

2023年3月1日

## 美紧缩限制上行，支撑取决国内预期兑现

——沪铜3月月度投资策略

## 分析师：

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68757181

邮箱：jialj@qh168.com.cn

## 联系人

杨磊

从业资格证号：F03099217

电话：021-68758820

邮箱：yangl@qh168.com.cn

## 投资要点：

- **宏观：**美国通胀和就业数据显示韧性，美联储紧缩压力难以缓释，紧缩或超市场预期，铜价上方承压；国内稳地产稳经济政策频出，复苏预期较强，铜价下方有支撑。
- **供给：**矿端仍有扰动，冶炼费继续回落；精铜新产能投放，但后期面临集中检修，精铜产量增幅或不及预期；现货进口窗口仍关闭，进口货源补充有限。
- **需求：**市场对国内复苏预期强，但现实消费复苏不及预期；基建资金到位情况相对较好；国内1月房价回暖；家电开工偏低；汽车消费恢复滞后，一季度仍面临压力；整体消费弱。
- **库存：**LME铜库存处低位，国内铜库存增幅明显，精铜社会库存高但企业库存低。
- **利润：**冶炼费继续回落；精铜现货进口窗口关闭。
- **价差：**LME铜库存仍紧但国内铜增库明显，紧张显著缓解，沪铜月间价差及LME铜0-3M升贴水较前期回落。
- **结论：**铜价上方受美联储紧缩压力限制，下方支撑取决于国内预期兑现情况。
- **操作建议：**逢高布空
- **风险因素：**美联储紧缩不及预期、国内复苏超预期、地缘风险

## 正文目录

1. 行情回顾 .....	4
2. 宏观 .....	4
3. 供给 .....	5
3.1. 铜矿供给 .....	5
3.2. 精铜供给 .....	5
4. 需求 .....	6
4.1. 电力 .....	6
4.2. 地产 .....	7
4.3. 家电 .....	7
4.4. 汽车 .....	8
4.5. 电子 .....	8
4.6. 铜材 .....	9
5. 库存 .....	9
6. 结论及操作 .....	10

## 图表目录

图 1 沪铜走势回顾.....	4
图 2 铜现货升贴水.....	4
图 3 美国国债期限利差.....	4
图 4 通胀预期.....	4
图 5 ICSG 全球矿山产量.....	5
图 6 中国铜矿砂及精矿进口数量.....	5
图 7 全球精炼铜产量(原生+再生).....	5
图 8 中国电解铜产量.....	5
图 9 进口铜精矿 TC.....	6
图 10 硫酸(98%)市场价.....	6
图 11 中国精炼铜进口数量.....	6
图 12 铜现货进口盈亏.....	6
图 13 电网基本建设投资完成额.....	7
图 14 电源基本建设投资完成额.....	7
图 15 中国房地产新开工、施工、竣工面积.....	7
图 16 美国成屋销售和新建住房销售.....	7
图 17 中国空调产量.....	8
图 18 中国家用电冰箱产量.....	8
图 19 中国汽车产量.....	8
图 20 中国新能源汽车产量.....	8
图 21 中国集成电路产量.....	8
图 22 中国移动通信手持机产量.....	8
图 23 中国铜材产量.....	9
图 24 精铜杆开工率.....	9
图 25 LME 铜库存.....	9
图 26 上期所铜库存.....	9
图 27 保税区精铜库存.....	10
图 28 精铜社会库存.....	10
图 29 LME 铜升贴水(0-3M).....	10
图 30 沪铜期限结构.....	10

