

二次通胀预期下 沪铜开启牛市新篇章

3.28 日 CSPT 小组召开一季度会议，倡议联合减产，建议减产幅度 5%-10%，且不设
定二季度的加工指导费，铜价在此次事件导火索下一路上涨，再次创出新高。那么铜
价上涨到底有哪些因素？

研究员：何燕艳

邮 箱：hey@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85333633

从 业 资 格 号：F0210791

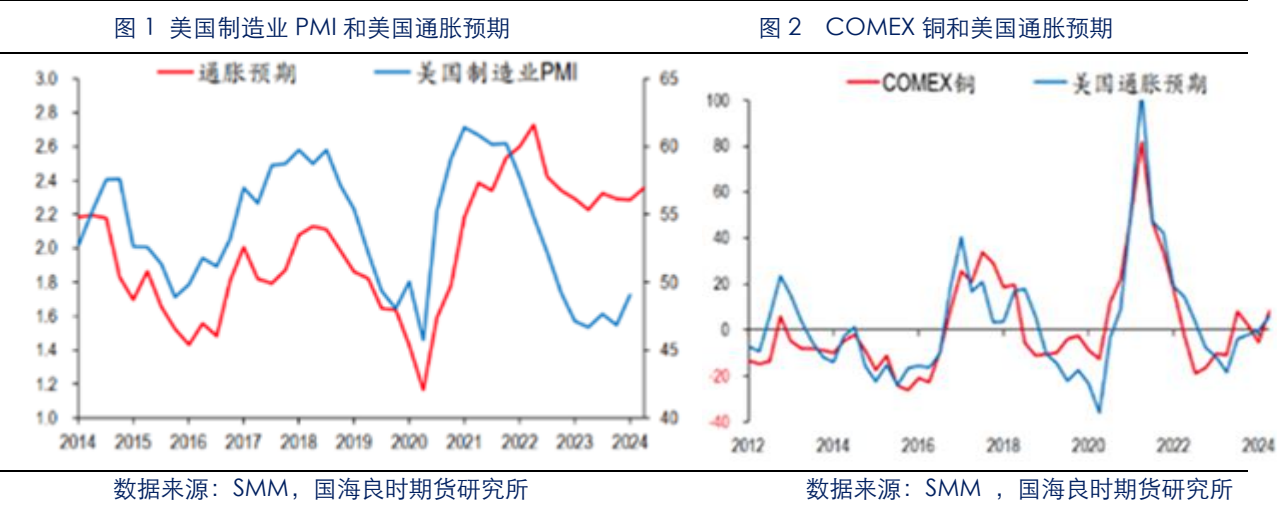
投资咨询资格号：Z0000751

2024 年 4 月 24 日

一、二次通胀预期下，沪铜开启牛市新篇章

本轮有色金属强势上涨交易的是美元定价品种的二次通胀预期。21 年我们曾经讲到过支撑铜价上涨的三大因素：复苏、通胀、供应偏紧。这次又是熟悉的配方熟悉的味道，证明本轮上涨是 21 年上涨的延续，是上涨途中的第三波上涨。复苏有一个先行指标是美国制造业 PMI，ISM 最新发布的数据显示，3 月美国制造业采购经理人指数（PMI）环比增至 50.3 点，是 2022 年 10 月以来首次升至 50 点以上的扩张区间，表明美国经济重回复苏。

