

2023年6月2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

中美宏观形势带来的预期变化依然存在，但现实库存过低导致预期让位于现实。

没有货是个阶段性主要关注点了。

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 30.2 万吨（-1，1），库存低位、去库。

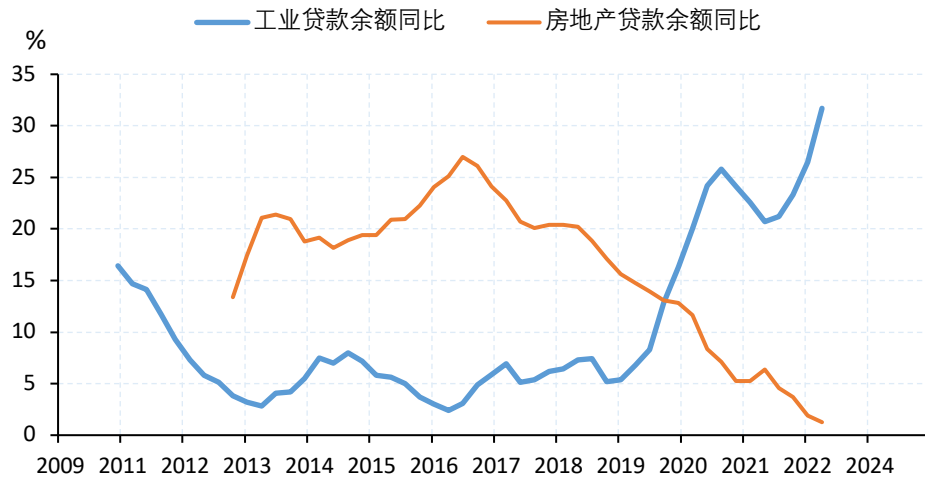
价差：

本周上海现货升水310元/吨（+110），保税提单溢价60.5美金/吨（+6）。

HIGHLIGHTS

4 月份经济数据显示，地产板块依然较为疲弱，这可能暗含信贷流动代表的政策方向，即要建设和形成现代化产业体系。

央行贷款投向统计报告



数据来源：PBoC, EAF

但在新旧交替的背景下，地产板块的稳定是至关重要的，从 4 月地产一个截面数据我们可以观察到，竣工需求对偏后周期的有色需求还是有一定拉动作用的；而在新兴领域，尤其是风电、光伏投资继续大幅高增长，显然也有利于精炼铜的需求。

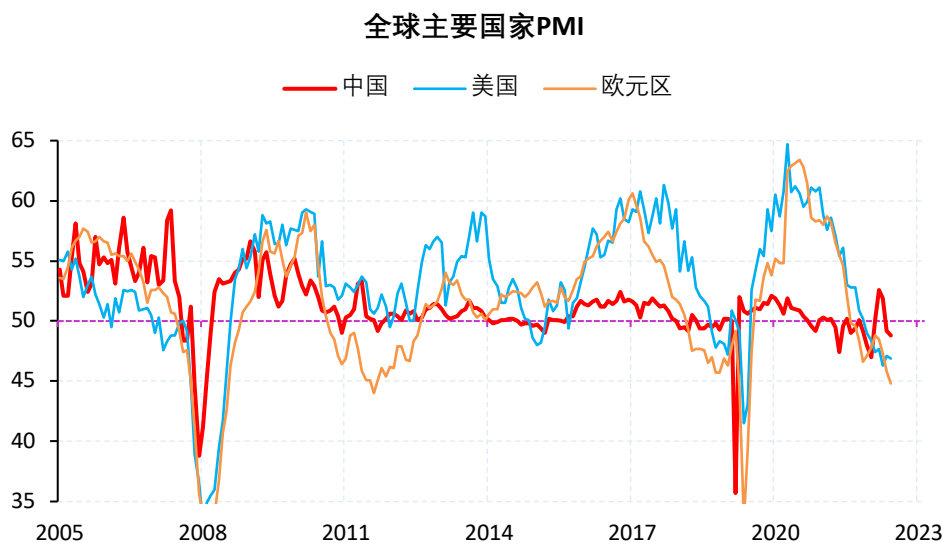
指标	绝对量	同比增长 (%)	电源工程投资完成	亿元	1802	53.6
房地产开发投资 (亿元)	35514	-6.2	其中: 水电	亿元	217	-2.2
其中: 住宅	27072	-4.9	火电	亿元	188	4.9
办公楼	1392	-9.2	核电	亿元	212	52.4
商业营业用房	2587	-17.4	风电	亿元	400	20.7
房屋施工面积 (万平方米)	771271	-5.6	太阳能发电	亿元	743	156.3
其中: 住宅	542968	-5.9	电网工程投资完成	亿元	984	10.3
办公楼	30951	-4.5				
商业营业用房	67710	-8.5				
房屋新开工面积 (万平方米)	31220	-21.2				
其中: 住宅	22900	-20.6				
办公楼	826	-19.1				
商业营业用房	2109	-22.4				
房屋竣工面积 (万平方米)	23678	18.8				
其中: 住宅	17396	19.2				
办公楼	647	9.8				
商业营业用房	1786	3.2				
商品房销售面积 (万平方米)	37636	-0.4				
其中: 住宅	32966	2.7				
办公楼	728	-14.9				
商业营业用房	1767	-21.2				

数据来源：统计局，能源局，EAF

宏观

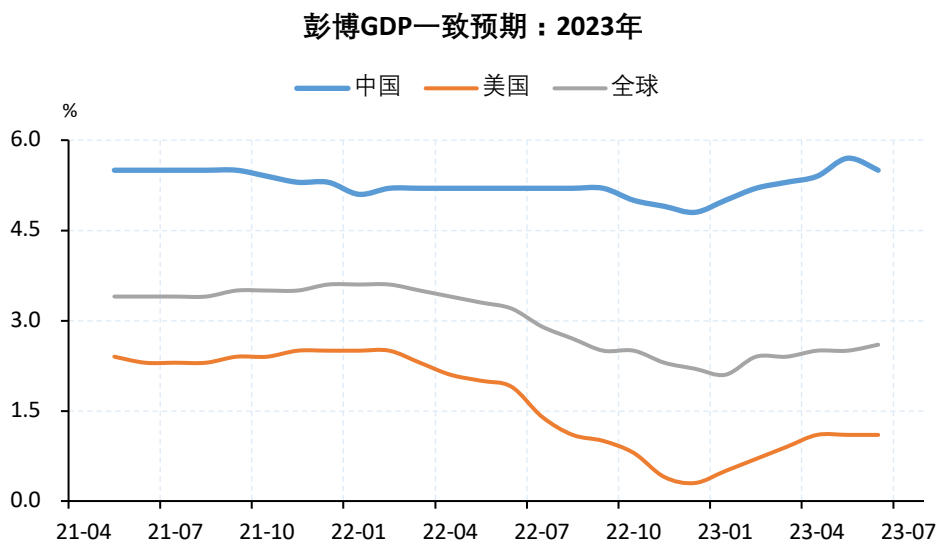
23 年内外宏观形势依然复杂：中国刺激经济、增长恢复，而欧美利率高企、经济趋缓，这种组合下，预期需求会在复苏与衰退之间切换，谓“Divergence Across the Pacific”。而作为工业味精的铜通过制造业应

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

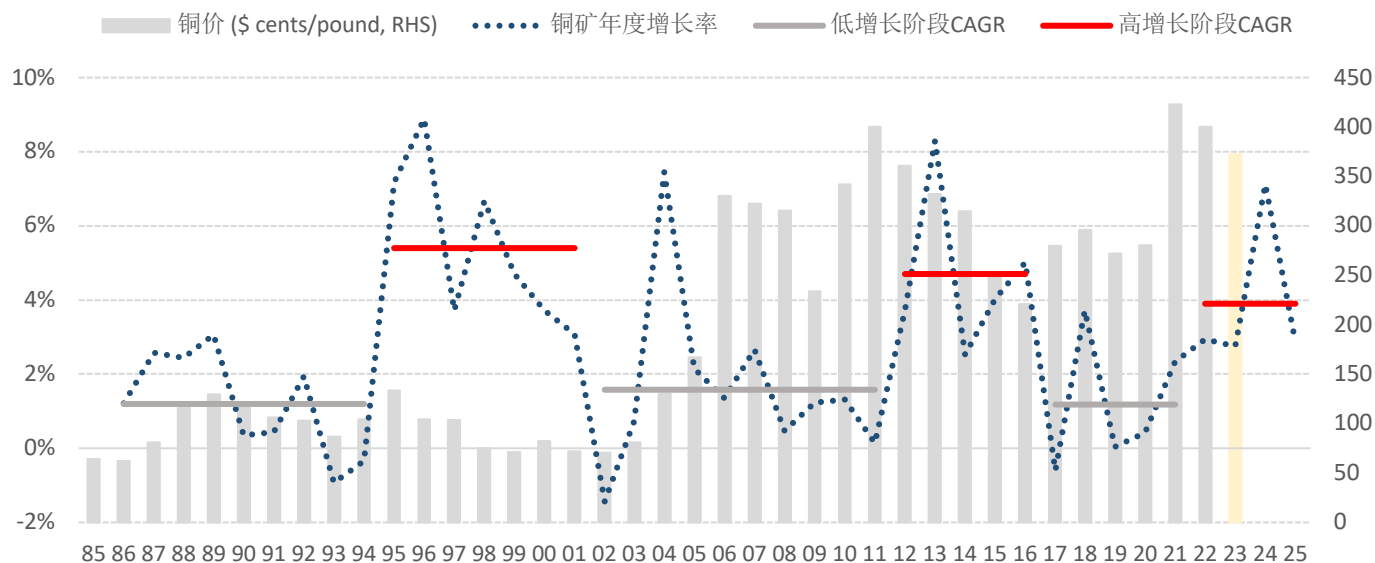
尽管内外经济预期不尽一致，但海外经济还在维持增长却是事实，因此，配合国内防疫政策转变和稳地产政策相继出台，当下全球经济增长略有上修。



