

2023年7月28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

供给略有下降，而需求处于淡季，库存企稳、处于历年低位。

低库存支撑高价格，政策推高预期。

## 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，并影响铜价。

评估：美国现实有韧性和中国政策有预期交织。

现实：低库存支撑现货。

### 库存：

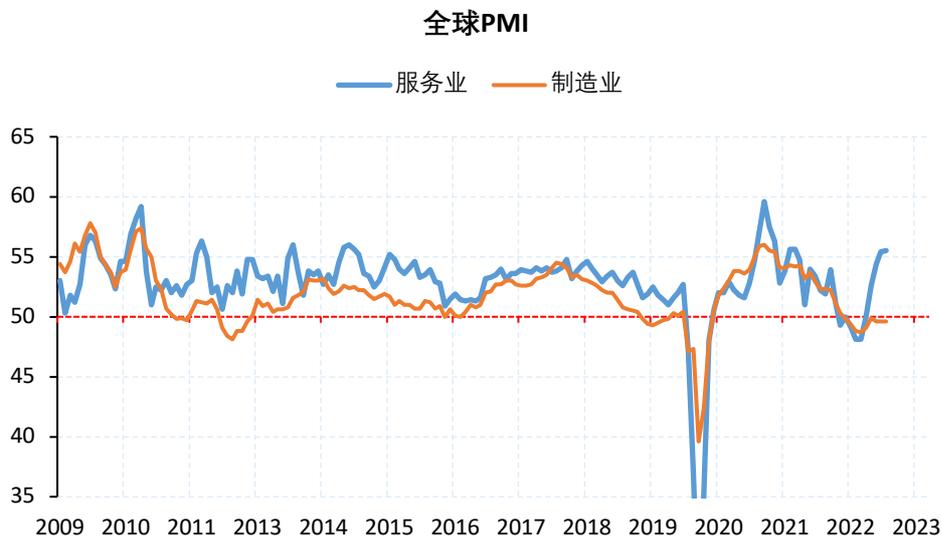
本周全球三大交易所加上海保税的铜库存 21.6 万吨（-1），库存低位。

### 价差：

本周上海现货贴水135元/吨（+45），保税提单溢价29.5美金/吨（-6.5）。

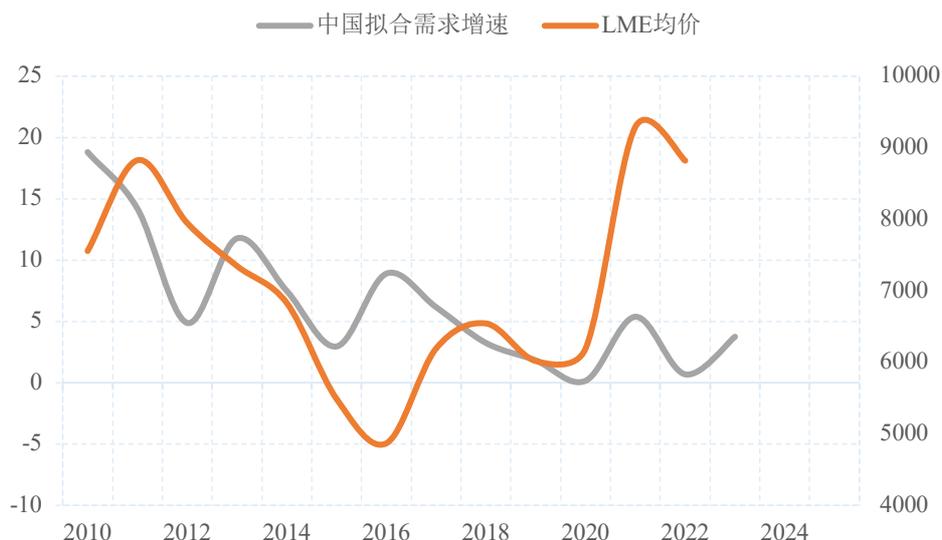
HIGHLIGHTS

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很大助力。



