



有色金属铜月度报告

2024年4月26日

国联期货研究所

交易咨询业务资格编号

证监许可[2011]1773号

分析师:

杨磊

从业资格号: F03128841

投资咨询号: Z0020255

补库预期和冶炼减产利多盘面；美滞胀风险升温

➤ 宏观：美国滞胀风险增加，国内以旧换新发酵

美国一季度GDP爆冷，创两年最低，不及预期，而核心通胀顽固，一年来首次加速；美国滞胀风险增加，利率互换市场预期美联储要到12月才会降息。国内以旧换新政策发酵，工信部等印发《推动工业领域设备更新实施方案》，商务部等印发《推动消费品以旧换新行动方案》。

➤ 供给：铜精矿供应紧张，冶炼厂检修减产

海外铜矿供给扰动未歇，铜精矿供应紧张，进口铜精矿TC指数进一步下滑。铜精矿港口库存低、供给预期下调，而国内冶炼产能增加，冶炼利润恶化，冶炼厂开始检修减产。4月检修涉及121万吨粗炼产能，国内电解铜产量预计环比缩减；5、6月仍有大量检修。铜供应短缺由矿端逐渐传导到冶炼端。

从3月开始，铜现货进口窗口持续关闭，LME宣布暂停为4月13日后生产的俄罗斯金属出具仓单，进口倒挂进一步加深，冶炼厂开始将电解铜出口到保税区。4月精炼铜净进口量预计缩减。

➤ 需求：盘面和精废价差均处高位，精铜杆开工不及预期

国内以旧换新发酵，美国二次通胀预期升温，沪铜盘面增仓上行，精铜杆下游畏高情绪明显；精废价差高位，进一步挤压需求，精铜杆开工不及预期。精铜杆生产占精炼铜下游超一半，需求影响可见一斑；精炼铜消费整体承压，现货持续贴水。不过铜板带表现较好。

➤ 库存：冶炼厂检修减产，进口窗口关闭，社库累库放缓

4月铜国内社库、LME库存均累库。LME宣布暂停为4月13日后生产的俄罗斯金属出具仓单，而LME铜库存中俄铜占比超6成，这将限制之后LME铜累库空间。4月冶炼厂开始检修减产，且进口窗口关闭，后续铜社库压力将缓解。

➤ 展望

美国二次通胀预期升温、滞胀风险增加，美联储降息预期后置，铜价将面临阻力，后续涨势预计难以流畅，但以旧换新发酵、内外补库预期共振、铜矿供给扰动对资金的吸引仍将为盘面提供支撑，5月沪铜盘面预计高位震荡。冶炼厂检修，供给压力减轻，进口倒挂，社库累库将放缓，现货贴水将有所收敛。

正文目录

一、行情回顾	- 3 -
二、宏观：美国滞胀风险升温，中国制造业向好	- 3 -
三、供给：铜精矿供应紧张，冶炼厂检修减产	- 4 -
3.1 铜精矿港口库存低、供给预期下调	- 4 -
3.2 矿供应紧张、冶炼亏损，冶炼厂检修减产	- 5 -
3.3 进口倒挂，冶炼厂出口电解铜到保税区	- 5 -
3.4 冶炼减产、出口保税区，国内供给压力将减轻	- 6 -
四、需求：盘面和精废价差均处高位，精铜杆开工不及预期	- 6 -
4.1 精铜杆需求承压，铜材整体产量同比缩减	- 6 -
4.2 新能源和家电表现亮眼，电网投资有望提高	- 8 -
五、库存：冶炼厂检修减产，进口窗口关闭，社库累库放缓	- 11 -
六、展望	- 12 -

一、行情回顾

4月沪铜加权增仓上行、创2007年以来新高，沪铜主力2406合约价格从月初72500元/吨左右上行至中下旬的高点81000元/吨附近，之后回落，但幅度有限，盘面支撑明显。高盘面和高精废价差抑制精铜杆消费，精炼铜现货持续贴水。

国内以旧换新政策发酵，国务院政策例行吹风会介绍《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，工信部等印发《推动工业领域设备更新实施方案》，商务部等印发《推动消费品以旧换新行动方案》。央行副行长表示未来货币政策仍有空间。美国3月CPI同比增3.5%，核心CPI同比增3.8%，超预期，美联储降息预期后置。美联储官员表态开始强硬，美联储主席称通胀缺乏进展，高利率保持更长时间可能合适，纽约联储主席甚至警告称如果数据显示需加息以实现目标，美联储就会加息。美联储降息预期后置，但国内以旧换新及美国二次通胀预期仍继续助推盘面。

