



2023年5月8日

## 宏观降温消费疲软，铜价将震荡回落

### 核心观点及策略

- 宏观方面，美国再通胀预期有所升温，美国经济整体稳健且富有韧性，美联储预防性降息的紧迫性和意愿下降，当前转向放缓缩表守护美元流动性；欧央行则担忧欧元区经济陷入技术性衰退或将于年中启动降息；中国一季度经济增速平稳，制造业PMI维持扩张区间，除地产外固定资产投资稳中有升，国内宏观预期边际持续向好。
- 基本面来看，巴拿马铜矿复产前景不明，国内产量高位回落，供应呈收缩态势。需求端，传统行业尤其是电缆线需求十分疲软，虽然多数炼厂已进入密集检修减产周期，但紧平衡预期并未充分兑现。库存结构来看，国内去库进程不畅，海外库存偏低。
- 整体来看，美联储作出实质性降息的紧迫性下降，国内宏观预期企稳向好；基本面矿端供应中断持续，但二季度紧平衡预期并未充分兑现，国内终端消费疲弱将抑制铜价进一步上行空间，5月去库幅度或有限，整体预计铜价将在震荡后转向逐步回落。
- 预计5月份铜价将从震荡转向回落，沪铜主要波动区间在76000-83000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在9500-10200美元/吨之间。
- 风险点：海外通胀超预期放缓，欧美央行提前降息。

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4月铜行情回顾.....         | 4  |
| 二、宏观经济分析.....               | 5  |
| 1、美国再通胀预期升温，欧元区或年中率先降息..... | 5  |
| 2、美国经济韧性十足，欧元区两大产业加剧分化..... | 6  |
| 3、一季度经济增速平稳，整体企稳向好预期不变..... | 7  |
| 三、基本面分析.....                | 8  |
| 1、铜矿供应中断持续，现货TC创历史新低.....   | 8  |
| 2、国内精铜产量降逐步下滑.....          | 9  |
| 3、4月进口量预计平稳，废铜进口持续增加.....   | 12 |
| 4、国内去库进程不畅，海外库存低位下探.....    | 13 |
| 5、高铜价抑制电网需求，新兴产业用铜增量可观..... | 15 |
| 四、行情展望.....                 | 19 |

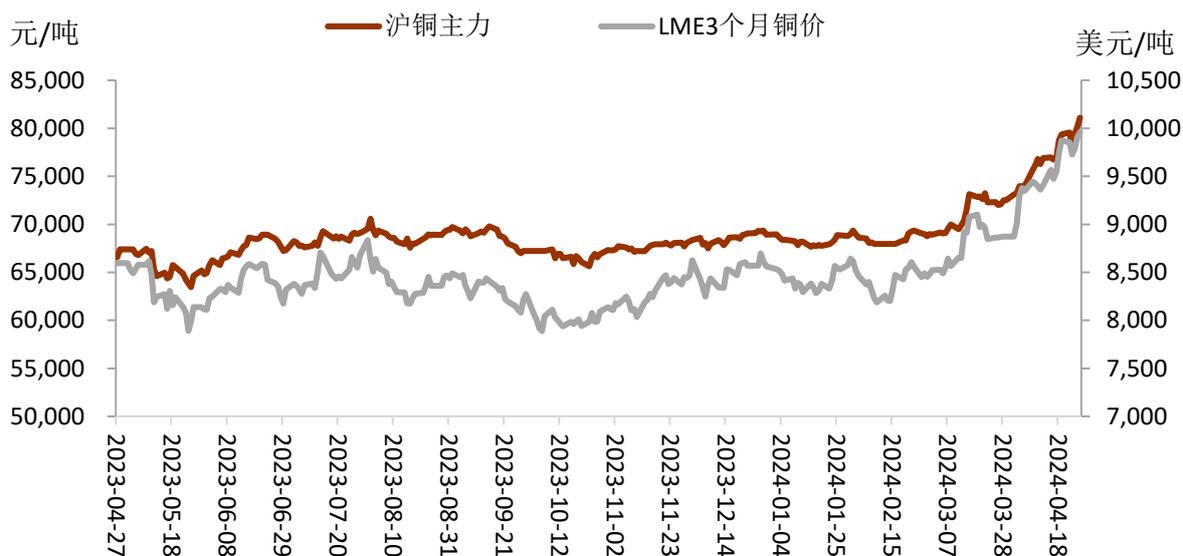
## 图表目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 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.....          | 8  |
| 图表 6 中国 PMI 指数.....          | 8  |
| 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4月铜行情回顾

2024年4月，铜价呈现单边上行趋势，伦铜一度突破万元大关。一方面，美国再通胀预期持续升温令贵金属和金属类商品的价格重心不断抬升，中美制造业积极复苏拉动中期精铜消费增长预期；另一方面，中国一季度经济增速平稳，除房地产以外固定资产投资回升，工业企业利润修复，整体经济基本面企稳向好；从基本面来看，矿端扰动仍在持续，国内产量高位回落，进口维持常态，但终端消费尤其是电网投资端十分疲软，导致4月整体去库进程不畅，现货贴水幅度加深，国内紧平衡预期并未充分兑现。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%。4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强劲带动美元指数走强，沪伦比上升至8.17附近，铜价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

4月以来，国内精铜终端消费复苏十分缓慢，一方面来自于持续的高铜价导致成本占比较高的电网投资端4月基本没有招标，另一方面来自于今年基建和房地产项目进度缓慢。从电网投资端来看，两网4月招投标项目基本没有展开，4月中下旬线缆企业开工率仅为74.76%，创近几年以来新低，高铜价令终端几无订单增量，五一节前的刚需补库也在不断推迟和减量；从新兴产业来看，新能源汽车产销环比大幅回升，风光行业终端分布式项目集采招标逐渐启动对铜带来一定的消费支撑。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，开工率勉强维持7成左右；而铜管行业则因二季度空调企业排产量较去年同期约有10%以上的增速下开工率大幅回升至85%以上，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，平均开工率维持在 5 成左右，铜板带企业则因终端电气行业的变压器、新能源汽车连接器等需求回升，开工率维持在 75%，整体终端消费受传统行业拖累增量十分有限。较弱的消费现实拖累国内社会库存并无明显去化迹象，虽然供应端国内产量有下滑预期，但占我国精铜需求总量近一半的电网投资端的疲软拖累线缆企业开工率持续下降，难以对去库产生推动力，整个 4 月均在 40 万吨的社库高点徘徊，由于高铜价抑制消费面导致现货市场贴水幅度逐渐加深，月中现货贴水幅度一度达到 230 元/吨创今年新低；4 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令近月合约承压；预计 5 月国内终端消费仍将难有起色，虽然 5-6 月冶炼厂将维持较长时间的检修和减产周期导致预期供应量下滑，但终端消费疲软将使弱平衡预期深化，现货贴水难有较大幅度的改观。

