



2023年4月8日

宏观和基本面共振，铜价创年内新高

核心观点及策略

- 宏观方面，美国抗通胀道路的不平顺已逐渐进入美联储的预期视野，市场仍在积极交易海外央行下半年转向宽松的预期，欧央行则担忧经济长期徘徊衰退边缘的风险或将提前放松限制性立场，整体海外央行将由谨慎转向逐渐宽松；两会定调保持合理经济增长，制造业PMI重回扩张区间，工业企业利润持续修复，国内宏观预期边际持续向好。
- 基本面来看，国内产量继续回落，进口环比下降，供应端持续趋紧。需求端，传统终端行业需求复苏缓慢，二季度冶炼端将进入密集检修减产周期，紧平衡将从预期走向现实。库存结构来看，国内去库预期强化，海外库存偏低，对铜价形成一定支撑。
- 整体来看，海外央行政策立场边际趋于宽松，国内宏观预期持续修正；基本面铜矿供应中断持续，炼厂二季度集中检修减产将导致供需紧平衡加剧，4月或将进入快速去库周期，整体预计铜价将延续震荡向上的趋势。
- 预计4月份铜价将延续震荡向上走势，沪铜主要波动区间在73000-76000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在9000-9500美元/吨之间。
- 风险点：海外通胀反复，欧美央行推迟降息。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

目录

一、2024年3月铜行情回顾	4
二、宏观经济分析	5
1、美联储按兵不动，欧央行或将提前放松限制性立场	5
2、美国软着陆预期升温，欧元区制造业持续萎缩	6
3、两会定调稳定经济增长，托底地产扩大消费为今年核心目标	6
三、基本面分析	8
1、矿端干扰频发，现货TC连创历史新低	8
2、国内精铜产量维持高位	9
3、3月进口量预计难有增量	12
4、国内库存高位盘整，海外库存低位震荡	13
5、传统行业消费复苏迟缓，新兴产业用铜增速放缓	15
四、行情展望	19

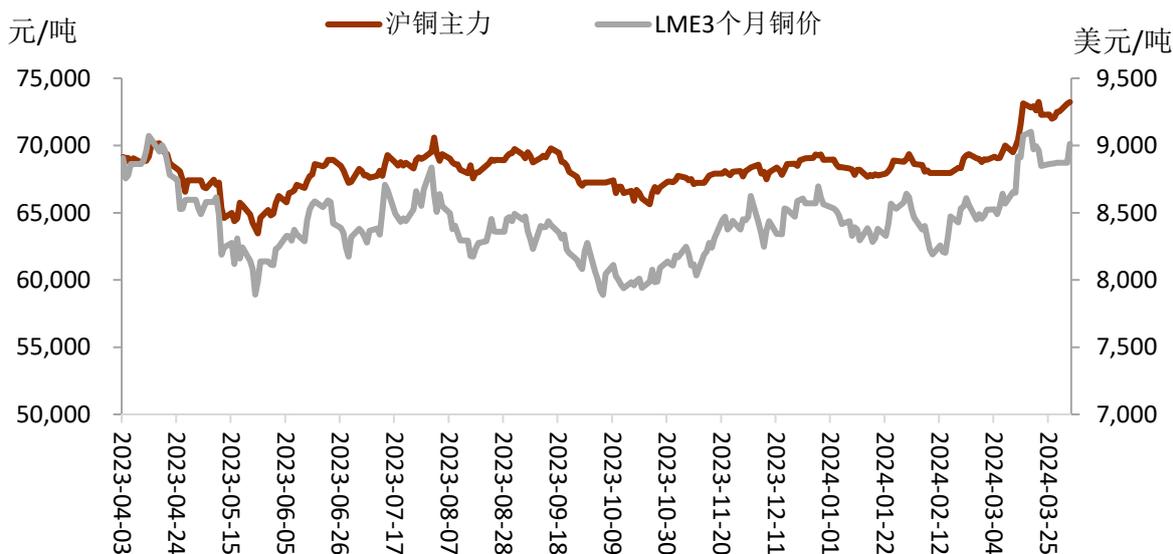
图表目录

图表 1 铜期货价格走势.....	4
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	5
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	7
图表 4 美欧制造业 PMI.....	7
图表 5 中国 GDP 增速.....	7
图表 6 中国 PMI 指数.....	7
图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	10
图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化.....	10
图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	10
图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势.....	11
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	11
图表 12 中国铜材产量及增速变化.....	11
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	11
图表 14 中国精炼铜产量变化.....	11
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化.....	11
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化.....	12
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化.....	12
图表 18 中国废铜进口单月变化.....	13
图表 19 中国废铜进口累计变化.....	13
图表 20 全球显性库存变化.....	14
图表 21 LME 铜库存.....	14
图表 22 SHFE 和保税区库存走势.....	14
图表 23 电源投资完成额变化.....	17
图表 24 电网投资完成额变化.....	17
图表 25 房地产开发投资增速变化.....	18
图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化.....	18
图表 27 空调产量增速变化.....	18
图表 28 家用空调库存变化.....	18
图表 29 汽车产量变化.....	18
图表 30 新能源汽车产量及销量变化.....	18

一、2024年3月铜行情回顾

2024年3月，铜价走出了大幅上行的趋势。一方面，美联储如期按兵不动认为今年抗通胀进程可能不平稳但同时承诺将在合适的时机开启降息，而市场仍在积极交易美联储下半年的宽松预期；另一方面，两会强调保持稳健经济增速，货币和财政政策将双向发力，托底地产、促进就业并扩大消费，国内宏观预期持续修复；基本面来看，国内产量偏低运行，进口量继续收窄，而终端消费复苏较为乏力，整体库存仍在缓慢积累，现货贴水幅度扩大，整体结构处于淡季供需双弱向二季度紧平衡切换的周期。截至3月底，伦铜报收于8872美元/吨，月度涨幅达4.6%；沪铜报收于72530元/吨，月度涨幅达5.13%。3月人民币兑美元汇率整体呈小幅贬值趋势主因美国经济数据表现前景踢动美元指数走强，沪伦比上升至8.17附近，整体表现为内强外弱的格局。

