

研究报告

年度视野——铜

道阻且长，危中寻机

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836115

摘要：

宏观面，我们认为美联储本轮加息周期有望在2023年上半年结束，但短中期内很难看到政策转向。海外高通胀高利率环境将继续对需求形成冲击，拖累全球经济继续走弱概率较大，10月份，IMF预计2022年全球经济将增长3.2%，2023年将放缓到2.7%。这将持续压制铜价反弹空间。

供需面，2023年铜矿供应趋松较为确定，国内防疫优化背景下，废铜供给有望逐步提升，精铜偏紧有望逐步缓解，但仍不可忽略粗铜供应对其产量释放的约束；中国在疫情防控政策优化后经济存在较大的修复动能，有利于整体市场风险偏好保持偏暖，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》，同时高层多次发声表达了对房地产行业的支持态度，提振市场对中国经济信心。预计疫情感染高峰过后，经济修复强预期将引导国内消费阶段性走强。综合海外主要机构预测，2023年全球精炼铜供应增速预计为3.2%，消费增速预计放缓至1%。

价格判断上，我们认为2023年铜价整体将呈震荡下行态势。上半年大概率延续高位运行，下半年大概率再次走弱，主要驱动逻辑在于，上半年中国在疫情防控政策优化后经济存在较大的修复动能，有利于整体市场风险偏好保持偏暖，且精炼铜供应恢复节奏或不及需求，对铜价形成较强支撑；下半年欧美经济大概率继续走弱甚至进入衰退，中国经济相对平稳，且精铜及废铜供应将进一步提速，库存累积幅度加大，宏观面及基本面共同压制价格回落。全年沪铜主波动区间参考70000-53000元/吨；LME铜主波动区间参考9200-6700美元/吨。

策略建议，单边：仍以反弹沽空为主，部分持仓高抛低吸区间操作，如果价格反弹至70000一线，可加大卖保数量；53000下方加大买入保值数量，可采用期货+期权组合操作策略。套利：关注内外反套机会。

风险提示：海外经济深度衰退；铜矿供应端干扰超预期；全球电解铜库存继续去化

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

联系信息

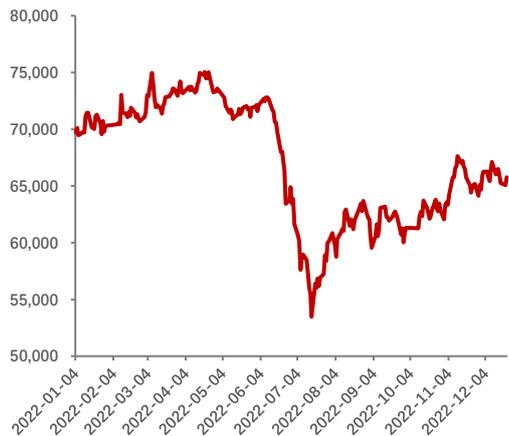
分析师 许克元

期货从业资格：F3022666

投资咨询资格：Z0013612

邮箱：xuky@gzf2010.com.cn

沪铜主力日K线走势



相关报告

目 录

一、2022 年行情回顾：高位震荡-下跌-反弹.....	1
二、全球经济继续下行，联储政策拐点仍需等待	3
(一) 全球经济增长放缓已经愈发明显	3
(二) 货币紧缩迈入尾声，然短中期难见转向	4
(三) 防疫优化促消费动能，高度有待观察	6
三、铜矿供应趋松，精铜由紧缺转小幅过剩	6
(一) 铜矿：有远虑，无近忧.....	7
(二) 冷料：粗铜供应偏紧或难明显缓解，废铜或提供补充	8
(三) 精铜：供需矛盾有限.....	11
四、需求：整体表现稳中趋弱.....	12
(一) 传统需求维持低增速，新兴需求占比抬升	12
(二) 铜加工行业表现分化.....	16
五、库存：有望逐步累积.....	17
六、价格展望与投资建议.....	18
免责声明.....	20
研究中心简介.....	20
广州期货业务单元一览.....	21

图表目录

图表 1：沪铜主力价格走势	1
图表 2：国内主要地区铜现货升贴水季/年度均价	2
图表 3：沪铜价差结构（当月-主力）	2
图表 4：LME0-3 升贴水	2
图表 5：洋山铜溢价	2
图表 6：电解铜进口盈亏（现货）	2
图表 7：美国通胀数据	3
图表 8：欧洲通胀数据	3
图表 9：全球及主要经济体制造业 PMI	4
图表 10：IMF2022 年 10 月的全球经济增长预测（%）	4
图表 11：美国失业率	5
图表 12：美国联邦基金目标利率	5
图表 13：美元指数与美国制造业 PMI	5
图表 14：消费增长受疫情反复袭扰	6
图表 15：全球铜矿企业资本开支维持低位	7
图表 16：ICSG 预计 2023 年全球铜精矿产量同比增速+5.3%	7
图表 17：智利铜矿出口（实物吨）	8
图表 18：秘鲁铜矿出口（实物吨）	8
图表 19：进口铜精矿现货指数（美元/吨）	8
图表 20：中国进口铜精矿长单 TC（美元/吨）	8
图表 21：中国铜粗炼新扩建项目计划	9
图表 22：中国阳极铜进口量（年度）	10

图表 23: 中国阳极铜进口量 (月度)	10
图表 24: 中国国内粗铜加工费 (元/吨)	10
图表 25: 中国粗铜进口加工费 (美元/吨)	10
图表 26: 中国废铜进口量 (年度)	10
图表 27: 中国废铜进口量 (月度)	10
图表 28: 中国粗铜及精铜产能 (年度)	11
图表 29: 中国铜冶炼利润	11
图表 30: 中国精铜产量 (年度)	11
图表 31: 中国精铜产量 (月度)	11
图表 32: 中国精铜进口量 (年度)	12
图表 33: 中国精铜进口量 (月度)	12
图表 34: 2022-2023 年中国粗炼及精炼新增产能	12
图表 35: 中国房地产相关数据	13
图表 36: 中国家用空调产销同比变化	13
图表 37: 中国家用空调内销及出口同比变化	13
图表 38: 中国基建投资同比变化	14
图表 39: 电网及电源投资同比变化	14
图表 40: 中国汽车产量累计同比变化	15
图表 41: 中国新能源汽车产量累计值及同比变化	15
图表 42: 中国太阳能新增装机	15
图表 43: 中国风电新增装机	15
图表 44: 绿色能源 (光伏+风电+新能源汽车) 铜消费增量测算	15
图表 45: 中国铜材企业月度开工率	16
图表 46: 中国精炼铜制杆开工率	16
图表 47: 中国铜管企业开工率	16
图表 48: 中国铜板带企业开工率	16
图表 49: 中国铜箔企业开工率	17
图表 50: 中国电线电缆企业开工率	17
图表 51: 三大交易所显性库存合计	17
图表 52: 全球显性库存可用天数	17
图表 53: 上海保税区库存	18
图表 54: 三大交易所+保税区库存合计	18
图表 55: 全球铜市场供需平衡	18

一、2022年行情回顾：高位震荡-下跌-反弹

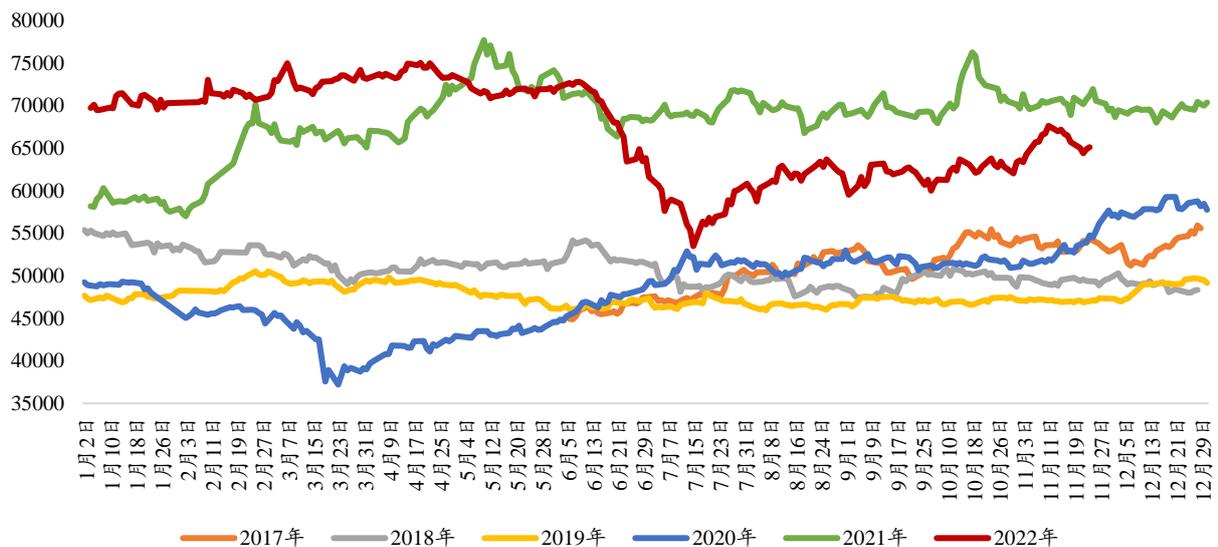
2022年1-4月，因原油价格持续上涨，通胀预期高企的驱动，铜价呈现震荡上行走势，期间因俄乌事件驱动将价格推高近77000元，接近去年5月高点，LME铜甚至刷新历史高位达10845美元。随后上海疫情超预期爆发引发需求忧虑，铜价回调至70000附近，5月中后至6月中，疫情明显缓解国内需求回补，铜价又有一轮弱反弹。整体而言，上半年铜价仍在延续去年5月以来的高位区间震荡行情，主波动于70000-77000元。

