

2023年3月31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

欧美货币紧缩和风险事件影响远期增长预期，不过当前海外经济实际偏稳。

国内旺季需求逐步启动，实际订单的扩张是下一步支撑铜材加工企业进一步补库、从而驱动铜价的核心。

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：短期欧美加息、银行出险影响风险偏好，但国内强现实支撑也会持续。

现实：国内供需环比均有回升，季节性旺季支撑现货。

库存：

本周全球三大交易所加上海保税的铜库存 39.5 万吨（-3），库存低位、逐渐去库。

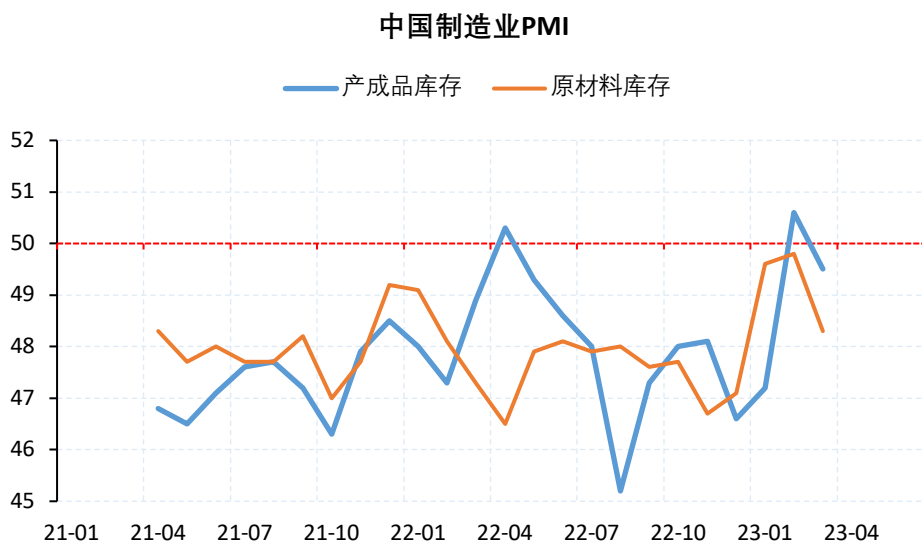
价差：

本周上海现货贴水50元/吨（-25），保税提单溢价37.5美金/吨（-5）。

HIGHLIGHTS

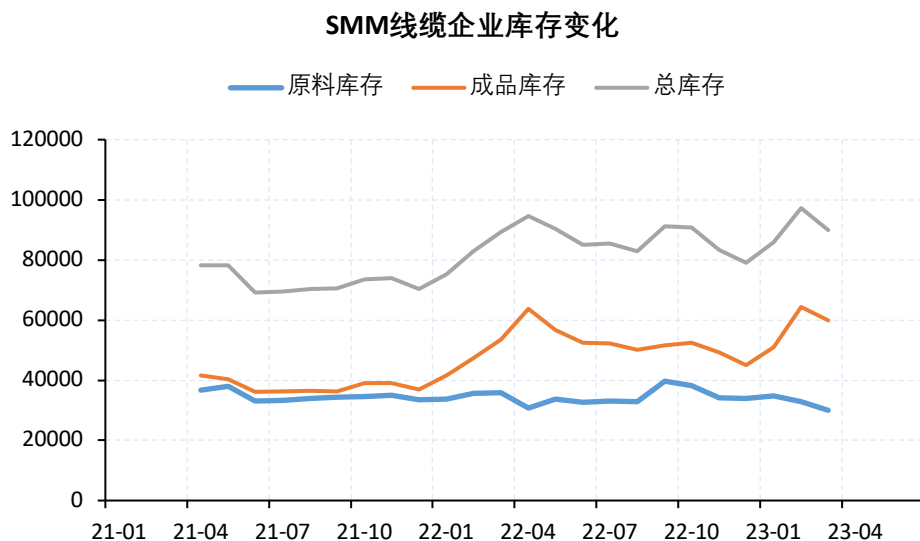
30日，总理在博鳌亚洲论坛上表示，3月份经济表现比1、2月份更好；31日，制造业PMI读数51.9%，保持扩张态势；而从生产法角度估算，1季度GDP也有望达到4%，经济呈现复苏特征。

