

核心观点

宏观方面，市场预期今年美联储将在下半年降息 3 次左右，整体幅度或为 75 个基点，维持谨慎温和的降息立场；而欧央行更担心地缘政治冲突和过早降息将带来新的通胀风险，政策立场更加趋于谨慎。国内央行下调 5 年期以上 LPR 利率，较前值下调 25 个基点，5 年期 LPR 超预期下调，进一步释放稳经济并托底地产的信号，国内宏观预期仍在持续修复之中。

基本面，海外矿端扰动仍在持续，全球精矿市场仍将面临紧缺以及中期供应趋紧的预期。需求端，传统终端行业需求缓慢复苏，三月份初国内炼厂有集中检修的预期，供需将转向紧平衡。终端需求方面，节后下游有序复工复产，开工率逐步提升，房地产有政策继续支撑，整体看需求保持稳中有升，真实需求情况有待验证。当前，国内重要会议“两会”召开在即，乐观政策预期提振但高利率下经济前景仍存在不确定性，且沪铜远月合约维持 Back 结构，预计短期铜价仍有望维持高位震荡。

本月数据分析及铜市场展望——降息预期落空 铜价高位震荡

一、行情回顾

2 月份铜价维持震荡趋势，最高 70000 元/吨，最低 67630 元/吨，整体波动幅度不大。2 月初，国内降准政策落地，而美国非农数据远超预期强劲，美联储上半年降息的预期基本落空，叠加终端消费季节性淡季，铜价承压回调。在春节假期结束之后，受国外美零售销售超预期跌幅及美联储官员偏鸽表态等宏观氛围驱动下 LME 铜价重心重新上移，而国内非对称 LPR 调降等宏观政策持续输出，沪铜价格得到支撑。不过在终端消费需求不足的情况下，铜价无法持续上行，在月末又一次进行了回调，出现反复震荡趋势。

期货收盘价(活跃合约):阴极铜



数据来源: Wind

(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

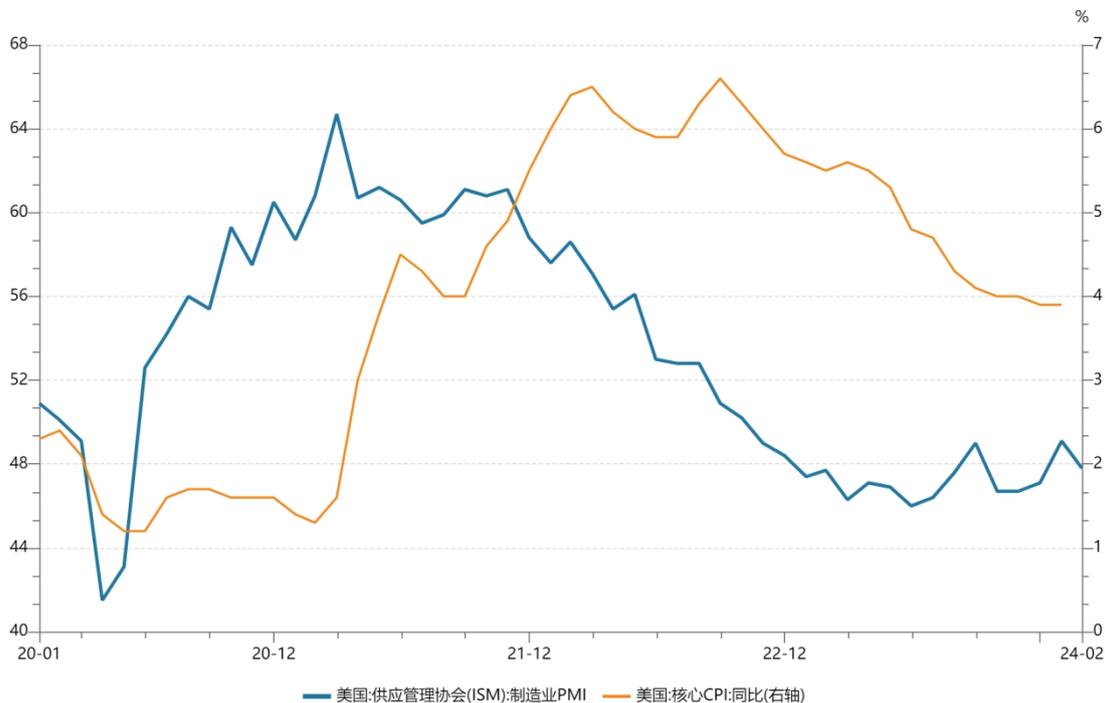
二、宏观分析

海外方面，美国 2 月 Markit 制造业 PMI 终值录得 52.2，为 2022 年 7 月以来新高，预期 51.5，初值 51.5。美国公布的经济数据普遍超出市场预期，显现美国经济的韧性，但美国 1 月 CPI 上涨幅度超过预期，1 月 CPI 同比上升 3.1%，高于预期的 2.9%，通胀持续下降的希望破灭。美联储官员近期频繁表态，对降息态度持续谨慎，美联储官员普遍对于通胀是否能达到 2% 尚未有充分的信心。此外，PCE 物价指数也并未进一步上升，均在预示着美国经济的降温。多位美联储官员表达鉴于当前美国经济和就业市场的弹性以及潜在通胀预期重燃的风险，短期没有必要急于降息，期望看到经济活动的进一步放缓来佐证通胀减速。同时海外市场最新预测今年美联储将在下半年降息 3 次左右，整体幅度或为 75 个基点，维持谨慎温和的降息立场。

