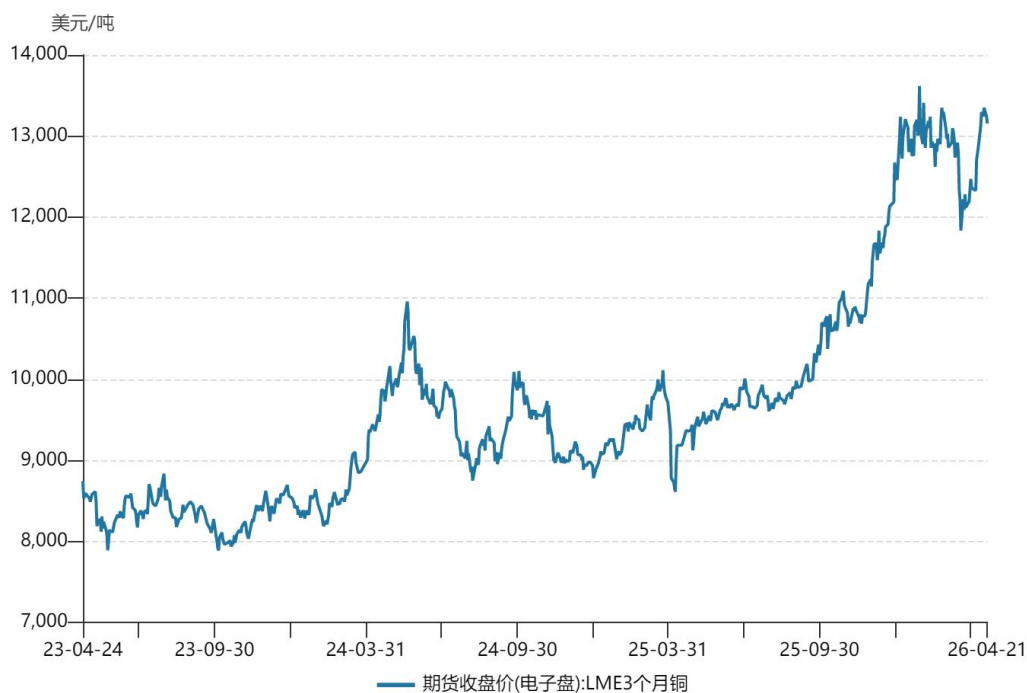


铜：地缘冲突边际缓和，市场回归基本面博弈

五矿有色 陆逸帆

中国金属矿业经济研究院（五矿产业金融研究院） 吴越



数据来源：Wind

一、消费修复与库存去化助力企稳

3月LME铜价经历回调后企稳修复。LME3月期铜3月均价为12581美元/吨，同比上涨28.9%，环比下跌3.6%，1-3月均价为12891美元/吨，同比上涨37%。SMM1#电解铜3月均价为98407元/吨，同比上涨23.5%，环比下跌3.1%，1-3月均价为100479元/吨，同比上涨30%。

宏观方面，2月底以来中东地缘冲突骤然升级，美国和以色列向伊朗发动联合空袭。作为反制，伊朗封锁霍尔木兹海峡，致使波斯湾原油运输严重受阻，减产恐慌随之蔓延，国际原油价格一度飙升至120美元/桶。油价的大幅上涨推升了美国通胀预期，挤压了美联储年内降息空间，成为引发

铜价回调的主要原因。

铜基本面方面，铜精矿现货市场进一步趋紧，进口加工费指数一路下滑并创历史新低。截至3月底，现货加工费指数逼近-70美元/干吨。这主要源于中东地缘冲突导致硫磺供应受限，进而对国内冶炼酸价格形成强劲支撑，增加了冶炼厂对于铜精矿这一原料的需求。SMM数据显示，3月国内电解铜产量为120.6万吨，同比增长7.5%。

消费端得益于铜价回调和再生铜供应收紧，下游加工企业开工率显著回暖。3月铜材开工率较2月明显修复，精铜杆企业开工率升至75.06%，铜板带开工率升至77.25%，铜管开工率升至82.45%，铜箔开工率达到89.59%，铜棒企业综合开工率回升至52.59%。其中，电力、电子、新能源及AI相关需求对铜板带、铜箔形成较强支撑，再生铜杆则受原料紧张和政策扰动影响，开工率仅回升至14.25%。终端方面，3月制造业PMI回升至50.4%，1-3月基础设施投资同比增长8.9%，显示国内工业活动和基建需求继续修复。但消费端增长仍显乏力，1-2月家用空调产销均同比负增长，1-3月汽车销量同比减少5.6%，新能源汽车销量同比减少3.7%。不过1-3月汽车出口数量同比大增56.7%，显示我国汽车工业具备较强出口竞争力。

库存方面，3月国内库存呈现“先累后去”特征。月初由于供应释放和下游尚未完全恢复，社会库存仍有小幅增加，但随着铜价回落激发补库需求，3月中旬以后库存快速去化。SMM全国主流地区铜社会库存从3月9日的57.89万吨降至4月13日的29.98万吨，连续五周去库。LME铜库存月均值由2月的21.10万吨升至3月的32.01万吨，海外库存压力

仍未完全消化。

资金持仓方面，3月铜价在宏观情绪与基本面博弈中波动加大，市场风险偏好较前期有所收敛，资金由前期一致看多转向更为谨慎。

二、宏观扰动仍存，基本面改善支撑

当前市场的关键变量仍聚焦于中东地缘冲突的演变。战事发展已明显超出最初“短期速决”的市场预期，部分资产和商品已开始定价冲突长期化以及年内美联储不降息的可能性。尽管近期美国释放出一定的谈判与缓和信号，但这些信号附带了极强的前提条件并因此遭到了伊朗方面的强硬回绝。目前中东地缘各相关方的停战预期条件分歧巨大，谈打交织的僵局可能会维持一段时间。

目前美以伊战事停战时间尚无定论。基准情景下，若冲突在二季度逐步得到控制，中东油气产能未遭严重破坏，霍尔木兹海峡逐步恢复通航，则油价有望从极端高位回落。届时通胀预期趋于平稳，降息预期有望重启，当前市场已计价的悲观预期也有望得到修正。

但我们也提示美以伊战事悲观情景下的风险：若冲突持续升级至下半年甚至年底，中东油气设施遭受大规模不可逆损害的可能性显著加大，届时布伦特油价中枢或将维持在100美元/桶以上。能源危机将事实形成并蔓延至全球，造成对主要经济体“需求衰退”更加严峻的冲击。

从基本面来看，需求的改善和国内库存的去化对铜价的下跌形成了一定的缓冲，但改善的持续性仍有待验证。短期来看，中东地缘冲突对铜基本面的直接影响有限。但从中期来看，战争基准情景下，中东出口受阻造成的硫磺供应紧缺

以及中国计划自 5 月起收紧硫酸出口的政策，或对刚果（金）和智利湿法铜产出形成阶段性约束。供应扰动配合情绪修复，有望给予铜价上升动力。

对铜市场而言，当前正由“宏观主导的下跌”逐步转向“基本面改善驱动的修复”。利空因素主要在于，国内冶炼厂仍维持高产，海外库存水平偏高，且家电、汽车等传统终端消费恢复仍有反复。利多因素则在于，国内旺季需求兑现速度快于预期，社会库存去化明显，铜精矿加工费深度为负情况下，海外供给扰动风险持续累积，同时再生铜环节偏弱，也对精铜消费形成替代支撑。综合来看，短期铜价大概率维持高位震荡，宏观情绪反复将放大盘面波动，中期铜价仍有望维持偏强运行。