

供需预期趋松，铜价或仍有下探

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

为了压制高通胀，欧美主要央行货币政策全面转向收紧，投资者预期欧美经济有衰退风险，2022 年铜价重心有所下移，但是低库存限制铜价深跌。展望 2023 年，我们预计高通胀短期内难以缓解，欧美货币政策难以转向，高利率累积负面影响将继续显现，全球经济增长将放缓，需求增速下行，供应维持偏高增长，供需趋松将驱动铜价进一步下探。

摘要：

主要观点：我们预计高通胀短期内难以缓解，欧美货币政策难以转向，高利率累积负面影响将继续显现，全球经济增长将放缓，需求增速下行，供应维持偏高增长，供需趋松将驱动铜价进一步下探。

核心逻辑：

（1）从流动性上看，考虑到俄乌局势仍偏紧张，疫情对供应链的扰动还在，估计全球通胀短时间内很难出现明显下降，欧美货币政策 2023 年将延续偏紧局面，政策转向还需要等待。

（2）宏观上来看，今年 9/10 月摩根大通全球制造业 PMI 已经连续跌破 50% 的荣枯水平。同时，欧美央行持续快节奏加息推高了利率，这对经济的累积负面影响在加大，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%。

（3）供应端，今明两年全球铜矿新扩建项目偏多，这是铜矿产量增长的基础，我们预期 2022/2023 年全球铜矿产量增速分别为 4% 和 3%。今年国内冶炼新增产能约 100 万吨，海外冶炼产能增加约 39 万吨，但 2023 年国内冶炼新增产能回落到 56 万吨，并且部分原有产能还将面临阶段减产风险，2023 年海外冶炼产能将小幅下降，预期 2022/2023 全球精铜产量分别增长 4% 和 2.5%，2022/2023 中国铜产量分别增长 3.8% 和 4.8%。

（4）就消费来看，今年海外消费在一季度还受益于经济的复苏，但之后在俄乌局势紧张、欧美主要央行紧缩货币政策等因素的影响下，海外消费逐步走弱；而就国内来看，尽管 3/4 月华东疫情对铜消费造成负面冲击，但是 5 月份随着疫情好转，复工复产以及汽车和家电等行业刺激政策陆续出台，国内铜消费明显改善。2023 年，我们认为海外铜消费将随着经济增长进一步放缓而转为负增长，国内铜消费增长有望随着



有色金属研究团队

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

疫情防控政策优化而进一步改善。预计 2022/2023 年全球铜消费增速分别为 2.4% 和 1%，中国 2022/2023 年全球铜消费增速分别为 1.9% 和 3%。

（5）供需平衡来看，2022 全球铜市场整体延续紧平衡的状态，2023 年预计将大幅过剩 42 万吨。

我们认为 2023 年沪铜价格重心可能下移到 5.9 万元，沪铜波动区间在 5.5-6.5 万元，伦铜均价将下移到 7700 美元，伦铜波动区间预计在 6900-8500 美元。

投资建议：结构上，择机关注沪铜跨期正套以及内外盘反套机会；

单边，尝试布局铜空头。

风险因素：美联储货币政策提前转向；国内防疫政策变化；中美关系紧张；供应中断

目录

摘要:	1
一、2022 年铜市回顾	5
二、2023 年铜市场观点和核心逻辑	5
三、全球经济增长放缓，静待美联储货币政策转变	6
3.1 2022 年全球经济增长放缓	7
3.1.1 欧美经济增长预期悲观	7
3.1.2 全球制造业 PMI 进入收缩状态	8
3.2 疫情影响仍在延续，但中国防控政策逐渐优化	9
3.3 美联储货币政策阶段性趋松预期升温，但转变还需要时间	9
3.4 美元指数短期调整，中长期延续偏强势	11
四、铜供需分析	12
4.1 铜市供需预测	12
4.2 供应端：原料供应明显改善，国内冶炼受限电冲击	14
4.2.1 铜矿供应大幅改善	14
4.2.1.1 南美铜矿产出受到扰动，但不改全球铜矿产出稳步增长趋势	14
4.2.1.2 2023 年海外铜矿新建和扩建偏高增长	15
4.2.1.3 中国原料端供应有望明显改善	16
4.2.2 2022 年冶炼产能快速扩张，精铜产量将保持增长势头	18
4.3 铜需求：2022 年铜消费阶段性超预期，2023 年预计铜消费增长放缓	19
4.3.1 今年海外铜消费增长逐步放缓，2023 年预期将趋降	19
4.3.2 2022 年中国铜表观消费表现不俗，明年或延续改善	21
4.3.2.1 下游终端消费分化，2022 年整体保持正增长	21
4.3.2.2 2022 年电力投资偏高增长，电源继续领跑	23
4.3.2.3 下游终端拟合消费增速逐渐走高	25
4.4 铜库存	25
4.5 贸易升水和内外价差	26
五、资金面	27
免责声明	28

图表目录

图表 1：沪铜连三和 LME3 个月铜	5
图表 2：IMF 全球经济增长预测	7
图表 3：OECD 全球综合领先指标	8
图表 4：密歇根大学消费者信心指数	8
图表 5：摩根大通全球制造业 PMI	8
图表 6：全球主要经济体制造业 PMI	8
图表 7：主要国家每万人感染新冠病毒人数	9
图表 8：中国每日新增感染人数	9
图表 9：美国通胀预期	10
图表 10：美国非农新增和失业率	10

图表 11: 美国劳动参与率和平均时薪	10
图表 12: 美国非劳动力中有工作意愿人数占比	11
图表 13: 美国非农职位空缺数及空缺率	11
图表 14: 美元兑人民币汇率与铜价	12
图表 15: 美元指数与美元指数净多头持仓	12
图表 16: 全球铜供需预测	13
图表 17: 中国铜供需预测	13
图表 18: 智利和秘鲁铜矿产量	15
图表 19: 智利和秘鲁累计感染人数	15
图表 20: 智利和秘鲁新冠疫苗接种剂次	15
图表 21: 全球铜矿产量	15
图表 22: 全球铜矿新建/扩建	16
图表 23: 中国铜精矿产量	17
图表 24: 中国铜精矿进口量	17
图表 25: 中国废铜进口量	17
图表 26: 中国铜锭进口量	17
图表 27: 中国铜精矿现货 TC	17
图表 28: 2022-2023 年中国铜粗炼和精炼新增产能	18
图表 29: 中国铜粗炼和精炼产能	19
图表 30: SMM 中国精铜产量	19
图表 31: 中国铜冶炼厂开工率	19
图表 32: 美国新屋销售量	20
图表 33: 美国成屋销售量	20
图表 34: 全球汽车销量	20
图表 35: 美国汽车销售量	21
图表 36: 欧洲汽车销售量	21
图表 37: 中国精铜表观消费量对比	21
图表 38: SMM 中国电线电缆月度调研总产能及月度开工率	22
图表 39: 中国电力电缆产量	22
图表 40: 中国空调产量	22
图表 41: 中国汽车销量	23
图表 42: 中国新能源车销量	23
图表 43: 中国房地产新开工面积	23
图表 44: 中国房地产竣工面积	23
图表 45: 中国电源和电网投资增速	24
图表 46: 中国电源投资结构	25
图表 47: 电源投资分项投资增速	25
图表 48: 下游行业拟合铜消费增速	25
图表 49: 三大交易所和保税库库存	26
图表 50: 铜现货进口盈亏	26
图表 51: 历年 CodeIco 发往中国长单价格	27
图表 52: 中国精铜历年进口量	27
图表 53: Comex 铜基金持仓	27

一、2022 年铜市回顾

2022 年铜价大幅下跌，主要是由欧美等主要央行货币政策全面紧缩，全球经济增长放缓推动。一季度铜价震荡上涨，伦铜上涨 6.3%，1 月份欧洲铝锌冶炼厂减产；2 月份中国百色疫情，国内铝锭出现意外减产，2 月下旬俄乌局势意外紧张，市场担心供应问题，低库存的铜也跟随镍等品种炒作供应问题，同时，油价大涨也抬升了通胀预期，进一步推高铜价，但 3 月下旬上海疫情对消费端有负面影响，限制铜价进一步上行高度。二季度铜价大幅下跌，伦铜下跌 20.5%，3 月份伦敦金属极端挤仓，这使得铜内外负价差一度极端化，冶炼厂积极出口打压伦铜价格，我们也看到 4/5 月国内部分地区疫情及管控政策超出市场预期，消费明显受到冲击；为抗击高通胀，美联储加息节奏加快，美元指数持续走高，人民币也跟随快速补跌，投资者预期海外经济存在衰退风险；而国内房地产市场也出现明显的停贷问题，并且该事件被市场放大，投资者担心国内经济受到房地产继续下行的冲击，整体上呈现国内外宏观面悲观预期共振的状态，这也是铜价大幅下跌的主要推动力。三季度铜价探底回升，伦铜下跌 9%，主要是由于 6 月末和 7 月初投资者对宏观面预期过分悲观，整个市场出现恐慌性杀跌，伦铜一度跌至 7000 美元以下，但是随着美联储 7 月加息靴子落地，国内政府积极保交付，宏观悲观预期明显缓解，同时，供需偏紧，低库存推升铜价快速反弹。四季度铜价大幅反弹，伦铜上涨约 10%，主要是由于全球铜库存处于近二十年来极低的水平，并且 10 月份美国失业率超预期回升，10 月美国 CPI 超预期回落，叠加美国中期选举落地，投资者对美联储货币政策放松预期升温，美元指数大幅走弱；同时，国内疫情防控政策也有所优化，政府继续在保交付方面发力，宏观面阶段性预期偏正面。

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 年铜市场观点和核心逻辑

为了压制高通胀，欧美主要央行货币政策全面转向收紧，投资者预期欧美经济有衰退风险，2022 年铜价重心有所下移，但是低库存限制铜价深跌。展望 2023 年，我们认为高通胀估计短期内难以缓解，欧美货币政策难以转向，高利率累积负面影响将继续显现，全球经济增长将放缓，需求增速下行，供应维持偏高增长，供需趋松将驱动铜价进一步下探。

(1) 从流动性上看，考虑到俄乌局势仍偏紧张，疫情对供应链的扰动还在，估计全球通胀短时间内很难出现明显下降，欧美货币政策 2023 年将延续偏紧局面，政策转向还需要等待。

(2) 宏观上来看，今年 9/10 月摩根大通全球制造业 PMI 已经连续跌破 50% 的荣枯线水平。同时，欧美央行持续快节奏加息推高了利率，这对经济的累积负面影响在加大，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%。

(3) 供应端，今明两年全球铜矿新扩建项目偏多，这是铜矿产量增长的基础，我们预期 2022/2023 年全球铜矿产量增速分别为 4%和 3%。今年国内冶炼新增产能约 100 万吨，海外冶炼产能增加约 39 万吨，但 2023 年国内冶炼新增产能回落到 56 万吨，并且部分原有产能还将面临阶段减产风险，2023 年海外冶炼产能将小幅下降，预期 2022/2023 全球精铜产量分别增长 4%和 2.5%，2022/2023 中国铜产量分别增长 3.8%和 4.8%。

(4) 就消费来看，今年海外消费在一季度还受益于经济的复苏，但之后在俄乌局势紧张、欧美主要央行紧缩货币政策等因素的影响下，海外消费逐步走弱；而就国内来看，尽管 3/4 月华东疫情对铜消费造成负面冲击，但是 5 月份随着疫情好转，复工复产以及汽车和家电等行业刺激政策陆续出台，国内铜消费明显改善。2023 年，我们认为海外铜消费将随着经济增长进一步放缓而转为负增长，国内铜消费增长有望随着疫情防控政策优化而进一步改善。预计 2022/2023 年全球铜消费增速分别为 2.4%和 1%，中国 2022/2023 年全球铜消费增速分别为 1.9%和 3%。

(5) 供需平衡来看，2022 全球铜市场整体延续紧平衡的状态，2023 年预计将大幅过剩 42 万吨。

我们认为 2023 年沪铜价格重心可能下移到 5.9 万元，沪铜波动区间在 5.5-6.5 万元，伦铜均价将下移到 7700 美元，伦铜波动区间预计在 6900-8500 美元。

