



徽商期货  
HUI SHANG FUTURES



徽商期货金钥匙  
HUI SHANG FUTURES GOLDEN KEY

# RESEARCH REPORT

## 徽商期货

## 铜基本面分析及市场机会解读

徽商期货研究所

徽商期货有限责任公司

投资咨询业务资格：皖证监函字【2013】280号

张玺 工业品分析师

从业资格号：F3046164

投资咨询号：Z0015768

制作日期：2023年3月6日



## 【免责声明】

【免责声明】本课件所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本课件观点不应视为对任何期货商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本课件内容全部或部分发布、复制。



# CONTENTS 目录

- 01 行情回顾
- 02 宏观因素分析
- 03 铜基本面分析
- 04 总结及展望



徽商期货  
HUI SHANG FUTURES

# 第一部分 行情回顾

/01

## 2023年1-2月，沪铜偏强震荡，重心上抬



来源：文华财经

- 1月：先扬后抑——春节假期前，市场交易国内疫情政策放松后的需求复苏强预期逻辑，带动铜价上行。1月下旬，因传统需求淡季及春节放假影响，现货成交表现偏弱，国内社库进入累库周期，铜价小幅回调。
- 2月：震荡整理——内外宏观情绪分化。海外美联储加息预期反复，国内需求恢复预期持续，宏观情绪反复。基本面“弱现实”与“强预期”博弈，现实矛盾不明显。多空交织下，铜价走势震荡。

## □ 宏观逻辑的阶段性切换

1. 国内需求恢复预期
2. 海外欧美央行加息预期
3. 海外经济衰退逻辑



## □ 基本面：2023年整体预计供需双增，需求为年内重点逻辑

1. 供应端：海外铜矿扰动问题对宽松预期的影响
2. 需求端：外需走弱与内需恢复的实际情况与预期的差异
3. 库存端：低库存格局能否延续

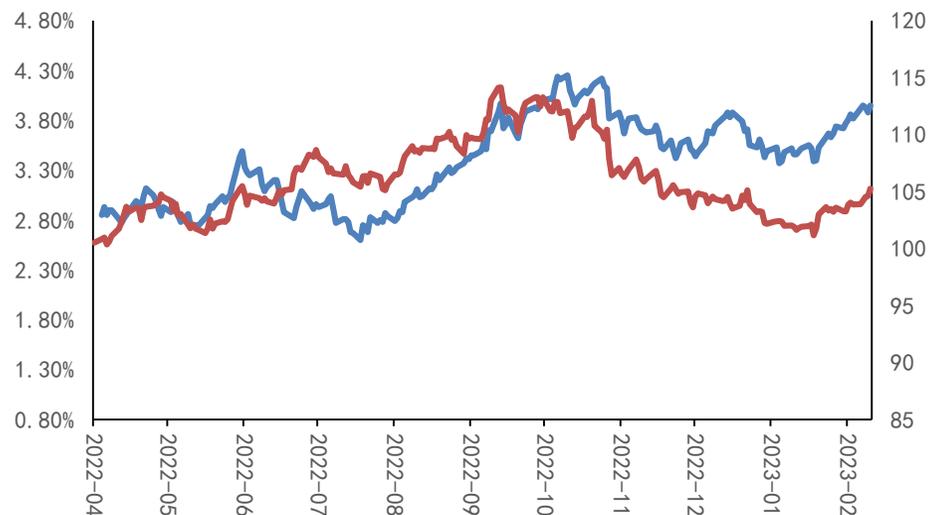
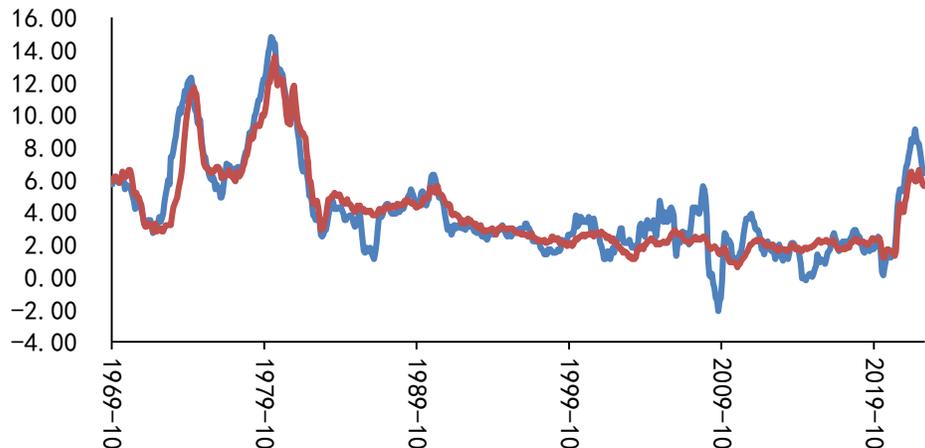


