

2023年5月12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

欧美货币紧缩之下，服务通胀缓和，加息预期逐步停止；而国内旺季实际需求表现偏稳，整体而言，是个季节性去库的状态。

警惕接下来海外供给恢复的压力。

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：美国紧张就业形势缓和，中国下游订单明显走弱，整体海外弱预期+国内弱现实叠加。

现实：国内进口偏低，季节性需求支撑现货。

库存：

本周全球三大交易所加上海保税的铜库存 35.3 万吨（-2），库存低位、逐渐去库。

价差：

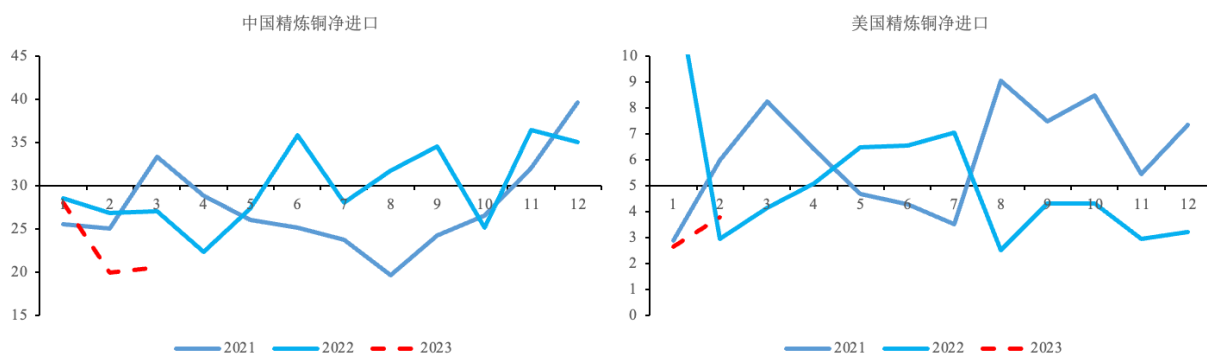
本周上海现货升水25元/吨（-35），保税提单溢价47.5美金/吨（+7.5）。

HIGHLIGHTS

作为全球前两大铜消费国，中美一季度经济增长表现都较强，中国同比增长 4.5%、美国环比增长预期 2.5%，但消费偏强在服务业方面体现更为明显一些，而制造业端口则稍弱。

以精炼铜净进口观察，20 日，中国海关公布铜进口数据，其中，3 月精炼铜净进口量为 20.5 吨、同比下滑 24%，1~3 月累计同比下滑 17%。

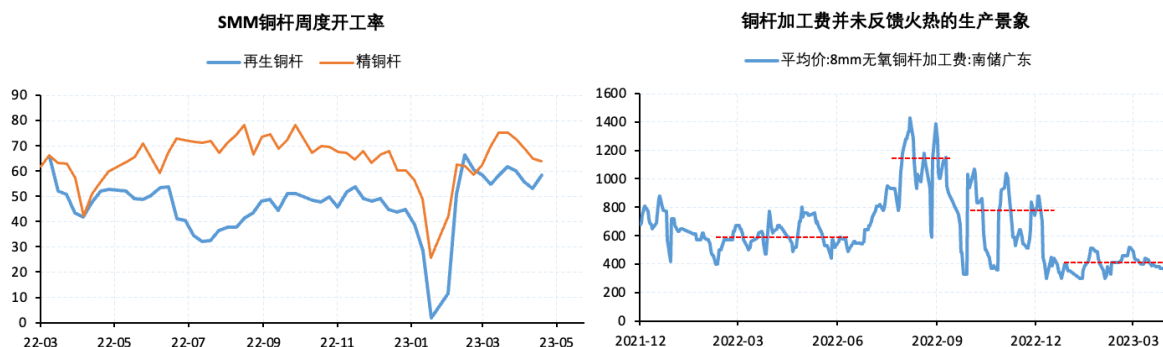
与此同时，作为有类似精炼铜进口依赖度的美国，我们也看到，其 1、2 月精炼铜进口明显低于近 3 年平均水平。



