



2022 年 03 月 21 日

预期内外库存共振回落，铜价底部支撑坚实

季先飞 投资咨询从业资格号：Z0012691 Jixianfei015111@gtjas.com

报告导读：

随着美国和欧洲货币政策逐步回归正常化，铜的金融属性有所减弱，商品属性正逐步增强。铜的商品属性最终表现为库存的变化，由于铜是非常成熟的品种，全球铜库存在不同地区的流动更加顺畅，所以全球不同地区铜库存同向变化时对铜价运行的指导作用更加明确。数据显示，2017 年 5 月-11 月、2018 年 5 月-11 月、2020 年 11 月-2021 年 2 月以及 2021 年 9 月-11 月等四个时间周期中内外库存均出现了共振回落，铜价也均表现强势或者出现了较为明显的上涨。根据对未来两个月内外库存共振回落的判断，铜价将获得较为坚实的底部支撑或者上涨动能。

海外库存有可能下降的原因主要是俄罗斯铜供应的减少和欧洲铜冶炼企业检修期来临。第一、西方加码制裁俄罗斯，导致俄罗斯无法继续使用 SWIFT 系统与其它国家进行外汇结算和使用纸币结算，相当于切断了俄罗斯与国际贸易链接。但是欧洲是俄罗斯铜出口的最大的地区，欧美制裁严重冲击了俄罗斯铜向欧洲的供应。第二，今年二季度，欧洲多家铜冶炼企业将进行检修，铜季度产量面临下行的压力。此外，欧洲天然气和电力价格走高表明了天然气和电力供应紧张，也有可能影响到欧洲铜冶炼企业的生产。

国内库存将有可能出现趋势性回落，主要的逻辑在于国内冶炼企业停产扰动和终端消费修复刺激加工企业原料补库。山东某铜冶炼企业的冶炼炉已于上周完全关闭，将影响社会库存回升的力度，并且在中期对社会库存有下压的作用。更为重要的是，终端消费修复的预期依然较强，将刺激铜材企业增加补库。根据当前终端消费预期判断，新能源行业带动铜的消费基本符合预期，传统行业的地产、基建是扰动铜消费的主要变量。在主要变量中，2022 年房地产行业整体以稳为主，但基建中的电网投资将发力，并且有望在 4-5 月形成实物工作量，刺激铜消费快速提升。随着终端消费回升向上游传导，加工企业的订单将大幅增加，进而带动加工企业增加原材料库存。

(正文)

随着美国和欧洲货币政策逐步回归正常化，铜的金融属性有所减弱，商品属性正逐步增强。铜的商品属性最终表现为库存的变化，由于铜是非常成熟的品种，全球铜库存在不同地区的流动更加顺畅，所以全球不同地区铜库存的同向变化对铜价运行的指导作用更加明确。根据对未来两个月内外库存共振回落的判断，铜价将获得较为坚实的底部的支撑或者成交重心上移。

1. 伦铜创历史新高后回归震荡区间，后期驱动倾向于国内外库存共振回落

伦铜 3 月脱离震荡区间的束缚，并创历史新高，但随后回归震荡区间。3 月初伦铜强势回升，高点为 10845 美元/吨，超过 2021 年 5 月 10 日高点 10747.5 美元/吨，创历史新高。国内铜价涨幅低于伦铜，沪铜指数阶段性高位 76880 元/吨，低于 2021 年 5 月 10 日高点 78390 元/吨。随着多头的主动平仓，铜价快速回归到价格上涨前的震荡区间，伦铜成交重心为 10000 美元/吨，沪铜指数成交重心 71500 元/吨。

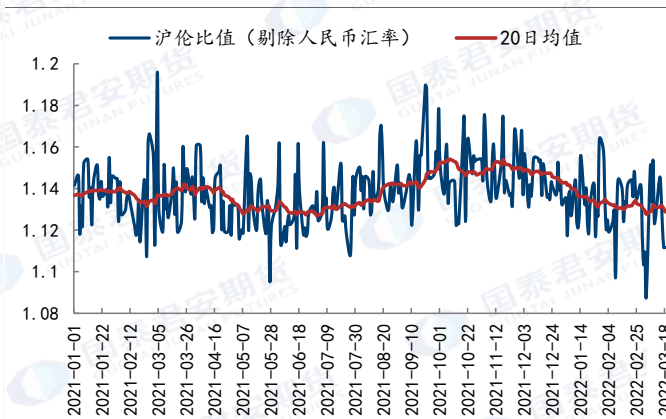
3 月初伦铜价格强于沪铜，主要原因是海外基本面好于国内，国内社会库存处于累库周期，但海外库存低位回落。后期，铜价驱动的基本面逻辑将由海外库存的低位运行，转向国内外库存共振回落，铜价将获得较为坚实的底部的支撑或者成交重心上移。俄罗斯铜向欧洲出口还将持续受限，以及欧洲冶炼厂密集检修期来临，伦铜库存依然面临再次回落的可能。同时，中国冶炼企业停产扰动和消费旺季来临，将使得铜社会库存趋势性回落。

图 1：3 月初，伦铜强势回升



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货产业服务研究所

图 2：3 月初，剔除人民币汇率波动内外铜价比值回落



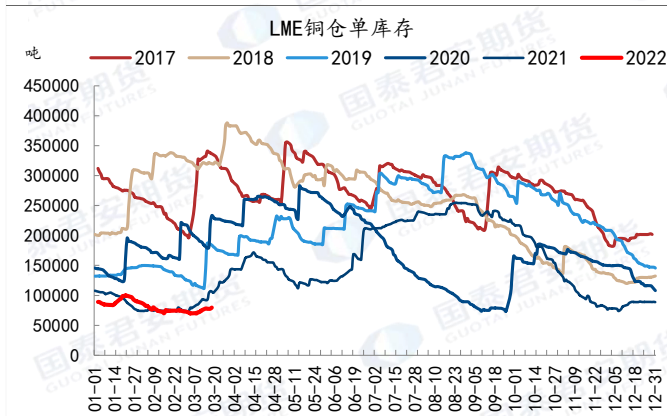
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货产业服务研究所