三、全球经济增长放缓，静待美联储货币政策转变

3.1 2022 年全球经济增长放缓

3.1.1 欧美经济增长预期悲观

2022 年全球经济增长放缓，2023 年将进一步放缓，甚至部分国家还将面临衰退的压力。欧美发达国家及新兴经济体普遍面临压力，在俄乌局势紧张推高油价，以及全球供应链还未从疫情中完全恢复的背景下，欧美经济体面临高通胀压力，为控制通胀欧美央行普遍采取持续快节奏的货币紧缩政策，这对经济构成较大负面影响。而新兴经济体也受到欧美持续加息的负面影响，中国局部地区疫情反复且防控措施较严格也对经济构成负面冲击，中国房地产市场长期积累的问题逐渐暴露。IMF 把全球经济增长率预计将从 2021 年的 6.0%，下调至 2022 年的 3.2% 和 2023 年的 2.7%；相较于今年 1 月份 IMF 对全球经济增长的预期，2022 年和 2023 年全球经济增长预期分别下调 1.2 个百分点和 1.1 个百分点，其中 2022 年美国 and 欧元区经济增长预期分别下调 2.4 个百分点和 0.8 个百分点，2022 年中国和印度经济增长预期分别下调 1.2 个百分点和 2.2 个百分点，2023 年美国和欧元区经济增长预期分别下调 1.6 个百分点和 2 个百分点，2023 年中国和印度经济增长预期分别下调 0.8 个百分点和 1 个百分点。

图表 2：IMF 全球经济增长预测 单位：%

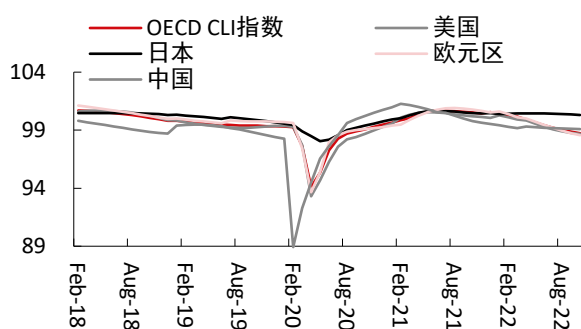
	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
全球	-3.1	6.0	3.2	2.7					
发达经济体	-4.5	5.2	2.4	1.1	新兴经济体	-2.0	6.6	3.7	3.7
美国	-3.4	5.7	1.6	1.0	中国	2.2	8.1	3.2	4.4
日本	-4.5	1.7	1.7	1.6	印度	-6.6	8.7	6.8	6.1
欧元区	-6.3	5.2	3.1	0.5	拉丁美洲	-6.9	6.9	3.5	1.7
德国	-4.6	2.6	1.5	-0.3	巴西	-3.9	4.6	2.8	1.0
法国	-7.9	6.8	2.5	0.7	墨西哥	-8.1	4.8	2.1	1.2
意大利	-9.0	6.6	3.2	-0.2	俄罗斯	-2.7	4.7	-3.4	-2.3
英国	-9.3	7.4	3.6	0.3	南非	-6.3	4.9	2.1	1.1

资料来源：IMF 中信期货研究所

2022 年全年，OECD 综合领先指标单边下行，几乎没有反复，10 月份 OECD 综合领先指数 98.7，刷新 2020 年 8 月以来新低，较去年底下降 1.9。分国家看，中国领先指标在去年快速下降后，今年进一步降幅趋缓，10 月中国领先指标为 99.1，创出 2020 年 8 月以来新低，较去年底下降 0.4；日本领先指标走势与中国类似，今年整体延续下降势头，但降幅有限，10 月日本领先指标 100.3，较去年底下降 0.2；美国和欧元区今年下降速度较快，10 月份欧元区和美国领先指标分别为 98.6 和 98.7，较去年底分别下降 1.9 和 1.4。11 月密歇根大学消费者信心指数初值 54.7，较 10 月下降 5.2，较去年底下降 15.9，这说明在高通胀及美联储持续加息背景下，投资者消费信心悲观。整体上看，全球综合领先指标及美国消费者信心指数走势均表明，全球经济面临较大压力，尤其欧美经济体。

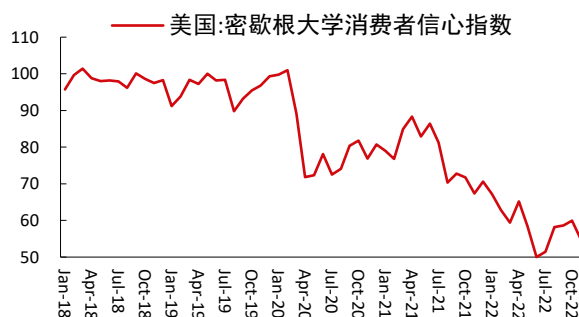
中信期货有色金属 2023 年度策略报告

图表 3：OECD 全球综合领先指标



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 4：密歇根大学消费者信心指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

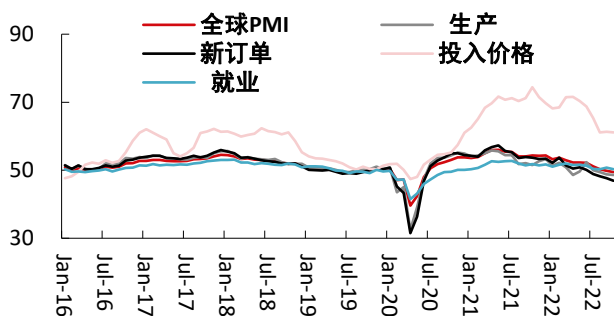
3.1.2 全球制造业 PMI 进入收缩状态

全球经济活动普遍放缓且比预期更为严重，通胀处于几十年来的最高水平，欧美主要经济体普遍采取持续紧缩的货币政策，而中国经济还持续受到疫情反复及房地产疲软的影响。在这样的背景下，全球制造业面临原材料成本居高不下和需求走弱的风险，10 月摩根大通全球制造业 PMI 为 49.4%，环比下降 0.4 个百分点，创出 2020 年 7 月以来新低，并且连续两个月处于荣枯线之下，这意味着铜消费前景预期悲观。

从摩根大通制造业 PMI 分项指标来看，生产和新订单指数出现明显的回落，除 4-5 月因中国局部地区疫情影响而造成全球制造业生产指数跌破荣枯线外，今年 8 月开始生产指数再度跌破荣枯线且持续下降，10 月生产指数 48.6%，较去年底下降 4.7 个百分点，新订单指数自 7 月跌破荣枯线后也在持续走弱，10 月新订单指数 46.9%，较去年底下降 6.5 个百分点，就业指数也稳步回落至荣枯线上方，投入价格指数也出现较大幅度的回落，但仍维持在高位，10 月投入价格指数 61.1%，较去年底下降 8.6 个百分点。

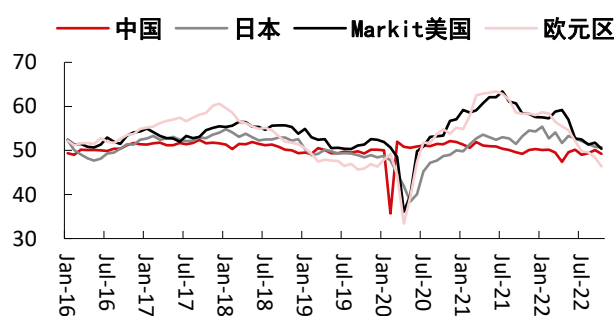
分国家来看，10 月中国官方制造业 PMI 为 49.2%，今年以来一直维持在荣枯线附近窄幅波动；10 月日本制造业 PMI 为 50.7%，今年以来呈现稳步回落的势头，创 2021 年 2 月以来新低；欧元区制造业 PMI 为 46.4%，创 2020 年 6 月以来新低；10 月 Markit 美国制造业 PMI 为 50.4%，创 2020 年 7 月以来新低。

图表 5：摩根大通全球制造业 PMI



资料来源：Wind Markit 中信期货研究所

图表 6：全球主要经济体制造业 PMI



资料来源：Wind 中信期货研究所

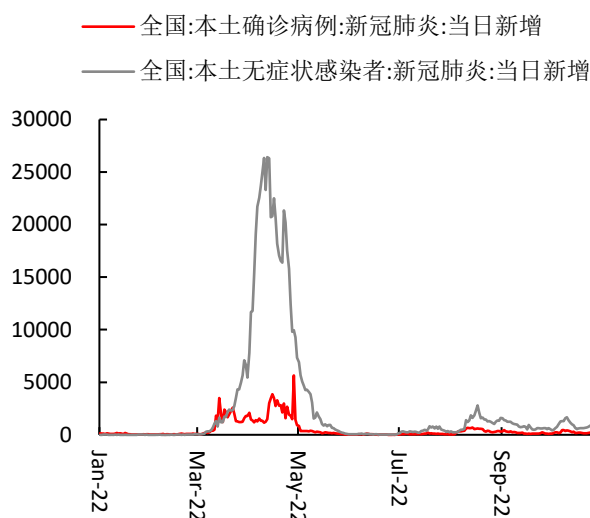
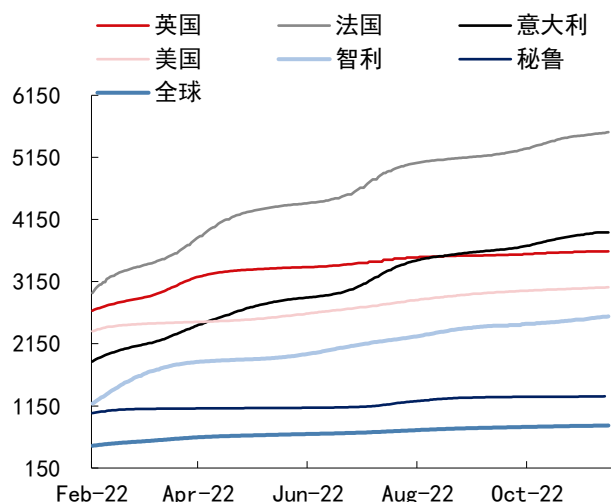
3.2 疫情影响仍在延续，但中国防控政策逐渐优化

2022 年来看，全球新冠感染进一步攀升，截止 11 月中旬，全球人口感染率高达 8.34%，其中欧美发达国家近乎全民免疫，同期美国、英国和法国人口感染率分别达到 30.5%、36.4 和 55.4%。欧美防疫政策全面放松，这使得全球感染率激增，但由于欧美疫苗接种比例普遍较高，感染后的重症以及致死率降低，欧美疫情对经济的负面影响减弱，但潜在负面影响仍未知。

图表 7：主要国家每万人感染新冠病毒人数 单位：人

图表 8：中国每日新增感染人数 单位：人

单位：人



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

中国疫情防控政策一直较为严格，疫情控制得也不错，但在疫情传染性加强的背景下，疫情防控难度明显增大，局部地区疫情反复的风险较大。我们也看到今年以来因为较为严格的防疫政策，中国的经济也受到一定程度的负面冲击，政府也在动态调整防疫政策。国务院联防联控机制综合组 11 日公布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》。通知指出，党中央对进一步优化防控工作的二十条措施作出重要部署、提出明确要求，各地各部门要不折不扣把各项优化措施落实到位。

我们认为政府优化后的防疫政策，将使得疫情防控对经济的负面影响进一步减弱，这也将进一步改善居民对经济增长的信心。

3.3 美联储货币政策阶段性趋松预期升温，但转变还需要时间

进入 11 月以来，我们看到投资者对美联储货币政策趋松预期在升温，主要是由于 10 月美国失业率超预期回升，10 月美国 CPI 超预期回落，同时，美联储此前为抗通胀而采取的较为激进货币政策，伴随着美国中期选举落地，这也意味着美联储继续执行激进货币政策的迫切性降低。