直到今年6月份，美联储宣布大幅加息75基点以控制通胀，铜价才开始破位下跌，市场开始交易全球经济衰退预期，LME铜下挫到6955美元，沪铜下挫到54000附近。

7月中开始，伴随宏观压力缓解，铜价出现超跌反弹行情，铜价重心更加偏向基本面逻辑，现货偏紧局面下，铜价震荡偏强运行，主波动于60000-68000。

截至12月21日，沪铜主力收盘65760元，较去年同期的69230元下跌3470元，跌幅5%；LME3M铜价收盘8396.5美元，较去年同期的9555美元下跌1158.5美元，跌幅12%。沪铜主力均价66922元，较去年均价68831元下跌1909元，跌幅2.8%；LME3M铜均价8795美元，较去年均价9356美元下跌561美元，跌幅6.0%。

图表 1：沪铜主力价格走势



数据来源：文华财经 广州期货研究中心

现货方面，2022年沪铜绝大部分时间均处于现货升水状态，近远BACK结构表现亮眼，给投资者提供了多次近远月套利机会，分析原因，还是归因于精炼铜现货供应的偏紧，表征在长期低库存水平上。尤其进入9月后，隔月价差一路走升，临近10月交割，因仓单库存极低引发逼仓，导致价差甚至被拉至近2000元/吨附近。进入11月后，尽管现货仍保持升水、价差维持BACK结构，但均已明显收窄，逼仓行为较难继续推进。截至12月14日，2022年上海地区1#电解铜现货平均升水为243元/吨，广东地区1#电解铜现货平均升水为196元/吨。

LME现货升贴水运行相对平稳，但9-10月亦维持较高升水，波动于50-

120美元/吨之间，主因该期间注销仓单占比多次冲高至50%上方，导致可利用库存绝对低位，推高升水。

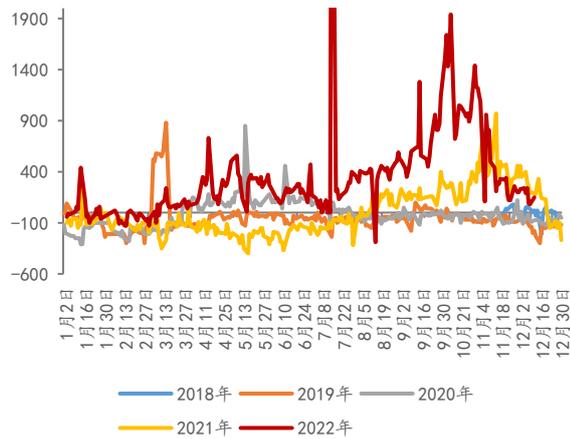
洋山铜溢价方面，1-4月，LME铜价表现明显强于沪铜，尤其俄乌事件推波助澜，电解铜进口持续亏损中，导致洋山铜溢价在3月触及低点30美元/吨，之后因美元指数持续走强，LME铜价表现弱于沪铜，进口窗口打开持续到10月底，该溢价一路走升并触及高点160美元/吨，进入11月美元指数大幅下挫，LME铜价表现强于沪铜，进口窗口再次关闭，洋山铜溢价高位回落并持续走低至55美元/吨附近。

图表 2：国内主要地区铜现货升贴水季/年度均价

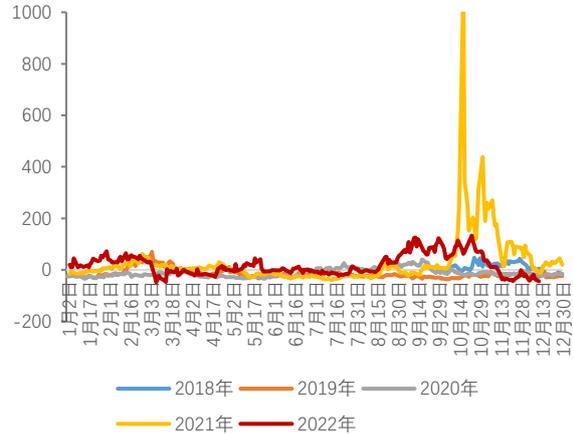
年份	上海1#电解铜升贴水					上海1#电解铜升贴水				
	一季度	二季度	三季度	四季度	年平均	一季度	二季度	三季度	四季度	年平均
2022	158	222	335	248	243	28	92	349	320	196
2021	22	-10	216	298	134	16	-61	129	254	86
2020	-41	115	67	99	61	-28	184	31	51	59

数据来源：SMM 广州期货研究中心，2022年为截至12月14日数据

图表 3：沪铜价差结构（当月-主力）



图表 4：LME0-3 升贴水



数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 5：洋山铜溢价



图表 6：电解铜进口盈亏（现货）



数据来源：Wind 广州期货研究中心

二、全球经济继续下行，联储政策拐点仍需等待

(一) 全球经济增长放缓已经愈发明显

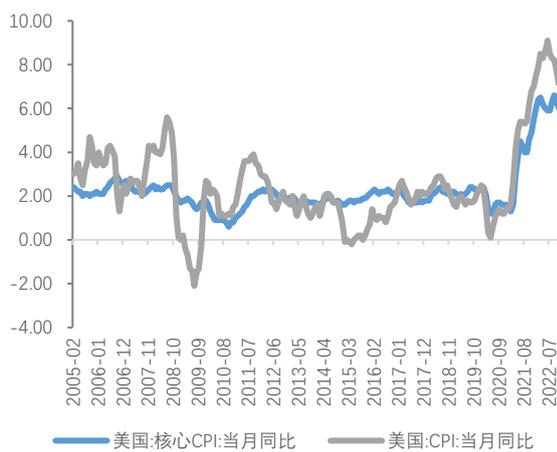
2022年，为了应对疫情和俄乌冲突导致的高通胀压力，美元流动性快速收紧，从2022年3月开启加息以来，美联储已连续加息425bp，加息路径的陡峭程度显著高于90年代以来的历次加息周期。在美元流动性收紧的风暴下，非美经济体在本身高通胀的压力下还承受显著的本币贬值和资金外流的压力，因此大部分被迫跟随联储步伐快速收紧。叠加全球疫后财政刺激效应退坡，经济下行压力显著加大，金融市场不稳定性加剧。

IMF根据近期的高频指标发现，多个G20经济体的采购经理人指数(PMI)持续恶化，制造业和服务经济活动的发展势头转弱。10月PMI数据显示第四季度的增长乏力，其中欧洲尤为明显。12月6日中国物流与采购联合会公布，11月全球制造业采购经理指数(PMI)为48.7%，较上月下降0.7个百分点，连续6个月环比下降，连续2个月低于50%。

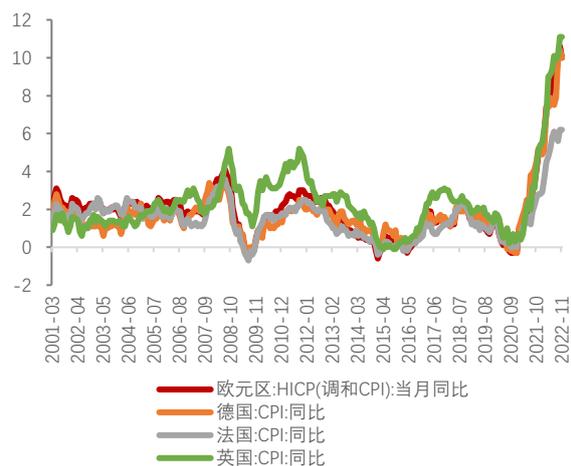
截至最新，美国Markit制造业PMI数据已连续三个月低于荣枯线，欧元区已连续六个月低于荣枯线。11月美国CPI同比升7.1%，欧元区同比升10%，德国10%，英国11.1%。美国通胀数据拐点基本确认，但离2%的通胀目标还比较遥远，而欧洲通胀尚未见到拐点。

展望2023年，欧美抗通胀之路道阻且长，高通胀、高利率环境仍将对需求形成冲击，预计全球经济仍有继续走弱压力。IMF今年以来不断下调全球经济增长预期。10月份，IMF预计2022年全球经济将增长3.2%，2023年将放缓到2.7%。此外，2023年全球通胀率预估值为6.5%，虽然较2022年的8.8%略为回落，但依旧高于2021年的4.7%，并明显处于警戒线之上；2023年，发达经济体和新兴市场经济体的通胀率预估值分别为4.4%和8.1%，新兴市场依旧是全球供应链失序和价格体系紊乱的重要承压者。

图表 7: 美国通胀数据

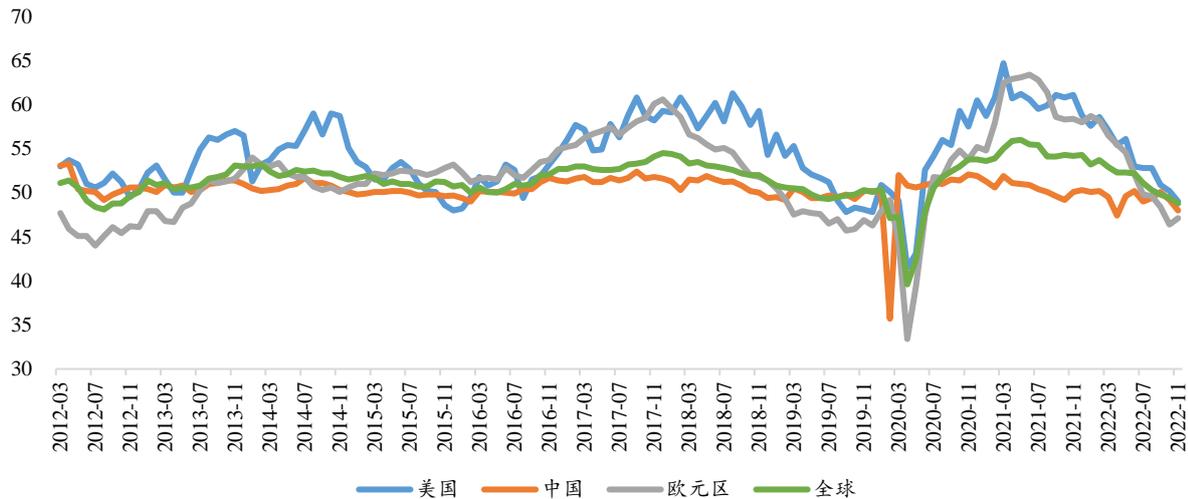


图表 8: 欧洲通胀数据



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 9：全球及主要经济体制造业 PMI



数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 10：IMF2022 年 10 月的全球经济增长预测 (%)