2. 俄罗斯向欧洲出口暂停及欧洲炼厂检修期来临，伦铜库存将低位回落

海外铜库存处于历史低位，后期依然有可能回落。当前伦铜库存为 8.0 万吨，处于历史同期低位水平。从不同地区看，伦铜欧洲库存为 1.73 万吨，远低于 1 月初的 4.4 万吨。其中，德国汉堡铜库存从 1 月初的 1.8 万吨下降至当前的 1.0 万吨，荷兰鹿特丹铜库存从 2.4 万吨下降至当前的 0.6 万吨。现货数据显示，德国到岸和意大利 Leghorn 港口现货 Premium 高位上涨，截至 3 月 18 日，德国到岸 Premium 为 130 美元/吨，较 2 月 15 日上涨 15 美元/吨；意大利 Leghorn 港口现货 Premium 为 97.5 美元/吨，较 2 月 15 日上涨 2.5 美元/吨。伦铜 0-3 现货升贴水出现断崖式回落，主要是因为 3 月 3 日-3 月 8 日精铜出口出现盈利，吸引国内可以做进料加工的冶炼企业做了大量的内外反套交易。投资者担心这部分冶炼企业到 LME 交仓，而提前减少近端 Borrowing 持仓，进而导致伦铜 0-3 由 Back 结构转为 Contango 结构，但是并未改变远端合约的

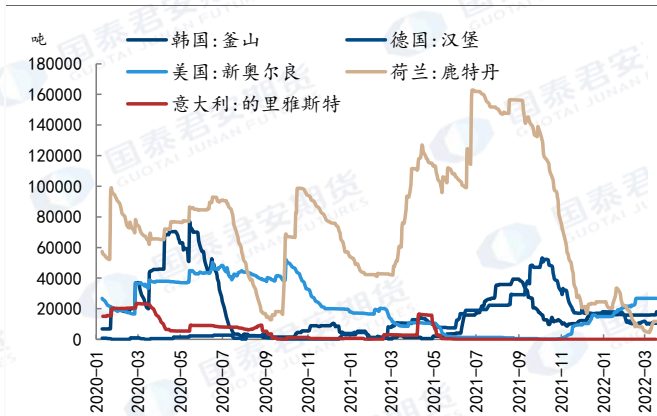
Back 结构。随着出口窗口关闭,冶炼厂反套平仓,向 LME 出口铜的预期弱化, LME0-3 现货贴水大幅缩窄。后期,俄罗斯铜停止向欧洲出口,叠加欧洲检修旺季来临,伦铜库存有可能低位回落,其中欧洲库存降幅将更为明显。伦铜近端 Borrowing 交易依然具备吸引力,预计伦铜 0-3 将持续处于 Back 结构。

图 3: LME 铜仓单库存处于历史同期低位



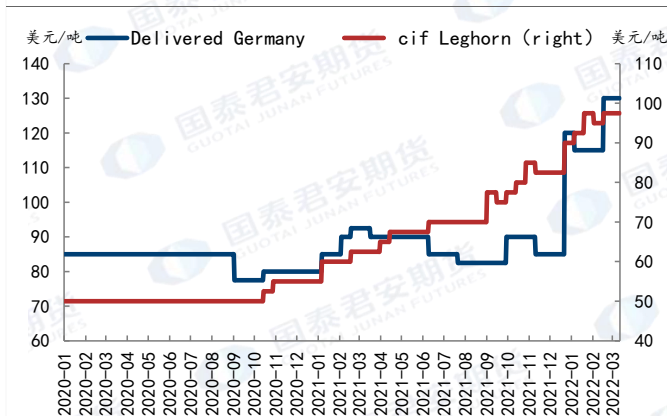
资料来源:同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

图 4: LME 德国和荷兰铜库存自 1 月初至今下降明显



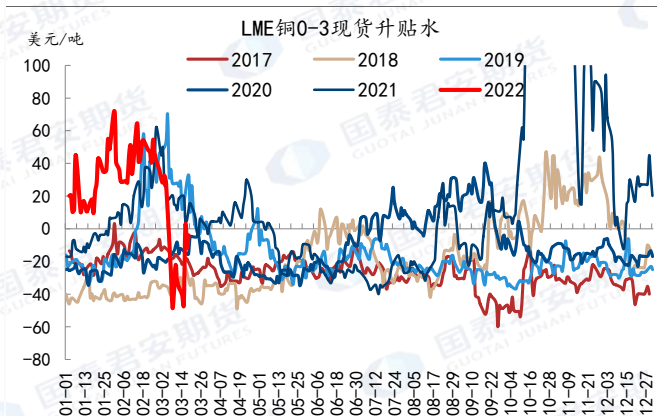
资料来源:同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