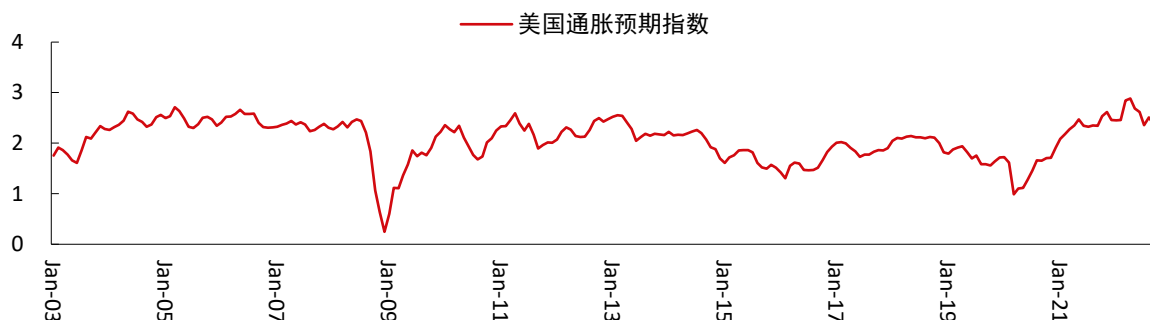
另外，在通胀居高难下的背景下，数据的反复可能使得投资者对美联储货币政策预期不断动态调整。10 月美国通胀预期 2.39%，较今年 4 月高点 2.88% 已经

中信期货有色金属 2023 年度策略报告

有比较明显的下降，但仍处于近几十年的高位。

图表 9：美国通胀预期

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

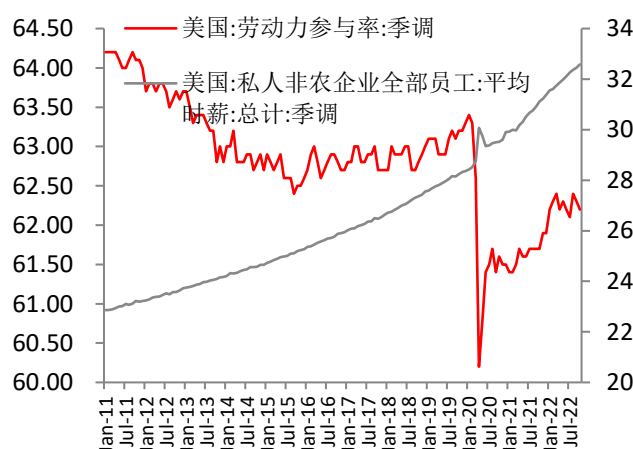
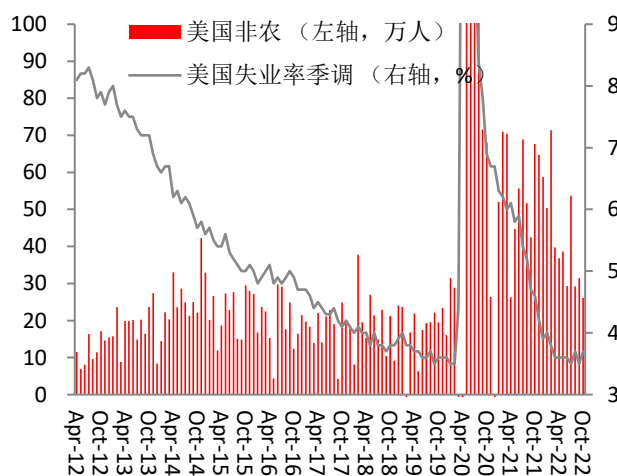
目前，美国就业市场仍较为紧俏，职位空缺人数处于高位，9 月职位空缺高达 1072 万人，较 2019 年 12 月增加近 400 万人，同期职位空缺率也回升 2 个百分点。非农新增就业人数尽管有所回落，但仍比 2019 年之前的水平略好，从失业率来看，已经回到疫情前的水平，10 月份美国失业率出现小幅回升。

图表 10：美国非农新增和失业率

单位：万人、%

图表 11：美国劳动参与率和平均时薪

单位：%、美元



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

从美国劳动力参与率来看，疫情后美国政府大把发钱，美国非农劳动力平均时薪大幅抬升，10 月份平均时薪高达 32.58 美元，跟 2019 年 12 月相比增长 14.9%，而 2019 年底相较于 2016 年底增长幅度为 9.3%；我们看到美国劳动力参与率明显下台阶，当前还未恢复到疫情前的水平，较疫情前低 1 个百分点。而从非劳动力中有工作意愿的人数占比来看，该指标自 2020 年 4 月份以来持续走弱，10 月份为 6%，维持在最近几年偏低水平。

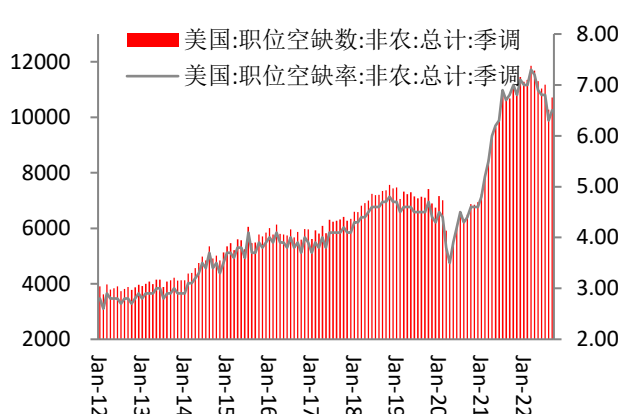
中信期货有色金属 2023 年度策略报告

图表 12: 美国非劳动力中有工作意愿人数占比 单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 13: 美国非农职位空缺数及空缺率 单位: 千人、%



资料来源: Wind 中信期货研究所

考虑到美国此前大把发钱以及疫情感染率较高等因素影响,美国劳动力参与率进一步提升难度较大,估计美国就业市场结构性问题将延续下去;而较高的平均时薪对美国通胀有正面影响,估计美国通胀短时间内难以快速下降,美国货币政策将延续当前紧缩的局面。11月17日,美国圣路易斯联邦储备委员会主席詹姆斯·布拉德表示,美联储的加息政策对抑制通货膨胀的作用有限,应继续上调利率水平至7%左右,5%是利率需达到的下限水平。多数官员预计未来几个月美联储应继续加息直至利率升至5%左右。而CME Fedwatch近期数据显示,市场预期美联储在明年年中将加息至5-5.25%,这意味着明年美联储货币政策转向的可能性很小,除非明年下半年美国经济见到明显衰退,否则美联储货币可能很难有转变,但是如果美国经济明年下半年见到衰退,那么美联储货币政策转向的预期或增强。

同时,结合着这一轮加息前美联储的态度来看,美联储坚持对通胀的判断而较晚加息,我们明年也需要警惕另外一个极端出现,如果美联储坚持认为通胀很难控制住,则可能会持续采取紧缩的货币政策,甚至加息的幅度超出市场预期。

3.4 美元指数短期调整,中长期延续偏强势

进入11月以来,由于美国公布的10月部分数据改善,同时,美国中期选举结果落地,投资者对美联储货币政策趋松预期升温,资金阶段性获利了结驱动美元指数短期快速调整。但我们认为美元中长期走势将维持偏强势,主要是由于美联储货币政策仍较为激进,并且美欧利差维持在高位,并且欧元区经济偏脆弱,这将制约欧洲央行进一步升息的高度;日本央行尽管汇率端有干预,但货币政策仍维持宽松基调。从美元指数基金持仓来看,短期减持净多头仓位驱动美元指数快速调整,但净多持仓维持在近几年高位,显示出基金仍非常看好美元。

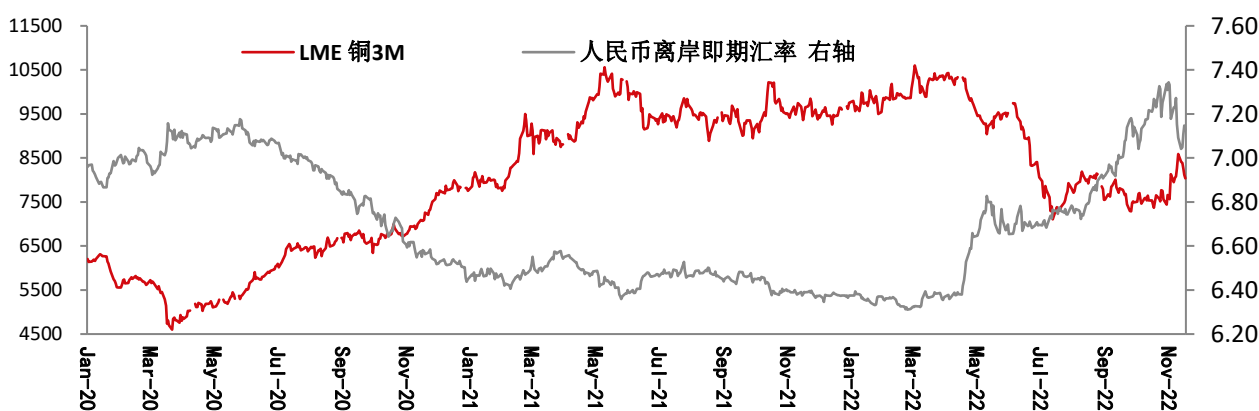
从人民币走势来看,今年以来人民币驱动发生比较大的变化,在4月中旬之前,主要是由国内经济基本面,尤其贸易差额;4月中旬后由于美联储加息预期将加快且中美利差明显倒挂,国内疫情及防控超预期,人民币出现快速贬值;9

中信期货有色金属 2023 年度策略报告

月中旬由于外资从中国股市持续快速撤离，人民币又增添了一个负面驱动，人民币再度出现阶段性快速贬值，我们看到在 4 月中旬和 9 月中旬人民币快速贬值过程中，伦铜价格是明显承压的。11 月以来，随着国内防疫政策逐渐优化且政府进一步释放维稳政策，国内股市出现反弹，外资预期好转，外资从国内股市逐步由流出转为流入，人民币短期也出现一定程度的升值，这对伦铜提振较为明显。我们认为今年驱动人民币贬值的三个因素在 2023 年难有大的改善，随着海外经济增长放缓，中国出口增长将放缓，贸易差额面临走弱压力；美联储货币政策难转向，美元指数中长期将维持偏强势或者高位；外资 9 月以来从中国股市撤离态度较为坚决，估计比较难发生逆转，因此，美元兑人民币 2023 年可能保持偏强势或者维持在高位震荡，这对铜价仍有压力。

图表 14：美元兑人民币汇率与铜价

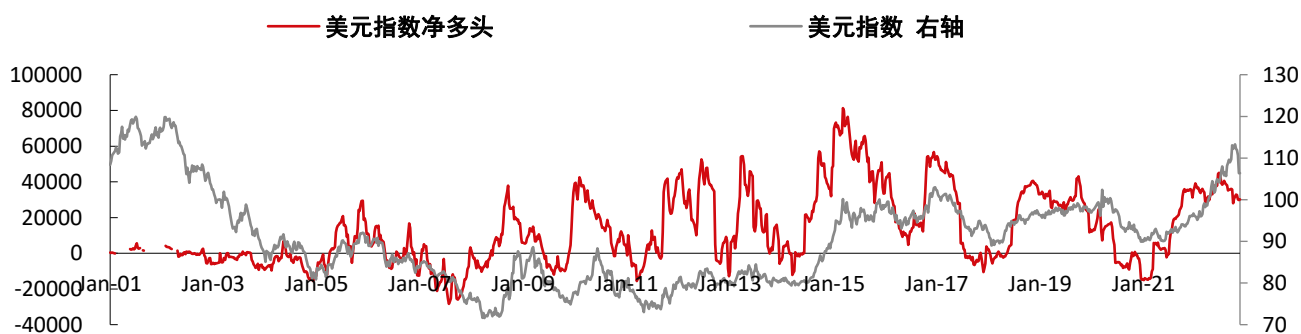
单位：美元/吨、数值



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 15：美元指数与美元指数净多头持仓

单位：张、数值



资料来源：Wind 中信期货研究所

四、铜供需分析

4.1 铜市供需预测

2022 年全球铜消费增长趋缓，一季度国内外消费共振，海外还继续受益于经济复苏，国内受益于去年四季度稳增长效应，整体表现不错；但是进入二季度便

中信期货有色金属 2023 年度策略报告

明显分化，国内消费因为疫情的影响而阶段性明显走弱，而海外铜消费受到俄乌紧张局势驱动的高能源价格冲击，美联储持续加息也对海外消费有负面冲击，但整体上看，海外略好于国内；三季度国内外铜消费再度出现分化，海外消费偏弱，但没有市场预期的差，而国内铜消费受益于复工复产及稳增长政策刺激，国内铜消费出现超预期回升，这对全球铜消费回升贡献较大；四季度国内铜消费逐步趋弱，电网投资放缓以及疫情反复且铜价反弹到相对高位，这些都对消费有负面冲击。考虑到国内疫情防控政策逐步优化，国内政府仍在从多个角度维稳房地产市场，积极保交楼，估计国内铜消费增速有望回升，而海外在高利率累积效应的冲击下，欧美经济增长放缓将驱动海外铜消费下行，2023 年海外铜消费增速将放缓。我们预期 2022/2023 年全球铜需求增速分别为 2.4%和 1%。2022/2023 年中国铜需求增速分别为 1.9%和 3%。

