

顶部成立，重心下移

国投安信期货 2023 年铜年度策略

SDIC ESSENCE FUTURES

目录

1. 大震荡——铜价全年走 N 形 3
2. 急转弯——欧美经济从通胀走向衰退前景 4
 - 2.1 欧美通胀居高不下，多管齐下政策应对 5
 - 2.2 全球货币基础急剧扭转，美元美债收益率十年最强 6
 - 2.3 制造业重压下显现颓势，衰退阴影逐步压制市场 7
3. 韧性强——铜消费好于预期 8
 - 3.1.传统需求领域总体趋稳 9
 - 3.2.新能源需求延续增势 11
4. 紧平衡——铜矿供应持续缓解，精铜短缺仍是现实 12
 - 4.1 铜矿产能高峰年，矿端中期偏宽松 12
 - 4.2 冶炼增速偏低，粗炼产能构成瓶颈 13
 - 4.3 供应缺口在全球转移，国内供需两弱致紧平衡 16
5. 供需总体平衡，预期因素主导价格重心 18
 - 5.1 2022 料供需平衡略有改善 18
 - 5.2 宏观预期内强外弱 19
 - 5.3 总结与展望 19

吴江

高级分析师

从业资格证号：F3085524

投资咨询号：Z0016394

个人简介：

从事有色金属研究十年。曾获得上海期货交易所“优秀金属分析师”称号，大商所十大交易团队主交易员，前一线券商卖方分析师。扎根产业，立足实战，从长期的商品研究和投资实践中积累了丰富的经验，并用以更好的指导和服务产业客户。

摘要

摘要一：铜市场 2022 全年走势表现为牛市结束后的强震荡，截至 12 月初，沪铜加权指数年线表现为长下影线的小阴线，全年下跌 3870 元或 5.5%至 66530 元/吨；最低点一度跌至 53320 元/吨，最大跌幅高达 24.3%。由于人民币全年总体贬值，伦铜走势更弱，全年下跌 13.1%收在 8472 美元/吨，年线表现为长上下影线的中阴线。

摘要二：我们预测 2023 年国内消费增速约增长 2.7%，海外铜需求增速在 1.5%。全球总的需求增速在 2.3%。供应方面，我们给出的全球铜矿增速在 3.7%，总的精炼铜供应增速在 3.4%。预估 2023 年全球铜供应过剩 15 万吨，出现五年来首次铜市场供需过剩局面。

摘要三：站在 2022 年底来看，宏观预期呈现内强外弱之势，2023 年人民币开始回升，加上较低的国内通胀，国内政策空间已经打开，货币财政政策有望快速落地，但仍需警惕上半年经济本身可能的倒春寒。海外主要面临着高通胀未能有效控制，但欧美制造业和消费已经开始呈现出节节向下的态势。加息从减速到停下的过程或将持续一两个季度，在这一过程中，市场的过度乐观可能导致风险资产较为快速的重估——衰退前景叠加货币政策继续从紧，风险资产仍有大幅回调可能。

摘要四：我们判断 2023 铜价重心将较 2022 年略有下降，我们判断 2023 年均价在 7700 美元一带，对应的区间在 6600-8800 美元；沪铜价格区间在 5.5 到 7 万元/吨，风险主要集中在上半年的美联储加息尾部风险和国内经济可能的倒春寒（疫情冲击）。

1. 大震荡——铜价全年走 N 形

铜市场 2022 全年走势表现为牛市结束后的强势震荡，截至 12 月初，沪铜加权指数年线表现为长下影线的小阴线，全年下跌 3870 元或 5.5% 至 66530 元/吨，最低点一度跌至 53320 元/吨，最大跌幅高达 24.3%；由于人民币全年总体贬值，伦铜走势相对较弱，全年下跌 13.1% 收在 8472 美元/吨，年线表现为长上下影线的中阴线。

从具体走势来看，全年可以分为三个大的阶段：

图 1：沪铜加权 2022 走势

图 2：LME 铜价 2022 走势



资料来源：文华财经、国投安信期货

① 俄乌冲突主导下的通胀交易（1月-4月）

市场走势表现为牛市末期的最后疯狂，沪铜运行重心持稳在七万，并不断测试上方阻力，通胀、俄乌危机、欧洲天然气、伦镍危机等事件性冲击此起彼伏，铜价在这一阶段打出全年最高点 76880 元/吨，并完成了多重顶结构的最后一个顶部。该阶段的影响因素主要有两方面，一是欧美通胀和影响通胀的各种因素不断发酵，欧美通胀数据节节攀升，超量货币带来的资产高估持续发酵，而俄乌危机将这种交易方向推向高点；二是美联储和美国政府开始逐步面对通胀问题，开始启动各方面政策打压通胀，流动性收缩预期压制上方高度。

② 遏制通胀背景下的加息交易（5月-7月）

美联储在 3 月开启加息，但实际的下跌是到五一前后，沪铜从年内高位 7.5 万最低下探

至 7 月中旬的最低 5.3 万，开启流畅暴力下跌走势，两个月的时间跌幅接近 30%。该阶段的主要因素：一是欧美通胀持续飙升，导致五月美联储加息开始加速，形成了“通胀-加息”螺旋效应，步步走高的加息预期导致通胀交易退场，衰退交易升温；二是从国内来看，上海疫情反复打击了下游需求信心，地产信用危机阶段性引发市场担忧，需求疲弱导致下游承接力不足，铜价下跌现货市场给出的支撑较为有限。

