

2022期货市场季度投资报告

QUARTER INVESTMENT REPORT OF FUTURES MARKET 2022

需求未“衰退” 关注预期差

吴玉新

有色分析师

期货从业资格号：

F0272619

投资咨询从业证书号：

Z0002861

wuyuxin137@126.com

报告审核人：王伟伟

内容摘要

- 铜矿产量正稳步恢复；
- 冶炼利润可观，产量压力体现在下半年；
- 废铜偏紧格局，40号文还需细化；
- 海外需求有回落风险；国内需求弱现实、强预期；
- 低库存或将持续；

核心观点

宏观上，通胀仍有韧性（能源危机），海外距离衰退还有距离；

流动性退潮，货币收紧程度及预期影响节奏；

国内稳增长等待兑现，疫情及换届或使得政策落地在三季度。

二季度，铜价宏观上取决于货币收紧程度及预期、通胀预期以及经济预期的共同作用。

供需上，

二季度，基准假设下供需紧张，如若疫情冲击加大，消费增速将下调，供需转为过剩。

2022年铜矿或仍将保持高的增量；冶炼新增项目压力在下半年；

调降海外需求增速，国内仍需关注疫情及稳增长政策落地情况。

库存二季度明显累库的概率较小。

价格上，预计难以看到趋势性转向，高位区间震荡。

目录

1. 2022 年 1 季度铜市回顾.....	- 3 -
2. 供应分析:	- 3 -
2.1 全球铜矿市场供应分析.....	- 3 -
2.2 全球精铜市场分析.....	- 6 -
2.3 中国废铜市场分析.....	- 9 -
3. 宏观分析	- 10 -
3.1 通胀有韧性.....	- 10 -
3.2 加息周期开启.....	- 11 -
3.3 国内稳增长等待兑现.....	- 12 -
4. 需求分析	- 13 -
4.1 碳中和成为我国铜消费新增长点.....	- 14 -
4.2 传统消费领域稳中有降.....	- 15 -
5. 供需平衡及结论	- 17 -

1. 2022 年 1 季度铜市回顾

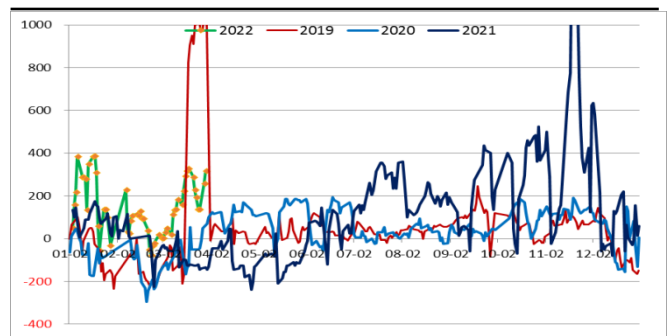
一季度，铜价整体呈震荡上涨走势，期间短暂上冲到过 77000 一线，受油价暴涨、伦镍挤仓等影响，但整体看，铜价仍未脱离过去大半年的震荡整理区间。1-2 月份，能源紧张使得欧洲天然气价格居高不下，铝、锌等冶炼厂部分减产，供应忧虑加之铜低库存，铜价有所表现。2 月份低至今，俄乌冲突以及美联储加息扰动市场，欧美制裁俄罗斯，原油大涨，通胀预期抬升，伦镍极端挤仓，铜价快速上涨，随后疫情压制下的消费疲弱以及美联储加息预期限制了铜价进一步上行。国内需求表现偏弱，高价格有压制，宽信用和稳增长政策还未明显起效，再加之疫情扩散，压制需求端。内外盘上，外盘强于内盘，主要是库存走向不同，期间一度出现极端的负价差，国内出口至海外平抑了极端价差。

图 1.1：沪铜与伦铜走势



资料来源：ifind

图 1.2：国内铜季节性升贴水



资料来源：ifind

现货市场上，一季度现货市场整体偏强，多数时间处于升水状态，主要原因是库存处于低位。现货升贴水走势较为符合季节性特征，也符合历史规律。一季度春节前后升水处于年内低点，随着季节性旺季的到来，升水开始走高。具体看，一季度，运行区间【-75, 390】，均值 147，明显强于往年。

2. 供应分析：

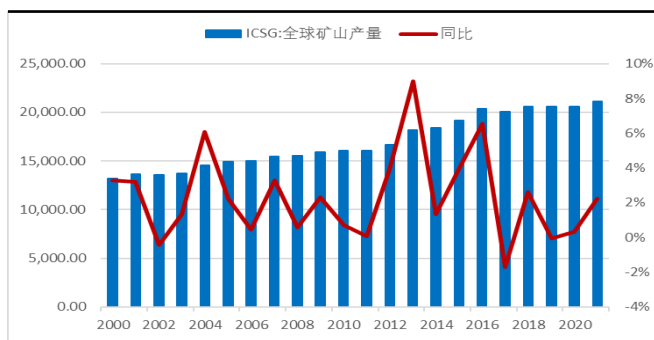
2.1 全球铜矿市场供应分析

国际铜业研究组织（ICSG）最新数据显示，2021 年矿山产量增长了约 2.3%，2019-2020 年的年均增长率仅为 0.3%。智利下降 1.9% 至 562.3 万吨，秘鲁增长 7% 至 230 万吨。由于 Grasberg 矿的地下产量持续增加，印尼的产量增加了约 49%。刚果民主共和国（+12%）、巴拿马（+61%）和中国（+10%）也出现大幅增长，原因是新业务和扩大业务的产出增加或运营水平提高。

精矿分布来看，全球各大洲都有分布，以南美洲和亚洲占比较大，南美洲占比接近一半，是最主要的精矿输出地区。像智利、秘鲁等资源国。2021 年全球最大的铜矿生产国智利精矿产量下降 1.3%，SX-EW 产量下降 3.6%，

