

2024年2月1日

内外宏观难以共振，铜价高位震荡

——沪铜2月月度投资策略

分析师：

杨磊

从业资格证号：F03099217

投资咨询证号：Z0018823

电话：021-68758820

邮箱：yangl@qh168.com.cn

联系人

杜扬

从业资格证号：F03108550

电话：021-68758820

邮箱：duy@qh168.com.cn

联系人

顾兆祥

从业资格证号：F3070142

电话：021-68758820

邮箱：guzx@qh168.com.cn

投资要点：

- **宏观**：2月1日美联储维持利率不变。美国通胀继续放缓，但放缓幅度有限，加之就业超预期，市场调低对美联储的降息预期。经济数据显示美国经济软着陆概率提高。央行宣布2月下调存款准备金率；楼市复苏仍缓，政策再放松。内外宏观缺乏共振，对铜驱动不流畅。
- **供给**：12月电解铜产量回升但不及预期，1月产量预计环比减但同比增。冶炼产能扩，TC下行，部分冶炼厂陷入亏损，后续精铜产量扰动犹存。
- **需求**：2024年光伏新增装机增速预计放缓，全年全国风电光伏新增装机2亿千瓦左右。国内地产新开工和施工仍显弱势，竣工则延续亮眼表现。1月地产复苏仍面临压力。进入新的空调生产旺季，1-2月累计家用空调排产同比增9.4%。新能源汽车延续产销两旺，渗透率持续提升。电子需求继续复苏。
- **库存**：LME铜库存去库，进口货源对国内铜社会库存有所补充。但国内消费淡季，下游采购一般，国内铜社会库存累库，但水平仍处低位。
- **利润**：冶炼产能扩，TC下行，部分冶炼厂陷入亏损。
- **价差**：伦铜现货继续贴水。国内铜社会库存逐渐累库，铜现货升贴水承压，沪铜近月月差偏弱运行，结构从小B转为C。
- **结论**：内外宏观难以共振，基本面驱动有限，铜价高位震荡。
- **操作建议**：沪铜主力合约67000-70000元/吨区间操作。
- **风险因素**：国内复苏不及预期

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 宏观	4
3. 供给	5
3.1. 铜矿供给	5
3.2. 精炼铜供给	5
4. 需求	7
4.1. 电力	7
4.2. 地产	7
4.3. 家电	9
4.4. 汽车	10
4.5. 电子	10
5. 库存	11
6. 结构	11
7. 结论及操作	12

图表目录

图 1 铜价走势回顾	4
图 2 铜现货升贴水	4
图 3 美国 PCE 物价指数&CPI	4
图 4 欧元区 HICP	4
图 5 中国官方 PMI&财新 PMI	5
图 6 美国 Markit PMI&ISM PMI	5
图 7 全球矿山产量	5
图 8 中国铜矿砂及精矿进口量	5
图 9 全球精炼铜产量	5
图 10 中国精炼铜产量	5
图 11 进口铜精矿 TC 指数	6
图 12 硫酸 (98%) 市场价	6
图 13 洋山铜仓单溢价	6
图 14 铜现货进口盈亏	6
图 15 中国精炼铜净进口量	6
图 16 中国再生铜进口量	6
图 17 中国电网基本建设投资完成额	7
图 18 中国电源基本建设投资完成额	7
图 19 中国光伏累计新增装机量	7
图 20 中国风电累计新增装机量	7
图 21 中国房地产销售、新开工、施工和竣工面积	8
图 22 美国成屋销售和新建住房销售	8
图 23 中国新建商品住宅价格指数: 同比	8
图 24 中国新建商品住宅价格指数: 环比	8
图 25 中国二手住宅价格指数: 同比	8
图 26 中国二手住宅价格指数: 环比	8
图 27 中国 30 大中城市商品房成交面积	9
图 28 中国 30 大中城市商品房成交套数	9
图 29 中国空调产量	9
图 30 中国家用电冰箱产量	9
图 31 中国家用空调排产计划值	9
图 32 中国冰箱冷柜排产计划值	9
图 33 中国汽车产量	10
图 34 中国汽车销量	10
图 35 中国新能源汽车产量	10
图 36 中国新能源汽车销量	10
图 37 中国集成电路累计产量	10
图 38 中国移动通信手持机累计产量	10
图 39 LME 铜库存	11
图 40 上期所铜库存	11
图 41 电解铜保税区库存	11
图 42 电解铜社会库存	11
图 43 LME 铜升贴水 (0-3M)	11
图 44 沪铜期限结构	11

1. 行情回顾

1 月铜价呈 V 形走势。沪铜 2402 合约 1 月初开盘 68750 元/吨，然后下行至中下旬，最低探至 67410 元/吨，跌幅 1.95%；之后回升上行至月末，收于 69220 元/吨，较低点涨 2.69%。1 月消费淡季，盘面高位，下游消费偏淡，加之进口货源流入，现货升贴水回落。

1 月中上旬，国内统计局数据 12 月制造业 PMI 受外需回落影响而收缩；美国 12 月 ADP 就业、非农就业和核心通胀均超预期，美联储降息预期降温；内外宏观共同压制，铜价回落。之后，央行宣布 2 月下调存款准备金率；美国软着陆预期提高；铜价再次回升。

