

2023年8月4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

供给重回高增，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，强预期弱现实，欧美利率高企，强现实弱预期，四种组合下，铜的宏观交易背景复杂，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：

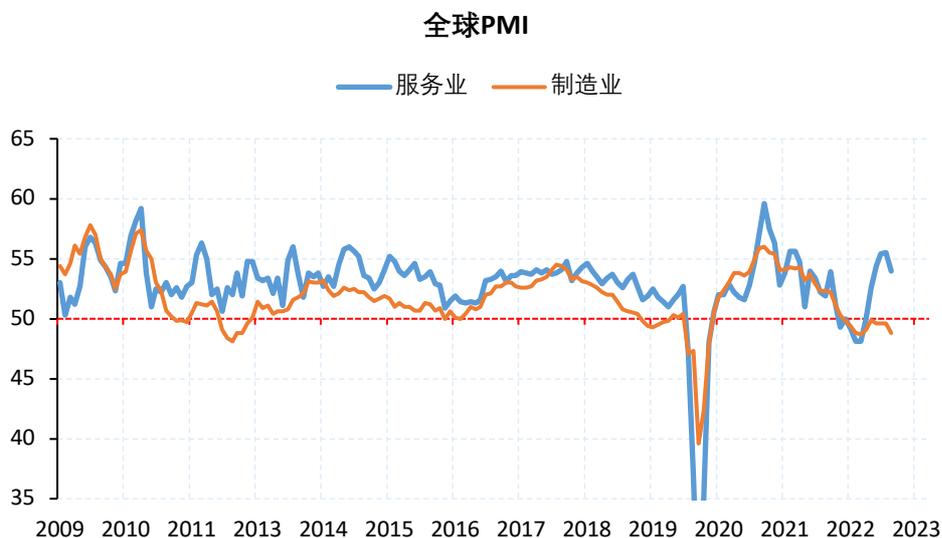
本周全球三大交易所加上海保税的铜库存 22.2 万吨（+0.6），库存低位。

价差：

本周上海现货贴水240元/吨（+105），保税提单溢价31.5美金/吨（+2）。

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、电动车投资继续大幅高增长，显然也有利于精炼铜的需求。

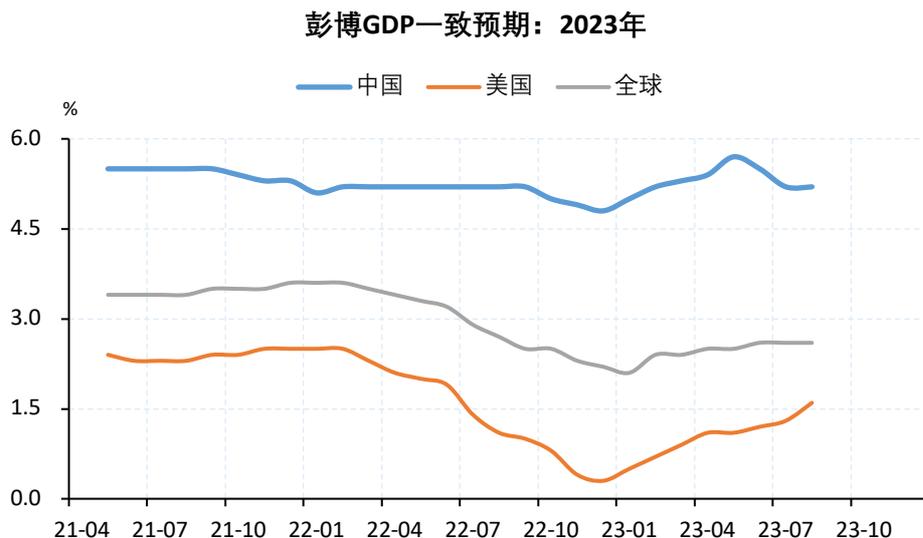
	单耗	单位	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
光伏	5000	t/GW	13.2	30.8	52.6	87.4	33.6	78.4		
风电	5000	t/GW	7.9	12.9	19.2	37.6	10.4	23		
电动车	80	KG/辆	134.6	266	483.6	688.7	165	378.8		
折铜										
光伏	t		66000	154000	263000	437000	168000	392000		
风电	t		39500	64500	96000	188000	52000	115000		
电动车	t		107680	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，这是调研体感与表现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。										

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，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。