徽商期货  
HUI SHANG FUTURES

## 第二部分 宏观因素分析

/02

— 美国国债收益率:10年 — 美国:美元指数

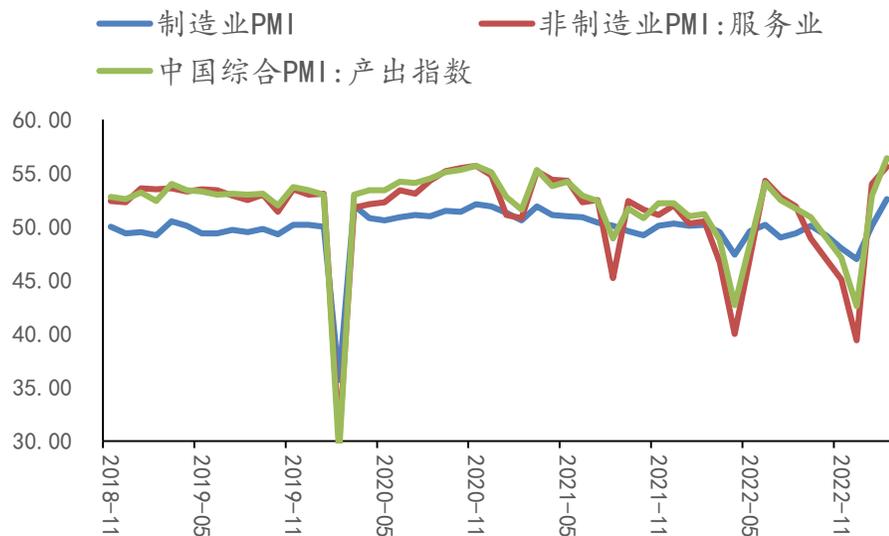
— 美国:CPI:当月同比 月 %  
— 美国:核心CPI:当月同比 月 %

数据来源：同花顺iFind 徽商期货研究所

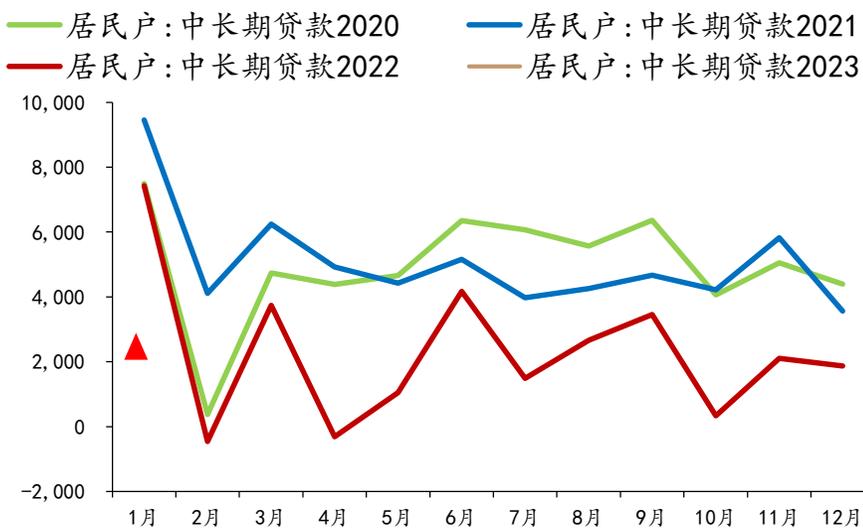
**1.近期美国经济数据表现超预期。**景气指数方面，受服务业回暖的推动，美国2月综合PMI攀升3.4个点至50.2，创八个月最高；制造业PMI有所改善但仍处于收缩状态。就业方面，美国1月非农新增人数远超预期，失业率继续维持在50年来的低位。