图 1 铜价走势回顾



资料来源：iFind，东海期货研究所

图 2 铜现货升贴水



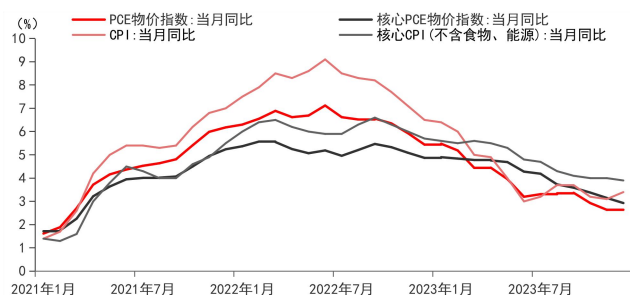
资料来源：iFind，SMM，东海期货研究所

2. 宏观

美国通胀继续放缓，但放缓幅度有限，加之就业超预期，市场调低对美联储的降息预期。美国 12 月 PCE 同比 2.60%，前值 2.64%；核心 PCE 同比 2.93%，前值 3.15%；CPI 同比 3.4%，前值 3.1%；核心 CPI 同比 3.9%，前值 4.0%。2 月 1 日美联储维持利率不变。

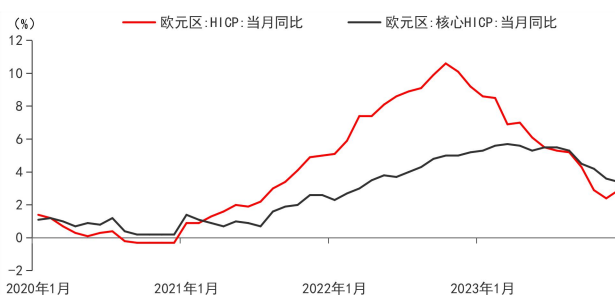
欧元区 12 月通胀重新抬头，市场降低欧央行降息预期。欧元区 12 月 HICP 同比 2.9%，前值 2.4%；核心 HICP 同比 3.4%，前值 3.6%。1 月 25 日欧央行维持三大关键利率不变。

图 3 美国 PCE 物价指数&CPI



资料来源：iFind，东海期货研究所

图 4 欧元区 HICP

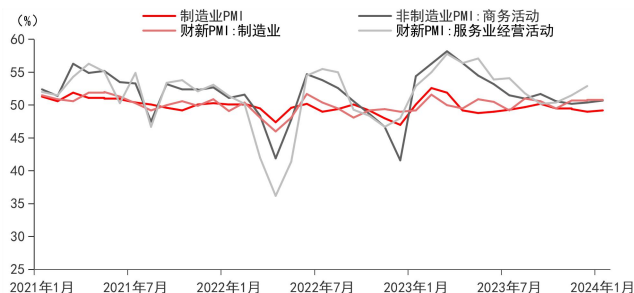


资料来源：iFind，东海期货研究所

1 月官方制造业 PMI 为 49.2%，前值 49%；1 月财新制造业 PMI 为 50.8%，前值 50.8%。1 月统计局制造业 PMI 仍低于荣枯线但小幅回升，主要受生产指数带动，需求指数显示企稳，但是除产需指数，别的指数对 PMI 有一定拖累；订单类指数仍处收缩区间。

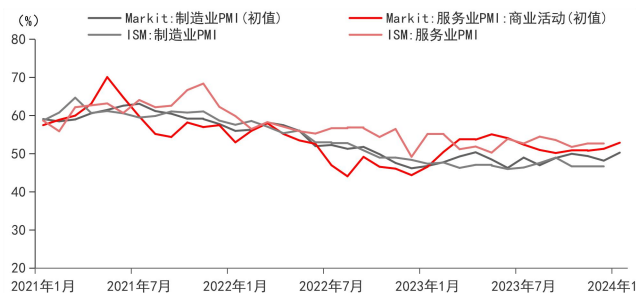
美国 1 月 Markit 制造业 PMI 初值 50.3%，高于 12 月终值 47.9%；服务业 PMI 初值 52.9%，高于 12 月终值 51.4%；显示美国经济维持偏强状态，软着陆预期提高。欧元区 1 月制造业 PMI 初值 46.6%，服务业 PMI 初值 48.4%，仍处收缩区间，但较前值均有回升。

图5 中国官方 PMI&财新 PMI



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图6 美国 Markit PMI&ISM PMI



资料来源：iFinD，东海期货研究所

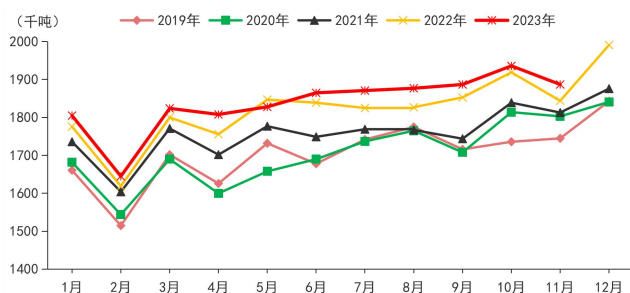
3. 供给

3.1. 铜矿供给

2023 年全球铜矿供给增长，2024 年增量主要来自现有铜矿扩建。据 ICSG，11 月全球矿山产量 188.7 万吨，环比减 2.5%，同比增 2.3%；1-11 月产量 2023.3 万吨，同比增 1.6%。

