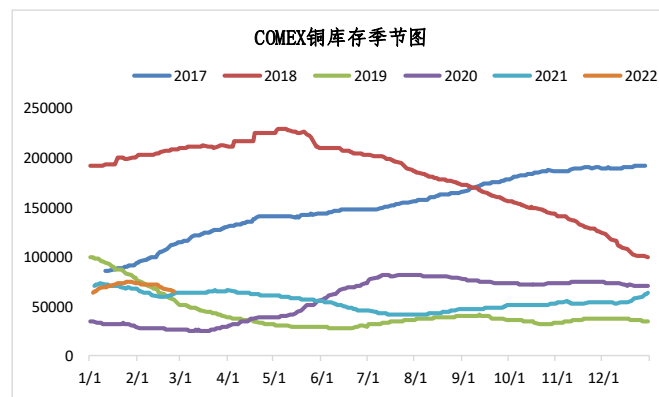


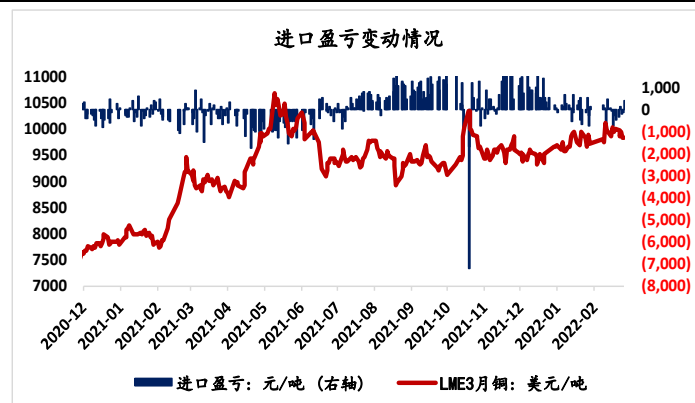
图 14. COMEX 铜库存季节图 (吨)



数据来源: wind, 信达期货研发中心

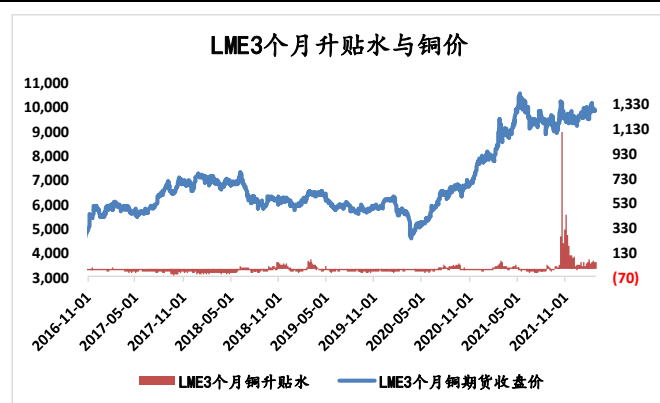
2. 进口盈亏幅度逐渐缩窄, LME3 个月升贴水连续缩窄, **back** 结构转弱。国内精铜供应格局中, 主要分为进口铜矿进行冶炼与直接进口精铜两种方式, 所以进口盈利窗口也是影响进口供应的主要因素, 进口盈亏反映国内国外两个市场的价格博弈情况, 可以反映贸易商通过跨市场获取的利润。2 月份进口盈利窗口并未展示出明确的方向, 但进口盈亏的幅度有所缩窄。近期, LME 一直处于现货升水状态, 但是升水幅度一直在缩窄, 叠加全球三大交易所库存持续累库, 目前供需结构持续转弱, **back** 结构略有走缓。