图 5: 欧洲铜现货 Premium 高位回升



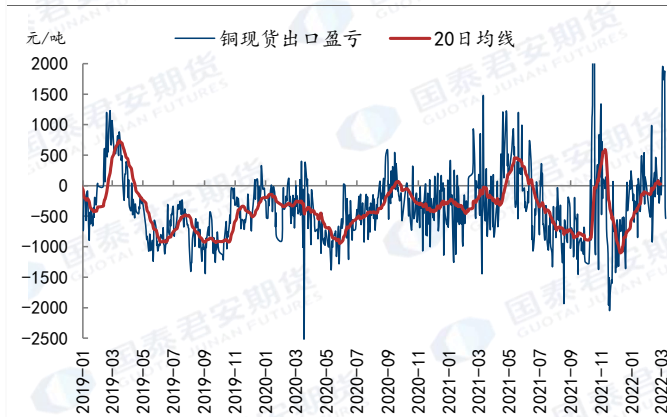
资料来源:MB, 国泰君安期货产业服务研究所

图 6: LME 铜 0-3 现货升贴水快速下降后回升



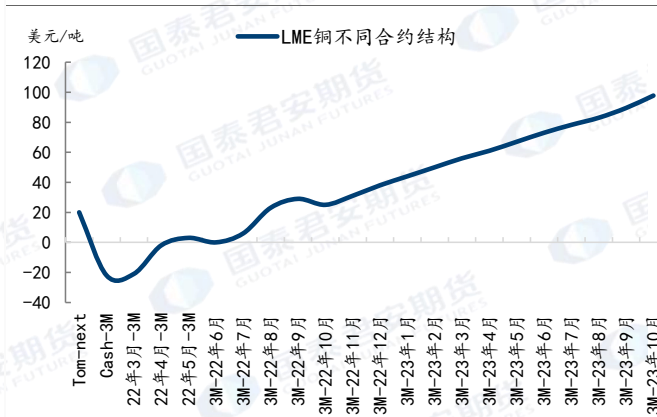
资料来源:同花顺 iFinD, 国泰君安期货产业服务研究所

图 7: 3 月 3 日-3 月 8 日, 铜现货出口出现巨额盈利



资料来源:MB, 国泰君安期货产业服务研究所

图 8: LME 铜远端合约依然处于 Back 结构



资料来源:彭博, 国泰君安期货产业服务研究所

2.1 欧美公布制裁俄罗斯“大棒”，冲击俄罗斯铜向欧洲供应

西方加码制裁俄罗斯，切断俄罗斯与国际贸易链。欧美多个国家加入到制裁俄罗斯的阵营中，决定将部分俄罗斯银行排除在环球银行金融电信协会（SWIFT）支付系统之外，并对俄罗斯央行实施限制措施。同时，欧盟也禁止对俄罗斯出口和进口欧元纸币。美国总统拜登也颁布行政令，禁止直接或间接地从美国或由美国人向俄罗斯政府或任何在俄罗斯的人出口、再出口、出售或供应以美元计价的纸币。俄罗斯无法继续使用 SWIFT 系统与其它国家进行外汇结算和使用纸币结算，相当于切断了俄罗斯与国际贸易链接。对铜而言，3月18日 LME 铜委员会以压倒性多数票建议不应允许新的俄罗斯铜进入其仓库。

欧美公布的制裁俄罗斯“大棒”不会影响俄罗斯铜的生产，但会冲击俄罗斯铜向欧洲的供应。俄罗斯铜矿供应充裕，除国内铜冶炼企业使用外，还有部分铜矿向海外出口，所以欧美的制裁不会大幅影响到俄罗斯铜的冶炼生产。但是，俄罗斯铜向欧洲出口量较大，欧美制裁将冲击俄罗斯铜向欧洲的供应。

图 9：俄罗斯铜矿供应充裕，且部分铜矿向海外出口（单位：千克）

国家代码	国家名称	2018	2019	2020	2021
BG	保加利亚	0	0	0	22112902
CN	中国	72034415.1	106152163	283509305	490020033.9
DE	德国	999058	436830	245850	1005847
KZ	哈萨克斯坦	2907975	12908503	12418843	103864043.7
NL	荷兰	0	0	0	100.25
UA	乌克兰	0	0	0	9
UZ	乌兹别克斯坦	0	2700000	2100000	5400000
Total	总计	75941448.1	122197496	298273998	622402935.8
	欧洲占比	1.32%	0.36%	0.08%	0.16%

资料来源：俄联邦海关署，SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图 10：欧洲和中国是俄罗斯铜主要的出口国和地区（单位：千克）

国家代码	国家	2018	2019	2020	2021
AM	亚美尼亚	7	5	0	0
BG	保加利亚	0	6,511,209	0	0
BY	白俄罗斯	206,045	215,710	210,399	1,308,919
CA	加拿大	3,440,236	0	20,273	0
CH	瑞士	39,181,887	26,010,400	16,945,710	0
CN	中国	157,609,231	175,015,692	259,006,956	140,595,368
DE	德国	124,939,373	92,183,724	60,272,297	83,912,853
EG	埃及	35,115,258	10,501,697	39,095,454	26,049,925
ES	西班牙	0	4,794,371	0	0
FI	芬兰	2,523,241	5,980,477	4,912,372	3,400,600
FR	法国	0	0	0	5,065,183
GB	英国	24,011,169	0	0	54,130
GR	希腊	1,008,083	2,289,703	0	0
HR	克罗地亚	0	382,751	2,874,788	2,872,343
IT	意大利	0	10,278,424	0	121,273
KW	科威特	16,325,305	21,776,085	29,921,379	17,271,626
KZ	哈萨克斯坦	3,312	15	255	446
NL	荷兰	227,688,065	297,049,214	265,723,456	107,931,520
TR	土耳其	1,615,110	21,498,301	63,057,424	46,093,882
UA	乌克兰	10,627	1,502	0	498
UZ	乌兹别克斯坦	0	0	0	1
TOTAL		633,676,949	674,489,279	742,040,763	434,678,566
EU		472,407,491	492,362,396	479,928,092	289,900,992
EU/TOTAL		74.55%	73.00%	64.68%	66.69%

资料来源：俄联邦海关署，SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图 11：俄罗斯铜交割品牌：Norilsk, UMMC 和 UMMCII 三个品牌符合 LME 铜交割标准