③ 现货支撑下的短缺交易（8 月至今）

此阶段市场表现价格暴跌后的结构修复，在 7 月中旬价格超跌后市场反弹微弱，信心明显不足，但现货开始逐步改善，这一改善主要从两个方面展开：一是现货升水逐步爬升，隔月价差 C2-C0 逐步从 7 月的 200 元左右稳步爬升至 9 月后的超过千元，最终到达十一前后最高三千元，Back 结构步步加深显示了现货紧张程度持续增强；二是进口需求明显抬升，上海洋山港贸易升水从 7 月的 60 美元持续走强，一直上涨到 11 月最高的 144.5 美元，国内贸易升水的持续走高显示了国内保持了相当长时间的紧缺格局。现货支撑的稳定是 7 月以来铜价未能再创新低、重心逐步抬升并最终加速反弹的核心原因。当然，11 月美联储会议前后的宏观预期转变和国内疫情管控措施逐步走向宽松也是不容忽视的背景。

2. 急转弯——欧美经济从通胀走向衰退前景

2021 年年末，欧美通胀压力逐步呈现显性化态势。2021 年 11 月 30 日，鲍威尔在国会听证会中承认，尽管他预计 2022 年年通胀将“显著”减弱，预计将在年中有所缓解，但将价格压力描述为“暂时”已不再恰当。以此为起点，美联储开始了步步加深的货币政策正常化进程，流动性持续收紧在一年时间里将欧美从制造业扩张、通胀高企的气氛快速打压至制造业走颓。

2.1 欧美通胀居高不下，多管齐下政策应对

从通胀情况来看，美国 CPI 从 2021 年二季度以来持续稳定在 5% 以上的历史高位区间；2022 年直接突破 2008 年高位，6 月 CPI 同比增速达到本轮通胀的阶段顶峰 9.1%。而随着俄乌冲突的持续发展，欧洲天然气等能源价格冲上历史高位，在 8 月末天然气价格涨至历史同期的六倍以上，欧洲的 CPI 在 7 月反超美国，10 月欧元区 CPI 更是达到 10%，且目前还没有看到拐点。

图 3：欧美通胀压力爆表

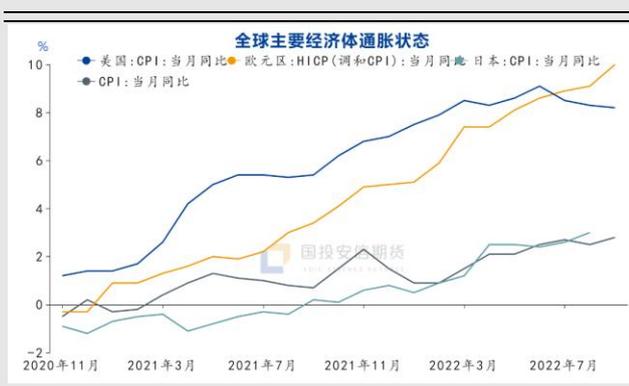


图 4：俄乌冲突加剧欧洲能源压力



资料来源：Wind、国投安信期货

在较大的通胀压力下，美联储从去年 12 月开始提出要加息，并在 2022 年 3 月开始步步加深的加息进程，加息速度从最初的每次会议 25 个基点提高到 75 个基点。在 11 月议息会议上，FOMC 票委一致决定将基准利率上调至 3.75%–4%，为 2008 年以来最高水平。鲍威尔表示一系列新数据表明，终端利率水平将高于此前的预期。但 12 月美联储会议加息步伐可能开始放缓至 50 个基点。

在货币政策之外，美国政府采取了一系列综合措施应对通胀问题。2022 年美国 CPI 分项中明显强势的两项分别是能源和运输两项，其中能源价格增速在六月一度高达 41.6%，运输价格增速今年年初一度达到最高的 20% 以上，但随着美国政府的一系列组合拳，下半年这两大最主要通胀因素均有显著改善。美国总统拜登在 2022 年 7 月访问沙特，谋求对持续

高涨的原油价格施以影响；6月13日，美国国会众议院通过《2022年航运改革法》，这是美国近25年来首次对国际航运市场监管法律作出修改，该法将有助于抑制通胀和缓解货物积压。此外随着美国疫情新增人数减少，就业市场逐步稳定，职位空缺开始下降，薪资增速放缓，从而CPI中的服务业分项缓步回落。但我们也注意到CPI中的食品分项、房屋分项和医疗分项仍较为稳定，抵消了部分控制通胀政策的效果。

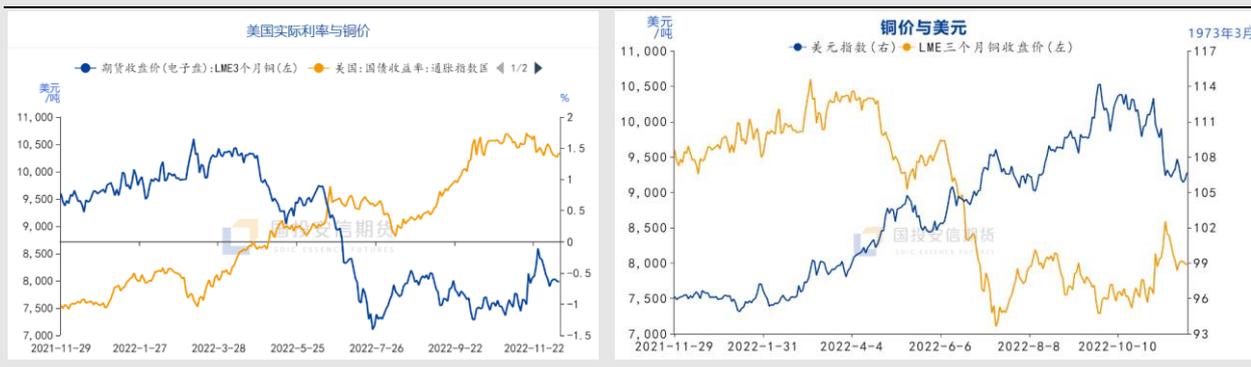
2.2 全球货币基础急剧扭转，美元美债收益率十年最强

2022年6月，美联储正式启动缩表，6至8月每月缩表上限为475亿美元，这一速度在9月翻倍，上限提高至950亿美元，其中包括600亿的美国国债和350亿的抵押贷款支持证券（MBS）。美联储资产负债表结束了持续两年的宽松周期，并在今年三月资产负债表规模达到顶峰的8.97万亿美元，截至11月中旬美联储资产负债表回落到8.63万亿美元，但需要注意的是，当前的资产负债表规模仍远远高于疫情之前4万亿美元的水平，随着缩表进程的深入，美元流动性整体收缩仍是潜在风险。