欧元区 2 月制造业 PMI 终值为 46.5，预期 46.1，与 1 月的 46.6 相比基本持平。2 月 CPI 初值从 1 月份的 2.8% 降至 2.6%，但高于市场预期的 2.5%。核心 CPI 从 3.3% 放缓至 3.1%，为连续第七个月下降，也高于预期的 2.9%。欧洲央行 1 月会议纪要中表示，衡量潜在通胀的指标已经超过峰值，且认为当前讨论降息为时尚早。在欧元区的经济数据和欧央行官员谨慎的政策立场下，市场也开始逐渐降低对欧央行今年的降息预期，预计欧元区或将也在下半年开启降息，很有可能不会早于美联储开启降息的时点。

总体来看，尽管欧美经济仍有一定韧性，但经济下行趋势也愈发明朗，美元指数也从高位震荡回落，铜价因此也得到支撑。

美国制造业PMI和CPI当月同比

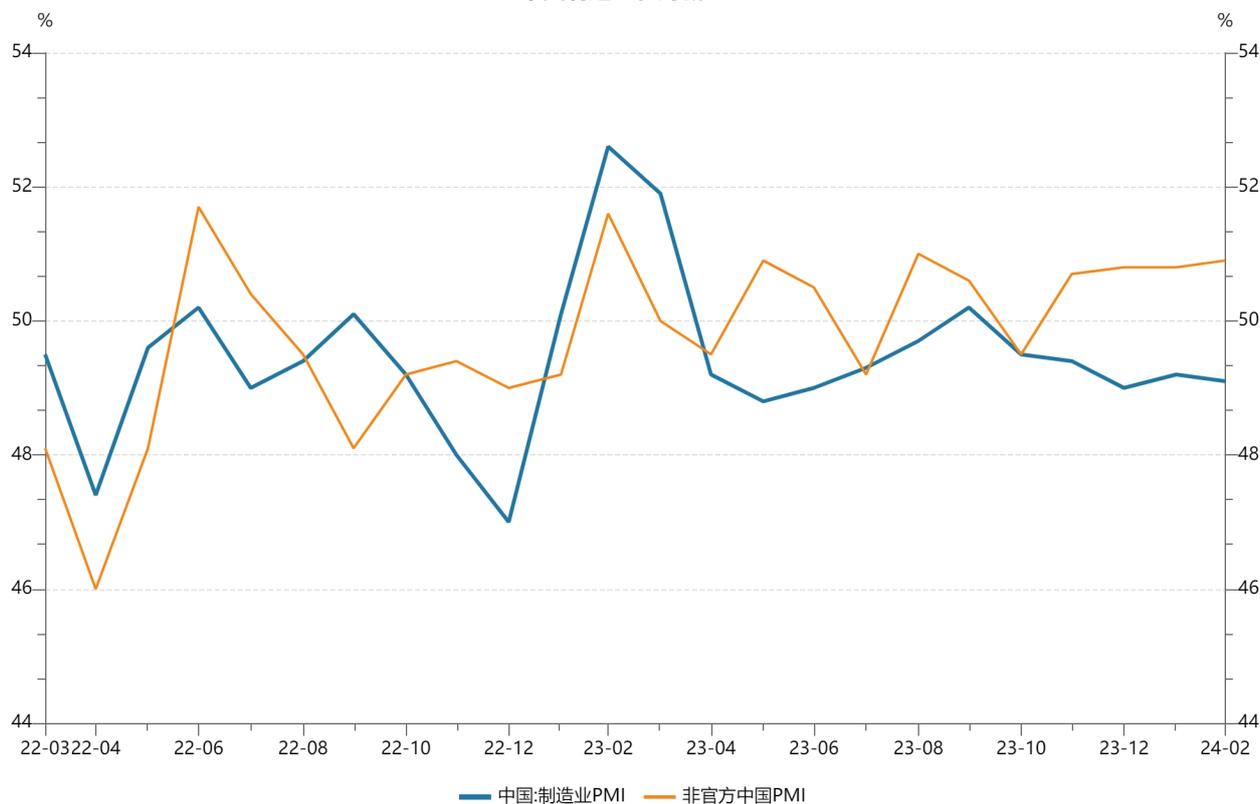


数据来源: Wind

(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

国内方面, 中国 2 月官方制造业 PMI 为 49.1, 环比下降 0.1 个百分点; 非制造业 PMI 为 51.4, 环比上升 0.7 个百分点, 连续 3 个月上升且升幅较上月有所扩大, 综合 PMI 产出指数持平于 50.9。另外, 2 月财新中国制造业 PMI 为 50.9, 环比微升 0.1 个百分点, 连续四个月位于扩张区间, 显示我国企业生产经营活动总体呈缓慢扩张的态势。国内在 2 月份春节假期之后连续出现利好的宏观政策, 继 1 月份降准降息超预期落地以后, 2 月份再次超预期下调五年期 LPR 利率 25 个基点, 用于稳定国内经济基本盘, 更是为了救急和托底当前较为低迷的房地产行业, 释放积极的货币政策信号。进入 3 月份, 国内重要会议召开在即, 在乐观政策预期提振下, 预计短期铜价维持高位震荡。

