



金融投资专业理财

美元承压需求回暖 铜价预计震荡上涨

摘要

3月份，铜价下探回升，涨幅约0.17%。宏观面，欧美制造业PMI维持萎缩区间，且银行业风险依然难以消散，避险情绪上升，美元承压。基本面，铜矿供应上升趋势，铜矿加工费降幅放缓，铜冶炼厂利润较好情况下，生产积极性较好，精铜产量将明显增加。下游进入金三银四传统需求旺季，需求恢复情况好于预期，国内库存去化明显。此外海外仍处在去库周期，国内进口窗口基本关闭。当前终端行业呈现企稳改善态势，其中电力行业带来支撑，房地产行业政策端开始传导，空调行业有望跟随好转，汽车行业表现坚挺，因此铜市需求前景偏乐观。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：
许方莉
投资咨询证号：
Z0017638

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

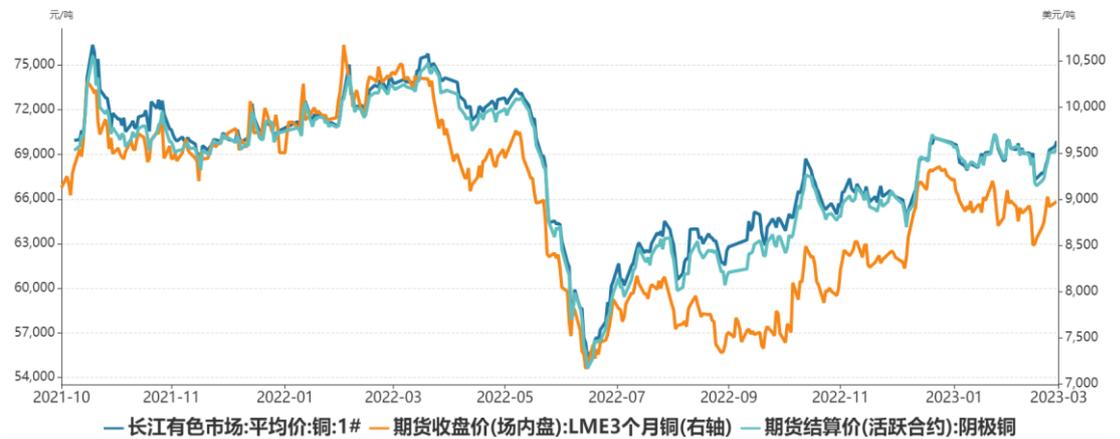
第一部分：铜市场行情回顾	2
一、3月铜价行情回顾.....	2
第二部分：铜产业链回顾与展望分析.....	2
一、宏观面分析.....	2
二、铜市供需体现.....	5
1、全球铜市供应短缺.....	5
2、全球铜显性库存下降明显.....	6
三、铜市供应情况.....	7
1、铜矿进口量上升趋势.....	7
2、废铜进口量持稳.....	8
3、电解铜产量大幅爬升.....	8
4、铜进口量有所下降.....	9
四、铜市需求情况.....	10
1、铜材产量同比增加.....	10
2、铜市终端行业筑底企稳.....	10
五、4月份铜价展望.....	13
六、操作策略建议.....	14
免责声明.....	15

第一部分：铜市场行情回顾

一、3月铜价行情回顾

3月份，铜价下探回升，涨幅约0.17%。3月上旬，美国和欧洲银行业频频暴雷，引发对部分银行可能出现资产久期过长、利率上升证券投资亏损的担忧，市场避险情绪上升，导致有色板块承压下跌。下旬，美联储如预期加息，并且释放鸽派信号，叠加财政部对银行业支持，市场担忧情绪得到缓解；铜市在金三银四传统旺季下，下游需求表现好于预期，国内库存去化较快，且海外市场采需也有增强 LME 铜注销仓单继续走高，支撑铜价回升。

铜期现价格走势



数据来源：瑞达期货、WIND

第二部分：铜产业链回顾与展望分析

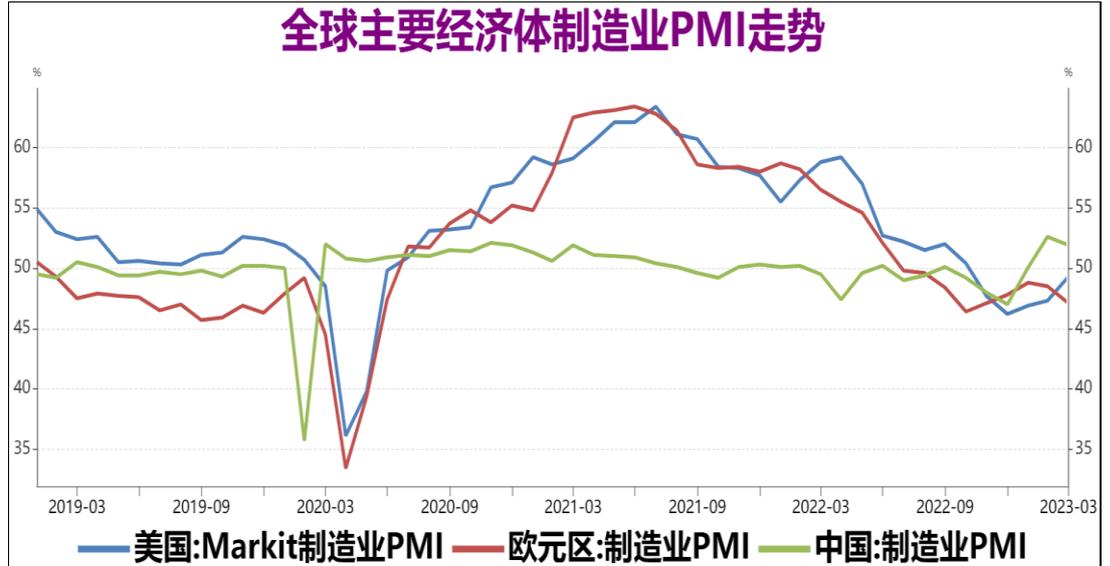
一、宏观面分析

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 51.9，比上月下降 0.7 个百分点，仍在临界点以上；非制造业商务活动指数为 58.2，比上月上升 1.9 个百分点，恢复发展步伐加快；综合 PMI 产出指数为 57，比上月上升 0.6 个百分点，高于临界点，表明我国企业生产经营总体情况继续好转。

