

铜：供应转向紧缺 冲击两年新高

内容提要：

- ◆ 1-2月，沪铜主力合约主要在68000-70000区间震荡，3月中旬铜价增仓上行，一举突破70000大关，一度触及73900元/吨，刷新近两年高点。沪铜突破上行的主要驱动力在于供给端的收缩。进入3月下旬，美元指数仍受外部因素和国内经济指标支撑强势攀升，企稳于104之上运行，沪铜上方承压明显，期价小幅回调。最新公布的美国3月ISM制造业PMI为50.3，时隔16个月重返荣枯线之上，美联储6月份首次降息的可能性一度大幅降低至50%以下。
- ◆ 2022-2023年铜精矿供应处于过剩阶段，进入2024年，虽然矿端仍有较多产能规划增量，但矿端扰动增多限制铜矿产量增幅，短期全球矿端持续紧张局面难以改善，铜精矿供应格局正在由过剩转变为紧缺。截至3月29日，中国进口铜精矿加工费指数为6.5美元/干吨，较年初跌幅89.5%。
- ◆ 电力电网投资一季度表现较好；装机预计延续大增带动用铜需求；地产板块，竣工端持续向好动能转弱，后续竣工端也将偏弱运行，地产用铜量承压；燃油车消费超预期，新能源汽车延续高增拉动铜需求。
- ◆ 展望二季度，宏观方面，因为市场对美联储6月份降息预期较足，所以届时降息靴子落地之后美元指数如何演绎依旧充满不确定性。国内经济数据有所好转，但房地产拖累仍较明显，经济复苏仍需更多利多政策出台指引。基本面的来看，国内外主要矿企纷纷将年产量预期下调，铜精矿加工费处于历史低点，全球铜精矿供应紧缺格局短期难以改善，矿山扰动问题将贯穿全年。综合来看，在利多因素寻求共振的情况下，消费端一旦启动或助推铜价再次冲击阶段高点，建议沪铜维持逢低买入思路。
- ◆ 风险因素：地缘政治超预期、矿端变化超预期。

有色金属/铜

石磊

从业资格证：F0270570

投资咨询证：Z0011147

TEL：0516-83831127

E-MAIL：

shilei@neweraqh.com.cn
苏州大学数学与应用数学专业理学学士，新加坡国立大学计量金融专业理学硕士。

新纪元期货交易咨询部副经理，中级经济师。

陈啸

从业资格证：F3056981

TEL：0516-83831160

E-MAIL：

chenxiao@neweraqh.com.cn

第一部分 一季度铜期货行情回顾

1-2 月，沪铜主力合约主要在 68000-70000 区间震荡，3 月中旬铜价增仓上行，一举突破 70000 大关，一度触及 73900 元/吨，刷新近两年高点。沪铜突破上行的主要驱动力在于供给端的收缩，2023 年 12 月海外矿山陆续传出减产消息，铜精矿 TC 加工费大幅下挫，自年初以来累计跌幅约 90%。在 3 月 13 日举行的铜冶炼企业座谈会上，19 家铜冶炼企业决定抱团减产，自此铜价开始飙升。不过随后公布的美国就业数据及 PMI 数据均超预期，美元指数因此震荡走升，一度攀升至 105.43 高点，这对基本金属形成抑制，铜价高位回调，冲击 74000 关口失败，截至月末，沪铜于 72000 元/吨一线窄幅震荡运行。

图 1. 沪铜主力合约日 K 线



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

第二部分 宏观分析：国内政策发力 市场情绪回暖

一、国际宏观：市场提前交易降息预期

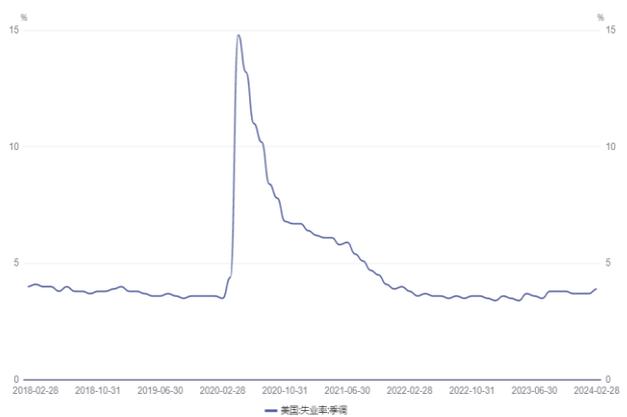
一季度海外宏观市场跌宕起伏。美国 2 月经济数据公布之后，市场对美联储 6 月降息预期升温，且美联储主席鲍威尔无论是在国会还是在 3 月美联储利率决议上的发言都较为温和，最新的点阵图仍维持今年降息 3 次的指引，市场交易情绪转向宽松预期，对 6 月降息的概率一度走高至约 70%，沪铜迎来突破行情。

