

2022年12月23日

研究员：许亮
从业证书：F0260140
投资咨询：Z0002220
审核：唐韵 Z0002422



上海市虹口区
东大名路1089号26层
2601-2608单元



电话
13818180941



电子邮件
xuliang@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

海外放缓激进加息，国内地产和疫情预期拐点，总体看，预期稍好。但国内需求有环比走弱，现实反而稍弱。
整体震荡。

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。

6~7月：因国内复苏缓慢及预期海外经济衰退，产业链去库存导致铜价下跌30%。

8~12月：由于海外需求尤其是美国经济并未真实衰退，市场重回中国需求复苏交易路径上（三季度中国电解铜表需增长9%），随后预期改善（海外加息放缓、国内经济恢复制约因素地产和疫情边际好转）进一步推涨铜价，反弹近30%。

库存：

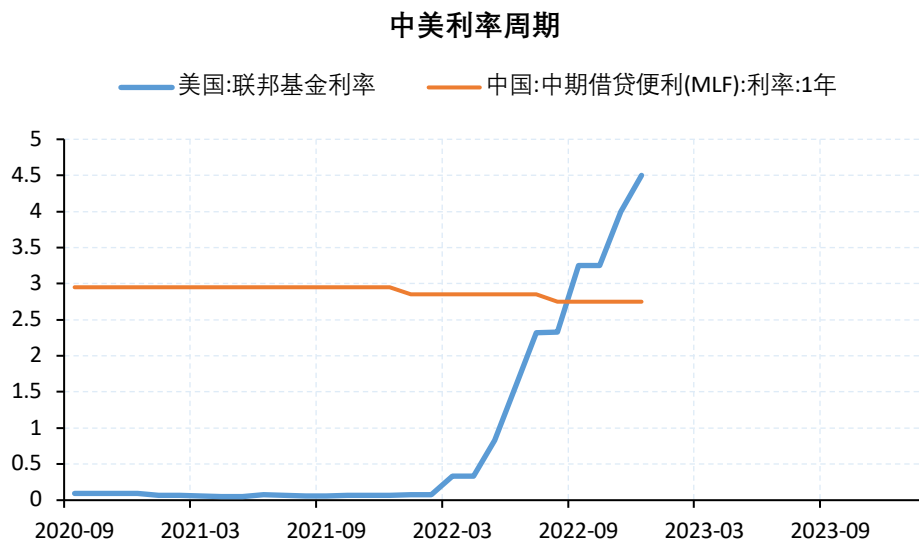
本周全球三大交易所加上海保税的铜库存21万，国内库存11.5万吨。库存低位。

价差：

保税提单溢价32.5美金/吨（本周-15），上海现货升水500元/吨（本周+470）。

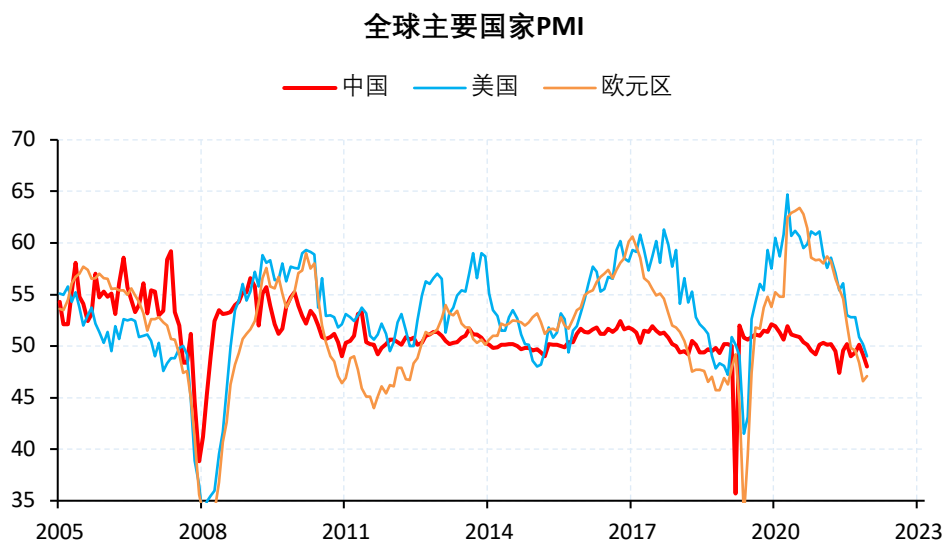
宏观

目前内外政策周期刚好相反：中国因地产下行、利率宽松，而美国因通胀高企、加速收紧，美国政策利率也已明显超过中国同期水平。