美国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值为 49.3，高于 2 月的 47.3 和市场预期的 47，创 5 个月来新高，但已经是连续第五个月位于荣枯线下方。服务业 PMI 初值录得 53.8，高于 2 月的 50.6，并创下 11 个月来高位。综合 PMI 初值录得 53.3，创去年 5 月以来新高，2 月的综合 PMI 终值为 50.1。显示出美国经济比去年下半年至今年年初下滑时更具韧性的情形。

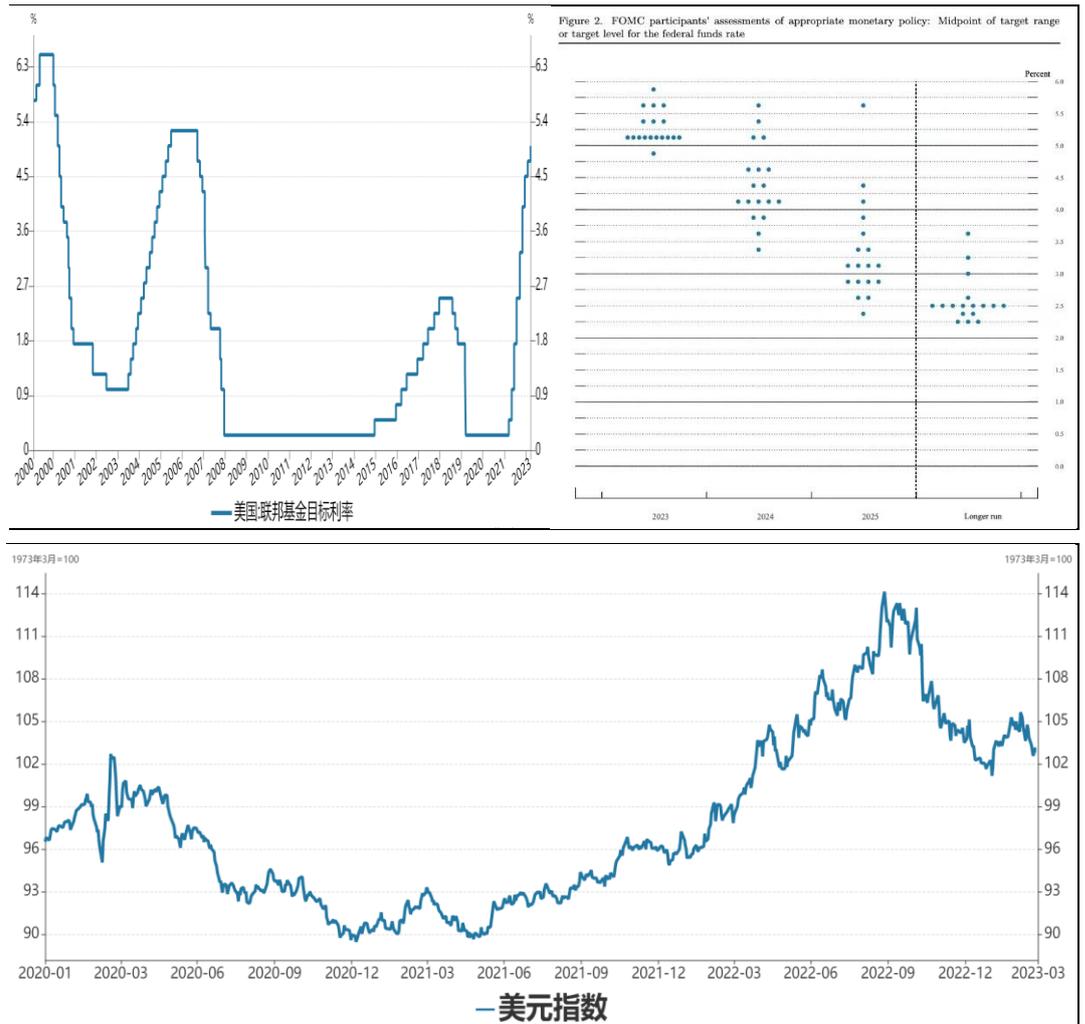
然而，美国经济的好转是不平衡的，主要是由服务业推动的。

欧元区 3 月 Markit 制造业 PMI 初值 47.1，预期 49，前值 48.5。欧元区 Markit 服务业 PMI 录得 55.6，预期 52.5，前值 52.7，创 10 个月以来新高。欧洲综合 PMI 初值为 54.1，预期 51.9，前值 52，为 10 个月高点。欧元区整体经济活动表现有所改善，但增长非常不平衡，几乎完全由服务业推动，而制造业基本停滞，说明在需求下降的情况下难以维持生产。



数据来源：瑞达期货、WIND

美国货币政策方面，3月美联储议息会议上，如期加息25个基点，是美联储自2022年3月以来连续第九次加息，联邦基金利率升至4.75%-5%目标区间，为2008年金融危机爆发前夕以来的最高水平。会后，鲍威尔表示：“美联储已经充分地对外沟通了加息意图，许多银行都能应付、在3月会议前考虑过暂停加息，但委员会强有力的共识支持加息，不排除接下来超预期加息的可能，预计今年不会降息，但表示信贷条件收紧或可等同加息，及删除了持续加息可能是合适的措辞”。美联储措辞让市场看到了美联储本轮加息周期或已接近尾声的可能性。目前市场普遍预期5月FOMC会议将维持利率不变，因此市场对加息的预期导致隐含利率下降使美元承压，美元或开启弱势周期。