## 1. 行情回顾

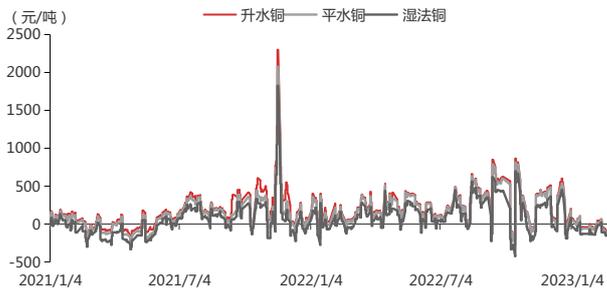
2023年2月沪铜震荡运行。沪铜2303合约2月1日开盘价69030元/吨，2月27日收盘价68220元/吨，跌幅1.17%。2月沪铜整体呈震荡走势，海外宏观预期和国内宏观预期不同步，国内预期与现实需求也不同步，铜价缺乏较为明显的主要驱动，单边未走出趋势性行情。美国通胀和就业数据显示韧性，美联储紧缩压力难以缓释，铜价面临压制，而国内复苏预期又偏强，铜价获得支撑，内外宏观预期的迥异导致铜高位震荡。节后铜下游需求偏弱，订单不足，消费不及预期，但稳经济政策频出的背景下，后续的弱需求无法证伪，下行动能暂有限。

图1 沪铜走势回顾



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图2 铜现货升贴水



资料来源：iFinD，SMM，东海期货研究所

## 2. 宏观

美国1月核心PCE物价指数超预期上行，同比涨4.7%；1月CPI同比涨6.4%，连续第七月降温但仍超预期，环比增0.5%为三个月最高增速；1月PPI环比涨0.7%，全线大幅超预期；1月零售销售环比增3%，超预期，为2021年3月以来最大增幅；1月非农就业人口猛增51.7万，大超预期，失业率3.4%创53年新低，平均时薪同比涨4.4%，略超预期。美国通胀和就业数据显示韧性，美联储紧缩压力难以缓释。

《当前经济工作的几个重大问题》：“总需求不足是当前经济运行面临的突出矛盾。必须大力实施扩大内需战略，采取更加有力的措施，使社会再生产实现良性循环。”新设“不动产私募投资基金”类别并采取差异化的监管政策，投资范围包括特定居住用房、商业经营用房、基础设施项目等。中国1月房价回暖，一线城市新房价格环比转涨，二三线降势趋缓。

图3 美国国债期限利差



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图4 通胀预期



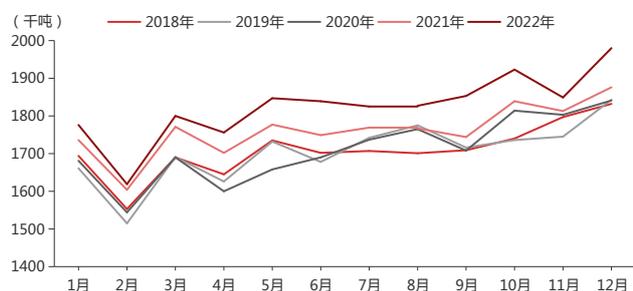
资料来源：iFinD，东海期货研究所

### 3. 供给

#### 3.1. 铜矿供给

据 ICSG，全球 12 月矿山产量 198 万吨，环比增 7.08%，同比增 5.54%，全球 12 月矿山产能利用率 83.5%；全球 1-12 月矿山累计产量 2189.4 万吨，较 2021 年同期增 3.53%，主要因 2022、2023 年是新增铜矿产量释放大年。国内 12 月铜矿砂及精矿进口 210.3 万吨，环比减 12.8%，同比增 2.09%；1-12 月铜矿砂及精矿累计进口 2531.2 万吨，较 2021 年增 8.16%。12 月进口铜精矿细分看，智利 74.06 万吨，秘鲁 57.31 万吨，加拿大 2.02 万吨，墨西哥 11.84 万吨，蒙古 14.67 万吨，哈萨克斯坦 11.95 万吨，印度尼西亚 3.07 万吨，西班牙 1.95 万吨。

