

铜：宏观及供应提振，但需求有拖累

吴玉新

期货从业资格号：F0272619

投资咨询从业证书号：Z0002861

审核人：王伟伟

期货从业资格号：F0257412

投资咨询从业证书号：Z0001897

2024年3月10日



目录

CONTENTS

- 01 重点数据
- 02 本周策略
- 03 宏观数据
- 04 关注的价格
- 05 库存、估值
- 06 资金、其他
- 07 产业分析

01

重点数据

重点数据

项目	重要提示	评估
产量	预计3月国内电解铜产量为97.02万吨，环比增加1.99万吨升幅为2.09%，同比增加1.88万吨升幅为1.98% 2月中国电解铜产量为95.03万吨，环比下降1.95万吨，降幅为2.01%，同比增加4.68%	利空
净进口	12月进口34万吨，出口1.1万吨，净进口33万吨 11月进口40万吨，出口1.7万吨，净进口38万吨	中性
表观消费	12月表观消费量135万吨，同比增长12% 11月表观消费量135万吨，同比增长6%	利多
库存	SHFE铜库存：239245吨，周度环比增加24758吨 社会（含保税）库存：39.23万吨，周度环比增加4.34万吨 LME铜库存：112800吨，周度环比减少8575吨	利空
冶炼利润	TC 15.29美元/干吨（去年同期76.29美元/干吨） 零单冶炼环节亏损，长单冶炼仍有可观利润	利多
升贴水	现货升水均值-98元/吨，（上周-46元/吨）	利空

资料来源：wind,一德有色

02

本周策略

本周策略

【投资策略】：宏观预期偏积极叠加供应扰动，但现货较弱，价格或受拖累，前期多单适度减仓，观察能否有效上破，中长期仍以逢低多配为主。

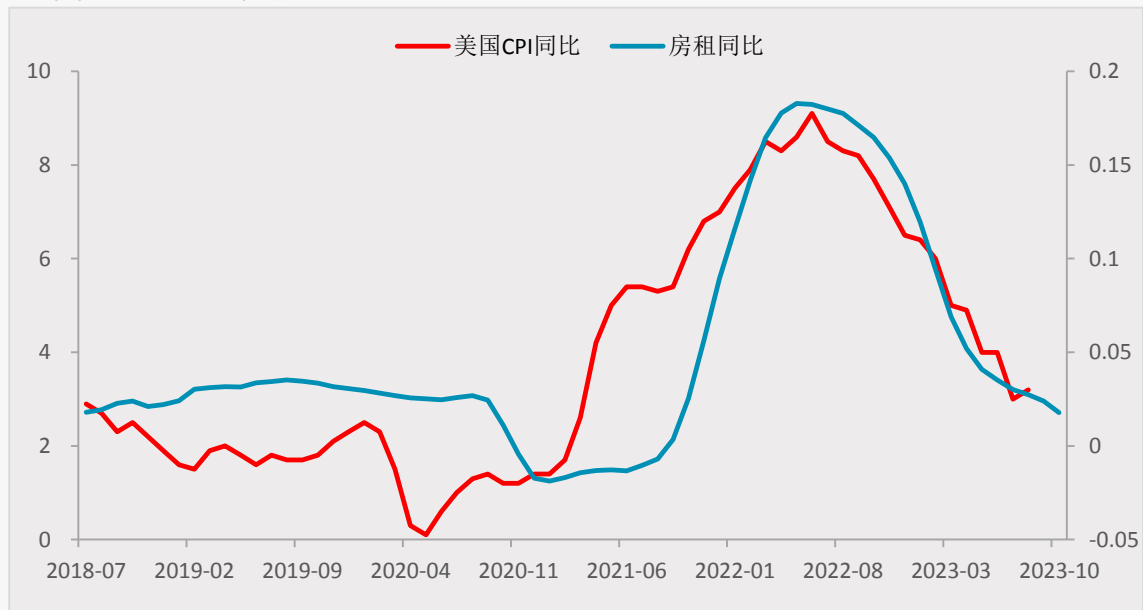
投资逻辑：宏观上，市场预期首次降息仍在6月份，但降息次数增加，叙事逻辑仍为软着陆、流动性宽松预期，美元继续走弱，支撑铜价；关注后续经济及通胀数据会否走弱，使得转向交易衰退逻辑。两会结束，广义财政超预期，设备更新等政策推出，但整体仍偏稳健，关注国内政策实际传导效果。供应上，矿山干扰继续，现货TC暴跌，按此TC计算冶炼利润转负，今年长单比例低于去年，关注后续能否有联合减产的可能；需求上，库存仍延续累库节奏，高铜价令铜材新订单增长缓慢，消费端整体弱于季节性，继续关注累库高度以及去库速度，随着旺季到来，国内需求恢复将恢复，预计3月下旬会更清晰。

