

2024年3月1日

美降息预期与国内向好预期共振，铜偏强

——沪铜3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：**美国经济数据偏弱，通胀未超预期，市场提升对美联储后续货币政策宽松的预期。2月统计局制造业PMI仍低于荣枯线，2月财新制造业PMI连续四个月处于扩张区间。2月统计局制造业PMI因季节性因素有所回落，但整体景气度仍持稳。
- **供给：**2月受春节影响，电解铜产量预计环比缩量；铜冶炼厂加工费恶化，3月产量预计受检修减产影响。
- **需求：**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。2月，各地房地产市场政策继续放松；2月20日，住房和城乡建设部在城市房地产融资协调机制工作视频调度会议上称29个省份214个城市已建立城市房地产融资协调机制。1-2月累计家用空调排产同比增9.4%。电子需求继续复苏，2024年复苏态势有望延续。
- **库存：**2月LME铜库存逐渐去库。国内2月春节铜冶炼厂在产，而春节乃至元宵节后，下游消费恢复仍慢，铜杆厂新增订单弱于预期，同比偏弱，对电解铜消费不佳，上期所铜仓单、库存、社会库存均继续累库。
- **利润：**进口铜精矿TC指数下行明显。海外矿山扰动，TC下行，冶炼厂利润恶化，1月底CSTP小组成员呼吁联合减产。春节后，更多冶炼厂确定提前检修，预计后续加工费或有所回升。
- **价差：**伦铜现货继续贴水，2月底LME铜升贴水(0-3M)为-92美元/吨，1月底为-108美元/吨；伦铜去库，贴水缩窄。国内电解铜社库累库，现货升贴水和沪铜近月月差承压。
- **结论：**美降息预期与国内向好预期共振，铜偏强。
- **操作建议：**沪铜单边逢低做多。
- **风险因素：**美联储宽松不及预期

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

2月铜价呈震荡走势。沪铜主力2404合约2月初开盘69470元/吨，最低跌至67680元/吨，跌幅2.58%，最高涨至70060元/吨，涨幅0.85%，2月末收于68990元/吨，较月初跌0.69%。美国经济数据偏弱、通胀未超预期，市场提升美联储后市货币政策宽松的预期。

2月铜现货升贴水震荡走低。2月末升水铜、平水铜、湿法铜现货升贴水分别跌至-35、-50、-110元/吨，较月初分别跌75、75、85元/吨。春节期间铜冶炼厂继续在产，而节后下游需求恢复较慢，铜杆企业新订单不及预期，电解铜社库不断累库，现货升贴水承压。

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



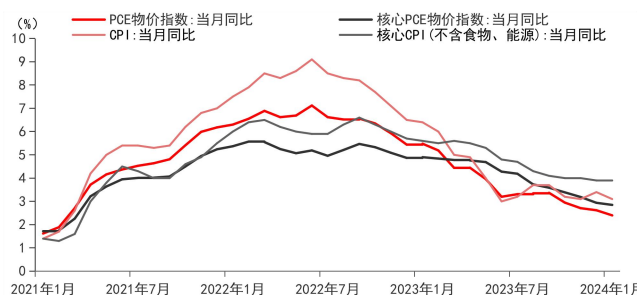
资料来源：iFind，SMM，东海期货研究所

2. 宏观

美国经济数据偏弱，通胀未超预期，市场提升对美联储后续货币政策宽松的预期。美国1月PCE同比2.4%，前值2.62%；核心PCE同比2.85%，前值2.94%；CPI同比3.1%，前值3.4%；核心CPI同比3.9%，前值3.9%。

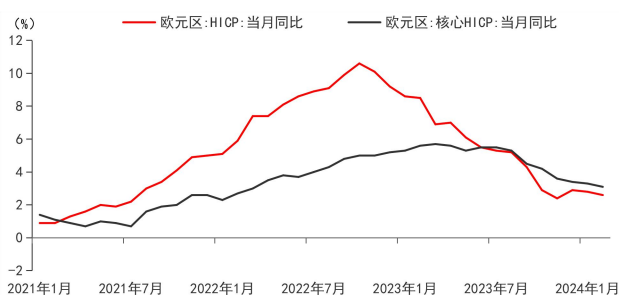
欧元区2月通胀继续放缓，但幅度弱于预期，为欧央行官员不急于降息提供支撑。欧元区2月HICP同比2.6%，前值2.8%；核心HICP同比3.1%，前值3.3%。