制造业 PMI 走势略微领先美国通胀预期，这意味着美国通胀预期也可能再度升温，而铜价走势与通胀预期存在高度正相关。如下图所示。



另外降息周期下美元指数长期走低概率较大，美元和有色板块负相关较为明显，利多有色板块。

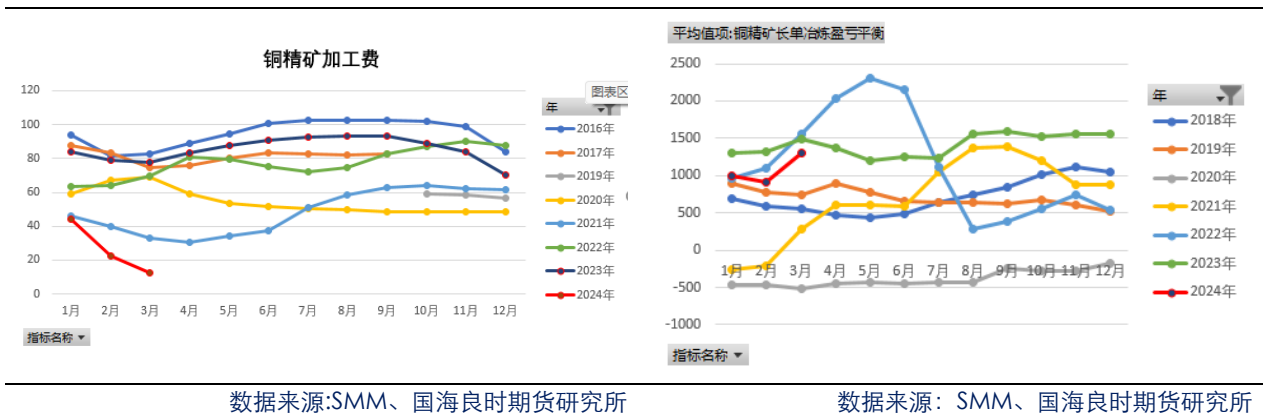
二、TC 下行至个位数表明铜精矿供应偏紧

铜精矿供应偏紧。最新 2024 年铜精矿产量下调 40 万吨，全年增加数约为 40.7 万吨：主要是第一量子下调 31 万吨和英美资源下调 7 万吨，24 年铜精矿产量增速下调 3%至 2.07%。铜精矿需求端显示，24 年粗铜产能的大幅扩张约 109 万吨，远超铜精矿供应端增速，这使得铜精矿供应平衡表直接从过剩调整为短缺 23.4 万吨。

低 TC 反应了铜精矿紧缺的预期，最新 4 月口铜精矿 TC 仅为 4.23 美元/干吨，较此前最高位的 93.82 美元/干吨大幅下滑至 10 年来超低水平。3.28 日 CSPT 小组召开一季度会议，倡议联合减产，建议减产幅度 5%-10%,且不设定二季度的加工指导费，铜价在此次事件导火索下一路上涨，再次创出新高。

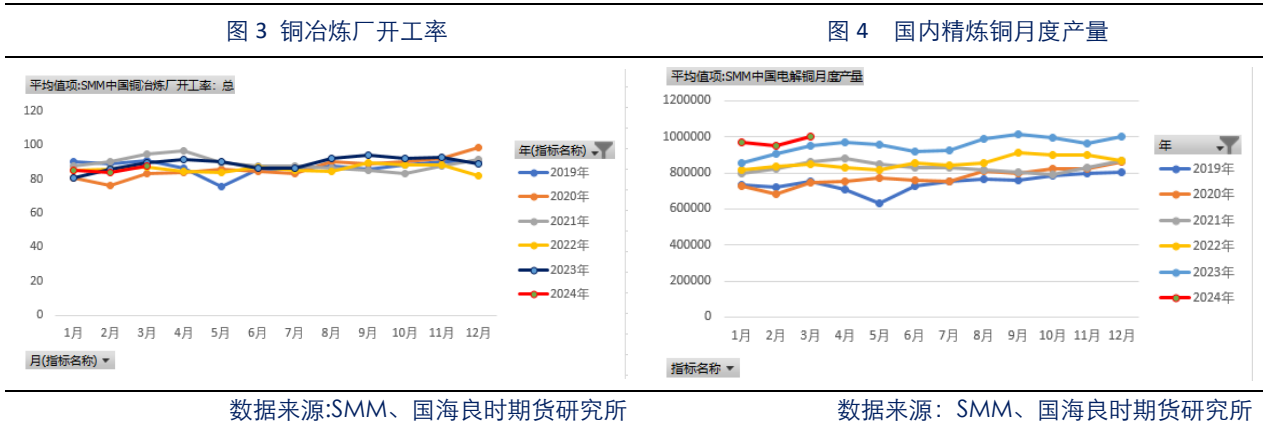
由于长单利润好、副产品收入增加等原因铜冶炼不会减产，从而一直保持对粗铜和铜精矿的旺盛需求，TC 会持续探低乃至负值，迟迟不能回升预计，低 TC 二季度一直持续。