图 2. 美国 ISM：制造业 PMI (%)



资料来源：iFind 新纪元期货研究

图 3. 美国失业率 (%)



资料来源：iFind 新纪元期货研究

不过进入 3 月下旬，随着美国经济表现出较强韧性，且通胀表现出较强粘性，叠加近期俄乌冲突再度升级，令通胀担忧再起，且美联储部分官员发表不急于降息的言论，令年内降息 3 次的预期再度遭受打压，美元指数企稳于 104 之上运行，沪铜上方承压明显，期价小幅回调。最新公布的美国 3 月 ISM 制造业 PMI 为 50.3，时隔 16 个月重返荣枯线之上，美联储 6 月份首次降息的可能性一度大幅降低至 50% 以下，市场不确定性陡增。

图 4. 近一年美元指数走势

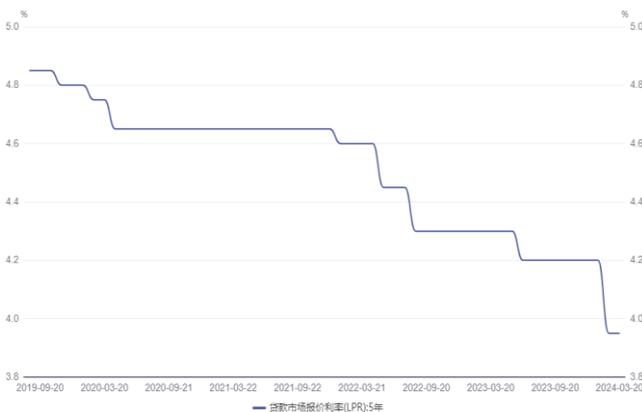


资料来源：iFinD 新纪元期货研究

二、国内宏观：国内宏观政策继续发力 提振市场情绪

国内经济处于持续回升阶段。1 月 24 日，央行决定自 2 月 5 日起下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，2 月再次超预期下调五年期 LPR 利率 25 个基点，再结合近期围绕房地产市场密集出台较多政策措施，充分体现了利率政策参与激活房地产市场、推动房地产市场良性循环的政策蓝图。不管是从资金流动性层面还是产业层面，都对有色金属有一定提振。

图 5. LPR：5 年 (%)



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 6. 中国官方制造业 PMI (%)



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

中国 3 月官方制造业 PMI 为 50.8，前值 49.1，时隔 5 个月重回荣枯线上方，制造业景气度回升。生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。中国 3 月官方非

制造业 PMI 录得 53，前值 51.4；中国 3 月官方综合 PMI 为 52.7，前值 50.9，位于较高景气区间，市场信心得到提振。

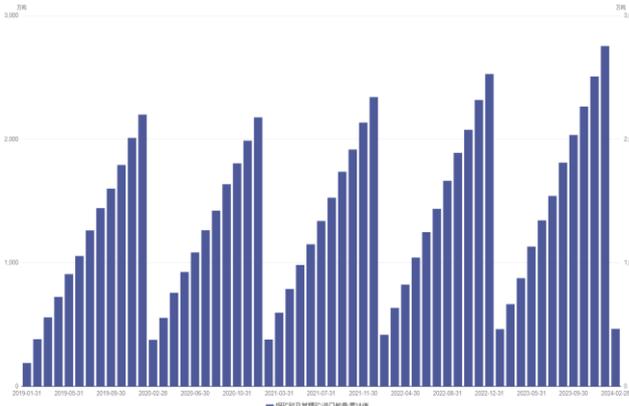
第三部分 供给端分析：铜精矿加工费大幅下跌 供应担忧再起

2022-2023 年铜精矿供应处于过剩阶段。2024 年矿端仍有较多产能规划增量，但矿端扰动增多限制铜矿产量增幅，短期全球矿端持续紧张，铜精矿供应格局正在由过剩转变为紧缺。

