

2023年2月24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：

预期：国内刺激，复苏的方向是确定的；但较长时间以来，铜的定价跟随欧美经济，接下来较重要的需求变量在于美国是浅还是深衰退，浅衰退很大可能对应中国强复苏、深衰退可能对应中国弱复苏，前者或后者之间的转换，要观察美国抗通胀对加息进度的影响。

评估：美国就业还是比预期好，加息终点提升，经济增长虽不明朗但最近有上修，国内强预期走向现实验证阶段，处于相对有利的需求组合验证期。

现实：海外干扰风险增大，供给增长有所下调，铜的过剩压力收窄了些。

库存：

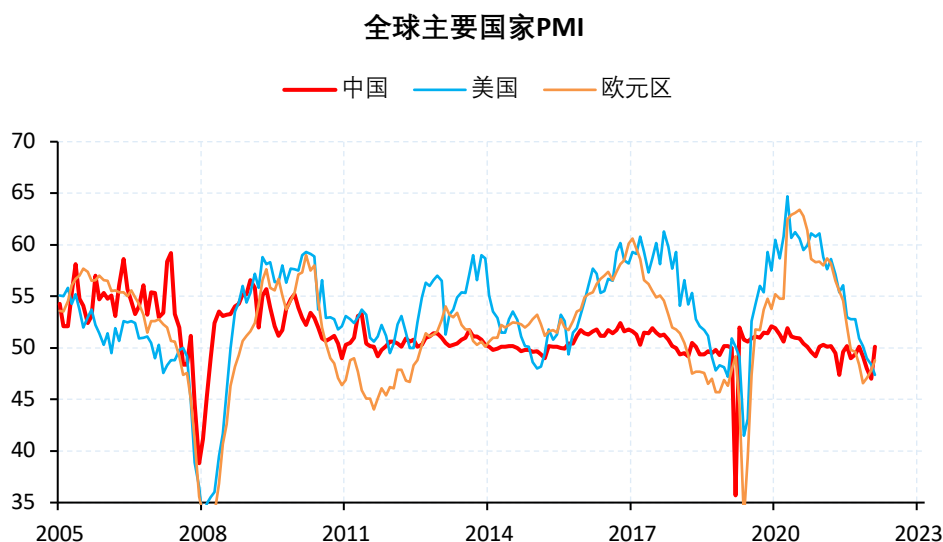
本周全球三大交易所加上海保税的铜库存 48.6 万吨（+1），库存低位、淡季回升。

