

2023年3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

经济增长预期持续上修，海外现实维持较好、国内现实开始走好。

从偏预期的上涨转为偏现实的上涨。

基本面

供需：

预期：中国刺激经济、增长恢复，欧美利率高企、经济趋缓，这种组合下，预期需求会在复苏与衰退之间切换，两者之间转换对行情的影响，值得重视。

评估：美国就业还是比预期好，加息终点提升，经济增长上修，国内强预期进入现实验证，处于相对有利的需求组合。

现实：海外铜矿干扰增加、供给下修，国内社库拐头下降，现货有所企稳。

库存：

本周全球三大交易所加上海保税的铜库存 49.4 万吨（+0.8），库存低位、淡季回升。

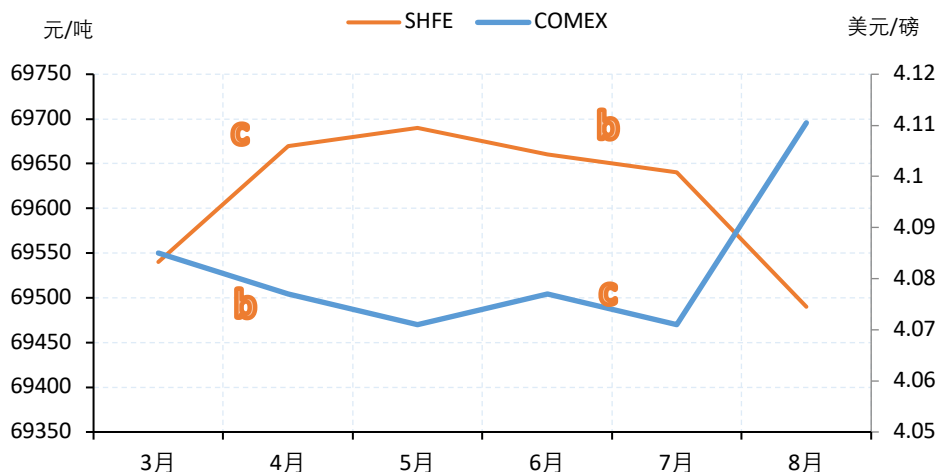
价差：

本周上海现货贴水0元/吨（+115），保税提单溢价24美金/吨（+1）。

HIGHLIGHTS

可以观察到一个有意思的现象，目前沪铜和美铜的期限结构完全不同：沪铜 5 月前后 contango 转 back，而美铜 5 月前后 back 转 contango。

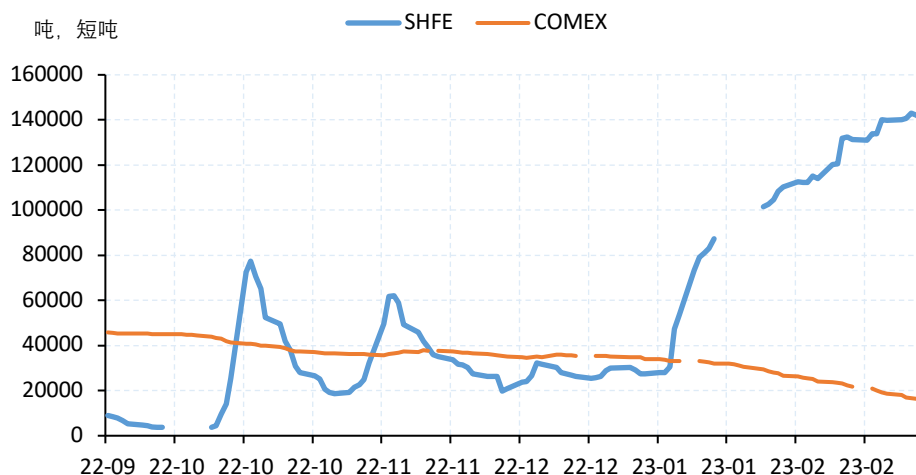
沪铜与美铜期限结构有别



数据来源：Wind（取 2023/3/3 收盘价），EAF

逻辑上讲，沪铜库存低位累积、而美铜库存低位回落，当然可以有效解释 5 月前两者期限结构差异，即国内现实消费偏淡、近月 contango，美国现实消费偏强、近月 back。