一、铜矿供应：铜精矿现货 TC 跌幅接近 90%

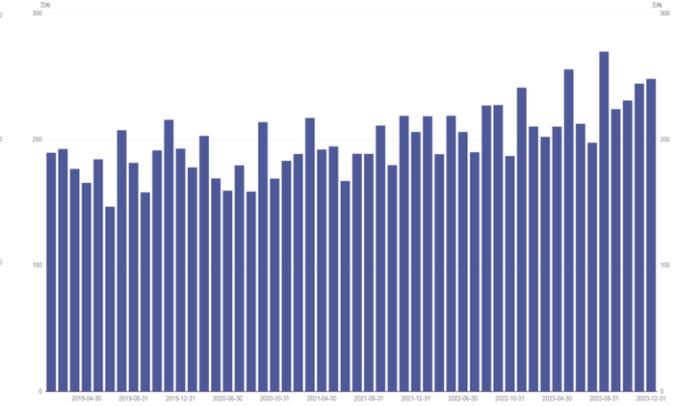
2023 年全球十大矿企铜总产量为 1297.0 万吨，约占全球铜总产量的 55.9%。据 Mysteel 统计，截止 2024 年 2 月底，2024 年全球十大矿企铜总产量预计达到 1277.0 万吨，同比减少 1.5%，主要下调矿企有 First Quantum(-30.8 万吨)，Anglo American(-7.6 万吨)，Freeport(-5.1 万吨)。

图 7. 铜矿砂及其精矿进口量：累计值（万吨）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

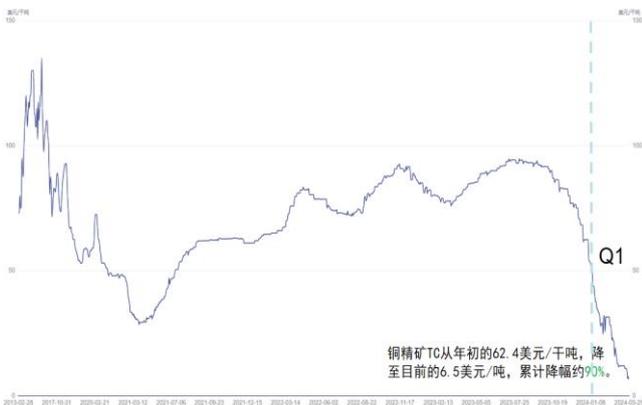
图 8. 铜矿砂及其精矿进口量：当月值（万吨）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

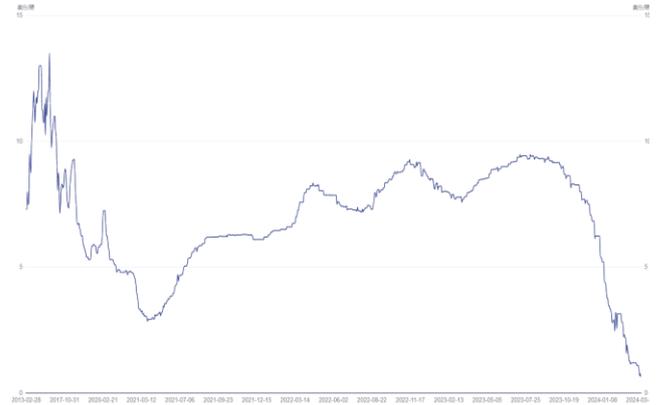
受全球铜精矿供应短缺影响，我国铜精矿进口量逐步回落。海关总署数据，1-2 月铜矿砂及其精矿进口量为 465.8 万吨，较上年同期增长 0.6%。其中 2 月进口量达 220.1 万吨，同比下降 3.5%。

图 9. 铜精矿现货粗炼费 TC（美元/吨）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 10. 铜精矿现货精炼费 RC（美分/磅）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

2023 年 11 月 28 日，一则消息引爆市场，巴拿马最高法院宣布第一量子与巴拿马政府的采矿合同违宪，在铜精矿大幅缺口的预期下，市场彻底陷入恐慌状态，铜精矿现货 TC 指数断崖式下滑。根据 Mysteel 数据显示，截至季末，我国铜精矿港口库存为 34.60 万吨，位于往年同期低位。上游原料低库存局面很大程度上反映在 TC