03

宏观数据

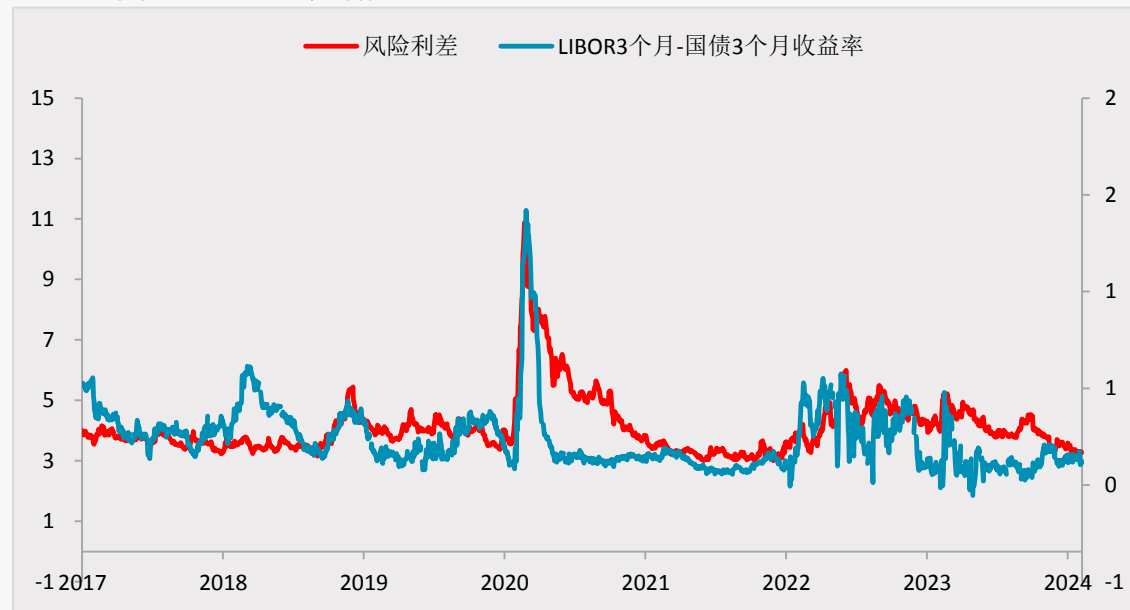
美国软着陆预期增加

图3.1：美国通胀数据



资料来源：wind、一德有色

图3.2：风险监测指标

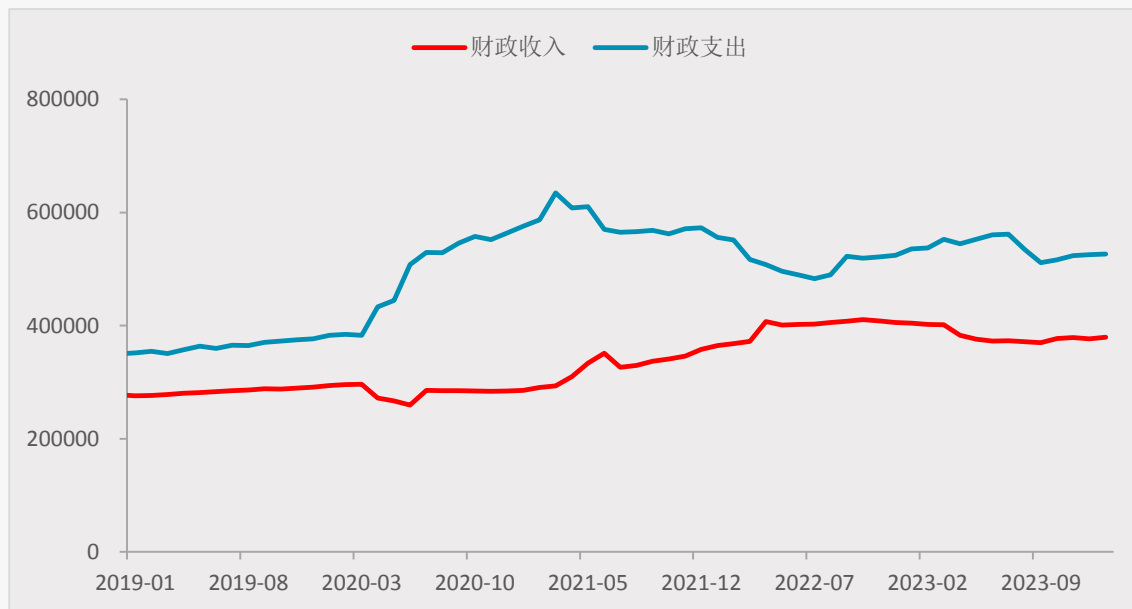


资料来源：wind、一德有色

- 美国通胀基于去年高基数惯性回落；
- 风险指标仍较为稳定；

美国软着陆预期增加

图3.3：美国财政收支



资料来源：wind、一德有色

- 财政支出仍很强劲；
- 或已处于被动去库阶段；

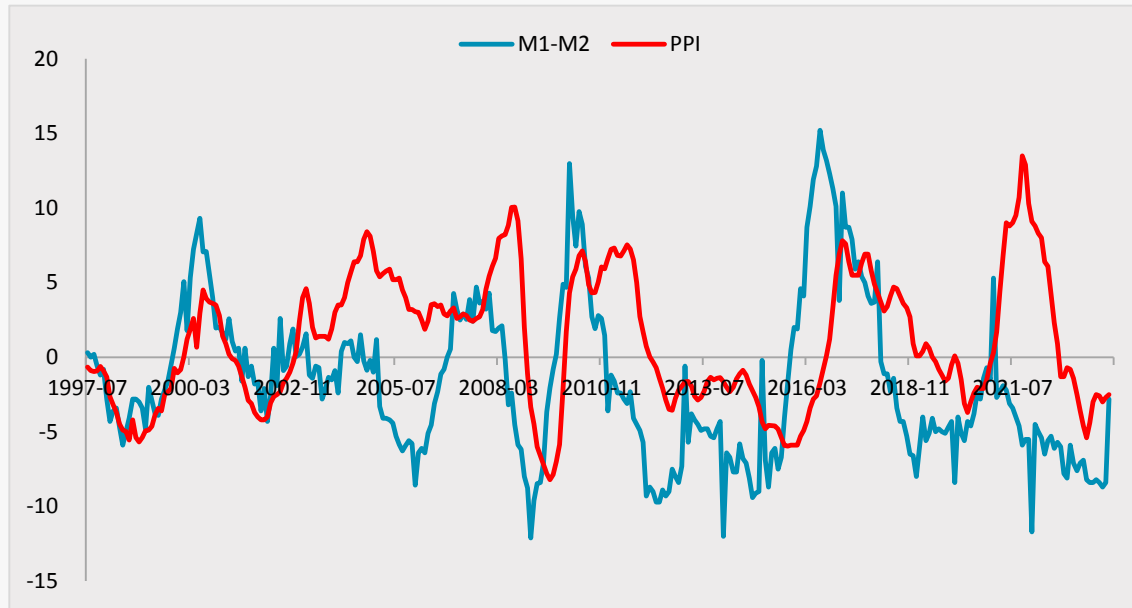
图3.4：美国库存周期



资料来源：wind、一德有色

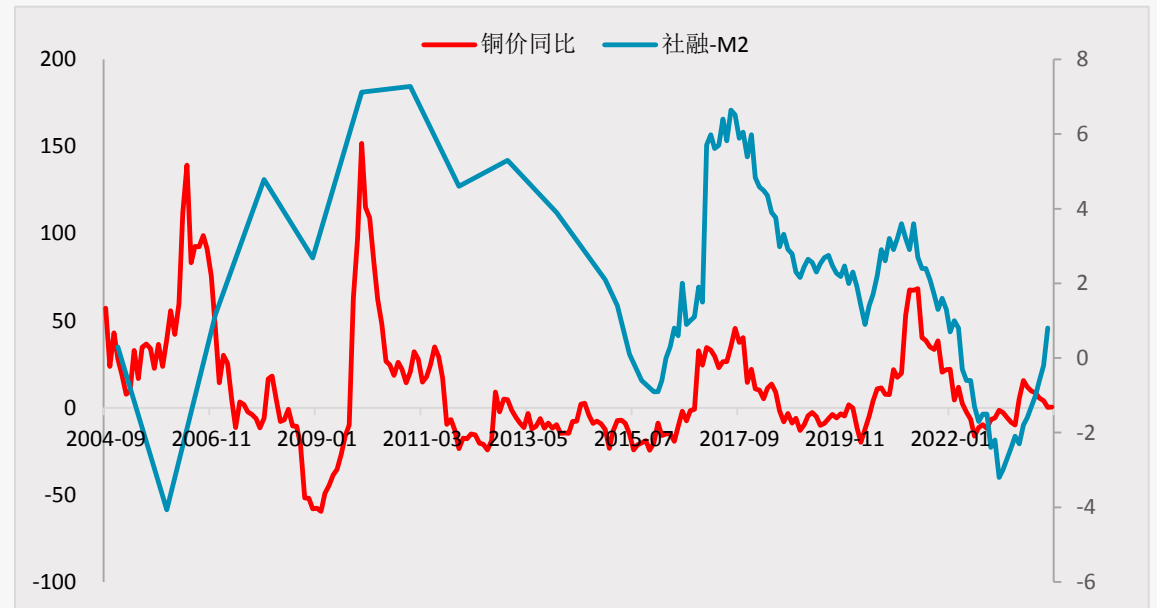
国内经济传导有顺畅迹象

图3.5：货币传导



资料来源：smm、一德有色

图3.6：信用传导

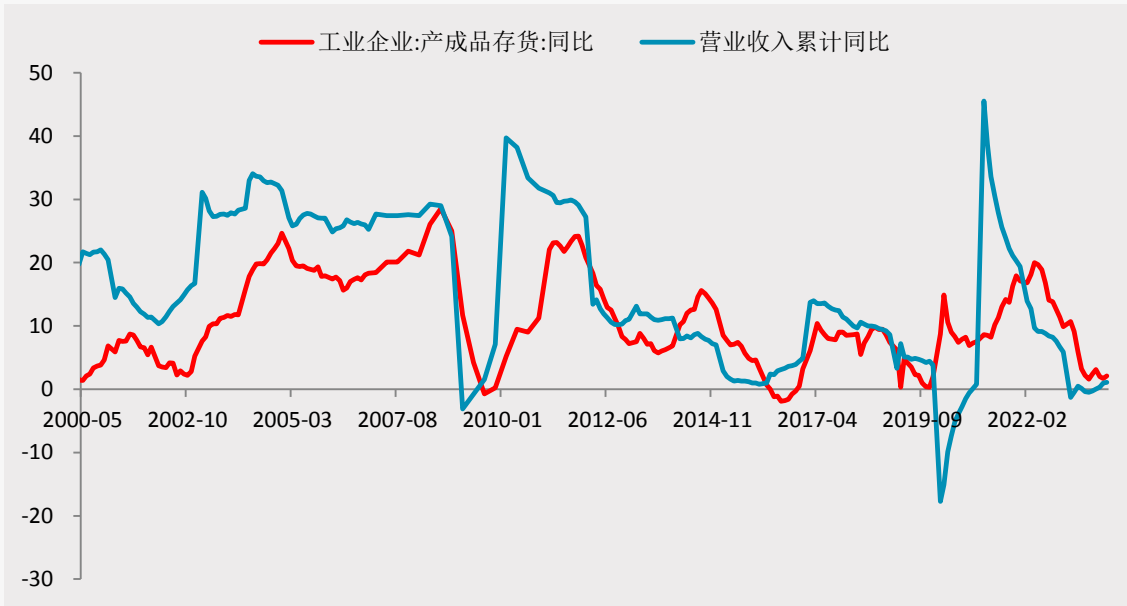


资料来源：wind、一德有色

- M1-M2历史低位回升，或节日错位导致，关注回升持续情况；
- 社融-M2见底，信用逐渐畅通，实体需求或已触底；

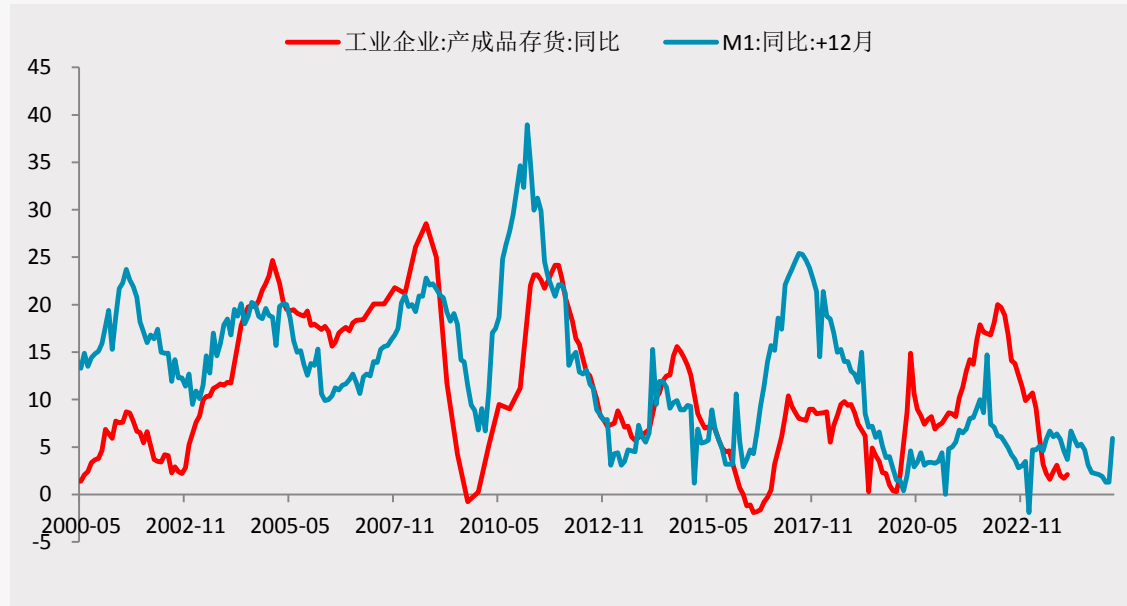
国内经济传导有顺畅迹象

图3.7：国内库存周期



资料来源：smm、一德有色

图3.8：M1向库存传导



资料来源：wind、一德有色

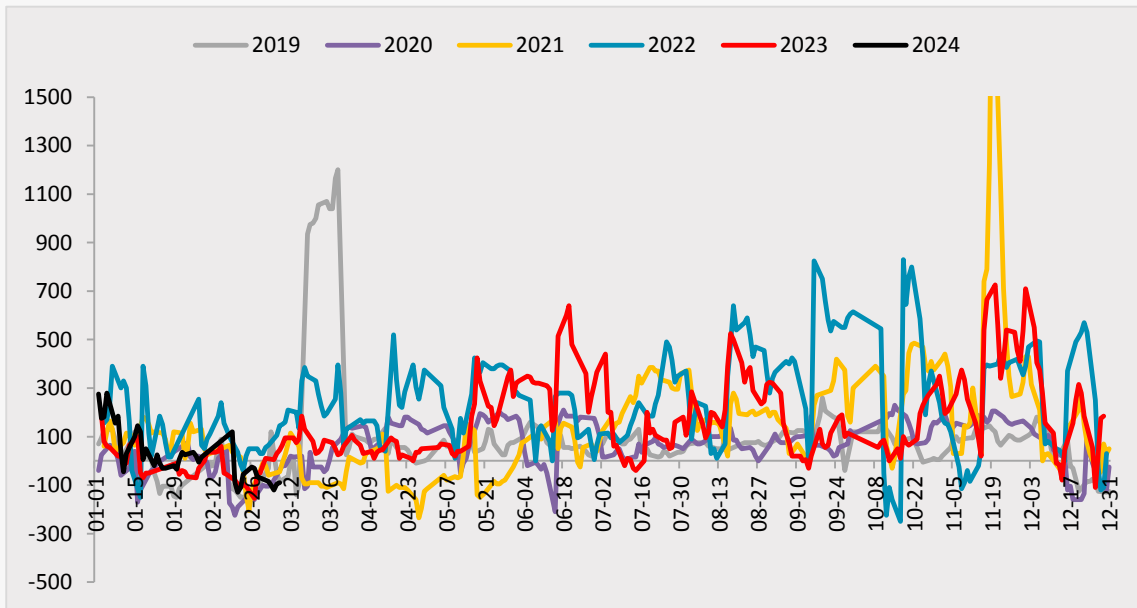
- 国内处于被动去库存阶段；
- M1回升或使得被动去库阶段加快（两种方式：需求回升或成本支撑）；

04

关注的价格

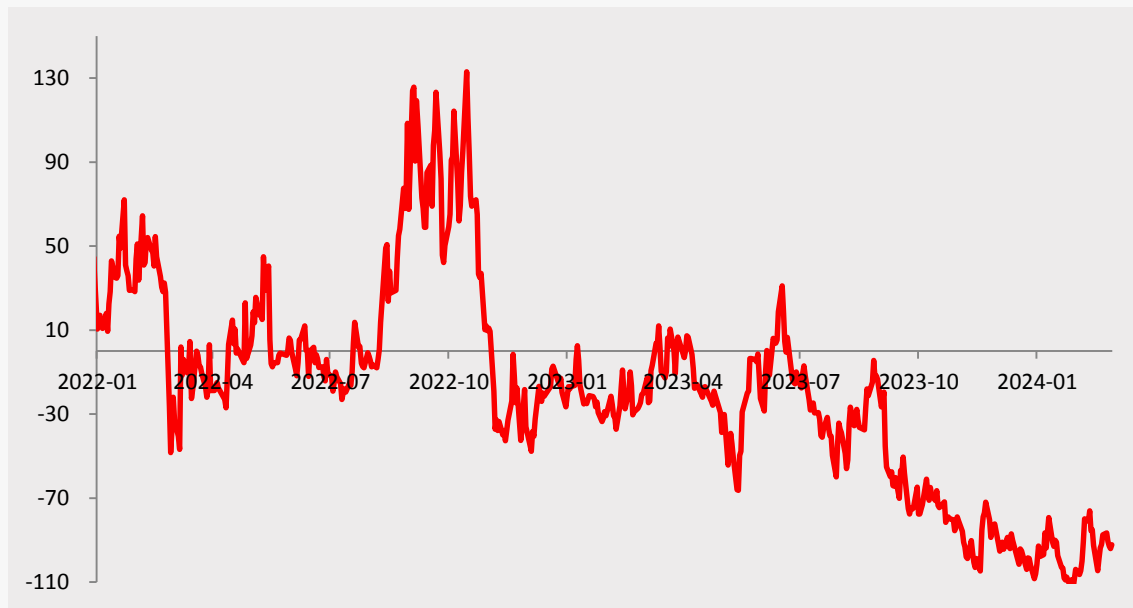
国内升水回落、海外低位

图4.1：国内现货升水



资料来源：smm、一德有色

图4.2：LME铜升贴水(0-3)

