



## 沪铜月报

2024年03月28日

# “以旧换新”提振预期，沪铜或将偏强运行

### 摘要

**国外宏观：**美国 CPI、PPI 超预期增长，反映出通胀问题仍十分顽固，这也致使在美联储利率决议声明中，上调 2024 年通胀中值，并且在降息幅度和次数上，部分官员亦较上一次会议决议产生动摇。综合来看，美联储如市场预期本次决议维持利率不变，并给与市场明确信号，年内降息将至，以至于市场短期解读偏鸽，但经济增速和通胀预期的上调，亦让后续的降息幅度和次数产生不确定性，美元指数本月先弱后强。

**国内宏观：**我国 PMI 指数目前尚处于收缩区间，由于春节假期因素回升速度略有放缓。同时，CPI 同比重新回正、PPI 同比略有回踩，均包含春节因素的影响。流动性方面，中国货币政策工具箱依然丰富，货币政策仍有足够空间。目前法定存款准备金率平均为 7%，后续仍有降准空间。流动性依然呈现稳健偏宽格局，为以旧换新、设备更新等促进消费、提升有效需求的政策提供流动性帮助。综合来看，宏观政策发力逐步显效，国民经济持续回升向好。

**供需情况：**商品属性上，从铜矿端的角度，TC 费用的持续走软，铜精矿供应偏紧现象短期内仍将持续，铜精矿价格上涨预期较强。需求方面，4 月即将迎来今年国内的第一波冶炼厂集中检修期，冶炼厂有提前备库需求。因此短期矿端偏紧局面并不会出现明显改变，矿端涨价预期支撑铜价运行。从冶炼厂的角度，由于原材料成本的提升，企业亦将去除部分亏损工厂产量确保利润，因此会有一些的减产预期，从而达到控产挺价的目的。从精铜现货的角度，供给端减产预期提升，需求在宏观整体偏暖，流动性相对宽松，以旧换新政策引导下，预期亦整体向好，但不可忽视的是仍需关注下游加工厂对高价铜的心理接受程度。综合来看，铜价将受到成本支撑及预期的提振。

**展望：**2024 年 4 月铜价在降息预期逐渐明朗，海外经济恢复预期提升，国内以旧换新政策提振有效需求多项偏暖宏观因素作用下预期向好。基本上，预计矿端提供的成本支撑仍将延续，终端及下游随着复工复产的陆续完成，需求逐步上修值得期待。综合来看，铜价或将偏强运行。

#### 操作建议：

策略对象：CU2405 期货合约

策略：71500 元/吨左右做多。

参考止盈位：73000 元/吨左右止盈

参考止损位：71000 元/吨左右止损。

仅供参考，注意控制交易节奏和风险控制。

瑞达期货股份有限公司  
投资咨询业务资格  
证监许可【2011】1780号

研究员：

蔡跃辉

期货从业资格号 F0251444

期货投资咨询从业证书号

Z0013101

助理研究员：

李秋荣

期货从业资格号 F03101823

王凯慧

期货从业资格号 F03100511

咨询电话：0595-86778969

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯

研究服务  
ADS



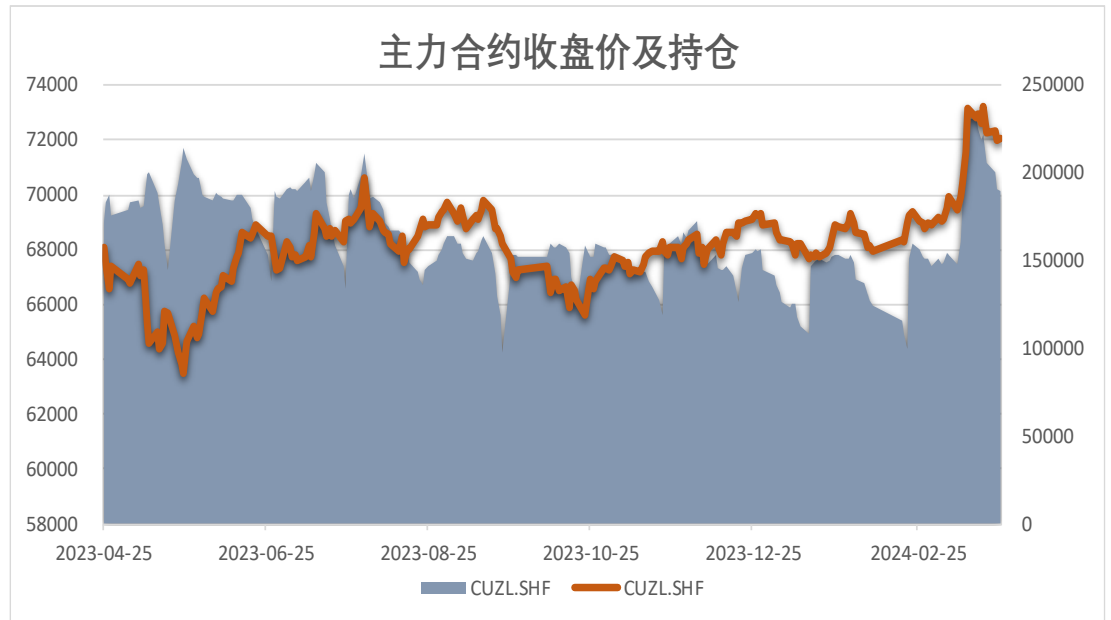
## 目录

第一部分、宏观资讯及市场行情回顾.....	2
一、3月沪铜期货行情回顾.....	2
二、宏观资讯回顾及简评.....	2
1、国际宏观资讯回顾.....	2
简评.....	3
2、国内宏观资讯回顾.....	4
简评.....	5
第二部分、铜市场产业链分析.....	6
一、铜全球供需情况.....	6
1、ICSG 供给短缺.....	6
2、LME 铜库存去化明显.....	6
二、国内铜市供给情况.....	7
1、国内精炼铜生产情况.....	7
精炼铜生产小幅下滑.....	7
精废价差走扩.....	8
2、铜产业进口情况.....	9
矿端偏紧逐步显化.....	9
精炼铜进口量小幅下滑.....	10
三、国内铜市需求情况.....	11
1、下游铜材需求预期向好.....	11
国内铜材生产情况.....	11
下游铜材进口情况.....	12
2、终端应用铜耗预增.....	13
电力行业稳健增长.....	13
新汽车行业铜耗表现亮眼.....	14
第三部分、行情小结与展望.....	15
第四部分、操作策略.....	16
一、投资策略.....	16
二、期权策略.....	16
免责声明.....	18

## 第一部分、宏观资讯及市场行情回顾

### 一、3月沪铜期货行情回顾

2024年3月沪铜期货主力合约震荡走强，持仓量放大。回顾2024年3月，海外方面，美联储维持利率不变，鲍威尔重申政策利率或已达峰，今年某个节点降息是合适的。市场解读短期偏鸽，重拾降息信心。国内方面，宏观发力显效，经济持续回升向好。以旧换新政策，促进消费提升有效需求。在流动性方面，央行行长：中国货币政策工具箱依然丰富，货币政策仍有足够空间。目前法定存款准备金率平均为7%，后续仍有降准空间。整个宏观背景于铜期货而言呈现偏暖的格局，截止2024年3月27日，沪铜报收72080元/吨，月线收涨4.48%。



图表来源：IFIND、瑞达期货研究院

## 二、宏观资讯回顾及简评

### 1、国际宏观资讯回顾

1. 2024年3月8日，美国劳工部发布报告显示，美国2月非农就业人口增加27.5万人，远超预期的20万人，但1月数据从此前的35.3万人大幅下修至22.9万人。同时，去年12月数据也由33.3万人下修至29万人。2月失业率升至3.9%，创2022年1月以来新高，预期为持平于3.7%。平均时薪同比升4.3%，预期4.4%，前值4.5%；环比升0.1%，预期升0.3%，前值升0.6%。美国2月非农就业报告强化美联储6月降息预期。

2. 2024年3月2日，ISM公布的数据显示，美国2月ISM制造业指数47.8，不及预期的49.5，1月前值为49.1。1月时ISM制造业指数创下15个月新高。50为荣枯分界线。美国2月ISM制造业意外加速萎缩，其中，新订单、就业等分项指标均陷入萎缩。

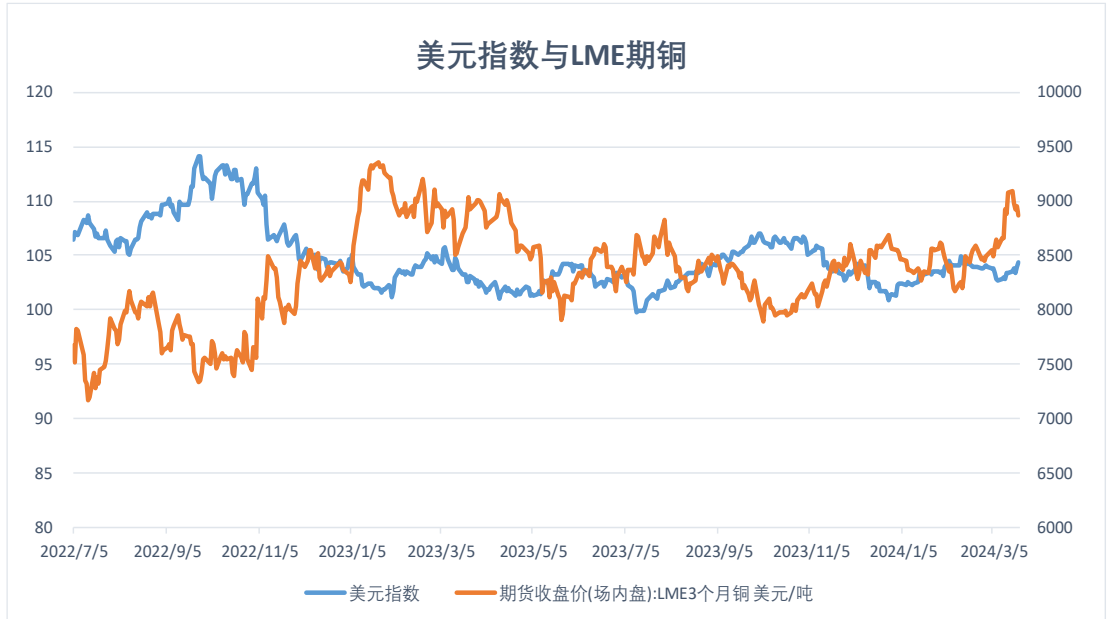
3. 2024年3月13日，美国劳工部公布数据显示，美国2月CPI涨幅高于预期。美国2月未季调CPI同比升3.2%，为去年12月以来新高，预期升3.1%，前值升3.1%；季调后CPI环比升0.4%，预期升0.4%，前值升0.3%；未季调核心CPI同比升3.8%，为2021年5月以来新低，预期升3.7%，前值升3.9%；环比升0.4%，预期升0.3%，前值升0.4%。整体CPI数据显示通胀顽固，其中核心通胀中住房及部分服务业价格增速仍维持于高位，后继回落或仍需一定时间等待

4. 2024年3月15日，美国劳工局公布数据显示，美国：2月，PPI同比增长1.6%，预估增长1.2%，前值增长0.9%；环比增长0.6%，预期增长0.3%，前值增长0.3%。美国PPI数据超出市场预期，2月PPI同比升1.6%，高于预期的预期的1.1%及前值0.9%；核心PPI同比升2.0%，同样超出预期的1.9%并与前值持平；整体PPI数据显著回升再次反映美国商品及服务价格成本保有韧性。

5. 2024年3月21日美联储利率决议声明概述：一致同意维持利率不变，重申等待对通胀回落信心的增强，删除了1月份声明中关于就业增长“放缓”的措辞；利率前景：点阵图维持今年累计降息三次的预期，但至少5名官员削减了今年降息的幅度，9名美联储官员预计2024年将降息2次或更少；将2025年底利率预期中值上调至3.9%，长期中值升至2.6%；通胀前景：点阵图显示，2024年底核心PCE预期中值上调至2.6%；过去一年通胀已经降温，但仍处于“高位”；经济前景：点阵图全面上调2024-2026年底GDP预期中值；经济活动一直在稳步扩张，但经济前景不确定。

## 简评

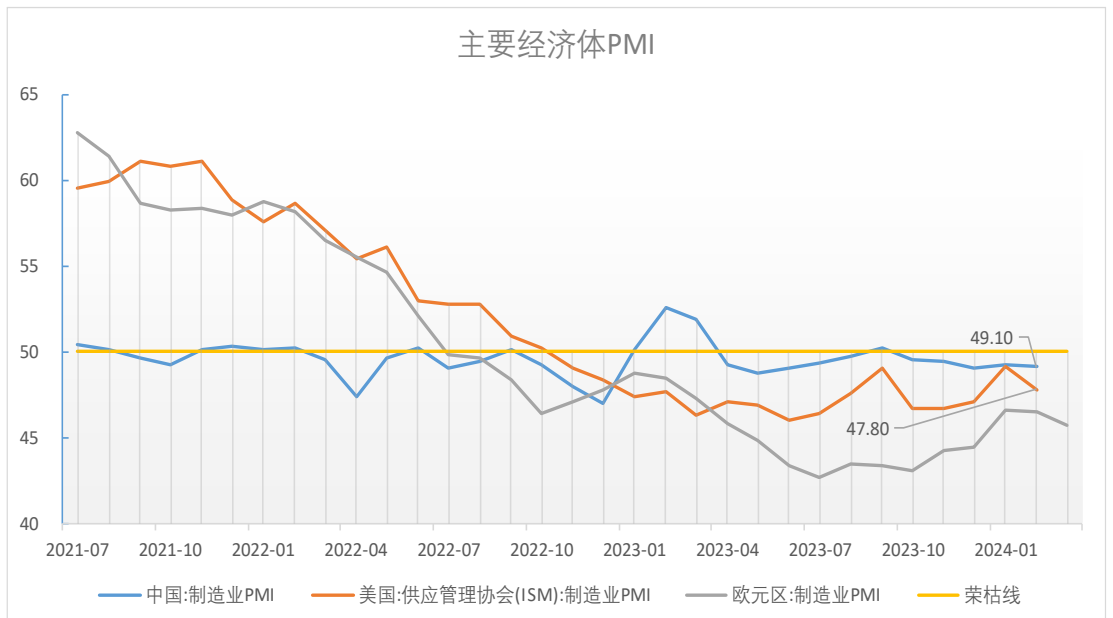
美国CPI、PPI超预期增长，反映出通胀问题仍十分顽固，这也致使在美联储利率决议声明中，上调2024年通胀中值，并且在降息幅度和次数上，部分官员亦较上一次会议决议产生动摇。综合来看，美联储如市场预期本次决议维持利率不变，并给与市场明确信号，年内降息将至，以至于市场短期解读偏鸽，但经济增速和通胀预期的上调，亦让后续的降息幅度和次数产生不确定性，美元指数本月先弱后强。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 2、国内宏观资讯回顾

1. 2024年3月1日，中国国家统计局公布，2月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.1%，比上月下降0.1个百分点。PMI指数小幅回落，主要是春节因素影响；剔除季节性因素，可以认为PMI指数大体平稳，预示经济继续保持平稳恢复态势。

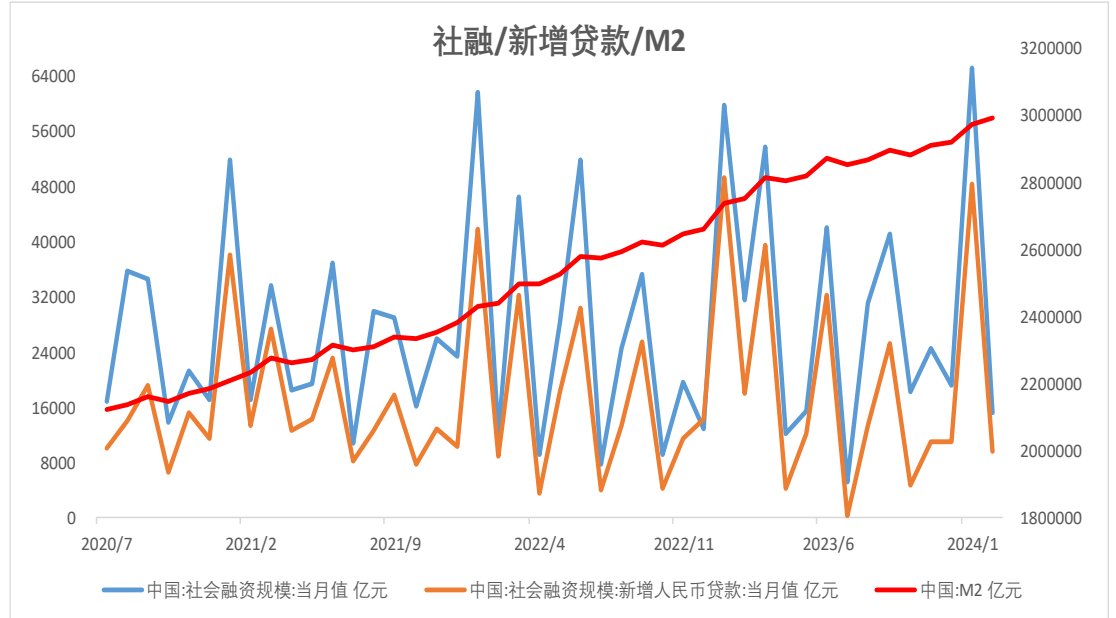


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2. 2024年3月10日，据国家统计局网站消息，2月，CPI同比上涨0.7%，环比上涨1.0%，同比增速半年来首次转正，环比加速上涨。其中，食品价格环比上涨3.3%。同比来看，猪肉价格在连续下降9个月后首次转涨，上涨0.2%。PPI同比下降2.7%，环比下降0.2%。

2 月 CPI 同比重新回正、PPI 同比略有回踩，均包含春节因素的影响。

3. 2024 年 3 月 16 日，央行数据显示，2 月末，广义货币(M2)余额 299.56 万亿元，同比增长 8.7%。社会融资规模存量为 385.72 万亿元，同比增长 9%。前两个月，社会融资规模增量累计为 8.06 万亿元，比上年同期少 1.1 万亿元，创历史同期次高水平。对实体经济发放的人民币贷款增加 5.82 万亿元，同比少增 9324 亿元。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

4. 2024 年 3 月 7 日，国家发改委主任郑栅洁表示，今年 5%左右的经济增长目标，是奋力一跳能够实现的目标。超长期特别国债将重点支持科技创新、城乡融合发展、区域协调发展、粮食能源安全、人口高质量发展等领域建设。《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》重点将实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升“四大行动”，设备更新将是一个年规模 5 万亿元以上的巨大市场。

## 简评

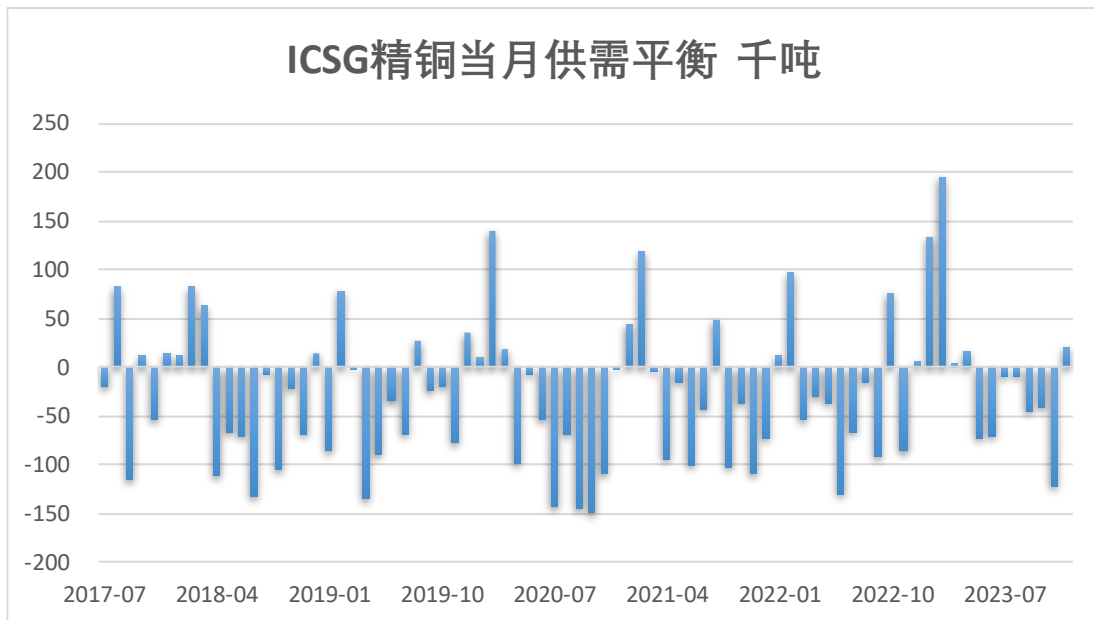
我国 PMI 指数目前尚处于收缩区间，由于春节假期因素回升速度略有放缓。同时，CPI 同比重新回正、PPI 同比略有回踩，均包含春节因素的影响。在流动性方面，央行行长潘功胜：中国货币政策工具箱依然丰富，货币政策仍有足够空间。目前法定存款准备金率平均为 7%，后续仍有降准空间。流动性依然呈现稳健偏宽格局，为以旧换新、设备更新等促进消费、提升有效需求的政策提供流动性帮助。综合来看，宏观政策发力逐步显效，国民经济持续回升向好。

## 第二部分、铜市场产业链分析

### 一、铜全球供需情况

#### 1、ICSG 供给短缺

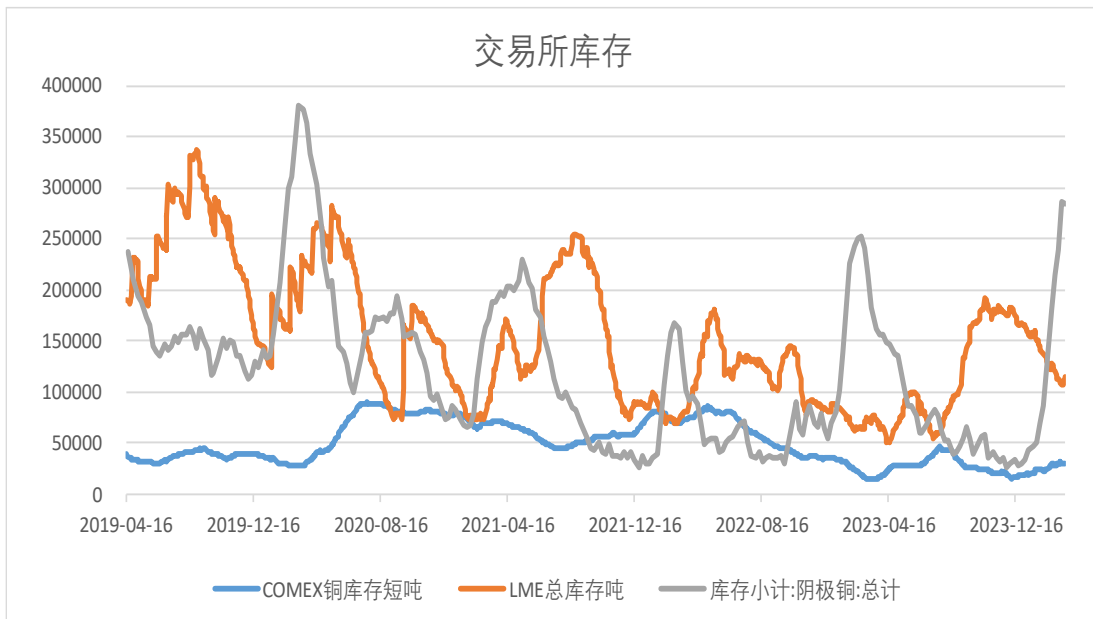
国际铜业研究小组(ICSG)在最新发布的月报中称,2023年12月全球精炼铜市场供应过剩2.0万吨,11月短缺为12.30万吨。报告称,2023年1-12月全球精炼铜市场供应短缺8.7万吨,而2022年为供应短缺43.4万吨。2023年12月全球精炼铜产量为239万吨,消费量为237万吨。ICSG表示,根据中国保税仓库的库存变化进行调整后,12月供应缺口为1.50万吨,11月短缺为13.2万吨。



图表来源: ifind、瑞达期货研究院

#### 2、LME 铜库存去化明显

从全球三大主要交易所库存的数据来看,截止发稿数据,LME铜总库存为113100吨,月环比减少10.61%;COMEX铜库存为30504短吨,月环比增加4.26%;SHFE铜库存为285090吨,月环比增加32.92%。总的来看海外铜库存尤其LME铜去库存效应相对显著,国内方面库存积累相对明显。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

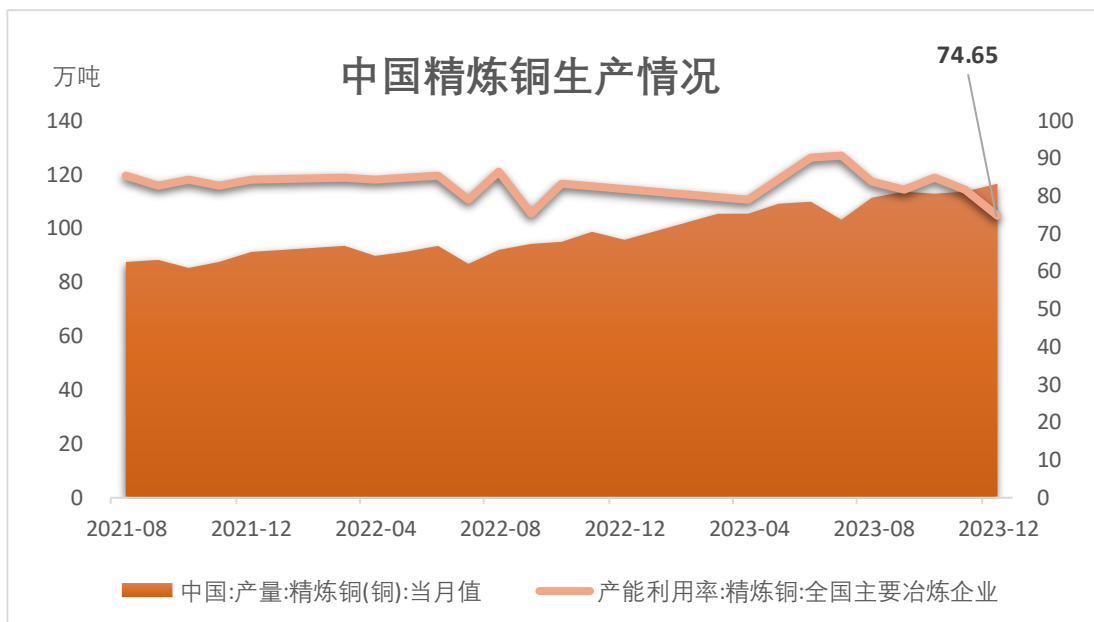
## 二、国内铜市供给情况

### 1、国内精炼铜生产情况

#### 精炼铜生产小幅下滑

据国家统计局数据，截至 2024 年 2 月，国内精炼铜累计产量约为 221.5 万吨，同比增长 10.7%。2 月主要铜企产能利用率有所下滑录得 74.65%，较 1 月 81.58%，下降 6.98%。2023 年全年铜产量 1297.7 万吨，同比增长 17.4%。据 SMM 报道，进入 3 月，仅有 1 家冶炼厂有检修计划，另有一家推迟了检修时间至 4 月。但因为原料矿石价格的持续上涨，据悉已有数家冶炼厂调降原料的投料量。尽管如此，3 月产量仍较 2 月有小幅上涨，由于假期结束后陆续复工复产，加之 2 月本身生产天数和基数较小等原因所致；在原料投料方面，虽然铜精矿的供应偏紧，但部分冶炼厂亦可用废铜进行回收后再冶炼补足相应缺口，以应对矿端偏紧的问题。

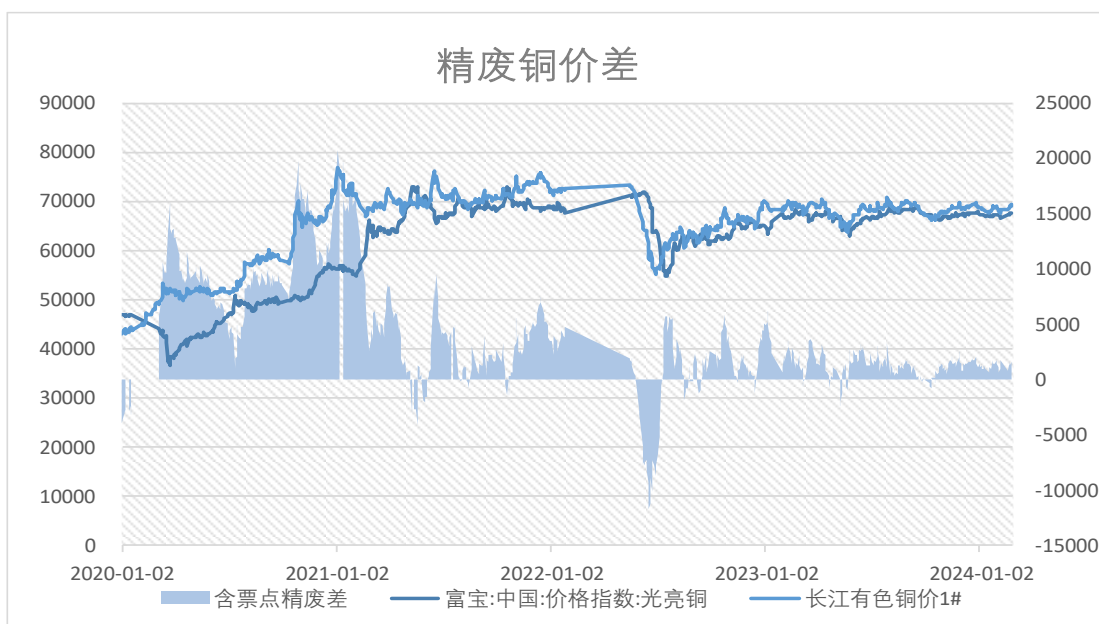




图表来源：WIND 瑞达期货研究院

### 精废价差走扩

截止 2024 年 3 月 27 日，精废价差（含票点）为 1495.15 元/吨，月环比增加 179.92 元/吨，环比增长 13.68%。精炼铜与废铜二者在一定程度上有着替代作用，TC 价格在 2024 年 1-2 月持续走弱，铜精矿价格持续走强，一定程度上抬高了冶炼厂成本，随着矿端偏紧的日益严峻，高额的现货价格和原料价格也将趋势冶炼企业转向更为便宜的废铜作为冶炼原料替代铜精矿，以应对矿端偏紧局面。预计后续废铜替代铜精矿的性价比将逐渐显著，精废价差或将在走扩后逐步收敛。

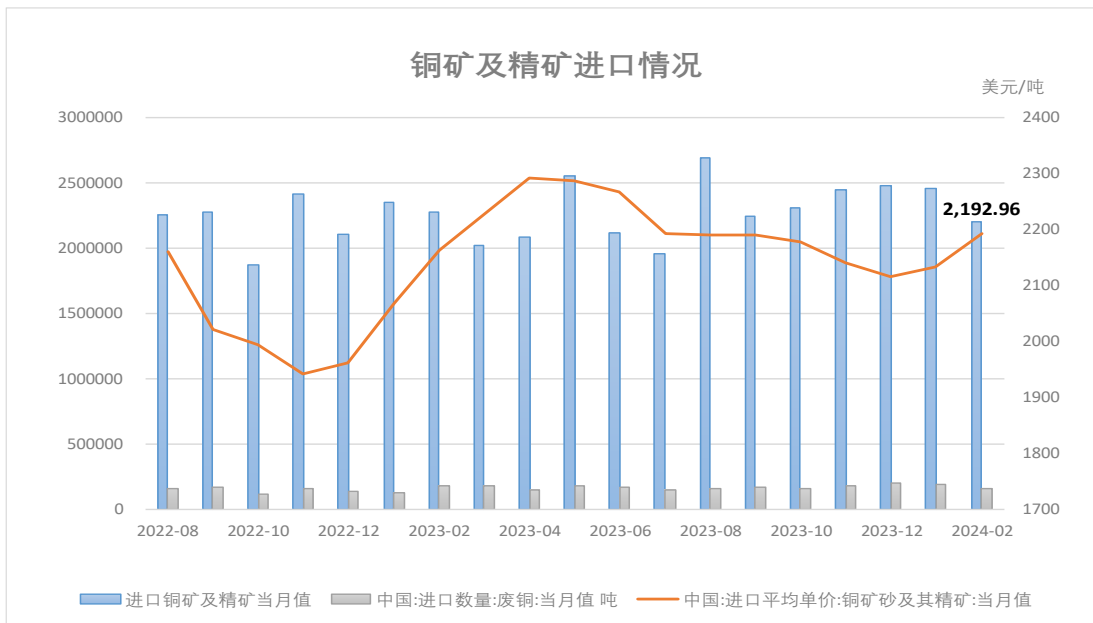


图表来源：WIND 瑞达期货研究院

## 2、铜产业进口情况

### 矿端偏紧逐步显化

据海关总署在线查询平台数据显示，截至 2024 年 2 月，铜矿及精矿当月进口量为 220.09 万吨，较 1 月减少 25.58 万吨，降幅 10.41%，同比降幅 3.18%。2 月铜矿进口量下滑，矿端偏紧现象逐渐显化。



图表来源：WIND 瑞达期货研究院

从下图 TC 费用的走势来看，2024 年第一季度 TC 费用已由年初的 53.3 美元/吨下跌至 10.9 美元/吨，跌幅达 79.5%。TC 费用趋势的改变于 2023 年第四季起开始转向并逐步走弱，原因主要在于铜矿端罢工及停摆事件的扰动影响。

海外方面，近期矿端事件亦常有发生，据外电 3 月 8 日消息，智利铜业委员会 (Cochilco) 表示，智利主要矿商 1 月铜产量表现良莠不齐。智利铜业委员会称，智利国家铜业公司 1 月的铜产量同比下降 15.6%，至 107,000 吨。智利国家铜业公司一直难以恢复产出，原因是旨在弥补矿石品位下降的扩张项目受困于延误，同时成本正在上升。

智利国有矿业公司 (Codelco) 表示，3 月 11 日，一名工人在该国北部 Radomiro Tomic 铜矿的事故中死亡。据当地媒体报道，Radomiro Tomic 工会主席 Ricardo Torrejón 表示，矿工封锁了通往矿床的入口道路，并完全停止了生产，罢工将是无限期的。

国内方面，据业内调研，考虑现金成本后，中国铜冶炼厂的加工费盈亏平衡点约

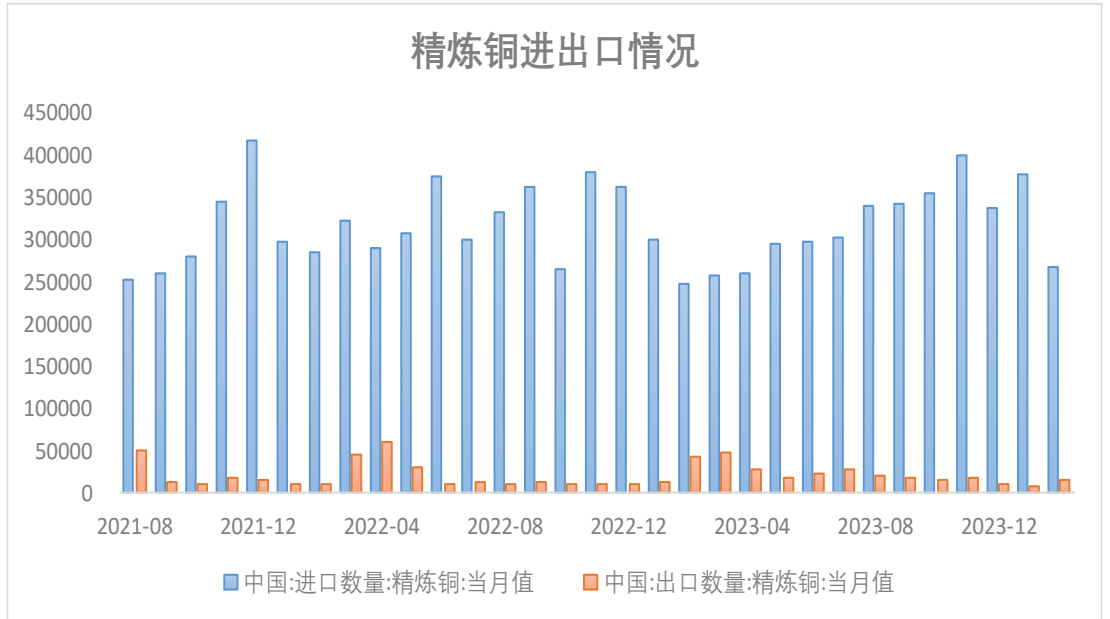
为 60 美元/吨左右，以目前铜精矿现货加工费报价已经大幅低于该均衡水平，原料供给端偏紧及其后续产生的成本上行，将致使冶炼厂亏损加大或将倒逼我国铜冶炼厂加大检修被动减产。据新闻报道，2024 年 3 月 13 日，全国将有多家中国骨干铜冶炼企业聚集开会，可能商讨当前国内市场正面临的铜原料进口极为紧缺的应对措施。从目前情况来看，期矿端偏紧局面并不会出现明显改变，TC 费用持续偏弱，矿端涨价预期仍在。



图表来源：Ifind 瑞达期货研究院

## 精炼铜进口量小幅下滑

据海关总署统计，截至 2024 年 2 月，精炼铜当月进口量为 378397.173 吨，较 1 月减少 111639.85 吨，降幅 29.5%，同比降幅 13.46%。2 月精铜进口量大幅下滑，主要原因在于国际物流的干扰作用，1 月智利港口飓风天气使得部分货船延期，由于智利出口到我国港口时间约在 1 月左右，此部分延期货船将在一定程度上影响我国进口精铜的到港量。此外，非洲部分港口拥堵情况亦无明显缓解迹象，以上皆影响了 2 月精炼铜的进口量，致使其明显下滑。2024 年 3 月，非洲港口堵港现象仍未缓解，因此 3 月进口量仍将受到一定影响，预计将小幅下滑。



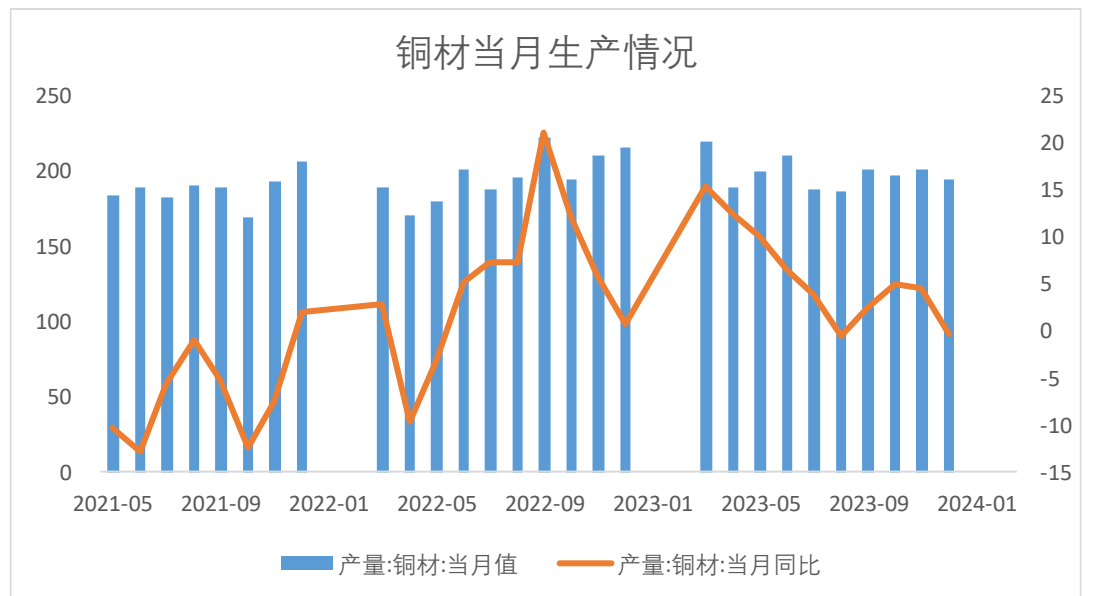
图表来源: WIND 瑞达期货研究院

### 三、国内铜市需求情况

#### 1、下游铜材需求预期向好

##### 国内铜材生产情况

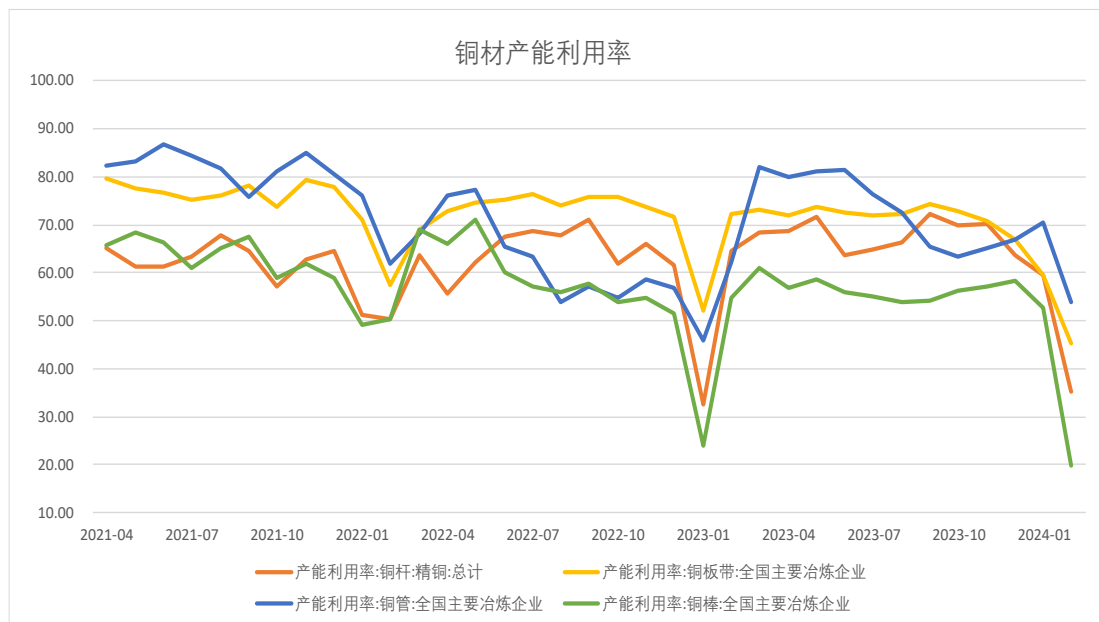
据国家统计局数据,截至2024年1-2月,国内铜材累积产量为287.09万吨,同比增长2.8%。



图表来源: WIND、瑞达期货研究院

从细分铜材的产能利用率角度,根据以往年份情况,1-2月份是下游铜材加工逐步回

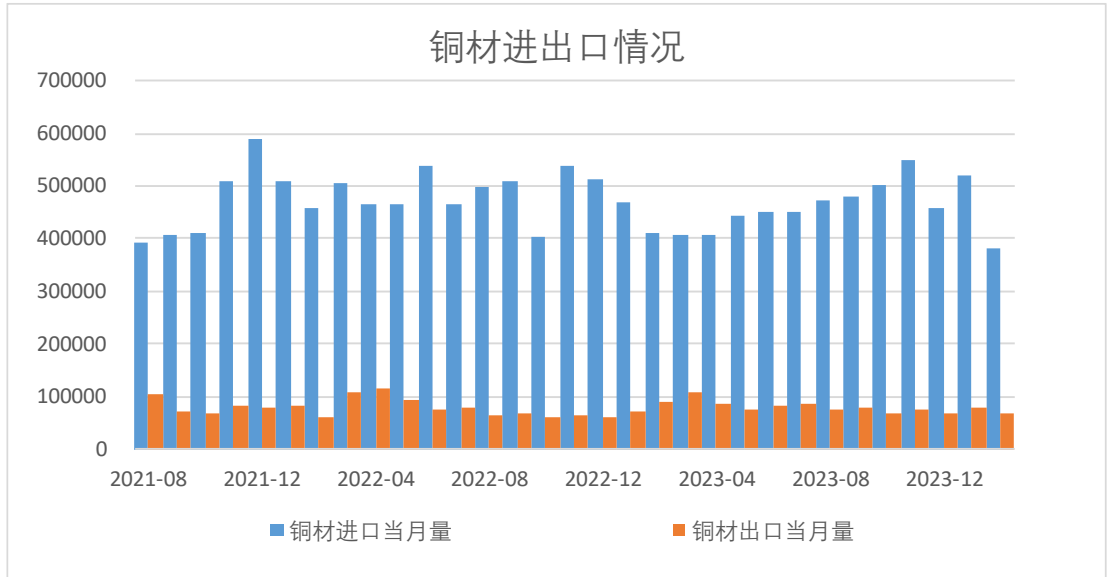
落至年内低点的淡季, 2024 年 1-2 月份表现亦符合该季节变化, 主因仍是来自于春节假期, 停工减产, 设备检修等原因所致。预计 2024 年 3-4 月在需求预期的刺激下, 叠加下游铜材企业逐步复工致使产能利用将逐步回升, 随着铜行业下游旺季“金三银四”的来临, 开工率将逐步抬升, 尤其像今年 1 季度表现抢眼的新能源汽车行业, 亦将在一定程度上拉动铜板带的需求, 使其开工率显著回升。



图表来源: Ifind、瑞达期货研究院

## 下游铜材进口情况

据国家统计局数据, 截至 2024 年 2 月, 铜材当月进口量为 380000 吨, 较 1 月减少 140000 吨, 降幅 26.92%, 同比降幅 7.21%。铜材 2 月进口表现明显下滑, 由于春节假期原因, 加之部分国际航运事件扰动, 以及国产铜材的替代作用, 多因共振下, 致使 2 月进口量明显下滑, 这也与国内铜材产量 1-2 月累计增长相互印证, 国产铜材在需求偏淡的时点, 能一定程度上自给, 减少进口需求。预计 3-4 月, 随着国内外需求的逐步回暖, 预计自给率将缓慢减少, 铜材进口量将逐步恢复。



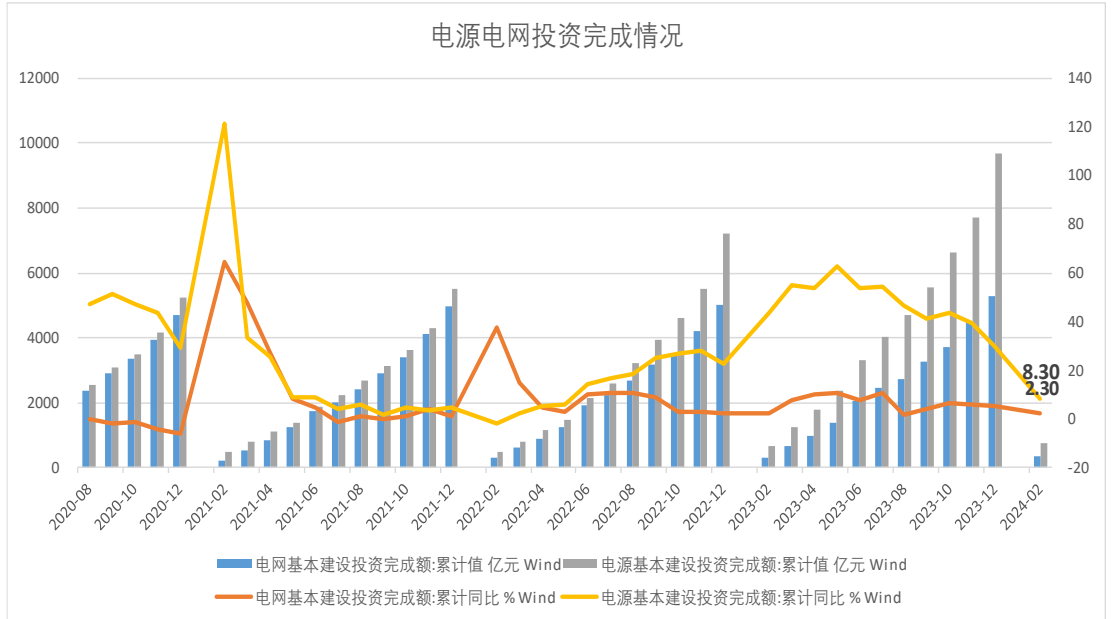
图表来源: WIND 瑞达期货研究院

## 2、终端应用铜耗预增

### 电力行业稳健增长

电力系统的建设对精炼铜的消费在我国铜消耗重占有大部分比重,据 2023 年统计,电力系统的铜消费量约占我国总消费量的 46.17%,其主要为铜杆材的使用,用于电缆的布设方面。2023 年国家电网将加大投资,发挥投资对经济社会的拉动作用,电网方面累计投资额为 5275 亿元,达成既定 5200 亿元目标。电源累计投资额为 9675 亿元,远超 2022 年全年水平。

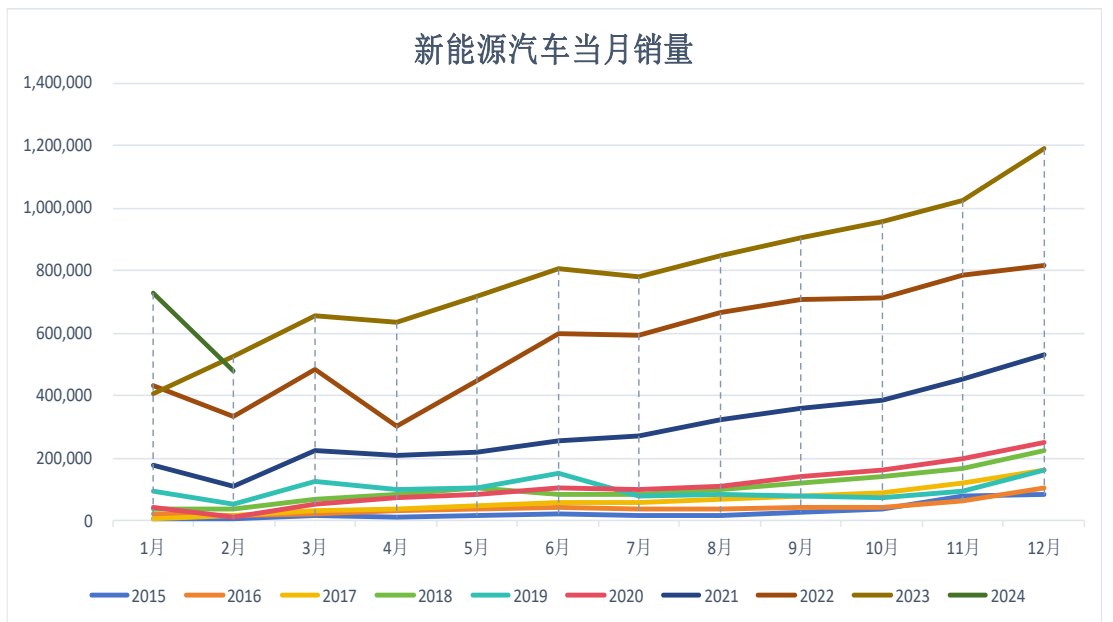
国家电网在 2024 年 1 月下旬,预计在 2024 年的电网建设投资总规模将超过 5000 亿元人民币。投资将用于加大数智化坚强电网的建设,促进能源绿色低碳转型,并推动特高压工程的开工建设,如阿坝至成都东等项目。此外,还将围绕数字化配电网、新型储能调节控制、车网互动等应用场景,打造一批数智化坚强电网示范工程。截至 2024 年 2 月,电源、电网投资完成累计额为 791 亿元、327 亿元,同比增长 8.3%、2.3%。根据 2023 年发布的《蓝皮书》制定的计划来看,我国电力系统的建设仍处于稳定发展并逐步转型的阶段,因此电源、电网用铜需求仍将保持稳定增长的态势,为铜材需求提供助力。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

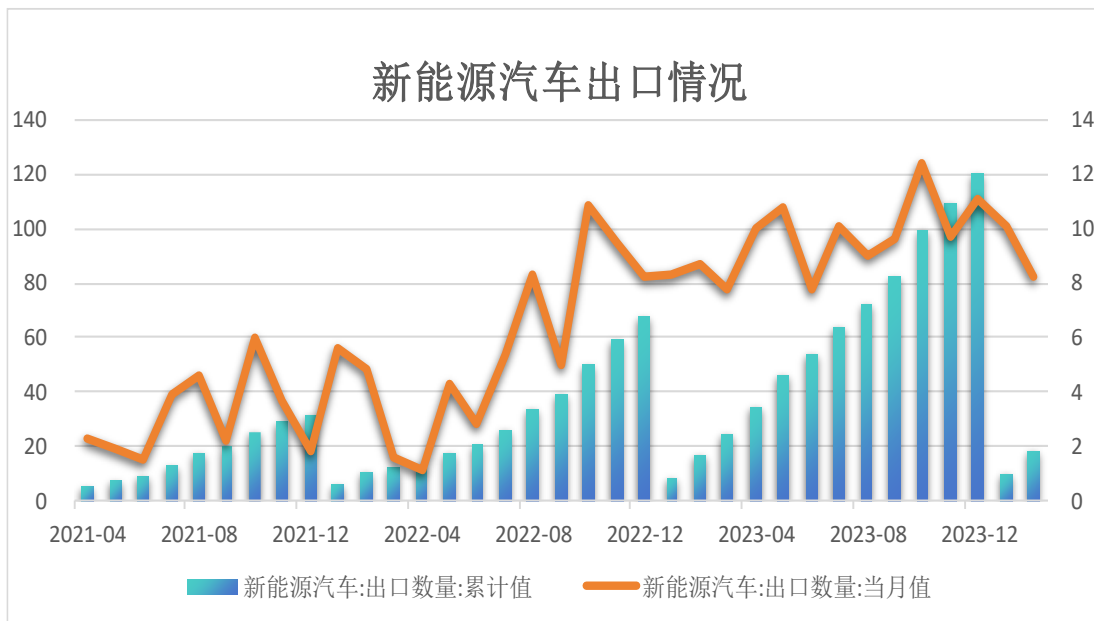
### 新能源汽车行业铜耗表现亮眼

据中汽协数据，截至2024年2月，新能源汽车当月产量为464000辆，环比-41.04%；销量为477000辆，环比-34.57%。新能源汽车行业按以往季节变化规律来看，2月销量是传统淡季，2024年2月整个生产销售情况仍较符合该季节变化，因此2月新能源汽车整车的产销量有显著回落，预计3-4月整体表现仍将符合以往规律数据上有所起伏，但能保持稳健增长的态势。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

据中汽协统计,截至2024年2月,新能源汽车累计出口量为18.2万辆,同比增幅7.06%。从数据方面能够看出,在新能源汽车行业传统销售淡季,出口数据增速虽较1月有所放缓,但仍保持同比增长态势。回顾2023年,新能源汽车出口方面已创佳绩,而在2024年1-2月,整体数据依然保持增长态势,亦有“开门红”的感觉,使得今年完成全年180万辆的信心更加提振。因此无论从数据上还是信心上,国产新能源汽车出口大概率将延续2023年的良好表现,同时亦将从终端消费上刺激对铜材的需求。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

### 第三部分、行情小结与展望

#### 小结与展望：

商品属性上,从铜矿端的角度,TC费用的持续走软,铜精矿供应偏紧现象短期内仍将持续,铜精矿价格上涨预期较强。需求方面,4月即将迎来今年国内的第一波冶炼厂集中检修期,冶炼厂有提前备库需求。因此短期矿端偏紧局面并不会出现明显改变,矿端涨价预期支撑铜价运行。从冶炼厂的角度,由于原材料成本的提升,企业亦将去除部分亏损工厂产量确保利润,因此会有一定的减产预期,从而达到控产挺价的目的。从精铜现货的角度,供给端减产预期提升,需求在宏观整体偏暖,流动性相对宽松,以旧换新政策引导下,预期亦整体向好,但不可忽视的是仍需关注下游加工厂对高价铜的心理接受程度。综合来看,铜价将受到成本支撑及预期的提振。

金融属性上,国际方面,美国CPI、PPI超预期增长,反映出通胀问题仍十分顽固,这也致使在美联储利率决议声明中,上调2024年通胀中值,并且在降息幅度和次数上,部分



官员亦较上一次会议决议产生动摇。综合来看，美联储如市场预期本次决议维持利率不变，并给与市场明确信号，年内降息将至，以至于市场短期解读偏鸽，但经济增速和通胀预期的上调，亦让后续的降息幅度和次数产生不确定性，美元指数本月先弱后强。国内方面，我国 PMI 指数目前尚处于收缩区间，由于春节假期因素回升速度略有放缓。同时，CPI 同比重新回正、PPI 同比略有回踩，均包含春节因素的影响。在流动性方面，央行行长潘功胜：中国货币政策工具箱依然丰富，货币政策仍有足够空间。目前法定存款准备金率平均为 7%，后续仍有降准空间。流动性依然呈现稳健偏宽格局，为以旧换新、设备更新等促进消费、提升有效需求的政策提供流动性帮助。综合来看，宏观政策发力逐步显效，国民经济持续回升向好。

2024 年 4 月铜价在降息预期逐渐明朗，海外经济恢复预期提升，国内以旧换新政策提振有效需求多项偏暖宏观因素作用下预期向好。基本上，预计矿端提供的成本支撑仍将延续，终端及下游随着复工复产的陆续完成，需求逐步上修值得期待。综合来看，铜价或将偏强运行。

## 第四部分、操作策略

### 一、投资策略

操作建议：

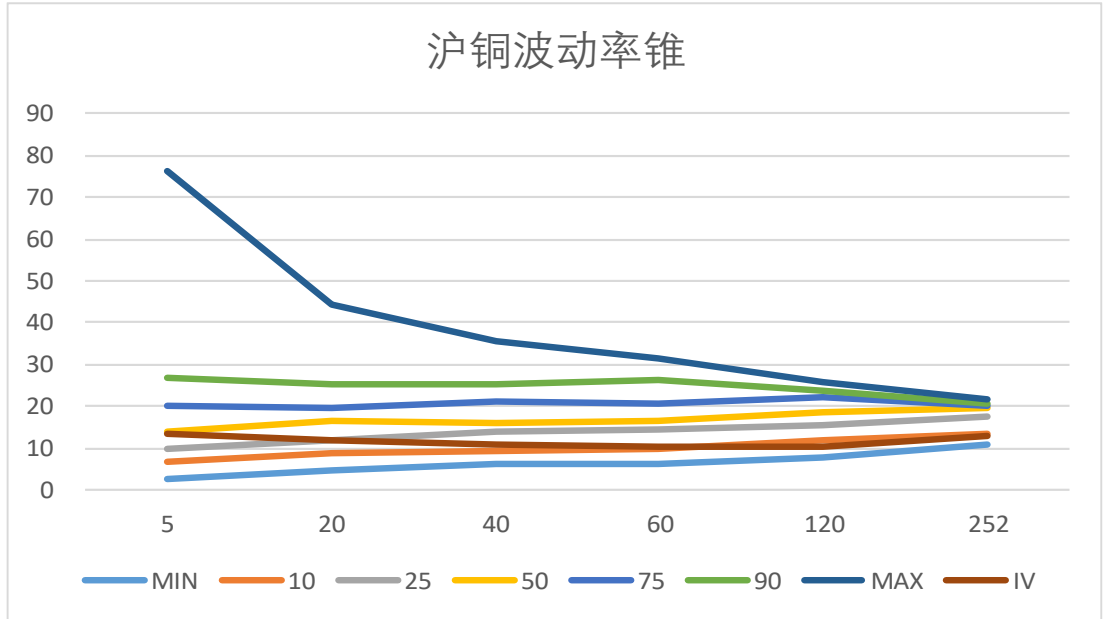
- 策略对象：CU2405 期货合约
- 策略：71500 元/吨左右做多。
- 参考止盈位：73000 元/吨左右止盈
- 参考止损位：71000 元/吨左右止损。

仅供参考，注意控制交易节奏和风险控制。

### 二、期权策略

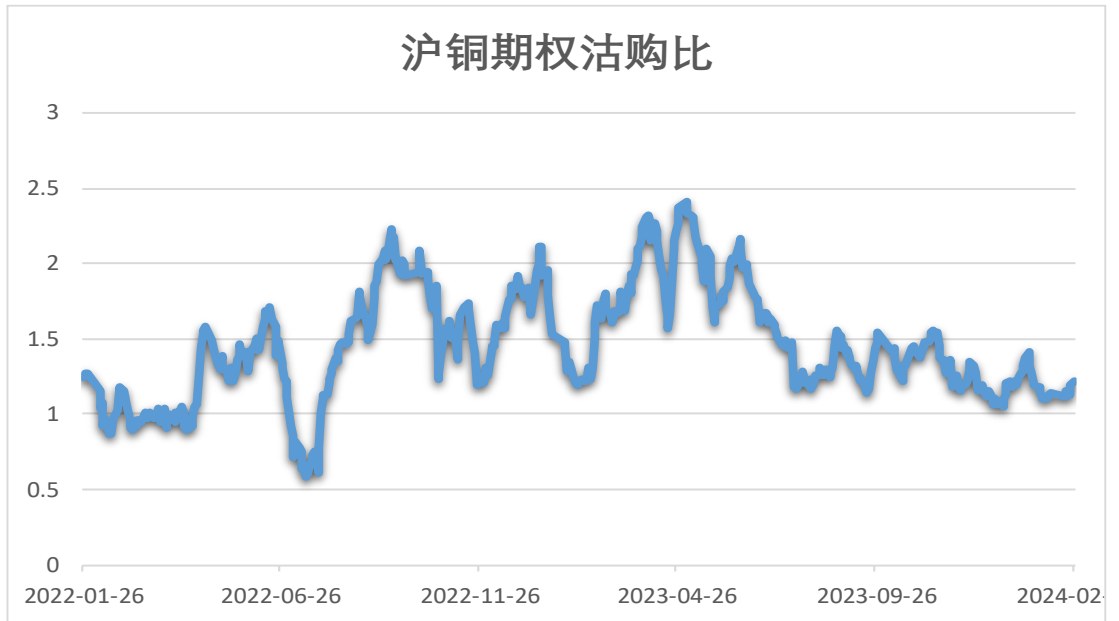
操作建议，买入平值（72000）认购、认沽期权或者轻度虚值的认沽和认购构建跨式策略做多波动率，构建跨式或宽跨式期权组合策略。

截止发稿数据，沪铜主力平值合约隐含波动率位于各周期历史波动率的 50 分位以下，整体来看隐含波动率位于低波动区间，后续有望向均值水平回归。



图表来源：wind、瑞达期货研究院

从沽购比的角度，截止发稿数据，沪铜期权合约持仓量沽购比为 0.964，认购期权在持仓量上占优，情绪偏多。



图表来源：wind、瑞达期货研究院

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。