

有色组

电话：0571-85167251
邮编：310003
地址：杭州市下城区万寿亭 13 号
网址：<http://www.zjncf.com.cn>

有色金属分析思路方法

有色金属分析体系以宏观面+产业面为主导，宏观判断方向，产业决定趋势。本篇报告重在分析影响长期铜铝价格波动的核心矛盾点，以及重要边际变量。

核心观点：

铜：铜价持续上涨消化利好，高位震荡筑顶

近期国内经济数据略微偏弱，反映出短期需求改善仍需时日。中长期国内设备更新周期支撑有色金属需求。海外方面，一季度美国 GDP 不及预期，但消费投资稳健，通胀顽固，此前市场交易的降息预期或被打掉。全球制造业补库周期开启支撑铜价强势运行。事件扰动方面，英美制裁俄罗斯金属在 LME 交易所交割，引发逼仓预期，但并不妨碍俄罗斯金属在现货市场流通交易，此举或对金属价格上冲影响有限。

5 月影响铜价的宏观变量：国内经济复苏进程曲折（利空）；国内政策加大刺激，提振经济回暖预期（利多）；美国经济数据依旧强劲，需求投资稳健（利多）；美联储降息预期大幅回落（利空）；地缘政局军事博弈影响风险偏好（利空）。

5 月影响铜价的中观变量：全球铜矿端产量增速放缓传导至冶炼端部分减产（利多）；铜价高位运行或刺激未来增产预期（利空）；铜价高位运行或抑制下游采购积极性（利空）；终端需求电力电网投资增速平稳（利多）；AI 算力需求爆发也拉动了电力系统耗铜量，铜也被市场赋予新质生产力概念，受到主力资金青睐（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产表现继续疲软（利空）。

交易面：铜价在宏观与产业的多空交织下，在 65000-85000 元/吨宽幅区间震荡。

风险提示：

经济衰退超出预期，地缘政局波动加大，冶炼厂减产计划不及预期。

铜：铜价持续上涨消化利好，高位震荡筑顶

一、行情回顾

4月，铜价继续上攻，消化各种利好，市场情绪较高，有色金属表现强劲。

图1 沪铜主力合约走势



资料来源：东方财富

图2 沪铝主力合约走势



资料来源：东方财富

图3 沪锌主力合约走势



资料来源：东方财富

图4 沪镍主力合约走势



资料来源：东方财富

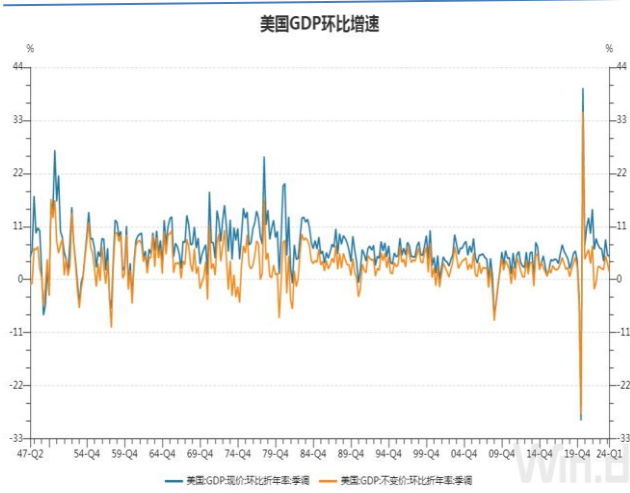
二、美国通胀顽固，美联储实质性降息或落空，降息交易转为再通胀交易

(一)、美国经济整体表现较强，降息预期或落空

一季度美国 GDP 环比增速不及预期，但消费投资表现依旧平稳，回落迹象并不明显，对有色金属影响偏正面。2024 年 3 月美国季调失业率 3.8%，较 2 月回落 0.1 个百分点，就业市场韧性较强。3 月美国 CPI 3.5%，较 2 月回升 0.3 个百分点。核心 CPI 同比 3.8%，与上月持平。2024 年 4 月密歇根大学消费者信心指数 77.9，较 3 月回落 1.5 个百分点，消费小幅回落，变化不大。后期美联储会根据经济数据边际变化，观察降息时间节点，中短期降息概率较小。当前市场已由交易美联储降息预期转为交易再通胀预期，抬升有色金属运行区间。

长期看，欧美制造业回流将增加海外固定资产投资，进而拉动铜需求边际增量。需求侧主导铜价趋势的边际定价权一方面在海外欧美制造业回流的节奏步伐，另一方面在 AI 革命推动下，算力需求爆发对电力系统需求大增，铜增量需求点有所体现，市场也赋予了铜 AI 新质生产力概念。

图 5 美国 GDP 环比增速



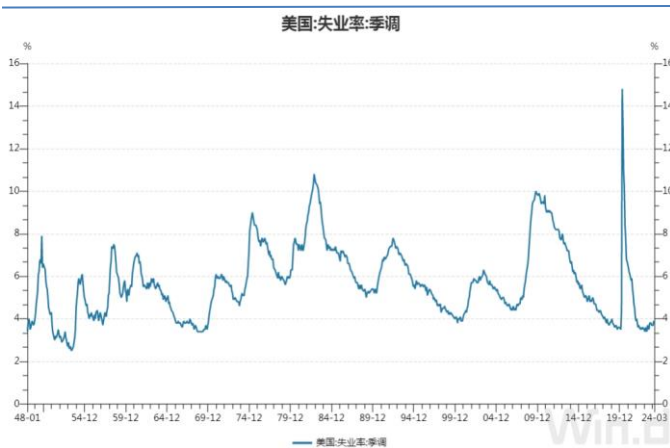
数据来源: wind

图 6 美国 10 年期、2 年期国债收益率



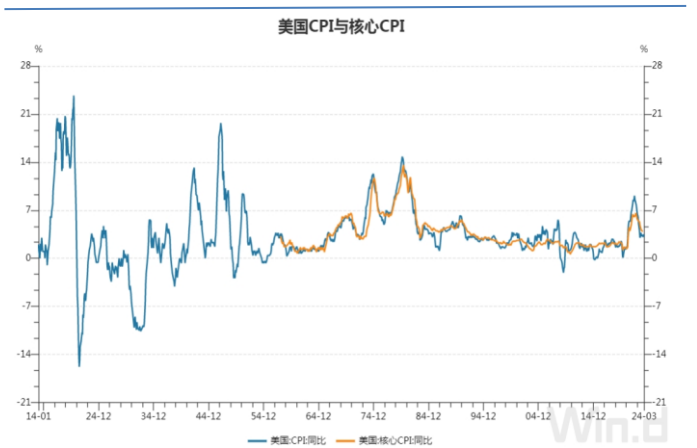
数据来源: wind

图 7 美国失业率



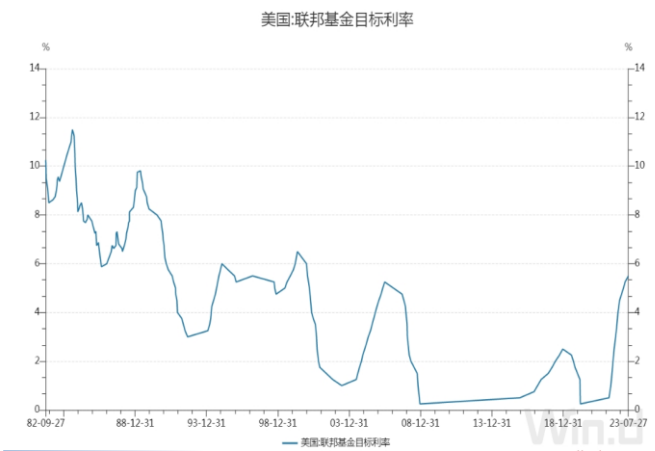
数据来源: wind

图 8 美国 CPI 与核心 CPI



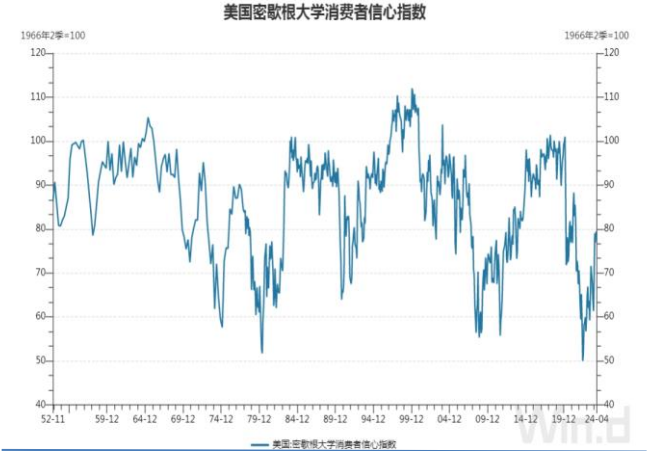
数据来源: wind

图9 美国联邦基金目标利率



数据来源: wind

图10 美国密歇根大学消费者信心指数

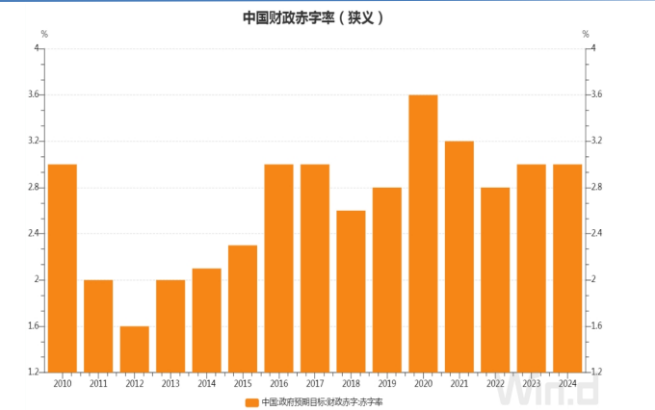


数据来源: wind

(二)、国内宏观政策继续保持宽松，但信贷需求仍较弱

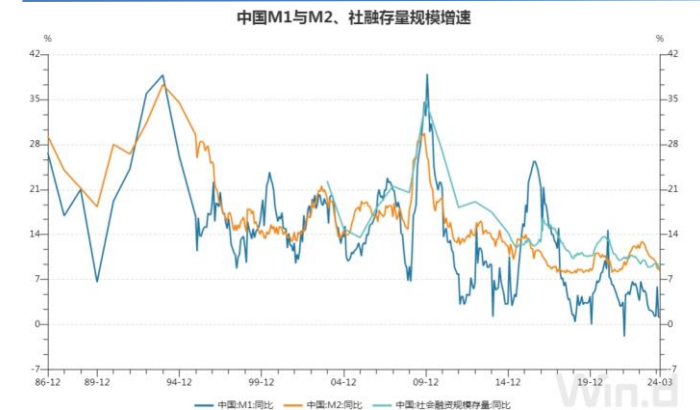
中央政府加杠杆，提高广义财政赤字率，托底稳经济。货币政策维持宽松态势不变，央行降准降息后，后期仍有继续降息可能性。2024年3月M2同比增速8.3%，较2月回落0.4个百分点；M1同比增速1.1%，较2月回落0.1个百分点，M1与M2增速回落，或与信贷需求偏弱有关。2024年3月社融存量同比增速8.7%，较2月回落0.3个百分点，信贷需求偏弱。随着增发1万亿国债举措落地，国内宏观政策以“宽财政+宽货币”组合为主。积极的财政政策扩张将在一定程度上对冲私人部门需求下降的影响，稳住总需求。此前鉴于地方政府债务约束宏观政策发力空间，特殊再融资债券发行虽然在一定程度上可以置换此前地方政府存量高利率债务，缓解债务压力，但在一边化债，一边严控新增债务的政策监管要求下，举债拉动经济增长空间已有限。在中央政府加杠杆扩大发债空间后，地方政府债务压力有所缓和，稳增长预期增强。目前地产企业偿债压力依然很大，地产链条复苏疲软，市场对地产负面影响反应已在钝化，有色金属价格似乎在摆脱地产链条不利约束，走出新兴行业需求爆发驱动的上行趋势。从产业发展趋势层面看，中长期稳定有色金属需求的基本盘在新能源和AI科技领域。

图11 中国财政赤字率（狭义）



数据来源: wind

图12 M1、M2、社会融资规模存量增速



数据来源: wind

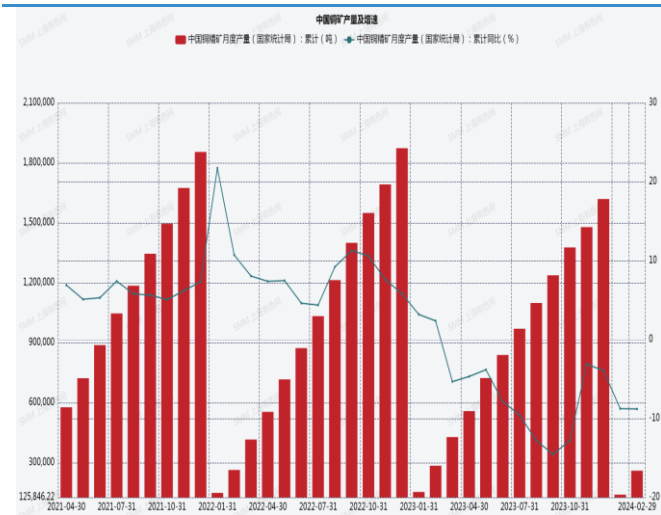
三、海外铜矿供应扰动，铜矿加工费下降

(一)、海外铜矿供应扰动，产量或有收缩

2024年1-2月，中国铜矿产量25.96万吨，累计同比增长-8.79%，国内铜矿产量增速处于负增长状态。2024年1-3月，中国进口铜矿698.79万吨，累计同比增长4.98%。国内进口铜矿数量处于上升状态，进口增速平稳。4-5月，国内港口铜矿库存仍有回升。

据SMM资讯，2023年底，海外铜矿干扰事件频发：第一量子旗下的Cobre Panama铜矿11月开始停产，因涉及巴拿马政治大选，初步预计或将停产至2024年中；英美资源公布2024年产量目标，下调18-21万金属吨；厄瓜多尔全国进入武装冲突状态，是否会影响铜陵有色旗下的Mirador的生产或转运仍需持续观测。4月非洲主要铜矿产区赞比亚等地出现减产，这些接二连三的干扰事件引发了对于矿端供应的担忧，使得TC连续下跌至低位。2024年4月下旬，进口铜矿加工费指数4.11美元/吨，较2023年底回落58.44美元/吨。据机构数据，2024年铜矿长单加工费基准价为80美元/吨，较2023年下调8美元/吨，反映进口铜矿供应偏紧，矿产端供应增速放缓正逐渐传导至冶炼端减产预期上，低迷的加工费压缩了冶炼厂利润。2024年原料端的变动或使得今年供需平衡发生了结构性的反转，SMM预计2024年矿端将呈现紧缺的局面，而电解铜端或呈现小幅紧平衡的格局。

图 13 中国铜矿产量及增速



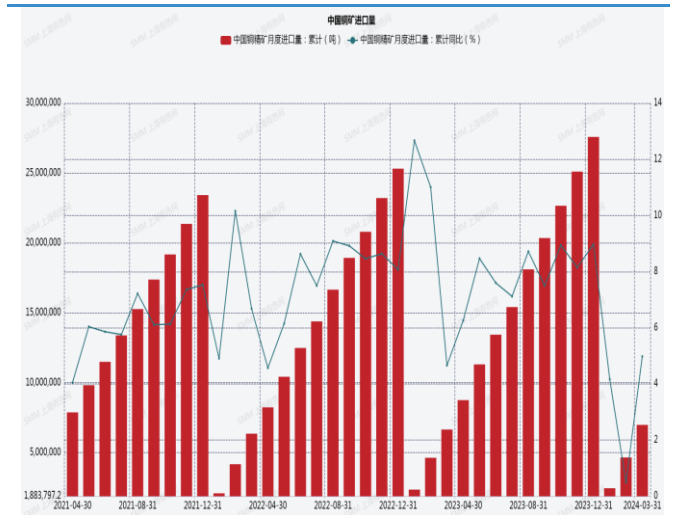
数据来源：SMM

图 15 铜矿长单 TC



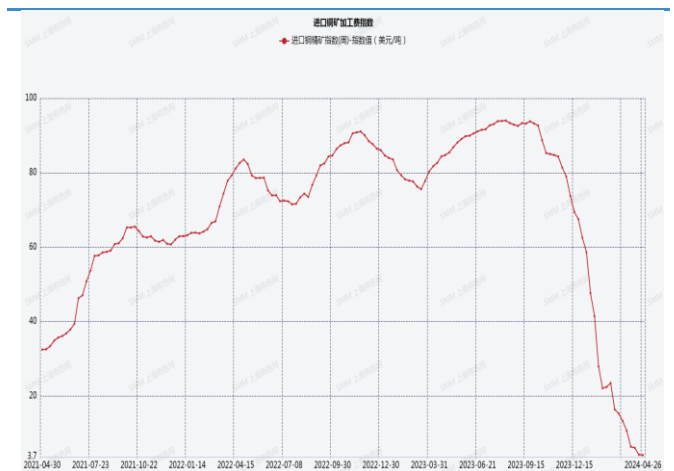
数据来源：SMM

图 14 中国铜矿进口量



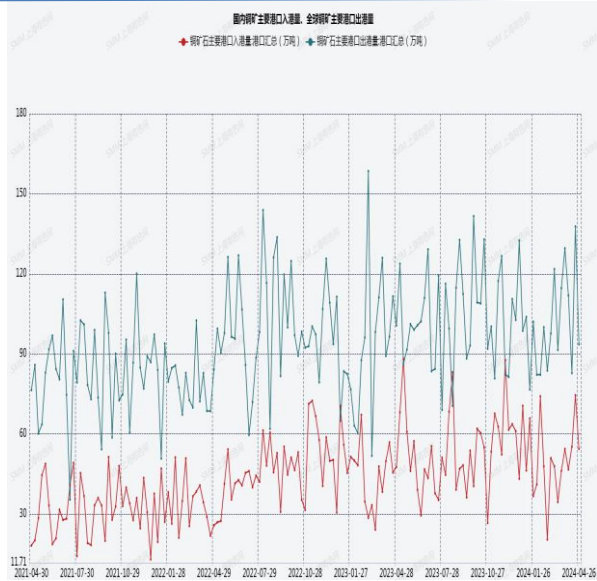
数据来源：SMM

图 16 进口铜矿指数



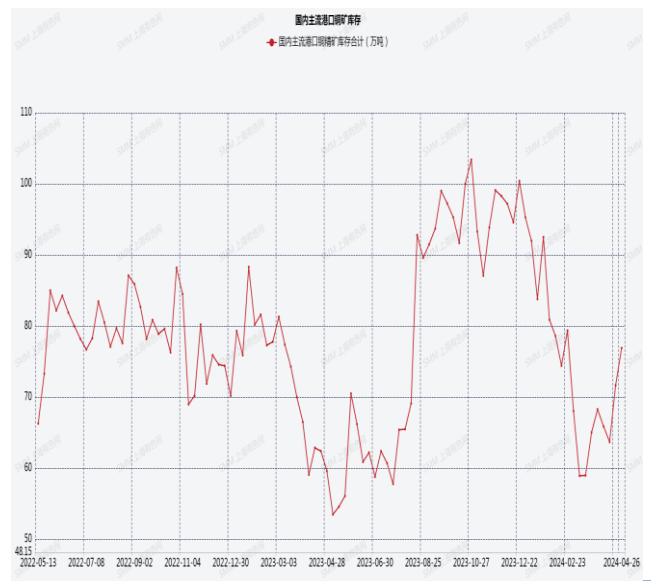
数据来源：SMM

图 17 全球主要港口铜矿出港量、国内主要铜矿港口入港量



数据来源：SMM

图 18 国内主要港口铜矿库存



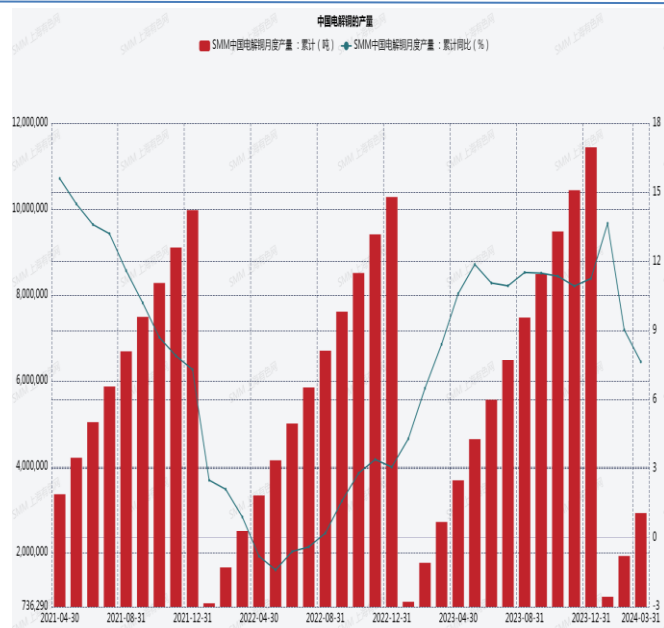
数据来源：SMM

(二)、矿端偏紧或传导至冶炼端减产计划预期

据 SMM 统计，2024 年 1-3 月中国电解铜产量 291.96 万吨，累计同比增长 7.64%，增速略低于 2023 年同期，但整体上显示出国内电解铜供应仍维持增长。2024 年 1-3 月中国电解铜进口量 90.66 万吨，累计同比增长 21.42%，增速高于 2023 年同期。市场此前预期 2024 年全球粗炼及精炼产能会继续扩产，但鉴于加工费持续走低，冶炼厂利润减少，市场又转为预期部分冶炼厂会减产。对于国内冶炼厂减产进展情况，后期仍需走一步看一步，减产计划的不确定性依旧存在。若减产计划不及预期，届时对铜价会产生承压。

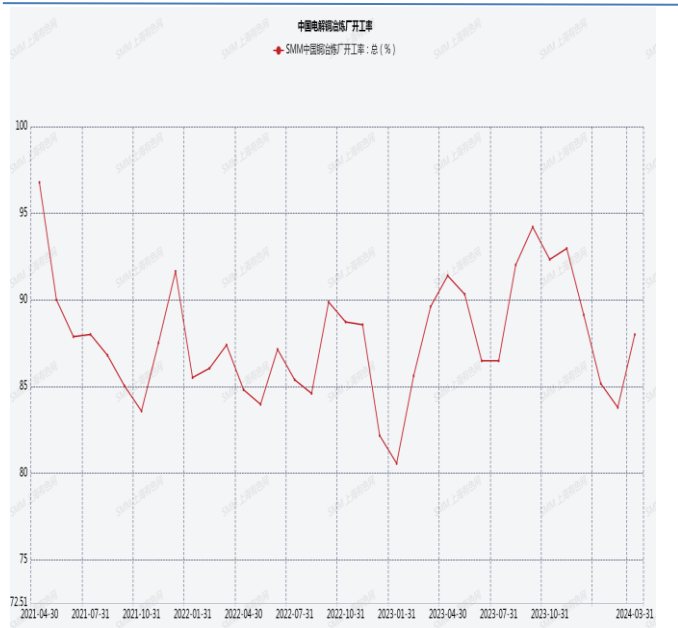
SMM 预计，2024 年 3 月铜冶炼厂整体开工率 88%，较 2 月回升 4.2 个百分点。预计 4 月冶炼厂开工率会维持偏高位，5 月有待观察冶炼厂减产计划进展情况。2024 年 3 月，国内铜矿现货冶炼盈亏平衡和国内铜矿长单冶炼盈亏平衡点分别为 -1745 元/吨、1299 元/吨，铜矿现货冶炼盈亏平衡点较 2 月回落 328 元/吨，国内铜矿长单冶炼盈亏平衡点较 2 月回升 381 元/吨，或与铜矿加工费走低，利润向上游矿产端集中，中下游利润收缩有关。5 月影响铜冶炼开工率的变量仍是冶炼厂减产计划执行情况，后期密切跟踪关注。

图 19 中国电解铜月度产量



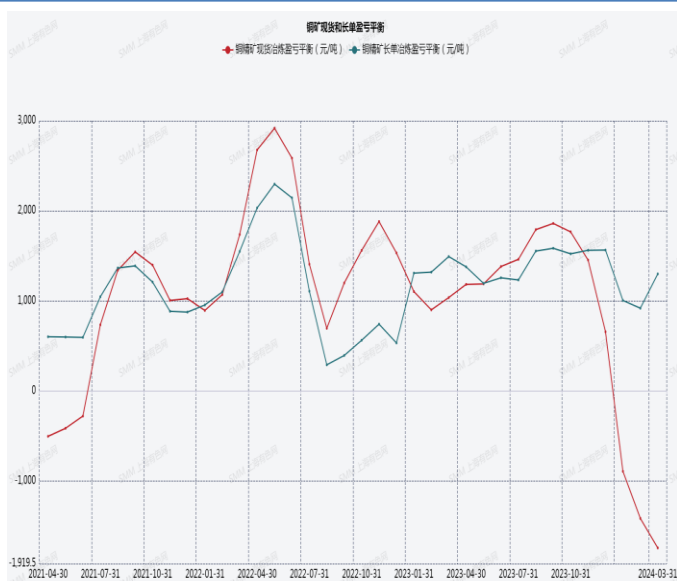
数据来源：SMM

图 20 中国电解铜冶炼企业开工率



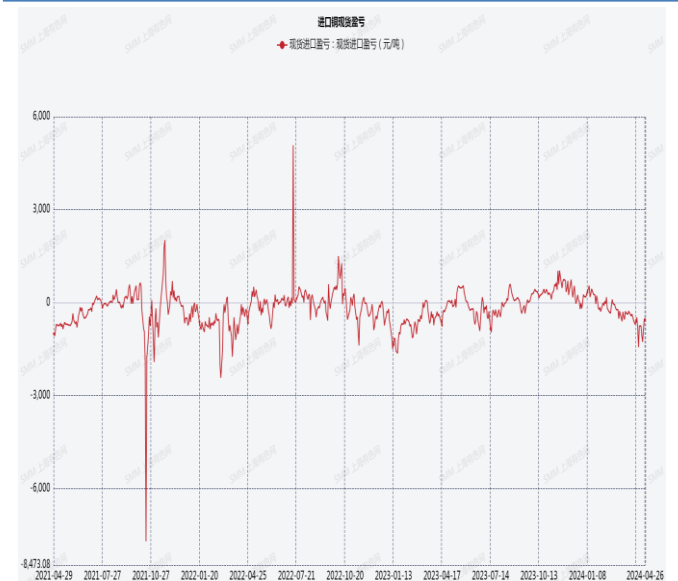
数据来源：SMM

图 21 铜矿现货和长单盈亏平衡



数据来源：SMM

图 22 铜现货进口盈亏

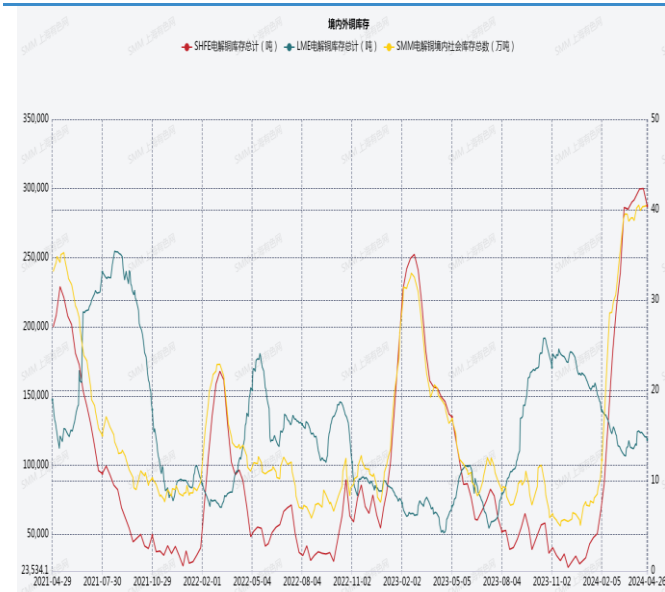


数据来源：SMM

（三）、下游逢低采购，境内库存小幅回落

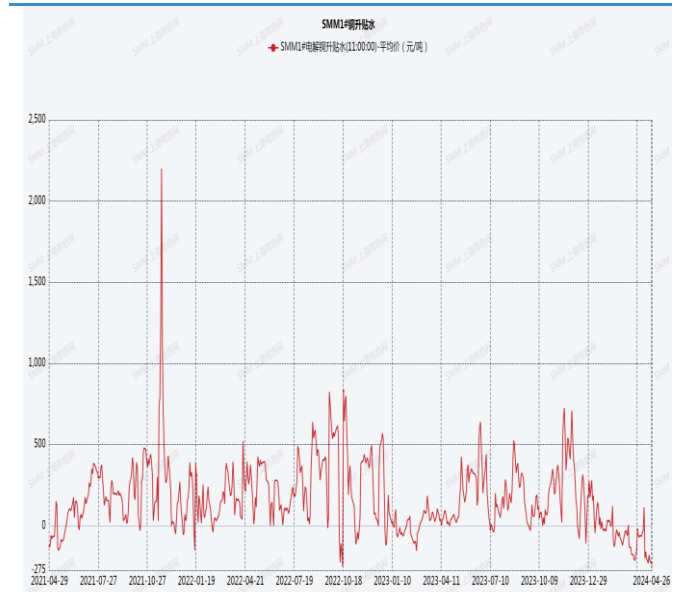
2024 年 4 月下旬，LME 铜库存 11.85 万吨，较 3 月下旬回升 0.61 万吨，或与铜价持续上涨后抑制下游采购节奏有关。4 月境内铜库存的小幅回落，或与进口铜的流入减少以及下游逢低采购有关。上期所铜库存 28.74 万吨，较 3 月下旬小幅回落 0.3 万吨。中国电解铜社会库存 38.79 万吨，较 3 月下旬小幅回落 0.3 万吨。4 月铜现货贴水扩大，与铜价高位运行抑制下游采购节奏有关。下游现货商坚持逢低买跌，不买涨的经营策略。5 月，若铜价冲高回落，下游逢低采购意愿增加后，铜库存或有回落。

图 23 境内外铜库存



数据来源：SMM

图 24 SMM1#电解铜升贴水均价

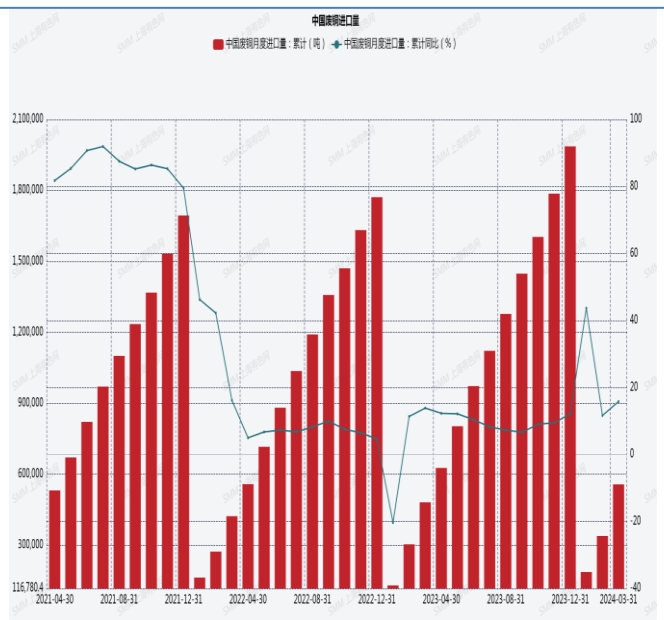


数据来源：SMM

(四)、精废铜价差回升，关注精铜价格上方阻力

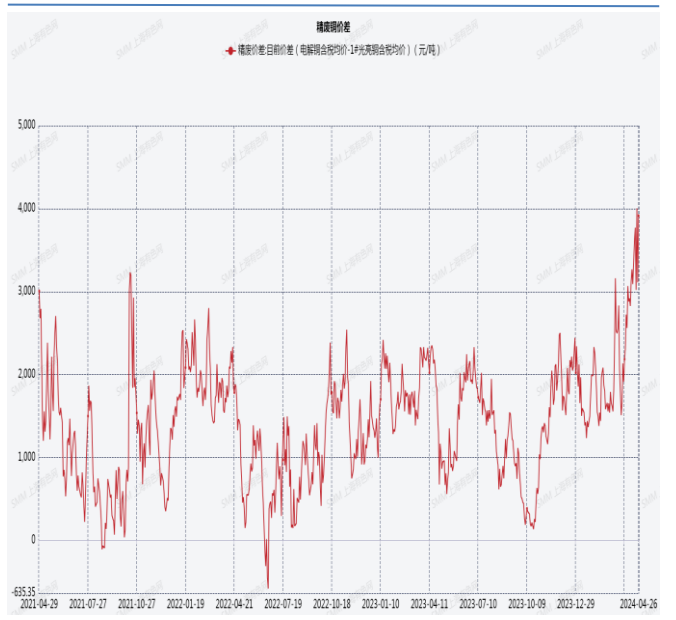
据 SMM 显示，2024 年 1-3 月，中国进口废铜 55.71 万吨，同比增长 15.8%，增速较 2023 年同期小幅回升。现货市场方面，2024 年 4 月下旬精废铜价差 4152.88 元/吨，较 3 月下旬回升 2237.73 元/吨。4 月精废铜价差大幅回升，与铜价持续大幅上涨有关。5 月关注下游逢低采购精铜力度，以及环保督察对废铜加工端影响。

图 25 中国废铜月度累计进口量



数据来源：SMM

图 26 精废铜价差



数据来源：SMM

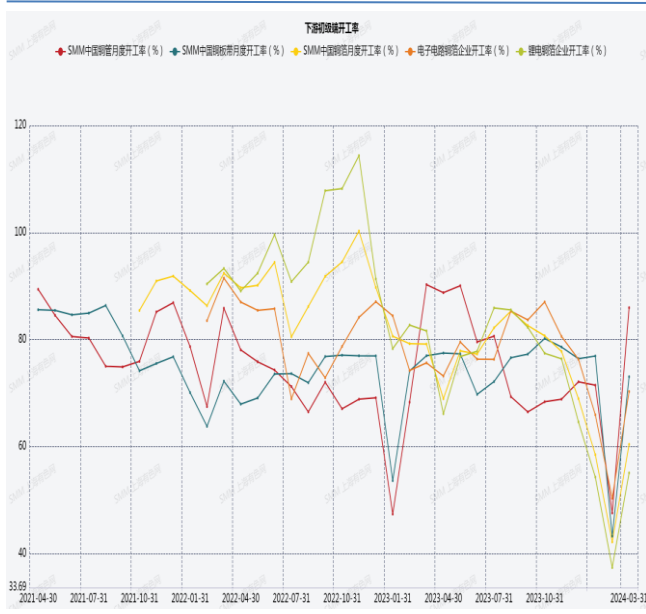
四、政策保持宽松，地产束缚减弱，需求新增长点的新能源和 AI 革命

铜下游需求端主要集中在地产基建、汽车、电力等领域，鉴于目前国内宽松政策加码托底经济，市场对地产链条存在改善预期，但期望值并不会太高，毕竟中国的工业化和城镇化进程已趋于饱和，经济结构转型背后也是传统领域需求萎缩和新兴领域需求扩张的切换过程。中期关注增发国债刺激基建，或托底有色金属需求。长期需求端会更加关注新能源产业链和 AI 革命对铜金属边际增量需求拉动。

(一)、4-5 月下游初级加工端开工率会有回升

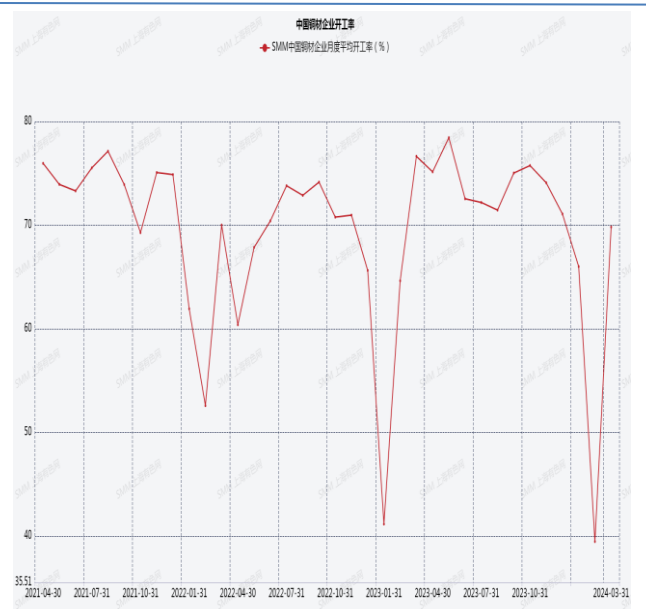
2024 年 3 月，下游铜材加工企业开工率回升至 69.82%，较 2 月回升近 30 个百分点。细分需求领域鉴于各子行业景气度不同，表现有所分化。2024 年 3 月电线电缆企业月度开工率 71.88%，较 2 月回升 25.13 个百分点。漆包线企业月度开工率 74.11%，较 2 月回升 29.3 个百分点。铜管企业月度开工率 85.97%，较 2 月回升 38.34 个百分点。铜板带企业月度开工率 73.07%，较 2 月回升近 30 个百分点。铜箔企业月度开工率 60.44%，较 2 月回升 18.22 个百分点。电子电路铜箔企业月度开工率 70.3%，较 2 月回升近 20 个百分点。锂电铜箔企业开工率 55.1%，较 2 月回升 17.7 个百分点。2024 年 4 月下旬，电解铜制杆企业开工率 70.68%，较 3 月下旬回升 3.7 个百分点。再生铜制杆企业开工率 35.64%，较 3 月下旬回落 27.8 个百分点。4-5 月，预计下游初级加工端开工率或延续回升态势。

图 27 下游初级加工端开工率



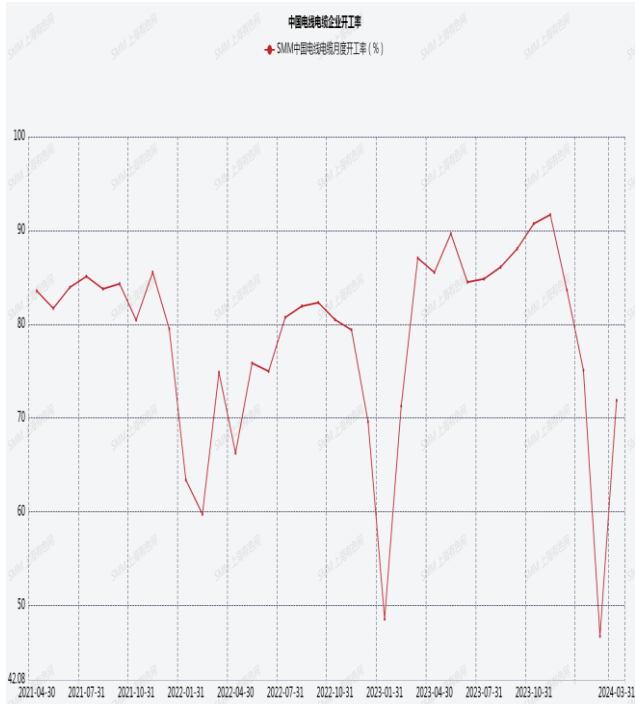
数据来源：SMM

图 28 中国铜材企业开工率



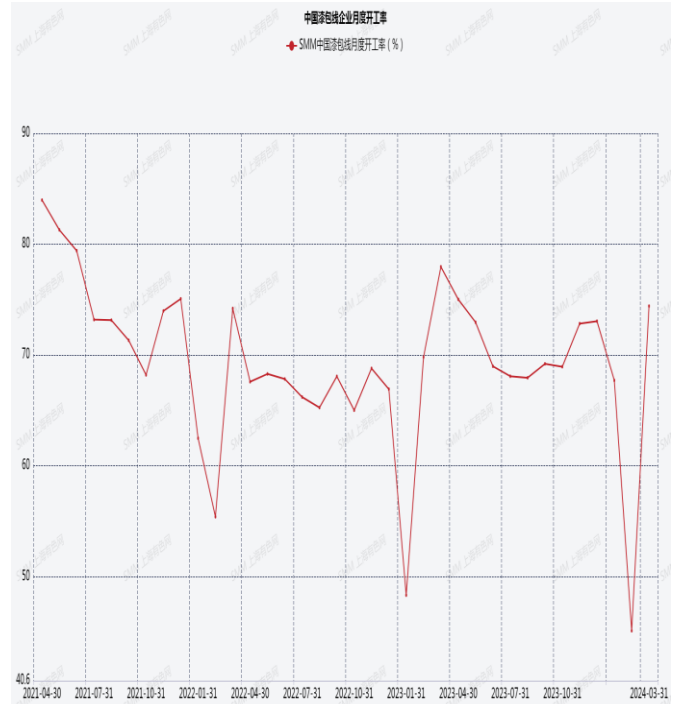
数据来源：SMM

图 29 中国电线电缆企业月度开工率



数据来源: SMM

图 30 中国漆包线企业月度开工率



数据来源: SMM

(二)、房地产束缚减弱，终端需求亮点还看新能源和 AI 算力增量

在碳达峰、碳中和背景下，传统火力发电企业正逐渐向新能源发电运营商转型，预计到 2030 年，新能源发电量占比达 42%，2060 年新能源发电量占比达 80%。在发电结构转型过程中，电源侧、电网侧投资增速将会平稳增长。2024 年 1-3 月，电网投资完成额 766 亿元，累计同比增速 14.7%。2024 年 1-3 月，电源投资完成额 1365 亿元，累计同比增速 7.7%。新能源汽车方面，中国新能源汽车产销量保持稳定增长。2024 年 1-3 月，中国新能源汽车产量 125.2 万辆，累计同比增速 28.2%。中国新能源汽车销量 120.7 万辆，累计同比增速 29.4%。目前新能源汽车渗透率 40%，未来渗透率还有提升空间。汽车电动化和智能化对锂、钴、镍、铜、铝等有色金属增量需求拉动值得重点关注。不仅在新能源汽车领域，在光伏、风电领域对铜增量需求拉动也较为明显。另据机构数据显示，2023 年 AI 数据中心对 2023 年的铜需求为 20-50 万吨，未来 5 年的年均复合增长率或为 26%，预计 2027 年 AI 对铜的需求增长将达到 50-120 万吨，届时占全球铜总需求占比 3.3%。预计 2030 年 AI 对铜的需求可能会达到 260 万吨，届时占全球铜总需求占比 10%。AI 科技革命赋予了铜新质生产力元素，市场资金面关注度稳步提升。

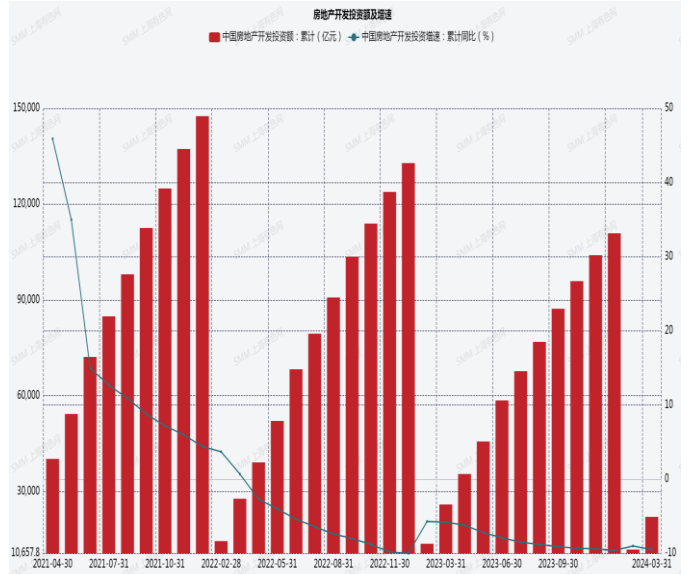
图表 31 铜在新能源领域需求情况

新能源应用领域	2021 年	2025 年	新能源不同领域中铜需求复合增速
光伏领域中的连接器、电缆、逆变器。光伏领域单位耗铜量每兆瓦 4 吨。	全球光伏新增装机量 170GW, 耗铜量 69 万吨	全球光伏新增装机量 286GW, 耗铜量 114.4 万吨	10.64%
风电领域中的电缆、发电机、变压器。风电领域单位耗铜量每兆瓦 6 吨。	全球风电新增装机量 40GW, 耗铜量 24 万吨	全球风电新增装机量 112GW, 耗铜量 67.2 万吨	22.87%
新能源汽车中的电池、电机、充电桩。新能源汽车单位耗铜量每辆 83 千克。	全球新能源汽车销量 625 万辆, 耗铜量 51.88 万吨	全球新能源汽车销量 1800 万辆, 耗铜量 149.4 万吨	23.56%
合计耗铜量	144.88 万吨	331 万吨	17.97%

资料来源：中国光伏行业协会、国际铜业协会、全球风能理事会、EVTank、证券市场红周刊

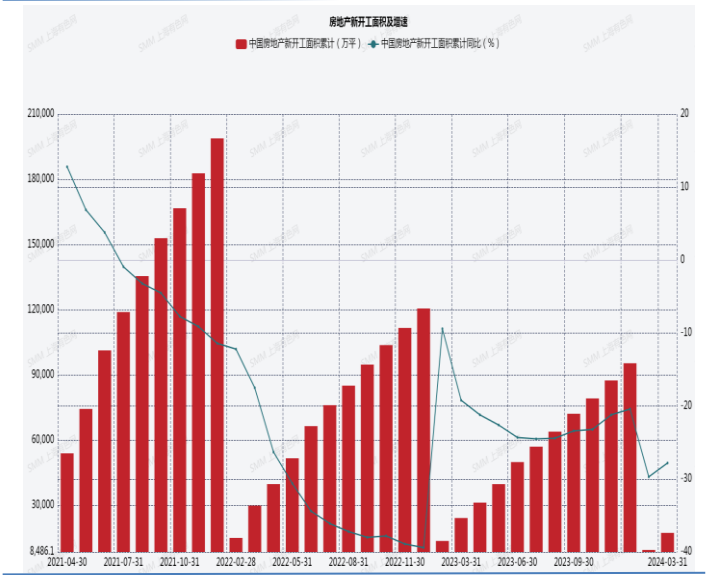
据 SMM 预测数据显示，2024 年，中国电力端耗铜量 739 万吨，家电耗铜量 206 万吨，交通运输耗铜量 208 万吨，建筑耗铜量 121 万吨，机械电子耗铜量 130 万吨，其他行业耗铜量 171 万吨，合计耗铜量 1575 万吨，较 2022 年增长 5.4%。在终端耗铜领域，主要关注新能源发电和新能源汽车产业链对铜需求边际增量拉动。AI 算力需求爆发也拉动了电力系统耗铜量，铜也被市场赋予新质生产力概念，受到主力资金青睐。对于房地产领域，需要以经济转型思维看待长周期里总量萎缩，中短周期里房地产受政策调控影响大，地产政策放松对房地产投资、开工、销售影响仅是预期上的边际改善，总量上的拉动空间有限。2024 年 1-3 月，房地产开发投资额 2.2 万亿元，累计同比增速-9.5%，较 1-2 月跌幅扩大 0.5 个百分点。2024 年 1-3 月，房地产新开工面积 1.72 万平方米，累计同比增速-27.8%，较 1-2 月跌幅小幅收窄 1.9 个百分点。2024 年 1-3 月，房地产竣工面积 1.52 万平方米，累计同比增速-20.7%，较 1-2 月跌幅扩大 0.5 个百分点，2023 年竣工面积在保交楼政策助推下大幅改善后，2024 年竣工面积增速或受三年前地产周期见顶，期房销量高位回落影响而下滑。2024 年 1-3 月，商品房销售面积 2.26 万平方米，累计同比增速-19.4%，较 1-2 月跌幅收窄 1.1 个百分点。目前，地产开工销售情况依旧不理想，地产链条继续疲软，地产调整周期尚未结束。房地产开工指标持续走弱，一方面反映出房地产企业正处于供给出清，重塑市场竞争格局的过程中；另一方面，显示出房地产企业拿地投资谨慎，长期地产发展趋势已趋于下行。后期继续关注地产竣工销售改善情况。2024 年 1-3 月，中国基建投资增速 8.75%，较 1-2 月回落 0.21 个百分点，主要受制于地方政府债务约束。随着增发国债落地实施，后期关注基建投资托底经济力度。

图 32 房地产开发投资额及增速



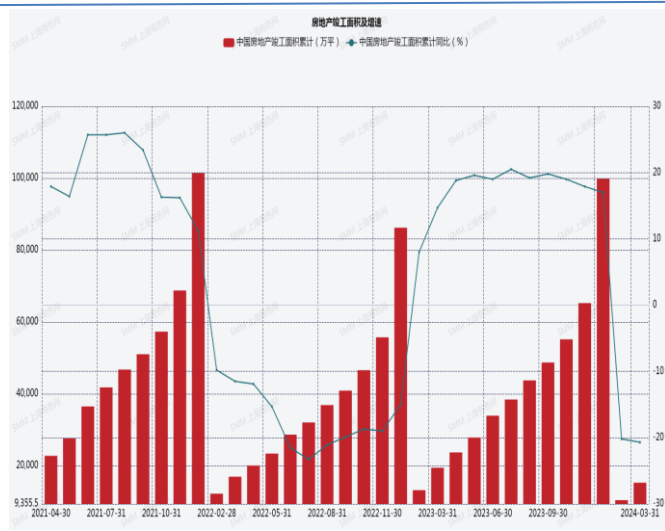
数据来源：SMM

图 33 房地产新开工面积增速



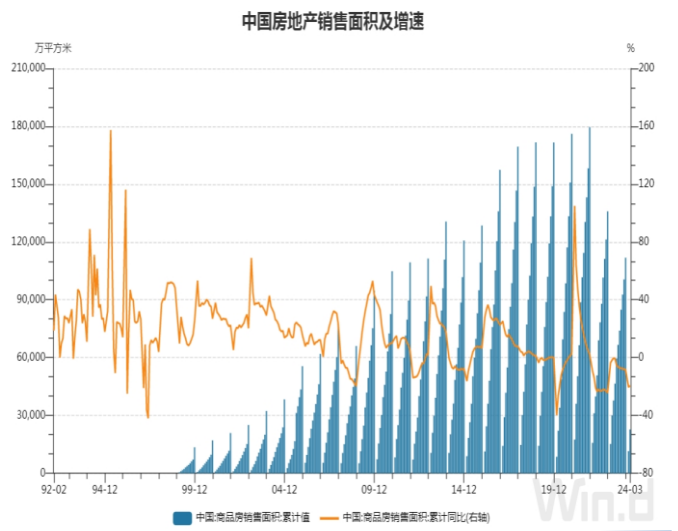
数据来源：SMM

图 34 房地产竣工面积及增速



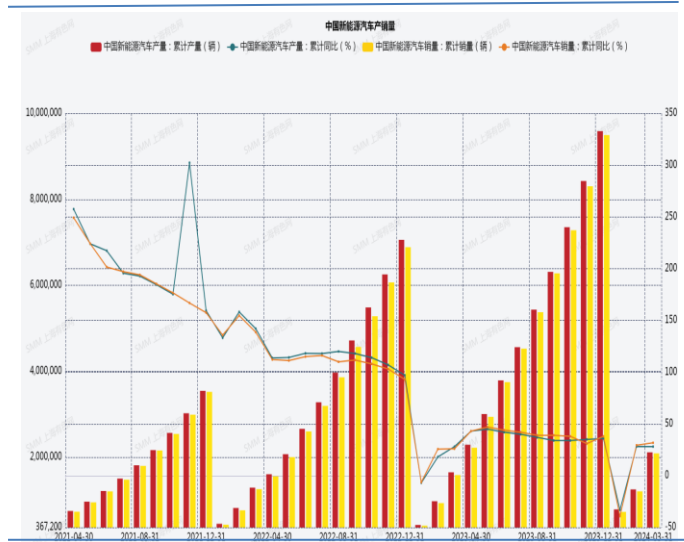
数据来源：SMM

图 35 商品房销售面积及增速



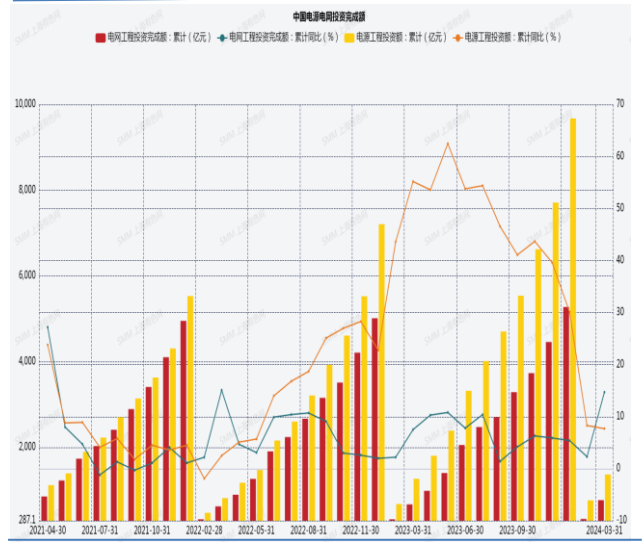
数据来源：wind

图 36 中国新能源汽车产销量



数据来源：SMM

图 37 中国电源电网投资完成额



数据来源：SMM

五、展望—铜价持续上涨消化利好，高位震荡筑顶

近期国内经济数据略微偏弱，反映出短期需求改善仍需时日。中长期国内设备更新周期支撑有色金属需求。海外方面，一季度美国 GDP 不及预期，但消费投资稳健，通胀顽固，此前市场交易的降息预期或被打掉。全球制造业补库周期开启支撑铜价强势运行。事件扰动方面，英美制裁俄罗斯金属在 LME 交易所交割，引发逼仓预期，但并不妨碍俄罗斯金属在现货市场流通交易，此举或对金属价格上冲影响有限。

5 月影响铜价的宏观变量：国内经济复苏进程曲折（利空）；国内政策加大刺激，提振经济回暖预期（利多）；美国经济数据依旧强劲，需求投资稳健（利多）；美联储降息预期大幅回落（利空）；地缘政局军事博弈影响风险偏好（利空）。

5 月影响铜价的中观变量：全球铜矿端产量增速放缓传导至冶炼端部分减产（利多）；铜价高位运行或刺激未来增产预期（利空）；铜价高位运行或抑制下游采购积极性（利空）；终端需求电力电网投资增速平稳（利多）；AI 算力需求爆发也拉动了电力系统耗铜量，铜也被市场赋予新质生产力概念，受到主力资金青睐（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产表现继续疲软（利空）。

交易面：铜价在宏观与产业的多空交织下，在 65000-85000 元/吨宽幅区间震荡。

免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。
2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。
3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。
4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

浙江新世纪期货有限公司

地址： 杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编： 310003

电话： 400-700-2828

网址： <http://www.zjncf.com.cn>