

2023年6月23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6月停止加息，中国政策重新刺激，整体海外弱预期+国内低库存叠加。

现实：低库存支撑现货。

库存：

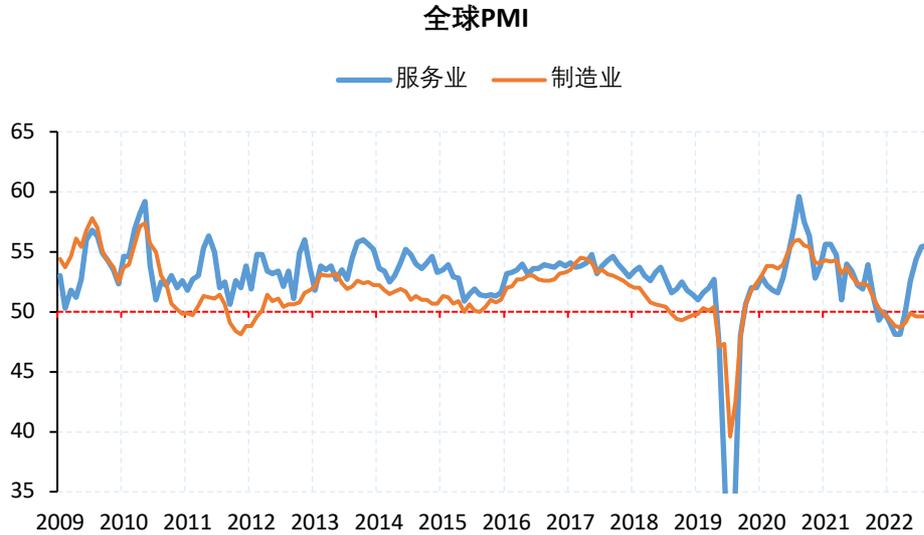
本周全球三大交易所加上海保税的铜库存25万吨（-3），库存低位、去库。

价差：

本周上海现货升水500元/吨（+0），保税提单溢价45美金/吨（-2.5）。

HIGHLIGHTS

从标普全球 PMI 数据观察，欧美高利率环境的对制造业需求产生较大的压制，但信贷紧缩并未打压服务业消费，这一点，中外也具有相似性，服务场景开放对中国服务业等消费增长也有一定助力。



数据来源：S&P Global, EAF

5 月经济数据显示，国内在新旧交替的背景下，地产板块依然较为疲弱，但观察地产截面数据，我们可以发现，竣工需求对偏后周期的有色需求还是有一定支撑作用的；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。

表1 2023年1-5月份全国房地产开发和销售情况

指标	绝对量	同比增长 (%)
房地产开发投资 (亿元)	45701	-7.2
其中: 住宅	34809	-6.4
办公楼	1825	-6.0
商业营业用房	3261	-18.2
房屋施工面积 (万平方米)	779506	-6.2
其中: 住宅	548475	-6.5
办公楼	31306	-4.5
商业营业用房	68321	-8.9
房屋新开工面积 (万平方米)	39723	-22.6
其中: 住宅	29010	-22.7
办公楼	1094	-16.0
商业营业用房	2531	-25.2
房屋竣工面积 (万平方米)	27826	19.6
其中: 住宅	20194	19.0
办公楼	883	31.4
商业营业用房	2080	3.7
商品房销售面积 (万平方米)	46440	-0.9
其中: 住宅	40663	2.3
办公楼	911	-17.0
商业营业用房	2178	-21.8

全国电力工业统计数据一览表

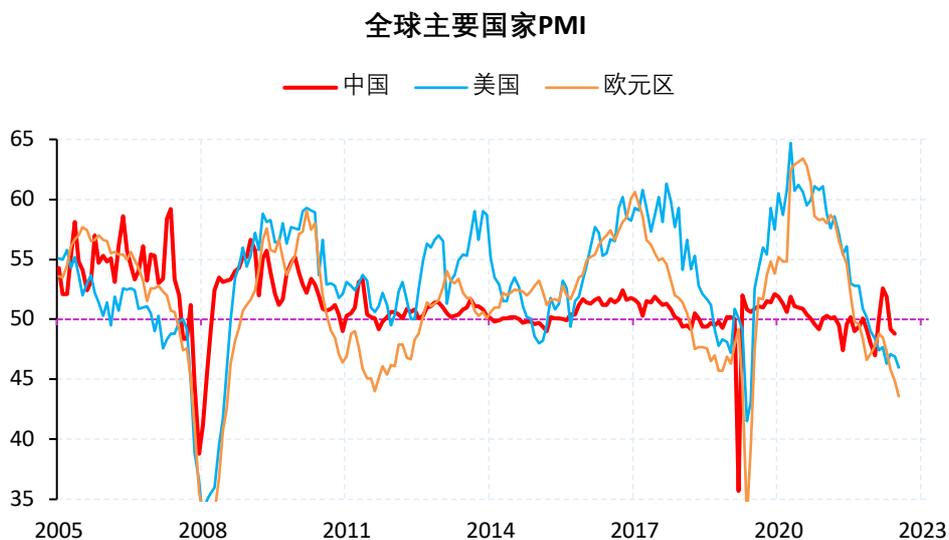
指标名称	单位	1-5月累计	同比增长 (%)
电源工程投资完成	亿元	2389	62.5
其中: 水电	亿元	283	5.8
火电	亿元	258	11.9
核电	亿元	269	66.5
风电	亿元	553	41.8
太阳能发电	亿元	982	140.3
电网工程投资完成	亿元	1400	10.8
新增发电装机容量	万千瓦	11054	5756*
其中: 水电	万千瓦	434	-277*
火电	万千瓦	2202	1225*
核电	万千瓦	119	3*
风电	万千瓦	1636	554*
太阳能发电	万千瓦	6121	3749*
新增220千伏及以上变电设备容量	万千伏安	6636	-2830*
新增220千伏及以上输电线路长度	千米	7620	-3330*