			预测值		与2022年7月预测值调整	
	2020	2021	2022	2023	2022	2023
全球经济	-3.1	6	3.2	2.7	0	-0.2
发达经济体	-4.5	5.2	2.4	1.1	-0.1	-0.3
美国	-3.4	5.7	1.6	1	-0.7	0.0
欧元区	-6.3	5.2	3.1	0.5	0.5	-0.7
日本	-4.5	1.7	1.7	1.6	1	-0.1
英国	-9.3	7.4	3.6	0.3	0.4	-0.2
新兴市场和发展中经济体	-2.0	6.6	3.7	3.7	0.1	-0.2
中国	2.2	8.1	3.2	4.4	-0.1	-0.2
印度	-6.6	8.7	6.8	6.1	-0.6	0.0
俄罗斯	-2.7	4.7	-3.4	-2.3	2.6	1.2
巴西	-3.9	4.6	2.8	1	1.1	-0.1
南非	-6.3	4.9	2.1	1.1	0.2	0.3
全球贸易（商品与服务）	-7.9	10.1	4.3	2.5	0.2	-0.7
发达经济体通胀（CPI）	0.7	3.1	7.2	4.4	0.6	1.1
新兴经济体通胀（CPI）	5.2	5.9	9.9	8.1	0.4	0.8

数据来源：新闻整理 广州期货研究中心

（二）货币紧缩迈入尾声，然短中期难见转向

伴随着经济衰退压力进一步加大，通胀进一步下平台。本轮货币政策紧缩预期也将逐步迈入尾声。目前，市场关于联储本轮加息的高点、在限制性高度延续的时间长度仍有一定分歧，但有一点是较为确定的，相较于2022年美债短端利率从0附近快速攀升至4以上，2023年政策利率上行的幅度将显著放缓，但拐点或仍需等待。

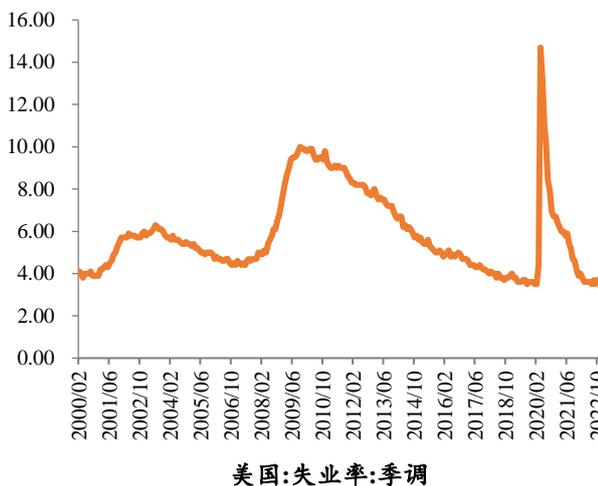
2022年12月15日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调50个基点至4.25%-4.5%，如期放缓加息幅度，但继续上调明年利率预期，明年达到的利率峰值上调50个基点至5.1%，并重申利率指引：承认加息影响有滞

后性、强烈承诺让通胀降至2%、认为适合继续加息。鲍威尔还指出，预计2023年不会降息，而明年2月会议上宣布的加息幅度将取决于经济数据。与去年的快速发展相比，美国经济已显著放缓。加息行为不会使经济陷入衰退，且在美联储确信通胀率将持续下降至2%之前，美联储应该不会考虑降息。

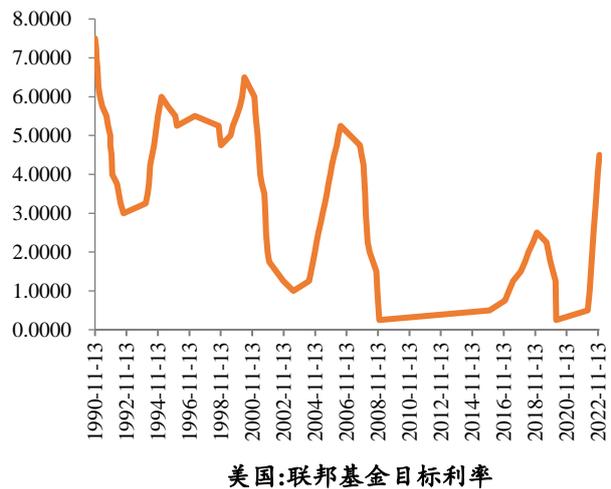
展望2023年，我们认为仍需进一步观测美国经济实际运行情况，来判断紧缩政策拐点的时间。大致三种可能情形：一是，持续当前的“滞胀”经济(高通胀+低失业)，联储可能加息到5%附近后停止加息，但保持高利率政策去继续应对高通胀。此种情景下，美联储紧缩持续超预期，美元指数维持强势。二是，美国经济显著衰退(高通胀+高失业)，整体需求断崖式下降，此种情景下，美联储有望在2023年下半年重回宽松，采取缓慢降息策略，美元指数表现或先强后弱。三是，美国经济深度衰退伴随金融危机(低通胀+高失业)，此种情景下，美联储可能会在2023年大幅降息，避险情绪过后，美元指数大幅走低。

基于90年代以来的历史表现，美元指数通常会在经济衰退区间内见顶回落。

图表 11: 美国失业率

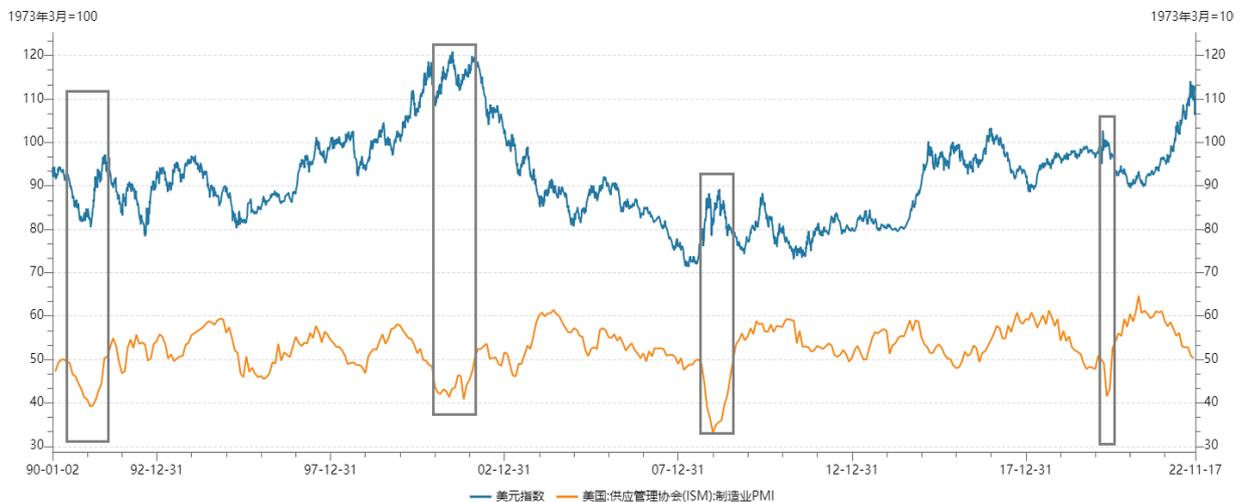


图表 12: 美国联邦基金目标利率



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 13: 美元指数与美国制造业 PMI



数据来源: Wind 广州期货研究中心

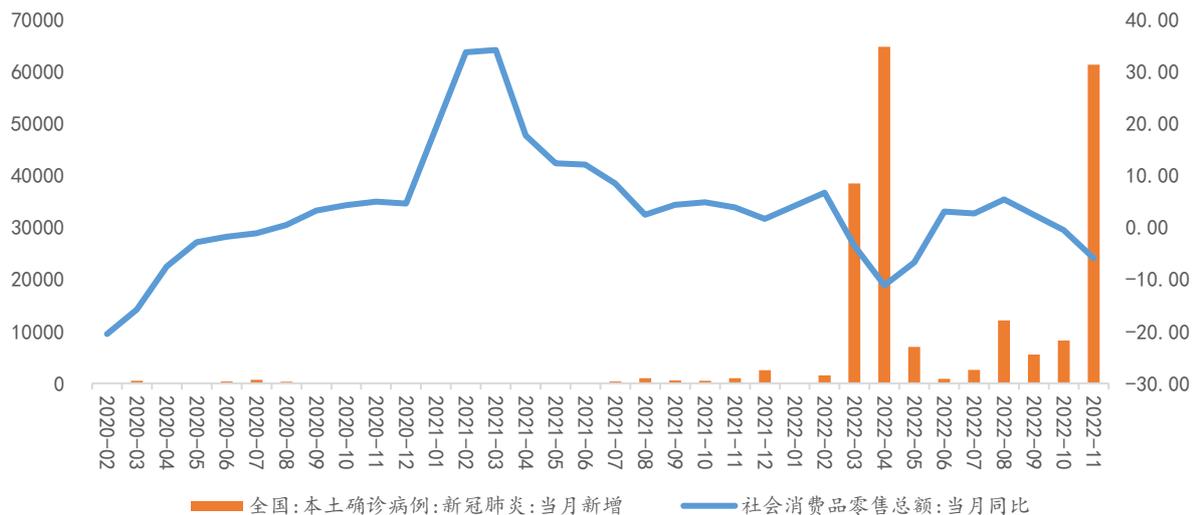
（三）防疫优化促消费动能，高度有待观察

今年以来，疫情形势反复、严重干扰消费修复的节奏。2022年11月，国务院联防联控机制综合组连续发布《优化疫情防控措施》“二十条”和“新十条”，对未来疫情防控工作作出重要部署和优化调整。对待疫情新的思路以及更为优化的精准的管理措施，将使得后续经济秩序修复的持续性得到更多的保障，因此相较于2022年，预计2023年疫情对消费形成冲击的负面因素将显著减弱，但消费修复高度仍有待观察。