图5 ICSG 全球矿山产量



资料来源：iFind，东海期货研究所

图6 中国铜矿砂及精矿进口数量

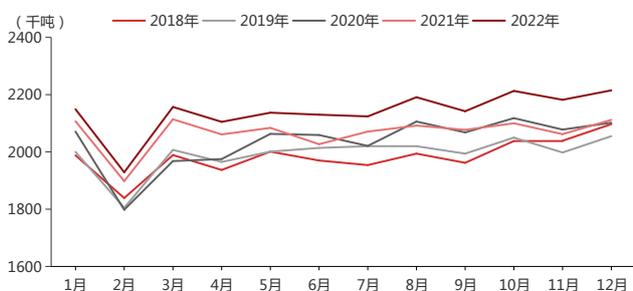


资料来源：iFind，东海期货研究所

#### 3.2. 精铜供给

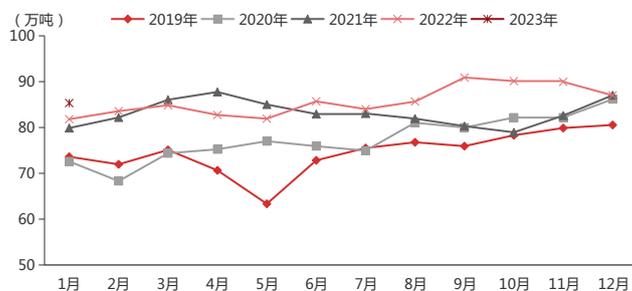
据 ICSG，12 月全球精炼铜产量 221.5 万吨，环比增 1.51%，同比增 4.88%，12 月全球精炼铜产能 269.1 万吨，产能利用率 82.3%；全球 1-12 月精炼铜累计产量 2567.4 万吨，较 2021 年同期增 3.50%。据 SMM，1 月国内精炼铜产量 85.33 万吨，环比减 1.92%，同比增 4.3%。华东某冶炼厂检修超预期、华中和华南新投产速度低于预期、春节开工率下降，故 1 月国内精炼铜产量不仅不及预期，且环比下降。2 月 14 日，中色大冶弘盛铜业 40 万吨高纯阴极铜清洁生产项目投产。

图7 全球精炼铜产量(原生+再生)



资料来源：ICSG，东海期货研究所

图8 中国电解铜产量

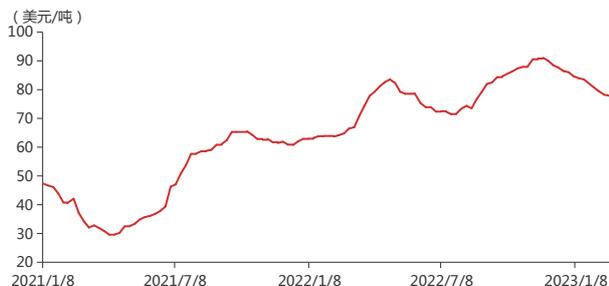


资料来源：SMM，东海期货研究所

进口铜精矿 TC 指数从 1 月 20 日的 83.56 美元/吨回落至 2 月 24 日的 77.88 美元/吨，延续下行趋势，主要因生产端和发运端受冲击而影响原料供应。智利 Ventanas 港口火灾影响发运；印尼暴雨山洪影响矿山生产和发运。

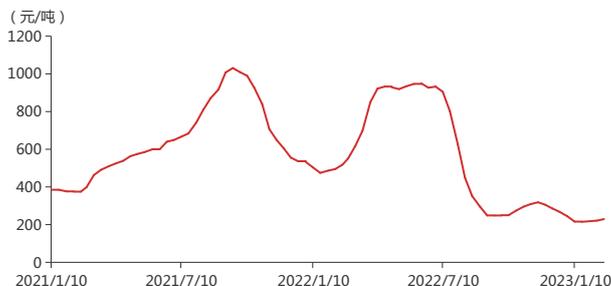
2 月 20 日硫酸（98%）市场价 229.2 元/吨，较 1 月 20 日涨 14.4 元/吨。硫酸供应较稳定，库存处中低位，节后酸厂和下游逐渐恢复，酸价触底回升。