从美债实际利率具体走势来看，下半年十年期美债实际利率一路飙升，截至10月初实际利率已经高涨至1.6%以上，完全扭转了疫情之后由于美联储超常宽松政策带来的持续数年的负利率状态。名义利率的持续上扬（至4%）、通胀预期下行带来这一进程。前者主因是美联储对于货币政策态度仍然呈现持续加深的鹰派，后者原因是现实的经济数据已经开始放缓，且由于加息速度持续高于预期，美国2023年陷入衰退的概率在持续提升。随着美债利率持续提升，叠加美国经济，特别是通胀和就业数据相对稳健，美元走势也呈现出持续强势的特征，但随着年底美国经济数据开始出现松动，美元也出现高位筑顶的倾向。

图 5：美债实际利率持续飙升

图 6：美元走势总体偏强



资料来源：Wind、国投安信期货

2.3 制造业重压下显现颓势，衰退阴影逐步压制市场

欧美持续两年的通胀导致其制造业成本显著抬升，挤压利润空间进而影响到投资意愿，超常货币宽松带来的超高需求并未带来制造业相应的扩张，而是更多转化成为进口需求。到 2022 年四季度，随着美联储加息缩表进程的深入，流动性的收缩导致欧美消费、制造业等一系列数据出现持续走弱的态势。

从数据来看，疫后超常的宽松政策对制造业的提振效果从 2021 年一季度达到顶峰之后持续下滑，截至 11 月底，美国 11 月制造业 PMI 初值从上月的 50.4 降至 47.6，刷新 30 个月来低位；11 月份服务业 PMI 初值录得 46.1，显著低于市场预期的 47.9 和 10 月的 47.8。欧元区 11 月制造业 PMI 初值为 47.3，好于 10 月为 46.4。欧元区 11 月服务业 PMI 为 48.6，与 10 月持平。中国和日本在疫情之后的货币政策变化相对缓和，但随着欧美外需走弱，近期也呈现一定的压力。其他数据来看，美国密歇根大学公布 11 月消费者信心指数，初值 54.7，预期 59.5，前值 59.9，数据低于预期和前值。该数据从疫情后持续下滑，体现了高通胀和衰退前景对消费者信心持续的挤压。欧元区由于面临着更高的通胀和制造业转移，消费者信心更明显走弱。

展望 2023 年，欧美加息进入深水区，欧元区加息潜力远高于美国，叠加美国经济数据

走弱，美元强势的现状或将出现较大变化。但从另一个角度来看，欧美仍然偏高的通胀水平也制约了欧美再度支撑经济的货币政策，欧美总的流动性态度仍将从紧。中性偏弱的美元，逐渐趋紧的流动性，逐步走向衰退的欧美需求状态，将是海外市场的主要背景。

图 7：全球制造业步入紧缩

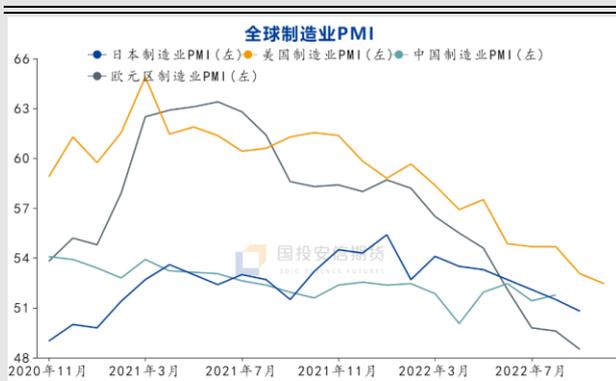
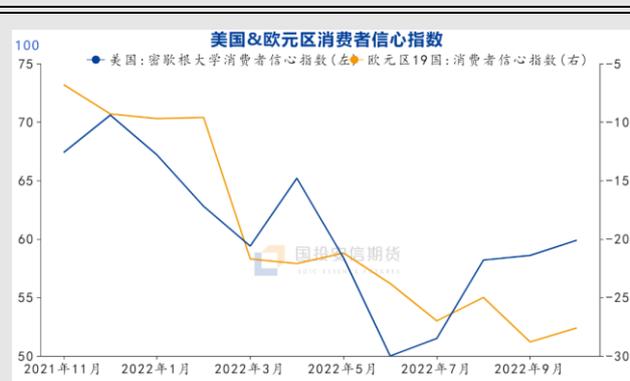


图 8：欧美消费者信心持续走弱



资料来源：Wind、国投安信期货

3. 韧性强——铜消费好于预期

从国内需求来看，受到疫情干扰，房地产管控和外需下滑多方面因素干扰，市场普遍预期低迷，但实际的消费仍然平稳。根据 SMM 数据，截至今年 10 月，国内表观消费 1178.1 万吨，同比增长 6.5%，但仍不及 2020 年同期产量，总的来看疫情三年国内铜消费水平基本保持平稳，表现出较强的韧性。