变异毒株的高传播力和隐匿性还是会在短期对经济造成一定程度的冲击，这种冲击主要体现在两个方面：一是社交管控或自愿减少社交活动导致的服务消费的下滑，二是劳动力感染暂离工作岗位，导致产业链供应链受阻，这在中国这样制造业发达的国家影响尤为明显。

钟南山表示，当前预防重心要从预防感染转到预防重症，加强新冠疫苗接种是下一步关键。根据团队模型测算，预计广州第一波感染峰值可能会在明年一月中上旬到二月中期到来，三月份中上旬进入平稳阶段，乐观估计在2023年上半年可恢复到疫情前的生活状态。预计届时整体消费会有一波明显复苏。

图表 14：消费增长受疫情反复扰动



数据来源：Wind 广州期货研究中心

三、铜矿供应趋松，精铜由紧缺转小幅过剩

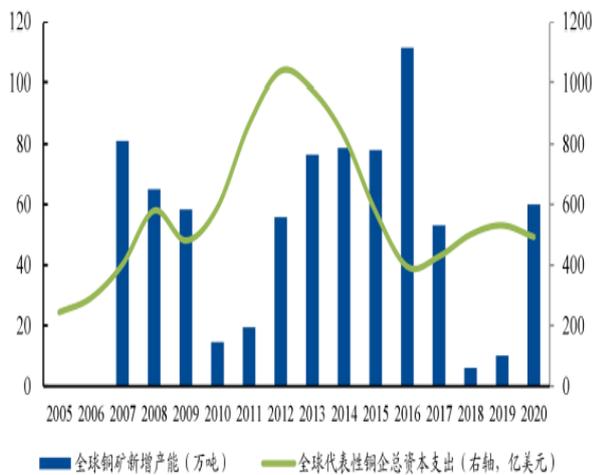
2022年铜产业链主要矛盾集中在冶炼端，表征为现货高升水及低库存状态一直无法缓解。一方面，国内冶炼老产能在上半年出现超预期减产，新产能延后投产，且节奏偏慢。另一方面，受国内疫情反复及防控政策影响，废铜拆解及回收均受到较大干扰，导致整体废铜供应一直处于紧张局面，精废价差持续偏低也加大了精铜对废铜的替代效应。

展望2023年，铜矿端供应会继续趋松，精炼铜供应紧张局面会逐步得到缓解，一方面产能持续爬坡提供增量，另一方面，随着国内疫情防控优化调整，预计废铜供应会逐步放量，相较今年大概率会有明显增量。

（一）铜矿：有远虑，无近忧

当前正处于新一轮供给扩张周期。从资本开支维度，自2012年铜价开启了长达4年的单边下行趋势，铜矿行业资本开支随之持续走弱。由于资本开支高峰到最终矿山投产一般需要3-5年，2017至2019年全球铜矿新增产能锐减。随着2017年铜价逐渐企稳反弹，矿企资本开支意愿逐渐加强，2019年达到阶段高点，对应产能集中释放在2022-2024年，因此目前正处于铜矿供给增产周期阶段。但此轮资本开支力度相对以往缩减明显，铜矿增产幅度不及以往，供给增速有望在2023年看到拐点。ICSG预计2022年全球铜矿产量增速同比+3.9%（约+82万吨），2023年同比+5.3%。

图表 15：全球铜矿企业资本开支维持低位



图表 16：ICSG 预计 2023 年全球铜精矿产量同比增速+5.3%

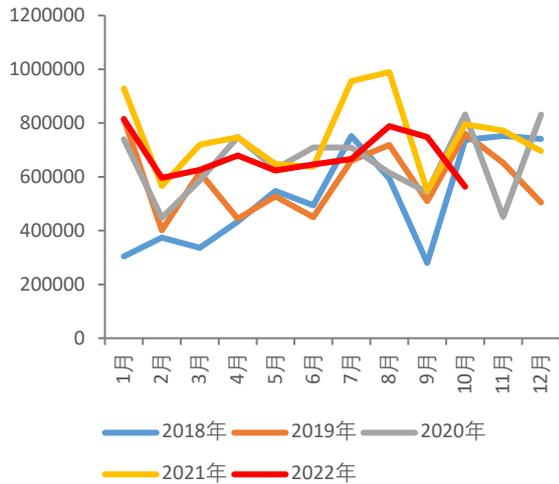


数据来源：Wind 慧博资讯 广州期货研究中心

2022年以来，受制于疫情扩散、社区抗议、极端干旱天气、矿山品位下降以及政策风险等扰动因素频发，海外主要矿企从产能释放到实际产量的传导并不顺畅，尤其南美铜矿产量增长缓慢构成拖累，但印尼、刚果金、哈萨克斯坦、内蒙以及中国等地铜矿产量增长形成增量补充。全球整体铜矿产量保持稳步走升态势。

现货矿加工费11月份以来已经回升到90美元以上。同时四季度CSPT地板价环比上涨13美元/吨，至93美元/吨。2022年11月24日，中国铜冶炼厂代表江铜、中铜、铜陵、金川与Freeport敲定2023年铜精矿长协Benchmark为88美元每干吨/8.8美分每磅，创2017年以来新高，相较2022年上涨23美元每干吨/2.3美分每磅。2022年铜精矿长协Benchmark为65美元每干吨/6.5美分每磅。

图表 17: 智利铜矿出口 (实物吨)



图表 18: 秘鲁铜矿出口 (实物吨)

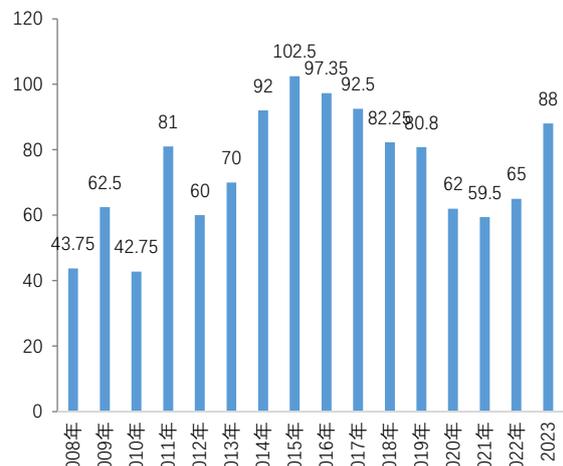


数据来源: SMM 广州期货研究中心

图表 19: 进口铜精矿现货指数 (美元/吨)



图表 20: 中国进口铜精矿长单 TC (美元/吨)



数据来源: SMM 广州期货研究中心

(二) 冷料: 粗铜供应偏紧或难明显缓解, 废铜或提供补充

今年以来, 粗铜大部分时间处于偏紧状态, 一方面, 新增产能投放延后至下半年, 使得粗铜产能释放受限, 且新建的一部分精炼产能原料是阳极铜, 这直接造成阳极铜趋紧。另一方面, 非洲因疫情和当地治安问题的持续发酵让当地货物长期滞留港口, 影响了阳极铜进口至中国, 非洲整体占国内粗铜阳极板进口的60%左右。10月6日, 南非国有物流集团Transnet旗下的工人因劳资纠纷发起罢工影响了德班港的水岸和陆岸运营, 该港口处理着南非65%的集装箱运量, 11月初完全恢复运转, 因此SMM预计11月国内进口粗铜将维持低位。2022年1-10月中国阳极铜进口总量为99.19万吨, 累计同比增长29.68%。

据SMM调研, 市场对明年粗铜供应紧张有较为一致的预期, 因为2023年粗炼产能的增加小于精炼产能, 2023年铜矿过剩的局面将难以改变粗铜

紧张的格局。据SMM了解，12月16日，中国有色集团与江西铜业就2023年CIF进口粗铜RC Benchmark达成一致，为125美金/吨。此RC较2022年155美元/吨减少30美金/吨。

图表 21：中国铜粗炼新建项目计划

2022年铜粗炼新建项目				
公司名称	新增产能	新增后总产能	使用原料	投产年月
大冶有色（阳新弘盛）	40	70	铜精矿	2022年10月
铜陵有色（金冠铜业）	8	68	铜精矿	2022Q3
新疆五鑫铜业	10	20	铜精矿	2022
小计	58	158		
2023年铜粗炼新建项目				
公司名称	新增产能	新增后总产能	使用原料	投产年月
中条山有色金属集团有限公司	18	30	铜精矿	2023年3/4月
山东烟台国润铜业	8	18	铜精矿	2023Q2
白银有色（重启）	20	40	铜精矿	2023Q2
小计	46	88		
后期铜粗炼新建项目				
公司名称	新增产能	新增后总产能	使用原料	投产年月
广西南国铜业有限公司	20	50	铜精矿	2024
金川集团（本部）	40	60	铜精矿	2024年12月
金川集团（防城港）	30	75	铜精矿	2025年
恒邦股份	15	35	铜精矿	2025年
水口山有色（五矿铜业湖南有限公司）	20	30	铜精矿	尚不明确
昆明金水铜冶炼有限公司	10	20	铜精矿	尚不明确
小计	135	270		

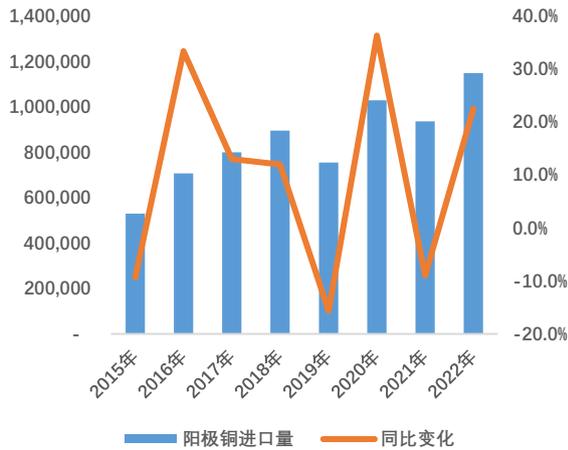
数据来源：SMM 广州期货研究中心

废铜方面，今年财税40号文3月落地，再生铜生产企业采购成本上升，同时受国内疫情反复及防控政策影响，废铜拆解及回收均受到较大干扰，叠加铜价在6月中后出现大幅下挫，贸易商惜售心态强烈，整体废铜供应一直处于紧张局面，精废价差持续偏低，从今年精铜制杆及废铜制杆开工率表现来看，两者分化明显，凸显精铜对废铜呈现较强替代效应。