图9 进口铜精矿 TC



资料来源：SMM，东海期货研究所

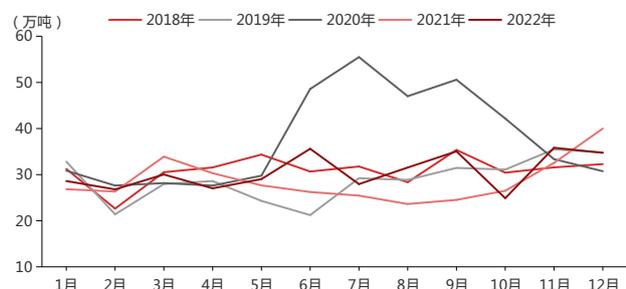
图10 硫酸(98%)市场价



资料来源：iFind，东海期货研究所

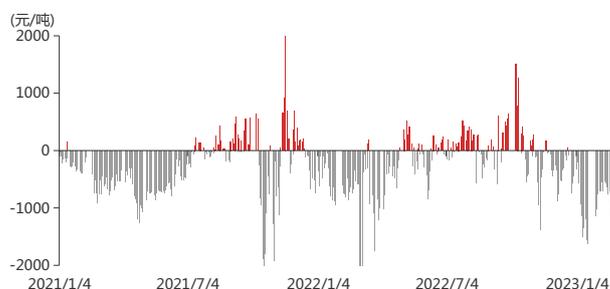
12 月国内进口精炼铜 34.74 万吨，环比减 3.06%，同比减 13.13%；1-12 月累计进口精炼铜 367.13 万吨，较 2021 年增 6.74%。12 月国内进口废铜 13.92 万吨，环比减 13.87%，同比减 13.89%；1-12 月累计进口废铜 177.17 万吨，较 2021 年增 4.57%。海外需求走弱，下游订单减少，加之内弱外强、进口持续倒挂，进口明显减弱。1 月铜进口预计继续下滑。

图11 中国精炼铜进口数量



资料来源：海关总署，东海期货研究所

图12 铜现货进口盈亏



资料来源：SMM，东海期货研究所

## 4. 需求

### 4.1. 电力

电力是中国耗铜量最多的终端，耗铜量占比约 46%。电网投资，1-12 月电网基本建设投资累计完成额 5012 亿元，累计同比增 2%；电源投资，1-12 月电源基本建设投资累计完成额 7208 亿元，累计同比增 22.8%。电力是我国碳排放主要来源，据 IEA，中国供电和供热的碳排放占总碳排放的 51%，全球均值 42%。国内能源转型，新能源发展迅速，预计未来新能源领域的电源投资和配套的电网投资将继续加码，对铜需求起重要支撑。

固定资产投资，1-12月国内电力、热力、燃气及水的生产和供应业固定资产投资累计完成额同比增 19.3%；基础设施建设投资累计完成额同比增 11.52%。基建投资仍继续发力。

图13 电网基本建设投资完成额



资料来源：中国电力企业联合会，东海期货研究所

图14 电源基本建设投资完成额



资料来源：中国电力企业联合会，东海期货研究所

## 4.2. 地产

地产需求，1-12月国内商品房累计销售面积同比减 24.3%，较上月降幅扩大 1 个百分点；房屋累计施工面积同比减 7.2%，较上月降幅扩大 0.7 个百分点；房屋累计新开工面积同比减少 39.4%，较上月降幅扩大 0.5 个百分点。稳地产政策频出。国内 1 月房价回暖，一线房价环比转涨，二三线降势趋缓。

1 月美国成屋销售折年数 400 万套，新建住房销售折年数 67 万套。美国成屋销售仍下行，1 月环比减 0.74%，同比减 36.91%。金融收紧对美国地产压力明显。快速加息使美国房贷利率大幅上行，高房价和高利率挤压地产需求。

图15 中国房地产新开工、施工、竣工面积



资料来源：国家统计局，东海期货研究所

图16 美国成屋销售和新建住房销售



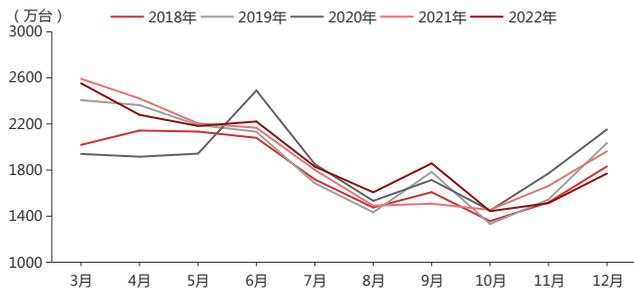
资料来源：iFIND，东海期货研究所

## 4.3. 家电

家电需求，12月空调产量1771万台，环比增17%，同比减9.83%；1-12月空调累计产量19258万台，较2021年减0.05%。12月电冰箱产量745万台，环比减1.78%，同比减1.68%；1-12月电冰箱累计产量7345万台，较2021年减5.61%。