三、3月产量增加超预期，但增速将趋缓，铜价最大利空缓解

3月SMM中国电解铜产量为99.95万吨，环比增加4.92万吨，升幅为5.18%，同比增加5.06%，且较预期的97.02万吨增加2.93万吨。1-3月累计产量为291.96万吨，同比增加20.71万吨，增幅为7.64%。高于预期主要原因是60%冶炼厂仍用长单铜精矿来生产，截止3月底目前为盈利1299元/吨。金银价格上涨后副产品收益增加。但由于二季度因检修影响每月减少量约3万吨，产量高增速趋缓，铜价最大的利空缓解。



数据来源: SMM、国海良时期货研究所

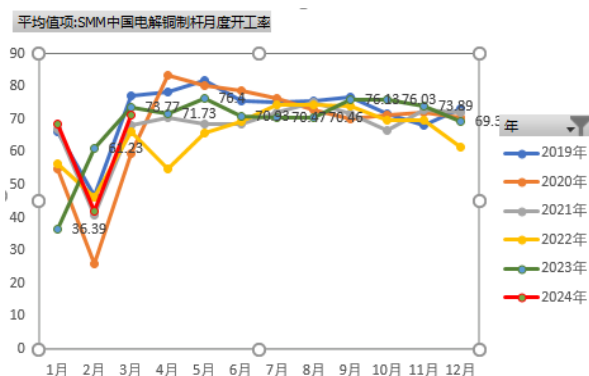
数据来源: SMM、国海良时期货研究所

四、不利因素：铜价上涨对下游开工有抑制。

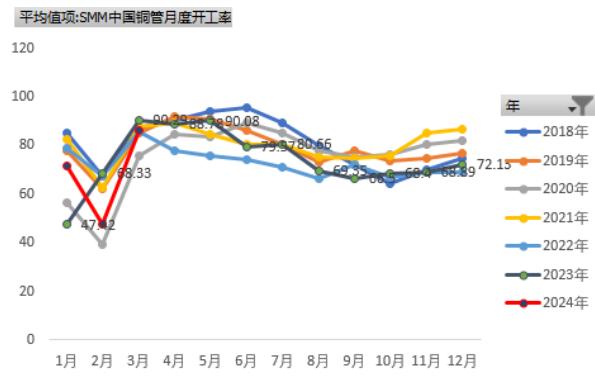
1. 下游开工率综述

3月铜材行业开工率出现季节性上升，从各铜材来看，各铜材行业的开工率都是上升的，各行业景气度如下：铜管行业（85.97）>铜板带行业（73.07）>电解铜杆行业（71.14）>铜棒行业（61.93）>铜箔行业（60.44）>再生铜杆行业（50.54）。但是从历年的对比上看，铜材开工率处于5年的平均水平之下，说明高铜价对下游需求有抑制，但总的来说，需求属于新旧动能转换当中，新能源端和算力的发展抵消了地产端带来的负面影响，总体精炼铜平衡表也可能由略过剩向短缺发展。





数据来源:SMM、国海良时期货研究所



数据来源: SMM、国海良时期货研究所

2.分行业概述

据 SMM 调研数据显示, -3 月份铜管企业开工率为 85.97%, 环比增加 38.34%, 同比减少 4.33%。铜管所对应的行业主要是家电如空调, 地产工程建设。3 月空调生产如期进入旺季, 排产高企; 欧美经济复苏和二次通胀抬头, 因而开启新一轮补库, 空调内外销双双增长。但地产数据拖累合金管消费, 总体同比下降。预计 2024 年 4 月铜管开工率为 87.56%, 环比增加 1.59%, 同比减少 1.22%。旺季开工率增长有限说明高铜价对下游需求有抑制作用。

据 SMM 调研数据显示, 2024 年 3 月份铜板带开工率为 73.07%, 环比增加 29.77%, 同比减少 3.93%。其铜板带广泛运用于电子电气、电力、通讯、轻工、机械制造、家用电器、汽车、建筑、国防、交通运输等众多下游行业。黄铜板带主要消费领域为电器和装饰类, 与房地产市场相关性较大; 而紫铜板带主要消费领域为电力和电子类。季节性上来说, 3-5 月是铜板带的需求旺季, 7-9 月是消费淡季。像新能源汽车行业的铜板带企业的连接件、接插件等领域, 光伏领域、电气领域、3C 消费领域都带动铜板带行业回升。预计 3 月份铜板带开工率为 77.68%, 环比增加 34.45%。预计 4 月铜板带开工率为 77.90%, 环比增加 4.83%。

