

铜：宏观与供需均待市场验证

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

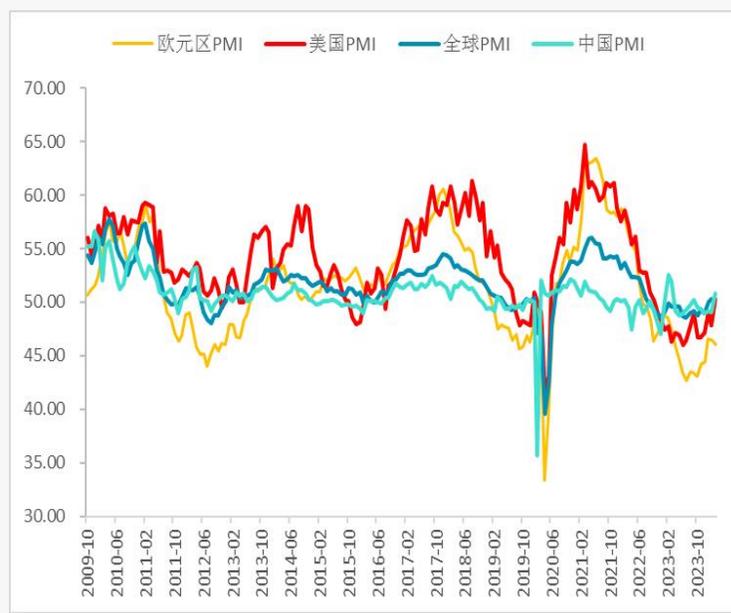
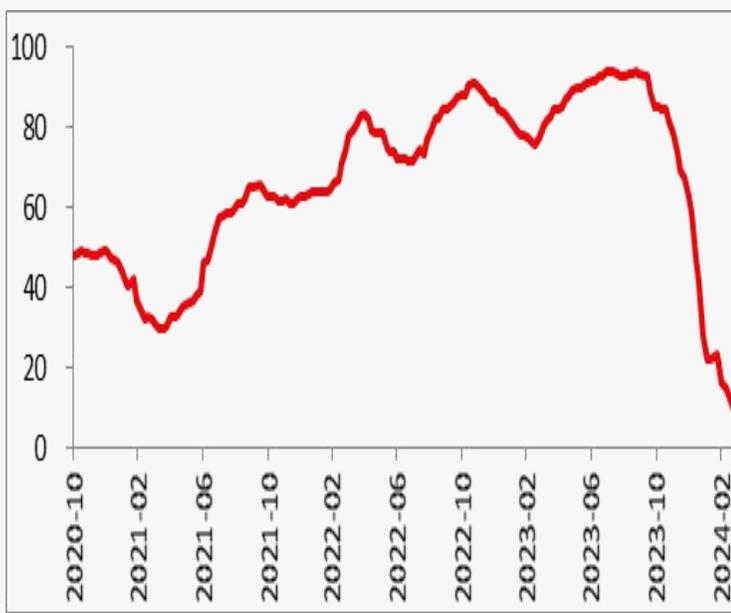
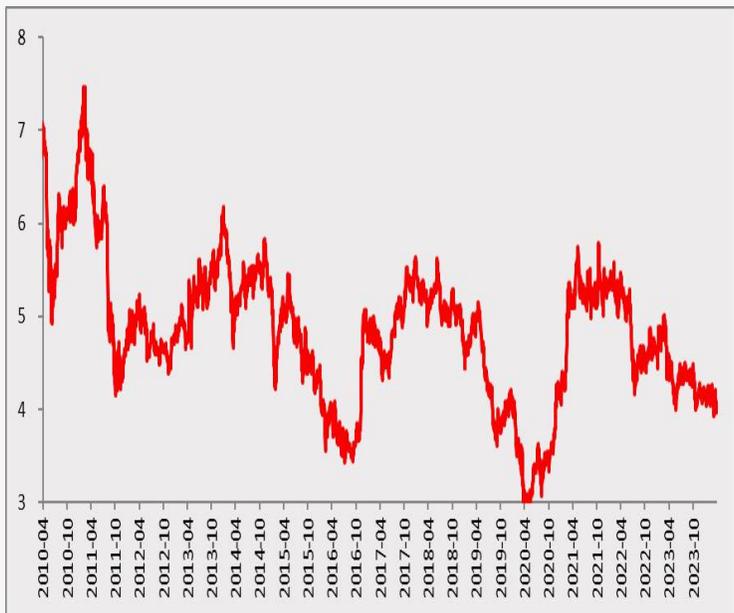
期货从业资格号：F0257412