数据来源：统计局，能源局，EAF

宏观

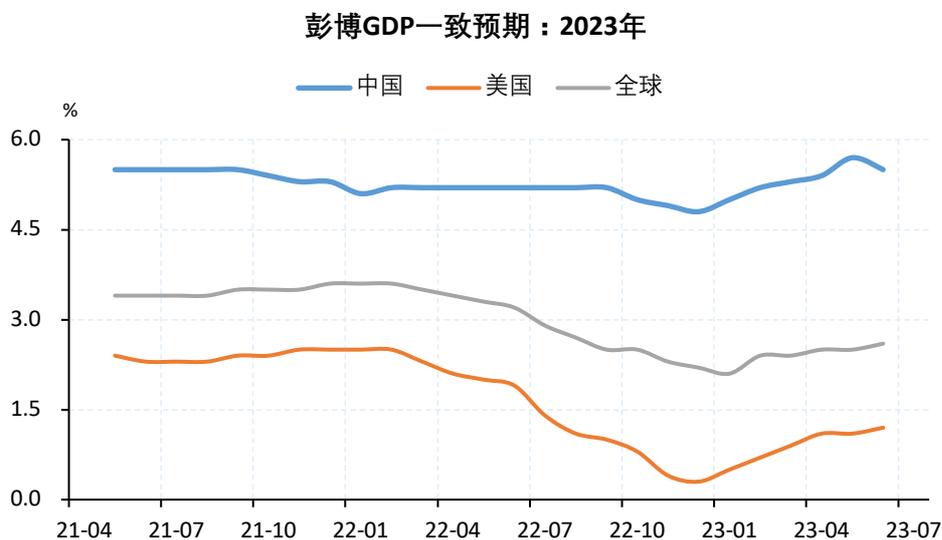
23 年内外宏观形势依然复杂：中国刺激经济、增长恢复，而欧美利率高企、经济趋缓，这种组合下，预期需求会在复苏与衰退之间切换，谓“Divergence Across the Pacific”。而作为工业味精的铜通过制造业应

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

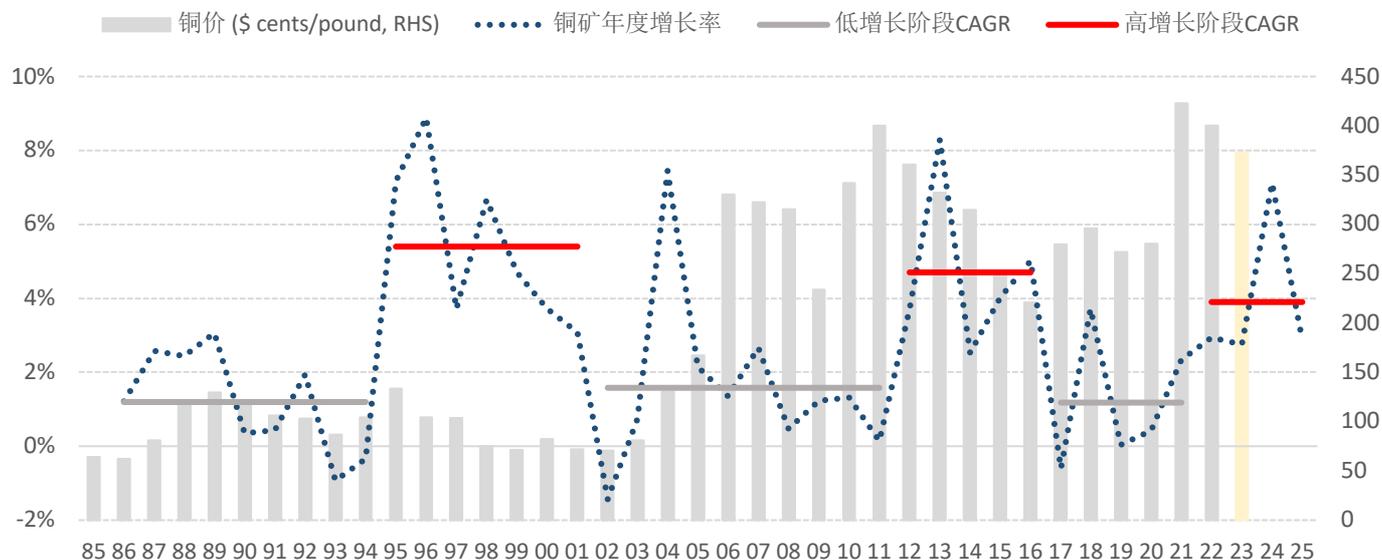
尽管内外经济预期不尽一致，但海外经济还在维持增长却是事实，因此，配合国内防疫政策转变和稳地产政策相继出台，当下全球经济增长略有上修。



