

地缘政治主导市场情绪 沪铜高位震荡

有色金属/铜

内容提要:

- ◆ 地缘政治风波程度超预期，根据俄工贸部数据，俄罗斯近几年精炼铜出口量在 40-70 万吨左右，西方国家对俄的制裁恐对全球供需平衡造成明显冲击。
- ◆ 美联储加息风险消化。3 月美联储 FOMC 如期公布加息 25 个 bp，符合市场预期，对市场短期存在利空出尽的利多影响。根据过去 30 年以来的历史经验，美联储在加息周期初期，铜价与联邦利率均是正向波动的。
- ◆ 全球显性库存仍处低位。2022 年以来 LME 库存持续去库，截至三月末再度降至前期低点 8 万多吨，而国内虽然存在一定的季节性累库但总体水平仍偏低，而随着国内生产也受到疫情限制以后，库存拐点的迹象逐步明朗。
- ◆ 国内需求的弱现实是压制铜价主要因素。一季度国内消费大幅不及预期，一方面多地突发本土疫情，包括长三角、珠三角等主要消费地的生产、贸易、物流等均受到不同程度的扰动，另一方面冬奥会前后北方企业也受到一定的限制，导致总体开工率呈现低迷状态。
- ◆ 展望二季度，在地缘政治风险溢价仍存、美联储加息落地利空出尽以及库存历史低位的支撑下，铜市存在反弹的动力，但国内消费的不确定性抑制上方空间，总体上维持谨慎偏多的思路，下方支撑位 71000 元/吨，上方阻力位 77000 元/吨

陈 啸

从业资格证：T511579

E-MAIL: chenxiao

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

国内疫情抑制消费 铜价高位震荡 202204

多空博弈加剧 铜价上演“过山车” 202202

第一部分 一季度市场回顾

今年一季度，铜价区间震荡，运行区间 69000-74000 元/吨。

受到地缘政治、交易情绪及有色金属内部镍价暴涨暴跌的影响，铜价在一季度两次冲高回落。铜价在 2 月 10 日因市场情绪被抬高近 4%，但迅速回撤；3 月 7 日因镍多头资金涌入及俄乌地缘政治影响，大宗商品普涨，有色金属镍价拉升，铜价受到牵连一度涨至 7.7 万元每吨以上，后再度迅速回落；3 月 16 日国务院金融委召开专题会议，强调要积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策，整个大宗商品应声上扬。

从整体来看，铜价的整体重心有所上移，市场正在逐步适应 7 万以上的价格，同时我国相对较为宽松的政策为铜价提供了中期支撑。

图 1. 沪铜主力合约月 K 线



资料来源：iFind 新纪元期货研究

第二部分 宏观分析

一、利空出尽 美联储加息靴子落地

美国的 ISM 制造业 PMI 在 1 月和 2 月分别录得 57.6 和 58.6，较此前月份有所回落。从分项来看，新订单的表现在 2 月有所回升，就业则偏低，反映出市场需求端仍然存在一定的驱动。美国 2 月核心 CPI 高达 6.4%，CPI 高达 7.9%，为 40 年来的新高，这还是在俄乌局势到来之前。俄乌地缘政治已经导致油价高企，一度剑指 150 美元每桶的高位。高油价会对制造业的整个产业链产生影响，铜价也难逃其影响。在这样的背景下，市场亟待美联储调整货币政策。短期内，美国的通胀或难以得到有效的抑制。

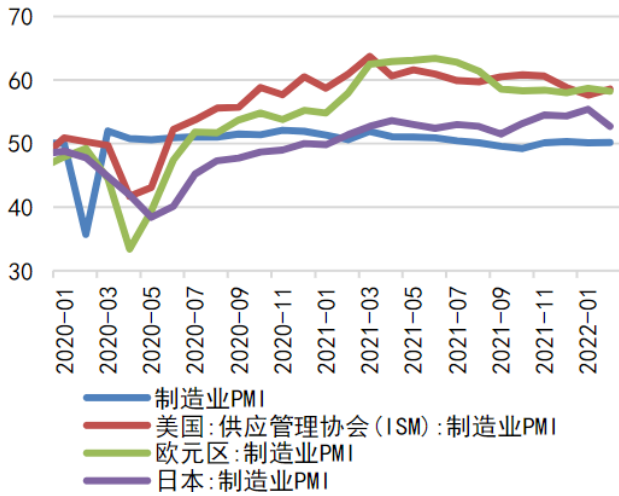
3 月美联储 FOMC 会议如期到来，加息 25 个 BP 而不是市场预期的 50 个 bp，并且没有公布缩表的明确进程，紧缩力度低于市场预期，对市场短期存在利空出尽的影响。货币紧缩在长期毫无疑问将对资本市场施加负面压力，但实际上，历史经验表明美联储在加息的初期阶段铜价均有明显的上涨。

