

冠通期货研究咨询部

2023 年 03 月 15 日

3 月加息迷雾重重，铜价震荡下滑

分析师

周智诚

CFA 从业资格证书编号：

F3082617

Z0016177

电话：

010-85356610

Email: [duanzhenzhen](mailto:duanzhenzhen@gtfutures.com.cn)

[@gtfutures.com.cn](mailto:duanzhenzhen@gtfutures.com.cn)

公司网址：

<http://www.gtfutures.com.cn/>

摘 要

□ 摘要

铜：美国 2 月非农就业数据好于预期，但大幅弱于前值；美联储 3 月加息幅度因硅谷银行倒闭事件一波三折，目前存在 3 月不加息的可能；铜价即受到加息尚未结束的影响，也受到美国经济未来可能更加衰退的不良影响；南美产铜国的矿业端扰动有减弱的趋势，未来不排除铜矿和精炼铜产量进一步上升；西方大型矿业资本仍看好未来全球能源转型可能带来的巨大铜需求，积极开发新铜矿并整合现有铜矿产能；国内两会结束，新领导班子把 GDP 增速定在 5% 左右，给市场带来巨大信心；市场逐步进入铜消费旺季，铜下游开工明显上升；虽然外部环境令铜价的不确定性始终存在，但短期看铜价维持偏强震荡的可能性较高。

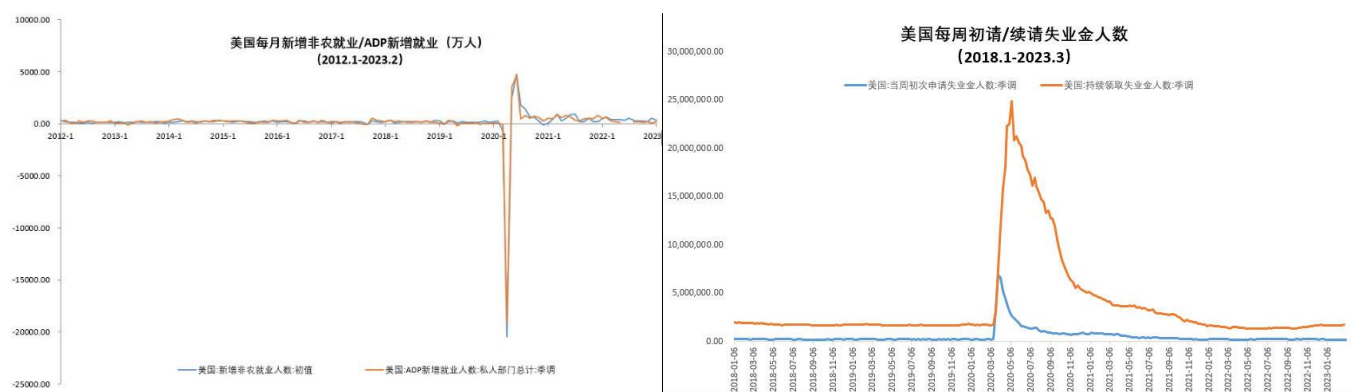
风险点：

- 1、美联储因硅谷银行倒闭事件，3 月不加息；
- 2、硅谷银行倒闭事件进一步扩大，美国经济快速进入衰退；
- 3、国内政策刺激经济的力度不及预期，铜需求难以推动铜价上涨。

一、美国 2 月非农数据好于预期，但硅谷银行倒闭事件强化避险情绪

上周三（3 月 8 日）美国 ADP 研究院报告显示，美国 2 月 ADP 就业人数增加 24.2 万人，预期 20 万人，前值 10.6 万人；ADP 就业数据超预期增长，进一步佐证市场押注美联储鹰派加息预期；2 月份美国私营部门就业岗位增加 24.2 万个，工资增长仍然居高不下，年薪同比增长 7.2%，为 1 年来最低增幅；跳槽人员的薪酬增长从 14.9% 降至 14.3%；周三（3 月 8 日）美国劳工部发布的职位空缺和劳动力流动调查报告（JOLTS）显示，1 月份美国职位空缺数量从环比从 12 月的 1123.4 万（修正后数据）下降至 1082.4 万，大约减少了 41 万个岗位，市场预期 1050 万，这也是该数据连续第五次超出预期；美联储关注的职位空缺与失业人数之比从 12 月的 2 微降至 1 月份的 1.9，依然维持历史高位，新冠疫情前，这一比例大约为 1.2；尽管今年 1 月份的职位空缺数据有所下降，但该报告依然显示出劳动力市场的强劲需求，这给工资和通胀带来了上行压力；上周四（3 月 9 日）美国劳工部数据显示，截至 3 月 4 日的一周，美国初请失业金人数 21.1 万人，是近 10 周以来的最高水平，预期 19.5 万人，前值 19 万人；本次初请数据是 2021 年 11 月以来的最大环比增幅，但似乎不足以表明紧绷的就业市场出现缓和；报告还显示，截至 2 月 25 日的一周，续请失业金的人数录得 171.8 万人，市场预期 165.9 万人，前值 164.9 万人；据就业公司 Challenger, Gray & Christmas（挑战者）的报告，美国企业在 1 月和 2 月的裁员人数达到了 2009 年以来的最高水平，在已宣布的逾 18 万个裁减岗位中，科技行业占了三分之一以上；仅在 2 月，美国的裁员人数就达到 77770 人，是一年前宣布的 15245 人的五倍多。

