

2023年10月20日

研究员: 许亮
从业证书: F0260140
投资咨询: Z0002220
审核: 唐韵 Z0002422



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

国内旺季成色一般, 海外美元走强、略显压力, 易偏弱。

基本面

供需:

铜矿: 2024 年铜矿供给继续保持较高增长, 铜矿供给可以支持冶炼增长 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铜消费弹性; 但欧美受制于高利率, 显示和预期偏弱。

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 29.8 万吨 (+0.8), 库存低位略升。

价差:

本周上海现货升水 60 元/吨 (+45), 保税提单溢价 84 美金/吨 (+4)。

基本面要点

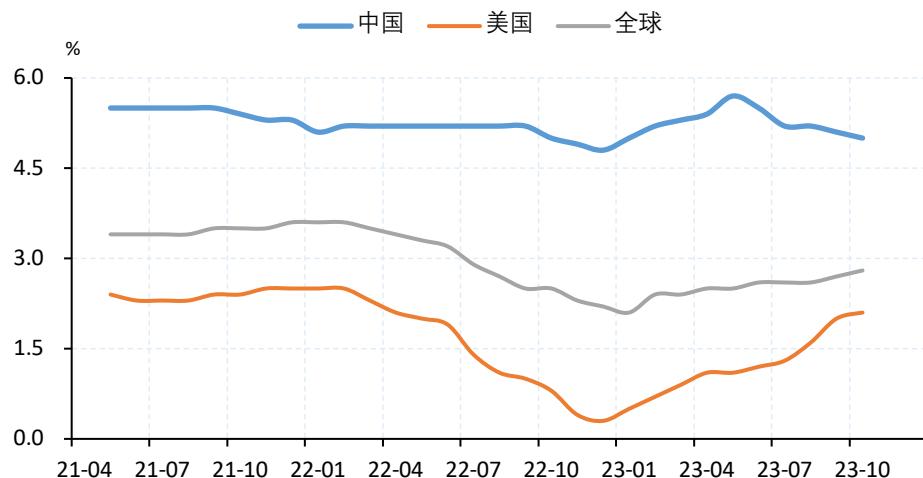
向上驱动	1. 新能源显著拉动需求。 2. 低库存，中国旺季。
向下驱动	1. 铜矿产量较高，精炼铜产量很高。 2. 欧美通胀比预期高，美元走强。
逻辑分析	欧美二次通胀，打压外盘；中国旺季，成色一般。
观点	偏弱，上方压力 67800，下方支撑 65800。