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、美国再通胀预期升温，欧元区或年中率先降息

美国 3 月核心 CPI 同比增长 3.8%，连续第三个月超预期，3 月核心 PCE 同比增长 2.8%，作为美联储首选的通胀指标 PCE 继一季度环比超预期回升后，3 月数据再次走高，在服务业通胀的增速驱动下，短期通胀仍比预期顽固，整体美国一季度的通胀表现并未达到美联储的期望水平，在去年下半年抗通胀进程的完美演绎过后，当前通胀或已有陷入停滞的风险。鲍威尔表示近期的通胀数据缺乏进一步进展，可能需要更长的时间周期才能积累对通胀回落的信心，让高利率政策在更长的时间内发挥作用是比较合适的，整体对于宽松预期的立

场再度转向鹰派，目前市场预期美联储或将推迟首次开启降息时点至年底，今年最多仅有一次降息。而近期金属市场则并没有交易美联储官员有关利率方面的鹰派言论，由于美国经济整体走向由居民强劲的消费支出带动企业盈利水平高企进而推动美国就业市场繁荣的良性循环，美国经济基本面的极强韧性将带动全球经济增速的回升，叠加美国实际利率偏低带来的再通胀预期的不断强化令市场风险偏好持续升温，海外基金多头情绪高涨。

虽然中东局势并未平息，但随着海外原油价格的震荡回落，以及核心通胀的持续放缓，欧央行或率先于年中开启降息周期，拉加德表示，只要欧元区的通胀放缓趋势没有受到冲击脱离正规，欧央行更倾向于接近降息，当前欧央行正审慎观察通胀下行过程，如果其继续按照预期发展，欧央行未来将必须走向放松限制性货币政策的时刻。3月欧元区CPI终值为2.4%，较2月进一步降温，虽然服务业通胀对整体通胀下行幅度稍有拖累，但高利率环境对通胀的抑制作用仍然明显，一旦中东事态缓和或令油价合理回归，欧元区或将于6月首度开启降息，推迟降息对欧元区脱离衰退边缘不利。整体来看，欧央行愈发倾向于提前放松限制性政策立场。

## 2、美国经济富有韧性，欧元区两大产业加剧分化

美国一季度GDP同比增长1.6%，较去年四季度明显收窄，美国4月Markit制造业PMI初值降至49.9，回落至荣枯线下方，其中新订单指数出现六个月以来的首次下滑，制造业库存指数小幅增加，整体显示美国制造业近期略有放缓迹象，制造业需求受成本端压力增加但向下传导不畅的阻力，与此同时工业企业未来的产出水平预期有所下调。4月服务业PMI初值录得50.9，略低于预期的52，显示商业活动扩张活动有所放缓，主因美联储将继续维持一段时间的高利率水平或对美国居民消费支出韧性造成负面影响，但整体服务业仍然位于增长区间，服务业通胀压力有所放缓而制造业的成本压力却在加剧主因原材料和燃料的价格高企，目前驱动美国的通胀因素已从服务业逐渐转向制造业。整体来看，美国制造业虽有放缓但服务业位于扩张区间，但整体经济在高利率的压力下仍处于良性循环，IMF继续上调美国今年经济增速至2.7%，较此前1月大幅上升0.6%，美国经济的韧性也将带动全球经济增速预期持续回升。

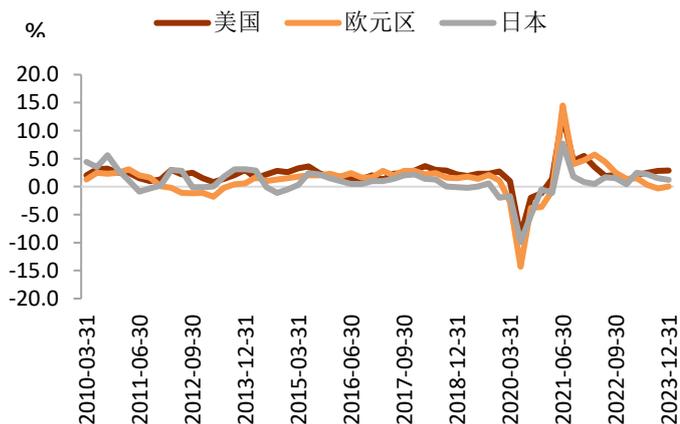
欧元区4月制造业PMI初值仅45.6，低于前值的46.1，其中新订单指数大降2.2%至43.8，制造业复苏道路举步维艰，而4月欧元区服务业PMI大幅反弹至52.9却超出市场预期，创去年11月以来新高。其中德国4月制造业PMI录得42.2，不及预期，整体萎缩程度有所放缓，未来德国将通过工业生产、出口和建筑业的回升来驱动经济避免陷入衰退，法国同样依靠服务业的推动有效实现了经济复苏，但制造业新订单指数同样大幅回落，两大产业复苏的差距愈发明显，德法两大经济引擎的结构分化使其难以跟上欧元区其他国家的复苏步伐，制造业的长期低迷或将拖累欧元区整体经济活动并可能使欧元区再度陷入轻微衰退的风险，整体来看，欧元区的复苏仍将面临较大不确定性，欧央行将更有必要早于美联

储进入降息周期。

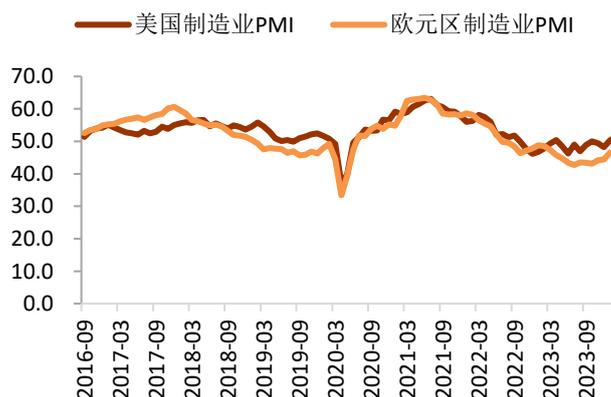
### 3、一季度经济增速平稳，整体企稳向好预期不变

中国一季度 GDP 同比增速 5.3%，环比增长 1.6%，一季度规模以上工业增加值同比增长 6.1%，其中高技术制造业增加值为+7.5%，国有控股企业增加值同比增长 5.2%，一季度社会消费品零售总额同比增长 4.7%，一季度出口增速(人民币计价)同比增长 5%，3 月份规模以上工业企业利润同比增加 4.5%，整体显示我国经济一季度开局良好，整体经济平稳有序健康发展，企稳向好的基础和预期并未发生改变。其中工业产出增长势头良好，工业企业利润持续修复，高新技术制造业增长加快，除房地产以外的固定资产投资积极回升，服务类消费总量稳步增长，经济内循环体系逐步发挥效能，市场总需求并未受到外需减弱及逆全球化趋势的过度负面影响，通过“一带一路”建立的全球贸易新格局体系持续完善，出口增速稳定且贸易结构不断优化。

