

宏观显现疲态，继续看空铜价

观点：

铜价自 1 月底以来，一直保持着调整趋势，这种调整状态证明上方是真正存在压力的，我们也认为后市铜价突破年初高点的可能性很低。从升贴水情况看，当前库存下降并不对应供需紧张，而从供需变化方向来看，未来会较当前宽松。最新公布的经济数据提示宏观转弱迹象，削弱了铜价的支撑，增大了下行的压力。综合而言，我们认为铜价大概率将延续震荡下行的状态。

沪铜 · 策略研究

分析师：张维鑫

邮箱：zhangweixin@csc.com.cn

电话：023-81157296

期货投资咨询资格号：Z0015332

发布日期： 2023 年 4 月 6 日

过去一段时间，铜价得以维持高位震荡的原因，既有宏观经济阶段性回暖的支撑，也有基本面强劲的提振，但到现在，压力却越来越明显，因为基本面给予的支撑力度不够，而无论是市场表现，还是宏观数据，转弱的迹象都越发明显。因此，铜价继续调整的概率较高。

一、延续下行通道调整，变盘或临近

2023 年以来铜价高点在 1 月下旬出现，LME3 月期铜最高收于 9364 美元/吨，沪铜主力合约最高收于 70420 元/吨。之后，伦铜进入弱势调整趋势，而沪铜则呈高位区间震荡，主体位于 68000-70000 元/吨。3 月中旬因海外银行破产事件大跌后持续反弹，最高逼近 70000 元/吨。截至最新收盘价，伦铜走势呈现明显的高点逐步下降，低点逐步下探的趋势，沪铜虽略好，但同样呈弱势震荡。这意味着，铜价上方是持续承压的，想要实现区间向上突破的难度较大。并且，从技术形态来看，铜价变盘的时间节点也越来越近。

图 1：LME 铜 3 月期合约价格走势



数据来源：WIND、中信建投期货

图 2：沪铜主力合约价格走势



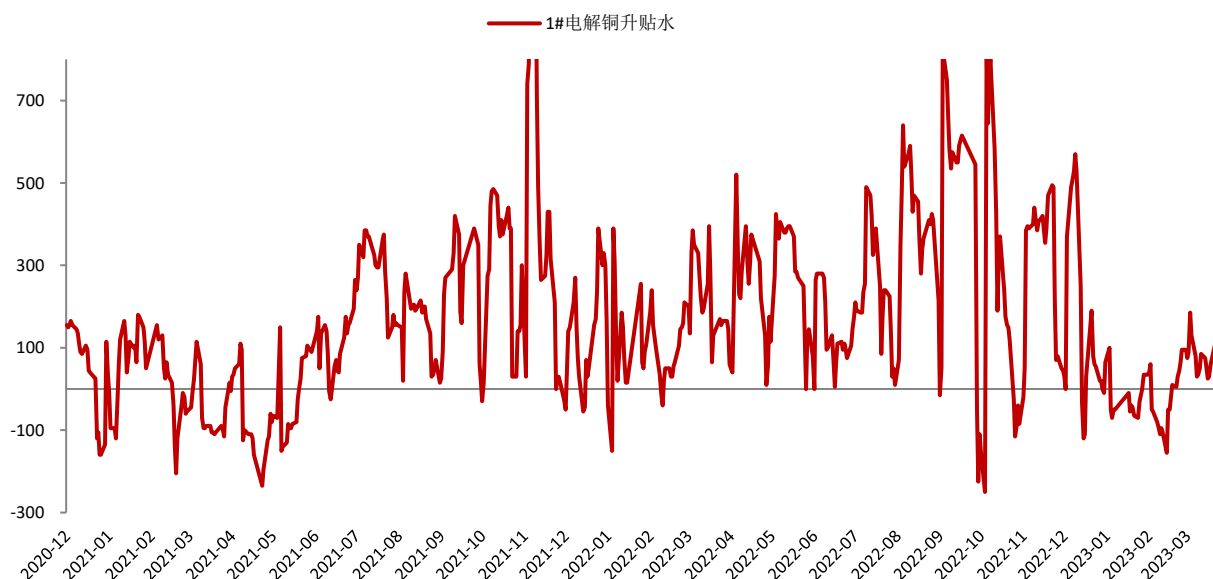
数据来源：WIND、中信建投期货

铜价上方压力来自于多个方面。从远景预期来看，高利率对经济的伤害会逐步体现，未来经济下行压力犹存。从供需关系来看，今年紧张态势大概率不复前两年的程度，甚至可能转向宽松。从货币环境来看，2021 年至 2022 年一季度，主要央行是扩表姿态，而今年则是紧缩为主。综合多个方面的因素，今年铜价上方可以想象的空间是有限的，1 月份铜价一度进入前两年的核心区间，但冲高回落等同于在上方画了一条界线。在这样的情况下，铜价要持续上涨，甚至突破上限，必须依赖更多的重大利好，而目前，我们并未观察到有类似情况出现的迹象。

二、库存下降并不对应供需紧张

关于库存，有两个点需要关注，有助于认识当前去库背后的逻辑。一方面，在今年淡季库存峰值低于去年的情况下，总累库幅度超过前两年，背后是今年 1 月份市场超出寻常的差，这与全国疫情解除后，在感染高峰和担忧疫情扩散的情况下，中下游提前放假有关。以铜材开工率为例，1 月份仅 41%，远低于往年 1 月份 60% 以上的开工水平，尽管 2 月份异常偏高，但 1-2 月平均开工率较往年仍是下降的。因此，30 万吨的累库有一定特殊性，不能完全作为供给放量的证据。但另一方面，在 3 月中旬以后国内快速去库阶段，现货升贴水虽有反弹，但总体仍在较低水平，尤其是与前两年动辄超过 400 元/吨情况相去甚远，Back 结构也相对平缓。在 2022 年 11 月份以前，当月合约与最远月合约的价差可以达到 3000-6000 元/吨的幅度。

图 3：国内 1#铜升贴水走势



数据来源：WIND、中信建投期货

快速去库通常对应的是供需紧张，但这样的升贴水表现和月差结构显然与之不吻合。因此，我们认为整个一季度铜库存的快速上升和下降，可能并不是供需关系有很大的转变，而仅仅是因为中下游生产节奏变化带来的库存的正常转移。当中下游谨慎时，铜以显性库存的方式出现在交易所仓库，而当中下游需求回暖，并且积极补库时，铜则逐渐从显性库存转为隐性库存。并且，这也说明需求的复苏并不是全面且高强度的。因此，这个过程确实表面需求得到修复，但不能说明供给关系改变，因而对铜价的实质提升作用有限。

三、当前可能是年内供需最“紧张”的时期

当前可能是需求的年内“高点”。在不考虑新能源领域增量的情况下，今年铜需求亮点看国内，而国内经济则大概率前高后低，节奏依赖于投资的变化。1-2 月份，基建（不含电力）投资增长 9%，电网投资增长 2.2%，电源投资增长 43.6%，除此之外，家电企业备货较为积极。以用铜量占比最高的空调为例，1-2 月份产量累计增长达到 10.8%。以上因素或延续至 3 月份。我们判断基建相关需求和家电为近期铜需求的主要支撑。但是，投资发力空间有限，前高多意味着后低，而疫情结束后，消费回暖集中在服务业，硬件消费反弹幅度有限。以汽车为例，1-2 月汽车销量是 2014 年以来的最低水平，全年形势难以乐观。家电消费则预计仍会受到去年疲弱的地产的滞后影响，当前的乐观预期可能证伪。换言之，我们认为下半年可能很难寻到铜消费的亮点。

当前可能是供给的年内“低点”。今年疫情扰动将明显减弱，废铜回收环节畅通，供给有望迎来恢复性增长，叠加较大规模的新建扩建矿山投产和旧矿山的修复，铜的供给是可以保持乐观的，但释放需要时间。随着时间推移，供给将向上波动。从废铜来看，当前因存在铜价上涨期望而捂货惜售的贸易商，在铜价中枢不断下移的过程中，终将释放供给。

综合对需求和供给变化方向的判断，当前可能是全年供需最“紧张”的时刻，未来将趋于宽松。

四、宏观数据回落施压铜价

进入 2023 年，全球主要经济体都有回暖的迹象，全球制造业 PMI 回到 50% 中性水平，服务业 PMI 反弹至 52.6%，商业信心指数、消费者信心指数等多个指标也出现底部反弹的特征。但是，最新的数据却提示这种宏观经济回暖的势头不具有持续性。3 月份，美国 ISM 制造业 PMI 进一步降至 46.3%，欧盟经济景气指数小幅回落，制造业 PMI 从 2 月份的 48.5 降至 47.3，结束了连续 4 个月的反弹，中国制造业 PMI 从 52.6 降至 51.6，财新 PMI 从 51.6 降至 50 中性水平。尽管美国就业数据依然表现出韧性，但职位空缺数连续 2 个月快速下降，是 2021 年 5 月份以后首次跌破 1000 万关口。相较于就业和失业数据，职位空缺数的变化更能反映美国经济的实际情况。

关于欧美，我们一直认为高利率对经济的不利影响终将得到证实，经济回暖或韧性的持续性存在高度不确定性。关于中国，我们则认为在经历了疫后的快速正常化后，经济进一步的回暖更多要依赖内生动能，而这种内生动能在当前时点是不强的。因此，我们对今年经济的看法的偏谨慎的，其对铜价的影响是偏负面的。随着最新的经济数据的逐步出台，这种负面压力正在拖累铜价。

联系我们			
名称	地址	邮编	电话
中信建投期货有限公司	重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼	400015	023-86769605
上海分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼10-11单元	200122	021-68765927
济南分公司	济南市历下区冻源大街150号中信广场A座六层611、613室	250011	0531-85180636
湖南分公司	长沙市茶子山路湘江财富金融中心C座2128室	410011	0731-82681681
大连分公司	辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座2901号房间	116023	0411-84806336
河南分公司	郑州市未来大道69号未来大厦2205、2211、1910房	450008	0371-65612397
河北分公司	廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层	065000	0316-2326908
深圳分公司	深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦11I	518048	0755-33378759
杭州分公司	浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室	310020	0571-87380613
宁波分公司	浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室	315100	0574-89071681
西安分公司	西安市高新区高新路56号电信广场裙楼6层北侧6G	710075	029-89384301
重庆渝北分公司	重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号	401120	023-67380500
上海浦东分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦东南路528号2202室	200120	021-68597013
四川分公司	成都市武侯区科华北路62号（力宝大厦）1栋2单元18层2、3号	610041	028-62818701
重庆分公司	重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6	400014	023-86769600
北京朝阳门北大街营业部	北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室	100027	010-85282866
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼-3404室	330003	0791-82082702
广州东风中路营业部	广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房	510030	020-28325286
漳州营业部	福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号	363000	0596-6161588
合肥营业部	安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室	230011	0551-2889767
上海徐汇营业部	上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室	200030	021-64040178
武汉营业部	武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼13层1301-06、07号	430021	027-59909521
南京营业部	南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座	210016	025-86951881
北京北三环西路营业部	北京市海淀区中关村南大街6号9层912	100086	010-82129971
太原营业部	山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室	030006	0351-8366898
广州黄埔大道营业部	广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406	510630	020-22922102
北京国贸营业部	北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间	100026	010-85951101
方顿物产（重庆）有限公司	重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室	400015	023-86769662
海南分公司	海南省海口市龙华区滨海大道77号中环国际广场10层1002号	570000	0898-68538536
福州营业部	福州市台江区振武路70号福晟钱隆广场1802	350004	0591-83626151

重要声明

本报告观点和信息仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。中信建投不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则投资者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请投资者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告中资料意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布的内容并非投资决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。投资者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com