

## 预期转向现实，铜价高位震荡

### 报告要点

2023 年初，投资者对国内外宏观预期较为正面，并且秘鲁等地区矿端出现扰动，铜价一度被快速推高，但从春节后实际消费来看，整体表现一般，3 月价格调整过程中铜消费一度受到明显提振，铜供需由松转紧，但在部分终端复苏缓慢背景下，预计二季度国内消费提升高度有限。考虑到美联储主席鲍威尔表态兼顾通胀和金融稳定，这意味着海外宏观政策风险减弱。因此，我们认为二季度铜价将继续维持在高位震荡。

### 摘要：

**主要观点：**对于二季度的铜价，我们认为震荡局面将延续，预计二季度伦铜波动区间在 8450-9550 美元，沪铜主力合约波动区间在 66000-72000 元。

### 核心逻辑：

(1) 宏观上看，伴随着国内疫情防控政策优化，国内经济复苏预期乐观，两会政府工作报告定调 2023 年增长目标仅为 5%，这让国内复苏预期炒作降温，但经济复苏预期将贯穿全年。随着欧美通胀回落，紧缩的金融环境改善，海外经济增长的悲观预期也有所改善。

货币政策上，今年 1 月/2 月美国就业和通胀数据支持美联储鹰派，美联储 3 月议息会议加息 25 个 BP，但就未来加息路径上，美联储释放的信号较为模糊。鲍威尔称将兼顾通胀和金融稳定，并且美联储官员给出的年底利率预测暗示进一步加息空间有限，不过，我们也需要留意一旦美国银行等金融机构风险稳定住且通胀高位，美联储态度是否再度转变还需观察。

(2) 供应上看，中国 1-2 月铜精矿进口量同比增长约 11%，这说明虽然矿端年初有扰动，但实际对产量影响有限；受益于去年下半年投放的产能继续释放，一季度国内精铜产量增长加快，海外这块受到 Chuquicamata 等冶炼厂检修拖累产量，考虑到二季度国内铜冶炼检修规模略低于往年同期且冶炼利润处于近几年中等水平，我们认为二季度中国精铜产量回升将带动全球精铜产量同比增速提高到 4.2%，相较于去年底，我们把 2023 年中国和全球精铜产量增长分别提升到 6.6%（此前为 4.7%）和 3.3%（此前为 2.5%）。

(3) 消费上看，一季度海外汽车板块好转，房地产和制造业偏弱；国内电力板块继续托底消费，光伏表现较好，新能源汽车继续偏快增长，但传统汽车及家电出口表现偏弱，一季度全球铜消费预计小幅增长，二季度随着国内经济复苏及海外金融收紧放缓，铜消费增速有望进一步提升至 2.6%，相较于去年底，我们把 2023 年全球精铜消费增速提升到 1.5%（此前为 1%）。

2023-03-24

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号



### 有色与新材料研究团队

研究员：

沈照明

021-80401745

Shenzhaoming@citicsf.com

从业资格号：F3074367

投资咨询号：Z0015479

李苏横

0755-82723054

lisuheng@citicsf.com

从业资格号：F03093505

投资咨询号：Z0017197

郑非凡

zhenfeifan@citicsf.com

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

（4）就供需平衡和库存变动来看，估计二季度全球铜供需季节性趋向偏紧，但在部分终端复苏缓慢且铜价处于高位的背景下，实际去库进程可能会有反复。截止 3 月 17 日，四地铜库存约为 45.7 万吨，比去年同期低 10.4 万吨，较去年底增加 21.3 万吨。

**投资建议：**1、单边：预计维持高位震荡，区间操作为宜

2、结构性机会：沪铜跨期正套；铜内外盘反套。

**风险因素：**国内经济复苏超预期（上行风险）；铜矿供应中断（上行风险）；美国更多银行破产（下行风险）；美联储再度转鹰（下行风险）

## 目录

摘要:	1
一、2023 年一季度铜市回顾:	6
二、2023 年二季度铜市场观点和核心逻辑	6
三、宏观面-政策不确定性在加大	7
(一) IMF 上调 2023 年全球经济增长预期, 但增长放缓	7
(二) 全球疫情-中国疫情防控动态优化	9
(三) 美联储有所妥协, 政策路径不确定性加大	9
(四) 美元指数维持高位震荡, 人民币跟随	10
四、基本面-供需逐步趋松	12
(一) 全球铜市场供需	12
1.1 2022 年全球铜矿产出保持中高增速	12
1.2 2022 年全球精铜冶炼扰动较多, 2023 年铜冶炼产能利用率有望提升	13
1.3 2022 年全球铜消费并不弱, 2023 年消费预期增长放缓	14
1.4 2022 年全球铜供需偏紧, 2023 年预期转向小幅过剩	16
(二) 中国铜市场供需	16
2.1 铜原料市场整体宽松	16
2.1.1 一季度铜精矿市场供应略有趋紧	16
2.1.2 2022 年中国废铜进口继续增长, 但马来西亚占比明显下滑	17
2.1.3 2022 年阳极铜进口大幅增长, 但扰动较多	19
2.1.4 铜原料供应偏宽松	19
2.2 中国一季度精铜供应增长较快, 二季度精铜供应预计保持高位	19
2.3 2023 年上半年中国铜消费预计缓慢回升	21
2.3.1 终端产品表现分化, 传统汽车销售和房地产销售还有待改善	21
2.3.2 2 月初端开工表现较好, 3 月预计继续季节性回升	22
2.4 中国铜供需平衡表	23
(三) 现货与库存	23
3.1 现货升贴水	23
3.2 贸易升水与内外价差	24
3.3 库存	25
五、资金面	26
免责声明	27

## 图表目录

图表 1: 沪铜连三和 LME3 个月铜	6
图表 2: 2023 年全球经济增长放缓	7
图表 3: OECD 综合领先指标	8
图表 4: 主要经济体消费者信心指数	8
图表 5: 摩根大通全球制造业 PMI	8
图表 6: 主要经济体制造业 PMI	8
图表 7: 美联储等主要央行资产负债表走势	10

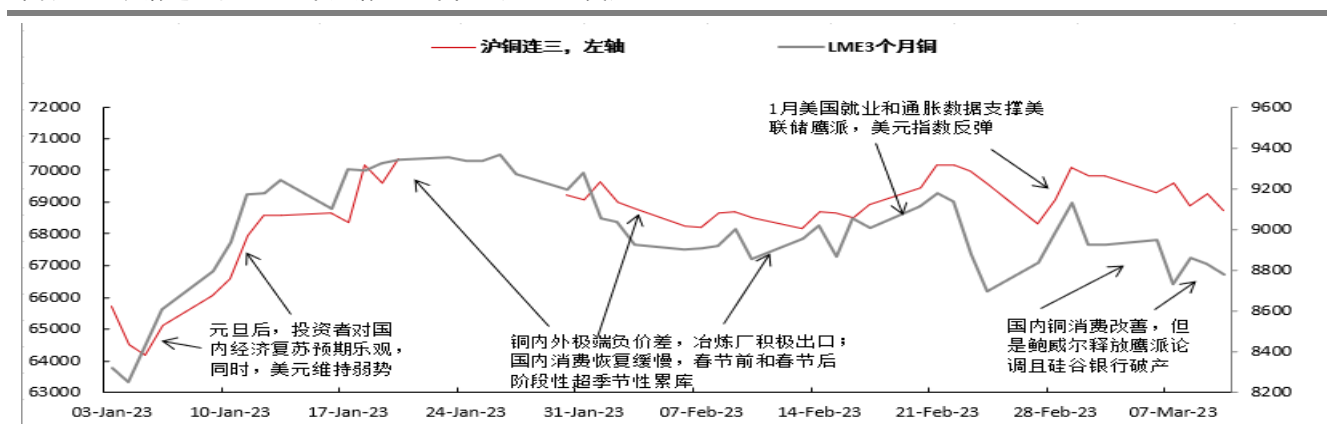
图表 8：美元指数与基金持仓 .....	11
图表 9：中美 10 年期国债利差与汇率走势 .....	11
图表 10：中国进口和出口增速 .....	11
图表 11：中国进出口增速和贸易差额 .....	11
图表 12：全球铜矿产量 .....	12
图表 13：智利铜矿产量 .....	13
图表 14：秘鲁铜矿产量 .....	13
图表 15：全球精铜产量 .....	14
图表 16：全球精铜消费 .....	14
图表 17：美国房屋市场 .....	15
图表 18：欧洲房屋市场 .....	15
图表 19：全球汽车销量 .....	15
图表 20：全球新能源汽车销量 .....	15
图表 21：全球铜供需预测 .....	16
图表 22：中国铜精矿产量 .....	17
图表 23：铜精矿进口量 .....	17
图表 24：中国现货铜精矿 TC .....	17
图表 25：铜精矿冶炼利润 .....	17
图表 26：精炼铜和废铜价差 .....	18
图表 27：废铜进口量 .....	18
图表 28：中国进口 1#紫铜折扣 .....	18
图表 29：阳极铜进口量 .....	19
图表 30：国内粗铜加工费 .....	19
图表 31：中国精铜产量 .....	20
图表 32：精炼铜进口量 .....	20
图表 33：中国铜冶炼企业检修安排 .....	20
图表 34：发电设备产量累计增速 .....	21
图表 35：汽车产量累计增速 .....	21
图表 36：空调产量累计增速 .....	22
图表 37：房地产竣工累计增速 .....	22
图表 38：铜材开工率 .....	22
图表 39：铜杆线开工率 .....	22
图表 40：铜管开工率 .....	22
图表 41：铜板带箔开工率 .....	22
图表 42：中国铜供需平衡表 .....	23
图表 43：SMM 铜升水均价历年走势 .....	24
图表 44：伦铜 Cash-3M 历年走势 .....	24
图表 45：洋山铜月均价与长单价格 .....	24
图表 46：铜现货进口月盈亏 .....	24
图表 47：三大交易所和上海保税库库存 .....	25
图表 48：铜库存消费比 .....	25
图表 49：历年春节后沪铜累库 .....	26
图表 50：历年二季度沪铜去库 .....	26

图表 51: Comex 铜基金持仓 .....	26
--------------------------	----

## 一、2023 年一季度铜市回顾：

2023 年 1 季度铜价大幅上涨，并且一度带动有色板块其他品种上涨，伦铜表现较好。1 月份，伦铜单边大涨近 11%，主要是由于进入 2023 年后，国内疫情防控政策动态优化，投资者对国内经济复苏预期乐观且美元指数维持弱势，同时，1 月初秘鲁暴力抗议事件一度让秘鲁近 30% 的铜矿产能生产受到扰动，铜股期联动炒作更是起到进一步推波助澜的作用。2-3 月份，铜价震荡下跌，一方面是由于高铜价背景下国内消费复苏受到抑制，并且春节前后内外极端负价差提振冶炼厂出口积极性，另外一方面是美国 1 月就业数据超预期好转，1 月美国 CPI 降幅不及预期，美联储货币政策鹰派预期升温驱动美元指数止跌回升，中国政府工作报告对 2023 年经济增长目标仅仅定在 5%，这给国内经济复苏的乐观预期降温，整体上看，宏观面预期由乐观转向中性偏负面，这对铜价构成了负面压力，尤其美联储持续加息背景下硅谷银行破产，进一步加重了投资者对金融市场及经济的负面担忧情绪。