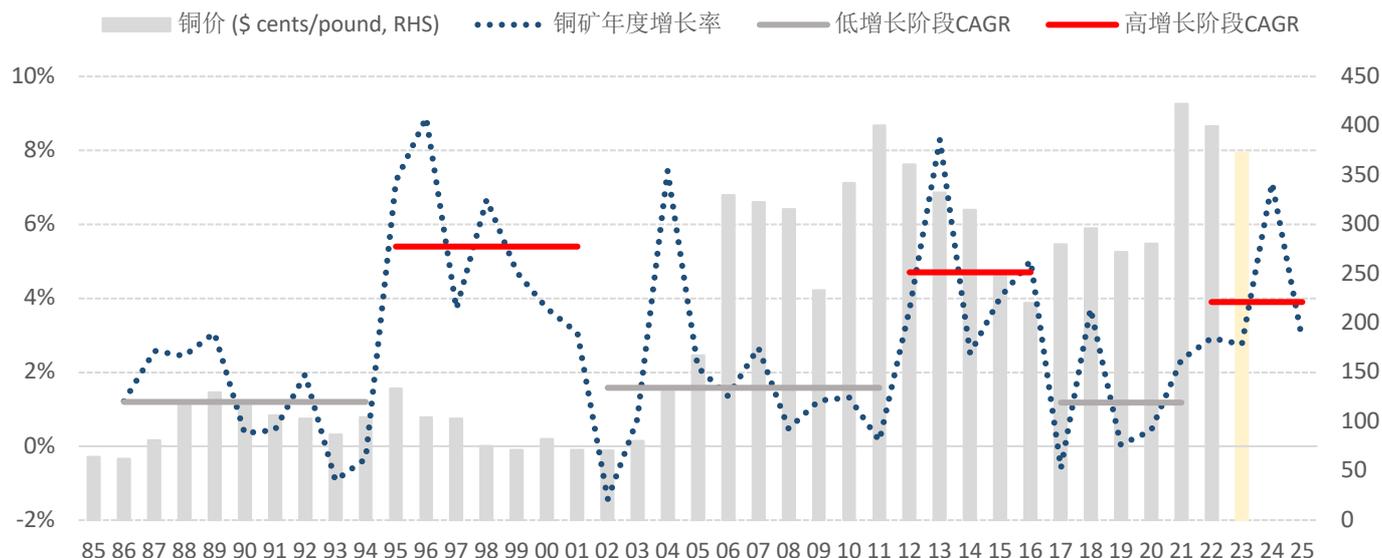
当前美国经济数据强于预期、衰退还未兑现（美国 GDP 有持续上修），而国内复苏并不显著、刺激政策也在强化（国内 GDP 反而下修），但受益于欧美拉动，全球经济总体还在维持增长。



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。

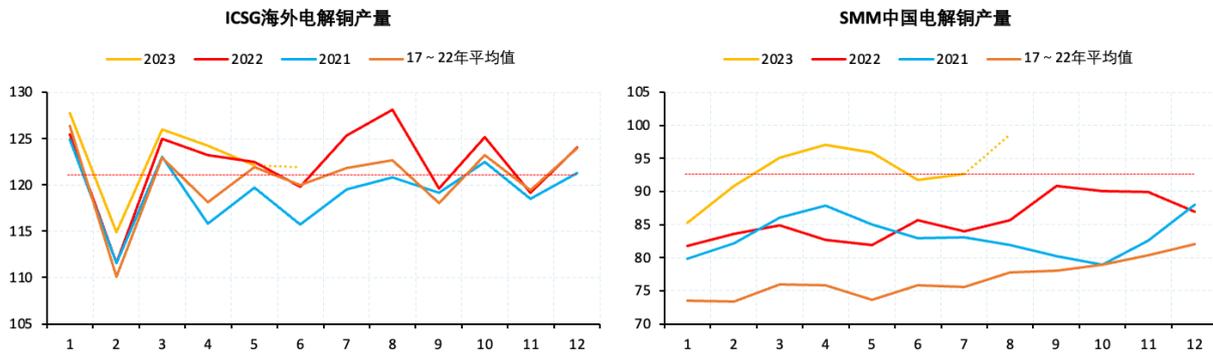


数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

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%、

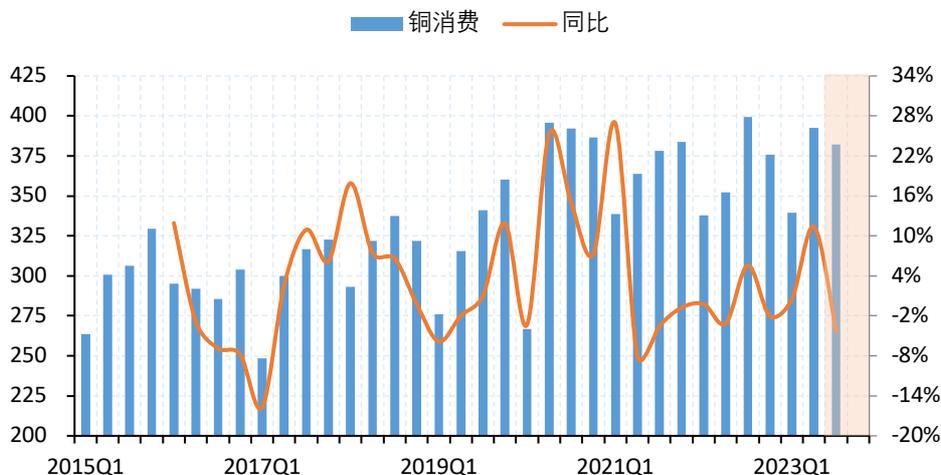
统计偏滞后) 变化不大、且上半年干扰及检修偏多, 因此, 增量大头会在国内 (新项目爬坡叠加老项目提升开工率), 上半年甚至接近 10%水平 (6 月预计 8%) 。