国家	品牌	冶炼厂名称	所属企业
Russia	NORILSK	NORCU	PJSC MMC Norilsk Nickel
Russia	UMMC	UMMC	JSC Uralkhrommet
Russia	UMMC II	UMMCII	JSC Uralkhrommet

资料来源：LME，国泰君安期货产业服务研究所

分口径看，俄联邦海关署数据显示，2021 年俄罗斯铜出口量 43.5 万吨，其中向中国出口 14.1 万吨，向欧洲出口 29.0 万吨。欧洲出口的国家中，德国和荷兰是重要的出口目的国。中国海关数据显示，2021 年中国从俄罗斯进口铜 39.0 万吨，从欧洲进口铜 15.4 万吨。中国海关按照铜的生产国计入来源国，所以中国进口俄罗斯铜的量远大于俄罗斯直接向中国的出口量。由于俄罗斯铜主要向欧洲出口，中国进口俄罗斯铜的量远大于俄罗斯直接向中国的出口量的部分应该主要来源于欧洲。俄罗斯诺里尔斯克镍公司（Norilsk Nickel）和乌拉尔矿业金属公司（Urals Mining and Metals Company, UMMC）的“NORILSK”和“UMMC”品牌的铜是 LME 的交割品牌。德国汉堡和荷兰鹿特丹也是重要的 LME 铜交割仓库所在地，可认为俄罗斯铜进入到 LME 交割仓库赚取交割补贴后运送至中国。根据计算公式[俄罗斯海关署公布的出口至欧洲的量-（中国海关公布的从俄罗斯的进口量-俄罗斯海关公布的向中国的出口量）]得出，2021 年欧洲实际消耗俄罗斯铜 4.87 万吨。在欧美制裁俄罗斯“大棒”之下，俄罗斯铜向欧洲的实际供应将每月至少减少 4000 吨，伦敦铜欧洲库存将再次面临下行的压力。

图 12：俄罗斯铜实际供应欧洲量测算：2021 年实际供应欧洲 4.87 万吨（单位：千克）

国家名称	2018	2019	2020	2021
俄联邦海关出口数据	中国	157,609,231	175,015,692	259,006,956
	欧洲	490,199,988	468,521,383	489,102,167
中国海关进口数据	俄罗斯	219,838,162	256,242,843	404,013,380
	欧洲	172,051,490	198,553,851	244,065,203
结果测算	中国从欧洲进口俄铜	62,228,931	81,227,151	145,006,424
	俄铜实际供应欧洲	427,971,057	387,294,232	344,095,743

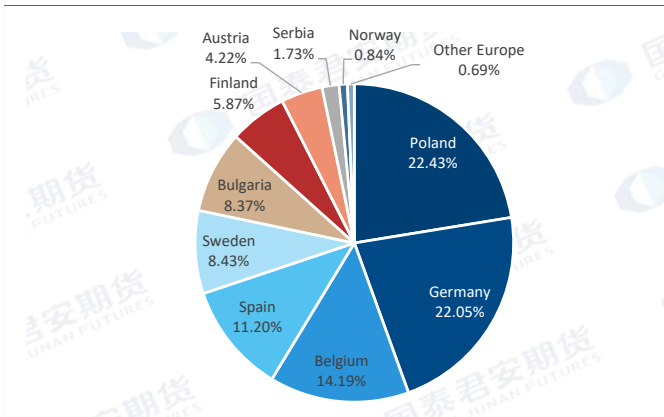
资料来源：俄联邦海关署，SMM，国泰君安期货产业服务研究所

2.2 欧洲铜冶炼企业检修期来临，将制约铜的供应

欧洲铜冶炼即将进入检修期，铜供应将明显下降。欧洲铜冶炼分布在多个国家，其中产量比较大的是波兰、德国、比利时和西班牙等。剔除俄罗斯铜产量后，2021 年波兰铜产量占欧洲产量的 22.43%，德国占比 22.05%，比利时占比 14.19%，西班牙占比 11.20%。根据市场预测，2022 年一季度，欧洲铜产量环比将小幅增加，其中波兰、德国、比利时等国家铜产量环比增加，但西班牙铜产量环比下降。从历史数据上看，欧洲 2022 年一季度铜产量处于近十年来季度产量的中性位置，并没有因为欧洲库存面临下降的压力而大幅增产。反而是，欧洲部分冶炼企业将进入检修期，这将使得本来就处于低位的欧洲库存“雪上加霜”。

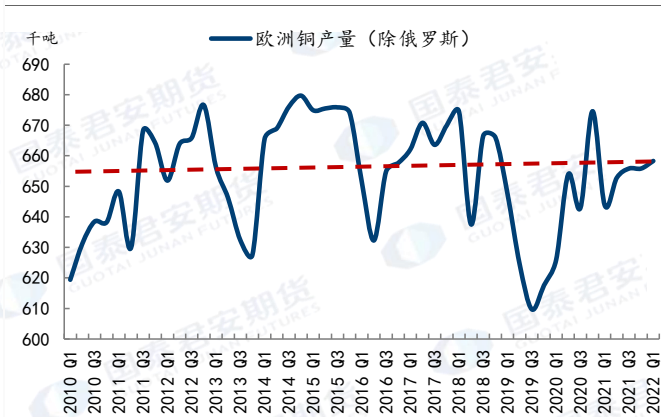
欧洲铜冶炼企业分布较为分散，考虑到单个铜冶炼企业产量数据的难获得性，我们将 2010-2021 年欧洲铜季度产量进行平均，得出二季度欧洲铜的平均产量较一季度明显下滑，可以认为欧洲冶炼企业多选择在二季度进行检修。根据检修的规律，今年二季度，欧洲多家铜冶炼企业大概率将进行例行检修，铜季度产量面临下行的压力。根据历史平均值进行估算，欧洲二季度铜产量将较一季度减少约为 2.8 万吨。此外，欧洲天然气和电力价格走高表明了天然气和电力供应紧张，也有可能影响到欧洲铜冶炼企业的生产。