据 SMM 调研数据显示, 3 月份精铜制杆企业开工率为 71.14%, 环比回升 29.09%, 同比下滑 2.63%。铜价大部分时间高位, 现货升水高企使得前面订单出现亏损, 不得不放慢开工。且精废价差高位, 使得再生铜杆对精铜杆替代作用明显; 铜杆涉及的行业非常多, 如地产、汽车、基建、家电等。预计 4 月精铜杆企业开工率为 72.39%, 环比仅小幅上升 1.25%。

图 7 铜管开工率

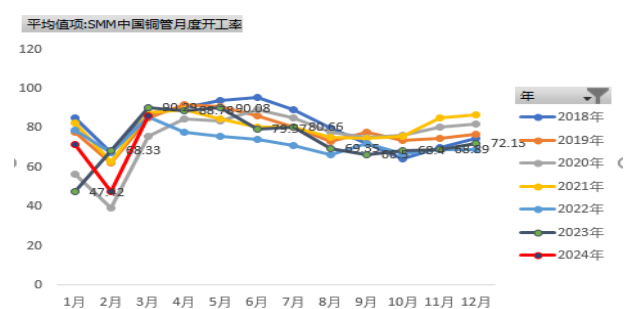
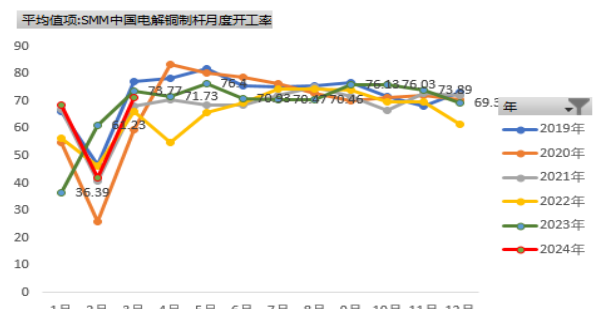


图 8 精铜杆开工率



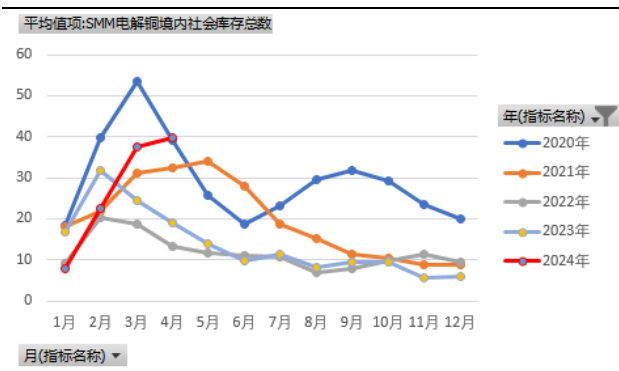
专业服务，创造价值

数据来源:SMM、国海良时期货研究所

数据来源: SMM、国海良时期货研究所

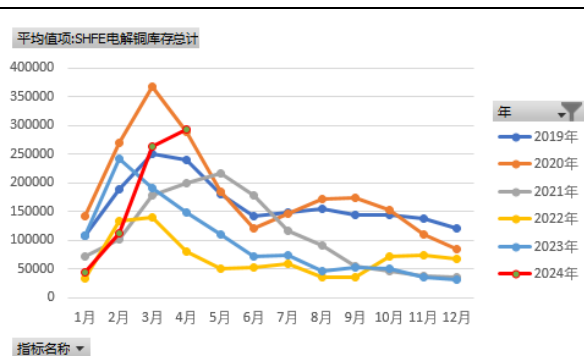
目前三大交易所库存为 45.3 万吨以上, 依旧在回升, 国内社会库存高位维持在 39.9 万吨, 去库节点明显推迟。库存仍处于累库周期的主要原因: 一是供应没有随着 TC 快速下行而剧烈收缩。二是铜价暴涨确实对下游需求产生抑制。

图 9 国内社会库存



数据来源:SMM、国海良时期货研究所

图 10 上期所库存



数据来源: SMM、国海良时期货研究所

综上所述: 铜的主要焦点在于宏观: 美国经济复苏, 二次通胀抬头, 加上铜精矿供应偏紧, 是铜价重拾上涨的主要动力。精炼铜高供应增速会在二季度下降, 需求无明显利空。技术上看国内 7 万突破, 72000-74000 空中加油, 目标位前高。注意需要反复做多。国外站稳 9500 美元指向 11000 美元。

专业服务, 创造价值

【免责声明】

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。