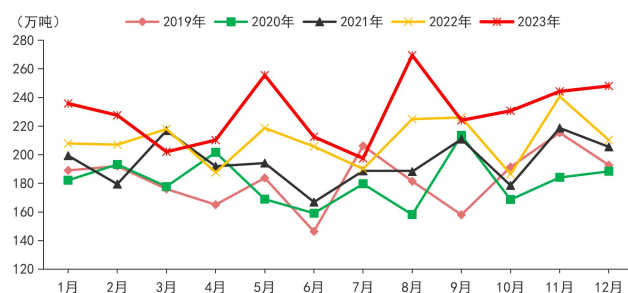
12 月铜精矿进口量环比同比均延续增长。12 月铜矿进口 248.12 万吨，环比增 1.55%，同比增 17.96%；1-12 月进口 2758.48 万吨，同比增 9.29%。

图7 全球矿山产量



资料来源：iFinD，ICSG，东海期货研究所

图8 中国铜矿砂及精矿进口量



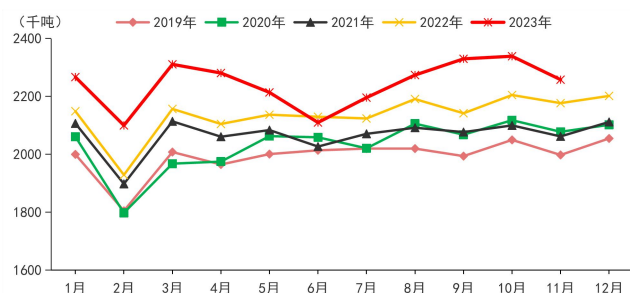
资料来源：iFinD，海关总署，东海期货研究所

3.2. 精炼铜供给

全球铜矿产能释放、供应增加，精炼铜产量增幅明显。据 ICSG，11 月全球精炼铜产量 225.8 万吨，环比减 3.5%，同比增 3.7%；1-11 月产量 2468 万吨，同比增 5.3%。

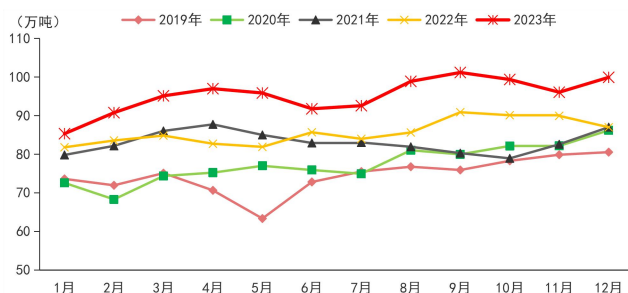
12 月电解铜产量回升但不及预期，1 月产量预计环比减但同比增。据 SMM，中国 12 月铜产量 99.94 万吨，环比增 4%，同比增 14.9%，1-12 月产量 1144.01 万吨，同比增 11.3%。

图9 全球精炼铜产量



资料来源：iFinD，ICSG，东海期货研究所

图10 中国精炼铜产量

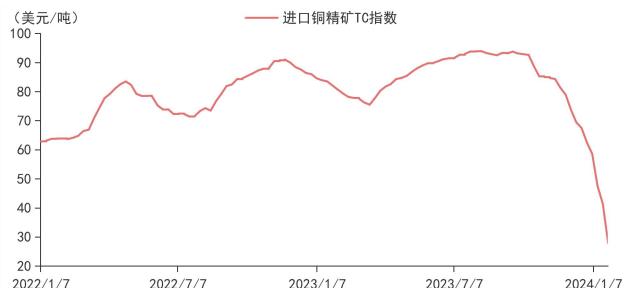


资料来源：iFinD，SMM，东海期货研究所

铜冶炼厂代表与Freeport敲定2024年铜精矿长协TC/RC为80美元每干吨/8美分每磅，而2023年为88美元每干吨/8.8美分每磅。冶炼产能扩，TC下行，部分陷入亏损。

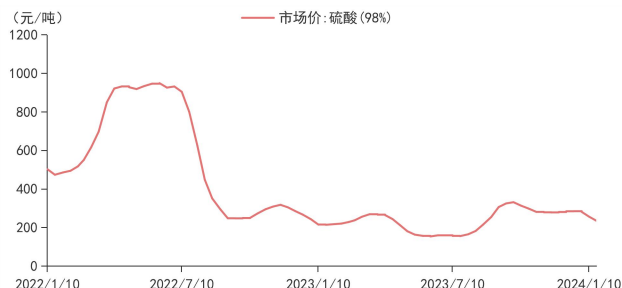
1月硫酸消费淡季，下游磷肥需求不佳，而成本端硫磺价格难有支撑，硫酸偏弱。2024年硫酸市场预计供过于求，价格继续承压。