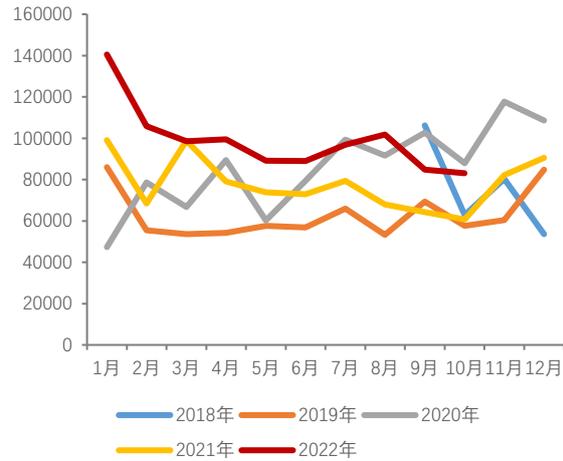
进口方面，今年国内废铜进口维持一定增速，2022年1-10月废铜进口147万实物吨，同比增长7.6%；一方面是由于国内废铜产量大幅下降，另外一方面是由于3月财税40号文落地后，带票的进口废铜受到利废企业青睐。但受人民币汇率持续贬值影响，进口增速并不太高。

展望2023年，随着国内疫情防控优化调整，预计废铜供应会逐步放量，相较今年大概率会有明显增量。与此同时，美国加息接近尾声，叠加国内稳增长政策持续推进，人民币继续贬值概率不大，利于明年废铜进口量提升。

图表 22: 中国阳极铜进口量 (年度)

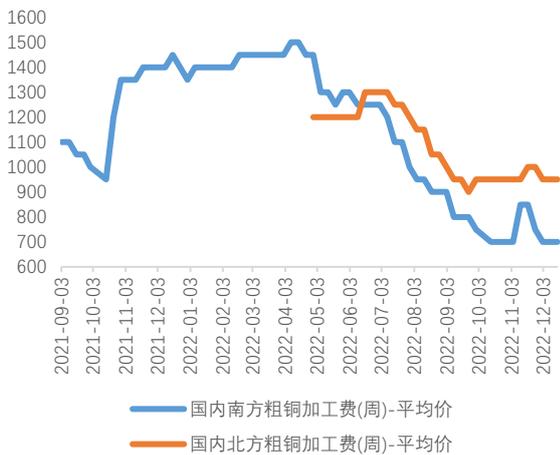


图表 23: 中国阳极铜进口量 (月度)

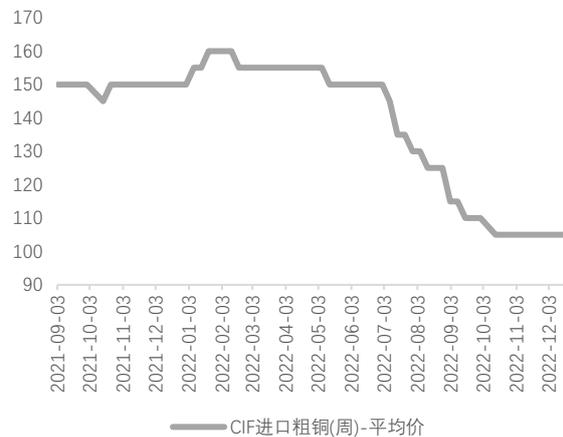


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 24: 中国国内粗铜加工费 (元/吨)

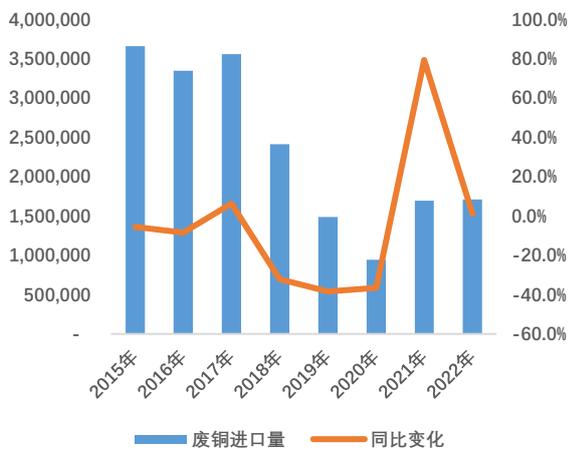


图表 25: 中国粗铜进口加工费 (美元/吨)

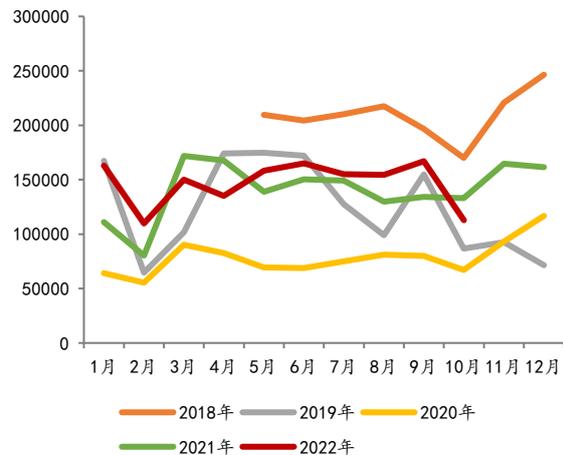


数据来源: SMM 广州期货研究中心

图表 26: 中国废铜进口量 (年度)



图表 27: 中国废铜进口量 (月度)



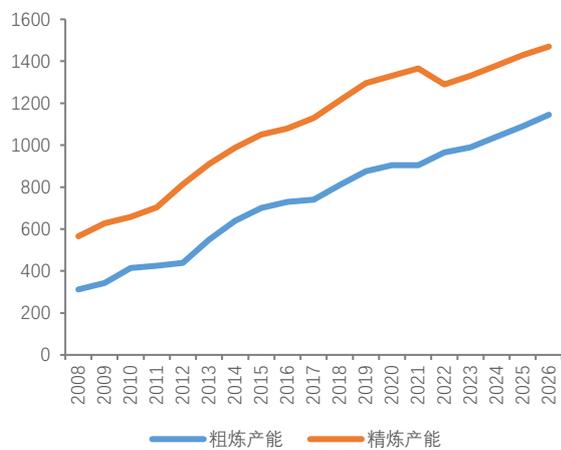
数据来源: Wind 广州期货研究中心

(三) 精铜：供需矛盾有限

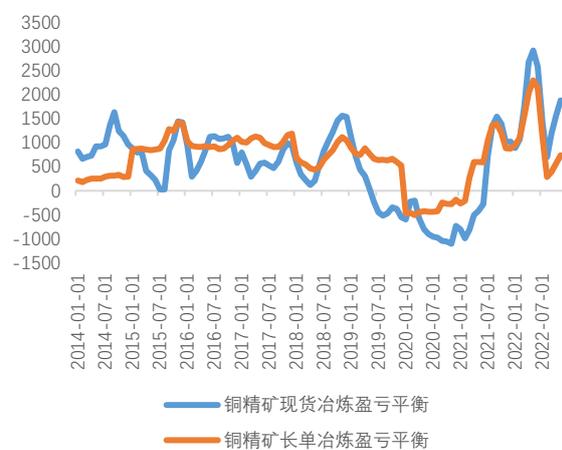
2022年中国精炼铜产量释放并不顺畅，上半年受疫情及山东两家冶炼厂因资金紧张而大幅减产影响，精炼铜产量压缩明显，7-8月高温限电，粗铜紧张，叠加疫情持续影响，精铜产量仍不及预期，9月开始精铜产量开始恢复至90万吨+，但幅度仍有些不及预期。2022年1-11月，SMM中国精铜产量累计941.2万吨，同比+3.4%。考虑到铜精矿原料较为充裕，且废铜随着疫情影响趋弱，供应将有明显增量，预计2023年精铜供需矛盾有限，但仍需警惕粗铜偏紧对精铜放量形成约束。

进口方面，2022年1-10月，中国进口精炼铜总量为314万吨，同比+9.7%。其中主要进口来源国家为智利、刚果（金）、哈萨克斯坦、日本、韩国、澳大利亚等，进口占比分别为24%、20%、8%、6%、6%、4%。

