

行业
铜专题报告

日期
2023 年 1 月 31 日



有色金属研究团队

研究员：张平
021-60635734
zhangp@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3015713

研究员：余菲菲
021-60635729
yuff@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3025190



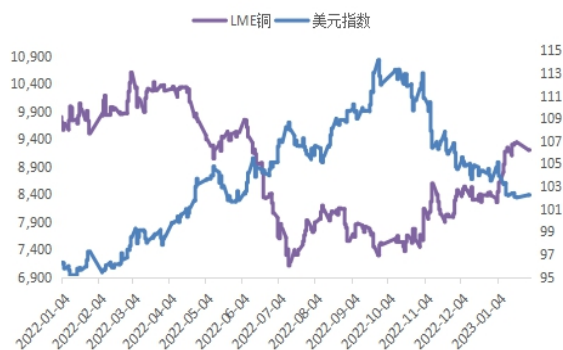
乐观预期初步验证，铜价转势尚早

一、铜市主导逻辑：中国经济复苏&美联储加息放缓

根据表 1 可以看出，2022 年以来铜价与美元指数和人民币汇率高度相关，主因美联储货币政策以及中国经济受疫情影响都变动较大，2022 年 1-10 月美元指数与伦铜相关性达 89%，而 2022 年 11 月以后，人民币汇率与伦铜相关性达 92%，这意味着 2022 年 11 月以来，铜市的主导逻辑切换至中国经济复苏预期，这与中国疫情放开预期相关，而美联储加息接近尾声预期也随着通胀数据的回落逐步验证，然中国在 12 月初就放开疫情管控，超出市场预期，中国经济复苏预期成为主导力量。

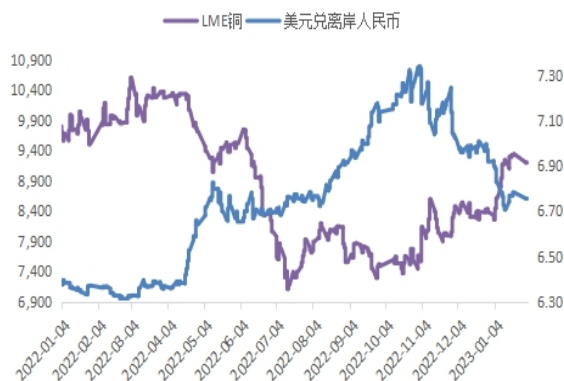
1 月以来铜价强势反弹，伦铜在春节前最高涨至 9550，但春节期间伦铜涨势暂停，虽然中国春节期间人员流动增强，消费市场也表现火热，疫情影响已经大幅减弱，但市场在节前已经充分交易了中国经济复苏预期，春节期间的经济尚未表现出超预期的火热，节后铜市就迎来了一波小幅调整，但我们预计铜市的主导逻辑仍未改变。

图1：美元与铜价走势对比



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：人民币汇率与铜价走势对比



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

表1：LME铜与美元、人民币相关系数

| | LME 铜与美元指数 | LME 铜与人民币汇率 |
|------------------------|------------|-------------|
| 2021 年 1 月-2021 年 12 月 | 24% | -44% |
| 2022 年 1 月-2022 年 10 月 | -89% | -85% |
| 2022 年 11 月-2023 年 1 月 | -82% | -92% |

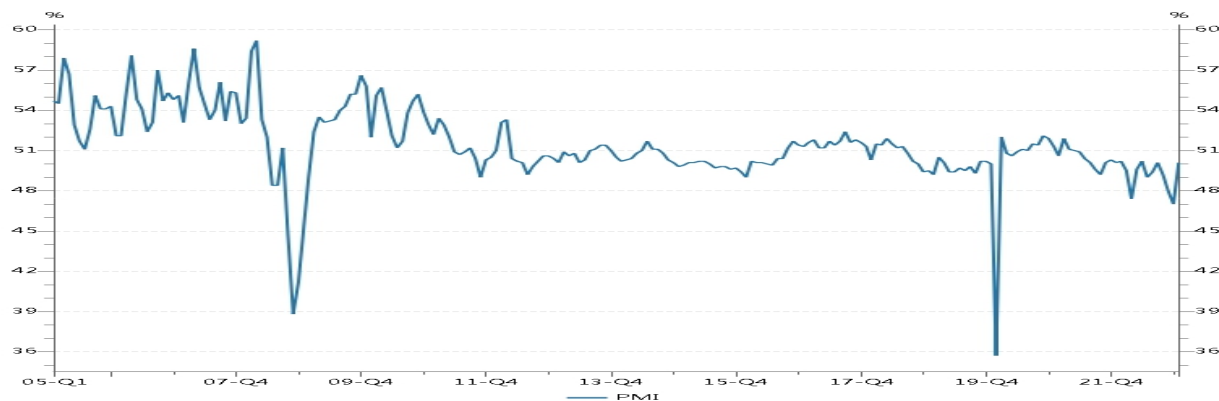
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

二、1 月中国 PMI 数据验证复苏在路上

国家统计局公布数据显示，1 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 50.1%，比上月上升 3.1 个百分点，升至临界点以上，制造业景气水平明显回升。非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 54.4%和 52.9%，高于上月 12.8 和 10.3 个百分点，三大指数均升至扩张区间。具体来看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类

指数中，新订单指数高于临界点，生产指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点；1月初正值疫情高峰叠加春节假期，生产恢复弱于需求，但相较于上月生产指数也上升了5.2个百分点，制造业生产景气水平也在较快回暖。随着疫情影响结束，1月制造业PMI的好转，预示着春季开工旺季可期

图3: 中国制造业PMI指数



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

三、中国消费即将拉开帷幕

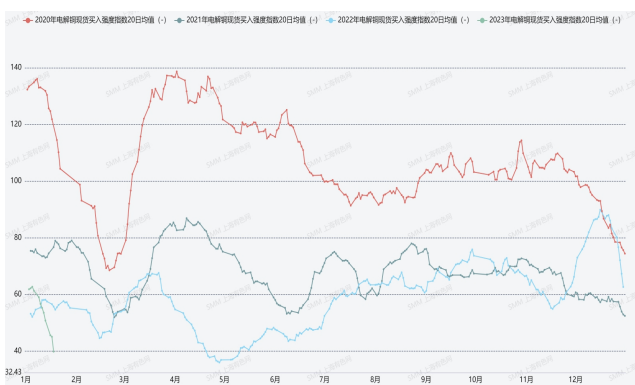
春节前国内铜市场现货表现较弱:原因有三，一是12月中下旬的疫情感染高峰期导致工厂生产受阻；二是春节假期因素工厂放假；三是铜价在春节前大涨令买方观望，从SMM统计的电解铜现货买入强度指数，可以看出上海现货市场贸易买入情绪在2022年12月16日达到顶点后快速回落且大幅低于去年同期水平。

国内铜冶炼厂产量将继续增加:当前铜矿供应充裕，粗铜TC在沉寂良久后节前出现小幅回升，冶炼厂冷料紧缺形势有所缓解，叠加中国经济活动恢复，国产废铜预计将回升，中国炼厂在2022年受冷料供应紧张而影响生产的局面将在2023年得到缓解；根据SMM统计的炼厂开工率数据可以看出，一季度炼厂开工率会逐步提升，SMM预计2023年1月国内电解铜产量为89.5万吨，较去年同期增加7.7万吨，以此推算预计一季度国内精铜产量较同期将增加10万吨以上

节后的需求恢复以及出口增加将缓解库存压力:根据供需平衡表显示2023年一月份国内大幅累库16.6万吨至26.4万吨，创5年同期的新高，主要是春节前的需求较弱。然春节假期国内出游人次、消费情况以及1月制造业PMI数据也均表明中国经济正在复苏，因此预计节后中国下游需求将快速回归且幅度要高于去年同期水平，预计一季度表观需求将高出10万吨以上。同时春节假期前，由于出口窗口打开，部分炼厂报春节后交仓的仓单货源，预计一季度国内精铜净进口

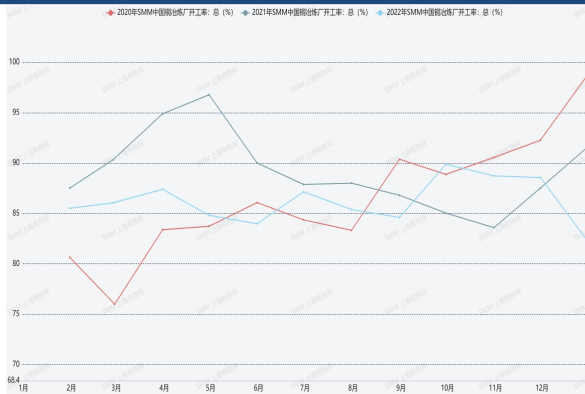
量至少会比去年同期低 5 万吨，因此可以看出国内精铜产出增量将会被节后需求恢复以及出口增加所抵消，高库存压力将逐步缓解。

图4：电解铜现货买入强度



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图5：SMM铜炼厂开工率



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

表2：国内精铜供需平衡表

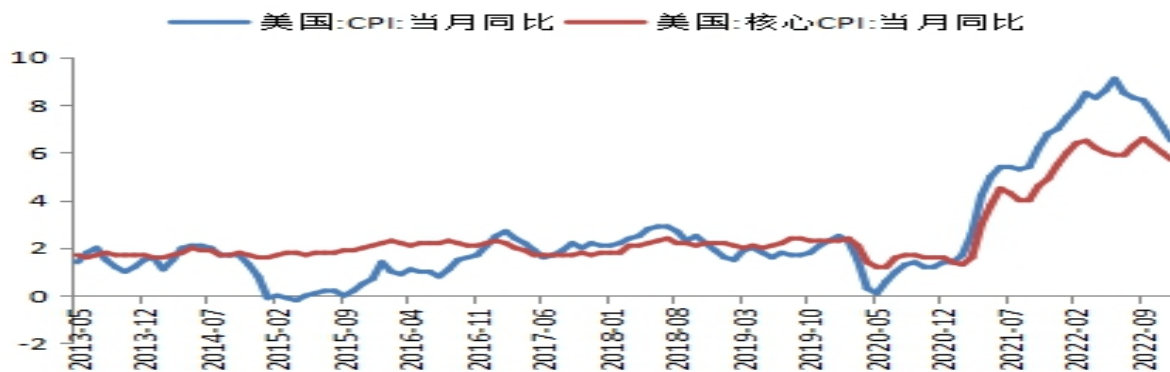
| | 产量 | 净进口 | 需求量 | 平衡 |
|--------------|-------|-------|--------|-------|
| 2022 年 1 月 | 81.81 | 28.84 | 109.47 | 1.18 |
| 2022 年 2 月 | 83.57 | 27.45 | 103.92 | 7.10 |
| 2022 年 3 月 | 84.85 | 27.82 | 121.34 | -8.67 |
| 2023 年 1 月 E | 89.5 | 27 | 99.91 | 16.59 |

数据来源：SMM，建信期货研究发展部

四、美联储加息接近尾声

美国 12 月 CPI 环比转跌，通胀降温下市场对美联储 2023 年第一次加息 25BP 的预期大幅提升至 90%以上，同时市场开始调低对终端利率的预期，联邦基金利率期货显示，美联储将在 4.75-5.00% 的利率区间结束本轮加息周期，然 1 月以来多位官员均表达过美联储需要将基准利率提高到 5% 以上并保持一段时间的观点。而美国陷入衰退的担忧令资金开始押注美联储政策提前转向，根据彭博社公布的最新月度调查结果，经济学家预计美国经济今年陷入衰退的可能性高达 65%。整体判断，我们维持在去年 11 月底的年报中判断本轮美联储加息接近尾声，随着中国经济复苏以及美国经济增长压力较大，预计中期美元指数跌势难改。

图6: 美CPI走势



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

五、总结

铜市主导逻辑是中国经济复苏与美联储政策拐点预期,国内短期面临高库存压力,但随着中国经济先行指标开门红,中国经济复苏逻辑正在被验证,且沪铜盘面价差显示在03合约之后月间价差呈BACK结构,国内春季开工旺季预期难被证伪,叠加节前出口窗口打开部分炼厂报节后交仓货源,预计高库存压力将逐步缓解;而美元趋势性下跌仍存,预计一季度铜价将保持强势

【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

免责声明：

本报告由建信期货有限责任公司（以下简称本公司）研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在授权范围内使用，并注明出处为“建信期货研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼

电话：021-60635548 邮编：200120

深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心B3211

电话：0755-83382269 邮编：518038

山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室

电话：0531-81752761 邮编：250014

上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路438号1306室（电梯16层F单元）

电话：021-62528592 邮编：200122

北京营业部

地址：北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室

电话：010-83120360 邮编：100031

福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室

电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

郑州营业部

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2008A

电话：0371-65613455 邮编：450008

宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室

电话：0574-83062932 邮编：315000

总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）6楼

电话：021-60636327 邮编：200120

西北分公司

地址：西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室

电话：029-88455275 邮编：710075

浙江分公司

地址：杭州市下城区新华路6号224室、225室、227室

电话：0571-87777081 邮编：310003

上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室

电话：021-63097527 邮编：200082

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路233号中信广场3316室

电话：020-38909805 邮编：510620

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座

电话：0595-24669988 邮编：362000

厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908

电话：0592-3248888 邮编：361000

成都营业部

地址：成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号

电话：028-86199726 邮编：610020

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼

邮编：200120

全国客服电话：400-90-95533

邮箱：service@ccbfutures.com

网址：http://www.ccbfutures.com