2022 年全球铜矿产出稳步走高，主要是受益于印尼、刚果金、哈萨克斯坦、内蒙以及中国等地铜矿产量增长，全球铜矿新扩建规模接近 130 万吨是根本保证，但南美铜矿产量增长缓慢构成拖累，考虑到南美今年产出增长放缓或者下降是长期问题爆发造成的，并且明年全球铜矿新扩建规模将放缓到 80 万吨左右，我们预计 2023 年全球铜矿产量增速将放缓。我们预期 2022/2023 全球铜矿产量增速分别为 4%和 3%。

就冶炼端来看，今年海外新增冶炼产能规模接近 40 万吨，这在一定程度上缓解上半年国内冶炼厂减产的负面影响，但对上半年精铜整体供应还是构成较大约束；下半年随着国内精炼产能集中投产，国内精铜产量明显提速带动全球精铜产量增长，但是我们也看到国内受到意外因素的扰动，比如：8 月高温限电，10 月疫情影响废铜等原料产出，部分新增产能投产比预期晚等。就 2023 年来看，海外冶炼产能可能检修等因素略有收缩，而国内新增产能规模明显放缓，部分产能还面临集中检修风险，我们预计 2023 年全球精铜产量增速可能放缓。我们预期 2022/2023 年中国精铜产量增速分别为 3.8%和 4.8%，全球精铜产量增速分别为 4%和 2.5%。

图表 16: 全球铜供需预测

单位: 万吨

万吨	2019	2020	2021	2022	2023
铜矿产量	2053	2060	2115	2200	2266
精铜产量	2405	2410	2481	2581	2645
精铜消费量	2430	2440	2518	2578	2604
过剩量	-26	-30	-37	3	41

资料来源: Wind ICSG 中信期货研究所

图表 17: 中国铜供需预测

单位: 万吨

万吨	2019	2020	2021	2022	2023
精铜产量	894	928	998	1036	1086
净进口量	313	433	317	353	350
国储收抛储		55	-11	4	
精铜消费量	1226	1345	1362	1388	1430
过剩量	-19	-39	-36	-3	6

资料来源: SMM 中信期货研究所

就供需平衡来看，今年冶炼端受到各种意外因素的制约，供应明显恢复增长是从 9 月开始的，但是国内消费集中复苏是从 6 月开始的，3 个月的时间差使得国内铜供需呈现偏紧局面，而三季度海外消费并没有预期的差，这使得全球铜供需呈现略偏紧的状态；考虑到 2023 年供应增速大于需求，估计全球铜市场过剩量将加大。

4.2 供应端：原料供应明显改善，国内冶炼受限电冲击

2022 年铜原料整体宽松，在铜精矿新扩建规模较大带动下，铜精矿供应较为充裕，铜精矿现货加工费不断上行，但国内因为疫情及疫情防控政策影响，废铜拆解和回收均受到干扰，废铜较为紧张，而新增精炼产能部分以粗铜或废铜为原料，这也加剧了粗铜的紧张，整体上原料较为宽松，但结构性问题突出。冶炼老产能在上半年出现减产，新增产能投产集中在下半年，但节奏较晚且还出现不及预期的情况，整体上看，冶炼产能是供给受约束的根本原因。

4.2.1 铜矿供应大幅改善

4.2.1.1 南美铜矿产出受到扰动，但不改全球铜矿产出稳步增长趋势

今年智利和秘鲁铜矿产出均比全球平均水平差，但智利和秘鲁铜矿产出表现也分化较为明显。

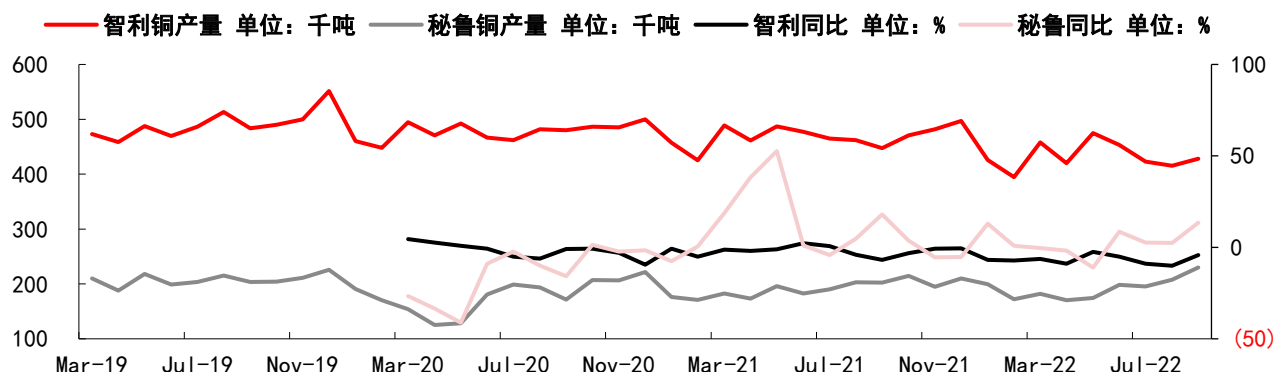
秘鲁 1-9 月铜矿累计产量同比上升 3.1%或增加 5.2 万金属吨，至 173 万吨，社区干扰对部分矿山生产构成较大负面影响；南方铜业的 Cuacone 铜矿自 2 月 28 日起停产近 54 天，直到 4 月底才逐步复产；五矿旗下的 Las Bambas 自 4 月 20 日起停产，直到 6 月 11 日才重启；该地区的社区干扰问题到现在还没有能够根本上解决，11 月 4 日，五矿资源发布公告，由于运输受阻影响进出物流，公司被迫开始逐步减缓“Las Bambas”的运营，到 11 月 17 日该矿开采浮动仅达到产能 30%。

智利 1-9 月铜矿产量同比下降 6.7%或者减少 27.8 万吨，至 389.3 万吨，智利铜矿产量之所以表现糟糕，是因为今年制约该国铜矿产出的长期因素更加突出，比如：极端干旱、环保和生产事故等。智利安托法加斯塔矿业公司今年上半年该公司铜产量为 26.9 万吨，较去年同期下降 25.7%，主要原因是科金博地区（Coquimbo）与洛斯佩兰布雷斯铜矿区（Los Pelambres）干旱，三季度随着海水淡化项目逐步落地，铜产量环比大幅回升近 40%；7 月下旬，在智利首都圣地亚哥以北 665 公里（413 英里）的 Tierra Amarilla 公社发现了直径 36 米的巨大天坑，该天坑在伦丁智利矿山附近，智利当局对该公司提出指控，该公司面临罚款及永久关停的风险，2021 年该矿生产了 11.86 万吨铜，不过最近该公司也在积极努力，争取填补修复这个天坑；7 月 21 日消息，智利最大的铜生产商 Codelco 报告称，该公司在不到一个月的时间内出现两起生产事故，该公司将暂停所有采矿项目的建设，8 月份下旬才开始恢复施工；8 月份 Codelco 将年度产量指引从 160 万吨下调至约 150 万吨，主要是运营上存在问题，包括在出现落石后重新设计 Hales 矿场以及 Chuquicamata 矿场的矿石质量下降和设备有问题，2023 年产量指引为 145 万吨。

中信期货有色金属 2023 年度策略报告

图表 18: 智利和秘鲁铜矿产量

单位: 千金属吨、%



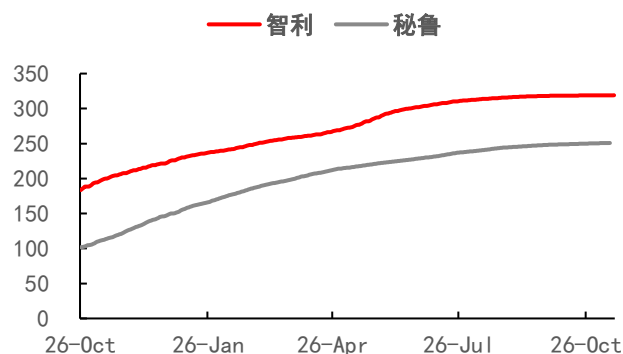
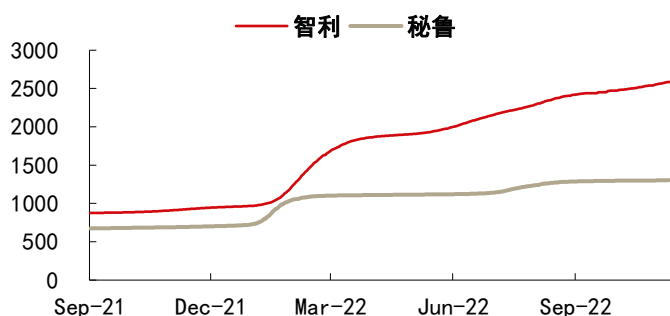
资料来源: 秘鲁和智利统计局 SMM 中信期货研究所

图表 19: 智利和秘鲁累计感染人数

单位: 人/万人

图表 20: 智利和秘鲁新冠疫苗接种剂次

单位: 剂/百人



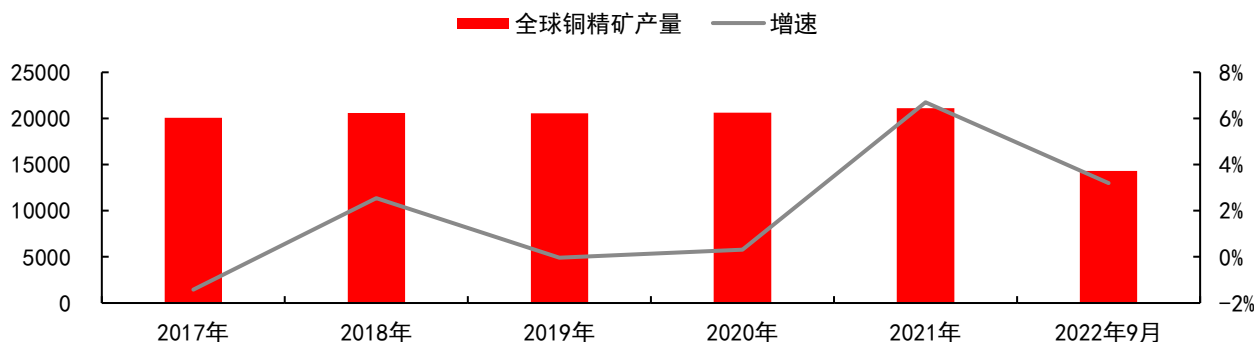
资料来源: Wind 中信期货研究所

资料来源: Wind 中信期货研究所

尽管有智利和秘鲁铜矿产出增速偏慢拖累,但在刚果金、印尼、蒙古和哈萨克斯坦等国产量大幅增长的带动下,全球铜矿产出还是出现了稳步的增长,2022 年 1-8 月全球铜矿产出同比增长 3.2%,至 1431.7 万吨。

图表 21: 全球铜矿产量

单位: 万吨、%



资料来源: Wind 中信期货研究所

4.2.1.2 2023 年海外铜矿新建和扩建偏高增长

中信期货有色金属 2023 年度策略报告

受益于 2016-2017 年那轮铜矿资本开支扩张，我们看到近两年全球新建铜矿产能增长较多，2022 年在 Kamoā-Kakula 铜矿、Quellaveco、Spence Growth Operation、Grasberg Block Cave 以及驱龙铜矿、Chuquicamata Underground 铜矿释放产能的带动下，今年新建铜矿产能接近 130 万吨。