投资咨询从业证书号：Z0001897

2024年4月11日



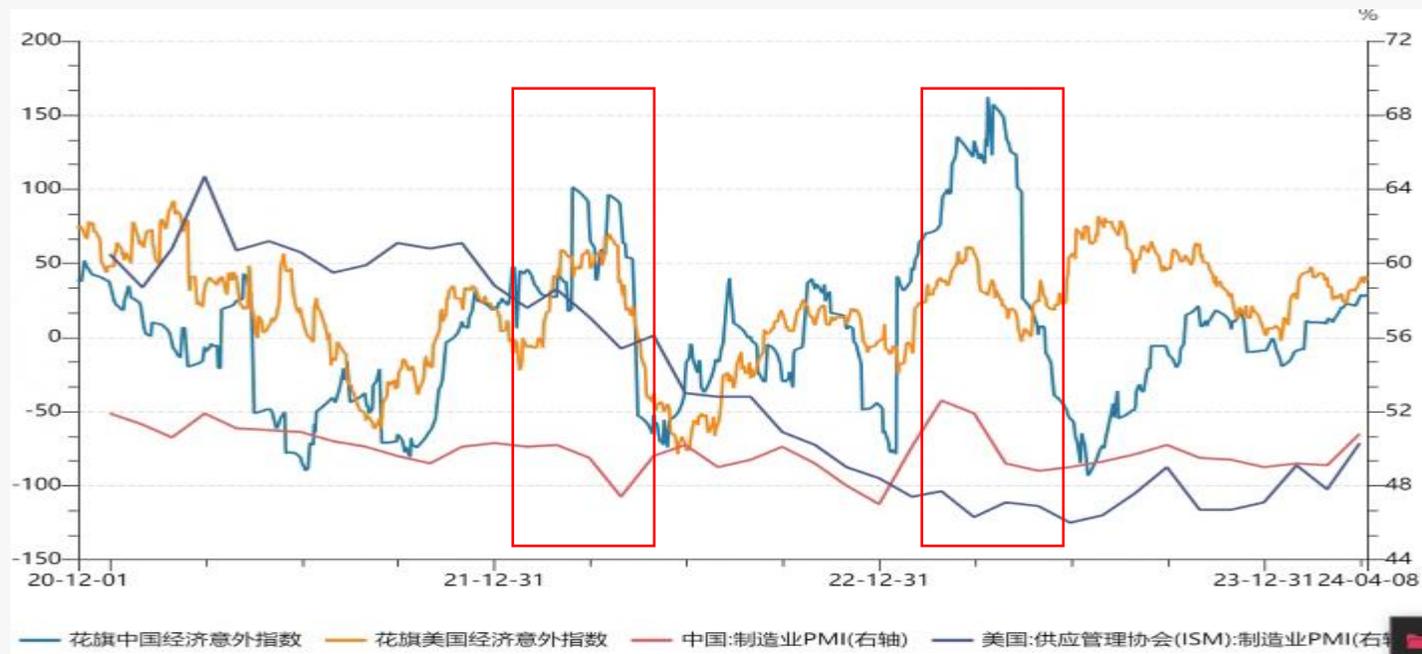
铜市回顾



资料来源: wind、一德有色

- 黄金上破大涨（央行购金，对美元信用有担忧，脱离原有分析框架）打开铜的上涨空间，后续仍可参考黄金框定铜的变化幅度；
- 引爆点是铜供应端扰动加剧（供应减产预期、需求旺季预期）-铜价上破-突破交易者等+期权卖方被动买入期货推涨铜价；
- PMI等数据显示全球经济回升-吸引动量交易者和其他市场参与者进一步推涨铜价；

