

2023年9月15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

国内低库存、且旺季有政策支持, 海外美元走强、略显压力, 易震荡。

基本面

供需:

铜矿: 2023年铜矿供给预期增长1.9%, 2024年预期增长7.2%, 铜矿供给支持冶炼增长4%左右。

需求: 新能源增长显著拉动中国铜消费, 而空调消费增长也推高了中国上半年铜消费弹性; 欧美受制于高利率, 预期偏弱, 但经济依然保持韧性。

供需: 受益于中国恢复, 上半年铜供需保持较快增长, 未来供给依然会保持较高增长, 铜价的上下边界将由海外和中国需求状态确定。

库存:

本周全球三大交易所加上海保税的铜库存27.5万吨(+1.5), 库存低位略升。

价差:

本周上海现货升水15元/吨(+10), 保税提单溢价57美金/吨(+2)。

基本面要点

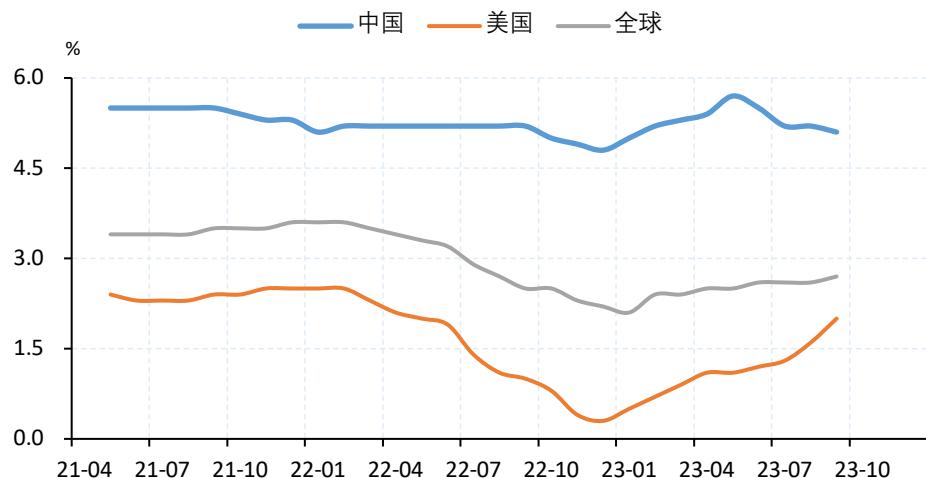
向上驱动	1. 新能源显著拉动需求。 2. 欧美经济比预期好。 3. 低库存，中国旺季。
向下驱动	1. 铜矿产量较高，中国精炼铜产量很高。 2. 中国经济比预期差。 3. 欧美通胀比预期高，美元走强。
逻辑分析	欧美二次通胀，打压外盘；中国旺季，支撑内盘。
观点	震荡，上方压力 71000，下方支撑 68000。

宏观

23 年内外宏观形势依然复杂：中国刺激经济，强预期弱现实，而欧美利率高企，强现实弱预期，因此，内外四种不同组合下，铜的宏观交易背景复杂。

当前美国经济数据强于预期、衰退还未兑现（美国 GDP 有持续上修），而国内 GDP 反而下修、复苏并不显著、刺激政策也在强化，但受益于欧美拉动，全球经济总体还在维持增长。