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。

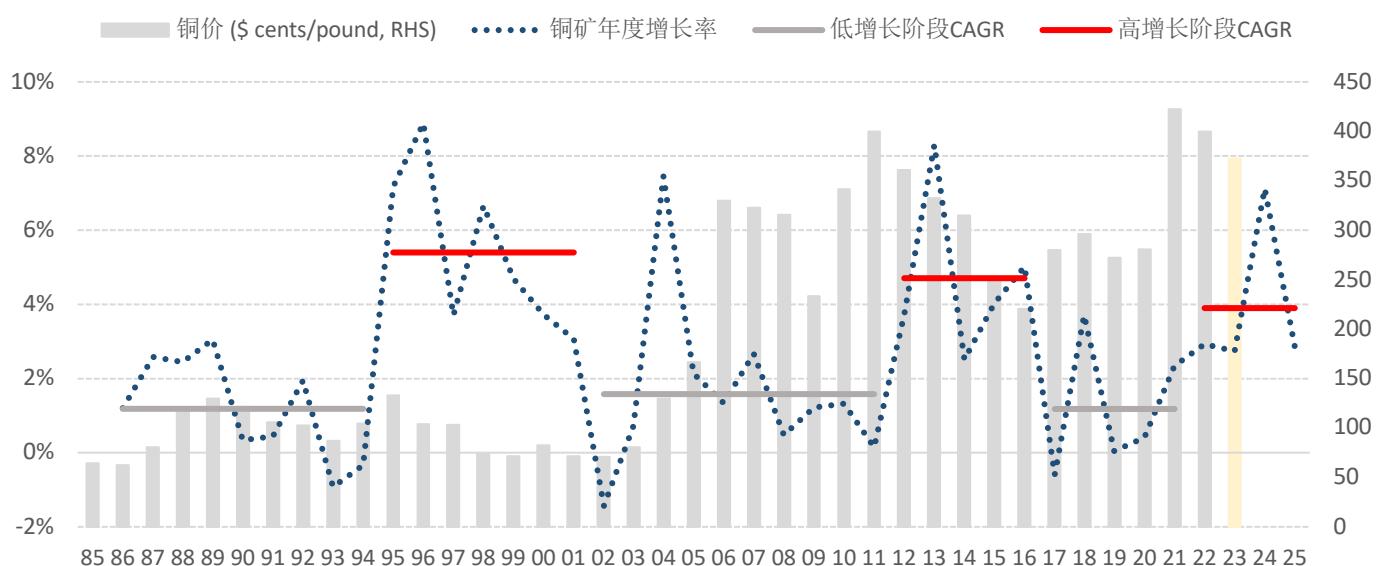
彭博GDP一致预期：2023年



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%。



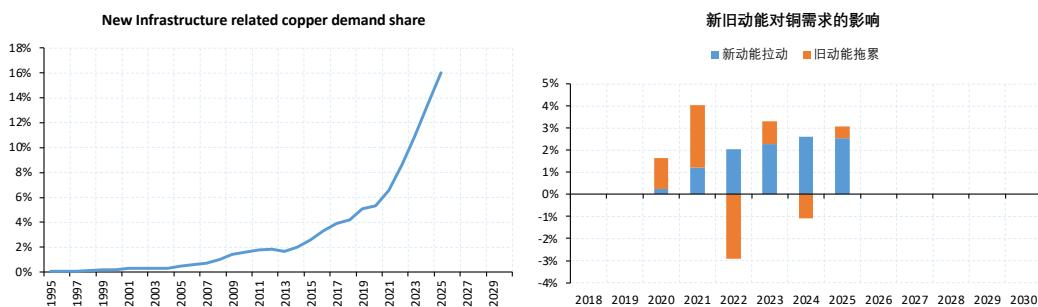
数据来源：Wood Mackenzie, EAF

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、装机周期等问题，目前中国新能源领域的铜消费量，可能已经接近国内总消费比例的 15%。

	单耗	单位	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4e
光伏	5000	t/GW		13.2	30.8	52.6	87.4	33.6	78.4	130
风电	5000	t/GW		7.9	12.9	19.2	37.6	10.4	23	32
电动车	80	KG/辆		134.6	266	483.6	688.7	165	378.8	585
折铜										
光伏	t		66000	154000	263000	437000	168000	392000	650000	850000
风电	t		39500	64500	96000	188000	52000	115000	160000	275000
电动车	t		107680	212800	386880	550960	132000	303040	468000	712000
中国新能源累计消费	t		213180	431300	745880	1175960	352000	810040	1278000	1837000
累计增量	万吨						14	38	53	66
当季增量	万吨						14	24	15	13
中国铜累计消费	万吨		318	655	1034	1395	320	692	1080	1465
累计增量	万吨						2	37	45	70
当季增量	万吨						2	35	8	24
旧经济板块累计消费	万吨		296	612	960	1278	284	611	952	1281
累计增量	万吨						-12	-1	-8	4
当季增量	万吨						-12	11	-7	11
新能源消费占比			6.7%	6.6%	7.2%	8.4%	11.0%	11.7%	11.8%	12.5%