数据来源：S&P Global, EAF

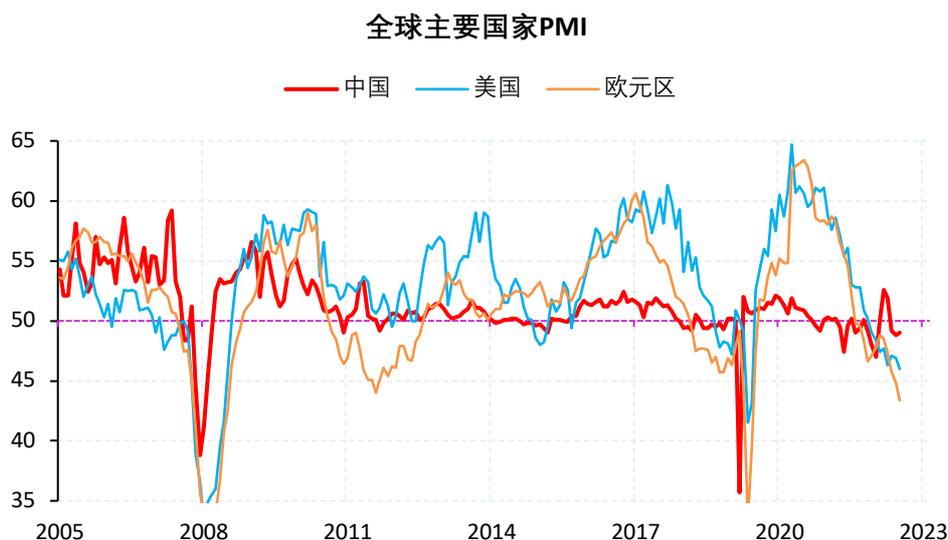
6 月经济数据显示，国内地产板块依然较为疲弱，但观察截面数据，我们可以发现，竣工需求对偏后周期的有色需求（尤其是空调）还是有一定支撑作用的；而在新旧交替的背景下，新兴领域，尤其是风电、光伏投资继续大幅高增长，显然也有利于精炼铜的需求。



数据来源：统计局，能源局，EAF

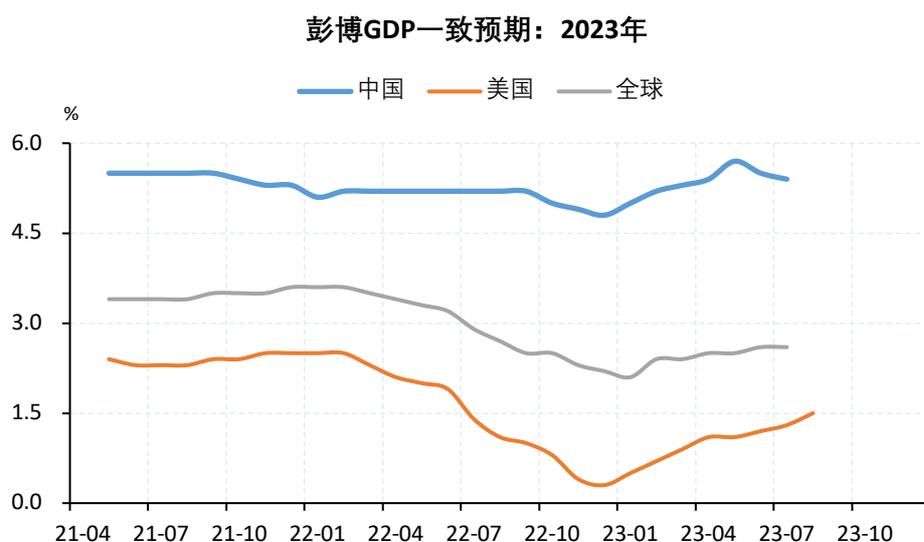
## 宏观

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

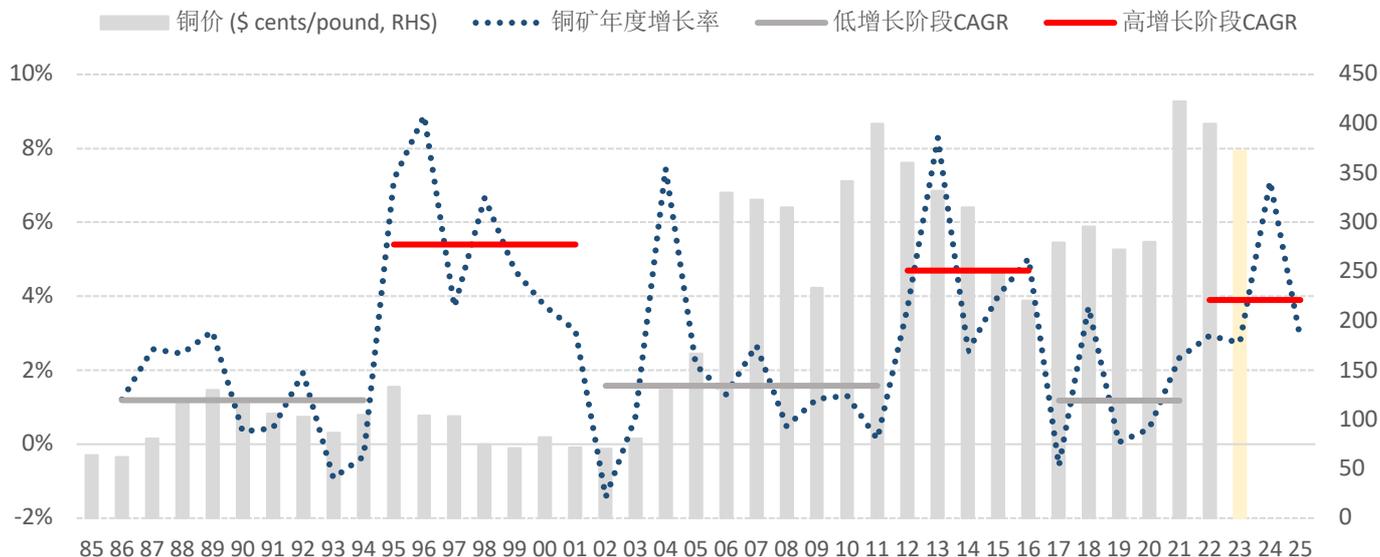
尽管内外经济预期不尽一致，但海外经济还在维持增长却是事实，因此，配合国内防疫政策转变和稳地产政策相继出台，当下全球经济增长略有上修。