数据来源：海关，EAF

从国内供需来讲，在需求恢复阶段，进口偏低有利地缓解了国内市场压力（一季度冶炼增长是明显过快的），但匹配需求来看，实际现货层面表现始终不温不火，尤其是 4 月以来，铜材开工开始回落，加工费等实时数据也同步走弱。

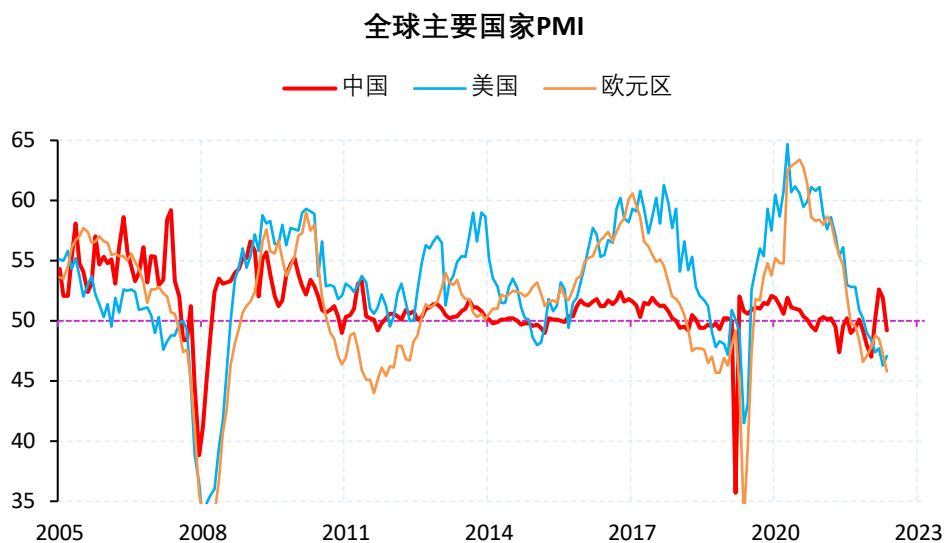
需要提示的是，二季度海外精炼铜市场检修较大是一季度种美进口偏低的外部原因，但随着时间推移，海外市场供给也会恢复，包括刚果金、俄铜等隐形存货发运到国内也可能在二季度末看到，届时，现货市场可能反而面临一定压力。