图 1：沪铜加权日线图



数据来源：文华财经、国联期货研究所

二、宏观：美国滞胀风险升温，中国制造业向好

美国一季度GDP爆冷，实际GDP按年率计算增1.6%，增幅较去年四季度的3.4%明显收窄，创两年最低，不及预期，而核心通胀顽固，核心PCE物价指数年化初值环比升3.7%，一年来首次加速，去年四季度终值2.0%。美国滞胀风险增加，利率互换市场预期美联储要到12月才会降息而非11月，降息预期再后置。

中国制造业向好，3月制造业投资完成额累计同比增9.9%，基础设施投资(不含

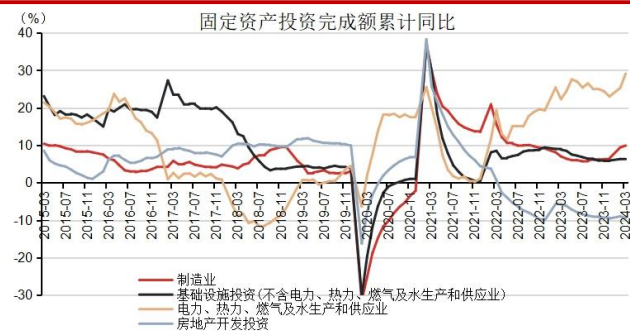
电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增 6.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增 29.1%；3 月制造业 PMI 为 50.8，回到荣枯线以上，新出口订单 PMI 提升至 51.3。3 月房地产开发投资完成额累计同比减 9.5%，仍有压力；但房地产开发投资占固定资产投资比重降到 22%，地产端影响减弱。

图 2：美国 CPI&核心 CPI



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 3：固定资产投资完成额累计同比



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

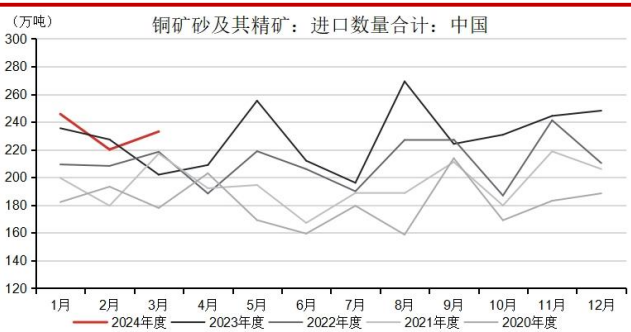
三、供给：铜精矿供应紧张，冶炼厂检修减产

3.1 铜精矿港口库存低、供给预期下调

海外铜矿供给扰动未歇，4 月中旬淡水河谷公司称巴西一家地方法院再次暂停其旗下 Sossego 铜矿的运营许可；第一量子矿业在巴拿马 5 月大选后收回 Cobre 巴拿马铜矿特许使用权的概率仍低，目前 5 位领先的候选者中的 3 位都表示将继续关闭；4 月中下旬紫金矿业位于刚果金的穆索诺伊铜钴矿所产的部分产品辐射超标，4 月 17 日起关停。全球主要铜矿品位下降、新增供应收缩，2024 年全球铜矿增量或不足 30 万吨。

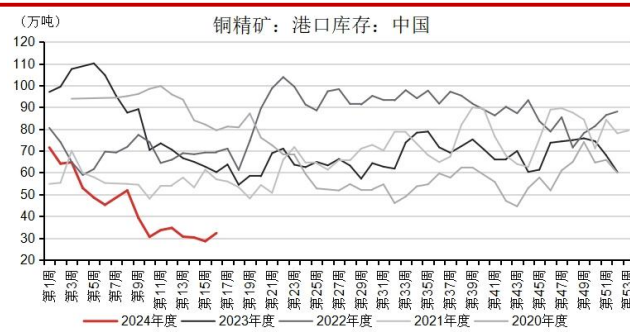
铜精矿供应紧张，进口铜精矿 TC 指数从 3 月底的 6.38 美元/吨左右进一步下滑至 4 月中下旬的 4.23 美元/吨附近。中国 3 月铜矿砂及其精矿进口同比增 15.4%，环比增 5.9%，其中智利是最大进口来源国。铜精矿港口库存为近年同期低位。港口库存低、供给预期下调，而国内冶炼产能增加，冶炼利润恶化，冶炼厂开始检修减产。

图 4：铜矿砂及其精矿进口数量



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 5：铜精矿港口库存



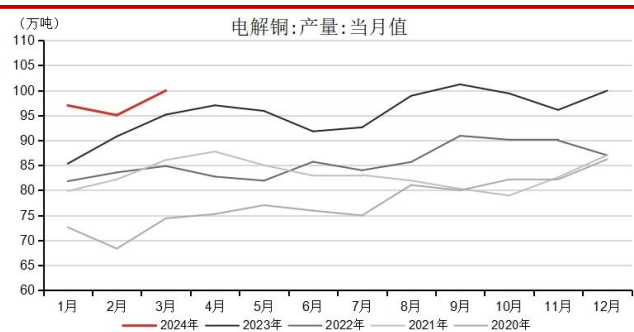
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

3.2 矿供应紧张、冶炼亏损，冶炼厂检修减产

3月国内电解铜产量99.95万吨，同比增5.1%，环比增5.2%。2023年年末投产的冶炼厂继续释放产能；副产品价格提高，3月使用长单铜精矿生产电解铜仍有盈利；3月精废价差走扩，阳极铜产量增加，部分减轻铜精矿带来的原料紧张；3月国内电解铜产量因此高于预期。

但铜精矿加工费继续走弱，外采原料生产电解铜仍陷于亏损。铜精矿供应紧张、电解铜冶炼亏损，二季度冶炼厂开始密集检修减产。4月检修涉及121万吨粗炼产能，国内电解铜产量预计环比缩减3.5%至96.5万吨；5、6月仍有大量检修。铜供应短缺由矿端逐渐传导到冶炼端，2024年全球电解铜将面临短缺。

图 6：中国电解铜产量



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 7：铜冶炼利润

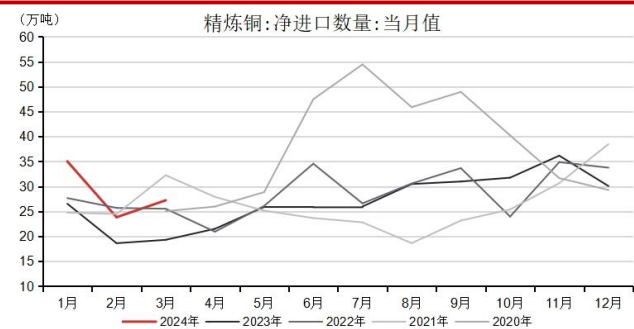


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

3.3 进口倒挂，冶炼厂出口电解铜到保税区

3月精炼铜净进口量27.22万吨，环比增14.3%。3月废铜进口量达21.82万吨，远高于预期。铜精矿紧张而国内冶炼产能增加，国内冶炼厂加大对废铜的采购以替代铜精矿，一定程度上缓解了原料端的压力。

图 8：精炼铜净进口数量



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 9：铜现货进口利润



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

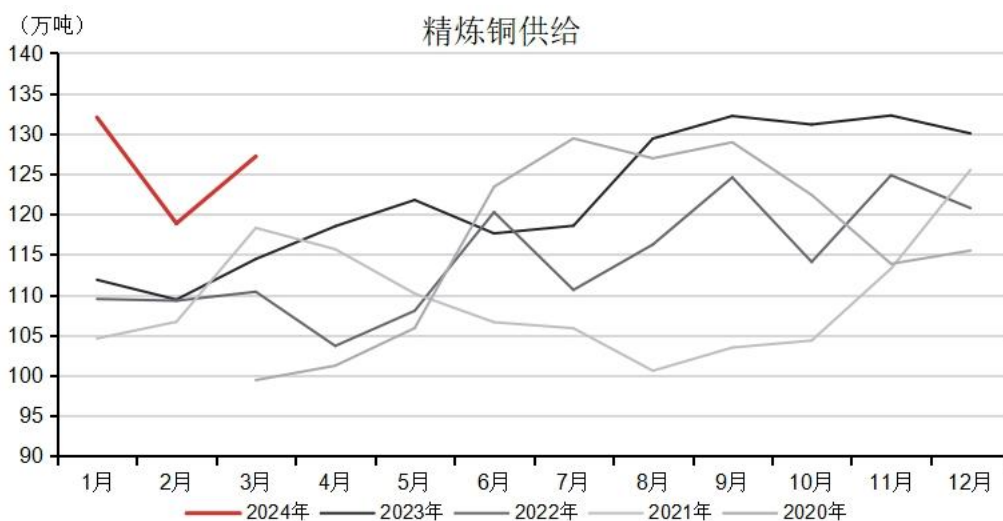
从3月开始，铜现货进口窗口持续关闭，国内电解铜社会库存为近年同期高位，受高盘面和高精废价差抑制，电解铜社库难以有效去库。伦敦金属交易所LME宣布暂停为4月13日后生产的俄罗斯金属出具仓单，而根据3月LME按产地划分的金

属库存，LME 铜库存中俄铜占比 62%，超 6 成，受此影响，进口倒挂进一步加深，部分冶炼厂开始将电解铜出口到保税区。4 月精炼铜净进口量预计缩减。

3.4 冶炼减产、出口保税区，国内供给压力将减轻

3 月国内电解铜产量 99.95 万吨，净进口量 27.22 万吨，国内供给达 127.17 万吨，同比增 11.1%，产量和净进口量均同比提高。但 4 月冶炼厂检修，电解铜产量环比或减 3.5%；进口窗口关闭，LME 限制俄铜交仓，倒挂加深，冶炼厂出口，4 月电解铜将进口减、出口增，国内供给压力将减轻。

图 10：国内精炼铜供给



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

四、需求：盘面和精废价差均处高位，精铜杆开工不及预期

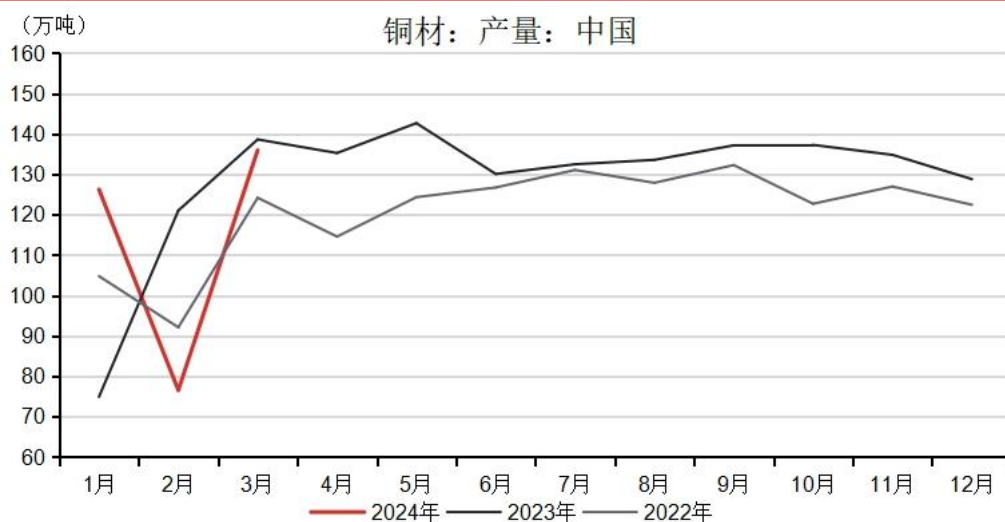
4.1 精铜杆需求承压，铜材整体产量同比缩减

国内 3 月精铜杆、铜板带、铜箔、铜管、铜棒等铜材产量 135.96 万吨，同比减 1.9%；而 3 月电解铜供给同比增 11.1%，供过于求，国内铜社库为近年同期高位。

国内以旧换新发酵，美国二次通胀预期升温，沪铜盘面增仓上行，精铜杆下游畏高情绪明显；精废价差高位，进一步挤压需求，精铜杆开工不及预期，3 月精铜杆产量 78.88 万吨，同比减 3.9%，4 月开工仍弱于预期。

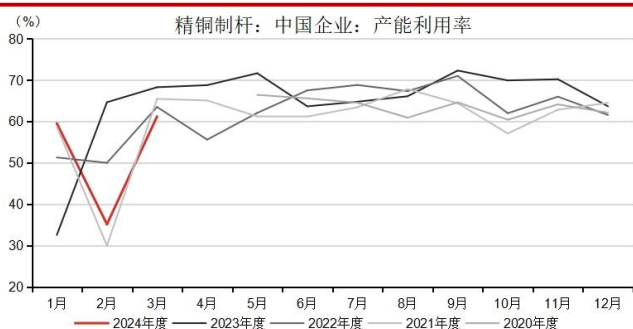
精铜杆生产占精炼铜下游超一半，需求影响可见一斑；精炼铜消费整体承压，4 月现货仍持续贴水。不过铜板带表现较好，3 月产量 22.9 万吨，同比增 2.8%。在国内以旧换新政策提振下，后市输配电设备、新能源汽车、家电等领域对铜消费仍可乐观看待。

图 11：主要铜材产量



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 12：精铜杆开工率



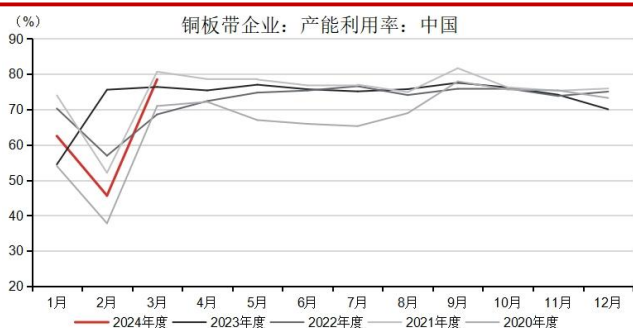
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 13：精废价差



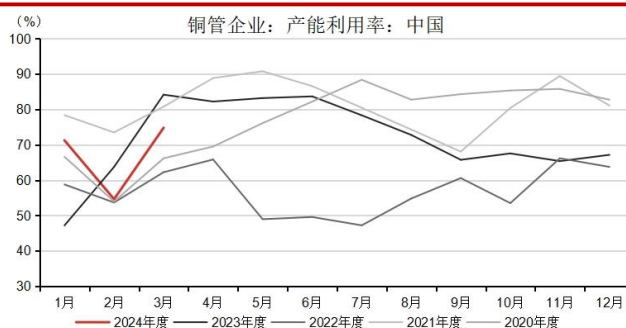
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 14：铜板带开工率



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 15：铜管开工率



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

4.2 新能源和家电表现亮眼，电网投资有望提高

电力：电源和电网投资增速仍非常可观。1-3月电力工程投资完成额累计2131亿元，累计同比增10.3%，其中电网工程投资完成额累计766亿元，累计同比增14.7%；电源工程投资完成额累计1365亿元，累计同比增7.7%。

电力是中国碳排放主要来源。国内能源转型，新能源发展迅速。为加快构建新能源供给的消纳体系，2024年电网投资建设增速有望提高。

图 16：电网工程投资完成额



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 17：电源工程投资完成额



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

光伏、风电：国内光伏、风电新增装机容量同比增速可观，光伏出口表现亮眼。1-3月国内新增光伏装机容量累计4574万千瓦，累计同比增36%；新增风电装机容量累计1550万千瓦，累计同比增49%。3月光伏电池出口51664万个，同比增8%。

图 18：光伏新增装机容量



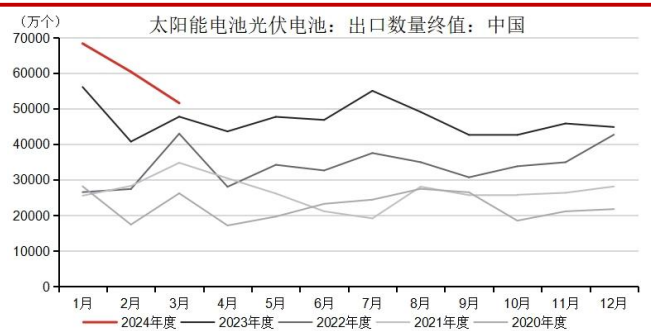
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 19：风电新增装机容量



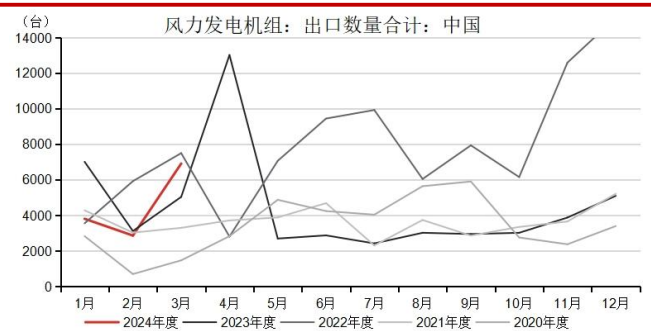
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 20：光伏电池出口数量



数据来源：钢联数据、ifind、国联期货研究所

图 21：风力发电机组出口数量



数据来源：钢联数据、ifind、国联期货研究所

地产：房地产新开工、施工、销售仍有压力，竣工面积同比仍为负，地产端线缆需求承压。1-3月房地产竣工面积累计同比减20.7%，新开工面积减27.8%，施工面积减11.1%，销售面积减19.4%。3月房地产开发投资完成额累计同比减9.5%，仍有压力；但房地产开发投资占固定资产投资比重降到22%，地产对铜整体需求影响减弱。

地产政策进一步优化。北京离婚不满一年且家庭名下在北京无成套住房，执行首套房信贷政策。今年截至4月23日，各地优化楼市政策达310次，涉及放宽公积金贷款、实行购房补贴、放松限购、推行以旧换新、阶段性取消首套商贷利率下限等。

图 22：房地产竣工面积



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 23：房地产新开工面积



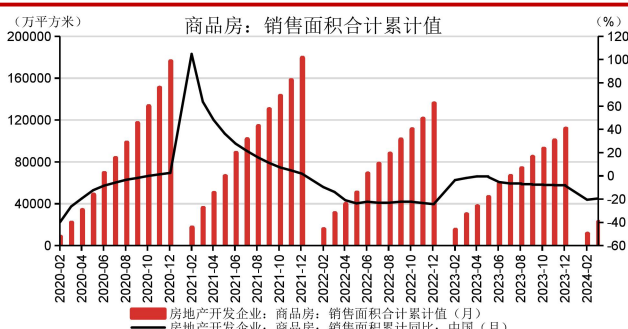
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 24：房地产施工面积



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

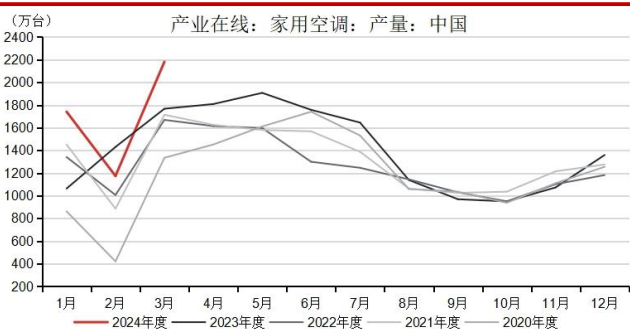
图 25：房地产销售面积



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

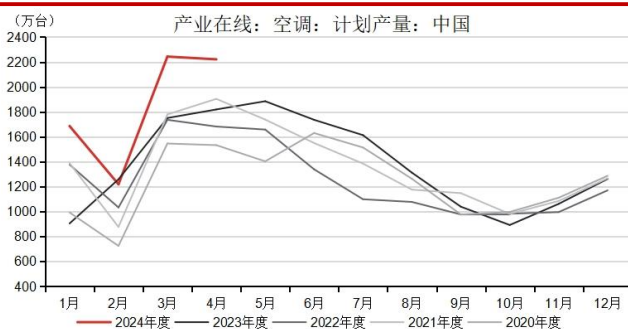
家电：家用空调产销表现均亮眼，排产亦处近年同期高位；受以旧换新政策提振，后市空调产销有望延续景气。

图 26：家用空调产量

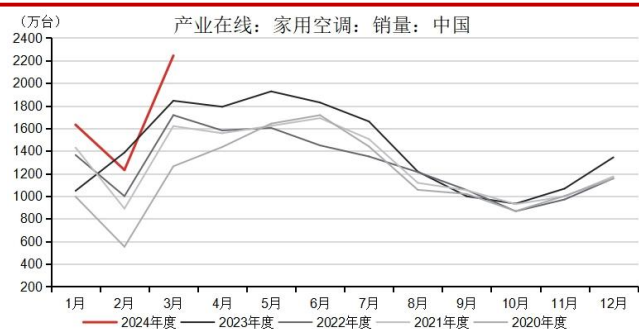


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

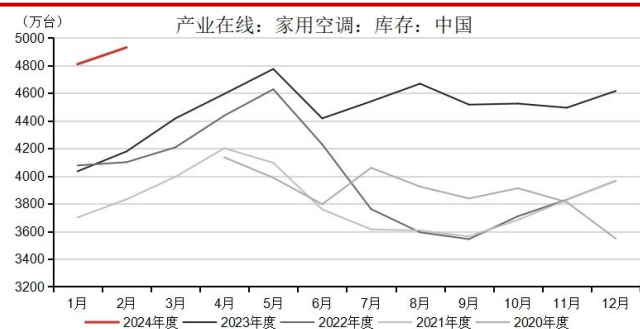
图 27：空调计划产量



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

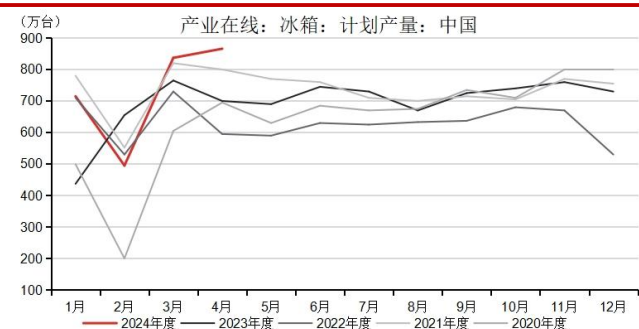
图 28：家用空调销量


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

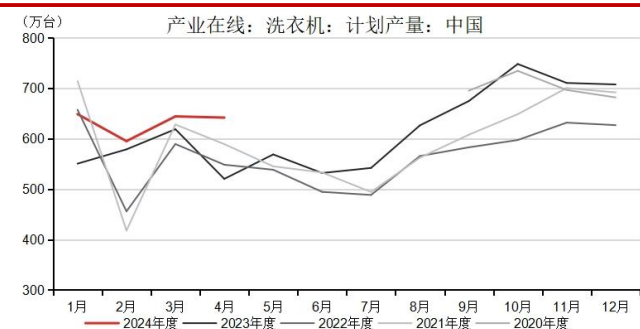
图 29：家用空调库存


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

3月家用空调产量2180.8万台，同比增23.4%，销量2242.9万台，同比增21.6%；4月空调计划产量2221万台，同比增22.1%。冰箱、洗衣机排产亦均在近年同期高位，白色家电增量可观。4月冰箱计划产量866万台，同比增23.7%；洗衣机计划产量642万台，同比增23.4%。

图 30：冰箱计划产量


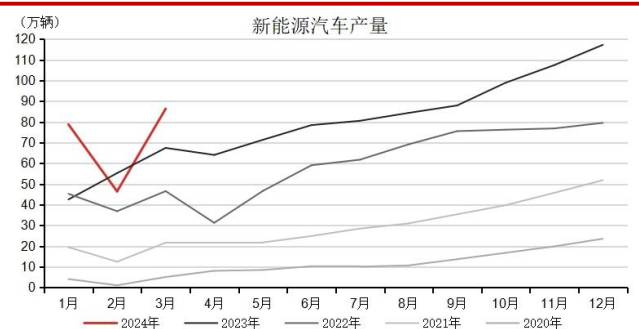
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 31：洗衣机计划产量


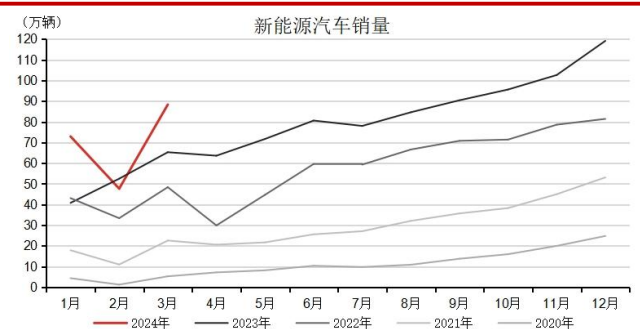
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

汽车：新能源汽车产销增速表现亮眼，受其带动，汽车整体产销同比均超去年。3月新能源汽车产量86.3万辆，同比增28%，新能源汽车销量88.3万辆，同比增35.2%。3月汽车产量268.7万辆，同比增4%，汽车销量269.4万辆，同比增9.9%。

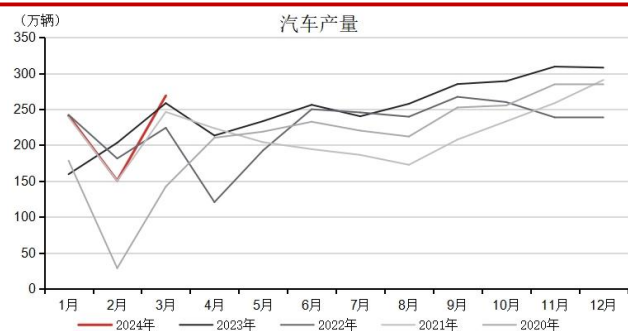
以旧换新政策提振新能源汽车消费预期。商务部、财政部等7部门联合印发《汽车以旧换新补贴实施细则》，明确了汽车以旧换新的资金补贴政策，对符合条件的补贴7000元到1万元。

图 32：新能源汽车产量


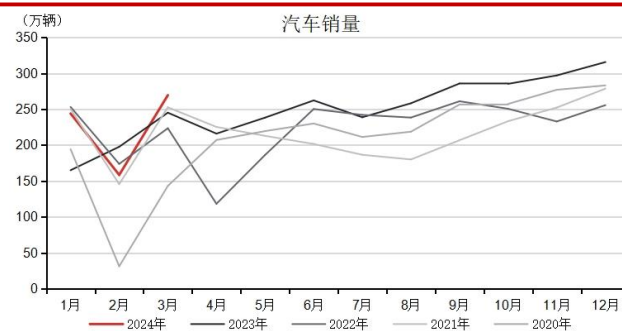
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 33：新能源汽车销量


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 34：汽车产量


数据来源：我的钢铁、ifind、国联期货研究所

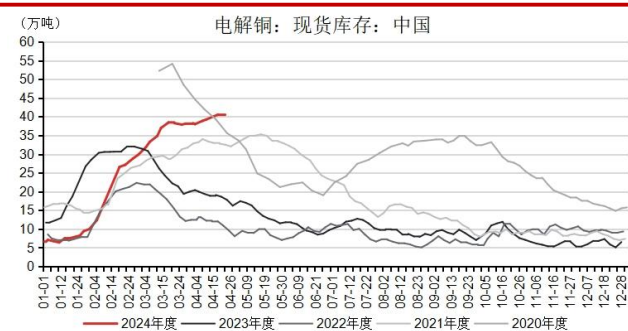
图 35：汽车销量


数据来源：我的钢铁、ifind、国联期货研究所

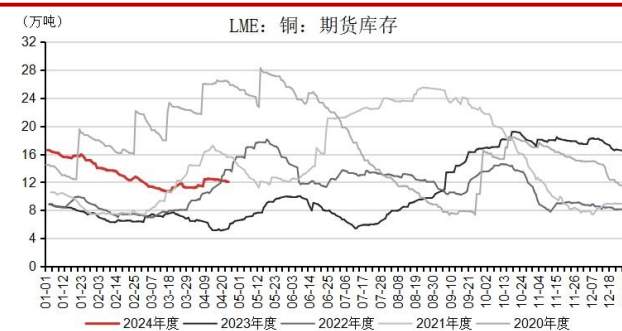
五、库存：冶炼厂检修减产，进口窗口关闭，社库累库放缓

4 月铜国内社库、LME 铜库存均累库。截至 4 月 24 日，LME 铜库存 120225 吨，较 4 月初增 8300 吨，LME 铜现货较 3M 贴水幅度变化有限，铜注销仓单占比则提高至 23.81%；LME 宣布暂停为 4 月 13 日后生产的俄罗斯金属出具仓单，而据 3 月 LME 按产地划分的金属库存，LME 铜库存中俄铜占比超 6 成，这将限制之后 LME 铜累库空间。

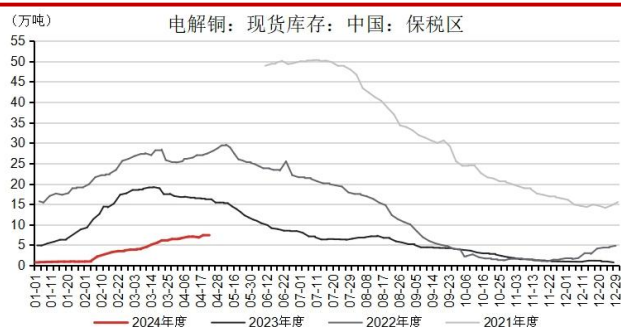
截至 4 月 22 日，国内铜社库 40.53 万吨，较月初增 2.26 万吨，仍继续累库，但累库幅度放缓。国内 3 月精铜杆、铜板带、铜箔、铜管、铜棒等铜材产量 135.96 万吨，同比减 1.9%，而电解铜供给同比增 11.1%，供过于求，社库难以有效去库。4 月国内以旧换新政策和美国二次通胀预期升温继续推高铜盘面，加之精废价差高位，精铜杆开工不及预期，精炼铜消费继续承压、现货仍贴水；但铜精矿供应紧张、电解铜冶炼亏损，4 月冶炼厂开始检修减产，且进口窗口关闭，LME 限制俄铜交仓导致倒挂加深，冶炼厂出口，4 月电解铜将进口减、出口增，后续铜社库压力将缓解。

图 36：电解铜现货库存


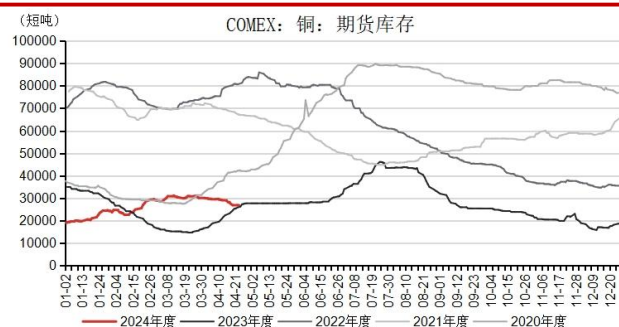
数据来源：我的钢铁、ifind、国联期货研究所

图 37：LME 铜期货库存


数据来源：我的钢铁、ifind、国联期货研究所

图 38：电解铜保税区库存


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 39：COMEX 铜期货库存


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

六、展望

美国二次通胀预期升温、滞胀风险增加，美联储降息预期后置，铜价将面临阻力，后续涨势预计难以流畅，但以旧换新发酵、内外补库预期共振、铜矿供给扰动对资金的吸引仍将为盘面提供支撑，5月沪铜盘面预计高位震荡，沪铜2407运行区间77000-83000元/吨。冶炼厂检修，供给压力减轻，进口倒挂，社库累库将放缓，现货贴水将有所收敛。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600