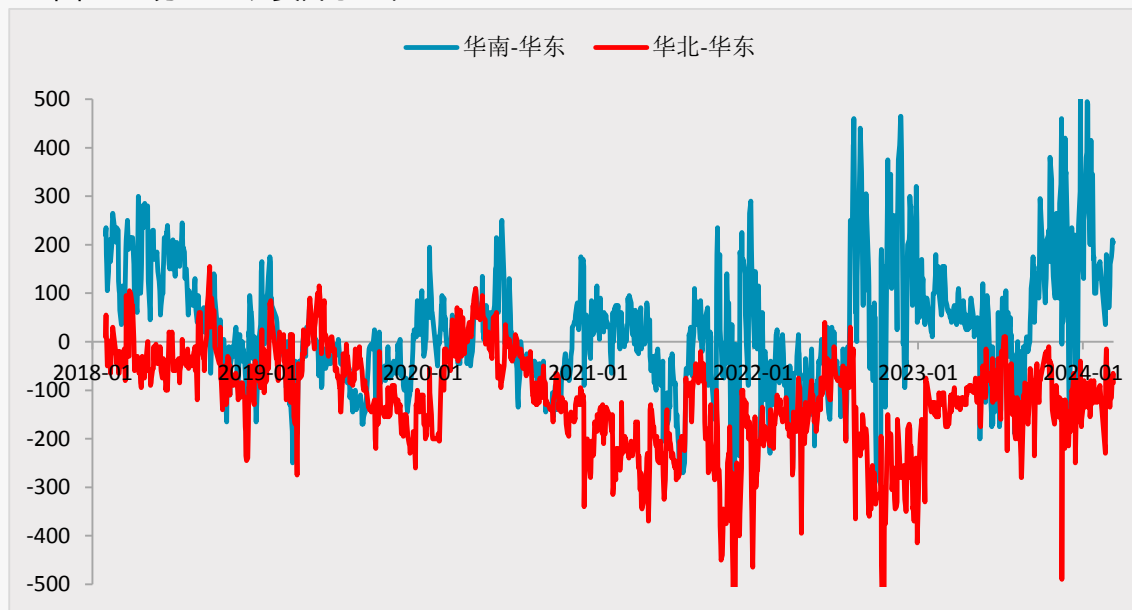


资料来源：wind、一德有色

- 截止周五，smm升贴水均值-98元/吨，上周为-46元/吨；
- Lme0-3为-92.23美元/吨，上周同期为- 87.5美元/吨；

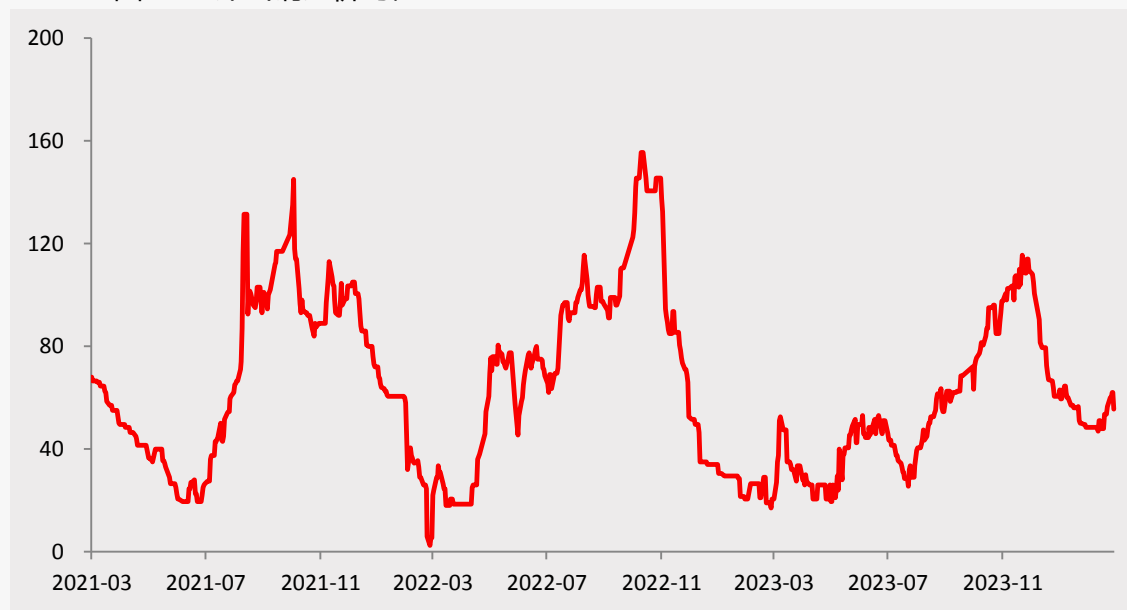
地区价差扩大；进口市场活跃度回升

图4.3：分地区现货升水差值



资料来源：smm、一德有色

图4.4：洋山铜溢价均值

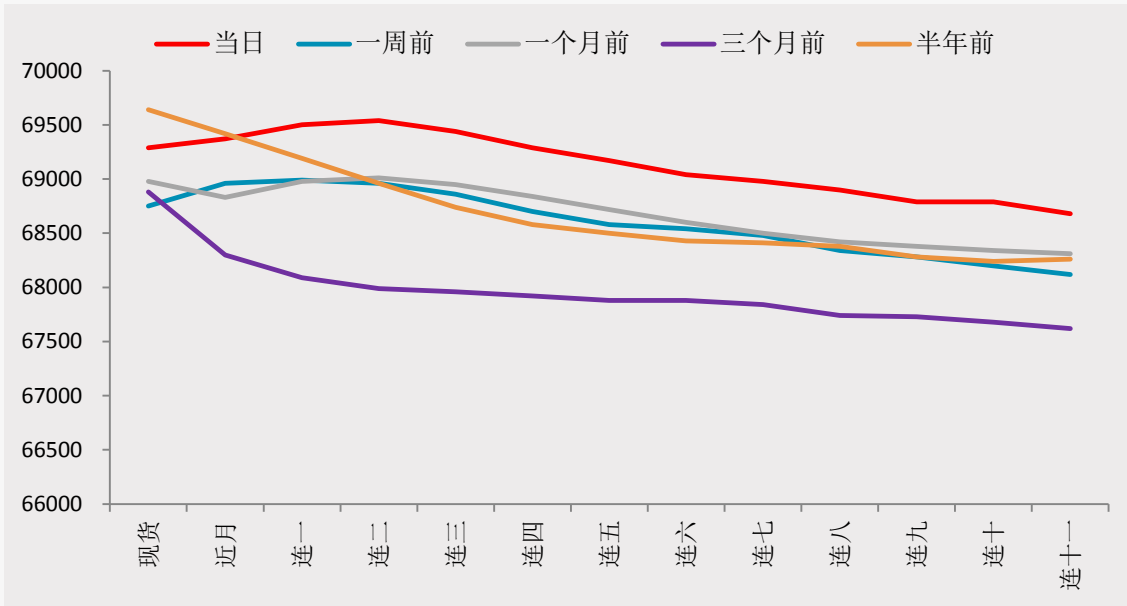


资料来源：wind、一德有色

- 周五，华南-华东价差为205元/吨，华北-华东价差为-85元/吨；
- 周五，洋山铜溢价均值为55.5美元/吨；

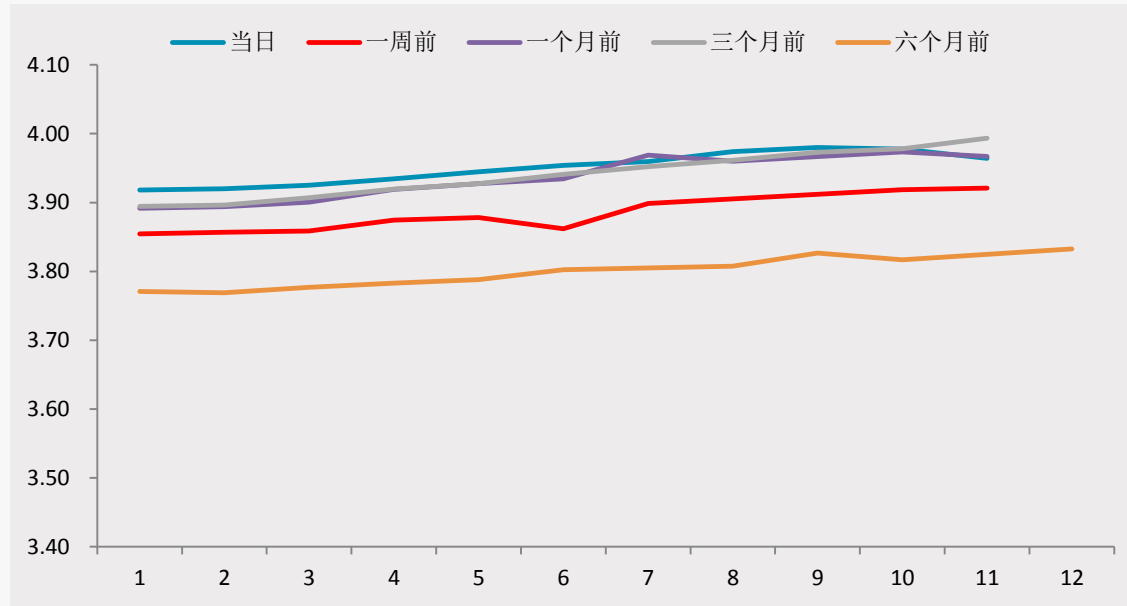
国内市场结构趋松

图4.5：沪铜远期曲线



资料来源：wind、一德有色

图4.6：comex铜远期曲线

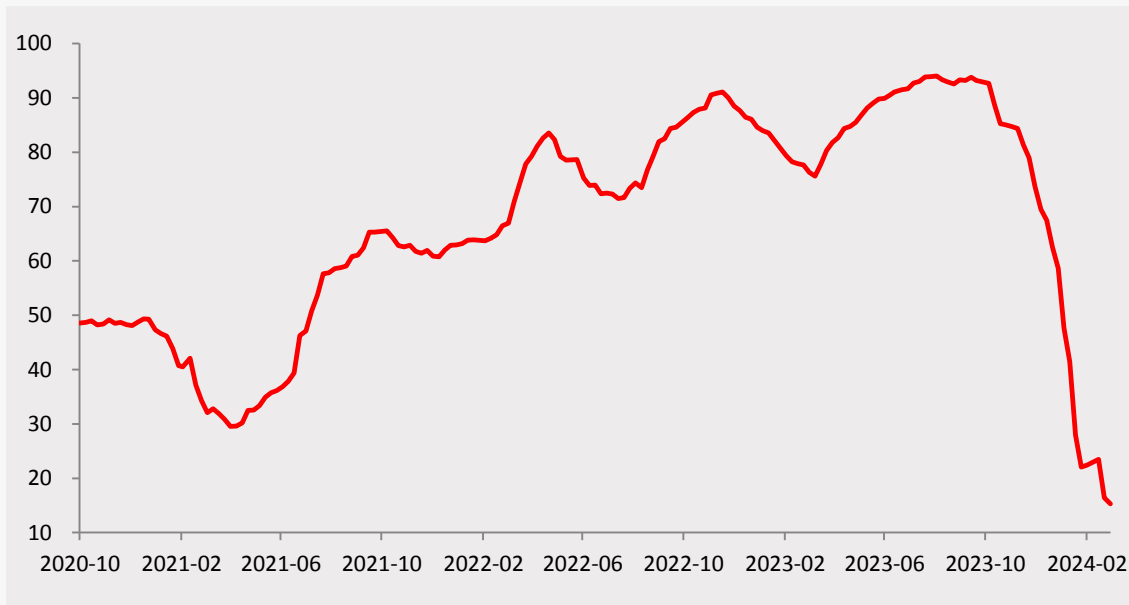


资料来源：wind、一德有色

- 沪铜反向市场结构近端走弱；
- Comex正向市场结构；

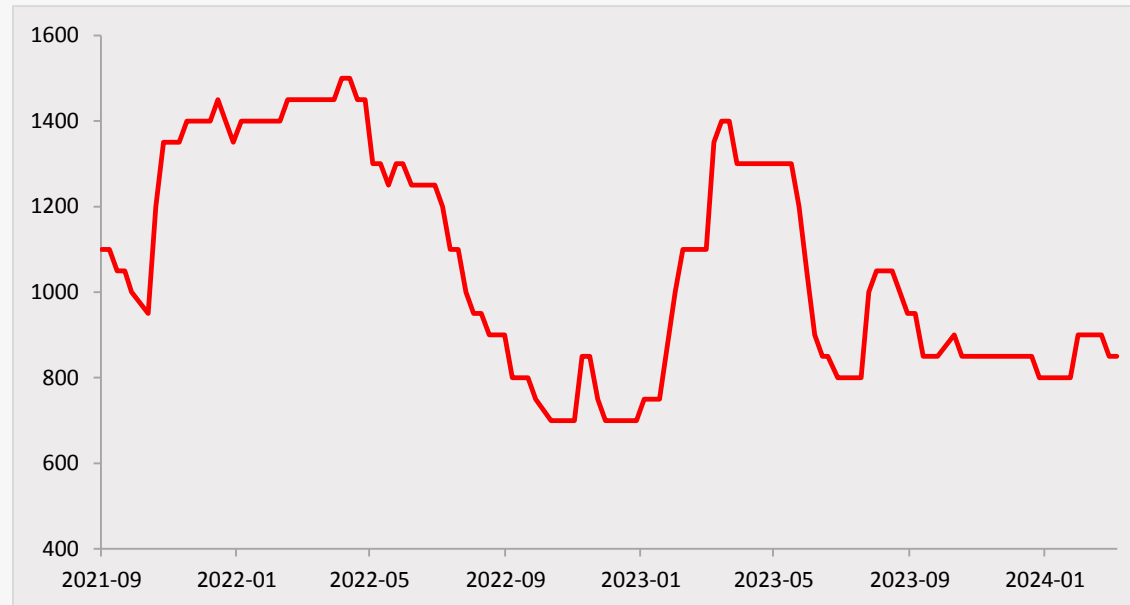
矿端继续收紧

图4.7：现货进口TC



资料来源：smm、一德有色

图4.8：国内南方粗铜加工费

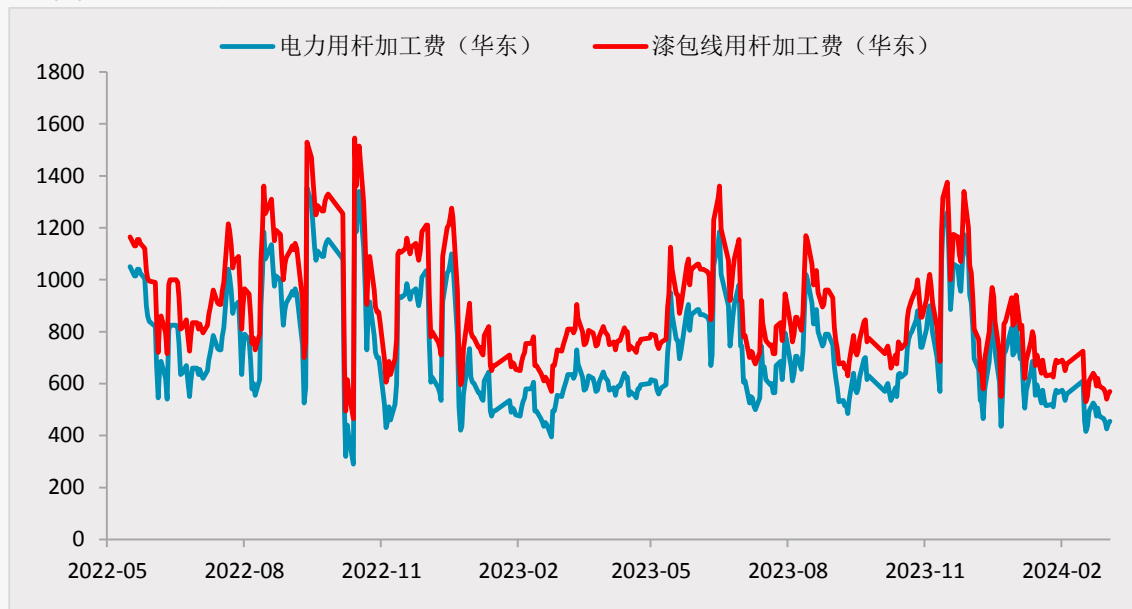


资料来源：smm、一德有色

- 现货进口TC为15.29美元/吨，回落，海外矿山扰动所致；
- 粗铜加工费为850元/吨，回落，粗铜供应或将紧张；

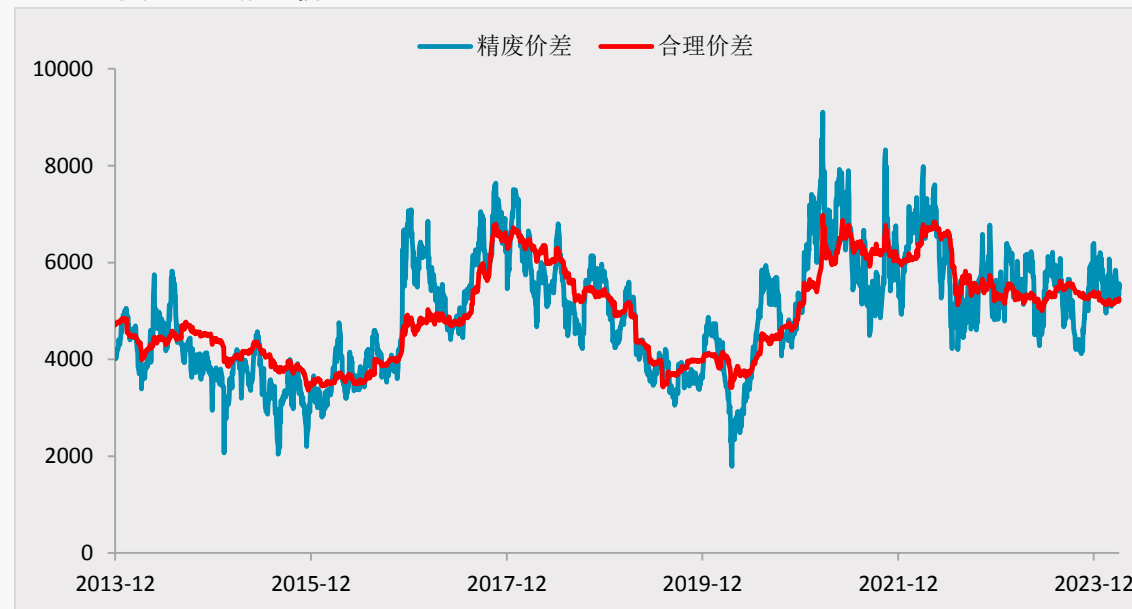
精铜需求回升

图4.9：加工费



资料来源：smm、一德有色

图4.10：精废价差



资料来源：smm、一德有色

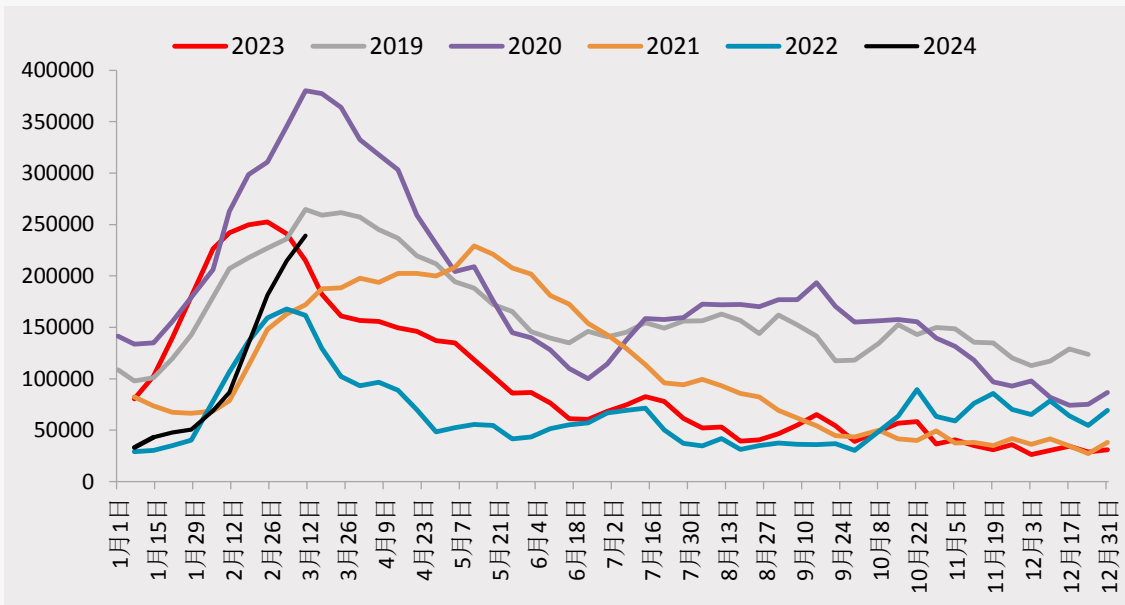
- 截止周五，华东电力用杆加工费为455元/吨，漆包线用杆加工费为570元/吨；
- 精废价差收窄，对精铜需求回升；