图表1 铜期货价格走势

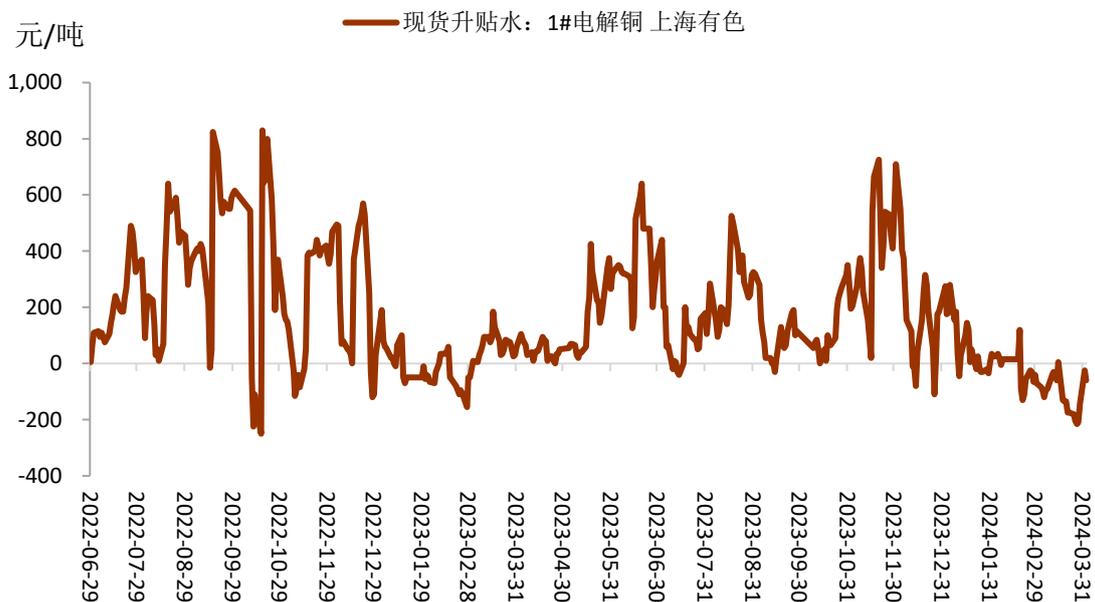


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3月以来，国内精铜终端消费复苏十分缓慢，一方面来自于高铜价的成本干扰，另一方面来自于今年基建和房地产项目进度的迟滞。3月电网投资工程建设进展缓慢，3月线缆行业开工率仅为72%，创7年以来新低，新能源汽车产销环比大幅下滑，风光行业终端集采招标尚未全面启动。初端加工来看，精铜制杆企业受终端电网投资建设进度偏慢拖累，开工率跌至7成以下；而铜管和铜棒企业则因白色家电、建筑建材和机械制造等传统制造业淡季消费的趋势，开工率持平往年同期，而铜箔企业则因产能严重过剩及新能源产销增速的发福回落，平均开工率低于5成，铜板带企业则因终端电气行业的变压器、冲压件和电力金具等订单降温，开工率维持在75%，整体终端消费维持淡季偏弱的状态。与此同时，国内社

会库存并无明显去库迹象，虽然供应端国内产量和进口量双双回落，但自春节以来的下游消费超预期低迷导致现货市场成交十分不活跃，供需双弱的格局难以对去库形成有力推动，春节期间的积压库存以及 3 月中上旬积累的额外库存将社会库存推向了 40 万吨的历史高点，现货市场贴水幅度逐渐扩大，月中现货贴水幅度一度达到-225 元/吨；3 月以来，当月与次月的 C 结构逐渐走扩，主因国内社库居高不下，现货贴水较大打压近月合约表现；预计 4 月国内终端消费将趋于回暖，随着 4-5 月冶炼厂密集检修和减产周期的到来，供需平衡逐渐从预期走向现实的过程中，现货贴水深度将逐步修复。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、美联储按兵不动，欧央行或将提前放松限制性立场

美国 2 月 CPI 数据略超预期，其中核心 CPI 同比增幅仍高达 3.8%，2 月 PCE 数据整体符合预期，核心 PCE 环比回落至 0.3%，同比保持在 2.8%，显示美国抗通胀道路或难以一帆风顺，美联储当前仍未找到证实通胀明确进入降温轨道且未来基本不会反弹的有力证据。多位美联储官员认为今年抗通胀道路预计不会平坦，目前需要更多的月度数据来判断通胀下行过程是否会出现停滞，鉴于美国近期健康的经济状况美联储短期调整利率的紧迫性不强，但多数官员认为年内降息三次仍然是合理的基线预期；鲍威尔表示今年通胀将在颠簸的道路上缓慢下降，短期无法明显看到美国经济陷入衰退的可能性，如果劳动力市场出现明显降温可能会促使美联储提前采取行动。利率互换市场仍充分预期美联储 5 月大概率

维持不变，6月将首次开启降息，预计年内降息三次左右，整体来看美联储3月维持谨慎乐观的货币政策立场。

3月欧央行利率决议维持三大利率不变，但下调了今明两年的通胀预期，为今年夏季的降息计划埋下伏笔。尽管承认通胀取得进展，但拉加德表示服务业通胀仍然韧性十足，地缘政治因素仍是潜在通胀上行的风险，欧央行当前对通胀进程还未持有足够的信心，好消息是近期劳动力市场需求出现放缓，表明薪资增速有趋缓迹象，通胀与薪资增速的相关性很强，但还需要更多的数据来支撑当前下行的通胀趋势，4月份的数据将加深欧央行对通胀形势的了解，继而决定6月份是否采取行动，其坚称欧央行是独立的，不会优先考虑美联储的政策走向而改变行动轨迹。整体来看，欧央行倾向于提前放松限制性政策立场。

2、美国软着陆预期升温，欧元区制造业持续萎缩

美国3月Markit制造业PMI初值大幅扩张至52.5，创2年以来最快增速，其中新订单指数大幅回暖，出口订单需求增速较快，产出分项高达54.9创近2年新高，显示制造业活动显著回暖，市场需求有所改善，企业对经济前景的信心进一步提振。3月服务业PMI初值录得51.7，略低于预期的52，显示商业活动扩张速度放缓，主因美联储或将维持一段时间的限制性利率或对美国个人消费支出状况造成威胁，但整体服务业仍处于扩张区间，服务业通胀压力仍有回升迹象，其中投入成本涨幅较快，企业为去年以来最高程度地提高了服务业商品售价。整体来看，制造业的强劲扩张令美国经济中期处于健康状态的预期持续升温，即推动了美元指数反弹又拉重了金属和工业品的消费增长预期，美联储上调美国今年经济增速至2.1%，凸显美国经济良好的健康状态，以及美国受高利率环境负面影响边际也在逐步减弱。

欧元区3月制造业PMI终值为46.1，低于预期46.5，其中新订单增速迅速降温，连续第五个月放缓，红海航运问题持续，供应商交货周期仍在延长，与此同时，未完成订单指数为一年多以来最慢，欧洲工厂仍在加速裁员，制造业景气度十分低迷。其中“火车头”德国制造业大幅回落成为主要拖累，3月德国制造业PMI进一步下滑至41.9，创五个月新低，法国制造业PMI也放缓至46.2，环比下降0.9%，主因两大经济引擎的制造业均处于部分停工停产的状态，虽然意大利和西班牙制造业增长略有回升，但不足以支撑整个欧元区重回增长模式，此外，欧元区企业情绪指数继续下滑，新增就业数据不断恶化，表明企业对欧央行短期仍维持限制性的货币政策立场感到担忧。整体来看，但短期欧元区经济的复苏道路仍将面临较大不确定性，制造业仍然是经济增长的重要拖累项。

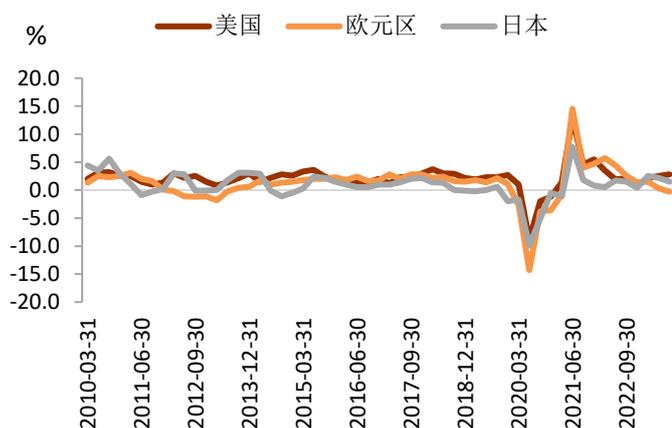
3、两会定调稳定经济增长，托底地产扩大消费为今年核心目标

两会定调今年GDP总目标5%，23-24两年复合增长同比5.1%，经济增长的主要途径仍寄希望于出口端的回暖，地产投资下行幅度的收窄以及基建领域一如既往的保持较快增速。