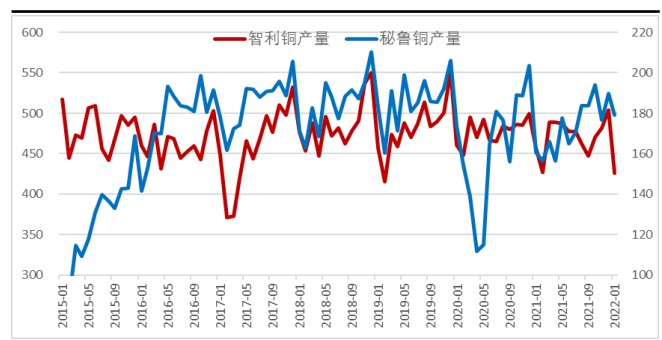
主要集中在 Escondida 矿、Chuquibambilla 矿，Spence 二期等扩建项目贡献了增量。世界第二大铜生产国秘鲁的产量增长了约 7%，尽管有所复苏，但 2021 年的产量仍低于 2019 年。进入 2022 年，3 月份公布的数据显示，1 月份智利和秘鲁铜矿产出分别为 42.57 万吨和 19.93 万吨，分别同比下降 7.5% 和增长 12.7%。智利全球最大铜矿 Escondida 产量 1 月同比下降 4.4% 至 8.1 万吨，Collahuasi 铜矿当月产量同比下降 10% 至 5.13 万吨，主要受疫情和罢工影响；秘鲁主要是由于 Antamina 铜矿、Cerro Verde 铜矿和拉斯邦巴斯铜矿产量稳步增长，但也受到干扰，比如 Las Bambas 在今年以来多次受到社区抗议影响而关停。智利和秘鲁年初疫情出现恶化，但已明显好转，预计未来对生产影响较小。

图 2.1：全球矿山产量



资料来源：ifind

图 2.2：智利、秘鲁铜矿产量



资料来源：ifind

年报中我们梳理了主要矿山新投产和扩产项目，在此对部分项目近期变化做一下汇总，部分新增和扩建项目基本一一兑现或是提前投产：

Kamoa-Kakula II 期选矿厂提前投产，比最初宣布的开发计划提前了大约四个月，Kamoa-Kakula 铜矿于 2021 年 5 月实现投产，2021 年共生产精矿含铜金属量约 10.6 万吨。2022 年 Kamoa-Kakula 铜精矿计划生产 29-34 万吨金属吨，计划到 2023 年第二季度将铜产量提高到每年 45 万吨以上；

QB2 期项目预期 2022 年下半年开始运营，将使矿山寿命延长 28 年，并将铜的年产量从 2017 年的 2.34 万吨大幅提高到 30 万吨；

2021 年 12 月 26 日-27 日，紫金矿业与藏格矿业先后公告称，西藏巨龙铜业有限公司（“巨龙铜业”）驱龙铜矿一期工程选矿系统于 2021 年 10 月底联动试车，于 12 月 27 日开始正式投入生产，实现 2021 年底建成投产的总目标。据悉，驱龙铜矿一期工程投产后，加上知不拉铜矿的产量，巨龙铜业 2022 年预计产铜 12 万-13 万吨；一期工程达产后年产铜约 16 万吨；

2022 年，Mirador 铜矿将围绕“三个中心工作”着力提升国际化经营水平，完成采剥总量 4800 万吨，选矿处理量 2000 万吨，生产铜精矿突破 50 万吨大关。

通过梳理，2022 年铜矿或仍将保持高的增量。比较大的项目如 Grasberg 铜矿预计增量在 11 万吨，紫金下面的 kamoa 和 Timok 铜矿明年继续放量，分别贡献 20、10 万吨以上的增量，Spence growth 项目今年产量增加 6

万吨左右，泰克资源的 Quebrada Blanca Phase2 项目预计 2022 年下半年正式有产量释放，俄罗斯的 Udokan 铜矿投产仍具有不确定性，预计 2022 年铜矿总体增量在 100 万吨以上。

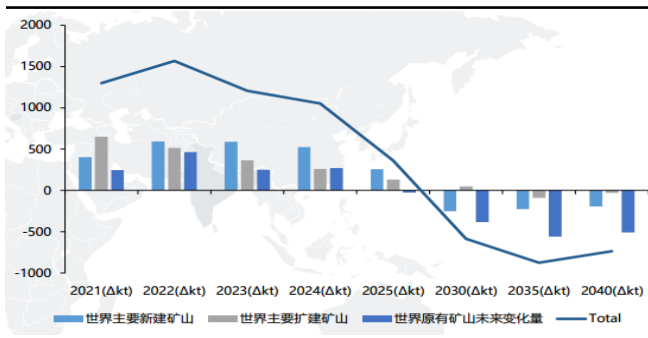
表 1 主要矿山新投产和扩产项目

矿山	矿企	2021年增量	2022年增量 (万吨)
Grasberg	Freeport	26	11
Panama	First quantum	10	3
Chuquibambilla	Codelco	9	10
Mirador	Tongling	4	3
Nkana	Mopani	2	3
Cerro verde	Freeport	2	4
Morenci	Freeport	2	3
Spence	BHPB	8	6
Kamoa-Kakula	Zijin	11	20
Mina Justa	Minsur	7	3
Carrapateena	OzMinerals	4	1
玉龙二期	西部矿业	2	3
Qulong	Zijin	0	12
Timok	Zijin	2	10
Quebrada Blanca Phase2	Teck		4
Quellaveco	Anglo American		4
Udokan	USM		1
Tominsky		2	2
Salobo	Salobo		1
合计		89	104

资料来源：SMM、Woodmac、公司公告

但中长期看，铜矿供应增速不容乐观，主因是铜矿资本投入不足。铜矿资本开支周期与铜价周期一致，铜价大幅上涨时，资本开支大幅增长；铜价大幅下跌时，资本开支大幅减少。但是资本投入到铜矿产出平均需 5 年时间，典型的例子就是 2012-2013 年资本支出大幅增加，2016-2017 年铜矿大量产出，但此时铜价却处于低位。2013-2016 年全球铜矿资本开支持续下滑，2017-2020 年期间资本开支虽然有所增加，但是整体数额依然较低，2021 年之后资本支出开始增加，但届时铜矿大规模产出，也要在 2027 年前后了。但铜矿的批准，对水、尾矿等要求越来越严格，提高了铜矿的成本，铜勘探投入虽有增加，但持续没有大矿的发现，这也制约了下一轮铜矿产出周期的增量高度。