图 11 进口铜精矿 TC 指数



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 12 硫酸 (98%) 市场价



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

1月LME铜库存逐渐去库，国内进口货源补充，而消费淡季，加之盘面相对高位，下游采购有限，国内铜社库累库，1月下旬铜现货进口逐渐关闭，洋山铜仓单溢价回落。

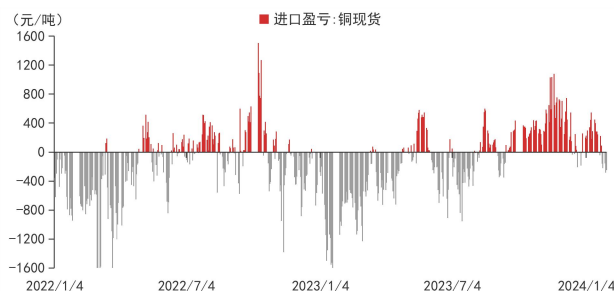
1月洋山铜仓单溢价从月初67.5美元/吨逐渐跌至月末53美元/吨。

图 13 洋山铜仓单溢价



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 14 铜现货进口盈亏

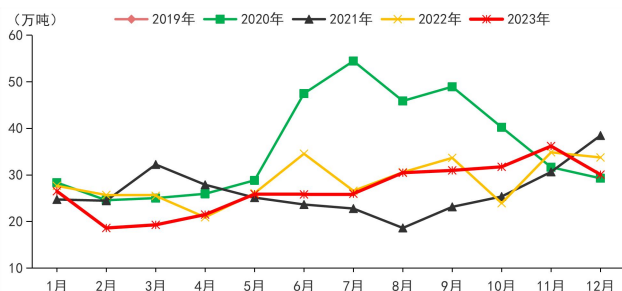


资料来源：SMM，东海期货研究所

12月中下旬铜现货进口窗口时开时关，精炼铜进口减少。据海关，12月精炼铜进口31.16万吨，出口1.08万吨，净进口30.08万吨，环比减16.9%，同比减10.89%。

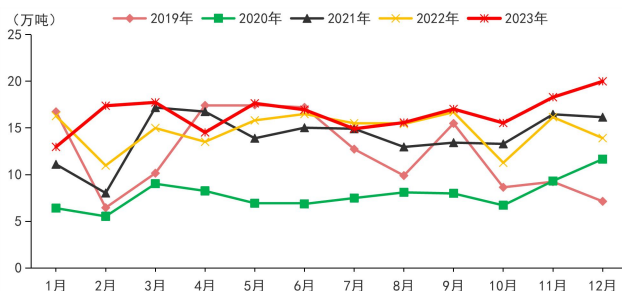
12月再生铜进口环比同比均增，精废价差拉开，再生铜经济性提高，进口增加。据海关，12月再生铜进口20万吨，环比增9.3%，同比增43.7%。

图 15 中国精炼铜净进口量



资料来源：iFinD，海关总署，东海期货研究所

图 16 中国再生铜进口量



资料来源：SMM，东海期货研究所

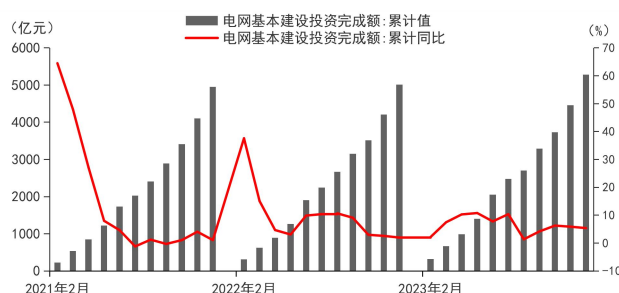
4. 需求

4.1. 电力

电源和电网投资增速仍非常可观。1-12 月电源基本建设投资完成额累计 9675 亿元，同比增 30.1%；12 月 1962 亿元，环比增 79.7%。1-12 月电网基本建设投资完成额累计 5275 亿元，同比增 5.4%；12 月 817 亿元，环比增 12.4%。

电力是中国碳排放主要来源。国内能源转型，新能源发展迅速。为加快构建新能源供给的消纳体系，预计 2024 年电网投资建设仍会继续增加。

图 17 中国电网基本建设投资完成额



资料来源：iFinD，中国电力企业联合会，东海期货研究所

图 18 中国电源基本建设投资完成额



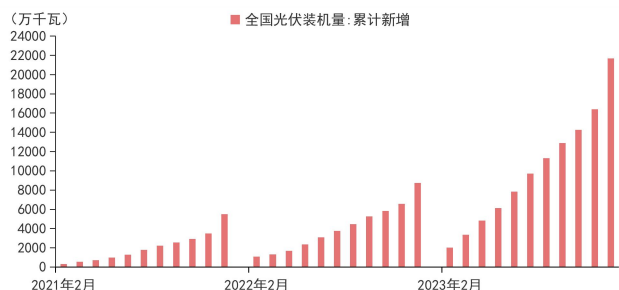
资料来源：iFinD，中国电力企业联合会，东海期货研究所

2023 年光伏、风电累计新增装机同比高增。1-12 月光伏累计新增装机 21688 万千瓦，同比增 148.1%。1-12 月风电累计新增装机 7590 万千瓦，同比增 101.7%。

2023 年中国光伏新增装机超预期，风电新增装机增速显著，2024 年增速预计放缓。全国能源工作会议在 2024 年重点工作任务中提出，全年全国风电光伏新增装机 2 亿千瓦左右，而 2023 年 1-11 月风电光伏新增装机已达 2.05 亿千瓦。

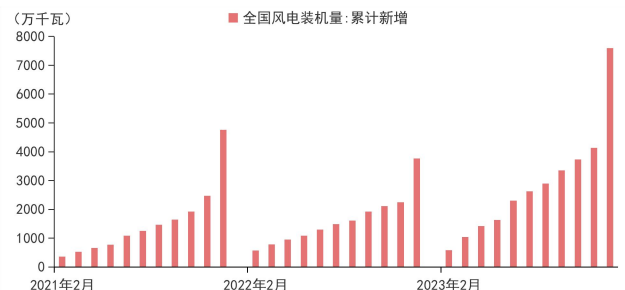
2024 年光伏增速预计放缓，某头部光伏企业说明会上称 2024 年全球光伏需求继续增长但增速将放缓，预计在 2023 年的市场基础上增 20%。《2023 全球风能报告》预计，全球 2023 年风电新增装机 115GW，2024 年风电新增装机 125GW，其中陆上风电 106GW，海上风电 18GW。