图表 3 发达国家 GDP 增速

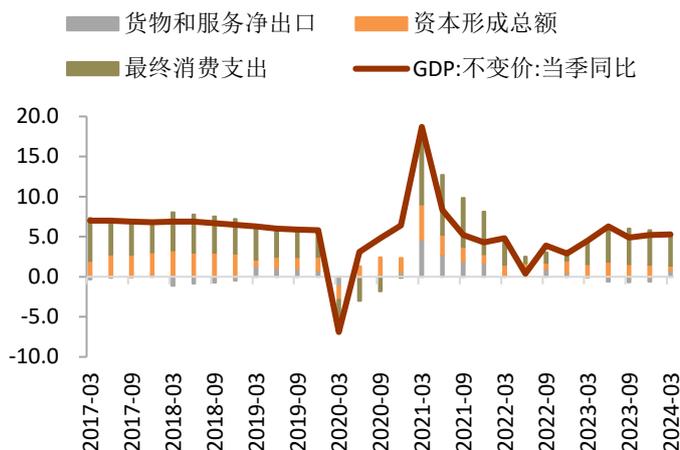


图表 4 美欧制造业 PMI



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、铜矿供应中断持续，现货 TC 创历史新低

截止 4 月 26 日铜精矿现货 TC 跌至 4.1 美金/吨，再创历史新低，主因全球铜精矿市场紧缺的担忧仍在加剧，以及 BHP 拟收购英美资源将进一步增强海外矿企巨头对全球矿端资源的掌控力，加剧全球铜矿垄断程度；此外，而巴拿马铜矿年中复产预期前景不明，目前五名总统候选人当中有三名反对该项目复产，或将导致今年全球精矿的供应增速进一步降至 1.7%，矿端的中期供应格局愈发趋紧。

BHP(必和必拓)拟以 388 亿美元收购英美资源，试图成为全球最大的铜矿开采和生产商，在如今全球新能源和人工智能产业蓬勃发展和快速转型的背景下，全球铜消费增长预期受到提振，两大巨头的合并或将进一步提升海外矿商对全球铜矿资源的掌控力，在首轮收购计划遭到拒绝以后，BHP 考虑提高对英美资源的报价。英美资源公布季报称，2024 年第一季度铜产量为 19.8 万吨，同比增长 11%，主因旗下秘鲁奎拉维克项目的增产，智利科亚瓦西铜矿以及 EI Soldado 铜矿的矿石品味和吞吐量的提高。其中今年贡献全球精矿主要增量的奎拉维克项目一季度产铜 7.2 万吨，同比增长 21%，英美资源维持今年指导产量 73-79 万吨不变。

受巴拿马铜矿持续中断的影响，第一量子一季度铜产量仅为 10.1 万吨，同比下降 27.5%，2024 年第一量子集团铜指导产量被迫大幅下调至 37-42 万吨。就巴拿马铜矿而言，此前预计的年中项目复产计划预期前景愈发不明，目前五名巴拿马总统候选人中有三名反对该项目复产，坚持执行当前宪法中的资源监管规定，一名表示投票后再做决定，另一名并未明确表态，如果不能复产全球铜矿供应增速将显著下调至 1.7%。旗下 Kansanshi 一季度产量 3.1 万吨，同比增长 6.9%，主因原因是所有电路的供电等级都升高，而计划外的冶炼厂停产导

致用于处理高品位材料的酸库存不足。旗下位于赞比亚的 SENTINEL 铜矿一季度产铜 6.2 万吨，同比增长 72%，主因干燥天气改善了通道和采矿条件，提高了品位和回收率。

Freeport(自由港)一季度铜产量为 49.2 万吨，同比增长 12.4%，一季度自由港铜矿平均现金成本为 1.51 美元/磅，同比减少 14.2%，预计今年平均单位现金成本将达 1.57 美元/磅，目前旗下位于印尼的 PT Freeport Indonesia (PT-FI) 冶炼厂已接近完工，该项目目前正与印尼政府合作以获得继续出口铜精矿的批准权，直至印尼冶炼厂项目完全投产并达到符合预期的运行条件。自由港旗下的 Grasberg 铜金矿一季度产铜 22.3 万吨，同比大增 50%，主因往年同期的秘鲁社区冲突以及极端天气影响有所减退，目前该矿维持良好状况。

洛阳钼业两大湿法混合项目 TFM+KFM 一季度矿产铜总计达 14.7 万吨，同比大增 122%，得益于 TFM 混合矿建设顺利，三条生产线均已于 2024 年 3 月份完全达产，目前铜产能已达到 45 万吨/年，钴产能达到 3.7 万吨/年。报告期内，伴随 TFM 混合矿项目达产，公司铜钴产品产销量实现增长。洛阳钼业继续上调 2024 年指导产量至 52-57 万吨。

## 2、国内精铜产量降逐步下滑

根据 WBMS(世界金属统计局)数据显示，2024 年 2 月全球精炼铜产量为 235.12 万吨，消费量为 216.54 万吨，供应过剩 18.58 万吨，2024 年 2 月全球铜精矿产量为 185.77 万吨。

SMM 数据显示，今年 3 月我国精铜产量达 99.95 万吨，同比增长 5.1%，环比增加 5%，高于预期的 97.02 万吨。3 月份全国主要冶炼厂的产能利用率环比回升至 78.3%，3 月产量小幅超预期，主要由于大冶 60 万吨老线没有选择减产而是积极采购原料维持生产，中条山有色摆脱原料短缺影响积极爬产，白银有色新线产能利用率逐步恢复至 60%左右。4 月以来国内冶炼企业亏损产能有所增加例行检修计划纷纷提前，以及 CSPT 小组达成联合减产协议，将导致 4 月份产量回落至 92 万吨左右的水平。