图 2.3：全球铜矿山变化量



资料来源：SMM

图 2.4：资本开支

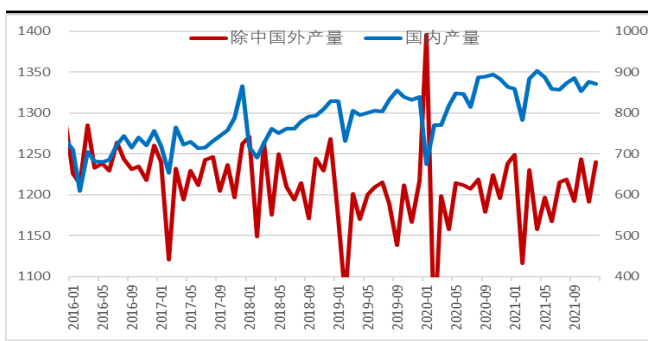


资料来源：中金公司

2.2 全球精铜市场分析

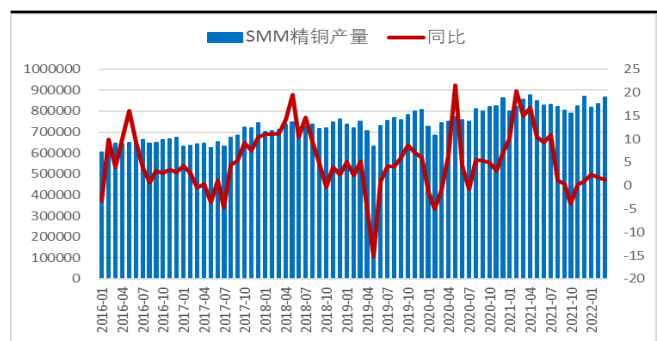
2021 年全球精铜产量录得增长。国际铜业研究组织（ICSG）最新公布的数据显示，2021 年世界精炼铜产量同比提高 1.4%至 2486 万吨，其中电解铜（包括电解法和电积法）产量同比提高 0.6%，利用废铜生产的再生铜产量同比提高 6%。中国精炼铜产量同比提高 4.5%，智利精炼铜产量同比降低 2.4%，刚果民主共和国的精炼铜产量同比提高 8%，印度产量提高 47%，比利时产量提高 20%，美国产量提高 10%，主要因为冶炼厂从 2020 年运营问题以及封锁中恢复。世界金属统计局(WBMS)的数据显示，2021 年全球精炼铜产量为 2466 万吨，较 2020 同期增加 2.1%，中国和印度增幅显著。

图 2.5：全球精铜产量



资料来源：ifind

图 2.6：smm 中国电解铜产量



资料来源：SMM

2022 年海外新增项目较少，主要以复产为主，年初相关机构统计，2022 年海外冶炼厂增量约 40 万吨，但能否达产还需要后续跟踪数据，毕竟不确定因素较多，目前最主要的就是俄乌冲突，俄乌冲突会进一步加剧欧洲甚至全球能源紧张的局面，欧洲冶炼厂有可能要减产、关停等。此外，俄罗斯精炼铜供应量近几年稳定在 100 万吨，全球占比约 4%多，而本国需求量在 30 多万吨，净出口量在 60-70 万吨，统计表中也包括俄罗斯的冶炼厂增量，欧美对俄罗斯的制裁会否使得本国减产也需关注。疫情的影响目前也不能排除。

表 2：海外主要冶炼厂变化需求量

冶炼厂	国家	2022变化（万吨）
Garfield	USA	3.8
Dias d'Avila	Brazil	5
Chuquicamata	Chile	-4.5
Palabora	South Africa	1.2
Mufulira	Zambia	6.6
Nchanga	Zambia	2.5
Saganoseki	Japan	2
Naoshima	Japan	2.7
Onsan	South Korea	3
Huelva	Spain	-4
Gresik	Indonesia	1.6
Norilsk	Russia	5
Karabash	Russia	1.5
Monchegorsk	Russia	-1.6
Almalyk	Uzbekistan	2.5
Olympic Dam	Australia	3
Lualaba	Congo King	4
Dikulwe-Mashamba	Congo King	6
合计		40.3

资料来源：SMM

一季度国内精铜产量保持高位。SMM 数据显示，1-3 月份电解铜产量为 252 万吨（3 月份为预估数据），同比增速 1.8%。1 月份南方某大型冶炼厂检修、方圆老线关停以及兰溪自立的检修等干扰产量；2 月份南方几家大型冶炼厂产量恢复到正常水平，仅有少量北方冶炼厂受到冬奥会影响；3 月份北方冶炼厂将从冬奥会干扰中逐渐恢复，部分冶炼厂在 3 月下旬将逐渐开始进入检修状态，但是市场粗铜供应宽松的前提下对电解铜产量影响不大。

二季度，国内冶炼企业检修将增多，据 SMM 数据，4-6 月份，金冠铜业、中原黄金、赤峰云铜、恒邦铜业等检修，另外山东某民营冶炼企业因财务困境处于减产状态，而目前国内多地爆发本土疫情也将对生产和物流产生影响，二季度铜冶炼增量呈谨慎乐观态度。从冶炼产能来看，国内新增粗炼产能 58 万吨，精炼产能 58 万吨，国内铜冶炼产能从投产到达产需要 2-3 年时间，预计 2022 年新增有效产能 35 万吨，但主要集中在下半年。

表 3：国内冶炼检修情况

企业	粗炼产能 (万吨)	精炼产能 (万吨)	检修时间	天数	影响产量 (万吨)
中原黄金	35	40	3月中旬-4月中下旬	35天	0.8
金冠铜业	60	65	3-4月	40天	1.6
大冶有色	30	60	4月	15天	
和鼎铜业	15	15	3-4月	30天	1
赤峰云铜	40	40	4-6月	80天	1.3
青海铜业	10	10	3-4月	20天	0.2
北方铜业	10	15	4-5月	30-40天	0.3
山东恒邦	20	25	4-5月	25-30天	0.4
南国铜业	30	30	6-7月	30天	1
东营鲁方	20	20	1月-待定		