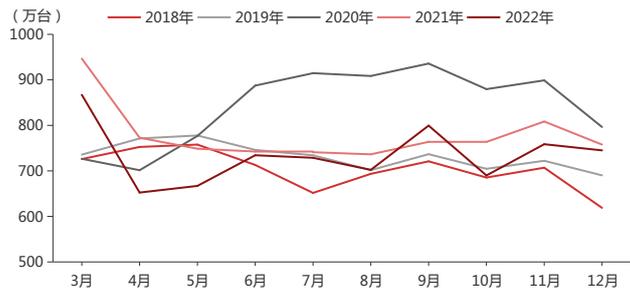
2022年疫情严重，房地产的资金压力、信用风险乃至长期的行业下行趋势进一步削弱了地产后周期的家电产销。欧美高通胀压力下，消费减弱，中国出口放缓。疫情管控放开和稳地产稳经济政策加码，家电需求有望回升。不过目前1月实际可生产订单缩减，节后复苏不及预期，预计1季度仍难有实际好转，需求或在2季度才有所恢复。

图17 中国空调产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图18 中国家用电冰箱产量



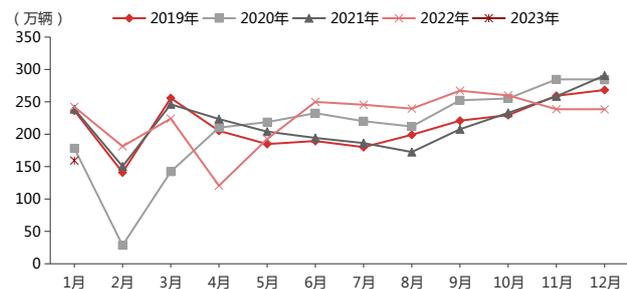
资料来源：iFinD，东海期货研究所

### 4.4. 汽车

国内1月汽车销量164.9万辆，环比减35.49%，同比减34.85%；汽车产量159.4万辆，环比减33.11%，同比减34.19%。1月新能源汽车销量40.8万辆，环比减49.88%，同比减5.34%；新能源汽车产量42.5万辆，环比减46.54%，同比减5.97%。

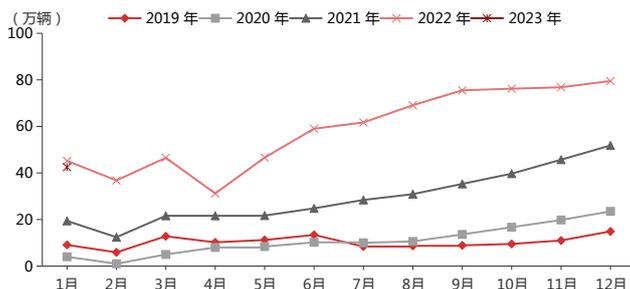
2023年国内新能源汽车补贴退坡。且考虑到目前新能源渗透率已近三成，产销增幅预计放缓。有效需求不足、汽车消费恢复滞后，中汽协预计一季度市场仍面临压力。

图19 中国汽车产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图20 中国新能源汽车产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

### 4.5. 电子

12月集成电路产量284亿块，环比增9.23%，同比减5.02%；1-12月累计产量3242亿块，较2021年减9.79%。12月移动通信手持机产量14310万台，环比增0.99%，同比减18.05%；1-12月累计产量156080万台，较2021年减6.06%。2020、2021年居家办公致电子消费提前，2022年疫情严重、消费减少，电子消费走弱。预计2023电子消费有望恢复但斜率较缓。

