



金融投资专业理财

## 需求改善去库明显 铜价预计震荡上涨

### 摘要

3月份，铜价冲高回调，涨幅约3.2%。宏观面，全球主要经济体PMI数据呈现内弱外强情况，国内刺激经济政策不断增大。美联储如预期开启加息周期，且加快加息步伐的可能性增加，支撑美元指数走强。此外俄乌局势焦灼，加剧全球通胀风险。基本面，上游国内铜矿供应延续改善态势，原料供应充裕，冶炼厂生产利润较高，预计后市将维持高开工率。而下游传统消费旺季来临，加工企业陆续复工复产，同时海外市场供应偏紧，进口资源减少，使得国内库存降幅明显大于往年同期。此外今年二季度终端行业有望企稳改善，铜市供需趋紧。展望4月份，铜价预计震荡上涨。

瑞达期货研究院  
投资咨询业务资格  
许可证号：30170000

分析师：  
陈一兰  
投资咨询证号：  
Z0012698

咨询电话：059586778969  
咨询微信号：Rdqhyjy  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



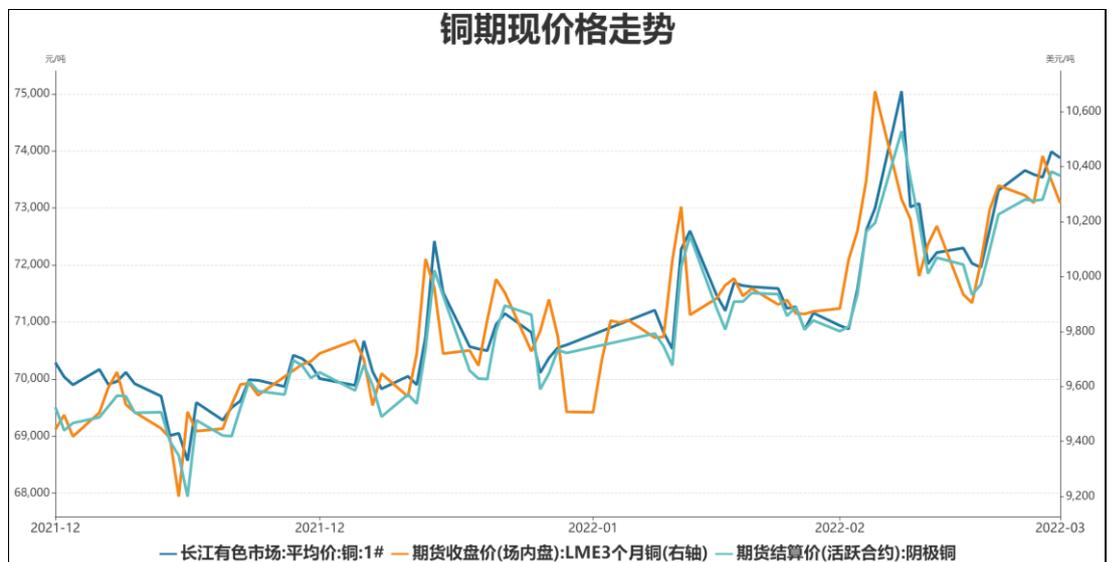
## 目录

第一部分：铜市场行情回顾 .....	2
一、3月铜价行情回顾 .....	2
第二部分：铜产业链回顾与展望分析.....	2
一、宏观面分析 .....	2
二、铜市供需体现.....	4
1、全球铜市供应短缺 .....	4
2、全球铜显性库存回落.....	5
三、铜市供应 .....	6
1、铜矿供应延续改善态势.....	6
2、废铜需求前景乐观 .....	6
3、精铜产量上升趋势 .....	7
4、铜净进口量下降明显.....	8
四、铜市需求 .....	9
1、铜材产量有望回升 .....	9
2、铜市终端行业改善预期.....	9
五、4月份铜价展望.....	13
六、操作策略建议.....	13
免责声明.....	14

## 第一部分：铜市场行情回顾

### 一、3月铜价行情回顾

3月份，铜价冲高回调，涨幅约3.2%。美联储3月份如预期加息25个基点，不过未来可能加快加息，美元指数走强；此外俄乌局势依旧焦灼，西方加大对俄罗斯经济制裁，并考虑减少对俄罗斯能源的依赖，引发通胀攀升的担忧。国内原料供应维持较宽松状态，冶炼厂保持较高产量，下游传统消费旺季来临，市场逢低采购需求开始提高，国内库存明显下降，支撑铜价重心继续上移。



数据来源：瑞达期货、WIND

## 第二部分：铜产业链回顾与展望分析

### 一、宏观面分析

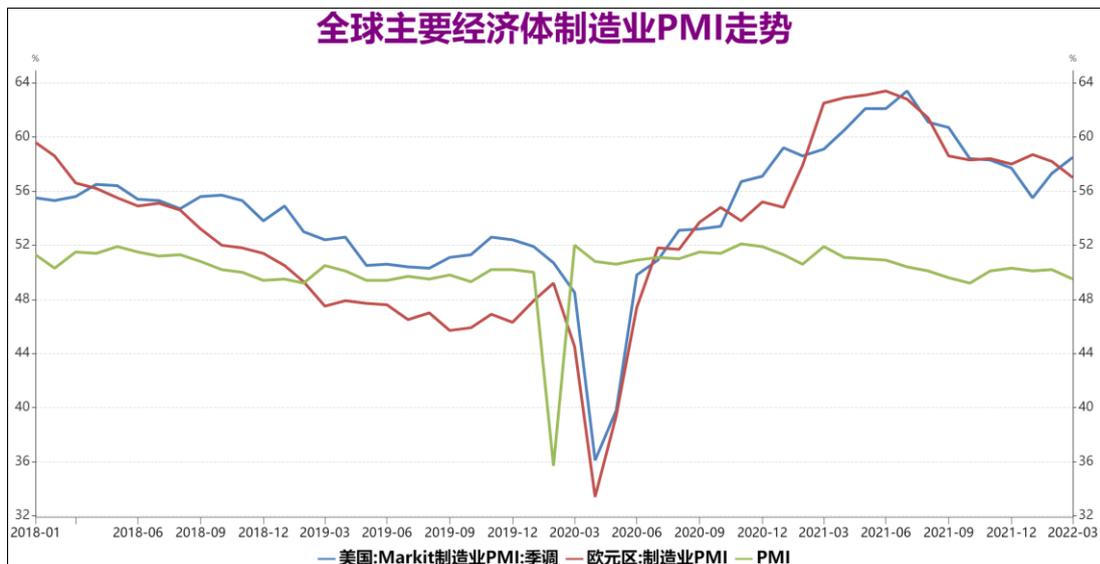
3月，俄罗斯乌克兰紧张局面持续，双方爆发冲突以来持续交火。乌克兰总统泽连斯基表示，乌克兰准备讨论采取“中立地位”，以此与俄罗斯达成和平。俄罗斯总统普京表示，行动的目的在于将乌克兰“去军事化”和“去纳粹化”，将所有在顿巴斯地区“对平民犯下血腥罪行”的战犯绳之以法，从而“保护8年来遭受基辅政权欺凌和种族灭绝的人”。普京还强调，俄方无意占领乌克兰。目前双方谈判依然存在较大分歧，军事冲突预计难以在短时间内结束。欧美为首的西方国家不断加大对俄罗斯的经济制裁，俄罗斯要求欧洲购买天然气必须用卢布结算，而欧洲开始考虑摆脱对俄罗斯能源的依赖，引发俄罗斯天然气、小麦、铝和