加工费上，据 iFinD 数据显示，截至 3 月 29 日，中国进口铜精矿加工费指数为 6.5 美元/干吨，较年初跌幅 89.5%，国内部分炼厂处于亏损状态。

2024 年 3 月 13 日，中国有色金属工业协会在北京组织召开座谈会，国内 19 家铜冶炼企业就调整现有生产线检修计划及压减生产负荷、新建产能推迟投运以及推迟达产达标时间等方面达成一致。针对铜冶炼行业近年来产能增长过快问题，国家将提高新建项目准入门槛，从而控制新增产能，自此铜精矿 TC 加速下滑。

二、 精炼铜：刚果超越智利成为最大供应国

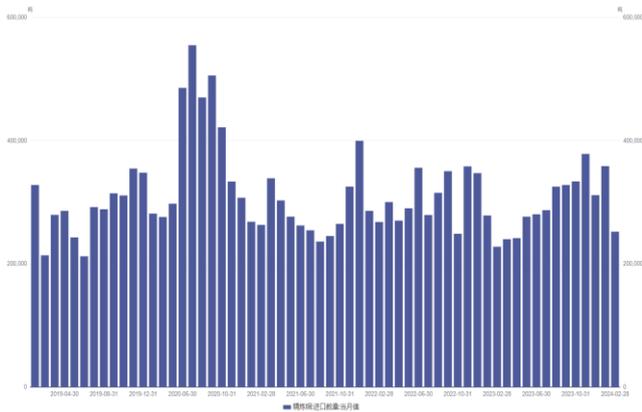
根据海关总署数据显示，中国 1 月精炼铜进口量为 37.84 万吨，1 月份刚果供应量环比大增五成至 11.41 万吨，超越智利成为最大供应国。中国 2 月精炼铜进口量为 26.68 万吨，2 月份刚果和智利输送量均出现超过两成的下降，其他供应国输送量也多有下滑，2 月精炼铜进口量明显回落。

表 1：2024 年 2 月精炼铜进口分项数据一览表

原产地	2024 年 2 月（吨）	环比	同比
刚果	87213.36	-23.57%	122.38%
智利	58774.98	-29.16%	-13.45%
哈萨克斯坦	29533.91	-17.75%	45.42%
俄罗斯	14338.52	-35.54%	24.12%
秘鲁	11827.53	29.27%	-3.61%
澳大利亚	8864.99	-55.03%	-46.64%
日本	8430.76	-48.43%	-47.33%
波兰	7002.29	-6.70%	-19.74%
韩国	6034.53	-43.14%	-55.47%
赞比亚	5234.41	-34.72%	-6.75%

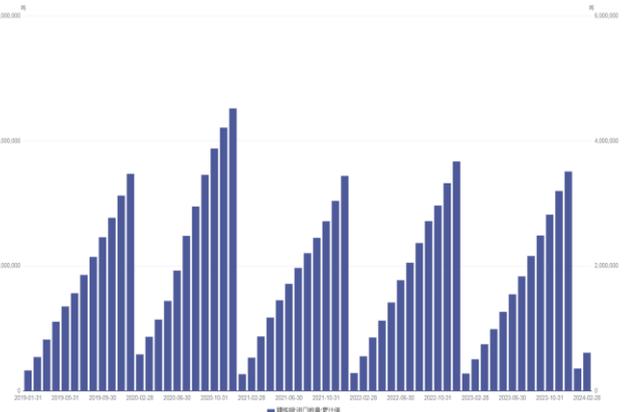
资料来源：SMM 新纪元期货研究

图 11. 中国精炼铜进口量当月值（万吨）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 12. 中国精炼铜进口量累计值（万吨）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

1 月和 2 月 SMM 中国电解铜产量分别为 96.98 万吨和 95.03 万吨，环比分别下降 2.96% 和 2.01%。1-2 月累计产量为 192.01 万吨，同比增加 15.90 万吨，增幅为 9.03%。目前来看一季度精铜产量还未受到影响，市场主要