宏观预期差



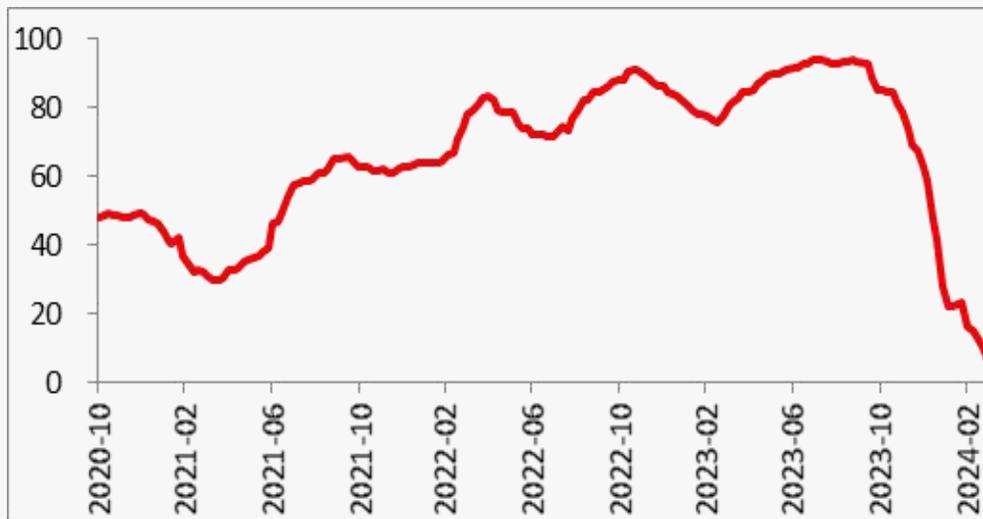
- 二季度，宏观经济验证期，基准情景：中国政策落地，经济进一步改善；美国软着陆预期持续。
- 经济不及预期风险：2022年、2023年二季度都发生过，一季度预期良好-二季度现实惨淡；2024年，目前推断中国二季度或将继续回升；主要风险在美国，高利率维持，压制经济，爆发类似银行业的风险。
- 降息预期延后风险（3-6-7），核心通胀韧性，大宗商品大涨，反倒会抑制降息，高利率持续不利于全球实际需求回升，那交易需求复苏、二次通胀就有抢跑之嫌；
- 流动性收缩风险，ONRRP进一步释放流动性的能力有限，TGA账户上按季节性看，二季度也以增加为主；
- 仍可信赖Fed put，一旦出风险，打压价格，相信美联储有充足的弹药救场，逢低多的机会；

供需预期交易-现实验证

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
2023-01	85	29	114	27	87
2023-02	91	21	111	7	104
2023-03	95	21	116	-15	131
2023-04	97	23	120	-5	126
2023-05	95	28	123	-12	135
2023-06	92	28	119	-4	123
2023-07	93	28	120	-2	122
2023-08	99	32	131	-3	134
2023-09	101	33	134	-3	136
2023-10	99	34	133	-2	135
2023-11	96	38	134	-1	135
2023-12	100	33	133	0	133
2024-01	97	37	134	6	128
2024-02	95	25	120	32	88
2024-03	100	23	123	10	113
2024-04	97	25	122	-8	130
2024-05	94	28	122	-8	130
2024-06	94	28	122	-8	130
2024-07	96	28	124	2	122
2024-08	99	32	131	-3	134
2024-09	100	33	133	-4	136
2024-10	100	34	134	-1	135
2024-11	100	38	138	3	135
2024-12	100	33	133	0	133

- 在二季度产量减少，三四季度略高于去年，进口与去年一致、需求保守保持去年的强度（预计是增的），全年去库27万吨，总库存降至20万吨以下；
- 二季度预计降库24万吨，主要是考虑到检修较多影响产量，需求保持稳定；