资料来源：SMM

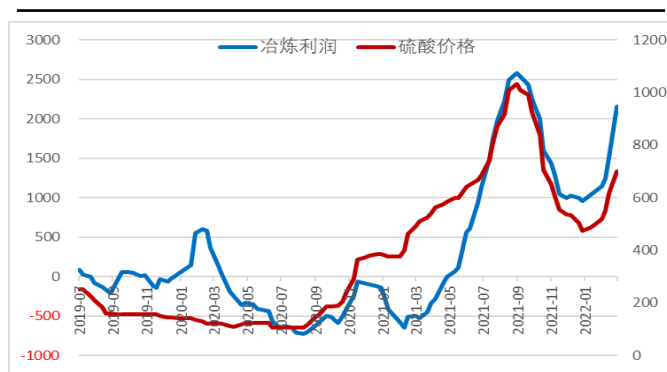
表 4：国内新增冶炼产能

单位：万吨	2020年	2021年	2022年
新疆五鑫铜业	10		
赤峰金剑铜业	11		
大冶有色新港铜业			40
国兴铜业			8
中条山侯马冶炼厂			10
合计新增粗炼产能	21	0	58
新疆五鑫铜业	10		
白银有色		20	
中原冶炼厂	5		
紫金铜业	10		
江铜宏源铜业		10	
赤峰金剑铜业	5		
大冶有色新港铜业			40
国兴铜业			8
中条山侯马冶炼厂			10
合计新增精炼产能	30	30	58
粗炼实际新增产量	55	23	35

资料来源：安泰科

精炼铜产量主要取决于加工费(TC/RC)、副产品与冶炼成本的对比。去年和今年一季度冶炼厂利润相当可观，主要得益于硫酸价格的高位以及加工费的回升。去年一季度铜精矿现货 TC 最低到至 30 美元，但随后矿端逐步缓解，为 TC 上行提供动力。目前 TC 已经从近 30 美元攀升到 70 美元以上，CSPT 敲定 2022 年二季度铜精矿现货 TC 指导价为 80 美元/干吨，考虑到今年新扩建产能大于冶炼产能，TC 仍有上行可能。2022 年，受益于硫酸价格上涨及铜精矿加工费回升，冶炼厂利润仍有保障，开工率或会保持高位。

图 2.7：冶炼利润

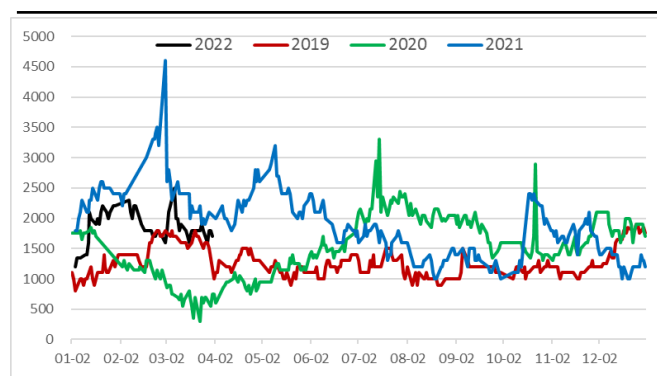


资料来源：ifind

2.3 中国废铜市场分析

自2020年11月1日起，废铜适用0%进口暂定关税税率，不再需要装运前检验，不再需要进口批文，不再限定进口口岸。马来西亚从今年1月10日开始生效执行废料进口政策，要求进口废旧金属中非金属杂质含量更低。根据欧盟消息，去年11月欧盟修订欧盟固废运输条例，限制固废废物出口。但从进口数据看，运输、东南亚疫情、马来西亚、欧盟政策等问题暂时并不构成扰动，2022年1-2月废铜进口实物吨16.2万吨，约折合金属吨12.9万吨，同比上年增加42%。但年度看，废铜供应仍将紧张。随着欧美本地企业复工复产，2022年可供出口量仍会下降，预计出口量在120万金属吨，国内预计2022年回收废铜金属量255万吨，则2022年国内废铜供应量为375万金属吨；废铜需求量方面，冶炼环节约需要180万吨，SMM统计废铜制杆产能600万吨，按50%的开工率，需要消耗废铜300万吨，此外还有黄铜棒产能消耗，供应是不足的。

图 2.8：精废价差



资料来源：ifind

2021年底，财政部税务总局发布关于完善资源综合利用增值税政策的公告《财政部税务总局公告2021年第40号》，简称40号文，2022年3月1日起正式执行。其中表示，从事再生资源回收的增值税一般纳税人销售其收购的再生资源，可以选择适用简易计税方法依照3%征收率计算缴纳增值税，或适用一般计税方法计算缴纳增值税。目前政策细则还未出，产业观望中，采购谨慎，下游被迫减产，再生铜杆企业开工率不及往年同期。主要

忧虑在，3%的税率能否进项抵扣、3%的税率能否即征即退、享受地方返还的地区是否继续享受优惠等。税负成本角度看，之前增值税税负成本约为 6.5%，目前虽未明确，但增值税税负成本增加已成必然，从而造成再生铜使用成本走高，而抬升的成本究竟由产业的哪个环节承担将是市场博弈的结果。当然长期有利于行业整合，并规范发展。

表 5：40 号文税负成本计算

40号文	税率	金额	返还比率	返还金额	企业实际缴纳金额
低氧铜杆（不含税）		64469			
光亮铜（不含税）		62500			
销项税额	13%	8381			
进项税额	3%	1875	30%	562.5	1313
应缴增值税		6506			
其中：即征即退	30%	1952	100%	1952	
上缴中央	35%	2277	0%	0	2277
地方留存	35%	2277	75%	1708	569
城建税	7%	455	80%	364	91
教育附加	3%	195	0%	0	195
地方教育附加	2%	130	0%	0	130
合计					4575
总税负率(可抵扣+进项返还+即征即退+地方返还)					7.1%
总税负率(可抵扣+即征即退+地方返还)					8.0%
总税负率(可抵扣+地方返还)					11.0%

资料来源：I find

3. 宏观分析

3.1 通胀有韧性

铜价与通胀预期有非常强的正相关性。今年以来，通胀预期仍在不断抬升，分析其原因，俄乌冲突下的能源危机占主导。欧洲大部分国家仍然非常依赖俄罗斯的能源供应，包括原油、油品和天然气，英国和欧盟 27 个成员国消耗的天气约三分之一来自俄罗斯，而且短期内美国难以取代俄罗斯对欧洲的能源供应，在此影响下，原油、天然气价格大涨，当下荷兰 TTF 天然气价格仍然高达 100 欧元/MW 以上，简单用天然气价格折算欧洲电价约 1.9 元/吨，2021 年初电价仅有约 0.3 元/吨。中期来看，欧美对俄的制裁可能不会“朝令夕改”，海外原油需求向好，油价重心有望维持高位。这样看，二季度通胀预期乃至通胀仍具有韧性。