图表 22：全球铜矿新建/扩建 单位：千吨

Project	2021	2022	2023	2024
Kakula – Kansoko – Kamoā	100	240	110	100
Kipoi	3	0	0	0
Kipushi Mill	5	5	0	0
Platreef Project	0	2	0	0
BKM Deposit	12	15	0	0
Chengmenshan	5	5	0	0
Grasberg Block Cave	310	135	0	0
Oyu Tolgoi Expansion	15	25	60	100
Qulong	16	64	80	0
Yandera Project	0	62	0	0
Garrapateena	14	35	0	0
Olympic Dam Expansion	0	35	45	55
Cobre Panama	50	30	50	20
El Pilar	12	0	0	0
Mirador	63	28	75	0
Gentilela Second Concentrator	70	50	0	0
Chuquicamata Underground	52	52	51	0
El Espino	2	0	0	0
El Teniente New Mine Level	0	0	125	150
Los Pelambres Expansion	35	0	0	0
Puquios	10	5	0	0
Quebrada Blanca Phase II	75	60	140	0
Salvador Inca	55	0	0	0
Spence Growth Operation	93	93	0	0
Skouries	20	0	0	0
Casino	55	20	0	0
Copper Flat	0	0	0	0
Florence	10	16	0	0
Gunnison	0	0	16	7
Northmet	20	13	0	0
Rosemont	0	60	65	0
Mina Justa	50	40	0	0
Quellaveco	79	158	0	0
Tia Maria	60	40	0	0
Zafranal	30	0	0	0
	1320	1288	817	432

资料来源：SMM 中信期货研究所

根据 SMM 和 Bloomberg 统计的数据，2023 年全球铜矿新建产能约 82 万吨，主要是由 Kamoā-Kakula、驱龙铜矿、Oyu Tolgoi Expansion、Mirador、El Teniente New Mine Level、Quebrada Blanca Phase II 和 Rosemont 等矿山产能释放带动，跟今年相比有所放缓，2024 年全球铜矿新建预计将进一步放缓到 43 万吨。

4.2.1.3 中国原料端供应有望明显改善

中信期货有色金属 2023 年度策略报告

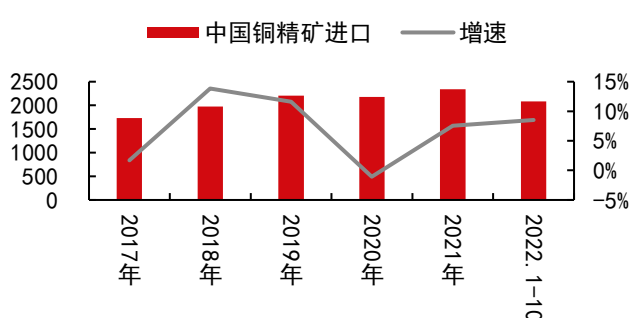
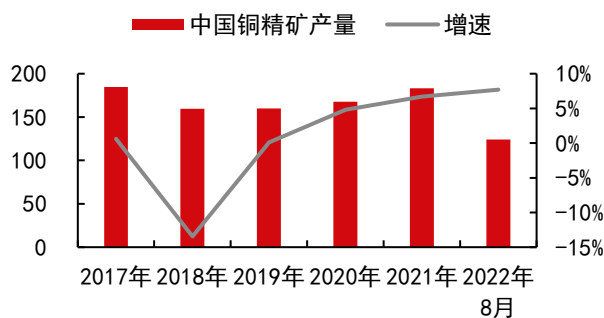
受益于驱龙铜矿放量，国内铜精矿产量今年进一步增长；2022 年 1-8 月中国铜精矿产量为 124 万金属吨，同比增长 7.7%。而海外除南美以外的地区铜矿产量保持较快增长，中国铜精矿进口大幅增加；2022 年 1-10 月中国铜精矿进口 2081 万实物吨，同比增长 8.5%。

图表 23：中国铜精矿产量

单位：万吨

图表 24：中国铜精矿进口量

单位：万实物吨、%



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

资料来源：Wind 海关总署 中信期货研究所

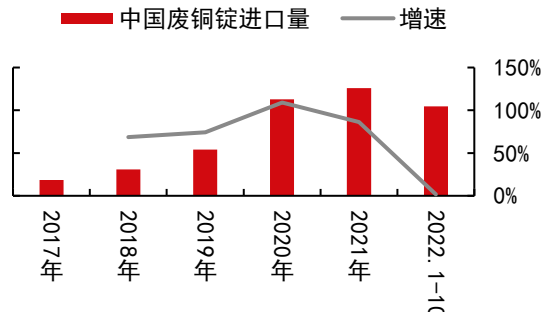
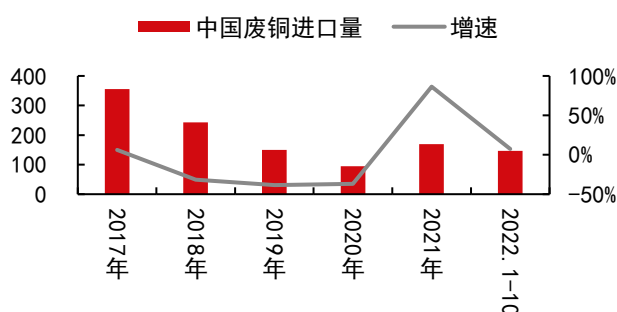
今年国内废铜进口大幅增长，2022 年 1-10 月废铜进口 147 万实物吨，同比增长 7.5%；2022 年 1-10 月铜锭进口 41.9 万实物吨，同比增长 1.7%。一方面是由于国内废铜产量大幅下降，另外一方面是由于 3 月财税 40 号文落地后，带票的进口废铜受到利废企业青睐。

图表 25：中国废铜进口量

单位：万实物吨、%

图表 26：中国铜锭进口量

单位：万实物吨、%

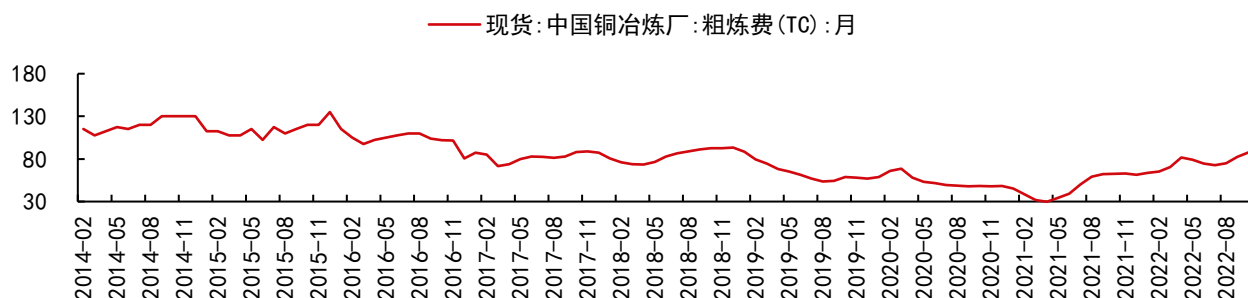


资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 27：中国铜精矿现货 TC

单位：美元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

中信期货有色金属 2023 年度策略报告

整体来看，2022 年中国铜原料供应增长较快，铜精矿较为宽松，现货矿加工费今年以来稳步回升，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。对于 2023 年铜精矿 TC，冶炼厂和矿山分歧较大，经过多轮的反复磋商，江西铜业、中国铜业、铜陵有色和金川集团与 Freeport 敲定 2023 年铜精矿长单 Benchmark 为 88 美元，2022 年铜精矿长单 TC 为 65 美元。

4.2.2 2022 年冶炼产能快速扩张，精铜产量将保持增长势头

2022 年中国铜粗炼和精炼产能快速增长，根据 SMM 统计的数据，2022 年中国铜粗炼和精炼产能分别新增 58 万吨和新增 100 万吨，2023 年铜粗炼和精炼产能将分别增加 46 万吨和 56 万吨。

但是由于今年上半年国内基本没有新增产能投放，年初山东祥光和方圆铜业还出现因为资金紧张而减产的情况，上半年国内精铜产量收缩；国内产能增长主要集中在下半年，并且新建的精炼产能原料主要还是阳极铜，这直接造成阳极铜趋紧，一定程度上限制铜冶炼厂开工率的提升，今年铜冶炼开工率除 9 月偏高外，其他月份基本处于往年中等偏低水平，这说明意外扰动因素较多，比如：7/8 月硫酸胀库、高温限电以及 10 月临沂等地疫情爆发等，精铜产量增长频繁出现不及预期的情况。2022 年 1-10 月 SMM 中国精铜产量 761 万吨，同比增长 2.8%。

考虑到铜精矿等原料较为充裕，国内铜冶炼和精炼产能集中投放，我们认为 2023 年国内精铜产量增速可能进一步提升，但是需要留意明年可能出现的意外检修风险。

图表 28：2022-2023 年中国铜粗炼和精炼新增产能 单位：万吨

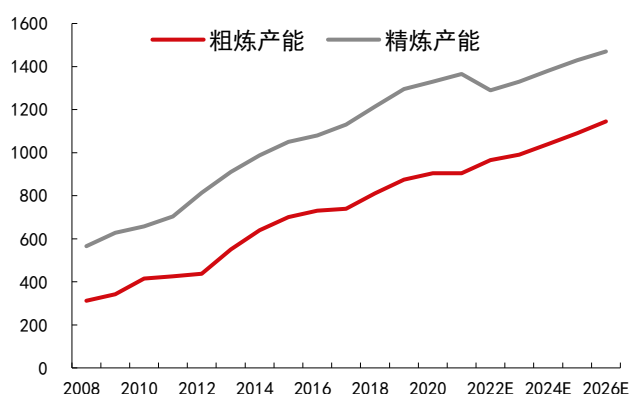
公司名称	粗炼新增	精炼新增	所用原料	投产日期
新疆五鑫铜业	10	10	铜精矿	2022年
大冶有色（阳新弘盛）	40	40	铜精矿	2022-11
铜陵有色（金冠铜业）	8	8	阳极铜	2022Q3
江铜富冶和鼎	0	12	阳极铜	2022Q3
金川集团（本部）	0	10	阳极铜	2022-10
赤峰金通铜业	0	5	铜精矿	2022-3
西部矿业青海铜业	0	5	阳极铜	2022-10
上饶和丰环保	0	10	废铜/阳极	2022-8
2022年小计	58	100		
公司名称	粗炼新增	精炼新增	所用原料	投产日期
山东烟台国润铜业	8	8	铜精矿	2023年Q2
白银有色	20	20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

资料来源：SMM 中信期货研究所

中信期货有色金属 2023 年度策略报告

图表 29：中国铜粗炼和精炼产能

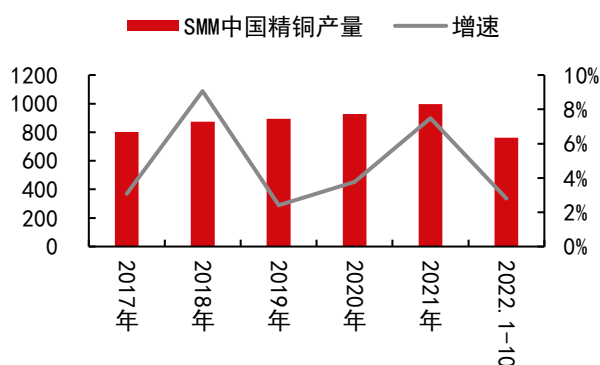
单位：万吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 30：SMM 中国精铜产量