中国制造业和财新PMI



数据来源: Wind

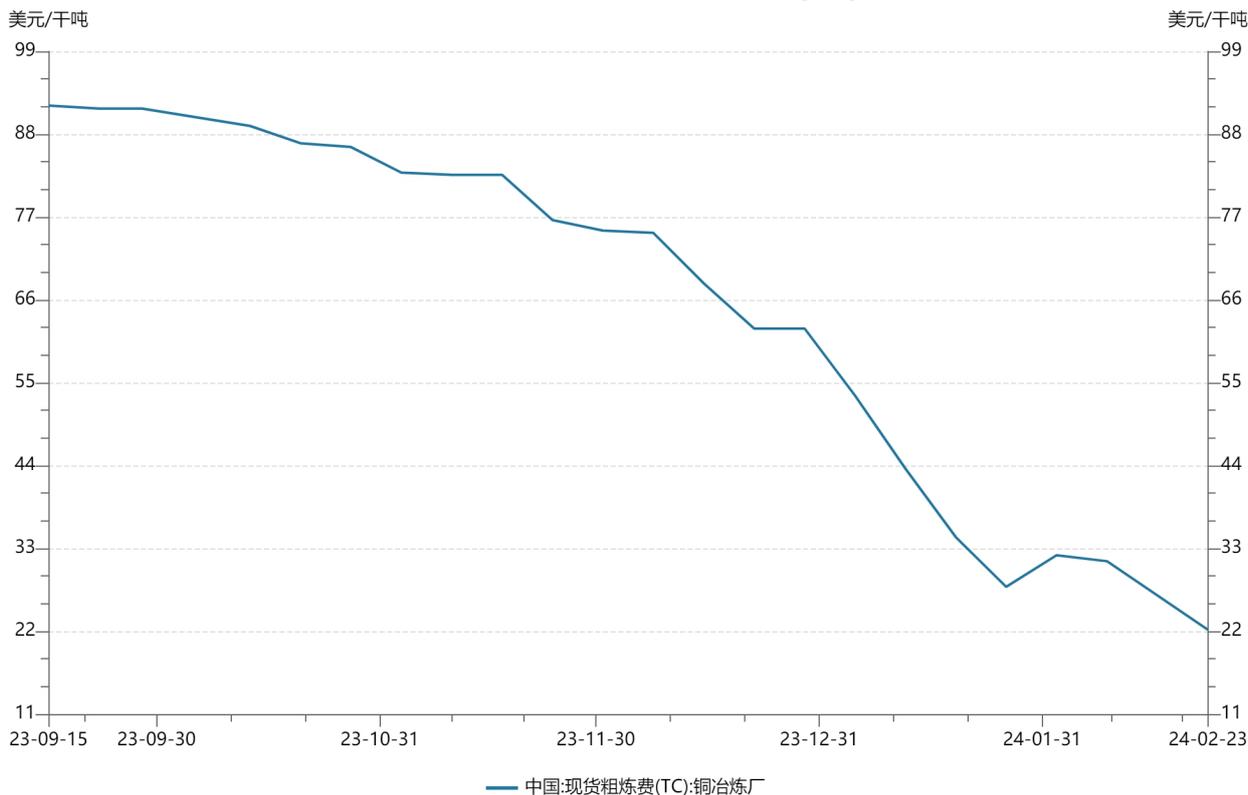
(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

三、基本面分析

(一) 供应分析

供应方面, 截止 2 月 23 日铜精矿 TC 为 22.3 美元/吨, 较上个月 27.9 元/吨下跌 5.6 美元/吨。2 月加工费继续回落呈加速下行的趋势主因海外矿端扰动仍在持续。较为重要的扰动如巴拿马铜矿供应持续中断, 乐观预计复产时间接近今年年中; 另外全球最大矿企 Code1co 去年总产量同比下降 8.3%, 凸显智利矿产资源加速枯竭困境。市场预计全球多家主力矿山的矿龄老化问题或将导致今年全球铜精矿的供应增速预期下调近 1%, 导致全球精矿市场仍将面临紧缺以及中期供应趋紧的预期。