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

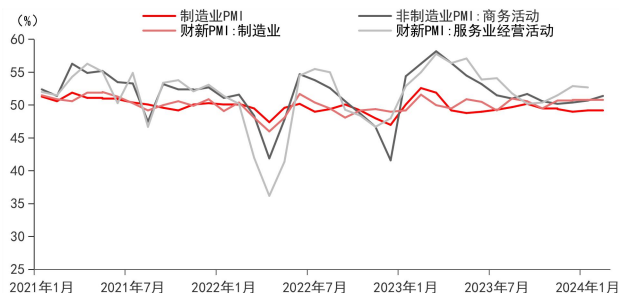


资料来源：iFind，东海期货研究所

2月官方制造业PMI为49.1%，前值49.2%；2月财新制造业PMI为50.9%，前值50.8%。2月统计局制造业PMI仍低于荣枯线，2月财新制造业PMI连续四个月处于扩张区间。2月统计局制造业PMI因季节性因素有所回落，但整体景气度仍持稳。

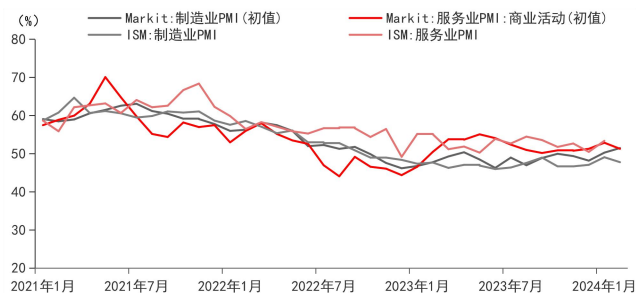
美国2月Markit制造业PMI初值51.5%，服务业PMI初值51.3%，均处于扩张区间；美国2月ISM制造业PMI为47.8%，继续收缩。美国制造业整体显示恢复但进程有反复。欧元区2月制造业PMI初值46.1%，服务业PMI初值50.0%，欧元区制造业仍有压力。

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

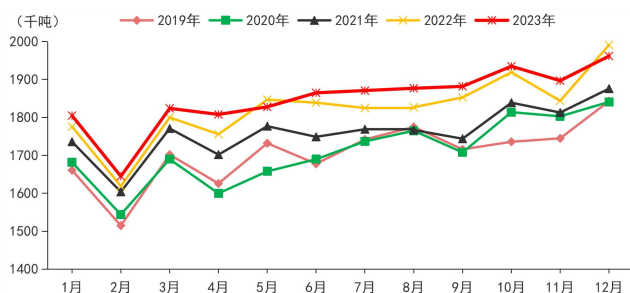
3. 供给

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，12 月全球矿山产量 196.2 万吨，环比增 3.4%，同比减 1.5%；1-12 月产量 2219.9 万吨，同比增 1.4%。

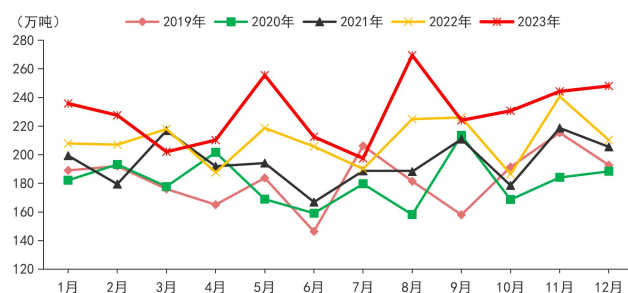
12 月铜精矿进口量环比同比均延续增长。12 月铜矿进口 248.12 万吨，环比增 1.55%，同比增 17.96%；1-12 月进口 2758.48 万吨，同比增 9.29%。

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



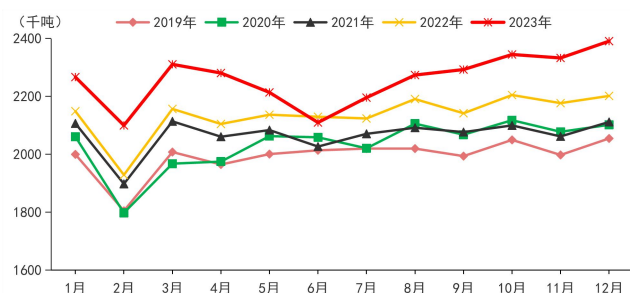
资料来源：iFinD，海关总署，东海期货研究所

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，12 月全球精炼铜产量 239.1 万吨，环比增 2.5%，同比增 8.6%；1-12 月产量 2711.5 万吨，同比增 5.7%。