图 9：2022 年国内消费前低后高

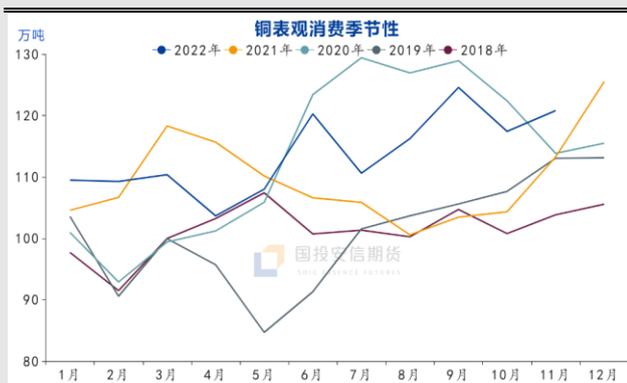


图 10：下半年消费明显修复



资料来源：SMM、国投安信期货

3.1.传统需求领域总体趋稳

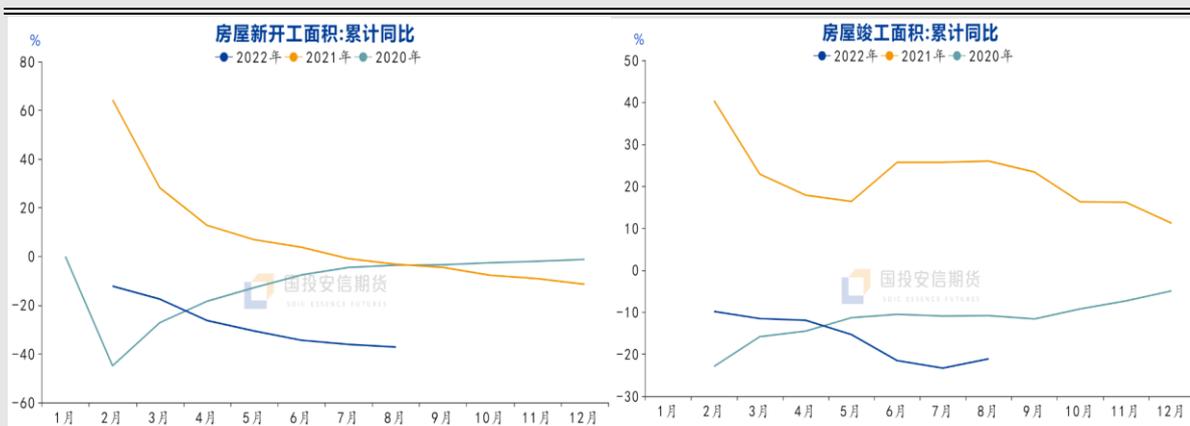
一、房地产相关领域需求最差的时间或已经过去

2022 年房地产相关行业市场延续了 2021 年的悲观态度，一方面国内经济延续调结构，政府坚持了房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段；另一方面疫情冲击了人们的收入水平和预期，房地产实际成交和价格表现低迷。但随着实际经济形势的趋紧，地产方面政策明显松动，特别是金融支持地产行业的三支箭反应了这一变化：一是国企六大行落实了“金融 16 条”，向优质的地产企业提供了万亿级别的授信额度；二是政策支持民营企业发债融资，预计额度达到 2500 亿元；三是重启了地产企业的股权融资。2023 年的地产行业或有反弹，可以稍有乐观。

从实际的行业数据来看，2022 年前 10 个月房地产开发投资下降 8.8%，全国商品房销售面积 111179 万平方米，同比下降 22.3%；商品房销售额 108832 亿元，下降 26.1%。前 10 个月房地产开发企业房屋施工面积 888894 万平方米，同比下降 5.7%。房屋新开工面积 103722 万平方米，下降 37.8%。房屋竣工面积 46565 万平方米，下降 18.7%，降速有所放缓，保交楼等政策初见成效。

图 11：房屋新开工面积增速继续下滑

图 12：竣工面积增速持续回落



资料来源：Wind、国投安信期货

二、白电

白电方面，空调冰箱产销略有下降，其中国内市场表现相对稳定，但海外市场呈现加速下滑态势。根据产业在线数据，2022年1-10月累计空调产量12595万台，同比下降3.5%；销量12913万台，同比下降1.7%，其中内销7389万台，同比增长0.1%，外销5524万台，同比下降4.0%。2022年1-10月冰箱总产量为6327.6万台，同比下降10.7%；总销量为6367.4万台，同比下降11.2%；总出口量为2973万台，同比下降19%；总内销量为3394.4万台，同比下降3%。

展望来年，人民币阶段贬值增强了国内白电厂商产品的竞争力。内销方面，2023年随着疫情防控优化、地产政策边际放松，消费需求有望逐步回暖。外销方面，短期看，下行压力尚在，2023年下半年基数走低后或有改善。更长维度来看，我国白电领域承接了世界家电制造业转移的接力棒，产业优势突出，外需失速持续性有限。

三、电网基建

2022年8月3日，国家电网发布全力推进重大项目建设情况，明确将加快特高压、超高压、抽水蓄能等项目建设。到年底前，国家电网预计再完成近3000亿元电网投资，开工一大批重大工程，项目总投资4169亿元。预计国家电网2022年电网投资额将达到5000亿元以上较2021年电网投资额4882亿元有所增长。南方电网公司今年固定资产投资计划超过1200亿元，高于去年995亿元的投资额。从十四五规划来看，十四五投资增速在16.7%，年化约为3%，我们认为这个增速用来预估电网需求增速相对保守。

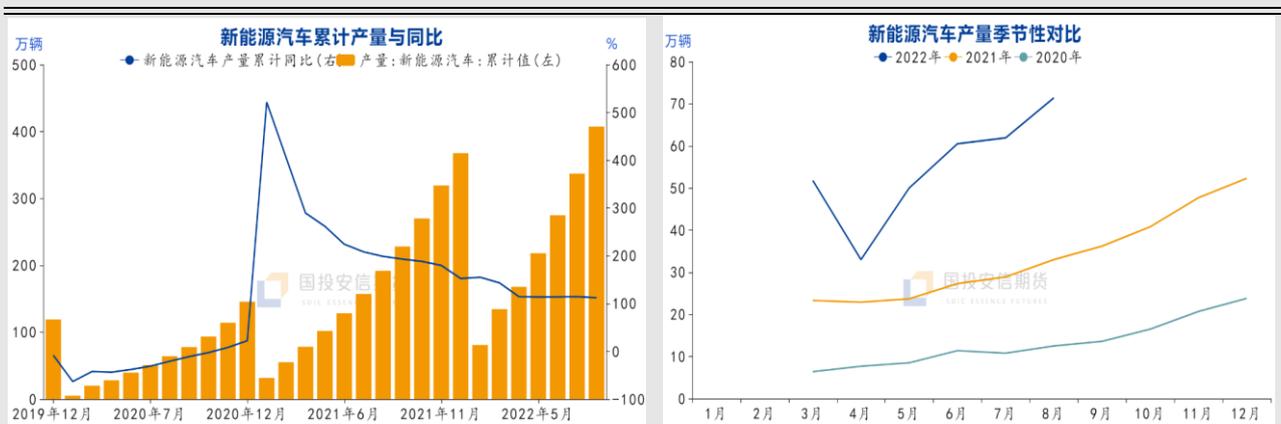
3.2. 新能源需求延续增势

新能源板块对铜的增量主要集中在新能源汽车，光伏，风电这三个代表性领域，经过数年发展，边际增量已经不容忽视。

具体来看，据中汽协数据，10月新能源汽车产销分别完成76.2万辆和71.4万辆，同比分别增长87.6%和81.7%，市场占有率达到28.5%。今年前10个月新能源汽车产销分别完成548.5万辆和528万辆，同比均增长1.1倍，按照每车100公斤耗铜量估算，年度新能源汽车用铜增量在35万吨左右，占国内年度消费的2.3%。预计2023年新能源汽车增速将有所下滑，但边际增量估计至少在40万吨以上。

图 13: 新能源汽车延续迅猛增长

图 14: 新能源汽车 2021 产量显著强于往年



资料来源: Wind、国投安信期货

截至今年10月底,全国累计风电新增21.14GW,同比增长10%,光伏新增58.24GW,同比增长99%。风电装机铜用量一般是3000吨/GW,光伏装机铜用量为4600吨/GW。以此估算,年度风电用铜约为7万吨(边际增约0.7万吨),光伏用铜约32万吨(边际增量16万吨)。预估2023年风电增速稍有提升,光伏增速放缓至同比70%但体量抬升,边际用铜增量分别在2万吨和23万吨,边际增量约占国内消费量的1.6%。

4. 紧平衡——铜矿供应持续缓解，精铜短缺仍是现实

2022 年铜生产端的矛盾从 2021 年的矿端矛盾转化为冶炼端矛盾，最终都体现为现货供需格局短缺的加深；考虑到 2023 年矿端倾向于过剩，而冶炼端出现了更多的扰动，现货短缺的改善会较为迟缓。

4.1 铜矿产能高峰年，矿端中期偏宽松

2020 年二季度开始的铜价走牛，推动铜矿商将近些年的铜矿产能加速兑现，矿山产能增速在 2022、2023 年出现集中释放态势。但实际的铜矿生产仍然受到高扰动和南美投资政策的影响，实际产量增速远低于产能增速。

从 2022 年实际的铜矿生产来看，前三个季度全球前十铜矿商生产精矿含铜 697.5 万吨，同比下降 1.7%（减少 12 万吨）。更进一步的对比来看，三季度全球前十大矿商总产量是过去五年来最低的一年，二季度铜矿产量也仅高于 2020 年疫情爆发之年。分各家矿商来看，明显有增量的仍是中资矿商紫金矿业，由于其非洲矿山快速达产，2022 年前三季度紫金矿业铜产量同比增长 51.3%（21.4 万吨）。明显下降的铜矿公司主要有：1、Antofagasta，由于其智利 Los Pelambres 铜矿因为管道泄漏遭遇抗议，铜矿运输道路亦遭封锁，前三季度铜产量同比下降 17%，减少 9.2 万吨；2、Codelco，由于该公司 Ministro Hales 铜矿的矿石品位下降，此外 Chuquicamata 和 El Teniente 两大铜矿的矿石品位和回收率下降，Chuquicamata 的冶炼厂运营困难都影响到了公司产量，前三季度铜矿产量同比下降 12.3%或 15.3 万吨；3、Glencore，由于旗下 Katanga 铜矿掘进工程不顺利、2022 年 1 月出售 Ernest Henry 引起的基数变动、Collahuasi 矿山进入低品位区域，前三季度铜矿生产同比下降 14%或 12.5 万吨。