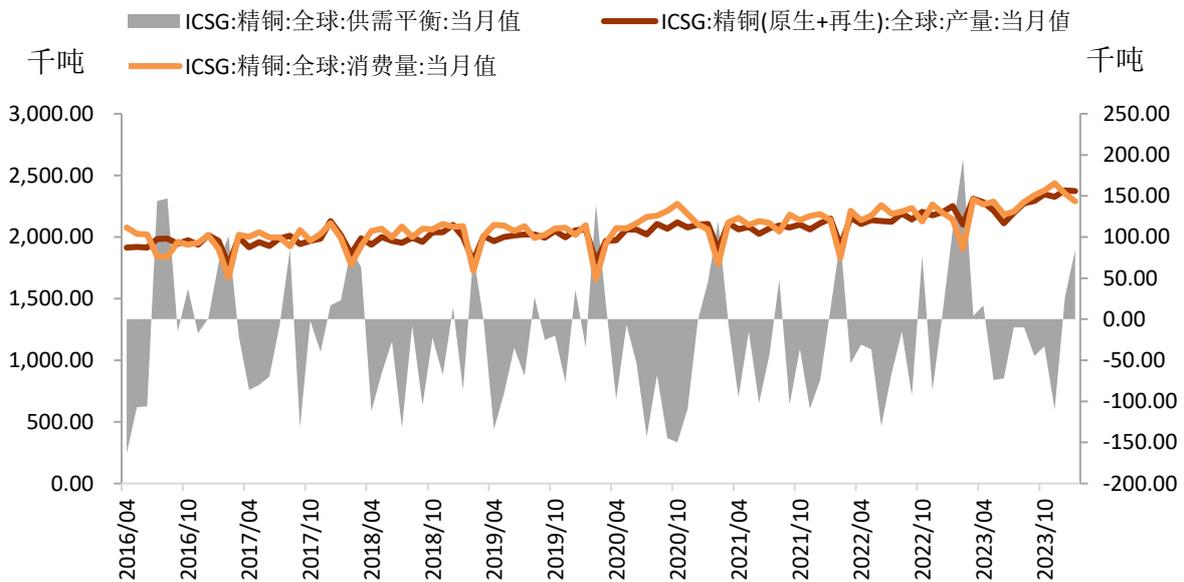
由于铜精矿市场对供应短缺的担忧持续升温，现货 TC 上月基本维持个位数，CSPT 小组达成联合减产共识，4-5 月国内部分中小型炼厂因产能持续亏损纷纷提前或延长检修计划，从 5 月的检修计划来看，铜陵双闪 48 万吨粗炼项目计划停产 25 天，预计影响产量有限，阳谷建发 40 万吨粗炼产能计划检修 50 天左右，预计影响产量 5-6 万吨，江铜富冶 15 万吨粗炼新线预计检修两个月，计划减产 1.5 万吨，山东中金岭南 25 万吨粗炼产线计划检修 30 天，预计影响产量 2 万吨，此外包括新疆五鑫、赤峰金通、国投金城，内蒙包头华鼎等中小冶炼厂均陆续展开检修计划，整体预计二季度国内精铜产量计划产量总规模将达到 15 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新增 20-25 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-FI 冶炼厂已接近完工预计将于第二季度启动，设计产能为 55 万吨，预计今年新增 25-30 万吨；印尼 PT AMMAN 计划 2024 年生产 83.3 万吨铜精矿，同比增长 54%，印尼 AMMAN 的 20 万吨新建项目将于 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。

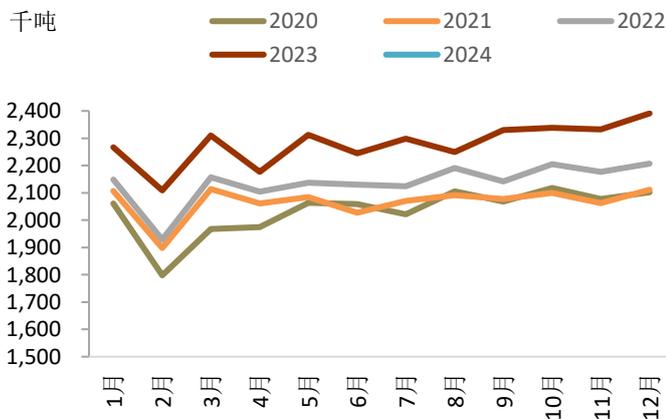
整体来看，二季度国内精铜产量将因国内多数冶炼厂进入密集的检修和减产周期而逐步下滑，CSPT 小组达成共识将联合减产 5%-10% 的规模，预计 4 月国内精铜产量将回落至 92-95 万吨。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