数据来源：Bloomberg, Wind, EAF

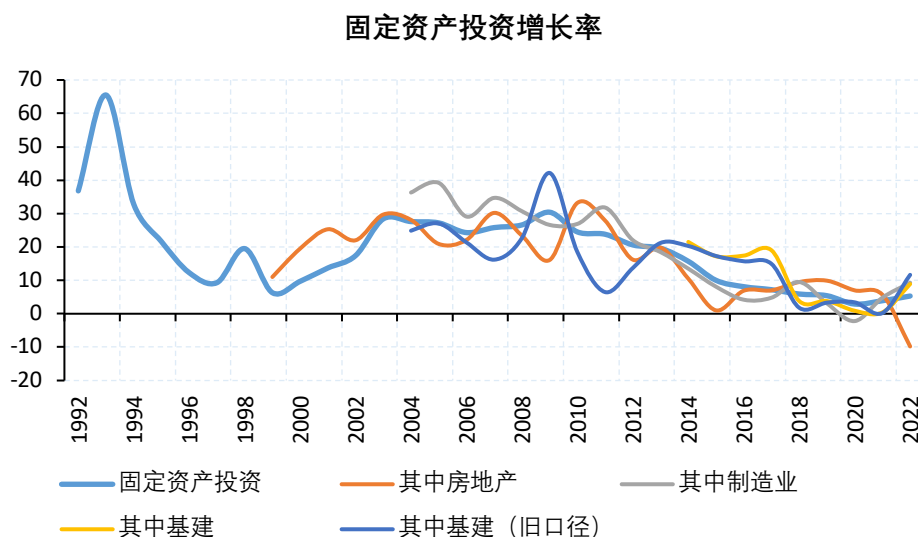
以利率水平表征的货币供给代表的是经济增长的金融环境，这意味着未来欧美需求可能会进一步放缓、而中国经济可能会领先欧美复苏。这种内外有别的宏观环境构成了铜复杂的交易背景。



数据来源：Bloomberg, EAF

观察各国 PMI 景气，也能看出铜的消费趋势（铜作为工业味精，主要应用在制造业领域，如建筑、电网、汽车、机械等）：需求整体放缓，其中海外需求持续回落、欧美已收缩，而国内复苏也偏慢。

单独来定性国内，除了疫情对终端需求的抑制，2022 年地产投资持续下行，构成经济复苏的另一大风险。中长期来看，防疫政策转变将解除限制经济复苏的一大约束，而在应对地产风险过程中，稳地产政策相继出台，基建加码也起到对冲效果，尤其是新基建对有色等产品需求方面有较大的拉动；与此同时，制造业投资的高速增长也带来了巨大助力（2023 年的预期差可能会在制造业投资领域出现）。

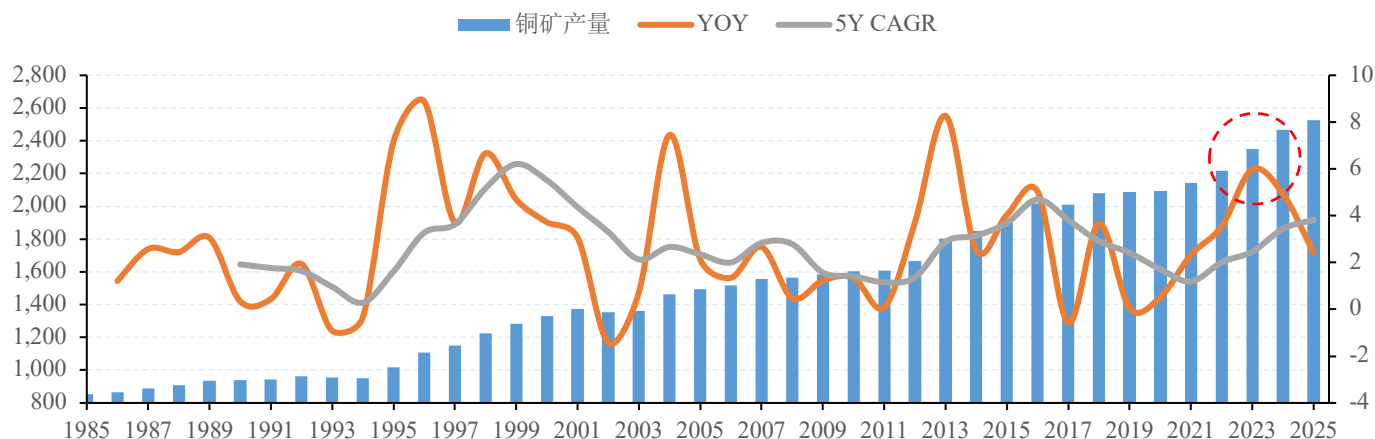


数据来源：NBS, Wind, EAF

短期需要注意的是，欧美经历去库存之后、真实需求开始走弱，11 月中国出口负增长扩大继续验证这一判断，后期真实需求下滑带来的压力有可能传到国内制造业。而地产和基建进入春节前后的施工淡季，再加上可能的疫情冲击，中国经济的复苏进程在一季度还存在不确定性。

产业

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。



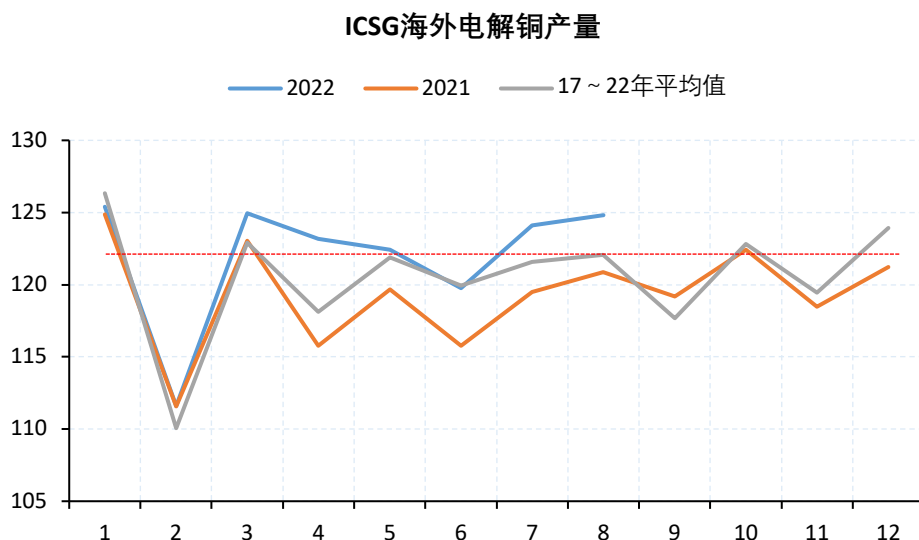
由于供给增速显著高于 3% 的铜长期需求趋势，因此，铜矿 TC 作为供需匹配的结果，当前已逐步回升至 90 美金/吨，显著高于年度长协价、超过季度长协价。



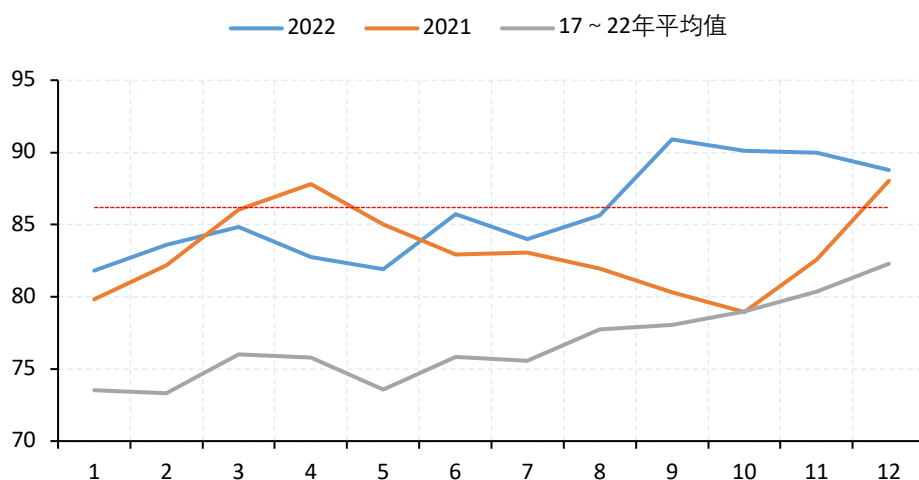
数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

供需

2023 年，新增铜矿产能的释放是否会带来实际供给压力，还要盯住冶炼产出变化。我们可以观察 ICSG 和 SMM 统计的国内外逐月产量数据验证：海外冶炼产量长期较为平稳，但今年冶炼增长也超过 17~22 年均值水平，截至 22 年 8 月（统计偏滞后），海外冶炼产量同比增长 3.3%；国内冶炼产量因中间环节废铜及粗铜不足，今年有些受限，但总体看，增长趋势更为明显，全年累计增长 3.2%。预计全球冶炼产量依然会稳步增长，尤其是国内产量在 23 年上半年会保持 5% 左右正增长。



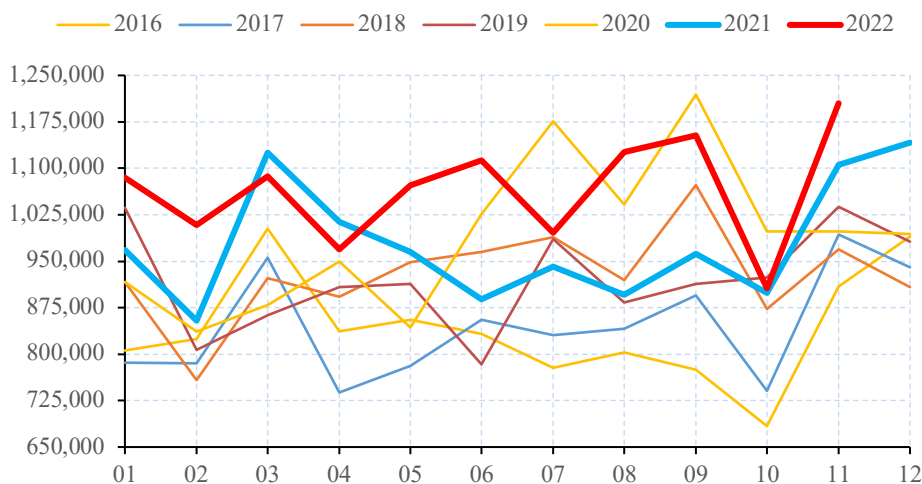
SMM中国电解铜产量



数据来源: ICSG, SMM, EAF

更进一步观察中国数据, 11月国内铜资源进口重新回升, 虽然电解铜延期进口带来增量, 而创记录的铜矿进口(前11个月累计进口增长8.7%)再次说明TC持续回升的驱动更多在铜矿自身宽松上, 这意味着23年一季度国内冶炼产量预计会保持环比稳定, 同比表现可能会稍高。

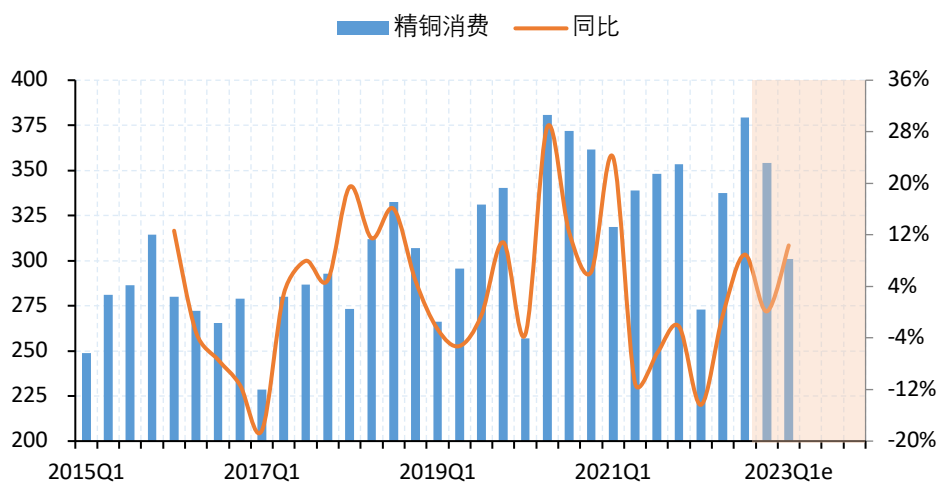
进口铜



数据来源: 海关, EAF

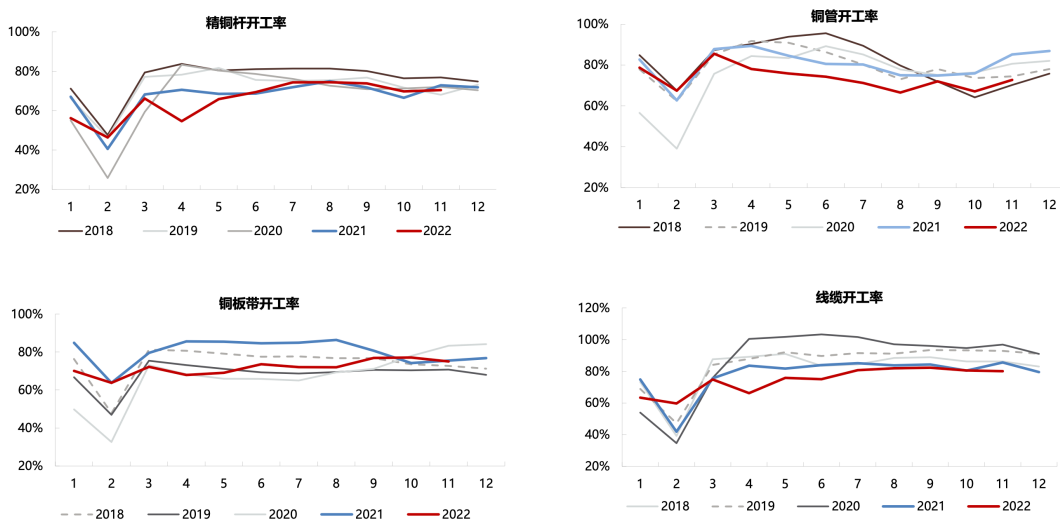
从中国地区平衡、尤其是需求角度看, 2季度因疫情影响复苏偏慢, 3季度基建加码、尤其是电网电源投资拉动、需求加速, 但四季度初步数据显示, 加速势头已经接近尾声, 尤其是电网投资转负, 11月至12月国内基建类需求(传统电力及新能源等)高位回落。预计23年一季度, 由于国内受疫情放开及淡季施工偏弱影响, 还会表现偏弱, 要注意观察1月份累库斜率。

中国铜季度平衡



数据来源：海关，SMM，EAF

加工需求也反映了这一复苏势头减弱：精废替代因素逐步解除前提下，铜杆产量环比已下降；铜板带、尤其是铜箔受益于新能源发展维持高位；地产销售下滑则继续拖累铜管开工。

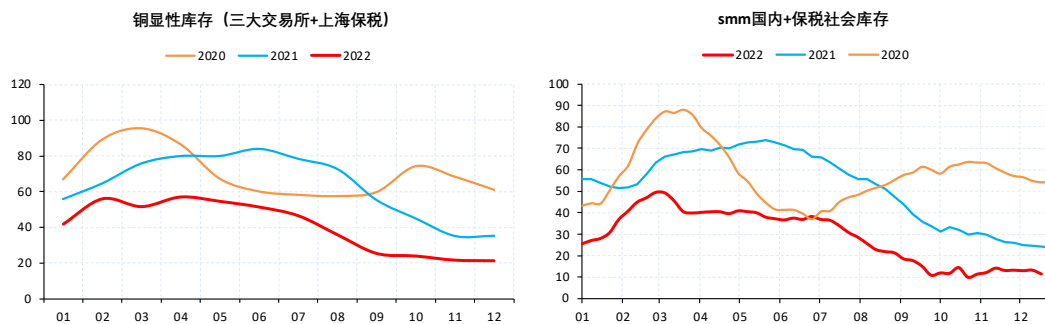


数据来源：Mysteel，SMM，EAF

从表观需求和加工需求角度看，当前电解铜市场供需略微边际走弱，当前低库存高基差的现货紧张状态预计会逐步缓和。

库存

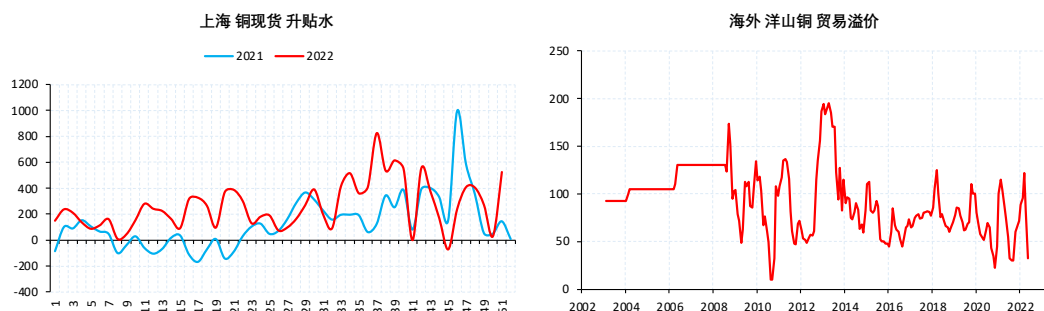
截至本周，三大交易所加上海保税的铜显性库存 21 万，中国地区显性库存 11.5 万吨、低位平稳。



数据来源: Bloomberg, SMM, EAF

价差

铜作为期货定价的品种, 现货市场主要观察升贴水变化。8~10 月下游订单改善拉动现货持续紧张, 但 11 月开始, 实际需求稳中稍降, 但库存过低, 现货阶段性保持高升水。



数据来源: SMM, Wind, EAF

不同的是, 作为高频的进口需求变化的同步指标, 洋山港铜提单溢价近期快速走弱, 目前报 32.5 美金/吨, 显示下游需求确实回落。