图 13：欧洲（除俄罗斯）铜产量分布



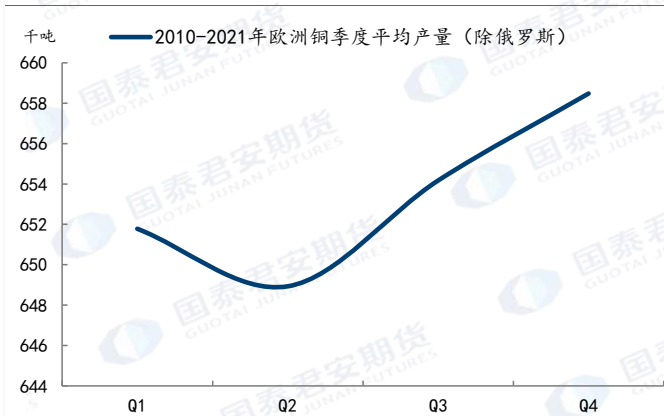
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货产业服务研究所

图 14：2022Q1 铜产量处于历史中性位置



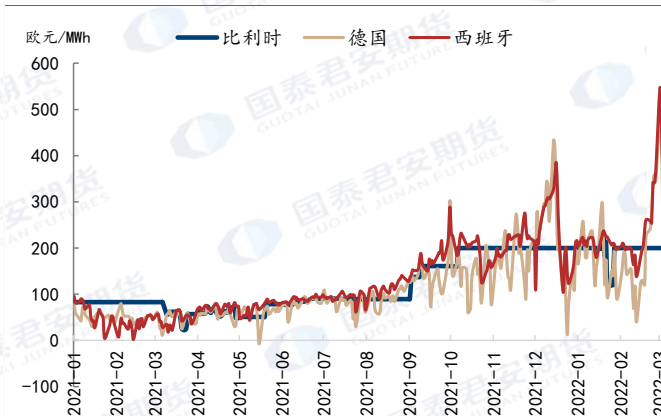
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货产业服务研究所

图 15：欧洲（除俄罗斯）铜产量季度特征明显



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货产业服务研究所

图 16：欧洲电力价格处于高位水平



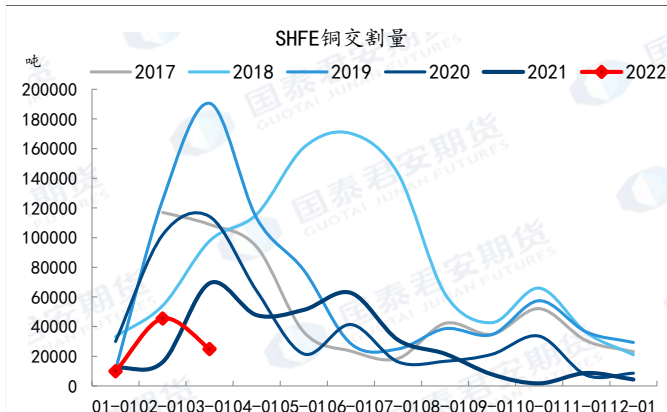
资料来源：彭博，国泰君安期货产业服务研究所

3. 国内需求弱现实强预期，社会库存终将趋势性回落

国内铜现实需求表现偏弱，沪铜 2203 合约交割量偏低。价格优势对比显示，现货价格高于期货近月合约价格，铜材加工企业将更倾向于期货交割。由于自 2021 年 6 月份开始现货处于升水状态，铜材加工企业期货交割相较于购买现货更具有优势，期货交割量能反映加工企业的补库情况。期货交割数据显示，沪铜 3 月期货交割量处于历史同期偏低的水平，可以判断 2022 年 3 月加工材企业的补库量依然偏少，国内消费旺季特征不明显。但是，国内铜社会库存已经下降，截至 3 月 18 日，上海、广东和江苏三地社会库存为 16.4 万吨，低于 3 月 4 日的高位 21.69 万吨，这主要有两方面原因。第一，部分货源流入到保税区。3 月上旬伦铜强势上涨导致出口盈利窗口打开，国内部分货源流向了保税区，保税区库存 3 月初至今增加了 2.3 万吨。第二，国内疫情冲击铜的运输，其中对冶炼厂铜入库影响更大。

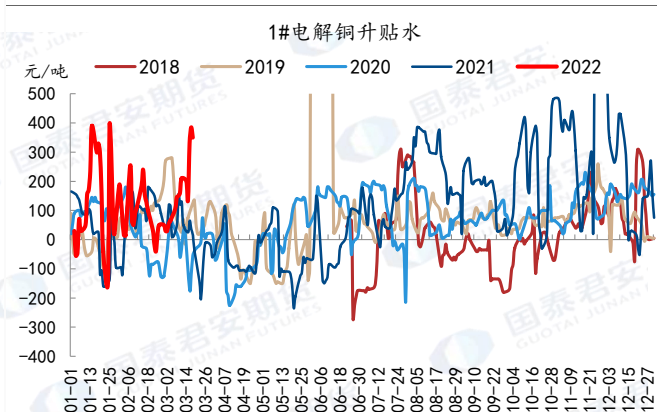
当前，出口盈利窗口已经关闭，国内铜继续增加出口的预期已经消退，后期应该重点关注国内的供需状况，这将取决于国内的疫情持续的时间。根据中国疾控中心的评估，全国疫情形势在未来几周会得到明显控制，这就意味着在未来几周铜的运输将逐步恢复。由于冶炼厂在疫情期间正常生产，预计在疫情被控制后将会有大量铜入库，社会库存有可能出现回升。但是，山东某铜冶炼企业的冶炼炉已于上周完全关闭，将影响社会库存回升的力度，并且在中期对社会库存有下压的作用。根据该冶炼企业债务的处理进度和冶炼炉启动周期测算，该冶炼企业关停至复产有可能至少需要两个月的时间。在此周期内，国内铜冶炼开工率将弱于年初预期，铜的整体供应将承压，进而影响主要社会仓库的入库量。

