

2022年7月22日

研究员：王跃
从业证书：F3028585
投资咨询：Z0014094
审核：许亮 Z0002220



上海市虹口区
东大名路1089号26层
2601-2608单元



电话
13917677299



电子邮件
wangyue@eafutures.com



网站
eafutures.com

免责声明：本报告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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

观点

全球制造业PMI扩张放缓，尤其是7月欧美数据初值显示放缓在进一步加快。

铜矿偏宽松，冶炼环比增产，预计接下来国内现实供给会更大一些；而国内政策着力推动经济复苏。

总体看，在海外衰退程度观察期，铜价可能从下跌趋势转为偏弱震荡。

基本面

供需：

长期面临铜矿供给小高峰：22~24年，铜矿会有每年5%的供给增长，且供给增速会高于3%的需求潜在水平，铜供需会略偏宽松，铜精矿TC会有上行。

下半年焦点在于海外需求回落与中国需求复苏之间的分歧，即谁更快到来的问题。

短期重视海外大幅加息后的现实状态。

库存：

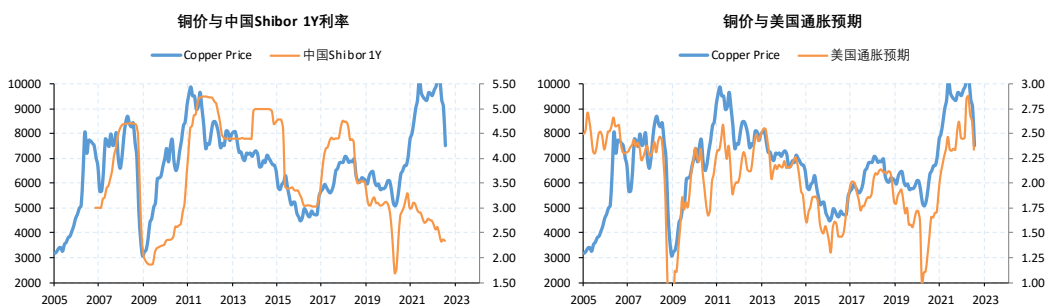
本周国内库存下降2.5万吨至36.5万吨，保持低位。

价差：

保税溢价66.5美金/吨（本周+4.5）。

宏观

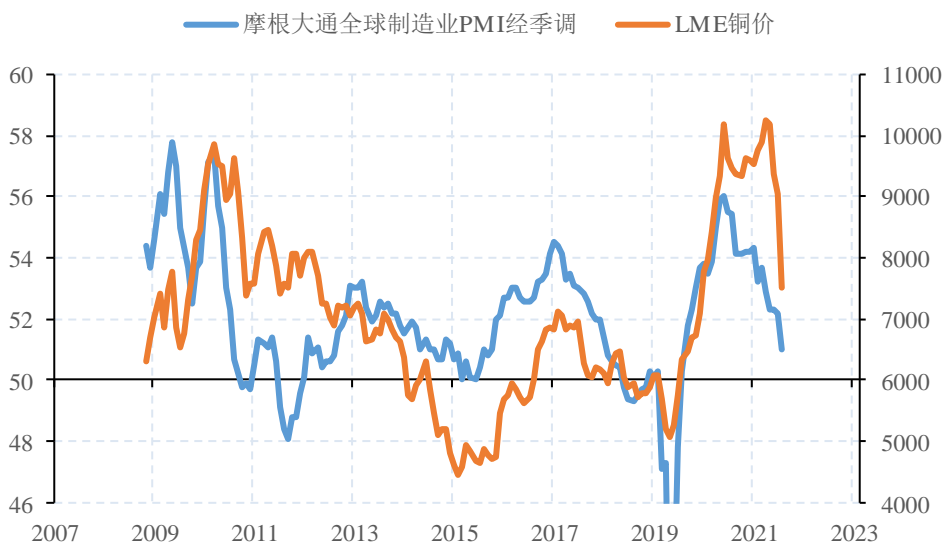
以货币供给代表的金融环境是经济增长的背景，而利率水平作为经济增长的外在表征，暗含的通胀预期也相应地与铜价同步波动。目前内外政策周期刚好相反，即中国处于宽松阶段、而美国加速收紧。