沪铜与美铜库存

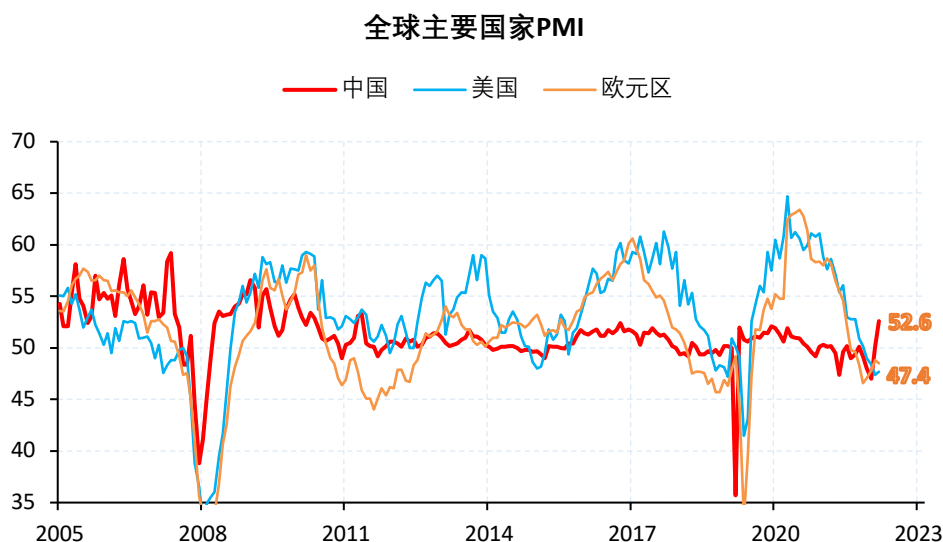


数据来源：Wind，EAF

而 5 月之后的结构则是在暗示市场对中美故事转换的不同预期：国内进入旺季、前期偏低进口以及阶段性偏高检修都会带来去库，但海外消费因政策利率终点进一步提升可能会有弱化。从概率角度看，国内预期是否兑现近期可能就会先看到，但海外衰退是否来临也正如 COMEX 结构所示，可能要到下半年了。

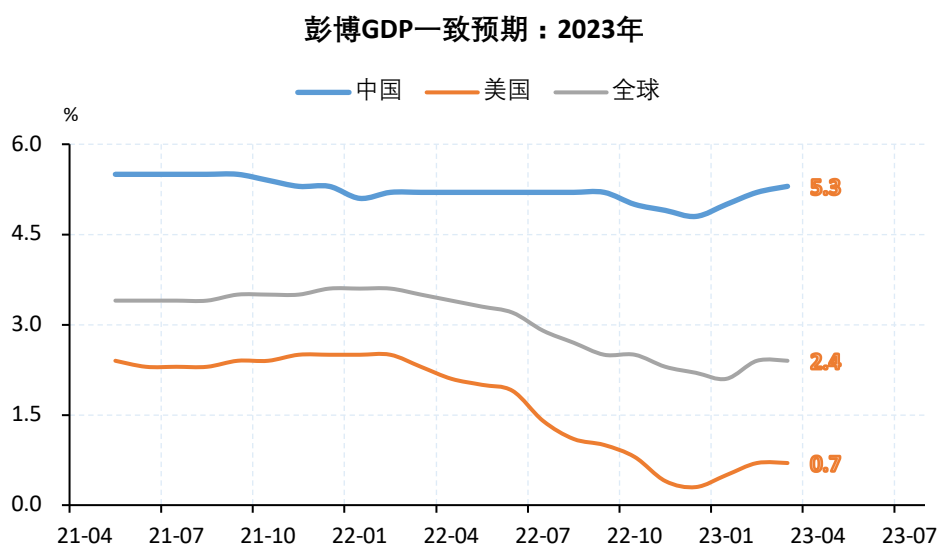
宏观

23 年内外宏观形势依然复杂：中国刺激经济、增长恢复，而欧美利率高企、经济趋缓，这种组合下，预期需求会在复苏与衰退之间切换，谓“Divergence Across Pacific”。而作为工业味精的铜通过制造业应用到各个终端领域，如建筑、电网、汽车、机械等，所以，我们也能从内外 PMI 景气验证铜的这种复杂状态：欧美需求持续回落，而国内因地产稳定和疫情放开快速好转。