05

库存、估值

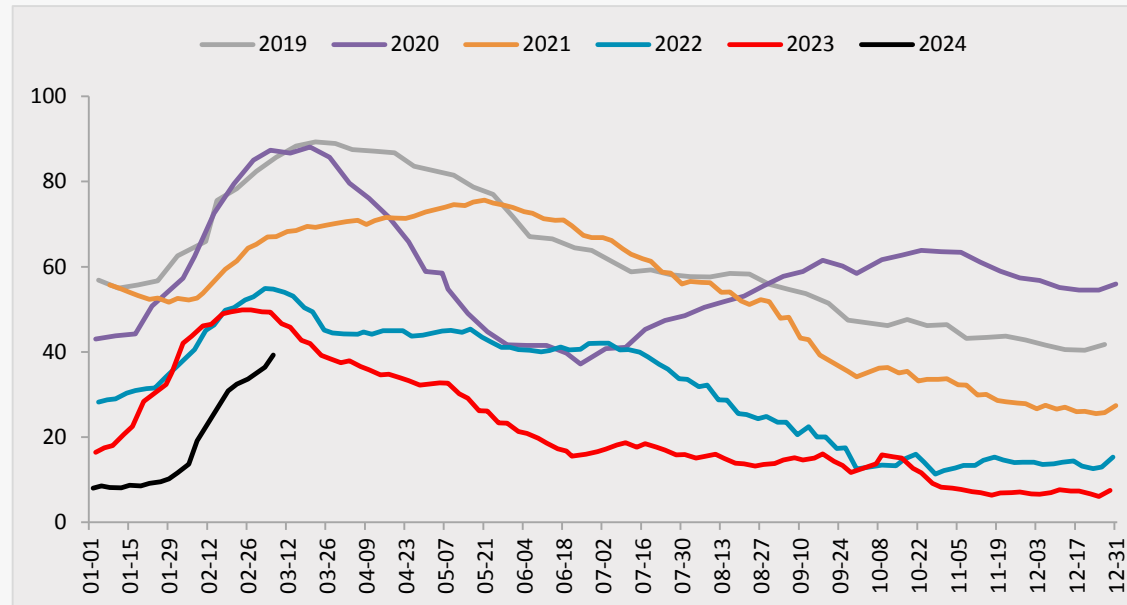
国内库存回升

图5.1：上期所库存季节性



资料来源：wind、一德有色

图5.2：社会库存（含保税）季节性

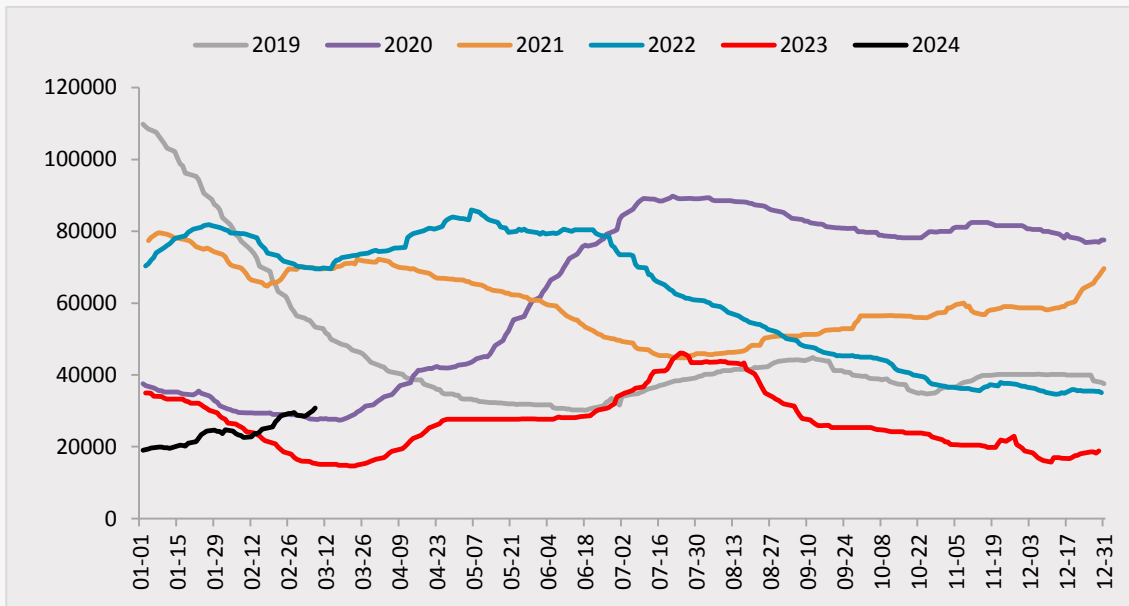


资料来源：smm、一德有色

- SHFE铜库存：239245吨，周度环比增加24758吨；
- 社会（含保税）库存：39.23万吨，周度环比增加4.34万吨；

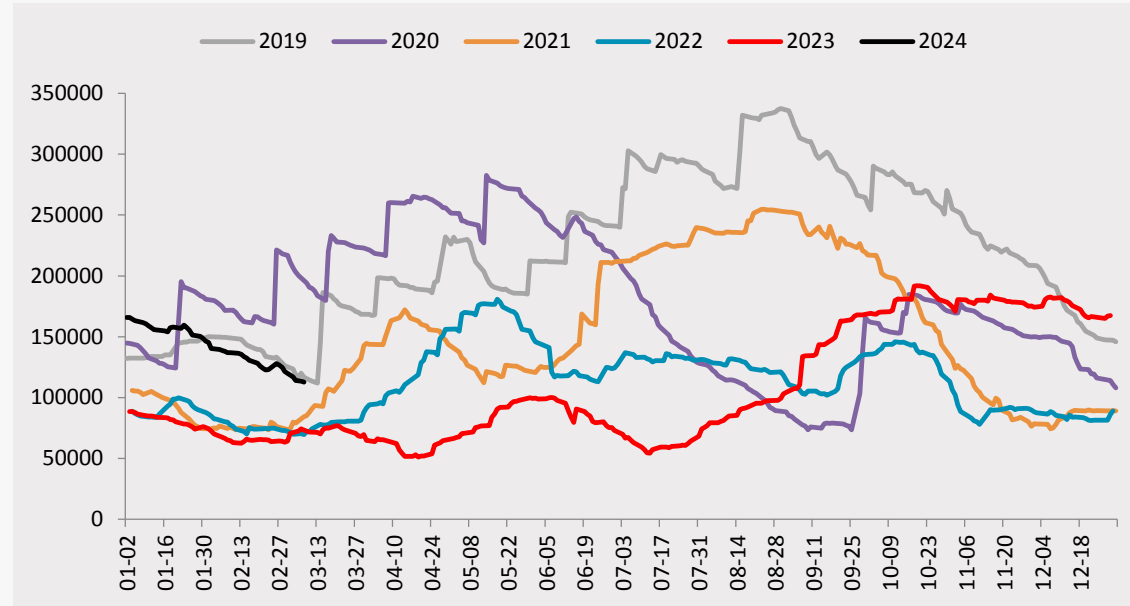
海外库存回升暂缓

图5.3：comex库存季节性



资料来源：wind、一德有色

图5.4：lme库存季节性

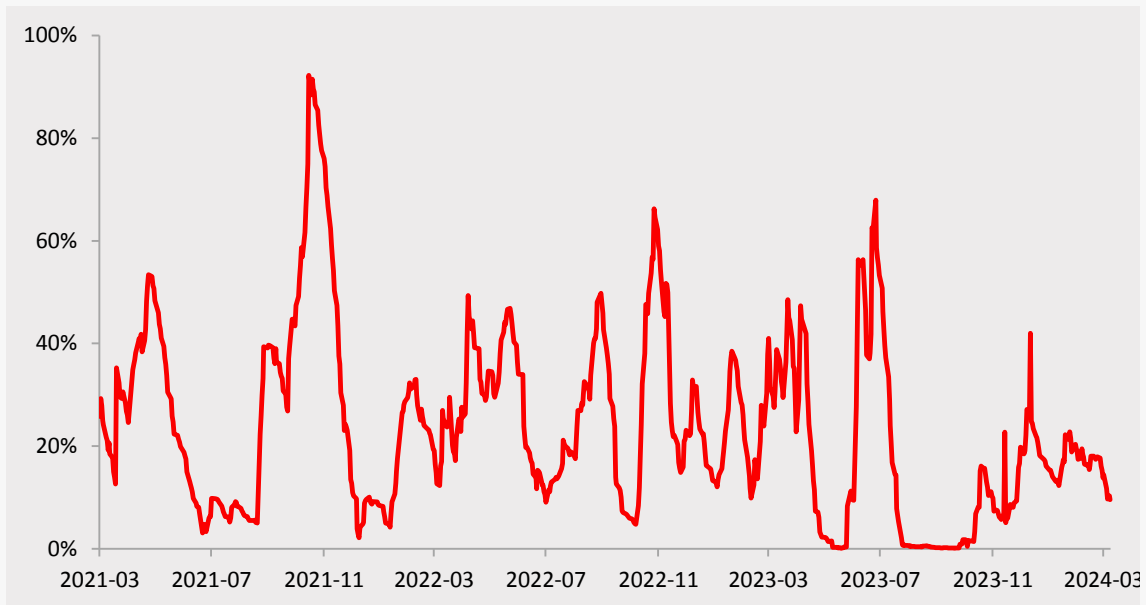


资料来源：wind、一德有色

- LME铜库存：112800吨，周度环比减少8575吨；
- comex铜库存：30817吨，周度环比增加1964吨；

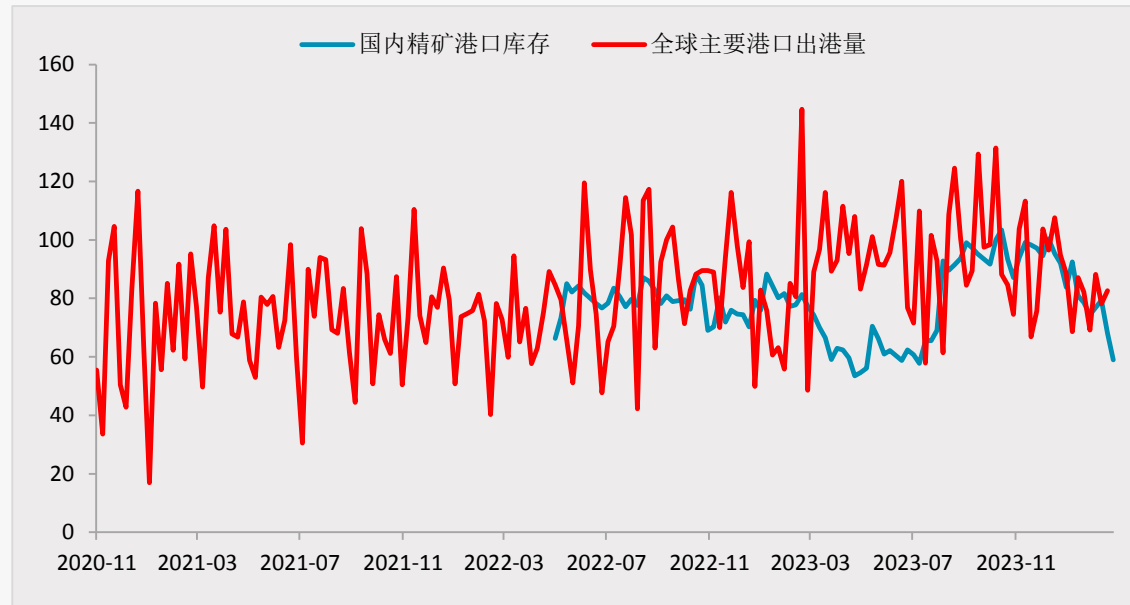
精矿港口库存回落

图5.5：lme注销仓单占比



资料来源：wind、一德有色

图5.6：精矿港口数据

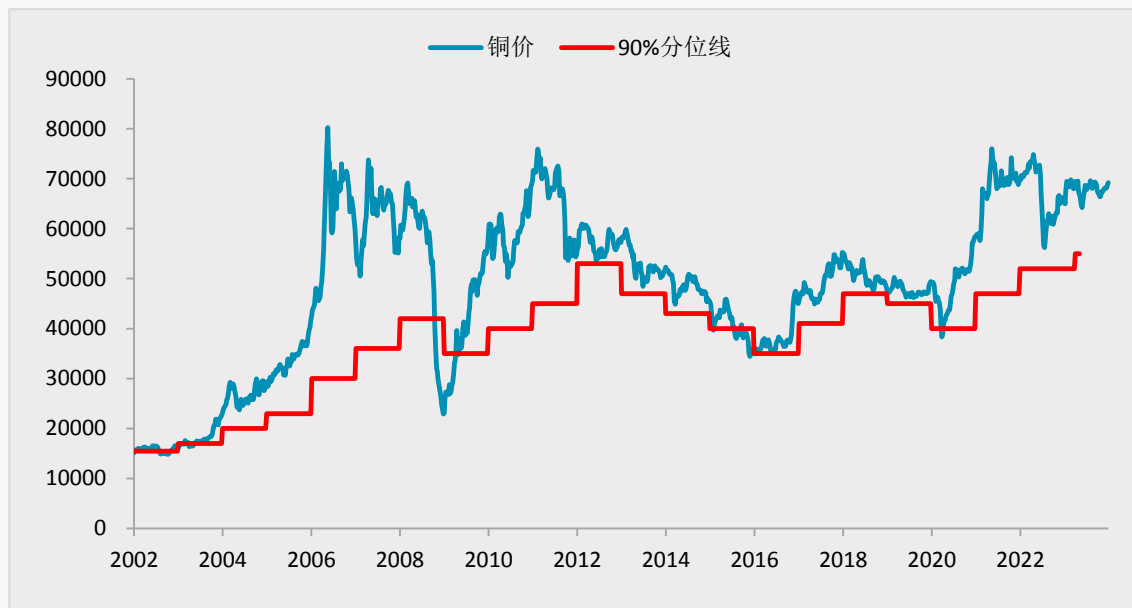