图 15: 铜矿实际产量不及预期

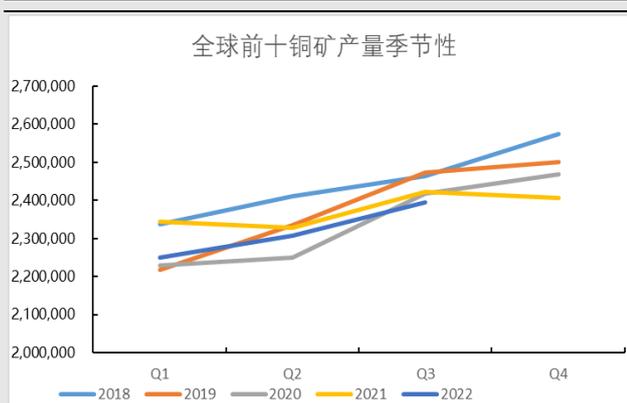
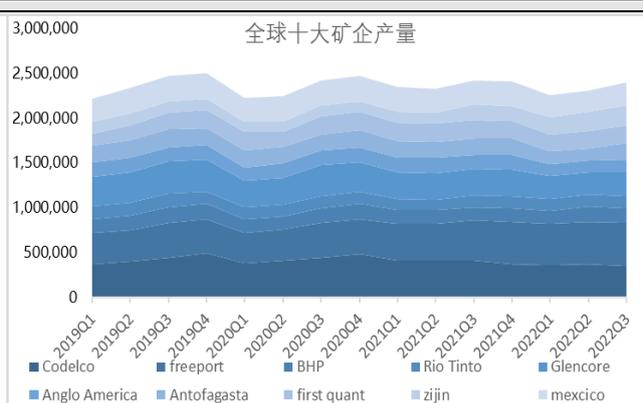


图 16: 主力矿山品位多数下滑



资料来源: ICSG、Bloomberg、国投安信期货

从 ICSG 数据来看, 2017-2020 主要铜矿项目不断推进, 但几乎没有新的主要铜矿投产, 2021-2023 年重大项目开始集中落地推进。矿增速从 2017-2020 年的 1%上扬的到 2022-2026 的 3.5%, 与中国海外投资相关的铜矿产能继续猛增, 特别是在非洲。2022 年全球铜矿产量同比增速为 3.9%, 2023 年将进一步增长为 5.3%。4 月秘鲁铜矿扰动导致 2022 年全年铜矿产量从年初预期的 5%下修至 3.9%。疫情限制和劳动力短缺、运营和岩土工程问题、智利干旱、品位下滑、罢工以及秘鲁社区抗议, 导致全年铜矿产量预期外的损失。2021 至 2023 年开始的主要项目包括刚果民主共和国的卡莫阿·卡库拉和 Tenke (扩建)、秘鲁的 Quellaveco 以及智利的 Spence-SGO 和 Quebrada Blanca QB2。

展望来年, 铜矿产能增速有所扩张, 但扰动率料将低于 2021 年, 我们 2021 年给出的增速 2.8%, 估计 2022 年铜矿实际的产量增速在 3.5%左右。

4.2 冶炼增速偏低, 粗炼产能构成瓶颈

从实际加工费的表现来看, 2021 年一季度见到铜精矿干散货 31 美元的最低点后, 加工费开启持续两年的反弹, 反应了铜精矿供应过剩于冶炼厂需求, 考虑到铜精矿实际产量增速平平, 冶炼厂产能增速相对于铜精矿增速则更低, 2022 年和 2023 年全球铜产业链主要的

生产瓶颈是在冶炼端，特别是粗铜冶炼。

图 17: 铜矿加工费持续反弹



图 18: 冶炼利润有所回落



资料来源: SMM、国投安信期货

根据 ICSG 数据，2022-2026 年全球粗铜铜冶炼产能增速在 0.5%。中国继续扩产但速度明显下滑，中国冶炼产能在过去 20 年已经扩张了 7 倍，到 2026 年会增长 23%，占全球增量的 43%。在 2022 年至 2026 年期间，刚果、印尼、伊朗、俄罗斯、塞尔维亚、南非、美国、乌兹别克斯坦和赞比亚均有新建、扩建或升级铜冶炼厂。2022-2026 年全球铜精炼产能年化增速在 2.5%。中国是主要精炼产能所在地，智利精炼产能到 2026 年将下降 15%，刚果将增长 40%。

2022 年全球精炼铜生产增速 2.8%，2023 年将增至 3.3%。2022 年世界精炼产量的预计增长率从 4.3% 下调至 2.8%，原因是一些粗铜冶炼厂的意料外的产量限制、萃取电积工厂的投产延迟以及意外或比预期更长的维护停机。这些事件主要发生在智利、巴西、墨西哥、美国、赞比亚和一些欧盟国家。2022 年和 2023 年世界精炼产量的增长将主要由中国电解产能的持续扩张以及刚果的萃取电积产能带来。预计 2023 年精矿产铜和废铜产量将呈现更高的增长率。

Codelco 旗下 Chuquicamata 冶炼厂在 11 月进行重大维护，这将导致进一步的运营问题。Codelco 将在 2023 年将其对中国的精炼铜销量减半，除了 Chuquicamata 冶炼

厂的问题，还有 Ventanas 冶炼厂关闭。Codelco 2023 年铜产量可能总共减少 20 万吨。智利国家铜业公司将 2023 年发往中国市场的铜长单溢价敲定在 140 美元/吨，同比增 33%；在欧洲市场的报价在 230 美元/吨左右，同比上涨 80%。由于出现二氧化硫排放泄露事故，当地宣布该地区出现环境紧急情况，Codelco 在 6 月初暂停了其 Ventanas 冶炼厂和精炼厂的运营以进行维护。Ventanas 需要 5000 万美元的投资才能符合环境标准。