数据来源：Bloomberg, EAF

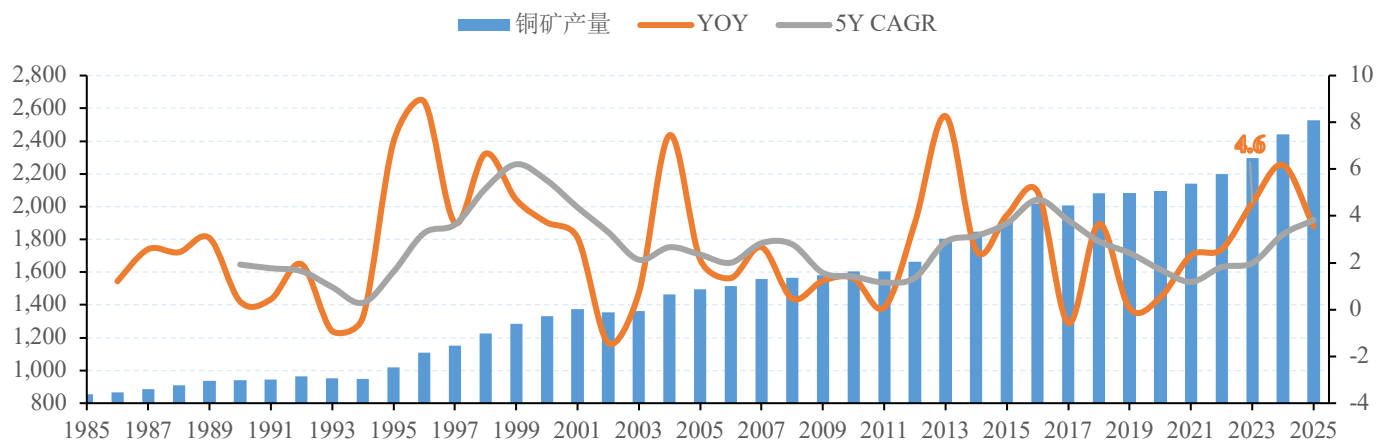
尽管内外经济预期不尽一致，但海外经济还在维持增长却是事实，因此，配合国内防疫政策转变和稳地产政策相继出台，当下全球经济增长已有上修。



数据来源：Bloomberg, EAF

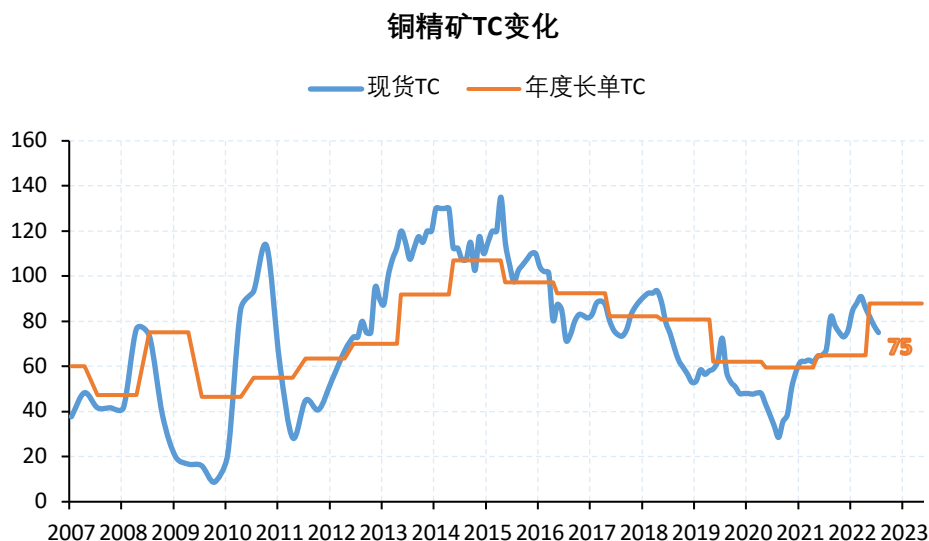
产业

2022 年全球铜矿供给进入“3 年小高峰”阶段，几座大型铜矿相继投产会继续提升全球铜矿产量，预计 23 年增长达 4.6%。



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，一季度以来，南美等地的生产和运输干扰已带来产量下修。



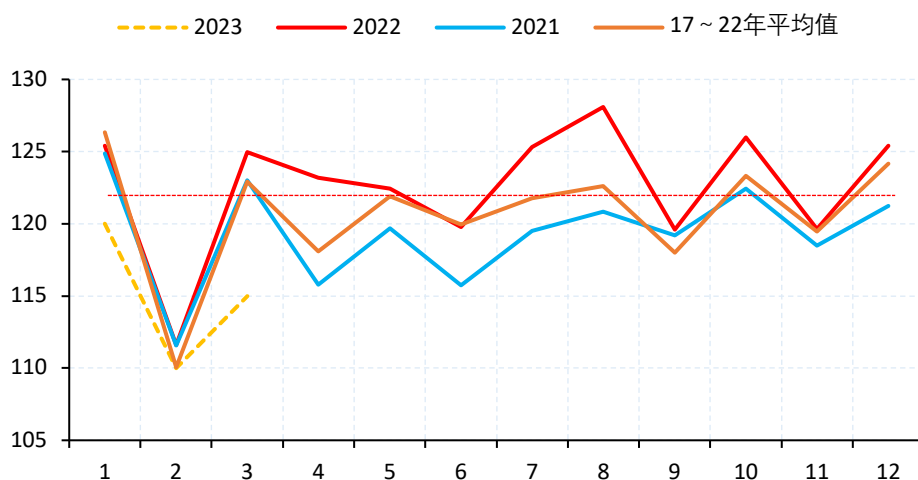
数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

供需

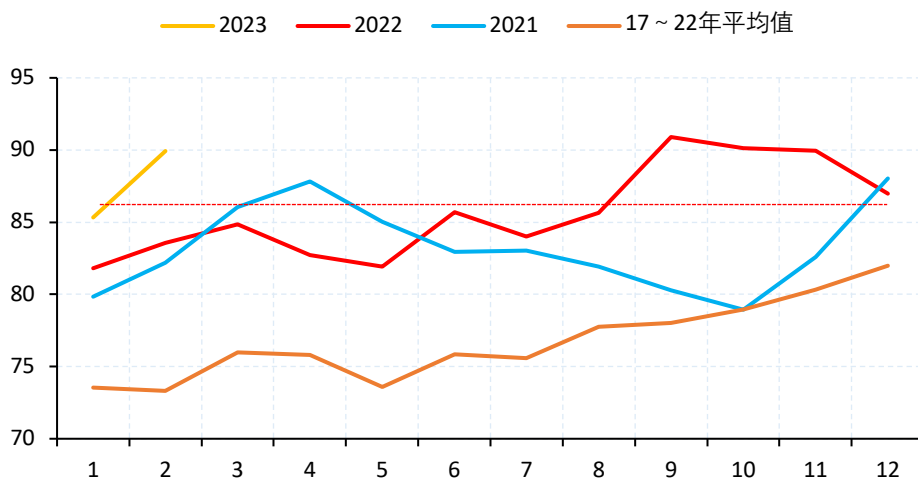
新增铜矿产能的释放是否会带来实际供给压力，还要盯住冶炼产出传导。我们可以通过 ICSG 和 SMM 统计的国内外逐月产量数据验证：海外冶炼产量长期较为平稳（占比超 55%），22 年冶炼增长也超过 17~22 年均值水平，累计增长 2.6%，12 月最新产量增长 3%（统计偏滞后）；国内冶炼产量因中间环节废铜及粗铜不足，22 年有些受限，但总体维持增长，全年累计增长 3%。

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

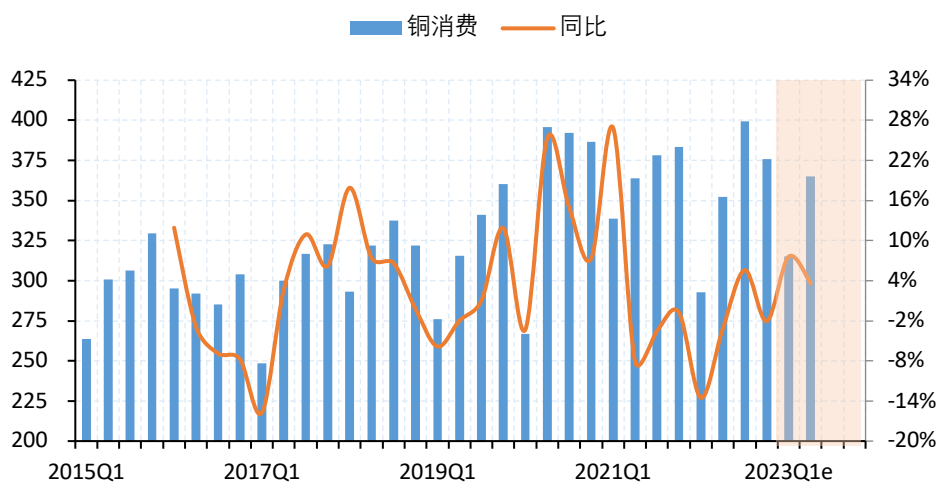


数据来源：ICSG（虚线为预测值），SMM（最新数据为预测值），EAF

中外在铜需求上亦有不同，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。

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。

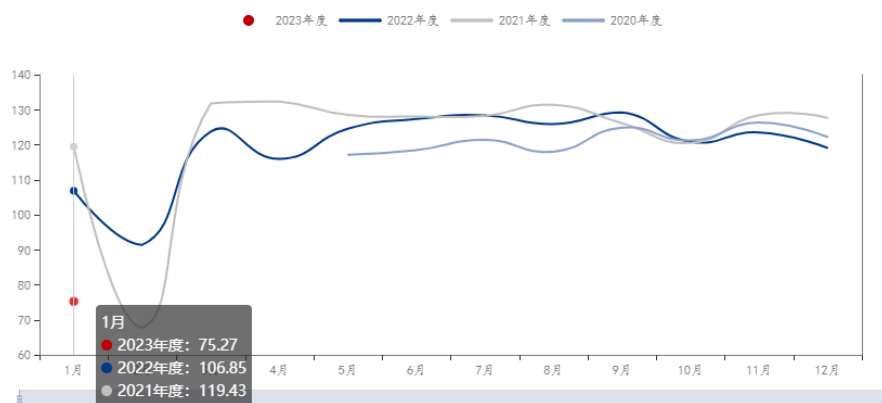
铜季度平衡（考虑废铜）



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 铜材（杆、管、板带）产量



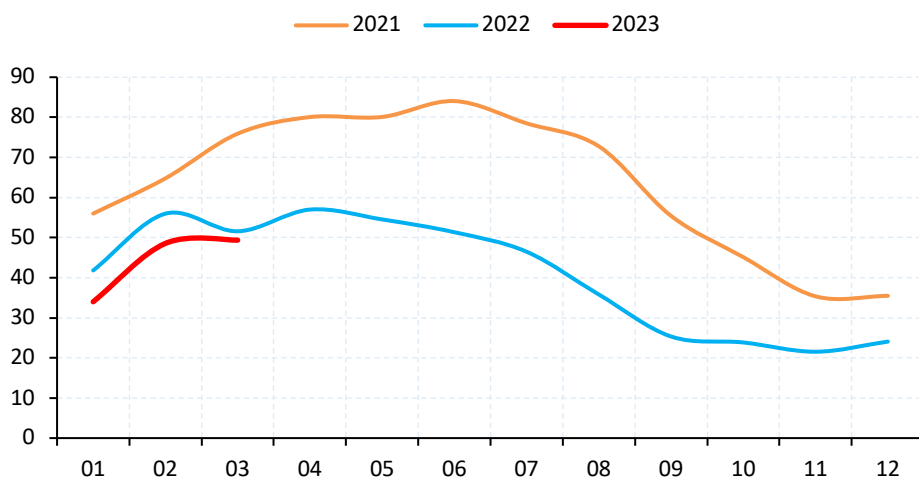
数据来源：Mysteel，SMM，EAF

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。

库存

截至本周，三大交易所加上海保税的铜显性库存49.4万，低位略回升。

铜显性库存（三大交易所+上海保税）



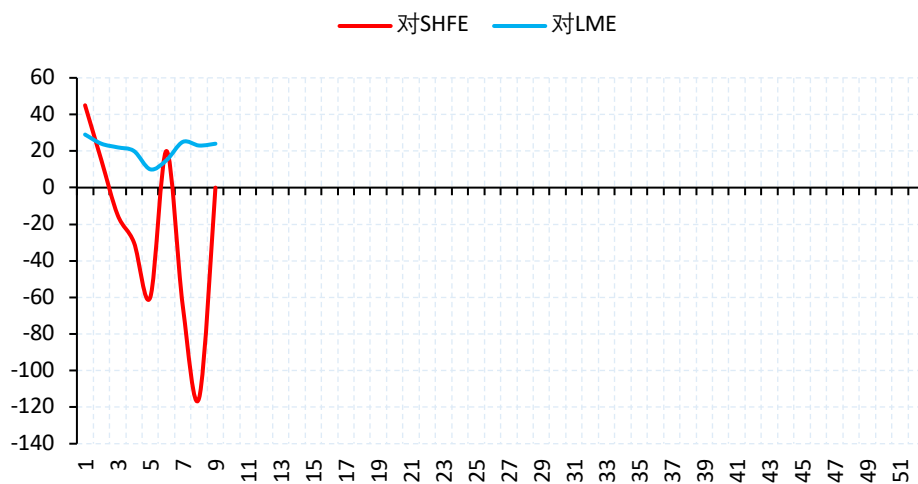
数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

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，也维持 24 美元/吨低位，显示需求回落。

2023年上海 铜 现货升贴水



数据来源：SMM, Wind, EAF