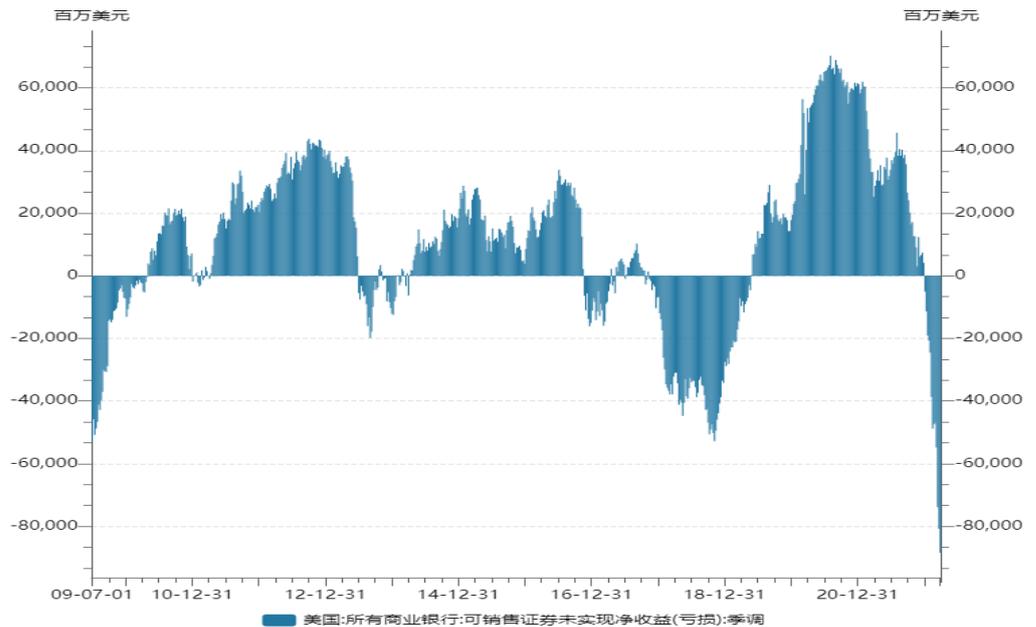
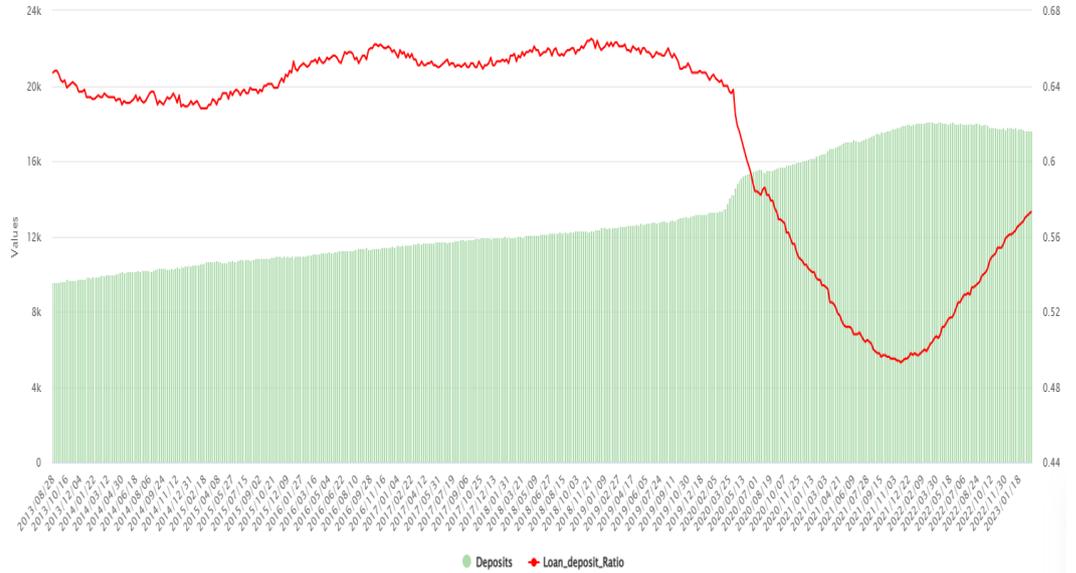


数据来源：瑞达期货、WIND

欧美银行业频频暴雷，其中首当其冲的是硅谷银行倒闭，外因是央行快速上调利率，而更为重要的内因是资产负债结构期限严重错配。硅谷银行大量的存款客户为科创公司，这些公司开始消耗现金维持运营，2022年其存款余额已经开始显著下降。科创行业是对利率最敏感的行业之一，也是在这轮美联储加息环境下最先受到冲击的。为满足取款需求，硅谷银行需要卖出其长期资产（持有到期的证券）。在史无前例的加息环境下，这些资产的价格大幅下跌，一旦被抛售，则账面浮亏变成了资本金损失，影响偿付性。硅谷银行持有的证券资产占总资产比重 55%，是美国的银行平均的两倍。

其次是 3 月瑞士信贷银行报告称，该行对财务报告的内部控制存在“严重缺陷”，受此影响瑞信股价大幅下滑。之后因瑞士当局希望避免全球银行业进一步出现动荡，瑞银将以每股 0.76 瑞郎，总计 30 亿瑞士法郎（约 32.3 亿美元）收购瑞士信贷，并同意承担高达 54 亿美元的亏损。瑞信的危机早在 2008 年就已经出现，该行大量持有美国国债，由于美联储快速调高利率，美国国债收益率上升、价格下降，导致持有者瑞信亏损局面雪上加霜。由于瑞银 30 亿瑞郎收购，虽然股东权益通过股份置换得到部分保证，

但 AT1 债券却遭全额减记。本次事件引起了市场剧烈反应，这不仅是超 2700 亿美元 AT1 债券市场中最大的一次减记事件，同时也打破市场惯例，债权人面临全额损失。这可能将加剧债券的信任危机。



数据来源：瑞达期货、WIND

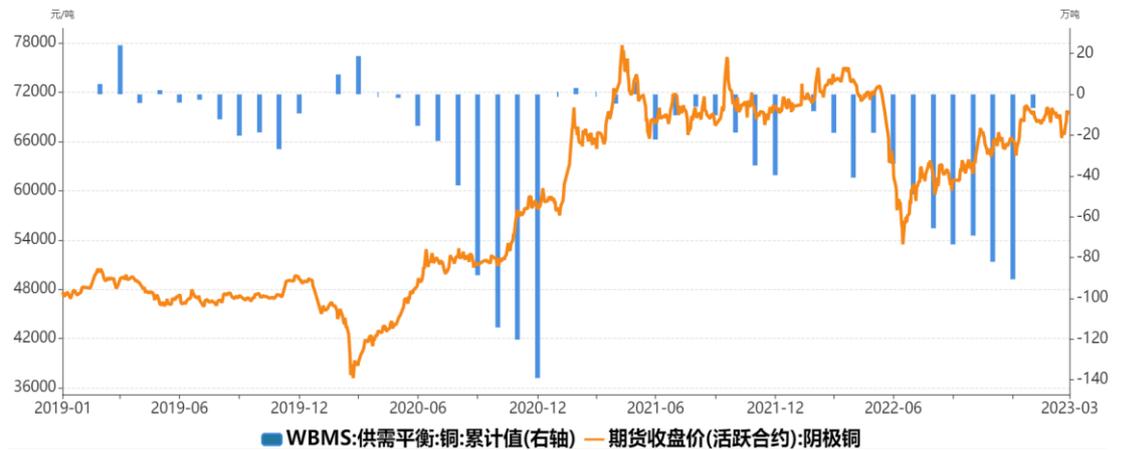
二、铜市供需体现

1、全球铜市供应短缺

世界金属统计局(WBMS)报告显示，2023 年 1 月，全球精炼铜产量为 228.11 万吨，消费量为 234.82 万吨，供应短缺 6.71 万吨。2023 年 1 月，全球铜矿产为 187.46 万吨。

国际铜业研究组织(ICSG)最新报告中称,2023年1月份世界矿铜产量同比增长4.5%,其中铜精矿产量同比增长约3.5%,湿法冶炼电解铜产量同比提高9%。2023年1月份全球矿铜产量增长了约4.5%,部分原因在于2022年1月的基数较低,当时矿铜生产仍受到疫情的不利影响,一些国家的生产因疫情而受到制约。在全球头号铜生产国智利,1月份矿铜产量同比增加3%,但与2022年的月均产量相比,减少了1.5%。1月份智利的铜精矿产量增长了0.8%,湿法冶炼电解铜产量增长了8%。在全球第二大铜矿生产国秘鲁,当地社区的行动影响了各大铜矿的生产,导致1月份该国的产量下降了0.3%。其中铜精矿产量下降了1.6%,因为受到影响的矿场主要生产铜精矿。1月份刚果民主共和国的产量增长约15%,原因是新的卡莫阿铜矿和其他铜矿新增或扩大产能。中国产量增加了1%,美国的产量下降了5%。

WBMS:铜市供需情况

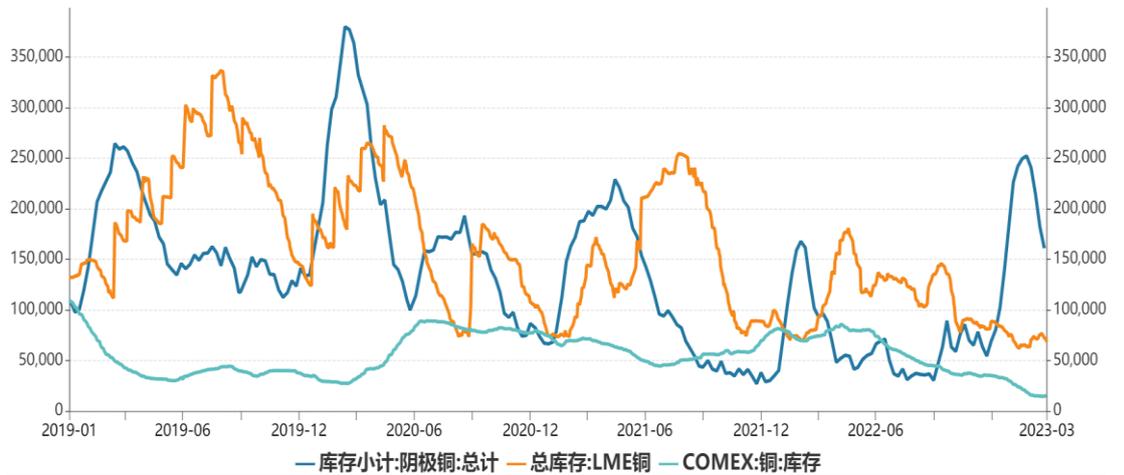


数据来源: 瑞达期货, WBMS

2、全球铜显性库存下降明显

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2023年3月24日,全球铜显性库存报247388吨,月度减少85724吨。其中COMEX铜库存14952短吨,月度减少3662短吨,延续下降趋势;LME铜库存72675吨,月度增加8900吨,维持在近几年的低位水平;上期所铜库存161152吨,月度减少91303吨,降至近几年同期偏低水平。整体来看,全球库存呈现下降趋势,其中国内库存去化明显。

全球铜显性库存



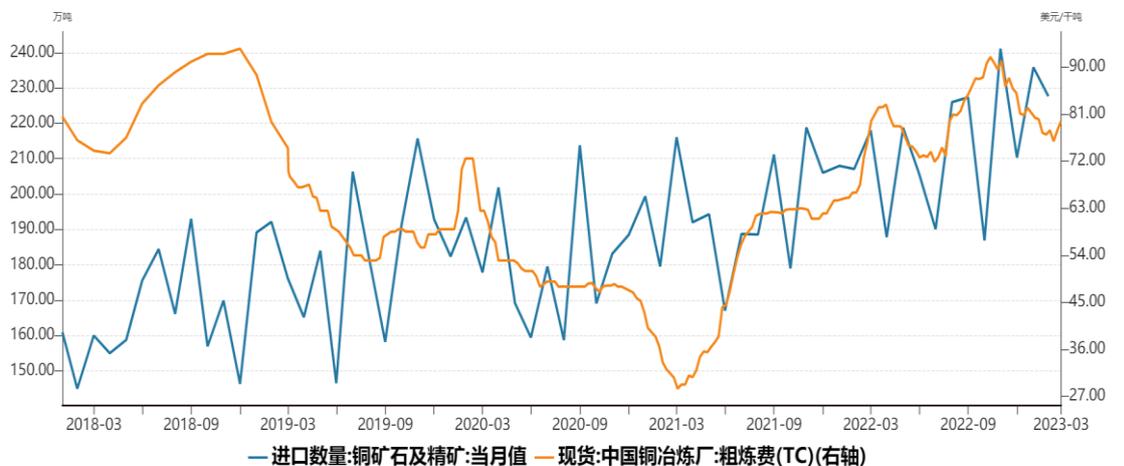
数据来源：瑞达期货，WIND

三、铜市供应情况

1、铜矿进口量上升趋势

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 2023 年 2 月铜矿砂及其精矿进口量为 227.67 万吨，同比增加 9.9%；1-2 月铜矿砂及其精矿进口量为 463.51 万吨，同期增加 11.7%。据统计数据显示，2023 年 3 月国内铜矿港口库存继续回落，截至 3 月 24 日，中国港口铜精矿库存 70.5 万吨，较 2 月底减少 17 万吨；3 月 24 日中国铜矿加工费 TC 录得 79.7 美元/干吨，较 2 月底上调 2.6 美元/干吨，铜矿加工费 TC 有小幅回升、跌势放缓，整体来看铜矿供应呈现恢复趋势。

铜矿进口及加工费TC



数据来源：瑞达期货、WIND

2、废铜进口量持稳

废铜是上游原材料之一，据国家海关数据显示，2023年2月中国废铜进口量为17.38万吨，环比增加34%，同比大增58.3%。其中，美国为最大来源国，当月从该国进口废铜29,121.55吨，环比增加8.84%，同比增长64.84%。1-2月废铜累计进口30.36万吨，同比增加11.35%。去年11月份以来，精废价差震荡调整、振幅收窄，目前粗略计算维持在1100-2000元/吨，处在偏高水平，主要因精铜市场需求持稳，导致精铜价格相对强势，也利好废铜需求。



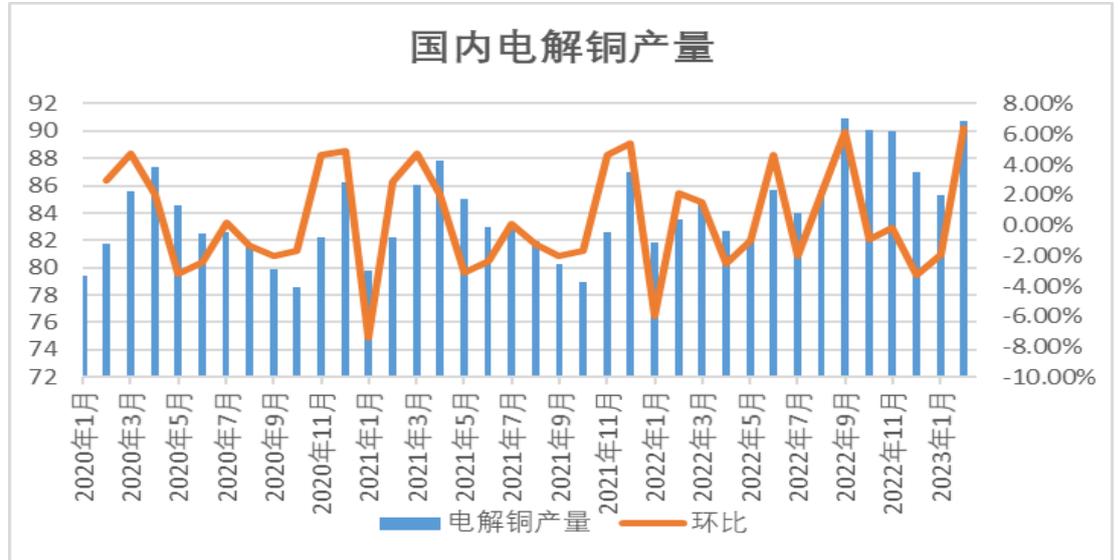
数据来源：瑞达期货、WIND

3、电解铜产量大幅爬升

电解铜产量方面，2月SMM中国电解铜产量为90.78万吨，环比上升6.4%，同比增加6.49%；且较预期的89.93万吨多0.85万吨。2月虽然有一家冶炼厂提前检修，但得益于新投产的冶炼厂产量持续上升，且完成检修的3家冶炼厂在2月复产情况良好，实际产量要较预期多；另外部分冶炼厂在经历完春节低开工率后，2月有开门红的任务令其开工率明显上升。在上述利好的支撑下，2月电解铜的产量不管环比还是同比都出现较大幅度的上升，2月电解铜行业的整体开工率为84.87%，环比上升5%。

进入3月，尽管有3家冶炼厂有检修计划，但据我们了解这些冶炼厂已经补足阳极板等原料，3月实际产量并不会因检修而减少。其次，华中地区新投产的冶炼厂3月的产量将进一步走高；再次，春节后粗铜和废铜的供应量略有增加，冶炼厂采购冷料相对容易，产量并未受此影响。另外，据我们了解虽然近期海外矿山不利消息较多，但国内冶炼厂的铜精矿库存较为充裕生产正常。最后，尽管部分冶炼厂3月产量的统计周期是从25日到次月25日，2月只有28天令统计产量数据出现一定下滑；但更多的冶炼厂产量的统计周

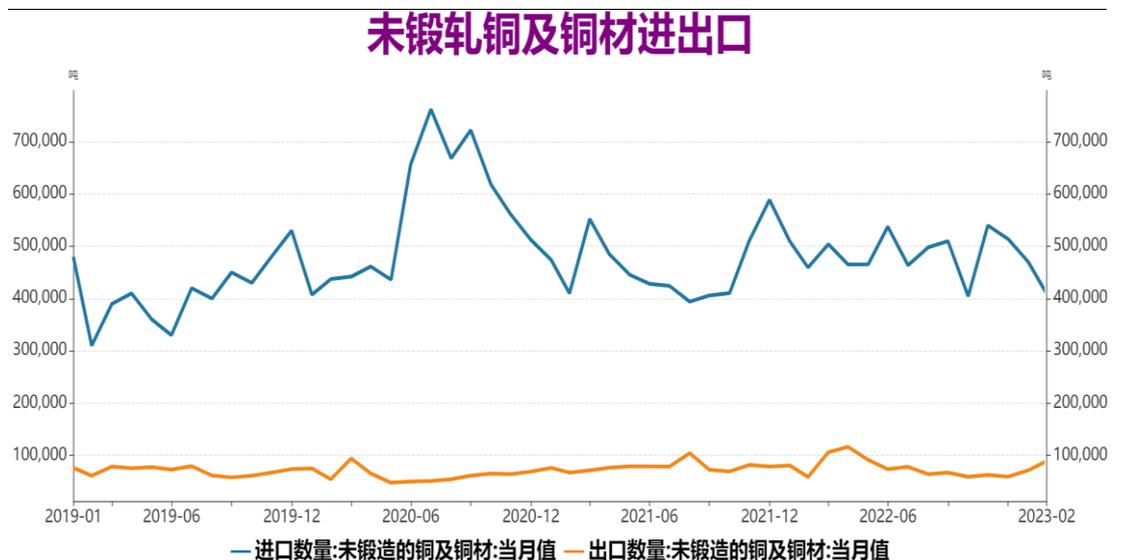
期是自然月，生产天数增加产量也水涨船高。综上所述，根据各家排产情况，预计3月国内电解铜产量为94.95万吨，环比上升4.17万吨上升4.59%，同比上升11.9%。1-3月累计产量预计为271.06万吨，同比增加8.32%，增加20.83万吨。



数据来源：瑞达期货、SMM

4、铜进口量有所下降

根据海关总署数据，在进口供应方面，中国2月未锻轧铜及铜材进口量为40.95万吨，环比下降12.9%，同比下降10.87%；1-2月未锻轧铜及铜材进口量为87.9万吨，同比下降9.3%。2月进口量下降，主要因为春节假期因素，下游企业仍处在复工复产阶段，以及铜价上涨，降低了终端市场的购买意愿。此外，伦敦铜价高于上海铜价，进口利润亏损局面持续，也是上个月进口下降的原因。不过随着工业活动改善，以及电网投资创纪录，将使得中国铜进口保持韧性。



数据来源：瑞达期货、WIND

四、铜市需求情况

1、铜材产量同比增加

据国家统计局最新数据显示,2023年1-2月全国铜材产量311.2万吨,同比增长4.3%。去年三季度以来,随着国内稳经济政策的逐渐释放,下游铜材产量增长明显;并且进入年底11、12月,在国内电网投资的带动下,铜材需求表现好于预期。今年年初国内下游铜材企业复工复产进度较快,并且出口窗口持续开启,铜材企业订单情况较好情况下,铜材产量同比录得正增长。



数据来源：瑞达期货、WIND

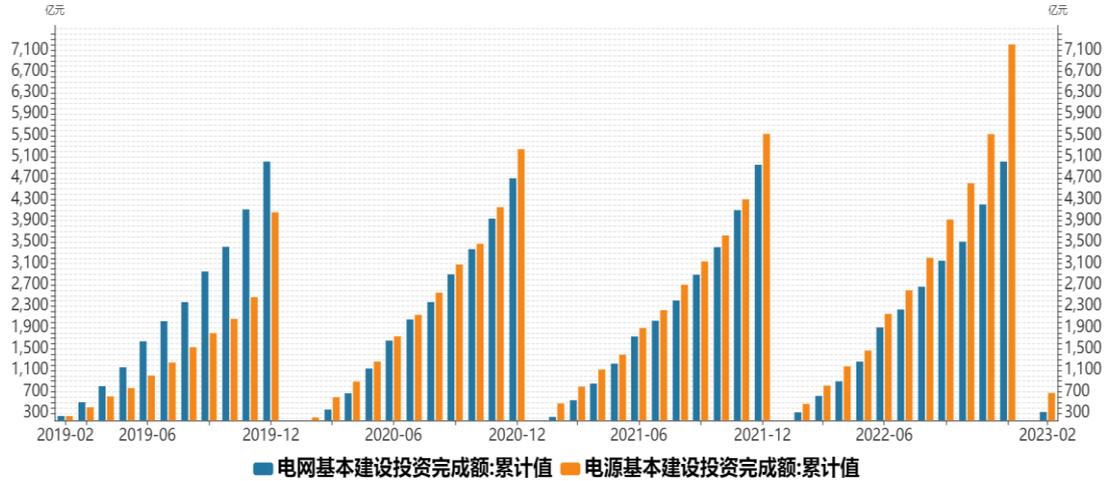
2、铜市终端行业筑底企稳

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,2023年1-2月全国电网工程投资累计完成319亿元,同比增长2.2%。今年年初,国家电网表示,2023年将加大投资,其中电网投资将超过5200亿元,再创历史新高。投资方向聚焦于抽水蓄能、特高压、电网数字化转型等重点建设领域。四年来,国家电网不断提升电网投资比例。2020年,国家电网完成投资4605亿元;2021年,国家电网完成电网投资4882亿元;2022年,电网投资为5012亿元。

电源方面,根据数据统计,2023年1-2月,电源基本建设投资完成额累计值为676亿元,同比增加43.6%。其中,水电98亿元,同比下降20.2%;火电65亿元,同比下降7.6%;核电87亿元,同比增长44.8%;风电143亿元,同比下降15.6%;太阳能发电283亿元,

同比增长 199.9%。

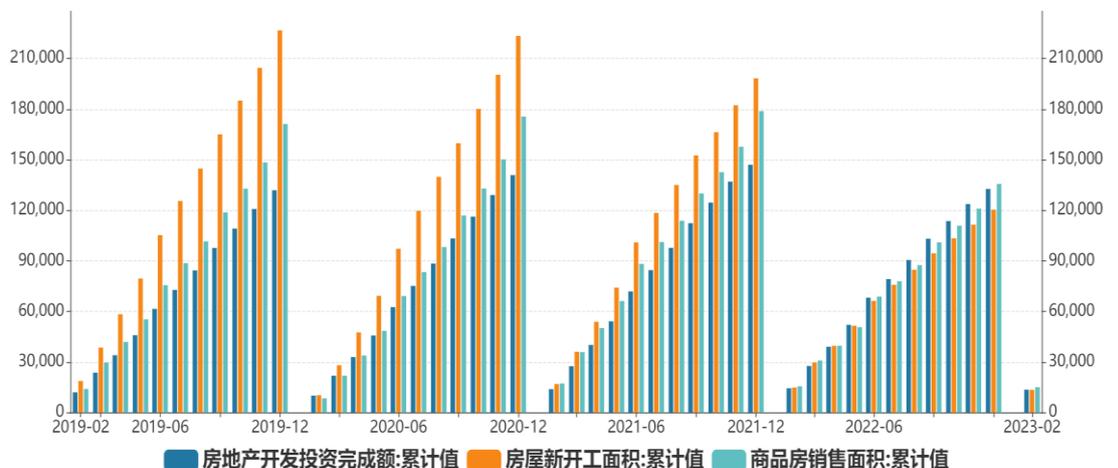
国内电力行业投资



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，2023年1-2月份，全国房地产开发投资完成额 13669.25 亿元，同比下降 5.7%。2月份，房地产开发景气指数(简称“国房景气指数”)为 94.67, 较1月份的 94.45 回升, 连续两个月增长。1-2月份, 房屋新开工面积 13567 万平方米, 同比下降 9.4%。1-2月份, 商品房销售面积 15133 万平方米, 同比下降 3.6%。2022年, 稳地产政策从因城施策到全面托底, 再转向融资端宽松。信贷融资、债券融资和股权融资三箭射出, 形成了多维度房企融资端支持政策体系, 着力解决房企流动性问题, 地产资金面有显著改善。但从微观数据来看, 销售端仍待恢复, 地产缺乏内生动力。在“融资—竣工—销售—拿地—新开工”的地产恢复的传导路径中, 从融资到前端的传导需要 1-2 个季度的时间。因此年初楼市迎来回暖可能只是阶段性的释放, 不过在经济复苏和政策刺激下, 下半年房地产稳步向好的可能性较大。

房地产行业投资情况



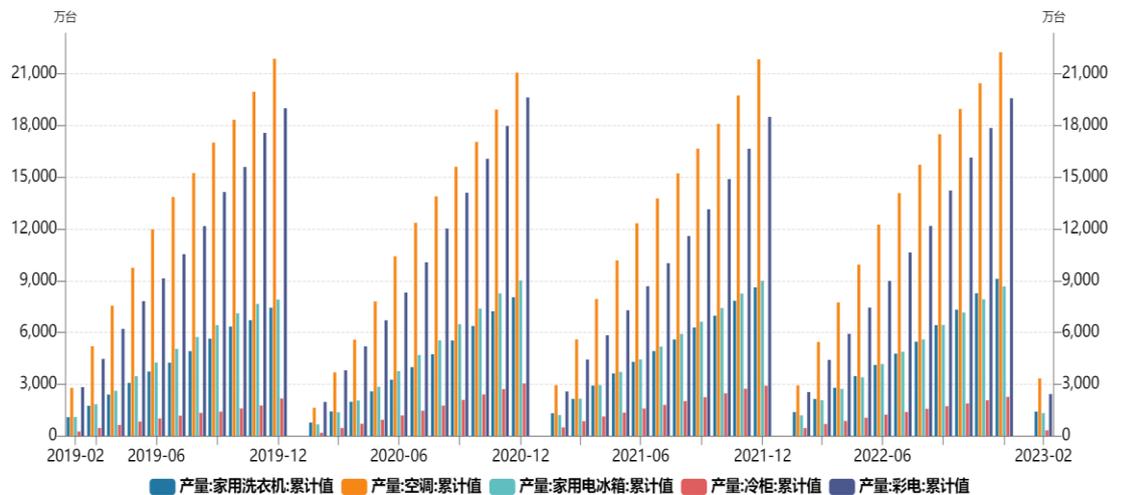
数据来源：瑞达期货、WIND

家电方面，根据国家统计局数据，2023年1-2月，家用洗衣机产量 1408 万台，同比增

加 2%；空调产量 3330.5 万台，同比增加 13.8%；家用电冰箱产量 1321 万台，同比增加 10.6%；冷柜产量 320.5 万台，同比下降 29.2%；彩电产量 2424.5 万台，同比减少 4.7%。

据产业在线数据，2023 年 2 月份，家用空调产量达 1410.7 万台，同比增长 45.4%，销售 1369.1 万台，同比增长 41.3%。其中，内销出货 684.2 万台，同比增长 78.7%，出口出货 684.9 万台，同比增长 16.9%。库存下降 4.6%至 1916.7 万台。从零售端来看，空调销售表现较好，内销出货量超预期，有望带动内销出货进一步改善。然而，出口方面未能延续去年 12 月份的同比增长趋势，未来增长面临较大的不确定性。

家用电器产量

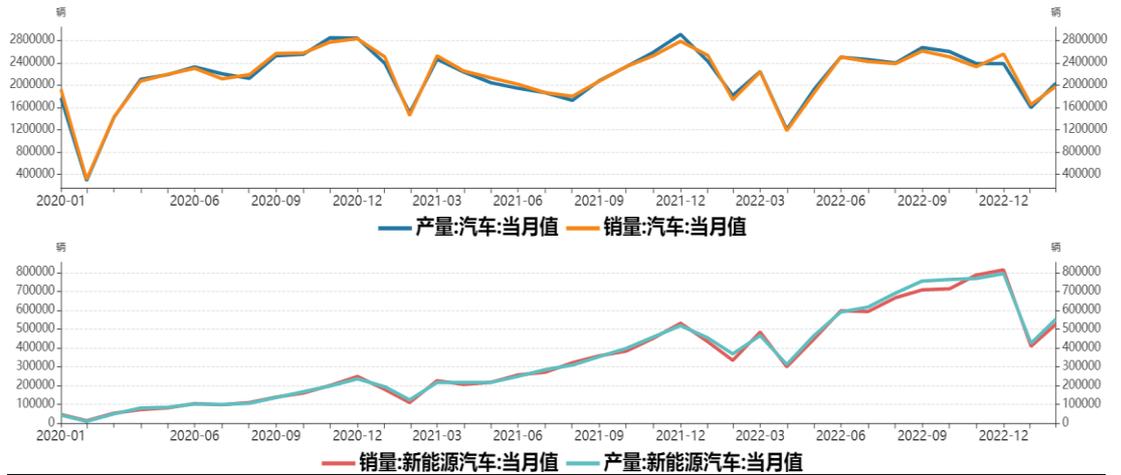


数据来源：瑞达期货、WIND

汽车产销方面，根据中国汽车工业协会发布数据显示，2023 年 1 月，因去年同期及今年 1 月均为春节月，基数相对较低，汽车产销环比、同比均呈明显增长。当月汽车产销量分别达到 203.2 万辆和 197.6 万辆，环比分别增长 27.5%和 19.8%，同比分别增长 11.9%和 13.5%。1-2 月，汽车产销累计完成 362.6 万辆和 362.5 万辆，同比分别下降 14.5%和 15.2%。2 月，新能源汽车产销分别达到 55.2 万辆和 52.5 万辆，环比分别增长 30%和 28.7%，同比分别增长 48.8%和 55.9%，市场占有率达到 26.6%。

中汽协认为，当前国内有效需求尚未完全释放，去年底传统燃油车购置税优惠政策以及新能源补贴退出形成提前消费的影响，我国汽车消费恢复还相对滞后，前两个月累计产销较同期有明显回落。同时考虑到当前影响汽车消费国内外环境仍非常复杂，我国汽车工业稳增长任务依然艰巨，需要相关政策持续提振，助力汽车工业平稳运行。

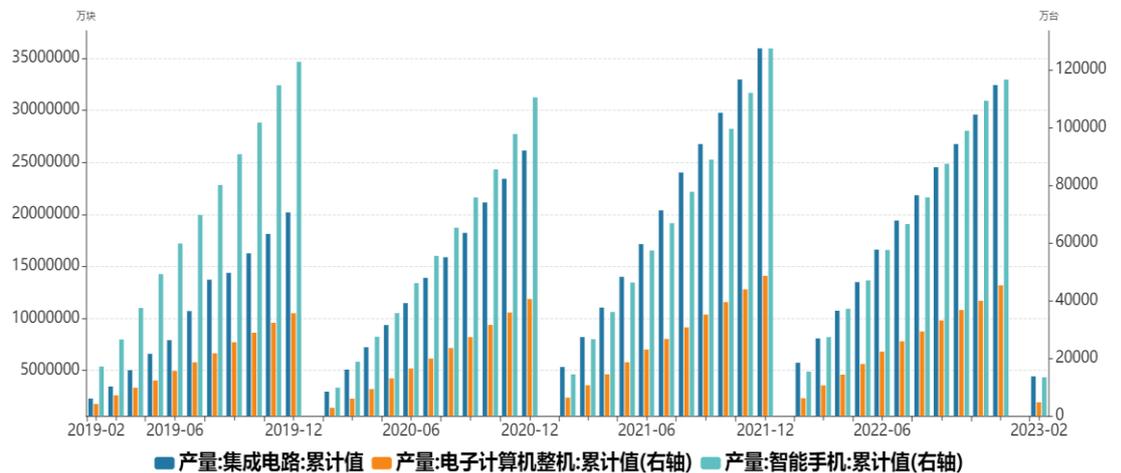
汽车行业产销量



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，2023 年 1-2 月份我国集成电路产量 443 亿块，同比下降 17%；1-2 月电子计算机整机产量 4785.7 万台，同比下降 23.5%；1-2 月份智能手机产量 13447 亿台，同比下降 14.1%。消费电子产业链较长且分工明确，主要包括上游芯片、中游零部件及组装、下游品牌等，上游芯片厂商同时存在过去产能紧张下的备货、下游需求疲软问题，库存问题相对突出，未来伴随需求逐步回暖，预计将在二季度后开始逐步好转。

中国电子行业产量



数据来源：瑞达期货、WIND

五、4 月份铜价展望

宏观面，欧美制造业 PMI 数据继续维持在萎缩区间，经济面临的下行压力依然较大，并且欧美银行业频频暴雷，引发对金融市场的担忧，市场避险情绪上升；同时美联储 3 月如预期加息 25 基点，但之后可能将暂停加息，多重因素影响下，美元指数承压下行。而中

国制造业 PMI 维持扩张区间,同时中国财政政策力度加大加快,市场对经济前景较为乐观,不过需关注后续基建地产以及社融等经济数据是否实质性改善。

基本面,国内铜矿供应呈现上升态势,铜矿加工费降幅放缓,炼厂的铜矿原料库存较为充裕,并且粗铜冷料供应增加,粗铜加工费也有所回升。国内冶炼厂利润较好的情况下,以及新增产能陆续投放,预计产量将明显增加。下游金三银四传统需求旺季来临,需求端采购表现好于预期,铜材企业订单回暖情况下,产量同比录得增长。国内库存进入去库周期且降幅明显;同时海外仍处在去库周期,LME 铜市场采购依旧强劲,注销仓单维持高位,国内进口窗口基本关闭。当前终端行业呈现企稳改善态势,其中电网行业今年计划投资规模继续扩大,为需求带来较大支撑;房地产行业支持政策提振市场信心,有望逐渐向基本面传导;家电行业空调有望跟随地产改善,对今年行情持乐观预期;汽车行业上半年存在压力,但整体表现持稳坚挺。因此铜市整体需求呈现向好态势。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2305合约

◇ **参考入场点位区间:** 68200-68800 建仓均价在 68500 元/吨附近

◇ **止损设置:** 根据个人风格 and 风险报酬比进行设定,此处建议沪铜 2305 合约止损参考 67000 元/吨

◇ **后市预期目标:** 目标关注 72000 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,鉴于海外供需趋紧,两市比值预计下跌,建议尝试卖沪铜(CU2305 合约)买伦铜(3 个月伦铜),参考建议:建仓位(CU2305/LME 铜 3 个月) 7.80,目标 7.40,止损 8.00。**跨品种套利-**鉴于当前基本面铜强于铝,做多铜铝比值,建议尝试买沪铜、卖沪铝操作,参考建议:建仓位(CU2305/AL2305) 3.70,目标 3.90,止损 3.60。

3、**期权策略:** 鉴于后市铜价预计宽幅运行,因此可以构建宽跨式盘整策略,分别同时卖出 CU2305-C-72000 和卖出 CU2305-P-68000,该策略 Theta 为负,若铜价维持区间内震荡,随着时间流逝,能够获得时间价值。

4、**套保策略**：现铜持货商建议逢高建立空头，关注铜价反弹至 72000 元上方；下方用铜企业可谨慎观望，或逢低小幅建立多头套期保值，目标关注 67000 元附近。

风险防范

- ◇ 欧美银行业危机继续发酵，市场恐慌情绪升温
- ◇ 终端行业需求表现不佳，下游恐高情绪采需乏力

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。