

# 水能载舟 亦能覆舟

<2023 年期铜二季报> 2023.4

## 上海大陆期货有限公司

地址：上海市徐汇区凯旋路 3131 号  
明申中心大厦 26 楼  
邮编：200030  
电话：021-54071958  
信箱：dlqhyfb@126.com

## 研究员

姓名：于梦雪  
投资咨询证号：Z0018968  
从业证号：F3078030  
邮箱：ymx\_work97@163.com

### 主要内容：

- ◆ **行情回顾**：2023 年一季度铜价拉升后维持高位震荡。
- ◆ **宏观上判断**，短期来看，由于欧美银行引发的恐慌情绪在各国央行援助之下暂时得到缓和，但衰退预期仍是悬在上方的重要压制，需谨慎市场过分计价降息所带来的资产泡沫风险，以及由于持续高利率而引发的对金融体系、地产等的连锁负面冲击可能扰动避险情绪。国内宏观氛围较暖，预计维稳弱复苏仍是主基调，适逢进入消费旺季，是二季度铜价主要利好。
- ◆ **基本面来看**，矿端干扰逐步平息，国内冶炼厂生产积极性较高，但二季度检修计划集中，可能影响部分产量，总体预计稳中上升。需求端国内进入旺季，3 月来看加工端先一步恢复，终端消费分化明显，电力表现稳健，房地产出现回暖，但主要表现在竣工端，对铜价提振高度有限，汽车端带动预计弱于去年。在国内旺季消费支撑以及海外宏观不确定性上升背景下，二季度进口窗口有望阶段性打开，关注库存去化速度以及终端消费恢复进程。
- ◆ **价格预测**：欧美银行危机加剧海外经济前景不确定性，由于流动性冲击倒逼紧缩放缓更多体现了市场风险加大，对有色金属仍有负面影响；而海外通胀数据韧性仍在，目前来看海外抗通胀坚决，美元二季度仍有高位运行支撑，对铜价形成压制。二季度国内消费强预期验证阶段，利好价格同时也有预期差引发的风险存在，供需双升格局下，弱复苏可能打击市场强预期。目前整体经济环境不足以支持铜价强势突破向上，短期乐观情绪、消费支撑仍在，预计仍将维持一季度高位区间偏强震荡。但在后续预期兑现、需求转弱、供应释放以及海外风险加大的节点，铜价恐迎来拐点，关注旺季消费尾端二季度中后期的风险。预计铜价二季度呈现先高位震荡后逐步下行节奏，上方 72000 对应伦铜 9500 附近面临强压，下方关注伦铜技术上 200 日均线 8200 对应沪铜 64000-65000 附近支撑，若风险情绪极度转向，可能向下试探伦铜 8000 对应沪铜 63000 附近强支撑。

## 一.2023 年一季度铜价回顾

2023 年一季度铜价拉升后维持高位震荡，后半程未走出明显趋势性行情。年初受益于国内疫情政策调整优化，市场对中国经济消费复苏持强预期，美元走软同时人民币升值明显，铜价拉升至较高水平。1 月铜矿端扰动偏大，秘鲁抗议事件让秘鲁近 30% 的铜矿产能生产受到干扰，带动铜股与期价一同上涨。步入 2 月后，铜价维持高位震荡，春节假期叠加高价阻碍国内消费复苏进度，节前累库幅度不低，极端价差使得国内部分冶炼厂布局出口；同时海外尤其美国经济数据依旧偏好，通胀仍具韧性之下美联储持续鹰派举动预期升温，提振美元止跌反弹，铜价上行受抑。“金三”后预期差交易抬头，国内两会落幕对 2023 年经济增长目标维持 5%，未能对应前期强预期；海外硅谷银行、瑞士信贷所引发的银行危机更是点燃市场担忧情绪，宏观情绪偏负面，铜价出现短期急跌。不过在短期风险情绪释放后，铜价持稳，国内消费进入验证期给予铜价反弹动能，回到前期高位震荡区间运行，市场对金融市场以及经济的忧虑仍是上方明显压力。

图 1：沪铜 2023 年 S1 走势回顾



图 2：伦铜 2023 年 S1 走势回顾



数据来源：Wind 大陆期货研发部

一季度走势上来看，趋势整体与伦铜保持一致，沪伦比值震荡上升，但多数维持外强内弱走势，进口窗口难以打开，主因人民币升值，美元走弱后稍有反弹。春节前后极端的比价也刺激了国内部分冶炼厂出口，近期 LME 注销仓单占比上升更是引发逼仓担忧，进口窗口小幅打开后再度关闭。预计在国内旺季消费下，海外衰退背景进一步加深之下，沪伦比值会继续向上修复，但需关注汇率端影响。

## 二.宏观分析

### 2.1 欧美银行危机偶发 or 衰退序幕 海外风险不确定性加大

表 1:OECD 上调对 2023 年全球经济增长预期

	2022	2023		2024	
		Interim EO projections	Difference from November EO	Interim EO projections	Difference from November EO
World	3.2	2.6	0.4	2.9	0.2
G20 <sup>1</sup>	3.1	2.6	0.4	2.9	0.2
Australia	3.6	1.8	-0.1	1.5	-0.1
Canada	3.4	1.1	0.1	1.4	0.1
Euro area	3.5	0.8	0.3	1.5	0.1
Germany	1.9	0.3	0.6	1.7	0.2
France	2.6	0.7	0.1	1.3	0.1
Italy	3.8	0.6	0.4	1.0	0.0
Spain <sup>2</sup>	5.5	1.7	0.4	1.7	0.0
Japan	1.0	1.4	-0.4	1.1	0.2
Korea	2.6	1.6	-0.2	2.3	0.4
Mexico	3.0	1.8	0.2	2.1	0.0
Türkiye	5.6	2.8	-0.2	3.8	0.4
United Kingdom	4.0	-0.2	0.2	0.9	0.7
United States	2.1	1.5	1.0	0.9	-0.1
Argentina	5.6	0.1	-0.4	1.8	0.0
Brazil	3.0	1.0	-0.2	1.1	-0.3
China	3.0	5.3	0.7	4.9	0.8
India <sup>3</sup>	6.9	5.9	0.2	7.1	0.2
Indonesia	5.3	4.7	0.0	5.1	0.0
Russia	-2.1	-2.5	3.1	-0.5	-0.3
Saudi Arabia	8.7	2.6	-2.4	3.7	0.2
South Africa	2.0	0.6	-0.5	0.9	-0.7

数据来源：OECD 大陆期货研发部

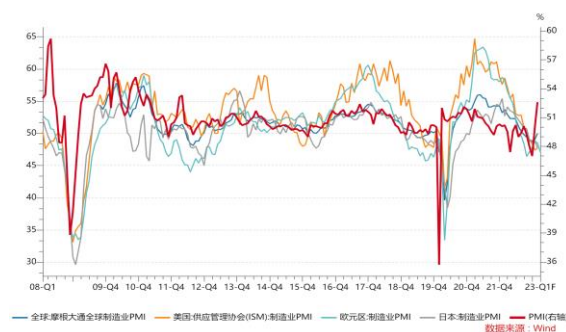
2022 年受制于俄乌战争、海外利率上升和中国经济放缓，全球经济增长远低于预期。而 2023 年初的数据显示，几大经济体的增长前景均出现改善，消费者信心开始改善，食品和能源价格回落以及国内疫情影响消散，都带来了更多积极的迹象。各大组织也调高了对今年经济增速的预期，1 月 IMF 更新了其对全球经济增长的预测数据，相较于 2022 年 10 月份的预测，上调 2023 年经济增长 0.2 个百分点至 2.9%。IMF 认为，中国的快速重新开放为经济活动的迅速反弹铺平了道路。随着通胀压力开始减弱，全球金融环境会出现改善。OECD 也在 3 月的中期报告中将 2023 年全球经济增长上调 0.4 个百分点至 2.6%，其中国内需求的提振给予较大动能。而通胀方面海外大多发达国家的持续加息初见成效，全球供应链瓶颈缓解，通胀数据出现下行，但核心通胀因强劲成本压力和更高的单位利润仍然远高于央行的目标。并且各国通胀差异明显，例如中国和日本在内的一些亚洲经济体的通货膨胀一直处于相对较低水平，但土耳其和阿根廷的通货膨胀率依旧很高。铜价与通胀水平表现明显正相关关系，海外通胀下行但仍保持较高水平也是一季度铜价居高不下的原因之一。

图 3：铜价与美通胀预期



数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 4：全球主要国家制造业 PMI



数据来源：Wind 大陆期货研发部

近几个月市场风险情绪有所回升，风险变得更加平衡，但仍然倾向于下行。其中地缘政治影响尚未平息，与贸易相关的紧张局势也仍然令人担忧。更高的利率对经济的影响也可能比预期的更严重，特别是它们暴露了潜在的金融脆弱性，家庭和公司的压力增加，贷款违约的可能性更大，这增加了银行和非银行金融机构的潜在损失风险。此外，市场利率和债券投资组合在当前市场价值的急剧变化也可能进一步暴露业务机构业务模式的期限风险，美国硅谷银行的危机便凸显了这一点。在疫情美国央行放水阶段，硅谷银行采取了激进的投资策略，去年美联储大幅升息，进一步放大了资产负债端期限错配的问题，无风险利率上行不利于长周期资产，硅谷银行账面出现大量浮亏，风险开始逐步积累。客户存款快速流失叠加流动性资产的不足，硅谷银行被迫抛售美债兑现浮亏，但对仍“趴在账上”的 152 亿美元 HTM 浮亏担忧，引发了储户恐慌，挤兑之下硅谷银行破产。随后风险蔓延至欧洲，瑞士第二大银行——瑞士信贷表示其 2022 年和 2021 年财报程序存在“重大缺陷”。同时签名银行、美国第一共和银行等也遭遇流动性危机爆发，为应对危机、加强美元流动性等，多国央行宣布采取协调行动，通过美元流动性互换协议增加流动性供应。目前银行业危机引起的恐慌暂时平息，从美国资产负债表扩张来看，救助力度不小，但仅提供了短期流动性。风险往往如同滚雪球一般逐渐积累放大，一次危机的化解可能并不是真的化解，暂时缓解但仍持续在系统中积累会诱导更大风险。美国采取阶段性扩表+高利率的处理方法，对短期危机有缓和，行动来看加息还未到尽头，利率角度来讲还未完全转向。短期来看当下欧美银行底层资产则相对健康、资本充足率有显著提升、金融市场环境相对稳定，目前系统性风险或相对可控。

但需要关注黑石集团旗下价值 5.6 亿美元的商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）违约，这引发全球加息周期中对房地产行业关注。相关分析认为，美国中小银行遭遇寒冬，将进一步促使商业地产承压。高盛近期研报显示，中小银行在美国经济中发挥着重要作用。根据高盛经济学家 Manuel Abecasis 和 David Mericle 的一份报告，资产低于 2500 亿美元的银行承担了美国商业和工业贷款的 50%、住宅房地产贷款的 60%、商业房地产贷款 80%。所以美国银行业危机，科创和地产行业首当其冲受影响。同时，美国银行挤兑风潮向基础相对脆弱的区域中小银行扩散，房地产除了受这些银行信用收缩影响外，还面临房地产需求下滑影响。银行体系连接实体经济和资本市场，美国银行体系崩溃，容易导致跨行业风险蔓延，严重时导致金融、经济危机。过去的经验表明，房地产市场的不景气可能会对经济活动造成相当大的拖累，并大大增加金融风险。目前欧美银行危机仍在发酵和演进过程中，海外经济不确定性加大。

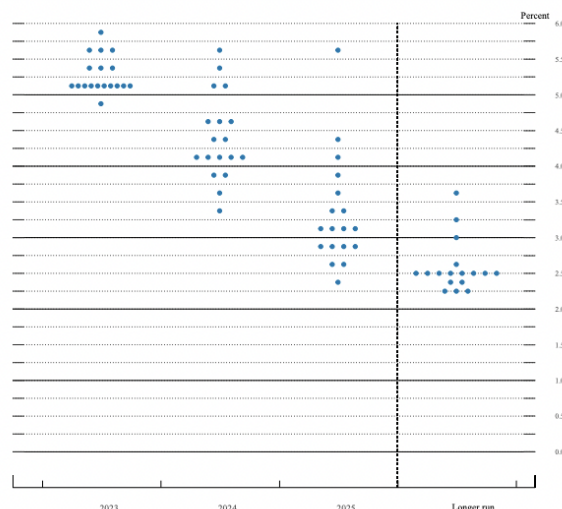
## 2.2 欧美本轮加息接近尾声

3 月议息会议上美联储宣布加息 25 个基点，将联邦基金利率区间上调至 4.75%-5%，符合预期。这是美联储连续第九次会议上调利率，并暗示可能进一步加息，清晰的表明其坚信抗通胀行动不会加剧近期出现的银行业危机。点阵图显示，2023、2024 年底利率预期中值分别为 5.1%，4.3%（此前预期分别为 5.1%，4.1%）。这也就意味着，今年将再加息 25 个基点，到 2024 年底将降息 75 个基点。欧央行 3 月也加息 50bp，连续六次上调利率，这次会上并未说明下一次会议加息幅度，表示利率调整取决于未来经济数据、通胀走势以及货币政策传导强度对通胀前景的评估。



图 5： 美联储 9 月点阵图

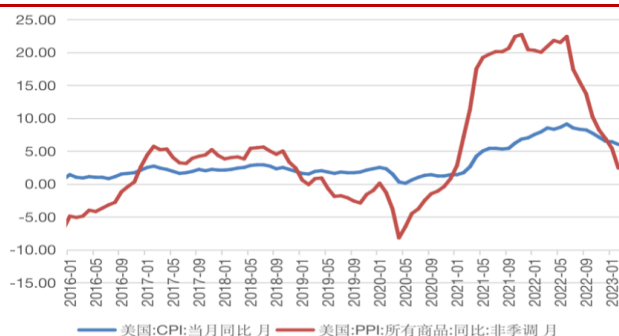
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：Wind 大陆期货研发部

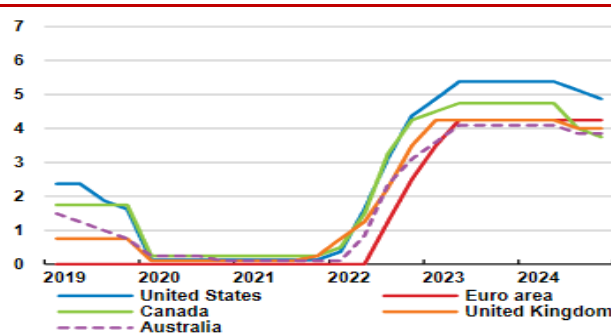
在欧美多家银行破产暴雷后，目前美联储正面临两难困境。一方面如果像处理 2008 年金融危机一样进行积极救市的话，那么通胀可能会出现二次抬头。另一方面如果不处理银行业危机，让金融危机演变成经济危机，美国经济会遭遇沉重打击。与此同时市场开始押注美联储下半年会有降息动作，市场的交易主逻辑再次转变为美联储货币政策转向。目前，利率市场定价与美联储产生了较大分歧，尽管鲍威尔在会上表态年内不会降息，市场却普遍预期美联储 5 月会进行本轮最后一次加息 25bp，并在下半年降息。可无论是从通胀数据还是金融风险的角度来看，我们都认为市场都在一定程度上过度计价了美联储转向，从最新美联储 FOMC 利率决议以及鲍威尔在新闻发布会中对通胀的态度可以看出，美联储依旧非常重视美国通胀情况，美联储自然不希望发生信任危机，所以美联储本轮加息大概率走向尾声，但降息预计短时间甚至年内很难看到。3 月底，在银行危机稍有平息之后，美联储和欧央行多位官员发表言论，依旧强调抗通胀的重要性，但此次欧美银行危机事件中，各央行希望通胀和金融稳定双手抓的论调，加剧了未来海外加息路径的不确定性。基于此判断，我们也认为美元在短期危机缓和、二季度美联储仍有鹰派行径，以及欧洲高通胀、利率锚定美联储经济前景更不容乐观之下，预计仍维持高位震荡或有小幅反弹，对铜价施压。

图 6： 美国 CPI/PPI 走势



数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 7： 海外部分发达国家利率路径及预期



数据来源：OECD 大陆期货研发部

## 2.3 国内 5%增长偏中性 维持弱复苏判断

在去年年底国内对疫情防控措施优化之后，市场对今年国内经济恢复预期较强。3月国内两会召开，本次《政府工作报告》将2023年GDP增速目标设定在了“5%左右”，低于去年5.5%的目标，也低于地方两会给出增速目标的加权平均值（5.6%左右）。一方面，这个数字并不令人意外，全国GDP增速目标往往低于地方增速目标加权平均0.6%~1%，与经济发达省份更一致，且不排除年初制定目标时偏保守，但当年实际经济增长表现较好，这样低开高走的可能性。另一方面，2023年或面临较弱出口以及仍存在不确定性的外部环境，5%GDP增速目标体现今年经济工作主要依靠经济的内生修复，而不是政策的过度刺激。今年增长目标的实现主要依靠扩内需，也就是消费和投资的带动。《报告》中把“着力扩大国内需求”放在各项工作建议的第一点，并指出了今年消费和投资的主要发力方向。2022年在疫情的多次冲击下，社会消费品零售总额同比下降0.2%，自2020年以来再次进入负增长区间。去年经济增长主要依靠投资、出口，而今年主要依靠消费与服务业，这是中小微企业和自主就业密集分布的领域，吸收就业的能力更强。消费复苏是当前经济复苏最具确定性的板块，现疫情防控已进入“乙类乙管”，线下消费场景陆续打开，有助于就业、收入、消费形成上行循环。投资方面，《报告》强调“加快实施‘十四五’重大工程，实施城市更新行动”、“鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设”。“十四五重大工程”、“城市更新”可能主要以基建项目为主，“补短板”项目可能不仅局限于基建项目，还包括与科技创新相关的重大项目。另外，房地产转型的政策导向依旧延续，建立实施房地产长效机制，今年要促进房地产业平稳发展。《报告》提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，建立实施房地产长效机制，扩大保障性住房供给，推进长租房市场建设”，“稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产市场健康发展”；在今年重点工作任务中，又再提“促进房地产业平稳发展”。

表 2:近十年政府工作报告 GDP 目标&稳增长的内容

年度	所处五年规划 年均增速	目标GDP	实际GDP	对经济下行压力的描述	政府工作报告关于稳增长的内容
2013	7%	7.5%左右	7.7%	我国发展仍处于大有作为的重要战略机遇期	消费 传统消费：食品饮料、汽车、房地产业、中高端消费等 服务消费：文旅、养老育幼、医疗服务、教育、体育、家政服务、公共服务等 新型消费：平台经济、共享经济、个体经济等 绿色消费：低碳消费、新能源汽车、绿色智能家电、绿色建材等
2014		7.5%左右	7.4%	经济下行压力依然较大	
2015		7%左右	6.9%	经济下行压力加大，发展中深层次矛盾凸显，今年面临的困难可能比去年还要大	
2016	>6.5%	6.5%-7%	6.7%	经济下行压力加大	
2017		6.5%左右，在实际工作中争取更好结果	6.9%	经济运行存在不少突出矛盾和问题	投资 加快实施“十四五”重大工程，实施城市更新行动，促进区域优势互补、各展所长，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设，激发民间投资活力。 稳定粮食生产和推进乡村振兴，加强农田水利和高标准农田等基础设施建设，深入实施种业振兴行动，强化农业科技和装备支撑，发展乡村特色产业，拓宽农民增收致富渠道。
2018		6.5%左右	6.6%	我国发展面临的机遇和挑战并存	
2019	4.7%*	6%-6.5%	6.1%	当前经济下行压力加大	
2020		无	2.3%	我国发展面临的风险挑战前所未有，我国发展面临一些难以预料的影响因素	出口 更大力度吸引和利用外资，扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度，落实对外资企业国民待遇，积极推动加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）等高标准经贸协议，稳步扩大制度型开放，继续发挥进出口对经济的支撑作用。
2021		6%以上	8.1%	我国发展仍面临不少风险挑战，但经济长期向好的基本面没有改变	
2022	4.7%*	5.5%左右	3.4%	今年我国发展面临的风险挑战明显增多	
2023		5%左右			

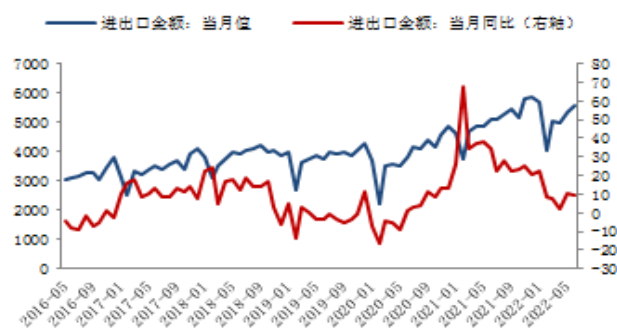
\*根据十四五规划和2035年远景目标，“到2035年实现经济总量或人均国内生产总值比2020年翻一番”，测算出实现该目标GDP年均增速为4.7%。  
数据来源：政府工作报告，Wind

数据来源：政府工作报告 Wind 大陆期货研发部

总体来看，今年政府重点工作仍聚焦扩内需、促销费，防风险等层面，在经济增速目标的设定上，还稍低于市场此前的乐观预期，表明实体信心的修复、风险的化解、经济的转型等，都需要更多的时间和接续的政策支持。在稳增长的目标下，财政和货币政策都有适度的收敛。扩大内需、建设现代化产业体系、国企改革、吸引外资、防范化解重大金融风险等工作的重要性提升。去年四季度起，政策发力更多侧重拉动投资端和地产相关调控，相当于“投资先行”。而现阶段政策更多转向民生，从“投资”开始关注到“消费”，目前大额以及耐用品等消费的修复仍面临实体信心不足等方面的制约，需要政策

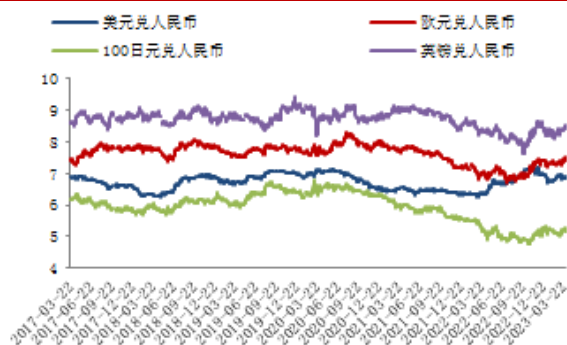
加力引导。政府杠杆抬升承担了很重要的经济支撑作用，但同时也扩大了政府债务规模和潜在债务风险。因此当前政策更多强调促发展和防风险间的平衡、短期和长期发展的平衡，仍偏向以“稳”为主。人民币汇率上一季度初受到国内强预期以及美元走软提振走强，但后期回落，目前来看人民币汇率跟随美元走势显著，基于 2023 年国内外经济分化，持续大幅加息导致美欧银行业风险暴露，预计美联储加息已进入尾声，预计美元大趋势上呈现下行态势，人民币汇率外部压力有望缓解，能保持稳中有升走势。但中美利差持续倒挂以及因海外经济趋缓对出口抑制，贸易端对人民币支撑偏弱，叠加美元短期仍有支撑，预计人民币短期承压震荡运行。

图 8： 国家进出口（亿元人民币 %）



数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 9： 人民币汇率



数据来源：Wind 大陆期货研发部

## 三.基本面分析

### 3.1 供给端

#### 3.1.1 扰动逐渐平息 预计二季度产出持续释放

2022 年预期中的矿山释放增量周期开启，虽然上半年扰动较大，但从数据来看全年依旧实现增长态势，尤其是下半年的放量明显，年内维持紧平衡。据国际铜业研究小组（ICSG）月度报告显示，2022 年 12 月全球精炼铜市场供应过剩 3 吨，12 月全球精炼铜产量和消费量均在 220 万吨附近。2022 年全球精炼铜市场供应短缺 37.60 万吨。其中新冠相关的限制措施、劳动力不足、运营及地质技术问题、罢工、智利水资源限制、评级低于预期以及秘鲁罢工活动等因素，限制了 22 年许多项目的矿山产量。根据各大铜矿企财报数据分析，22 年主要增量体现在刚果金、印尼、塞尔维亚及中国等地区铜矿产量增长，但南美铜矿放量不尽如人意，主要是由于持续的罢工扰动以及智利秘鲁主产区的政治风险。

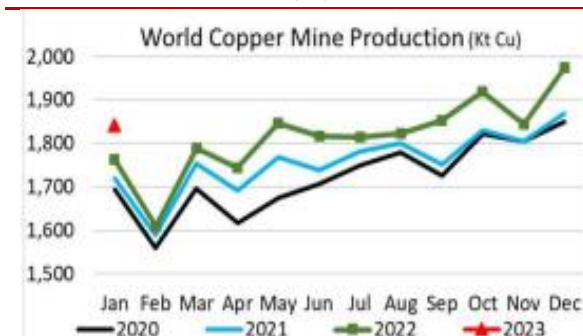
表 3：虽受扰动 22 年铜矿企累计产量仍实现小幅增长

Company	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	y/y	q/q	2022
Freeport-McMoRan	332	348	383	392	1455	413	414	448	469	1744	458	488	479	485	2.4%	1.3%	1910
BHP	425	414	413	428	1680	391	403	377	366	1537	370	462	410	424	2.8%	1.4%	1666
Codelco	387	409	447	484	1727	414	436	415	463	1728	364	391	352	344	25.7%	2.3%	1451
Glencore(ex-Mopani,ex-Ernest Henry)	283	278	323	303	1187	284	286	285	290	1145	258	252	260	287	11.0%	10.4%	1057
Grupo Mexico(Southern Copper+ASARCO)	273	286	281	290	1130	271	270	275	269	1085	244	237	256	269	1.0%	5.1%	1006
Zijin Mining(ex-Kamoa-Kakula)	115	116	115	108	454	127	114	149	152	542	194	216	157	160	5.3%	1.9%	727
KGHM	174	177	171	189	711	186	195	193	180	754	193	184	180	175	2.8%	2.8%	732
First Quantum	195	169	211	203	778	205	200	210	202	817	182	193	195	206	2.0%	5.6%	776
Anglo American	147	167	166	168	648	160	170	157	161	648	140	134	147	244	1.6%	5.0%	665
Antofagasta	194	178	170	193	735	183	178	181	179	721	139	130	182	196	1.5%	2.7%	647
Norilsk	115	125	119	129	488	91	81	116	119	407	91	113	113	116	2.5%	2.7%	433
MMG	92	77	102	113	384	77	93	91	77	338	79	45	95	86	11.7%	15.5%	305
Rio(2020-22Q2 ex Escondida, 100% of OT)	70	73	71	76	290	79	70	85	88	322	77	64	138	131	18.9%	5.1%	410
Teck Resources	71	59	68	78	276	72	72	71	72	287	67	72	66	65	19.7%	1.5%	270
Lundin	62	65	61	42	230	57	63	65	77	262	65	64	64	57	26.0%	10.9%	260
Vale	95	85	88	94	362	77	74	69	78	298	57	56	74	66	15.4%	10.8%	253
Ivanhoe(Kamoa-Kakula)	0	0	0	0	0	0	10	42	54	106	56	87	98	92	10.4%	16.1%	333
Barrick	52	54	47	54	207	42	44	45	57	188	46	54	55	43	14.6%	11.8%	198
OZ Minerals	20	25	24	29	98	27	33	34	32	126	30	27	30	36	2.5%	10.0%	123
Boliden	29	34	31	34	128	24	29	27	34	114	28	30	28	23	2.4%	7.9%	109
Newcrest	35	40	35	35	145	35	38	25	26	124	25	39	32	34	10.8%	1.3%	130
Newmont	6	6	7	7	26	6	9	8	10	33	9	11	7	11	10.0%	17.1%	38
Total	3172	3185	3333	3449	13139	3221	3282	3368	3455	13326	3172	3349	3418	3550	2.7%	3.9%	13489

数据来源：上市公司财报整理 大陆期货研发部

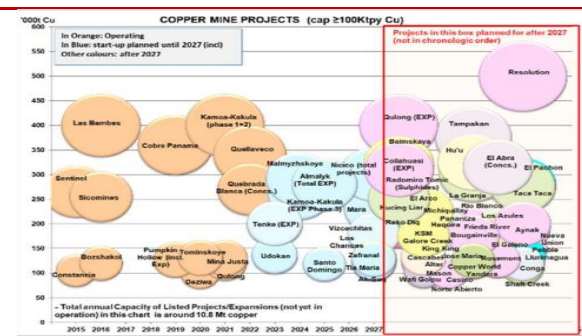
据矿山投产数据推测，从 2022 年矿山释放周期开启，2023 年产量预计进一步爬坡。据国际铜业研究组织(ICSG)数据显示，由于 2022 年铜矿运营状况表现不佳，22 年增长率由前期预期的 3.9%下降至实际增长 3.3%，而对于 2023 年世界矿山产量预计将增长约 5.3%。其中 SX-EW 产量将从 21 年的下降中恢复，并继续上升。2023 年 1 月，世界铜矿产量增长了约 4.5%，其中精矿产量增加约 3.5%，SX-EW 产量增加约 9%。在目前铜矿利润非常可观的背景下，价格持续高位可能会看到资本支出的明显加快。经过前期四年的时间（2017 年-2020 年），由于铜矿项目的管道改善，只有两个主要铜矿投产。梳理 2021-2023 年开始的主要项目，其中预计增量体现于刚果民主共和国的卡莫亚·卡库拉（Kamoa Kakula）和丹克（Tenke）（扩建），秘鲁的奎拉维科（Quellaveco）和智利的 Spence SGO 和 Quebrada Blanca QB2。另外一些中小型项目的扩张也已经开始或提上日程，在这期间矿端主要是精矿生产矿井的体现，铜矿供应端预期的放量可以缓解供给的错配，尤其是 22 年放量主要集中在下半年，应该会在 2023 年上半年有所体现，供需从今年的紧平衡预计逐渐过渡至宽松格局。不过就 23 年年初来看，矿端干扰依旧偏高，据 CRU 与 WoodMackenzie 数据，全球铜矿历史产出干扰率约 5%，2022 年上半年干扰率已上升至 7%。在利润偏高、政策不定之下，预计全球铜矿山扰动确认将进一步持续，矿山产出压力未减，但是，站在 2022 年偏低的供应基数上，如果 2023 年受影响旧矿山面临的状况没有进一步恶化，预计这部分矿山的供应有望保持稳定，甚至在部分问题得到缓解后能实现小幅恢复性增长。

图 10：世界铜矿产量 (kt)



数据来源：ICSG 大陆期货研发部

图 11：主要铜矿项目



数据来源：ICSG 大陆期货研发部



表 4：全球主要新增/扩产铜矿预计产量（万吨）

类型	铜矿项目			产量（万吨）	
	矿山项目	国家	所属公司	2022(E)	2023(E)
新矿+扩建	Cobre Panama	巴拿马	FQ	34.66	36.5
	Sentinel	赞比亚	FQ	25.49	27
	Quebrada Blanca 2	智利	Teck	0	26.25
	Quellaveco	秘鲁	Anglo American	5.63	24
	Spence Growth Option	智利	BHP	12.96	20
	JM,VK,NC,MS	塞尔维亚	紫金矿业	9.7	16
	巨龙铜矿	中国	紫金矿业	11.85	16
	Constancia	秘鲁	Hudbay	10.01	12.2
	Oyu Tolgoi(underground)	蒙古	Rio Tinto	0	7
	Pilare Project	墨西哥	Southern Copper	0.4	3.5
	Los Pelambres Expansion phase 1	智利	Antofagasta	0	2.5
	Serrote	巴西	MVV	1.8	2
	Salvador	智利	Codelco	2	2
爬产	Grasberg	印尼	Freeport	72.14	72.6
	卡莫阿-卡库拉	刚果(金)	紫金矿业	34	43
	Toromacho	秘鲁	中铝	23.76	26
	Mirador	厄瓜多尔	铜陵有色	11.2	14
	玉龙铜业二期	中国	西部矿业	10	10
	TIMOK	塞尔维亚	紫金矿业	10.6	9.1
复产	Cerro Verde	秘鲁	Freeport	44.18	44
	Norilsk Division	俄罗斯	Norilsk	37.89	35
	Las Bambas	秘鲁	五矿	26.1	33
	Chuquibambilla	智利	Codelco	30.08	31
	Salobo	巴西	Vale	13.53	17
	Candelaria	智利	Lundin	16.04	15.5
	Sudbury	加拿大	Vale	6.28	6.5
	Carmen de Andacollo	智利	Teck	4.65	5.5

数据来源：Woodmac SMM 江铜 公开资料整理 大陆期货研发部

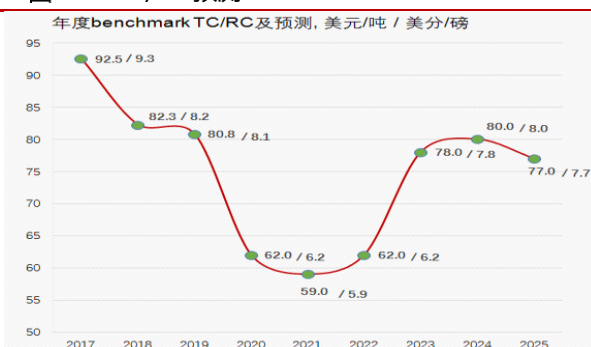
2022 年以来，虽然矿端增量不及预期，但铜精矿现货矿加工费稳步回升，明显高于往年同期水平，主要因为需求端受扰动更大。今年一季度受到矿端扰动，加工费下拐持续走低，三月末随着矿端纷扰平息才止跌反弹。CSPT 小组 3 月敲定 2023 年第二季度的现货铜精矿采购指导加工费为 90 美元/吨及 9.0 美分/磅，较 2023 年一季度现货铜精矿采购指导加工费减少 3 美元/吨及 0.3 美分/磅，高于 2023 年铜精矿长单加工费 Benchmark88 美元/吨，买卖双方就矿端持续宽松预期达成一致。第二季度的指导价低于一季度，主因一些突发情况引发市场担忧供应宽松较年初时有所下降。冶炼厂认为，2023 年铜精矿供应过剩的格局十分显著，并补充道，不久的将来，现货 TC 或将达到 100 美元/干吨。我们认为，2023 年在现货铜精矿供需天平愈加向冶炼厂端倾斜之下，现货 TC 在扰动平息后二三季度继续震荡上抬趋势明显，预计年均值至 80 中位一线。

图 12：铜精矿粗炼费 TC（美元/干吨）



数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 13：TC/RC 预测



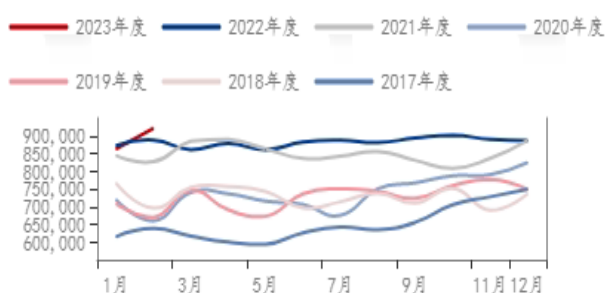
数据来源：公开资料整理 大陆期货研发部

据 WBMS 数据显示，2022 年 12 月全球精炼铜产量为 227.8 万吨，消费量为 236.94 万吨，全球精炼铜市场供应短缺 9.14 万吨。2022 年全球精炼铜总产量为 2508.48 万吨，消费量为 2599.18 万吨，

全球精炼铜市场供应短缺 90.7 万吨。最近数据显示 2023 年 1 月，全球精炼铜产量为 228.11 万吨，精炼铜消费量为 234.82 万吨，供应短缺 6.71 万吨。据钢联数据统计，2023 年 2 月国内电解铜实际产量 89.02 万吨，环比增加 3.22%，同比增加 0.31%。2023 年 1-2 月国内电解铜实际产量累计 175.27 万吨，同比下降 0.40%。2 月电解铜产量出现一定增加，一是因为 1 月有大型冶炼企业检修，产量受损，2 月开始产能恢复；二是因为冶炼企业二月有部分追产，因此产量增加。预计 3 月产量继续回升，一是因为部分检修企业检修后恢复生产；二是因为新增产能在 3 月基本维持高产；三是因为有 1 月停产的冶炼企业在预计 3 月投产。

据 Mysteel 对今年电解铜冶炼企业年度产量计划调研来看，50 家中国铜冶炼厂产量由于年初矿端扰动及废铜供应瓶颈等原料紧张问题导致增量有所下调，但预计产出增量仍能达到 50-55 万吨的预期。其中增量主要来自于 2022 年上线的阳新弘盛、江铜清远和浙江富冶三家炼厂的逐渐爬产及达产，以及 2023 年将扩产的白银有色和北方铜业的增量。此外，部分再生铜生产企业也表示了其 2023 年增产的计划，再生铜冶炼的产量目标较 2022 年实际产量增加 19 万吨。而从今年冶炼厂检修计划来看，国内铜冶炼厂精炼环节的主要检修时间集中在上半年的 3-6 月，以及 9 月份，共影响产出接近 60 万吨，对产量的主要的影响依然来自于设备改造或搬迁等。2022 年的上新产能已在今年二三月份逐渐接近满产，而 2023 年的新产能主要在四季度上线。因此，从全年来看，检修减产的影响更多的将集中在上半年，而下半年的减产或被新增产能所部分抵消。

图 14：电解铜产量



数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

图 15：国内铜企总产量月度干扰及 2023 年预期(万吨)



数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

表 5:冶炼厂检修计划表

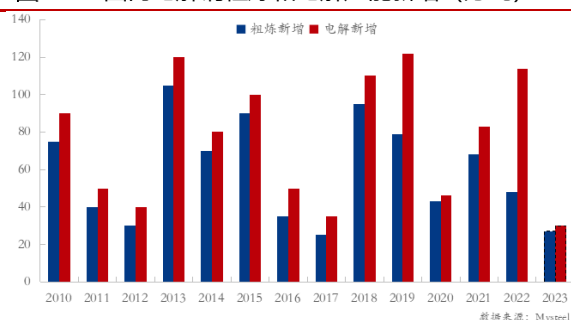
公司名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	结束时间	检修环节	预估影响产量
大冶有色金属集团控股有限公司	30	60	2023年3月20日	2023年7月初	粗炼	10
铜陵金冠(奥炉)	20	33	2023年3月	2023年4月	粗炼	2
白银有色集团股份有限公司	20	27	2023年3月	2023年3月	粗炼	0.8
青海铜业责任有限公司	10	15	2023年4月	2023年4月	粗炼	1
新通鑫铜业有限责任公司	10	20	2023年4月初	2023年4月	粗炼	0.3
江西铜业(本部)	55	100	2023年4月7日	2023年4月28日	粗炼	0
中条山有色金属集团有限公司(垣曲)	13	13	2023年4月中旬	2023年5月1日	粗炼	1
山东恒邦冶炼股份有限公司	20	25	2023年5月中旬	2023年6月中旬	粗炼	2.5
国投金城冶金有限责任公司	10	10	2023年5月下旬	2023年6月下旬	粗炼	1
黑龙江紫金铜业有限公司	15	15	2023年5月	2023年6月	粗炼	0
吉林紫金铜业有限公司	10	10	2023年5月	2023年6月	粗炼	0
飞尚铜业有限公司	10	0	2023年6月	2023年6月	粗炼	0
葫芦岛宏跃北方铜业	10	15	2023年6月	2023年7月	粗炼	1
东营方圆	40	70	2023年6月初	2023年6月	粗炼	1.5
赤峰金峰铜业有限公司	40	40	2023年5月	2023年8月	粗炼	2.5
金川集团(本部)	35	60	2023年6月中下旬	2023年8月	粗炼	3

数据来源：SMM 大陆期货研发部

### 3.1.2 冷料供给恢复相对平稳 精废价差偏高

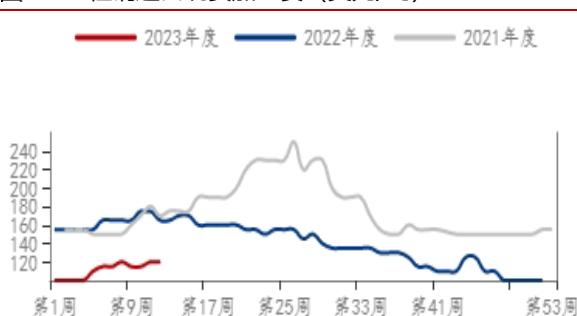
从冷料来看，虽然铜精矿供应一季度受到一定扰动，主要因海外的生产和运输受到冲击，但粗铜和废铜的供应较去年下半年有一定程度好转，粗铜加工费也出现明显抬升。2022 年国内粗铜供应偏紧，尤其是下半年，主要也是受到废铜产量下降的影响。不过国内 22 年铜产能新增较为明显，而预计 2023 年中国铜产能新增将出现明显下降，一方面政策上有一定约束，另一方面随着铜市表现并不理想，新增产能过快将导致市场供应过剩，从而影响生产企业利润。据 Mysteel 统计 2023 年中国粗炼产能新增仅 27 万吨，电解产能仅 30 万吨，且分别发生在 3 月、7 月和第四季度。

图 16：国内电解铜粗炼和电解产能新增（万吨）



数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

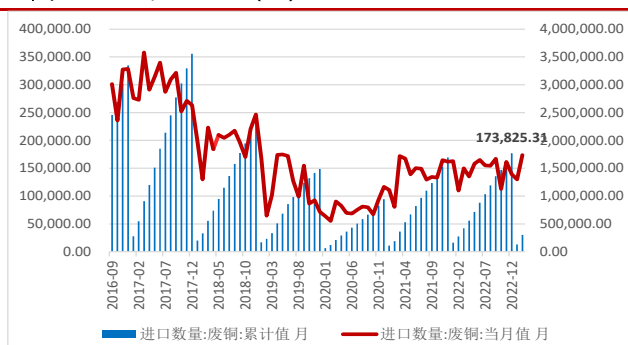
图 17：粗铜进口现货加工费（美元/吨）



数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

废铜端，据海关总署统计显示，2023 年 1-2 月铜废碎料进口量为 30.35 万吨，其中 1 月 12.97 万吨，2 月 17.38 万吨，1-2 月份进口同比增加 10%；1-2 月废铜进口量同比增幅明显，其一年前随着疫情政策优化，海外看好年后中国经济的复苏，积极向国内出口，供应偏宽松。其二 1 月份正值我国传统春节，下游利废生产企业及少部分贸易商多有节前备库的动作，同时也看好节后经济的复苏，订购需求增加，年前积极海外订货，节后废铜陆续到港，致使 1-2 月废铜进口数据增幅明显。

图 18：废铜进口量（吨）



数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 19：精废价差（元）



数据来源：Wind 大陆期货研发部

随着国内疫情防控优化，国内再生铜原料供给的周转时间、运输成本以及拆解速度都有明显提升。一季度由于铜价持续保持高位以及江铜废铜冶炼生产线检修，精废价差进一步拉大，高于合理价差水平线，废铜替代性有所显现。而据调研情况显示，当前废铜进口贸易企业的库存处于相对高的水平，

主要原因在于其一废铜进口比价亏损，年前海外看好中国消费，废铜进口贸易商年前订购废铜成本较高，约定的系数高于市场正常水平，造成进口废铜亏损面较大，多表示不愿意亏损出货，挺价惜售。其二终端消费恢复缓慢，企业订单下滑，对废铜需求有限，产业废铜流通不畅，周转速度变慢。其三节后铜价上涨，激发国内隐性废铜库存流入市场，在同等条件下，企业多乐意采购国内废铜。而即使在3月中下旬废铜进口亏损缩窄也未得到实质性改善，终端迟迟没得到起色制约了废铜的流通性，预计二季度随着旺季消费开启会得到缓和，但考虑到冶炼企业4-5月将进入常规性检修时间，库存真正消化可能要在6月之后，一旦需求恢复，降库速度会加快，关注房地产恢复情况的带动。

国内的废铜供给对进口的依赖较重，海外进口政策的变化对供给产生影响偏大，马来西亚废金属进口标准新规已于去年推行，其要求进口的废铜金属含量与中国现行的再生铜原料标准相差无几，马来西亚当地的回收、加工企业将无法引进七类废铜和部分低品位的六类废铜，也导致了去年从马来进口的再生铜量大幅下滑，不过其他欧美日等国进口量一定程度弥补了缺口。但欧盟近期再起传闻会收紧货源，减少出口。去年欧盟公布了《欧盟固废废物运输条例》的修订征求意见稿，若修订通过后高品质的废料，像紫铜等流通预期阻碍较小，而低品位的废铜，像黄杂铜等出口难度会增加，同时也阻碍全球的废金属流通，直接或间接地影响中国的废铜进口。2023年预计废铜供给端会持续修复，从前两年偏紧状态中缓和，二季度关注消费恢复带来的去库效应。

## 3.2 需求端-加工端先于终端消费恢复

### 3.2.1 进入三月加工端明显恢复

春节后，铜加工端各端口均迎来复苏，去年年底由于疫情影响的部分订单也在节后得到释放，尤其进入三月，叠加铜价月中稍有走低刺激下游补库情绪。铜杆上看，精铜杆在3月中铜价回落后，精铜杆企业接单量激增，周内多数铜杆企业在手订单仍比较充足，因此开工率波动不大。但多数铜杆企业反映新增订单并不多，一方面是因为铜价回升，下游采购意愿不佳。另一方面，终端消费仍呈现缓慢恢复的状态，而如此大的订单增量，更多是受铜价大幅下跌所刺激，这无疑存在“提前透支未来消费”的现象，势必会导致未来一至三周的订单量受到影响。据SMM调研已有企业成品库存出现偏高的现象，或将减产以降低库存过高带来的资金压力，预计短期开工率也将出现下滑。

铜板带方面据Mysteel调研显示，2月上旬铜板带市场复工复产已基本恢复，铜板带供需基本处于正常状态，贸易商逢低补库，终端积极采购，市场交易逐步恢复，同时国内下游市场消费逐渐复苏，尤其是新能源领域订单较好，光伏产业提振明显。而进入旺季后铜棒龙头企业产销平稳，订单较去年同期并出现大幅增量，没有表现出产业旺季以及疫情结束后的报复性消费场面，目前订单产销虽然环比略有增长，但未达到企业的消费预期。总体来看，进入“金三”后，加工端消费得到初步验证，但终端恢复缓慢制约较深，预计随着旺季进一步推进，终端消费逐步复苏，各加工端仍供需能得到进一步好转，关注终端复苏强度。



图 20：铜杆企业产量及产能利用率：中国（月）



数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

图 21：铜管企业产量及产能利用率：中国（月）



数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

图 22：铜棒产能利用率：中国（月）



数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

图 23：电解铜表观消费量&实际消费量：中国（月）



数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

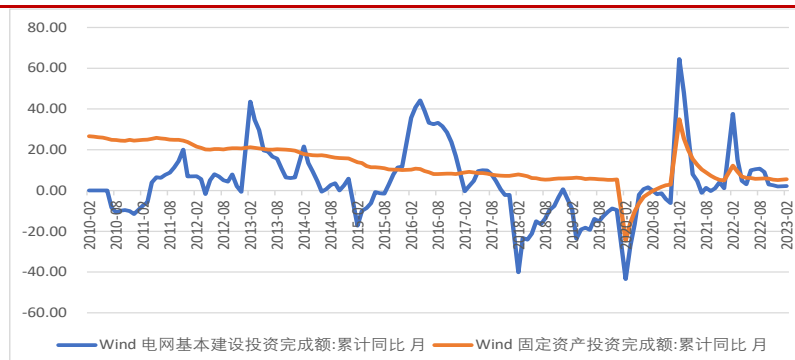
### 3.2.2 终端消费分化 关注地产改善情况

市场对 23 年国内需求恢复预期较强，但从一季度表现来看，终端消费兑现并不太乐观，各端口出现明显分化。据国家能源局数据显示，1-2 月份，全国主要发电企业电源工程完成投资 676 亿元，同比增长 43.6%。其中，核电 87 亿元，同比增长 44.8%；太阳能发电 283 亿元，同比增长 199.9%。电网工程完成投资 319 亿元，同比增长 2.2%。数据上仍显示出电源、电网投资增速有明显差距，据统计电网投资的耗铜量远大于电源投资，所以电源和电网投资额增速的劈叉可能导致整体电力板块的铜消费有所下滑。其中配电网主要使用铜线缆，电网投资对配电的政策倾斜，以及未来可再生能源发展对配网建设需求的增加有利于未来长期的铜需求，为铜价提供一定支撑。截至 2 月底，全国累计发电装机容量约 26.0 亿千瓦，同比增长 8.5%。其中，风电装机容量约 3.7 亿千瓦，同比增长 11.0%；太阳能发电装机容量约 4.1 亿千瓦，同比增长 30.8%。但需关注原材料价格的上涨对实际消费的压制，需注意投资方向和物资价格上涨带来的单耗压力。

据 SMM 调研，2023 年 2 月电线电缆企业开工率为 71.27%，环比大涨 22.70 个百分点，同比增长 11.52 个百分点，但较早前几年春节后 80% 以上开工率仍有差距。其中大型企业开工率为 73.51%，环比增长 24.72 个百分点，增幅较大。终端消费来看，电网多数订单将于 4-5 月份陆续交货，3 月配网新订单较少，但部分去年因疫情积压项目仍将带来一定增量；1-2 月多数线缆企业光伏新订单占比提升，3 月新增订单继续保持良好趋势，特别是随着 2023 年硅料等环节新产能释放，成本将继续回落，此前受低收益率压制的地面电站装机有望迎来复苏，装机比例有望回升，分布式光伏也将继续保

持稳定增长；“保交楼”政策下竣工面积总量望持续修复，地产铜消费趋势环比将有所回温。而海外经济疲弱所引发的需求下滑，使得年初电线电缆出口下降，预计出口端存在压力。

图 24：电网投资完成额与固定资产投资完成额

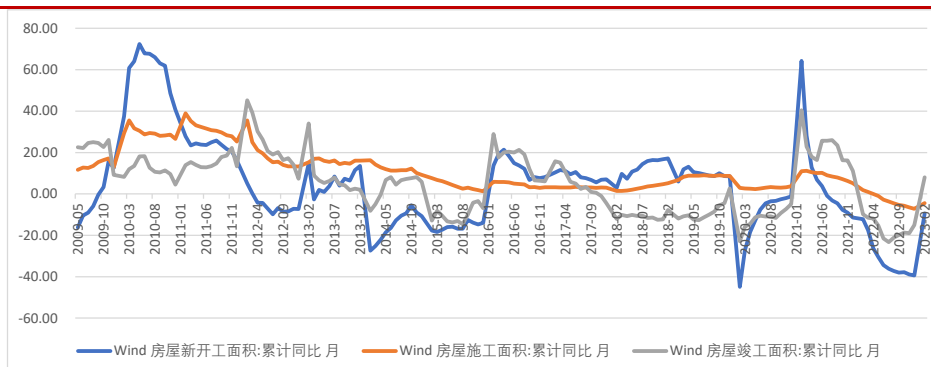


数据来源：Wind 大陆期货研发部

房地产端，据国家统计局数据显示，1—2 月份，全国房地产开发投资 13669 亿元，同比下降 5.7%；其中，住宅投资 10273 亿元，下降 4.6%。1—2 月份，房地产开发企业房屋施工面积 750240 万平方米，同比下降 4.4%。其中，住宅施工面积 527695 万平方米，下降 4.7%。房屋新开工面积 13567 万平方米，下降 9.4%。其中，住宅新开工面积 9891 万平方米，下降 8.7%。房屋竣工面积 13178 万平方米，增长 8.0%。其中，住宅竣工面积 9782 万平方米，增长 9.7%。数据上可以看出得益于国家密集出台多项刺激政策，地产出现回暖迹象，尤其是受保交楼政策影响竣工端好转明显，其他环节同比降幅也在收窄，房地产开发景气指数去年连续下降一年后今年出现探底回升。去年 11 月楼市信贷支持工具、债券融资支持工具、股权融资工具“三箭齐发”，2023 年 1 月与 2 月相继出台政策，要求更为有力有效的实施积极的财政政策，都促使地产得到回暖动能，但目前来看主要集中在竣工端，新开工和销售仍未见明显提振，且整体绝对值水平依旧偏低，市场信心不足，这也可能会影响竣工回升的持续性，预计地产端整体还是以弱复苏为主，关注后续是否有进一步政策出台。

地产端除了对铜消费的直接影响外，还会间接对家电消费产生次生影响，从今年数据来看，春节后家电景气度有所回升，得益于疫情管控优化以及地产端的弱复苏，家电端内需会较去年有所提升。但外需层面不容乐观，在欧美经济整体承压、不确定性上升的衰退预期背景下，预计出口会进一步下滑，从而影响家电板块用铜量。

图 25：房地产数据



数据来源：Wind 大陆期货研发部

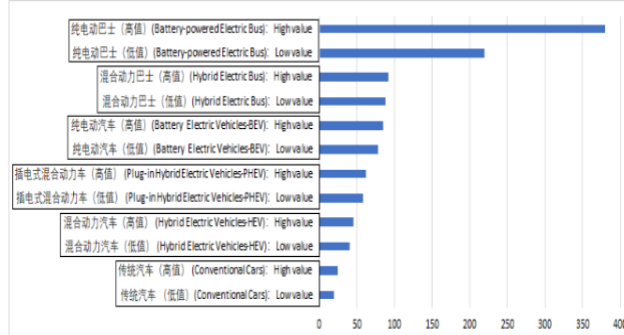
据中汽协数据，2月全国汽车产销分别达到203.2万辆和197.6万辆，环比分别增长27.5%和19.8%，同比分别增长11.9%和13.5%。2023年，汽车产销累计完成362.6万辆和362.5万辆，在均已考虑春节因素的情况下，1-2月产销同比分别下降14.5%和15.2%。受制于去年年底汽车购置税以及新能源车补贴退出，对汽车销量影响较为明显，短期国六B标准实施日期渐进，多个厂家联合降价之下预计出现小幅改善，但可持续性不高，汽车产销仍将恢复常态，在新能源汽车销量增速放缓之下，汽车端带动预计弱于去年。全球风能、太阳能等清洁能源和可再生能源的比重正不断扩大，这对铜市同样是利好。综合看全球摒弃化石燃料转向电气化，对需求带动是长期概念，有望令国内铜消费达到峰值的时间点延后，且延长在峰值平台期的波动时间。

图 26：国内新能源汽车产销（月）



数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

图 27：新能源汽车用铜量



数据来源：安泰科 大陆期货研发部

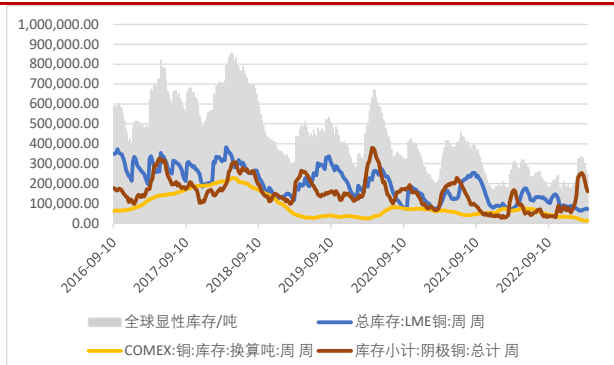
### 3.3 库存及持仓分析

总体上看，全球铜库存处于近二十年来极低水平，但更多成为了铜价的支撑，难以再度刺激新一轮涨势。国内一季度节前累库幅度同比不低，同时强预期抢跑推升价格压制现货表现，现货持续贴水，内外极端价差之下也刺激了部分冶炼厂布局出口。随着进入三月消费回升，叠加外围风险事件导致铜价走弱，刺激下游补库，节后去库速度较快，现货贴转升但幅度不高，主要因为冶炼端积极提产。值得关注的是，国内保税库库存存在去年持续处于极低水平，“蓄水池”作用难显现，但今年以来，进口数据较好叠加进口窗口关闭时间较长，不利于进口铜清关，保税库库存有所积累，不过高度仍偏低近期短暂窗口打开也有所下降。海外库存一季度维持较低水平，三月下旬 LME 注销仓单占比上升甚至引发逼仓担忧，总的来看一季度低库存未得到有效缓解依旧是铜价维持高位的重要支撑。进入二季度，适逢国内旺季，预计库存仍将维持低水平去化，但因有部分消费在3月提前释放以及当下尚未看到终端消费明显改善，幅度可能稍缓。另外也需要注意，由于加工端先于终端消费恢复，显性库存去化转为隐性库存和成品，一旦后续终端消费难达预期，仍对铜价有压力。

现货升贴水上，国内一季度前期受高价和春节因素影响，多数表现为贴水，直至3月拿货出现好转，才有小幅升水，但升水幅度也一定程度反映出下游消费恢复依旧有限，更多表现为逢低补库。预计随着国内进入旺季，国内升水会进一步好转，但受制于供应偏高增长和部分终端制约，幅度略微有限。反观国外升贴水也有类似特征，以 LME 相似低库存水平同比来看，当下升贴水水平明显偏低，显示出海外消费偏弱，而且国内极端内外比价下冶炼厂出口也形成一定程度的压制。预计在国内旺季消费支撑以及海外宏观不确定性上升背景下，二季度进口窗口有望阶段性打开，一定程度利于升贴水

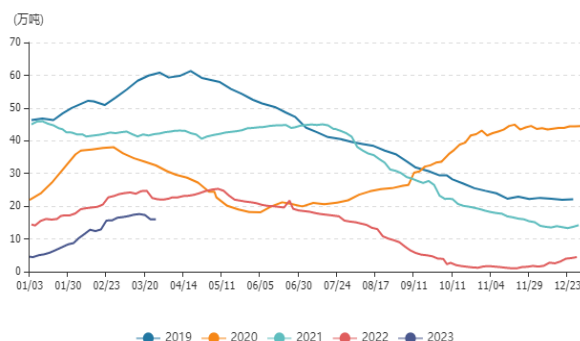
走平得到小幅提升。CFTC 持仓来看，一季度净持仓出现拐点，年初对海外放缓紧缩进程和国内强复苏预期在 2 月出现转向，欧美央行危机更是加剧市场担忧情绪，净持仓近期翻空。

图 28：三市显性库存（吨）



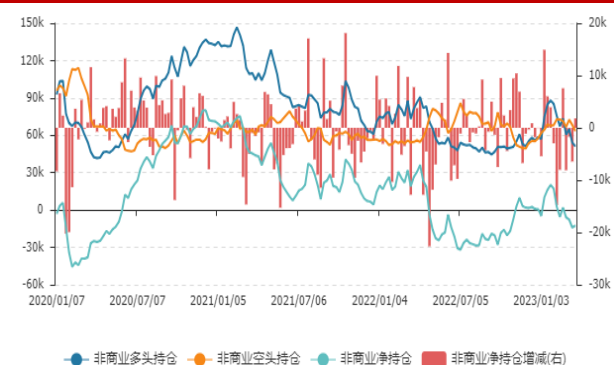
数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 29：国内保税区铜库存季节性分析（万吨）



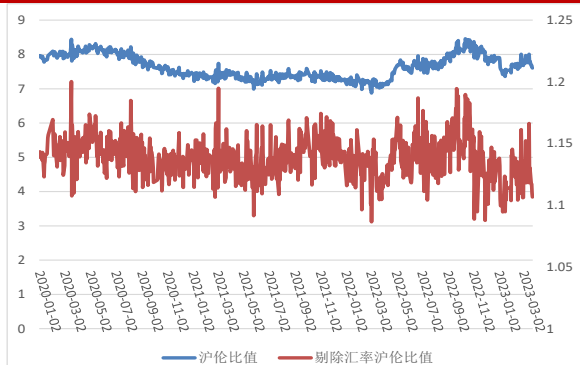
数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 30：非商业持仓



数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 31：沪伦比值



数据来源：Wind 大陆期货研发部

## 四.总结及展望

宏观上短期来看，由于欧美银行引发的恐慌情绪在各国央行援助之下暂时得到缓和，宏观氛围稍有好转，但衰退预期仍是悬在上方的重要压制，海外不确定性增大。以美联储为主的海外央行依旧把抗通胀放在首位，预计加息接近尾声但保持高利率时间恐怕较长，需谨慎市场过分计价降息所带来的资产泡沫风险，以及由于持续高利率而引发的对金融体系、地产等的连锁负面冲击可能扰动避险情绪。国内宏观氛围较暖，预计维稳弱复苏仍是主基调，适逢进入消费旺季，是二季度铜价主要利好。

基本面来看，矿端干扰逐步平息，南美主产国有提升产出计划，预计供给端有进一步放量。国内冶炼厂生产积极性较高，但二季度检修计划集中，可能影响部分产量，总体预计稳中上升。需求端海外需求受制于经济前景不甚乐观，也会影响部分出口。国内进入旺季，3 月来看加工端先一步恢复，而终端消费尚未见到起色，预计二季度会有好转。终端消费分化明显，电力表现稳健，房地产出现回暖，但主要表现在竣工端，对铜价提振高度有限。汽车受制于政策影响，并且新能源汽车销量增速放



缓，汽车端带动预计弱于去年。在国内旺季消费支撑以及海外宏观不确定性上升背景下，二季度进口窗口有望阶段性打开，关注库存去化速度以及终端消费恢复进程。

欧美银行危机加剧海外经济前景不确定性，虽海外加息幅度减缓，但衰退预期升温，由于流动性冲击倒逼紧缩放缓更多体现了市场风险加大，经济前景堪忧，对有色金属仍有负面影响；而海外通胀数据韧性仍在，目前来看海外抗通胀坚决，美元二季度仍有高位运行支撑，对铜价形成压制。二季度国内消费强预期验证阶段，利好价格同时也有预期差引发的风险存在，供需双升格局下，弱复苏可能打击市场强预期。目前海外风险初步显现，在高利率之下有进一步发酵可能，整体经济环境不足以支持铜价强势突破向上，短期乐观情绪、消费支撑仍在，预计仍将维持一季度高位区间偏强震荡。但在后续预期兑现、需求转弱、供应释放以及海外风险加大的节点，铜价恐迎来拐点，关注旺季消费尾端二季度中后期的风险。预计铜价二季度呈现高位震荡后逐步下行节奏，上方 72000 对应伦铜 9500 附近面临强压，下方关注伦铜技术上 200 日均线 8200 对应沪铜 64000-65000 附近支撑，若风险情绪极度转向，可能向下试探伦铜 8000 对应沪铜 63000 附近强支撑。

## 五.风险提示

- (1) 流动性：全球央行激进收紧货币政策、海外经济衰退、主权国家暴雷。
- (2) 政治风险：地缘政治风险再度加深。
- (3) 疫情风险：新冠疫情新变种导致疫情反弹。
- (4) 微观风险：供应端受扰动释放量不及预期，消费兑现不及预期。
- (5) 汇率风险：人民币大幅贬值。

## 联系我们

### 大陆期货研发部

地址：上海市徐汇区凯旋路 3131 号明申中心大厦 26 楼

电话：021-54071958



微信：大陆期货研发部

## 免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。且报告并不能完全阐述出市场变动的所有影响因素，期货市场相关品种波动剧烈，存在较大的不确定性与投资风险，我们也无法就市场行情做出确定性判断，报告中的信息或提供的投资建议并不构成期货品种买卖的依据，由于该报告编写时融入分析师个人观点，并不代表上海大陆期货公司的立场，请谨慎参考。投资者必须认识到期货交易是一种高风险的经济活动，我公司不承担因根据本报告所进行的期货买卖操作而导致的任何形式的损失，一切买卖风险自负。

另外，本报告版权仅为上海大陆期货公司所有，未经我公司允许批准，本报告不得以任何形式传送、翻版、复印、刊登、发表或派发此报告的材料、内容予以其他任何人，或投入商业使用。如引用、刊发，须注明出处为上海大陆期货公司，且不得有悖本报告原意的引用、删节、修改。