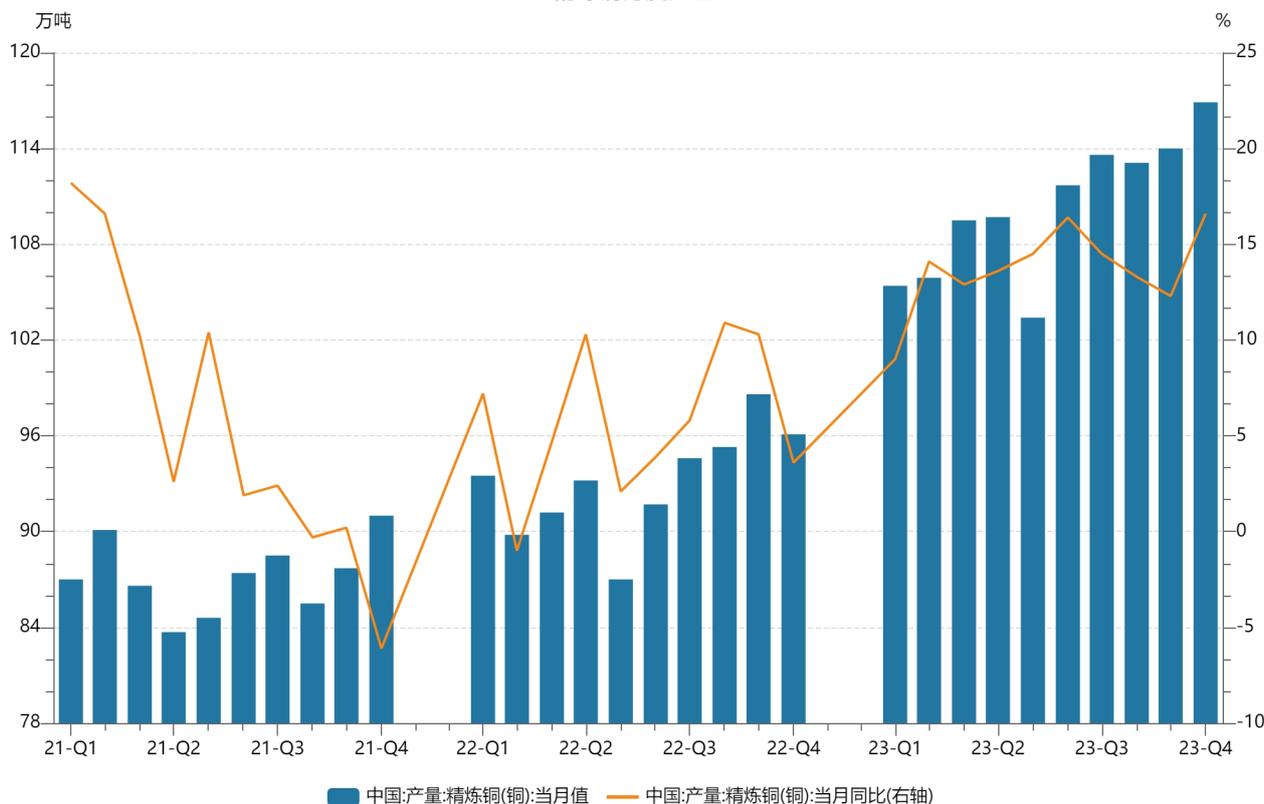
现货：中国铜冶炼厂：粗炼费 (TC)



数据来源：Wind

国内精炼铜方面，海外原料的短缺并未影响国内的精铜产量，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。春节后，高昂的矿端成本导致国内多数冶炼厂产能爬坡缓慢。由于短期铜精矿价格涨幅较大，多家冶炼厂计划将第二季度的检修计划提前到今年的3月至4月，消息面，例如大冶新线弘盛铜业3月份开始检修，预计将长达2个月，预计将减产三分之一；河南中原黄金检修40天，预计减产4万吨；金冠铜业4月检修25天等，因此第二季度国内将迎来集中检修期，预计3月份精铜供应持续偏紧。