美元指数从 1 月初的 96 附近一路上涨到 99，但是铜价在此期间并没有下跌，其主要原因是此轮美元指数的上涨的主因和地缘政治相关，尤其是从 97 上涨到 99 这一阶段。从美联储加息而美元指数稳定可以看出，投资者

已经基本消化了美联储目前的加息节奏，美股也止跌反弹，然而按部就班的加息步伐对通胀的影响或有限，美联储或被迫采取更为激进的货币政策使通胀回到能够接受的区间内。

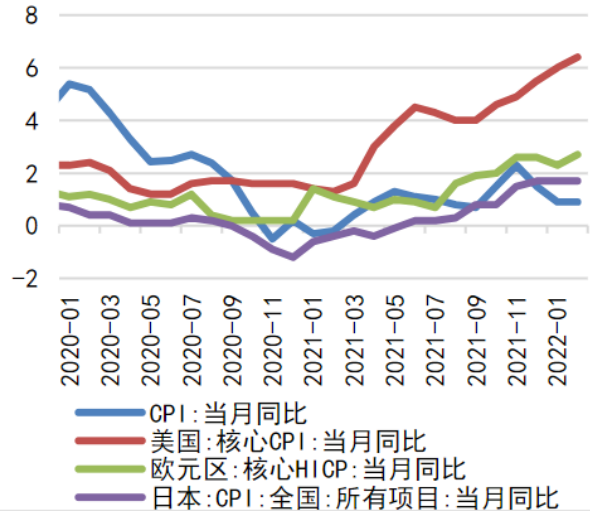
过去 30 年以来美联储一共有三次比较大的加息周期，分别在 1993-1994 年、2004-2006 年和 2015-2018 年，在这三个阶段加息周期的初期，铜价与联邦利率均是正向波动的，直到利率达到一定的高度，铜价才会开始下行。

图 2: PMI



资料来源: iFind 新纪元期货研究

图 3: CPI



资料来源: iFind 新纪元期货研究

图 3. 美元指数日 K 线



资料来源: 新浪财经 新纪元期货研究

二、国内疫情蔓延 需求依然疲软

2022 年 3 月国内制造业 PMI 为 49.5，较此前 2022 年 2 月的 50.2 出现回落，这也是官方 PMI4 个月

之后再度回落至 50 荣枯线之下；2022 年 3 月财新中国 PMI 为 48.1，较 2022 年 2 月的 50.4 再次回落，体现了中小企业的依然面临较大压力。

从 PMI 分项数据来看，3 月，生产指数和新订单指数分别为 49.5 和 48.8，比上月下降 0.9 和 1.9 个百分点，均降至收缩区间。按照统计局表述，受本轮疫情影响，局部地区部分企业临时减产停产，且波及到上下游相关企业的正常生产经营；同时，近期国际地缘政治冲突加剧，一些企业出口订单减少或被取消，制造业生产活动和市场需求有所减弱。可见，疫情和国际局势对于 PMI 形成了明显拖累。市场看好基建情况，3 月建筑业 PMI 指数为 58.1，尽管好于 2 月的 57.6，但考虑到 3 月建筑业 PMI 一般都好于 2 月，3 月与历史相比，处于区间的下限，表明投资的上行遇到阻扰，国内需求依然疲弱。

第三部分 供给分析

一、进出口表现

2021 年 12 月全球铜矿产量为 185.8 万吨，同比增加 0.92%；2021 年全年累计铜矿产量为 2111 万吨，同比增长 2.82%。原料端的供应正在逐步恢复。

2021 年 12 月全球精炼铜市场出现 9.2 万吨的供应缺口，相比之下，11 月的缺口为 12.3 万吨。ICSG 称，2021 年 1 至 12 月，铜市场的供应缺口达到 47.5 万吨，略低于 2020 年的 48.4 万吨。12 月份全球精炼铜产量为 211.0 万吨，而消费量为 220.2 万吨。

2021 年 12 月铜矿砂及其精矿进口 206 万吨，同比增长 9.3%；1-12 月累计进口 2341.94 万吨，累计同比增长 7.6%，2021 年铜精矿进口量创近几年来新高。

2022 年 1-2 月累计进口铜精矿 417.49 万吨，同比增长 10.2%。

全球另一大铜矿产国-秘鲁同样发生多起供应干扰事件，MMG 的 Las Bambas 铜矿多次发生堵路事件，以及 Southern Copper 的 Cuacone 铜矿也因当地居民抗议而停产 15 天；但这些干扰事件都在后续过程中很快得到解决，因此也并未对上次造成太大的影响。尽管全球前两大产铜国都出现了不同程度的供应干扰，造成产量不及预期，但是由于其他地方的增产，例如 Kamoakakula II 期选矿厂提前投产，抵消了智利和秘鲁的产量回落，全球铜矿整体供应依然呈现宽松状态。

2022 拉美地区供应恐面临挫折。智利 1 月供应量大幅不及预期，智利铜业委员会 (Cochilco) 3 月 2 日公布，2022 年 1 月，智利矿产铜产量年减 7% 至 425700 吨，创 2011 年以来的同期新低，主要原因是受到疫情和罢工影响。其中，智利的全球最大铜矿 Escondida 1 月份铜产量年减 4.4% 至 81000 吨，该矿 2021 年产量年减 14.8% 至 101.14 万吨。而另一主要铜矿产国秘鲁也备受意外扰动。智利最大的铜矿 Las Bambas 在今年以来多次受到社区抗议影响而关停，第二大铜矿 Cuacone 也因当地居民的抗议问题已于三月份暂停生产。

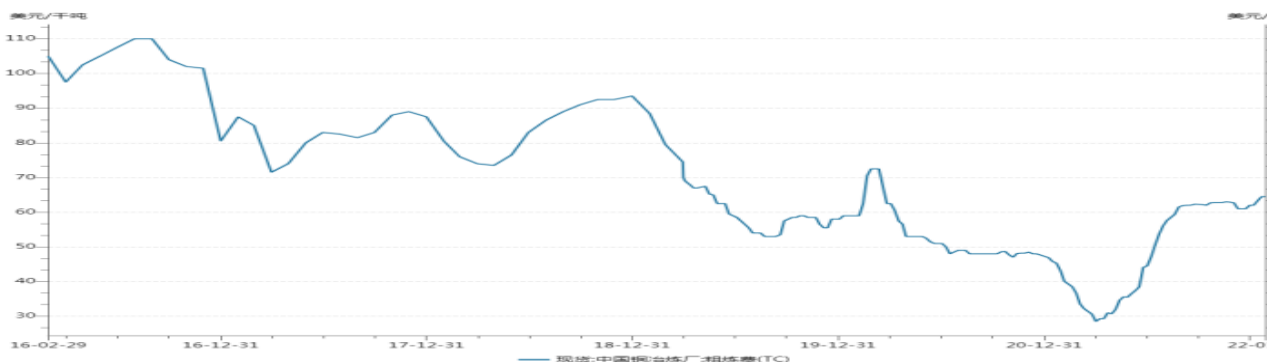
国内方面，根据海关数据，2022 年 1-2 月中国铜精矿进口量累计为 418 万吨，同比增长 10.3%。今年前两个月国内铜精矿进口继续保持同比增长，主要是满足了国内日益增长的冶炼需求。同时，国内山东某民营冶炼厂由于资金因素而出现减产，更是在国内港口转卖铜精矿也造成了国内铜精矿供应愈加宽松，进口铜精矿的加工费更是进一步得到提振。CSPT 小组召开二季度会议，小组会议中冶炼厂敲定二季度的现货铜精矿采购指导加工费为 80 美元/吨，已经超过了目前国内铜精矿进口的现货价，也是体现了市场对于未来宽松的一致预期。

二、铜精矿加工费 TC

铜精矿加工费（TC/RC）是铜冶炼企业与铜矿生产商博弈的结果，决定铜精矿加工费水平高低的重要因素是矿铜的供求关系。当预计铜矿供应趋紧时，铜矿厂商在谈判中占据一定的优势地位，此时铜精矿加工费的定价倾向于下降，而当预计铜矿供应宽松时，铜冶炼企业处于优势地位，铜精矿加工费的定价倾向于上涨，故一定程度上铜精矿加工费的变化是铜精矿供需变化的晴雨表。

2022 加工费呈现逐步上移的态势。截至 2022 年 3 月 25 日，SMM 进口铜精矿指数报 74.43 美元/吨，较上年年初的 65 美元/吨水平进一步抬升。总体看，市场主流成交依旧集中于 5-6 月，少量矿山三季度小长单形式有少量成交，目前成交重心逐渐向 70 中位靠拢，部分混矿以成交于 80 以上，表明市场对于矿端宽松的预期逐步升温。国内方面，铜精矿港口库存有所回落，从先前 70 万吨以上逐渐回落至 65 万吨左右，其主要原因还是国内冶炼厂在 3-4 月份的集中检修期让国内市场当下以消化库存为主。总体看，国内冶炼厂库存依旧处于高位，叠加国内山东某民营冶炼厂减产事件发酵下，市场买方基本挺价于 80 附近位置，不愿主动调价格。3 月 30 号 CSPT 小组也将在线上召开二季度会议，预计小组会议中冶炼厂也基本会定下 80 以上的指导价格指引市场后期走势。

图 4. 铜精矿加工费



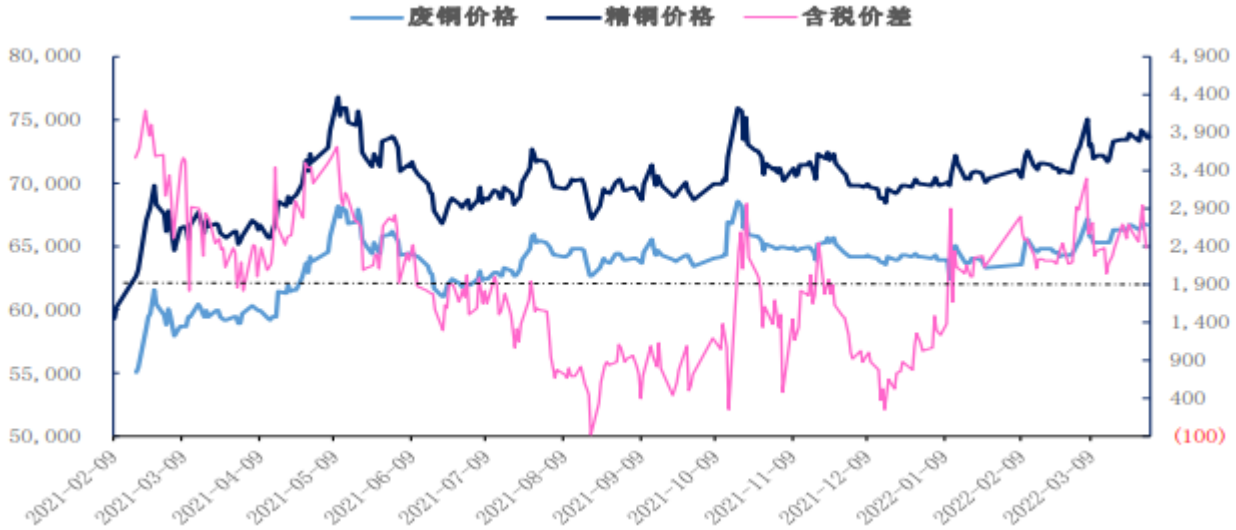
资料来源：iFind 新纪元期货研究

三、废铜市场仍呈局部性、阶段性偏紧

据海关总署统计显示，2022 年 1-2 月铜废碎料进口量为 27.27 万吨，其中 1 月 16.29 万吨，2 月 10.98 万吨，1-2 月废铜累计进口量同比增加 42.2%。

国产废铜方面，近期随着 40 号文开始正式实施，废铜市场观望情绪浓重，报盘稀少，尤其带票货源吃香，报价坚挺，导致精废价差有所收窄。后期来看，40 号文政策的模糊使得再生铜杆企业的生产和税务问题难见明确导向，目前市面上关于开设 3% 税票的案例少之又少，企业主要以采购含 13% 税票的再生铜来解决票务问题。另外，由于疫情影响尚未完全恢复，国内物流局部仍受影响，废铜市场仍会呈现局部性、阶段性的偏紧，但是从全年来看，紧张的状态应该较 2021 年有显著缓和。

图 5. 精废价差

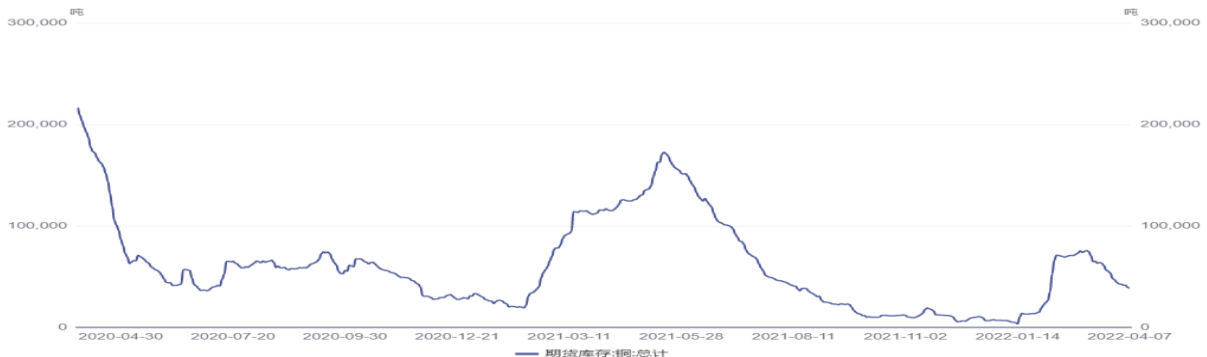


资料来源：iFind 新纪元期货研究

四、国内外库存分化

2022 年以来国内外库存显著分化，外紧内松的格局进一步凸显。截至 3 月 25 日，LME 库存维持在历史低位 80600 附近，一季度减 8350 吨，COMEX 库一季度增 4013 吨至 73680 吨，而上期所阴极铜库存一季度大幅增加 63873 吨至 102055 吨。三大交易所一季度共计累库 59536 吨。上海保税区库存 3 月末为 32.7 万吨，较去年末增加 22 万吨。全球显性库存（三大交易所+保税）一季度大幅累库近 28 万吨，主要是中国地区贡献，主要原因一方面是正值春节淡季，另一方面是国内冬奥会加之多地突发本土疫情等以外因素扰动，导致需求整体不及预期。进入三月中旬，市场进入季节性旺季，国内库存开始大幅回落，而随着国内生产也受到疫情限制以后，库存拐点的迹象逐步明朗。目前全球显性库存仅剩 50 多万吨，几乎为过去二十年的最低水平，而铜矿增量要到下半年才会明显释放，如果二季度库存进一步下滑至危险位置，像去年 10 月份的挤仓行情可能会重现。

图 6. SHEF 铜库存



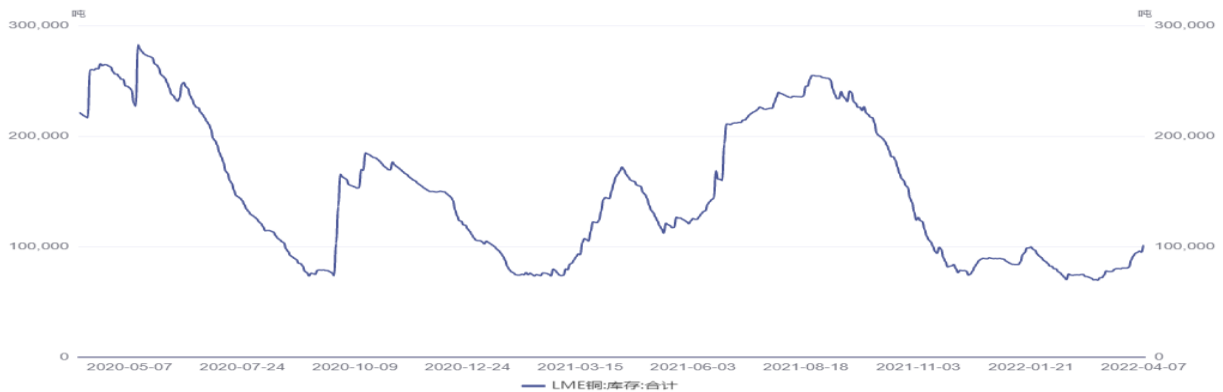
资料来源：iFind 新纪元期货研究

图 7. COMEX 铜库存



资料来源：iFind 新纪元期货研究

图 8. LME 铜库存



资料来源：iFind 新纪元期货研究

表 1：全球铜市供需平衡表

单位：千吨	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
铜矿产量	19233	20220	20118	20801	20977	20827	21437	22287
同比变化	4%	5.1%	-0.5%	3.4%	0.8%	-0.7%	2.9%	4%
精炼铜产量	22020	22734	22989	23481	23471	23581	23981	24637
同比变化	1.2%	3.2%	1.1%	2.1%	0.0%	0.5%	1.7%	2.8%
精炼铜需求	21919	22599	23070	23637	23662	23112	24012	24562
同比变化	0	3.1%	2.1%	2.5%	0.1%	-2.3%	3.9%	2.3%
供需过剩/- 短缺	101	135	-81	-156	-190	469	-31	158

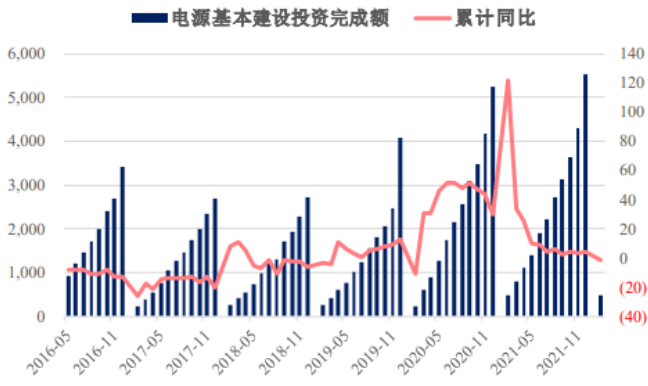
来源：iFind 新纪元期货研究

第四部分 终端需求分析

电力：电力行业是国内精炼铜消费占比最大的行业。根据统计局数据，2022 年 1-2 月份，全国电网工程完成投资 313 亿元，同比上升 37.6%；1-2 月份，全国主要发电企业电源工程完成投资 471 亿元，同比回落 1.9%。1-2 月同比增速明显回升，这与国家电网今年整体计划投资额出现增长相吻合。在今年稳增长、扩大基建，以及

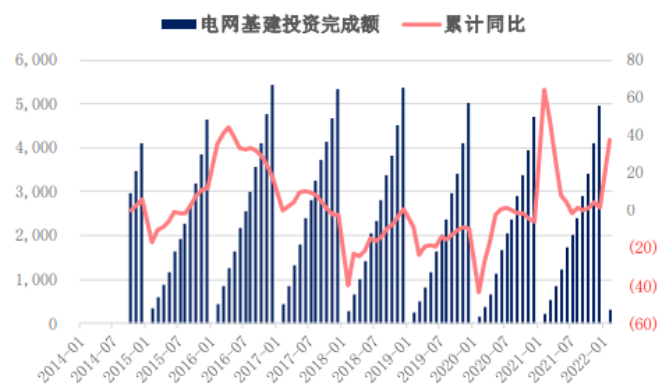
电网计划投资增加等多重背景之下，电网投资增速应该会比 2021 年有明显增加，而这种增长可能将从二季度开始更加显著。随着碳中和的不断推进，光伏、风电、新能源车等行业的迅速发展，对电网的质量都提出了更高的要求，从 3-5 年来看预计无论是电网投资总量还是耗铜量都会回到一个更加合意的水平。

图 9. 电源基本建设投资



资料来源：iFind 新纪元期货研究

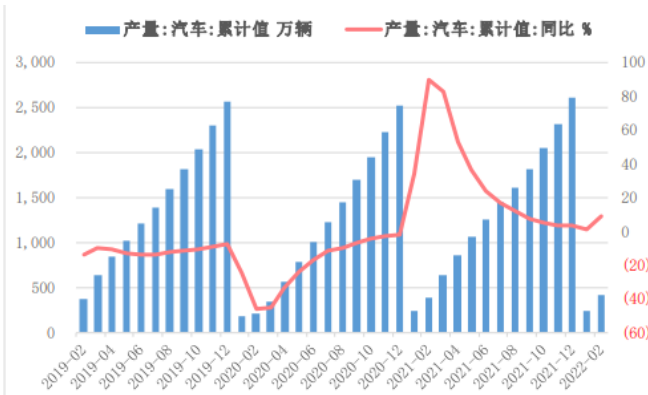
图 10. 电网基本建设投资



资料来源：iFind 新纪元期货研究

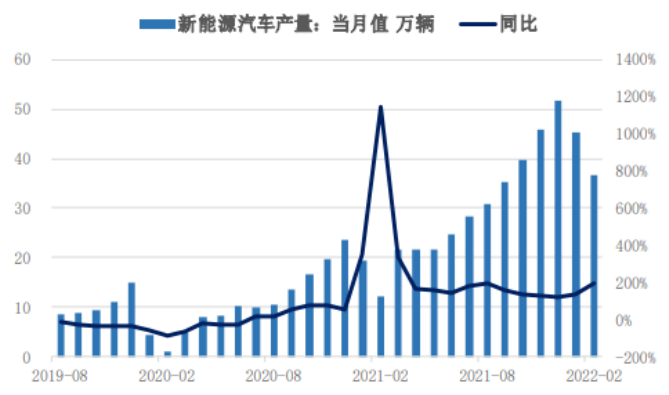
汽车：截至到 2022 年 2 月，汽车产量和销量累计分别达到 423.5 万和 426.8 万辆，同比增加 8.8% 和 1.5%，尤其是在自然天数较少的 2 月较为罕见，汽车产销均同比大涨，创下了近 5 年内的最佳表现。新能源汽车持续爆发式增长，产销同比增加均超过 100%。结合历史数据，以今年一季度的表现来看，二季度或持续较强。图表 3.2.3 汽车产销超预期增长。

图 11. 汽车产量



资料来源：iFind 新纪元期货研究

图 12. 新能源汽车产量



资料来源：iFind 新纪元期货研究

房地产：据统计局数据，1-2 月份房地产开发景气指数为 96.93， 上期为 96.83。 全国房地产开发投资 14,499 亿元，同比增长 3.7%。 商品房销售面积 15,703 万平方米，同比下降 9.6%；土地购置面积 838 万平方米，同比下降 42.3%；新开工面积 14,967 万平方米，同比下降 12.2%；施工面积 784,459 万平方米，同比增长 1.8%；竣工面积 12,200 万平方米，同比下降 9.8%；

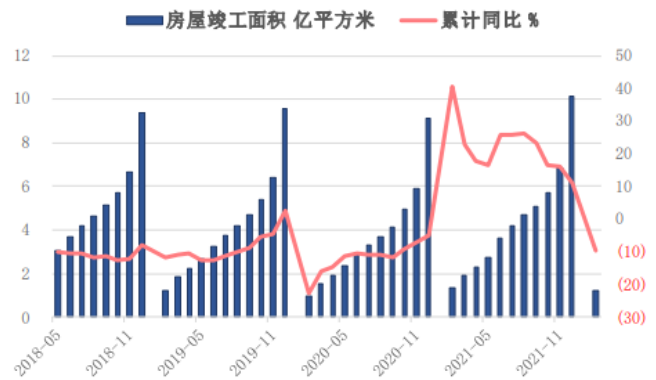
从数据上可以看出，国内房地产的新开工和竣工同比都有明显的下降，特别是竣工数据从去年两位数增长到今年近两位数的回落。考虑到国内去年四季度以来房地产资金偏紧情况下，企业拿地意愿的大幅下降，因此一季度国内房地产新开工和竣工数据都将继续回落。特别是 3 月份，国内疫情的扩散也让数据仍未见到拐点。

图 13. 房屋数据对比



资料来源：iFind 新纪元期货研究

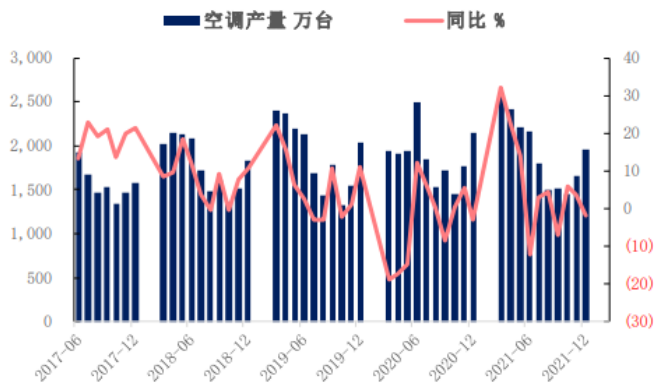
图 14. 房屋竣工面积值累计值



资料来源：iFind 新纪元期货研究

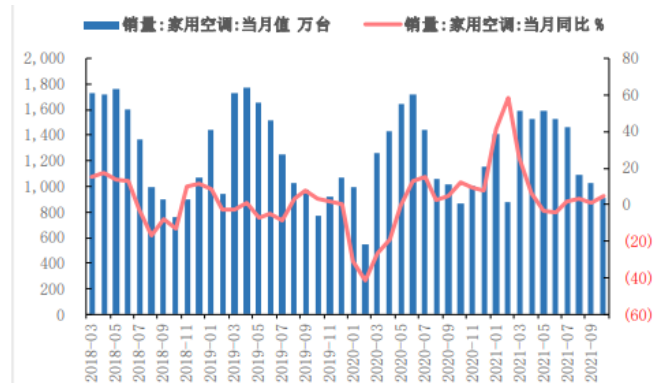
空调：2022 年 1-2 月，空调累计产量 2925.9 万台，累计同比增长 3.9%，冰箱累计产量 1194 万台，累计同比减少 2.5%，洗衣机 1380.3 万台，累计同比增长 5%。国内房地产销售低迷，对家电行业形成拖累。空调累计出口 1092 万台，累计同比增长 4.5%，冰箱累计出口 972 万台，累计同比减少 10.9%，洗衣机累计出口 331 万台，累计同比减少 13.4%。随着国外制造业复苏，家电出口增速在 2021 年高基数的影响下加速下滑。预计二季度，随着房地产市场底和家电销售旺季的到来，家电产销将小幅回升。

图 15. 空调产量



资料来源：iFind 新纪元期货研究

图 16. 空调销量



资料来源：iFind 新纪元期货研究

2022 年一季度，国内因冬奥会和多地突发本土疫情的影响，下游铜加工企业开工率普遍不及往年，导致中国消费大幅不及预期。据 SMM 调研，精铜杆 1 月份开工率为 56.25%，环比大减 15.65 个百分点，不及预期且创 2016 年以来（2020 年疫情干扰除外）低位；2 月份精铜制杆企业开工率为 46.42%，环比减少 9.83 个百分点，同比增加 5.8 点。1 月份铜杆开工率大幅回落主要是还是受到春节的影响，年前天津、河南、浙江等地区疫情频发，对铜杆的需求和运输都造成了影响，且年前居高的铜价也对下游备货情绪造成干扰。2 月份开工率不及预期，节后高企的铜价令下游观望情绪浓厚，采购积极性不高，且年后地产、基建等项目复工较晚，导致下游线缆需求清淡，不少电线电缆企业复工复产节奏较慢，加之新增订单减少，线缆端对于铜杆的需求大幅减弱。

入三月份受到疫情管控等因素影响，下游需求不佳，加之铜价重心持续抬升，下游观望情绪加重，订单回落更为明显。铜主要消费地华东地区多省市疫情严峻，很多下游企业被迫减产、停产，令精铜杆的需求持续回落。

在疫情影响下，精铜杆企业原料采购有所影响，成品运输时效性也大打折扣，且下游资金回款延迟，叠加近期铜价上涨，企业将面临更大的资金压力。SMM 原预计 3 月铜杆企业开工率为 65.97%，环比增加 19.55 个百分点，但随着疫情的负面影响逐步显现，3 月开工大概率不及预期。

铜箔方面，据 SMM 调研，2022 年 2 月铜箔企业开工率为 86.34%，环比减少 2.84 个百分点。预计 3 月铜箔企业开工率为 91.74%，环比增加 5.40 个百分点。进入 3 月份，得益于通讯行业消费快速恢复下对于电子电路铜箔需求转暖，PCB 用窄板、5G 基站天线及服务器用基板等订单供不应求，而传统电子领域如手机等订单量也小幅回暖，这与现阶段欧美对俄国制裁有一定关系，使得中国国内部分品牌订单小有增量。新能源汽车行业后市预期仍处于高景气中，厂家将继续处于满产满销的状态中，开工率将维持高位。

其他下游方面，据 SMM 调研，2022 年 2 月电线电缆企业开工率为 59.75%，环比减少 3.68 个百分点，同比增加 17.84 个百分点，预计 3 月电线电缆企业开工率为 77.88%。2 月铜棒开工率为 43.23%，环比下降 15.2 个百分点，同比上升 10.58 个百分点，预期 3 月铜棒开工率为 66.27%。后续仍需关注疫情对国内消费的具体影响，如果疫情短期难以控制，消费“金三银四”预期落空，则将会对市场造成明显负面压力。

第五部分 总结与展望

展望二季度，在地缘政治风险溢价仍存、美联储加息落地利空出尽以及库存历史低位的支撑下，铜市存在反弹的动力，但国内消费的不确定性抑制上方空间，一季度国内消费大幅不及预期，一方面多地突发本土疫情，包括长三角、珠三角等主要消费地的生产、贸易、物流等均受到不同程度的扰动，另一方面冬奥会前后北方企业也受到一定的限制，导致总体开工率呈现低迷状态。

总体上维持谨慎偏多的思路，下方支撑位 71000 元/吨，上方阻力位 77000 元/吨

风险点：疫情控制不及预期、俄乌冲突升级、美元指数飙升

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，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和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达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并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，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：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

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：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

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（电梯编号16楼1604室）

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（名义楼层16E）（尚需工商登记）

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：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#