图：美国非农就业数据/美国初请/续请失业金数据（2012.1-2023.2）



数据来源：WIND，冠通研究

上图可清晰看出，美国每月新增非农就业、每月 ADP 就业情况都已恢复至疫情前，甚至更加繁荣，失业率水平居几十年以来最低水平；但每周的初请/续请失业金情况则有所恶化，2022 年最低时续请失业金人数仅在 130 万左右，而目前续请人数已经超过 170 万；整体看，繁荣的劳动力市场就是美联

储连续加息的底气所在，但令美联储没有想到的是，激进加息令部分美国小型银行出现经营风险，且有可能引发更严重问题，这导致美联储 3 月加息预期下滑，也导致美联储在今年上半年到底还能加几次息的问题上出现严重分歧。

高盛首席经济学家 Jan Hatzius 支持质疑首申失业救济数据“被季节性调整这一因素扭曲”的说法，他在研报中预言：“过去几个月，季节性调整对首次申领失业金人数施加了越来越大的下行压力，在未来几周这种压力将开始逆转。”换言之，高盛正在警告对压低首申数据有利的季节性调整已经结束，投资者应该为该数据的激增做好准备。此前摩根大通的经济学家 Dan Silver 也暗示，如果用其他季节性调整的指标去研究首申失业金人数，可以发现最近几周的数据将不如官方数据那样好。

上周五（3 月 10 日）美国劳工部数据显示，2 月非农就业新增 31.1 万人，预期 22.5 万人，1 月前值从新增 51.7 万下修至 50.4 万；去年 12 月的新增人数也小幅下修，令三个月的平均增幅为 35.1 万；不过非农新增就业已经连续 11 个月超过预期，为 1998 年彭博追踪该数据以来的最长连涨纪录；2 月失业率升至 3.6%，预期和前值均为 3.4%，曾创 1969 年以来的逾 53 年最低；美国财长耶伦更看重、也更为全面的 U6 失业率为 6.8%；2 月平均时薪同比增长 4.6%，预期 4.8%；2 月平均时薪环比增 0.24% 为一年最低，预期 0.4%；2 月衡量已就业和正在找工作人数的劳动参与率小幅升至 62.5%，为 2020 年 3 月以来最高，25 至 54 岁人群的劳动参与率回升至疫情前的高位。华尔街认为，2 月份喜忧参半的就业数据也许不能改变美联储提速加息的决心。

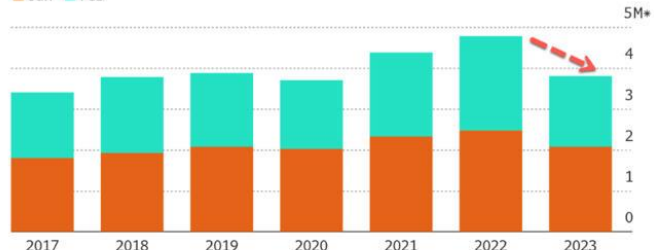
上周四，加拿大物流公司 Descartes Systems Group 发布的一份报告显示，美国海运集装箱进口量在今年前两个月下降了 20%。

图：美国海运集装箱各年度 1-2 月到港量/全球各主要海运航线集装箱运价变化情况（2017.1-2023.2）

US Container Imports Slump

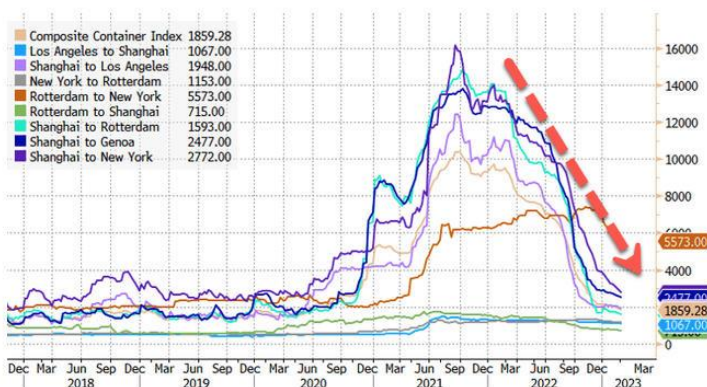
Volumes of inbound containers dropped 20% in Jan-Feb vs year earlier