精炼铜月度产量



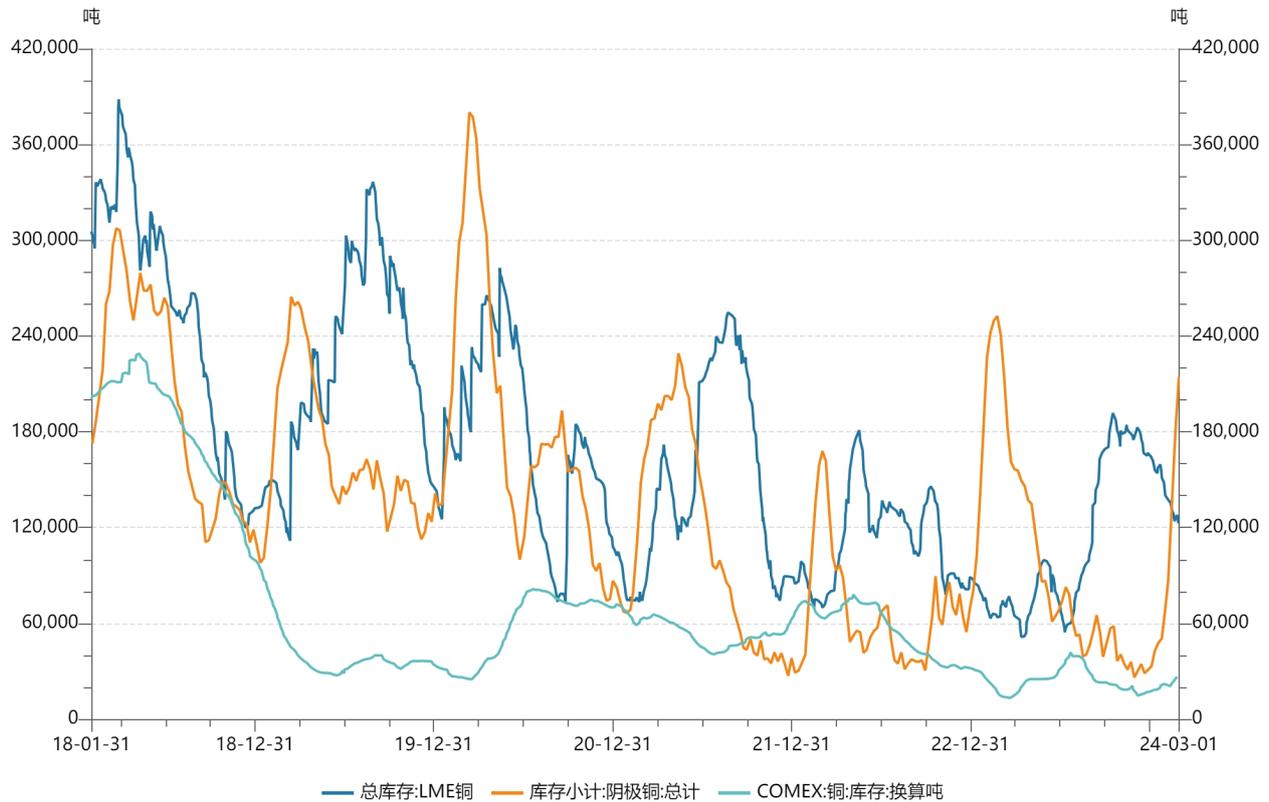
数据来源: Wind

(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

(二) 库存分析

截止3月1日, LME库存121375吨, 较上月同期下降24050吨, 本月LME铜库存高位回落, 导致LME铜现货升贴水大幅回升, 目前LME铜贴水幅度在90美元/吨, 表明海外铜现货供应较为宽松, 这也是导致近期铜价维持高位震荡的原因之一。截止3月1日, 上期所指定交割仓库铜库存214487吨, 增加163955吨。国内库存低位大幅反弹, 内外库存走势出现分化, 主因国内淡季需求减弱且进口货源持续到港, 属于季节性累库, 但整体累库高度有限。进入3月份预计国内继续进入缓慢累库的阶段, 但预计累库的速度和幅度低于往年同期。

全球显性库存-铜



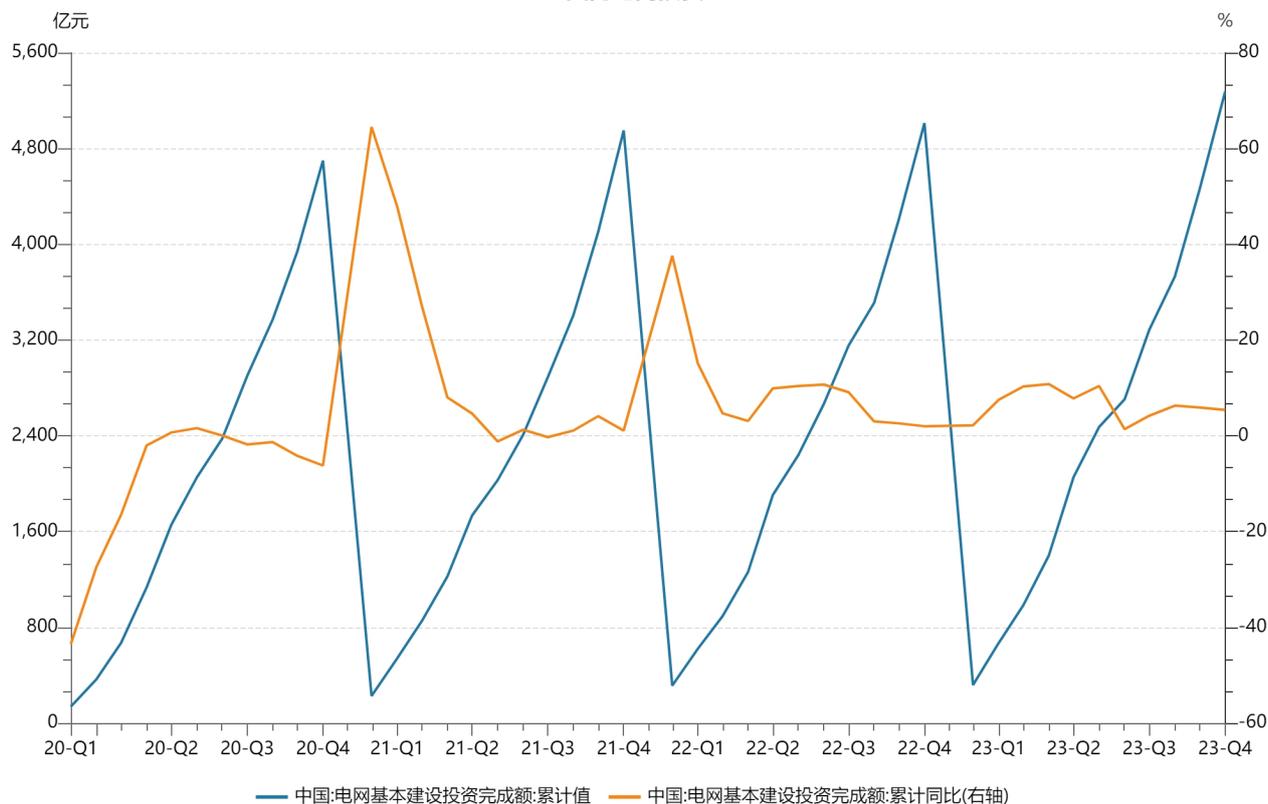
数据来源: Wind

(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

(三) 终端消费

1、电网投资

2023年1-12月电网工程完成投资5275亿元,同比增加5.4%,同比增速回升,超额完成计划的5200亿元。2023年特高压和储能电网订单增速明显,中低压电网订单增速稍显乏力,由于线缆用铜量大多集中在中低压,2023年整体电网投资增速对精铜消费的提振或较为有限。而进入2024年,国家电网预计我国电网投资工程建设总额将超过5000亿元,围绕数字化配电网,新型储能调节控制以及车网互联等新型应用领域的快速拓展,整体发展将继续向“数智华”坚强电网的方向运作,而特高压工程建设仍是今年的重中之重,预计电网端铜芯线缆的需求增速将保持平稳有增。

国内电网投资


数据来源: Wind

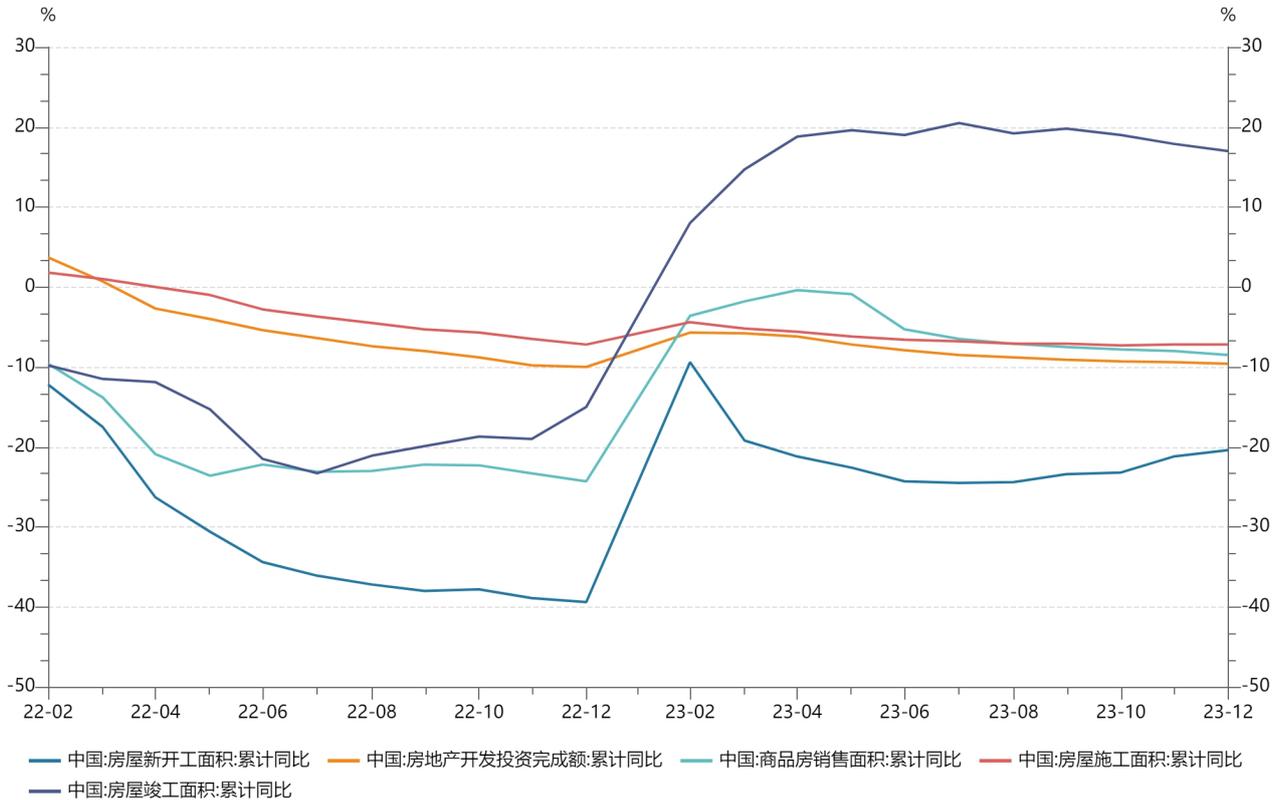
(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

2、房地产市场

2023年12月,全国房地产开发投资累计同比下降9.6%;商品房销售面积累计同比下降8.5%;房屋新开工面积累计同比下降20.4%;房屋竣工面积累计同比增长17%。在2023年房地产市场低迷的情况下,2024年楼市首个重磅政策,房地产融资“白名单”已得到多个银行的支持。“白名单”主要内容为根据房地产项目的开发建设等情况,筛选确定支持对象向金融机构推送,经评估后根据其实际情况满足合理融资需求或予以其他支持。这一过程中,被推送的房地产项目名单即为“白名单”,“白名单”政策将有效缓解房企资金紧张问题,支持项目开发建设交付。随着更多房地产项目贷款支持落地,支持项目融资的政策效果将逐步显现,有助于改善房地产企业流动性,缓解房地产贷款的紧缩情况,将有效带动房地产投资,促进房地产与金融良性循环。另一方面,央行

在 2 月份超预期下调 LPR 利率刺激购房需求，减轻居民贷款负担，充分显示央行托底楼市的决心，在保汇率和稳经济的选择题上毅然选择了后者。综合来看，刺激楼市的组合拳仍在持续，预计今年在房地产市场的铜需求将逐渐加码。

国内房地产市场



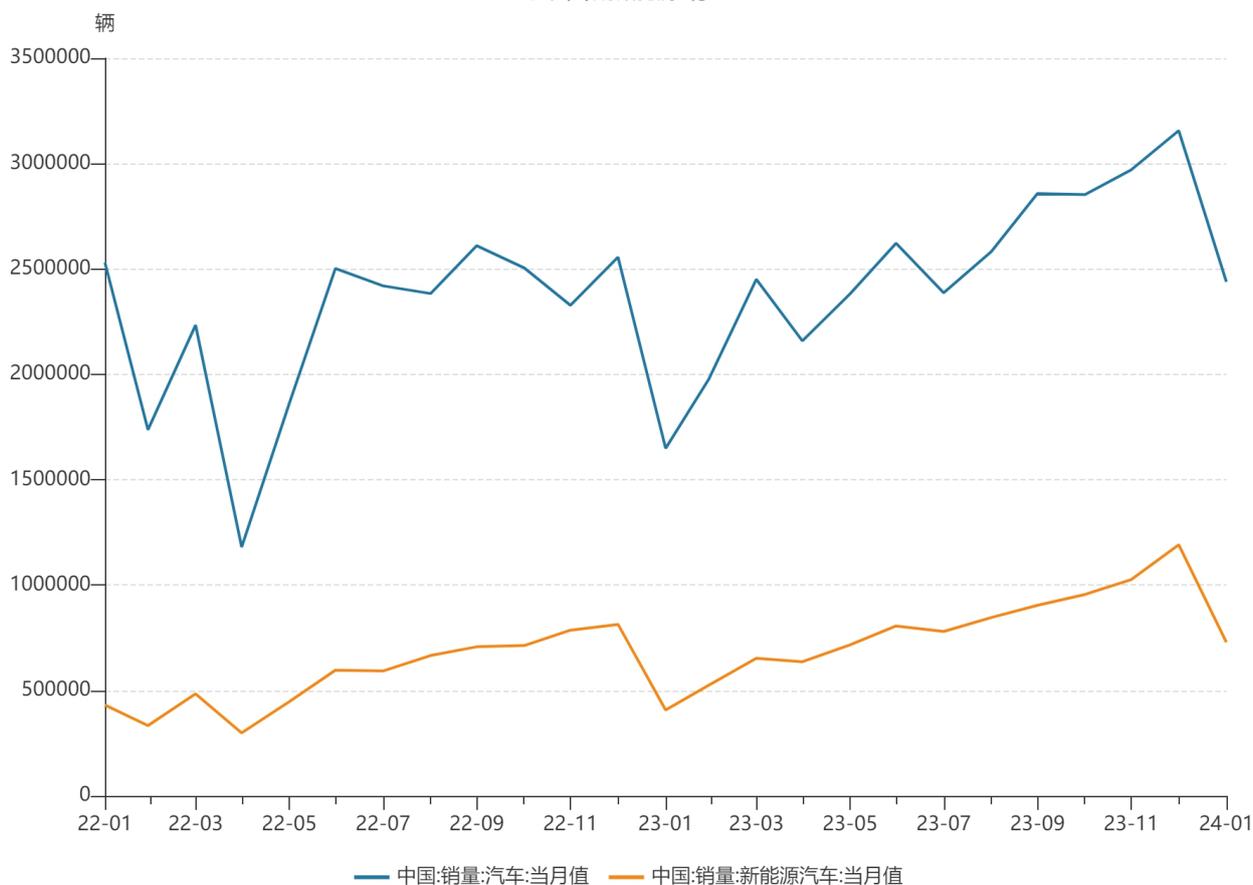
数据来源: Wind

(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

3、汽车市场

2024 年 1 月，汽车产销分别完成 241.0 万辆和 243.9 万辆，同比分别增长 51.2%和 47.9%，环比分别下降 21.7%和 22.7%。新能源汽车产销分别完成 78.7 万辆和 72.9 万辆，同比分别增长 85.3%和 78.8%。车企降价去库的策略还在持续，但新能源汽车销售进入淡季，预计 2 月新能源汽车产销仍将维持偏弱状态。

汽车和新能源销量



数据来源: Wind

(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

4、空调市场

2023年12月国内空调产量为2152.93万台,当月同比上涨26.90%,年底需求迎来了集中释放。今年2月我国家用空调内销排产588万台,较去年同期的实绩销量下降16.1%,主因春节长假抵押厂家排产周期,部分企业的生产计划已前置到今年1月,导致2月出现了高基数下的同比回落,整体今年一季度的排产计划总量仍然高于去年同期,更多的是来自于今年空调的销售增长压力驱动,多数厂商对今年的行业前景感到乐观。

空调出口方面,2月空调出口排产量达615万台,较去年同期实绩下降10.2%,但预计下半年海外高利率环境抑制消费的局面将有所改观,海外家电市场的需求或许回归。在目前红海危机仍然导致全球海运运力紧张,海运费日益

增加的背景下，多数企业为提前锁定采购成本，纷纷追加了对原有订单的采购量，在海外央行放松货币政策后将在一定程度上提振我国的空调出口规模。

空调月度产量

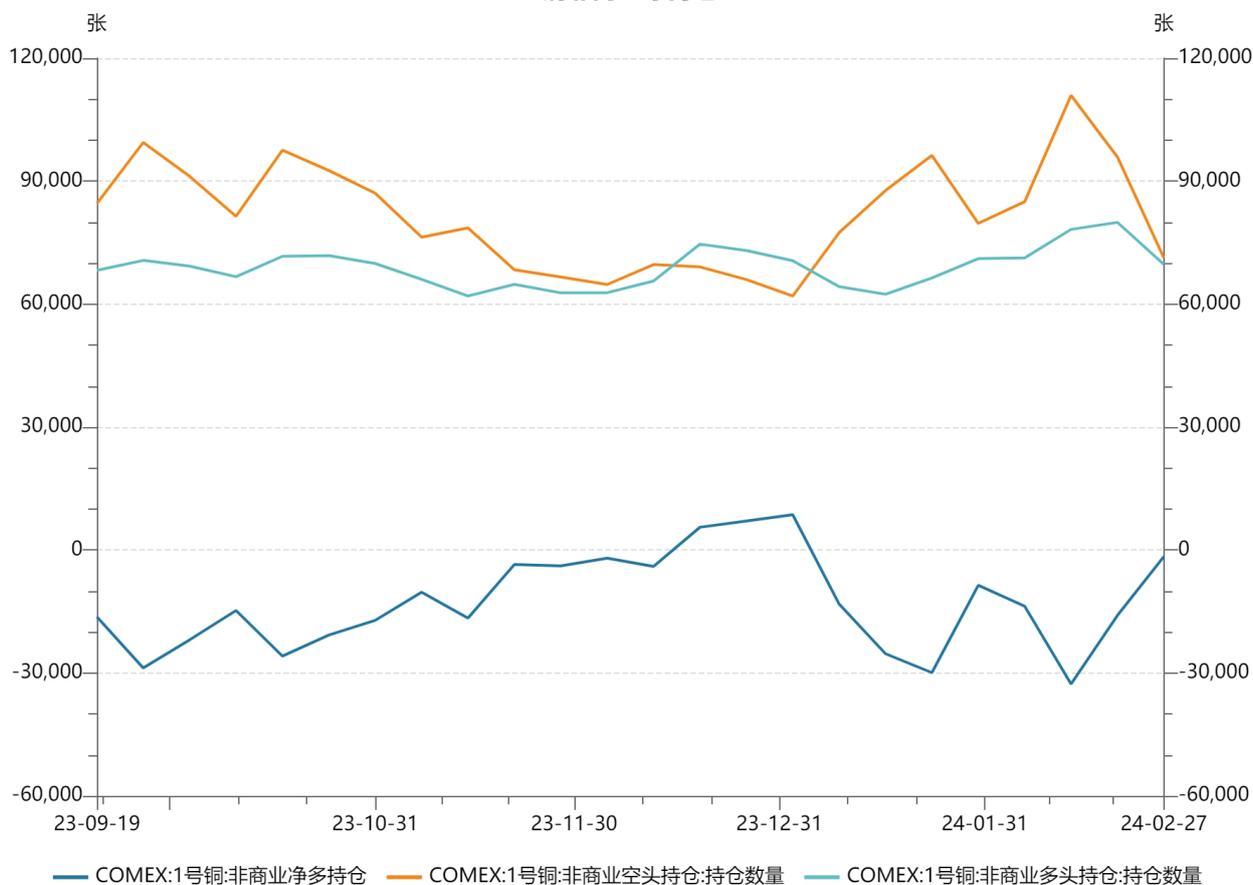


数据来源: Wind

(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

(四) CFTC 持仓分析

截至 2 月 27 日 CFTC 非商业多头净持仓为-1603 手，月度增加 6995 手，其中非商业多头持仓 69673 手，月度环比减少 1427 手；空头持仓 71276 手，月度环比减少 8422 手。从持仓变化来看，空头减仓幅度巨大，表明市场情绪看好铜价。

铜非商业净持仓


数据来源: Wind

(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

(五) 总结与展望

宏观方面, 市场预期今年美联储将在下半年降息 3 次左右, 整体幅度或为 75 个基点, 维持谨慎温和的降息立场; 而欧央行更担心地缘政治冲突和过早降息将带来新的通胀风险, 政策立场更加趋于谨慎。国内央行下调 5 年期以上 LPR 利率, 较前值下调 25 个基点, 5 年期 LPR 超预期下调, 进一步释放稳经济并托底地产的信号, 国内宏观预期仍在持续修复之中。

基本面, 海外矿端扰动仍在持续, 全球精矿市场仍将面临紧缺以及中期供应趋紧的预期。需求端, 传统终端行业需求缓慢复苏, 三月份初国内炼厂有集中检修的预期, 供需将转向紧平衡。终端需求方面, 节后下游有序复工复产, 开工率逐步提升, 房地产有政策继续支撑, 整体看需求保持稳中有升, 真实需

求情况有待验证。当前，国内重要会议“两会”召开在即，乐观政策预期提振但高利率下经济前景仍存在不确定性，且沪铜远月合约维持 Back 结构，预计短期铜价仍有望维持高位震荡。

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

■ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，锦泰期货研发部力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。本报告仅向特定客户传送，未经锦泰期货研发部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。