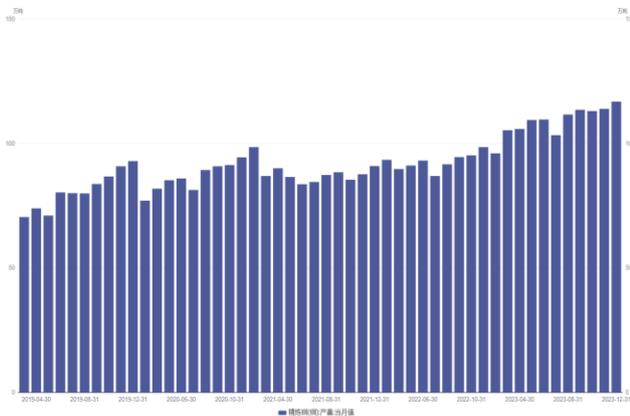
担忧二季度冶炼厂迎来的检修潮。进入 2 季度冶炼厂将进入密集检修期，据 SMM 调研，4 月将有 7 家冶炼厂要检修涉及粗炼产能为 121 万吨，5 月将有 8 家冶炼厂要检修涉及粗炼产能为 184 万吨，6 月将有 8 家冶炼厂要检修涉及粗炼产能为 156 万吨。

表 2：2024 年二季度国内铜冶炼厂预计检修日期

公司名称	产能(万吨)	开始时间	结束时间
阳新宏盛铜业有限公司	40	2024 年 4 月初	2024 年 5 月初
营口盛海化工有限公司	10	2024/4/1	2024/5/1
青海铜业责任有限公司	10	2024/4/1	2024/5/1
恒邦股份	10	2024/4/1	2024/5/1
五矿铜业有限公司	10	2024 年 4 月中	2024 年 5 月中
阜新博发铜业有限公司	10	2024 年 4 月底	2024 年 5 月底
铜陵有色金属集团股份有限公司金冠铜业分公司(双闪)	48	2024/5/1	2024/6/1
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	2024/5/1	2024/6/1
浙江江铜富治和鼎铜业有限公司(新线)	15	2024 年 5 月下旬	2024/7/1
阳谷建发铜业有限公司	40	2024/5/10	2024/6/1
国投金城冶金有限责任公司	10	2024/6/1	2024 年 6 月下旬
包头华鼎铜业发展有限公司	20	2024/6/1	2024 年 6 月下旬
赤峰金通铜业有限公司	30	2024/6/10	2024 年 6 月底

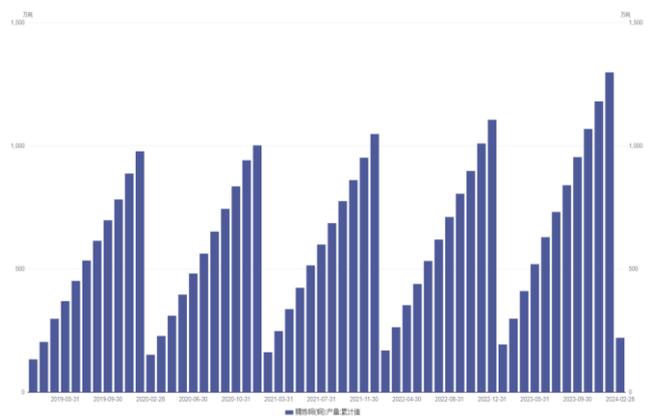
资料来源：SMM 新纪元期货研究

图 13. 精炼铜产量：当月值（吨）



资料来源：iFind 新纪元期货研究

图 14. 精炼铜产量：累计值（吨）



资料来源：iFind 新纪元期货研究

第四部分 需求端分析：房地产数据疲软 拖累整体需求表现

一季度铜需求整体表现强劲。Mysteel 数据显示，1 月铜表观消费量为 137.30 万吨，2 月铜表观消费量为 117.52 万吨，1-2 月累计报于 254.82 万吨。从消费端具体来看，电力电网投资一季度表现较好，兜底传统消费；装机预计延续大增带动用铜需求；地产板块，竣工端持续向好动能转弱，后续竣工端也将偏弱运行，地产用铜

