

2023年2月3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

经济上修预期重现，但实际需求还有待回暖。
从偏预期的上涨转为偏现实的震荡。

基本面

供需：

长期面临铜矿供给小高峰：22~24 年，铜矿年均 5%的供给增长高于 3%的潜在需求水平，铜供需会略偏宽松，铜精矿 TC 会有上行。

6~7 月：因预期海外经济衰退，产业链去库存导致铜价下跌 30%。

8~1 月：由于海外需求尤其是美国经济并未真实衰退，市场重回现实交易路径上（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，反弹超 30%。

库存：

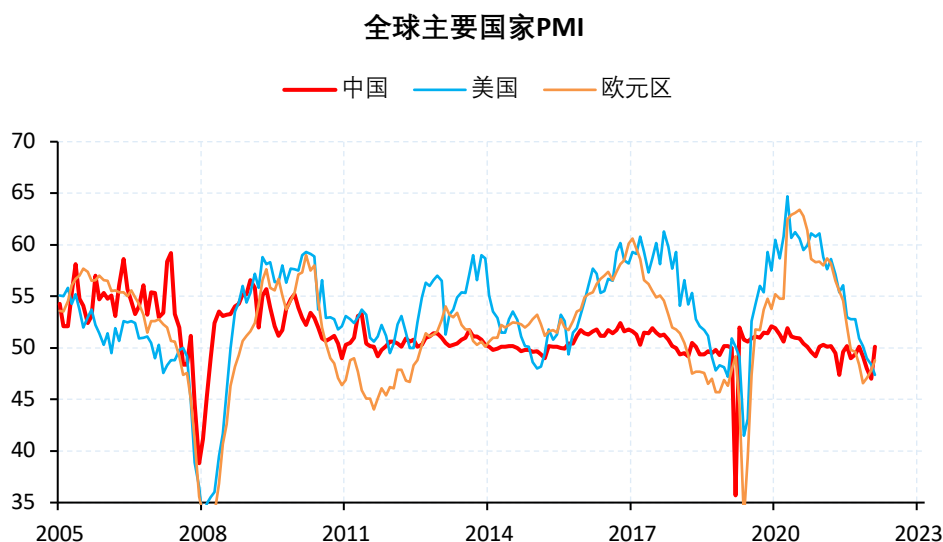
本周全球三大交易所加上海保税的铜库存 43 万吨（+15），库存低位、淡季回升。

价差：

本周上海现货升水-60元/吨（-75），保税提单溢价10美金/吨（-14）。

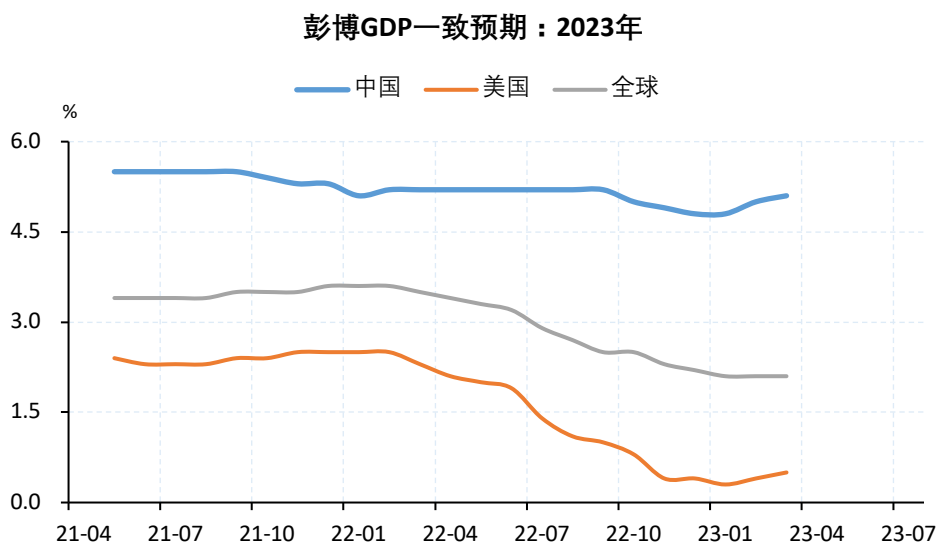
宏观

22 年内外宏观交易背景复杂：中国经济增长偏弱、利率宽松，而欧美通胀高企、利率趋紧，这种组合下，一方面不利于现实需求，一方面压制预期需求。而铜作为工业味精，通过制造业应用到各个终端领域，如建筑、电网、汽车、机械等。因此，各国 PMI 景气可以验证铜的整体需求在放缓：欧美需求持续回落，而国内也因地产和疫情影响偏弱。