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。

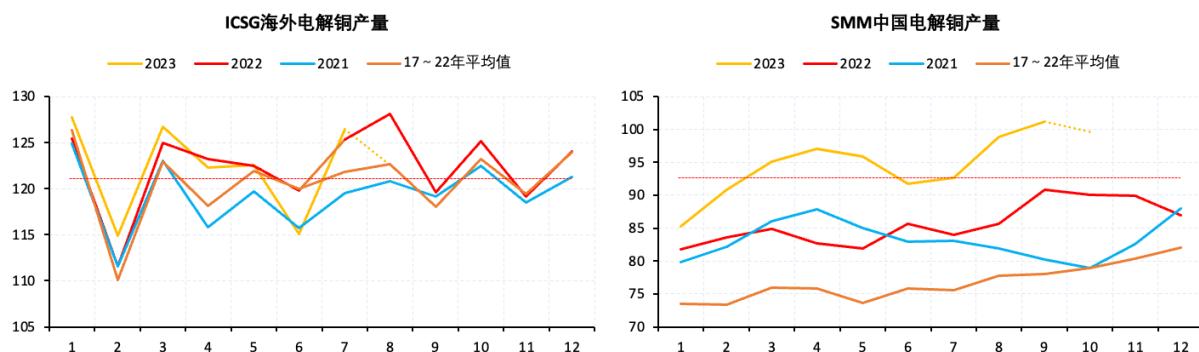
结论：23年Q3，旧经济重新拖累铜消费。

结论：考虑库存效应、装机周期等问题，实际上中国新能源消耗的铜占比可能接近15%。

数据来源：统计局，能源局，EAF

供需

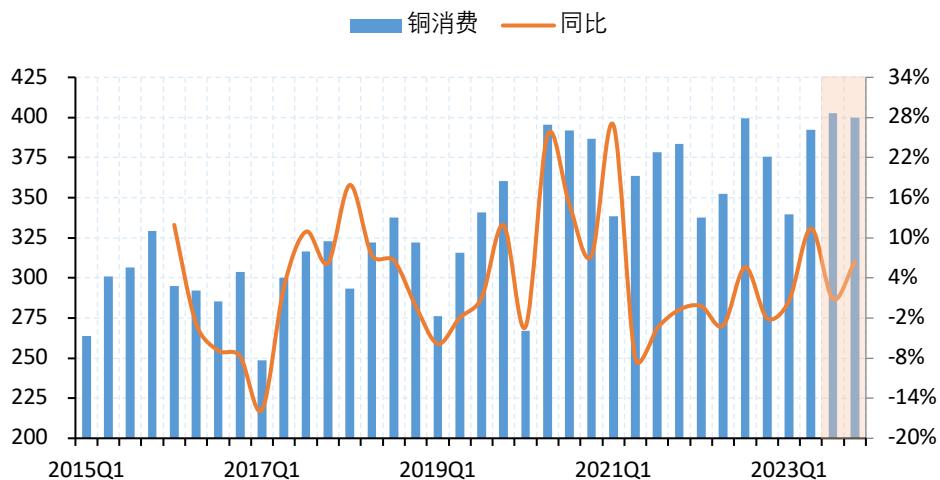
新增铜矿产能的释放是否会带来实际供给压力，还要盯住冶炼产出传导。我们可以通过 ICSG 和 SMM 统计的国内外逐月产量数据验证：2023 年，预计全球冶炼产量依然会稳步增长，海外产量（占比超 55%、统计偏滞后）变化不大、且上半年干扰及检修偏多，因此，增量大头会在国内（新项目爬坡叠加老项目提升开工率），上半年甚至接近 10% 水平（10 月预计维持超 10%）。



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。

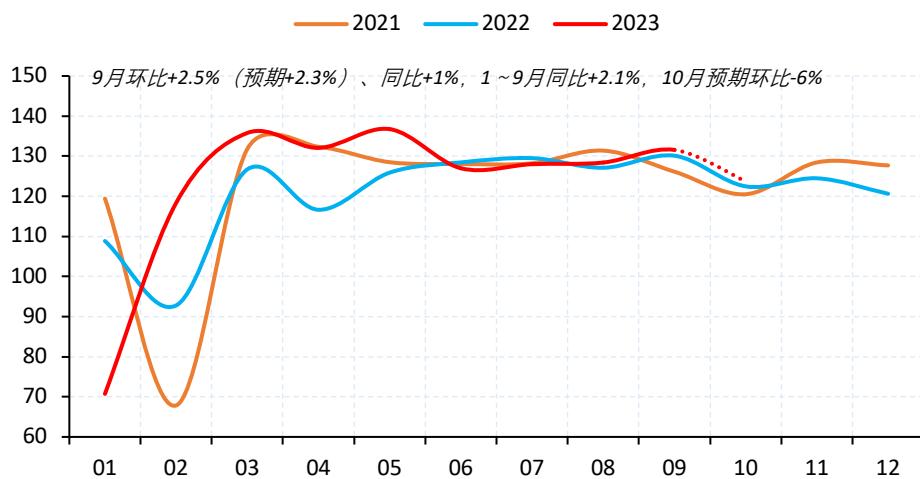
铜季度平衡（考虑废铜）



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，但春节后快速恢复，二季度总体增长达 6%。三季度则整体放缓到零增长附近，10 月旺季成色目前一般。