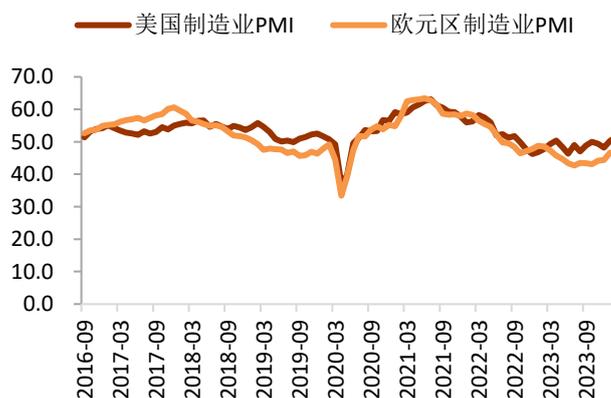
两会强调今年货币和财政政策将双向发力，其中广义财政空间中专项债发行规模将达 3.9 万亿，加上 4.06 万亿的财政赤字预算以及 1 万亿的超长期特别国债，总量接近 9 万亿，创下历史新高。在货币政策领域，今年将继续实施货币政策灵活适度 and 精准有效，盘活存量货币，加大对目前重点领域和薄弱环节的政策支持。与此同时，将促进今年新增城镇就业计划高于 1200 万，当前中央非常重视就业问题，将加强对就业容量较大行业的企业支持。与此同时，国家将扩大消费的整体思路从增加收入，优化供给，减少限制性措施角度出发，将出台具体细则推动设备的大规模更新换代以及促进新能源汽车，电子产品、家电、厨卫等以旧换新以及旧房和二手房的翻新装修改造。我们认为今年中央保持稳定增长的总体思路不变。

数据方面，3 月官方制造业 PMI 扩张至 50.8，环比上升 1.7%，其中生产和新订单指数增速较快，大型企业 PMI 升至 51.1，整体制造业春节以后进入快速复工复产周期，市场活跃度逐步提升，叠加 2 月规模以上工业企业利润持续修复，显示我国工业企业生产经营活动总体呈加快恢复的态势。

图表 3 发达国家 GDP 增速



图表 4 美欧制造业 PMI



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

1、矿端干扰频发，现货 TC 连创历史新低

3月进口铜精矿现货加工费 TC 指数低位运行，一度跌至 6 美金附近的历史新低，全球铜精矿市场紧缺的担忧仍在加剧，市场恐慌情绪进一步蔓延。由于年产 33 万吨金属铜的巴拿马铜矿供应继续中断，Codelco 旗下的托米奇铜矿突发矿难引发无限期罢工，包括英美资源、淡水河谷及自由港等大型矿商纷纷下调今年铜的产量预期，今年全球精矿的供应增速或进一步降至至 2.6%，目前矿端中期供应格局维持趋紧的预期。

去年 11 月，巴拿马贸易和工业部已终止第一量子旗下的巴拿马铜矿的所有业务，此前当地爆发了反对该矿运营的抗议活动，目前该项目的重启时间未定，由于巴拿马新一届总统大选将于今年 5 月落下帷幕，而该矿的恢复运营合同谈判大概率要在新政府上任以后进行，这将导致这座年产逾 30 万吨，约占全球铜精矿供应总量 1.5% 的大型矿山将关闭长达半年之久，将对 2024 年矿端供应产生直接影响，而从地缘政治环境来看，该国频繁调整矿业政策将导致矿业投资环境日益恶化，将影响海外矿企投资开发的积极性，如果乐观预计巴拿马铜矿将于今年年中复产，今年该矿山减产幅度或达 15-20 万吨，目前该矿何时复产成为了影响二季度铜价走向的重要因素。

洛阳钼业旗下的 TFM 项目已全面达产，混合矿线日均矿石处理量超过设计产能的 4%，其中铜单日最大产量已达 678 吨，超出设计产能的 17%，TFM 混合矿项目是我国在刚果（金）投资最大的单体项目，总投资 25.1 亿美元，由东区 560 万吨/年混合矿生产线、330 万吨/年氧化矿生产线，中区 350 万吨/年混合矿生产线构成，中区已于 2023 年 8 月初达标。目前 TFM 已拥有五条铜钴生产线，生产能力从原来处理矿石 1.5 万吨提升至 6.3 万吨，年铜产量提升至 45 万吨以上，跻身全球前十大铜矿山之列，也是全球第二大钴矿山。而旗下的 KFM 混合湿法项目 2 月铜产量已超 1.5 万吨，再创历史纪录，主要通过加强选矿流程控制、提升浸出率和尾矿回水量等提高铜钴矿的回收率。2024 年，随着 TFM 和 KFM 全面投入运营，洛阳钼业还将贡献 10-15 万吨铜产量增量。

继 Los Bronces 以后，安托法加斯塔为旗下位于智利的 Los Pelambres 铜矿建造的耗资 20 亿美元的海水淡化厂目前已正式启动，旨在应对智利长期面临的降雨量偏少引发的干旱问题，该铜矿是遭受长达数年以后第一个投资建设使用淡化水的项目，2023 年 Los Pelambres 铜产量达 31.1 万吨，该公司计划将于 2027 年完成第二阶段的扩建计划。目前仅剩智利中部的 Andina 铜矿仍存一定的缺水风险，高昂的投资建设成本和淡化设备使用成本将是两大矿企未来长期面临的问题，或将对其综合利润形成一定影响。

全球最大铜生产商 Codelco（智利国营）公布业绩，其 2023 年铜产量仅为 132.5 万吨，创近 25 年以来最低水平，毛利率同比下降了 34%，主因主流矿山矿龄老化、新建项目进展缓慢、长期干旱的气候、矿区事故以及政治和财税风险等因素的交织共同影响其产量，就在

3月初旗下位于智利北部的 Radomiro Tomic (托米奇) 的一名铜矿工人在操作采掘车时起火，工人封锁道路终止生产并举行无限期罢工，复产时间待定，2023年托米奇铜矿铜产量达 31.5 万吨。公司首席执行官表示去年为 Codelco 生产运营最为艰难的一年，预计 2024 年的产量区间在 132.5-139 万吨之间，未来 10 年内产量将会逐步恢复并达到 170 万吨左右的水平。