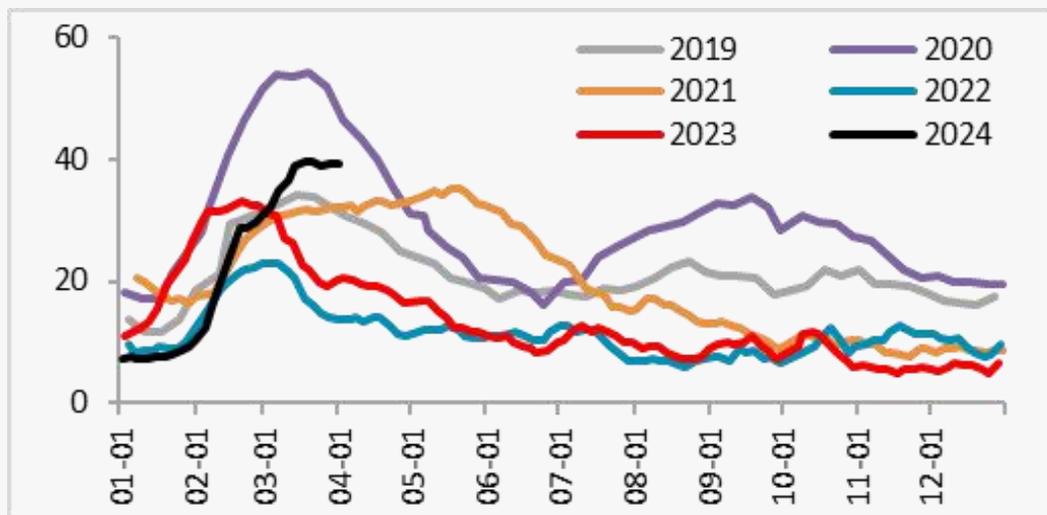
供需预期交易-现实验证



资料来源: smm、一德有色

- 倡议CSPT小组企业联合减产，减产幅度5%-10%，并推进落实；
- 二季度冶炼厂主要通过粗炼检修与新增产能压减的方式来减产。SMM预估影响精铜产量20万吨，每个月平均折损6万多吨，以去年底月产量推算，二季度月均产量94万吨；二季度预计原料无忧（废铜释放、精矿库存、加上检修），但进入三季度，若精矿供应仍未缓解，届时原料吃紧，可能有被动减产的压力；
- 高频可跟踪TC、粗铜加工费、精废价差等及时了解原料供应；跟踪冶炼开工率等评估实际检修