数据来源：Bloomberg, WIND, EAF

铜主要消费国为中、美、德、日等国家，且主要应用在工业生产等制造业领域（如建筑、电网、汽车、机械等），因此，观察主要国家工业生产及 PMI 景气，有利于整体判断铜的消费趋势。

当前全球制造业 PMI 扩张已明显放缓：海外需求处于扩张持续回落之中，而国内复苏还偏慢、还要观察是否会在下半年碰到外需收缩导致的进一步压力。



数据来源：Bloomberg, EAF

供需

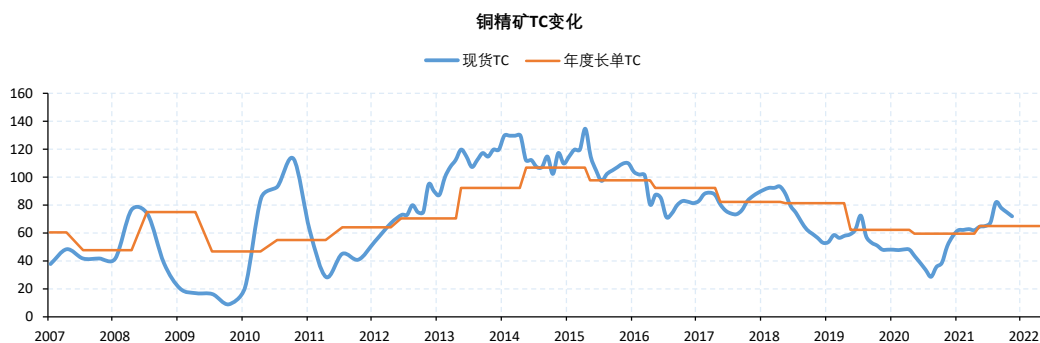
2022 年全球铜矿供给预计会进入 3 年供给小高峰，几座大型铜矿投产预计将使得全球铜矿供给进入每年 5% 的增长水平。

另一方面，需求层面看，中国地产疲弱，拖累相关行业如电网、家电等需求；欧洲由于能源高企，工业生产也出现收缩；美国制造业也看到终端企业补库见顶迹象。

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	5Y CAGR
矿供应													
矿铜	13147	14382	14764	15437	16383	16430	17210	17232	17380	17989	19310	21369	4.4%
湿法铜	3506	3648	3719	3794	3817	3652	3607	3596	3582	3423	3565	3685	0.4%
总计	16653	18030	18483	19231	20200	20082	20817	20828	20962	21412	22875	25054	3.8%
矿铜预计再新增											9	36	
矿干扰											-714	-1070	
矿产量	13147	14382	14764	15437	16383	16430	17210	17232	17380	17989	18605	20335	3.4%
湿法预计再新增											2	24	
湿法干扰											-154	-190	
湿法产量	3506	3648	3719	3794	3817	3652	3607	3596	3582	3423	3413	3519	-0.5%
总计供应	16653	18030	18483	19231	20200	20082	20817	20828	20962	21412	22018	23854	2.8%
同比	3.9%	8.3%	2.5%	4.0%	5.0%	-0.6%	3.7%	0.1%	0.6%	2.1%	2.8%	8.3%	
增长率	3.4%	3.5%	3.5%	3.8%	5.0%	4.0%	3.4%	4.1%	3.0%	0.0%	3.6%	5.0%	
精铜供应													
冶炼产能	18712	19425	20211	20888	21750	22336	23951	24542	25221	25711	26558	27789	3.0%
产量	15596	16263	17175	17454	18538	19036	19607	19790	20303	21008	21394	22530	2.8%
冶炼开工率	83%	84%	85%	84%	85%	85%	82%	81%	81%	82%	81%	81%	
精炼损失	-716	-729	-829	-949	-1206	-1250	-1004	-941	-788	-796	-1177	-1305	
废铜	1764	1634	1693	1716	1575	1529	1361	1154	1003	1205	1211	1139	
矿端精铜供应	16644	17168	18039	18221	18907	19315	19964	20003	20518	21417	21428	22364	2.3%
精铜供应	20150	20816	21758	22015	22724	22967	23571	23599	24100	24840	24841	25883	1.9%
平衡													
精铜消费	19579	20706	21568	21883	22564	23056	23630	23658	23439	24430	24817	25604	1.6%
同比	0.0%	5.8%	4.2%	1.5%	3.1%	2.2%	2.5%	0.1%	-0.9%	4.2%	1.6%	3.2%	
其中中国	8299	9271	9950	10307	10809	11182	11820	12038	12581	12581	12720	12810	
同比		11.7%	7.3%	3.6%	4.9%	3.5%	5.7%	1.8%	4.5%	0.0%	1.1%	0.7%	
平衡	571	110	190	132	160	-89	-59	-59	661	410	24	279	
库存					1391	1302	1243	1184	1845	2255	2279	2558	
天数					22.2	20.3	18.9	18.0	28.3	33.2	33.1	36.0	
价格	7950	7322	6862	5494	4862	6166	6523	5999	6181	9317	9349	8650	5.8%

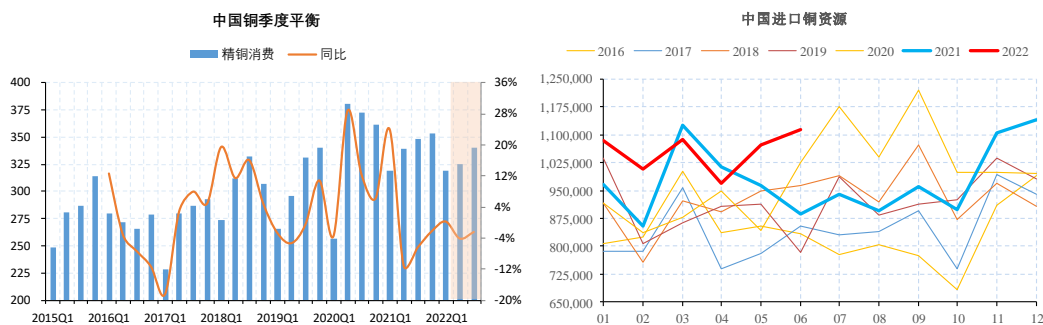
数据来源：Wood Mackenzie, ICSG, EAF

由于供给增速显著高于 3% 的铜长期需求趋势，因此，铜矿 TC 作为供需匹配的结果，当前已逐步回升至 75 美金/吨、高于年度长协价。



数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

从中国地区平衡看，21年实际需求增长约3.5%（扣除20年收储基数），在3季度缺电冲击后，4季度开始快速恢复，但22年2季度受疫情影响，需求再次大幅转弱。

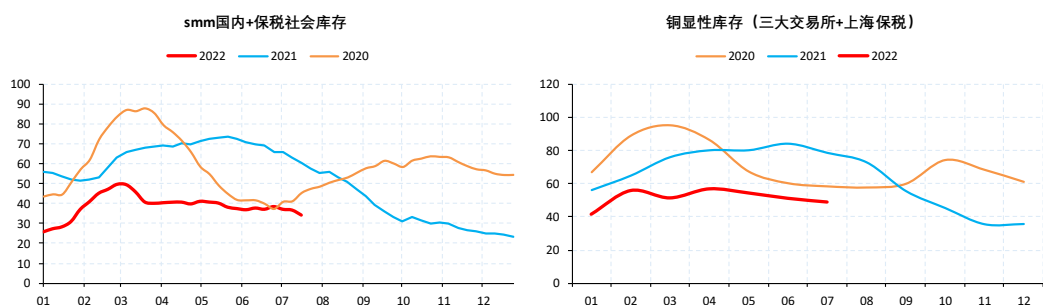


数据来源：海关，SMM，EAF

高频角度来看，我们发现，6月国内铜资源进口反而出现回升，这意味着供应压力可能也会在随后的3季度季节性淡季中进一步显性，我们还需要小心观察届时需求复苏的状态。

库存

截至本周，中国地区显性库存36.5万吨，低位平稳；三大交易所加上海保税的铜显性库存49万。



数据来源：Bloomberg，SMM，EAF

价格

由于中国是全球最大的电解铜消费国，因此，进口变化值得高度重视；而高频的保税溢价变化刚好可以同步反映进口量或保税库存变动。

目前洋山港铜提单溢价 66.5 美金/吨，可能说明国内 7 月预期进口增加放缓。

上海洋山铜贸易溢价



数据来源：SMM, WIND, EAF