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。

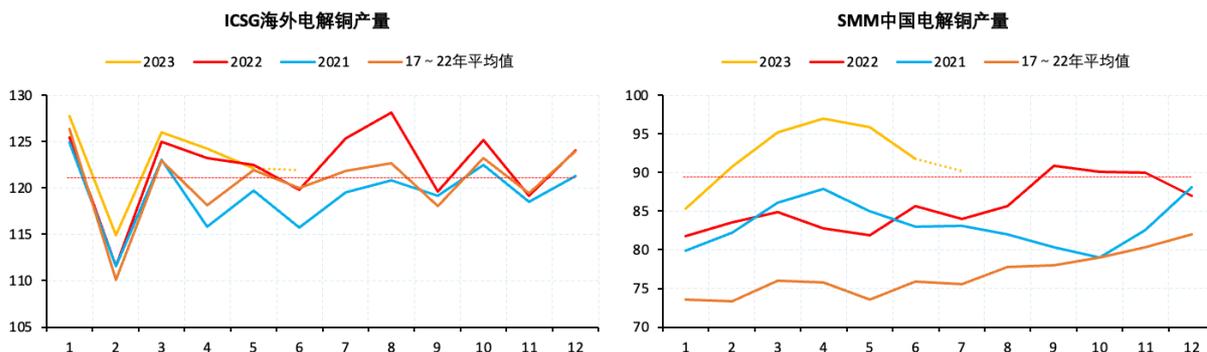
铜精矿TC变化



数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

## 供需

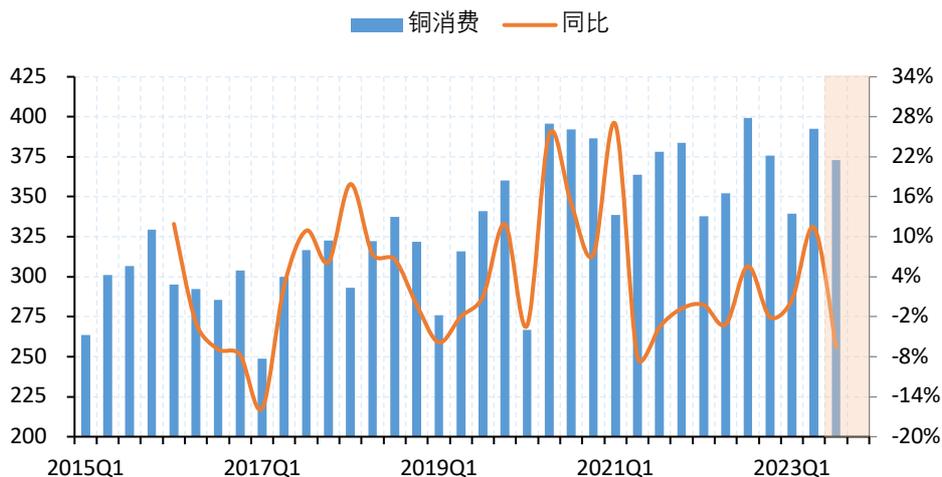
新增铜矿产能的释放是否会带来实际供给压力，还要盯住冶炼产出传导。我们可以通过 ICSG 和 SMM 统计的国内外逐月产量数据验证：2023 年，预计全球冶炼产量依然会稳步增长，海外产量（占比超 55%、统计偏滞后）变化不大、且上半年干扰及检修偏多，因此，增量大头会在国内（新项目爬坡叠加老项目提升开工率），上半年甚至接近 10% 水平（6 月预计 8%）。



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%<sup>1</sup>），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）