图表 1：沪铜连三和 LME3 个月铜 单位：元/吨 美元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、2023 年二季度铜市场观点和核心逻辑

对于二季度的铜价，我们认为震荡局面将延续，预计二季度伦铜波动区间在 8450-9550 美元，沪铜主力合约波动区间在 66000-72000 元。

核心逻辑：

(1) 宏观上看，伴随着国内疫情防控政策优化，国内经济复苏预期乐观，两会政府工作报告定调 2023 年增长目标仅为 5%，这让国内复苏预期炒作降温，但经济复苏预期将贯穿全年。随着欧美通胀回落，紧缩的金融环境改善，海外经济增长的悲观预期也有所改善。

货币政策上，今年 1 月/2 月美国就业和通胀数据支持美联储鹰派，美联储 3 月议息会议加息 25 个 BP，但就未来加息路径上，美联储释放的信号较为模糊。鲍威尔称将兼顾通胀和金融稳定，并且美联储官员给出的年底利率预测暗示进一

## 中信期货有色与新材料 2023 年二季度策略报告

步加息空间有限，不过，我们也需要留意一旦美国银行等金融机构风险稳定住且通胀高位，美联储态度是否再度转变还需观察。

(2) 供应上看，中国 1-2 月铜精矿进口量同比增长约 11%，这说明虽然矿端年初有扰动，但实际对产量影响有限；受益于去年下半年投放的产能继续释放，一季度国内精铜产量增长加快，海外这块受到 Chuquicamata 等冶炼厂检修拖累产量，考虑到二季度国内铜冶炼检修规模略低于往年同期且冶炼利润处于近几年中等水平，我们认为二季度中国精铜产量回升将带动全球精铜产量同比增速提高到 4.2%，相较于去年底，我们把 2023 年中国和全球精铜产量增长分别提升到 6.6%（此前为 4.7%）和 3.3%（此前为 2.5%）。

(3) 消费上看，一季度海外汽车板块好转，房地产和制造业偏弱；国内电力板块继续托底消费，光伏表现较好，新能源汽车继续偏快增长，但传统汽车及家电出口表现偏弱，一季度全球铜消费预计小幅增长，二季度随着国内经济复苏及海外金融收紧放缓，铜消费增速有望进一步提升至 2.6%，相较于去年底，我们把 2023 年全球精铜消费增速提升到 1.5%（此前为 1%）。

(4) 就供需平衡和库存变动来看，估计二季度全球铜供需季节性趋向偏紧，但在部分终端复苏缓慢且铜价处于高位的背景下，实际去库进程可能会有反复。截止 3 月 17 日，四地铜库存约为 45.7 万吨，比去年同期低 10.4 万吨，较去年底增加 21.3 万吨。

## 三、宏观面-政策不确定性在加大

### （一）IMF 上调 2023 年全球经济增长预期，但增长放缓

1 月份，IMF 更新了其对全球经济增长的预测数据，相较于 2022 年 10 月份预测，IMF 上调 2022 年经济增长 0.2 个百分点，至 3.4%，上调 2023 年经济增长 0.2 个百分点，至 2.9%。IMF 认为，中国的快速重新开放为经济活动的迅速反弹铺平了道路。随着通胀压力开始减弱，全球金融环境有所改善。

图表 2：2023 年全球经济增长放缓 单位：%

	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
全球	6.0	3.4	2.9	3.1					
发达经济体	5.2	2.7	1.2	1.4	新兴经济体	6.6	3.9	4.0	4.2
美国	5.7	2.0	1.4	1.0	中国	8.1	3.0	5.2	4.5
日本	1.7	1.4	1.8	0.9	印度	8.7	6.8	6.1	6.8
欧元区	5.2	3.5	0.7	1.6	拉丁美洲	6.9	3.9	1.8	2.1
德国	2.6	1.9	0.1	1.4	巴西	4.6	3.1	1.2	1.5
法国	6.8	2.6	0.7	1.6	墨西哥	4.8	3.1	1.7	1.6
意大利	6.6	3.9	0.6	0.9	俄罗斯	4.7	-2.2	0.3	2.1
英国	7.4	4.1	-0.6	0.9	南非	4.9	2.6	1.2	1.3

资料来源：IMF 中信期货研究所

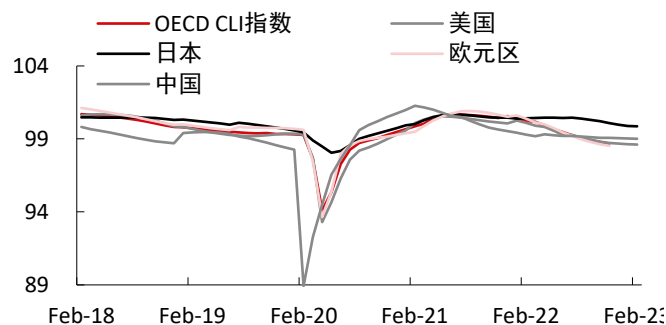


全球 OECD 综合领先指数延续回落势头，其中，2 月份中国、美国和日本综合领先指数分别为 99、99.9 和 98.6，均创出 2021 年初以来新低，这说明全球经济增长前景偏弱，不过最近几个月该数值普遍止跌，这也说明在中国疫情防控优化及欧美通胀回落为经济修复创造一定条件。

2 月美国密歇根大学消费者信心指数 67，环比回升 2.1，创近一年新高，在美国通胀回落的背景下，消费者信心出现一定弱修复，但 3 月指标初值回落到 63.4，这说明在美联储持续加息且硅谷银行破产背景下，消费者信心较为脆弱；2 月欧元区消费者信心指数-19，创出 2022 年 3 月以来新高，但相较于俄乌冲突发生之前还是出现明显的走弱，这说明俄乌冲突带来的影响非常深远；2 月日本消费者信心指数 30.9，环比回落 0.1，维持在近一年偏低位，这主要是由于该国高通胀；1 月中国消费者信心指数 91.2，环比回升 2.9，创出 2022 年 3 月以来新高，但仍低于 2022 年 3 月份的水平，这说明咱们的疫情防控政策优化之后，消费者信心有弱修复，恢复正常还有较长的时间。

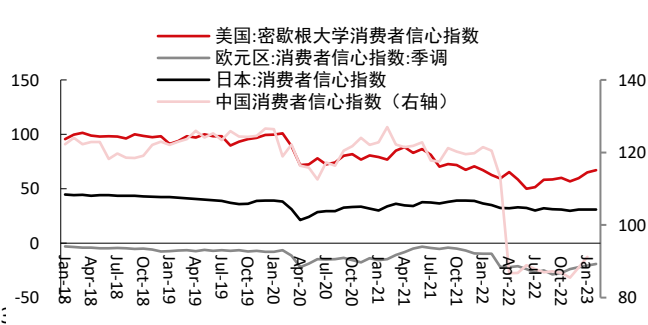
图表 3：OECD 综合领先指标

单位：数值



图表 4：主要经济体消费者信心指数

单位：数值

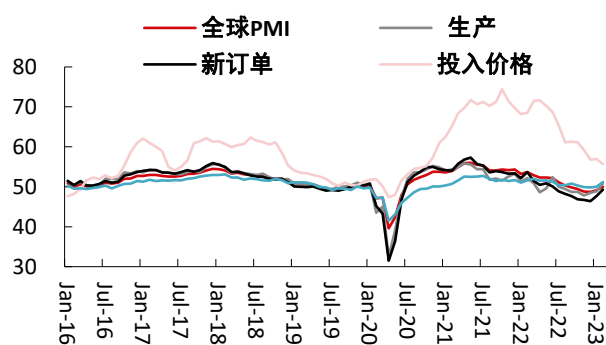


资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

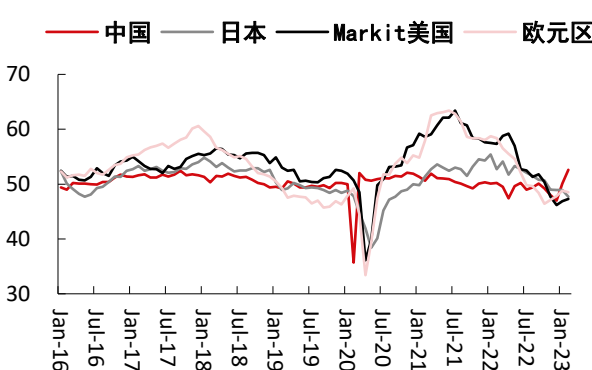
图表 5：摩根大通全球制造业 PMI

单位：%



图表 6：主要经济体制造业 PMI

单位：%



资料来源：Wind Markit 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

2 月摩根大通制造业 PMI 指数 50%，环比回升 0.9 个百分点，创出 2022 年 9 月以来新高，显示出全球制造业有所改善，主要由中国驱动。主要经济体制造业 PMI 走势分化，中国制造业 PMI 在疫情防控优化后有所改善，欧美日制造业 PMI 仍处于荣枯线之下，高通胀背景下的持续加息对欧美制造业负面影响还在延续。



2 月中国官方制造业 PMI、美国 Marit 制造业 PMI、欧元区 PMI 和日本制造业 PMI 分别为 52.6%、47.3%、48.5%和 47.7%，环比分别回升 2.5 个百分点、回升 0.4 个百分点、回落 0.3 个百分点和回落 1.2 个百分点。

从 OECD 全球综合领先指标、主要经济体消费者信心指数及制造业 PMI 指数走势来看，欧美仍受到高通胀及持续加息的负面影响，中国经济有所复苏，全球主要经济体经济所处周期并不一致，这将使得全球经济改善力度有限。

## （二）全球疫情-中国疫情防控动态优化

2022 年 12 月以来，中国疫情防控政策不断优化，这使得疫情防控政策对经济的负面影响在逐步减弱。

2022 年 12 月 26 日，国家卫生健康委发布公告：经国务院批准，自 2023 年 1 月 8 日起，解除对新型冠状病毒感染采取的《中华人民共和国传染病防治法》规定的甲类传染病预防、控制措施；不再纳入《中华人民共和国国境卫生检疫法》规定的检疫传染病管理。

3 月 13 日国务院总理李强回答中外记者提问，他提到疫情三年，中国人民在中国共产党的坚强领导下，同心抗疫，现在已经取得重大决定性胜利。在病毒致病力较强的阶段，我们果断实施“乙类甲管”，有效保护了人民生命安全和身体健康，也为疫苗和药物研制、疫苗接种普及等争取了宝贵时间。随着病毒致病力减弱和我国防治能力提高，我们对防控措施作了一系列优化调整，适时进行了转段，实施了“乙类乙管”。中国这样一个人口众多、发展不平衡的大国，用不到两个月的时间实现了疫情防控平稳转段，较快恢复了经济社会正常秩序，是很了不起的。

## （三）美联储有所妥协，政策路径不确定性加大

主要央行资产负债表表现分化，截止今年 2 月底，我们看到美联储和欧洲央行资产负债表均做出一定收缩，而中国和日本央行资产负债表有一定扩大，其中中国央行资产负债表抬升的幅度稍大，突破了去年波动的区间上限。3 月 15 日当周，美联储为了应对硅谷银行危机，资产负债表出现明显上升，但这跟之前 QE 有所不同，这次扩表是增加了短期金融机构应对流动性紧张的借款，而不是传统的长期流动性释放的 QE。