1 月份 IMF 更新了其对全球经济增长的预测数据，下调了 2022 年经济增长 0.5 个百分点，至 4.4%，IMF 认为，奥密克戎传播速度较快，各国重新实施流动限制，能源价格上涨和供应中断导致的通胀比预期更高，范围也更广泛，中国房地产行业的紧缩和消费复苏慢于预期也限制了增长前景。高通胀叠加经济回落引发滞胀风险，美债长短端收益率正接近倒挂，历史上，美债长短端收益率倒挂都会导致经济衰退，市场开始对远期衰退有担忧，

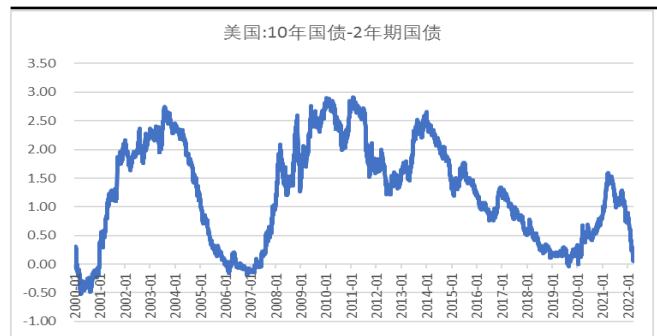
不过目前海外距离衰退仍有距离，总需求表现尚可。

图 3.1：铜价与通胀预期



资料来源：ifind

图 3.2：美债长短端收益率



资料来源：ifind

3.2 加息周期开启

3 月 17 日，美联储利率决议加息 25 个基点，至 0.25%-0.50% 区间，为 2018 年 12 月以来首次加息，符合市场预期。缩表方面，美联储预计在接下来即将召开的一次会议上，美联储将开始减持美国国债和机构抵押贷款支持证券。美联储表态相对鸽派，仅选择加息 25 基点，短期加息路径较温和。但 CPI 持续上行，通胀压力巨大，俄乌冲突引发全球大宗商品上行，通胀压力的进一步增加使得美联储态度转鹰，部分官员开始倾向于下一次加息 50 基点。期货隐含的全年加息次数预期上升至 10 次以上，5 月加息 50bp 的概率维持在 65% 以上，且 5-6 月两次加息会议加息 100bps 的概率上升至 64%。

所以我们有必要回顾历史，来复盘铜价对加息的反应。1990 年以来美联储共有四轮加息周期，分别为 1994 年 2 月、1999 年 6 月、2004 年 6 月、2015 年 12 月，分别简单测算了铜价、美元指数在加息周期中的不同表现，加息阶段铜价从未下跌，一般加息期初伴随着铜价上涨；美元指数在加息阶段多数是下跌的。我们以更具参考意义的 2015 年加息为例，2013 年 12 月开始 Taper，2014 年结束，随后加息预期开始升温，直到 2015 年 12 月份首次加息，时间跨度长达 1 年多，美元指数的表现是期初快速上涨，随后陷于震荡。前几次加息期间，铜价是上涨的，2017 年 9 月份宣布缩表后，缩表+加息的局面下，铜价震荡后快速回落，持续到 2018 年 12 月加息结束。此次，3 月份加息后，铜价表现偏强，美元指数也陷入震荡，俄乌事件避险情绪支撑美元，基本符合历史规律。上一轮的货币宽松和退出，整个周期很长，此次货币宽松退出以及缩表时间或会很短内完成，所以二季度至年底，加息伴随着缩表，铜价波动或较大。

表 6: 加息与铜价

加息点	铜价		美元指数	
	加息预期阶段	加息周期	加息预期阶段	加息周期
1994/02	17%	51%	1%	-9%
1999/06	18%	12%	2%	8%
2004/06	-10%	175%	0%	-3%
2015/12	-16%	32%	5%	-3%

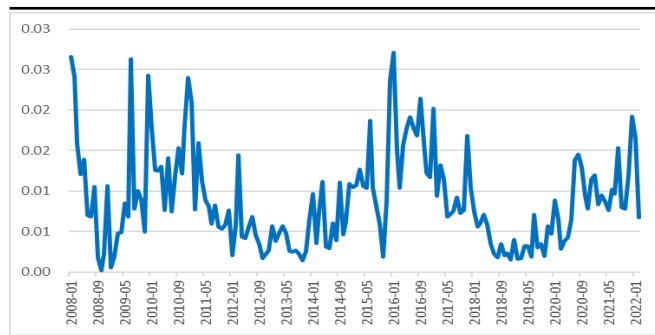
资料来源: ifind

3.3 国内稳增长等待兑现

2022 年两会将经济增长目标定为 5.5%，确认了市场对稳增长的信心，但是一季度稳增长不及预期，这无疑将加剧二季度经济的下行压力，尤其是叠加了新一轮疫情的冲击。3 月 29 日国务院常务会议明确指出“坚定信心，咬定全年发展目标不放松，把稳增长放在更加突出的位置”，即年度经济增长目标不变，“稳定经济的政策早出快出，不出不利于稳定市场预期的措施，制定应对可能遇到更大不确定性的预案”，表明稳增长仍是宏观政策重心。

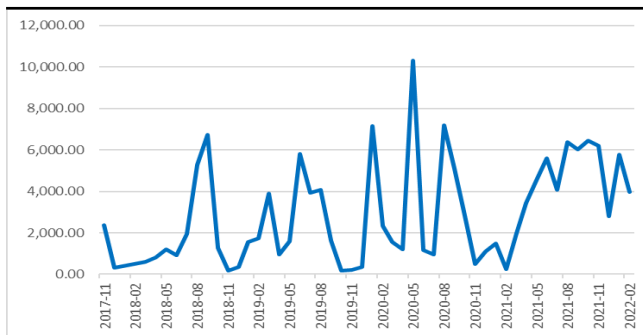
当务之急显然是政策再度聚焦稳增长，但是疫情目前还未得到有效控制，本次疫情点多面广频发以及无症状感染者居多，使得本轮疫情相比前几轮持续时间或将延长。前几轮大多在 1-2 个月内结束，若此轮延长，将进一步拖累经济，此后还有可能受到 5-6 月 17 个省级领导层换届的影响，政策落地或还将延后。目前能观察到的稳增长政策主要在基建投资、房地产以及消费。今年以来，基建项目储备充足，资金加快到位，一季度，新增专项债 12981 亿，占全年发行计划的 36%，为历史上发行进度最快的年份，二季度专项债发行热度或将延续。房地产近期因城施策的宽松力度明显加大，未来仍需进一步放松。收入修复缓慢制约消费增长，保就业以及加大补贴力度需考虑。