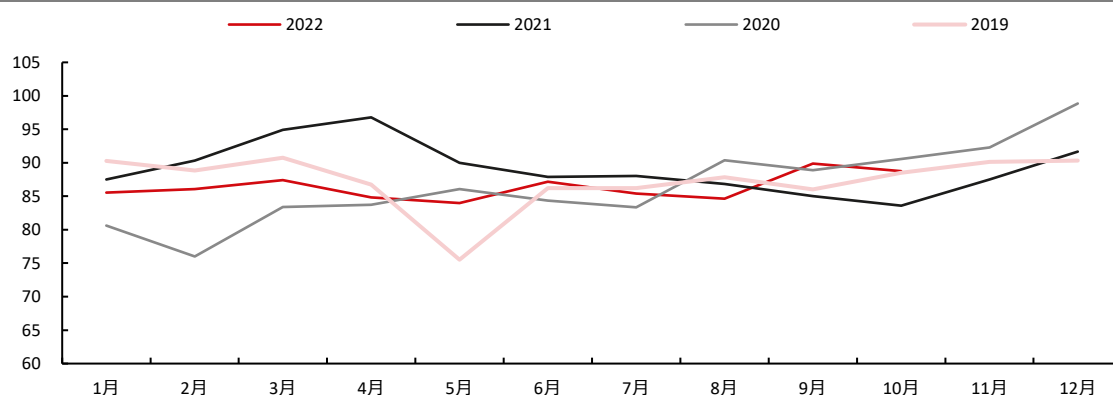
单位：万吨、%



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 31：中国铜冶炼厂开工率

单位：%



资料来源：SMM 中信期货研究所

4.3 铜需求：2022 年铜消费阶段性超预期，2023 年预计铜消费增长放缓

4.3.1 今年海外铜消费增长逐步放缓，2023 年预期将趋降

今年俄乌局势紧张推高了原油等能源价格，同时，疫情对供应链冲击还没有完全结束，欧美通胀压力加大，高通胀造成居民可支配收入下降；欧美主要央行为打压通胀，普遍采取较为激进的紧缩货币政策，对利率敏感的行业及海外经济均有所走弱，海外经济增长放缓，海外铜消费增长也逐步放缓，但是我们需要注意的是三季度海外铜消费并没有预期的那么差，主要是由于三季度海外汽车销售表现尚可。

美国是全球铜消费第二大国，建筑耗铜占比较高，从美国新屋销售和成屋销售数据来看，美国房地产景气度随随着美联储快速加息而持续走弱。2022 年 10 月美国成屋销售年化 443 万套，环比下降 6%，连续 9 个月下降，较去年底下降 27.3%；9 月美国新屋销售年化 60.3 万套，环比下降 11%，较去年底下降 30.8%。

缺芯片仍是今年制约全球汽车销量增长的很重要原因。根据 AutoForecast Solutions 的数据，截至 11 月 20 日，由于芯片短缺，今年全球汽车市场累计减

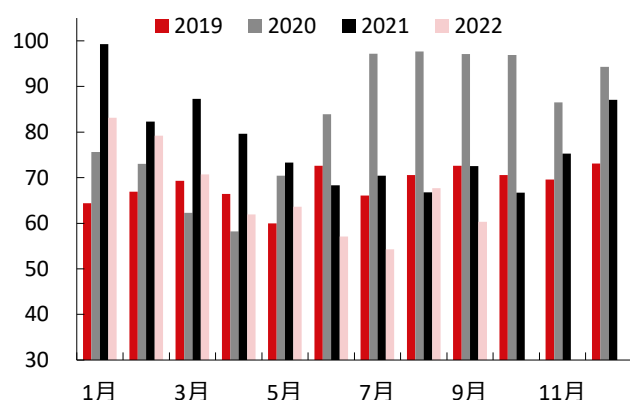
中信期货有色金属 2023 年度策略报告

产约 405.51 万辆汽车。AFS 预测，到今年年底，全球汽车市场累计减产将攀升至 442.28 万辆。2023 年预计将减产 200 万至 300 万辆。2022 年 1-9 月累计销售 4973.3 万辆，同比下降 5.3%，其中欧美市场表现偏弱，美国市场除受缺芯片影响外，美联储持续加息也对汽车销售造成负面影响，1-10 月美国汽车销量同比下降 10%；欧洲市场除受缺芯片影响外，还受俄乌紧张关系影响，乌克兰是欧洲汽车零部件的重要生产基地，战争冲击了欧洲的汽车零部件供应链，1-10 月欧洲汽车销量同比下降 8%。单就三季度来看，欧美汽车市场在缺芯片影响放缓背景下普遍出现一定程度的修复，甚至在 8/9/10 三个月转为正增长，这个是海外消费没有预期差的很重要原因。

考虑到美联储明年将继续加息且利率维持在高位，估计 2023 年美国房地产市场还将继续走弱，这对铜消费不利；而海外汽车市场在缺芯片影响缓解背景下，估计 2023 年会有一定程度的修复。整体上看，欧美经济增长放缓背景下，我们预计 2023 年海外铜消费增长放缓。

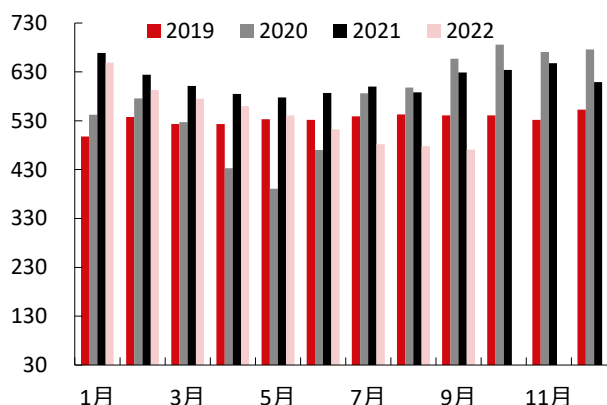
图表 32：美国新屋销售量

单位：万套



图表 33：美国成屋销售量

单位：万套

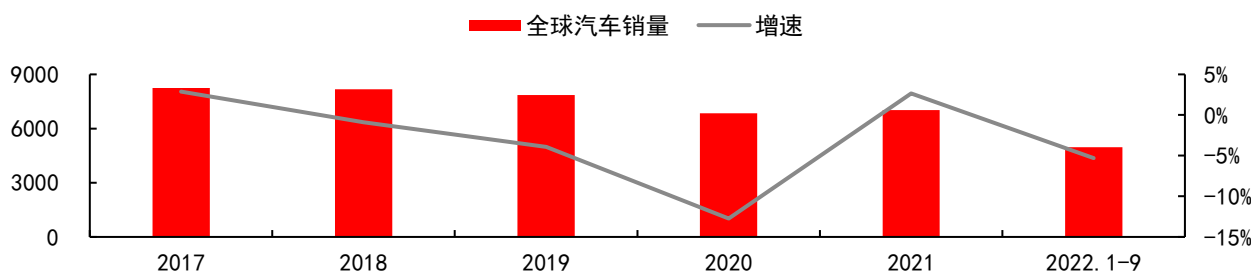


资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 34：全球汽车销量

单位：万辆

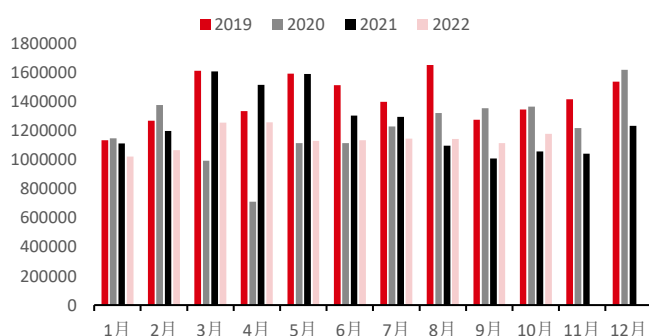


资料来源：彭博 中信期货研究所

中信期货有色金属 2023 年度策略报告

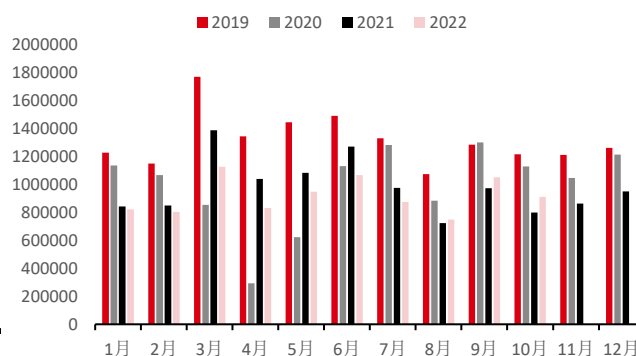
图表 35：美国汽车销售量

单位：万套



图表 36：欧洲汽车销售量

单位：万套



资料来源：I find 中信期货研究所

资料来源：I find 中信期货研究所

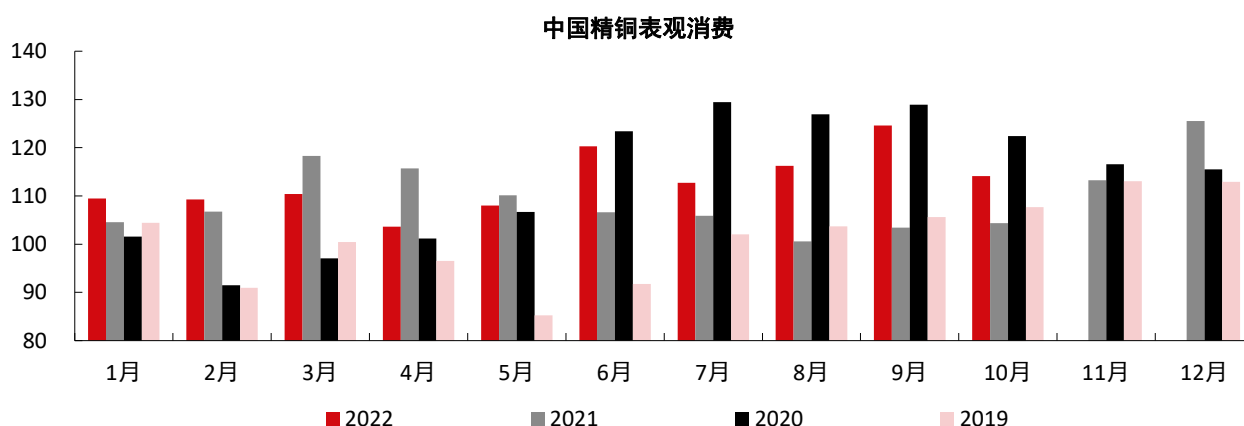
4.3.2 2022 年中国铜表观消费表现不俗，明年或延续改善

2022 年，中国经济尽管受到疫情以及防控政策较严格的冲击，但是 5 月份之后华东地区复工复产以及汽车、家电及房地产等行业政策刺激共同作用下，中国铜消费还是在逆境中表现不俗，甚至有超预期。

2022 年 1-10 月中国精铜表观消费量达到 1128.6 万吨，同比增长 4.9%，主要是受益于下半年新增产能较多带动产量回升，同时，中国精铜进口在 6 月份开始也出现恢复性增长。同期，中国铜材表观消费量 1802 万吨，同比增长 3.9%。

图表 37：中国精铜表观消费量对比

单位：万吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

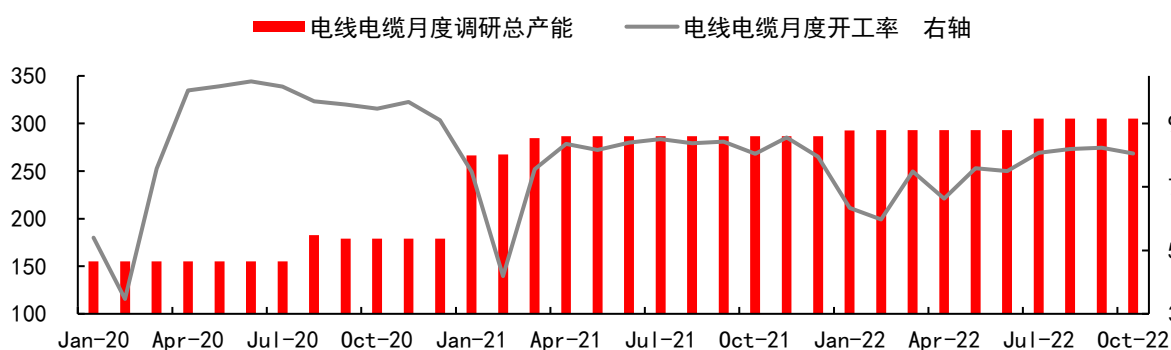
4.3.2.1 下游终端消费分化，2022 年整体保持正增长

今年中国下游终端产品产销波动较大，3/4 月受华东地区疫情影响，中国多数行业产销均出现较大幅度的下降，5 月底伴随着疫情逐渐稳定，复工复产以及汽车、家电和电子等行业刺激政策陆续出台，下游多数行业产销出现明显修复，这阶段性拉动铜消费快速走高。

中信期货有色金属 2023 年度策略报告

从中国电力电缆年度产量来看，2021 年增长 4.6%，至 5480 万千米，过去几年整体较为稳定，这跟国内城镇化率进入到平台期基本保持一致。就今年来看，由于疫情及防控政策较严格、高温等因素影响，房地产行业长期问题集中爆发，竣工和销售大幅下降，这使得房地产相关行业线缆需求明显下降，今年线缆月度开工明显低于前两年。