3 月 16 日，欧洲央行决定将欧元区三大关键利率均上调 50 个基点。自本月 22 日起，将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别上调至 3.50%、3.75%、3.00%。3 月 22 日，拉加德在法兰克福举行的欧洲央行观察家会议上表示，欧洲央行将采取“稳健”的措施，在必要时应对通胀风险，同时在出现威胁时也能帮助金融市场。

3 月 23 日，美联储将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 4.75%至 5.00%之间，这是 2007 年 9 月以来的最高水平，符合预期。在经济预期方面，美联储下调美国 2023 年 GDP 增长预期 0.1 个百分点至 0.4%；进一步上调美国今年通胀

## 中信期货有色与新材料 2023 年二季度策略报告

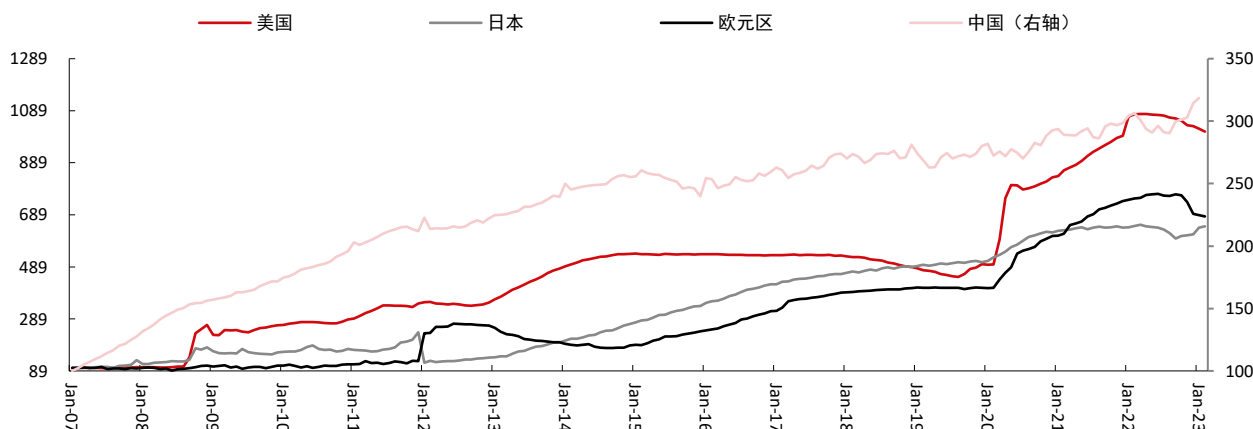
预期 0.2 个百分点至 3.3%；下调今年失业率 0.1 个百分点至 4.5%。

鲍威尔表示，少数银行出现了严重的困难，但美联储、财政部和联邦储蓄保险公司（FDIC）的贷款计划有效地满足了需求。他重申，如果不解决个别的银行业问题，可能会威胁到银行系统，这就是为什么我们采取果断行动的原因，“我们也从这一事件中吸取教训，将继续密切监测形势，准备利用所有工具确保银行体系的安全和稳健。”他补充称，美联储内部确实认为，最近的银行业事件导致信贷条件更加紧缩，这将影响经济以及该行未来的政策决定，“我们将密切关注即将到来的数据，以及紧缩信贷条件的实际和预期影响。”

整体上看，硅谷银行破产事件对欧美央行均有一定影响，鲍威尔和拉加德均释放出兼顾通胀和金融稳定的论调，这意味着发生系统性风险或者金融危机的可能性较低，但央行压制通胀的难度变大，或者说通胀存在二次抬头的可能，这对铜价会有一定支撑，同时，我们也要意识到美联储政策路径不确定性也在加大。

图表 7：美联储等主要央行资产负债表走势

单位：数值（2007 年 1 月为 100）



资料来源：Wind 中信期货研究所

### （四）美元指数维持高位震荡，人民币跟随

去年 11 月初以来，由于美国当时通胀数据阶段性好于预期，所以投资者对美联储加息放缓预期不断升温，基金阶段性大幅削减美元指数净多头，对应着美元指数出现快速回落，从 114 上方一度下探到 101 以下，这种情况一直延续到春节前。但是春节之后，我们看到 1 月份美国非农数据超预期回升，1 月美国 CPI 降幅不及预期，2 月非农和 CPI 数据偏中性，投资者对美联储鹰派预期升温，并且鲍威尔在 3 月 7 日和 8 日国会证词表述中也透露出偏鹰派的论调，春节后美元指数整体呈现震荡回升的势头，一改此前颓势。考虑到美联储仍有鹰派的基础，我们认为二季度美元指数可能仍将维持在高位震荡。

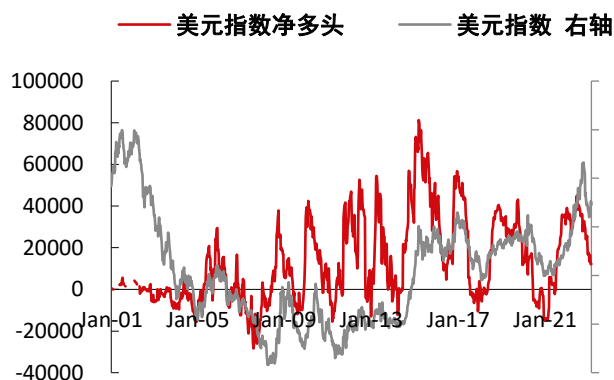
## 中信期货有色与新材料 2023 年二季度策略报告

图表 8：美元指数与基金持仓

单位：数值、手

图表 9：中美 10 年期国债利差与汇率走势

单位：数值、%



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

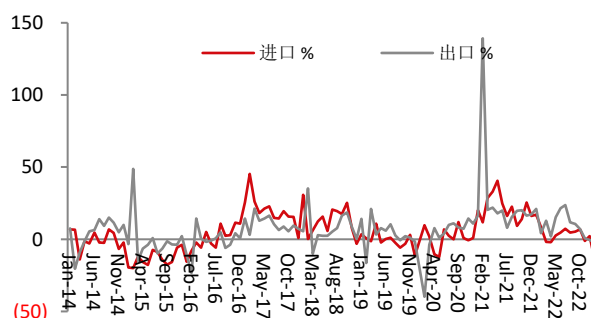
就经济数据上来看，当前欧美制造业 PMI 均偏弱，整体相当，当前硅谷银行破产事件美联储及时出手，该事件在美国的影响已经得到一定程度的控制，但是欧洲方面仍受到一定的外溢冲击，瑞士信贷在市场悲观情绪的影响下出现恐慌性下跌，而该行是全球重要的系统性银行，这可能会对欧洲相关货币构成负面影响，从而支撑我们对二季度美元指数维持偏高位判断。

我们认为二季度美元兑人民币汇率将跟随美元指数走势，主要是基于以下两点：1、虽然 2 月中美利差倒挂自近 10 年来高位有所收窄，但中美利差倒挂仍维持高位，并且当前没有明显的驱动该价差进一步收敛；2、中国进出口增速放缓，在欧美经济增长放缓背景下，中国出口面临较大下行压力，这对我们的贸易差额不利，这也意味着 2020-2022 年支撑人民币很重要的因素在发生改变。

2023 年开年，中国对外贸易表现偏弱，1-2 月进出口金额、进口金额和出口金额分别下降 0.8%，下降 2.9% 和增长 0.9%，1-2 月贸易顺差 8103 亿元，比去年同期高 16.2%，整体上延续去年以来放缓的势头。考虑到在高通胀、高利率的背景下，欧美经济增长预期放缓，中国出口放缓的压力较大，今年贸易端对人民币的支撑将减弱。

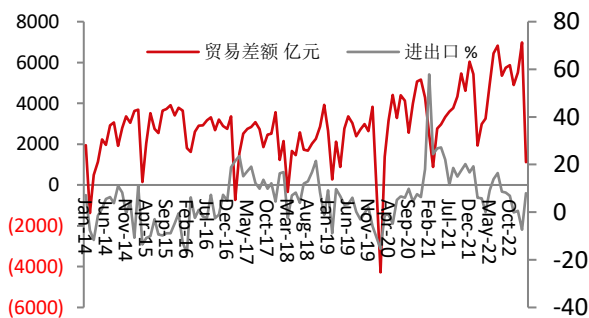
图表 10：中国进口和出口增速

单位：%



图表 11：中国进出口增速和贸易差额

单位：%、亿元



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

## 四、基本面-供需逐步趋松

### （一）全球铜市场供需

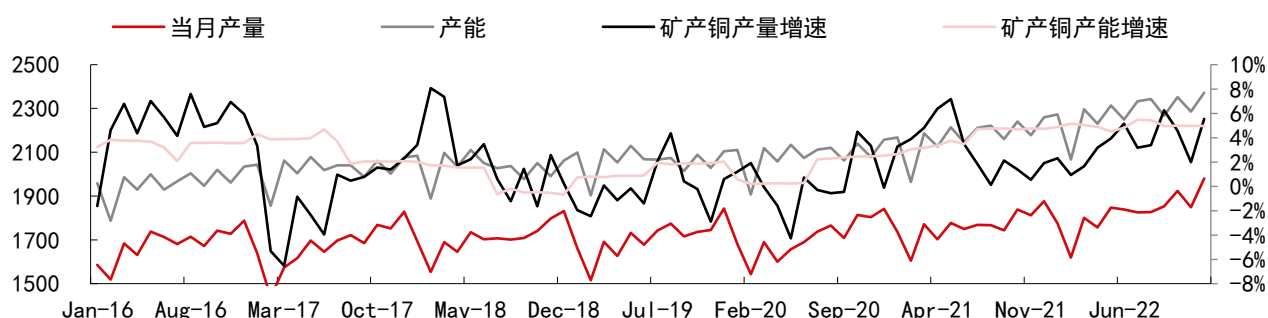
#### 1.1 2022 年全球铜矿产出保持中高增速

受益于 2016-2017 年那轮铜矿资本开支扩张，全球铜矿产能增速进一步偏快上行，从 2021 年 12 月的 4.7% 产能增长提升到 2022 年底的 5%，主要是由于 Kamo-kakula 铜矿二期、Cobre Panama、Spence 二期、Grasberg Block Cave、Centinela Second Concentrator、驱龙铜矿等项目投产，2022 年全球铜矿新扩建规模约 120 万吨，2023 年预计将放缓到 68.5 万吨。

根据 ICSG 统计数据，2022 年 12 月全球铜矿产量 1980 千吨，同比增长 5.5%，当月铜精矿产能 2372 千吨，同比增长 5%，1-12 月铜矿产量累计 21894 千吨，同比增长 3.5%。2022 年 12 月铜矿产能利用率达到 83.5%。从产能、产量增速及产能利用率来看，全球铜矿产出还有提升空间，2022 年秘鲁和智利等南美地区意外扰动限制了全球铜矿产能利用率。

图表 12：全球铜矿产量

单位：千吨、%



资料来源：Wind 中信期货研究所

2022 年 12 月初，秘鲁前总统卡斯蒂略被国会罢免，秘鲁副总统迪娜·博鲁阿尔特（Dina Boluarte）在国会全体会议上宣誓就任新总统，秘鲁随后爆发严重抗议，2023 年 1 月份最严重的时候，秘鲁南部地区大部分铜矿生产均受到干扰，直到 2 月底才逐步缓解。

秘鲁在 2023 年 1 月的铜产量为 198,621 吨，较 2022 年 1 月的 199,255 吨下降 0.3%。秘鲁统计局表示，产量下降主要是因为主要铜矿产量下降，其中 Sociedad Minera Cerro Verde 的铜产量比去年 1 月份减少 0.3%、安塔米纳矿业公司的铜产量比上年同期减少 21.9%，南方铜业秘鲁公司的产量同比减少 6.3%。秘鲁矿业商会 3 月 15 日表示，受最近几个月的抗议活动影响，秘鲁 1 月份的矿业产品出口同比下降了 19.8%。这说明秘鲁开年以来的暴力抗议事件对该国运输影响较大，对铜矿实际产量影响偏小。

3 月 19 日消息，秘鲁能源和矿业部宣布，2023 年将在 17 个部门开发 74 个

## 中信期货有色与新材料 2023 年二季度策略报告

采矿项目，总投资 5.96 亿美元。根据政府机构的说法，74 个项目中有 30 个最近已经投入运营或即将进入该阶段，因为它们已经获得了所有所需的许可证。这些项目的投资额为 1.34 亿美元，占 2023 年采矿勘探项目组合的 22.5%。大多数项目，即其中 39 个项目，专注于铜矿开采，投资 2.84 亿美元。

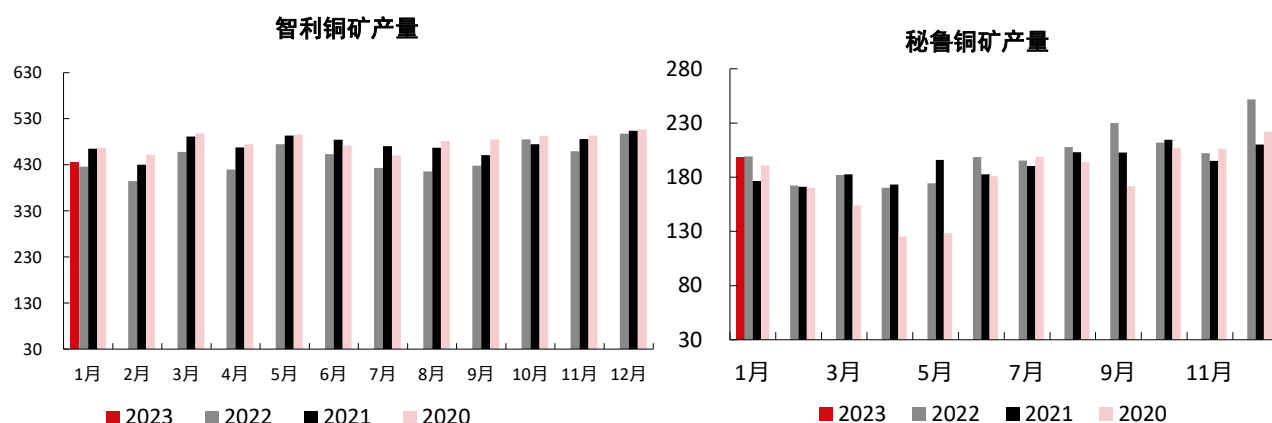
智利国家铜业委员会（Cochilco）3 月 2 日公布的数据显示，1 月份智利铜产量为 43.79 万吨，同比增长 2.9%。其中，智利国家铜业公司（Codelco）产量为 12.7 万吨，增长 5.1%。BHP 的 Escondida 铜产量为 9.33 万吨，增长 15.2%。英美集团与嘉能可合资的 Collahuasi 铜产量为 4.29 万吨，下降 16.4%。

图表 13：智利铜矿产量

单位：千吨

图表 14：秘鲁铜矿产量

单位：千吨



资料来源：INE 中信期货研究所

资料来源：INEI 中信期货研究所

考虑到 2023 年秘鲁 Quellaveco 铜矿项目将释放约 21 万吨的产能，智利 Quebrada Blanca Phase II 和 Chuquibambilla Underground 将分别释放 18 万吨和 5.5 万吨的产能，我们认为 2023 年秘鲁和智利铜矿产量增长仍可期，根据去年 12 月智利铜矿委员会的预测，2023 年智利铜矿产量将增长 6.7% 至 570 万吨，但就秘鲁来看，开年的暴力抗议事件说明该国铜矿产量增长将存在很大不确定性。

### 1.2 2022 年全球精铜冶炼扰动较多，2023 年铜冶炼产能利用率有望提升

2022 年全球精铜产能增速明显提升，但实际产能利用率却偏低。就国内来看，2022 年初山东方圆及祥光铜业因资金紧张而导致老产能阶段性停产，二季度末三季度初南方地区高温限电对铜冶炼产能进一步构成约束；就海外来看，俄乌局势紧张之后，欧美在三季度末之前普遍面临高能源价格的影响。进入 2023 年，我们看到国内外部分约束因素均明显缓解，在铜矿加工费偏高的背景下，冶炼厂有动力提高产能利用率。

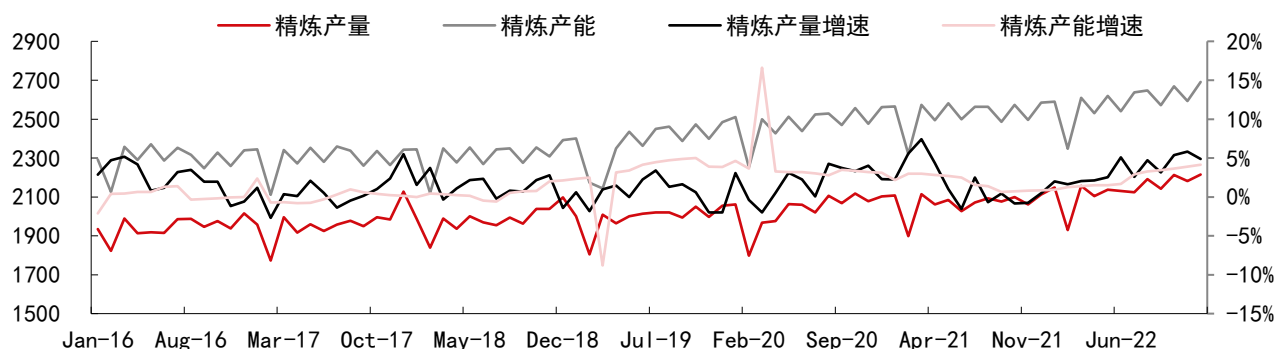
根据 ICSG 统计的数据，2022 年 12 月全球精铜产量 2215 千吨，同比增长 4.9%，1-12 月精铜产量累计 25674 千吨，同比增长 3.5%。2022 年 12 月全球精铜产能 2691 千吨，同比增长 4.1%，12 月全球精铜产能利用率为 82.3%，而 2021 年 12 月全球铜冶炼产能利用率为 81.7%，这说明 2022 年铜冶炼端受干扰较多，增长的产能并没有完全得到释放。



## 中信期货有色与新材料 2023 年二季度策略报告

图表 15：全球精铜产量

单位：千吨、%



资料来源：Wind 中信期货研究所

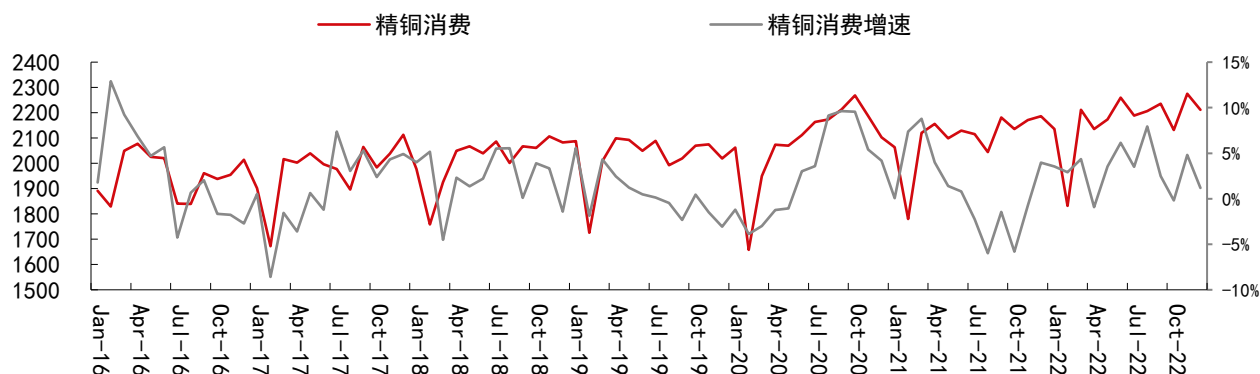
### 1.3 2022 全球铜消费并不弱，2023 年消费预期增长放缓

2022 年虽然有俄乌冲突、欧美央行持续加息以及中国房地产销售持续放缓等因素冲击，但是全球铜消费增长并不弱，主要是由于 2022 年中国阶段性刺激释放较为集中，中国和美国新能源汽车销量高增长，中国和欧洲光伏新增装机大幅增长，清洁能源铜消费高增长托起了全球铜消费。进入 2023 年，欧美经济仍然受到高通胀及高利率的负面影响，并且新能源汽车销量放缓，虽然有中国经济复苏的带动，但整体来看，2023 年全球铜消费预期增长放缓。

2022 年 12 月全球精铜消费量 2212 千吨，同比增长 1.2%，1-12 月全球精铜累计消费 25998 千吨，同比增长 3.2%。就当下来看，去年受疫情影响的订单陆续释放，并且房地产也有所修复，这对铜消费有所提振，但在汽车刺激政策退出及外需偏弱背景下，二季度国内铜消费进一步提升空间有限；而就海外来看，高利率背景下的负面累积效应逐步显现，海外铜消费预期维持偏低增长。

图表 16：全球精铜消费

单位：千吨、%



资料来源：Wind 中信期货研究所



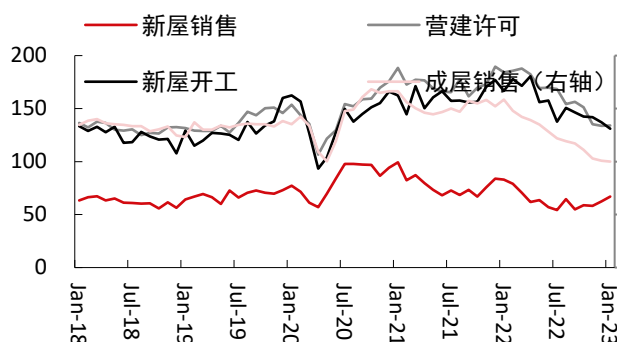
## 中信期货有色与新材料 2023 年二季度策略报告

图表 17: 美国房屋市场

单位: 万套

图表 18: 欧洲房屋市场

单位: 数值



资料来源: Wind 中信期货研究所



资料来源: Wind 中信期货研究所

从海外铜下游来看, 欧美房屋和汽车市场表现分化。2023 年 1 月美国成屋和新屋销售折年数分别为 400 万套和 67 万套, 同比分别下降 38% 和下降 19%, 在美联储持续加息及高通胀背景下, 美国居民房屋购买能力明显下降, 这造成美国成屋和新屋销售大幅下降; 2022 年欧洲营建产出 12 月为 108.4 个点, 同比下降 1.3%, 环比下降 2.5%, 延续 2022 年初以来的回落势头。

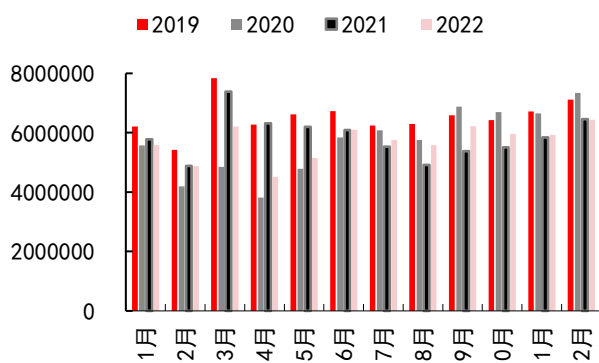
2022 年全球汽车市场销售偏弱, 但新能源汽车销售表现强劲。根据彭博统计数据, 2022 年 1-12 月全球汽车销量同比下降 2.8%, 其中欧洲和美国 2022 年汽车销量分别下降 4% 和下降 7.6%。进入 2023 年全球汽车销售依然偏弱, 根据汽车咨询机构 LMC 预测, 1 月全球汽车销量同比下降 8.1%, 主要是由于中国汽车销量下降, 美国 1-2 月汽车销量同比增长 6.5%。欧洲 2023 年 1 月份汽车销量同比增长 11%, 这说明随着缺芯片的影响缓解, 欧美汽车销量正逐渐改善。AFS 此前预测 2023 年全球缺芯片造成的汽车产量损失将降到 200-300 万辆, 2022 年因缺芯片造成汽车产量损失近 450 万辆。

图表 19: 全球汽车销量

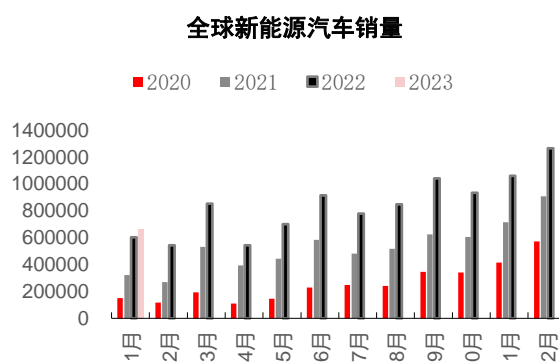
单位: 辆

图表 20: 全球新能源汽车销量

单位: 辆



资料来源: Bloomberg LMC 中信期货研究所



资料来源: 同花顺 iFinD 中信期货研究所

根据 CleanTech 等机构统计数据, 2022 年全球新能源汽车销量增长 58%, 其中中国新能源汽车销量增长 96%, 欧洲新能源汽车销量增长 15.1%, 美国新能源汽车销量增长 72%。进入 2023 年, 主要国家新能源汽车销量增长放缓, 1 月全球

新能源汽车销量同比增长 10%，1-2 月中国新能源汽车销量增长 22%，欧洲 1 月新能源汽车销量增长 1.6%，美国 1 月新能源汽车销量增长 47.7%。

#### 1.4 2022 年全球铜供需偏紧，2023 年预期转向小幅过剩

2023 年全球铜矿新扩建产能规模有所放缓，根据彭博和有色网统计的数据，今年全年铜矿新扩建产能放缓到 68.5 万吨，同时，今年国内新建精炼产能放缓到 56 万吨，海外冶炼新扩建产能明显放缓，我们认为 2023 年全球铜矿产量和精铜产量增长均有所放缓至 3%和 3.3%。而在国内外政策差异化的背景下，国内经济复苏推动铜消费继续改善，但海外消费增长放缓，同时，在新能源汽车销量增长放缓的背景下，清洁能源对铜消费的拉动减弱，我们认为 2023 年全球铜消费增长将放缓至 1.5%。

就一季度来看，秘鲁暴力抗议事件、巴拿马政府和第一量子谈判扰动及印尼洪灾等均对生产及运输构成扰动，我们预计铜矿产量增长 2%；全球精铜产量增长受到海外检修的拖累，预计增长 1.9%，而需求端海外整体偏弱，预计全球增长 1.4%，整体上看，我们认为全球一季度供需小幅过剩。二季度由于低基数效应影响，预计供需均有所改善，在国内消费回升的带动下，预计供需转向偏紧，但国内消费提升的高度将受到汽车和家电等终端改善受限的拖累。

图表 21：全球铜供需预测

单位：万吨、%

	2022	2023-Q1	2023-Q2	2023-Q3	2023-Q4	2023
铜矿产量	2189	530	554	572	599	2255
增速	3.5%	2.0%	1.8%	3.9%	4.2%	3.0%
精铜产量	2567	635	664	669	684	2652
增速	3.5%	1.9%	4.2%	3.6%	3.4%	3.3%
精铜消费量	2600	627	674	659	679	2639
增速	3.2%	1.4%	2.6%	-0.5%	2.6%	1.5%
过剩量	-32	9	-10	10	5	13

资料来源：ICSG IWCC 安泰科 中信期货研究所

## （二）中国铜市场供需

### 2.1 铜原料市场整体宽松

#### 2.1.1 一季度铜精矿市场供应略有趋紧

2022 年中国铜精矿产量增长 7.1%或 12.9 万金属吨，2022 年中国铜精矿进口量增长 8.1%或增加 188.7 万实物吨（折合 47.2 万金属吨），其中，中国自智利和秘鲁进口铜精矿在中国总进口的比例下降 3.4 个百分点（2023 年 1-2 月这两个国家铜精矿进口占比进一步回落 2.7 个百分点），2022 年中国铜精矿供应合计增长约 60.1 万金属吨，2022 年中国铜冶炼产能增长 56 万吨，铜精矿供需延续偏过剩。

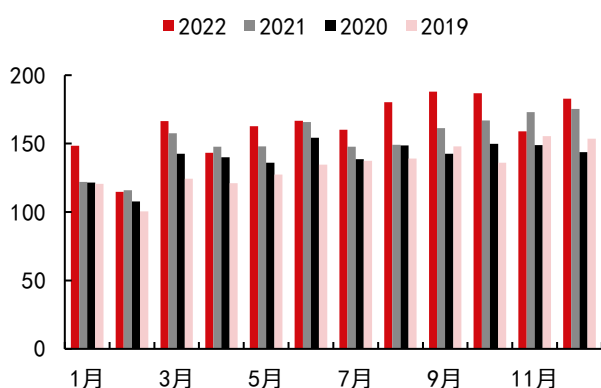
进入 2023 年后，我们看到尽管有秘鲁暴力抗议事件扰动、印尼洪灾等事件影响，但全球铜矿产量实际受影响并不大，1-2 月中国铜精矿进口 4635 千实物吨，

## 中信期货有色与新材料 2023 年二季度策略报告

同比增长 10.9%。而国内铜精矿现货加工费却震荡回落，这是由于今年开年以来国内铜冶炼厂提产积极性较高，冶炼厂对铜精矿的需求明显提升；虽然秘鲁等地区铜矿产量降幅不大，但是暴力抗议事件影响了运输，该国 1 月铜出口量下降近 20%，2 月中国从智利和秘鲁进口铜矿分别环比下降 8.4% 和下降 15.9%，同比分别下降 16% 和下降 1.2%，国内铜矿阶段性供应还是有些趋紧，2 月份国内进口铜精矿加工费已经降至 80 美元以下。由于铜精矿现货加工费和 2023 年铜精矿长协加工费偏高，铜精矿现货矿和长协矿冶炼利润处于近几年高位，单吨盈利 1000 元左右。

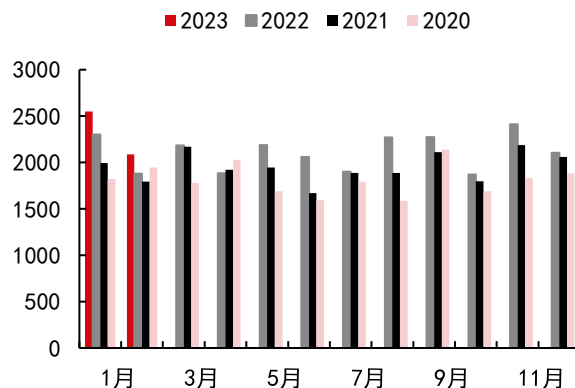
图表 22：中国铜精矿产量

单位：千吨



图表 23：铜精矿进口量

单位：千实物吨

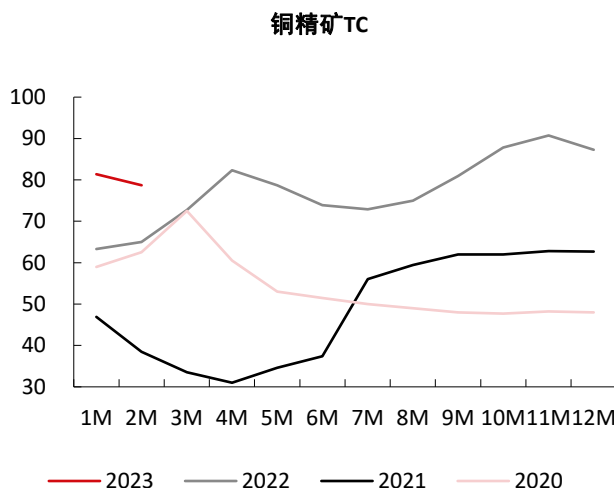


资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 24：中国现货铜精矿 TC

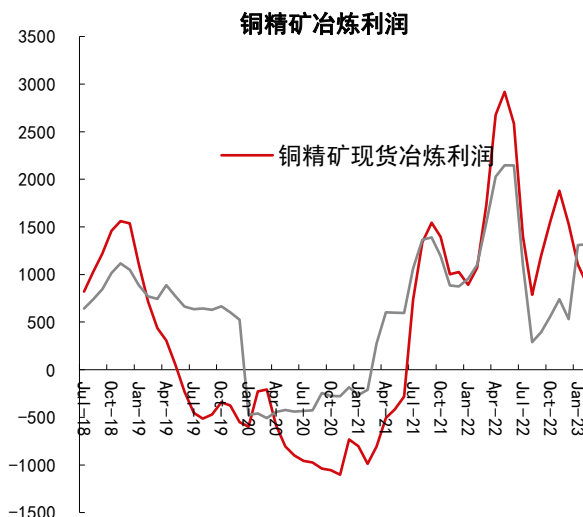
单位：美元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 25：铜精矿冶炼利润

单位：元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

### 2.1.2 2022 年中国废铜进口继续增长，但马来西亚占比明显下滑

2022 年欧美经济继续恢复正常化，并且铜价处于高位，这些有利于海外废铜释放。2022 年中国废铜进口 1177.2 万实物吨，同比增长 4.6%。从中国废铜主要

## 中信期货有色与新材料 2023 年二季度策略报告

进口来源国来看，主要国家占比变动较大，自美国和韩国进口废铜占比明显提升 3.9 个百分点和下降 0.3 个百分点，自中国香港和马来西亚进口废铜占比明显下降 4 个百分点和下降 5.5 个百分点。2023 年 1-2 月中国废铜进口 30.4 万实物吨，同比增长 11%，其中自美国进口废铜占比进一步提升 0.3 个百分点，自马来西亚进口废铜占比进一步下降 1.6 个百分点。

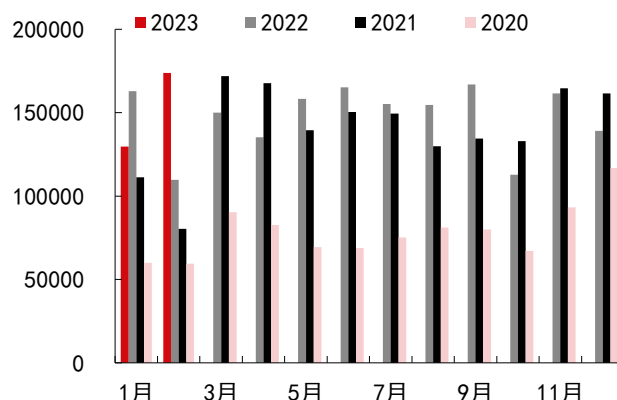
马来西亚在 2021 年 10 月底执行新的废铜进口政策，禁止低品位的废铜进口，而此前马来西亚进口低品位废铜后熔炼、加工，再以出口高品位废铜的方式销往中国。马来西亚废铜进口政策转变对该国出口到中国的废铜量构成较为明显的负面影响，2022 年中国从马来西亚进口的废铜量下降近 3 成。同时，我们也注意到 2022 年中国铜锭进口量仅仅增长 0.5%。不过，值得庆幸的是，中国废铜整体进口量并没有因为马来西亚废铜进口政策调整而出现明显萎缩，除了美国的量提升外，亚洲地区的泰国在中国废铜的进口占比也提升近 2 个百分点，这在一定程度上抵消了马来西亚量下降的负面影响。

图表 26：精炼铜和废铜价差

单位：元/吨

图表 27：废铜进口量

单位：实物吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 28：中国进口 1#紫铜折扣

单位：美分/磅



资料来源：SMM 中信期货研究所

2023 年 1-3 月中旬铜精废价差均值为 1728 元，低于去年同期的 2001 元，这说明去年同期废铜供应更宽松，主要是由于去年一季度极端行情持续的时间比今

年久；2023 年 1-3 月中旬中国进口 1#紫铜折扣均值 11 美分/磅，去年同期为 11 美分/磅，如果结合着最近几个月的 1#紫铜折扣走势来看，已经自低位明显回升，这说明进口废铜紧俏的局面正逐步成为过去。考虑到今年国内疫情防控已经明显优化，并且铜价维持在高位，预计今年国内废铜供应将有所修复。

### 2.1.3 2022 年阳极铜进口大幅增长，但扰动较多

2022 年中国阳极铜供应前松后紧，年初由于 2021 年底滞留在非洲港口的阳极铜集中到港，并且年初国内铜冶炼产能受到意外因素干扰而减产，阳极铜供需偏宽松，但是下半年国内精炼新投产产能较多且多数以阳极铜为原料，但在国产废铜供应受限背景下，阳极铜产量受到约束，这使得阳极铜供需偏紧。2022 年阳极铜进口 116.6 万吨，同比增长 24.4%；从中国阳极铜进口来源国来看，2022 年自赞比亚进口比重 5 个百分点，刚果金进口占比提升 6.3 个百分点，南非和坦桑尼亚进口占比分别下降 1.4 个百分点和下降 2.4 个百分点，智利进口占比下降 0.9 个百分点。2023 年 1-2 月中国阳极铜进口 20.9 万吨，同比下降 15.3%，主要是由于赞比亚和巴基斯坦下降所拖累。

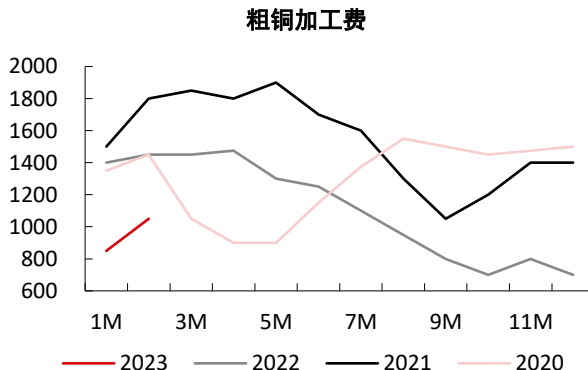
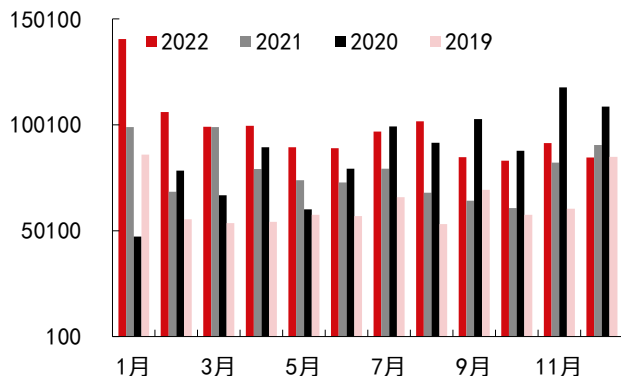
进入到 2023 年中国粗铜供应仍趋向宽松，2 国内粗铜加工费均值 1050 元，环比回升 200 元，3 月中旬周度粗铜加工费已经回升到 1400 元，这说明国内粗铜供需已经转向偏宽松。

图表 29：阳极铜进口量

单位：吨

图表 30：国内粗铜加工费

单位：元/吨 美元/吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

### 2.1.4 铜原料供应偏宽松

根据我们的估算，2022 年中国铜原料（包括铜精矿产量、进口、废铜进口、铜锭进口及阳极铜进口）供应较为充裕，原料库存仍存在堆积可能。2022 年中国铜原料供应增速约为 9%，远高于精铜产量 3.1% 的增速。2023 年一季度由于国内冶炼厂积极生产，原料需求增长较快，预计铜原料偏松局面有所改善，但二季度伴随着冶炼厂检修规模加大，预计铜原料将再度变得较为宽松。

## 2.2 中国一季度精铜供应增长较快，二季度精铜供应预计保持高位

2023 年一季度中国精铜产量增长明显提升，主要是受益于铜原料较为充足且



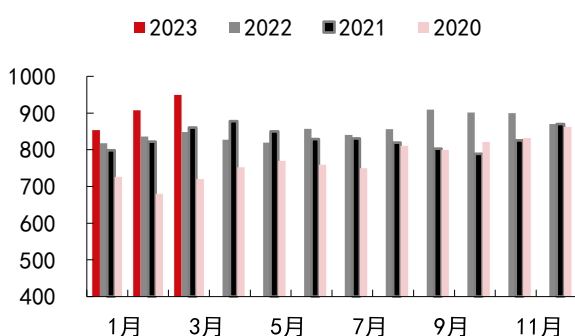
## 中信期货有色与新材料 2023 年二季度策略报告

去年下半年投产的产能逐渐释放，而净进口由于春节前后极端价差影响而有所回落。整体来看，我们预计一季度国内精铜供应增长较快，二季度国内冶炼厂检修规模比往年同期低，伴随着进口亏损在 3 月快速收窄，二季度国内精铜供应预计维持高位。

2023 年 2 月 SMM 中国精铜产量为 90.8 万吨,同比增加 8.6%,1-2 月累计 176.1 万吨,同比增长 6.5%。SMM 预计 3 月国内精铜产量为 94.9 万吨,同比增加 11.9%。海关总署统计,1-2 月中国未锻造铜与铜材进口 87.9 万吨,同比下降 9.3%,1-2 月中国精铜进口 50.7 万吨,同比下降 8.6%,同期累计出口 5.5 万吨,同比增长 168%。

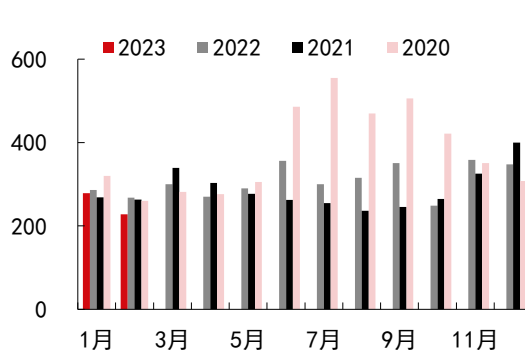
图表 31：中国精铜产量

单位：千吨



图表 32：精炼铜进口量

单位：千吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 33：中国铜冶炼企业检修安排

单位：万吨

公司名称	产能（万吨）	开始时间	结束时间	备注
江铜富冶和鼎铜业有限公司（新线）	15	2023-02-01	2023-02-27	27天
铜陵金冠（奥炉）	20	2023-03-01	2023-04-01	35天
白银有色集团股份有限公司	20	2023-03-01	2023-03-01	10-20天
大冶有色金属集团控股有限公司	30	2023-03-20	2023年7月初	120天左右
青海铜业责任有限公司	10	2023-04-01	2023-04-01	20天左右
江西铜业（本部）	55	2023-04-07	2023-04-28	22天
中条山有色金属集团有限公司（垣曲）	13	2023年4月中旬	2023-05-01	35天
黑龙江紫金铜业有限公司	15	2023-05-01	2023-06-01	15-20天
吉林紫金铜业有限公司	10	2023-05-01	2023-06-01	15-20天
赤峰金峰铜业有限公司	40	2023-05-01	2023-08-01	70天左右
国投金城冶金有限责任公司	10	2023年5月下旬	2023年6月下旬	30天
山东恒邦冶炼股份有限公司	20	2023年5月中旬	2023年6月中旬	30天
飞尚铜业有限公司	10	2023-06-01	2023-06-01	20天左右
葫芦岛宏跃北方铜业	10	2023-06-01	2023-07-01	30天左右
金川集团（本部）	35	2023年6月中下旬	2023-08-01	45天

资料来源：SMM 中信期货研究所

我们看到在冶炼利润偏高的背景下，冶炼企业生产的积极性较高，同时，今年政府释放积极的稳增长意图，国企冶炼厂提产的迫切性比较高。根据 SMM 统计数据，2023 年二季度国内冶炼厂检修规模较小，检修规模合计约 384 万吨，比过



去两年要低，这意味着在铜原料偏宽松的背景下，若检修规模无意外扩大，则精铜产量将保持在高位。

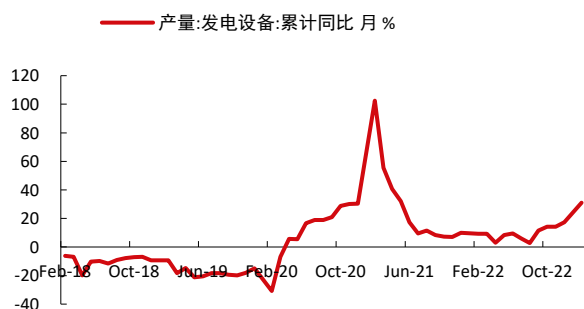
## 2.3 2023 年上半年中国铜消费预计缓慢回升

### 2.3.1 终端产品表现分化，传统汽车销售和房地产销售还有待改善

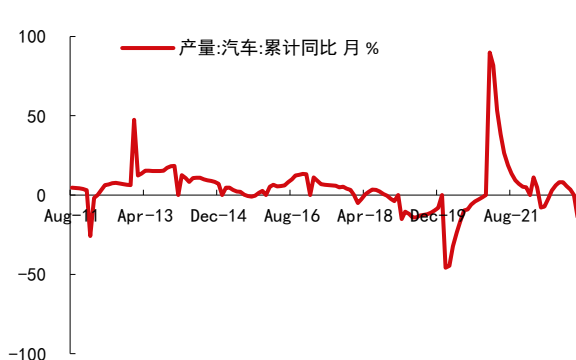
2023 年中国经济复苏预期乐观，投资者对国内铜消费抱有较大期待，但是从下游终端实际表现来看，却并不能说太好，下游终端产品产销分化较大。2023 年 1-2 月发电设备累计同比增长 31%，1-2 月份，全国主要发电企业电源工程完成投资 676 亿元，同比增长 43.6%，其中，水电 98 亿元，同比下降 20.2%；火电 65 亿元，同比下降 7.6%；核电 87 亿元，同比增长 44.8%；风电 143 亿元，同比增长 15.6%，太阳能 283 亿元，同比增长 199.9%。2023 年 1-2 月，全国电网工程完成投资 319 亿元，同比增长 2.2%，今年国家电网第一批招投标较为稳定，这说明铜价处于高位对电网消费有部分抑制；同时，今年欧美经济继续承压下行，海外消费在走弱，今年 1-2 月电线电缆累计出口下降 18.3%。

2023 年 1-2 月汽车产量 365.3 万辆，累计同比下降 14%，同期销量下降 15.2%，1-2 月中国新能源汽车产量 97 万辆，同比增长 16.3%，同期销量增长约 22%，去年底汽车购置税补贴及新能源汽车中央补贴退出后，汽车销量受冲击较大，春节后个别地方政府的短期补贴政策刺激效果还有待观察，新能源汽车销量增速放缓后，全年的销量增长预期也转向偏悲观；根据产业在线数据，1-2 月空调累计产量 2453 万台，累计同比增长 7.7%，内销同比增长 18.7%，外销下降 5.6%；1-2 月房屋竣工面积累计 1.3 亿平米，累计同比增长 8%，销售面积同比下降 3.6%，竣工回升的持续性还有待销售进一步支持。

图表 34：发电设备产量累计增速 单位：%



图表 35：汽车产量累计增速 单位：%



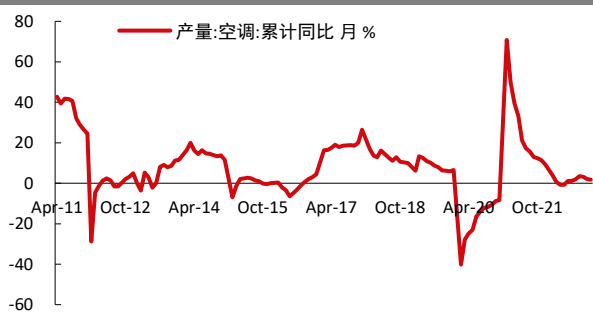
资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

## 中信期货有色与新材料 2023 年二季度策略报告

图表 36：空调产量累计增速

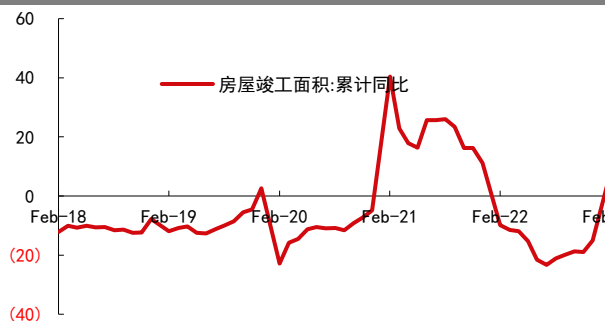
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 37：房地产竣工累计增速

单位：%



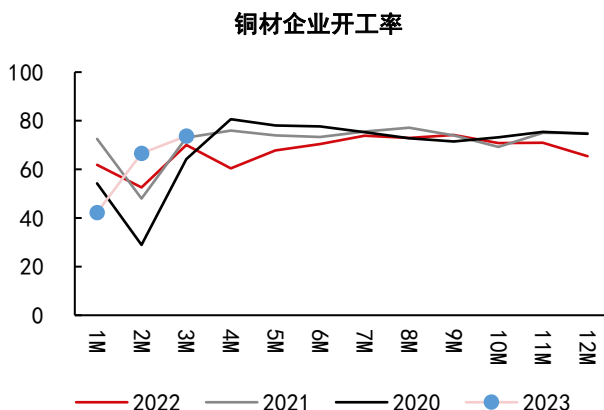
资料来源：Wind 中信期货研究所

### 2.3.2 2 月初端开工表现较好，3 月预计继续季节性回升

2 月份国内铜初端加工环节普遍表现较好，甚至有一些略超预期的回升，主要是由于去年 12 月受疫情影响的一些订单在今年春节后初步释放，而且铜价震荡回落提振了企业原料采购意愿。3 月预计铜材企业开工率继续季节性回升，但上升高度将受到汽车等终端偏弱约束。

图表 38：铜材开工率

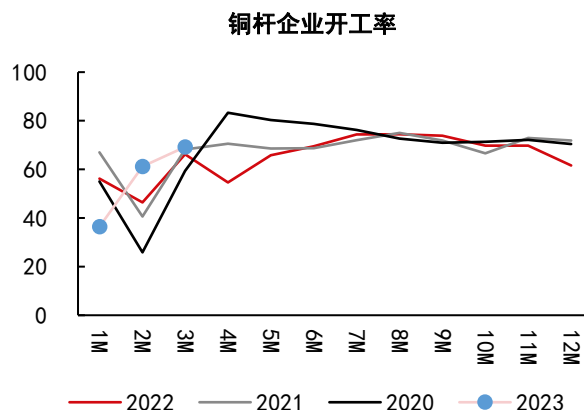
单位：%



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 39：铜杆线开工率

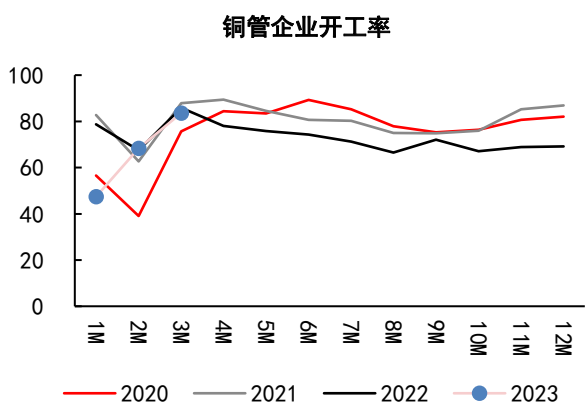
单位：%



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 40：铜管开工率

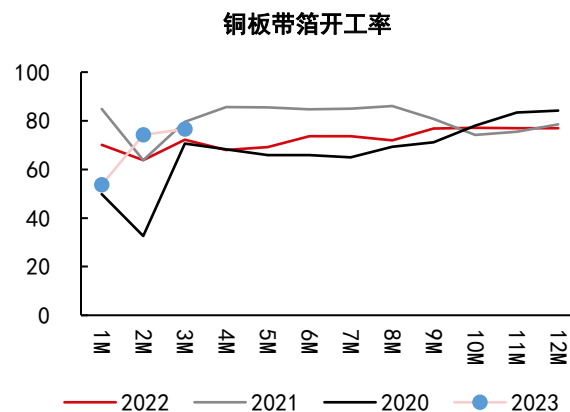
单位：%



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 41：铜板带箔开工率

单位：%



资料来源：SMM 中信期货研究所

## 2.4 中国铜供需平衡表

一季度来看，国内精铜供应进一步抬升，一方面是冶炼厂积极提产，国内精铜产量增速及绝对量回到近几年高位，另外一方面春节前后极端负价差背景下，1-2 月精铜进口量放缓，出口增长，精铜净进口小幅下降；而需求端受到春节等因素的影响相对偏弱，铜供需偏过剩，甚至在春节前后，我们看到铜出现超季节性累库，直到进入 3 月初才有所改善；二季度来看，预计精铜供应维持高位，而需求继续改善，但终端产销表现分化将限制消费提升的空间，消费明显好转可能要等到下半年，预计二季度国内铜供需转向季节性小幅去库。

图表 42：中国铜供需平衡表

单位：万吨，%

	2022	2023-Q1	2023-Q2	2023-Q3	2023-Q4	2023
精铜产量	1028	271	266	274	285	1096
增速	3.1%	8.3%	6.3%	5.2%	6.7%	6.6%
净进口量	347	74	76	89	91	330
抛储	-5					
精铜消费量	1367	318	348	377	378	1422
增速	3.3%	2.0%	5.1%	2.3%	6.4%	4.0%
过剩量	3	27	-6	-14	-2	4

资料来源：SMM Wind 中信期货研究所

## （三）现货与库存

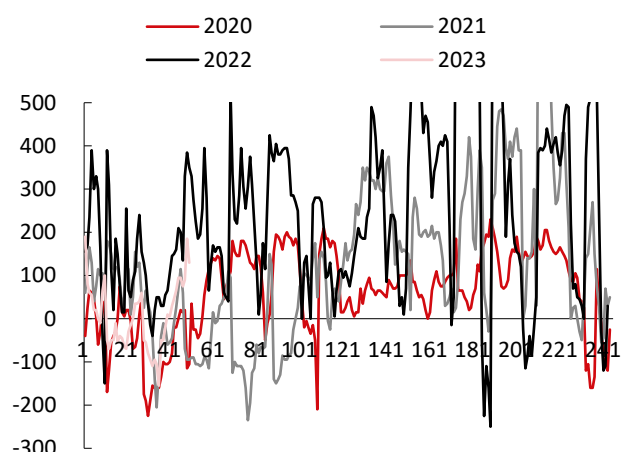
### 3.1 现货升贴水

2023 年一季度，上海铜现货升水处于最近几年偏下沿，春节前消费复苏乐观预期推高了价格，但春节前后消费受到明显抑制，同期超季节性累库压制现货表现，但春节后偏极端的内外负价差刺激冶炼厂出口，并且铜价震荡调整过程中对消费有所提振，3 月中上旬，伴随着铜库存见到拐点且去化速度偏快，铜现货升水表现恢复正常，不过，还是比 2022 年同期要差一些，主要原因是去年冶炼端受到一定限制，而今年冶炼端在积极提产，3 月份中下旬伴随着铜价反弹，现货升水再度回落；展望二季度，我们认为供应偏高增长，而需求端改善受到部分终端制约，铜现货升水预计会继续好转，估计在 0-200 元之间波动。