资料来源：smm、一德有色

- Lme铜注销仓单占比回升至10%；
- 国内精矿港口库存为58.94万吨，上周为68.04吨；

成本估值仍偏高

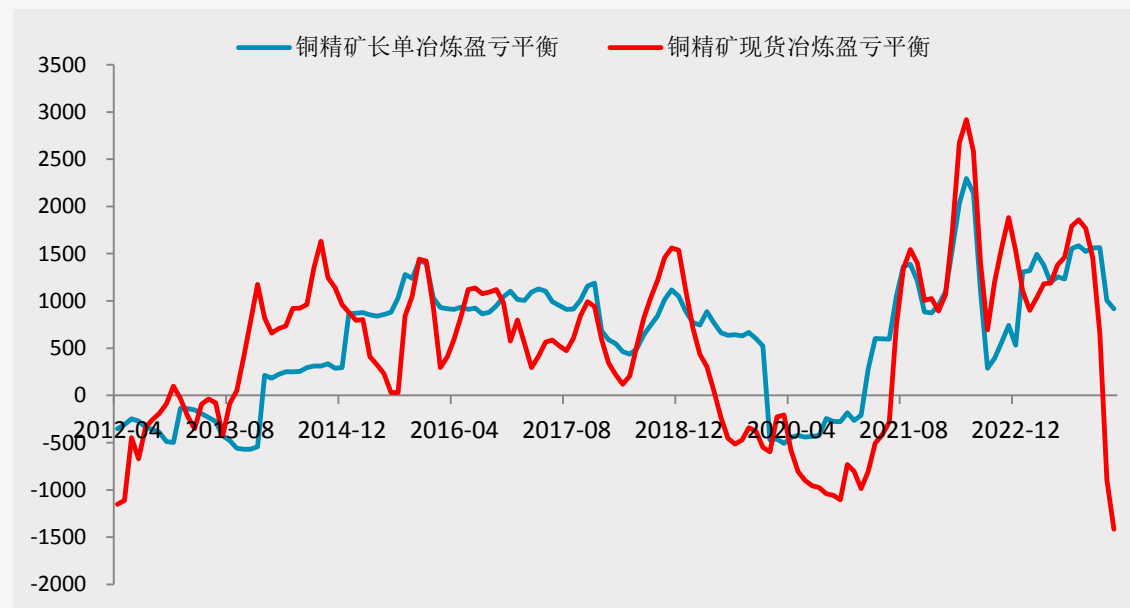
图5.7：铜矿成本



资料来源：wind、一德有色

- 铜价高于90%分位线；
- 2月份现货冶炼利润约为-1417元/吨；

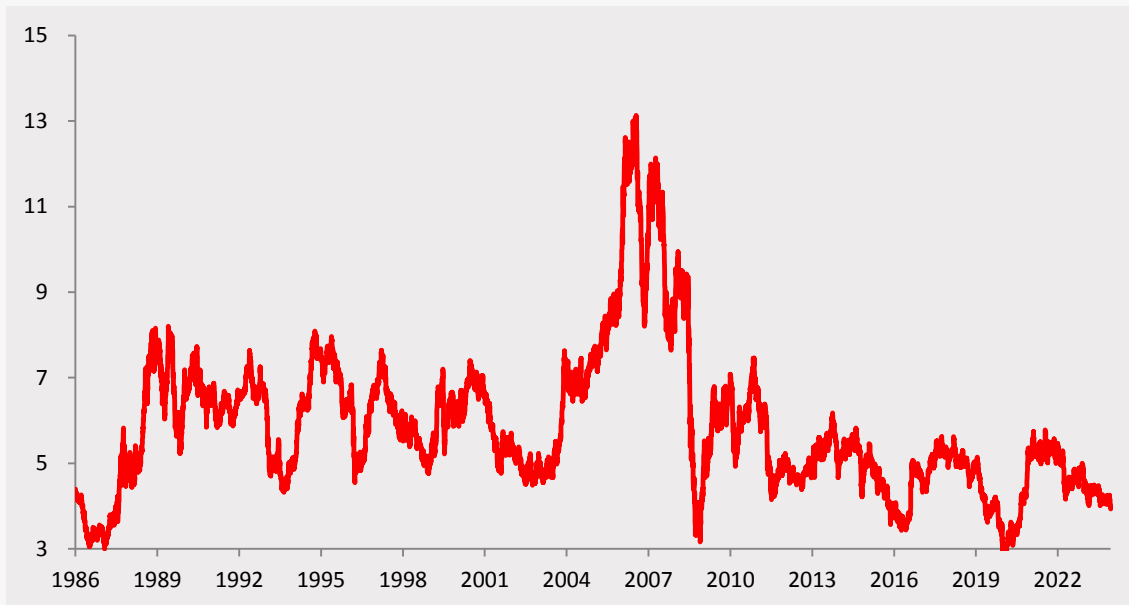
图5.8：冶炼利润



资料来源：smm、一德有色

估值处于均衡位置

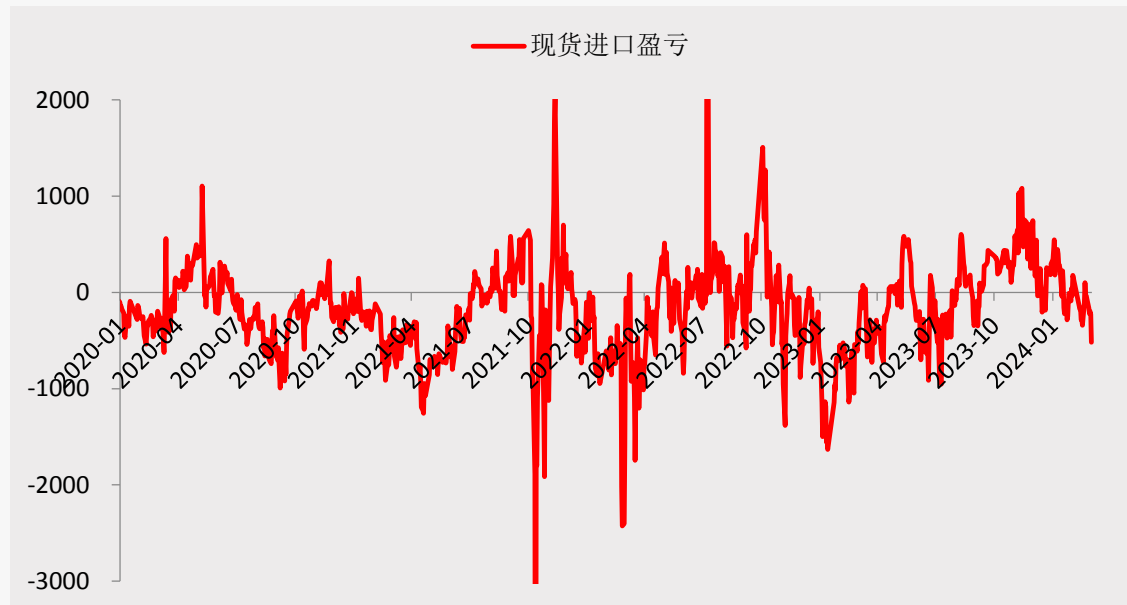
图5.9：铜金比



资料来源：wind、一德有色

- 铜金比为3.93，处于近几年中位水平；
- 进口处于亏损状态；

图5.10：现货进口盈亏



资料来源：smm、一德有色

估值处于均衡位置

图5.11：铜铝比

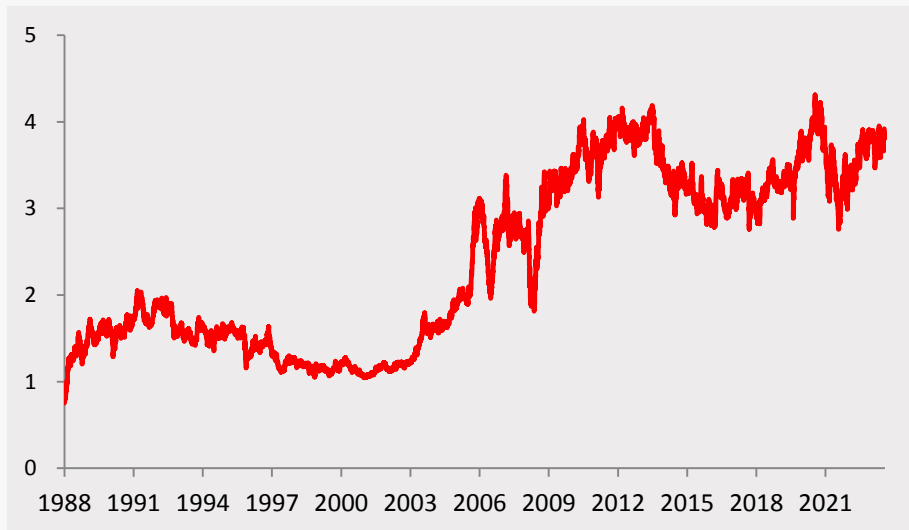


图5.12：铜油比

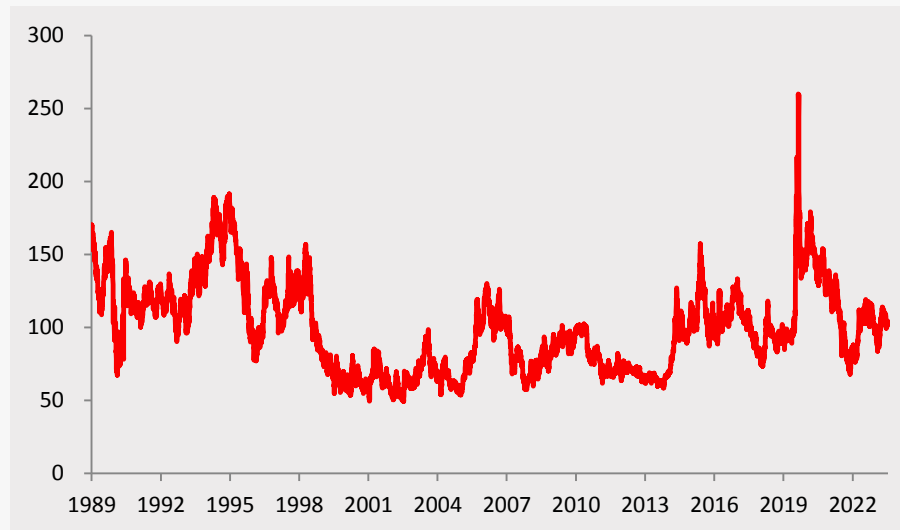


图5.13：申万铜指数估值

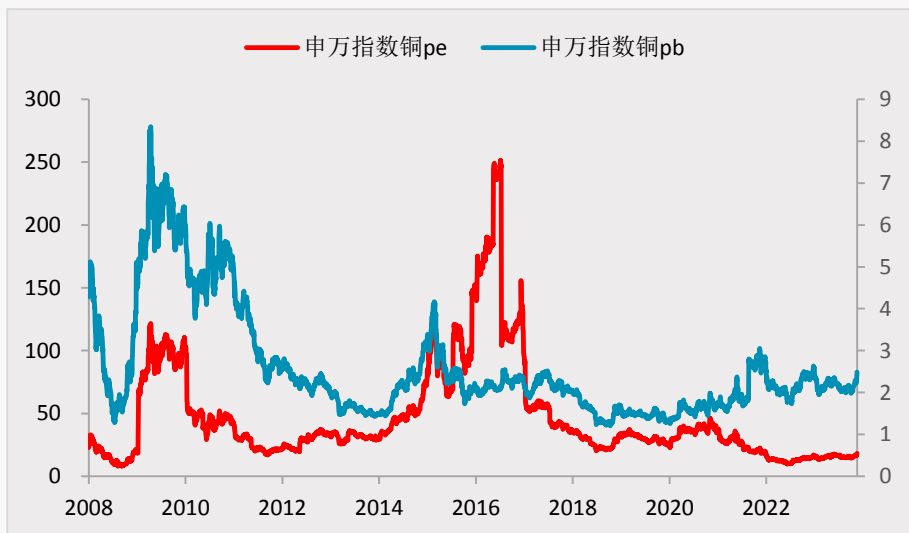
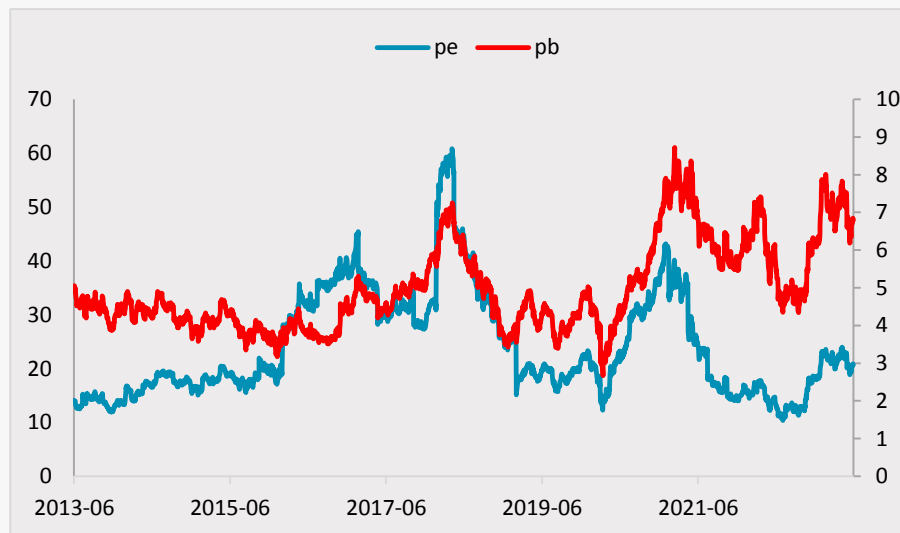