Jan Feb



Source: Descartes Datamyne
*20-foot equivalent units of shipping containers

Bloomberg



数据来源：彭博社，华尔街见闻，冠通研究

今年 1 月和 2 月，以 20 英尺当量单位计算的入境美国集装箱总量为 380 万个，较 2022 年同期的

478 万个有所减少，基本和 2019 年同期的水平相当。在华尔街大佬们普遍认为，美国经济将有望实现软着陆之际，越来越多的来自实体经济的数据显示，美国经济正在走向衰退。有媒体评论称，美国通胀飙升和利率上升的经济负担主要落在了那些低收入消费者身上。鉴于消费占美国 GDP 的 68.5%，集装箱航运业令人不安的放缓表明美国经济正显示出步履蹒跚的迹象。

Descartes 表示，来自中国、日本和德国的集装箱吞吐量降幅最大；市场认为，美国的集装箱进口下降是一个不祥的迹象，因为一些策略师认为经济衰退可能会在今年下半年开始。此外，去年开始的加息才刚刚开始在美国经济中发挥作用，并将在未来几个月强烈抑制经济活动。Descartes 的数据显示，美国去年 12 月份的集装箱数量比 2021 年 12 月减少了 19.3%，只比 2019 年 12 月多 1.3%。2020 年，疫情蔓延和城市封锁导致全球贸易急剧下滑。。

上周五（3 月 10 日）早间有消息称，美国监管机构派出大量人员突击寻访硅谷银行，以评估其资产状况。随后不久传出消息，加州金融保护与创新部关闭了硅谷银行，并将美国联邦存款保险公司（FDIC）指定为接收方，介入后续存款保险事宜。硅谷银行成为 2023 年美国第一家倒闭的投保银行机构。加州金融保护和创新部宣布接管的理由是硅谷银行流动性不足且资不抵债。硅谷银行曾经掌握着大约 2090 亿美元资产，其中拥有大约 1754 亿美元存款，FDIC 将保护投保了的存款。上周四，由 Peter Thiel 参与创立的知名创投 Founders Fund 建议企业从硅谷银行提出资金后，硅谷银行的危机迅速恶化。美国财政部部长耶伦 3 月 12 日接受采访时表态，排除了美国政府对硅谷银行提供救助的可能性；耶伦是在接受美国哥伦比亚广播公司采访时表态的。她还表示，“我们希望确保一家银行存在的问题不会蔓延到其他银行”。有“新美联储通讯社”之称的华尔街日报记者 Nick Timiraos 在最新文章里指出，非农数据并不会改变美联储官员对于经济前景和加息的判断，但硅谷银行倒闭引发的风波却大幅打消了市场对于 50 基点加息的预期。Nick Timiraos 称，华尔街投资者们担心，硅谷银行暴雷可能威胁到更大范围内的金融稳定，他们目前更倾向于 3 月只加息 25 基点。上周五 CME 期货市场显示，3 月加息 25 基点的概率升至 60%，而加息 50 基点的概率从上周四的 70% 大幅降至 40%。

随着硅谷银行危机的持续，隔夜指数互换 (OIS) 最新定价显示，交易员押注美联储政策利率在 5 月会议达到 4.83% 左右的峰值，与当前水平相比意味着美联储约还有 25 个基点的加息空间，之后到 12 月会议，则会有大约 3 次每次 25 个基点的降息；高盛在最新报告中指出，硅谷银行风波让鲍威尔意识到了加息对美国银行系统的压力，因此预计美联储不会 3 月 FOMC 会议上加息；但同时考虑到 3 月后，美国经济前景依然存在相当大的不确定性，维持美联储将在 5 月、6 月和 7 月加息 25 个基点的预期不变，预计利率峰值较此前下降 25 个基点至 5.25-5.5%。

本周二（3 月 14 日）美国劳工统计局的数据显示，美国 2 月同比增长 6%，连续第八个月下滑，为 2021 年 9 月以来新低；核心 CPI 同比增长 5.5%，已连续第六个月下降，为 2021 年 12 月以来新低；

美联储最关心的“超级核心通胀”——扣除住房的核心服务 CPI 仅小幅下滑至同比增长 6.14%，但环比上涨 0.5%。美国人的生活成本连续第 23 个月超过工资增长，实际平均时薪同比下降 1.3%。2 月 CPI 数据令市场普遍押注美联储下周加息 25 基点。