图表 38: SMM 中国电线电缆月度调研总产能及月度开工率 单位: 万吨、%



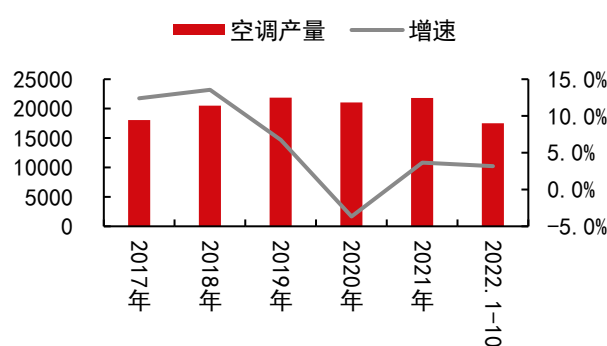
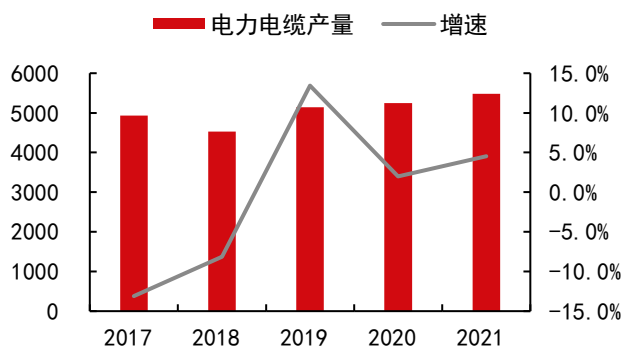
资料来源: SMM 中信期货研究所 备注: 电线电缆调研总产能 21 年以来大幅增长是因为 SMM 跟踪样本扩大所致

图表 39: 中国电力电缆产量

单位: 万千米、%

图表 40: 中国空调产量

单位: 万台、%



资料来源: Wind 中信期货研究所

资料来源: Wind 中信期货研究所

2022 年 1-10 日中国空调累计产量 17491 万台，同比增长 3.2%，空调产量之所以能在 5 月份之后增速逐步提升，主要是受到政策刺激提振。7 月 28 日，国家商务部等 13 个部门联合发布了《关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知》，在全国开展家电以旧换新活动，推进绿色智能家电下乡，鼓励基本装修交房和家电租赁，实施家电售后服务提升行动，加强废旧家电回收利用。家电中的冰箱和冷柜表现较差，主要是由于海外消费明显走弱，今年 1-10 月家电（包括空调、冰箱、洗衣机及微波炉）出口同比下降 15%，考虑到明年海外经济增长将进一步放缓，估计 2023 年家电出口仍将是负增长。

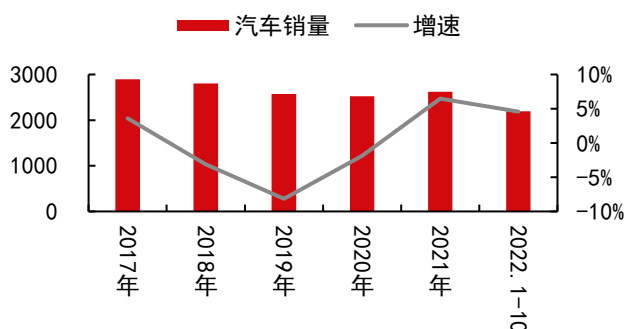
5 月 31 日，财政部、税务总局发布公告明确，对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格(不含增值税)不超过 30 万元的 2.0 升

中信期货有色金属 2023 年度策略报告

及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。购置税减半的政策对汽车产销拉动也是立杆见影，今年 1-10 月汽车销量 2196 万辆，同比增长 4.6%，其中 6-9 月单月销量增速都在 20-30%，1-10 月新能源汽车销量累计值为 527 万辆，同比增长 109%，占当年汽车销量的比重为 24%。今年汽车板块铜消费增长较快，考虑到明年汽车销量可能会跟随房地产的修复进一步小幅增长，同时，新能源汽车继续维持偏高增长，2023 年汽车板块仍是铜消费增长的主要拉动点。

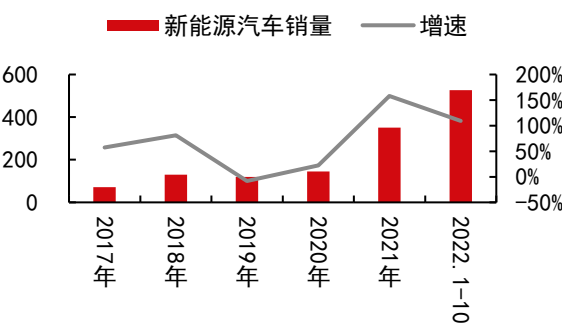
图表 41：中国汽车销量

单位：万辆、%



图表 42：中国新能源车销量

单位：万辆、%



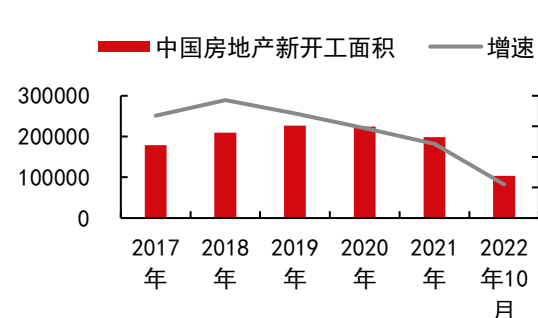
资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

5 月份复工复产以来，尽管各地政府及中央层面针对房地产出台了一系列维稳政策，但是实际效果甚微，主要是由于在疫情反复及疫情防控政策较严格背景下，各行各业均在不同程度上都受到影响，居民收入下降且预期悲观，居民自然不愿意去加杠杆。2022 年 1-10 月房地产新开工面积累计 103721 万平方米，同比减少 38%；1-10 月房地产竣工面积累计值为 46564 万平方米，同比减少 19%，至 10 月份，房地产竣工已低于去年同期和 2019 年同期水平。房地产板块今年表现偏弱，这是铜下游消费中最大的拖累，考虑到政府积极保交楼，并且疫情防控政策也在逐渐优化，估计 2023 年中国房地产竣工和销售或有望弱修复。

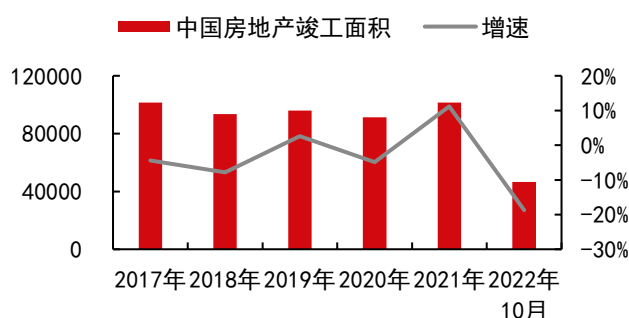
图表 43：中国房地产新开工面积

单位：万平方米、%



图表 44：中国房地产竣工面积

单位：万平方米、%



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

4.3.2.2 2022 年电力投资偏高增长，电源继续领跑

十四五期间，国家电网计划投入约 2.23 万亿元推进电网转型升级，南方电

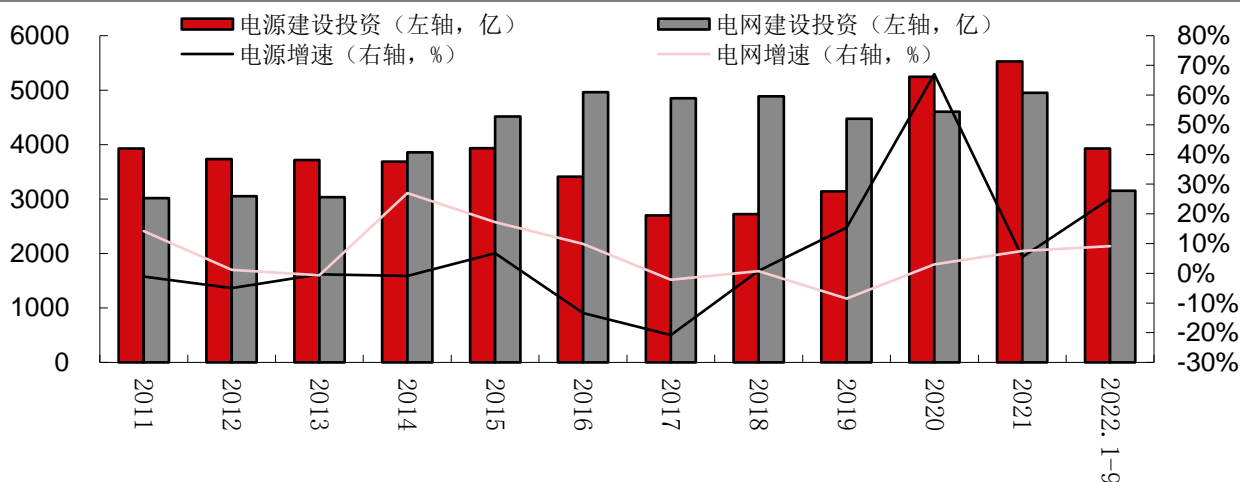
中信期货有色金属 2023 年度策略报告

网将规划投资约 6700 亿元，以加快数字电网和现代化电网建设进程，推动以新能源为主体的新型电力系统构建。十四五期间全国电网总投资预计近 3 万亿元。投资额高于十三五期间全国电网总投资 2.57 万亿元、十二五期间 2 万亿元。

2022 年 1-9 月电网累计投资额 3154 亿元，同比增长 9.1%，占电力投资额的比重下降到 44.5%。进入十四五，我们认为这种趋势有望延续，就像十一五到十三五期间电网投资额和占比持续攀升一样，这样的转变是国家对清洁能源加大投资的必然结果，由于电网投资耗铜量远大于电源投资，所以电网投资占比下降意味着电力整个板块单位投资铜消费量将下降。

电源投资在 2017 年止跌后逐步回升，并且在电力投资中的占比逐年攀升，2022 年 1-9 月电源投资 3926 亿元，同比增长 25.6%，其中核电、光伏、火电、水电投资额分别增长 13.3%、353%、47.5%和下降 23.9%，风电投资额下降 26.8%。就装机容量来看，截止到 2022 年 9 月份，太阳能和风电累计装机容量占比分别提升到 14.4%和 14%；太阳能和风电新增装机占比分别为 46.3%和 16.9%；而就 2022 年 1-10 月太阳能和风电发电占比来看，太阳能仅占整个发电量的 2.8%，而风电占 7.9%，这主要是由于太阳能利用小时数偏低。

图表 45：中国电源和电网投资增速 单位：亿元、%



资料来源：Wind 中信期货研究所

今年 2 月份，光伏协会发布《中国光伏产业发展路线图（2021 年版）》，2021 年国内光伏新增装机 54.88GW，同比增加 13.9%，其中，户用装机达 21.6GW，占 2021 年我国新增光伏装机的约 39.4%。2022 年 1-9 月，新增工商业分布式光伏装机 18.74GW，同比增长 296%，在分布式中占比 53%；新增户用光伏装机 16.95GW，同比增长 42%，在分布式中占比 47%。从发展模式上来看，“整县推进”对 2022 年国内分布式光伏市场影响深远，推动了更多的企业、资金进入分布式光伏领域。随着光伏组件价格下行，逆变器逐渐实现国产替代。《2022 中国分布式光伏行业发展白皮书》认为，中国分布式光伏将迎来更加广阔的市场前景和增长潜力，预期未来三年的年新增装机可实现 50GW-65GW。