供需预期交易-现实验证

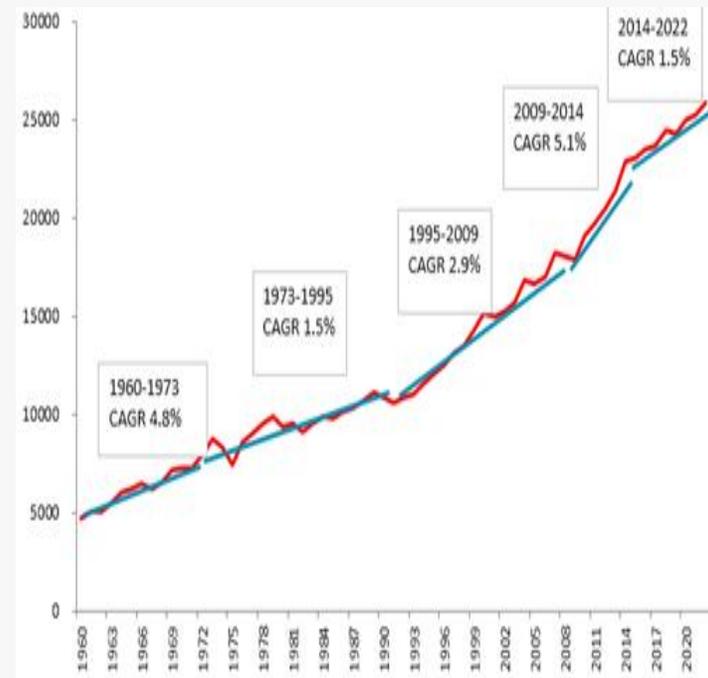
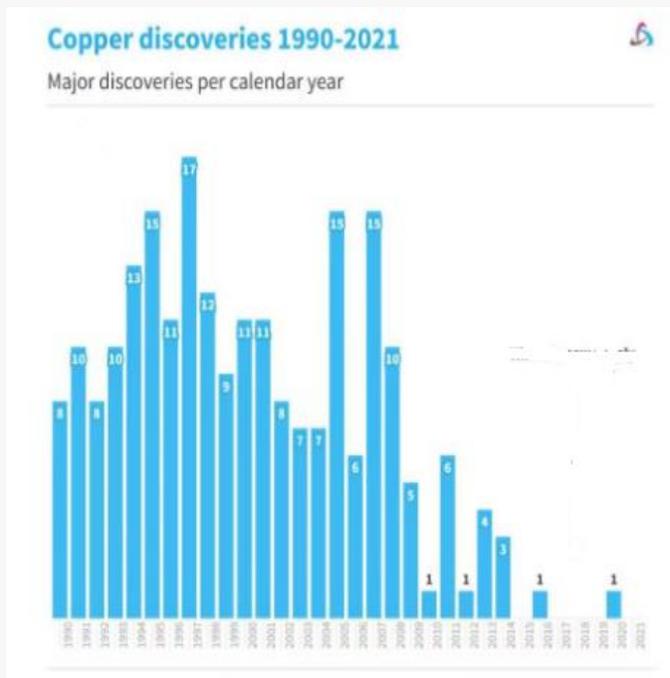
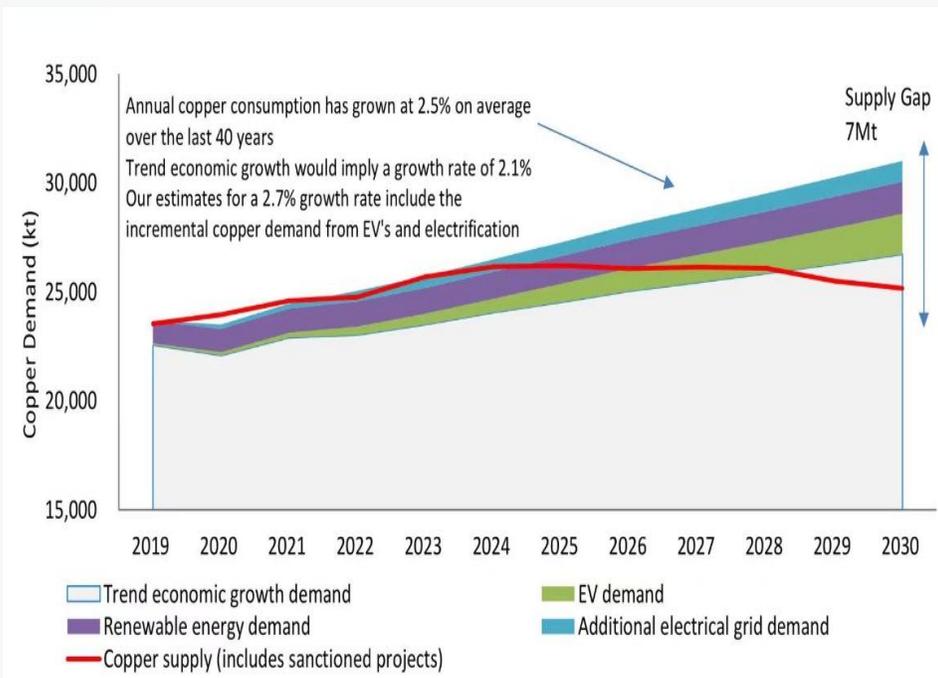


	Q1库存高点	累库量	Q2库存低点	去库量	去库时点	Q1升贴水	Q2升贴水	Q3升贴水	Q4升贴水
2019年	34.18	20.31	17.29	16.89	2019-03-15	155	68	83	54
2020年	54.13	35.87	16.2	37.93	2020-03-27	-41	115	67	99
2021年	35.26	14.88	23.86	11.4	2021-05-21	22	-10	216	298
2022年	22.89	14.52	10.23	12.66	2022-03-04	158	222	335	249
2023年	32.54	24.92	8.32	24.22	2023-02-20	12	192	161	243
2024年	39.54	32.38			2024-03-18	-20			

资料来源: smm、一德有色

- 一季度，国内累库还是超过市场预期的，社会库存由年初的不到8万吨增至目前的45万吨，上期所库存由年初的3.3万吨增至29万吨；目前社会库存仍未有明显回落的迹象，高价格对库存的增加有助推作用；
- 2021-2022年也出现过7万多的高价格，21年下游接受度较低，5月份才开始去库，升水走高，22年在低库存基数下去库及升水都表现良好；2024年再次面临高价格，目前看下游接受度一般，或将拖累价格；
- 二季度是传统需求旺季，升贴水与库存是高频指标，需持续跟踪去库时间及速度以检验实际需求