图5.14：SCCO估值

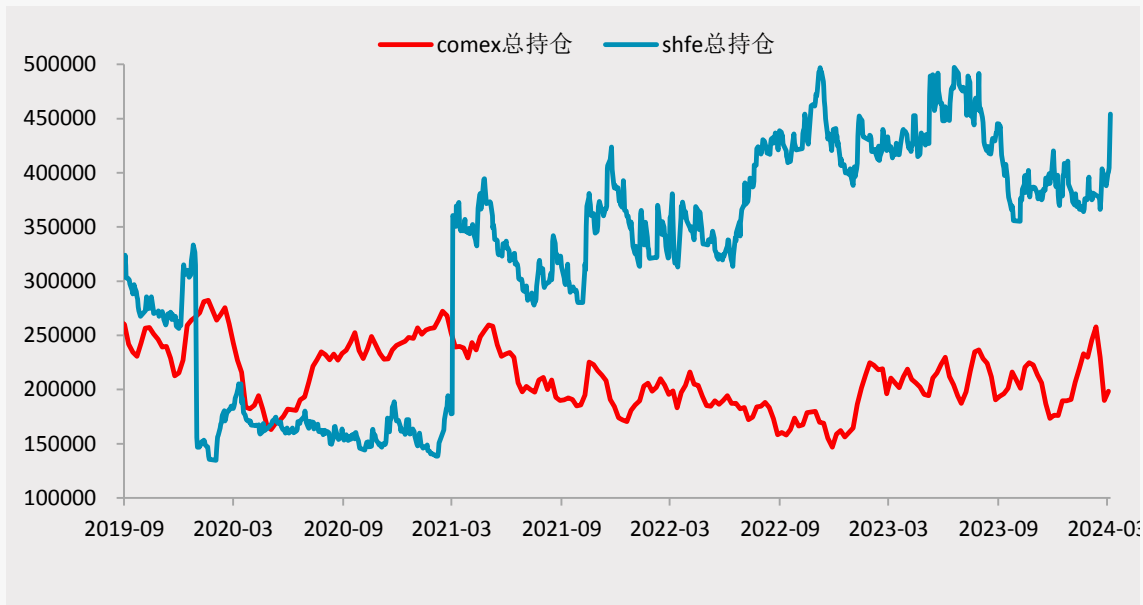


资料来源：wind、一德有色

06 资金、其他

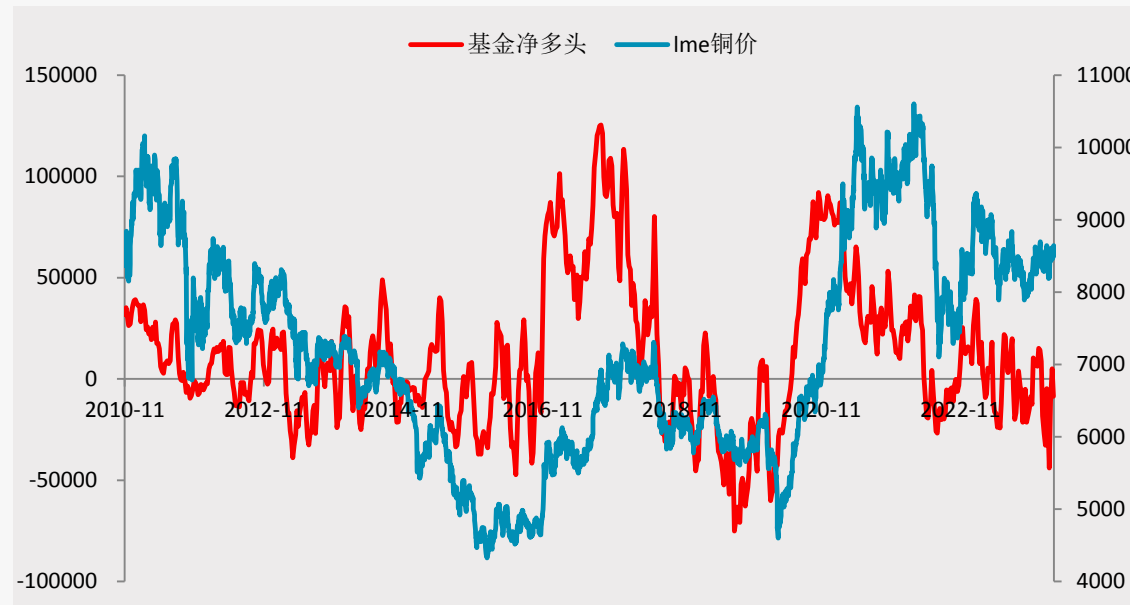
基金持仓转负

图6.1：国内外市场持仓



资料来源：wind、一德有色

图6.2：基金净多与铜价

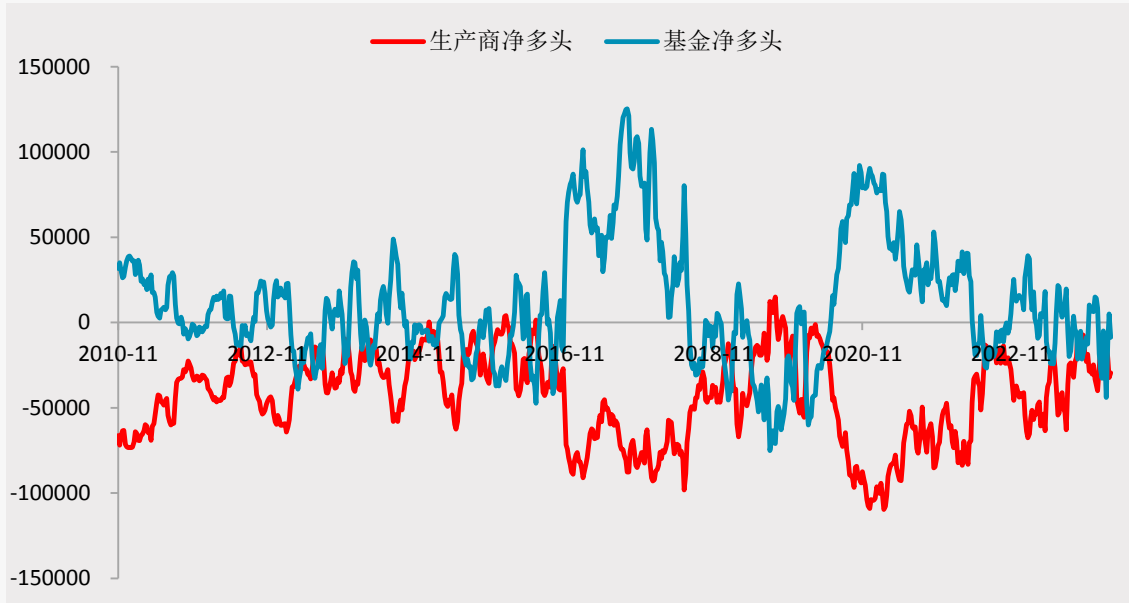


资料来源：wind、一德有色

- 上海总持仓回升，comex总持仓回落；
- 3月5日，基金净空头为8563张；

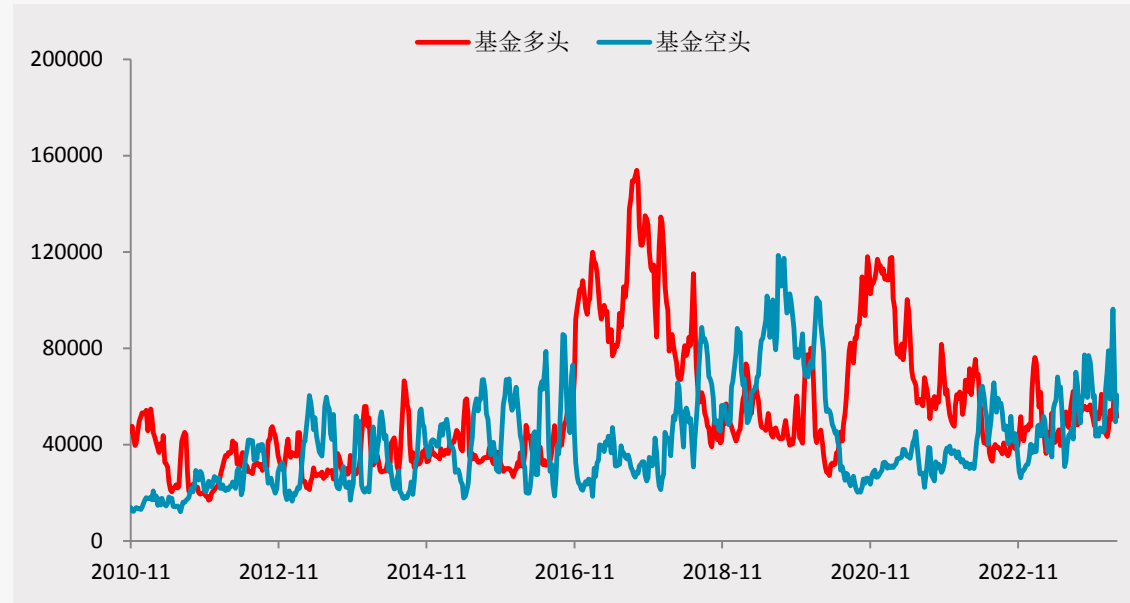
基金持仓转负

图6.3：生产商与基金净多头



资料来源：wind、一德有色

图6.4：基金多、空头

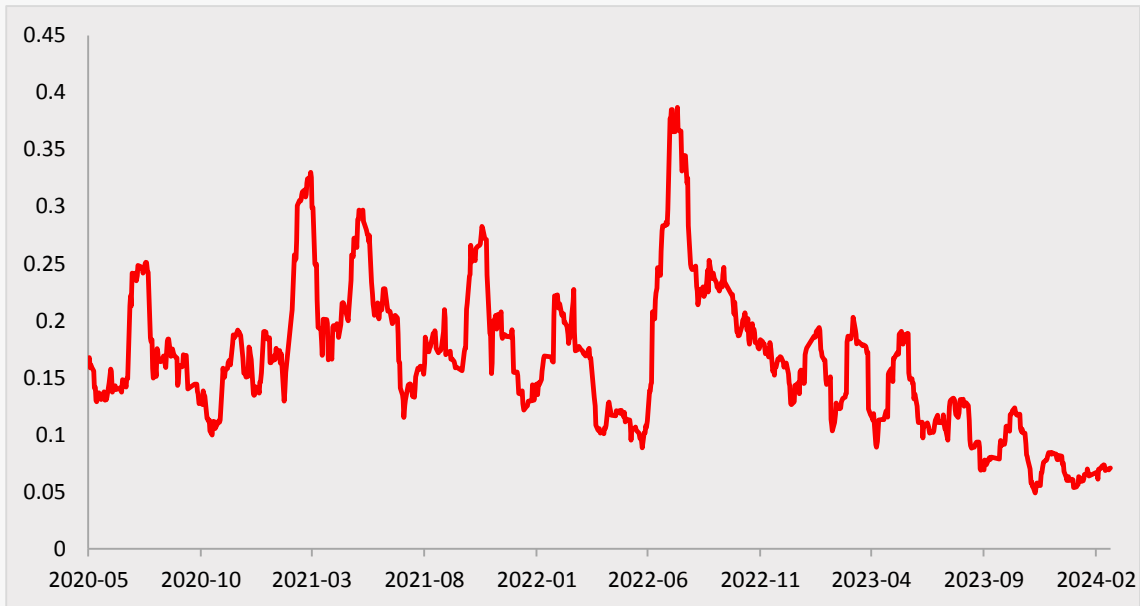


资料来源：wind、一德有色

- 生产商净多头为负，基金净多头为负；
- 基金净多头减少以基金空头增加所致；

市场高频数据

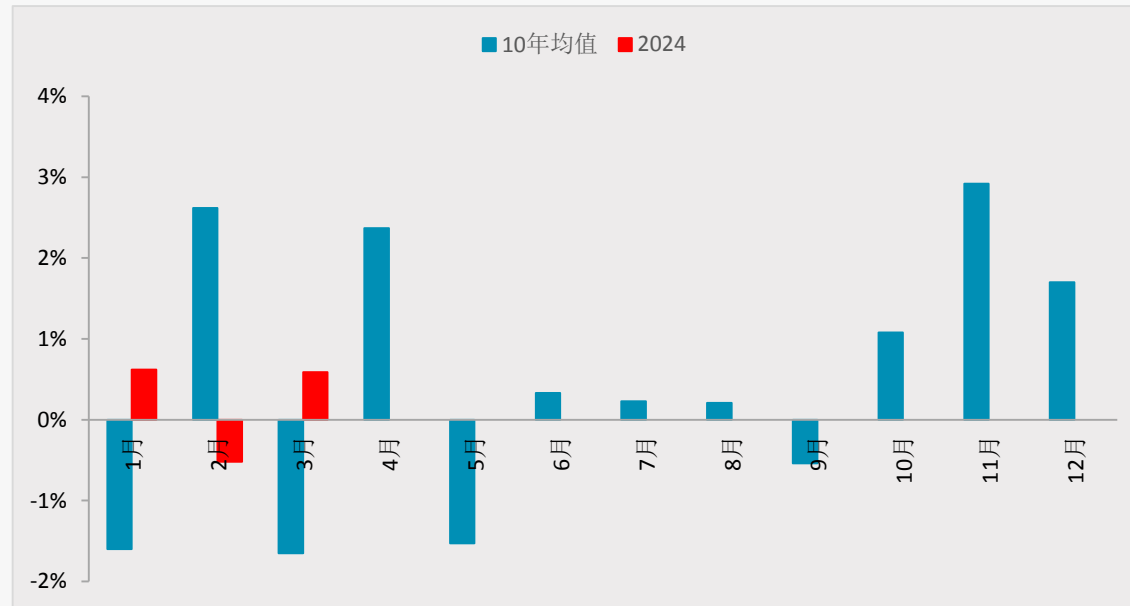
图6.5：沪铜波动率



资料来源：wind、一德有色

- 沪铜波动率低位；
- 季节性上一季度偏弱；

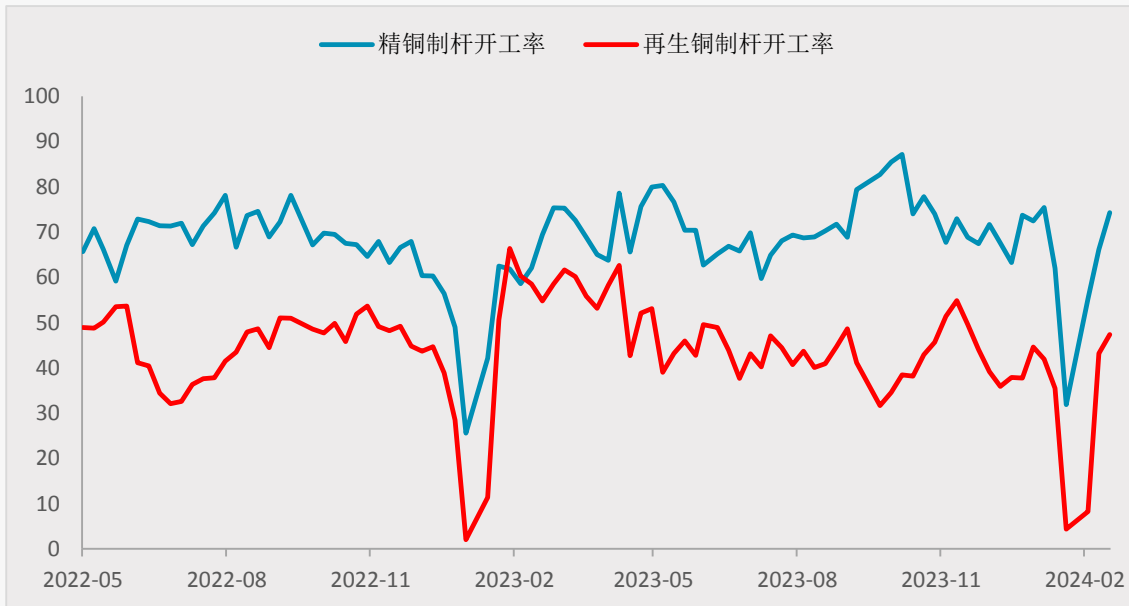
图6.6：沪铜涨跌幅季节性



资料来源：wind、一德有色

市场高频数据

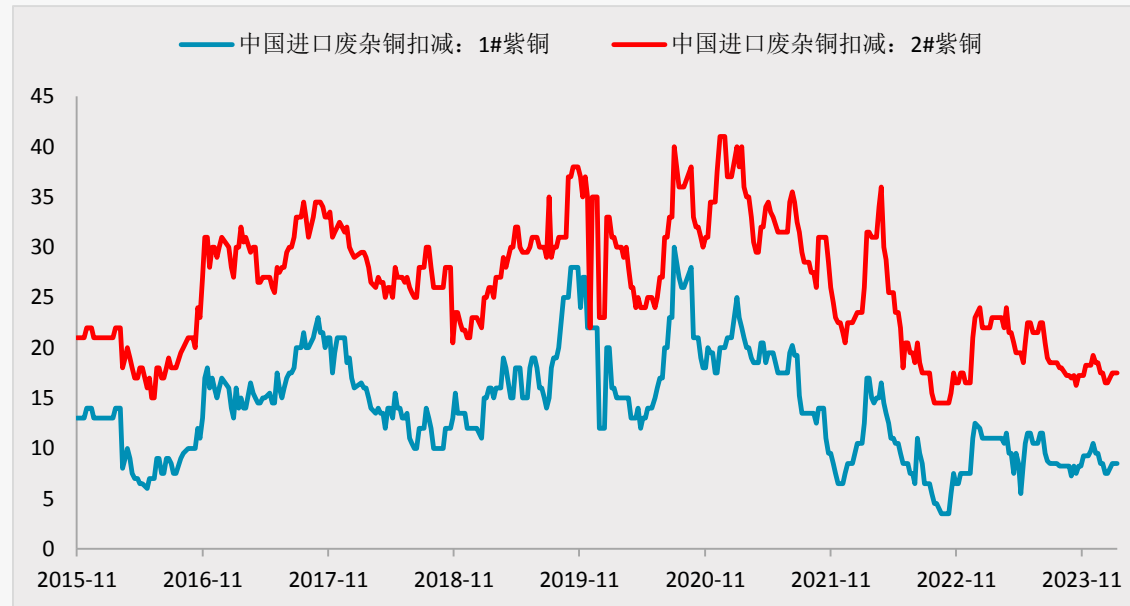
图6.7：铜杆周度开工率



资料来源：wind、一德有色

- 精铜制杆开工率为74.34%，再生铜杆开工率为47.39%；
- 进口废杂铜扣减回落；

图6.8：进口废杂铜扣减



资料来源：wind、一德有色

07

产业分析

国内实际消费增速预估回升

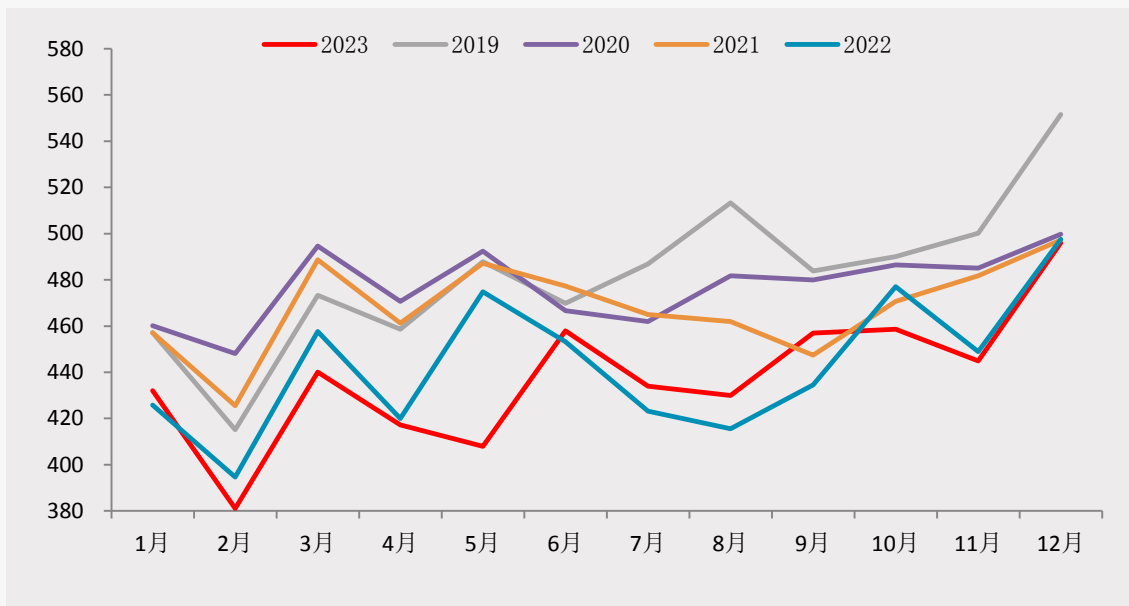
表1：国内月度供需

表观消费						
	精铜产量	净进口	表观消费量	库存变化	实际消费量	增速
2023-01	85	29	114	27	87	-15%
2023-02	91	21	111	7	104	17%
2023-03	95	21	116	-15	131	5%
2023-04	97	23	120	-5	126	19%
2023-05	95	28	123	-12	135	19%
2023-06	92	28	119	-4	123	4%
2023-07	93	28	120	-2	122	1%
2023-08	99	32	131	-3	134	4%
2023-09	101	33	134	-3	136	3%
2023-10	99	34	133	-2	135	15%
2023-11	96	38	134	-1	135	6%
2023-12	100	35	135	0	135	12%