图21 中国集成电路产量

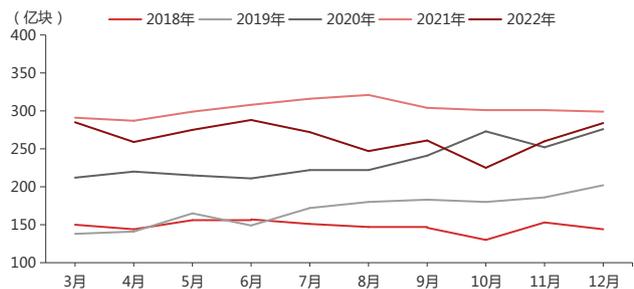
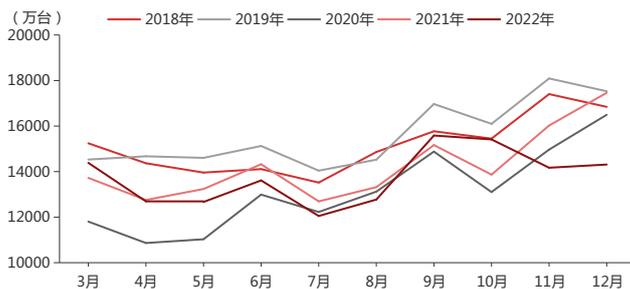


图22 中国移动通信手持机产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

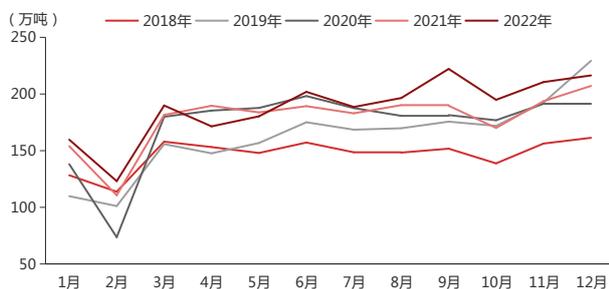
资料来源：iFinD，东海期货研究所

### 4.6. 铜材

铜材生产及开工，1月精铜杆产量42.26万吨，环比减29.26万吨，同比减16.72万吨；1月铜板带产量16.31万吨，环比减7.08万吨，同比减4.99万吨；1月铜管产量9万吨，环比减4.12万吨，同比减5.93万吨。疫情冲击，1月又逢春节，淡季需求弱，企业放假，各类型铜材产量均有不同程度下滑。

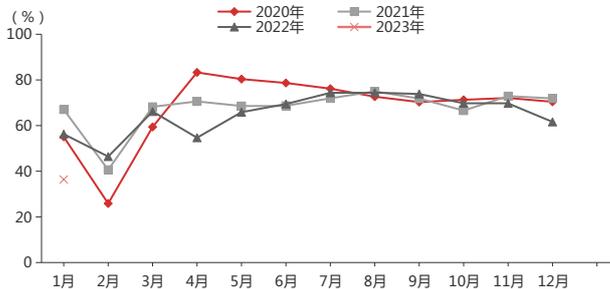
1月精铜杆开工率36.39%，再生铜杆开工率31.94%，铜板带开工率53.67%，铜管开工率47.42%，黄铜棒开工率30.94%，铜箔开工率80.65%。1月逢春节，加之需求偏弱，各类铜材开工均下滑明显。元宵节后铜材开工有所回升但不及预期，终端企业反映订单不及往年。