Mysteel 铜材产量（含杆、管、板带）



数据来源：Mysteel，SMM，EAF

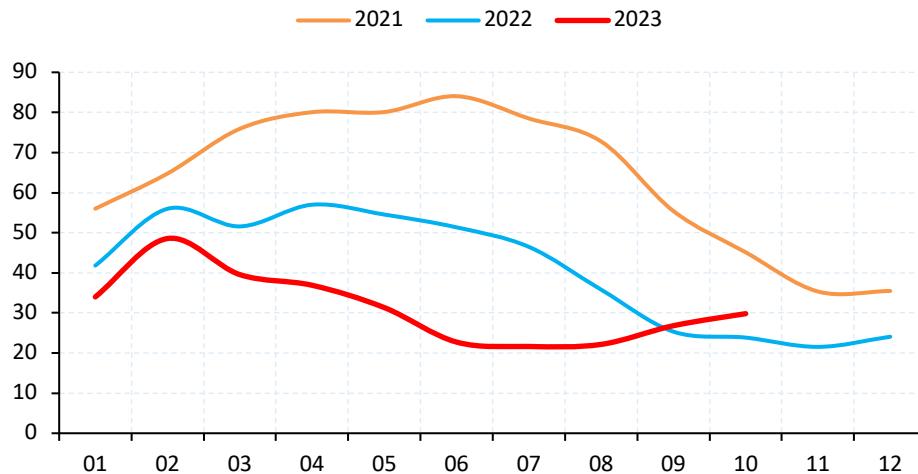
因此，从表观需求和加工需求角度看，当前中国电解铜市场面临偏强供给压力，而旺季需求表现一般。

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。

库存

截至本周，三大交易所加上海保税的铜显性库存 29.8 万，库存低位略升。

铜显性库存（三大交易所+上海保税）



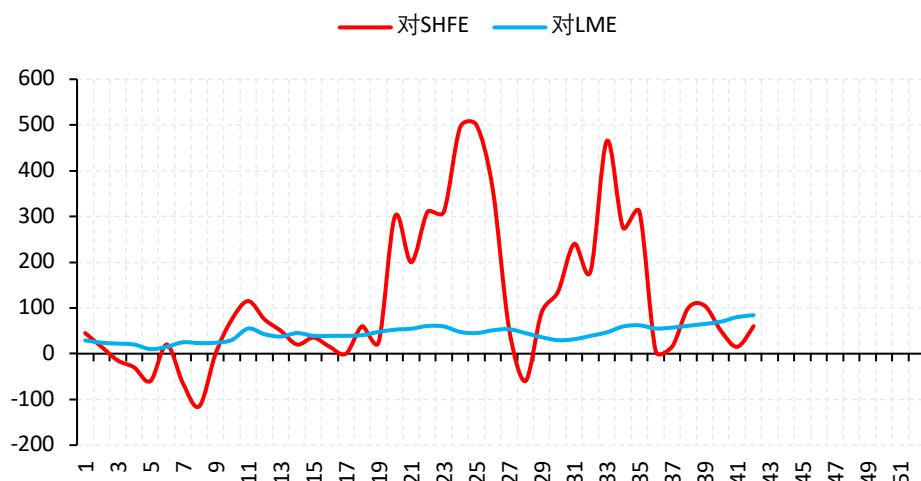
数据来源：Bloomberg, SMM, EAF

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，中秋前后下游补库略走高，但国庆后再度回落；由于进口窗口打开，洋山港铜提单溢价近期上涨到 84 美元/吨。

2023年上海铜现货升贴水



数据来源：SMM, Wind, EAF