**2.近期美国通胀回落速度有所放缓。**美国1月CPI同比涨幅由上月的6.5%回落至6.4%，高于预期值6.2%。美国1月PCE物价指数同比上涨5.4%，核心PCE物价指数同比上涨4.7%，均高于预期及前值。通胀呈现相对顽固的状态。

**3.美联储加息预期近期有所升温，中长期放缓态势不改。**从目前互换市场定价来看，市场对于美联储今年利率终点的预期提升至5.5%，美元指数受美国经济基本面韧性及加息预期升温影响自2月初开始反弹，施压铜价。不过随着市场对加息时间更持久、终端利率更高的预期消化后，这一逻辑带来的利空影响将逐步减弱。



**1.政策端强预期逐步消化。**地产、基建、消费等各板块支持力度仍强，证监会启动不动产私募投资基金试点，提振市场信心及后市预期。1-2月经济景气度持续向好，制造业及非制造业PMI双双回到扩张区间。政府工作报告对全年GDP增长目标定在5%左右，略低于市场预期，强政策预期有所降温。



**2.近端数据好坏参半。**目前地产数据仍偏弱，恢复尚待时间。金融数据方面，1月信贷数据开门红，表现强于预期，不过信贷结构仍存在问题，居民部门表现仍偏弱。

一季度强政策预期逐步降温，后市或转向实际需求数据的验证。