图 15. 进口盈亏变动情况



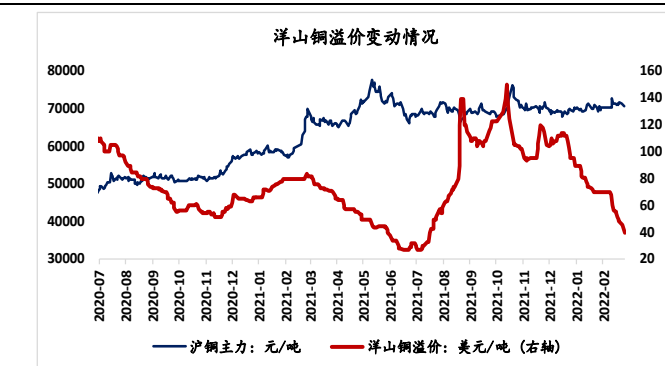
数据来源：wind，信达期货研发中心

图 16. LME3 个月铜升贴水与价格



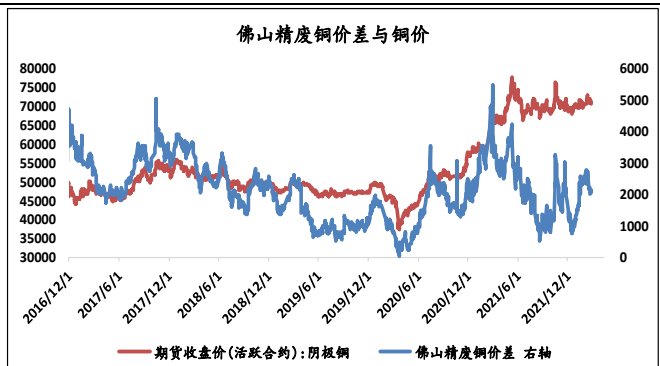
3. 洋山铜溢价回落至历史低位，精废铜价差冲高回落。洋山铜溢价反映了进口铜市场的供需平衡情况，反映由于洋山（间接反应上海、中国）现货铜的供需导致购买现货铜需要付出的超过铜价本身（LME3 个月期货铜价）的超额部分单价。2022 年 2 月以来，洋山铜溢价出现了大幅回调，较上月下跌 42.86%，反映进口需求转为疲软，主要因为进口盈利窗口尚未出现明显的方向，洋山铜溢价随之下降。本月精废铜价差前期大幅拉涨，月末受市场情绪影响，精废价差回落，市场逐渐转向精铜消费。

图 17. 洋山铜溢价变动情况



数据来源：wind，信达期货研发中心

图 18. 精废铜价差（元/吨）



三大交易所库存持续去库，但仍处于低位区间，低库存支撑逐渐减弱，加之 LME 现货升水持续缩窄，铜市场供需结构转弱，back 结构转弱。洋山铜溢价迅速回落并处于历史低位，佐证了进口需求表现清淡。精废价差冲高回落，目前市场对精铜的消费偏好减弱。

四、CFTC 持仓：基金净持仓处于低位

CFTC 持仓是一种市场情绪的直观指标，当出现极值状态时起到预警作用。基金净多头持仓变动与铜价走势保持非常良好的一致性，是辅助验证铜价的关键变量。基金净多单持仓能很好地揭示当前主力的操

作方向,是发动行情和推动行情的主要力量。2月以来,CFTC基金净持仓处于相对地位且宽幅震荡的状态,主要是由于当前国际形势极度不稳定,俄乌局势的走向并不明朗,西方国家对俄制裁的呼声很高,战火蔓延至经济金融领域,市场普遍悲观,资金产生避险情绪,多空双方均处于观望状态。

图 19. 基金净持仓与铜价 (张, 美元/磅)