图 19 中国光伏累计新增装机量



资料来源：iFinD，中国电力企业联合会，东海期货研究所

图 20 中国风电累计新增装机量



资料来源：iFinD，中国电力企业联合会，东海期货研究所

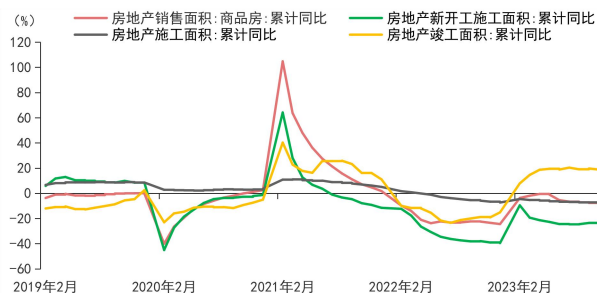
4.2. 地产

国内地产新开工和施工仍显弱势，竣工则延续亮眼表现，带动竣工端需求。1-12 月房地产新开工施工面积累计同比减 20.4%，降幅较 1-11 月累计同比缩 0.8 个百分点；房地产

施工面积累计同比减 7.2%，降幅持平；房地产竣工面积累计同比增 17.0%，增幅缩 0.9 个百分点；商品房销售面积累计同比减 8.5%，降幅扩 0.5 个百分点。

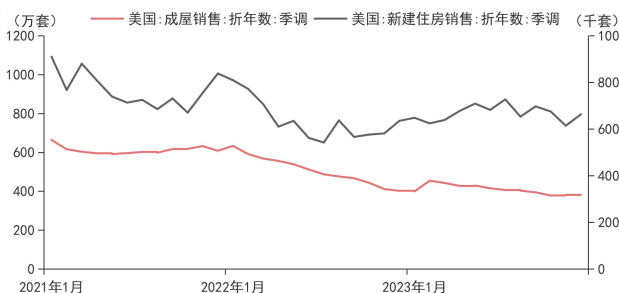
二手房可售房源有限，美国 12 月成屋销售仍呈放缓趋势，而新房销售有所增加。据全美房地产经纪商协会，12 月成屋销售折年数 378 万套，环比减 1.05%。据美国人口普查局，12 月新建住房销售折年数 66.4 万套，环比增 7.97%。

图 21 中国房地产销售、新开工、施工和竣工面积



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

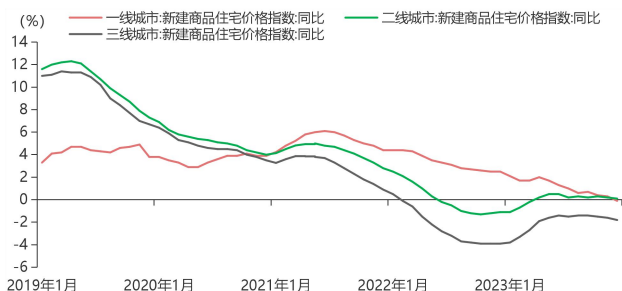
图 22 美国成屋销售和新建住房销售



资料来源：iFinD，东海期货研究所

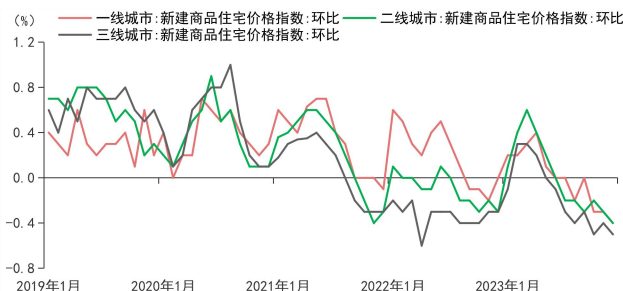
12 月一线、二线和三线新房价格指数同比、环比均整体偏弱。12 月一线新房价格指数同比跌 0.1%，环比跌 0.4%；二线新房价格指数同比涨 0.1%，环比跌 0.4%；三线新房价格指数同比跌 1.8%，环比跌 0.5%。

图 23 中国新建商品住宅价格指数:同比



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

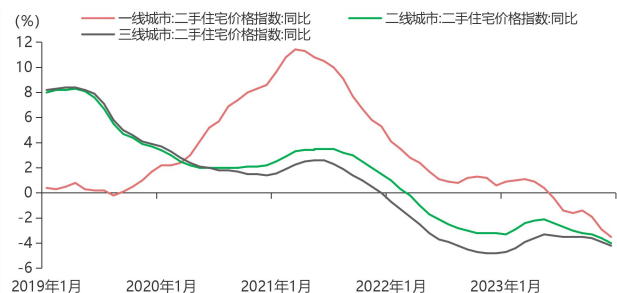
图 24 中国新建商品住宅价格指数:环比



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

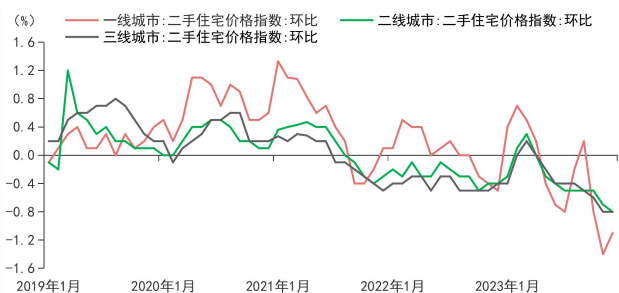
12 月一、二、三线二手房价格指数同比、环比均延续弱势。12 月一线二手房价格指数同比跌 3.5%，环比跌 1.1%；二线二手房价格指数同比跌 4%，环比跌 0.8%；三线二手房价格指数同比跌 4.2%，环比跌 0.8%。