2、国内精铜产量维持高位

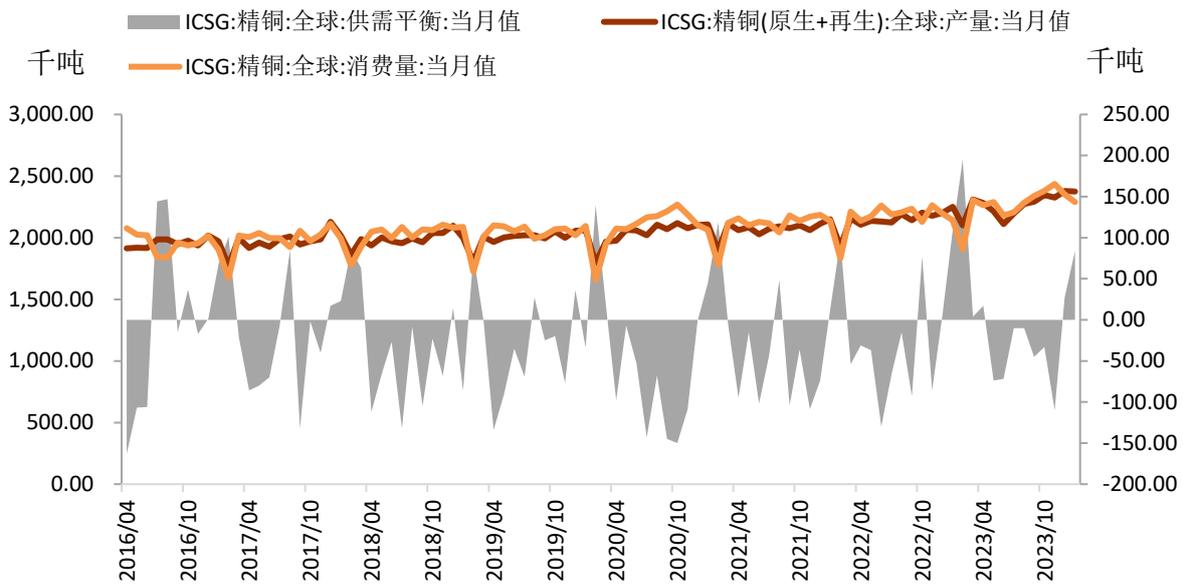
根据 WBMS (世界金属统计局) 数据显示，2024 年 1 月全球精炼铜产量为 243.56 万吨，消费量为 242.93 万吨，供应过剩 0.63 万吨，2024 年 1 月全球铜精矿产量为 191.78 万吨。

SMM 数据显示，今年 2 月我国精铜产量达 95.03 万吨，同比增长 4.7%，环比下降 2%，低于预期的 95.94 万吨。2 月份全国主要冶炼厂的产能利用率环比降至 74.6%，年初产量环比下滑，主要由于 1 月西南铜业因整体项目搬迁已全面停产；去年 10 月投产的中条山有色因原料供应短缺干扰下，产量始终不及预期；而张家港联合铜业技术改造导致产能利用下降；富邦铜业则计划 3 月停产技术改造，预计将于 7-8 月份复产并从 5.5 万吨扩产至 10 万吨。3 月国内冶炼企业亏损产能有所增加，停检意愿有所增强，将导致 3 月份产量维持在 95 万吨左右的水平。

由于铜精矿市场对供应短缺的担忧持续升温，现货 TC 上月最低下跌至 6 美元/吨，迫于部分亏损冶炼产能难以为继的压力，CSPT 上组于 3 月底开会讨论联合减产事宜并达成共识，预计整体减产幅度将达 5%-10%，以促进短期 TC 回归合理区间，而 4-5 月国内也将迎来密集检修期，例如大冶新线弘盛铜业 3 月份开始检修，预计将长达 2 个月，预计减产 2 万吨；河南中原黄金检修 40 天，预计减产 4 万吨；金冠铜业 4 月检修 25 天，此外中金岭南、山东恒邦、新疆五鑫也将进行为期一个月左右的检修，本轮检修影响的粗炼产能规模将达 250-300 万吨，将导致二季度精铜有供应偏紧的预期，预计二季度的月均产量将回落到 93-95 万吨。海外方面，洛钼旗下的 KFM 和 TFM 两大湿法项目已接近满产状态，预计新增 16 万吨；KPM 去年扩建了 5 万吨产能，今年大概率可以达产；俄罗斯乌多坎湿法冶炼项目今年投产，但考虑到原油湿法矿山品位下滑，非洲刚果缺电干扰以及乌多坎项目推进缓慢，预计今年整体湿法产能将仅增 20 万吨左右；火法方面，印尼的 Gresik 扩建项目以及 Manyar 的 50 万吨扩建都是后续增量，印尼 Adina 冶炼厂旗下的库奇铜业已经向客户运送第一批阴极铜，但预计 2024 年只能供应 4.3 万吨增量，印尼 PT AMMAN 计划 2024 年生产 83.3 万吨铜精矿，同比增长 54%，AMMAN 20 万吨的新建项目将于 5 月份建成下半年将陆续释放产量，但考虑到智利 Enami 停产等干扰影响，今年火法的增量十分有限。

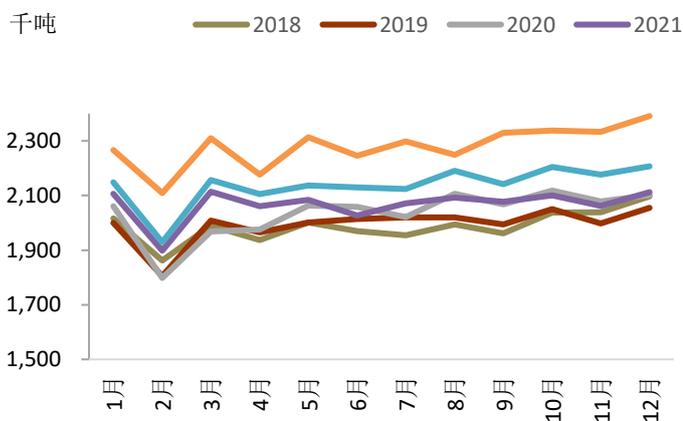
整体来看，二季度国内精铜产量将会随着多家冶炼厂进入集中检修或减产的周期而逐步下滑，CSPT 小组达成共识将联合减产 5%-10% 的规模，预计 4 月国内精铜产量将进一步回落至 93-95 万吨。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