图表 28：中国粗铜及精铜产能（年度）

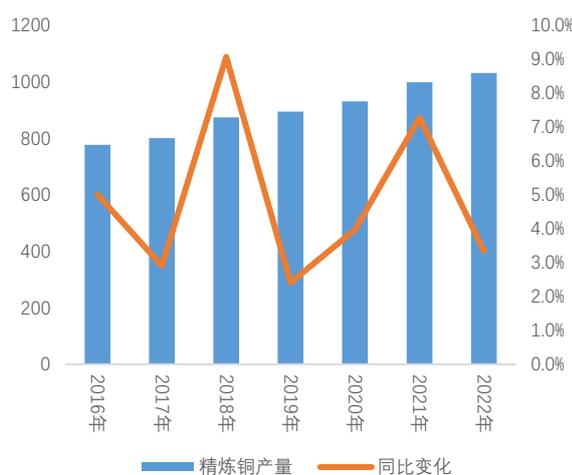


图表 29：中国铜冶炼利润

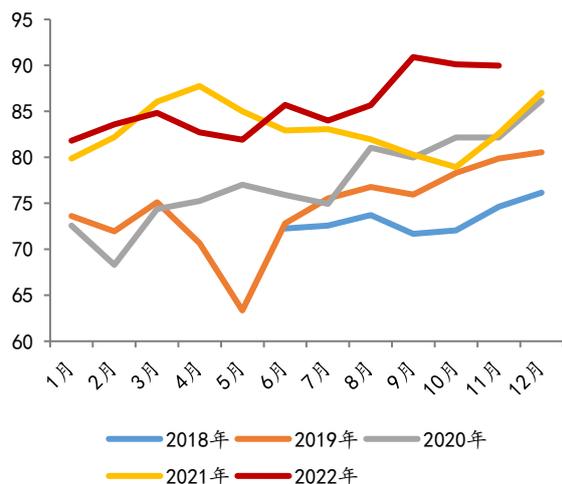


数据来源：SMM 广州期货研究中心

图表 30：中国精铜产量（年度）

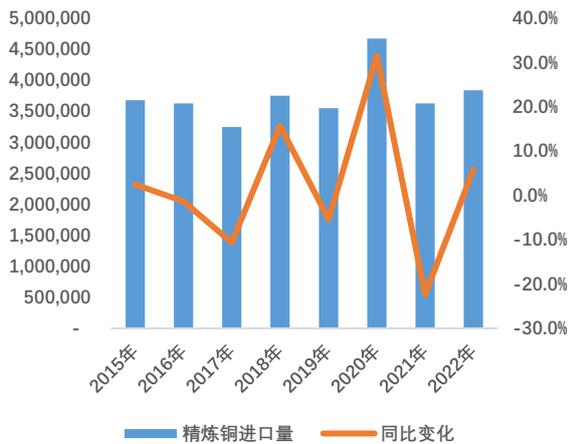


图表 31：中国精铜产量（月度）

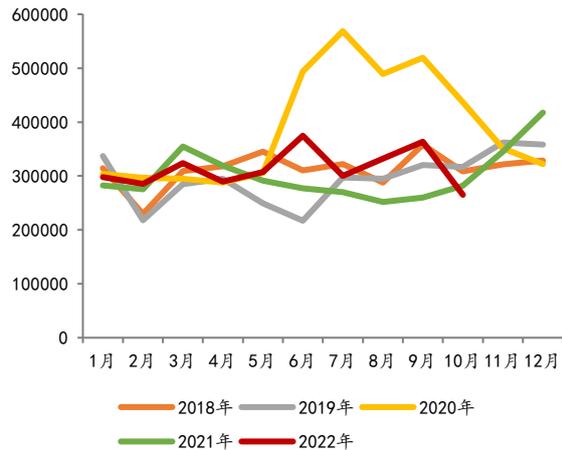


数据来源：SMM 广州期货研究中心

图表 32：中国精铜进口量（年度）



图表 33：中国精铜进口量（月度）



数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 34：2022-2023 年中国粗炼及精炼新增产能

公司名称	粗炼新增	精炼新增	所用原料	投产日期
新疆五鑫铜业	10	10	铜精矿	2022
大冶有色（阳新弘盛）	40	40	铜精矿	2022年11月
铜陵有色（金冠铜业）	8	8	阳极铜	2022Q3
江铜富冶和鼎	0	12	阳极铜	2022Q3
金川集团（本部）	0	10	阳极铜	2022年10月
赤峰金通铜业	0	5	铜精矿	2022年3月
西部矿业青海铜业	0	5	阳极铜	2022年10月
上饶和丰环保	0	10	废铜/阳极	2022年8月
2022年小计	58	100		
公司名称	粗炼新增	精炼新增	所用原料	投产日期
山东烟台国润铜业	8	8	铜精矿	2023Q2
白银有色	20	20	铜精矿	2023Q2
中条山有色金属	18	18	铜精矿	2023年
江铜（清远）	0	10	废铜/阳极	
2023年小计	46	56		

数据来源：SMM 广州期货研究中心

四、需求：整体表现稳中趋弱

（一）传统需求维持低增速，新兴需求占比抬升

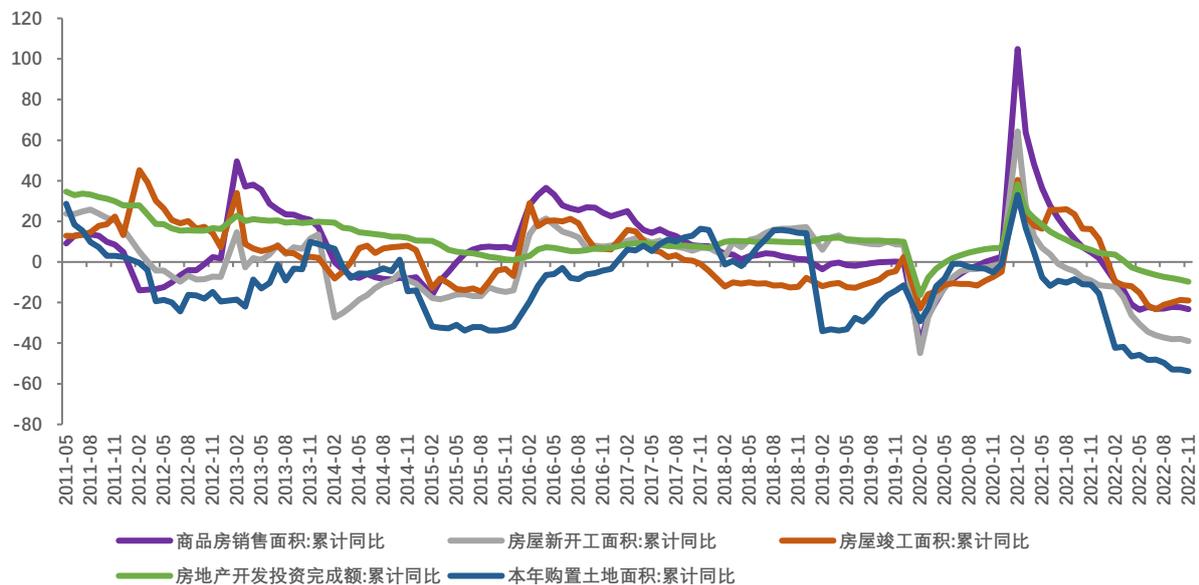
中国作为基建和制造业大国，铜消费占全球近50%，其次是美国、德国、日本等发达国家。我国铜消费领域较为集中，大规模电网建设使得电力领域铜消费占国内铜消费总量近一半，其次是空调制冷、汽车制造业和建筑业施工等，以上四个行业耗铜量合计占比可达80-90%；全球范围内铜消费领域分布较为均衡，主要是电力、建筑、交通等领域。从铜的最终使用形态来看，主要是利用铜良好的导电性，电力传导占总量60%，这也决

定了铜在涉及电力的新兴领域有着广阔的应用前景,如新能源汽车、光伏、大数据中心等。

受房地产调控的后续影响、疫情冲击和经济下行原因,2022年房地产市场整体偏冷,11月房地产投资累计同比增长-9.8%,土地购置面积为-53.8%。但与此同时,国家稳楼市力度不断加码,各部门各地区促进房地产平稳健康发展、软着陆的政策不断出台,特别是2022年11月以来密集推出房地产新政,预计2023年房地产行业有望迎来边际改善。但在房住不炒的总体原则下,一线城市限购不放松可能是当前政策的底线,这是本轮政策放松与2014-15年的最大差别。从历史经验来看,没有一线城市房价上涨效应的带动,投机需求将继续被抑制,在购房主力人口数继续下行的大背景下,单靠刚性需求和改善性需求的释放很难带来大的脉冲。

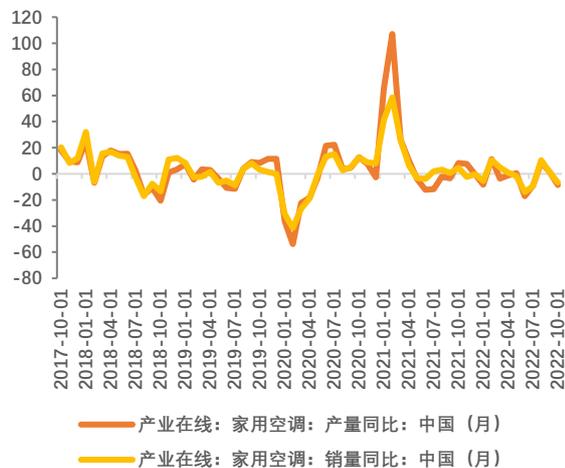
以房地产为主的建筑行业表现用铜主要集中在电力电缆、通信电缆、供水系统等,同时向下游带动装潢及家电需求。政策宽松及保交付发力提振市场信心,家用电器有望受益于地产预期及消费预期的双重改善。