数据来源：Bloomberg, EAF

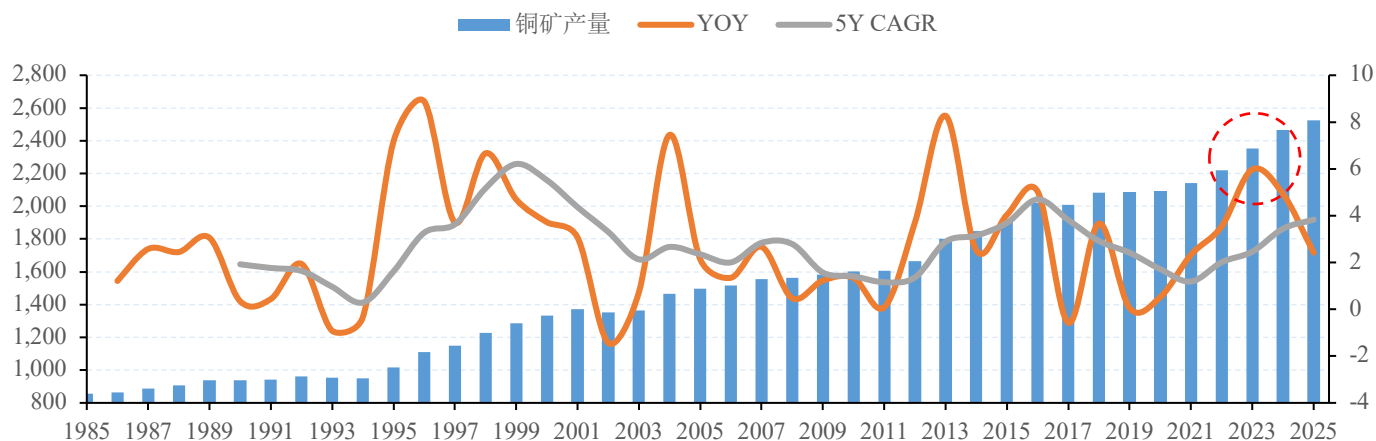
23 年海外通胀回落的概率在提升，而国内防疫政策转变和稳地产政策相继出台、中长期预期好转，但当下全球经济增长仍未看到上修前景：这种组合下，一方面要关注海外实际衰退的程度，一方面要重视中国复苏的强度。需要注意的是，由于 4 季度中国出口负增长扩大验证海外需求下滑这一事实，这一点可能会拖累中国复苏强度。



数据来源：Bloomberg, EAF

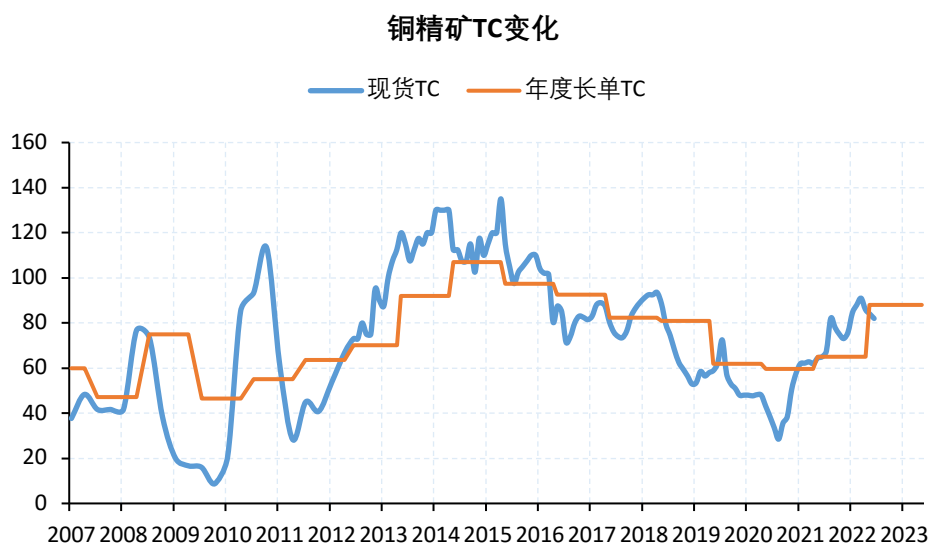
产业

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。



数据来源：Wood Mackenzie, EAF

由于供给增速显著高于 3% 的铜长期需求趋势，因此，23 年铜矿长协 TC 定在 88 美金/吨的历史偏高水平。需要提醒的是，在历史高价区，铜矿供给干扰会有放大的风险，如 11 月智利铜产量再转负增长、秘鲁产量环比负增长。



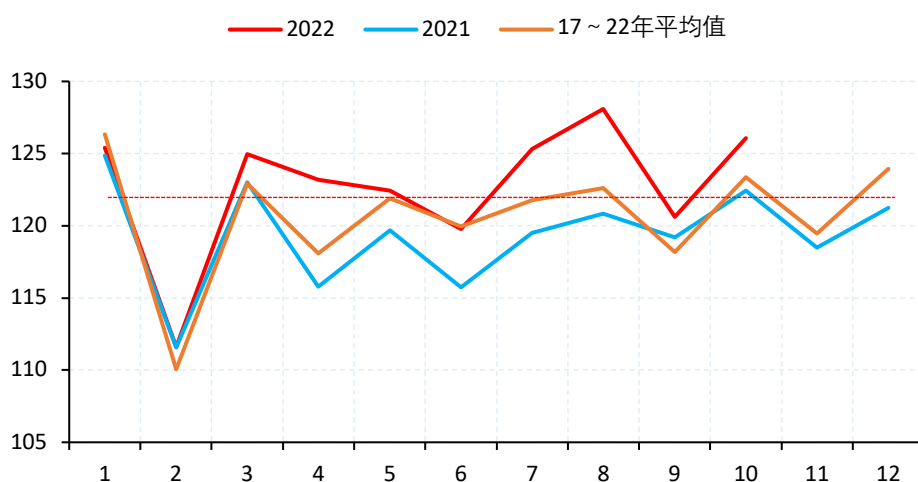
数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

供需

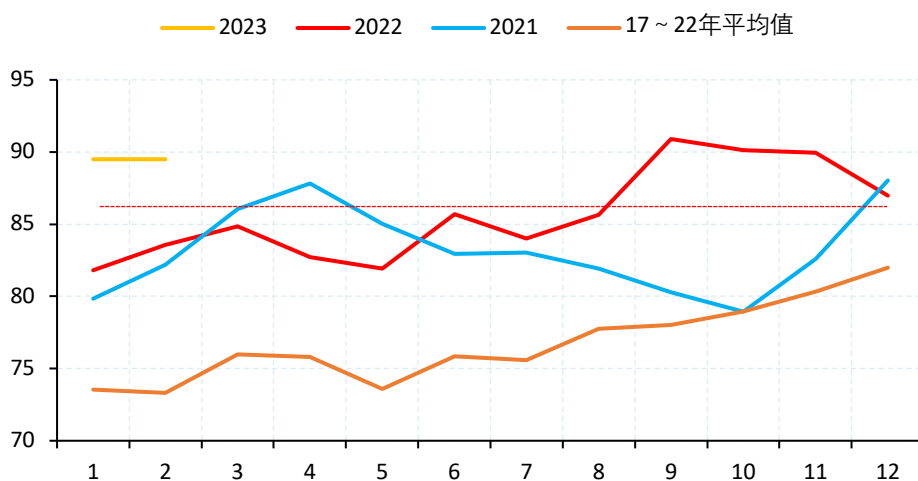
新增铜矿产能的释放是否会带来实际供给压力，还要盯住冶炼产出传导。我们可以通过 ICSG 和 SMM 统计的国内外逐月产量数据验证：海外冶炼产量长期较为平稳（占比超 55%），但今年冶炼增长也超过 17~22 年均值水平，截至 22 年 10 月（统计偏滞后），海外冶炼产量同比增长 3%；国内冶炼产量因中间环节废铜及粗铜不足，22 年有些受限，但总体看，增长趋势更为明显，全年累计增长 3%。

2023 年，预计全球冶炼产量依然会稳步增长，但大头会在国内（新项目爬坡叠加老项目提升开工率），上半年甚至可能达到 5% 水平（1 月预计 9.4%，同比有基数因素）。

ICSG 海外电解铜产量



SMM 中国电解铜产量

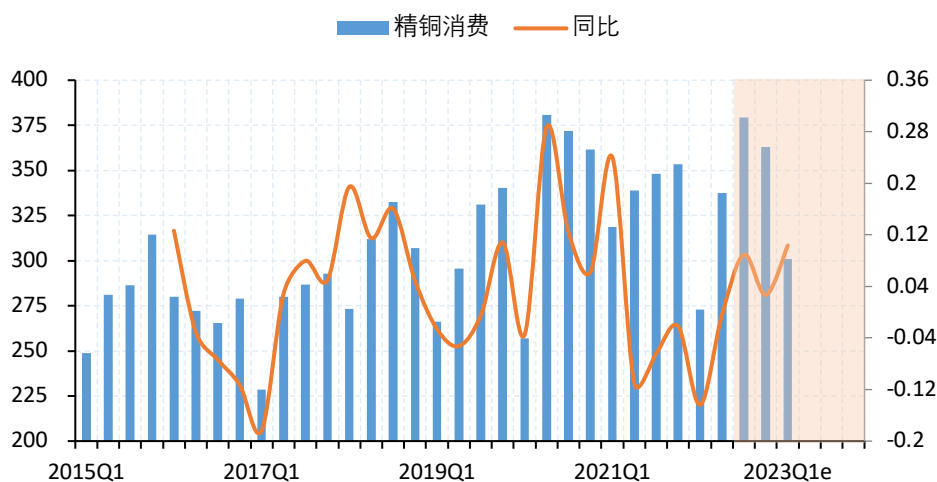


数据来源：ICSG，SMM，EAF

中外在铜需求上有所不同，中国需求占比会高一些（占比超 55%¹），也更易跟踪：2 季度受疫情影响复苏偏慢，3 季度基建加码、尤其是电网电源投资拉动、需求加速，但 4 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。

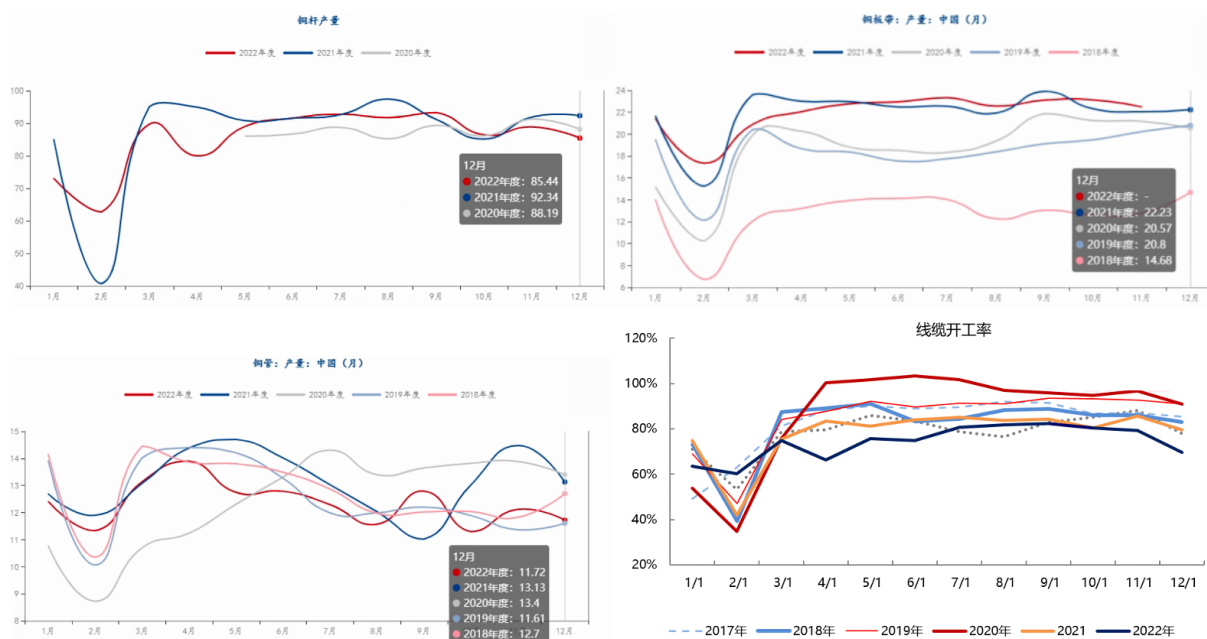
¹ 考虑到大量机电类产品出口，实际上在国内市场消费的铜并没有表观数据这么高。

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（为精铜和废铜制杆合计）同比、环比均转下降；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。



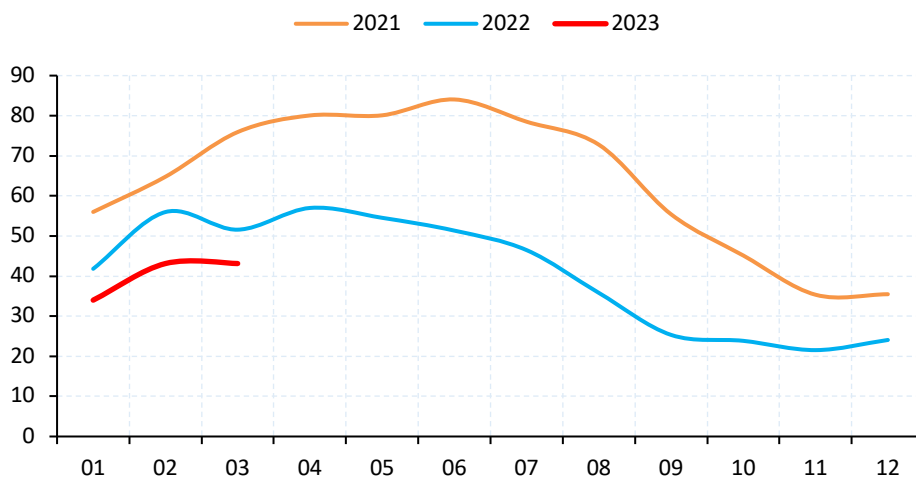
数据来源：Mysteel，SMM，EAF

因此，从表观需求和加工需求角度看，当前中国电解铜市场供需加速边际走弱，前期低库存、高基差的现货紧张状态已经逐步缓和。预计23年一季度，由于受疫情放开及淡季施工偏弱影响，国内需求还会表现偏弱，元旦累库斜率已显示较往年稍高。

库存

截至本周，三大交易所加上海保税的铜显性库存 43 万，低位略回升。

铜显性库存（三大交易所+上海保税）



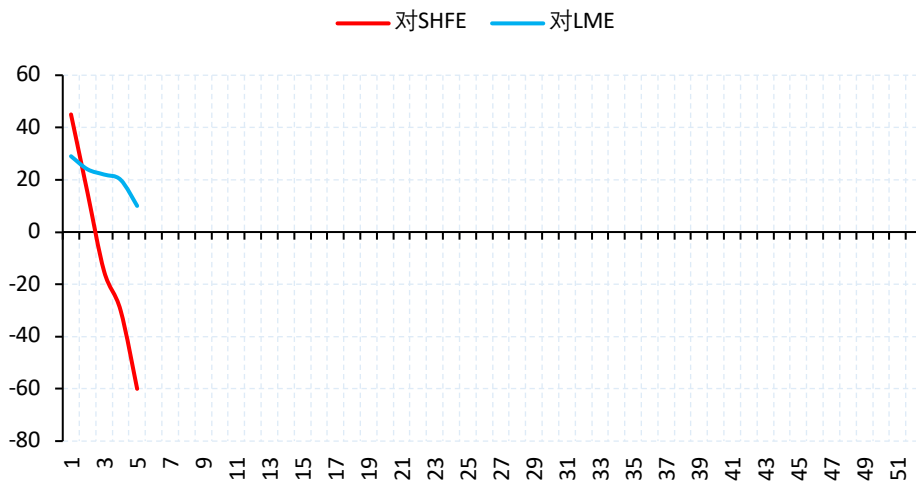
数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

价差

铜作为期货定价的品种，现货市场主要观察升贴水及进口铜溢价变化。

8~10 月下游订单改善，现货持续紧张，但 11 月开始，实际需求稳中稍降，现货落后于期货。与此同时，进口需求同步指标，洋山港铜提单溢价，近期也下跌至 10 美金/吨，显示需求回落。

2023年上海 铜 现货升贴水



数据来源：SMM, Wind, EAF