图 25 中国二手住宅价格指数:同比



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

图 26 中国二手住宅价格指数:环比

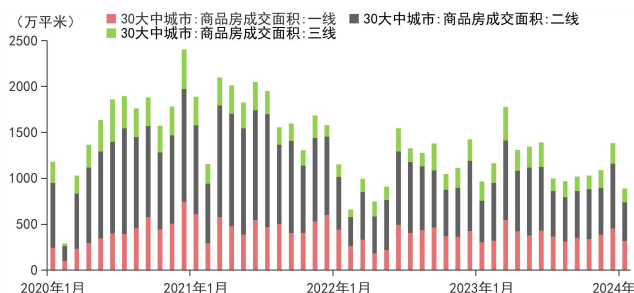


资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

1月30大中城市商品房成交面积899.04万平方米，环比减34.5%，同比减6.9%，其中：一线成交面积323.61万平方米，环比减27.4%，同比增6.2%；二线成交422.82万平方米，环比减40.1%，同比减6.1%；三线成交152.61万平方米，环比减31.1%，同比减27.5%。

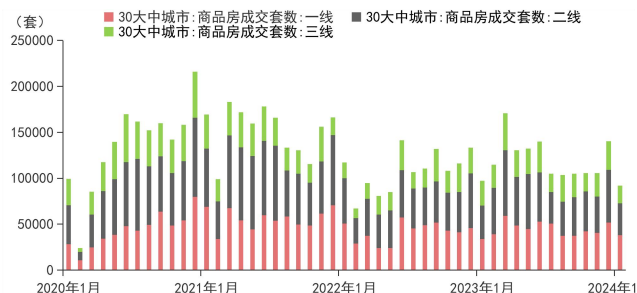
1月地产成交面积和价格显示复苏仍面临压力。政策继续发力。《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》要求各地级以上城市建立房地产融资协调机制。苏州全面取消限购。上海宣布非本市户籍居民连缴社保或个税满5年可在外环外区域（崇明区除外）购1套房。

图 27 中国 30 大中城市商品房成交面积



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 28 中国 30 大中城市商品房成交套数

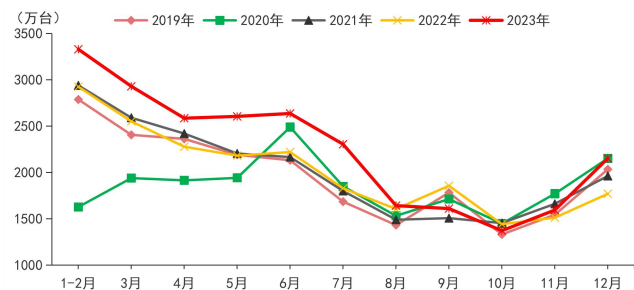


资料来源：iFinD，东海期货研究所

4. 3. 家电

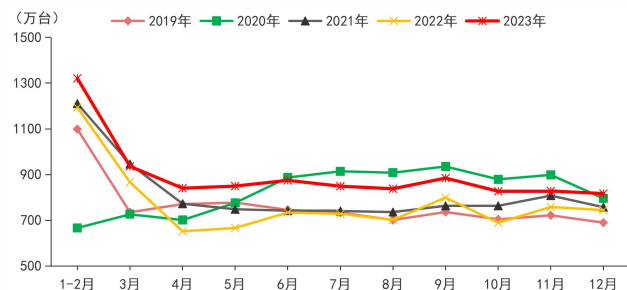
11月开始进入新的空调生产旺季，12月产量延续回升趋势。据统计局，12月空调产量2152.93万台，环比增34.9%，同比增21.6%。

图 29 中国空调产量



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

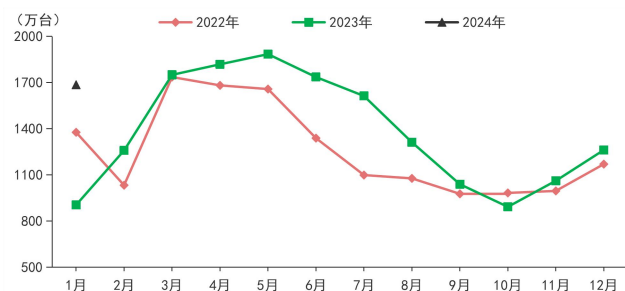
图 30 中国家用电冰箱产量



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

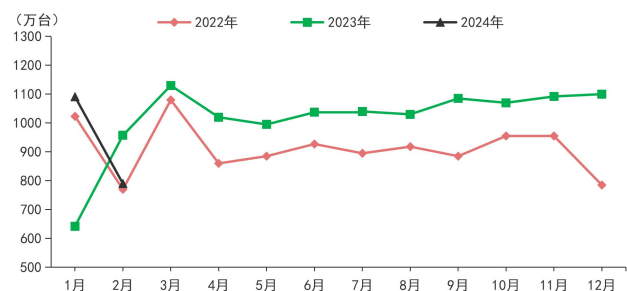
根据奥维云网数据，1-2月累计家用空调排产同比增9.4%，出口排产同比增22.3%，其中2月家用空调排产1174.5万台，同比减12.4%，其中内销排产522.9万台，同比减20%，出口排产651.6万台，同比减5.1%，因春节因素，排产前置1月，2月同比减量。

