

## 铜：社会库存大幅累积 警惕铜价高位回落

### 内容提要：

- ◆ 4月沪铜大幅上扬，主力2406合约月度涨逾10%，一度触及81050元/吨，创近18年新高。一方面，4月黄金价格不断加速创新高，进一步加持有色金属的金融属性，市场做多情绪升温，资金不断涌入有色板块。另一方面，海外矿端扰动不断，铜精矿TC加工费大幅下挫，自年初以来累计跌幅约95%。
- ◆ 美国经济表现出较强韧性，且通胀表现出较强粘性。美联储6月首次降息的可能性大幅降低至10%，强劲的经济数据支撑4月美元指数维持在105之上高位震荡。
- ◆ 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，但矿端扰动因素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，铜精矿供应格局已经由过剩转变为紧缺。截至4月底，中国进口铜精矿加工费指数已接近为0。
- ◆ 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；房地产数据较为萎靡，竣工端表现持续疲软，地产用铜量承压；燃油车消费超预期，新能源汽车延续高增速拉动铜需求。
- ◆ 展望5月，宏观方面，当前美国经济数据向好，通胀仍具有粘性，5月份美联储利率决议的结果公布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，市场信心得到提振，但房地产拖累仍较明显，经济复苏需更多刺激政策出台。基本面来看，国内外主要矿企纷纷将年产量预期下调，铜精矿加工费已接近为0，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，供给趋紧格局下，沪铜不宜做空，不过国内社会库存处于较高位置，铜价大涨更多来自于资金推动，随着宏观乐观情绪逐渐消退，沪铜或面临回吐过激涨幅的风险。
- ◆ 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 4 月铜期货行情回顾

4 月，沪铜大幅上扬，主力 2406 合约月度涨逾 10%，一度触及 81050 元/吨，创近 18 年新高。一方面，4 月黄金价格不断加速创新高，进一步加持有色金属的金融属性，市场做多情绪升温，资金不断涌入有色板块。另一方面，海外矿端扰动不断，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 95%。国内方面，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，供应紧缩预期短期内无法改善，自此铜价开始飙升。4 月中下旬，铜价一度短暂回调，但随着市场情绪回暖，沪铜重获资金青睐，截至 4 月 29 日，沪铜主力 2406 合约报收 80940 元/吨。

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：美联储降息预期大幅降低

### 一、国际宏观：美国经济数据表现强劲

美国经济表现出较强韧性，且通胀表现出较强粘性。4 月初公布的美国 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大幅降低至 10%，市场不确定性陡增。就业方面，美国 3 月非农超预期激增 30.3 万人，创下去年 5 月以来的最大增幅，远超 21.4 万人的预期中值。美国 3 月失业率 3.8%，符合预期，较前值 3.9% 有所下滑；至此，失业率已连续 26 个月保持在 4% 以下，创下 20 世纪 60 年代末以来最长记录。强劲的经济数据支撑 4 月美元指数维持在 105 之上高位震荡。

图 2. 美国 ISM：制造业 PMI：新订单 (%)

图 3. 美国新增非农就业人数：当月值 (千人)



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

资料来源：iFinD 新纪元期货研究

除美联储降息预期下降之外，中东地缘冲突升级，加剧市场避险需求。当地时间4月19日凌晨，以色列发射导弹袭击了伊朗中部伊斯法罕省等地。但随后有评论称，伊朗及西方均淡化以色列袭击影响，伊朗向媒体暗示没有报复以色列的计划。

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：国内经济数据回升 提振市场情绪

2024年国民经济实现良好开局，整体延续回升向好态势。国家统计局初步核算，2024年一季度国内生产总值296299亿元，按不变价格计算，同比增长5.3%，比上年四季度环比增长1.6%。分产业看，第一产业增加值11538亿元，同比增长3.3%；第二产业增加值109846亿元，增长6.0%；第三产业增加值174915亿元，增长5.0%。

4月，制造业采购经理指数（PMI）、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为50.4%、51.2%和51.7%，比上月下降0.4、1.8和1.0个百分点，三大指数继续保持在扩张区间，我国经济景气水平总体延续扩张。