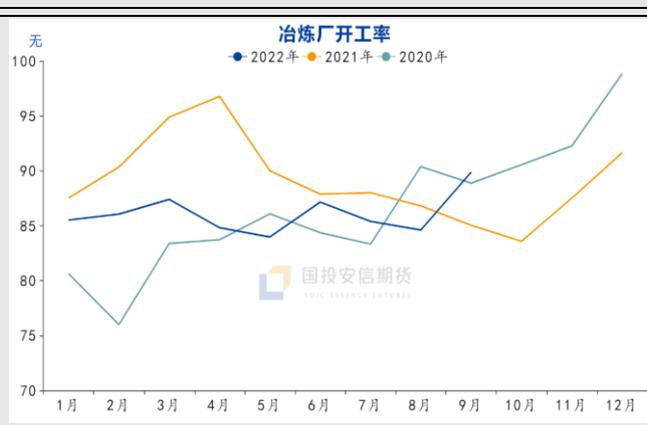
欧洲方面，欧洲最大的铜冶炼厂 Aurubis 在 10 月表示，2023 年，该公司向欧洲客户收取贸易升水 228 美元。这远远高于 2022 年每吨 123 美元的溢价。溢价上升的原因包括铜需求强劲、库存较低以及能源和运输成本高企的预期。此外消费者不愿从俄罗斯进口金属。海外铜供应有趋紧迹象，这也是向中国出口的铜总量减少的原因之一。

从冶炼利润来看，五一之前冶炼利润冲高，高铜价、硫酸价格和高加工费都有利于冶炼厂利润，但随着硫酸价格快速下滑，副产品利润损失殆尽，冶炼利润也回到去年下半年的水平。从开工率来看，铜冶炼厂开工率今年表现较为平稳，基本围绕 85% 上下波动，下半年略有走高倾向。

图 19: 硫酸价格下半年崩跌



图 20: 冶炼开工率较为稳定



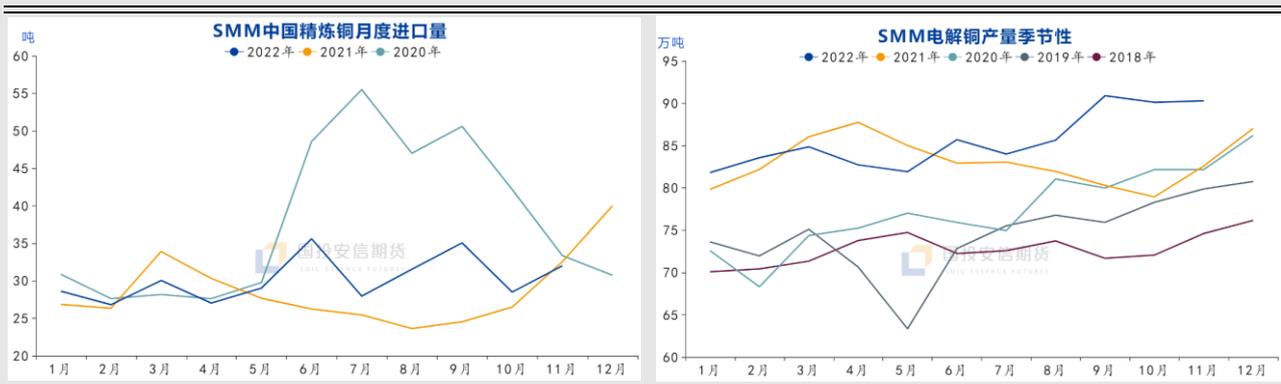
资料来源: SMM、国投安信期货

4.3 供应缺口在全球转移，国内供需两弱致紧平衡

从国内供需来看，疫情三年需求波动较为剧烈，但供应较为稳定。具体来看，2022年全国精炼铜产量前10个月为899.8万吨，同比增长5.3%，高于去年2.9%的增幅。2022年全国精炼铜表观消费前10个月为1178.1万吨，同比增长6.5%，2021年同期为下降8%。2022年铜消费增速仍高于去年，前10个月铜进口303.2万吨，也增长了11.7%。更进一步地看，我们发现国内实际的表观消费是不如2020年的，但供应相对于2020年是有较大的增长，这也符合我们对于国内需求总体增长乏力的感受，供应带来的余量主要由过去两年进口量的萎缩拉平（相对于2020年，进口少了，国内供应多了）。从两年的时间维度来看，年内进口量的大幅下降成为左右国内供需平衡的主要因素，反应了需求外强内弱的结构性特征，海外需求变化成为决定供需方向的主要驱动。

图 21: 2022 年铜进口略高于 2021 年

图 22: 国内铜产量增速前高后低



资料来源: SMM、国投安信期货

图 23：2022 年全球总库存跌至新低

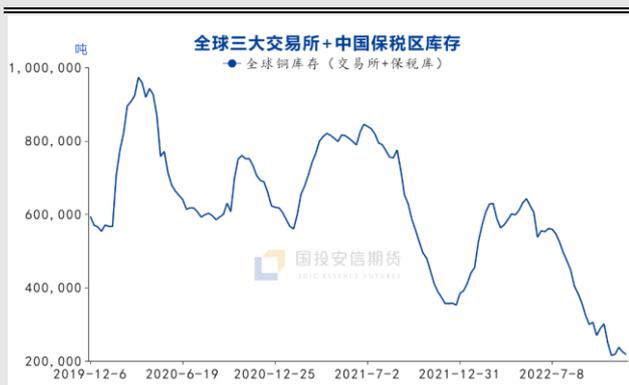


图 24：保税区库存反应贸易流动



资料来源：国投安信期货

2022 年全球铜库存再创新低。截至 12 月初，全球交易所库存加上上海保税区库存总计 21.8 万吨，达到过去十年来的新低，在 2021 年之前，这一数值的均值约在 90 万吨，过去连续三年年底的库存量分别为 62、32.7 和 21.8 万吨，如果不考虑隐形库存，这意味着 2022 年全球铜供需缺口大约有 11 万吨，同一口径下 2021 年为短缺 29.3 万吨。