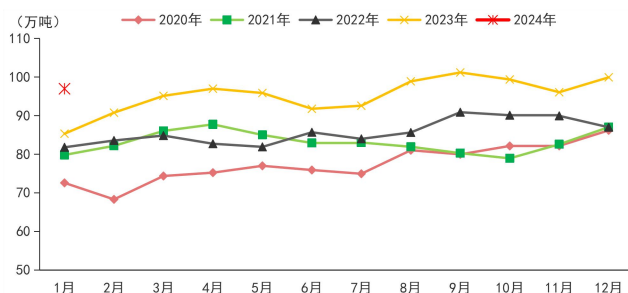
2 月受春节影响，电解铜产量预计环比缩量；铜冶炼厂加工费恶化，3 月产量预计受检修减产影响。据 SMM，中国 1 月电解铜产量 96.98 万吨，环比减 3%，同比增 13.7%。

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

进口铜精矿 TC 指数下行明显。海外矿山扰动，TC 下行，冶炼厂利润恶化，1 月底 CSTP 小组成员呼吁联合减产。春节后，更多冶炼厂确定提前检修，预计后续加工费或有所回升。

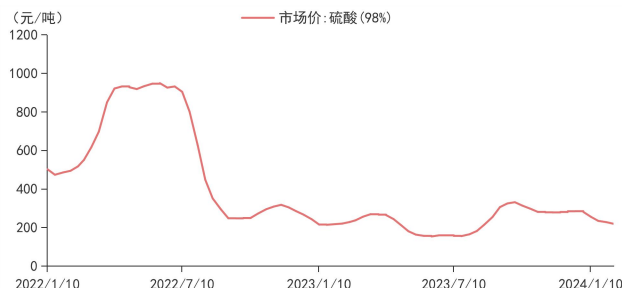
3 月初，98%酸市场均价 198 元/吨，同比涨 46 元/吨。节后下游开工陆续恢复，硫酸现货市场需求回暖，硫酸价格有所上行。

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

2 月 LME 铜库存逐渐去库，而上期所铜仓单、库存及国内电解铜社会库存呈累库趋势。2 月铜现货进口窗口关闭。

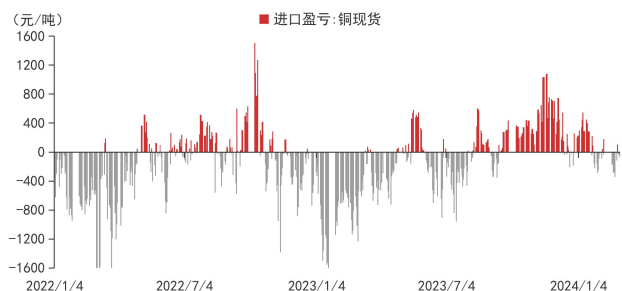
洋山铜仓单溢价从 2 月初 51.5 美元/吨跌至 47.5 美元/吨又回升至月末 52.5 美元/吨。

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

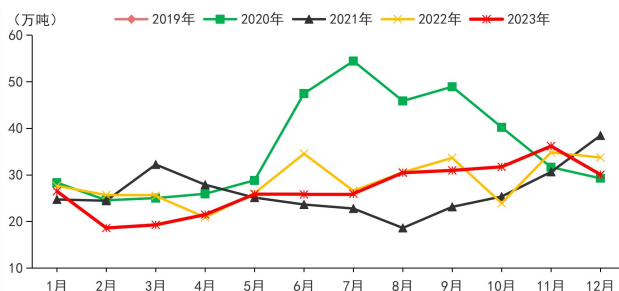


资料来源：SMM，东海期货研究所

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%。

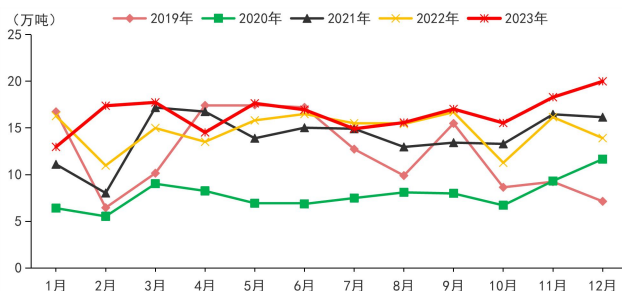
12 月再生铜进口环比同比均增，精废价差拉开，再生铜经济性提高，进口增加。据海关，12 月再生铜进口 20 万吨，环比增 9.3%，同比增 43.7%。

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

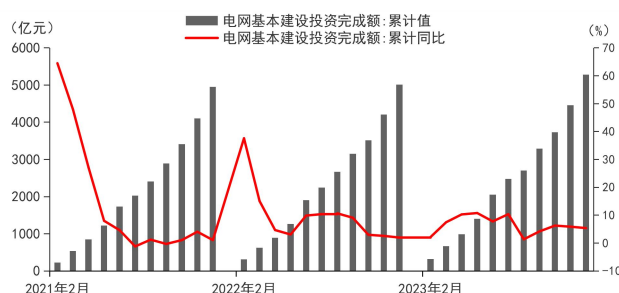
4. 需求

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



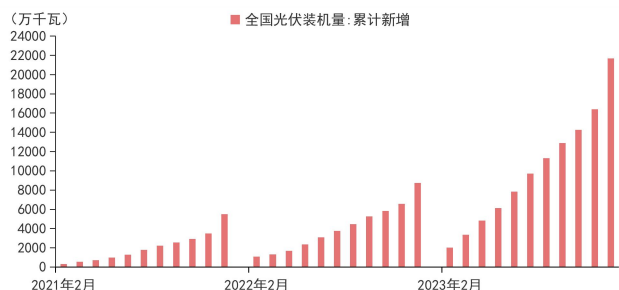
资料来源：iFinD，中国电力企业联合会，东海期货研究所

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。

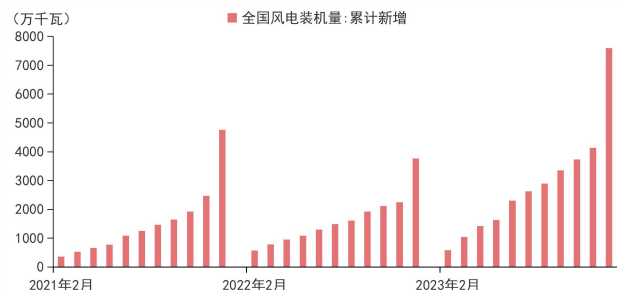
2024 年光伏增速预计放缓，某头部光伏企业说明会上称 2024 年全球光伏需求继续增长但增速将放缓，预计在 2023 年的市场基础上增 20%。《2023 全球风能报告》预计，全球 2023 年风电新增装机 115GW，2024 年风电新增装机 125GW，其中陆上风电 106GW，海上风电 18GW。

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

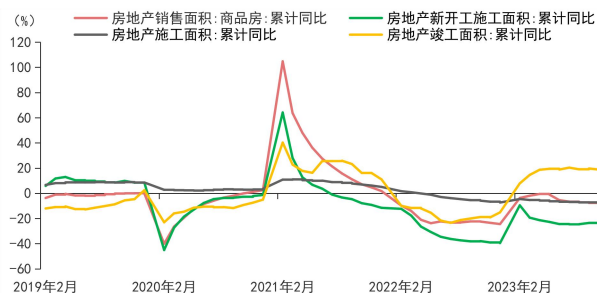
4.2. 地产

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。

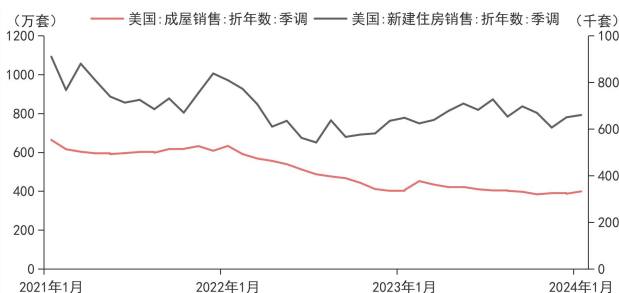
美国 1 月房地产市场销售边际改善，成屋销售、新建住房销售均环比回升。据全美地产经纪商协会，1 月成屋销售折年数 400 万套，环比增 3.09%。据美国人口普查局，1 月新建住房销售折年数 66.1 万套，环比增 1.54%。

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

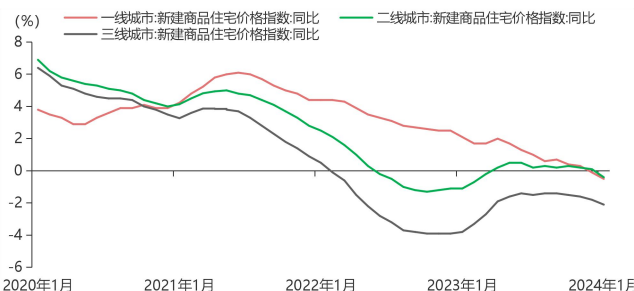
图 22 美国成屋销售和新建住房销售



资料来源：iFinD，东海期货研究所

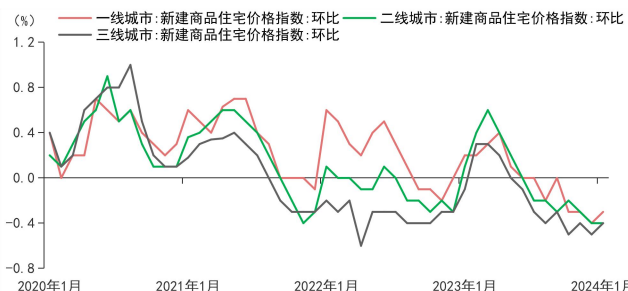
1 月一线、二线和三线新房价格指数同比、环比均偏弱。1 月一线新房价格指数同比跌 0.5%，环比跌 0.3%；二线新房价格指数同比跌 0.4%，环比跌 0.4%；三线新房价格指数同比跌 2.1%，环比跌 0.4%。

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

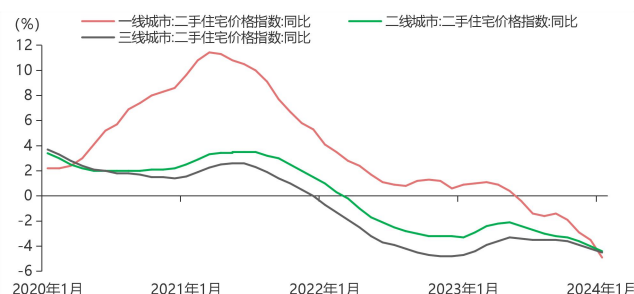
图 24 中国新建商品住宅价格指数:环比



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

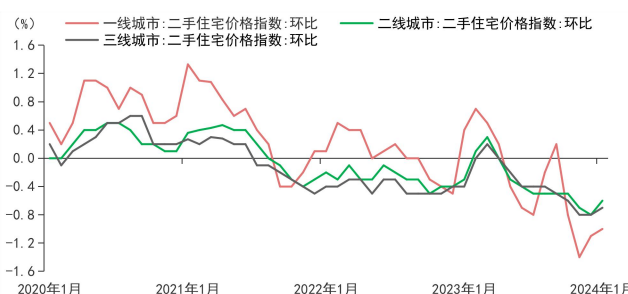
1 月一、二、三线二手房价格指数同比、环比均仍偏弱。1 月一线二手房价格指数同比跌 4.9%，环比跌 1.0%；二线二手房价格指数同比跌 4.4%，环比跌 0.6%；三线二手房价格指数同比跌 4.5%，环比跌 0.7%。

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

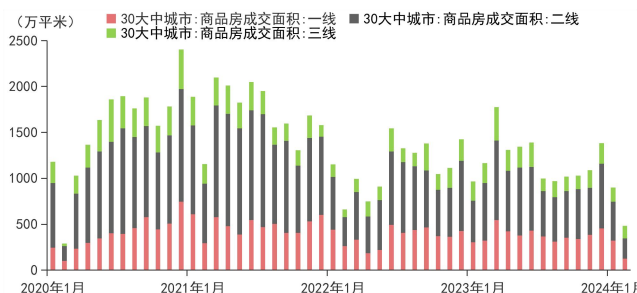


资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

2月30大中城市商品房成交面积484.61万平方米，环比减46.1%，同比减58.5%，其中：一线成交面积125.79万平方米，环比减61.1%，同比减61.1%；二线成交222.27万平方米，环比减47.4%，同比减64.5%；三线成交136.54万平方米，环比减10.5%，同比减37.1%。

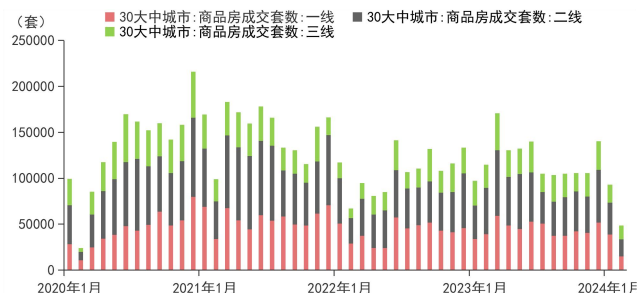
2月，各地房地产市场政策继续放松。2月20日，住房和城乡建设部在城市房地产融资协调机制工作视频调度会议上称29个省份214个城市已建立城市房地产融资协调机制，分批提出可给予融资支持的房地产项目“白名单”并推送至商业银行。

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

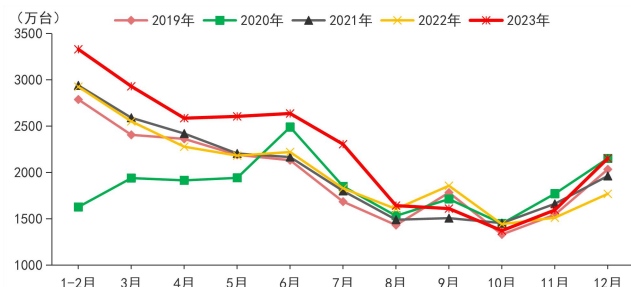


资料来源：iFinD，东海期货研究所

4.3. 家电

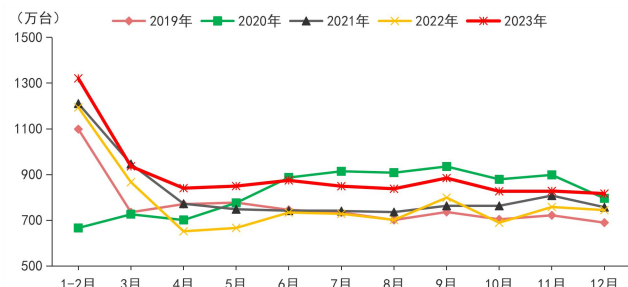
11月开始进入新的空调生产旺季，12月产量延续回升趋势。据统计局，12月空调产量2152.93万台，环比增34.9%，同比增21.6%。

图 29 中国空调产量



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

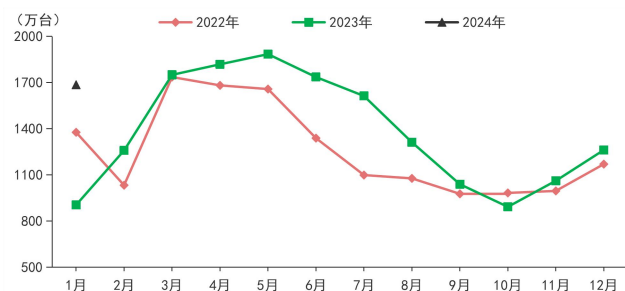
图 30 中国家用电冰箱产量



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

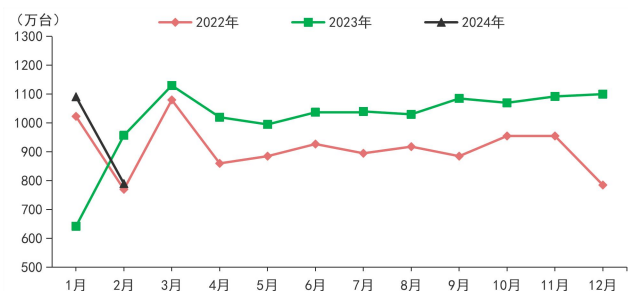
根据奥维云网数据，1-2月累计家用空调排产同比增9.4%，出口排产同比增22.3%，其中2月家用空调排产1174.5万台，同比减12.4%，其中内销排产522.9万台，同比减20%，出口排产651.6万台，同比减5.1%，因春节因素，排产前置1月，2月同比减量。

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

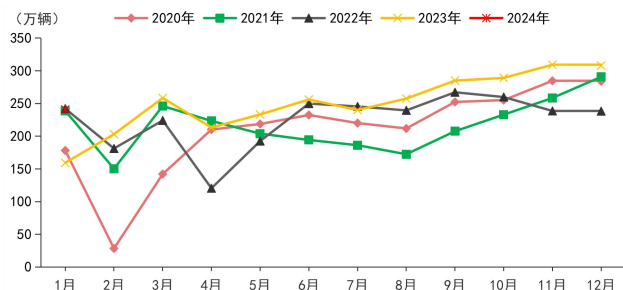


资料来源：iFinD，产业在线，东海期货研究所

4.4. 汽车

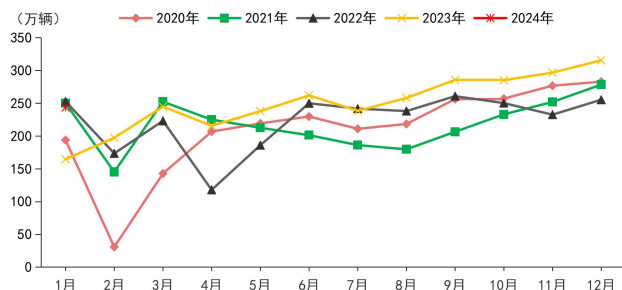
1月汽车产销环比走弱但同比仍大增。据中汽协,1月汽车销量243.9万辆,环比减22.7%,同比增47.9%;汽车产量241万辆,环比减21.7%,同比增51.2%。

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

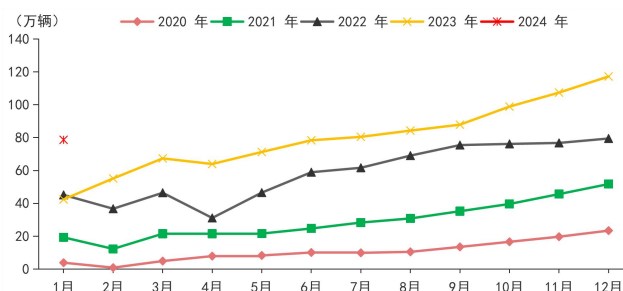


资料来源：iFinD，中国汽车工业协会，东海期货研究所

1月新能源汽车产销环比下滑明显，同比因低基数而大增。据中汽协,1月新能源汽车产量78.7万辆,环比减32.8%,同比增85.2%;销量72.9万辆,环比减38.8%,同比增78.7%。

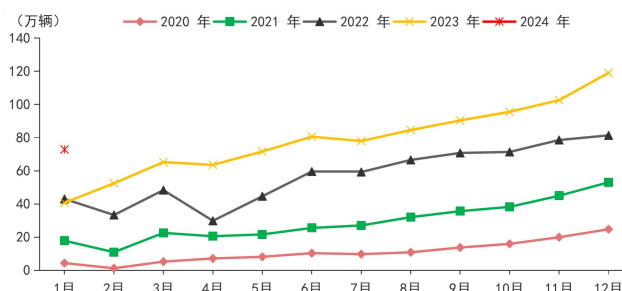
据《2022-2027年中国新能源汽车产业调研及发展趋势前瞻报告》，预计2024年全球新能源汽车销量增至1840万辆。据ICA，新能源汽车耗铜83千克/辆。预计2024年全球新能源汽车耗铜量152.72万吨，较2023年增44.82万吨。