资料来源：wind、smm,一德有色

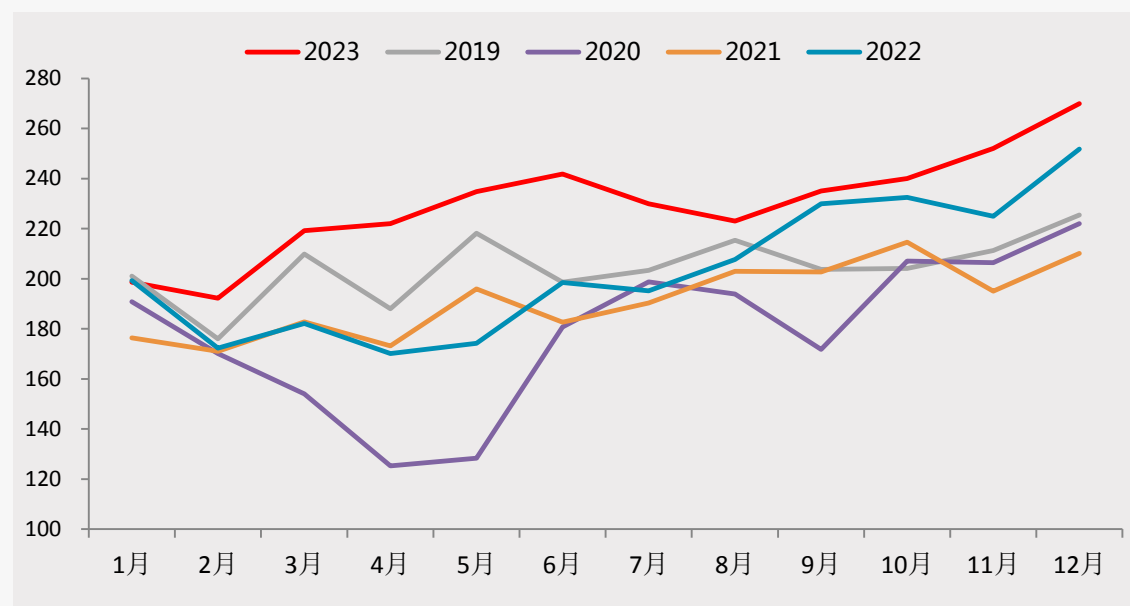
全球铜矿产量仍有不确定性

图7.1：智利铜产量（千吨）



资料来源：wind、一德有色

图7.2：秘鲁铜产量（千吨）



资料来源：wind、一德有色

- 智利铜产量仍低于季节性；
- 秘鲁铜产量高于季节性；

产业分析

表2：ICSG最新预测数据

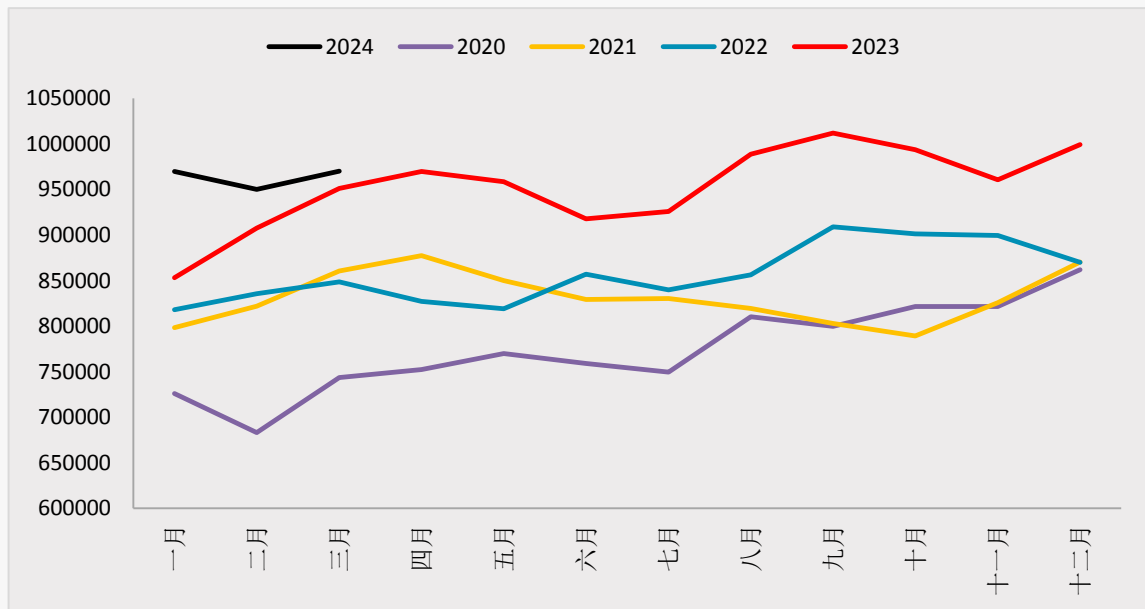
('000 t Cu)	铜矿产量			精铜产量			精铜消费量		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
TOTAL	21,941	22,471	23,836	25,374	26,351	27,779	25,835	26,357	27,066
World adjusted	21,941	22,360	23,195	25,374	26,329	27,534	26,072	25,835	26,357
% change	3.00%	1.90%	3.70%	1.70%	3.80%	4.60%	2.50%	2.00%	2.70%
平衡							461	-27	467

资料来源：icsg,一德有色

- ICSG最新预测数据显示2023年供应紧缺，2024年供应转为过剩；

精铜产量增加

图7.3：国内精铜产量



资料来源：wind、一德有色

图7.4：海外冶炼增量

海外冶炼新增产能		
时间	项目	新增产能 (万吨)
2024年	New Gresik	40
	Reco	8
	PT Amman	20
	2024年总计	68
2025年-2026年	Kansanshi	12
	Adani	40
	Kamoa	50
	2025-2026年总计	102

资料来源：wind、一德有色

- 预计3月国内电解铜产量为97.02万吨，环比增加1.99万吨升幅为2.09%，同比增加1.88万吨升幅为1.98%；
- 2月SMM中国电解铜产量为95.03万吨，环比下降1.95万吨，降幅为2.01%，同比增加4.68%；
- 海外冶炼有明显增加；

关注洛钼刚果的铜、俄铜的物流走向

图7.5：各环节累积进口增速

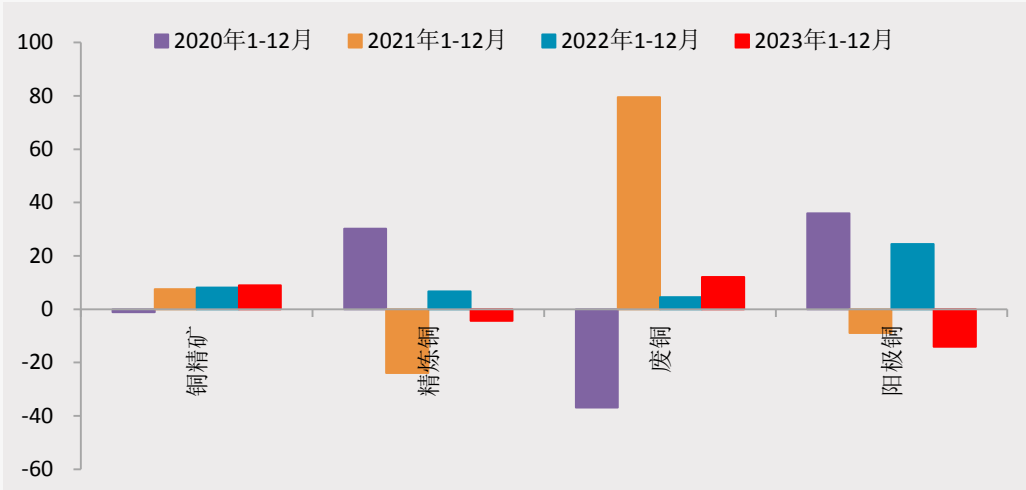


图7.6：精铜净进口季节性

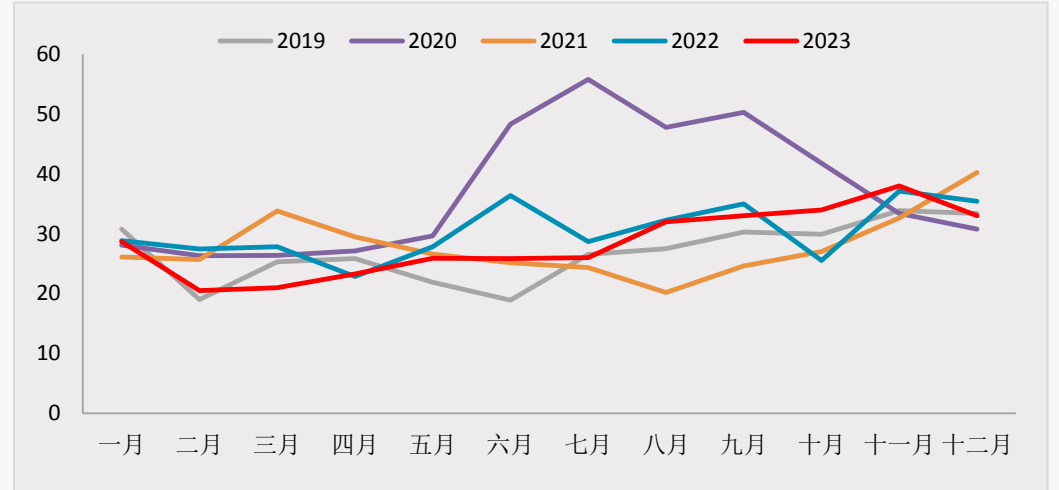


图7.7：进口自刚果金

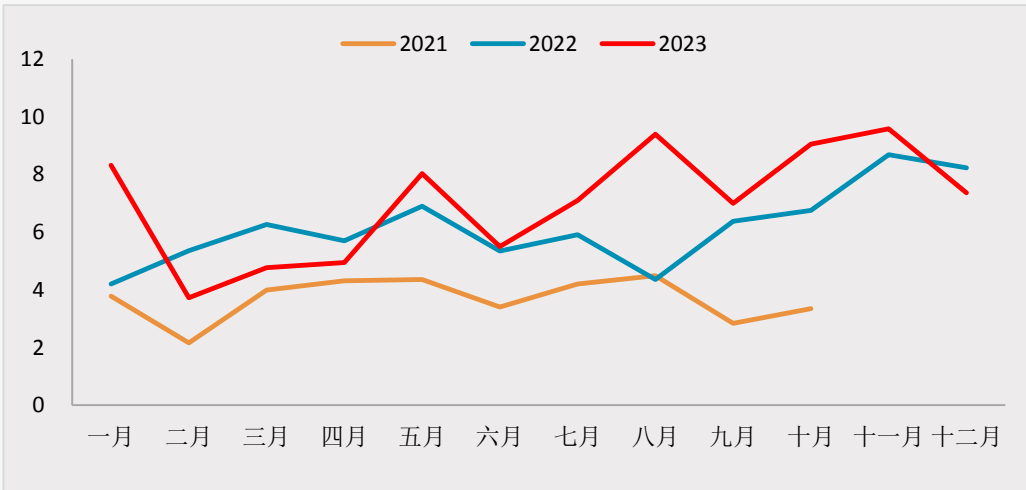
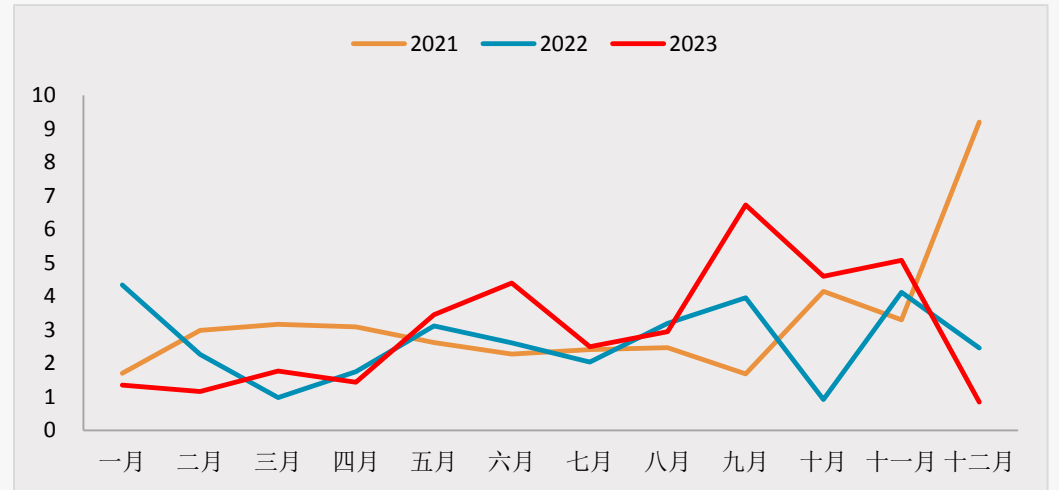