本周二，三大国际信用评级机构之一穆迪（Moody's Investors Service）宣布，将整个美国的银行系统评级展望从稳定降至负面。这一行动可能影响个体银行的债券评级，进而导致银行业的借款成本增加。穆迪在周二发布的报告中解释，下调展望是为了“反映，在硅谷银行（SVB）、Silvergate Bank 和 Signature Bank（SNY）发生存款挤兑及 SVB 和 SNY 倒闭后，美国银行系统的经营环境迅速恶化”。穆迪还预计，美国经济将在今年晚些时候陷入衰退，那将给银行业进一步施加压力。根据芝商所（CME）的 FedWatch 工具，金融市场现预计，美联储在本月晚些时候为期两天的货币会议结束时将联邦基金目标利率再提高 25 个基点的可能性为 74.5%，根本不加息的可能性愈发提升，达到 25.5%。

目前为止，市场定价显示美联储在今年仍将继续加息 2-3 次，合计继续加息 50-75 个基点的可能性依然非常高。加息幅度虽然放缓，但美元指数最近小幅下滑至 104 下方，伦铜电 3 价格明显回落至 8700 美元/吨下方，上海期货铜主力从 70000 元/吨上方下滑至目前在 69000 元/吨下方；很明显市场对美联储加息导致硅谷银行和其他银行倒闭，是否会扩大成一场严重经济危机持不安的看法，且为了遏制通胀，发达市场在 2023 年大概率维持高息状态，会否降息仍然不确定。因此铜价格能否重回震荡上行需要进一步观察；同时西方大型矿业资本仍正在投资新的大型铜矿山，南美洲矿业扰动正在走向结束，铜过剩的担忧再起，尽管国内两会和政府换届给市场注入了信心，但国内需求能否撑起整个铜价运行，市场并不乐观。中短期看，美联储、美国财政部和美国政府如何处理倒闭银行并保护储户利益，将引发市场大量关注，铜现货和期货市场可能因避险情绪整体升高而承受下行压力，只有等市场不安全全部消除时，铜和原油等风险资产才能恢复正常。

二、近期铜矿业端扰动的最新动向

（一）现有铜矿山或铜供应端减产的消息

3 月 7 日，赞比亚 Mopani 铜矿公司表示，在发生事故导致一名工人死亡后，该公司在首都卢萨卡以北 350 多公里的基特韦的一个矿井暂停了作业。该公司表示：事故发生在 3360 英尺的高度，当时一队承包商员工据称正在将污泥装载到一辆静止的地下铁路货车上。一名承包商员工在这一过程中受了致命伤。事故周围的情况仍不确定。南矿体竖井的作业暂停，等待政府部门的调查。原预计 Mopani 铜矿 2023 年铜产量 10 万吨。

综合各类新闻报道，4月起，中国大冶总部、江铜、铜陵金冠、青海铜业等冶炼厂即将进入检修期，考虑到南美港口运力持续恢复、海外矿山生产情况好于预期以及智利 QB2 即将官宣投产，预计现货 TC 有望于二季度上旬回升。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

3月13日，MMG 就秘鲁 Velille 区对物流运输造成阻碍的路障已被拆除表示欢迎，精矿运输于 3 月 11 日重新运作，矿山营运正在恢复满负荷生产。在恢复精矿运输后，Las Bambas 将逐步减少矿山铜精矿矿堆的库存，MMG 继续与南部通道走廊沿线的社区紧密合作，就维持供应和出口物流，以达成长久的协议。

铜陵有色表示，旗下米拉多铜矿 2 月份生产经营形势喜人，出矿量、选矿处理量双双突破 200 万吨；生产铜精矿含铜、含金、含银分别为月计划的 120.05%、154.43%、187.53%；2023 年第 2 船（总第 37 船）铜精矿顺利运往国内。

3月8日，巴拿马政府和第一量子集团就一项关键铜矿运营合同的最终协议达成一致。新合同保证向中美洲国家政府提供至少 3.75 亿美元的年收入，有效期为 20 年，可选择再续约 20 年。此前第一量子于 2 月 23 日暂停了该矿的矿石加工业务，政府下令暂停了该公司在港口的装货许可，限制了该公司储存铜的能力。巴拿马周三要求第一量子恢复精矿装载作业，并补充称有一艘船将在数小时内开始装载。第一量子公司正努力召回因停工而暂时被派去休假的约 1000 名工人，预计未来几天将恢复矿石加工作业。

贵溪市淼鑫铜业拟建年产 10 万吨再生阳极铜项目，目前进入环评拟受理公示阶段。根据环评批复和竣工环境保护自主验收情况，贵溪市淼鑫铜业有限公司目前运行的主要建设内容为：以废杂铜和粗铜为原料，经阳极熔炼+圆盘浇铸工艺生产阳极板，配套的阳极炉为 60t 和 100t 固定式阳极炉各 1 台，年产阳极板 5 万吨。

本周二（3月14日）里约热内卢力拓铜业务主管 Bold Baatar 表示，铜的短期前景“相当健康”，全球库存趋于下降，矿山中断侵蚀了拉丁美洲的供应。“我们看到基本面相当不错，”他在蒙古奥尤陶勒盖 (Oyu Tolgoi) 铜矿地下阶段开工后对路透表示。该铜矿全面投产后将成为全球第四大铜矿。“铜的实物库存处于多年来的低点，”他说，并补充说，中国的铜需求“相对强劲”。

以上各类消息和报道可以看出，近期铜矿大规模恢复生产和增产的消息明显多于减产的消息，南美的秘鲁、智利和中美洲的巴拿马依然存在诸多问题，铜矿生产处于一种周期性的减少和中断、再次复产的循环；但整体上西方大资本控制的铜矿有逐步增加产量并进一步拓展新铜矿资源的趋势，特别

是第一量子和巴拿马政府已经就大型铜矿达成可信赖、可操作的开发协议，中南美的铜矿生产能力将迈上新的台阶，铜供给将再次提速，甚至不排除出现新的铜过剩。中短期看，欧美激进加息并维持高利率用于遏制通胀，很有可能导致发达经济体进入衰退、至少是轻度衰退，铜需求下降的风险将始终存在；最糟糕的是，美国银行倒闭事件可能放大发达市场铜需求不足的问题；短期内因为中国大幅放宽疫情管控、新政府换届完成和经济刺激政策落地导致铜下游开工正在复苏，房地产政策支持力度加大和新能源汽车快速渗透，再加上电力电网建设仍在历史最高水平，这令铜价出现无序震荡的可能性上升。

三、两会闭幕，政府工作报告刺激经济措施正在落地

李克强总理在政府总作报告中指出，针对企业生产经营困难加剧，加大纾困支持力度。受疫情等因素冲击，不少企业和个体工商户遇到特殊困难。全年增值税留抵退税超过 2.4 万亿元，新增减税降费超过 1 万亿元，缓税缓费 7500 多亿元。为有力支持减税降费政策落实，中央对地方转移支付大幅增加。引导金融机构增加信贷投放，降低融资成本，新发放企业贷款平均利率降至有统计以来最低水平，对受疫情影响严重的中小微企业、个体工商户和餐饮、旅游、货运等实施阶段性贷款延期还本付息，对普惠小微贷款阶段性减息。用改革办法激发市场活力。量大面广的中小微企业和个体工商户普遍受益。

针对有效需求不足的突出矛盾，多措并举扩投资促消费稳外贸。去年终端消费直接受到冲击，投资也受到影响。提前实施部分“十四五”规划重大工程项目，加快地方政府专项债券发行使用，依法盘活用好专项债务结存限额，分两期投放政策性开发性金融工具 7400 亿元，为重大项目建设补充资本金。运用专项再贷款、财政贴息等政策，支持重点领域设备更新改造。采取联合办公、地方承诺等办法，提高项目审批效率。全年基础设施、制造业投资分别增长 9.4%、9.1%，带动固定资产投资增长 5.1%，一定程度弥补了消费收缩缺口。发展消费新业态新模式，采取减免车辆购置税等措施促进汽车消费，新能源汽车销量增长 93.4%，开展绿色智能家电、绿色建材下乡，社会消费品零售总额保持基本稳定。出台金融支持措施，支持刚性和改善性住房需求，扎实推进保交楼稳民生工作。帮助外贸企业解决原材料、用工、物流等难题，提升港口集疏运效率，及时回应和解决外资企业关切，货物进出口好于预期，实际使用外资稳定增长。

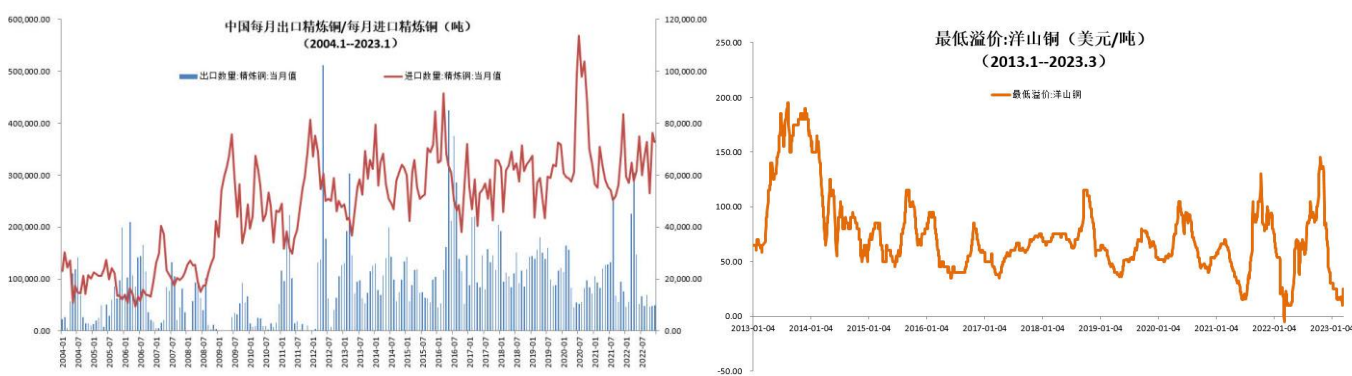
政府工作报告中尤其指出：经济发展再上新台阶。国内生产总值增加到 121 万亿元，五年年均增长 5.2%，十年增加近 70 万亿元、年均增长 6.2%，在高基数基础上实现了中高速增长、迈向高质量发展。财政收入增加到 20.4 万亿元。粮食产量连年稳定在 1.3 万亿斤以上。工业增加值突破 40 万亿

元。城镇新增就业年均 1270 多万人。外汇储备稳定在 3 万亿美元以上。我国经济实力明显提升。

脱贫攻坚任务胜利完成。经过八年持续努力，近 1 亿农村贫困人口实现脱贫，全国 832 个贫困县全部摘帽，960 多万贫困人口实现易地搬迁，历史性地解决了绝对贫困问题。

科技创新成果丰硕。构建新型举国体制，组建国家实验室，分批推进全国重点实验室重组。一些关键核心技术攻关取得新突破，载人航天、探月探火、深海深地探测、超级计算机、卫星导航、量子信息、核电技术、大飞机制造、人工智能、生物医药等领域创新成果不断涌现。全社会研发经费投入强度从 2.1% 提高到 2.5% 以上，科技进步贡献率提高到 60% 以上，创新支撑发展能力不断增强。

图：中国每月进口精炼铜/每月出口精炼铜/和进口铜（洋山铜）溢价变动情况（2013.1-2023.3）



数据来源：WIND，冠通研究

上图可清晰看出，最近至少半年，进口精炼铜每月都维持高位，但出口精炼铜呈现逐步走低态势，这和国内经济相对稳定繁荣、国内铜需求在疫情管控大幅优化之后出现明显上升不无关系。进口精炼铜的溢价出现明显走低，也说明大量外部铜希望进入中国市场。近期进口维持亏损状态，国内炼厂继续出口保税区操作。上周进口操作依然有限，到船货源稀少，导致市场开始调用保税区蓄水池现货，不过由于国内炼厂加大出口操作，最终上海保税区库存总量依然出现增加，增至 24.38 万吨左右。从清关数量来看，上周清关量下降，清关总量在 1.98 万吨。近期清关主流品牌为：国产、坦桑尼亚、日本等品牌。另外，广东保税区库存略降至 1.7 万吨左右。

海关总署最新数据显示，2023 年 1-2 月份国内未锻造铜及铜材进口总量为 879443 吨，累计同比减少 9.3%。回顾 2022 年全年未锻造铜及铜材进口量 5872023 吨，同比增长 6.19%。2022 年国内铜材进口利润回升，尤其在年中时进口盈亏大幅上涨，叠加亚洲地区国家经济复苏，亚洲库减少的铜库存大多运往国内，未锻造铜及铜材进口量上升。

四、铜下游开工明显回升，但尚未达到最理想状态

上周国内期货市场铜价整体横盘整理，出现小幅下滑；但上周和本周前半，外盘铜价出现明显和

快速下滑，凸显美国国内银行倒闭事件给市场带来的不安，有推测甚至认为“美式资本主义已经出现崩溃前兆”，这对实体经济的恢复和市场信心显然带来严重打击。

上周国内铜下游开工明显上升，这是市场对“金三银四”的巨大期待。

精铜制杆：上周，精铜制杆企业生产表现整体表现平稳，多数铜杆企业维持正常生产，个别厂家虽有设备结束维护复产，但前期生产表现相对较低。部分有增产计划的企业主要是为保障订单交付以及为后续需求增长所提前安排库存。在生产安排稳定且需求也有一定增长的背景下，近期部分精铜杆厂家开始陆续增加原料储备。

再生制杆：据 SMM 调研数据显示，2 月再生铜制杆企业开工率为 52.63%，环比上涨 20.69 个百分点，同比上涨 20.05 个百分点。元宵节过后，再生铜产业链迎来全面复工复产。2 月铜价整体运行在 67500 元/吨-70500 元/吨之间，较一月有大幅度跃升，叠加节前大部分原材料供应商备有一定量库存，因此节后再生铜原料供应商积极出货，再生铜原料供给边际量增加，因此二月再生铜原料采购较为容易。除此之外，由于一月大部分再生铜杆厂因消费疲软提前进入春节假期，原料库存储有 7 天以上，因此年后宽松的再生铜原料供应助力再生铜杆厂全面复工复产。消费端，从市场参与者分布来看，二月再生铜杆市场参与者多为贸易商，这主要是因为下游中小型电线电缆厂复工时间较晚且交单时间集中三月，叠加铜价持续处于大幅度震荡，电线电缆厂对铜价畏高，因此二月大部分再生铜杆厂来自下游电线电缆厂新增订单较少。除此之外，二月精废价差持续维持在 1500 元/吨附近，精废杆价差多维持在 1200 元/吨以上，为再生铜杆贸易商带来套利机会，因此贸易商积极订购再生铜杆。

图：中国每月空调产量/累计同比/和中国房地产开发累计投资额/累计同比变化情况（2018.1-2023.2）



数据来源：WIND，冠通研究

铜管：据 SMM 调研数据显示，2 月份铜管企业开工率为 68.33%，环比增加 20.91 个百分点，同比增加 0.83 个百分点。2 月铜价重心先抑后扬，元宵节过后（2023 年 2 月 5 日）铜价探底 67500 元/吨附近，原材料价格下降致使大部分主机厂增加备库，且随着天气逐渐回暖，多数主机厂担忧今年重复

去年因天气炎热致空调脱销的情况，有意识的储备部分成品库存。但值得关注的是，虽产业在线数据显示 3 月重点空调排产同比增加 7%，但观察到去年排产计划比实际生产高近百万台，亦是给今年主机厂带来警惕。且今年预计外销量同比去年下滑，预计内销增长与去年基本持平，成品库存的积累以及外销回落压力让大型主机厂对今年空调产销仍保持较为谨慎的态度。除紫铜管外其余合金管表现趋佳，据某合金管厂家反应，目前订单已经排至 6 月，排产量已至产能极限，虽卫浴、水龙头等民用消费未见增加，但工业端口订单表现充溢。我国部分地区房地产已进入存量市场，但铜管二级市场业务随着空调行业回暖表现向好。综合来看，铜管行业大中小型企业订单均有转好现象，随着铜管企业步入旺季，铜管开工率亦会表现增加，但其可持续性仍有待警觉。

铜板带：据 SMM 调研数据显示，2 月份铜板带开工率回升至 74.17%，环比增加 21.05 个百分点，同比增加 10.36 个百分点。从调研来看，2 月份部分铜板带生产企业订单超预期，新能源行业中连接器的需求和基建及民用行业中电力变压电器的需求增加刺激铜板带订单回升，因此 2023 年 2 月铜板带企业开工率加速修复，超越上个月所预期的 66.55%。虽然 2 月份铜板带企业开工率有意料之外的回升，但现在整体铜板带产业开工生产情况仍处于上修通道，预期 3 月份的铜板带新订单增速放缓，完全恢复至正常生产水平和常规开工率尚需时日。

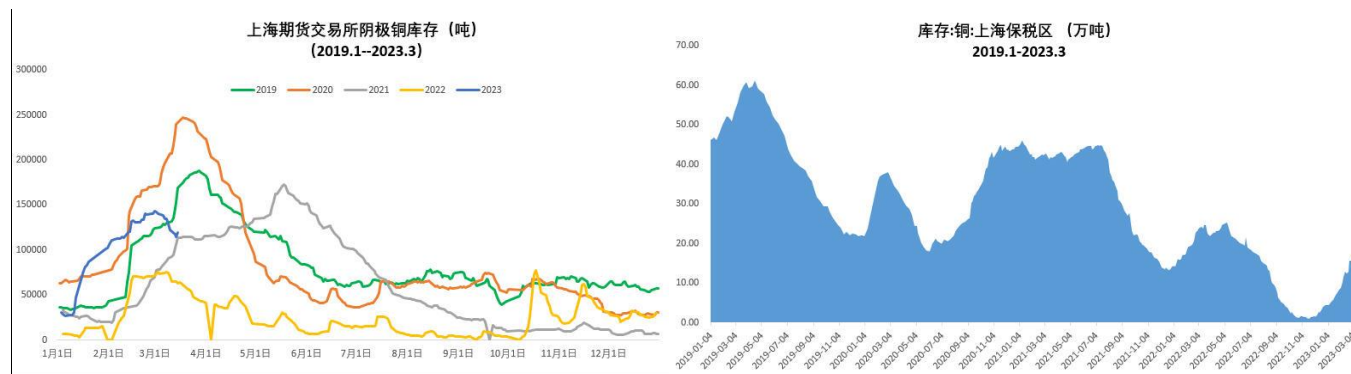
展望 2023 年，疫后国内经济复苏存在强预期，但短期看，铜下游开工能否维持高增长仍存担忧。空调开工在 2023 年 1 月大幅下滑，汽车/新能源汽车销售在 1 月大幅下滑，房地产在稳增长政策下出现明显回升，但“暴雷”依然不绝于耳，这其中固然存在今年春节假期较早，数据存在失真的情况，但新政府领导班子带来的新政策取得市场的实际验证，需要足够的时间。目前看铜库存还处于慢速累库阶段，铜下游开工虽然环比大增，但仍然处于“修复”阶段，还没有达到大量消耗铜现货的阶段，但时间将检验新领导班子经济政策的效果。有理由相信，今年 5% 左右的经济增速有望实现，铜需求在交通绿色转型、电力电网建设和房地产的恢复中成为重要的亮点。

五、铜累库仍在持续，但速度放缓

上周，LME 库存微增，因国内部分出口货源开始向亚洲釜山仓库流转。国内库存亦开始出现下降，在供应减少的情况下，消费逐步回暖，令库存下滑，并将在短期内持续。上周，上海库存略降至 15.8 万吨左右。随着铜价企稳，下游企业逢低买盘增加，尤其在持货商挺价惜售的情况下，被迫接受升水报价，日度出库量表现客观，为后期去库打下基础。上周，广东地区库存总量下降至 5.89 万吨左右，伴随着库存回落，当地现货再度出现升水状态，但与华东地区不同，华南地区市场整体表现较为谨慎，

由于投机资金参与度有限，当地报价推升节奏较为谨慎。上周，江苏无锡地区库存下降至 2.6 万吨，无锡中储及融达仓库量均出现明显下降。

图：上海期货交易所铜库存情况和上海保税区铜库存变化情况（2019.1-2023.3）



数据来源：WIND，冠通研究

上海库存连续表现下降，叠加盘面结构转变支撑升水，但下游市场补库热情并未延续。进口亏损继续收窄，但仍未有大量进口货源流入。成品库存出现下降，全国主流地区铜库存也环比下降 1.13 万吨至 30.86 万吨。

至 3 月 13 日，上海保税区库存环比增加 0.5 万吨至 17.4 万吨，上周铜进口亏损缩窄，洋山铜溢价维持低位，预计上海保税区库存继续增加。

上周，LME 库存微增，因国内部分出口货源开始向亚洲釜山仓库流转。国内库存亦开始出现下降，在供应减少的情况下，消费逐步回暖，令库存下滑，并将在短期内持续。LME 铜库存 3 月 14 日已跌至 70175.00 吨，当日跌幅 1.58%，周跌幅 5.65%，月涨幅 11.21%。

整体看，预计美联储上半年将继续加息，加息空间仍有 25 至 50 基点，但目前因为美国多家中小银行倒闭或可能倒闭，主要原因就是美联储连续加息导致经营环境恶化。而银行倒闭可能导致严重的连锁反应和经济危机，目前市场关于美联储 3 月加息的猜测可谓迷雾重重，先前认为通胀仍然太高、3 月可能回复加息 50 基点的可能性已经降为 0；因为银行倒闭事件希望美联储 3 月不加息的可能性正在快速上升；认为美联储 3 月仍将加息 25 基点的可能性仍大于 50%。整体看，高利息将明显抑制 2023 年发达市场的铜需求，但市场正在大量出现年底前将会降息的看法；西方大型矿业资本仍在世界各地增产铜矿石，中国和全球的新能源转型将一直快速推进，铜需求存在现实的绿色转型需求支撑；目前可理解为前期铜价上涨结束后的震荡，铜价进一步上涨的可能性将始终存在，但短期的市场不安将对铜价产生负面影响，铜需求和铜价在今年剩下的时间总体上将是积极的，但在美国政府处理

好中小银行倒闭带来的不良影响之前，铜价极有可能出现震荡下滑和重心下移的情况，外盘铜价下滑至 8500 美元/吨附近、甚至跌穿 8500 的可能性是存在的。

风险提示

- 1、美联储因硅谷银行倒闭事件，3 月不加息；
- 2、硅谷银行倒闭事件进一步扩大，美国经济快速进入衰退；
- 3、国内政策刺激经济的力度不及预期，铜需求难以推动铜价上涨。

分析师 周智诚

冠通期货研究咨询部

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲 6 号万通中心 D 座 20 层（北京总部）

公司电话：010-85356596

Email: zhouzhicheng@gtfutures.com.cn

本报告发布机构--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对
所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传
送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。