图 31 中国家用空调排产计划值



资料来源：iFinD，产业在线，东海期货研究所

图 32 中国冰箱冷柜排产计划值

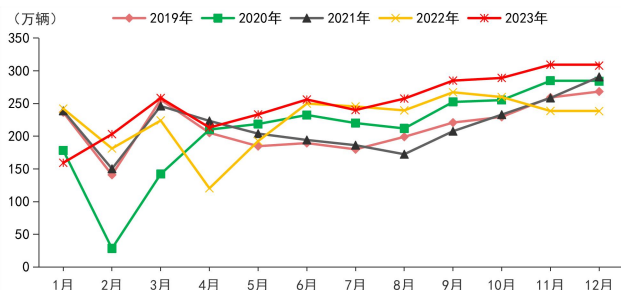


资料来源：iFinD，产业在线，东海期货研究所

4.4. 汽车

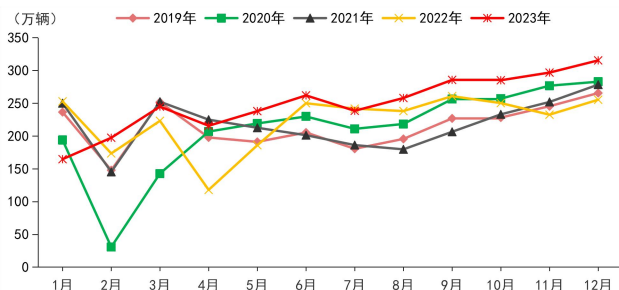
12月汽车销售仍延续向好趋势。据中汽协，12月汽车销量315.6万辆，环比增6.3%，同比增23.5%；汽车产量307.9万辆，环比减0.5%，同比增29.2%。

图 33 中国汽车产量



资料来源：iFinD，中国汽车工业协会，东海期货研究所

图 34 中国汽车销量

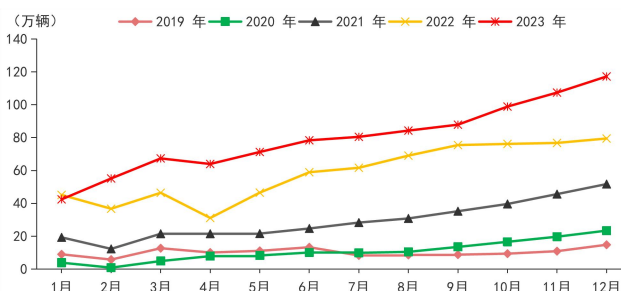


资料来源：iFinD，中国汽车工业协会，东海期货研究所

12月新能源汽车延续产销两旺，渗透率继续提升。据中汽协，12月新能源汽车产量117.2万辆，环比增9.1%，同比增47.4%；销量119.1万辆，环比增16.1%，同比增46.3%。

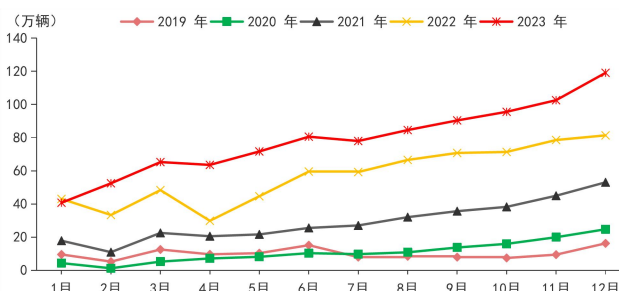
据《2022-2027年中国新能源汽车产业调研及发展趋势前瞻报告》，预计2024年全球新能源汽车销量增至1840万辆。据ICA，新能源汽车耗铜83千克/辆。预计2024年全球新能源汽车耗铜量152.72万吨，较2023年增44.82万吨。

图 35 中国新能源汽车产量



资料来源：iFinD，中国汽车工业协会，东海期货研究所

图 36 中国新能源汽车销量

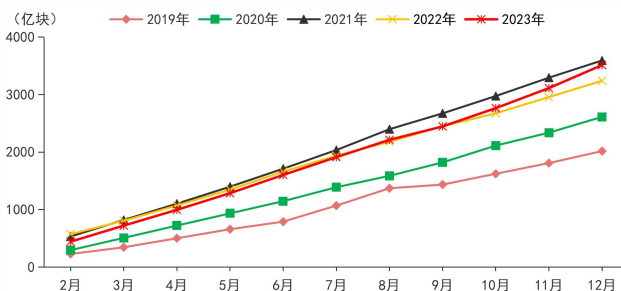


资料来源：iFinD，中国汽车工业协会，东海期货研究所

4.5. 电子

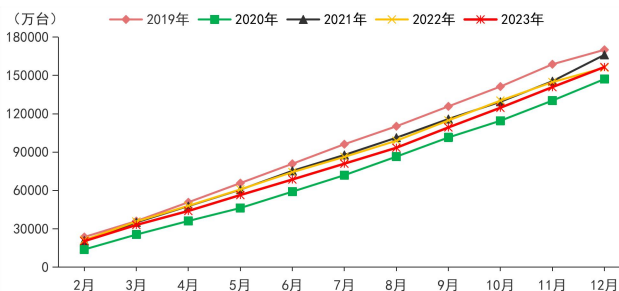
12月电子需求继续复苏，2024年复苏态势有望延续。12月集成电路产量361.5亿块，环比增8%，同比增27.2%；移动通信手持机16934万台，环比增5.2%，同比增18.3%。