图 17：沪铜 3 月交割量处于历史偏低水平



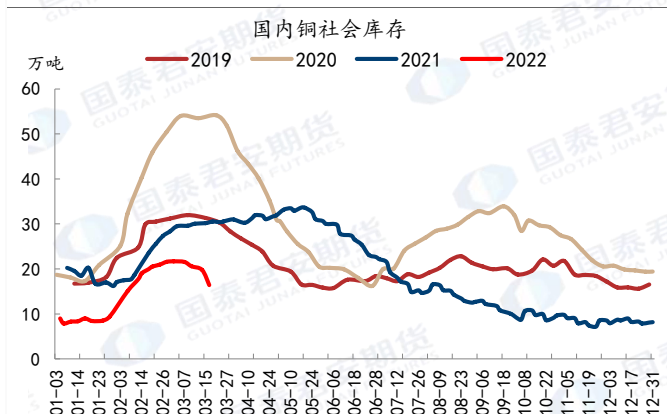
资料来源：SHFE，国泰君安期货产业服务研究所

图 18：国内电解铜现货升水处于历史同期偏高水平



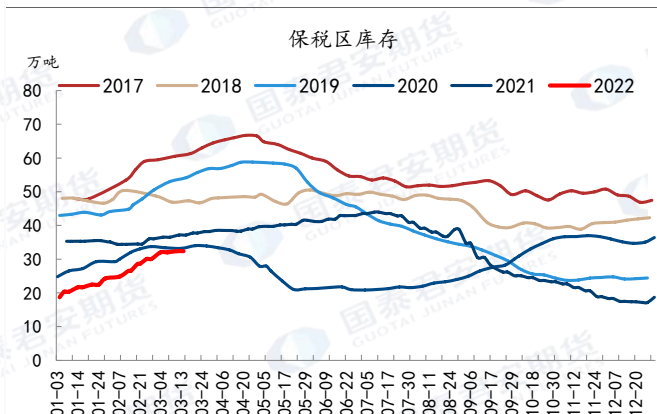
资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图 19：国内铜社会库存快速回落



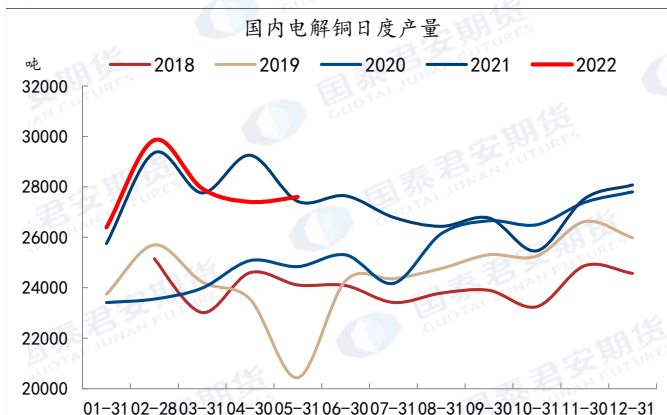
资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图 20：保税区铜库存持续攀升



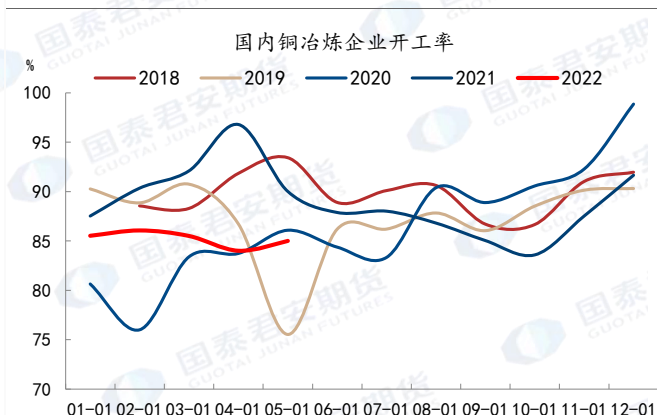
资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图 21：国内 4-5 月电解铜产量承压



资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图 22：4-5 月国内冶炼厂开工率将弱于年初预期

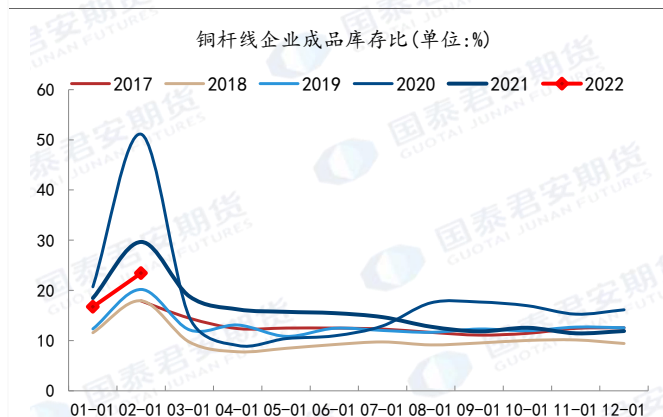


资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

更为重要的是，终端消费修复的预期依然较强，将刺激铜材企业增加补库，进而有利于国内社会库存去化。当前下游加工企业成品库存处于历史同期中性位置，但原料库存处于历史同期偏低水平。以铜杆行业为例。铜杆是用铜量最大的行业，但铜杆企业 2 月铜原料库存与需求量的比值处于历史同期低位水平。如果终端消费快速回升，将带动加工企业订单大幅增加和成品库存的快速消耗，进而刺激加工材企业大幅增加铜原料库存，铜社会库存可能出现趋势性回落。根据当前终端消费预期判断，新能源行业带动铜的消

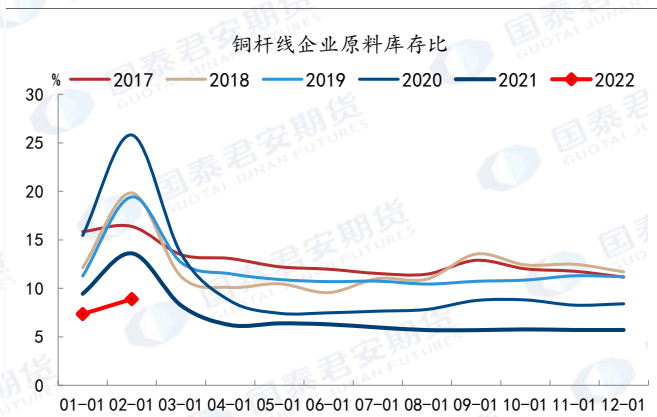
费基本符合预期，传统行业的地产、基建是扰动铜消费的主要变量。在主要变量中，2022 年房地产行业整体以稳为主，但基建中的电网投资将发力，并且有望在 4-5 月形成实物工作量，刺激铜消费快速提升。以此进行推断，后期即便进口窗口打开，保税区铜库存流入到国内，将主要是为了补充国内货源的供应紧张，而不会改变社会库存回落的趋势，预计 4-5 月社会库存将持续去化。

图 23：2 月铜杆企业成品库存处于历史中性位置



资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图 24：2 月铜杆企业原料库存处于历史同期偏低水平



资料来源：SMM，国泰君安期货产业服务研究所

图 25：国内铜的供需平衡表：3-5 月社会库存有可能持续去化

日期	产量	净进口	总供给	社会库存	保税区库存	表观消费	消费预估	库存变化
2022年1月	868400	255000	1123400	94200	243000	1055200	1122709	-67509
2022年2月	820200	212000	1032200	228500	306000	834900	740988	93912
2022年3月E	853594	160000	1013594	200000	320000	1028094	1057409	-29315
2022年4月E	826059	185000	1011059	168000	305000	1058059	1094672	-36613
2022年5月E	845058	207000	1052058	125000	275000	1125058	1162078	-37020

资料来源：同花顺 iFinD，SMM，国泰君安期货产业服务研究所

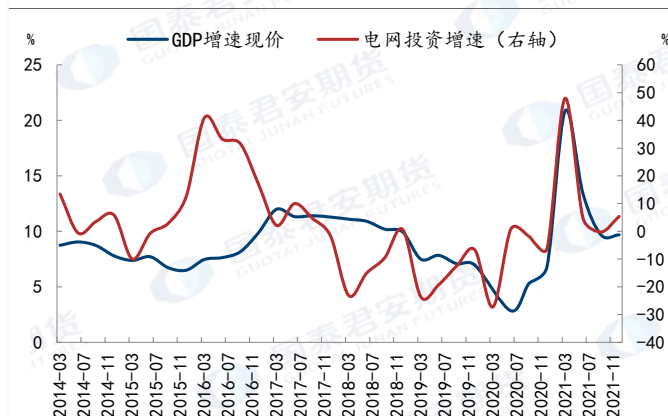
房地产政策托底，促进房地产行业稳健发展。2022 年 1-2 月地产投资、销售、资金端等数据表现不容乐观，房地产行业流动性风险持续发酵，部分房企信用风险再度暴露。为了稳地产稳经济，多部委齐发声，提出多种举措，以化解系统性风险和稳定房地产预期。电网投资增速上调，预计 4 月开始电网项目会形成实物工作量，是带动铜需求的重要驱动。根据最新的电网投资计划测算，2022 年电网投资增速可达到 8%，高于我们年报中预测值 7%。电网属于逆周期的行业，2022 年经济下行压力较大，电网公司提高全年投资增速成为必然。国网方面，2022 年国网计划投资额为 5012 亿元，同比增长为 5.96%，高于年初市场预期。同时，南网投资增量明显，南网计划“十四五”期间电网建设将规划投资约 6700 亿元，明显高于“十三五”期间投资额 4433 亿元，增速超过 50%，其中 2022 年投资增速有可能达到 20%。从电网项目招标上看，1-2 月电网企业的招标情况并不乐观，但 3 月招标开始恢复且 4 月招标次数较为密集，预计 4 月开始招标项目将形成实物工作量。这将带动电线电缆和铜杆的实际需求，进而有助于铜杆企业增加铜原料库存。

图 26：中国多部委计划推行房地产维稳政策，促进房地产行业健康发展

政府部门	房地产政策
国务院金融委	及时研究和提出有利有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。
财政部	今年内不具备扩大房地产税改革城市的条件。
中国人民银行	坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作。
银保监会	积极推动房地产行业转变发展方式，鼓励机构稳妥有效开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展。
证监会	积极配合相关部门有利有效化解房地产企业风险，促进平台经济规范健康发展，提高国际竞争力。
外汇局	配合有关部门促进房地产市场、平台经济健康稳定发展。及时回应市场关注的热点问题、稳定市场预期，共同维护资本市场平稳运行。

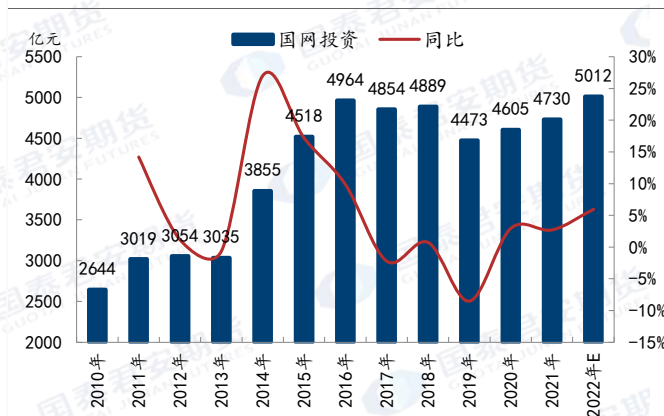
资料来源：政府部门网站，国泰君安期货产业服务研究所

图 27：电网投资具有部分逆周期特征



资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货产业服务研究所

图 28：2022 年国家电网投资增速提高



资料来源：国家电网，国泰君安期货产业服务研究所

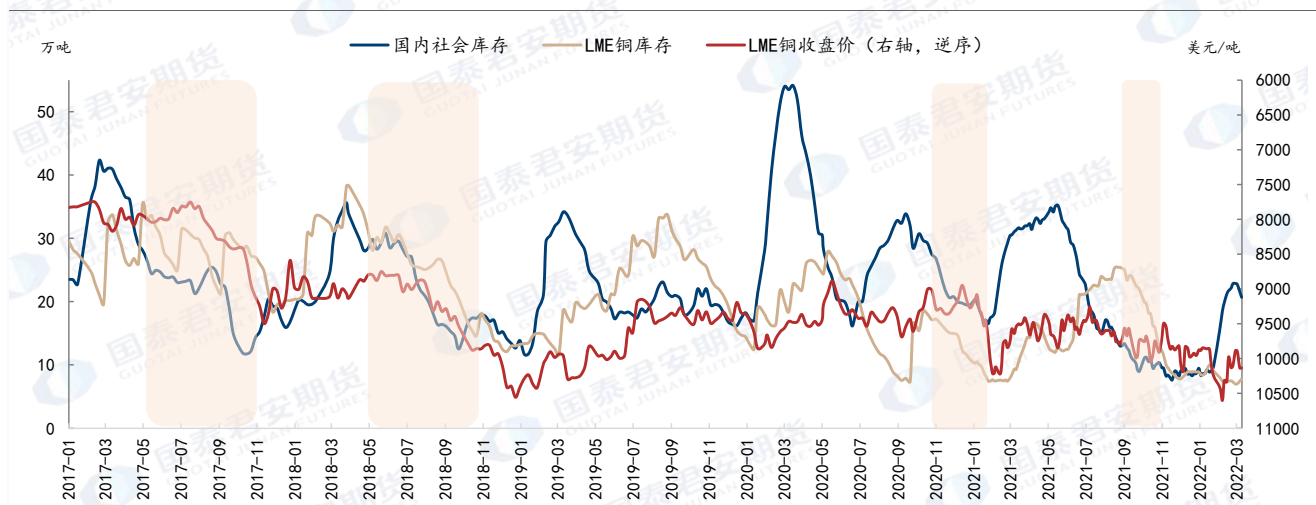
4. 总结：预期内外库存共振回落，铜价将获得坚实底部支撑

随着美国和欧洲货币政策逐步回归正常化，铜的金融属性有所减弱，商品属性正逐步增强。铜的商品属性最终表现为库存的变化，由于铜是非常成熟的品种，全球铜库存在不同地区的流动更加顺畅，所以全球不同地区铜库存同向变化时对铜价运行的指导作用更加明确。数据显示，2017年5月-11月、2018年5月-11月、2020年11月-2021年2月以及2021年9月-11月等四个时间周期中内外库存均出现了共振回落，铜价也均表现强势或者出现了较为明显的上涨。根据对未来两个月内外库存共振回落的判断，铜价将获得较为坚实的底部支撑或者上涨动能。

海外库存有可能下降的原因主要是俄罗斯铜供应的减少和欧洲铜冶炼企业检修期来临。第一、西方加码制裁俄罗斯，导致俄罗斯无法继续使用 SWIFT 系统与其它国家进行外汇结算和使用纸币结算，相当于切断了俄罗斯与国际贸易链接。但是欧洲是俄罗斯铜出口的最大的地区，欧美制裁严重冲击了俄罗斯铜向欧洲的供应。第二，今年二季度，欧洲多家铜冶炼企业将进行检修，铜季度产量面临下行的压力。此外，欧洲天然气和电力价格走高表明了天然气和电力供应紧张，也有可能影响到欧洲铜冶炼企业的生产。

国内库存将有可能出现趋势性回落，主要的逻辑在于国内冶炼企业停产扰动和终端消费修复刺激加工企业原料补库。山东某铜冶炼企业的冶炼炉已于上周完全关闭，将影响社会库存回升的力度，并且在中期对社会库存有下压的作用。更为重要的是，终端消费修复的预期依然较强，将刺激铜材企业增加补库。根据当前终端消费预期判断，新能源行业带动铜的消费基本符合预期，传统行业的地产、基建是扰动铜消费的主要变量。在主要变量中，2022 年房地产行业整体以稳为主，但基建中的电网投资将发力，并且有望在 4-5 月形成实物工作量，刺激铜消费快速提升。随着终端消费回升向上游传导，加工企业的订单将大幅增加，进而带动加工企业增加原材料库存。

图 29：历史数据显示，内外库存共振下降，铜价保持强势



资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货产业服务研究所

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521