图23 中国铜材产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

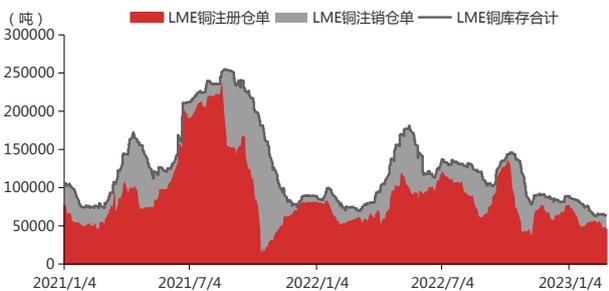
图24 精铜杆开工率



资料来源：SMM，东海期货研究所

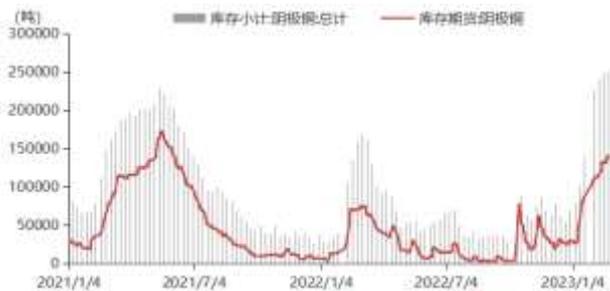
### 5. 库存

图25 LME 铜库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图26 上期所铜库存

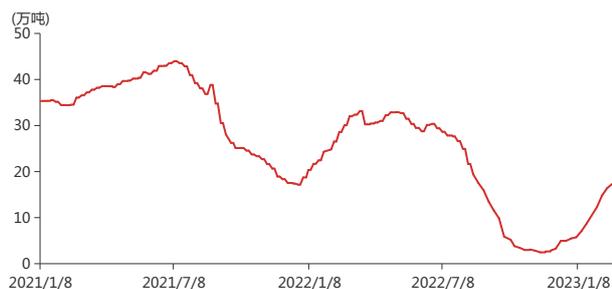


资料来源：iFinD，东海期货研究所

LME 铜 2 月 27 日库存 64275 吨，较上月底减 10950 吨。沪铜 2 月 24 日库存 252455 吨，较月初增 25946 吨。保税区 2 月 24 日铜库存 17.35 万吨，较月初增 5.07 万吨。境内 2 月 27 日铜社库 32.54 万吨，较上月底增 6.15 万吨。LME 铜库存仍紧，国内铜增库明显。

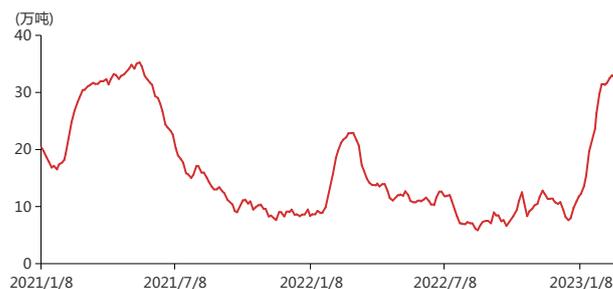
LME 铜库存仍紧但国内铜增库明显，全球精铜库存紧张显著缓解，沪铜月间价差及 LME 铜 0-3M 升贴水较前期回落。

图27 保税区精铜库存



资料来源：SMM，东海期货研究所

图28 精铜社会库存



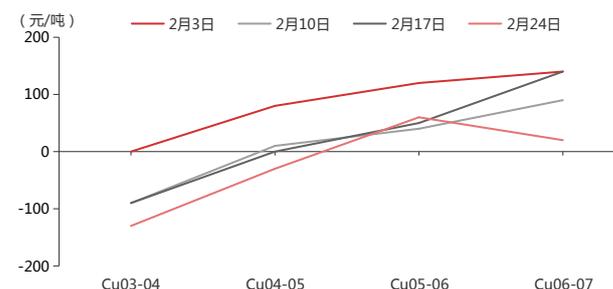
资料来源：SMM，东海期货研究所

图29 LME 铜升贴水(0-3M)



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图30 沪铜期限结构



资料来源：iFinD，东海期货研究所

## 6. 结论及操作

美国通胀和就业数据显示韧性，美联储紧缩压力难以缓释，紧缩或超市场预期，铜价上方承压；国内稳地产稳经济政策频出，复苏预期较强，铜价下方有支撑。矿端仍有扰动，冶炼费继续回落；精铜新产能投放，但后期面临集中检修，精铜产量增幅或不及预期；现货进口窗口仍关闭，进口货源补充有限。市场对国内复苏预期强，但现实消费复苏不及预期；基建资金到位情况相对较好；国内1月房价回暖；家电开工偏低；汽车消费恢复滞后，一季度仍面临压力；整体消费弱。LME 铜库存处低位，国内铜库存增幅明显，精铜社会库存高但企业库存低。铜价上方受美联储紧缩压力限制，下方支撑取决于国内预期兑现情况。

操作建议：逢高布空

风险因素：美联储紧缩不及预期、国内复苏超预期、地缘风险

## 风险提示

本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明

本报告内容所涉及信息或数据主要来源第三方信息提供商或者其他公开信息，东海期货不对该类信息或者数据的准确性及完整性做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其他附属公司的立场，公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

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，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn