

## 铜：铜精矿现货加工费深跌 沪铜重心上移

### 内容提要：

- ◆ 2月沪铜先抑后扬，主力2404合约宽幅震荡运行。月初美国非农数据远超预期，降息预期降温，美元指数企稳于104关口之上运行，宏观利多出尽，施压基本金属。春节过后，五年期LPR利率下调25BP提振市场情绪，沪铜主力合约反弹到前高69000点一线，寻求向上突破的机会。
- ◆ 美元指数在2月份先扬后抑，2月初美国公布的经济数据表现强劲，普遍超出市场预期，美联储降息预期或推迟为其提供上行动能。但随着2月中旬公布的美国经济数据较为疲弱，美元指数重回104之下运行。
- ◆ 国内政策释放利好频发，1月24日，央行决定自2月5日起下调金融机构存款准备金率0.5个百分点；2月再次超预期下调五年期LPR利率25个基点，推动房地产市场良性循环的政策蓝图。不管是从资金流动性层面还是产业层面，都对有色金属有一定提振。
- ◆ 1-2月进口铜精矿现货加工费TC指数低位运行，截至2月29日，铜精矿现货TC为15.8美元/干吨，较1月初的62.4美元/干吨大幅下滑46.6美元/干吨，跌幅为76.68%。铜精矿现货加工费的大幅下滑是支撑铜价底部的主要交易逻辑。
- ◆ 房地产政策持续托底，春节过后传统行业将进入复苏周期。新能源汽车淡季销售回落，新兴产业用铜增速边际下滑，现实需求表现偏弱，但预计进入3月需求旺季，消费端或将对铜价起到一定支撑。
- ◆ 节内社会库存大幅累库11.7万吨，节后累库速度放缓，而海外库存高位持续回落，内外库存走势出现分化，但全球显现库存目前仍在慢累库阶段之中。
- ◆ 展望3月份，随着基本金属消费旺季的到来，叠加铜精矿现货TC处于历史低点，沪铜底部支撑较强，预计在3月份沪铜有望上探至前期高点。

## 有色金属/铜

### 石磊

从业资格证：F0270570

投资咨询证：Z0011147

TEL：0516-83831127

E-MAIL：

shilei@neweraqh.com.cn  
苏州大学数学与应用数学专业理学学士，新加坡国立大学计量金融专业理学硕士。

新纪元期货交易咨询部副经理，中级经济师。

### 陈啸

从业资格证：F3056981

TEL：0516-83831160

E-MAIL：

chenxiao@neweraqh.com.cn

## 第一部分 2月铜期货行情回顾

2月沪铜主力2404合约先抑后扬，呈现高位宽幅震荡。月初美国非农数据远超预期，降息预期降温，美元指数企稳于104关口之上运行，宏观利多出尽，施压基本金属；叠加节前市场交投氛围谨慎，终端消费季节性淡季，铜价承压回调。春节过后，国内宏观氛围好转，五年期LPR利率下调25BP提振市场情绪，市场信心得以修复；同时，铜精矿TC大幅走低引发供给担忧，沪铜主力合约反弹到前高69000点一线，寻求向上突破的机会。

图1. 沪铜主力合约日K线



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

## 第二部分 宏观分析：五年期LPR利率下调 市场情绪得到提振

### 一、国际宏观：美联储降息预期推迟

2月初美国公布的经济数据表现强劲，普遍超出市场预期。数据显示，1月美国新增非农就业人数35.3万人，远超预期的18万人，并创下一年来的新高。美国1月CPI同比上升3.1%，高于预期的2.9%，剔除波动较大的食品和能源价格后，当月核心CPI同比涨幅为3.9%，预期值3.7%，更是创下八个月最大升幅，凸显美国通胀压力持续，市场对美联储降息预期回撤，美元指数阶段性触及104.875高点，同时已将首次降息预期从3月推迟到6月。不过从2月中旬开始，美国公布的经济数据逐渐疲软，PCE物价指数延续低迷；美国ISM制造业PMI从1月的49.1降至2月的47.8，远低于市场预期的49.5，美元指数重回104之下运行，有色金属得到提振。

图2. 美国非农就业人数：季调



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图3. 美国CPI、美国核心CPI



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 4. 近一年美元指数走势



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

## 二、国内宏观：政策释放利好，5年期 LPR 降低 25 个基点

1月24日，央行决定自2月5日起下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，降准降息政策利好落地之后，2月再次超预期下调五年期 LPR 利率 25 个基点，再结合近期围绕房地产市场密集出台较多政策措施，充分体现了利率政策参与激活房地产市场、推动房地产市场良性循环的政策蓝图。不管是从资金流动性层面还是产业层面，都或对有色金属有一定提振。

2月官方制造业 PMI 为 49.1，环比下降 0.1 个百分点，新订单指数持平，生产指数小幅回落；财新制造业 PMI 为 50.90，环比上升 0.1 个百分点，整体制造业短期运行保持平稳。2月综合 PMI 产出指数为 50.9，继续位于荣枯线上方，显示我国企业生产经营活动总体呈缓慢扩张的态势。

图 5. LPR：5 年



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 6. 制造业 PMI、财新制造业 PMI



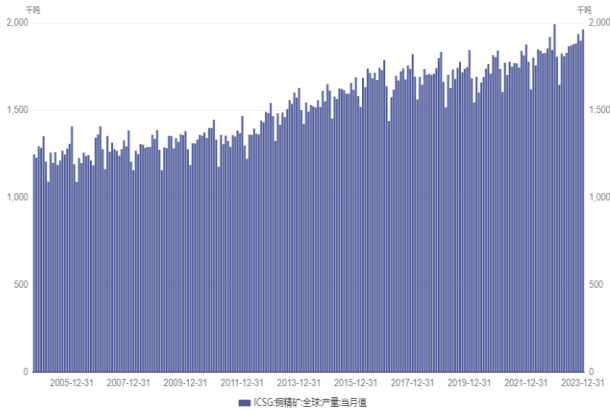
资料来源：iFinD 新纪元期货研究

## 第三部分 供给端分析：铜精矿加工费大幅下跌 供应担忧再起

### 一、铜矿供应：铜精矿现货 TC 跌幅接近 80% 引发铜市供应担忧

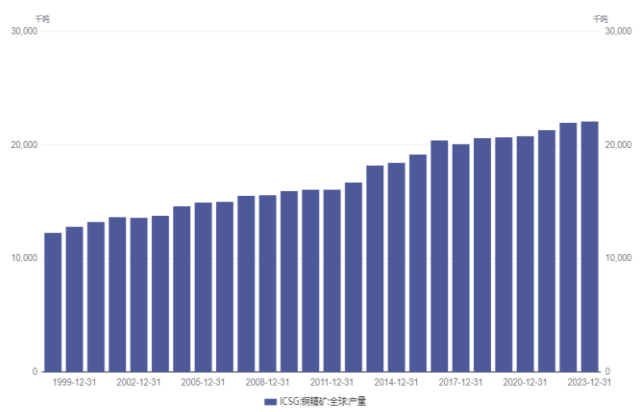
据 ICSG（国际铜业研究小组）统计，2023年12月全球铜矿产量196.2万吨，同比下滑1.46%，1-12月累计产量2220万吨，同比增加1.38%。

图7. ICSG 铜精矿全球产量当月值：千吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图8. ICSG 铜精矿全球产能当月值：千吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

1-2月进口铜精矿现货加工费TC指数低位运行，截至2月29日，铜精矿现货TC为15.8美元/干吨，较1月初的62.4美元/干吨大幅下滑46.6美元/干吨，跌幅为76.68%。铜精矿现货加工费的大幅下滑，引发全球铜市供给端的担忧，侧面支撑铜价底部。

铜精矿现货市场持续呈现加工费大幅滑坡的情况，最主要的起因是巴拿马Cobre矿违宪关停以及运输问题导致的供应紧张，也有部分矿商借机夸大供应缺口以推波助澜，进而导致铜精矿加工费快速下降。去年十一月，巴拿马总统科尔蒂索宣布，巴拿马将关闭全球最大铜矿之一的Cobre铜矿。该铜矿关闭原因为，最高法院裁定，巴拿马政府与加拿大矿企第一量子矿业方面续签的Cobre铜矿运营合同违宪。值得注意的是，Cobre铜矿是世界最大的铜矿之一，年产量达35万吨，占全球铜产量的1.5%。根据First Quantum指引，2024年该矿将继续停产，影响铜矿产量约30万吨。

作为智利去年全年全球最大铜生产国，新年初的产量位于近年同期低点，主因矿石品位下降、水资源短缺、劳动力问题和不确定的财政制度等都对产量产生了负面影响。据智利国家统计局，2024年1月铜产量达43.5万吨。

图9. 铜精矿现货粗炼费TC：美元/吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图10. 铜精矿现货精炼费RC：美分/磅



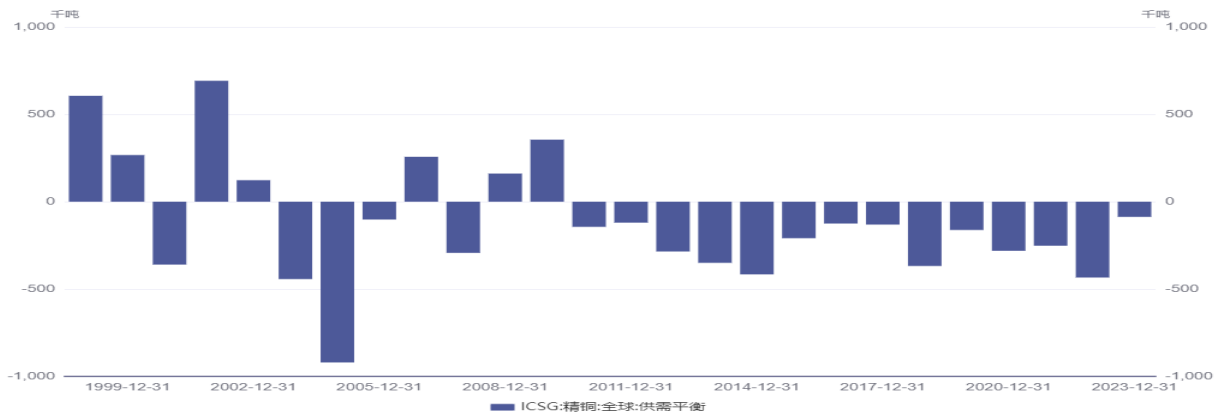
资料来源：iFinD 新纪元期货研究

## 二、精炼铜：春节长假导致开工率下滑 国内精炼铜产量下降

2月21日，国际铜业研究小组(ICSG)在最新发布的月报中称，2023年12月全球精炼铜市场过剩2万吨，11月为短缺12.3万吨。2023年12月全球精炼铜产量为239万吨，消费量为237万吨。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。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1.5万吨，11月供应缺口为13.2万吨。

2月21日，世界金属统计局(WBNS)公布的最新报告显示，2023年12月，全球精炼铜产量为244.32万吨，消费量为242.46万吨，供应过剩1.87万吨。2023年全年，全球精炼铜产量为2762.61万吨，消费量为2769.19万吨，供应短缺6.58万吨。

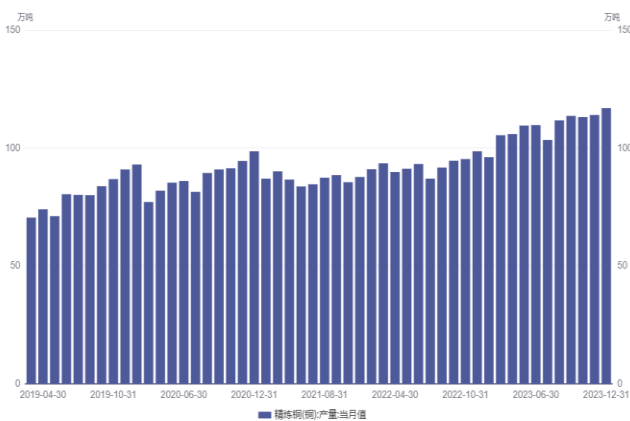
图 11. ICSG：精铜过剩/缺口：季调：当月值（千吨）



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

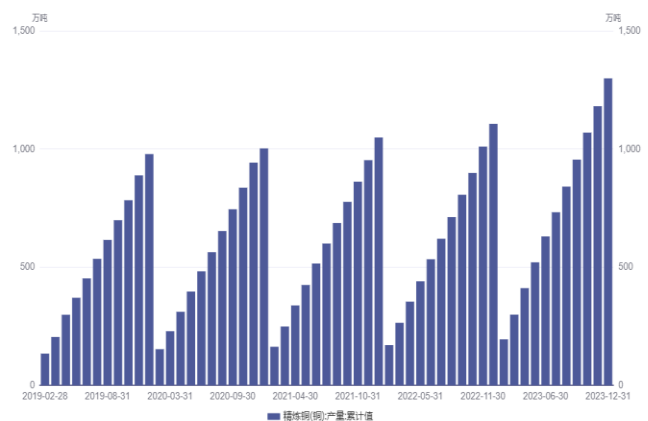
去年国内1-12月电解铜累计产量为1144.01万吨，同比增长11.26%。今年1月我国精铜产量达96.98万吨，同比增长13.6%，环比下降3%，略高于预期的95.36万吨。2月国内铜冶炼检修偏少，因春节长假原因，生产天数减少造成产量环比下滑。进入3月，国内铜冶炼还未进入集中检修期，产量预计有所增加，但增幅预计受限。

图 12. 中国精炼铜当月值：万吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

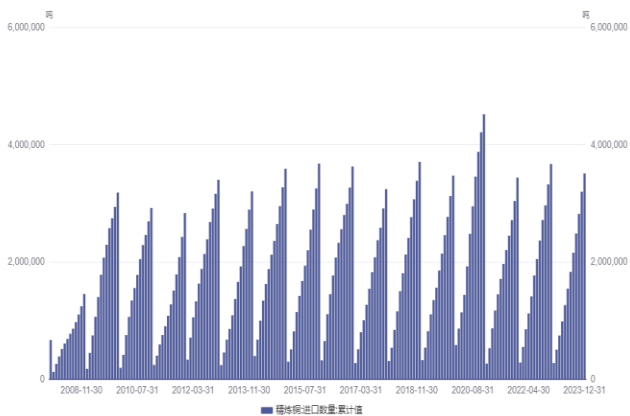
图 13. 中国精炼铜累计值：万吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

根据海关总署数据显示，中国2023年12月精炼铜进口33.87万吨，同比下滑7%；1-12月累计进口373.72万吨，同比减3.79%。根据海关总署数据显示，2023年12月份国内未锻造铜及铜材进口量为45.93万吨，环比减少16.57%，同比减少10.64%；2023年1-12月份国内未锻造铜及铜材进口总量为550.17万吨，累计同比减少6.3%。

图 14. 中国精炼铜进口累计值：吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 15. 中国精炼铜出口累计值：吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

## 第四部分 需求端分析：铜表观消费量维持较高水平

2023 年铜表观消费量维持在较高水平。在传统消费领域中，电力、家电表现趋稳；房地产新开工数据较差，但竣工期的表现较好，起到对冲作用；传统汽车月度数据相较于去年同期有明显提升，具体来看：

图 16. 铜月度表观消费量：万吨



数据来源：钢联数据

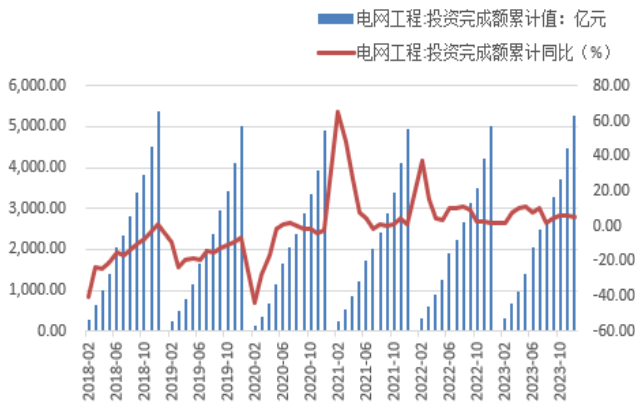
资料来源：iFinD 新纪元期货研究

电力方面，2023 年 1-12 月电网基本建设投资完成额累计 5275 亿元，同比增 5.4%。1-12 月电源基本建设投资完成额累计 9675 亿元，同比增 30.1%。截至 12 月底，全国累计发电装机容量约 29.2 亿千瓦，同比增长 13.9%。其中，太阳能发电装机容量约 6.1 亿千瓦，增长 55.2%；风电装机容量约 4.4 亿千瓦，增长 20.7%。

家电方面，国家统计局数据显示，2023 年 12 月我国空调总产量达 2153 万台，同比超预期增长 26.9%，12 月家用开空调销量为 1343.5 万台，同比增长 16%；1-12 月空调累计产量 24487 万台，同比增长 13.5%。截止 12 月底，全国家用空调工业库存为 1710 万台，同比微增 0.88%。

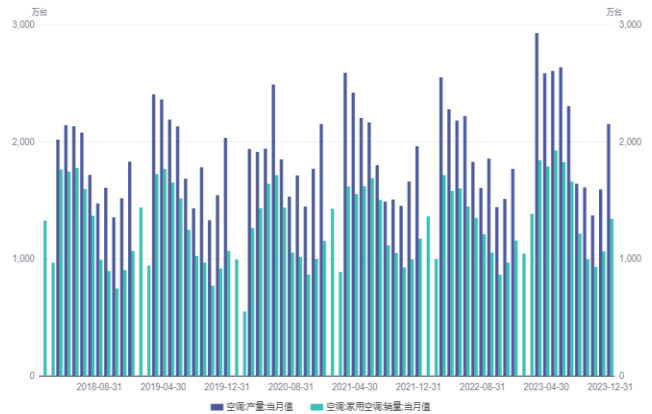
国家统计局数据，2023 年 1-12 月房地产新开工面积累计为 9.54 万平方米，同比下降 20.4%，房地产竣工面积达 9.98 万平方米，累计同比增长 17%。由于今年 1-2 月地产销售不佳，拖累未来新开工面积增速，但随着 LPR 利率下调，购房需求得到刺激，居民贷款负担减轻，充分显示央行托底楼市的决心。地产的用铜需求主要在竣工一侧，保交楼政策的持续推进下，地产项目竣工速度出现明显加快，表现强于预期，竣工及交房后的装修、家电消费支撑铜消费大幅高于预期，这对铜下游相关制品形成利好。

图 17. 电网基本建设投资完成额：亿元



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

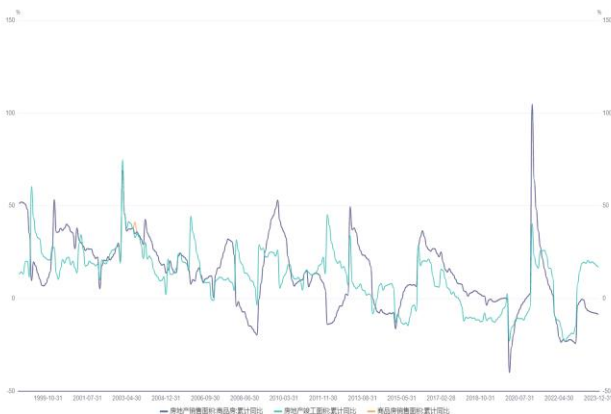
图 18. 家用空调当月产销量：万台



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

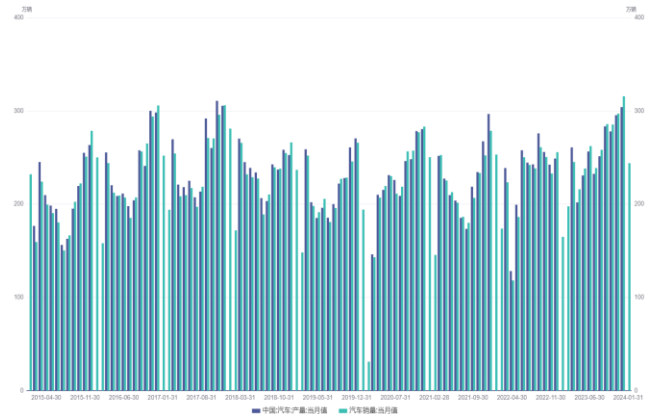
传统汽车方面，据中汽协发布数据，1月汽车产销分别完成241万辆和243.9万辆，环比分别下降21.7%和22.7%，同比分别增长51.2%和47.9%。1月车市淡季不淡，在剔除去年1月春节提前带来的低基数效应后，销量维持较高水平。政策加码，去年工信部等七部门联合印发的《汽车行业稳增长工作方案(2023-2024年)》中专门提到要稳定燃油车消费，各地不得新增汽车限购措施，鼓励实施汽车限购地区在2022年购车指标基础上增加一定数量购车指标，进一步促进汽车消费。多因素带动下，燃油车销量在连续五年下降后出现回暖。

图 19. 中国房地产销售、新开工竣工面积累计同比增速



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 20. 中国汽车产销量当月值：万辆

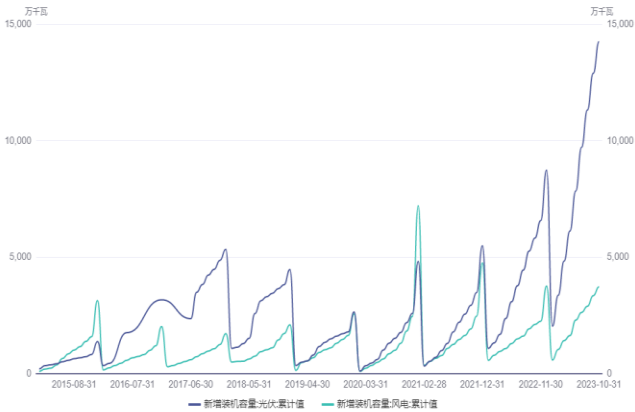


资料来源：iFinD 新纪元期货研究

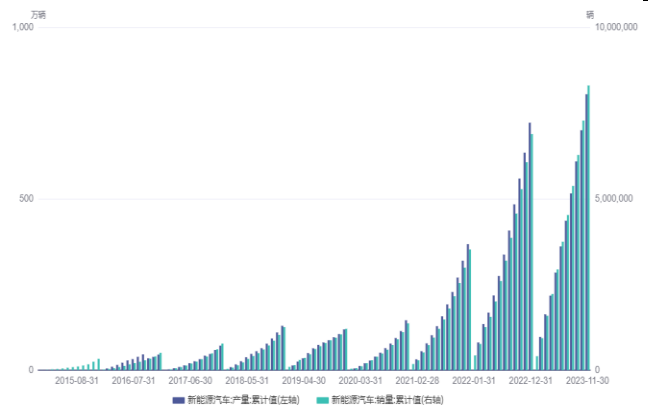
新能源汽车方面，1月，新能源汽车产销分别完成78.7万辆和72.9万辆，环比分别下降32.9%和38.8%，同比分别增长85.3%和78.8%，市场占有率达到29.9%。在提前完成十四五工信部规划目标后，新能源汽车市场增速下调，同时汽车工业市场整体偏萎靡和竞争加剧，新能源电池材料大幅降价，目前全球均在下调新能源汽车领域的增速预期，对铜消费预期有直接影响。主要调整理由有两个：1. 新能源汽车整体增速回落；2. 去年实际新能源汽车产销中，纯电汽车产量同比仅增长20%，混动汽车同比增长80%，混动汽车在新能源汽车中的占比大幅提高至41%，混动汽车耗铜量低于纯电。

图 21. 光伏和风电新增装机量

图 22. 中国新能源汽车产销量当月值：万辆



资料来源：iFinD 新纪元期货研究



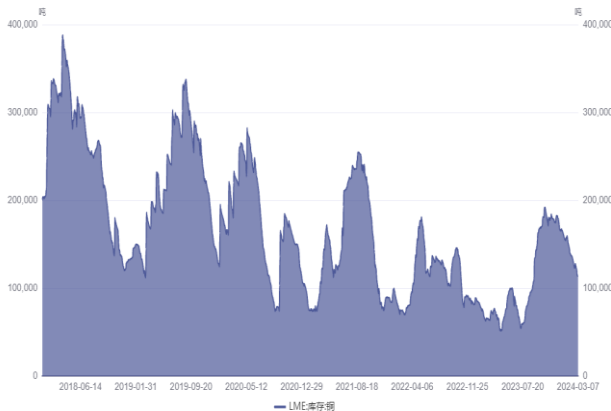
资料来源：iFinD 新纪元期货研究

整体来看，房地产政策持续托底，春节过后传统行业将进入复苏周期。新能源汽车淡季销售回落，新兴产业用铜增速边际下滑，现实需求表现偏弱，但预计进入3月需求旺季，消费端或将对铜价起到一定支撑。

## 第五部分 库存分析：海外库存高位回落，国内库存缓慢增长

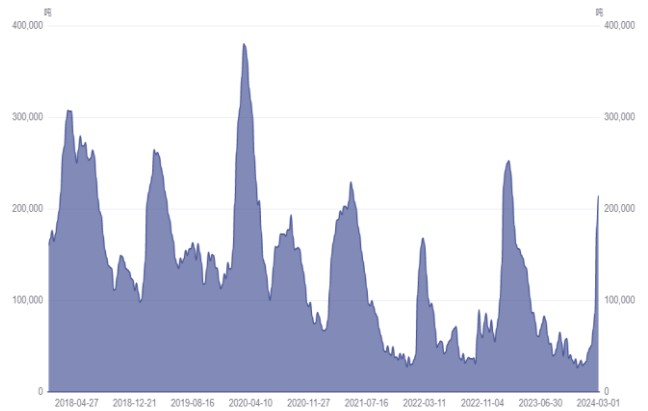
节前社会库存大幅累库 11.7 万吨，节后累库速度放缓，而海外库存高位持续回落，内外库存走势出现分化，但全球显现库存目前仍在慢累库阶段之中。截止至 2024 年 3 月 1 日，上海期货交易所阴极铜库存为 214487 吨，当前库存较近五年相比处于较高水平。截止至 2024 年 3 月 7 日，LME 铜库存为 113525 吨，当前库存较近五年相比维持在平均水平。截止至 2024 年 3 月 7 日，COMEX 铜库存为 29937 吨，当前库存较近五年相比维持在较低水平。

图 23. LME 铜库存：吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 24. SHEF 铜库存：吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

## 第五部分 总结与展望

2月初在面对强劲的美国经济数据和偏鹰的美联储会议预期下，春节前铜价于 68000 附近弱势运行。但随着铜精矿现货加工费不断深跌，叠加美元指数高位回落，沪铜重心逐渐上移，重新企稳于 69000 元/吨一线运行。



供给端，1-2月进口铜精矿现货加工费TC指数低位运行，截至最新，铜精矿现货TC较一月初相比累积跌幅达到接近80%。铜精矿现货加工费的大幅下滑是支撑铜价底部的主要交易逻辑。

需求端，在保交楼政策的持续推进下，地产项目竣工速度出现明显加快，而地产的用铜需求主要就在竣工一侧，且随着LPR利率下调，购房需求得到刺激，居民贷款负担减轻，传统铜需求在3月份或将仍显现出较强韧性。而在新兴领域中，新能源汽车在经历连续两年成倍增长后，对铜需求量增速明显放缓，且又因混动汽车在新能源汽车中的占比较去年大幅提高，且混动汽车耗铜量低于纯电，故铜在新兴领域中的消费预期下降。

展望3月份，随着基本金属消费旺季的到来，叠加铜精矿现货TC处于历史低点，沪铜底部支撑较强，在3月份沪铜有望上探至前期高点。

交易策略，中长期来看，建议沪铜逢低做多；风险因素：地缘政治超预期、矿端变化超预期

## 免责声明

本研究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、可靠性、时效性以及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述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。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

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获得许可，并需注明出处为新纪元期货，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：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

### 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

### 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：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

### 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

### 徐州营业部

电话：0516-83831113  
邮编：221005  
地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

### 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：023-67900698  
邮编：400010  
地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8