量承压；燃油车消费超预期，新能源汽车延续高增拉动铜需求。

图 15. 铜月度表观消费量（万吨）



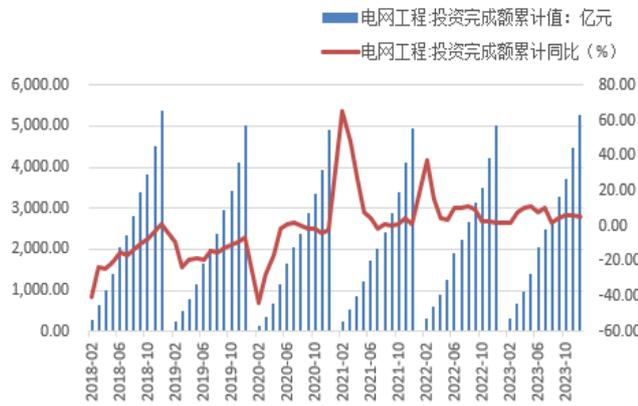
数据来源：钢联数据

资料来源：iFinD 新纪元期货研究

一、 电力投资向好 新型绿色电力激发铜需求

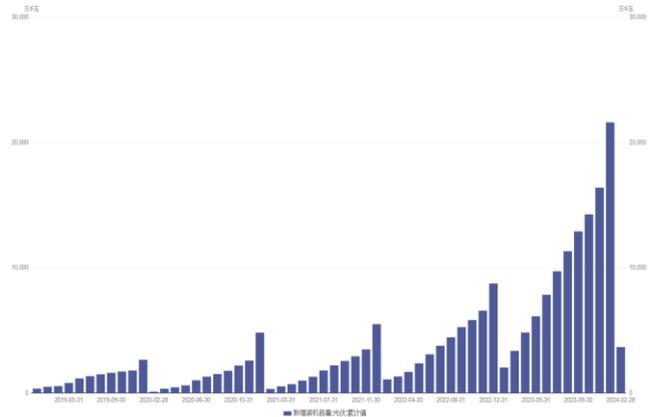
电力电网投资端，2024 年 1-2 月电网工程完成投资 327 亿元，同比增长 2.3%，电网投资稳步增长。1-2 月全国主要发电企业电源工程完成投资 761 亿元，同比增长 8.3%。2024 年初，国家电网公司对外透露，2024 年预计电网建设投资总规模将超 5000 亿元，而 2023 年电网投资完成额为 5275 亿元。此外，清洁能源仍维持较高增速，国家能源局发布 1-2 月份全国电力工业统计数据显示，1-2 月份，全国累计发电装机容量约 29.7 亿千瓦，同比增长 14.7%。其中，太阳能发电装机容量约 6.5 亿千瓦，同比增长 56.9%；风电装机容量约 4.5 亿千瓦，同比增长 21.3%。

图 16. 电网基本建设投资完成额(亿元)



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 17. 新增装机容量光伏累计值(万千瓦)

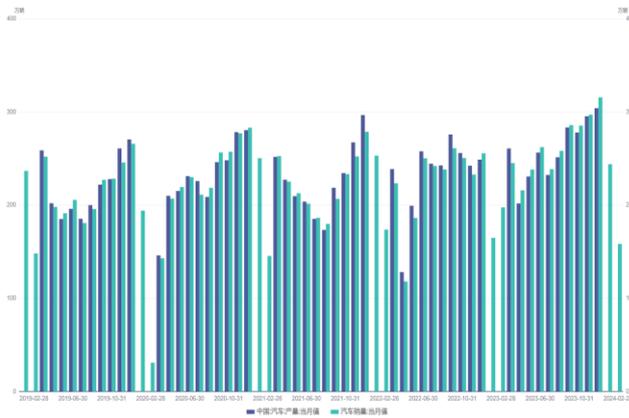


资料来源：iFinD 新纪元期货研究

二、 燃油车消费超预期 新能源汽车维稳增长

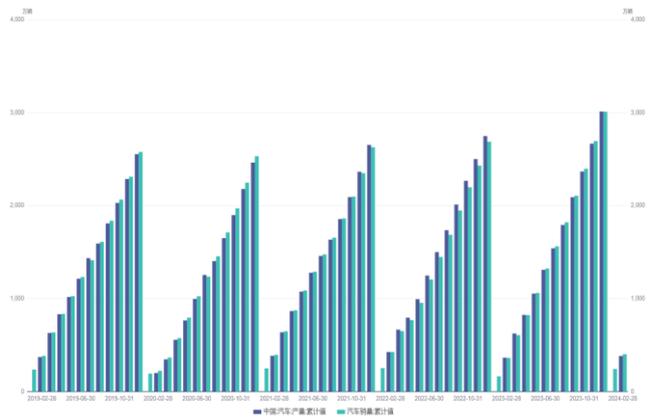
2024 年 1-2 月，汽车产销累计完成 391.9 万辆和 402.6 万辆，同比分别增长 8.1%和 11.1%。从燃油车销售数据来看，1-2 月份燃油车销售量为 281 万辆，同比增长 4.72%。3 月为传统的车市旺季，各企业为了季度末冲刺目标均在月初定下了较高的销量目标，3 月第二周起车市开始有明显的复苏。国家以旧换新政策的即将推出，市场淘汰更新和换购更新的消费潜力将逐步体现，预计二季度全国车市环比产销增长将较为迅猛。