图 3.3: 信贷脉冲



资料来源: ifind

图 3.4: 专项债月度发行



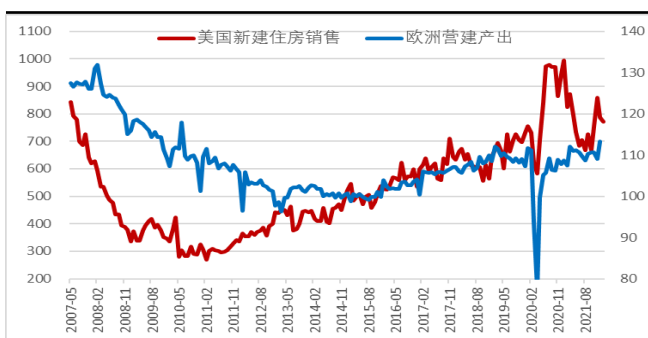
资料来源: ifind

4. 需求分析

从全球各地区精铜消费变化看，中国是首屈一指的消费大户，占全球消费比重接近 5 成。美欧日等发达国家消费平稳，占比高达三成。这些国家合计占全球铜消费量的 80% 以上。再加上东南亚等新经济体和印度，基本上消耗掉全球 90% 以上的铜。2021 年，疫情常态化，各主要国家精铜消费量基本恢复正常。

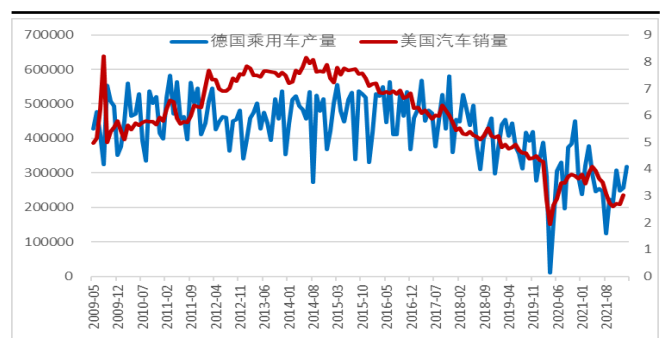
海外需求方面，当前欧美制造业 PMI 均维持在偏高位，显示一季度海外制造业表现仍然强劲。但海外需求面临下滑风险，去年二季度至今，美国耐用品新订单增速放缓，中国 PMI 出口新订单指数作为领先指标转入收缩区间，显示海外需求有所放缓。美联储已经开启加息路径，美国房贷利率或因此上涨，房贷利率上涨会影响成屋销售，成屋销售又领先耐用品消费。美国新建住房销售去年下半年至今连续负增长，根据美国地产周期对耐用品周期的领先性，耐用品周期逐步进入下行周期的节点确实近了。加息预期已兑现，美国房贷利率将有继续上升预期，会对地产的景气度产生进一步抑制，地产销售仍有下行空间。欧美汽车产量也因为缺芯的问题下滑明显。库存角度看，当前美国处于增长和需求放缓的被动补库存阶段，此次库存去化主要在零售端，但生产及批发环节补库明显，若后续终端库存回补完成，也就意味着库存周期将从当前的被动加库存进入主动去库存阶段。

图 4.1：欧美新屋数据



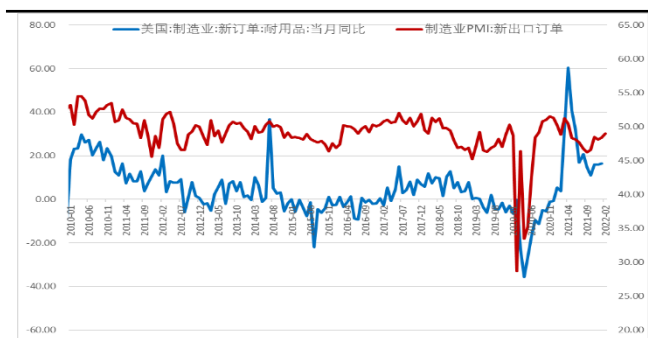
资料来源：ifind

图 4.2：欧美汽车产量



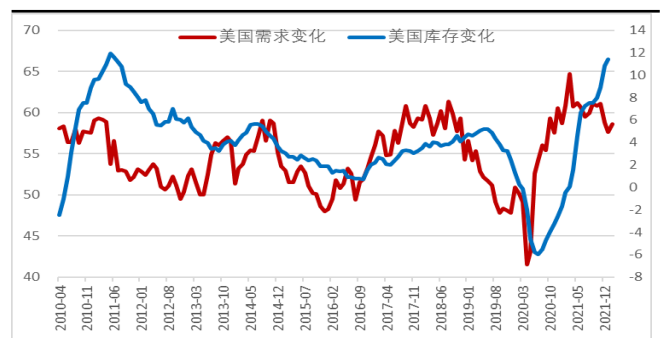
资料来源：ifind

图 4.3：领先指标



资料来源：ifind

图 4.4：美国库存周期



资料来源：ifind

目光再转向国内，铜消费占全球近 50%，边际变化将对全球供需平衡产生较大影响。国内铜终端消费主要集中在电力电缆、空调、汽车、房地产等行业。电力电缆占比接近 5 成，空调制冷占 15%，汽车行业占比 10%，建筑占比 8%，但是我们知道房屋建造后会带动家电需求，所以说房地产行业占得比重会很大，包括建筑、空调、电子等。从铜的最终使用形态来看，主要是利用其良好的导电性，这也决定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、充电桩、光伏、大数据中心等。

国内精铜下游需求有所分化，新兴的下游需求，包括光伏、风能以及新能源汽车则将继续维持高速增长态势，但是“碳中和”之于铜价供需的影响较为充分定价，后续更多关注预期差。传统的下游需求，包括空调、电线电缆等都会受到房地产市场的拖累，房地产政策虽有边际好转，但二季度要扭转疲弱的态势很难；家电也有走弱迹象；更多寄希望于基建下的电力投资，其受疫情影响相对较小。