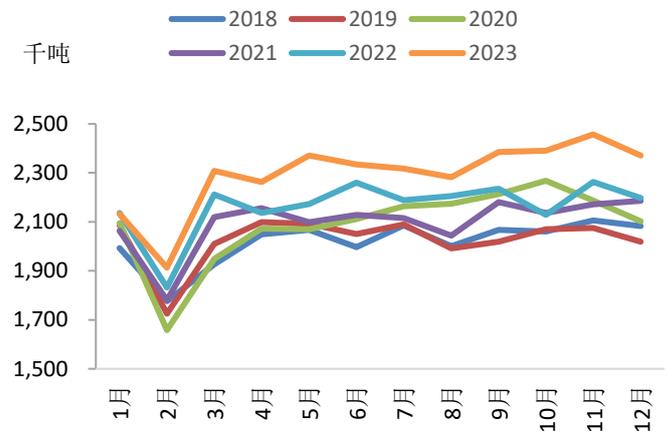


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化

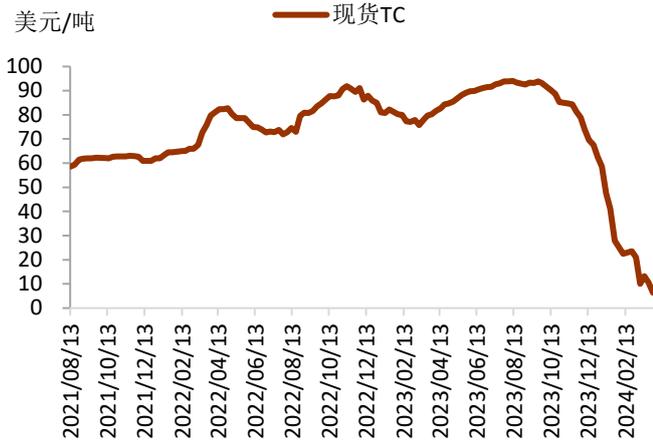


图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

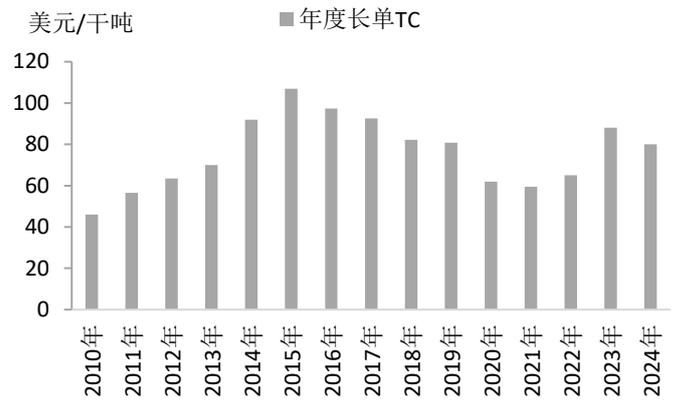


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

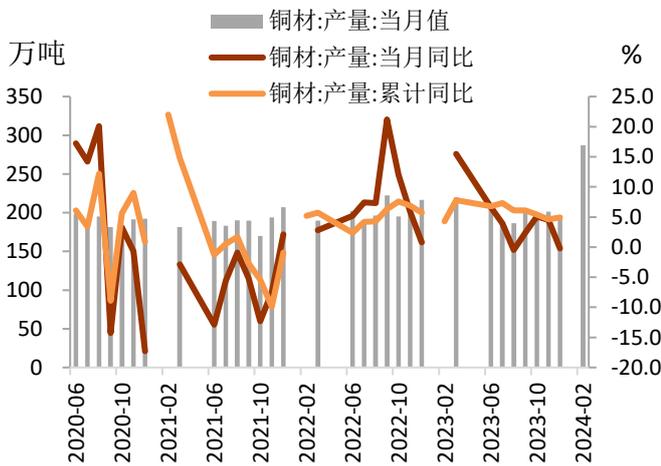


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

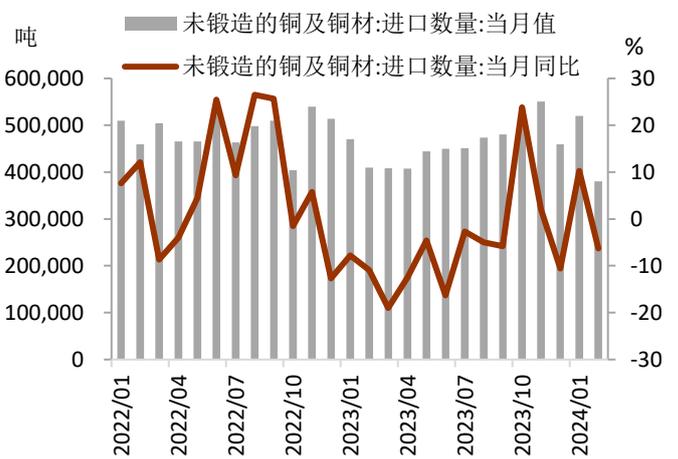


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

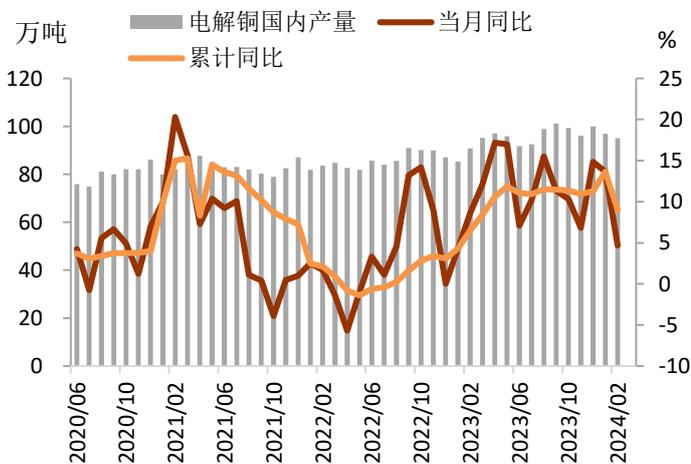


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

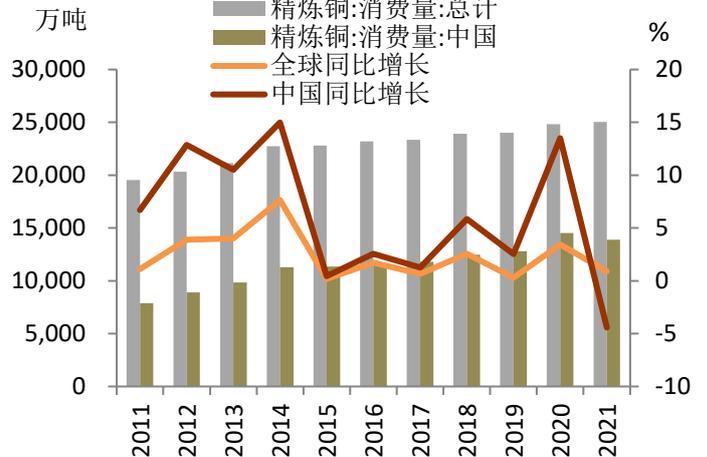


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化



图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

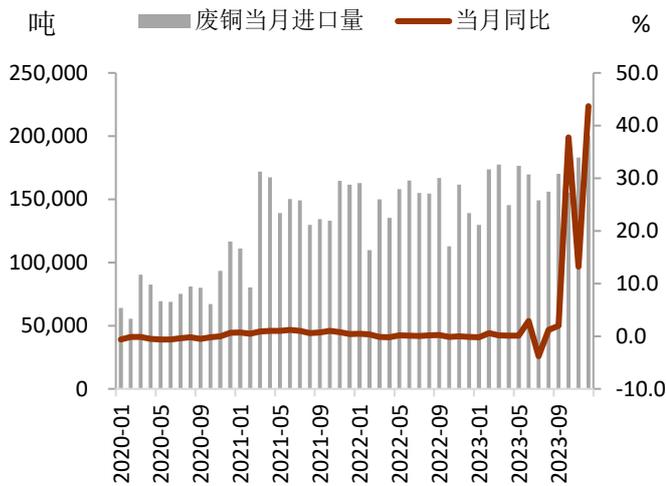
3、3月进口量预计难有增量

根据海关数据，我国 1-2 月我国未锻造铜及铜材进口量达 90 万吨，同比增长 2.6%；1-2 月铜矿砂及精矿进口量为 465.8 万吨，同比微增 0.38%；2 月精炼铜进口量回落至 25.2 万吨，同比增长 10.7%，同比增幅较大主要缘于去年同期基数较低，实际环比去年四季度的单月 30 万以上的进口量已出现明显回落。