但魔鬼在细节，从3月PMI数据分项中可以看出，生产指数为54.6%、高位扩张，但企业产成品库存却拐头收缩，这意味着自22年11月疫情放开以来的企业主动补库进程可能在接近尾声，而原材料库存加速收缩，可能也暗示企业在面对二季度需求时的谨慎态度。



数据来源：NBS, EAF

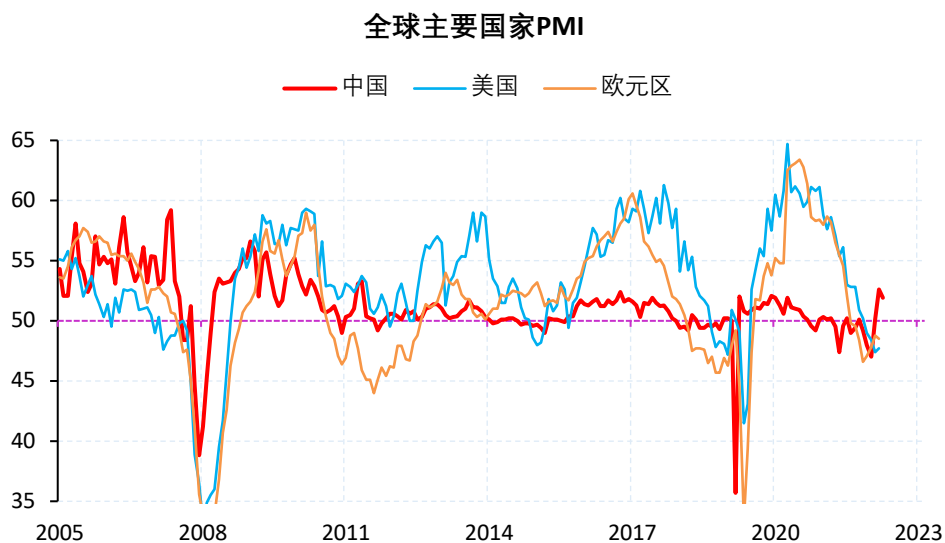
结合上海有色网公布的电线电缆企业开工率、库存变化及我们近期的草根调研，“生产足、订单弱”的感受也能匹配PMI数据：经过一个季度的主动补库后，线缆厂在3月份主动降成品库存，且未增加原料库存。可以预见的是，实际订单的扩张将是二季度支撑铜材加工企业补库、从而驱动铜价的重要微观变量。



数据来源：SMM, EAF

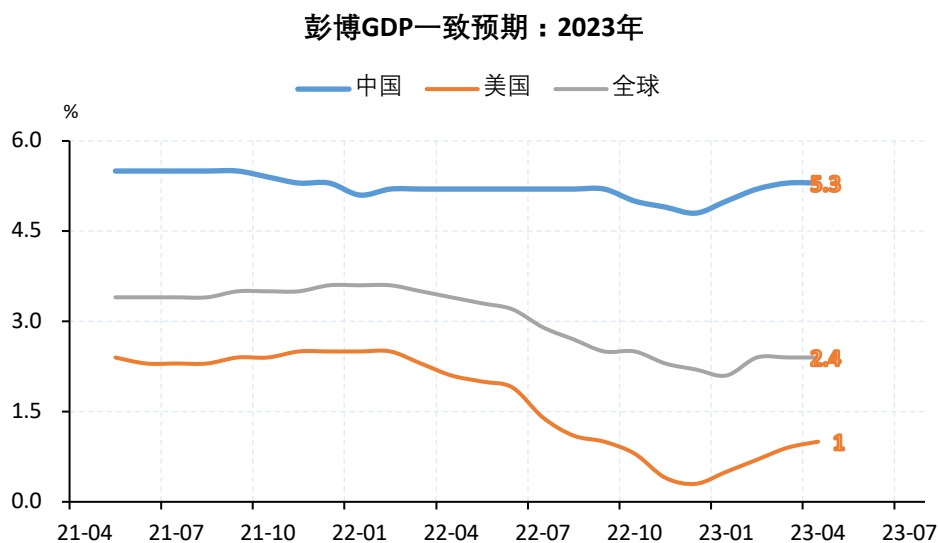
宏观

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 the 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

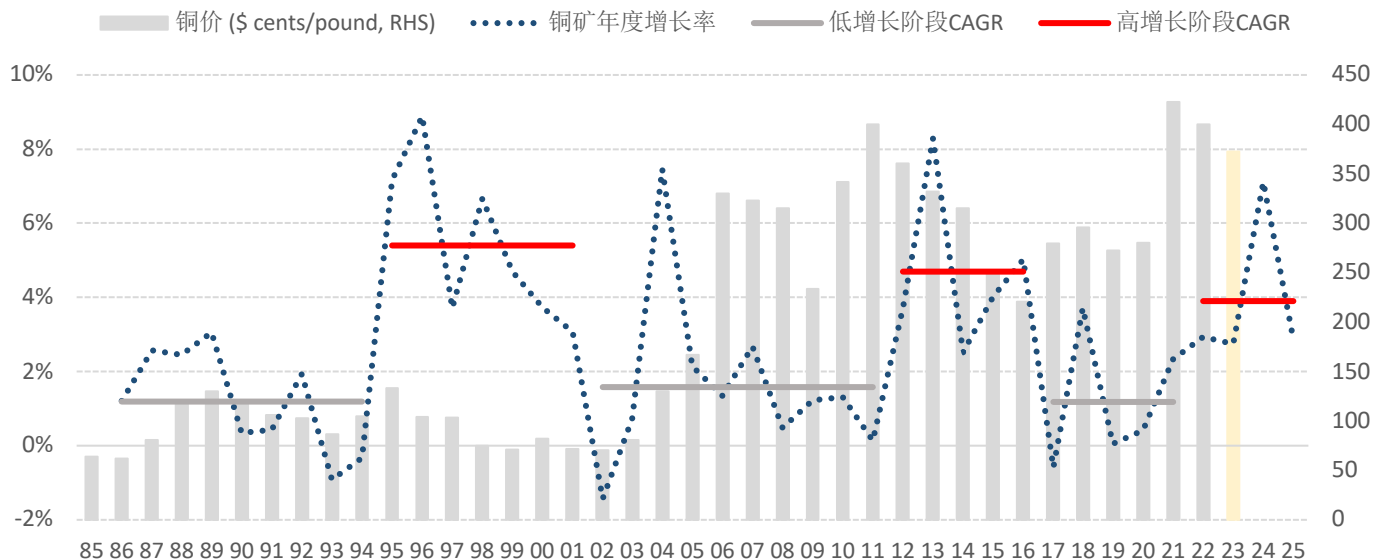
尽管内外经济预期不尽一致，但海外经济还在维持增长却是事实，因此，配合国内防疫政策转变和稳地产政策相继出台，当下全球经济增长已有上修。



数据来源：Bloomberg, EAF

产业

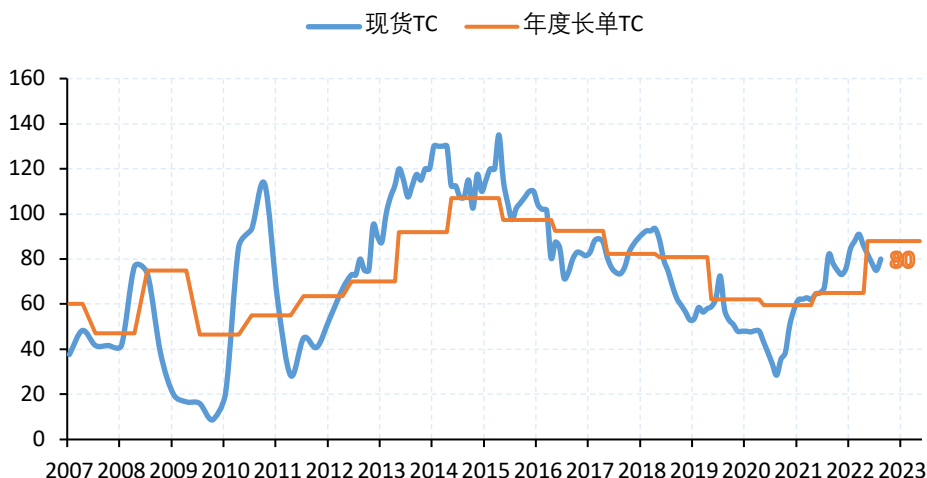
2022 年全球铜矿进入“供给小高峰”阶段，几座大型铜矿相继投产会继续提升全球铜矿产量，预计 22~25 年复合增长率达 3.9%。



数据来源：Wood Mackenzie, EAF

由于供给增速显著高于 2.6% 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。

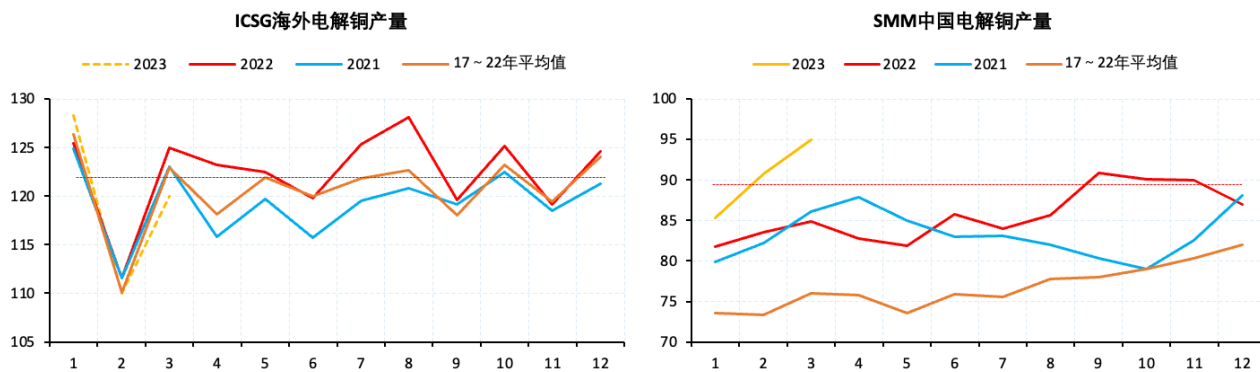
铜精矿TC变化



数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

供需

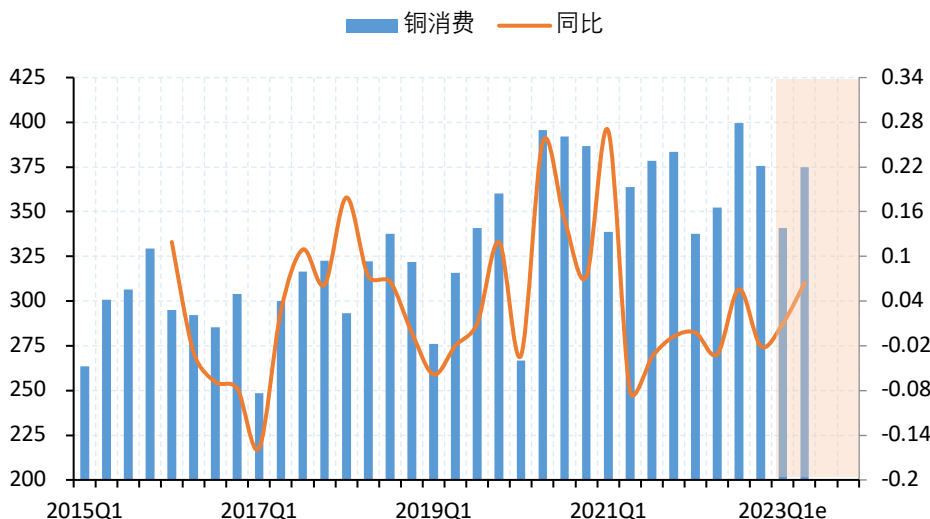
新增铜矿产能的释放是否会带来实际供给压力，还要盯住冶炼产出传导。我们可以通过 ICSG 和 SMM 统计的国内外逐月产量数据验证：2023 年，预计全球冶炼产量依然会稳步增长，海外产量（占比超 55%、统计偏滞后）变化不大、且上半年干扰及检修偏多，因此，增量大头会在国内（新项目爬坡叠加老项目提升开工率），上半年甚至可能接近 10%水平（3 月预计 12%，同比有基数因素）。