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

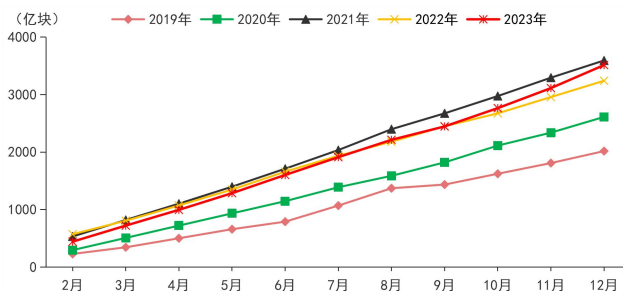


资料来源：iFinD，中国汽车工业协会，东海期货研究所

4.5. 电子

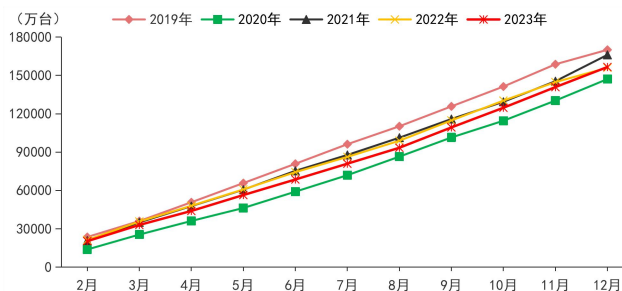
电子需求继续复苏，2024年复苏态势有望延续。12月集成电路产量361.5亿块,环比增8%,同比增27.2%;移动通信手持机16934万台,环比增5.2%,同比增18.3%。

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

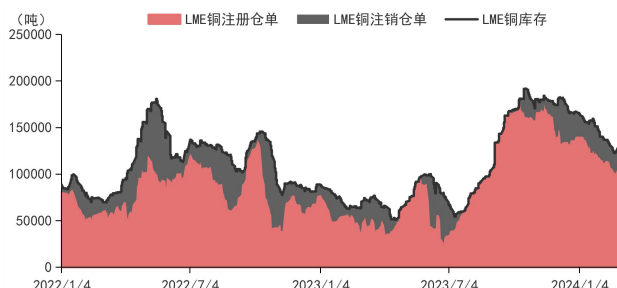


资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

5. 库存

2 月 LME 铜库存逐渐去库。国内 2 月春节铜冶炼厂在产，而春节乃至元宵节后，下游消费恢复仍慢，铜杆厂新增订单弱于预期，同比偏弱，对电解铜消费不佳，上期所铜仓单、库存、社会库存均继续累库。伦铜去库、国内累库，铜现货进口窗口关闭。

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

3 月初 LME 铜库存 121375 吨，较 2 月初减 18850 吨。3 月初上期所铜仓单 132362 吨，较 2 月初增 111406 吨；2 月底铜社会库存 30.57 万吨，较 2 月初增 20.34 万吨，保税区库存 4.32 万吨，增 2.95 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

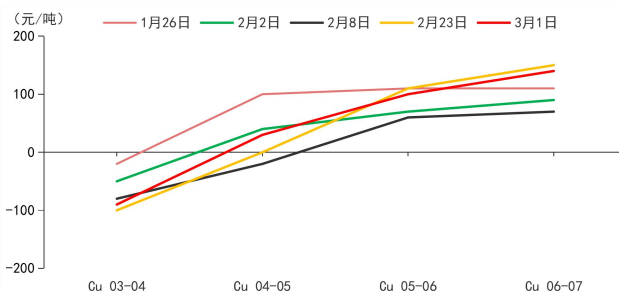
伦铜现货继续贴水，2 月底 LME 铜升贴水 (0-3M) 为-92 美元/吨，1 月底为-108 美元/吨；伦铜去库，贴水缩窄。春节中国内冶炼厂在产，节后下游需求弱于预期，铜杆新订单偏弱，不及同期，电解铜社库累库，现货升贴水承压，沪铜近月月差 03-04 仍为负。

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，美国经济数据偏弱，通胀未超预期，市场提升对美联储后续货币政策宽松的预期。2月统计局制造业 PMI 仍低于荣枯线，2月财新制造业 PMI 连续四个月处于扩张区间。2月统计局制造业 PMI 因季节性因素有所回落，但整体景气度仍持稳。

供给，2月受春节影响，电解铜产量预计环比缩量；铜冶炼厂加工费恶化，3月产量预计受检修减产影响。需求，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。2月，各地房地产市场政策继续放松；2月20日，住房和城乡建设部在城市房地产融资协调机制工作视频调度会议上称29个省份214个城市已建立城市房地产融资协调机制。1-2月累计家用空调排产同比增9.4%。电子需求继续复苏，2024年复苏态势有望延续。库存，2月LME铜库存逐渐去库。国内2月春节铜冶炼厂在产，而春节乃至元宵节后，下游消费恢复仍慢，铜杆厂新增订单弱于预期，同比偏弱，对电解铜消费不佳，上期所铜仓单、库存、社会库存均继续累库。

综上，美降息预期与国内向好预期共振，铜偏强。

操作建议：沪铜单边逢低做多。

风险因素：美联储宽松不及预期

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，并不构成对客户的投资建议，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