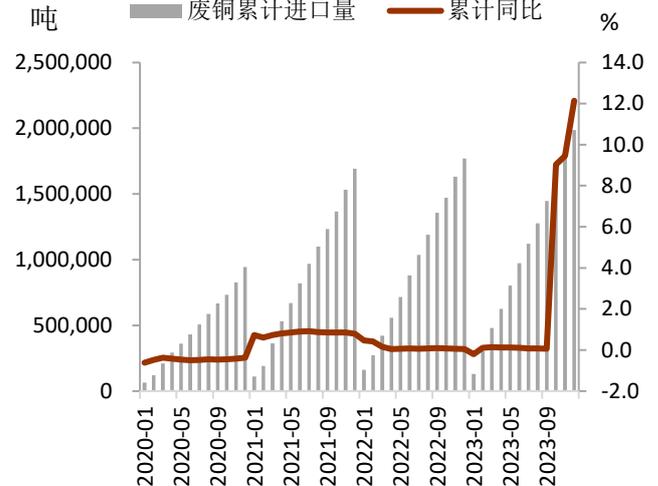
3 月以来，国内终端消费进入淡季转旺季的过渡期，初端加工开工率回升缓慢，进口敞口维持长时间的关闭，且现货贴水幅度较大，中美利差持续高挂导致贸易企业融资需求持续减弱，多方面因素拖累 2 月进口环比回落。红海航运问题持续干扰全球运输，很多国际船舶被迫放弃原有航线，选择绕道非洲好望角，运力的增加令原本运转不力的南非沿线港口更加负重不堪；而目前非洲刚果的隐性库存很高，由于其铁路设施很久以前遭到破坏，目前仍以公路运输为主，大多数铜产品从刚果金输送到南非德班港口需要 50 天左右的时间，目前港口阻塞非常严重，当地疏港能力的疲软成为了非洲铜进入国内市场的最大障碍，我们预计刚果境内推挤的湿法铜超过了 20 万吨。

3 月现货进口盈亏运行区间在-500 至-200 元/吨之间，剔除人民币汇率的因素以后，沪伦比值重心回升至 8.18 一线，进口窗口在 3 月基本维持亏损状态，主因两地市场库存结构的分化，国内 3 月仍然处于高位慢累库周期，而伦铜库存则持续回落，且整体库存的边际变化开始缩小，预计 3 月我国进口量将小幅反弹至 30 万吨左右。2 月我国废铜进口量达 15.25 万吨，同比下降 12.24%，主要来源地仍是美国、日本及东南亚地区，预计今年 3 月废铜进口量仍将保持平稳。

图表 18 中国废铜进口单月变化



图表 19 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、国内库存高位盘整，海外库存低位震荡

3 月份以来，国内库存维持高位盘整，社会库存始终在 35-40 万吨区间徘徊，保税区库存也在缓慢向上积累，而海外库存经过 2 月份的持续下行以后维持低位震荡，内外库存走势仍然分化，但全球显现库存目前仍在缓慢上升之中。随着国内维持高库存的时间较长，二季度国内炼厂计划集中检修的窗口愈发临近，近月 C 结构有所走扩，而 LME 的 0-3 因海外央行降息预期的推迟和精铜现货需求的疲软重新走扩。

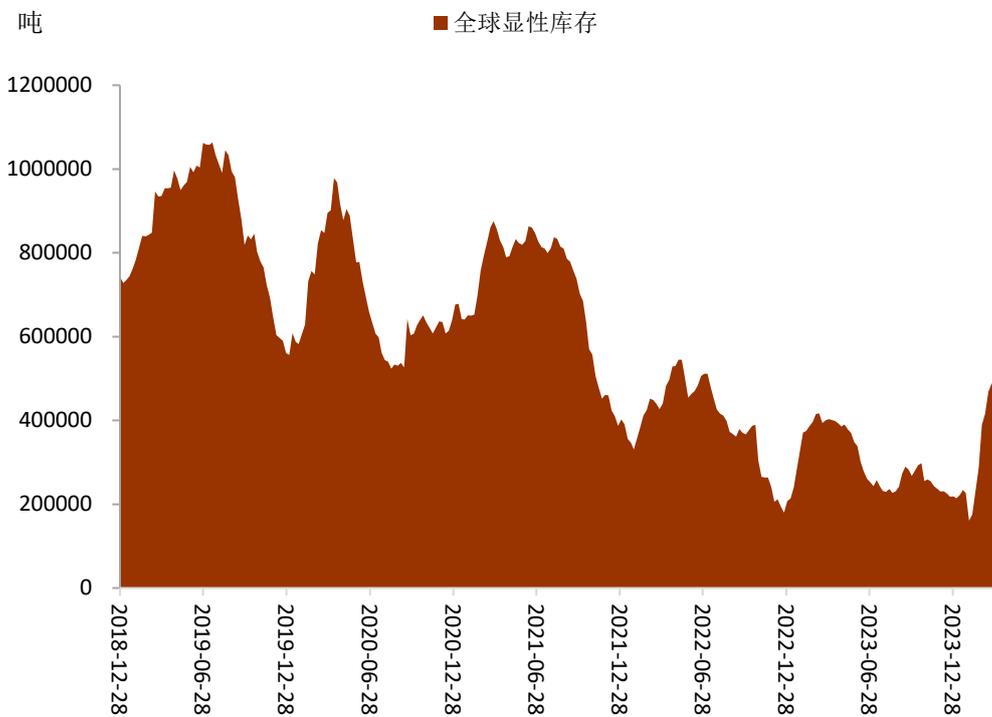
截止 3 月 29 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 11.2 万吨、3 万吨和 29 万吨，合计 43.27 万吨，月环比微降 0.8%，LME 注销仓单比例回落至 13%，伦铜 0-3 升水结构维持 100 美金以上，但并没有出现无风险套利空间。LME 亚洲库库存环比上月基本持平，LME 欧洲和北美地区的库存分别下降 0.2 和 0.8 万吨左右。

截止 3 月 29 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）为 35.07 万吨，环比 2 月大幅增加 10.4 万吨。其中 SHFE 总库存升至 29 万吨，环比 2 月增加 7.57 万吨，上海保税区升至 6.05 万吨，环比 2 月上升 2.85 万吨，保税区库存持续累积，主因淡季需求减弱且进口窗口持续关闭，但保税区没有融资盘的套利介入，未来进口窗口好转以后库存将逐步消化。且有部分国内冶炼厂积极寻求出口套利的空间并进行了少量的出口操作，也导致了保税区库存的持续累积。目前海外精铜供应已逐步恢复，全球今年湿法产能增量将达到 20 万吨，而今年火法的增量十分有限。整体海外精铜供应仍将平稳运行。

在进口盈亏维持亏损区间的情况下，多数进口湿法铜货源仍选择发往中国，叠加下游消费复苏偏慢，国内显性库存去库迹象不明显，LME 亚洲库存边际变化不大。随着 4 月国内终端消费的逐步回暖，以及国内炼厂减产计划的逐步落地和二季度集中检修期的到来，国内紧平衡的预期持续升温，4 月国内将继续进入快速去库的阶段，预计显性库存将明显低于

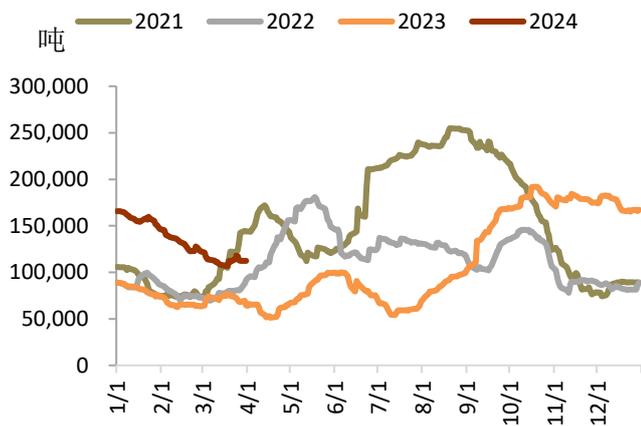
往年同期，而海外库存则因为海外制造业复苏和全球火法冶炼产能增量有限而继续回落。

图表 20 全球显性库存变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 LME 铜库存



图表 22 SHFE 和保税区库存走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、传统行业消费复苏迟缓，新兴产业用铜增速放缓

电网投资增速保持平稳

国家电网预计，2024 年我国电网投资工程建设总额将超过 5000 亿元，国家统计局数据显示，2024 年 1-2 月我国电网投资完成额 327 亿，同比增长 2.3%，1-2 月我国电源工程投资完成额 761 亿，同比增长 8.3%，其中太阳能发电装机容量约 6.5 亿千瓦，同比增长 56.9%；风电装机容量约 4.5 亿千瓦，同比增长 21.3%。2024 年 1-2 月，全国发电设备累计平均利用 563 小时，比上年同期减少 6 小时。其中，风电 373 小时，比上年同期减少 27 小时；太阳能发电 168 小时，比上年同期减少 14 小时；火电 763 小时，比上年同期增加 44 小时；核电 1216 小时，比上年同期增加 7 小时；水电 369 小时，比上年同期增加 5 小时。2024 年国家中西部地区的电网工程建设项目重点仍在特高压领域，中低压电网订单增速将有所减弱，由于铜缆线消费主要集中在中低压领域，整体电网投资增速对精铜消费的提振或难有明显增量，今年整体电网的发展方向将更加聚焦于特高压、储能和数字化配网等新领域，西部地区的风光大基地项目仍需要大规模电网系统的电力外输配送能力，目前线缆企业开工率提升的速率较为缓慢，主因铜价长期位于相对高位多数企业补库情绪不积极，预计 3 月线缆开工率仍将低于往年同期水平，整体今年电网投资用铜增速将维持在 4%。

风光用铜增速预计放缓

中国电力企业联合会数据，2024 年 1-2 月我国新增光伏装机容量达 36.7GW，同比增长 80.3%，新增占比当中分布式超出了集中式，根据光伏工业协会的乐观预计今年全球光伏装机总量将达 430GW，而我国新增光伏装机总量将达 220GW，而海上风电的装机容量达到 80-85GW，预计今年风光行业用铜增量将达 124.3 万吨，同比增速为 5.1%，整体风光用铜增速将显著防护。3 月大型集中式项目装机增速明显放缓，分布式光伏电站的普及率正与日俱增比重也在持续上升，国内几家大型央企年度集采招标框架陆续出炉，预计 4 月将有大批量的光伏组件招标项目落地，目前分布式项目在高利润率的刺激下维持高并网接入率，而集中式则大多在去年年底基本收尾并网。

今年 1-2 月我国新增风电装机量达 9.9GW，同比增长 69%，低基数带动同比增速回升，但目前陆风装机受黑色成本高企拖累利润空间较小，而海风的投资建设周期长、成本高，且投资回报率不确定性偏高，西部地区出现了一定程度的弃风现象，且铝线缆在风力发电领域对铜缆线的替代因巨大的成本优势正在逐年递增。整体来看，今年光伏装机增量可观但增幅放缓，而风电行业的发展低迷则需要成本端的下移以及更多的行业政策补贴支持。

楼市政策组合拳托底楼市

国家统计局数据，今年 1-2 月我国房地产开发投资累计总额达 1.2 万亿，累计同比下降 2.3%。1-2 月我国商品房销售面积累计达 1.13 万平方米，同比降幅扩大至 20.5%，其中

住宅销售面积为 0.96 万平方米，同比降幅扩大至 24.8%，房地产新开工面积累计为 0.94 万平方米，同比下降 29.7%，房地产竣工面积达 1.04 万平方米，累计同比降至 20.2%。

由于今年 1-2 月地产销售不佳，竣工增速放缓，两会重点提出优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求给予支持；二则强调适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加大保障性住房建设和供给；三是要强调完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求，推动增量需求。今年大方向上将加快推进三大工程(保障房，公共设施，城中村)，化解地方债务的风险，政策上推行房票制度，定向投放 PSL(棚改建专项贷款)，市场预计今年 PSL 规模将达 1-1.5 万亿。两会强调优化房地产政策，给予企业最大程度的资金支持，加大保障房供给，尤其是要推动增量需求，逐步放开限购、限售，调低贷款利率，PSL 的累计投放将形成从量变到质变的正反馈，让市场形成中长期对楼市信心的修复。

空调冷年销售清淡

国家统计局数据显示，2024 年 1-2 月我国空调总产量达 3763.6 万台，同比增长 13%，1-2 月家用开空调销量为 2863.6 万台，同比增长 17.7%，截止 2 月底，全国家用空调工业库存为 1736.6 万台，同比下降 9.4%。

产业在线数据显示，受春节淡季影响，2 月份的空调产销两端都呈明显下降趋势，但综合前三个月的累计数值来讲已经实现了超预期的增长，1-2 月我国家用空调产量同比增长 16.9%，内销同比增长 16.3%，出口同比增长 18.9%。一方面，铜作为主要原料之一，铜价的阶段性上涨一定程度影响了市场对二季度空调价格的预期，不少厂商此前发布了涨价通知，中小企业的市场份额可能受此挤压，但多数大型企业原料库存的备货周期基本在 2-3 个月，当前成品涨幅不会立刻体现。出口端来看，欧洲受红海局势影响订单提前锁定出货，拉美、中东、东南亚市场今年需求增长明显，2 月份部分企业在产品、价格等策略调整下仍然保持着订单的增长。整体来看出口节奏较去年有所提前，海外补库需求下出口市场目前增长态势可观。从 4 月排产的情况来看，产业在线数据调研显示 4 月家用空调内销排产共计 1281 万台，较去年同期实绩增长 20.9%，出口排产 938 万台，较去年同期实绩增长 28.3%，随着商务部出台推动大规模设备更新以及家电、厨卫以及旧房改造翻新的多项举措落地，行业对今年旺季的备货热情较为高涨，推动了行业维持高速增长预期持续升温，预计将拉动铜管企业重现去年二季度的高开工率的景象，但成本端的上移同样一定程度抑制终端需求。

新能源汽车淡季产销大降，今年增量可观增速放缓

中汽协数据，2 月新能源汽车产销分别完成 46.4 万辆和 47.7 万辆，环比分别下降-37.5% 和-35.1%，同比分别下降 16%和 9.2%，市场占有率为 30.1%。其中内销 39.8 万辆，环比-36.7%；出口 7.9 万辆，环比-21.8%。百川盈孚数据显示，2 月铜箔产量回落至 4.6 万吨，企业开工率为 33.3%，环比-25.2%，因春节长假停工和终端需求放缓，预计 3 月铜箔行业开

工率将逐步回升至 45%左右，难有较大改观。车企降价去库的策略还在持续，新能源汽车销售明显下滑，锂电铜箔开工率低于往年，2 月多数电池厂减产幅度明显。2 月新能源汽车销量环比大幅走弱，储能并网订单也低于预期，导致铜箔开工率将至冰点。预计 3 月新能源汽车产销将逐渐回升，中汽协预计 2024 年新能源汽车销量将达 1150 万辆，增量约为 205 万辆，同比增速放缓至 21.7%。目前市场期待 3 月份新能源汽车产销两端的反弹，当前国内新能与汽车中低端市场的价格竞争十分激烈，因此上半年以价换量以及继续冲刺销量的目标将是多数国产车企的主旋律，但电车单车耗铜量的逐年递减以及小型车的普及程度提升仍是中长期影响用铜增速的负面变量。