图 18. 中国汽车产销量当月值(万辆)



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

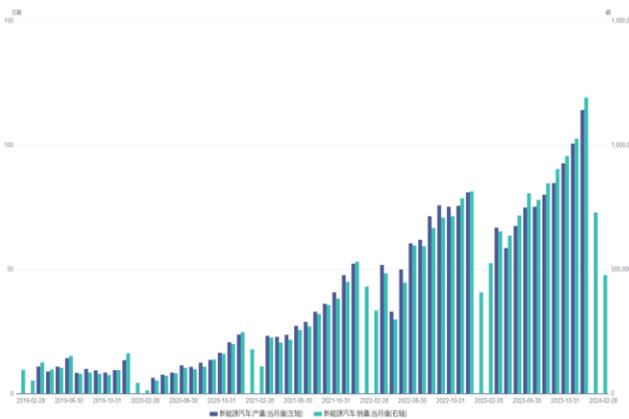
图 19. 中国汽车产销量累计值(万辆)



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

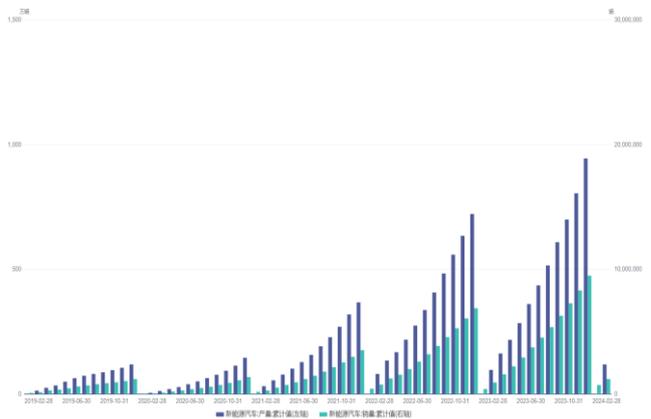
新能源汽车方面，中国新能源汽车产销量保持稳定增长。2024 年 1-2 月，中国新能源汽车产量 125.2 万辆，累计同比增速 28.2%；中国新能源汽车销量 120.7 万辆，累计同比增速 29.4%。目前新能源汽车渗透率达到 30%，未来渗透率还有提升空间。在提前完成十四五工信部规划目标后，新能源汽车市场增速下调，同时汽车工业市场整体偏萎靡和竞争加剧，新能源电池材料大幅降价，目前全球均在下调新能源汽车领域的增速预期，对铜消费预期有直接影响。主要调整理由有两个：1. 新能源汽车整体增速回落；2. 去年实际新能源汽车产销中，纯电汽车产量同比仅增长 20%，混动汽车同比增长 80%，混动汽车在新能源汽车中的占比大幅提高至 41%，混动汽车耗铜量低于纯电。

图 20. 新能源汽车产销量当月值(万辆)



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 21. 新能源汽车产销量累计值(万辆)