图5. 一季度国内GDP情况

图6. 中国官方制造业PMI（%）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

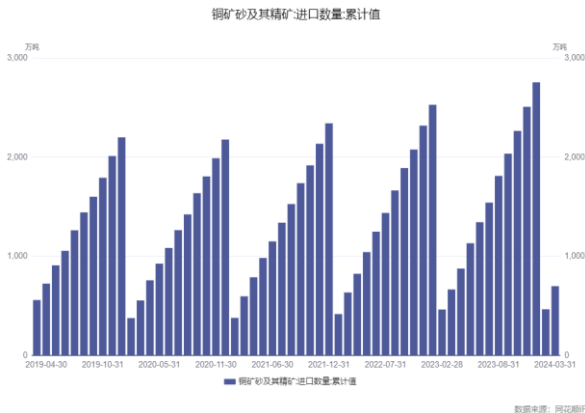
### 第三部分 供给端分析：铜精矿加工费大幅下跌 供应担忧再起

2022-2023 年铜精矿供应处于过剩阶段。2024 年矿端仍有较多增量产能规划，但矿端扰动因素增多限制铜矿产量增幅，短期全球矿端持续紧张，铜精矿供应格局已经由过剩转变为紧缺。

#### 一、铜矿供应：矿端扰动不断 TC 已接近为 0

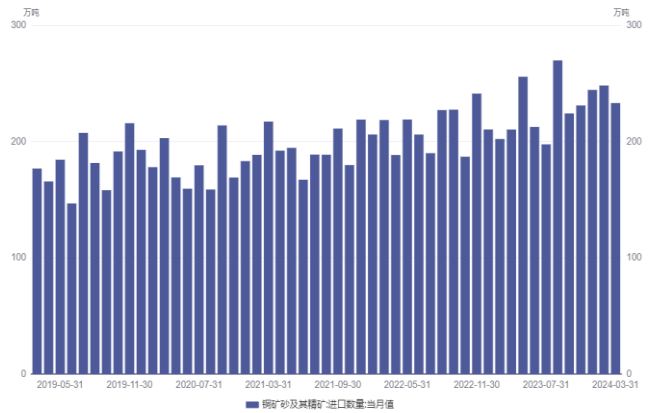
2023 年全球十大矿企铜总产量为 1297.0 万吨，约占全球铜总产量的 55.9%。据 Mysteel 统计，截止 2024 年 2 月底，2024 年全球十大矿企铜总产量预计达到 1277.0 万吨，同比减少 1.5%，主要下调矿企有 First Quantum(-30.8 万吨)，Anglo American(-7.6 万吨)，Freeport(-5.1 万吨)。

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）

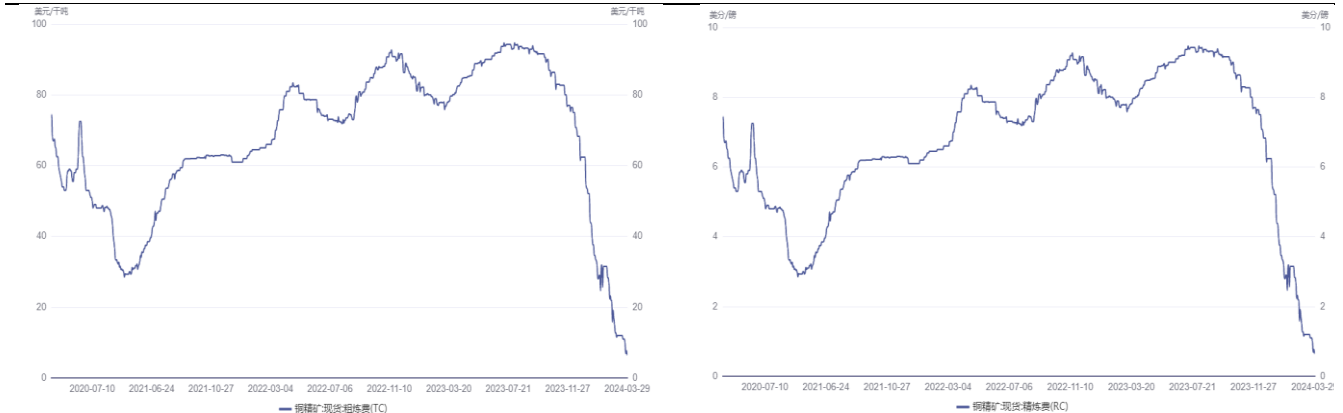


资料来源：iFinD 新纪元期货研究

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，中国 3 月铜矿砂及其精矿进口量为 233 万吨；最大供应国智利输送量小幅回升至 72 万吨之上，第二大供应国秘鲁输送量落至 57 万吨附近；当前国内铜精矿现货加工费已经接近为 0，矿端紧张状态短期难以缓解，后续仍需关注冶炼厂集中检修规模和影响的产量。

图 9. 铜精矿现货粗炼费 TC（美元/吨）

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

资料来源：iFinD 新纪元期货研究

**赞比亚电力公司警告矿山停电风险。**赞比亚国家电力公司（Zesco）警告或将削减对一些矿业公司的电力供应，此举可能干扰这一非洲第二大铜生产国的生产。由于一场毁灭性的干旱，赞比亚被迫实行电力配给。这家矿业组织在一份声明中表示，国家电力公司 Zesco 向几家矿业商会成员发出了所谓的电力供应不可抗力通知。这份不可抗力表示由于一些不可控的因素，电力供应可能会出现波动。赞比亚矿业商会提供的数据显示，赞比亚 2023 年铜产量从之前一年的 76.3 万吨下滑至大约 69.8 万吨。

**安托法加斯塔：一季度铜产量同比下降 11%。**智利矿业公司安托法加斯塔（Antofagasta PLC）发布 2024 年第一季度生产报告。报告显示，2024 年第一季度安托法加斯塔铜产量为 12.94 万吨，同比下降 11.3%，环比下降 32.4%，这主要是由于森蒂内拉矿的品位下降，矿石硬度增加，以及在洛斯佩兰布雷斯精矿管道上进行的维护和清洗活动延误了精矿向公司港口设施的运输。

**淡水河谷在巴西的 Sossego 铜矿运营许可再次被暂停。**4 月 16 日，淡水河谷公司（Vale）和巴西帕拉州表示，巴西一家地方法院再次暂停了该公司旗下 Sossego 铜矿的运营许可。淡水河谷表示，该州赢得了上诉，推翻了此前法院恢复该矿运营许可的裁决。淡水河谷在周一稍晚递交的一份文件中称，已知晓这一裁决，并补充称尚未收到法院的正式通知。该公司表示，将采取适当的法律措施，试图扭转这一决定。2 月时，帕拉州环境部最初暂停了 Sossego 铜矿的运营许可，该矿 2023 年铜产量为 66,800 吨。

**市场密切关注 5 月份巴拿马总统大选。**4 月 18 日消息，根据竞选提案及对抗议领袖的采访显示，在 5 月总统大选后，第一量子矿业（First Quantum Minerals）收回被取消的一座利润丰厚铜矿的特许使用权的前景暗淡。针对第一量子铜矿特许权的抗议活动要求提高环境保障和谈判透明度，导致当局去年不仅取消了该公司经营全球最大、最新铜矿之一的合同，还禁止发放所有新的金属开采许可证。金属交易商和投资者正密切关注选举结果，关注新总统能否帮助恢复巴拿马的矿业。将有八名候选人参加 5 月 5 日的选举，民调显示各方势均力敌。在五位领跑者中，有三位誓言将继续执行关闭 Cobre 巴拿马铜矿的计划，一位誓言就此事举行全民公投，另一位尚未正式表明自己的想法。

## 二、精炼铜：刚果超越智利成为最大供应国

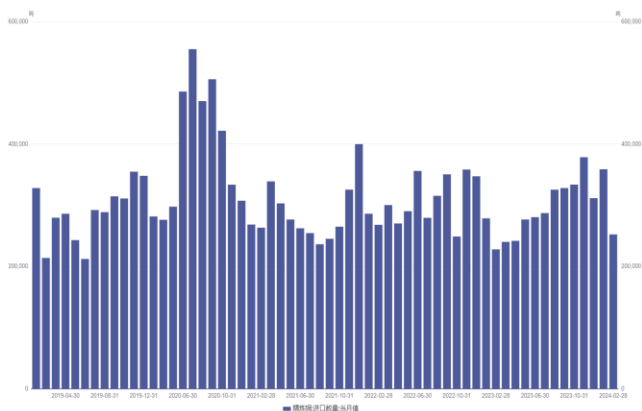
根据海关总署数据显示，中国 2024 年 3 月精炼铜进口量为 31.69 万吨，环比增加 18.8%，同比增加 23.2%。刚果超越智利成为第一大供应国，当月从刚果民主共和国进口精炼铜 9.59 万吨，环比增加 9.9%，同比增加 85.4%。智利作为第二大供应国，当月从智利进口精炼铜 6.01 万吨，环比增加 2.3%，同比增加 24.5%。

表 1：2024 年 3 月精炼铜进口分项数据一览表

| 原产地   | 2024 年 3 月 (吨) | 环比      | 同比      |
|-------|----------------|---------|---------|
| 刚果    | 95,875.95      | 18.8%   | 23.2%   |
| 智利    | 60,112.28      | 2.3%    | 24.5%   |
| 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%  |

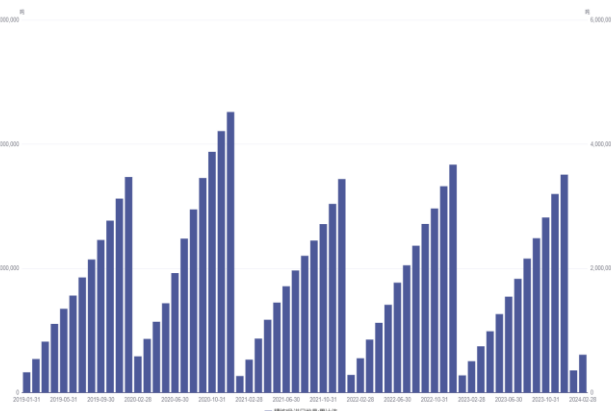
资料来源：SMM 新纪元期货研究

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

3 月精炼铜产量 114.7 万吨，同比增长 7.9%；1-3 月累计产量 336.2 万吨，同比增长 10.0%。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。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

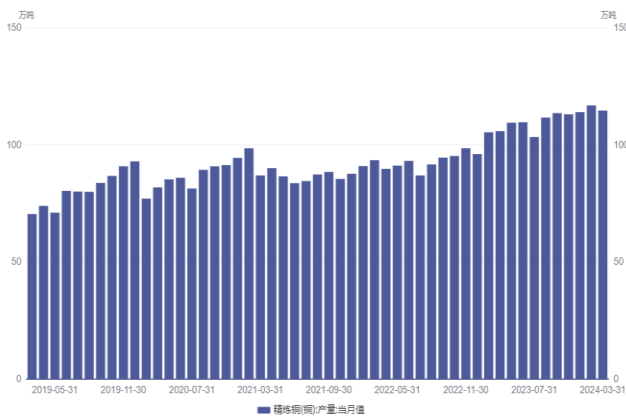
| 公司名称       | 产能(万吨) | 开始时间        | 结束时间        |
|------------|--------|-------------|-------------|
| 阳新宏盛铜业有限公司 | 40     | 2024 年 4 月初 | 2024 年 5 月初 |
| 营口盛海化工有限公司 | 10     | 2024/4/1    | 2024/5/1    |
| 青海铜业责任有限公司 | 10     | 2024/4/1    | 2024/5/1    |
| 恒邦股份       | 10     | 2024/4/1    | 2024/5/1    |
| 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  |
| 浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司(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  |

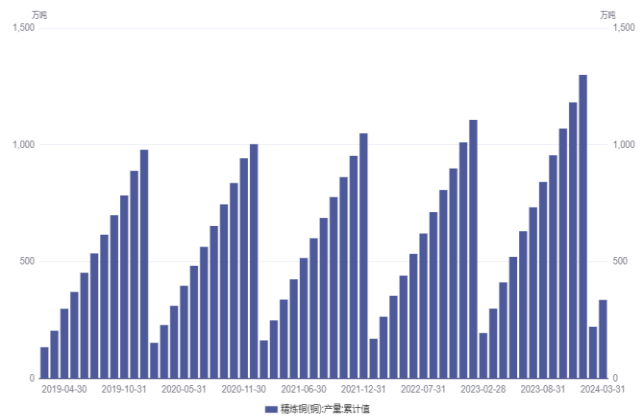
资料来源：SMM 新纪元期货研究

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

2024年3月，表观需求量为125.3万吨，环比增加6.6%。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；房地产数据较为萎靡，竣工端表现持续疲软，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）



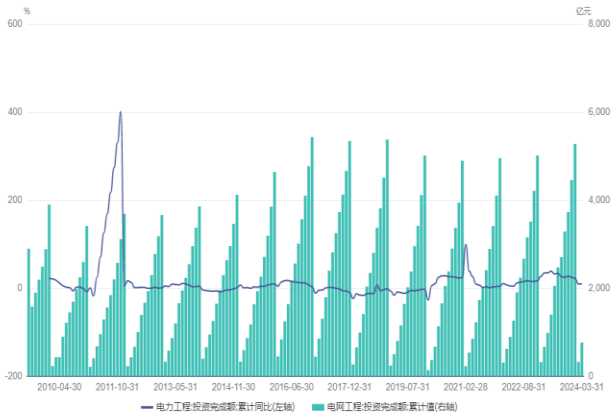
数据来源：钢联数据

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

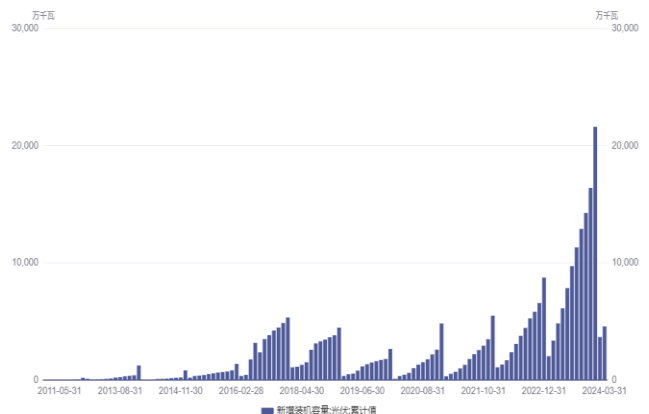
电力电网投资端，2024年1-3月，电网基本建设投资完成额累计值766亿元，累计同比增长14.7%，电源基本建设投资完成额1365亿元，累计同比增长7.7%。2024年初，国家电网公司对外透露，2024年预计电网建设投资总规模将超5000亿元，而2023年电网投资完成额为5275亿元。此外，清洁能源仍维持较高增速，国家能源局发布数据显示，1-3月，全国累计发电装机容量约29.9亿千瓦，同比增长14.5%。其中，太阳能发电装机容量约6.6亿千瓦，同比增长55.0%；风电装机容量约4.6亿千瓦，同比增长21.5%。

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)



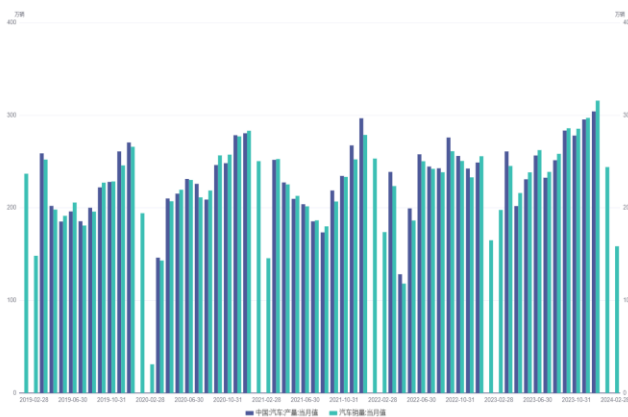
资料来源：iFinD 新纪元期货研究

## 二、 燃油车消费超预期 新能源汽车维稳增长

2024年3月，中国汽车产量279.4万辆，同比增长6.5%；1-3月中国汽车产量663.1万辆，同比增长5.3%。3-4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，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。

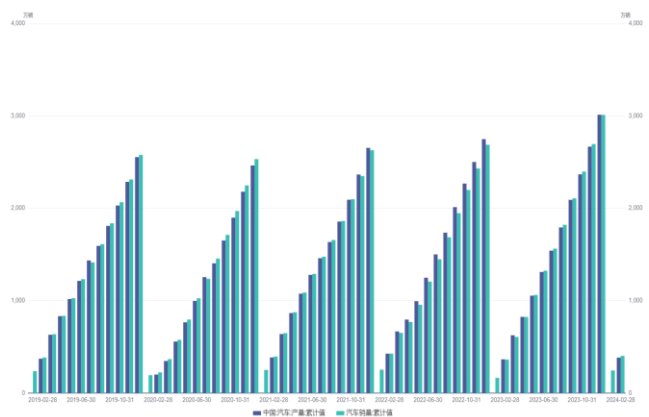
新能源汽车方面，在提前完成十四五工信部规划目标后，新能源汽车市场增速下调，新能源电池材料大幅降价，目前全球均在下调新能源汽车领域的增速预期，对铜消费预期有直接影响。主要调整理由有两个：1. 新能源汽车整体增速回落；2. 去年实际新能源汽车产销中，纯电汽车产量同比仅增长 20%，混动汽车同比增长 80%，混动汽车在新能源汽车中的占比大幅提高至 41%，混动汽车耗铜量低于纯电。

图 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)

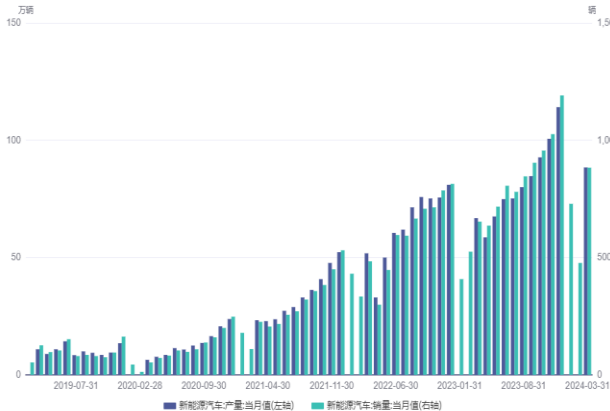


资料来源：iFinD 新纪元期货研究



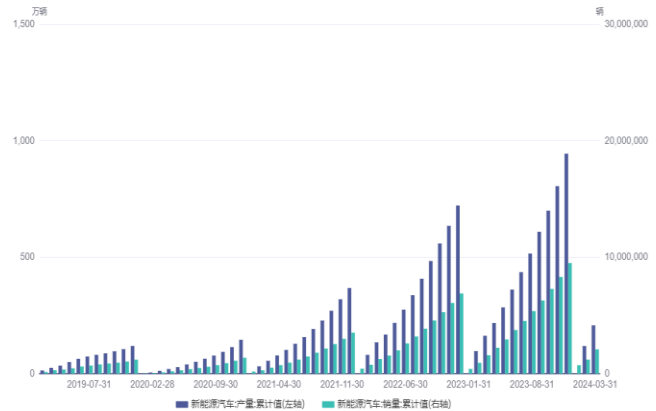
3月中国新能源汽车产量88.4万辆，同比增长33.5%；1-3月，中国新能源汽车产量207.6万辆，同比增长29.2%。目前新能源汽车渗透率达到30%，未来渗透率还有提升空间。4月26日《汽车以旧换新补贴实施细则》政策的颁发，会带动汽车整体置换需求的增量。虽然新能源汽车的“价格战”还在继续，但市场对新能源市场等终端需求抱有乐观预期，2024年新能源汽车表现超预期的可能性正在上升。

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)

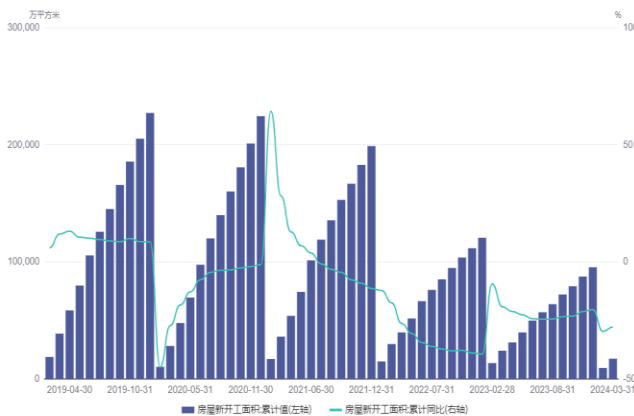


资料来源：iFinD 新纪元期货研究

### 三、 房地产数据全面下滑

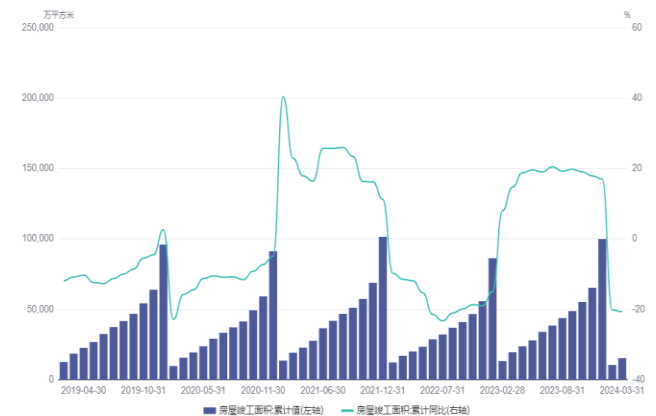
房地产数据较为疲软。2024 年 1-3 月，房地产施工面积 678501 万平方米，同比下降 11.1%。其中，住宅施工面积 474580 万平方米，下降 11.7%。房屋新开工面积 17283 万平方米，下降 27.8%。其中，住宅新开工面积 12534 万平方米，下降 28.7%。房屋竣工面积 15259 万平方米，下降 20.7%。其中，住宅竣工面积 11148 万平方米，下降 21.9%。房地产行业景气度明显下降，居民观望情绪较浓，楼市热度持续下降，同时房企开工意愿普遍降低。地产的用铜需求主要在竣工一侧，竣工面积的大幅下滑，将对铜价形成拖累。

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(%)



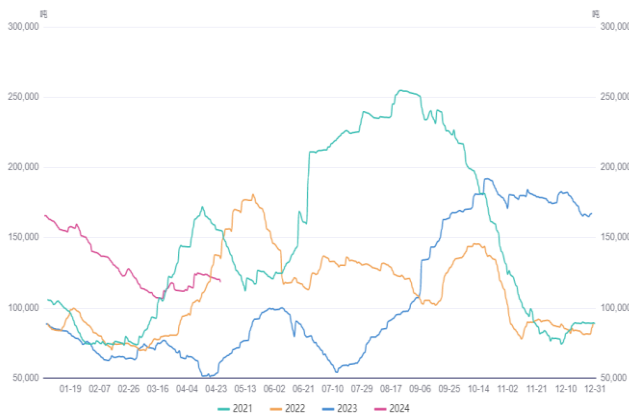
资料来源：iFinD 新纪元期货研究

## 第五部分 库存分析：国内外库存表现分化

库存端来看，国内外库存表现分化，明显。LME 库存当前处于 11.8 万吨的水平，位于季节性低位；COMEX 铜

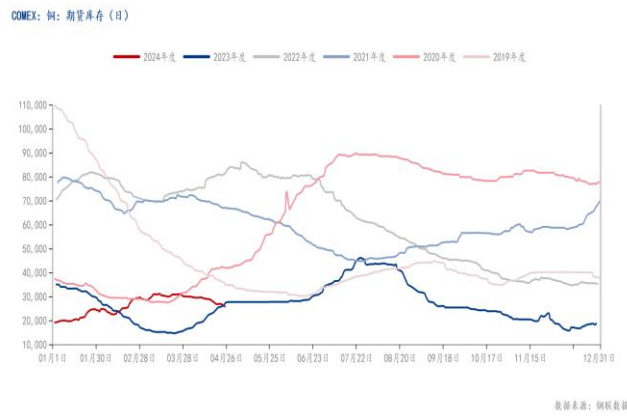
库存处于 2.5 万吨水平；上期所库存当前处于 25.1 万吨的水平；而社会库存当前处于 40.37 万吨的水平，较上年同期上涨 128%。国内铜消费未展现出明显的旺季特征，国内社会库存处于高位，已经较往年正常去库周期延后了 20 天以上。根据目前的订单表现来看，去库仍有继续延后的可能，甚至可能要在 5 月中上旬才能出现明显的去库拐点。

图 24. LME 铜库存(吨)



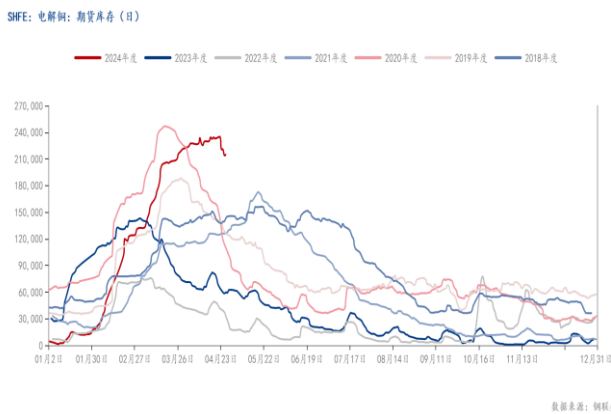
资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 25. comex 铜库存(吨)



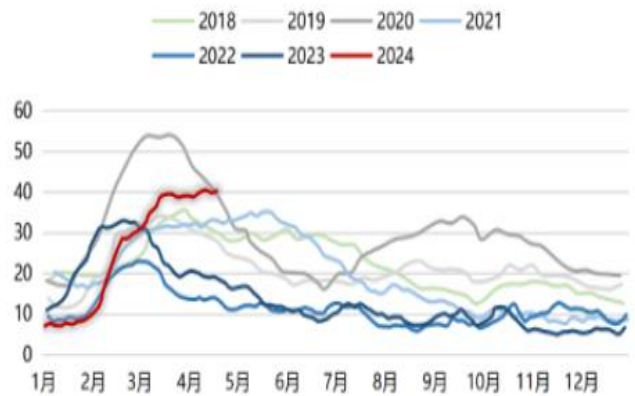
资料来源：Mysteel 新纪元期货研究

图 26. SHEF 铜库存(吨)



资料来源：Mysteel 新纪元期货研究

图 27. 中国铜社会库存(吨)



资料来源：SMM 新纪元期货研究

## 第六部分 总结与展望

回顾 4 月，沪铜主要在 72000-81000 区间震荡运行。宏观方面，美国经济数据表现强劲，美联储 6 月份首次降息的可能性一度大幅降低至 50% 以下，美元指数强势攀升。不过沪铜并未展现出与美元指数背道而驰的特点，首先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；其次黄金价格不断加速创新高，进一步加持有色金属的金融属性，市场做多情绪升温，资金不断涌入有色板块。

展望 5 月，宏观方面，当前美国经济数据向好，通胀仍具有粘性，5 月美联储利率决议的结果公布之后美元

指数如何演绎依旧充满不确定性。国内经济数据有所好转，市场信心得到提振，但房地产拖累仍较明显，经济复苏仍需更多刺激政策出台。基本面来看，国内外主要矿企纷纷将年产量预期下调，铜精矿加工费已接近为0，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，供给趋紧格局下，沪铜不宜做空，不过国内社会库存处于较高位置，铜价大涨更多来自于资金推动，随着宏观乐观情绪逐渐消退，沪铜或面临回吐过激涨幅的风险。

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