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。

铜季度平衡（考虑废铜）

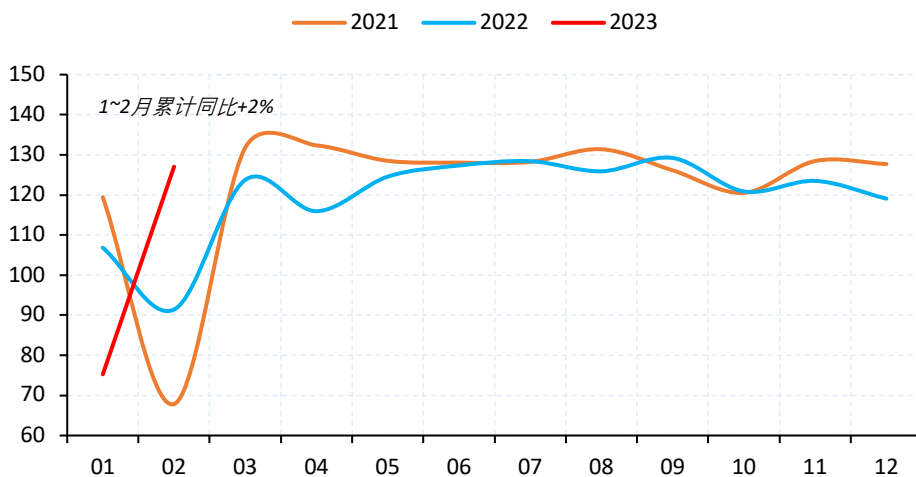


数据来源：海关，SMM，EAF

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。

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铜材产量（含杆、管、板带箔）



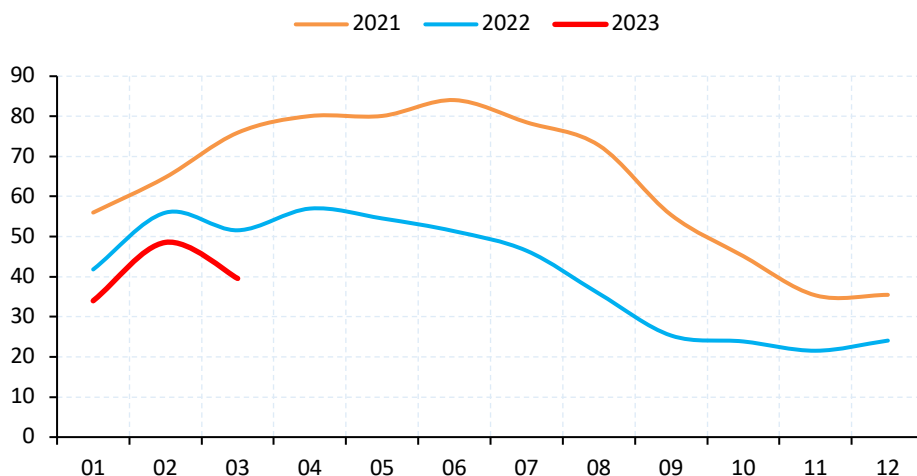
数据来源：Mysteel, SMM, EAF

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 39.5 万，逐步去库。

铜显性库存（三大交易所+上海保税）



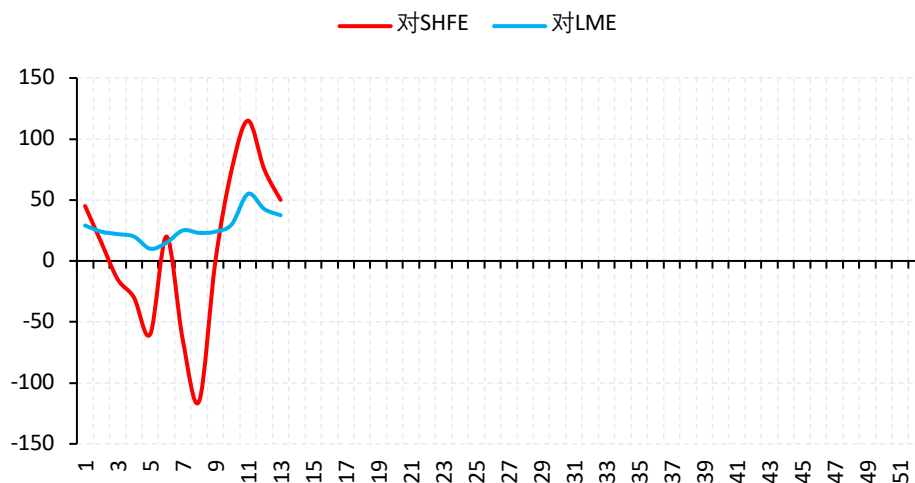
数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

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。

3 月以来，国内需求逐步启动，实际需求回暖，现货升水逐步走高。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 37.5 美元/吨。

2023年上海 铜 现货升贴水



数据来源：SMM, Wind, EAF