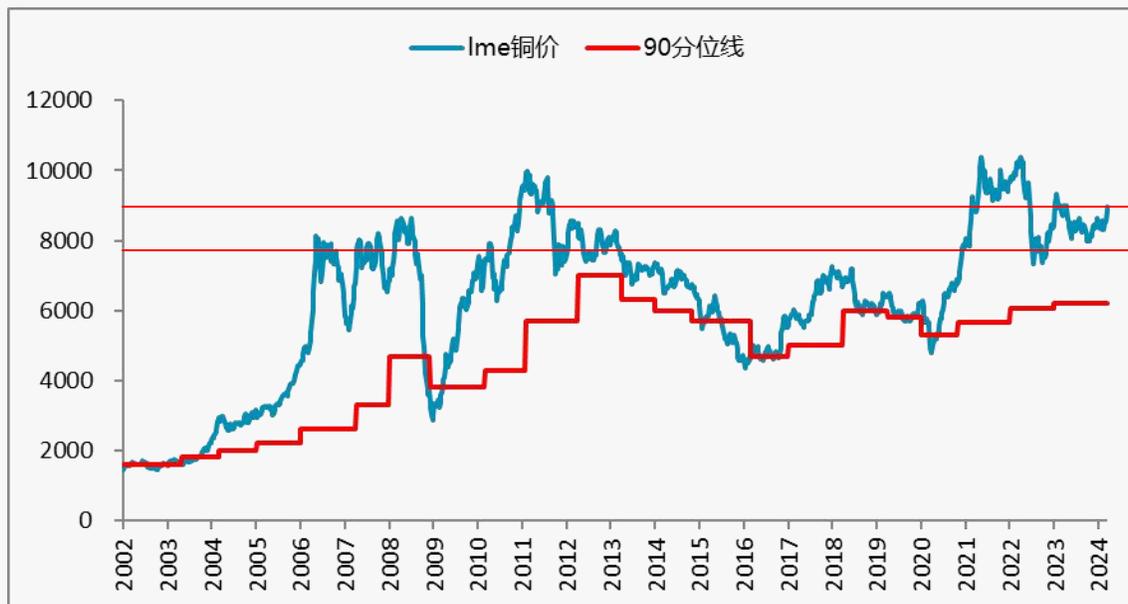
长周期逻辑



资料来源：RBC、S&P、wind、一德有色

- 长期，资本支出下降，可发现的大矿也很少导致铜矿供给不足，成本永久性提升；需求因新能源、美欧等再工业化、印度等大国崛起而持续增长；供需短缺，短缺程度依赖于废铜的补充力度。

长周期逻辑



资料来源: lme、cru、incrementum AG、一德有色

- 历史上铜的支撑或者提振多数是成本和通胀（需求）；此轮可能更需关注供给，需求看重边际变化；
- C1成本和维护性资本开支（也即C3）的90分位约为6750美元/吨；历史上铜价相对90分位线溢价10%-25%，由此强支撑基本上在7300-7500美元；行业激励价格在9000美元以上；

二季度供需分析-平衡表

单位：万吨		2022年	2023年	2024年	2024Q1	2024Q2
全球	铜矿产量	2195	2199	2240		
	同比	3.1%	0.2%	1.9%		
	精铜产量	2539	2688	2763	690	665
	同比	2.3%	5.9%	2.8%		
	消费量	2584	2700	2773	650	690
	同比	2.6%	4.5%	2.7%		
	供需缺口	-45	-12	-10	40	-25

资料来源：icsg、smm、一德有色

- 我们对年报中的全球供需平衡表做了修正。2024年供应由过剩21万吨调整为短缺10万吨。下调了铜矿增量（82万吨降至41万吨），主因矿端扰动加大；精铜产量下修（105万吨降至75万吨），加工费暴跌传导至冶炼，国内冶炼检修、减产增加；上调需求增量（54万吨增至73万吨）；

铜市展望



资料来源: wind、一德有色

- 二季度，基于宏观与基本面有利多共振的提振，铜价有进一步上行的风险；但二季度无论宏观还是基本面，都将迎来现实考验，有预期差的存在。一旦利多不及预期，铜价有回调风险。但基于铜长期偏多预期、经济下行风险可控的判断下，以逢低买入为主。上方关注77000-78000元，下方关注支撑位68000-70000元；

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