数据来源：SMM，EAF

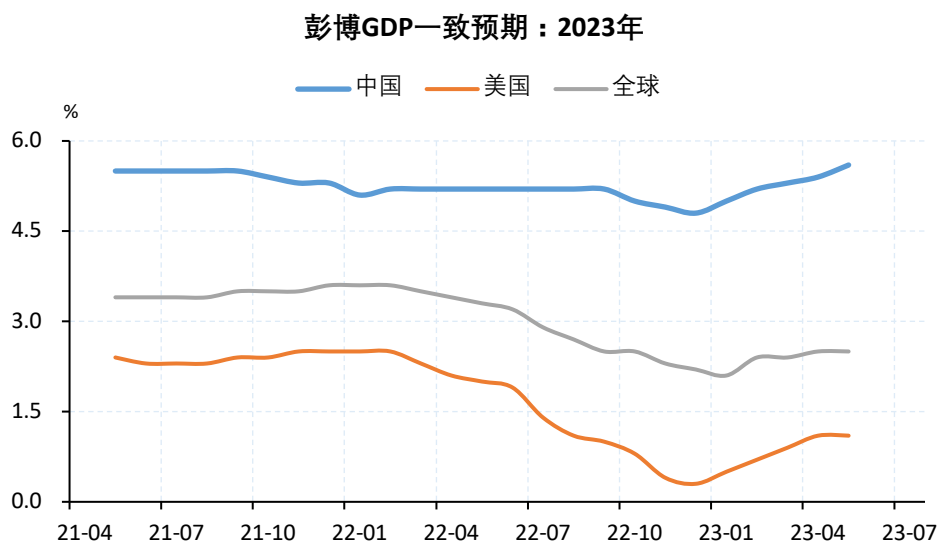
宏观

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。



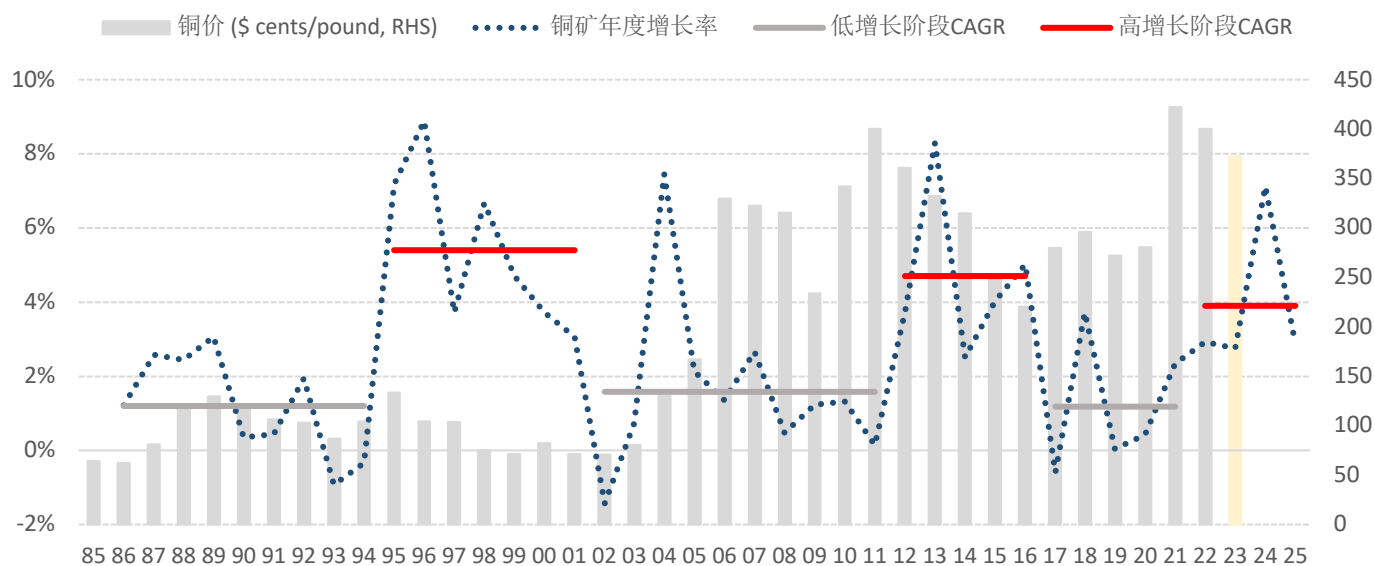
数据来源：Bloomberg, EAF

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，当下全球经济增长略有上修。



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

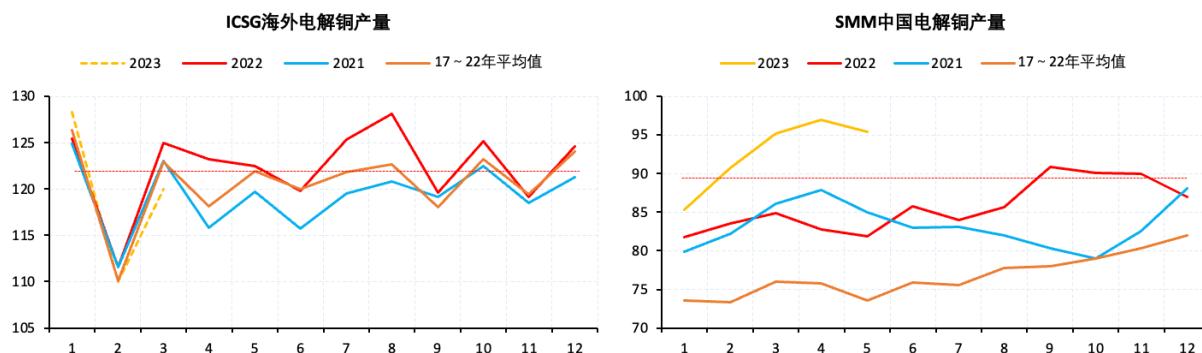
由于供给增速显著高于 2.6% 的铜长期需求趋势，因此，23 年铜矿长协 TC 定在 88 美金/吨的历史偏高水平。需要提醒的是，一季度南美等地的生产和运输问题阶段性干扰了供给释放，TC 出现回落，但 4 月以来，已开始修复。

铜精矿TC变化



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（5 月预计 10%，同比有基数因素）。

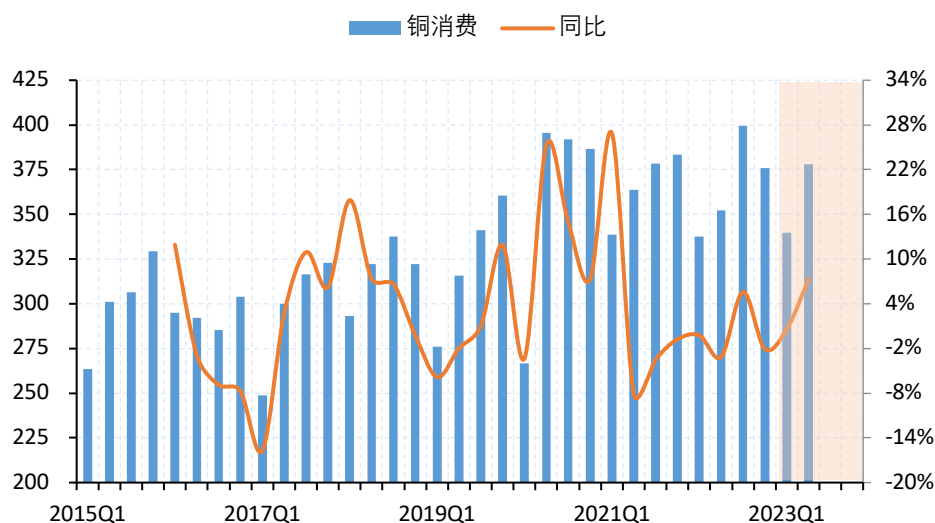


数据来源：ICSG（虚线为预测值），SMM（最新数据为预测值），EAF

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，需求增长预期可能会有修复。

¹ 考虑到大量机电、光伏、新能源汽车等产品出口，实际上在国内市场消费的铜并没有表观数据这么高。

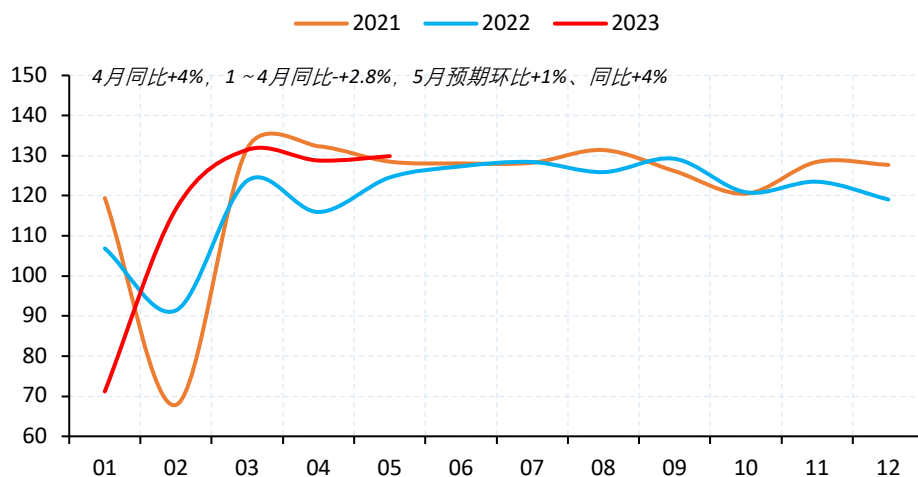
铜季度平衡（考虑废铜）



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2~3月快速恢复，一季度总体铜材产量增长仅-0.8%，4月保持偏高水平、但复苏斜率会稍缓。