镍等大宗商品的供应终端的担忧，加剧了全球主要经济体的通胀压力。

同时，作为关键的领先指标，全球主要经济体最新的制造业和服务业 PMI 数据出炉。其中，中国 3 月官方制造业 PMI 指数为 49.5%，比上月下降 0.7 个百分点，低于临界点，制造业总体景气水平有所回落；非制造业商务活动指数为 48.4%，比上月下降 3.2 个百分点，非制造业景气度降至收缩区间；综合 PMI 产出指数分别为 48.8%，比上月下降 2.4 个百分点，表明我国企业生产经营景气水平有所下降。

美国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值 58.5，预期 56.6，前值 57.3，创 6 个月新高；服务业 PMI 初值 58.9，预期 56，前值 56.5，创 8 个月新高；综合 PMI 初值 58.5，预期 54.7，前值 55.9，创 8 个月新高。美国经济增长的步伐在 3 月加快，虽然有来自俄乌局势的逆风因素，当前对俄乌局势的担忧不断增长。服务业领涨。制造业产出增长也在加速，这得益于需求上升和供应限制减少。供应瓶颈降至 74 个月以来的最低水平。

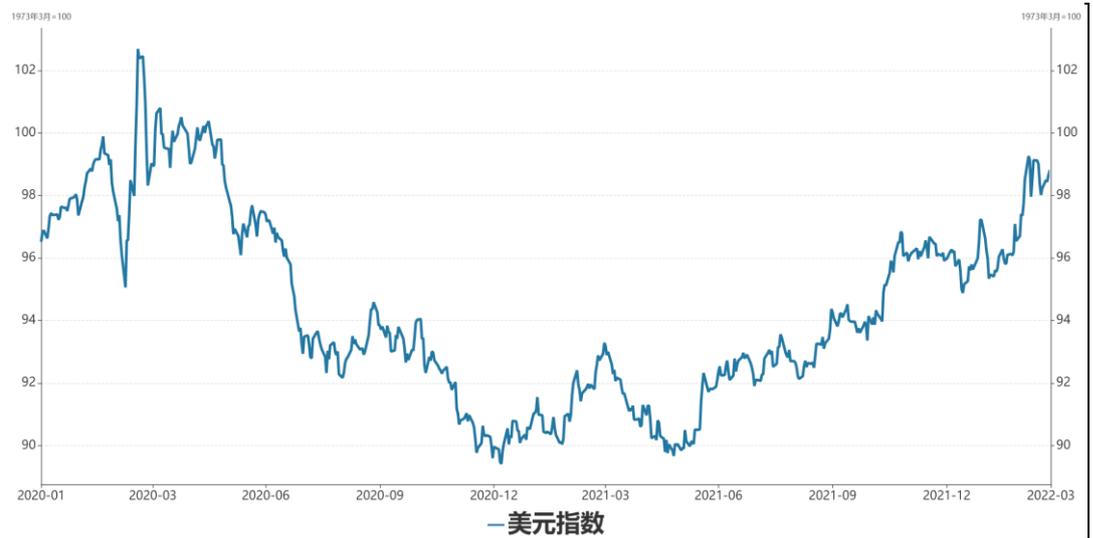
欧元区 3 月制造业 PMI 初值为 57，高于预期值 56，前值为 58.7，产出增长速度降幅较大，为去年十月以来最低水平。服务业 PMI 初值为 54.8，高于预期值 54.3，前值为 55.5。综合 PMI 初值为 54.5，高于预期值 53.8。虽然不及前值 55.5，但商业活动仍保持较高扩张速度。欧元区制造业正面临零部件和原材料成本的大幅上涨，这些零部件和原材料价格将在未来几个月内走高，进一步提升通胀水平。俄乌冲突可能对欧元区经济产生直接和结构性影响，并强调了欧元区第二季度陷入衰退的风险。



数据来源：瑞达期货、WIND

美国货币政策方面，3 月份美联储议息会议上，美联储上调联邦基金利率 25 个基点至 0.25%-0.5%；美联储预期 2022 年 GDP 增长 2.8%，2021 年 12 月预期 4.0%；美联储预期 2022 年失业率为 3.5%，2021 年 12 月预期 3.5%；美联储预期 2022 年 PCE 通胀率为

4.3%，2021年12月预期2.6%。美联储主席鲍威尔在全美商业经济学家协会举办的会议上表示，加息将继续下去，直到通胀得到控制；如果有必要，单次加息的幅度可能会超过25个基点。之后鲍威尔又表示，美联储已经做好5月份必要时加息5基点的准备，有信心三年内将通胀降至2%左右。3月美联储加息周期正式开启，且未来加息步伐预计将加快，进一步推动美元指数走强。