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。

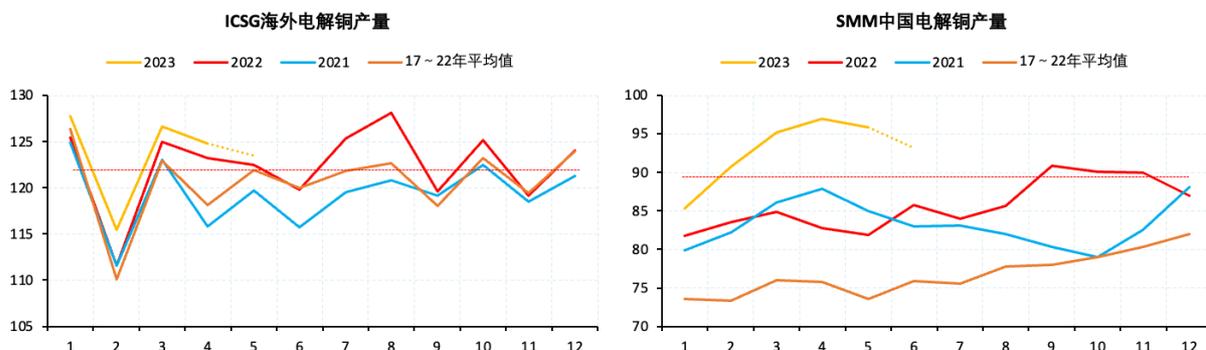
铜精矿TC变化



数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

供需

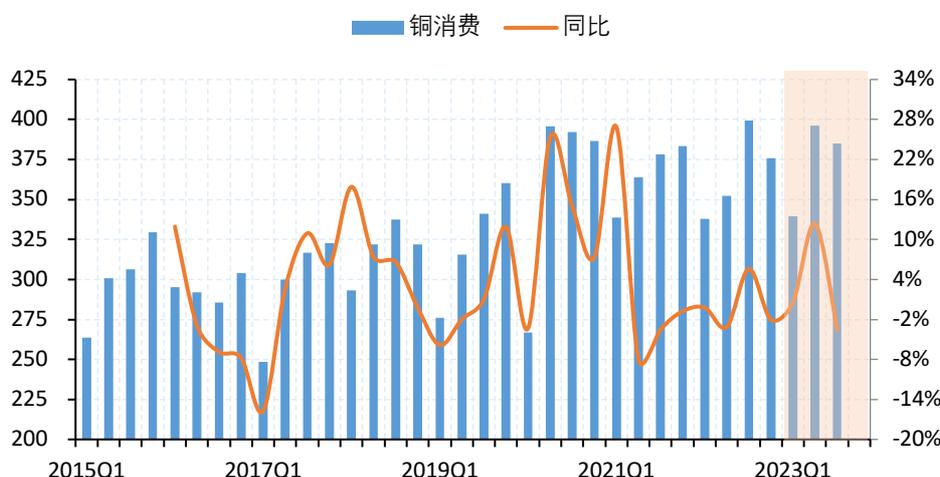
新增铜矿产能的释放是否会带来实际供给压力，还要盯住冶炼产出传导。我们可以通过 ICSG 和 SMM 统计的国内外逐月产量数据验证：2023 年，预计全球冶炼产量依然会稳步增长，海外产量（占比超 55%、统计偏滞后）变化不大、且上半年干扰及检修偏多，因此，增量大头会在国内（新项目爬坡叠加老项目提升开工率），上半年甚至接近 10%水平（6 月预计 8%）。



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保交付，需求增长预期可能会有修复。

铜季度平衡（考虑废铜）

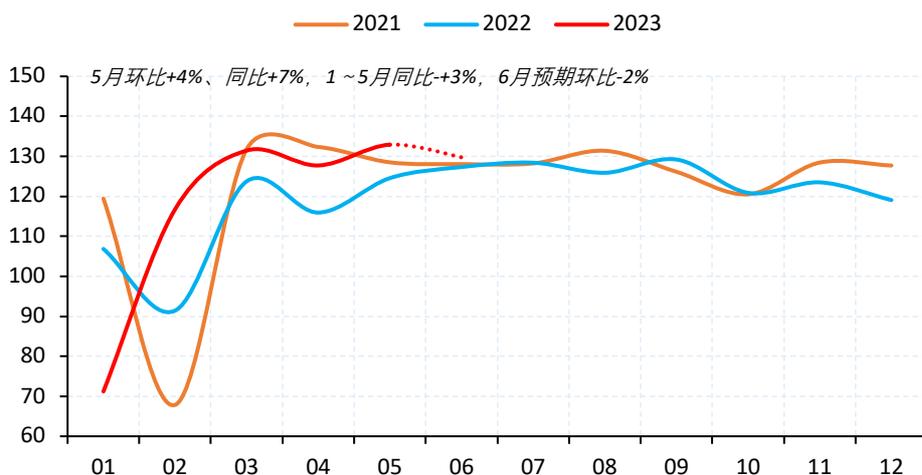


数据来源：海关，SMM，EAF

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下降 1%，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%。

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）



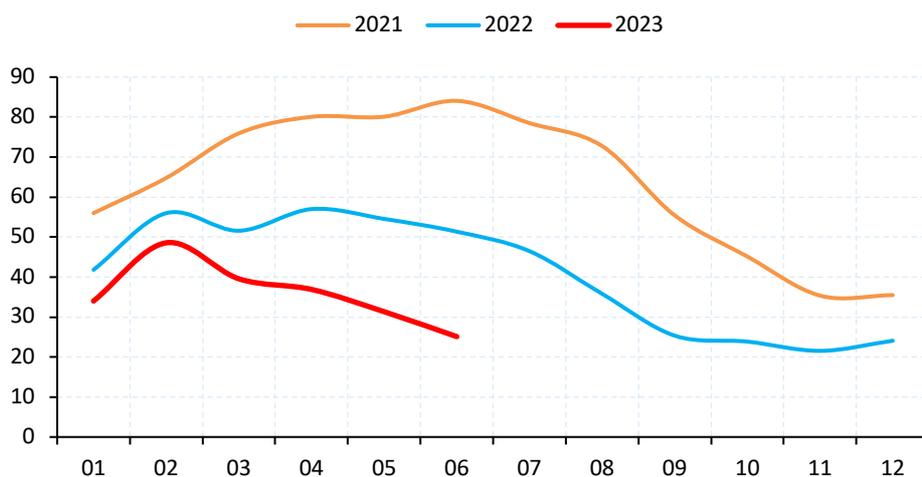
数据来源：Mysteel, SMM, EAF

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，现货下游的阶段性的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 25 万，逐步去库。

铜显性库存（三大交易所+上海保税）



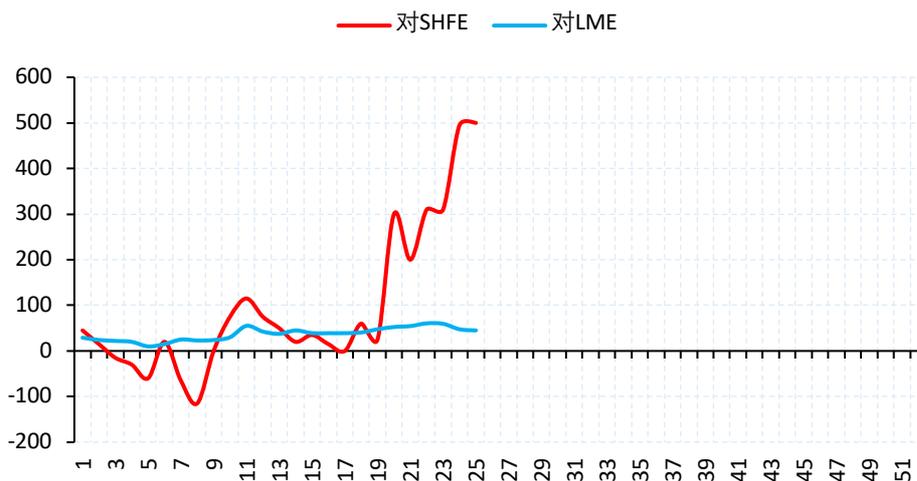
数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

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。

6 月期货交割之后，现货低库存带来升水大幅提升。但由于进口盈亏扩大，洋山港铜提单溢价，反而缓慢下移到 45 美元/吨。

2023年上海 铜 现货升贴水



数据来源：SMM, Wind, EAF