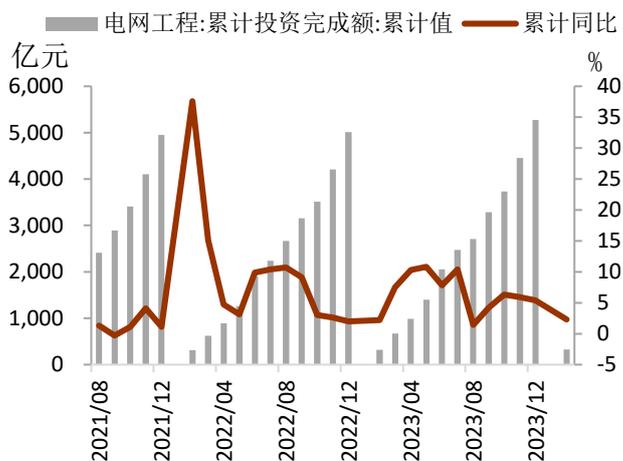
传统行业淡季需求缓慢复苏，新兴产业用铜增速回落

整体需求端来看，新能源汽车环比增速回落，电网投资工程建设项目一季度建设进度缓慢；房地产开发销售竣工降幅扩大，白色家电排产延续告诉增长，风光用铜增速下滑但增量可观，3 月份传统行业复苏速率偏慢，新兴产业用铜增速边际下滑，预计 4 月份精铜消费将平稳复苏逐步走上正规进入旺季周期。

图表 23 电源投资完成额变化

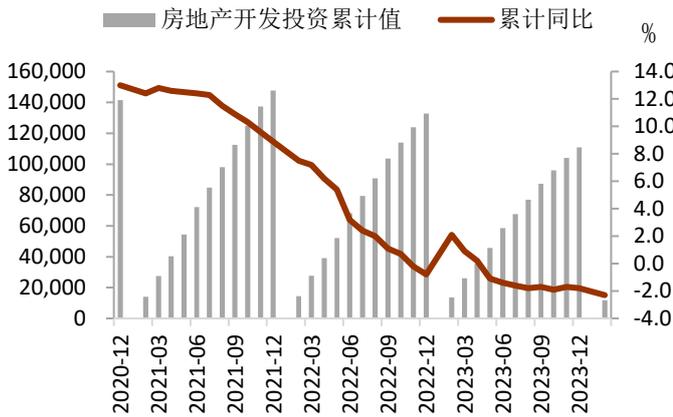


图表 24 电网投资完成额变化

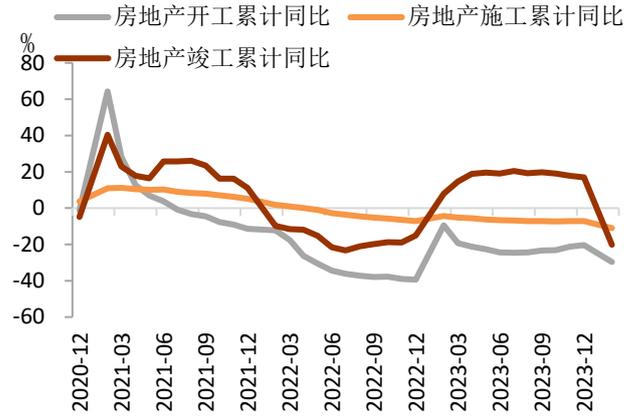


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 25 房地产开发投资增速变化



图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 27 空调产量增速变化

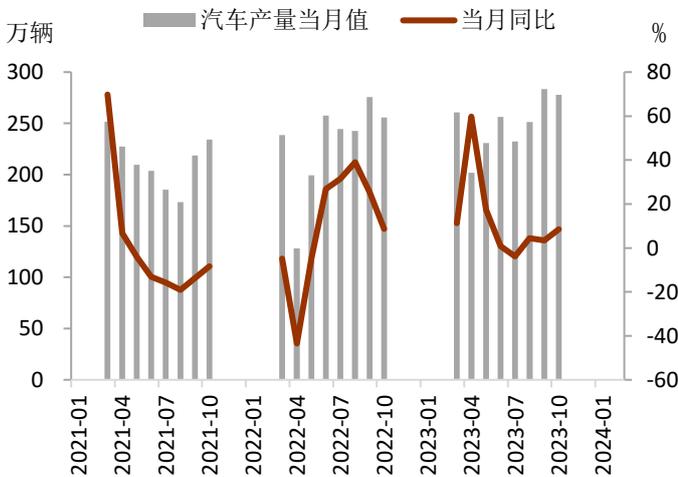


图表 28 家用空调库存变化

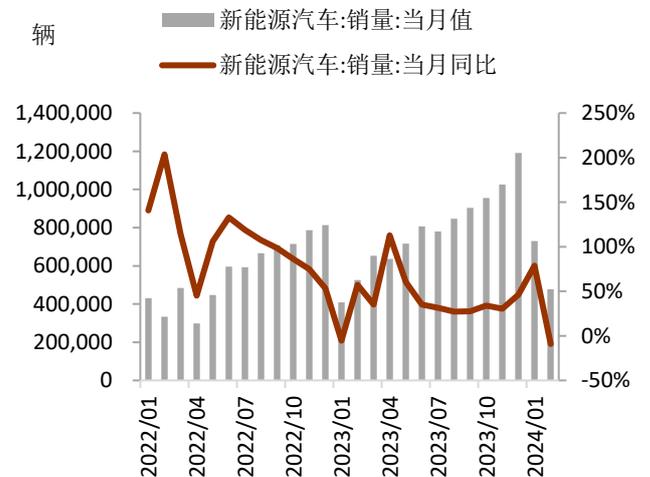


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 汽车产量变化



图表 30 新能源汽车产量及销量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

四、行情展望

宏观方面，美国抗通胀道路的不平顺已逐渐进入美联储的预期视野，而市场仍在积极交易海外央行下半年转向宽松的预期，欧央行则担忧经济长期徘徊衰退边缘的风险或将提前放松限制性立场，整体海外央行将由谨慎转向逐渐宽松；两会定调保持合理经济增长，制造业 PMI 重回扩张区间，工业企业利润持续修复，国内宏观预期边际持续向好。

基本面来看，国内产量继续回落，进口环比下降，供应端持续趋紧。需求端，传统终端行业需求复苏缓慢，二季度冶炼端将进入密集检修减产周期，紧平衡将从预期走向现实。库存结构来看，国内去库预期强化，海外库存偏低，对铜价形成一定支撑。

整体来看，海外央行政策立场边际趋于宽松，国内宏观预期持续修正；基本面铜矿供应中断持续，炼厂二季度集中检修减产将导致供需紧平衡加剧，4 月或将进入快速去库周期，整体预计铜价将延续震荡向上的趋势。

预计 4 月份铜价将延续震荡向上走势，沪铜主要波动区间在 73000-76000 元/吨之间，伦铜的主要波动区间在 9000-9500 美元/吨之间。

风险点：海外通胀反复，欧美央行推迟降息。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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状况。