

综述：3月投资主线转向收敛（累库有望见顶）

- 1、供给层面：2月TC录得约79.06美元，环比1月下跌5.5，自去年12月初以来持续调整，原料供应总体趋势暂未变；2022年1-12月全年累计产量为1106.3万吨，同比增速为4.5%，12月单月产量96.1万吨，同比增速3.6%，较为稳定；
- 2、需求层面：融资花钱方面，1月社融、M1和M2分别为9.4、6.7和12.6，环比变动-0.2、3和0.8，宽信用二次回落后初步有企稳迹象；终端来看，1月汽车销售增速为-35，二次回落在基数效应下或加速一步到位，1-12月房市销售为-24.3，依旧萎靡严重；
- 3、库存表现：至2月底，全球三地库存增加4.71万吨至33.53万吨。SHFE大增6.9万吨至25.24万吨，LME减小1.17万吨至6.5万吨，而COMEX大降1.04万吨至1.78万吨，海外库存处在极值状态加剧，而国内则由于春节效应的累库存在边际递减（3月有望结束）；
- 4、内外环境：在2月美联储利率会议确认放缓加息后，“通胀正确”致3月下旬的利率会议仍存在加息25个基点的可能性，基于利率绝对水平已达到5%附近，上半年美联储有结束加息的可能，留意预期和现实的差异；中国PMI等经济数据靓丽，内部复苏或在3月确认；

从大趋势角度来看，2022年6月铜价技术性破位印证了价格左侧产业大头部，也意味着后期上涨都宜定位成反弹来对待，系统性已转成战略做空；基于前期铜价快速暴跌并未有出现大量库存积累，这表明铜价破位下行更多是宏观层面因素冲击导致，并非单纯的基本面决定，可以说，海外宏观因素主导着铜价波动，即：加息鹰派，价格更易向下波动，加息缓和，铜价更易向上运行。上半年加息面临结束可能性，在宏观预期指引下，铜价的运行宏观氛围未有改变。不过阶段性来看，中国春节季节性库存的快速累积，在2月下旬边际增幅持续衰减的情况下，累库有见顶的可能性，但无法得出就此立刻转入去库的结论，因而市场需要一定的时间窗口来观察反馈，本质上就是收敛窗口，这就是3月的投资主线。后期关注的焦点在于去库问题，毕竟3月始就迎来了上半年的传统旺季。

一:供应端:趋势未变，调整延续

1、2月TC均值回落至79.06美元一线

冶炼费用是精炼铜矿产端供应的一个重要变量，一般来说，如果矿产供应宽裕，则铜冶炼商话语权较强，冶炼费用TC倾向上涨，反之，当矿产供应较为短缺时，则冶炼费用倾向下滑。中国现货冶炼费自2021年4月创下十多年来的最低水平（不足30美元）的极致后，至2022年11月最高上涨至90美元上方，主导了铜冶炼端的一轮持续景气进程，不过自2012年12月伊始，TC迈入了阶段性调整步伐，至2023年2月末初步跌破80美元，但处在行业均衡线附近，行业状态以及原料变动趋势暂仍未改变。如果说疫情冲击致使2020-2021定价权在供应端的话，那么2022-2023年加息周期致使定价权就转向了需求端，2022年的6-7月的铜价下行验证了供需转向大方向，此对应了左侧高点，在价格暴跌未有打出隐性库存

背景下，全球极低的库存态势，铜市后期可能需要二次右侧高点来确认，2022年3-4季度铜价的震荡上行且2023年1-2月的强势表现或印证如此，留意中国和海外宏观错配的影响。

2、12月生产增速较为稳定

2022年1-12月国内精炼铜产量为1106.3万吨，对比2021年1-12月1048.7万吨产量同比增速为4.5，12月单月产量录得96.1万吨，同比去年同期91万吨，高基数效应下当月增速录得3.6，，生产增速总体保持稳定；从生产的动力利润源角度来看，上游矿产端向行业冶炼端转移利润的趋势今年可能或得到延续，截至2023年2月底，国内现货冶炼利润在春节后出现了一轮明显的调整，进口溢价和现货升水都出现了较为明显的下滑，尤其是现货端自2021年4-5月以来首次出现1-2月的持续性贴水，基本可以印证了国内铜市期现价差回归到正常的状态了（这也再次说明泡沫定性的可能性）。截至2023年2月底，主力基差在-150附近，现货升水在-100附近，由于3月伊始全国正式开启上半年旺季，月内价差存在反弹的可能性。此外，由于海外市场强势较甚，国内LME点价进口的原料冶炼端在整个2月基本维持在盈亏平衡附近波动。