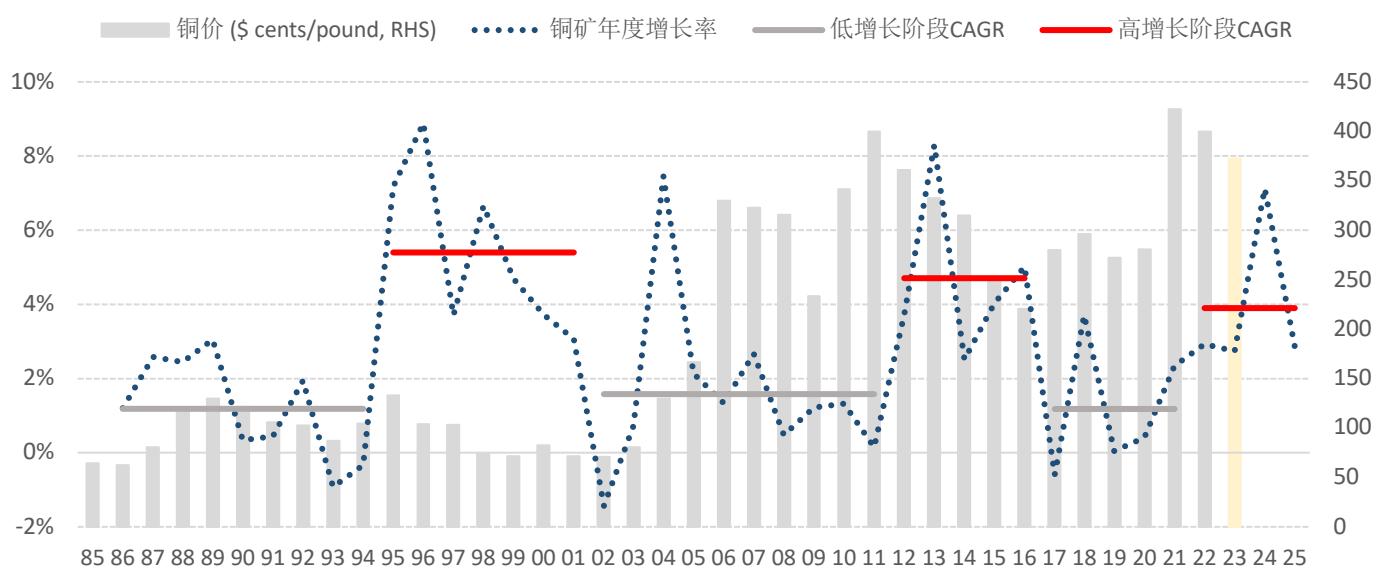
彭博GDP一致预期：2023年



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%。



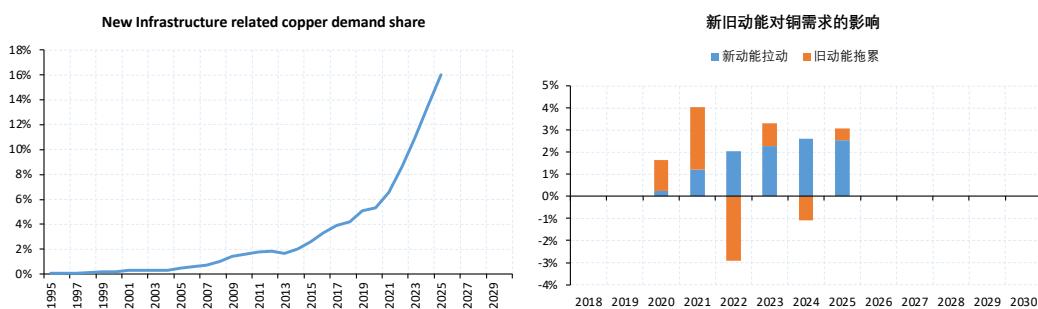
数据来源：Wood Mackenzie, EAF

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

碳中和战略及俄乌冲突背景下，全球能源基础也在从旧能源（煤炭和石油）向新能源（风光电）切换的过程，而新能源对铜的消费拉动十分显著。2022 年，全球新能源耗铜已占约 10% 比例，而 23 年新经济继续拉动铜消费。



数据来源：Bloomberg, EAF

具体到中国来看，上半年需求数据显示，国内空调市场得益于库存回补和高温天气，带来了很大的耗铜增长（二季度中国旧经济拉动的铜消费几乎来自于空调领域）；而在新旧交替的背景下，新兴领域，尤其是风电、光伏、电动车投资继续大幅高增长，显然也有利于精炼铜的需求。

更值得一提的是，考虑到风电、尤其是光伏组件生产，基本上由中国供给全球，再考虑新能源产业链库存效应（如光伏容配比、装机周期问题），目前中国新能源领域的铜消费量，可能已经占到国内总消费比例的 15% 左右。

	单耗	单位	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
光伏	5000	t/GW		13.2	30.8	52.6	87.4	33.6	78.4	
风电	5000	t/GW		7.9	12.9	19.2	37.6	10.4	23	
电动车	80	KG/辆		134.6	266	483.6	688.7	165	378.8	
折铜										
光伏	t		66000	154000	263000	437000	168000	392000		
风电	t		39500	64500	96000	188000	52000	115000		
电动车	t		107680	212800	386880	550960	132000	303040		
中国新能源累计消费	t		213180	431300	745880	1175960	352000	810040		
累计增量	万吨						14	38		
当季增量	万吨						14	24		
中国铜累计消费	万吨		318	655	1034	1395	320	692		
累计增量	万吨						2	37		
当季增量	万吨						2	35		
旧经济板块累计消费	万吨		296	612	960	1278	284	611		
累计增量	万吨						-12	-1		
当季增量	万吨						-12	11		
新能源消费占比			6.7%	6.6%	7.2%	8.4%	11.0%	11.7%		