图表 35: 中国房地产相关数据

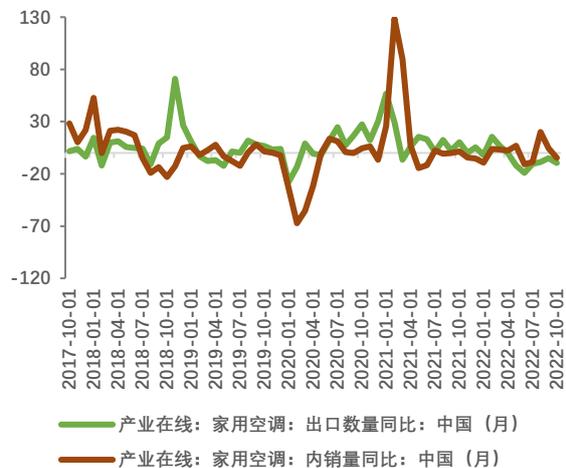


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 36: 中国家用空调产销同比变化



图表 37: 中国家用空调内销及出口同比变化



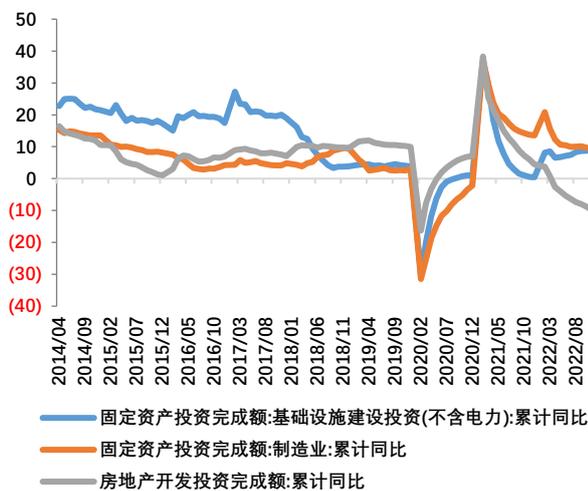
数据来源: Wind 广州期货研究中心

基建方面，2022年基建投资保持较高增速，一定程度上对冲房地产投资增速大幅下滑给经济带来的负面连锁效应。

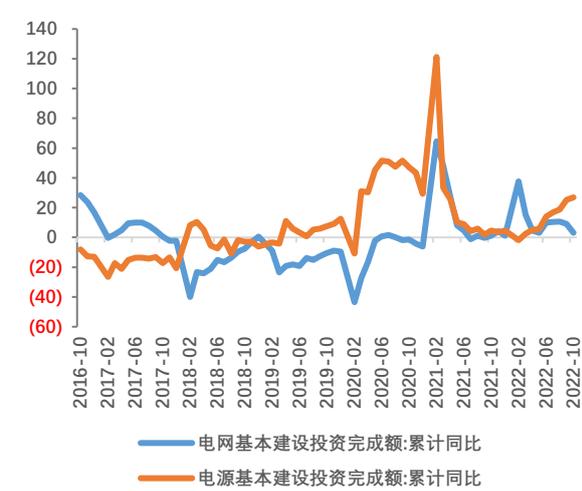
1-10月，国内电网基建建设投资完成额累计同比增速为3%，电源基本建设投资完成额累计同比增速为27%。2021年11月11日，南网印发《南方电网“十四五”电网发展规划》，“十四五”期间将规划投资6700亿元，加快数字电网建设和现代化电网进程，推动以新能源为主体的新型电力系统构建。明确电网发展总架构，重点聚焦清洁能源、智能化、市场机制等发展方向，助力广东、广西、云南、贵州、海南等南方五省区和港澳地区碳达峰、碳中和。2022年1月，国家电网公布2022年电网方面的计划投资金额为5012亿元，首次突破5000亿元。

展望2023年，如果疫情形势改善带动消费等经济内生动能恢复，基建投资可能会相应放缓；反之仍将成为稳定内需的关键抓手。

图表 38：中国基建投资同比变化



图表 39：电网及电源投资同比变化



数据来源：Wind 广州期货研究中心

汽车方面，二季度末随着疫情的好转，汽车产量迅速复苏逆转并呈现持续强劲增长，1-10月汽车产量同比增长8.1%，此前1-5月产量同比缩减7.2%，而新能源汽车产量更是呈现爆发式增长，前10个月产量增长108%，达559万辆，新能源汽车渗透率从年初的18%迅速增加至33%。我们预计2022年全年新能源汽车产量有望达到700万辆左右，较上半年预计的550万辆显著增长。新能源用铜需求有望达到66万吨左右，超出年初预计的50万吨左右，为全年铜需求再添16万吨左右的增量，较2021年新能源汽车铜需求翻一番。

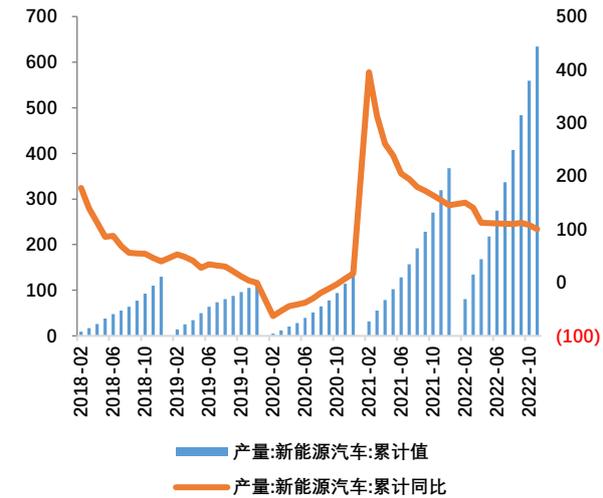
当前我国新能源汽车消费正从政策驱动逐步向内生驱动转变，在双碳趋势背景下，随着国家对新能源汽车的政策倾斜以及购车性价比等因素的推动，新能源车市场有望保持快速发展势头。

除了新能源汽车，其他新能源领域如光伏发展保持高增态势，2022年1-10月光伏新增装机58.2GW，累计同比+98.7%。据Mysteel统计，截至10月底已有25省市自治区明确“十四五”期间风光装机规划，其中光伏新增装机规模超392GW，未来四年新增344GW。

图表 40: 中国汽车产量累计同比变化

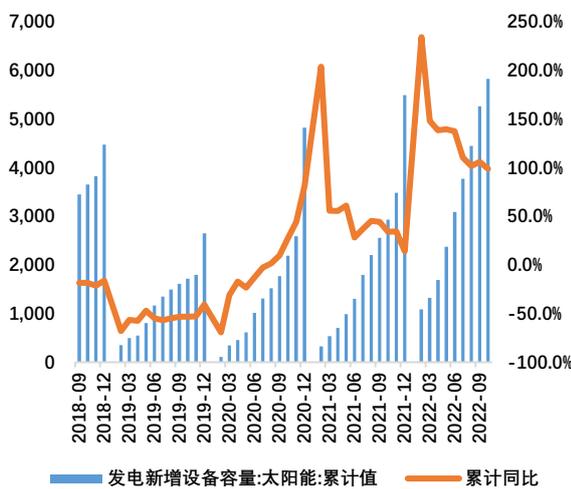


图表 41: 中国新能源汽车产量累计值及同比变化



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 42: 中国太阳能新增装机



图表 43: 中国风电新增装机



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 44: 绿色能源(光伏+风电+新能源汽车)铜消费增量测算

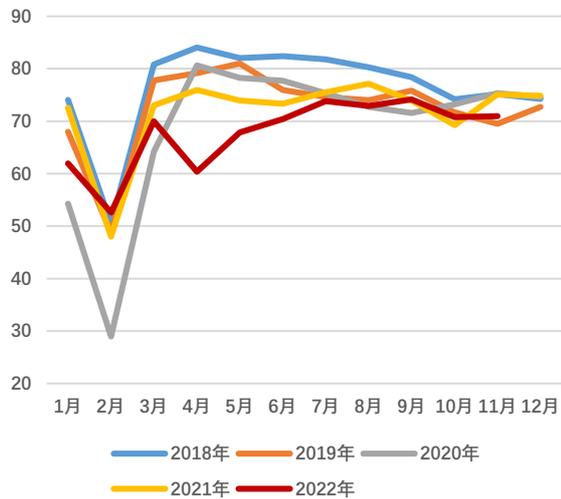
	万金属量	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
光伏	中国	24	29	34	41	47
	中国以外	52	61	82	88	95
风电	中国	37	41	45	49	54
	中国以外	25	25	24	24	23
新能源汽车	中国	28	56	74	88	104
	中国以外	23	31	41	54	72
总计	中国	89	127	153	178	205
	中国以外	100	117	147	166	189
绿色能源铜消费量		188	244	299	344	395
全球铜消费量		2415	2452	2522	2603	2685
绿色能源耗铜占比		8%	10%	12%	13%	15%

数据来源: SMM 广州期货研究中心

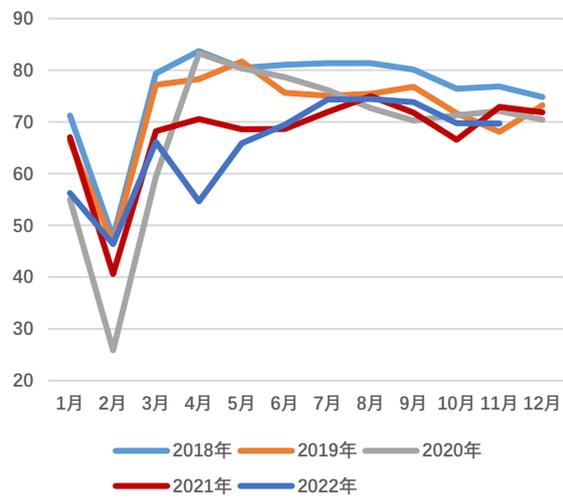
(二) 铜加工行业表现分化

由于新兴需求的蓬勃发展，铜加工面临较为明显的结构性变化。其中铜管、铜杆等需求走弱，企业年均开工率分别为73.3%、65.5%，2021年为80.5%、67.8%。但铜板带箔尤其是铜箔产量增长显著，企业年均开工率为90.5%，其中锂电铜箔开工率为98%。