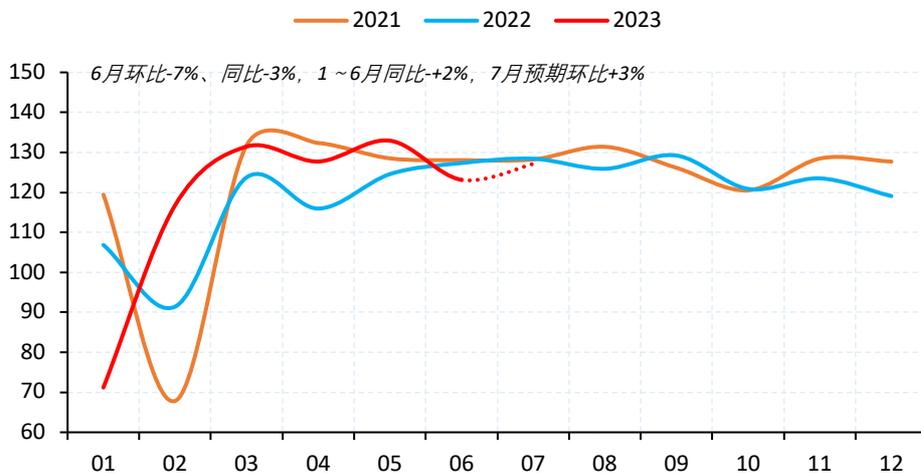


数据来源：海关，SMM，EAF

<sup>1</sup> 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。

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）



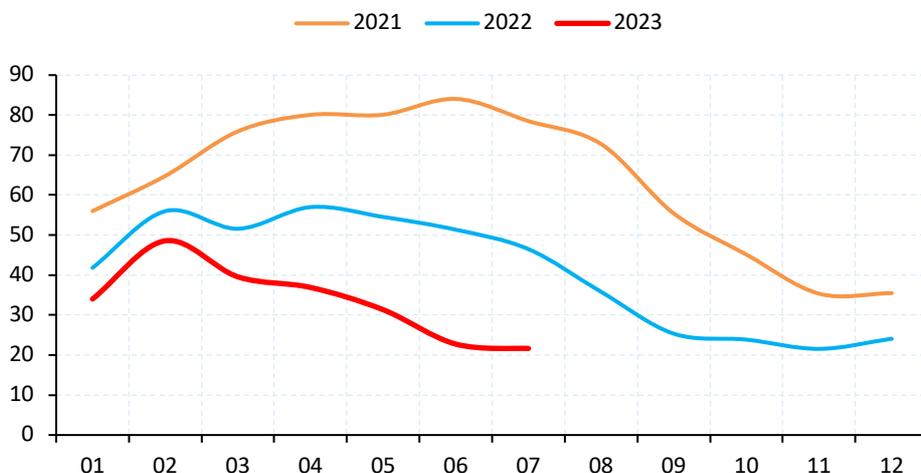
数据来源：Mysteel, SMM, EAF

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 21.6 万，库存低位。

铜显性库存（三大交易所+上海保税）



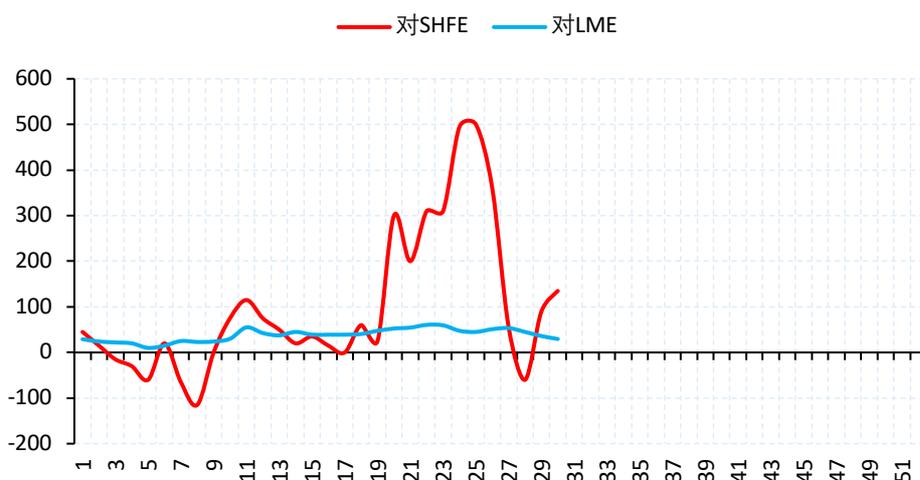
数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

## 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，但近期消费边际走弱，现货稍弱；且由于进口需求较弱，洋山港铜提单溢价回落到29.5美元/吨。

2023年上海铜现货升贴水



数据来源：SMM, Wind, EAF