结论：23年H1，中国铜消费几乎完全由新能源拉动，这是调研体感与表观数字产生巨大差异的核心原因。

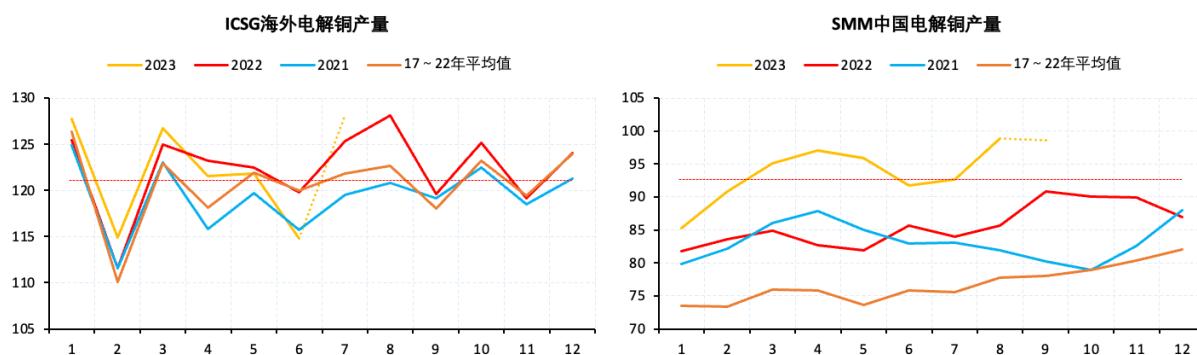
结论：23年Q1，旧经济还在拖累铜消费，Q2开始同步拉动了。

结论：考虑到风电、尤其是光伏组件，基本由中国供给全球，再考虑容配比问题，实际上中国消耗的铜可能要翻一番，这样，新能源占中国铜消费的比例大概已超过15%。

数据来源：统计局，能源局，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），上半年甚至接近 10% 水平（9 月预计超 10%）。

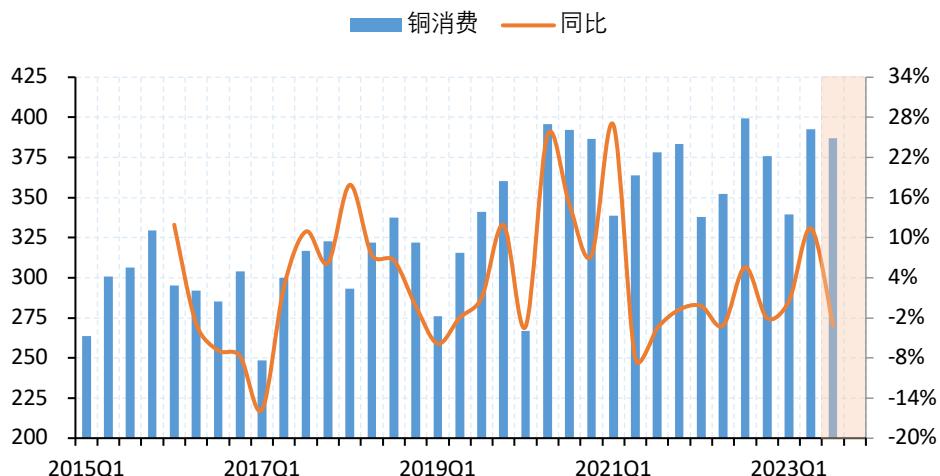


数据来源：ICSG (虚线为预测值) , SMM (最新数据为预测值) , EAF

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 年空调需求增长、新能源消费持续高增以及地产保交付，需求增长实际上保持较快。