4.1 碳中和成为我国铜消费新增长点

2020 年 9 月 22 日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上发表重要讲话，提出“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”。美国、日本和欧盟也已提出 2050 年达到碳中和，所以说这是一个全球性的行动。“碳中和”在铜上可称之为电气化，电气化时代铜因其优良的导电性而会被更加广泛的应用，目前看对于铜消费的拉动主要在两块，一是汽车电动化，也即新能源车，二是以光伏、风电、核电、储能以及氢能为代表的可再生能源发电、储电系统。国际能源署预计，到 2050 年电力在终端能源用量中的占比将从 2020 年的 20%跃升至 2050 年的 50%。《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》于 2021 年 10 月 24 日发布，也提出到 2025 年非化石能源消费比重达 20%左右，2030 年非化石能源消费比重达 30%左右。

我们首先关注光伏与风电，结合“十四五”规划、国际能源署（IEA）、CPIA、GWEC 等数据，国内 2025 年光伏发电总装机量有望达到 669 GW，年度新增光伏装机量有望突破 90GW。“十四五”期间，在产业政策引导和市场需求驱动的双重作用下，预计到 2025 年我国风电装机容量乐观达到 541GW。全球看，预计到 2025 年，光伏发电总装机量达 1846GW，2021 年-2025 年累计新增 1139GW；风能发电总装机量达 1282GW，2021 年-2025 年累计新增 549GW。

新能源领域看，根据 IEA 预计，若按照政策要求情形，到 2030 年全球电动汽车存量将达到 1.43 亿辆，10 年间增长 1.32 亿辆；若按照可持续发展目标测算，到 2030 年全球新能源汽车存量将达到 2.25 亿辆，10 年间增长 2.14 亿辆。根据 LMC Automotive 预测，到 2030 年，燃油车的占比下降至 54%，混合动力车占比提升至 26%，插电混合动力车提升至 4%，纯电动车从 2019 年的 2%大幅提升到 2030 年的 16%。

根据中汽协公布数据，2022 年中国汽车总销量为 2750 万辆，同比增长 5.4%，其中，乘用车销量为 2300 万辆，同比增长 8%；商用车销量为 450 万辆，同比下降 6%；新能源汽车销量为 500 万辆，同比增长 47%。中汽数

据有限公司预计 2022 年汽车终端零售 2656 万辆，增长 2.4%。乘用车 2266 万辆，增长 5.6%，商用车 390 万辆，下降 8%。新能源乘用车 480 万辆，增长 66.1%，市场渗透率 21.2%。

三者相加，到 2025 年，每年新增耗铜量会达到 380 万吨，占比将超过 10%，增量接近 200 万吨，这还没考虑配套的电网建设，增量十分可观。

表 7：全球新能源耗铜量

	2021	2022	2023	2024	2025
国内新增光伏装机	55	83	88	93	100
全球新增光伏装机	153	211	242	257	276
耗铜量（万吨）	77	106	121	129	138
国内新增风电装机	46	46	50	55	62
全球新增风电装机	92	98	106	120	134
耗铜量（万吨）	55	59	64	72	80
国内汽车总销量	2628	2750	2840	2910	3000
国内新能源汽车销量	352	528	653	786	900
渗透率	13%	19%	23%	27%	30%
全球新能源汽车销量	580	910	1280	1670	1990
充电桩	181	284	400	522	622
耗铜量（万吨）	47	74	104	136	162
总计（万吨）	179	238	289	336	380

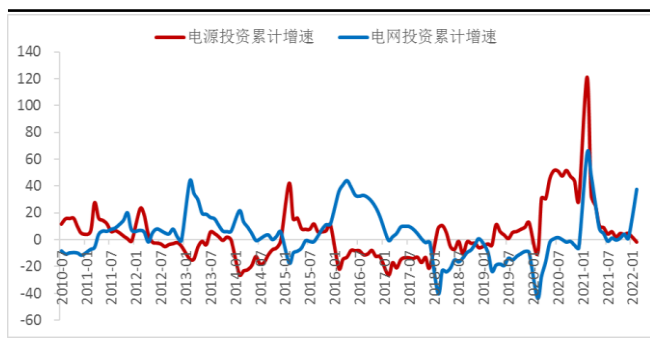
资料来源：作者整理

4.2 传统消费领域稳中有降

国家电网计划在 2022 年投资 5012 亿元，为国网历史上首次突破 5000 亿元，同比增加 8.84%。“十四五”期间，南方电网建设将规划投资约 6700 亿元，国家电网公布计划“十四五”期间投入约 2.23 万亿元，两者合计总投资预计近 3 万亿元，平均到每年约有 5800 亿元，投资的总量水平维持高位。十四五期间电网投资方向在电网转型、能源升级、大力发展新能源等，新能源的大规模接入对配电网的供电能力提出了更高要求，国网“十四五”配电网建设投资超过 1.2 万亿元，占电网建设总投资的 60%以上。南网也将配电网建设列入“十四五”工作重点，规划投资达到 3200 亿元，约占总投资的一半。

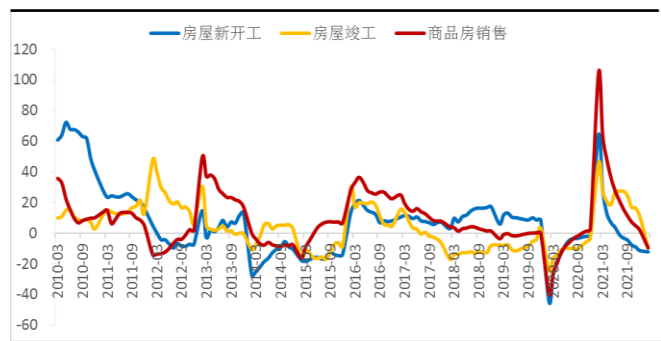
1-2 月份，国家电网基本建设投资完成额累计为 313 亿元，累计同比大幅增长 37.6%，国家电源基本建设投资完成额累计为 471 亿元，累计同比增长-1.9%。今年多家中央企业积极加快推进重大工程项目开工建设，集中在能源、交通、水利等重点领域，基建稳增长有初步成效。二季度，在今年稳增长、扩大基建的背景，以及电网计划投资增加等，电网用铜值得期待。