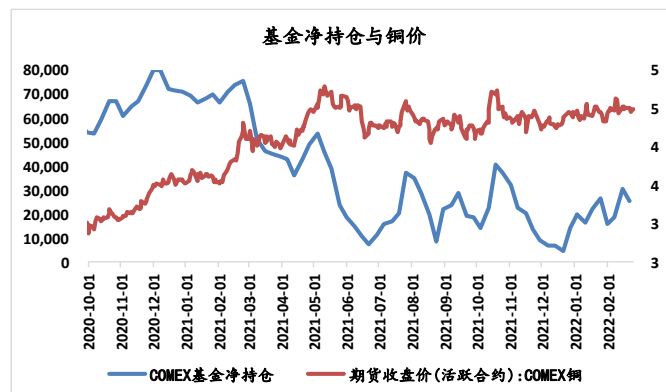
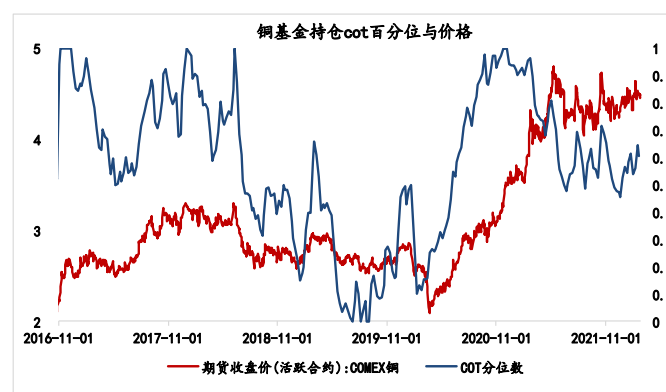


图 20. 基金持仓百分位指数与铜价 (美元/磅, %)



数据来源: wind, 信达期货研发中心

五、技术分析

沪铜 2204 主力合约多空力量博弈,底部抬升,顶部向上试探,预计铜价短期宽幅震荡,中期看多。

图 21. 沪铜 2204 日 K 线



数据来源: wind, 信达期货研发中心

六、观点与建议

地缘政治局势升温叠加美国高通胀，资金高度谨慎：一方面，俄乌正式开战之后，战火逐渐蔓延至经济金融领域，欧美再一次亮出所谓的经济制裁的武器，引发大宗商品市场悲观情绪蔓延，资金纷纷避险为主，避险情绪升至顶峰。另一方面，美国最新通胀率达 7.5%，创下 40 年来新高，美联储加息迫在眉睫，市场普遍产生 3 月加息的强烈预期。

低库存支撑逐渐减弱，back 结构走弱。三大交易所库存持续去库，但仍处于低位区间，低库存支撑逐渐减弱，加之 LME 现货升水持续缩窄，铜市场供需结构转弱，back 结构转弱。

现阶段来看，市场主要交易库存和宏观情绪的逻辑。目前受地缘政治和美国通胀爆表影响，市场情绪异常悲观，资金高度谨慎；全球三大交易所库存持续累增叠加 LME 现货升水缩窄，供需结构偏弱。宏观与基本面双向扰动，短期铜价高位震荡，波动加剧。中期，三月加息节奏初定，需求发力之下，沪铜上涨势能较强。

关注点：俄乌局势，全球总库存累库持续性

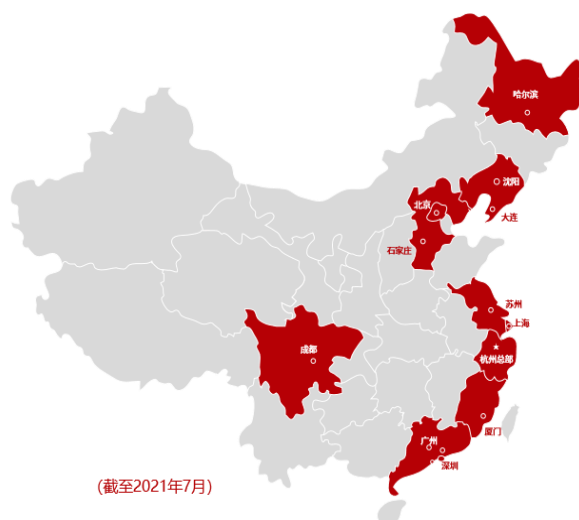
【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，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情况。期市有风险，入市需谨慎。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

【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 5 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】



公司分支机构分布

7家分公司 9家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司

苏州分公司、四川分公司、福建分公司、宁波分公司

北京营业部、上海营业部、广州营业部

哈尔滨营业部、大连营业部、沈阳营业部、石家庄营业部

乐清营业部、富阳营业部