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。

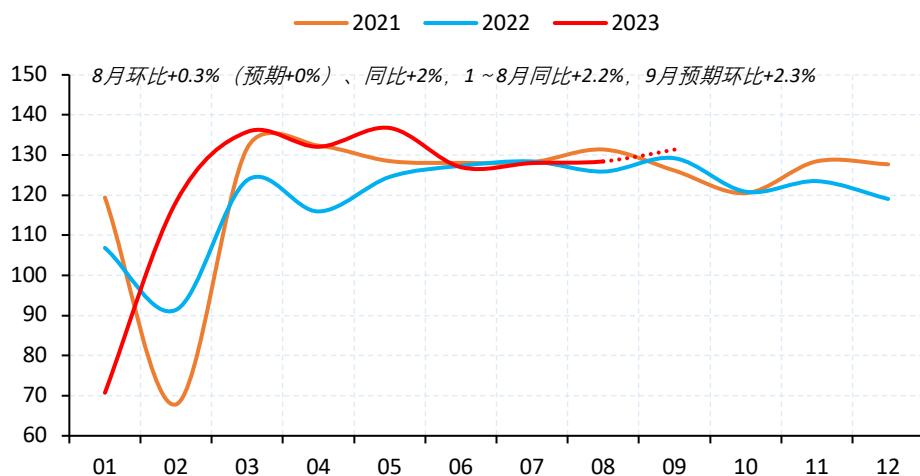
铜季度平衡 (考虑废铜)



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，4~5月复苏斜率稍缓、但保持偏高水平，二季度总体增长达6%。

Mysteel铜材产量 (含杆、管、板带)



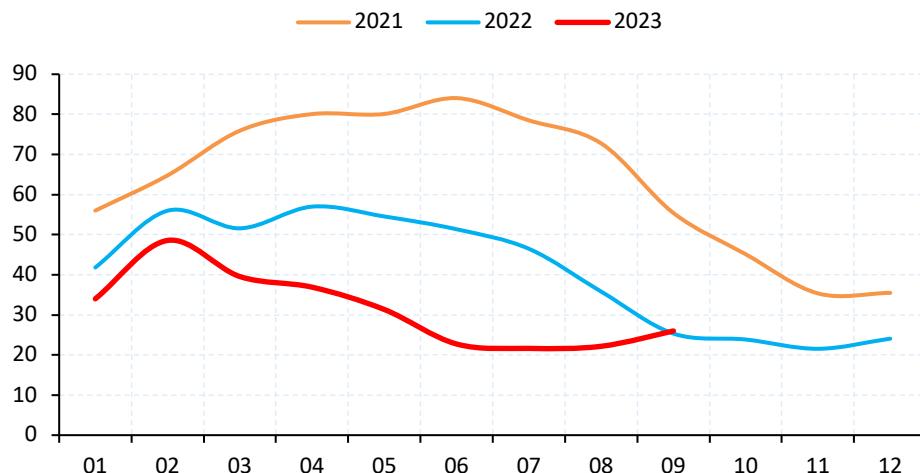
数据来源：Mysteel, SMM, EAF

因此，从表观需求和加工需求角度看，当前中国电解铜市场面临偏强需求拉动，又受益于低库存支撑，现货下游的阶段性拿货可能会反复刺激铜价。

库存

截至本周，三大交易所加上海保税的铜显性库存27.5万，库存低位略升。

铜显性库存（三大交易所+上海保税）



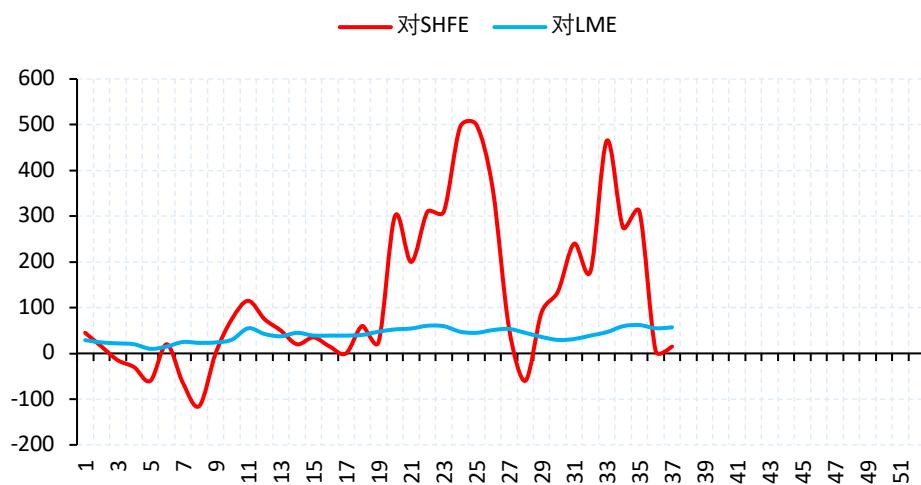
数据来源: Bloomberg, SMM, EAF

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。

9月进入旺季后，铜价较高，下游补库可能要等到中秋前后，短期稍弱；由于进口窗口打开，洋山港铜提单溢价近期上涨到57美元/吨。

2023年上海铜现货升贴水



数据来源: SMM, Wind, EAF