伦铜 Cash-3M 价差在 1-3 月大部分时间处于 Contango 状态，处于最近几年的区间下沿，主要是由于海外铜消费偏弱，并且春节前后国内外偏极端的负价差提振国内冶炼厂出口的积极性，今年冶炼厂出口时间比去年提前一个多月，这使得伦铜 Cash-3M 价差持续承压。不过进入 3 月中下旬，随着内外负价差快速收敛，甚至阶段性进口窗口打开，伦铜 Cash-3M Contango 幅度有所收窄。考虑到当前国内进出口趋势已经发生一些积极变化，我们认为二季度伦铜 Cash-3M 价差或有望走平。

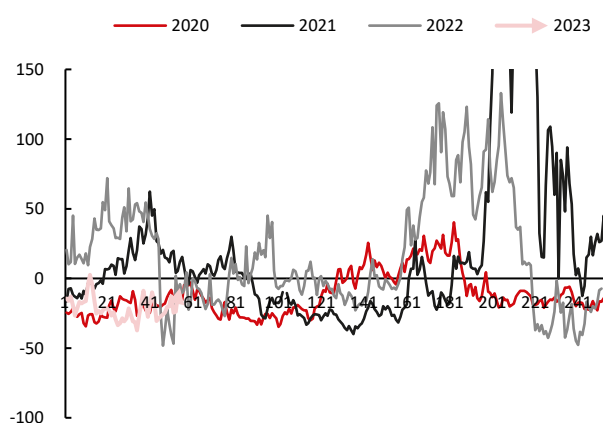
## 中信期货有色与新材料 2023 年二季度策略报告

图表 43: SMM 铜升水均价历年走势 单位: 元/吨



资料来源: Wind SMM 中信期货研究所

图表 44: 伦铜 Cash-3M 历年走势 单位: 美元/吨

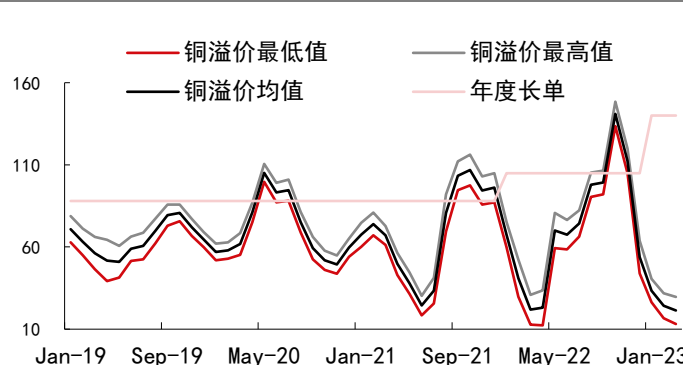


资料来源: Wind 中信期货研究所

### 3.2 贸易升水与内外价差

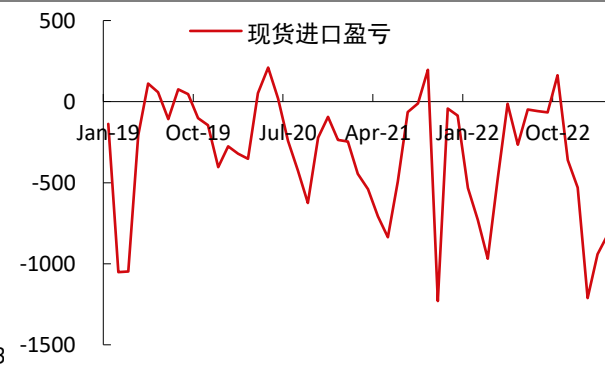
2023 年 Codelco 发往中国的铜贸易升水长单上升 35 美元, 至 140 美元, 主要是由于签订长单时欧洲供应非常紧张、当时中国保税库及国内铜社会库存偏低。从开年以来, 中国洋山港铜溢价走势来看, 再度重复了去年的节奏, 只不过今年因为铜内外负价差极端时间提前了 1 个多月, 冶炼厂集中出口对洋山港铜溢价的冲击也提前, 今年 3 月初洋山港铜溢价最低降至 10 美元左右, 3 月中下旬随着内外负价差快速收窄且阶段性进口窗口打开, 洋山港铜溢价也随之快速脱离底部, 去年是 5 月份才明显脱离底部。基于我们对今年 2 季度消费缓慢回升的判断, 预计今年二季度洋山港铜溢价可能呈现稳步抬升的节奏。

图表 45: 洋山铜月均价与长单价格 单位: 美元/吨



资料来源: Wind SMM 中信期货研究所

图表 46: 铜现货进口月盈亏 单位: 元/吨



资料来源: Wind 中信期货研究所

就内外价差来看, 春节前宏观面乐观预期推高了价格, 但是由于当时国内铜消费处于季节性淡季, 持续累库的压力使得沪伦铜内外价差一度极端化, 春节前铜进口亏损一度达到近 2000 元, 春节后冶炼厂积极组织出口, 1-2 月国内精铜出口 5.5 万吨, 同比增加 167.9%, 这对平抑内外极端负价差起到积极的效果, 铜内外负价差快速收敛, 3 月中下旬铜进口窗口还阶段性打开。考虑到伦铜仍受海外宏观偏负面的压制, 而沪铜受益于国内铜消费旺季, 跌价对铜消费提振较为积极,

## 中信期货有色与新材料 2023 年二季度策略报告

我们认为二季度铜将呈现内强外弱局面，但估计比较难出现像去年一样进口窗口持续打开的情形。

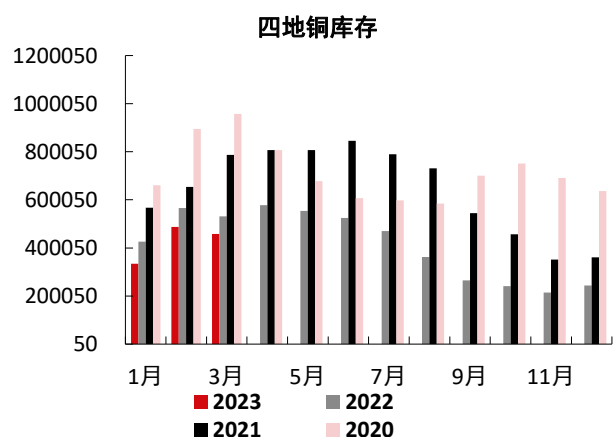
### 3.3 库存

截止 3 月 17 日，四地铜库存约为 45.7 万吨，比去年同期低 10.4 万吨，较去年底增加 21.3 万吨，四地铜库存增幅由国内贡献，上海保税库+上期所铜库存年内累积 24.8 万吨，伦敦和纽约铜库存年内分别下降 1.4 万吨和 2 万吨。分区域来看，纽约铜和伦敦铜库存均处于偏低水平，或者说处于历史极低水平，这是一季度铜价非常重要的支撑，也是投资者对铜价远期走势较为乐观的一个非常重要的原因。

从交易所铜库存消费比和交易所库存+保税库铜库存消费比来看，可以直观的看出这两指标仍处于近 10 年非常低的水平，截止 3 月 17 日，这两个指标分别为 0.49 周和 0.83 周，3 大交易所铜库存消费比远低于一周的水平，这对铜来说是很强的一个支撑。

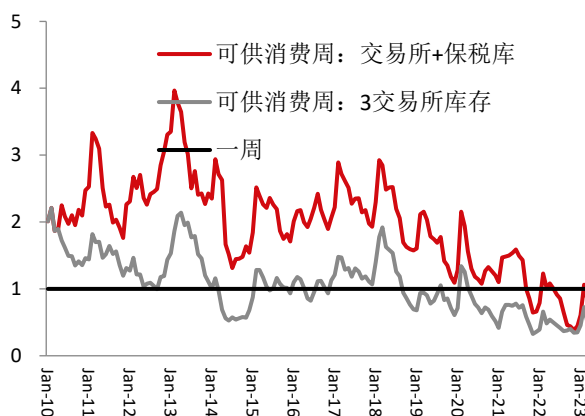
今年春节后沪铜季节性累库时间非常短，3 月上旬沪铜已经转为去库，春节前后铜内外极端负价差，春节后冶炼厂积极出口大幅缓解了国内过剩压力。截止 3 月 17 日，春节后沪铜持续累库 4 周便转为去库，周均累库 2.85 万吨，今年春节后累库节奏基本跟去年类似，影响因素也大致类似。进入二季度，沪铜将大概率进入持续去库，但我们预计去库节奏可能会放缓，一方面是预计下游终端改善缓慢，另外一方面是部分消费在 3 月提前释放。

图表 47：三大交易所和上海保税库库存 单位：吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 48：铜库存消费比 单位：周

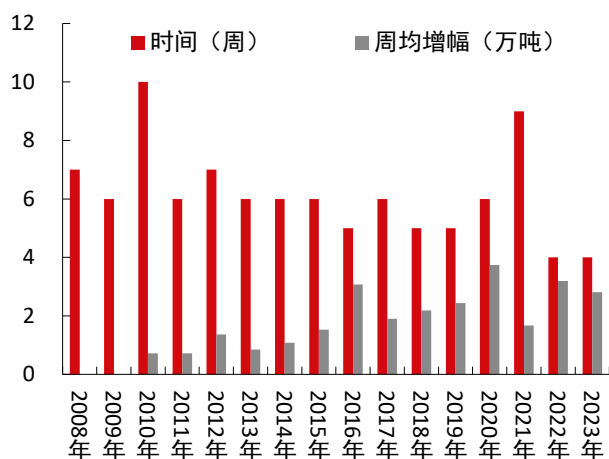


资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

## 中信期货有色与新材料 2023 年二季度策略报告

图表 49: 历年春节后沪铜累库

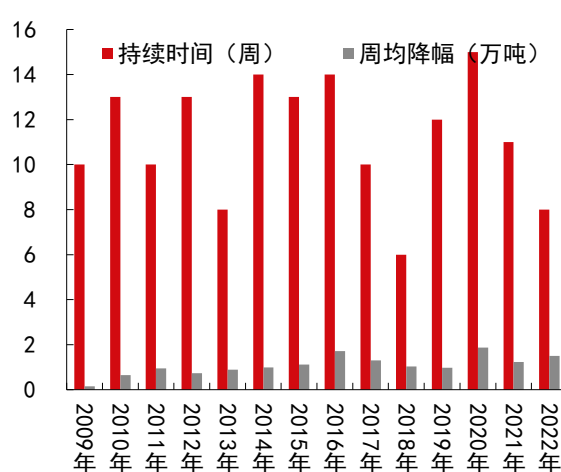
单位: 周、万吨



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 50: 历年二季度沪铜去库

单位: 周、万吨



资料来源: Wind 中信期货研究所

## 五、资金面

2022 年 10 月底, 投资者对国内经济复苏预期和美联储加息节奏放缓预期较为乐观, Comex 铜基金空翻多, 同时, 也推动铜价出现明显的上涨, 直到今年春节前。春节后, 由于美国 1 月和 2 月就业和通胀数据支持美联储鹰派, 投资者对美联储政策面继续紧缩的预期升温, 硅谷银行 3 月上旬破产的事件更是强化了投资者对高杠杆企业风险暴露的担忧情绪, 基金再度多翻空。

图表 51: Comex 铜基金持仓

单位: 手、美元/吨



资料来源: Wind 中信期货研究所



## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层  
1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>