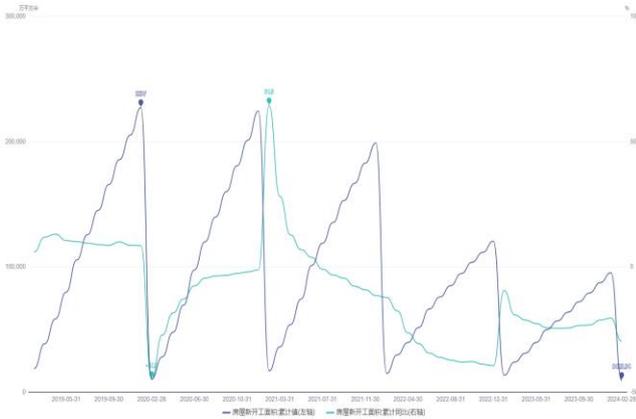


资料来源：iFinD 新纪元期货研究

三、 房地产数据全面下滑

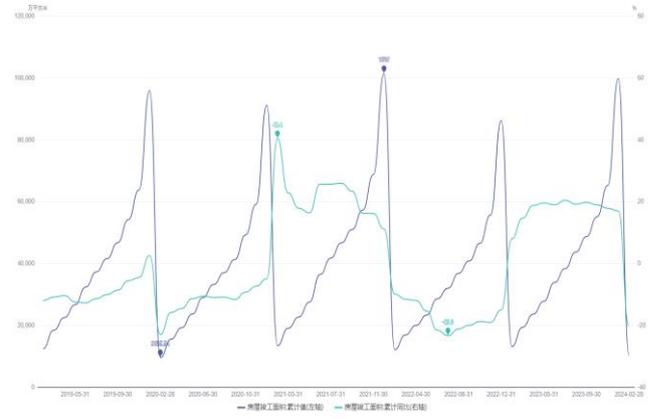
房地产数据较为疲软。2024 年 1-2 月全国房地产新开工面积为 9428.94 万平方米，同比下降 29.7%；2024 年 1-2 月全国房地产施工面积为 666902 万平方米，同比下降 11.0%；2024 年 1-2 月全国房地产竣工面积为 10395 万平方米，同比下降 20.2%。房地产行业景气度明显下降，居民观望情绪较浓，楼市热度持续下降，同时房企开工意愿普遍降低，后续开工情况还要看销售端的走向。地产的用铜需求主要在竣工一侧，竣工面积的大幅下滑，将对铜价形成拖累。

图 22. 全国房地产新开工面积&累计同比 (%)



资料来源: iFinD 新纪元期货研究

图 23. 全国房地产竣工面积&累计同比 (%)



资料来源: iFinD 新纪元期货研究

第五部分 库存分析：海外库存高位回落，国内库存迅速增长

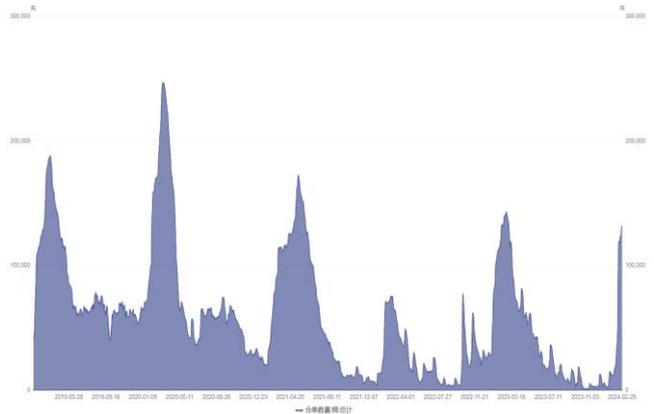
2024 年铜海内外库存分化，LME 铜库存连续去化，较年初减少 52600 吨至 113100 吨，COMEX 铜库存小幅上升 11495 吨至 30504 吨；国内铜库存受春节假期和传统淡季累库影响，处于历史同期高位，上期所库存增加 254185 吨至 285090 吨，社会库存较年初增加 32.09 万吨至 38.73 万吨。

图 24. LME 铜库存(吨)



资料来源: iFinD 新纪元期货研究

图 25. SHEF 铜库存(吨)



资料来源: iFinD 新纪元期货研究

第六部分 总结与展望

回顾一季度，1、2 月份沪铜主要在 68000-70000 区间震荡运行，在美联储二季度降息已成定局的情况下，市场开始提前交易降息预期，叠加消费旺季来临，沪铜在 3 月中旬增仓上行至近两年高点，其中最主要的上涨驱动力在于全球铜精矿格局从供给过剩到紧缺的转变。我们在年报中曾认为沪铜将在 2024 年一季度刷新阶段高

点，目前铜价上探至高位区间运行，这也印证了我们的观点。

展望二季度，宏观方面，当前美国经济数据向好，通胀仍具有粘性，美联储降息靴子落地之后美元指数如何演绎依旧充满不确定性。国内经济数据有所好转，但房地产拖累仍较明显，经济复苏仍需更多利多政策出台指引。基本面来看，国内外主要矿企纷纷将年产量预期下调，铜精矿加工费处于历史低点，全球铜精矿供应紧缺格局短期难以改善，矿山扰动问题将贯穿全年。综合来看，在利多因素寻求共振的情况下，消费端一旦启动或助推铜价再次冲击阶段高点，建议沪铜维持逢低买入思路。

风险因素：地缘政治超预期、矿端变化超预期。

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-67900698
邮编：400010
地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8