图 37 中国集成电路累计产量



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

图 38 中国移动通信手持机累计产量

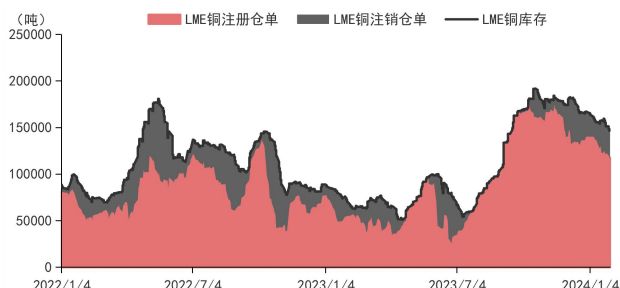


资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

5. 库存

海外铜需求偏弱，LME 铜库存逐渐流向国内，LME 铜库存去库，国内铜社会库存有所补充。但国内消费淡季，下游采购一般，国内铜社会库存有累库趋势，但水平仍处低位。1 月中上旬进口窗口打开，下旬进口窗口再次关闭，后续铜进口货源补充预计有限。

图 39 LME 铜库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 40 上期所铜库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

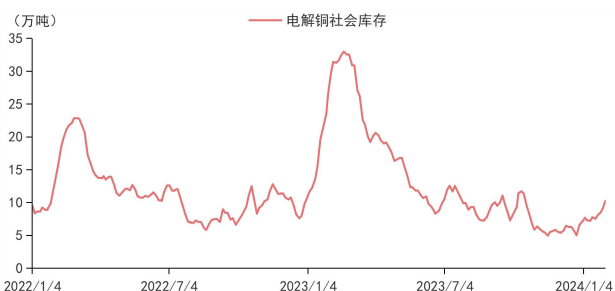
1 月底 LME 铜库存 146475 吨，较 12 月底减 20825 吨；1 月底上期所铜仓单 18229 吨，较 12 月底增 12252 吨；1 月底铜社会库存 9.2 万吨，较 12 月底增 2.56 万吨，保税区库存 1 万吨，增 0.19 万吨。

图 41 电解铜保税区库存



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 42 电解铜社会库存



资料来源：SMM，东海期货研究所

6. 结构

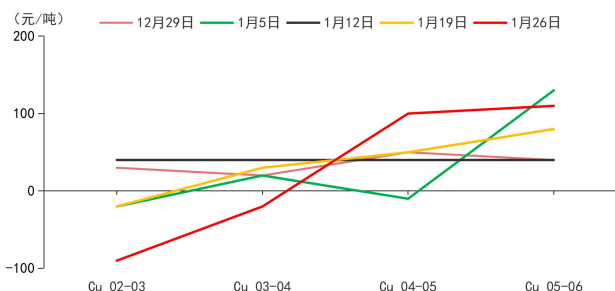
伦铜现货继续贴水，1 月底 LME 铜升贴水 (0-3M) 为 -108 美元/吨，12 月底为 -95.08 美元/吨。进口货源补充国内铜现货市场，而淡季消费偏淡，国内铜社会库存逐渐累库，铜现货升贴水承压，沪铜近月差偏弱运行，结构从小 B 转为 C。

图 43 LME 铜升贴水 (0-3M)



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 44 沪铜期限结构



资料来源：iFinD，东海期货研究所

7. 结论及操作

宏观，2月1日美联储维持利率不变。美国通胀继续放缓，但放缓幅度有限，加之就业超预期，市场调低对美联储的降息预期。经济数据显示美国经济软着陆概率提高。央行宣布2月下调存款准备金率；楼市复苏仍缓，政策再放松。内外宏观缺乏共振，对铜驱动不流畅。

供给，12月电解铜产量回升但不及预期，1月产量预计环比减但同比增。冶炼产能扩，TC下行，部分冶炼厂陷入亏损，后续精铜产量扰动犹存。需求，2024年光伏新增装机增速预计放缓，全年全国风电光伏新增装机2亿千瓦左右。国内地产新开工和施工仍显弱势，竣工则延续亮眼表现。1月地产复苏仍面临压力。进入新的空调生产旺季，1-2月累计家用空调排产同比增9.4%。新能源汽车延续产销两旺，渗透率继续提升。电子需求继续复苏。库存，LME铜库存去库，进口货源对国内铜社会库存有所补充。但国内消费淡季，下游采购一般，国内铜社会库存累库，但水平仍处低位。

综上，内外宏观难以共振，基本面驱动有限，铜价高位震荡。

操作建议：沪铜主力合约67000-70000元/吨区间操作。

风险因素：国内复苏不及预期

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn