

2023年3月10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 48 万吨（-1.4），库存低位、淡季回升。

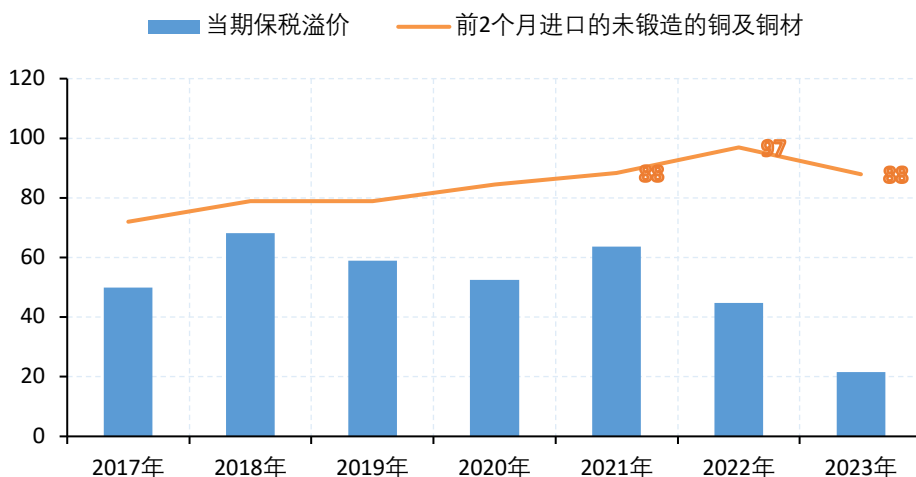
价差：

本周上海现货贴水75元/吨（+75），保税提单溢价30美金/吨（+6）。

HIGHLIGHTS

2023 年前 2 个月进口的未锻造铜和铜材数据公布，为 88 万吨，同比-10%，与观察到的国内因疫情和春节因素带来的消费疲软较为匹配，但有意思的现象是，进口数据在量价层面略显不对称：分析过往 7 年历史数据，在进口大幅且维持较长时期的亏损状态下（即价的方面，参考下图保税溢价），实际进口（即量的方面）远高于过往几年、甚至持平于需求较为旺盛的 21 年同期。

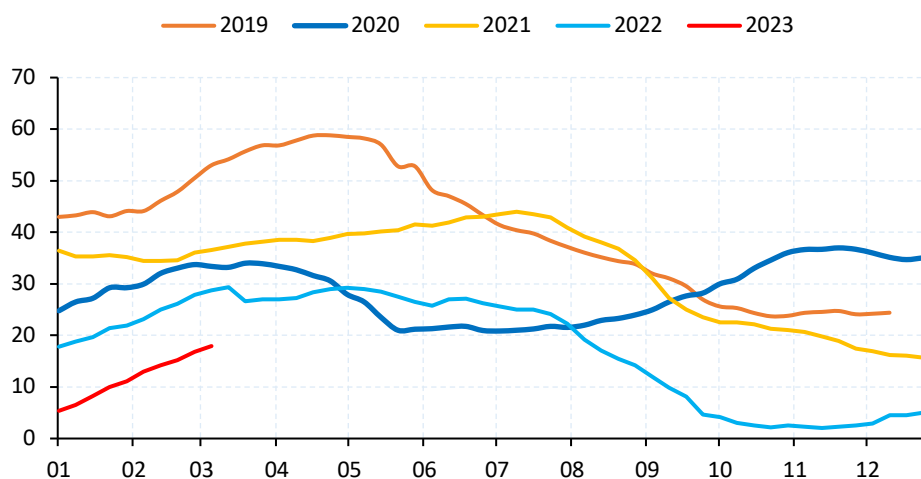
略显量价不对称的铜进口



数据来源：Wind，EAF

逻辑上讲，这种量价不对称的状态，跟 22 年三季度国内现货十分强劲（现货升水一度 500 元/吨以上）带来的延迟进口有关，但在 1~2 月冶炼厂增加出口量的背景下，保税累库依然较为正常，这说明多余的进口铜和国内粗、废恢复带来的冶炼增量都有可能被消化，而更近一步观察国内铜材加工增长情况（图见下文），复苏预期逐步兑现似乎是铜进口略显量价不对称的原因。

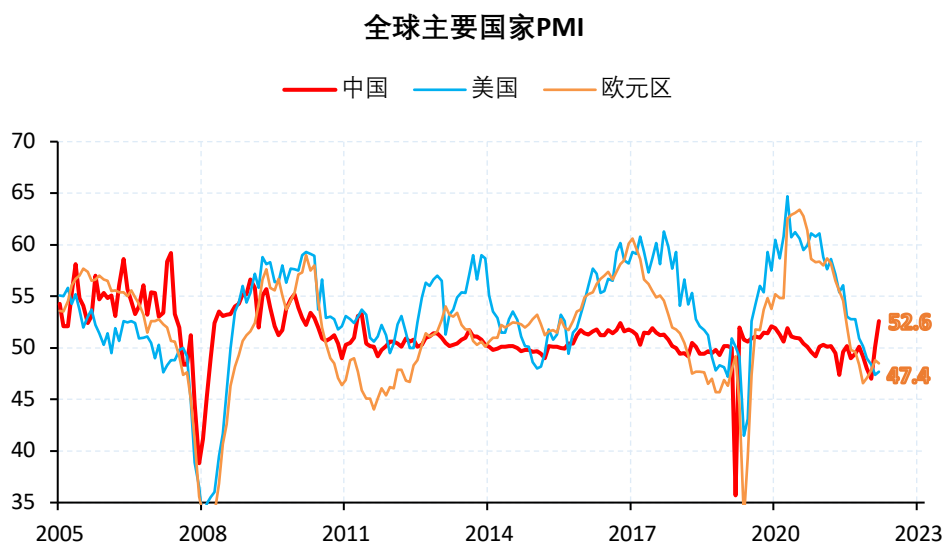
smm上海保税铜库存



数据来源：SMM，EAF

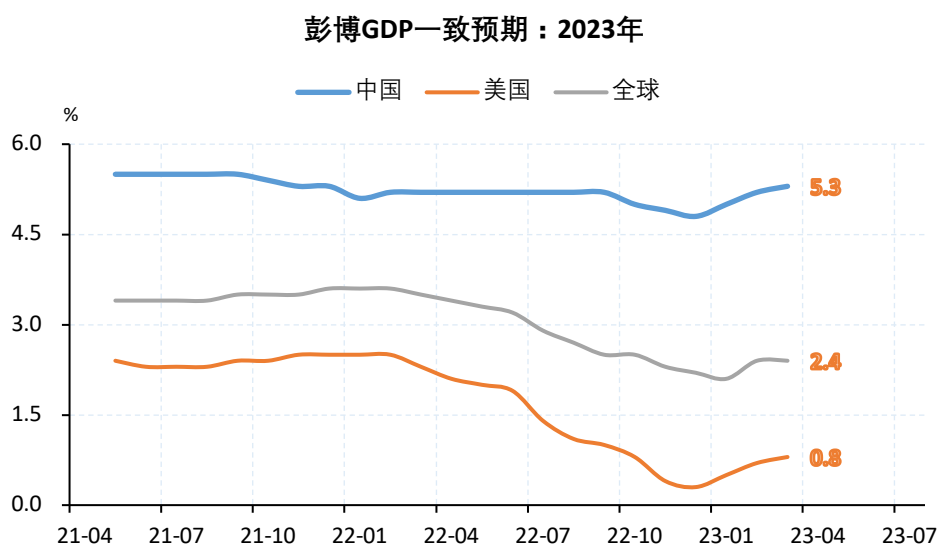
宏观

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

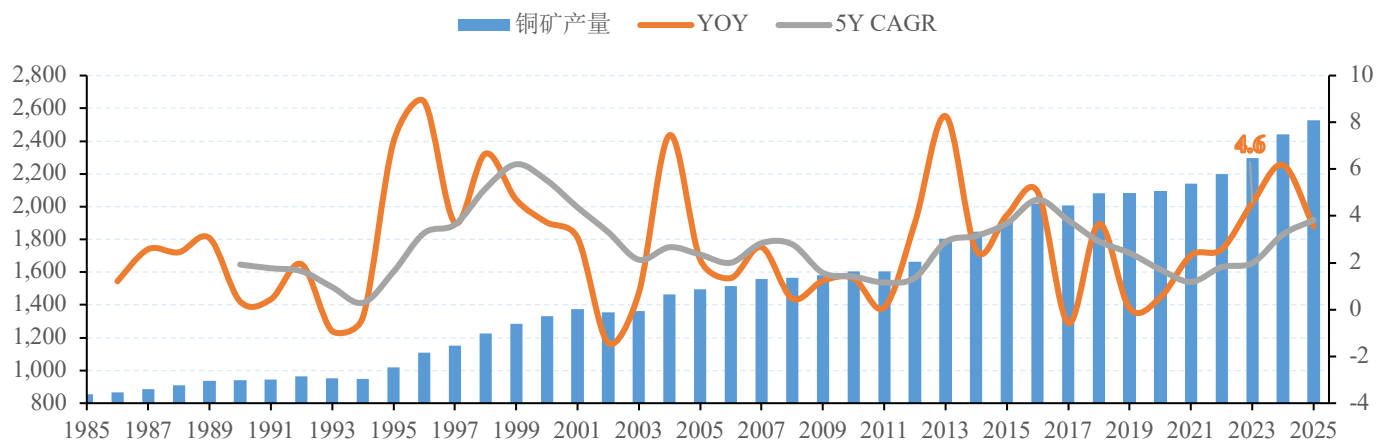
尽管内外经济预期不尽一致，但海外经济还在维持增长却是事实，因此，配合国内防疫政策转变和稳地产政策相继出台，当下全球经济增长已有上修。



数据来源：Bloomberg, EAF

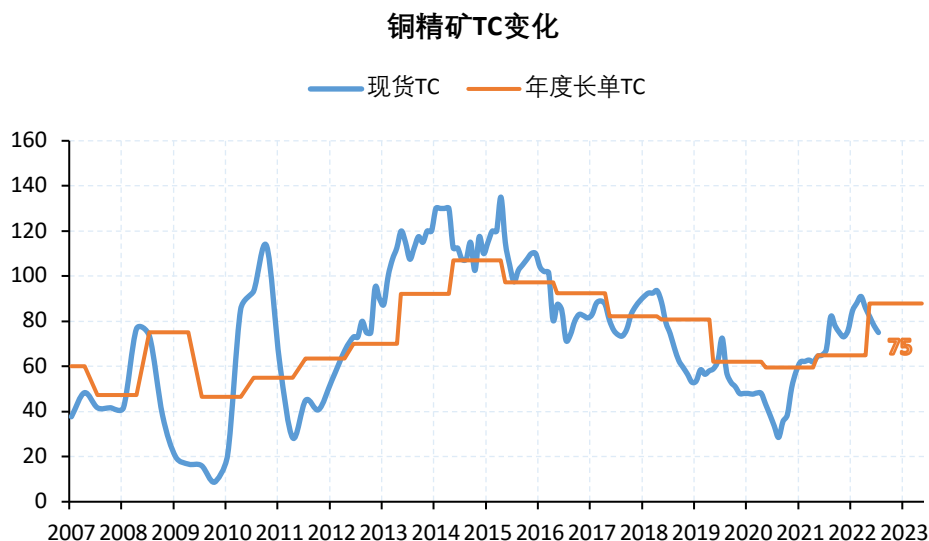
产业

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。

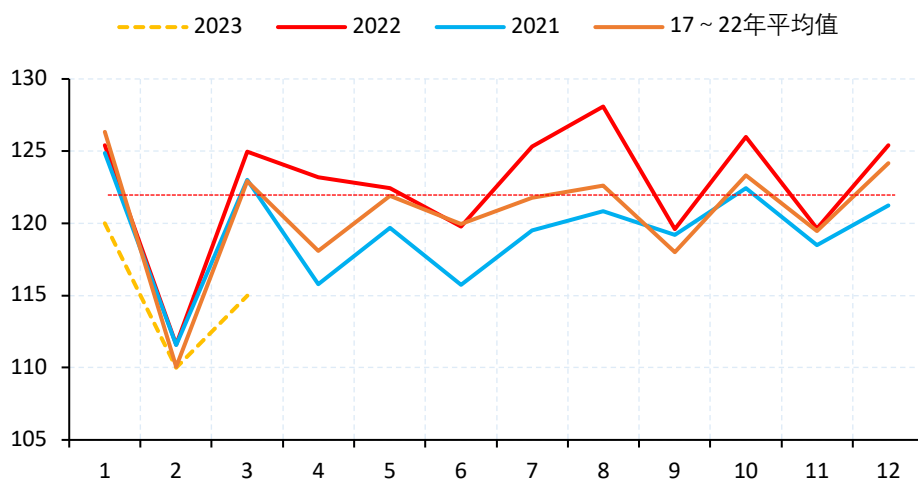


数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

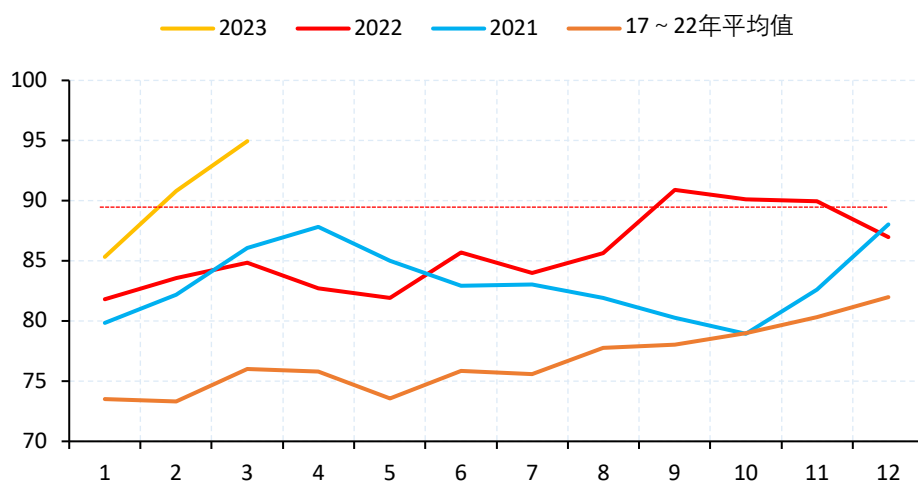
供需

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：2023 年，预计全球冶炼产量依然会稳步增长，海外产量（占比超 55%、统计偏滞后）变化不大、且上半年干扰及检修偏多，因此，增量大头会在国内（新项目爬坡叠加老项目提升开工率），上半年甚至可能接近 10%水平（3 月预计 12%，同比有基数因素）。

ICSG海外电解铜产量



SMM中国电解铜产量

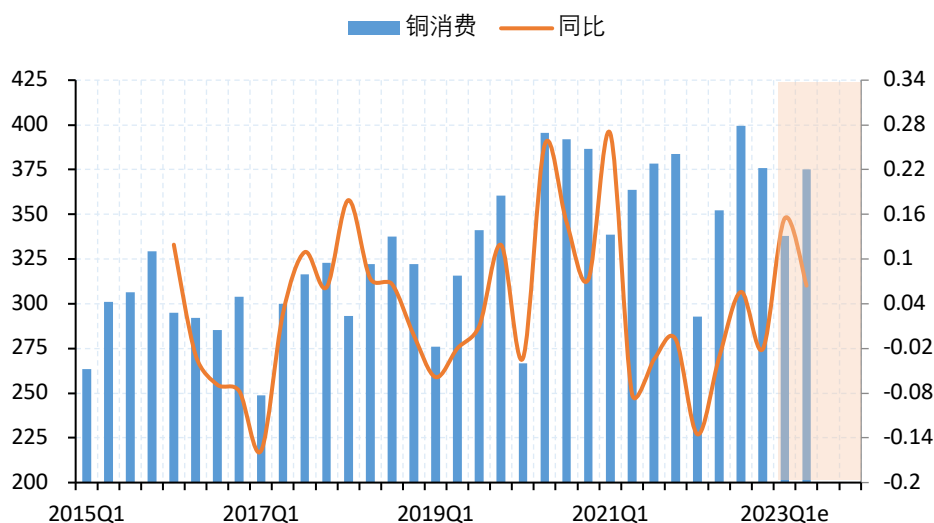


数据来源：ICSG（虚线为预测值），SMM（最新数据为预测值），EAF

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。

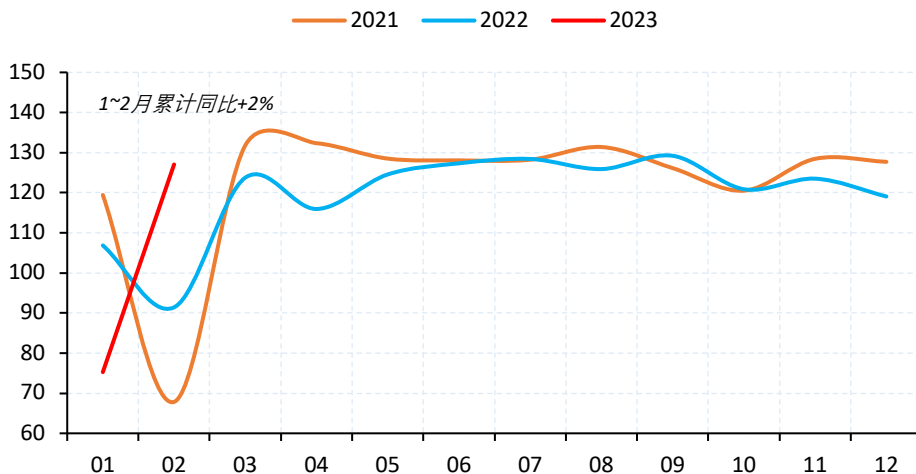
铜季度平衡（考虑废铜）



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，但1~2月总体铜材产量增长+2%，需求已有复苏，3月是农历闰二月，复苏斜率可能会稍缓。

Mysteel钢材产量（含杆、管、板带箔）



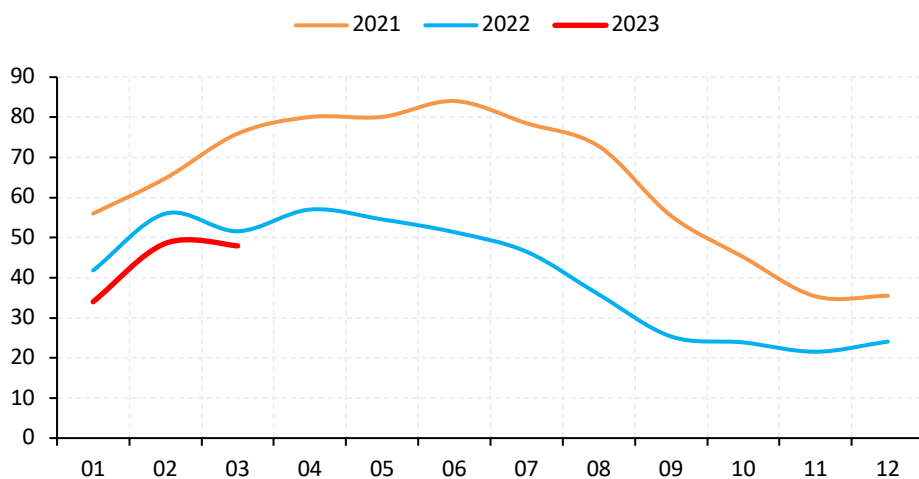
数据来源：Mysteel，SMM，EAF

因此，从表观需求和加工需求角度看，当前中国电解铜市场已过供需最弱时点，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48万，低位略回升。

铜显性库存（三大交易所+上海保税）



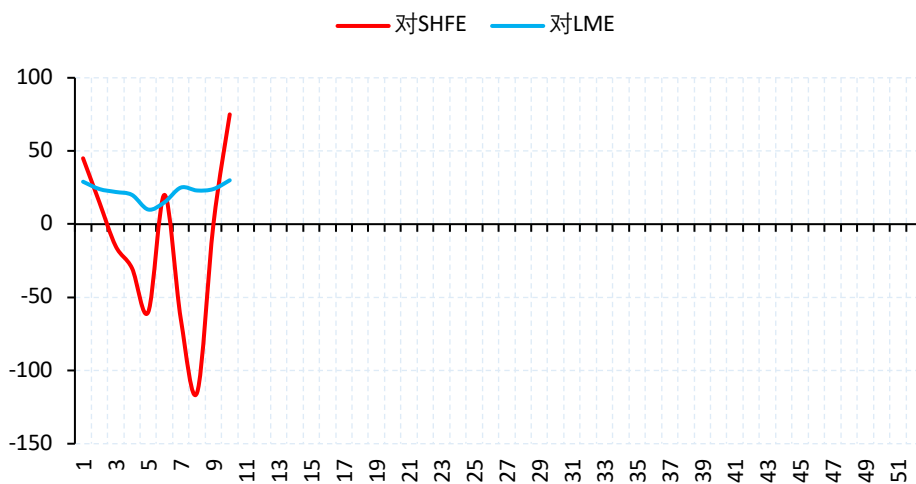
数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

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。

进入 3 月，国内需求逐步启动，实际需求回暖，现货开始升水。与此同时，进口需求同步指标，洋山港铜提单溢价，也有低位企稳、目前报 30 美元/吨。

2023年上海 铜 现货升贴水



数据来源：SMM, Wind, EAF