图 4.5：电网投资



资料来源：ifind

图 4.6：房屋数据



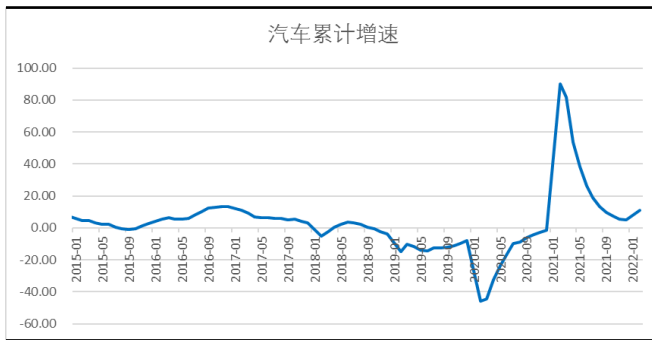
资料来源：ifind

2022 年 1-2 月，房地产新开工面积同比下降 12.2%；施工面积同比仅增 1.8%；竣工面积同比下降 9.8%。克而瑞研究中心发布的 3 月份数据显示，30 个监测城市新建商品住宅成交面积同比下降 47%。一季度 30 个监测城市成交面积累计同比下降 42%。3 月二手房市场 9 个重点城市累计成交面积同比下降 60%，一季度 9 城二手房成交累计同比下降 52%。3 月全国 300 城经营性土地成交总建面同比跌幅扩至 71%。虽然目前国内地产的竣工同比数据依然较高，但是按照三年竣工周期推算，今年竣工数据或将于年中开始出现回落，对于地产后周期的有色需求来说又将是一个重大打击。

在经历持续去杠杆后，地产行业也迎来了诸多利多政策，譬如首套房贷款利率下滑，哈尔滨取消地产限购等等，可以说房地产的政策拐点已经到来，但目前土地成交价款以及土地购置面积大幅度回落，地产行业的市场底尚未来临。

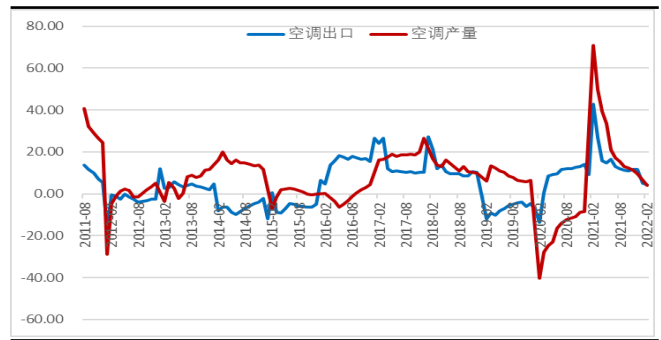
消费类包括空调、汽车等行业。根据中汽协数据，2022 年 1-2 月，中国汽车产销 423.5 万辆和 426.8 万辆，同比增长 8.8%和 7.5%。其中新能源汽车产销仍保持强劲增长态势，2022 年 1-2 月，新能源汽车产销 82.0 万辆和 76.5 万辆，同比增长 1.6 倍和 1.5 倍。2022 年芯片短缺问题依然制约汽车行业，芯片短缺更抑制燃油车的产量，新能源车的产销数据显示未限制其生产。考虑到新能源汽车用铜是传统汽车用铜的 3-4 倍，新能源车产量占比提升对铜消费来说有积极作用。空调产量与出口数据累计同比持续回落。家电消费与商品房销售相关，一般来说，商品房销售领先家电消费一年，商品房销售下滑，会拖累空调消费；今年考虑到海外经济增速有回落的可能，出口需求也将面临较大压力。在内外双重压力下，空调消费不容乐观，产业在线预测，2022 年空调消费可能与去年持平，如果内需下滑严重，很可能会出现负增长。

图 4.7：汽车增速



资料来源：ifind

图 4.8：空调增速



资料来源：ifind

5. 供需平衡及结论

表 8：供需平衡表

	2020年	2021年	2022年	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
铜矿产量	2063	2110	2189	530	542	552	566
同比 (%)		2.3%	3.7%				
精铜产量	2451	2486	2566	620	636	650	660
同比 (%)		1.4%	3.2%				
精铜需求量	2499	2533	2552	597	645	650	660
同比 (%)		1.4%	0.8%				
政府购买	30	-17					
平衡	-78	-30	14				

资料来源：ifind、ICSG、SMM

综上，

宏观上，通胀仍有韧性（能源危机），海外距离衰退还有距离；

流动性退潮，货币收紧程度及预期影响节奏；

国内稳增长等待兑现，疫情及换届或使得政策落地在三季度。

二季度，铜价宏观上取决于货币收紧程度及预期、通胀预期以及经济预期的共同作用。

供需上，

二季度，基准假设下供需紧张，如若疫情冲击加大，消费增速将下调，供需转为过剩。

2022 年铜矿或仍将保持高的增量；冶炼新增项目压力在下半年；调降海外需求增速，国内仍需关注疫情及稳增长政策落地情况。

库存二季度明显累库的概率较小。

铜价方面，预计难以看到趋势性转向，高位区间震荡。

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对本报告中信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证本报告中的信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

联系我们

营业网点	电话	邮编
公司总部 天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层	022-5829 8788	300042
北京北三环东路营业部 北京市东城区北三环东路 36 号环球贸易中心 E 座 7 层 702-703	010-8831 2088	100013
上海营业部 上海市普陀区中山北路 2550 号物贸中心大厦 1604-1608 室	021-6257 3180	200063
天津营业部 天津市和平区南马路 11 号、13 号-2352、2353-1 号（和平创新大厦 A 座 25 楼 2352、2353-1 号）	022-2813 9206	300021
天津滨海新区营业部 天津经济技术开发区第一大街 79 号泰达 MSD-C 区 C1 座 2205 单元	022-6622 5869	300457
天津津滨大道营业部 天津市河东区上杭路街道津滨大道 53 号 B 座 2301	022-2813 9206	300161
天津解放北路营业部 天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心 8 层（802-804）	022-2330 3538	300042
大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2702 号房间	0411-8480 6701	116023
郑州营业部 河南省郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 803-805 室	0371-6561 2079	450008
日照营业部 山东省日照市东港区石臼街道海曲东路 386 号天德海景城 A 栋 5701、5702 室	0633-2180 399	276800
宁波营业部 浙江省宁波市鄞州区彩虹南路 11 号嘉汇国贸大厦 A 座 2006 室	0574-8795 1915	315181
唐山营业部 河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦 2 号楼 905 室	0315-578 5511	063000
烟台营业部 山东省烟台市经济技术开发区长江路 77 号 3303-3304 室	0535-2163 353 / 2169 678	265503

杭州营业部

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦 801 室

0571-8799 6673

310000