数据来源：瑞达期货、WIND

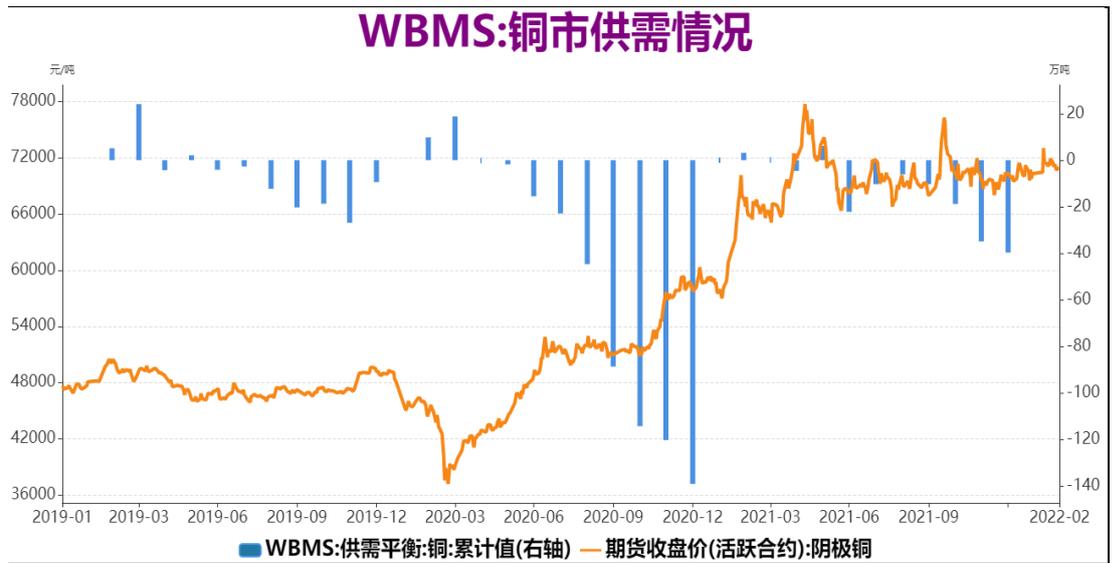
## 二、铜市供需体现

### 1、全球铜市供应短缺

世界金属统计局(WBMS)报告显示，2021年1-12月全球铜市供应短缺39.7万吨，2020年全年供应短缺69万吨。截至2021年12月底，报告库存(包括LME非仓单库存)较2020年12月底水平低18.04万吨。上期所仓库净交货量为3.7万吨，Comex库存减少0.75万吨。2021年1-12月全球矿山铜产量为2,137万吨，较2020年增加3.8%。1-12月全球精炼铜产量为2,466万吨，较去年同期增加2.1%，中国(+46.6万吨)和印度(+15.1万吨)增幅显著。2021年1-12月全球铜需求为2,506万吨，较2020年增长0.9%。在此期间，中国表观需求量为1,389万吨，较2020年同期减少4.4%。中国半成品产量增长3.8%。1-12月，美国精炼铜产量为102.27万吨，较2020年同期高10.5万吨。12月份全球精炼铜产量为215.82万吨，需求量为227.27万吨。

国际铜业研究组织(ICSG)最新报告中称，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

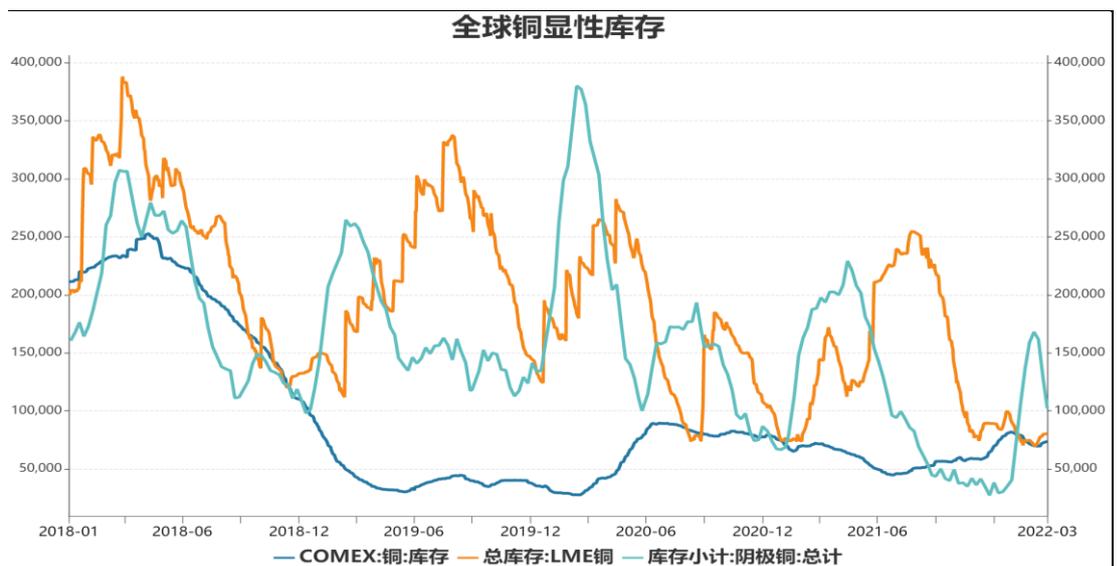
万吨，而消费量为 220.2 万吨。



数据来源：瑞达期货，WBMS

## 2、全球铜显性库存回落

一般而言，库存是体现精炼铜市场供需关系的最重要指标。截至 3 月 25 日，全球铜显性库存报 249483 吨，较上月末减少 49262 吨。其中 COMEX 铜库存 73680 短吨，较上月末增加 2184 短吨，美铜库存小幅上升趋势，整体处于较低水平；LME 铜库存 80600 吨，较上月末增加 5725 吨，3 月伦铜库存小幅增加，但整体处于近 15 年来的低位；上期所铜库存 102055 吨，较上月末减少 56968 吨，进入去库周期，且降幅明显大于往年同期。整体来看，全球铜显性库存呈现下降，主要因沪铜去库周期来临，且降幅明显。

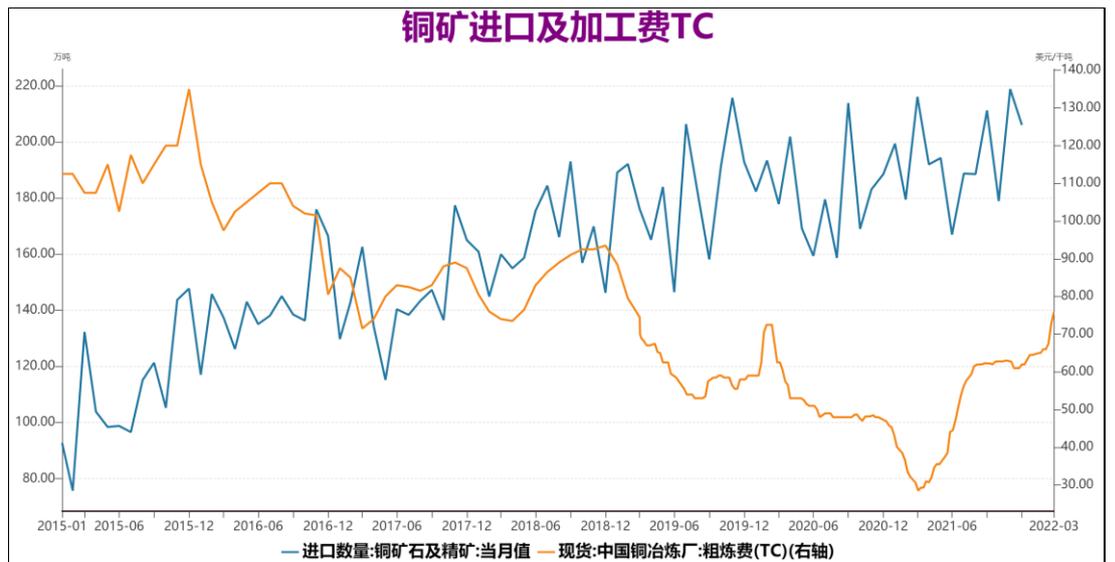


数据来源：瑞达期货，WIND

### 三、铜市供应

#### 1、铜矿供应延续改善态势

作为精铜的上游原料-中国铜精矿进口依赖度较高，铜精矿的供应主要关注其进口情况。海关总署数据显示，中国 2022 年 1-2 月铜矿砂及其精矿进口量为 418 万吨，同比增长 10.29%，去年 12 月为 206 万吨。据统计数据显示，3 月国内铜矿港口库存小幅下降，截止 3 月 25 日，中国港口铜精矿库存 65.9 万吨，较 2 月底减少 5.9 万吨；3 月 25 日中国铜矿加工费 TC 录得 75.8 美元/干吨，较 2 月底上调 9.8 美元/干吨，铜矿加工费 TC 上涨幅度加大，显示铜矿供应延续恢复趋势。CSPT 敲定 2022 年第二季度的现货铜精矿采购指导加工费的会议即将召开，在当下原料供应宽松预期下，整体偏向买方市场，因此加工费预计二季度加工费预计将进一步上调。

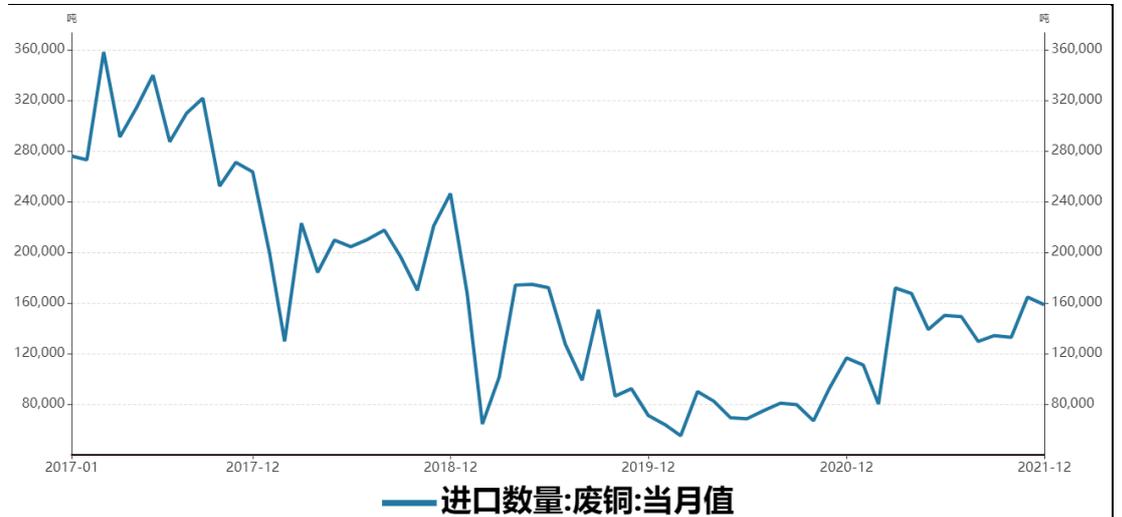


数据来源：瑞达期货、WIND

#### 2、废铜需求前景乐观

废铜是上游原材料之一，据国家海关数据显示，中国 2022 年 1 月和 2 月废铜进口量分别为 16.29 万吨和 10.98 万吨，双双高于去年同期水平。主因符合标准的进口废铜可以以再生资源的身份自由进入国内市场，且随着时间的推移，相关操作愈加成熟。3 月 1 日财政 40 号文件落地，其中关于税费的变动较高，对再生铜产业带来一定影响，其中更多的是影响到了采购端和产量，对订单实际影响不大。主要是对于采购来说，由于新政对于票的严格需求，能够开出 3 个点票的企业本就偏少，而新政让加工企业面临的更高的成本也需要转移，向下游转移的难度较高。随着全球对于双碳以及绿色经济的推动，废旧金属的再

利用是大势所趋，根据企业反馈的情况，目前再生铜资源尤其是带票的货源十分紧张，所以从价格上来讲，中期再生铜价格大概率仍保持坚挺，普遍需要一个较长的时间适应新政，对于未来再生铜消费仍持乐观预期。

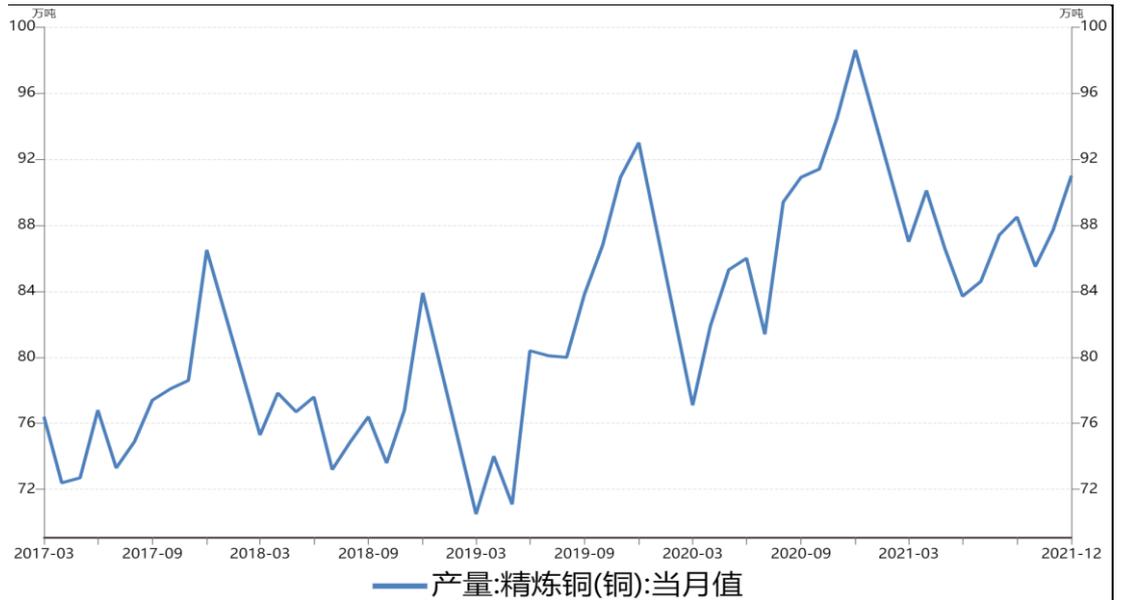


数据来源：瑞达期货、WIND

### 3、精铜产量上升趋势

电解铜产量方面，2月SMM中国电解铜产量为83.57万吨，环比上升2.1%，同比上升1.7%。总体来看，2月份国内冶炼厂复产节奏较为稳定，南方几家大型冶炼厂产量恢复到正常水平后使国内整体电解铜产量同环比同步提升，仅有少量北方冶炼厂受到冬奥会影响，整体影响产量约在1.5万吨左右。从原料端看，市场依旧维持较为宽松的状态，冶炼厂铜矿库存维持宽松，随着海外矿山新扩建产能的陆续投放，铜精矿现货TC已然突破65美元/吨；粗铜方面，去年下半年堆积在海外的粗铜长单陆续到港国内，部分冶炼厂粗铜库存偏多的情况下产量持续提升；与此同时硫酸价格在内需提升，且海外消费强劲的情况下止跌回升，冶炼厂高利润下维持较高生产热情。

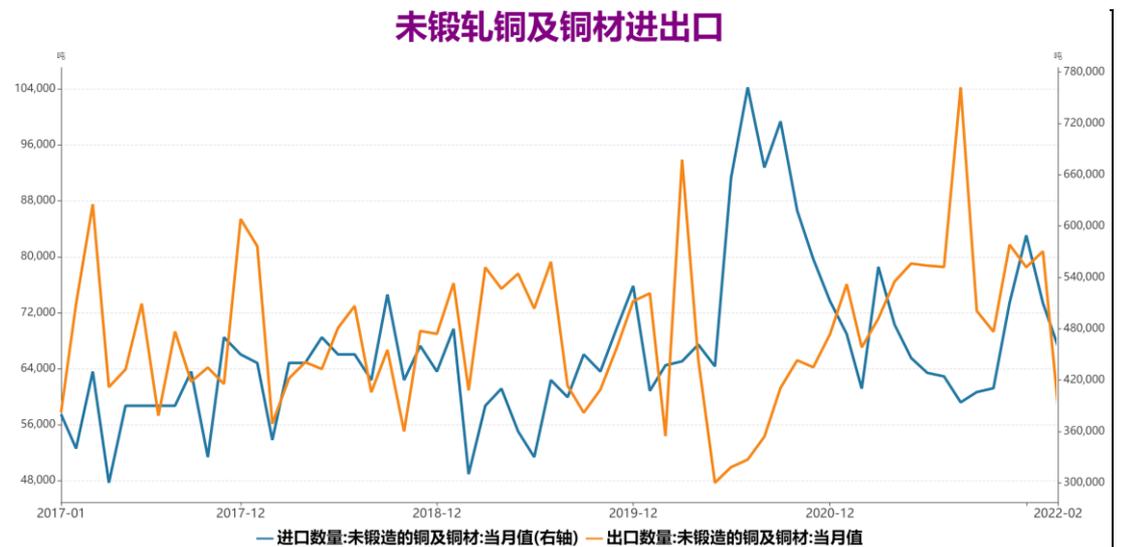
从今年3月份冶炼厂计划来看，北方冶炼厂将从冬奥会干扰中逐渐恢复，部分冶炼厂在3月下旬将逐渐开始进入检修状态，但是市场粗铜供应宽松的前提下对电解铜产量影响不大；与此同时，冶炼厂在当下进口比价持续亏损下暂时并未受到太大影响，充裕的铜精矿库存让冶炼厂维持高产，当下也并未听到冶炼厂有提前检修计划。预计3月国内电解铜产量为86.59万吨，环比增加3.6%，同比增加0.6%。



数据来源：瑞达期货、WIND

#### 4、铜净进口量下降明显

根据海关总署数据，在进口供应方面，中国 2022 年 1-2 月未锻轧铜及铜材进口 96.9 万吨，同比增加 9.7%，进口均价每吨 6.37 万元，同比上涨 19.2%。1-2 月未锻轧铜及铜材出口 13.95 万吨，同比下降 2.5%。1-2 月份因套利窗口开启助于海外货源进口。不过 3 月份进口窗口基本关闭，不少国内资源以及保税区库存转向出口，其中部分原因是欧洲地缘政治影响，导致海外供应担忧升温。未来全球经济复苏，以及地缘政治局势仍充满不确定性，将导致进出口情况波动加大。

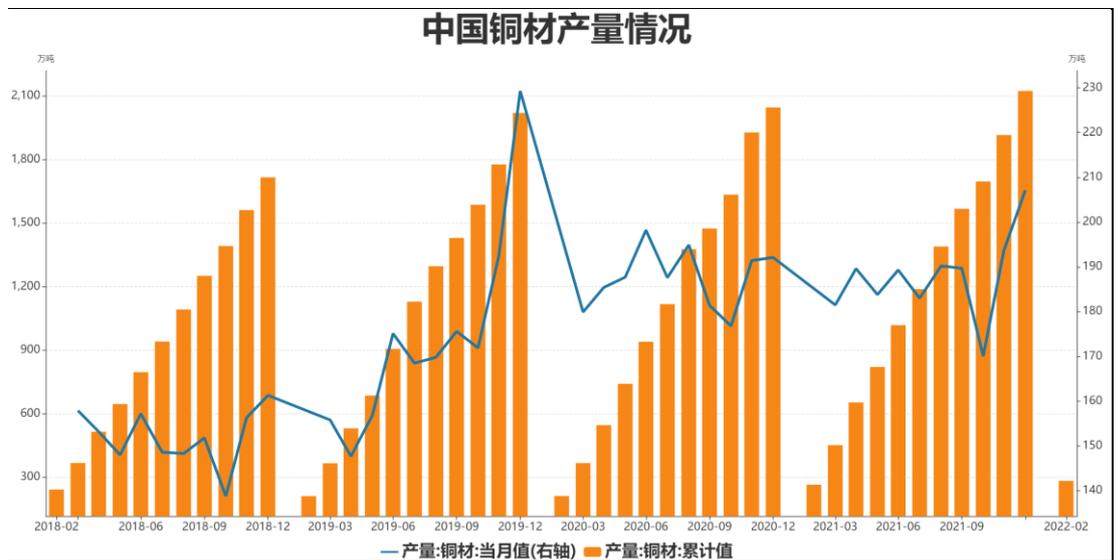


数据来源：瑞达期货、WIND

## 四、铜市需求

### 1、铜材产量有望回升

据国家统计局最新数据显示，2022年1-2月铜材产量282.8万吨，同比增加5.2%。从2月份的铜材企业开工率来看，铜杆企业开工率为50.31%，较上月下降1.01个百分点；铜板带企业开工率为57.43%，较上月下降13.51个百分点。今年1、2月份下游需求处于淡季，铜材产量预计将有明显回落，后市3、4月份传统需求旺季来临，终端消费回暖，加工企业开工率有望回升。



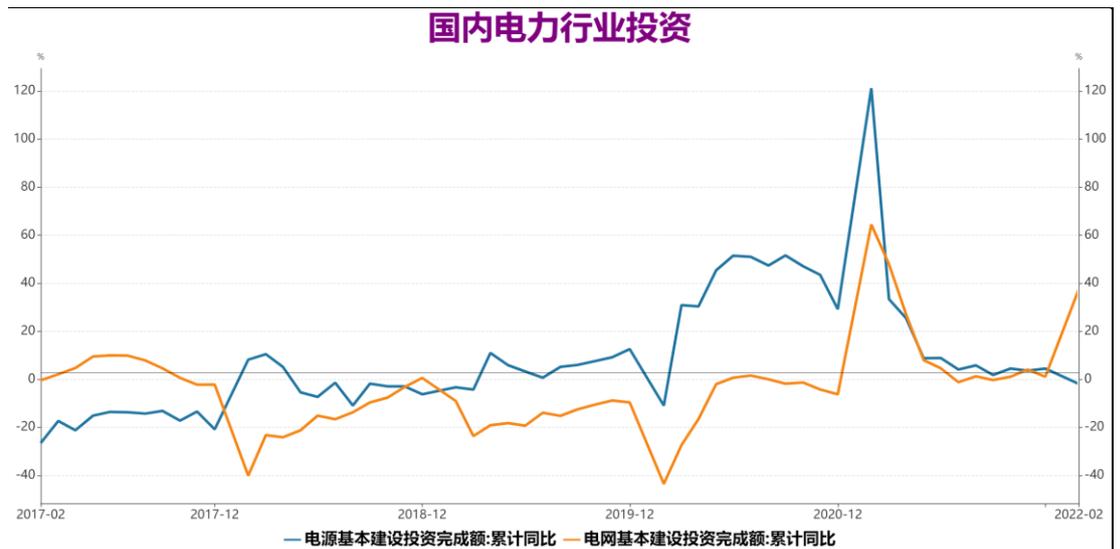
数据来源：瑞达期货、WIND

### 2、铜市终端行业改善预期

电网建设是我国铜的主要消费领域，占比在50%以上。电网方面，根据数据统计，2022年1-2月全国电网工程投资累计完成313亿元，同比高增37.6%，创2018年以来新高。2022年1-2月中国电力电缆产量911万千米，同比增加15.35%。“十四五”期间，国家电网和南方电网规划投资累计将超过2.9万亿元，如果算上其他部分地区电网公司，总投资预计近3万亿元。这明显高于“十三五”期间全国电网总投资2.57万亿元、“十二五”期间的2万亿元。今年初，国家电网召开了年度工作会议，计划2022年电网投资达5012亿元。这是国网公司年度电网投资计划首次突破5000亿元，创历史新高，同比增长8.84%。2021完成电网投资约4730亿元，2020年为4605亿元。在稳增长、重视新基建背景下，今年电网行业景气度有望明显提升。

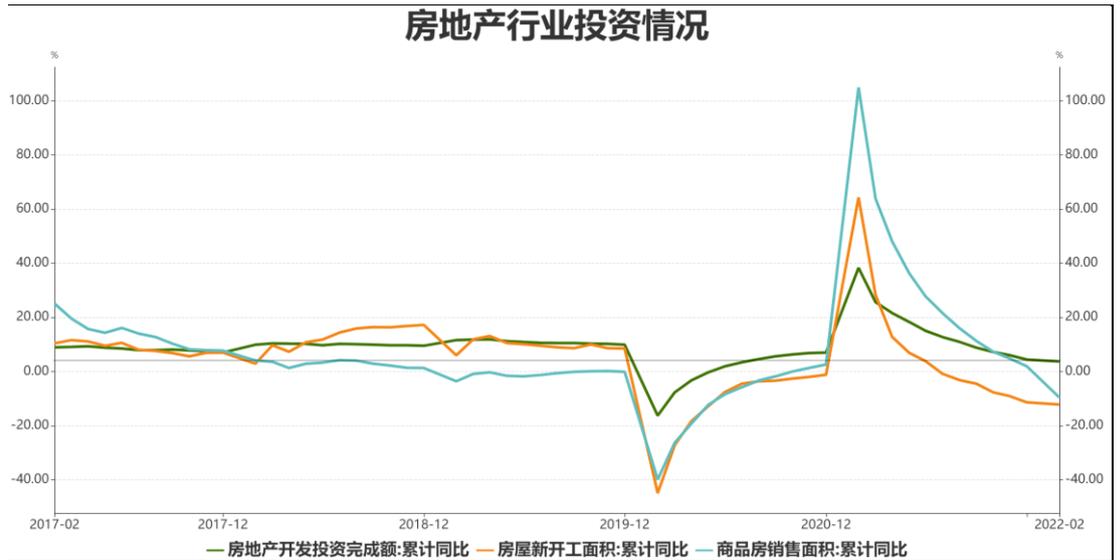
电源方面，根据数据统计，2022年1-2月，电源基本建设投资完成额累计值为471亿

元,同比下降 1.9%。其中,水电 123 亿元,同比下降 19.6%;火电 70 亿元,同比增长 31.9%;核电 60 亿元,同比下降 8.3%;风电 124 亿元,同比下降 27.9%。水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的 89.5%。1-2 月,全社会用电量同比增长,九成省份用电量实现正增长;全国发电装机容量同比增长,其中非化石能源发电装机增长较快;除风电和太阳能发电外,其他类型发电设备利用小时同比增加;全国跨区、跨省送出电量同比下降;全国基建新增发电装机容量同比增加,其中可再生能源发电增加较多;电网完成投资同比增长,电源完成投资同比下降。



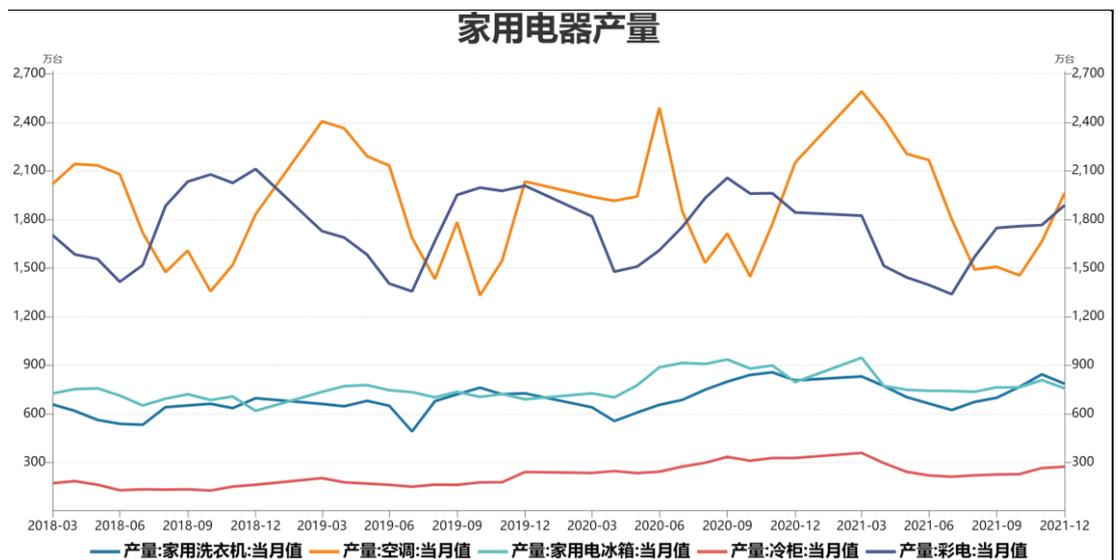
数据来源: 瑞达期货、WIND

房地产方面,根据国家统计局公布数据显示,2022年1-2月份,全国房地产开发投资完成额 14499 亿元,同比增长 3.7%。2 月份,房地产开发景气指数(简称“国房景气指数”)为 96.93。1-2 月份,全国房屋新开工面积 14967 万平方米,下降 12.2%。1-2 月份,商品房销售面积 15703 万平方米,同比下降 9.6%。从房地产政策来看,2021 年年底国家对房地产的融资和居民住房贷款的限制边际放松,并且中央经济会议提出,支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求,因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。因此预计 2022 年房地产行业资金压力将得到有效缓解,考虑到从政策面传导到房地产基本面的改善仍需要较长时间,在需求端逐渐释放下,预计二季度房地产行业将开始出现好转。



数据来源：瑞达期货、WIND

家电方面，根据国家统计局数据，2022年1-2月，家用洗衣机产量1380.3万台，同比增加5.09%；空调产量2925.9万台，同比下降0.49%；家用电冰箱产量1194万台，同比下降1.38%；冷柜产量452.7万台，同比下降7.48%；彩电产量2543.1万台，同比增加1.36%。整体来看，地产行业下行周期，以及经济景气度偏弱的影响，对家电市场需求造成不利，导致内需不及去年同期。并且外销增速开始下行，显示海外需求大幅释放后开始回归，外销高增长的不可持续性开始显现。长期来看，随着房地产融资环境放松，二季度有望好转，叠加夏季的传统需求旺季，预计家电需求将明显回升。

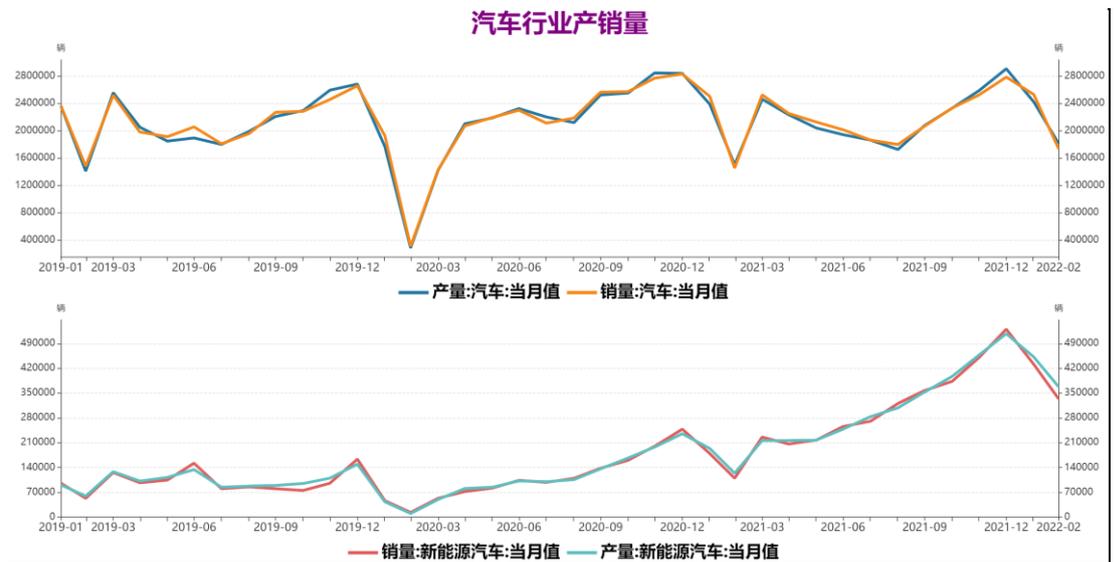


数据来源：瑞达期货、WIND

汽车产销方面，根据中国汽车工业协会发布数据显示，2022年2月，汽车产销分别完成181.3万辆和173.7万辆，环比分别下降25.2%和31.4%，同比分别增长20.6%和18.7%。1-2月，汽车产销分别完成423.5万辆和426.8万辆，同比分别增长8.8%和

7.5%。1-2月，汽车行业产销情况总体保持稳定，同比继续保持增长，且比2019年同期呈现10%的增长。中汽协分析指出，从一季度汽车发展趋势来看，随着一系列幅度更大的减税降费、助企解困政策不断落地，再加上一季度以来各地大规模建设工程陆续开工，对于经济增长均会起到明显的推动作用。与此同时，汽车企业也不断加快新品上市节奏，预计一季度汽车市场有望呈现平稳增长态势。也应看到，受当前俄乌冲突影响，行业外部环境更为复杂，另外，芯片短缺、原材料成本继续上涨等因素仍对企业生产经营造成影响，保供稳价的任务十分艰巨。为此，对于未来行业发展保持审慎乐观。

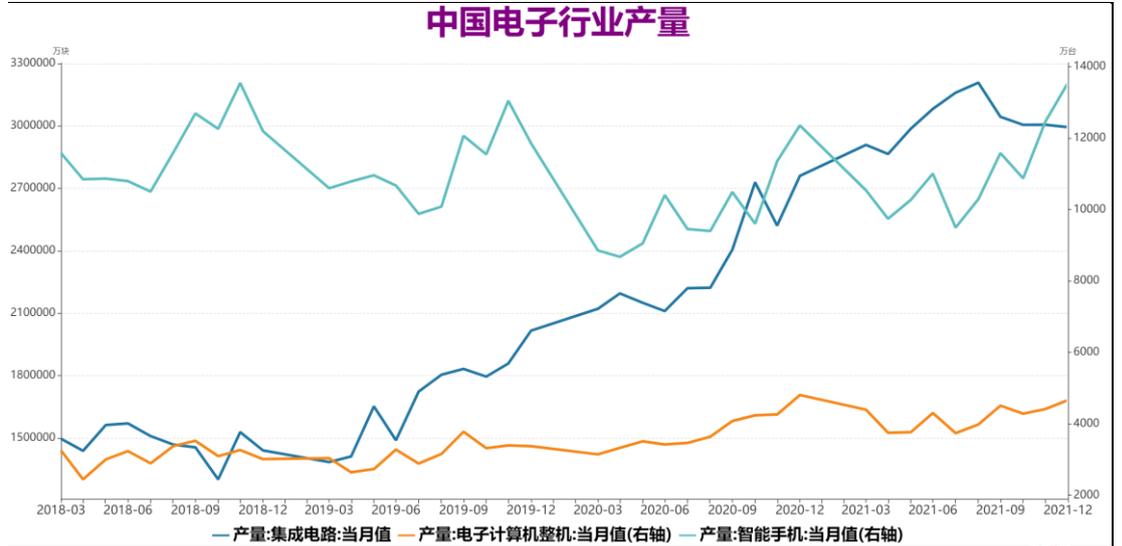
新能源汽车方面，2022年2月，新能源汽车产销分别完成36.8万辆和33.4万辆，同比分别增长2.0倍和1.8倍。1-2月，新能源汽车产销分别完成82万辆和76.5万辆，同比分别增长1.6倍和1.5倍。市场占有率达到17.9%，继续高于去年全年水平。但进入3月份后，补贴退坡产生的费用开始显现，各个厂家陆续开始提高销售价格，未来市场消费表现仍需观察，不过目前对于新能源行业前景依然抱有乐观预期，预计2022年新能源汽车销量将达到550万辆以上，渗透率将达到25%左右。



数据来源：瑞达期货、WIND

电子行业方面，根据国家统计局数据显示，2022年1-2月集成电路累计产量573.3亿块，同比减少1.2%。2022年1-2月电子计算机整机累计产量6184.8万台，同比减少3.9%。2022年1-2月智能手机累计产量15383万台，同比增加0.8%。1-2月集成电路、电子计算机整机、微型电子计算机等重点产品产量回落，主要因去年同期的高基数影响。此外，出口增速稳中趋缓。2022年1-2月份，电子制造业出口交货值同比增长11.4%，受去年高基数影响，较全国工业总体低5.5个百分点，但仍比2019年同期高出8.7个百分点，为电子制造业高速增长形成了有力支撑。整体来看，我国电子制造业在制造业数字化转型、智能

化升级和全国“东数西算”工程推进实施背景下持续保持较高景气度，生产、投资均保持高速增长，继续领跑全国工业；出口交货值增速尽管略低于全国工业平均水平，但依旧保持了两位数增长态势。



数据来源：瑞达期货、WIND

## 五、4 月份铜价展望

宏观面，全球主要经济体制造业 PMI 数据有所分化，其中海外保持较高的扩张区间，而国内降至收缩区间。国内经济下行压力增大，因此政府也积极出台宽松政策来刺激经济。美联储 3 月份如预期加息 25 个基点，不过未来加快加息步伐的可能性增加，推动美元指数走强。此外俄乌局势依旧焦灼，西方对俄经济制裁，引发大宗商品供应担忧，进而导致通胀上行的预期增大。

基本面，国内铜矿供应延续改善态势，铜矿加工费继续上调，冶炼厂原料库存较为充裕。同时海外粗铜资源陆续流入国内，叠加硫酸价格走升，使得冶炼厂拥有较高生产利润，因此后市维持高开工率可能性较大。3 月份国内下游加工企业陆续复工复产，同时海外供应端受限且需求释放，使得海外资源流入量下降，因此 3 月份国内库存进入去库周期，且降幅明显大于往年同期，目前全球库存处于较低水平。此外今年二季度终端行业有望企稳改善，加工企业接单情况偏乐观，因此预计铜市供需趋紧。展望 4 月份，铜价预计震荡上涨，建议逢低做多为主。

## 六、操作策略建议

- 1、中期（1-2 个月）操作策略：谨慎逢低做多为主

- 具体操作策略
- ◇ 对象：沪铜2206合约
- ◇ 参考入场点位区间：72200-72800 建仓均价在 72500 元/吨附近
- ◇ 止损设置：根据个人风格和风险报酬比进行设定，此处建议沪铜 2206 合约止损参考 71000 元/吨

◇ 后市预期目标：目标关注 75500 元/吨；最小预期风险报酬比：1:2 之上

2、**套利策略**：**跨市套利**-3 月沪伦比值震荡下跌，鉴于国内库存下降明显，两市比值预计震荡回升，建议尝试买沪铜（CU2206 合约）卖伦铜（3 个月伦铜），参考建议：建仓位（CU2206/LME 铜 3 个月）7.10，目标 7.30，止损 7.00。**跨品种套利**-鉴于当前基本面铜弱于铝，做空铜铝比值，建议尝试卖沪铜、买沪铝操作，参考建议：建仓位（CU2206/AL2206）3.200，目标 2.800，止损 3.400。

3、**期权策略**：鉴于后市铜价预计震荡小幅上涨，因此可以构建宽跨式盘整策略，分别同时卖出 CU2205-P-75000 和卖出 CU2205-P-72000，该策略 Theta 为正，在铜价维持震荡，重心小幅上移时，可以获得较大收益。

4、**套保策略**：现铜持货商建议少量逢高建立空头，关注铜价反弹至 75000 元附近；下方用铜企业可谨慎观望，或逢低建立多头套期保值，目标关注 72000 元附近。

### 风险防范

- ◇ 全球风险情绪受挫，美元指数加快上涨
- ◇ 下游消费缺乏改善，市场供需转向宽松

### 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。