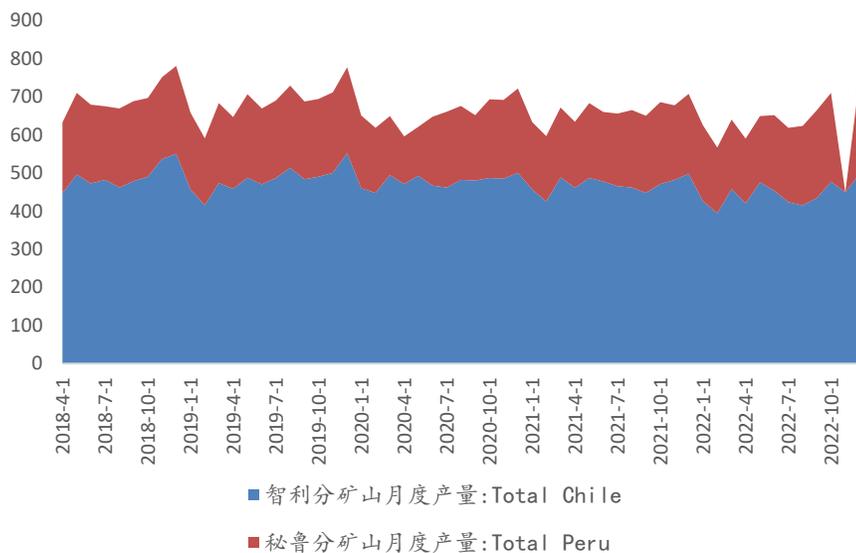


徽商期货  
HUI SHANG FUTURES

## 第三部分 铜基本面分析

/03

## 铜矿：海外矿区扰动不断，铜精矿加工费TC下行，短期供应仍宽松

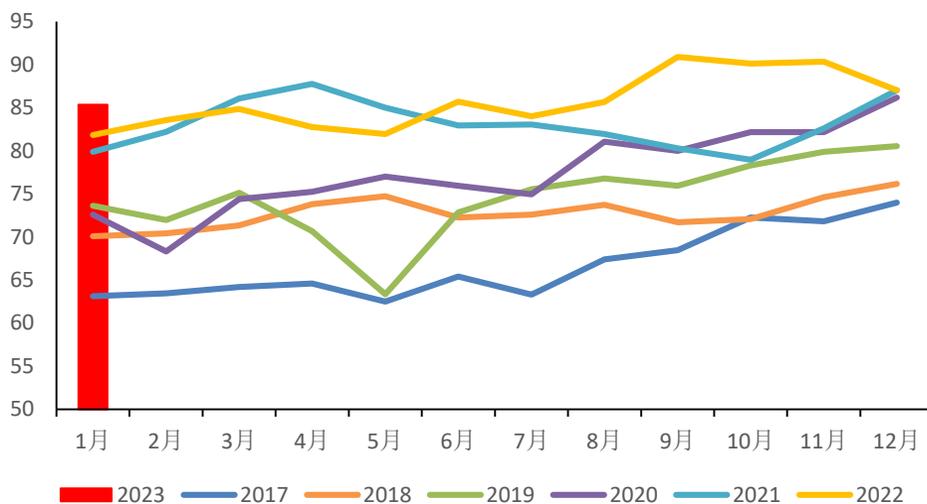


数据来源：同花顺iFind、SMM、徽商期货研究所

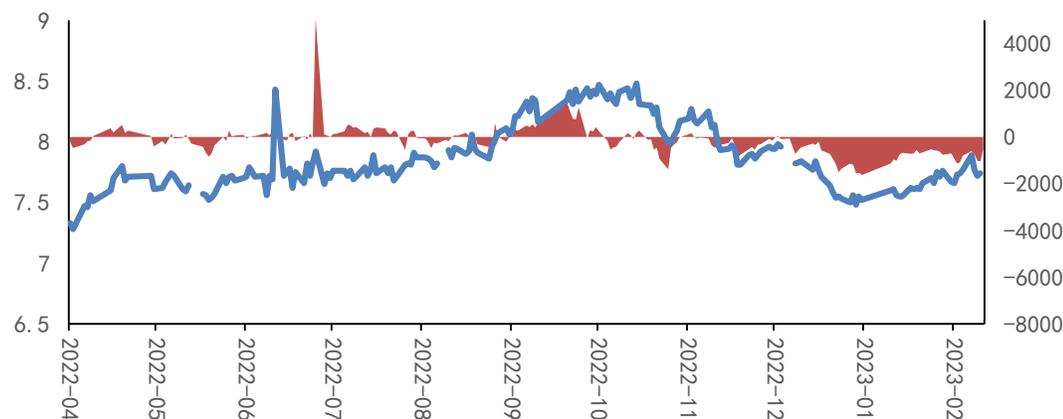
- 海外矿端扰动不断：秘鲁持续的抗议活动、自然灾害等抑制主要铜矿的开采及运营。五矿资源旗下Las Bambas铜矿由于关键物资出现短缺，被迫开始逐步减缓营运，目前处于停产状态。嘉能可旗下Antapaccay铜矿关闭了11天后恢复正常。2月初自由港印尼公司位于巴布亚东部地区的Grasberg铜矿的生产活动因洪水而中断一段时间。铜精矿加工费TC高位回落。
- 后市关注：目前扰动影响偏短期，若停产时间不长，则后续产量可以得到较快修复，对于年内铜矿供应宽松预期影响有限，国内冶炼厂铜精矿库存仍相对充足。

## 电解铜：产量持稳，进口偏弱

国内电解铜产量（万吨）



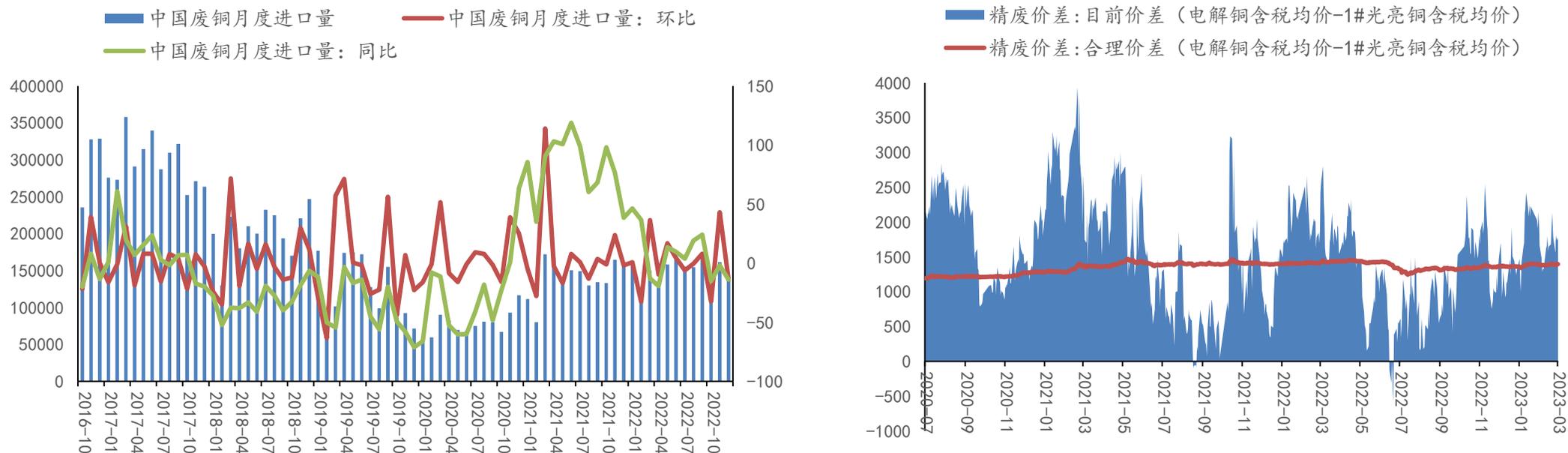
■ 进口盈亏：铜：现货：最新价（元/吨）  
— 沪伦比值：现货沪伦比值



数据来源：同花顺iFind、SMM、徽商期货研究所

- 产量：国内电解铜产量处于历年同期高位水平。据上海有色数据，1月中国电解铜产量为85.33万吨，环比下降1.9%，同比增加4.3%，但低于预期。就2月份而言，虽铜精矿加工费下行，但目前冶炼利润暂未损伤冶炼厂生产意愿，2月份国产铜产量料环比增长，不过3月中旬-4月冶炼厂进入集中检修期（约影响200多万吨精炼产能），产量或有缩减。
- 进出口：2022年四季度以来，沪伦比值持续走低，带动进口量回落。近期沪伦比值有所上修，但目前电解铜进口对沪铜近月合约仍处于亏损状态，进口窗口难以打开，进口量补充预计有限。

## 废铜：供需双增，精废价差拉大冲击精铜消费

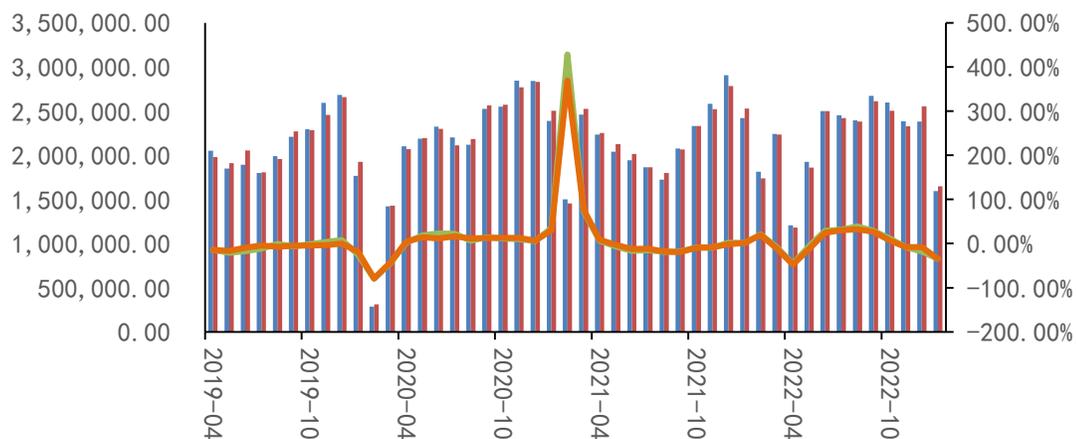


数据来源：同花顺iFind、SMM、徽商期货研究所

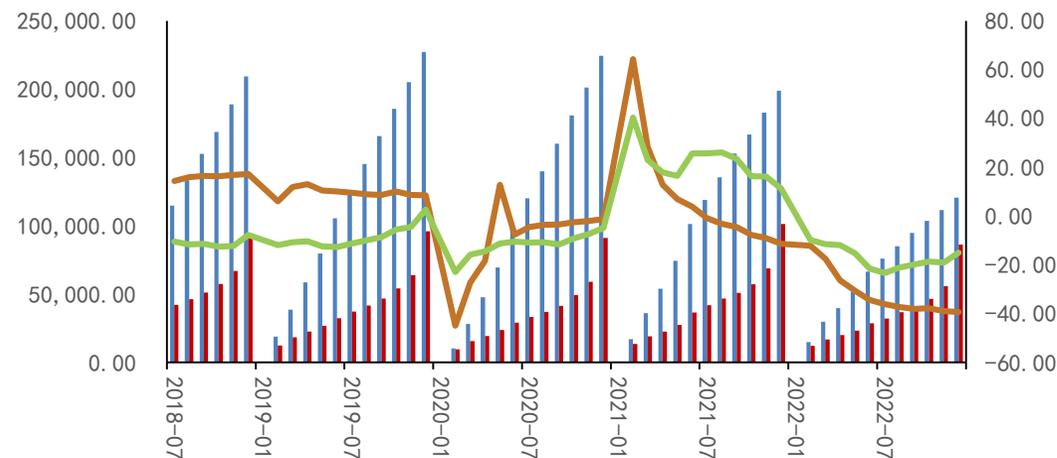
- 元宵节后废铜市场复苏。一方面，贸易商积极出货，废铜边际供给量显著增加。另一方面，下游线缆订单增多，废铜杆企业生产节奏加快，需求亦出现回暖，不过终端需求恢复仍缓慢，下游有畏高情绪。
- 精废价差拉大，对精铜杆消费形成一定的冲击作用。

## 政策发力，旺季预期向好，消费温和复苏，尚待观察

■ 产量:汽车:当月值      ■ 销量:汽车:当月值  
■ 产量同比                  ■ 销量同比



■ 中国房地产新开工面积累计      ■ 中国房地产竣工面积累计  
■ 中国房地产新开工面积累计同比      ■ 中国房地产竣工面积累计同比



数据来源：同花顺iFind、SMM、徽商期货研究所

预期与现实仍有一定错位，目前处于“强预期”与“弱现实”格局中。

• “强预期”——国内政策持续发力，加之3月份开始铜消费旺季到来，后市终端需求恢复仍抱有期待。

电力电源、基建投资或维持偏强走势：2023年国家电网投资目标将超过5200亿元，创历史新高。

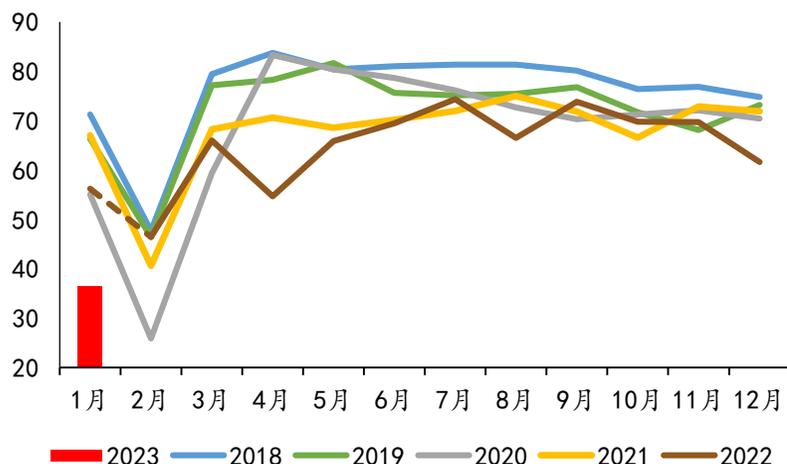
地产、家电端：在政策支撑及疫情政策放松的带动下有望反弹回暖，或呈现弱复苏状态。

汽车：国家补贴政策退坡，各地刺激消费措施陆续出台。

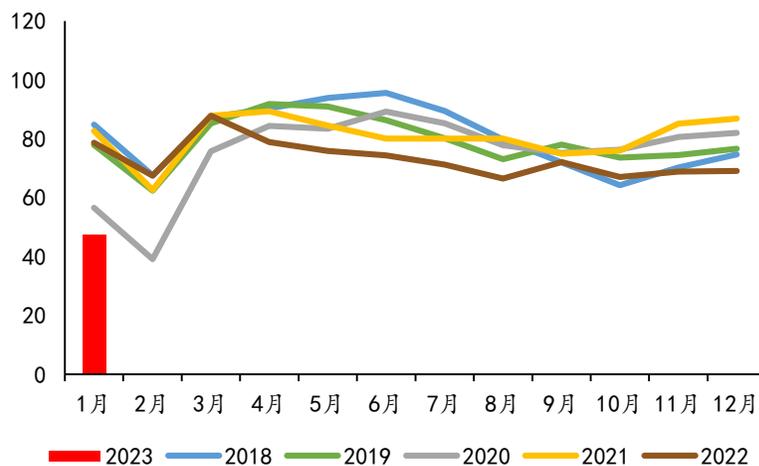
• “弱现实”——政策传导尚需时间、部分政策退坡及居民可选消费意愿暂未有明显恢复，目前整体需求恢复较预期缓慢，呈现温和复苏的格局。

## 下游铜材加工企业全面复工，1月开工率环比增长、同比偏低

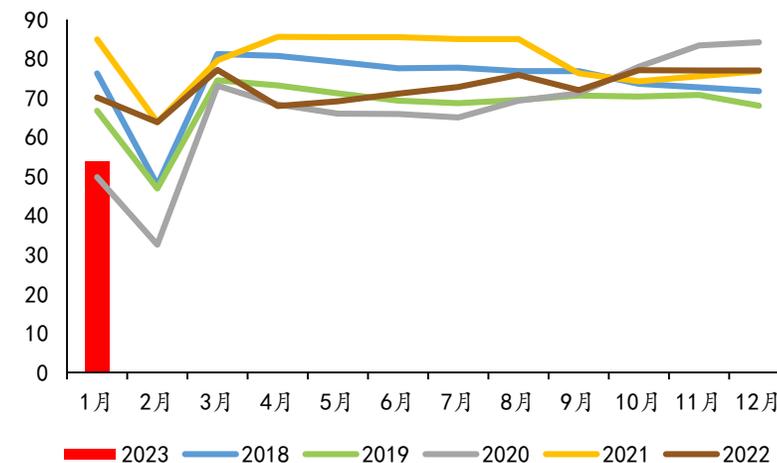
电解铜杆开工率 (%)



铜管企业开工率 (%)



铜板带企业开工率 (%)

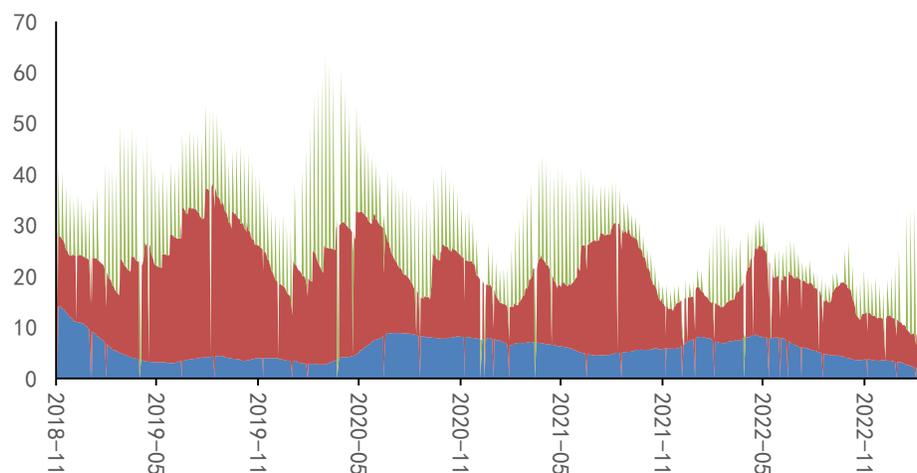


数据来源：同花顺iFind、SMM、徽商期货研究所

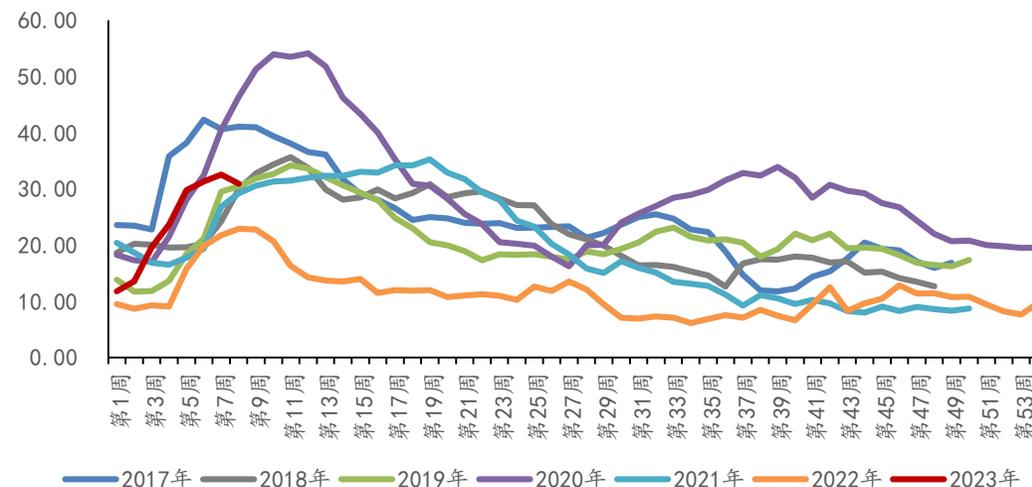
- 2月：春节后加工企业迎来全面复工，各板块开工情况均得到提升，但整体开工水平表现尚不及预期。
  1. 受下游漆包线及电线电缆行业需求不佳影响；
  2. 精废杆价差拉大对于精铜杆的冲击明显。
- 后市：政策逐步传导及消费旺季到来，3月份下游需求预期继续向好，整体呈现温和增长趋势，不过因前期预期较强，铜价重心上移，目前下游对高价接受度相对有限，需观察旺季期间消费提振情况如何。

## 库存：海外维持低库存，国内社库去库拐点出现

■ 库存:COMEX:铜 ■ 库存:LME:铜 ■ 库存:SHFE:铜



国内电解铜社会库存（万吨）



数据来源：Wind、SMM、徽商期货研究所

- 期货库存：截至2023年2月17日，全球三大交易所铜库存合计32.75万吨，环比上月基本不变。其中，上期所库存为24.1万吨，LME库存为7.05万吨，COMEX库存为1.6万吨。海外库存呈去库状态，维持低位水平，国内上期所库存2月累增明显，不过最近一周开始去库，上周去库1万余吨。
- 国内社库：社库也于近一周开启去库，库存拐点出现。截至2023年3月6日，SMM全国主流地区铜库存录得30.81万吨。
- 往后看，总供应持稳，消费继续复苏，去库有望延续。



徽商期货  
HUI SHANG FUTURES

## 第四部分 总结及展望

/04

- **宏观：**内外情绪继续分化。国内需求仍持乐观预期，不过随政策强预期的消化，利多支撑或转弱。海外交易美联储加息逻辑，当前市场预期美联储政策利率或于9月达到峰值约5.5%，市场已对该加息定价，终端利率比市场预期水平更高的概率较小，利空压力或减弱。
- **基本面：**供应短期持稳、3月或有缩减，旺季到来及政策逐步传导，消费料将继续转好，供需总格局偏紧，去库有望延续，基本面未来预期仍向好，不过终端需求仍在恢复当中，下游对高铜价持谨慎态度。
- **观点：**从月度角度来看，3月旺季到来，国内消费继续恢复，供需格局偏紧，去库开启，3月份沪铜偏强震荡运行。从近期来看，随国内强预期消化，海外宏观层面仍施加些许压力，且终端需求仍待进一步恢复，沪铜暂缺乏大幅上行动力，面临短期回调压力，近期或震荡整理为主。

- 1.美联储加息节奏的变化+国内是否继续释放更多利好政策刺激。
- 2.海外矿端的干扰。主要关注矿端干扰的持续时间和新增情况。
- 3.国内需求恢复情况，这是3月份对铜价影响较为关键的要素。



徽商期货  
HUI SHANG FUTURES

THANKS

# 徽商期货 如期而获

徽商研究 明道取势