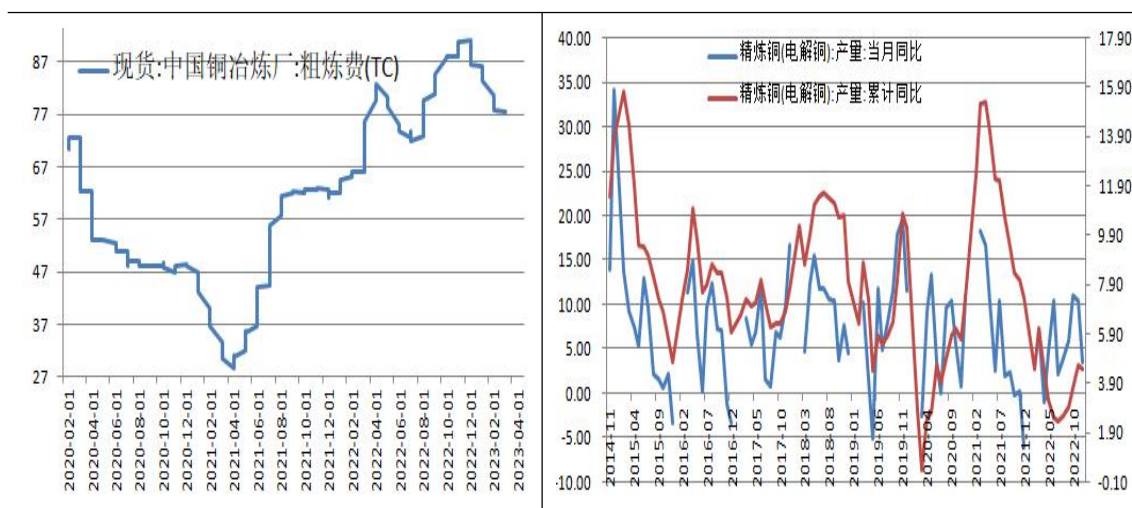
3、2月全球库存录得33.53万吨

2023年2月全球三地总量库存录得33.53万吨附近，对比上月大增4.71万吨。其中，SHFE大增6.92万吨至25.24万吨，继续是累库的主体，不过海外却延续了相反的态势，LME月度大减1.17万吨至6.5万吨，而COMEX大降1.52万吨至1.78万吨，美国库存自去年5月中旬以来持续下滑，达到了3个季度之久，且无论是LME还是COMEX其绝对库存水平创下近十几年的历史新低，且极值状态不断打破历史，国内和海外出现阶段性分化。

笔者认为，当前库存的大幅上升乃为中国春节长假的季节性累库因素主导，SHFE 绝对水平最高已经达到了 25 万吨一线，超过了 2021-2022 年的春节同期累库最高水平，此或意味着过往国内库存的极值状态已经完全修复，至少也是回归历史合理区间，国内库存基本得到了重建。与此同时，也要看到，海外的库存极值却未有同步改变（滞后于中国），这表明全球库存重建的关键在于海外，因而当前不能得出全球库存就此扭转的结论（但中国领先主导下，今年可能是大概率，因为全球库存已经 N 周站上了 30 万吨大关）。通过数据跟踪来看，SHFE 库存在 2 月下旬开始连续出现累库增幅衰减，若不意外的话，3 月累库可能就在此见顶，但能否立刻转入去库进程无法确认，这仍需要时间窗口来观察，因而 2022 年 3 月更合适的定位是铜市压力减少，收敛成为过度的一种形态，这就是月度投资主线。