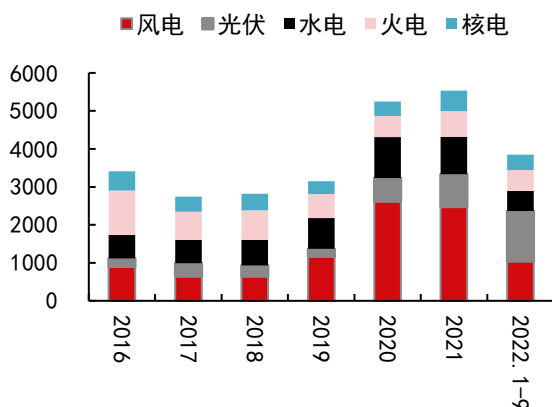
中信期货有色金属 2023 年度策略报告

十三五期间，光伏年均新增装机容量约为 40GW。为实现到 2030 年，中国非化石能源占一次能源消费比重将达到 25% 左右的目标。十四五期间，我国光伏年均新增光伏装机或将超过 75GW。电源这块的投资前景较为乐观，尤其光伏和风电，但这需要政策进一步的支持。

综合来看，由于电源投资耗铜量低于电网，并且十四五期间电网投资增速可能整体稳定，所以电源投资增长驱动的电力投资增长对铜长期需求拉动相对有限。

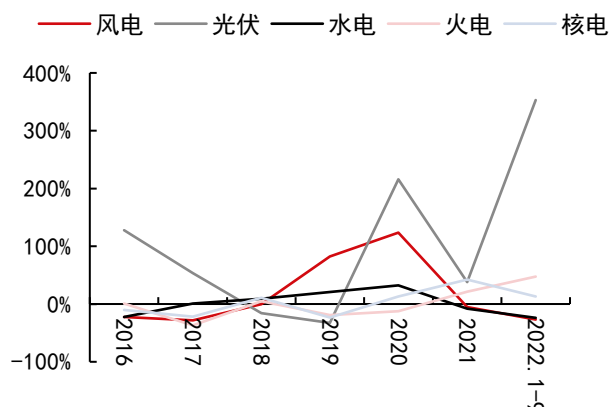
图表 46：中国电源投资结构

单位：亿元



图表 47：电源投资分项投资增速

单位：%



资料来源：国家能源局 中信期货研究所

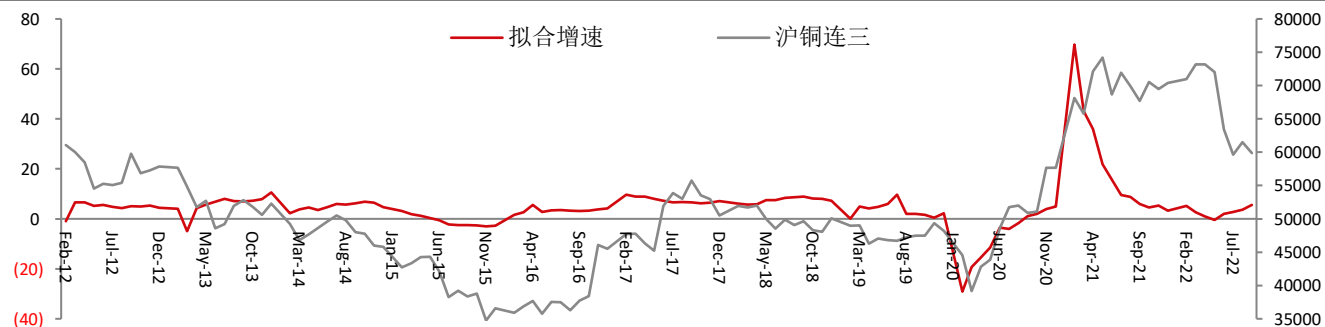
资料来源：国家能源局 中信期货研究所

4.3.2.3 下游终端拟合消费增速逐渐走高

今年 3 月份疫情及防控政策超预期，多个行业均受到较大负面影响，5 月份下游终端产销量拟合的累计消费增速一度降至 0 以下，但随着复工复产，以及政府积极刺激汽车、家电和电子产品等行业，下游终端产销逐渐修复，铜消费增速亦逐渐拐头向上，截止 9 月份下游终端产品拟合消费累计增长 5.6%，对应着铜价在 7 月份见底后逐渐震荡回升。

图表 48：下游行业拟合铜消费增速

单位：%、元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

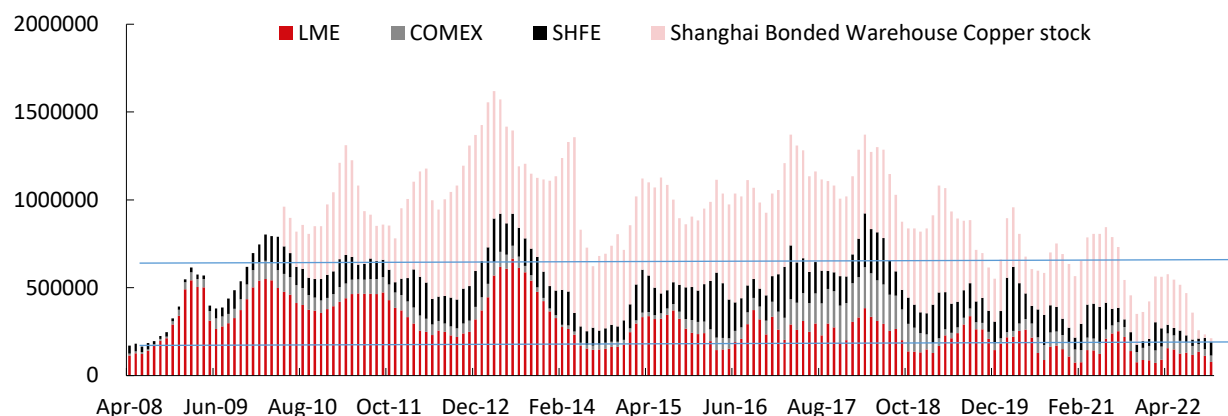
4.4 铜库存

截止 11 月 18 日，三大交易所加保税库的铜库存约为 23.3 万吨，比 2021 年底减少 12.6 万吨，处于历史极低位置。分区域来看，跟去年底相比，伦铜库存

中信期货有色金属 2023 年度策略报告

增加 0.1 万吨, 绝对量来看, 历史极低水平; Comex 铜库存处于近 10 年较低水平, 较去年同期减少 3.2 万吨; 沪铜库存较去年底增加 4.8 万吨, 但处于近 10 年较低水平; 上海保税库铜库存较去年底下降 14.4 万吨, 一方面是由于国内铜消费超预期但供应跟不上, 进口窗口打开推动保税库铜库存大降, 另一方面是由于中美利差倒挂, 融资性贸易逐渐减少。

图表 49: 三大交易所和保税库库存 单位: 吨



资料来源: Wind SMM 中信期货研究所

4.5 贸易升水和内外价差

2022 年铜内外价差大部分时间维持在 0 轴附近, 这说明在国内 6 月份消费集中复苏, 但供应明显恢复却出现在 9 月的背景下, 3 个月的供需时间差使得国内铜供需呈现阶段性供不应求的状态, 这也是进口窗口能在 6-10 月大部分时间打开的很重要的原因。考虑到明年国内供需形势仍好于海外, 并且融资性贸易在中美利差倒挂背景下逐步退出, 估计 2023 年可能延续内强外弱的局面。

图表 50: 铜现货进口盈亏 单位: 元/吨



资料来源: 中信期货研究所

而就贸易升水来看, 今年洋山港铜溢价波动幅度较大, 2 月份 LME 金属普遍极端上涨使得铜内外负价差加大, 冶炼厂在加工手册下出口利润较高, 铜冶炼厂在 3-5 月积极出口一度把洋山港铜贸易升水打压至 0 附近, 但 6-10 月随着国内消费释放但供应不足, 进口买盘驱动洋山港铜溢价大幅上涨, 一度冲高至 150 美元以上, 创出近 10 年高点, 但今年截止 11 月 18 日洋山港铜溢价均值仅仅有 73.5

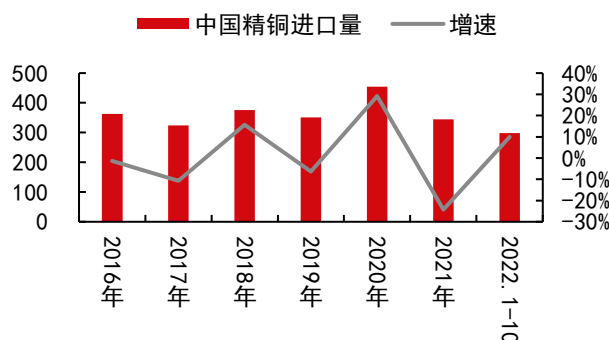
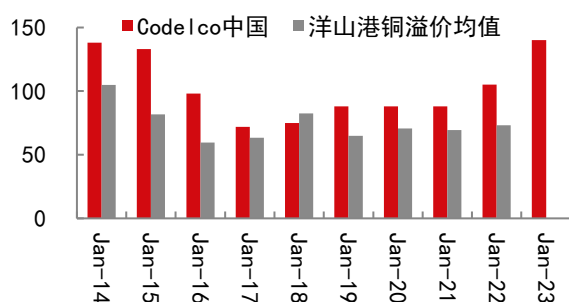
中信期货有色金属 2023 年度策略报告

美元，远低于今年 Codelco 发往中国铜长单 105 美元。Codelco 把 2023 年发往中国铜贸易升水长单价格进一步提升到 140 美元。2022 年 1-10 月份精铜进口 299 万吨，同比增长 10%，这进一步印证了 6-10 月中国进口强劲的增长。就 Codelco 长单价格和当年洋山港铜溢价年度均值对比来看，Codelco 长单价格绝大多数年份都高于洋山港铜溢价现货价格的年度均值，这说明该机构对中国进口需求的预期高估，中国企业不愿意接受显得非常理性。

图表 51：历年 Codelco 发往中国长单价格 单位：美元/吨

图表 52：中国精铜历年进口量

单位：万吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

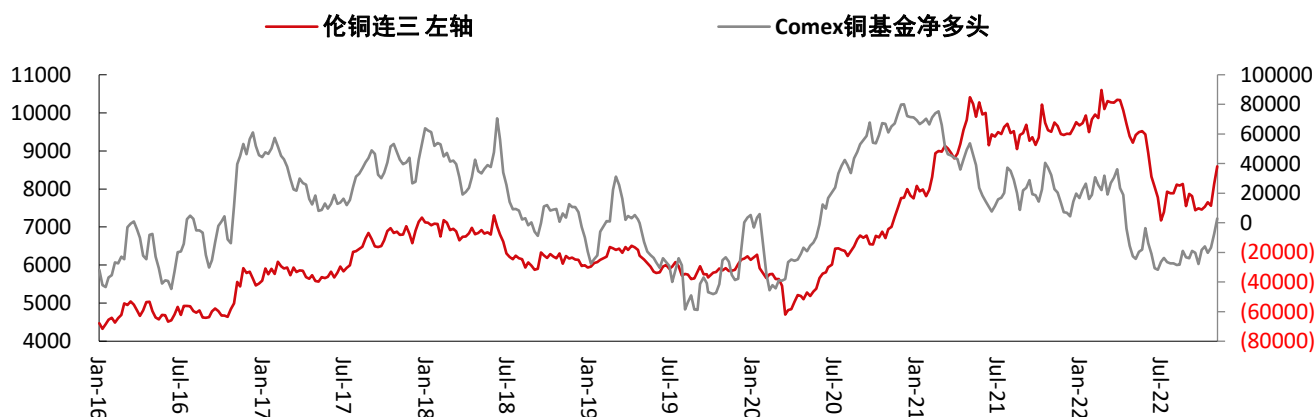
资料来源：Wind 中信期货研究所

五、资金面

由于全球主要经济体货币投放速度明显放缓，投资者对铜的操作也逐步发生趋势性转向。2022 年 1-3 月，尽管 LME 炒作其他金属供应问题，炒作伦铜低库存问题，Comex 铜基金净多头并没有突破 1-4 万手这个波动区间。4 月在市场预期美联储货币政策收紧将提速的背景下，Comex 铜基金净持仓由多转空；6 月在海外主要央行货币政策几乎全面转向收紧的背景下，Comex 铜基金净空头大幅增加。7 月 Comex 铜基金净空头寸有所缩减；8 月 Comex 铜基金净空头一度维持高位，但月末前明显减仓；9 月以来基金净空维持在偏高水平。10 月份以来，Comex 铜阶段性出现扎空的情形，Comex 铜净空头大幅收缩，铜价大幅反弹。

图表 53：Comex 铜基金持仓

单位：手



资料来源：Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此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的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

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因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。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。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述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。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

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>