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)

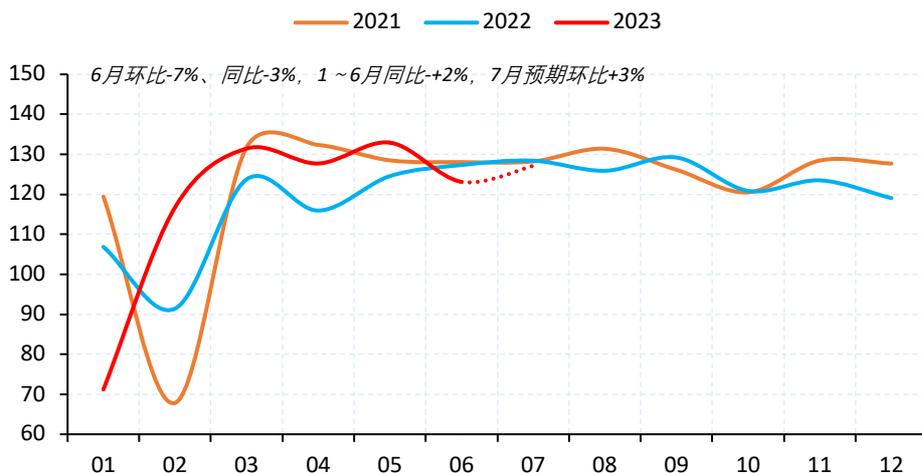


数据来源: 海关, SMM, EAF

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, 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）



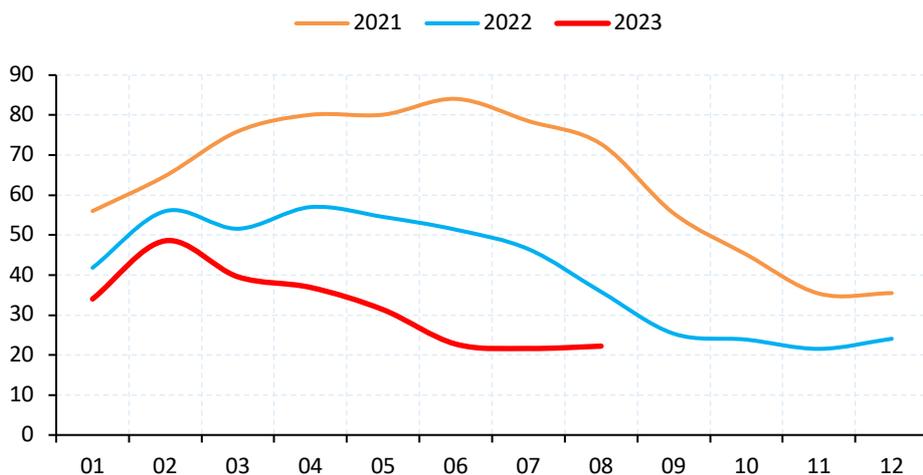
数据来源：Mysteel, SMM, EAF

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 22.2 万，库存低位。

铜显性库存（三大交易所+上海保税）



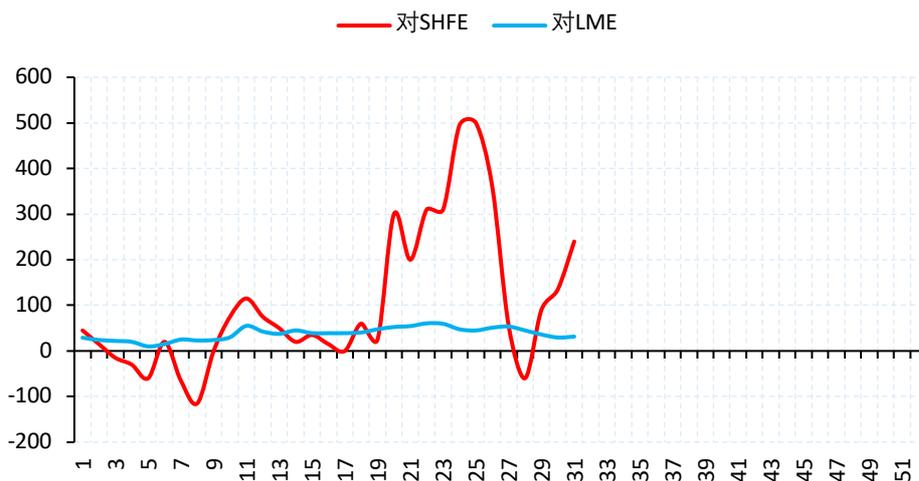
数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

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。

7 月期货交割之后，淡季库存显著偏低、且下游有所拿货，现货稍强；由于进口需求较弱，洋山港铜提单溢价回落到 31.5 美元/吨。

2023年上海 铜 现货升贴水



数据来源：SMM, Wind, EAF