结构性的来看，库存延续了前高后低的态势。国内库存延续了季节性补库去库的特征。铜价在经历了二季度暴跌之后，内外现货同时吃紧，特别是国内库存持续下滑，现货升水持续走强，引导进口贸易升水来到历史最高水平，进口贸易升水的飙升，进一步的也引导了四季度铜价走势再度企稳走强。

图 25：LME 库存波动下降



图 26：国内库存低位波动



资料来源：Wind、国投安信期货

5. 供需总体平衡，预期因素主导价格重心

5.1 2022 料供需平衡略有改善

ICSG 预计 2022 年将出现约 325000 吨的赤字，主要原因是中国的表观使用量高以及铜产量增长受限。预计 2023 年全球铜市场将过剩 155000 吨。2022 年全球精炼铜表观消费增长 2.2%，在 2023 年增速将下降至 1.4%。由于能源价格上涨和高通胀，全球经济前景恶化，导致 2022 年和 2023 年精炼铜消费增长率下调。中国以外需求增速 2022 年 1.8%，2023 年略增至 2.5%。2022 年中国铜表观消费 2.5% 高于预期，原因是 2022 年进口增 10%。预计 2023 年消费增速降至 1%。部分国家的基建建设和全球清洁能源和电动汽车的发展从长期支撑铜消费稳定。

图 27 全球铜供需平衡表

全球铜年度供需（单位：十万吨）							
十万吨	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
铜供应							
中国	89.5	97.6	97.9	100.5	105.8	111.7	115.7
	1.6%	9.1%	0.3%	2.7%	5.3%	5.6%	3.60%
智利	25.3	26.6	26.5	25.1	26.1	26.9	24.2
日本	15.3	15.0	15.2	14.8	15.0	15.7	16.5
美国	13.6	13.4	13.2	12.3	13.5	13.8	15.3
俄罗斯	8.9	9.1	9.0	8.8	9.3	9.6	10.6
其他	88.6	93.5	92.1	88.6	90.5	93.4	98.0
总供应	241.2	255.3	253.9	250.1	260.3	271.1	280.3
同比	2.0%	5.8%	-0.5%	-1.5%	4.0%	4.2%	3.40%
铜需求							
中国	121.3	127.8	134.0	136.5	142.9	146.2	150.2
	5.6%	5.4%	4.8%	1.9%	4.7%	2.3%	2.70%
美国	18.3	18.8	18.5	17.6	18.3	18.7	19.2
德国	12.9	13.2	13.5	12.5	13.3	13.6	14.3
日本	10.3	10.5	10.7	10.3	11.1	11.4	12.1
印度	5.9	6.1	6.3	5.9	5.9	6.3	6.9
其他	69.2	71.0	74.9	69.2	73.1	75.3	76.1
总需求	237.9	247.4	257.9	252.0	264.6	272.5	278.8
同比	4.0%	4.0%	4.2%	-2.3%	5.0%	2.6%	2.30%
过剩/缺口	0.8	1.6	(3.0)	(1.9)	(4.4)	(1.4)	1.5

资料来源：国投安信期货，WBMS，icsg

从国内来看，各领域消费增速我们给出以下假设：白电领域降 1%，电力电网 4%，地产领域用铜增速-2%，传统汽车增速 1%，新能源汽车增速 60%、风电增速 20%、光伏增

速 70%，按照现有消费占比核算，国内消费增速测算约增长 2.7%。海外需求方面，OECD 给出的 2022 年全球经济增速为 2.2%，考虑到可能的欧美衰退，我们保守给出的海外铜需求增速在 1.5%。全球总的需求增速在 2.3%。供应方面，我们给出的全球铜矿增速在 3.7%，总的精炼铜供应增速在 3.4%。预估 2023 年全球铜供应过剩 15 万吨，出现五年来首次铜市场供需过剩局面。

5.2 宏观预期内强外弱

站在 2022 年年底来看，宏观预期呈现内强外弱之势，国内 2022 年经济基数低，年中遭遇了上海疫情冲击，外需出口下滑，美国加息导致人民币贬值，房地产行业信用危机等等事件拖累经济信心，投资、消费、出口均面临了阶段性压力。而随着疫情管控放开，人民币开始回升，加上较低的国内通胀，国内政策空间已经打开，货币财政政策有望快速落地，但仍需警惕上半年经济本身可能的倒春寒，下半年预计经济形势将更为明朗。

海外主要面临着高通胀未能有效控制，但欧美制造业和消费已经开始呈现出节节向下的态势。近期虽然美联储有一些给加息减速的声音，但加息从减速到停下，包括缩表操作的改变，都可能需要欧美通胀下到 5% 以下的水平，而这一过程或将持续一两个季度。在这一过程中，市场的过度乐观可能导致风险资产较为快速的重估——衰退前景叠加货币政策继续从紧，风险资产仍有大幅回调可能。

5.3 总结与展望

2020 年开启的牛市可以总结为全球快速扩张的流动性对供应能力有限的铜现货和生产能力的追逐。而现在正处于这一过程的逆反馈的初期，我们看到了流动性的收缩和铜生产能力在确实扩张，但两者都是非常和缓的过程，对于这一过程的过快估价是 2022 年铜价大幅震荡的原因。2023 年我们会看到这一过程的延续，但价格波动将有所缓和。

我们判断 2023 年铜价重心将较 2022 年略有下降，我们判断 2023 年均价在 7700 美元一带，对应的区间在 6600-8800 美元，沪铜价格区间在 5.5 到 7 万元/吨，风险主要集中在上半年的美联储加息尾部风险和国内经济可能的倒春寒（疫情冲击）。

【免责声明】

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或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。

国投安信期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路1号高新大厦12层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路168号17楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信



国投安信期货 APP