Mysteel铜材产量（含杆、管、板带箔）



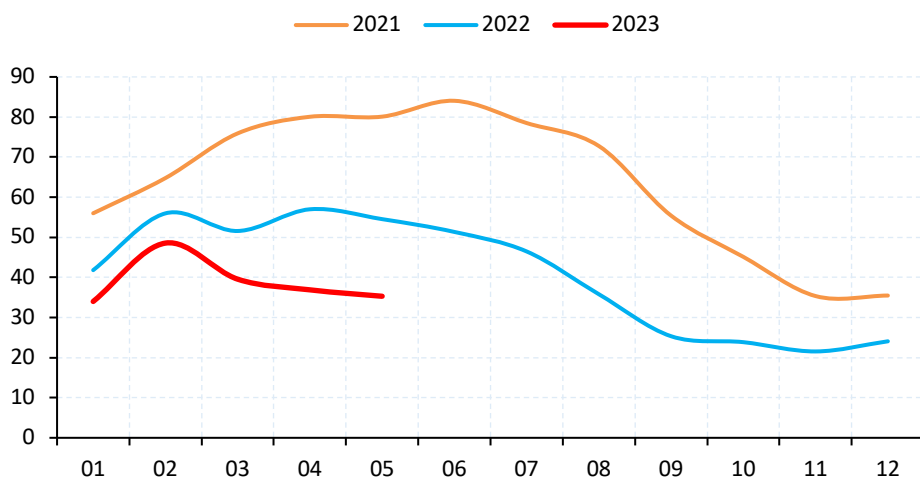
数据来源：Mysteel，SMM，EAF

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 35.3 万，逐步去库。

铜显性库存（三大交易所+上海保税）



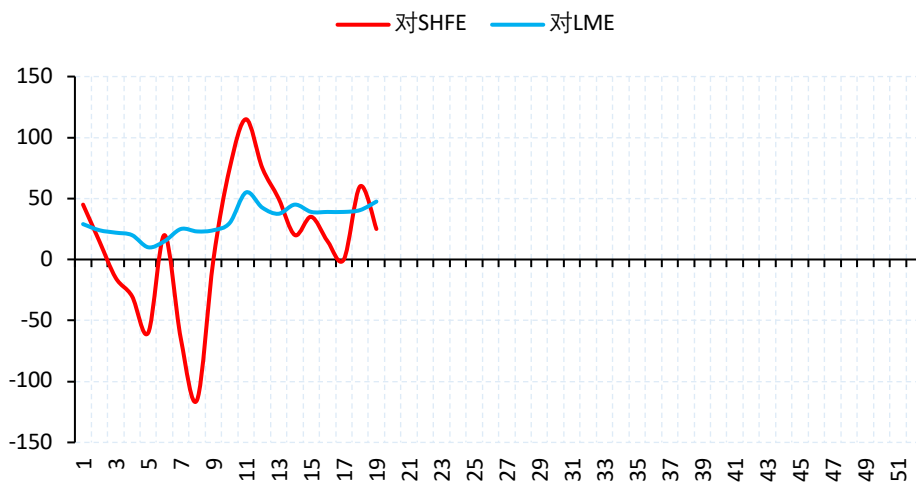
数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

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。

4 月以来，国内需求冲高回落，现货升水逐步走低。与此同时，进口需求同步指标，洋山港铜提单溢价，也保持低位、维持 40 美元/吨。

2023年上海 铜 现货升贴水



数据来源：SMM, Wind, EAF