价差：

本周上海现货贴水115元/吨（-50），保税提单溢价23美金/吨（-2）。

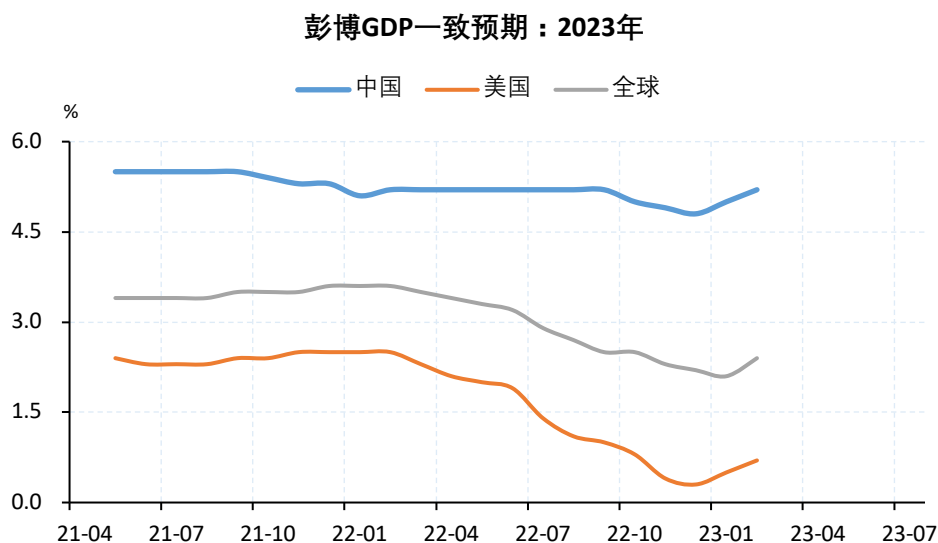
宏观

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

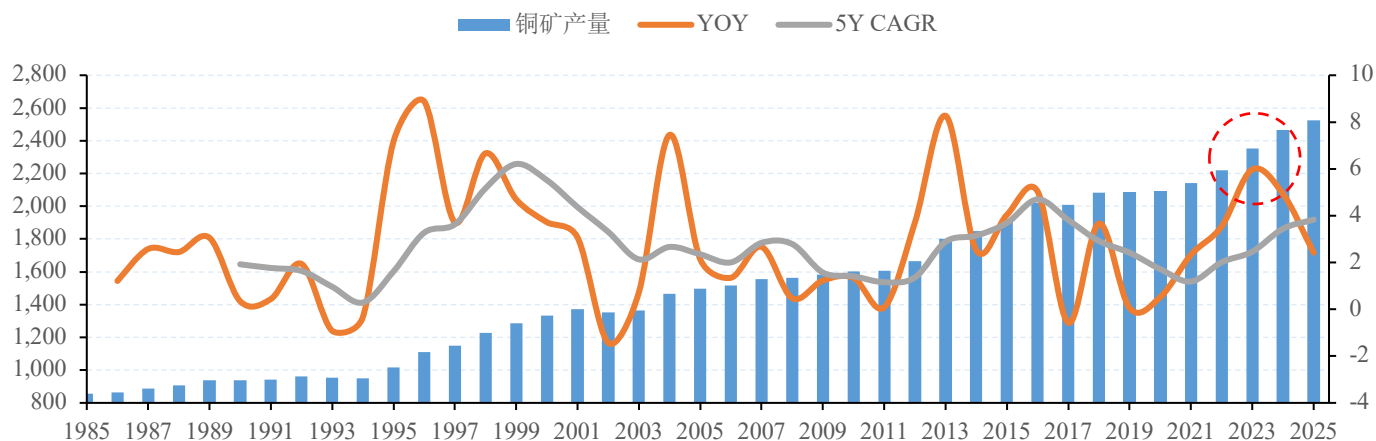
23 年海外通胀回落的概率在提升，而国内防疫政策转变和稳地产政策相继出台、中长期预期好转，但当下全球经济增长仍上修前景还不明朗：这种组合下，一方面要关注海外实际衰退的程度，一方面要重视中国复苏的强度。需要注意的是，由于 4 季度中国出口负增长扩大验证海外需求下滑这一事实，这一点可能会拖累中国复苏强度。



数据来源：Bloomberg, EAF

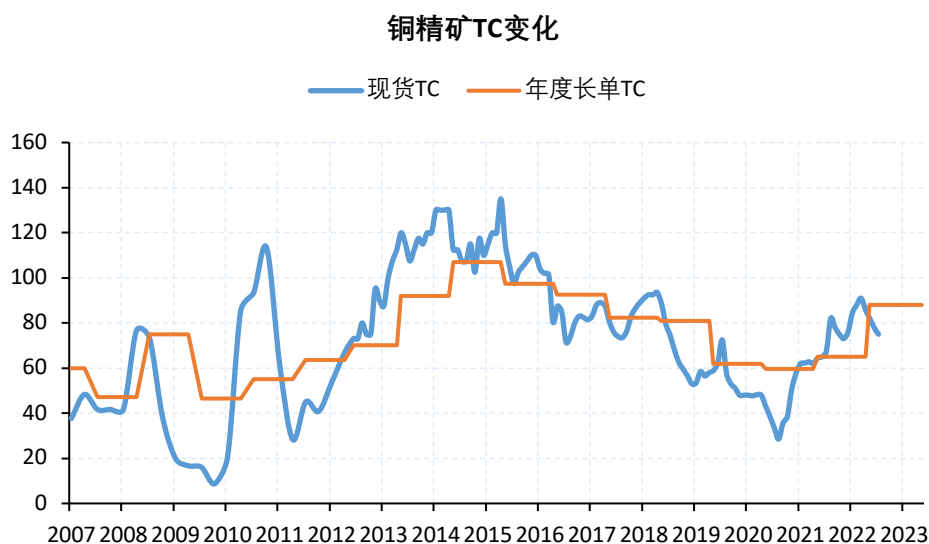
产业

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 12 月智利铜产量保持负增长、秘鲁产量受到运输干扰带来阶段性停产等。



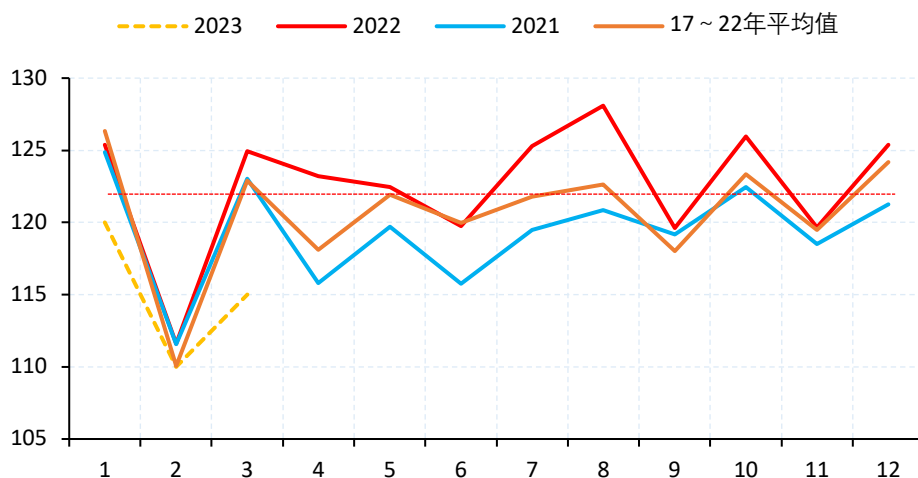
数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

供需

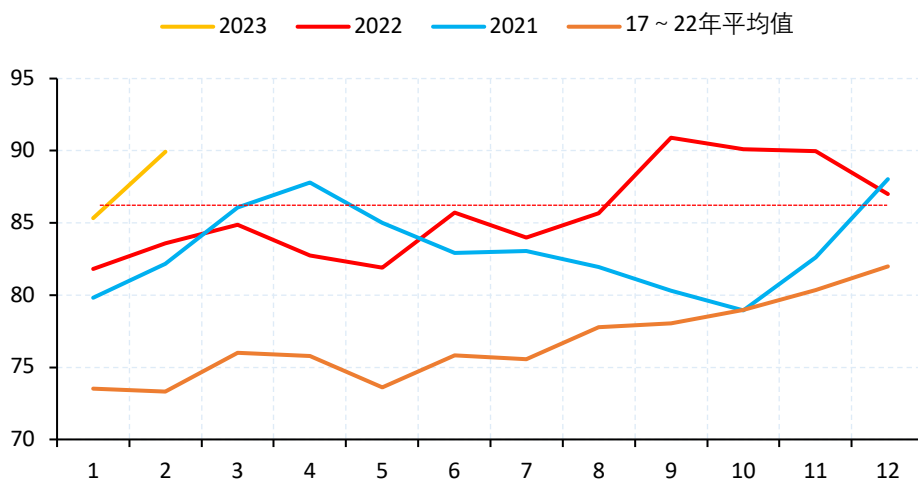
新增铜矿产能的释放是否会带来实际供给压力，还要盯住冶炼产出传导。我们可以通过 ICSG 和 SMM 统计的国内外逐月产量数据验证：海外冶炼产量长期较为平稳（占比超 55%），但今年冶炼增长也超过 17~22 年均值水平，截至 22 年 12 月（统计偏滞后），海外冶炼产量同比增长 3%，全年累计增长 2.6%；国内冶炼产量因中间环节废铜及粗铜不足，22 年有些受限，但总体看，增长趋势更为明显，全年累计增长 3%。

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（2 月预计 7.6%，同比有基数因素）。

ICSG 海外电解铜产量



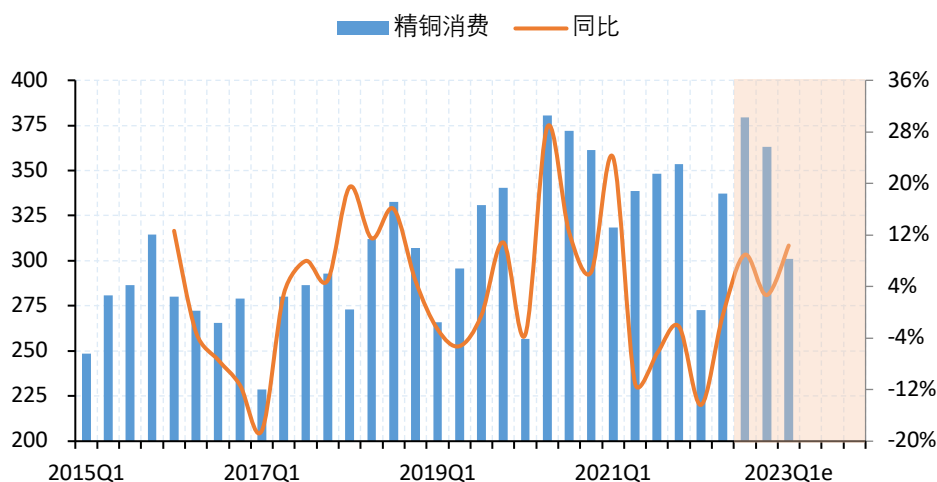
SMM 中国电解铜产量



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：1 季度因疫情及春节影响复苏偏慢、社会库存出现累积，不过由于 23 年国网投资规划上调、新能源消费持续高增以及地产低位稳定，需求增长预期会好于 22 年。

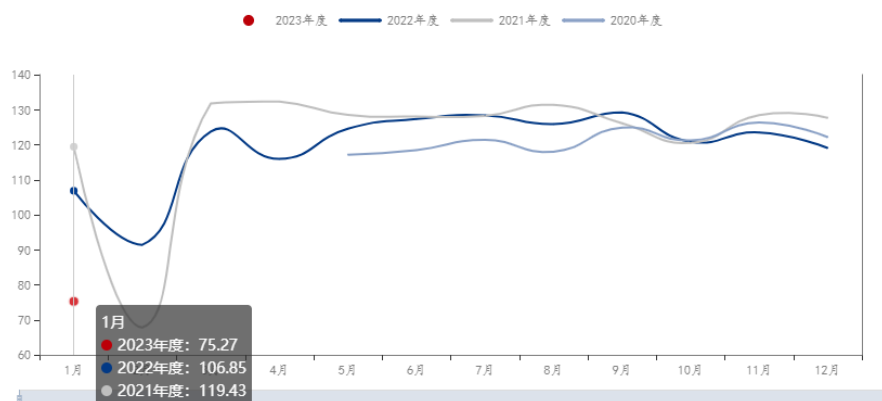
中国铜季度平衡



数据来源：海关，SMM，EAF

加工需求端，一季度需求偏弱主要是体现在 1 月份，即疫情和春节影响了复工进度，且今年闰二月，复苏斜率可能 3 月才会加快。

Mysteel 钢材（杆、管、板带）产量



数据来源：Mysteel，SMM，EAF

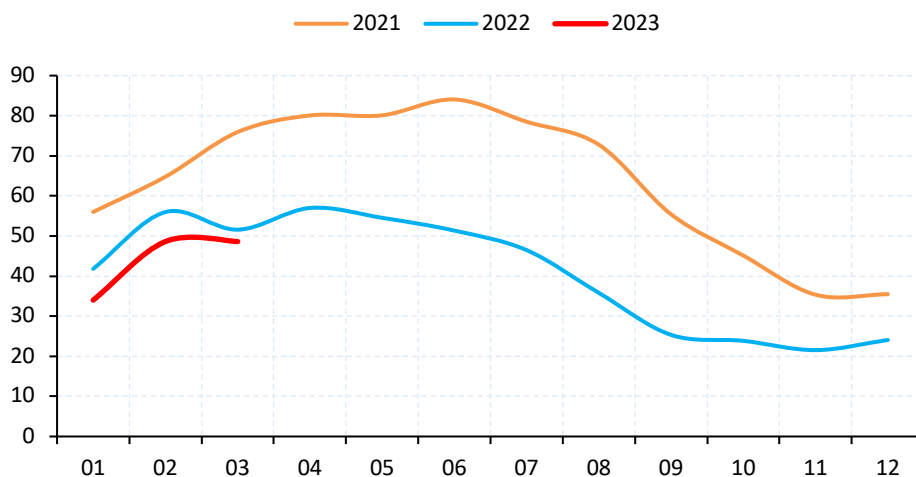
因此，从表观需求和加工需求角度看，当前中国电解铜市场处于供需最弱时点，1~2 月份高库存、低基差的现货状态预计会随着需求改善而出现恢复。

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。

库存

截至本周，三大交易所加上海保税的铜显性库存 48.6 万，低位略回升。

铜显性库存（三大交易所+上海保税）



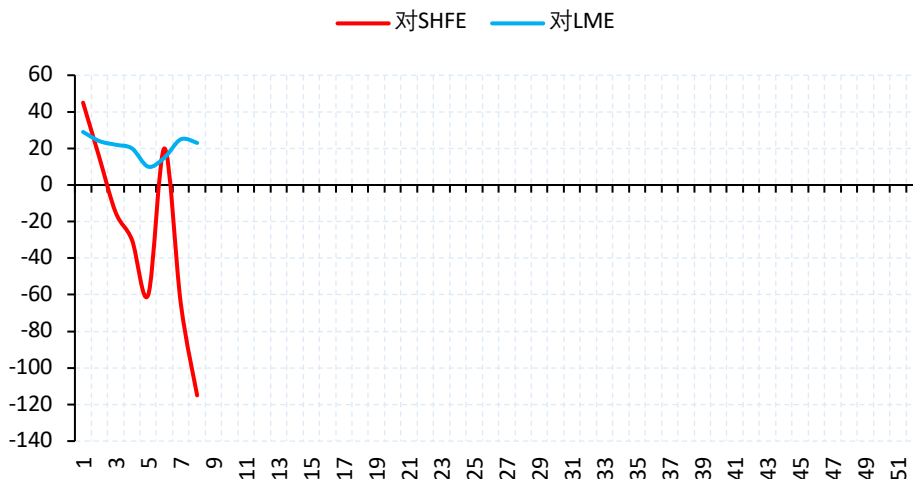
数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

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。

春节前后，国内处于传统淡季，实际需求下降，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，也下跌至 23 美金/吨，显示需求回落。春节第 4 周下游略现补库，缓慢恢复。

2023年上海 铜 现货升贴水



数据来源：SMM, Wind, EAF