图 1：2 月 TC 初步跌破 80 美元

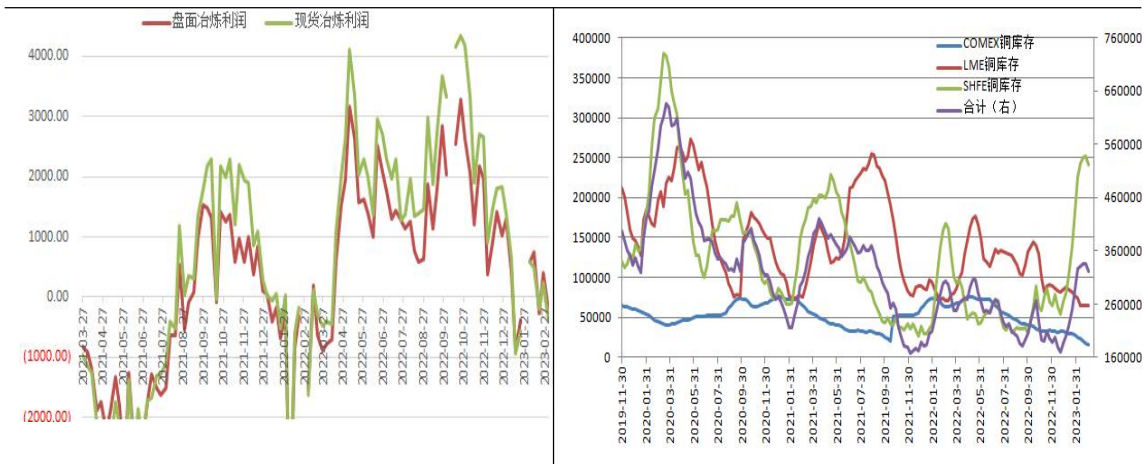
图 2：1 月中国铜生产增速稳定



资料来源：WIND，安粮期货

图 3：2 月冶炼端利润处在平衡附近波动

图 4：2 月全球库存继续累库



资料来源：WIND，安粮期货

图 5：1 月进口溢价持续回落

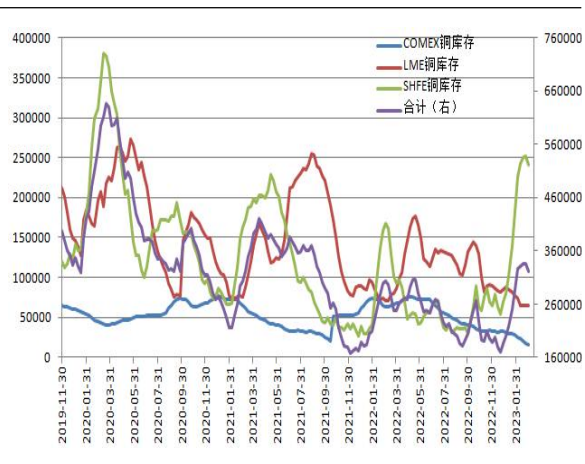
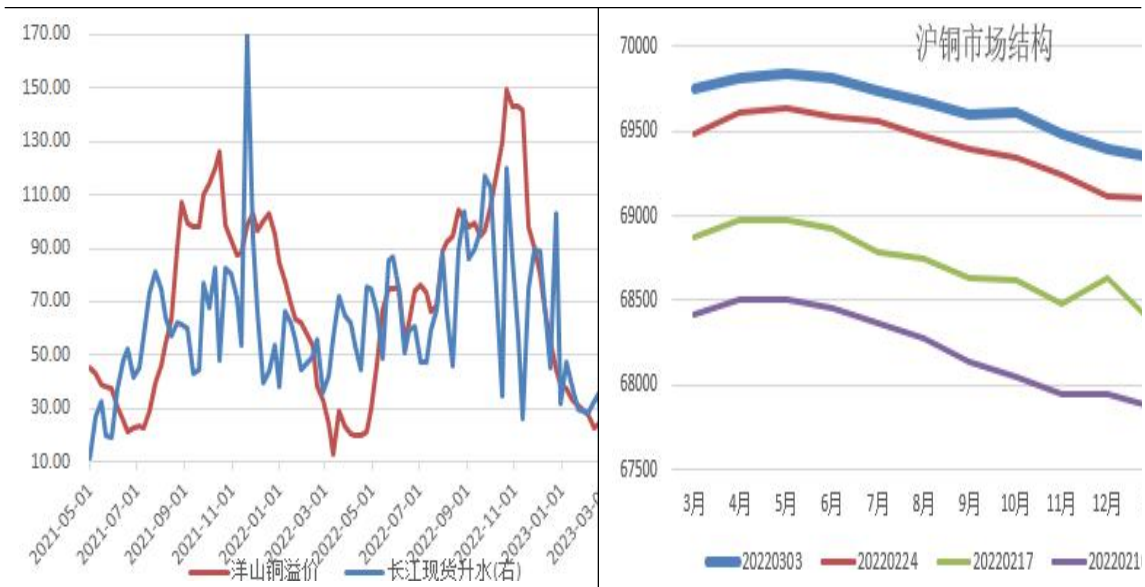
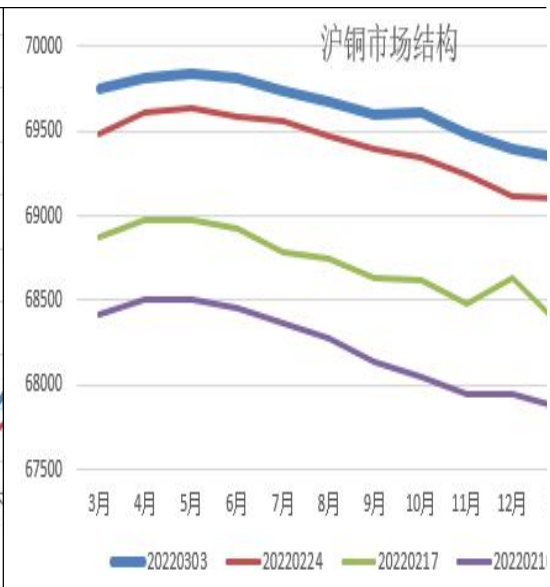


图 6：2 月合约结构负向扁平斜率



资料来源：WIND，安粮期货



二、需求端：边际回升，终端未变

1、1 月融资+M1/M2 总体回升

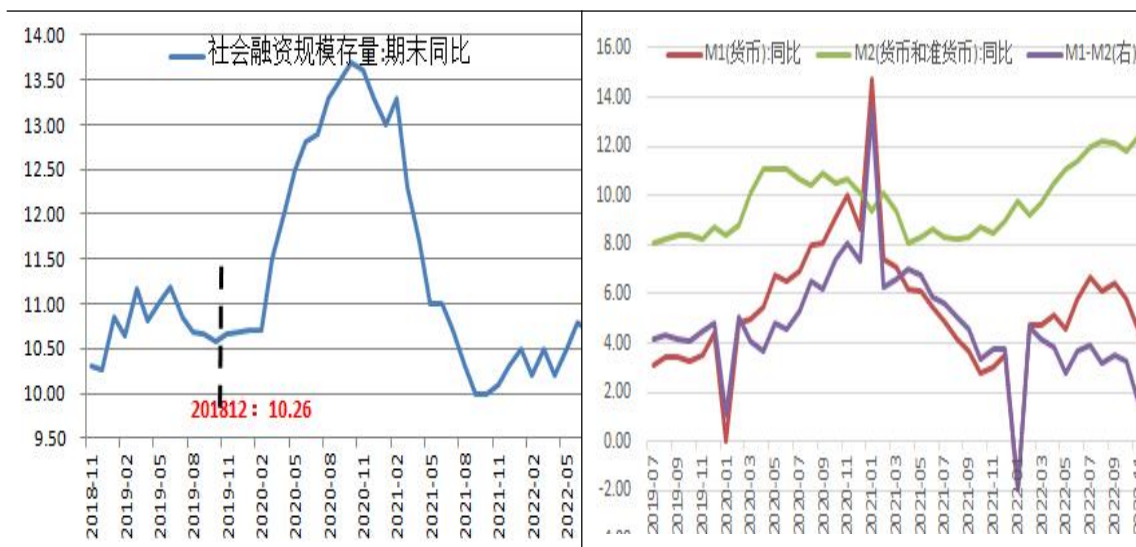
从融资角度看，2023 年 1 月社融增速录得 9.4，环变-0.2，2021 年 10 月以来的弱宽信用进程完成了年度周期跨越，本次社融增速进一步下滑有基期因素，也是一种技术性路径调整，俗语说二次最后一次调整；从花钱的角度看，代表实质性消费购买力的 M1 在 1 月录得 6.7，环变 3，代表企业投资 M2 环减 0.8 至

12.6，剪刀差为-5.9，整体格局在二次调整后开始企稳。一般来说，信用周期对经济的传导可能在 2-3 个季度以后，本次调整自 2022 年 6 月以来就处在调整路径，对应了今年上半年的滞后波动窗口，尤其是 1 季度较为关键，毕竟在 1 月之前，股市、商品等基本共振狂欢，市场需要对预期和现实进行一个预期兑现。从趋势角度看，在前期基于相关“钱”的数据连续出现改善，中国实质上可能已经处在被动去库阶段，本次调整或为未来的被动去库向主动补库转变奠定市场空间窗口。本次下探或更有二次探底的味道，笔者对 2023 年的复苏预期保持不变，只是波动节奏和幅度存在一定差异。

图 7,1 月社融延续二次探底

图 8: 1 月 M1 与 M2

双双回升



资料来源: WIND, 安粮期货

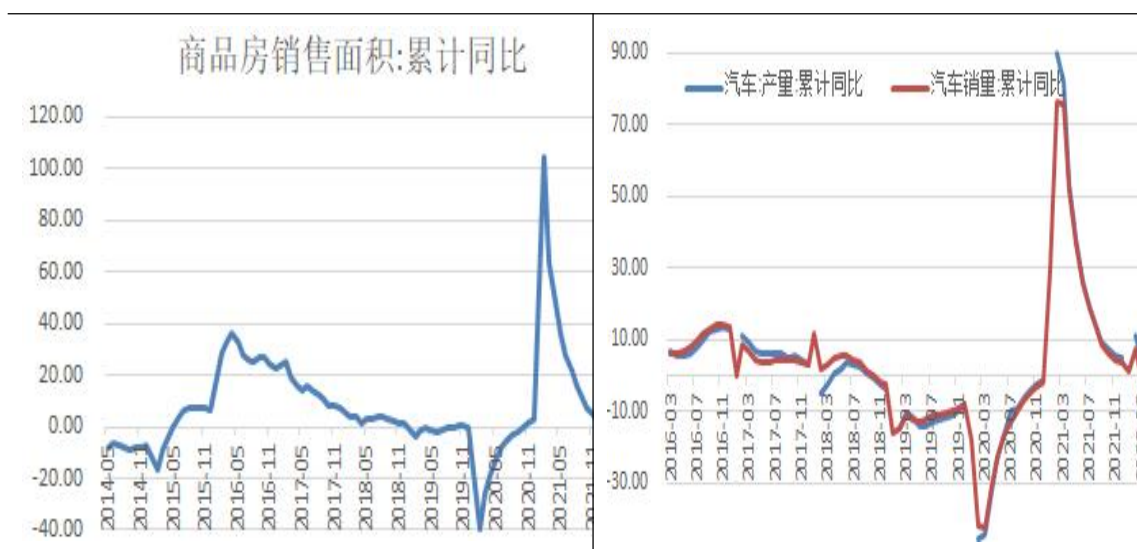
2、房车: 1 月车市或二次加速探底, 房市边际维持底部

终端消费考量有多个指标, 笔者选取房车销售作为衡量消费的两个变量, 把房子当做大宗需求端的实际最大载体, 把车子当做观察消费端直接变化的有效窗口, 二者差异主要体现在: 房子购买后, 要经历一个装修环节, 才能入住达到人的消费环节 (当然, 房子的实际消费也可以通过空调冰箱等家电的消费来印证),

而车子购买后一般直接就能开走，从而一步到位进入消费环节。最新数据显示，2023年1月份，中国汽车销售累计增速录得-35,在此前连续5个月维持正值后，本次汽车二次探底在基数效应下，存在一步到位或加速探底的迹象，后期继续观察数据来佐证；再来看房市（2023年1月数据还未出），2021年1-12月的房地产销售数据为-24.3，连续9个月基本环比持平，且连续9个月累计增速录得负值，且负值绝对值较大，一方面说明地产终端需求恶化绝对程度依然较为严重，另一方面也意味着终端地产衰退主浪进程处在尾声，整体看，房市市场正处在底部磨底阶段。对商品而言，需求决定高度，成本决定底部，在终端需求恶化的背景下，上游的长鞭效应已经在去年6-7月出现较大幅度的背离下挫，暴跌之后，市场需要新的价格水平进行市场反馈和定价，包括铜市在内的一切未有下跌结束的品种，后期所有上涨都应当做反弹来对待（或二次右侧金融高点）。

图 9：12 月房市销售延续底部萎靡状态
加速回落

图 10：1 月汽车产销二次探底



资料来源：WIND，安粮期货

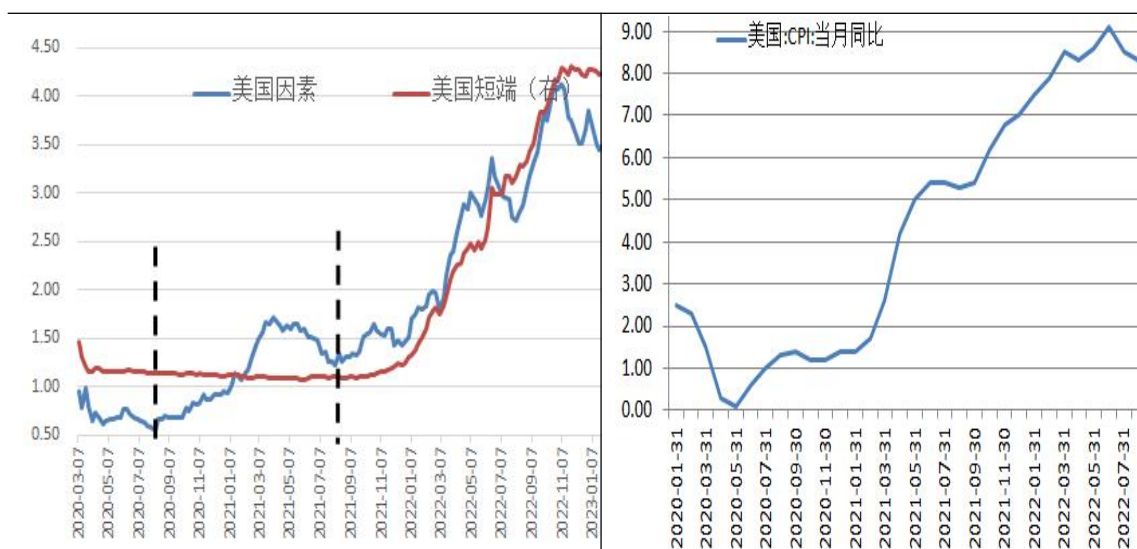
三、联储 3 月会议或是尾部信号

美联储已经在去年 6 月、7 月、9 月和 11 月已经连续 4 次祭出 75 个基点的暴力加息，12 月加息 50 个基点，2023 年 2 月加息 25 个基点后确认了美联储加息放缓，已经提升美利率水平至 4.5-4.75，若 2023 年 3 月 21-22 号的利率会议再度祭出 25 个基点，则美目标利率水平就已经触摸到了 5 一线，这可是美国长期经济增长的上限水平，绝对水平若真达到了 5 及上方，基本意味着加息结束，因而，上半年美联储有加息结束的可能性。基于 2022 年 6 月份的利率水平 3-3.5 左右是真实水平，不排除年内美联储有降息的可能性。全球金融市场的负面冲击，有望在年内大幅缓和，有利整个金融市场的运行环境。不过，少数商品的价格重估还未有完成，年内市场可能还存在一次较大的潜在波动可能性。

图 11：美债长短利率持续倒挂

图 12：美国通胀延续

下行



资料来源：WIND，WHO,安粮期货

四、小结

从大趋势角度来看，2022 年 6 月铜价技术性破位印证了价格左侧产业大头部，也意味着后期上涨都宜定位成反弹来对待，系统性已转成战略做空；基于前期铜价快速暴跌并未有出现大量库存积累，这表明铜价破位下行更多是宏观层面

因素冲击导致，并非单纯的基本面决定，可以说，海外宏观因素主导着铜价波动，即：加息鹰派，价格更易向下波动，加息缓和，铜价更易向上运行。上半年加息面临结束可能性，在宏观预期指引下，铜价的运行宏观氛围未有改变。不过阶段性来看，中国春节季节性库存的快速累积，在 2 月下旬边际增幅持续衰减的情况下，累库有见顶的可能性，但无法得出就此立刻转入去库的结论，因而市场需要一定的时间窗口来观察反馈，本质上就是收敛窗口，这就是 3 月的投资主线。后期关注的焦点在于去库问题，毕竟 3 月始就迎来了上半年的传统旺季。

免责声明

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。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。