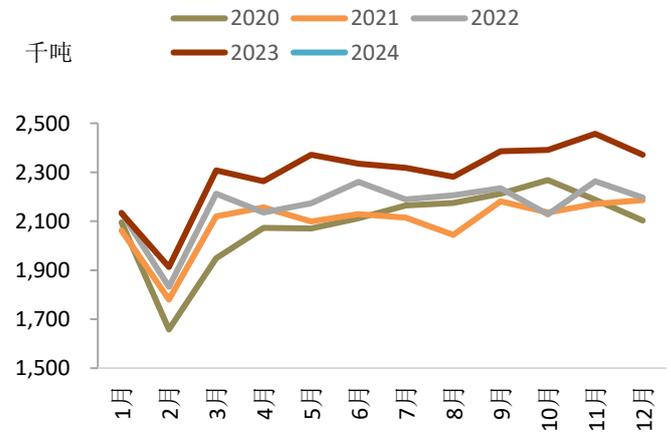


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化

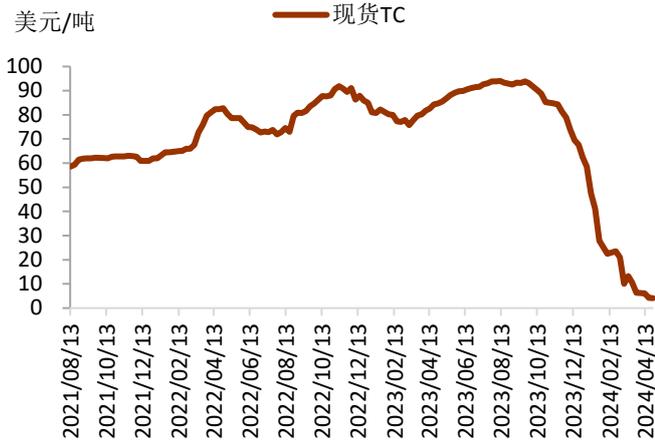


图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

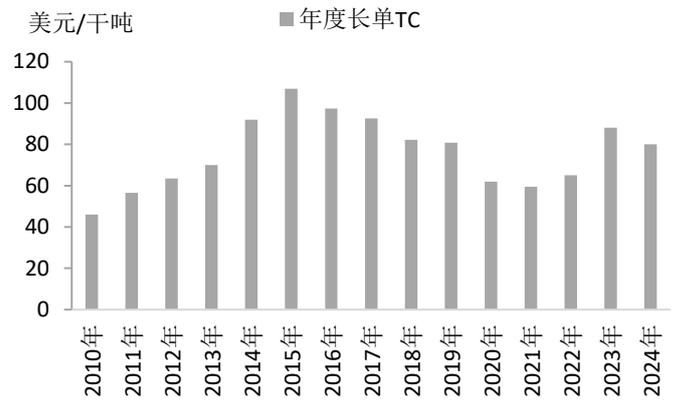


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

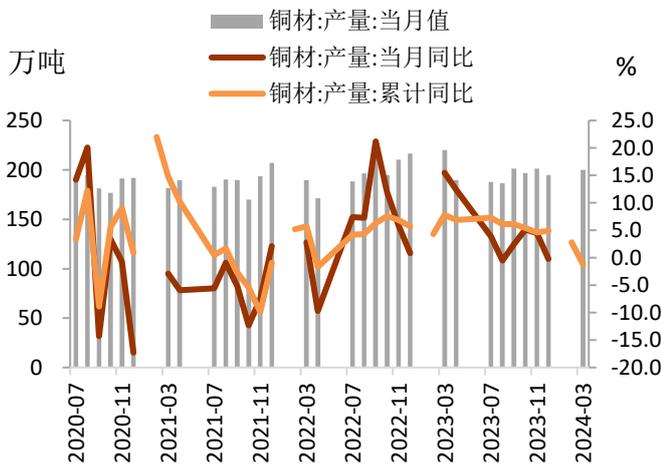


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

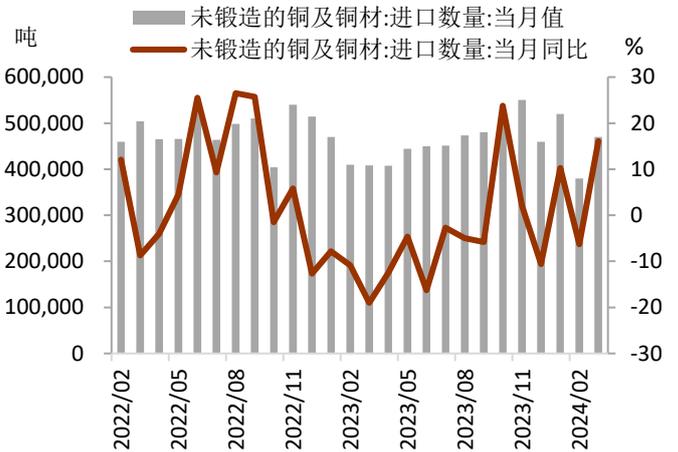


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

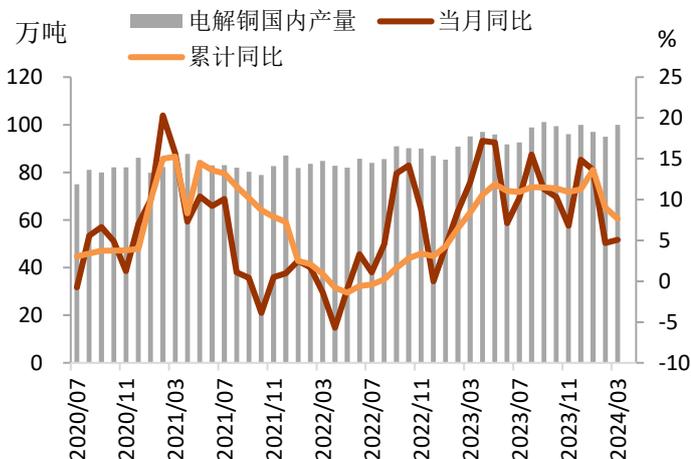


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

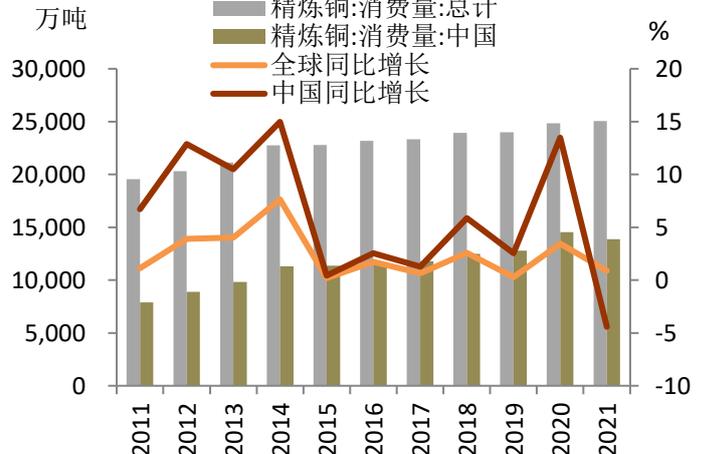


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化



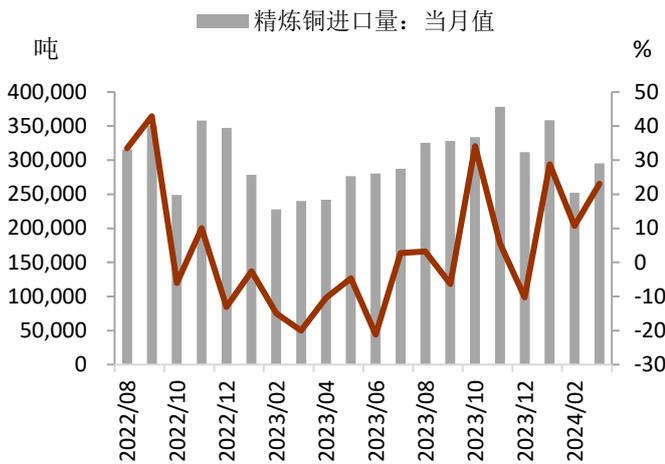
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化



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

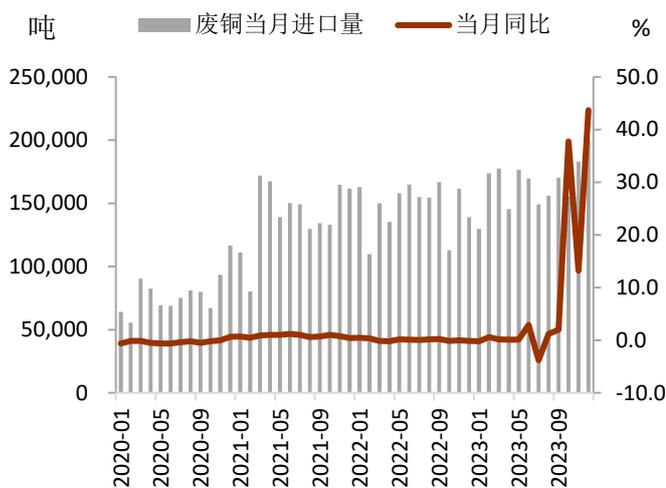
### 3、4 月进口量预计平稳，废铜进口持续增加

根据海关数据,我国 3 月我国未锻造铜及铜材进口量达 47 万吨,同比增长 16.1%; 3 月铜矿砂及精矿进口量为 233 万吨,同比大增 15.4%; 3 月精炼铜进口量增至 29.5 万吨,同比增长 23.1%,同比增幅较大主要缘于去年同期基数较低,一季度单月 30 万吨的精铜进口量基本接近往年同期平均水平。

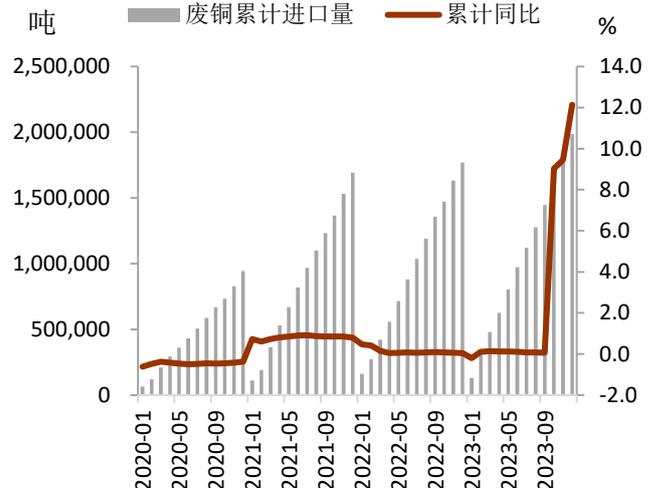
4 月以来,国内终端消费复苏十分迟滞,初端加工开工率回升有限,进口敞口长期处于亏损状态,国内现货贴水幅度加深,中美利差持续倒挂导致贸易企业融资需求持续减弱,共同拖累 3 月进口仅持平往年同期。而红海航运问题持续干扰全球运输,多国船只被迫放弃原有航线,选择绕道非洲好望角,运力的增加令原本运转不力的南非沿线港口更加负重不堪;而目前非洲刚果的隐性库存很高,由于其铁路设施很久以前遭到破坏,目前仍以公路运输为主,大多数铜产品从刚果金输送到南非德班港口需要 50 天左右的时间,目前港口阻塞非常严重,当地疏港能力的疲软成为了非洲铜进入国内市场的最大障碍,我们预计刚果境内推挤的湿法铜超过了 20 万吨。

虽然洋山铜提单和仓单美金溢价已跌至负数,但整个 4 月铜进口盈亏运行区间在-300 至-1000 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 8.2 一线,进口窗口在 4 月基本维持亏损状态,主因伦铜本轮趋势中涨幅大于沪铜且人民币汇率走势较弱,国内 4 月总体去库不畅,而伦铜库存则因俄金属限制注册交割后可用库存持续下降,预计 4 月我国进口量将小幅反弹至 30 万吨左右。3 月我国废铜进口量达 17.7 万吨,同比增加 18.4%,主因精矿供应短缺后,随着精废价差的逐步扩大,国内炼厂对冷料的需求大幅增加,预计 4 月废铜进口量仍将持续增加。

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、国内去库进程不畅，海外库存低位下探

3 月份以来，国内库存维持高位盘整，社会库存并未显著从 40 万吨高位下滑，保税区库存持续上升，而海外库存因俄三大金属遭遇英美制裁被限制注册交割而持续下行，主因俄铜占目前 LME 可用库存比例近 60%，内外库存走势不同步，但全球显现库存维持在 50 万吨的中位数区间。随着国内去库持续不畅，二季度国内炼厂集中检修并未如预期对供应造成显著影响，近月 C 结构维持高位，而 LME 的 0-3 因美联储降息预期推迟至年底导致海外融资成本抬升而重新走扩。

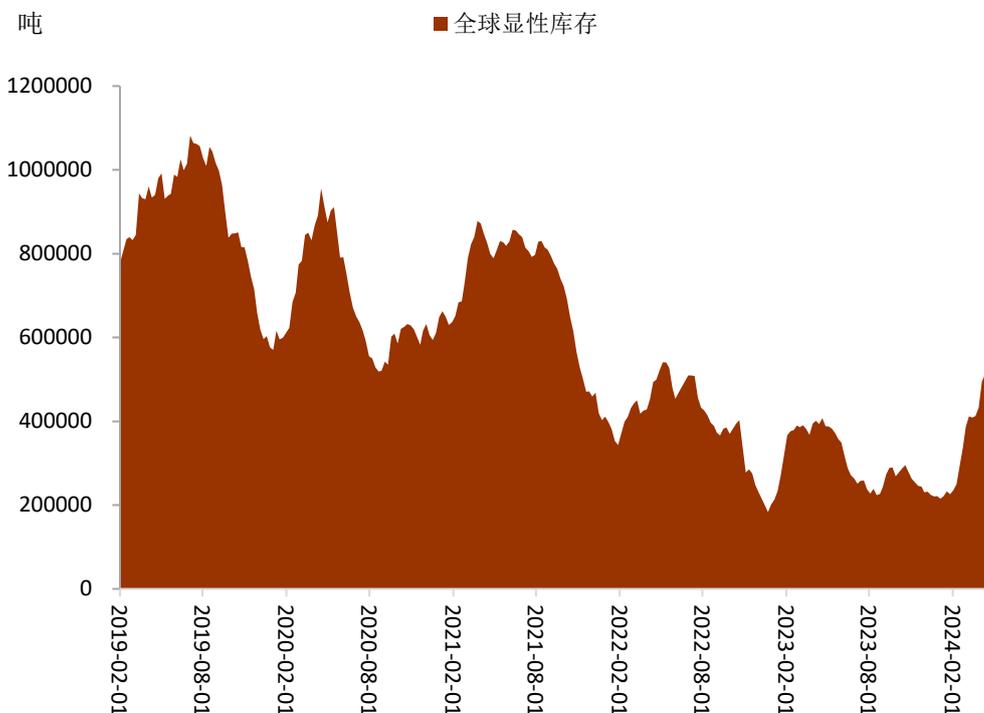
截止 4 月 26 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 11.8 万吨、2.5 万吨和 28.7 万吨，合计达 43 万吨，月环比基本持平，LME 注销仓单比例升至 23%，伦铜 0-3 升水结构反弹至 120 美元附近，但仍无无风险套利空间。LME 亚洲库库存大幅增加近 2 万吨，LME 欧洲库存持平，而北美库存则减少近 1.4 万吨。

截止 4 月 26 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）为 36.03 万吨，环比微增增加 0.96 万吨。其中 SHFE 总库存升至 29 万吨，环比 3 月仅下降 0.25 万吨，上海保税区升至 7.28 万吨，环比 2 月上升 1.23 万吨，保税区库存持续累积，主因旺季终端需求不旺叠加进口亏损幅度扩大，且部分国内冶炼厂积极寻求出口套利的空间并进行出口，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。

虽然进口亏损仍在扩大，但海外湿法货源仍选择积极发往中国，但无奈国内 4 月终端消费受高铜价抑制作用明显，国内去库进程不畅，LME 亚洲库出现大幅累库。随着 5 月国内终端消费的逐步回暖，以及国内炼厂进入集中检修减产周期后整体产能利用率的明显下滑，国内高库存压力预计有所缓解，5 月国内将进入快速去库的阶段，预计显性库存将逐步回落，

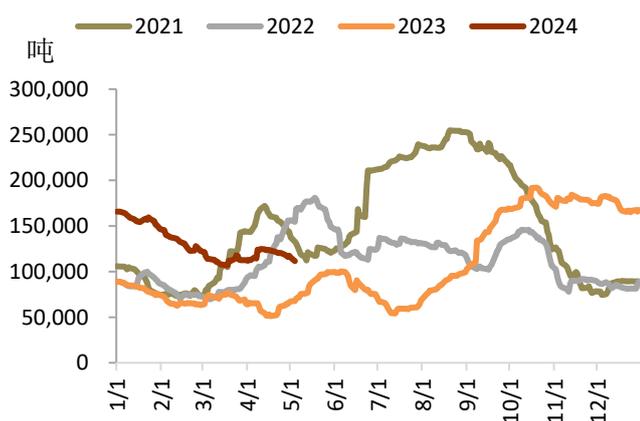
而海外库存则因为俄铜限制交割后的可用库存下滑、美国制造业复苏和全球火法冶炼产能增量有限而将持续下调。

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、高铜价抑制电网需求，新兴产业用铜增量可观

### 电网投资增速保持平稳

国家能源局数据，今年 1-3 月我国电网工程投资完成额 766 亿元，同比增长 14.7%；今年 1-3 月我国电源工程投资完成额 1365 亿元，同比增长 7.7%，其中太阳能发电装机容量约 6.6 亿千瓦，同比增长 55%；风电装机容量约 4.6 亿千瓦，同比增长 21.5%。2024 年 1-2 月，全国发电设备累计平均利用 844 小时，比上年同期减少 24 小时。其中，风电 596 小时，比上年同期减少 19 小时；太阳能发电 279 小时，比上年同期减少 24 小时；火电 1128 小时，比上年同期增加 31 小时；核电 1828 小时，比上年同期减少 36 小时；水电 555 小时，比上年同期增加 11 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，主因铜价持续创出年内高点导致多数线缆企业面临部分产能出现亏损，4 月电缆线平均开工率仅 73.4%，且 4 月国网和南网均没有大规模展开电网投资招标项目，整体预计今年电网投资用铜增速将降至 3.7%。

### 光伏用铜增量可观，风电增速低迷

中国电力企业联合会数据，1-3 月我国新增光伏装机容量达 45.7GW，同比增长 35.9%，一季度装机完成率达 20.7%，其中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 85GW，预计今年风光行业用铜增量将达 125 万吨，同比增速约 5.2%，整体风光用铜增速放缓明显但增量仍然十分可观。4 月大型集中式项目装机增速有所回升，但分布式光伏电站的普及率正与日俱增比重也在持续上升，国内大型央企年度集采招标框架陆续出炉，预计 5 月将有大批光伏组件招标项目落地，因硅料上中游价格大跌导致光伏中下游企业包括组件等存在降价预期，目前分布式项目在高利润率的刺激下维持高并网接入率，而集中式采购招标项目将在 5 月陆续展开目前整体推进进度正常。

今年 1-3 月我国新增风电装机量达 15.5GW，同比增长 49%，增速进一步放缓，目前陆风装机受黑色成本高企拖累利润空间较小，海上风电的投资建设周期长、成本高，且投资回报率不稳定，部分风电机组受到地域条件的限制发电量长期不稳定，西部地区的陆上风电项目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，今年光伏装机增速放缓但增量可观，而高成本拖累下的风电行业的持续低迷仍在延续。

## 楼市还将筑底运行

国家统计局数据，今年 1-3 月我国房地产开发投资累计总额达 2.2 万亿，累计同比下降 9.5%。1-3 月我国商品房销售面积累计达 2.27 万平方米，同比降幅 19.4%，其中住宅销售面积为 1.89 万平方米，同比降幅为 23.4%，房地产新开工面积累计为 1.73 万平方米，同比下降 27.8%，房地产竣工面积达 1.53 万平方米，累计同比降幅扩大至 20.7%。

今年一季度地产销售不佳，“保交楼”政策效应逐渐退坡影响下房地产竣工降幅不断扩大，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 1.5 万亿。而从长期来看，据不完全统计，2023 年中国常驻人口城镇化率为 66.2%，户籍人口城镇化率不足 50%，未来仍有真实的购房需求作为底部支撑，中国约有 2.5 亿人没有在户籍所在地工作和生活，人口净流入的地区仍然存在结构性缺口，过去 20 年中国居民购房的平均杠杆率并不高，长期来看房地产市场仍有投资的机会。

## 空调进入排产高峰期

国家统计局数据显示，2024 年 1-3 月我国空调总产量达 6878 万台，同比增长 16.5%，1-3 月我国家用空调销量为 5106.5 万台，同比增长 19.4%，截止 3 月底，全国家用空调工业库存为 1868.1 万台，同比上升 7.6%。

产业在线数据显示，3-4 月我国家用空调内销排产量较去年实绩均有近 20%的增幅，而 5-7 月的空调内销排产计划较前期却有所放缓，其中 6 月内销排产 1355 万台，同比放缓至 8%，7 月排产 1246 万台，同比放缓至 6%；主因海外消费需求增长强劲，部分空调厂商外销订单增多，在优先确保外需的前提下被迫压缩内销产量，此外内销终端市场 4 月未见明显起色，工业库存进一步走高，原料价格的上涨(尤其是铜价)以及以旧换新政策的逐步落地推进令经销商备货热情高涨，但同时也面临着较大的去库压力，而厂商宣布涨价消息对终端消费逐步产生负反馈，因此部分厂商顺势下调排产计划以缓解销售压力，整体内需市场仍处于待激活的状态，需要夏季高温天气的刺激，后续内销排产仍然存在变数。出口排产来看，6 月和 7 月出口排产分别为 668 万台和 507 万台，同比增速下滑至 16.6%和 4.5%。随着中东、东南亚和拉美等地区家电销售市场的进一步打开，空调海外订单规模持续增长，原材料成本的抬升也刺激了海外市场的囤货情绪，原本空调普及率不高的欧洲，也在二季度初实现了较快增长，预计 7 月以后海外备货节奏将逐步放缓，但整体海外市场规模仍在不断扩大的趋势之中。

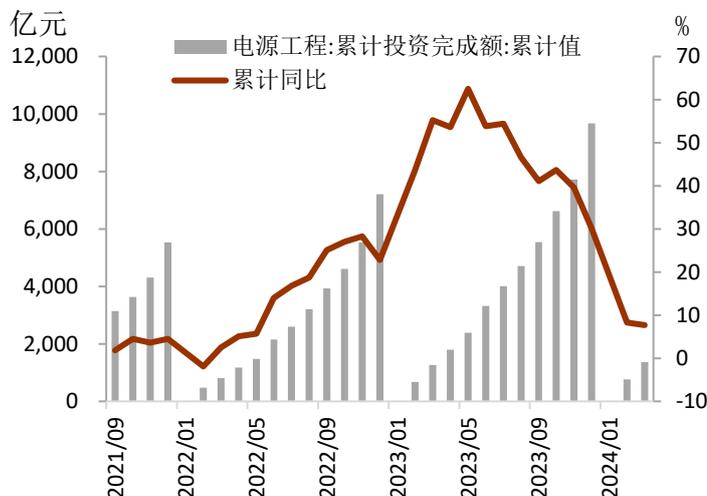
### 新能源汽车产销增速回升

中汽协数据显示，3月新能源汽车产销分别完成86.3万辆和88.3万辆，环比分别增长86.2%和85.2%，同比分别增长28.1%和35.3%，市场占有率为32.8%。1-3月累计销量为209万辆，同比增长31.8%。百川盈孚数据显示，3月铜箔产量回升至7.3万吨，同比-1%，企业开工率反弹至49.44%，环比+16%，主要由于今年前两个月新能源汽车销量大幅回落拖累行业预期，预计4月铜箔行业开工率将逐步回升至50%以上，但由于铜箔行业产能目前过剩比较严重，难有较大改观。3月新能源汽车产销两端均实现了20%以上的增速，国内企业以价换量的销售策略还在继续实施，国家也将陆续出台推动汽车以旧换新消费的具体细则（超大规模的油车换电车购车补贴），预计4月销量将继续维持较快的恢复增长势头。

### 传统行业旺季需求疲弱，新兴产业用铜增量仍可观

整体需求端来看，新能源汽车产销增速回升，风光用铜增速下滑但增量可观，但电缆开工低迷电网投资完成额同比增速表现疲软；保交楼政策退坡竣工降幅扩大，空调进入排产高峰期，4月份传统行业旺季需求疲弱，新兴产业用铜增速仍十分可观，预计5月份精铜消费将进入平稳复苏的阶段。

图表 23 电源投资完成额变化

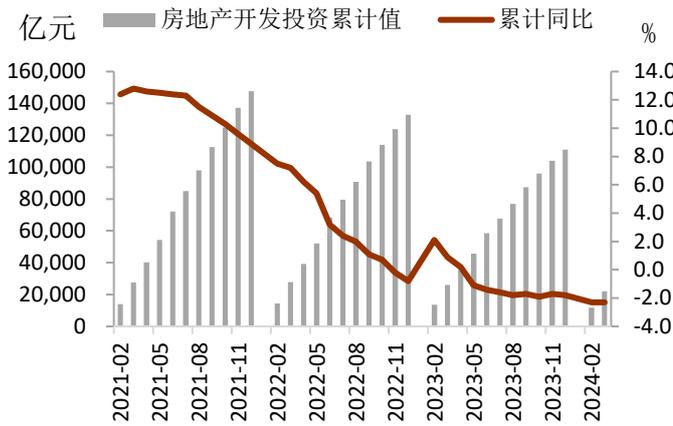


图表 24 电网投资完成额变化

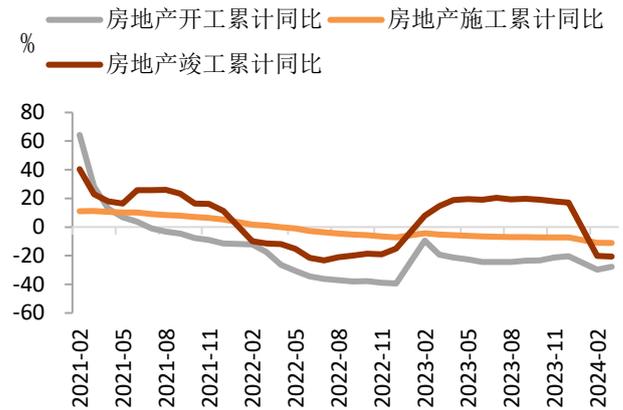


资料来源：iFinD，铜冠金源期

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

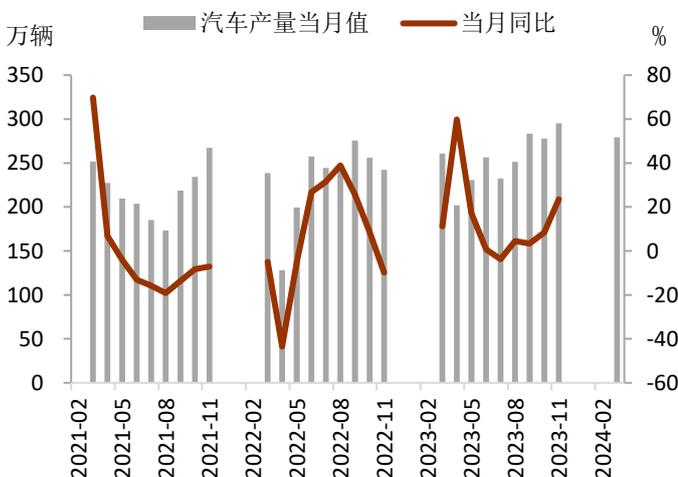


图表 28 家用空调库存变化

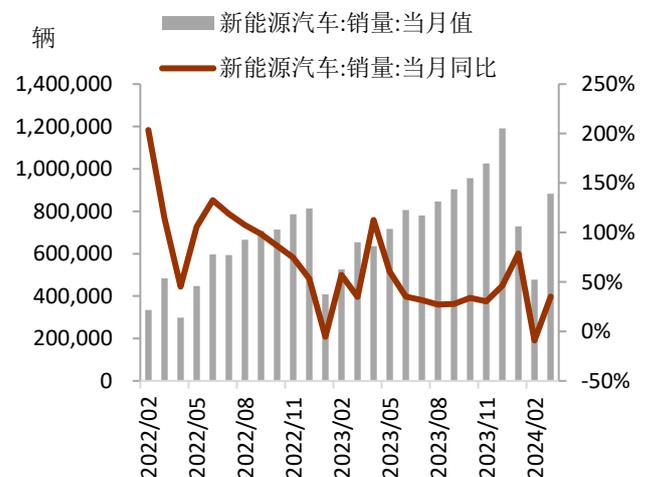


资料来源：iFinD，产业在线，铜冠金源期货

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

## 四、行情展望

宏观方面，美国二次通胀预期有所升温，美国经济整体稳健富有韧性，美联储预防性降息的紧迫性和意愿下降，当前转向放缓缩表守护美元流动性；欧央行则担忧欧元区经济陷入技术性衰退或将于年中启动降息；中国一季度经济增速平稳，制造业 PMI 维持扩张区间，除地产外固定资产投资稳中有升，国内宏观预期边际持续向好。

基本面来看，巴拿马铜矿复产前景不明，国内产量高位回落，供应有收缩态势。需求端，传统行业尤其是电网投资端需求较为疲软，虽然 4 月多数炼厂进入密集检修减产周期，但紧平衡预期并未充分兑现。库存结构来看，国内去库进程不畅，海外库存偏低，全球显性库存维持中位。

整体来看，美联储作出实质性降息的紧迫性下降，国内宏观预期边际回升；基本面矿端供应中断持续，二季度紧平衡预期并未充分兑现，国内终端消费疲弱或抑制铜价进一步上行空间，5 月去库幅度或较为有限，整体预计铜价将在震荡后转向逐步回落。

预计 5 月份铜价将从震荡转向回落，沪铜主要波动区间在 76000-82000 元/吨之间，伦铜的主要波动区间在 9500-10100 美元/吨之间。

风险点：海外通胀超预期放缓，欧美央行提前降息。

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。