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

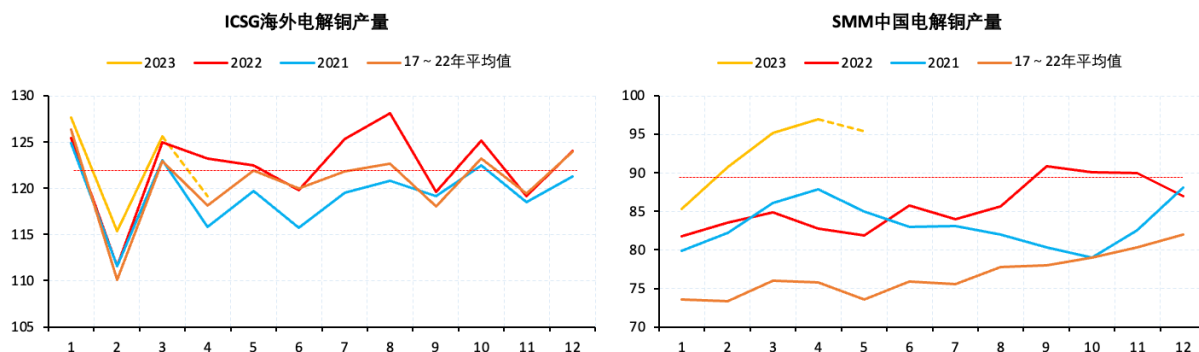
由于供给增速显著高于 2.6% 的铜长期需求趋势，因此，23 年铜矿长协 TC 定在 88 美金/吨的历史偏高水平。需要提醒的是，一季度南美等地的生产和运输问题阶段性干扰了供给释放，TC 出现回落，但 4 月以来，已修复到长协之上。



数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

供需

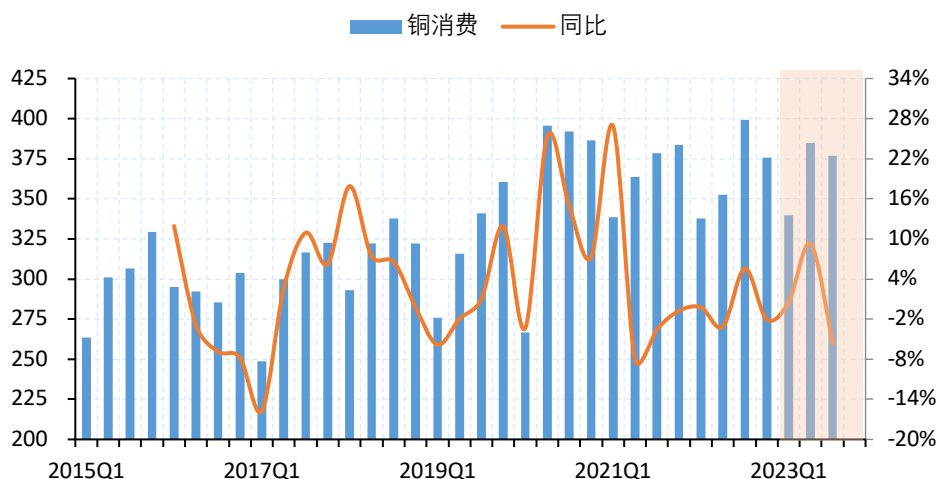
新增铜矿产能的释放是否会带来实际供给压力，还要盯住冶炼产出传导。我们可以通过 ICSG 和 SMM 统计的国内外逐月产量数据验证：2023 年，预计全球冶炼产量依然会稳步增长，海外产量（占比超 55%、统计偏滞后）变化不大、且上半年干扰及检修偏多，因此，增量大头会在国内（新项目爬坡叠加老项目提升开工率），上半年甚至可能接近 10% 水平（5 月预计 10%，同比有基数因素）。



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。

铜季度平衡（考虑废铜）

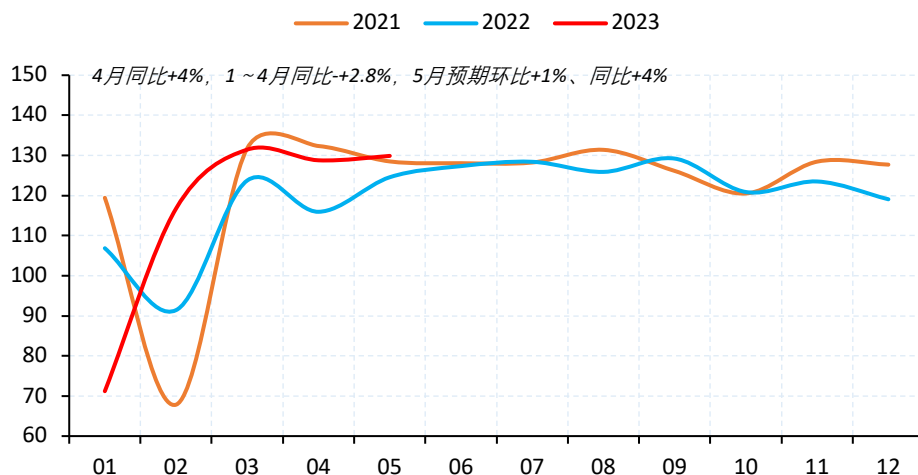


数据来源：海关，SMM，EAF

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%，4~5 月保持偏高水平、但复苏斜率稍缓。

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。

Mysteel铜材产量（含杆、管、板带箔）



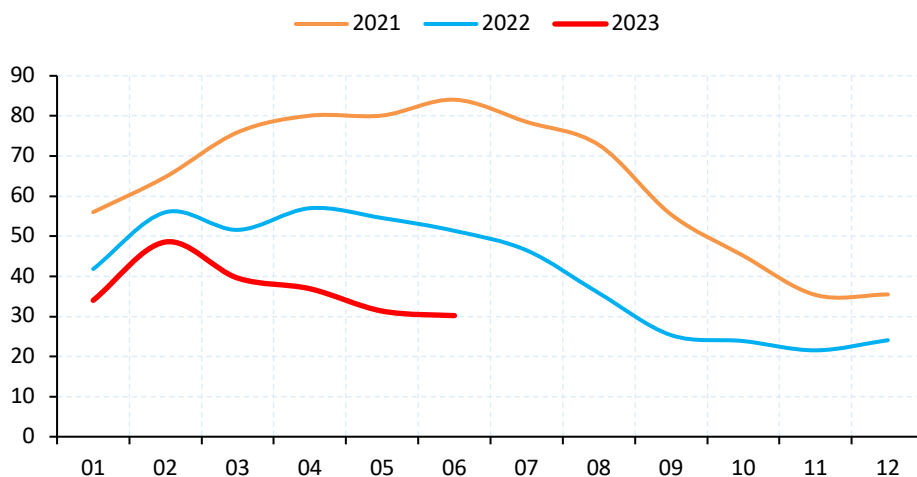
数据来源：Mysteel, SMM, EAF

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 30.2 万，逐步去库。

铜显性库存（三大交易所+上海保税）



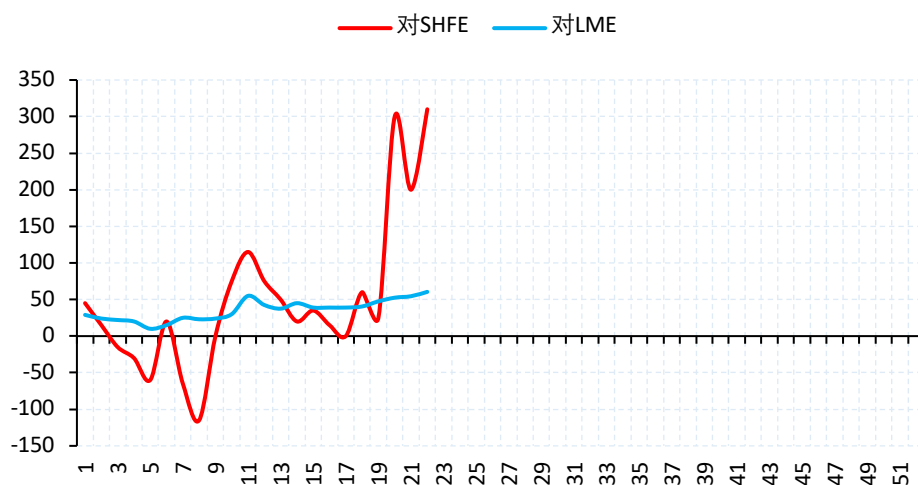
数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

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。

5 月以来，季节性去库后，现货低库存带来现货升水大幅提升。与此同时，进口需求同步指标，洋山港铜提单溢价，也缓慢提提升到 60.5 美元/吨。

2023年上海 铜 现货升贴水



数据来源：SMM，Wind，EAF