图7.8：进口自俄罗斯



资料来源：wind、smm,一德有色

开工率数据

图7.9：铜箔开工率

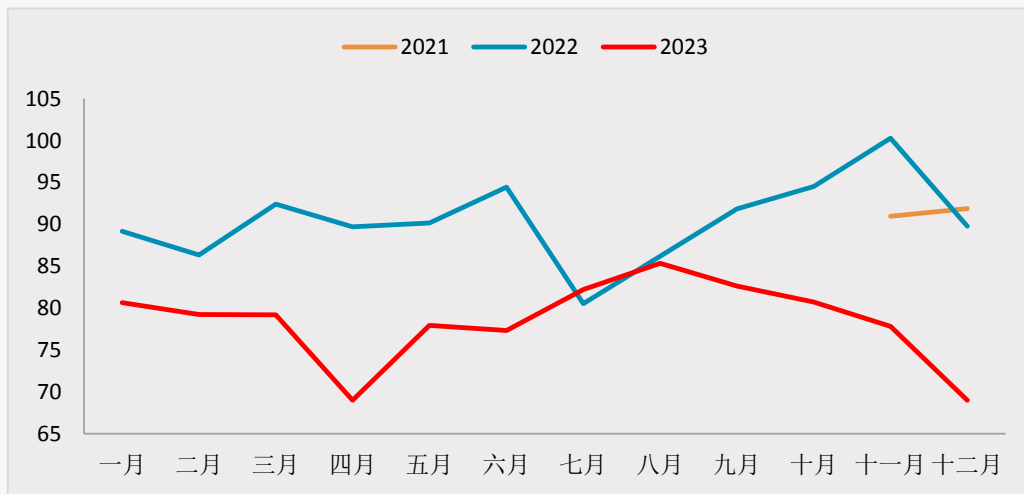


图7.10：漆包线开工率

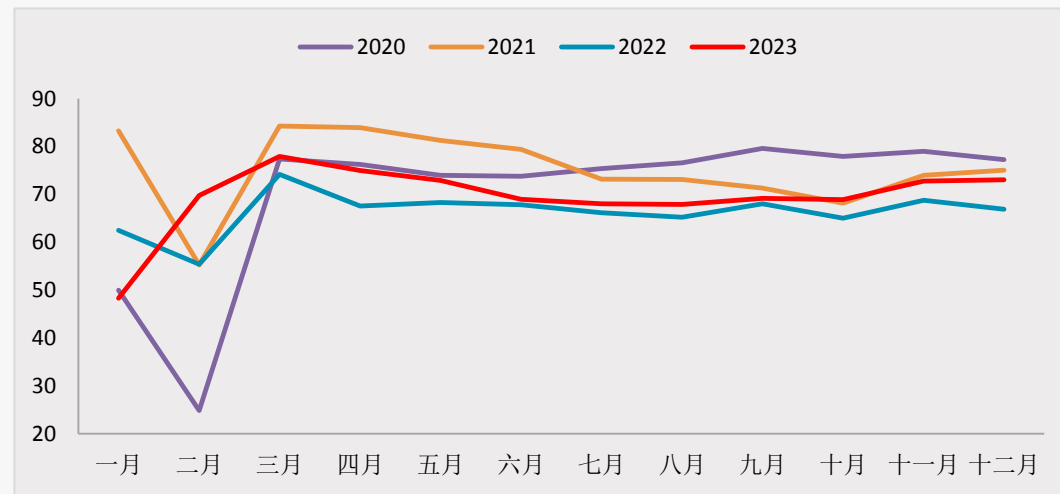


图7.11：铜板带开工率

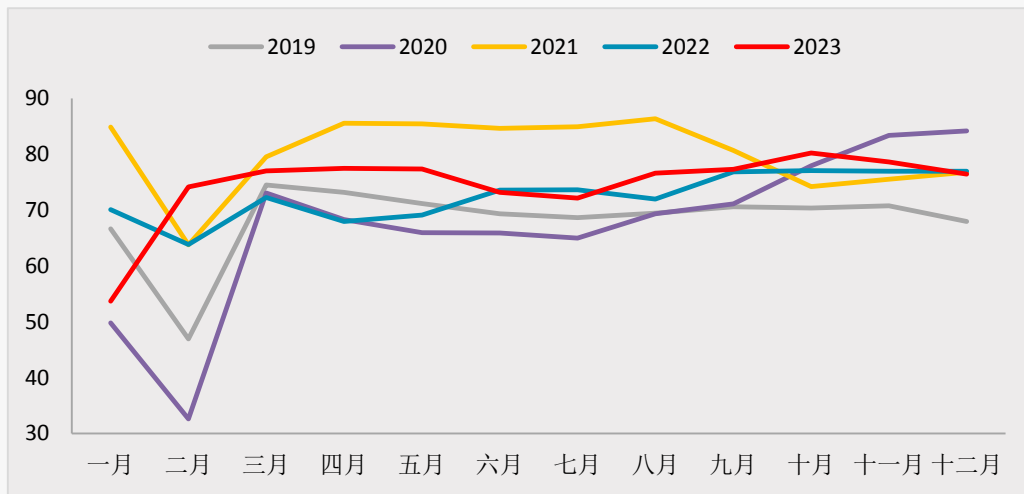
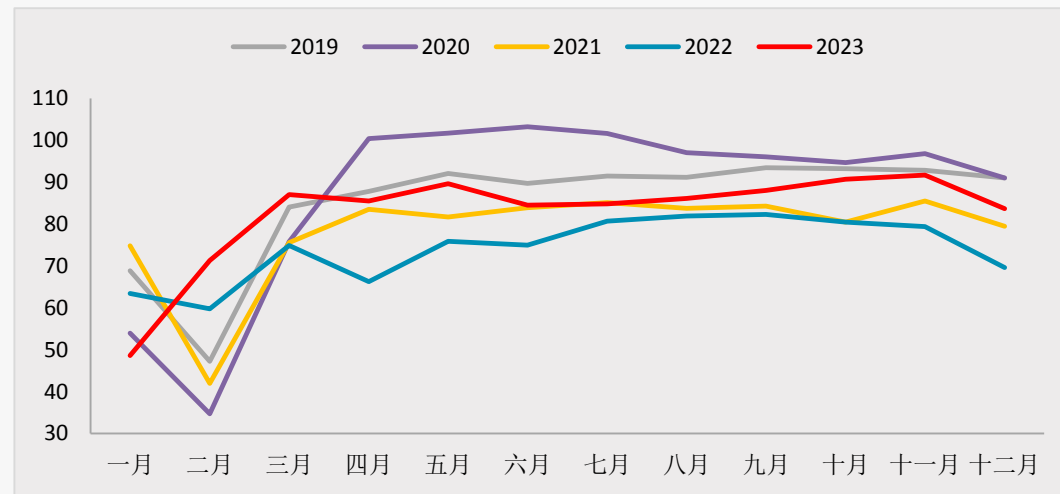


图7.12：电线电缆开工率



资料来源：smm,一德有色

传统需求关注竣工数据

图7.13：电源及电网投资

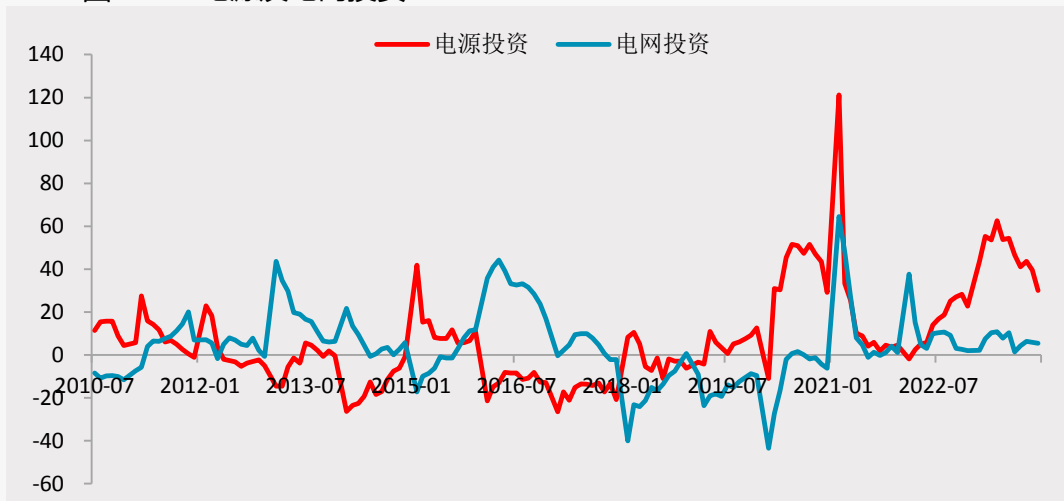


图7.14：房地产数据



图7.15：汽车增速

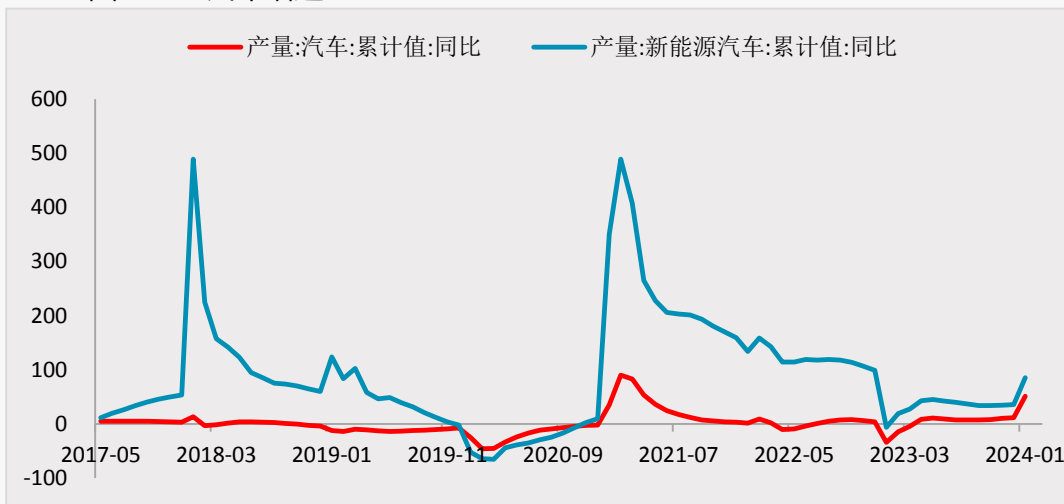
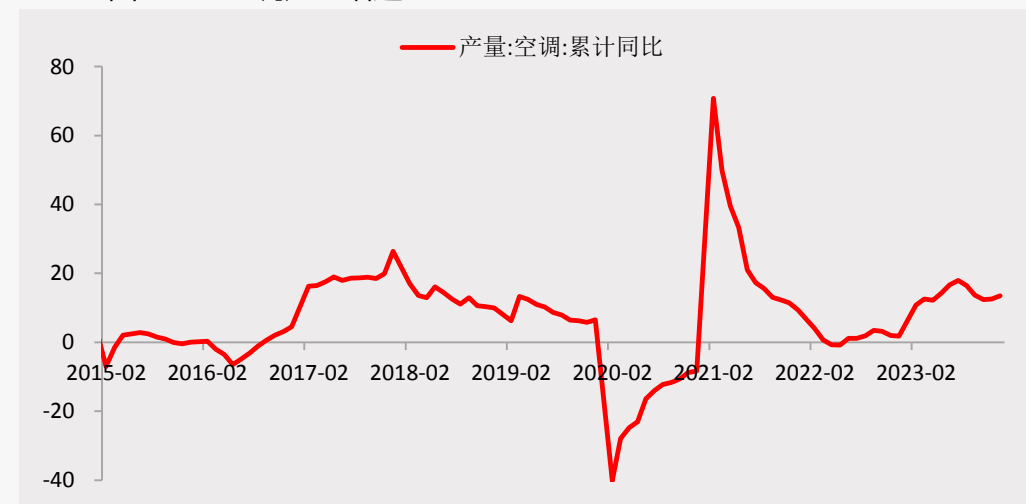


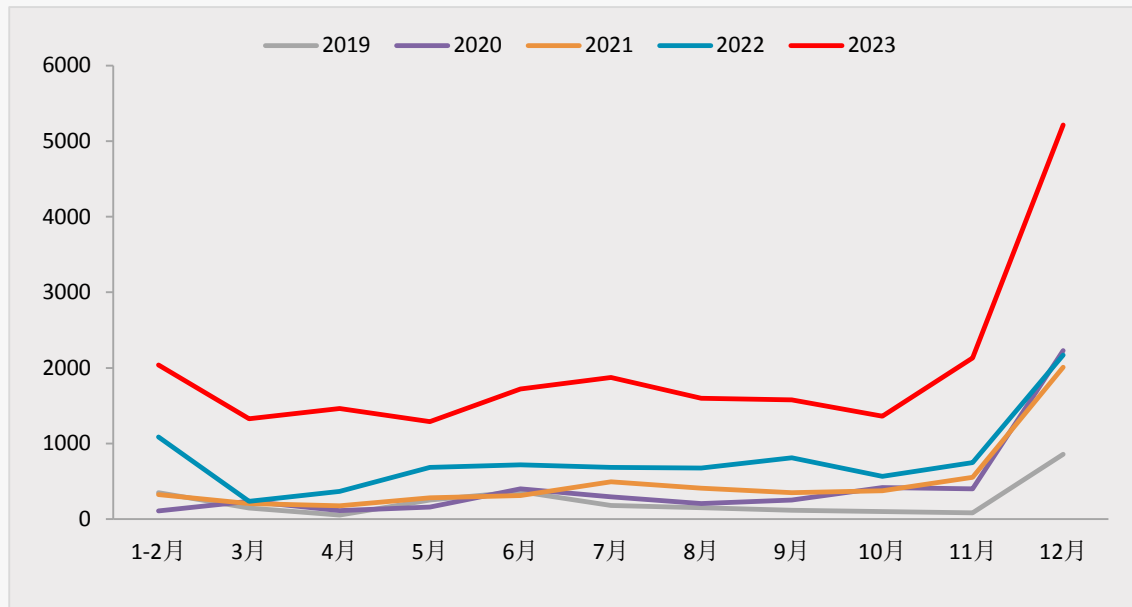
图7.16：空调产量增速



资料来源：wind，一德有色

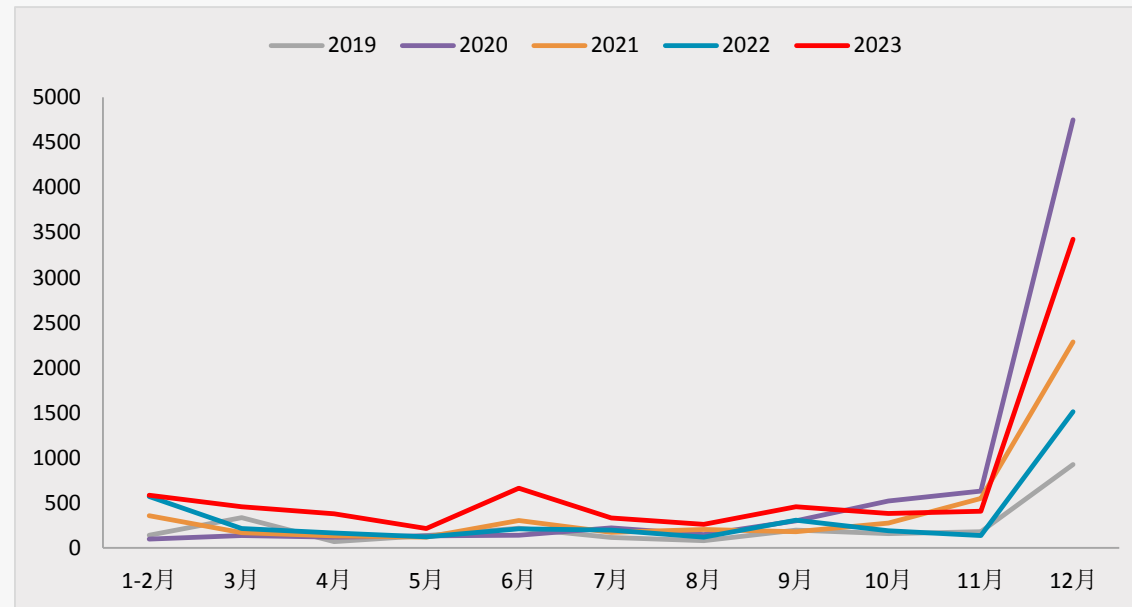
光伏与风电的季节性走向

图7.17：光伏新增装机量



资料来源：wind、一德有色

图7.18：风电新增装机量



资料来源：wind、一德有色

- 光伏增量明显高于季节性；
- 风电增量稳定；

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路188号信达广场16层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn