



紫金天风期货

立足产业 研究驱动

# 超预期

铜二季报 2024/03/28

联系人：周小鸥

从业资格证号：F03093454

邮箱：zhouxiaou@zjtfqh.com

我公司依法已获取期货交易咨询业务资格



- 海外：美联储在降息、增长和通胀之间的权衡仍然具有不确定性；
- 中国：复苏的斜率相对平缓，并且存在天花板；
- 供需：一季度铜矿吃紧快速显现，精炼端二季度开始受到影响，国内产量计划新扩量下调，平衡转向短缺；
- 单边：逢低买入更为合适；
- 月差：上半年已不适合做跨月正套；
- 比价：最好的反套时期来临。



# 降息前后的价格回溯与启示

主题

【CU】加息结束到降息开启的时间间隔及LME铜价表现

开始加息	停止加息	持续时长(月)	期初利率	期末利率	加息幅度	中间间隔(月)	开始降息	铜价涨跌幅 (降息时间 周期前后半 年为准)
1972-03	1974-05	26.4	3.50%	13.00%	9.50%	2	1974-07	——
1976-12	1980-03	39.5	4.75%	20%	15.25%	1	1980-04	——
1980-08	1981-05	9.1	9.50%	20%	10.50%	1	1981-06	——
1983-03	1984-08	17.3	8.50%	11.50%	3.00%	1	1984-09	——
1987-01	1989-05	28.4	5.88%	9.81%	3.94%	1	1989-06	-23.44%
1994-02	1995-02	12.2	3.00%	6.00%	3.00%	5	1995-07	-16.91%
1999-06	2000-05	11.2	5.00%	6.50%	1.50%	8.2	2001-01	-17.45%
2004-06	2006-06	24.3	1.00%	5.25%	4.25%	15.2	2007-09	38.55%
2015-12	2018-12	36.5	0.25%	2.50%	2.25%	8.1	2019-08	-9.52%

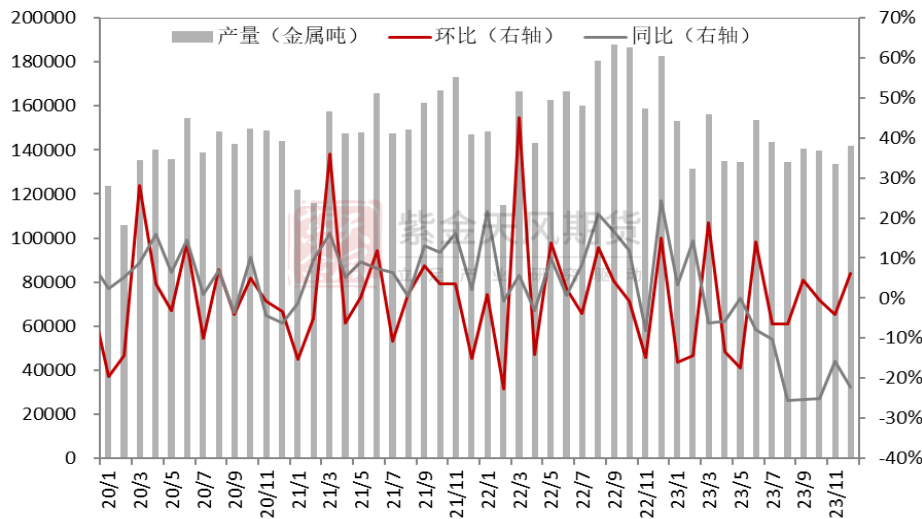
- 我们梳理了70年代以来美国历次降息周期中最近5次的铜价走势。从中发现，最近5次降息前后，铜价几乎多半出现明显回落。其中，07年间铜价大涨的本质原因是，铜矿供应的吃紧衍生至精炼端所致。
- 与07年铜基本面趋同，导致了一季度铜价快速反弹。但我们需要注意的是，当下的宏观与当初的宏观已大不相同。07年，美国10月次贷危机全面爆发，金融业的危机直接威胁到实体经济，并对全球形成冲击。当下，美联储在降息、增长和通胀之间的权衡仍然具有不确定性，欧洲经济依然存在疲态。
- 从历史来看，铜价并不绝对在美国降息周期期间形成上涨或者下跌。
- 全球方面，铜消费的故事依然可以在AI及光伏领域等持续增长，夯实基本面的基础。但是，我们需要去注意国内外“铝代铜”对后期耗铜量带来的实质性下降影响。

**基本面的超预期**

**主题**

# 铜矿——TC纪录性上涨，短期较难出现回落

【CU】中国精矿月度产量



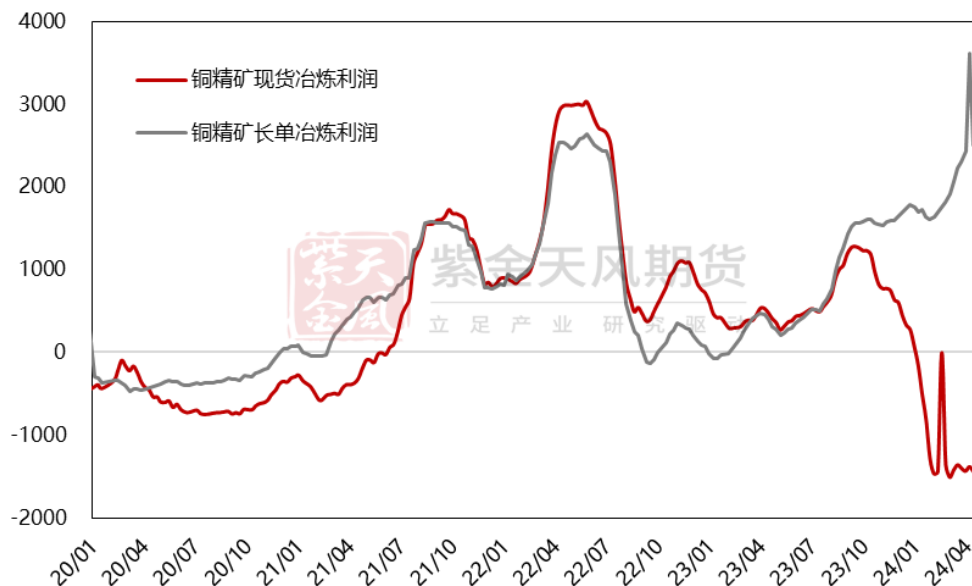
【CU】中国进口铜精矿指数（美元/吨）



- 今年以来，铜精矿加工费一路上涨。截至三月初，市场已出现近零报价。
- 从一季度表现来看，铜矿吃紧程度更甚于预期，导致TC下滑快于预期，且刷新历史记录。从炼厂当下表现来看，联合减产后的被动减产成为年内可能性的选择。
- 与我们之前年报中预期相当，国内铜矿的干扰项明显高于国外。一方面，由于国内炼厂年内存在大量扩产，且基本为吃矿产线，导致铜矿需求增加明显，为被动硬性需求。另一方面，矿山供货的择优选择，也导致运往中国的铜矿量并未出现明显增加，更多运往日本、韩国等地。
- 后期来看，导致铜矿吃紧的两大因素在短期之内较难得到实质性解决，预计铜矿吃紧周期至少到25年二季度以后，故TC价格较难在短期内出现回落。

# TC价格大幅回落 国内冶炼厂利润空间剪刀差明显

【CU】铜冶炼利润测算（元/吨）



【CU】副产品硫酸价格（元/吨）

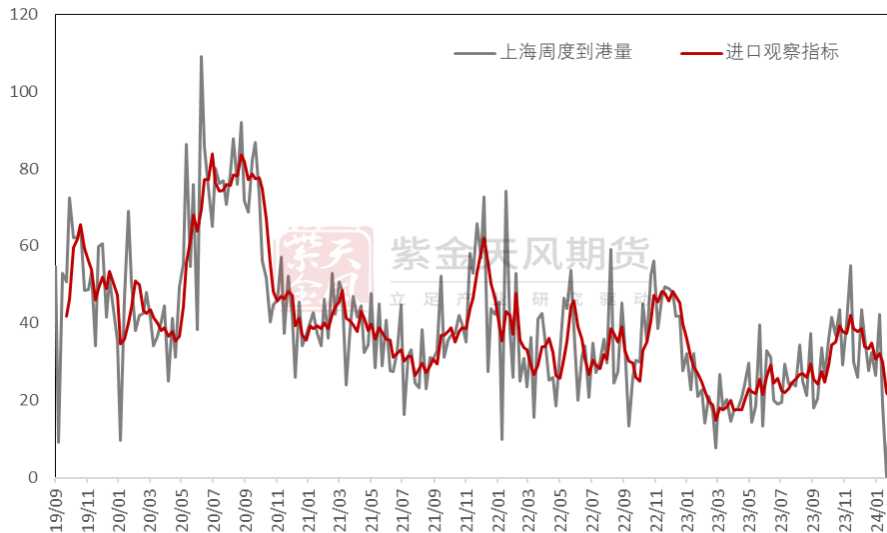


■ 今年以来，TC价格的一路下滑，成为冶炼厂利润空间抹平的主因，长单与零单冶炼利润出现明显剪刀差，且在短期内将得以持续。

从铜矿变动周期来推算，2季度后国内精炼铜产量扩产或不及预期，也将对国内供应形成实质性影响。

# 到港量持续缩减 精炼铜进口量下降或超预期

【CU】 【CU】 上海地区精炼铜周度到港量



【CU】 中国电解铜进口盈亏及比值

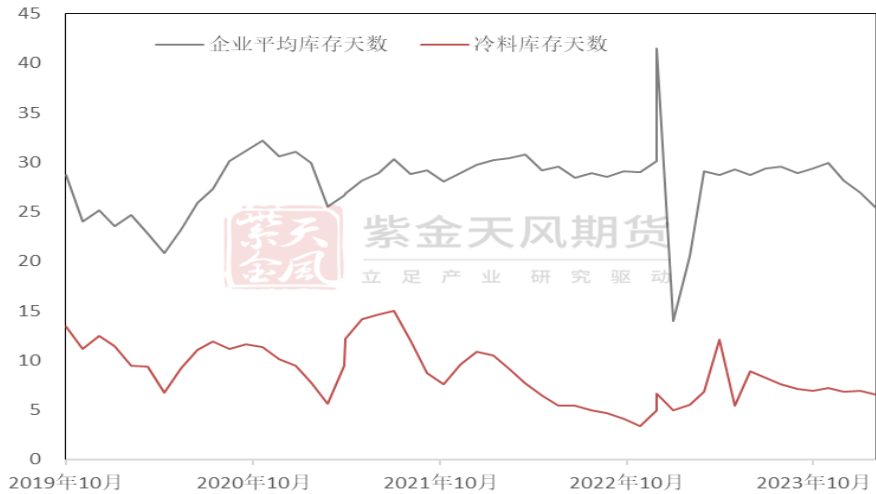


- 海关最新公布1-2月精炼铜进口量大幅增加，1月同比近3成，2月同比亦增加1成以上。
- 我们认为，导致这一现象的主因一方面是部分11-12月进口货源滞后清关，另一方面，依然是阳极铜进口归属问题导致得精炼铜进口量增加。另外，年初比值有利进口，也使得进口量级较往年增加。
- 不过，与全国进口量激增不同，上海地区的清关量截至3月初同比下滑9.52%，单周到港量维持在2.5-3.5万吨左右。由于海外衰退弱于预期，而国内经济复苏弱于预期，加上部分来往我国航线价格变动，大量进口货源转向欧美及东南亚。这一现象将在年内持续。照此推算，考虑后期比值变化可能性，年度进口减少量级依然达到10-15万吨。
- 国内进口的短缺量，依然将从国内自有电解铜产量扩产中弥补。但考虑铜矿短缺导致精炼铜出现不及预期的产量变动，故国内总供应量较预期有所下调。

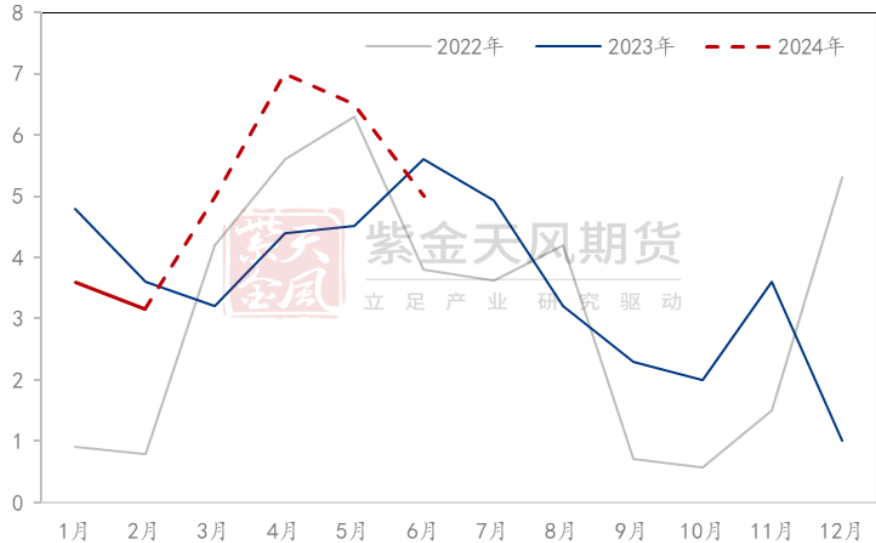


# 国内精炼铜产量超预期缩减

【CU】中国冶炼企业平均库天数及冷料库存天数



【CU】国内铜冶炼月度检修干扰（单位：万吨）



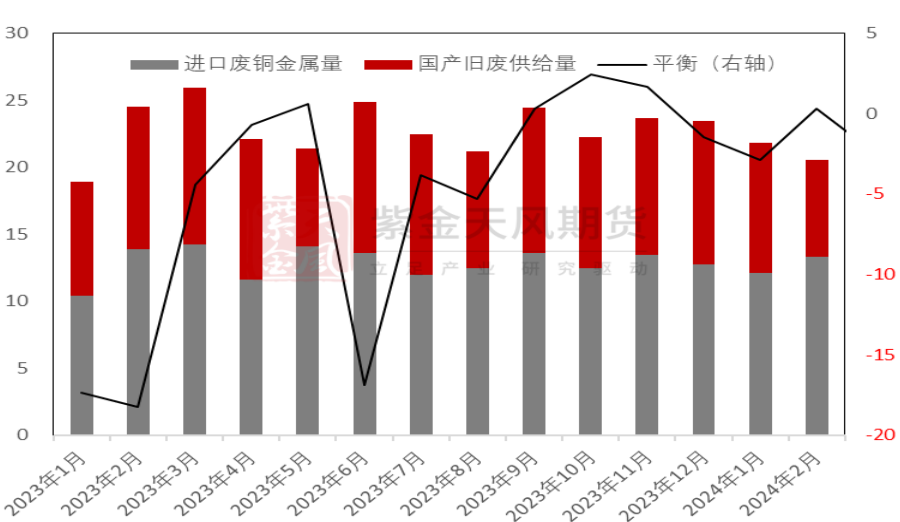
- 一季度以来，由于铜精矿的供应短缺，国产精炼铜产量表现不及预期，二季度炼厂检修影响产量预计18.5万吨，高于去年同期14.52万吨。据此推算，2季度国内单月产量均值仅96万左右，基本与2月产量水平相当。
- 考虑云铜厂房搬迁影响量，且因铜矿吃紧导致的国内炼厂调降亏损部分开工率，预计年内精炼铜总产量在1200万吨左右，远低于去年年终预期1227万吨。

2024年中国冶炼企业全年检修情况一览（单位：万吨）							
	省份	电解铜 产能	粗铜 产能	检修开始	检修结束	预计影 响产量	备注
广西南国铜业有限责任公司（一期）	广西	30	30	12月	*	*	新产线上线后，旧产线进入暂时停产状态
北方铜业股份有限公司垣曲冶炼厂（中条山集团）	山西	15	15	12月14日	1月22日	1.1	大雪导致当地电力系统瘫痪，限电导致实际生产不稳定
张家港联合铜业有限公司	江苏	30	0	12月	3月	3	技改
云南铜业股份有限公司	云南	60	30	12月末	6月	12	厂房搬迁
葫芦岛宏跃北方铜业有限责任公司	辽宁	12	12	1月29日	2月8日	0.3	原定2月，提前至1月，存在部分原料考量
广西金川有色金属有限公司	广西	40	40	3月	3月	0	粗炼检修，不影响产量
江铜国兴铜业（国润）	山东	20	14	3月	3月	0.2	阳极炉检修
阳新弘盛铜业有限公司	湖北	40	40	3月	4月	2	检修2个月，产量减少约1/3
河南中原黄金冶炼厂有限责任公司	河南	40	35	3月20日	4月	4	检修40天，影响产量约4万
铜陵有色金属集团股份有限公司金冠铜业分公司	安徽	70	50	4月1日	4月25日	*	检修25天
中金岭南方圆有色金属有限公司	山东	55	40	4月中	5月中	0	预计不影响产量
山东恒邦冶炼股份有限公司	山东	20	20	4月	5月	*	检修45天
阳谷祥光铜业有限公司	山东	50	40	5月初	5月末	*	
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	浙江	40	29	5月	5月	*	正常计划内检修
五矿铜业（湖南）有限公司（五矿集团）	湖南	12	12	4月15日	5月15日	0.4	计划检修1个月
铜陵有色金属集团股份有限公司金冠铜业分公司（奥炉）	安徽	70	50	9月	9月	*	8天
赤峰云铜/金峰有色金属有限公司（中铝云铜）	内蒙古	40	40	9月	9月	*	
江铜国兴铜业（国润）	山东	20	14	9月	10月	*	
紫金铜业有限公司（紫金矿业）	福建	40	40	11月	11月	*	正常计划内检修
江西铜业股份有限公司	江西	100	80	11月	12月	*	检修30天
广西金川有色金属有限公司	广西	40	40	四季度	四季度	*	正常计划内检修
云南锡业股份有限公司	云南	15	15	待定	待定	*	

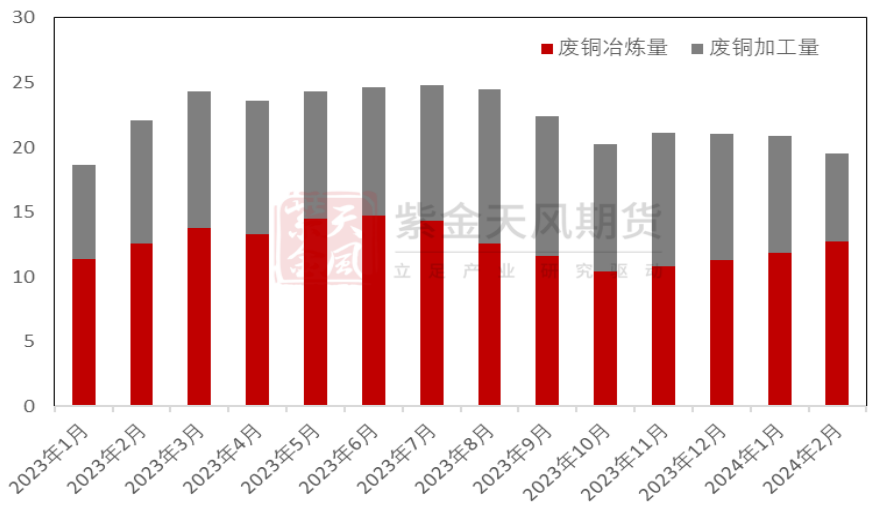
来源：钢联、SMM、紫金天风期货研究所

# 再生供应收紧超预期

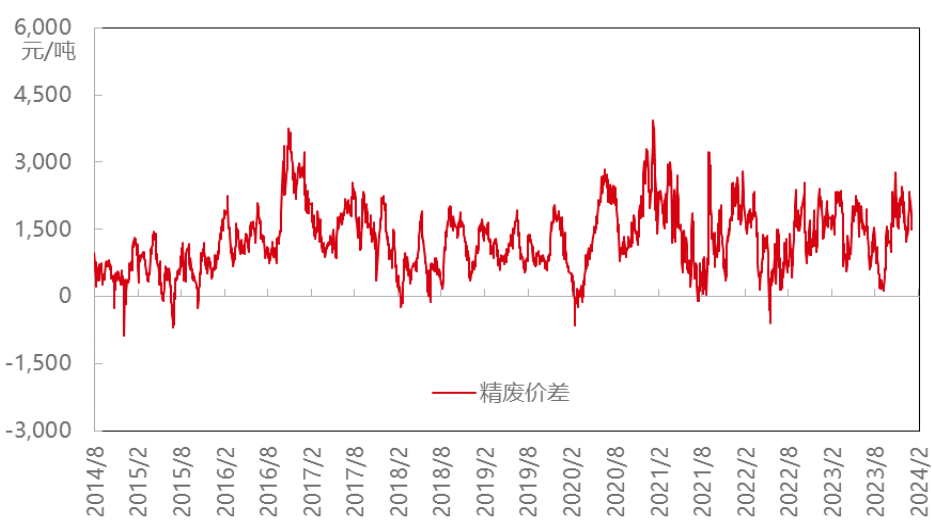
【CU】中国废铜进口金属量、国产供给量及平衡



【CU】中国废铜冶炼量及加工量



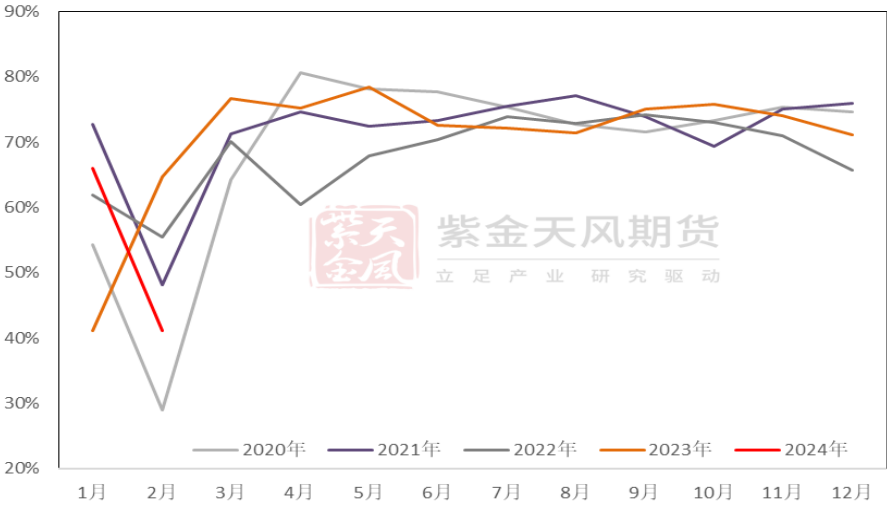
【CU】精废价差



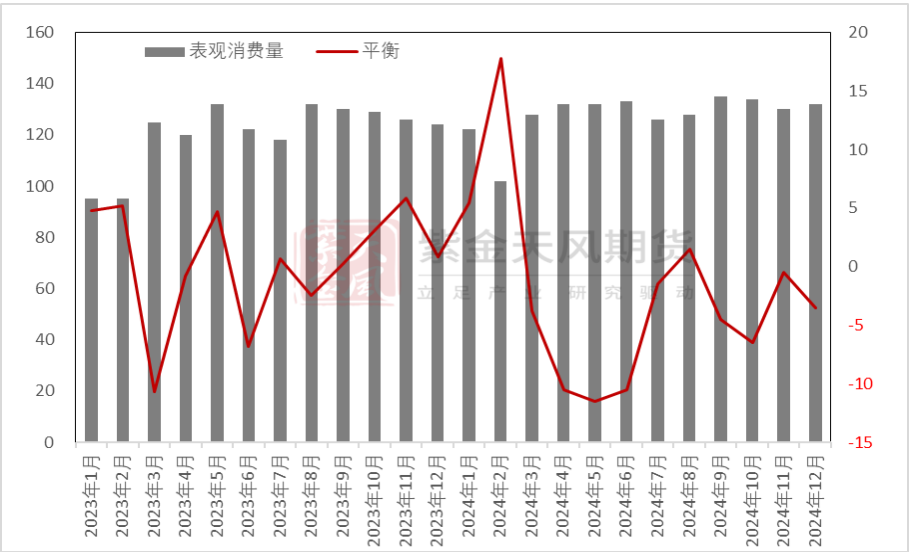
- 从一季度平衡来看，今年再生供应较去年同期吃紧。部分再生持货商春节前并未囤货，导致年后回归交货困难，被迫吸收高价再生货源交付长单，进而导致再生市场供应被动收紧。
- 后期来看，考虑后期炼厂冷料需求及再生铜杆需求变量，年内再生平衡缺口依然较去年扩大，且变相流入冶炼端持续增加，维持与年报中同样预判。

# 超预期的耗铜量

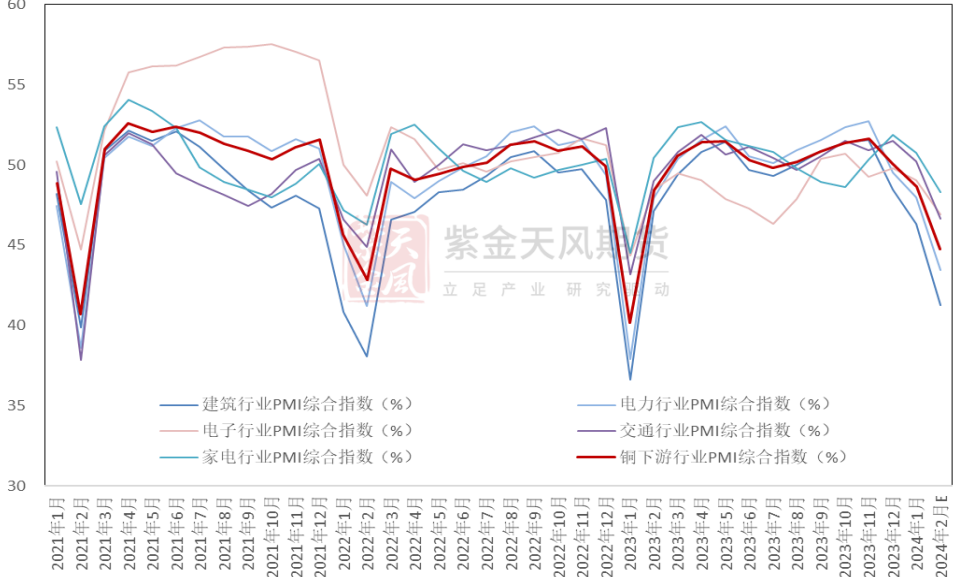
【CU】中国铜材企业开工率



【CU】中国电解铜表观消费量及平衡



【CU】中国终端行业PMI



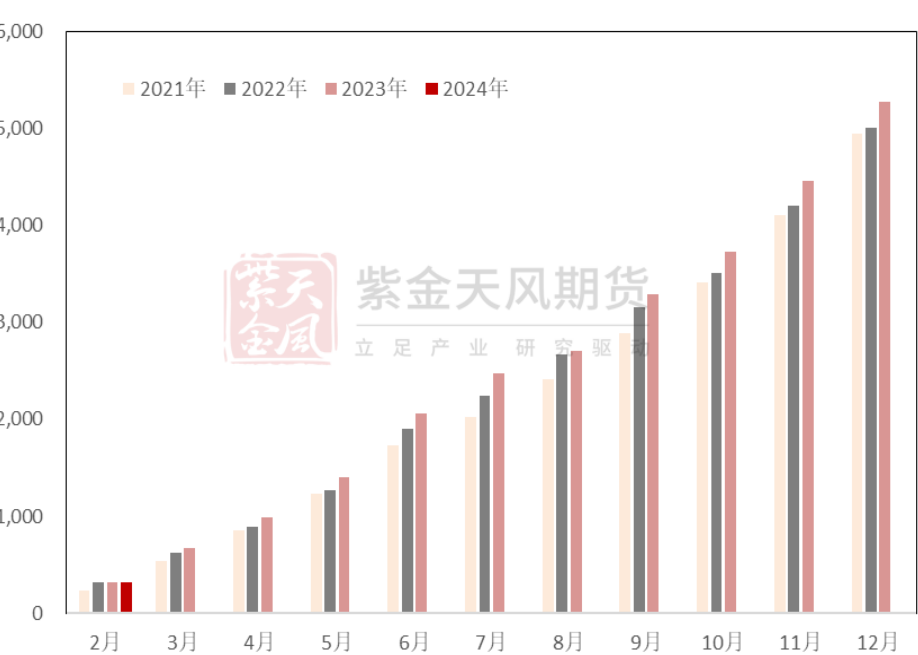
- 我们依然维持年报观点。从节后去库平衡数据来看，下游消费弱于预期。但从去年春节同期耗铜量来看，表消数据依然亮眼。考虑年度耗铜量存在硬性需求，拉长至年度来看，预计年度耗铜量增速在2.66%。
- 从去年四季度及今年一季度数据来看，铜材企业开工率与终端企业开工率差值依然维持在20%左右。考虑矿端吃紧传导至精炼铜供应吃紧周期，预计二季度开始去库将较为可观。

需求与平衡

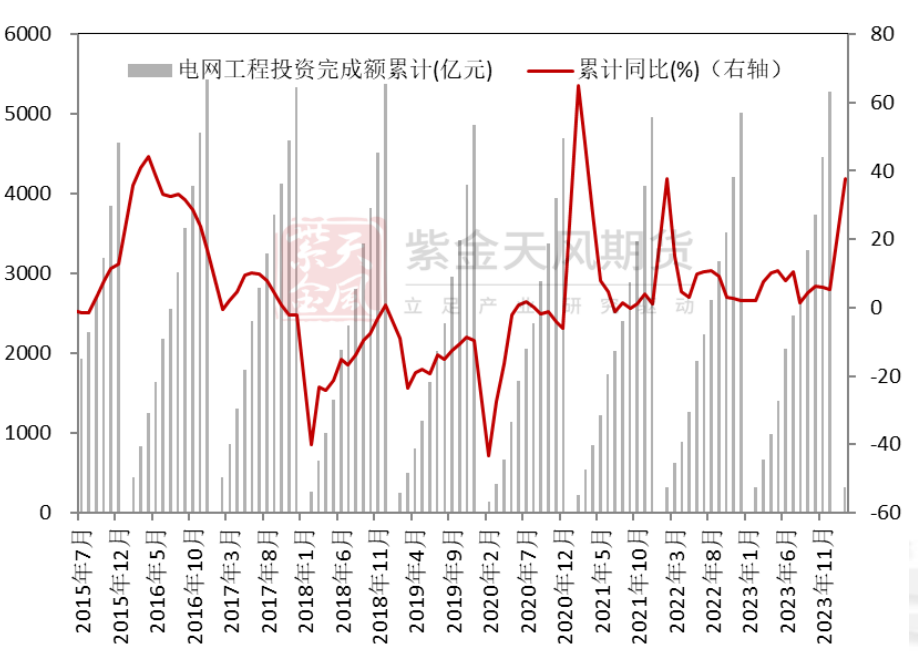
主题

# 需求-传统型电网投资维持温和增长

【CU】电网工程投资完成额累计



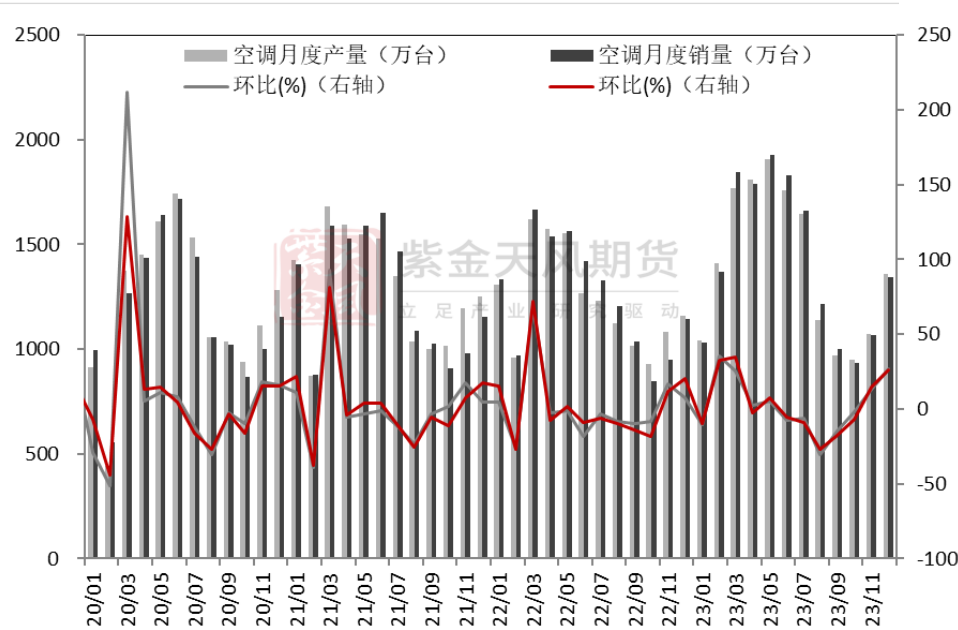
【CU】电源工程投资完成额累计



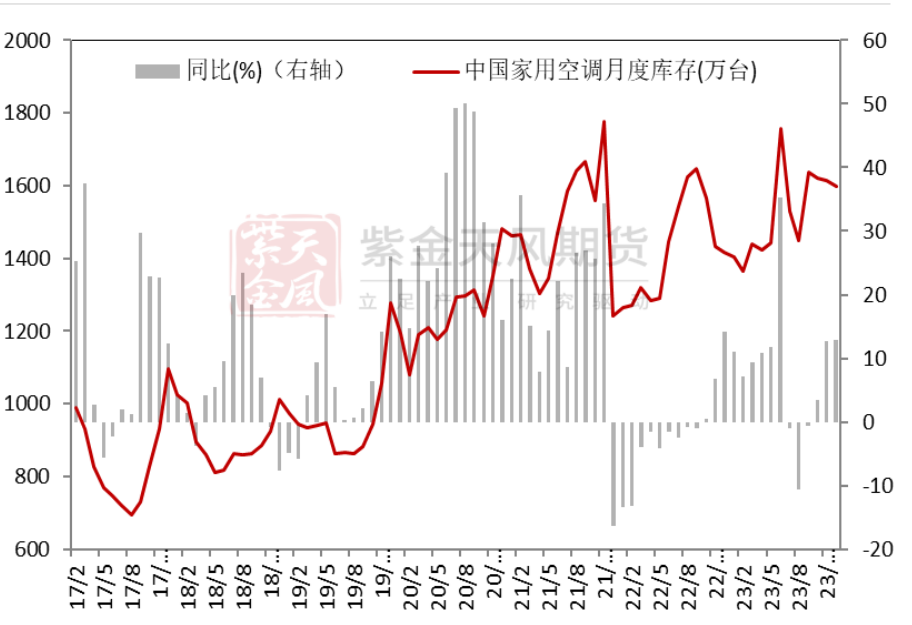
- 1-2月份，全国电网工程完成投资313亿元，同比增长37.6%。1-2月份，全国主要发电企业电源工程完成投资471亿元，同比下降1.9%。其中，水电123亿元，同比下降19.6%；火电70亿元，同比增长31.9%；核电60亿元，同比下降8.3%；风电124亿元，同比下降27.9%。水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的89.5%。
- 我们维持今年对电网增速预估不变，传统电网投资维持温和增长。

# 需求-家电板块优于预期，出口亮眼

【CU】空调销售与出口增速



【CU】空调库存

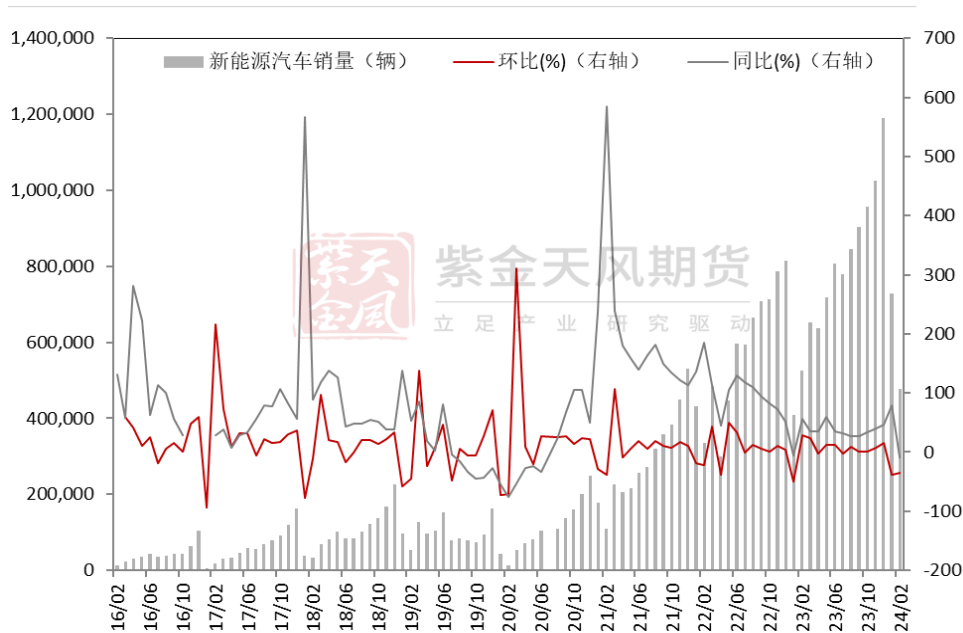


- 据产业在线监测显示，2024年1-2月家用空调生产同比增长16.9%，内销同比增长16.3%，出口同比增长18.9%。2月末库存同比下降9.4%。
- 出口方面，海关总署数据显示，我国出口机电产品2.22万亿元人民币，同比增长11.8%，占出口总值近六成。外销市场分区域来看，欧洲受红海局势影响订单提前锁定出货，拉美、中东、东南亚市场今年需求增长明显，2月份部分企业在产品、价格等策略调整下仍然保持着订单的增长。整体来看，出口节奏较去年有所提前，海外补库需求下出口市场目前增长态势可观。
- 因此，我们调高全年家电板块增速预期。

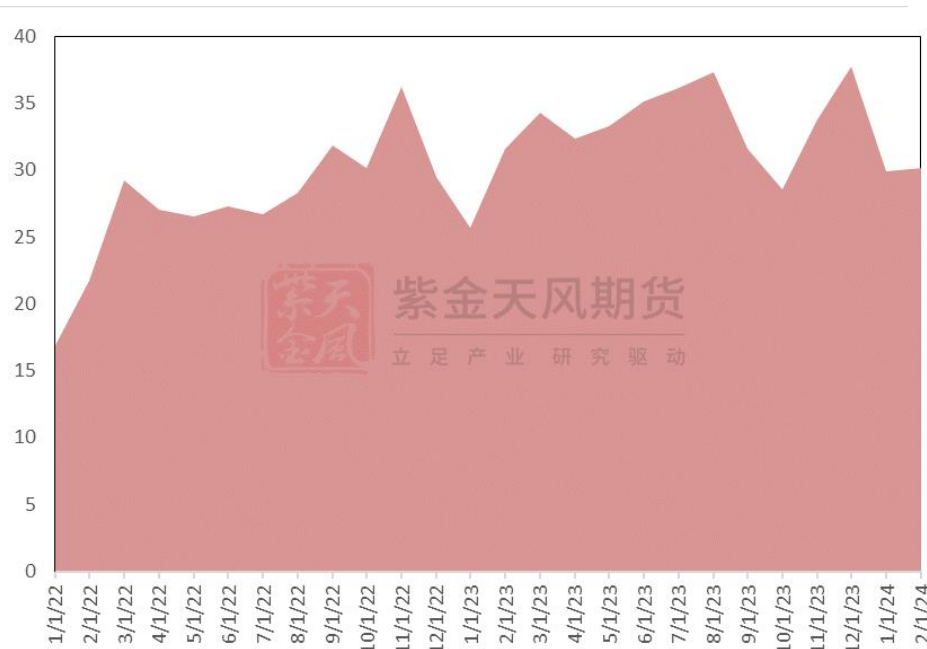


# 需求-新能源车销量维持稳定

【CU】新能源车销量增速



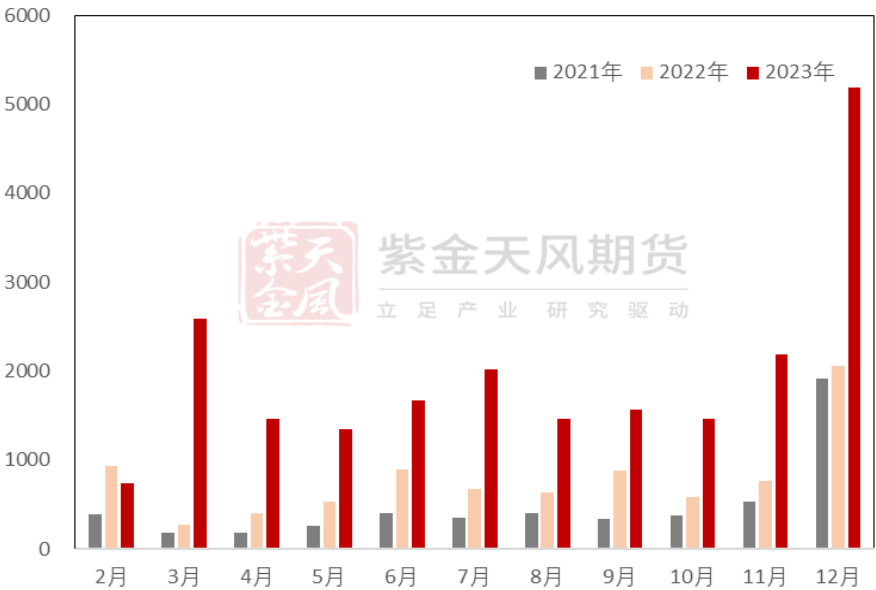
【CU】新能源乘用车销售渗透率



- 新能源车保持平稳运行。中国汽车工业协会发布的最新数据显示，2月，新能源汽车产销分别达46.4万辆和47.7万辆，环比分别下降41.1%和34.6%，同比分别下降16%和9.2%，市场占有率达到30.1%。
- 根据中汽协预测，今年新能源车销量将达到1150万辆左右，同比增长20%。从某种意义上而言，今年国内车市能否如期完成既定销量目标，很大程度上取决于新能源车的市场表现。
- 从全年来看，我们维持新能源汽车预估全年销量增速至25%，渗透率约32%。

# 需求-光伏、风电发展迅速

【CU】光伏新增装机容量



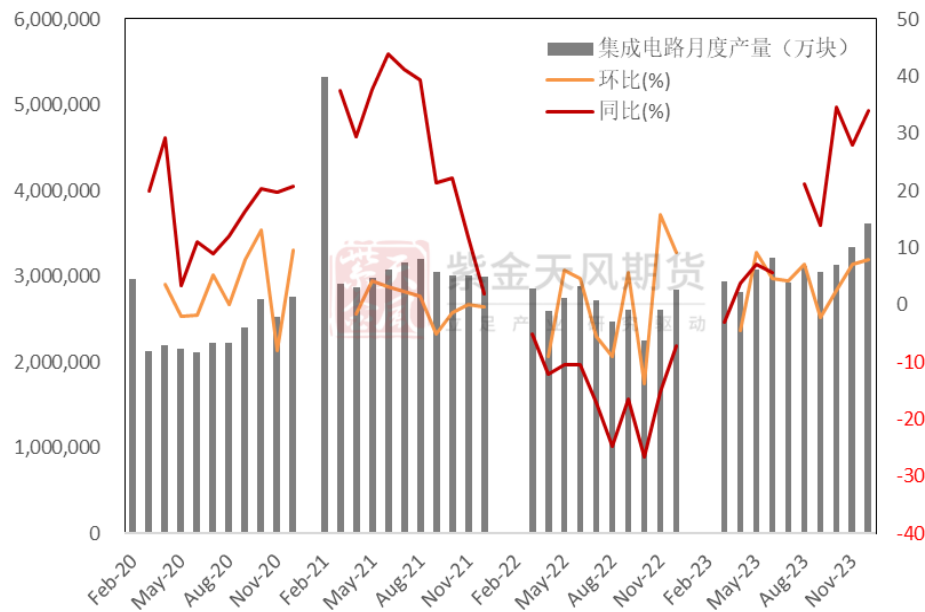
【CU】风电新增装机容量



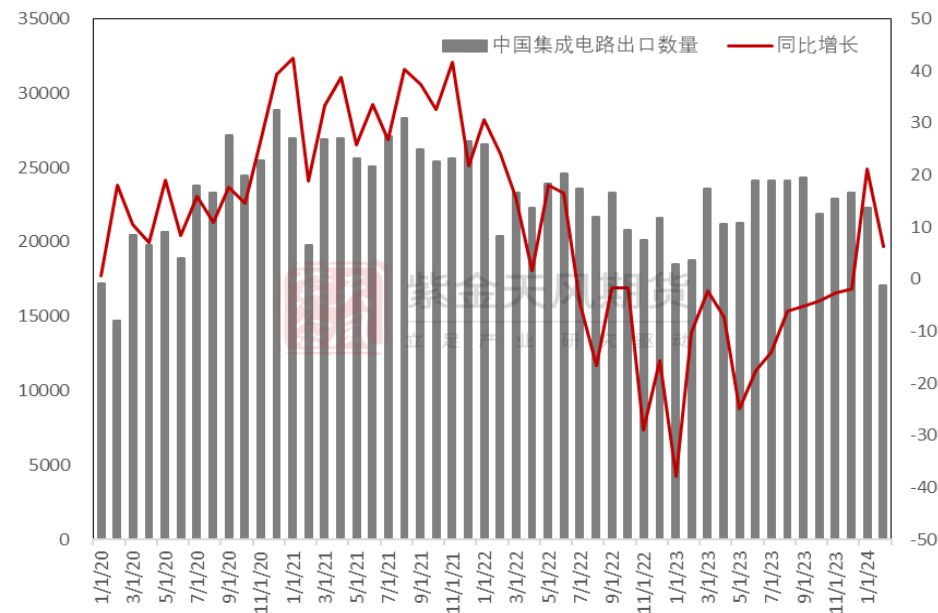
- 国家能源局发布全国电力工业统计数据显示，截至2023年底，中国累计发电装机容量约为29.2亿千瓦。其中，水电、风电、太阳能发电共占50.4%，超过火电(47.6%)。中国在“十四五”规划中定下的“可再生能源发电装机比重到2025年底达到50%以上”的目标提前实现。
- 太阳能和风力发电在中国迅速发展。据中国电力企业联合会统计，2023年中国并网风电装机规模约为2020年的1.6倍，2023年中国并网太阳能发电约为2020年的2.4倍。
- 结合十四五规划及截至目前的装机情况，我们调低今年对于光伏装机的预估增速至20%，同时下调对风电装机预估量。



【CU】中国集成电路月度产量

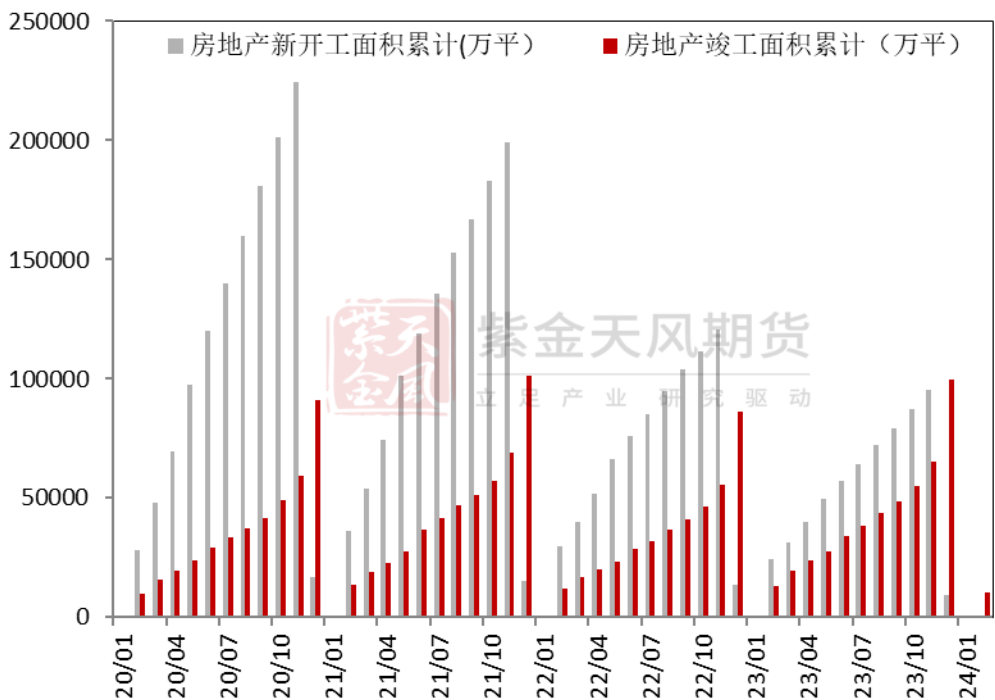


【CU】中国集成电路出口情况



- 国家统计局数据，2023年全国集成电路产量为3514亿块，同比增长8.4%。整体来看，我国集成电路领域整体国产自给率较低，尤其是在半导体设备、材料与晶圆制造等环节，与国际领先水平差距较大；另一方面，随着集成电路成为中美竞争的焦点，我国集成电路产业也面临更加复杂的全球竞争环境。
- 最新海关数据显示，今年前两个月，我国出口机电产品2.22万亿元人民币，同比增长11.8%，占出口总值近六成。除去家电外，电子市场的增长也拉动了集成电路的出口。2024年1月至2月，我国集成电路出口额为1607.1亿元人民币，增长28.6%。
- 集成电路板块增速持续缩减，加之考虑更复杂的国际环境，故依然维持全年-5%的预估。

【CU】中国房地产新开工、竣工面积累计



- 建筑方面，我们仍以竣工增速来衡量精炼铜需求在建筑领域的变动。今年1-2月份，全国房屋竣工面积同比增速为-20.2%。通过单月拆分并且年化处理之后的竣工增速低于先期预测值，并且低于19年同期水平。故此，考虑市场整体开工及竣工实际情况，下调建筑板块增速预估至-10%。

铜	月度平衡表 (单位: 万吨)											版本: 2024/4/18
分项\时间	2024/1	2024/2	2024/3	2024/4	2024/5	2024/6	2024/7	2024/8	2024/9	2024/10	2024/11	2024/12
总产量	102	93	98	96	96	97	100	101	102	102	101	102
抛储量	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
进口	36	25	29	30	29	31	31	31	31	31	31	31
出口	1	1	3	4	4	4	3	3	3	3	3	3
总供应	137	117	124	122	121	124	128	129	130	130	129	130
总消费	131	96	117	122	130	128	126	128	133	134	130	132
过剩量	6.0	20.5	6.3	-0.5	-9.5	-4.5	1.5	0.5	-3.5	-4.5	-1.5	-2.5
产量同比	37.58%	14.77%	4.73%	0.57%	-9.61%	8.10%	7.44%	-0.79%	0.22%	-2.69%	-2.56%	2.92%
消费同比	37.89%	1.37%	-6.24%	1.67%	-1.52%	4.92%	6.78%	-3.03%	2.31%	3.88%	3.17%	6.45%
产量累计同比	15.45%	10.03%	7.40%	5.08%	4.07%	4.25%	4.80%	4.44%	4.15%	4.03%	3.84%	3.68%
消费累计同比	15.79%	8.58%	2.70%	2.41%	1.50%	2.10%	2.79%	1.97%	2.01%	2.21%	2.30%	2.66%

- 供应端，二季度国内精炼铜产量月均96万吨，进口调升至31万吨的水平；
- 需求端，下调建筑以及光伏装机增速，上调家电增速。结合需求模型，全年精炼铜增速下调至2.66%左右；
- 从平衡来看，全年仍将有约4万吨左右的缺口。目前，社会库存+保税库存约45万吨，二季度开始将持续去库。

- 一般而言，二季度的铜价更容易出现年内的高点，从一季度市场来看，有关基本面的情绪将在接下来一段时间延续；如我们年报中所言，价格中枢的上抬将使得铜价运行重心上移至7万元附近；
- 在本文中我们回顾了历次第一次降息前后铜价的走势，尤其从1989年开始的五次降息，因为只有这五次高利率停留了较长的时间。我们发现，从降息周期来看，铜价并不存在绝对的涨跌规律，历史并不是简单重复。
- 基本面的角度来看，无论由于铜精矿的吃紧后延至精炼铜端，且时间周期将维持一年左右；国内精炼铜新扩建的产量大幅下调，平衡由微过剩转向微去库；
- 综上所述，美国抗通胀步调稳定，最终由全世界买单。我们仍需关注最终经济是否软着陆的问题，而美联储降息后将推动美元大量外流，最终导致美元指数下行，令大宗商品价格中枢形成上移。这也将使得铜、黄金等大宗商品迎来一波慢牛。



# 免责声明

本报告的著作权属于紫金天风期货股份有限公司。未经紫金天风期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为紫金天风期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于紫金天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但紫金天风期货股份有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且紫金天风期货股份有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，紫金天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与紫金天风期货股份有限公司及本报告作者无关。





紫金天风期货

立足产业 研究驱动

# 感谢！

THANKS FOR YOUR ATTENTION

---