图表 45：中国铜材企业月度开工率

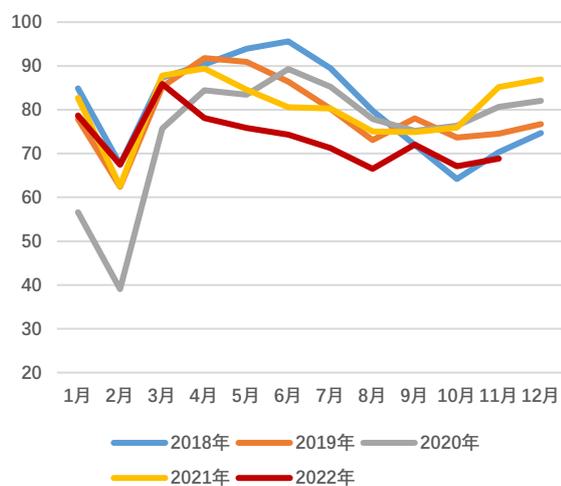


图表 46：中国精炼铜制杆开工率

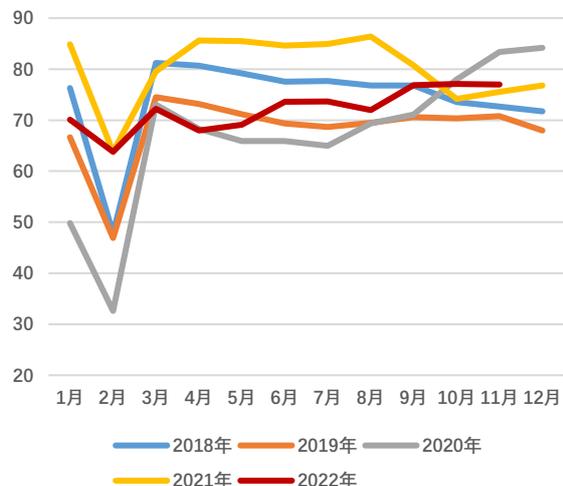


数据来源：SMM 广州期货研究中心

图表 47：中国铜管企业开工率

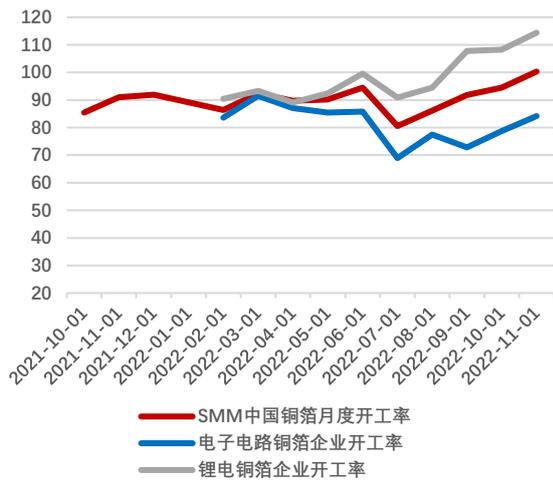


图表 48：中国铜板带企业开工率

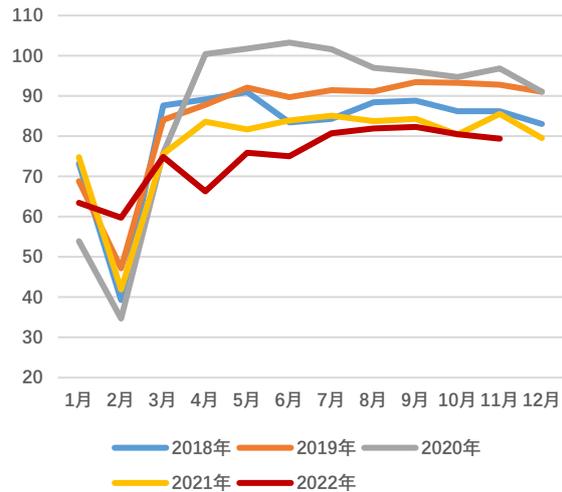


数据来源：SMM 广州期货研究中心

图表 49：中国铜箔企业开工率



图表 50：中国电线电缆企业开工率



数据来源：SMM 广州期货研究中心

五、库存：有望逐步累积

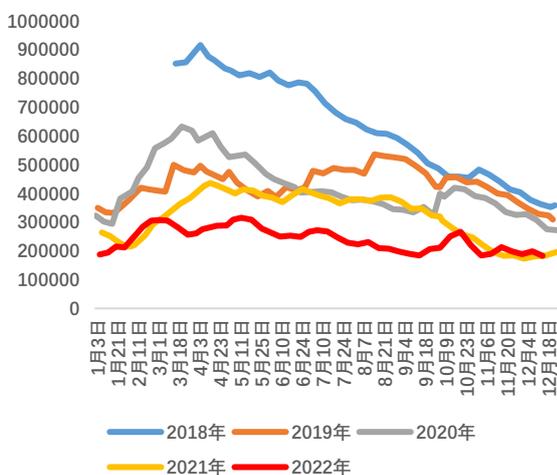
今年以来，无论交易所库存还是保税区库存均呈现下降态势，整体库存水平持续处于历史绝对低位水平，也给国内多次逼仓创造了条件。

截至2022年12月16日，三大交易所加中国保税区的铜库存约为21.1万吨，较2021年底的35.2万吨，减少约14.1万吨。分区域来看，LME铜库存约为8.4万吨，较去年底的8.9万吨减少约0.5万吨；COMEX铜库存约为3.5万吨，较去年底的7.0万吨减少约3.5万吨；SHFE铜库存约为6.4万吨，较去年底的3.8万吨增加约2.6万吨；中国保税区库存约2.8万吨，较去年底的15.5万吨减少约12.7万吨。

2021年ICSG公布的全年精铜消费量2518万吨，全球每天平均消费量约6.99万吨，以目前三大交易所+保税区库存合计21.1万吨计算，库存可消费天数约3天，库存消费比处历史绝对低位。

展望2023年，随着国内精炼铜产量释放及防疫优化后废铜供应提升，低库存状态有望逐步缓解。

图表 51：三大交易所显性库存合计

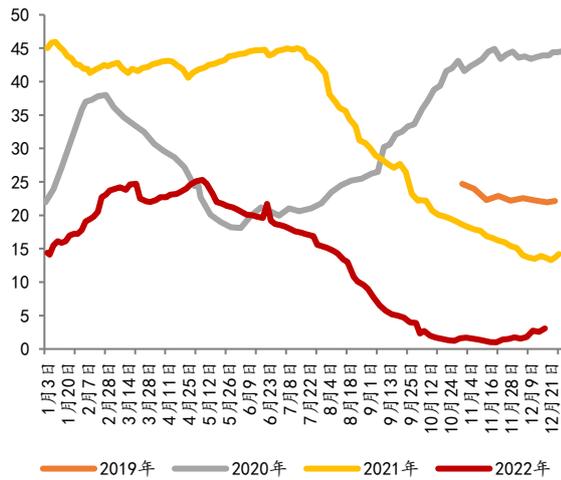


图表 52：全球显性库存可用天数

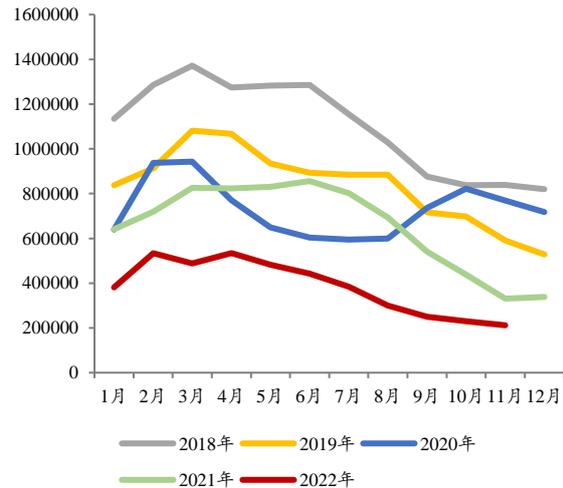


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 53: 上海保税区库存



图表 54: 三大交易所+保税区库存合计



数据来源: Mysteel 广州期货研究中心

六、价格展望与投资建议

图表 55: 全球铜市场供需平衡

单位: 千吨	2020	2021	2022E	2023E	2024E
铜矿产量	20702	21129	21469	22560	23280
同比变化 (%)	0.0	2.10	1.60	5.10	3.20
精炼铜产量	24653	24763	25186	26000	26873
同比变化 (%)	4.20	0.40	1.70	3.20	3.40
精炼铜需求量	24074	25128	25448	25701	26682
同比变化 (%)	1.0	4.40	1.30	1.0	3.8
供需平衡	59	-245	-262	99	41

数据来源: ICSG Wood Mackenzie BMO Capital Markets 广州期货研究中心

宏观面,我们认为美联储本轮加息周期有望在2023年上半年结束,但短中期内很难看到政策转向。海外高通胀高利率环境将继续对需求形成冲击,拖累全球经济继续走弱概率较大,10月份,IMF预计2022年全球经济将增长3.2%,2023年将放缓到2.7%。这将继续压制铜价反弹空间。

供需面,2023年铜矿供应趋松较为确定,国内防疫优化背景下,废铜供给有望逐步提升,精铜偏紧有望逐步缓解,但仍不可忽略粗铜供应对其产量释放的约束;中国在疫情防控政策优化后经济存在较大的修复动能,有利于整体市场风险偏好保持偏暖,中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要(2022—2035年)》,同时高层多次发声表达了对房地产行业的支持态度,提振市场对中国经济信心。预计疫情感染高峰过后,经济修复强预期将引导国内消费阶段性走强。综合海外主要机构预测,2023年全球精炼铜供应增速预计为3.2%,消费增速预计放缓至1%。

价格判断上,我们认为2023年铜价整体将呈震荡下行态势。上半年大概率延续高位运行,下半年大概率再次走弱,主要驱动逻辑在于,上半年中国在疫情防控政策优化后经济存在较大的修复动能,有利于整体市场风险偏好保持偏暖,且精炼铜供应恢复节奏或不及需求,对铜价形成较强支撑;下半年欧美经济大概率继续走弱甚至进入衰退,中国经济相对平稳,

且精铜及废铜供应将进一步提速，库存累积幅度加大，宏观面及基本面共同压制价格回落。全年沪铜主波动区间参考70000-53000元/吨；LME铜主波动区间参考9200-6700美元/吨。

策略建议，单边：仍以反弹沽空为主，部分持仓高抛低吸区间操作，如果价格反弹至70000一线，可加大卖保数量；53000下方加大买入保值数量，可采用期货+期权组合操作策略。套利：关注内外反套机会。

风险提示：海外经济深度衰退；铜矿供应端干扰超预期；全球电解铜库存继续去化

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的企业精神和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及衍生品投资者，回报客户、回报员工、回报股东、回报社会。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视电台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀资本在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：(020) 22836116

金属研究团队：(020) 22836117

化工能源研究团队：(020) 22836104

创新研究团队：(020) 22836114

农产品研究团队：(020) 22836105

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627

广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	苏州营业部	上海陆家嘴营业部
联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-31953184 办公地址：广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0531-66671202 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	四川分公司	机构业务部	机构事业一部
联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业二部	机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司	
联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室	