

# 有色热点报告

## 铜：狂欢之后

2024年3月15日 星期四  
第11周  
中粮期货产品研发中心  
(研究院)

### 宏观金属组



徐婉秋

从业资格号 F03119103

交易咨询号 Z0019515

### 摘要

在国内外宏观面对铜价有所支撑的环境下，我们依然维持年初“全年铜价重心较去年有所上移”的预期，阶段性的上行驱动需要基本面的配合与验证，才能创造出更强势的行情。然而，根据前文预期，短期内看到大规模减产的概率并不高，需求的变化仍然是不定因素，铜价在前期资金情绪的助推下终将回归理性，盘整或回调将成为最大可能。



3月13日下午，LME铜价快速拉涨，持仓量较前一日增加4137手，单日涨幅高达3.14%。截至昨日，伦铜最高价达8976.5美元/吨，逼近9000美元/吨整数关口。同日夜盘，沪铜主力合约跟随外盘跳空高开，上破72000元/吨，结束了历时三个月的震荡区间，达到近两年的高点。此外，周内沪铜持续放量，截至3月14日，沪铜2405合约持仓量较周初增加6.6万手至21.4万手，成交量较周初增加14.4万手至20.8万手。

“沉寂”了一年多后，铜价再度冲向高位、沪铜持仓重回22年水平，究其原因，背后主要的驱动便是13日上午中国有色金属工业协会同CSPT于北京召开的“铜冶炼企业座谈会”。自2023年末以来，矿端干扰持续增加，铜精矿TC快速下跌，由80-90美元/吨跌至15.29美元/吨，而现货市场甚至出现个位数的转手价格，创下近十年来低位。极低的TC使得冶炼厂的零单利润快速转负，为了防止TC继续下滑损害炼厂利润，同时在下半年的长单谈判中获取更多优势，座谈会由此召开。

根据安泰科发布，会议的主要观点为：1、继续推进铜原料结构调整；2、调整冶炼生产节奏；3、提高准入门槛及严控铜冶炼产能扩张。**我们认为，会议的结论旨在为国内炼厂尽可能减少亏损、争取利益最大化，但并未对炼厂已有产能提出明确大规模减产的指导意见，重点在于调整检修计划及延迟新建产能投放，从而调整精铜产量的释放节奏。**然而，会议召开的当天，市场减产的传言不断，资金借助题材炒作，助推伦铜站上8900美元/吨的高位。



铜价突破后，其宏观及基本面的表现究竟如何，未来的预期有何变化，我们此处将逐一分析。

宏观方面，上周美国重燃降息预期，相对疲弱的非农报告提振资金对相关资产的风险偏好，黄金由此创下 2200 美元/盎司的历史新高。**在金价降息预期交易相对充分后，多头资金逐渐转向铜、原油，这类对全球经济及通胀预期具有较强代表性的大宗商品。**同时，从资产配置的角度考量，在海外实际利率即将步入下行阶段，国内地产处于下行周期，**做多有色板块、做空黑色板块将是一个不错的资产组合。**因此，可能存在的减产预期，直接点燃了多头资金的热情，铜价由此快速突破。

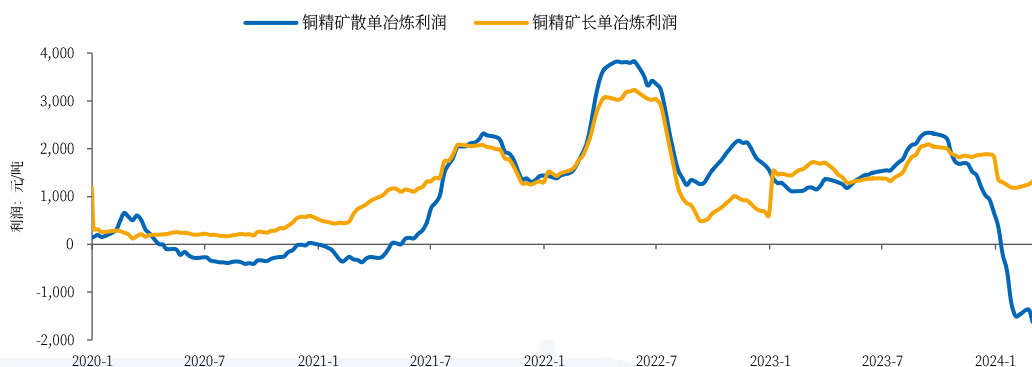
再往后看，海外方面，2 月美国的 CPI 数据整体略高于市场预期，通胀韧性仍存，市场此前对联储 6 月降息的预期概率几无变化，但累计降息幅度小幅下降。若后续公布的美国相关经济数据依然相对强劲，此前激进的降息预期较易受到影响，降息时点、幅度若再度修正，铜价上方或仍受到一定制约。国内方面，两会定调“稳中求进”，政府工作报告着重提及制造业升级，政策对相关领域有所托底，但仍需观察实际政策的落地情况。**综合来看，国内外宏观环境对于铜价形成一定支撑，但年内并未给出单边大幅上涨的空间。**

基本面方面，此次炒作的减产预期何时落地、影响量级能有多少，是在价格过热时需要理性看待的问题。根据当前零单、长单 TC 的报价，即 15.29 美元/吨、80 美元/吨，炼厂的冶炼利润分别预计为亏损 1500 元/吨、盈利 1400 元/吨



左右，若零单 TC 降至个位数，则冶炼厂预计最大亏损约为 2000 元/吨。然而，国内头部炼厂的长单比例约 7-8 成甚至更高，以当前价格测算企业仍然处于小幅盈利状态，而相对小规模冶炼企业或因长单占比较低，盈利受到一定影响。因此，我们并不认同市场所谓“大规模停产”的传言，存在部分炼厂调整检修、新增产能投放时间的可能，而非简单粗暴的减产、停产之说。根据当前我们梳理的冶炼厂检修计划，在粗铜、阳极相对充足的情况下，预计全年检修影响量约为 52 万吨，相较去年基本持平；但若可供原料有所限制，则影响量或将超出这一预期。

图表 1：进口铜精矿冶炼利润



数据来源：SMM、Wind、金联创、中粮期货研究院

根据平衡表预期，考虑到二季度为集中检修季，部分冶炼厂存在提前检修的情况，全年产量低点或将体现在 4 月，而增量更多将体现在下半年。整体来看，在需求快速恢复的预期下，4-5 月的现货供需相对偏紧，对升水或有一定支撑。在产量同比增约 40 万吨、表观消费增速约 2.2% 的预期下，全年精炼铜供需小幅短缺约 3 万吨，较去年基本持平。

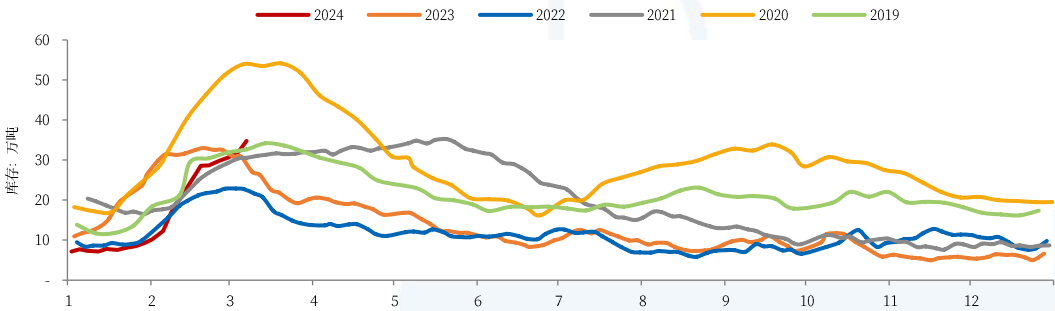
图表 2：精炼铜月度平衡表（万吨）

时间\分项	总产量	进口	出口	总供应	总消费	过剩量	产量同比	消费同比	产量累计同比	消费累计同比
2024-1	97	29	2	124	120	4.2	13.7%	30.7%	13.7%	30.7%
2024-2	95	27	2	121	97	23.3	4.7%	2.7%	9.0%	16.5%
2024-3	96	25	2	119	117	2.0	0.8%	-7.9%	6.2%	6.7%
2024-4	93	28	2	120	132	-12.4	-4.1%	7.1%	3.5%	6.8%
2024-5	94	28	2	120	130	-10.0	-2.5%	-2.4%	2.2%	4.6%
2024-6	94	28	2	121	129	-8.2	2.7%	5.5%	2.3%	4.8%
2024-7	104	28	2	131	128	2.8	12.6%	7.3%	3.8%	5.2%
2024-8	105	28	2	131	129	2.0	5.7%	-1.8%	4.0%	4.2%
2024-9	101	28	2	127	133	-5.8	-0.5%	1.3%	3.5%	3.8%
2024-10	105	28	2	131	129	2.2	5.3%	-4.2%	3.7%	2.9%
2024-11	99	28	2	126	130	-4.2	3.3%	-2.8%	3.6%	2.4%
2024-12	105	28	2	131	130	1.0	4.6%	0.6%	3.7%	2.2%
2024年合计	1187	333	19	1501	1504	-3	3.7%	2.2%	/	/
2023年合计	1144	352	29	1467	1472	-5	11.3%	7.0%	/	/

数据来源：SMM、Mysteel、海关总署、中粮期货研究院

另外，春节后全国工程开复工进度、劳务上工率整体慢于过去三年，下游复工进度偏缓，整体需求表现一般。受此影响，伴随到货量的增加，国内精炼铜社会库存节后超预期累积，目前已高于近六年（除 2020 年外）的同期水平。因此，应持续关注库存的拐点，若需求恢复不及预期，存在二季度去库量级偏低或去库进程后移的可能。

图表 3：国内社会库存



数据来源：SMM、中粮期货研究院

综上，在国内外宏观面对铜价有所支撑的环境下，我们依然维持年初“全年铜价重心较去年有所上移”的预期，阶段性的上行驱动需要基本面的配合与验



证，才能创造出更强势的行情。然而，根据前文预期，短期内看到大规模减产的概率并不高，需求的变化仍然是不定因素，**铜价在前期资金情绪的助推下终将回归理性，盘整或回调将成为最大可能。**

另外，此处提供一些对当前铜价的小思考：本次铜价上冲后，沪铜价格已突破 2023 年初的高位，基本达到 2022 年联储加息前的水平，而伦铜并未触及 23 年初 9500 美元/吨的水平。复盘这两个时点，2022 年一季度，全球宏观经济环境宽松、需求显著复苏、供给端增量相对有限，宏观面的刺激叠加基本面阶段性供需错配，铜价在前期持续上涨后维持高位；2023 年初，海外资金押注国内疫情放开后的需求复苏叠加美国经济数据短时走弱带来的停止加息甚至降息预期，同时基本面上铜矿扰动、海外需求超预期、显性库存低位，宏观面的共振伴随基本面的配合，铜价录得全年高点。因此，**高铜价形成的条件往往是宏观层面与基本面两者在同一时点下的共同作用，缺一不可。**



## 中粮期货研究院 (Institute of COFCO Futures Co., Ltd)

地址(Address): 北京市东城区东直门南大街 5 号中青旅大厦 15 层、3 层 305-313 室、4 层 401-402 室

电话(Phone): 400-706-0158

网址(Website): [www.zlqh.com](http://www.zlqh.com)



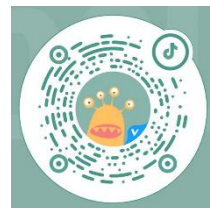
研究院公众号



再读资讯平台



研究院视频号



研究院抖音号

## 中粮期货研究院介绍

中粮期货研究院是隶属于总部的研究部门，负责公司的基础研发工作，研究领域覆盖宏观经济，农产品，化工品，金属，建材，能源等方面。研究院服务中粮期货前台业务部门和中粮集团实业部门，承担维护公司品牌和提升公司形象的职责，同时从事高端产业和机构客户开发、维护和增值服务。研究院依托中粮集团强大的现货和期货背景，根据多年来的实践，开发出了极具中粮期货特色的偏差反应研究体系。该体系由情景研析、市场反应、预期偏差三个模块组成，用更高的维度，更多元化的方法，改进传统研究体系，提升研究的深度、广度、应变度。

*The COFCO Futures Research Institute is a research department affiliated to COFCO Futures headquarters, responsible for the company's basic research and development work, and its research fields cover macroeconomics, agricultural products, chemicals, metals, building materials, energy and other aspects. The research institute serves the front-office business department of COFCO Futures and the industrial department of COFCO Group, undertakes the responsibility of maintaining the company's brand and enhancing the company's image, and is engaged in the development, maintenance and value-added services of high-end industrial and institutional customers. Relying on the strong spot commodities and futures markets background of COFCO Group, and based on years of practice, the research institute has developed a deviation response research system with the characteristics of COFCO Futures. The system consists of three modules: circumstance analysis, market response, and expected deviation. It uses higher dimensions and more diversified methods to improve the traditional research system and enhance the depth, breadth, and responsiveness of research.*



## 风险提示：

1. 中粮期货有限公司拥有本报告的版权和其他相关的知识产权。未经中粮期货有限公司许可，任何单位或个人都不得以任何方式修改本报告的部分或者全部内容。如引用、转载、刊发需要注明出处为中粮期货有限公司。违反前述要求的，本公司将保留追究其相关法律责任的权力。
2. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
3. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
4. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

## 法律声明：

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格(证监会批文号：证监许可[2011]1453)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、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意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。