

## 国信期货研究报告

铜铝

海外风险叠加冲击 有色警惕冲高回落风险

2022年9月25日

## ● 主要结论

9月临近尾声，国内外大类资产价格跌宕承压，金融风险偏好持续走弱，考虑到当前海外高企通胀及欧美激进加息的压力，投资者海外经济陷入衰退的忧虑升温，雪上加霜的是海外地缘局势近期显著升级，乌克兰四洲宣布启动加入俄罗斯的公投，俄罗斯也罕见发出动员令。面对接踵而来的重磅风险事件、国庆长假空档期和十月国内外政策敏感期，投资者对有色为代表的大宗商品国庆长假前后需要控制风险。

从海外宏观大环境来看，当前全球正处于的是过去四十年来全球市场强度最大波及范围最广的“加息潮”，考虑到近期原油价格回调之际欧美核心通胀仍维持高位，预计11月和12月海外继续激进加息议程已成共识，同时因各国经济和就业韧性不同，预计美联储加息相比欧洲和英国央行将更为激进，叠加地缘危机升级和新冠猴痘等病毒海外持续蔓延的尾部风险，资金避险需求将推高美元持续强势，并对股债汇及商品等主要资产价格形成较大压力。

对于大类资产趋势而言，国内外货币财政政策和行业基本面的背离，将使得海外主导的美元计价大宗商品面临更大压力，而国内人民币计价商品相对抗跌一些，尤其是我国不断出台稳经济保交楼等政策措施“组合拳”，对传统基建与新能源消费主导的大宗商品价格起到一定的托底支撑作用。整体来看，当前大宗商品主线逻辑还是看全球宏观主导下的资产配置和需求前景，预计美联储未来两次激进加息幅度在125个基点左右以抑制高通胀，而加息外溢效应或加大部分经济体的资本外流、金融市场动荡、货币贬值等冲击，而风险资产需要警惕9月底10月初出现高位进一步回撤风险。

对于有色板块趋势而言，三季度以来铜铝镍锌等品种不乏阶段性主力资金推动的近月“挤升水”行业，市场资金反常地聚集在近月的背后是，实体产业与机构在供应链不稳之下缺乏对远月布局信心。短期强势更多体现在现货和近月，中长期悲观更多反映在远月，投资者特别对10月临近交割有色近月合约方向性选择做好应对预案，建议做好资金管理和风控，节前提前做好移仓换月准备，主动降低和应对市场潜在波动放大的威胁。

分析师:顾冯达

从业资格号: F0262502

投资咨询号: Z0002252

电话: 021-55007766-6618

邮箱: 15068@guosen.com.cn

## 独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、全球宏观热点跟踪分析

“面对波谲云诡的国际形势、复杂敏感的周边环境、艰巨繁重的改革发展稳定任务，必须始终保持高度警惕，既要高度警惕‘黑天鹅’事件，也要防范‘灰犀牛’事件。”

“国家安全是国家生存发展的基本前提。没有安全和稳定，一切都无从谈起。国内外环境的深刻变化既带来一系列新机遇，也带来一系列新挑战。”

——2022 年出版《总体国家安全观学习纲要》摘录领导人重要论述

9 月临近尾声，国内外大类资产价格跌宕承压，金融风险偏好持续走弱，考虑到当前海外高企通胀及欧美激进加息的压力，投资者海外经济陷入衰退的忧虑升温，雪上加霜是海外地缘局势近期显著升级，乌克兰四洲宣布启动加入俄罗斯的公投，俄罗斯也罕见发出动员令。面对接踵而来的重磅风险事件、国庆长假空档期和十月国内外政策敏感期，投资者对有色为代表的的大宗商品国庆长假前后需要控制风险。

从海外宏观大环境来看，当前全球正处于的是过去四十年来全球市场强度最大波及范围最广的“加息潮”，考虑到近期原油价格回调之际欧美核心通胀仍维持高位，预计 11 月和 12 月海外继续激进加息议程已成共识，同时因各国经济和就业韧性不同，预计美联储加息相比欧洲和英国央行将更为激进，叠加地缘危机升级和新冠猴痘等病毒海外持续蔓延的尾部风险，资金避险需求将推高美元持续强势，并对股债汇及商品等主要资产价格形成较大压力。

图：2022 年以来全球经济增长与通胀预期剧烈变化，多因素叠加影响大宗商品产业链

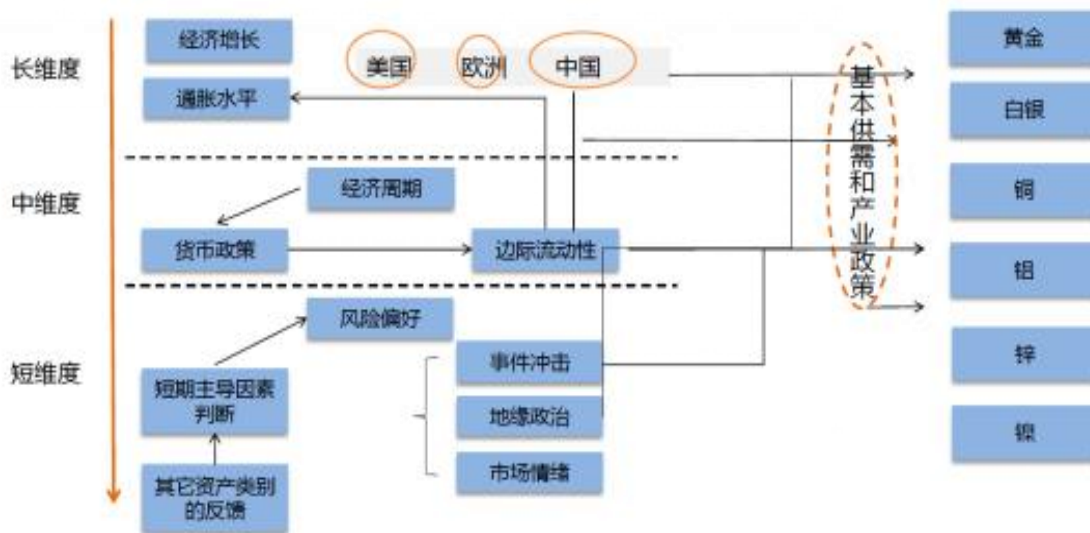


数据来源：国信期货整理

对于大类资产趋势而言，国内外货币财政政策和行业基本面的背离，将使得海外主导的美元计价大宗商品面临更大压力，而国内人民币计价商品相对抗跌一些，尤其是我国不断出台稳经济保交楼等政策措施“组合拳”，对传统基建与新能源消费主导的大宗商品价格起到一定的托底支撑作用。整体来看，当前大宗商品主线逻辑还是看全球宏观主导下的资产配置和需求前景，预计美联储未来两次激进加息幅度在 125 个基点左右以抑制高通胀，而加息外溢效应或加大部分经济体的资本外流、金融市场动荡、货币贬值等冲击，而风险资产需要警惕 9 月底 10 月初出现高位进一步回撤风险。

对于有色板块趋势而言，三季度以来铜铝镍锌等品种不乏阶段性主力资金推动的近月“挤升水”行业，市场资金反常地聚集在近月的背后是，实体产业与机构在供应链不稳之下缺乏对远月布局信心。短期强势更多体现在现货和近月，中长期悲观更多反映在远月，投资者特别对 10 月临近交割有色近月合约方向性选择做好应对预案，建议做好资金管理和风控，节前提前做好移仓换月准备，主动降低和应对市场潜在波动放大的威胁。

图：2022 年以来全球经济增长与通胀预期剧烈变化，多因素叠加影响大宗商品产业链



数据来源：国信期货整理

## 二、铝趋势分析展望

### 1、地缘乱局冲击全球分工，海外铝供需贸易面临重整

今年 3 季度，我国有色在国内疫情后的消费增长预期被悲观的海外经济忧虑盖过，有色面临的“低库存、紧平衡”的产业链现状被削弱，其供需平衡更容易受到市场未来预期增量变化的影响，但反弹意料之中，反转尚难确认，大类资产难逆宏观而行。过去两年作为全球经济复苏预期的必需品，有色金属在货币政策宽松持续、经济增长低位复苏的背景下，具备极强价格上涨的空间和动力，但在货币政策加速收紧和海外经济增长失速威胁下，整体趋势呈现将受限承压，仅仅相比其他品种具有较强的价格韧性。

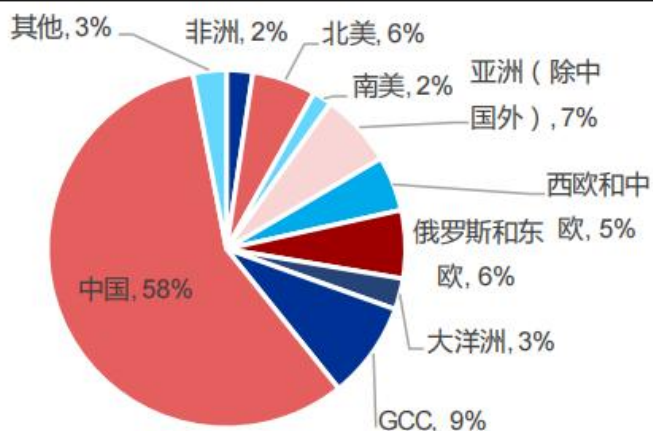
3 季度，俄乌冲突爆发后欧洲电价进一步飙升，当地电解铝冶炼厂面临电力危机。事实上，目前欧洲天然气供应紧张已导致欧洲电力价格在去年飙升了数倍，这对铝生产商来说是一个大问题，因为电力占他们冶炼成本的 40% 左右。欧洲铝业协会声称，近百万吨万吨铝产能受到了减产或开工率波动的影响。



从海外最新局势变化来看，日前俄罗斯通过北溪一号管道向德国输送的天然气下降到只有运能的 20%，欧洲能源危机加剧，导致电力价格飙升，给与电解铝一定的成本支撑。据德国工商大会发布消息称，由于欧洲能源危机和电价大幅抬升影响，欧洲当地能源密集型产业受到尤其严重的打击，约 32% 的能源密集型公司被迫全部或部分减产，其中包括欧洲地区近百万吨铝产能受到停产减产的影响，目前剩余多数企业正依托长协电价和政府专项能源补贴为艰难求生，海外电解铝等高耗能行业仍有相对压力。

根据国际铝协（IAI）的数据，西欧的年化产量比去年下降了约 50 万吨。5 月份的开工率为 296 万吨，是本世纪以来的最低水平。能源危机主要影响到德国、法国和荷兰的冶炼厂，而挪威和冰岛的冶炼厂分别获得了水力发电和地热发电的缓冲。这两个国家的产能在过去一年左右的时间里一直在攀升，这可能掩盖了 IAI 西欧数据中其他地区产量损失的全貌。东欧的铝产量也在下滑。今年前 5 个月，累计产量同比下滑 1.5%，反映出罗马尼亚、黑山和斯洛伐克共和国的减产。

图：欧洲局势从乱局到战局，地缘冲击对全球电解铝产量影响范围不容小觑



数据来源：网络信息整理

根据国际铝业协会（IAI）月度数据显示，欧洲的能源危机已导致中国以外地区的年化产量下降了 46 万吨，中国则冶炼厂则抗住疫情影响继续提高开工率，中国 5 月份原铝产量达到创纪录的 342 万吨，年化产量达到了 4027 万吨的历史最高开工率。目前中国电解铝冶炼行业在全球产出中的份额高达 58.91%。

由于欧洲电力短缺看不到结束的迹象，未来几个月，更多的欧洲生产可能会受到威胁。瑞银（UBS）分析师估计，除非电价下跌，否则欧洲还有 80 万吨冶炼产能将面临风险，而目前看来，电价不太可能下跌。此外，由于俄铝最近没有任何详细的产量数据，因此很难得知具体情况，但业内没有证据表明俄罗斯俄铝的产量出现大范围中断，尽管制裁中断了俄铝西伯利亚冶炼厂的原材料供应，但其似乎从中国等欧美以外地区获得原料供应。

值得注意的是，尽管中国长期对原铝出口进行关税限制，但今年中国却一直大力出口未锻造金属，其中大部分铝正流向欧洲，因欧洲目前经历的由能源问题导致的铝危机预计下半年难有太大缓和。据 IAI 数据，2021 年欧洲电解铝产量为 746.8 万吨，占全球电解铝产量比重为 11%，其中西欧和中欧电解铝产量为 332.9 万吨（占全球产量 5%），俄罗斯和东欧电解铝产量为 413.9 万吨（占全球产量 6%）。而据俄铝公告，2021 年原铝产量 376.4 万吨，占全球原铝产量的 5.6%，铝增值产品约 41% 出口欧洲。

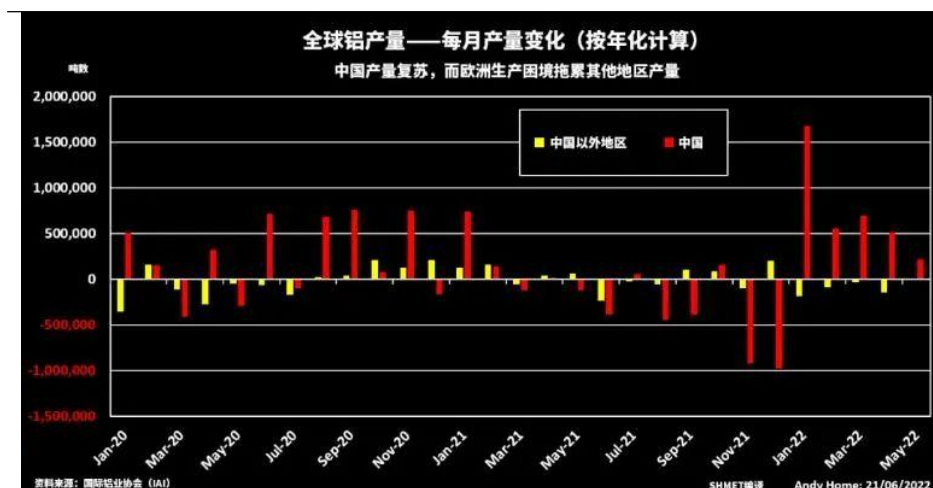
然而从电解铝定价方面来看，海外滞涨忧虑甚至欧美局部经济衰退风险加大背景下，股市以及大宗商品等主要风险资产偏向于承压下跌，而对于有色等大宗商品市场而言，滞涨周期的前期阶段由于通胀

上行明显，会拉动所有主要有色矿业资源品齐涨，但随着通胀对于消费能力的侵蚀加大抑制实际需求，那么对于需求主导型的商品将承压，而有色各品种正面临相同宏观因素下的内外短周期错配与强弱分化。

从地缘政治上，2022 年 3 月至今，随着俄乌乱局持续不断螺旋式恶化，在欧美俄政治经贸不稳定局势下全球资产价格经历“恐慌避险、预期缓和、观望不安、再恐慌避险”多轮循环，全球资本市场情绪不稳，资产价格尤其是大宗商品价格波动剧烈，上述情况正是百年变局叠加国际乱局下大宗商品自我调节能力失灵下的“应激性反应”，地缘政治持续也带来全球经济衰退的系统性风险。

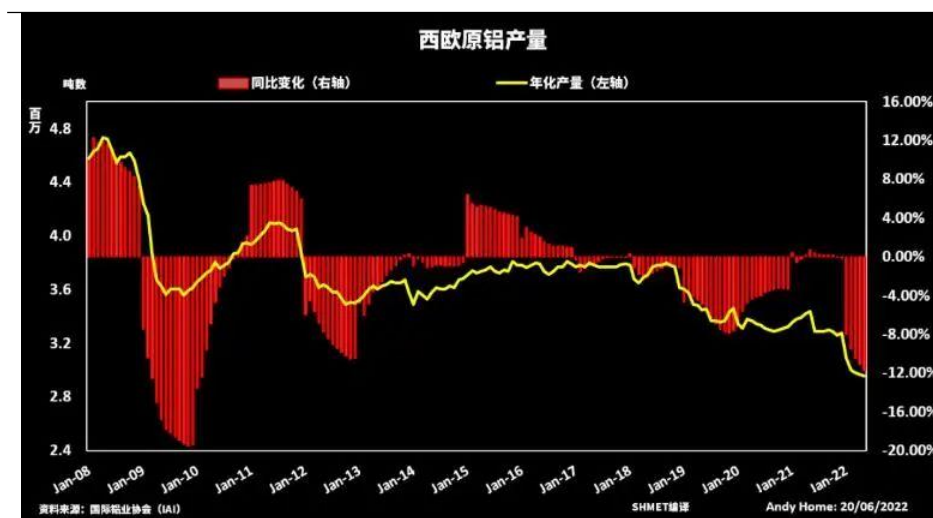
俄乌冲突后欧洲能源危机恶化，电力成本高企，电解铝减产。即使欧洲未停产的铝厂其与电力公司有季度、半年或者年度以上的长单也难以抵御电价攀升，因随着长协电费逐渐上涨后续欧洲电解铝减产规模可能进一步扩大。欧洲占全球电解铝产量的 11%，俄罗斯占欧洲电解铝产量近半。欧洲地区乱局已成现实，地缘政治持续刺激各国纷纷强化大宗资源品保障和储备，然而短期难以一蹴而就，也带来全球经济下滑风险，加剧全球变局下大国关系重塑带来的产业经贸关系的动荡调整与变革。

图：2022 年以来全球铝产量显示，中国出现显著增量，而中国以外的地区持续减量



数据来源：国际铝业协会（IAI），国信期货整理

图：2022 年以来全球铝产量显示，中国出现显著增量，而中国以外的地区持续减量

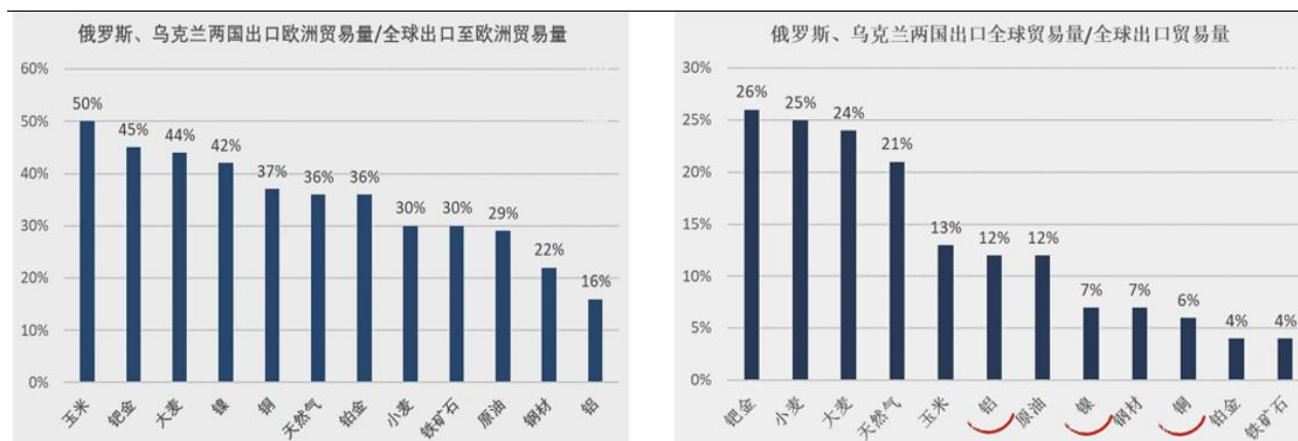


数据来源：国际铝业协会，国信期货整理

今年以来，欧美多国铝企业、航运企业、港口均宣称停止与俄罗斯业务来往，俄铝产品出口受阻，加剧海外电解铝短缺。随着欧美制裁不断升级，欧美还禁止俄罗斯和俄企经营的船只进入欧盟港口，同时还禁止俄罗斯和白俄罗斯的公路运输公司在欧洲经营，欧美制裁正迫使全球铝贸易和供需发生巨变，俄铝产业链和出口受限、欧美铝生产亏损库存降低、中国铝供需则更多外部不确定性。

数据显示，2022年3季度以来，LME铝库存不断创新低，目前为十多年以来新低。LME铝库存的下降与欧盟制裁俄罗斯有较大关系。由于目前俄罗斯航运公司被禁止向欧洲港口发运，阻碍俄罗斯金属等商品向欧盟流入，使得俄罗斯生产的铝不得不向亚洲地区发运，表现为库存由欧洲向亚洲转移。同时，制裁也造成了全球海运运力阶段性下降，海运费上涨，运输周期拉长，这都造成在途货物增加，LME铝显性库存下降，扰动铝市供需变得更为脆弱。

图：俄乌局势从乱局到战局，地缘冲击对全球电解铝产量影响范围不容小觑



数据来源：国信期货整理

### 3. 疫情加剧供应链脆弱性，中国铝供需依旧偏弱

近期，有色板块相对坚挺抗跌，反弹预期之内反转尚需更多耐心，对有色板块短期谨慎观望，因国内外产业基本面情况偏弱，不排除出现新一轮回调风险。中国有色金属工业协会党委书记兼新闻发言人陈学森在三季度召开的2022年上半年有色工业经济运行情况新闻发布会上表示，今年上半年，面对复杂严峻的国际环境和国内疫情多点散发等不利因素，我国有色金属行业、有色金属企业认真贯彻落实党中央、国务院疫情防控和稳增长的决策部署，行业运行总体保持平稳向好的态势。

陈学森表示，从全球经济环境看，下半年有色金属工业经济运行将面对全球经济滞胀风险加大、美联储持续加息、海外金融市场波动、世界经济低于预期，以及美欧对俄制裁、全球疫情反复等多重外部压力。总体看，下半年，全球经济增速将进一步放缓，通胀水平还将维持高位，“滞胀”风险持续加大。

陈学森表示，从我国经济环境看，下半年，保持平稳运行的积极因素增多：一是上半年国家出台的一系列稳增长政策效果将会逐步显现；二是7月28日中央政治局召开会议，明确下半年要调动各方积极性，要在扩大需求上积极作为，财政货币政策要有效弥补社会需求不足，货币政策要保持流动性合理充裕，提高产业链供应链稳定性和国际竞争力，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境；三是光伏、风电等可再生能源的发展，汽车轻量化、电动化及新能源汽车电池扩产将拉动有色金属需求。总体看，外部环境更趋严峻复杂，国家出台的一系列稳经济政策将会逐步显效，下半年国内经济有望企稳回升。



陈学森表示，根据上述国内外宏观环境，结合有色协会编制的“三位一体”景气指数，在不出现“黑天鹅”事件的前提下，初步判断，下半年有色金属工业将继续保持平稳运行的势头。现对下半年及全年有色金属工业主要指标预测如下：一是下半年有色金属工业生产总体保持平稳，全年增幅有望达到3%左右；二是下半年主要有色金属价格下行压力加大，但受成本支撑出现塌方式下跌的可能性不大，预计全年主要有色金属年均价格仍有望与上年均价持平或略高于上年均价；三是下半年规上有色金属企业实现利润增幅放缓，但全年实现利润仍有望与上年大体持平；四是下半年有色金属行业固定资产投资额将继续保持增长的态势，全年增幅有望高于2021年的增幅；五是下半年有色金属产品出口增幅可能会放缓，但全年出口增幅仍有望高于上年；下半年铜、铝等矿山原料进口有望保持稳定或略有增加。

2022年1-8月，奥密克戎毒株多个亚型在国内外加速传播，国内和海外正在面临新一轮新冠肺炎疫情的威胁，国内疫情呈现点多、面广且持续时间长的特点，对我国包括有色金属在内实体产业的开工效能、物流成本、供需平衡和交易活跃度等都产生不同程度的影响。对国内有色等实体产业影响已不亚于2020年新冠疫情爆发起始阶段带来的损害，给我国生产和消费再次面临严峻考验，但供应影响明显更小。

从国内铝供需平衡来看，1-8月国内铝供需平衡有所改善，尤其是云南、青海等地部分电解铝小幅复产，整体国内供应量缓慢抬升，而需求端与中国疫情导致国内经济下行压力加大、需求下滑有着直接的关系。目前，疫情对电解铝生产的直接影响相对有限，因此2022年以来电解铝生产呈现快速恢复的态势，立足当下考虑到当前正处于消费淡季，需求下行使得基本面仍然存在偏空情绪，若检修或减产规模没有进一步扩大，本轮铝价反弹高度恐将受限。

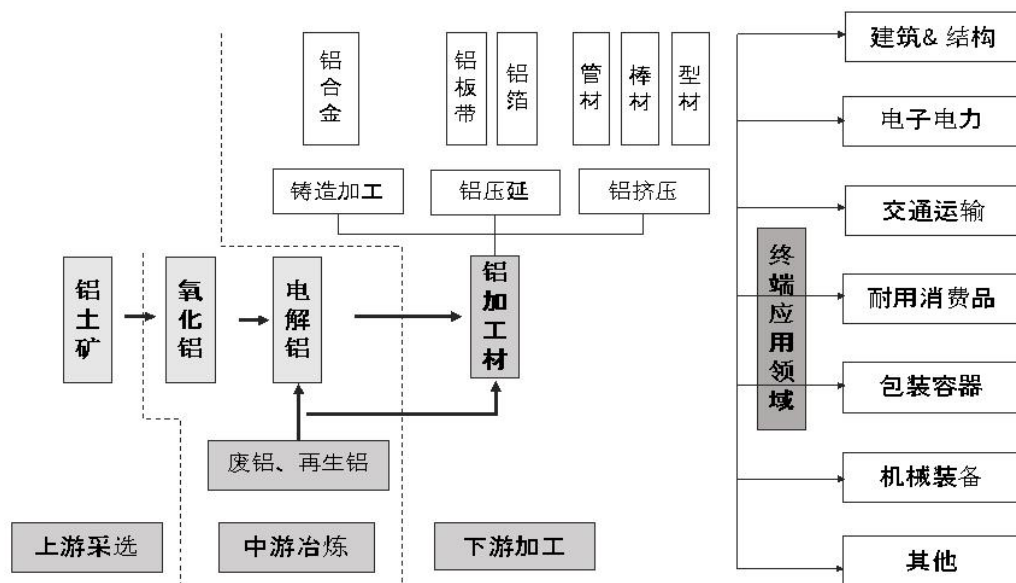
根据安泰科测算，2022年7月中国电解铝加权平均完全成本（含税）为17788元/吨，当月平均利润仅为277元/吨，较6月份减少1498元/吨，较年内利润最高点减少约5347元/吨，是自2019年3月份以来盈利水平最低的时期（除个别铝价非理性大跌或成本超常增加的月份）。安泰科初步统计，7月份中国电解铝产量约为352.5万吨，其中亏损产量占比45.2%。

从用电成本来看，三季度正处于“迎峰度夏”期间，电厂日耗逐步攀升，煤炭供应继续偏紧，6-8月份煤价呈现季节性震荡走高，铝厂自备电价保持高位水平。但近期广西、云南等地区执行丰水期优惠电价，网电价格有所回落使得用电成本整体下降。根据安泰科统计，7月全行业综合加权平均电价为0.456元/千瓦时，环比下降0.015元/千瓦时。

从主要原料来看，三季度以来氧化铝成本稳中有降。氧化铝市场在铝价暴跌的影响下表现出偏空情绪，但在成本支撑以及需求依旧较强的预期之下，氧化铝价格在平稳之中环比微降。从主要辅料来看，3季度月份中国预焙阳极价格结束了连续5个月的上涨行情转而下行，石油焦等原料价格的走低是导致阳极价格下滑的主要原因。安泰科铝用预焙阳极报价显示，7月份阳极均价为7468元/吨，环比下跌280元/吨，短期内阳极价格仍有进一步下行空间。

分省区来看，由于各地区生产要素、能源配备以及运输半径等方面的差异，区域之间成本分化依然较明显，经营情况不尽相同。电价依然是导致区域成本呈现阶梯分布的主要原因。位于成本第一个1/4分位的新疆、云南等省/区，仍然有较为可观的利润，大致在1500-3000元/吨；而处于最后一个1/4分位的河南、广西、重庆、辽宁等省/区，成本大致在19000-21000元/吨，已经出现亏损。目前，北方已有高成本企业开始安排检修或者计划检修，而西南地区复产节奏也受到部分影响，但由于减产规模较小，供应端还没有受到太大波及。

图：2020-2021 年全球铝市结构性错配，2022 年上述情况在海外仍存在，但国内供需明显缓和



数据来源：国信期货整理

从国内基本面来看，目前我国电解铝供需基本面方面表现偏弱，主要因本土局地疫情扰动下国内电解铝供应压力仍存，铝冶炼厂面对利润和疫情多重扰动暂时抗住压力减产幅度较小，而需求端因融资性消费停滞，电解铝市场下游更多依靠刚需消费支持，更多增量尚未完全复苏方向。

总体而言，新一轮奥密克戎疫情对于国内有色金属产业的整体影响较大，但预计随着局地疫情的稳步受控，以及政策推动的复工复产节奏加快，市场信心恢复增强，产业链、供应链将逐渐得到修复。值得注意的是，本轮疫情对经济和很多地区铜产业的影响已经达到 2020 年爆发的起始阶段损害程度，但后期恢复的速度和全产业链的协同能力或将较之前全国性的推动复工复产略显缓慢，主要是由于疫情经过两年多的发展演变，全球的状态已经发生了明显分化，“报复性消费”和“订单回流”的拉动力明显减弱，同时国内各地防疫措施的不同和管控时间上的差异，协同一体化恢复的脚步也将为之艰难。

对于有色板块趋势而言，三季度以来铜铝镍锌等品种不乏阶段性主力资金推动的近月“挤升水”行业，市场资金反常地聚集在近月的背后是，实体产业与机构在供应链不稳之下缺乏对远月布局信心。短期强势更多体现在现货和近月，中长期悲观更多反映在远月，投资者特别对 10 月临近交割有色近月合约方向性选择做好应对预案，建议做好资金管理和风控，节前提前做好移仓换月准备，主动降低和应对市场潜在波动放大的威胁。展望后市，尽管铝价下方价格支撑有明显表现，但短期国内外铝市基本面难以推动盘面持续回升，未来 4 季度我国在传统消费淡季出现季节性累库，削弱铝价低位抗跌性，短期铝价预计维持震荡走势为主，投资者应聚焦短期市场风控和资金管理。

### 三、铜市趋势分析展望

#### 1. 自然资源：全球精矿紧缺缓和 然矿山供应扰动较大

从有色板块来看，海外滞涨忧虑甚至欧美局部经济衰退风险加大背景下，股市以及大宗商品等主要风险资产偏向于承压下跌，而对于有色等大宗商品市场而言，滞涨周期的前期阶段由于通胀上行明显，会拉动所有主要有色矿业资源品齐涨，但随着通胀对于消费能力的侵蚀加大抑制实际需求，那么对

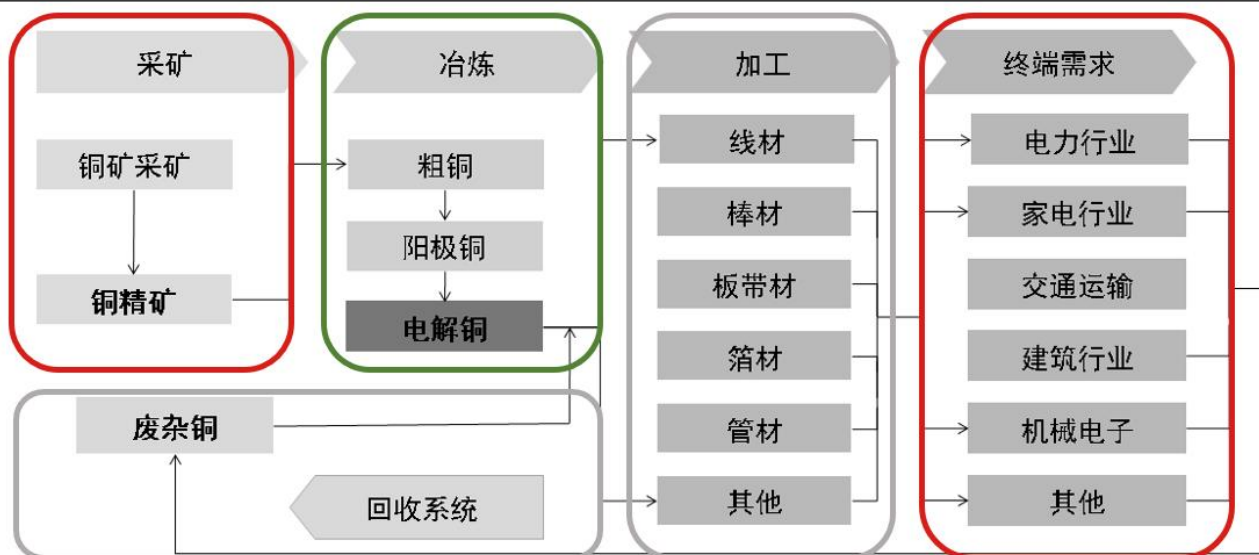


于需求主导型的商品将承压，而有色金属板块各品种正面临相同宏观因素下内外短周期错配与分化。

对于国内而言，考虑到目前中国正处于“工业化社会”阶段的中后期，经济增长仍以实体工业为主，而我国有色产业链比较完整且规模庞大，仍存在上游资源自给率不足及深加工及合金材料方面的短板，因此我国有色工业体系要完成新型工业化转型升级还有较大空间和潜力，预计我国有色金属消费强度预计在 2025-2030 年左右达到高峰，中国若坚持“以我为主以稳为主”的政策趋势，进一步稳住内需基本盘，将有助于有色产业在内实体市场企稳，有色金属板块内铜铝具有较强内需抗跌韧性。

中国是世界排名第一的电解铜冶炼生产及消费大国，产业上游资源端对外依赖度高，近年来全球铜矿山存供应瓶颈和较大扰动因素，且铜矿边际成本处于逐年抬升趋势，而冶炼端存在由于新扩建产能投放高峰再起，使得 2020-2022 年中国铜冶炼面临“吃不饱利很薄”的窘境，而铜产业链供应端的压力相比其他工业金属相对较小，铜冶炼产能过剩有助于市场利润向铜矿及铜加工行业转移。从需求弹性的角度来看，房地产、家电、交通和电子是国内铜消费最主要的领域，其中房地产带动铜消费主要表现在两个方面：一是房地产建设本身需要敷设的电缆和相关变电设备等；二是新房装修带动空调等电器产品需求（电缆与家电的铜需求约占中国整体铜需求一半）。当前房地产调控压力犹在，使国内空调、汽车等产业增长乏力，但内需刺激政策蓄势待发，同时全球新冠疫情与金融市场极端波动影响铜消费前景。

图：产业链主要影响因素分析——铜上游供应弹性小于下游消费弹性



数据来源：WIND，国信期货

从铜资源周期来看，世界铜矿资源分布不均，主要集中于智利、秘鲁等拉美地区，但未来 1 年全球主要产区能转化为新增供应的大型铜矿项目寥寥无几，同时正开采的部分大型铜矿山因老化或升级改造面临供应产能下滑，展望全年来看，全球铜精矿供应弹性较小，同时可预期的新增项目进展缓慢，而在原有矿山基础之上增产成通常需要至少 2-3 年左右，预计 2022 年全球铜矿偏紧张格局可以延续，这将制约精铜产量供给，令全球精铜供应弹性有限成为大概率事件。

从铜矿山开发进程来看，大型矿业公司经营主要集中在勘探、采选环节；从资源勘探到采矿，这个过程可能需要很长的时间，在这期间项目需要大量的资本支出，而且只有在上述期间结束时公司才能指望现金流入。因此，大型矿山项目的开发具有一定的风险，需要大型矿业公司和多个矿业公司来联合完成。从中长期来看，2019-2021 全球铜矿新增供应量峰值已经过去，未来预估的新增供应量需要更高的铜价才会刺激项目的投资落地产生，而 2022 年全球铜矿产能增速下滑、品位下降、成本提升，新项目的投产和现有项目的改扩建增量较小，考虑到铜前期矿山产能投入高、投资周期长，使得铜矿短期难以快速增加产能。

### 3. 冶炼加工：过剩产能开工却不足 全球精铜库存过低

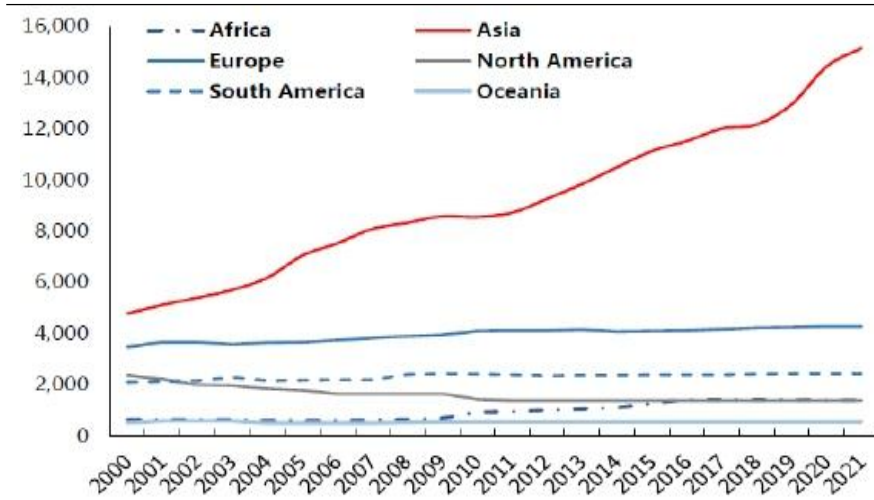
就全球铜供需而言，全球表观（三大交易所库存）铜库存不足全球数天的消费量，即使加上全球最大可跟踪隐形库存上海保税区铜库存也不足全球两周所需。根据国际铜业研究组织统计，全球铜矿产量分布：美洲占比 56%，亚洲占比 20%，非洲占比 11%，欧洲占比 9%，大洋洲占比 5%。而在全球铜需求分布：亚洲占比 72%，欧洲占比 16%，美洲占比 12%，非洲占比 1%，大洋洲占比 0.02%。

事实上，在整体铜产业链原料供应中，铜精矿在精炼铜原料中的占比在 80%以上，而中国作为精炼铜产销头号大国，铜冶炼企业的原材料主要依赖国外进口，而近几年来中国冶炼产能却处于快速扩张阶段，此消彼长下使得进口铜精矿加工费低迷，中国冶炼企业持续面临“原料紧张利润微薄”的窘境。根据业内调研了解，考虑现金成本后，中国铜冶炼厂的加工费盈亏平衡点一般位于 60 美元/吨左右，而 2022 年铜精矿加工费尽管恢复至该平衡点上方，但副产品利润下滑，对冶炼厂利润释放也造成了较大的限制。

就更长远的有色行业大格局来看，在当前百年罕见的历史变局中，中国遭遇地缘政治冲突加剧与产业洗牌升级转型的复杂局面，在世界各国开启新一轮科技创新与先进制造业军备竞赛的格局下，中国有色金属为代表的实体行业必须抓资源、去过剩、调结构、稳内需、促创新，加速产业升级节奏，在百年变局寻求突破机遇，而抓牢海外供应和国内消费是重中之重。此外，近年来废铜进口政策趋严趋紧，使得铜供应受到一定扰动。由于废铜原料供给问题、环保压力、资金压力，国内中小型粗炼厂不断面临关停和减产问题，尤其是民营的中小型粗炼厂。

此外，进口政策调整短期可能造成供应扰动，但中长期将可以基本满足废铜生产企业的需求，并一定程度影响铜精矿加工费和精废价差。2022 年全球铜精矿供应紧平衡的大背景，废杂铜必然成为补充矿产铜产出缺口的重要来源，但近年来中国废杂铜进口受到越来越多的政策及配额限制，使得海外铜矿原料的紧俏程度加大，预计未来需要再生铜进口和地方支持政策放松方能舒缓中国铜精矿资源对外依赖过高的困局。

图：全球分地区铜精炼产能计划投放对比（单位：千金属吨/年）



数据来源：SMM, 国信期货整理

### 4. 终端消费：下游行业待复苏期待行业再库存

中国是世界第一的铜消费国，贡献全球主要的铜消费增量，我国铜终端消费结构有别于全球。根据

请务必阅读正文之后的免责条款部分以信为本点石成金

安泰科的分类，电力行业是国内精炼铜消费最主要的领域，占比高达 50% 左右，其次是家电、交通、建筑和电子。电力类消费中约有 40% 为建筑用电力电缆，中国铜需求和固定资产类投资完成额高度相关。

从铜的终端消费来看，随着全球主要发达国家复苏态势加强，尤其是欧美政府高调推动制造业回归，使得产业重拾高速扩张态势。根据著名国际机构 CRU 统计，2020-2023 年全球精炼铜消费量复合年均增长率预计在 2% 的温和水平，其中占据近“半壁江山”的中国精炼铜消费量由于经济增长迈入转型升级期，一方面预计中国精炼铜需求增速中长期将逐步放缓（未来建筑领域用铜量将下滑，交通和机械等领域用铜将增长）；另一方面虽然中国第一大精炼铜消费国的地位依然不可撼动，但是中国精炼铜占全球消费量的比重将随之逐步滑落至 50% 以下。同时，除中国以外的发展中国家随着工业经济加速发展对精炼铜需求的增长将表现更为显著，但不足以弥补中国需求增速下滑的影响。

房地产带动铜消费主要表现在两个方面，一是房地产建设本身需要敷设的电缆和相关变电设备等；二是新房装修带动空调、洗衣机、冰箱、热水器等电器产品需求（电力电缆与家用电器两块合计铜需求约占中国整体铜需求一半）。国内空调、汽车等产业在经历了透支消费后增长乏力，尤其再叠加房地产调控压力显现，进一步影响消费端预期。在铜消费集中的电力领域，作为“十四五”规划开启之年，2021 年国内工业领域聚焦于能源结构变化，预计电网投资将整体维持平稳，难以有大的增长亮点，支撑铜消费的主要因素在于国内政策刺激扶持加大及铜价企稳后上下游持续去库存后的再库存需求。

根据先进工业化国家的发展经验，随着经济发展不同各国单位 GDP 能源和矿产的消费强度与人均 GDP、城市化率等指标暗合。目前中国正处于“工业化社会”阶段的中后期，经济增长由农业转向以制造业为主。目前我国有色产业链比较完整且规模庞大，考虑到我国建立的比较完整的工业体系还有进一步转型升级空间，且我国人口基数巨大、区域发展不平衡，要真正完成新型工业化、电气化和城镇化还有较大升级潜力。

梳理全球铜产业近十年来数据可以发现，占全球世界精炼铜消费近 90% 的 15 个国家或地区，已有 11 个在 2010 年前就出现了消费“峰值”，只有 4 个（中国、巴西、土耳其、西班牙）也正在逐步形成过程中。过去十年，中国平均单位 GDP 消费强度是世界的 3-4 倍左右、是美国的 8 倍、印度 4 倍、智利 2 倍，虽然我国单位 GDP 精炼铜消费强度已提前进入下降区域，然而我国人均铜消费尚未出现拐点且仍具潜力。

2019-2022 年中国的铜消费量处于不断上升但增速变缓的阶段，可以看到三个因素推动中国铜需求潜力：1、是房地产为代表的建筑、基建等固定资产投资；2、5G 与新能源领域发展对铜消费提升的促进，2、全社会电气化对铜消费的提升。“工业化社会”阶段的资源消费有两个关键时点值得高度关注：1：人均 GDP6500~7500 美元。此点前，经济发展伴随单位 GDP 能耗的增加，第二产业消费快速增长，城市化率快速上升；此点后，往往城市化开始由快速转向中速，钢铁、水泥及有色消费增速开始减缓、消费强度渐走低。2：人均 GDP10000~12000 美元。此点后，城市化速率进入缓慢增长期，工业化进入成熟期，与此相对应的是人均一次能源和工业终端能源消费增速放缓、粗钢水泥消费呈零或呈负增长，人均有色资源消费增速减缓并陆续进入零增长，由于中国人口众多和区域不均衡，预计在该阶段所处时间较长。

参照先行工业化国家的相关指标，通过对中国经济发展不平衡及人口因素，更多按照参照对象的低值进行预测和对比分析，时点预测如下：（1）人均 GDP 和三产，参照先行工业化国家低值 1.6 万美元，峰值约 2027 年达到；（2）城镇化率，参照人均铜消费量超过 10kg 的制造业发达国家均值 76%，峰值约 2030 年达到；（3）三产占 GDP 比值，参照低值 59%，峰值约 2023 年达到；（4）人均电耗，参照低值 5834kwh，峰值约 2024 年达到。综合以上指标，中国铜消费峰值的保守预估时点在 2025-2030 年左右。



图：以发达国家工业化经验预估中国铜消费潜力

单位	峰值年份	城市化率%	三产占比%	人均电耗KWH	人均GDP (美元)	峰值消费量 (kt)	总人口	人均精铜消费 (kg)
美国	2000	79	75.4	13671	36488	3025	2.82亿	10.72
德国	2006	73	69.0	7174	35400	1398	0.82亿	17.05
日本	1991	79	67.4	7975	37154	1613	1.27亿	12.7
韩国	2004	81	58.5	7830	15922	940	4804万	19.57
意大利	2006	67.7	70.0	5834	31800	801	5894万	13.59
法国	2000	76.9	74.7	7238	21800	574	6091万	9.42
西班牙	2010	71	67	6026	34674	344	4595万	7.49
英国	1997	81	70.7	5909	25266	408	5849万	6.97
加拿大	2006	80	66.2	17235	31825	301	3200万	9.40
澳大利亚	2002	87.6	69.9	10813	20071	188	1965万	9.57
以上平均	-	77.6	68.9	8970	29040	-	-	11.65

数据来源：SMM, 国信期货

图：碳达峰碳中和新能源新基建带来铜消费巨大潜力



数据来源：SMM, 国信期货

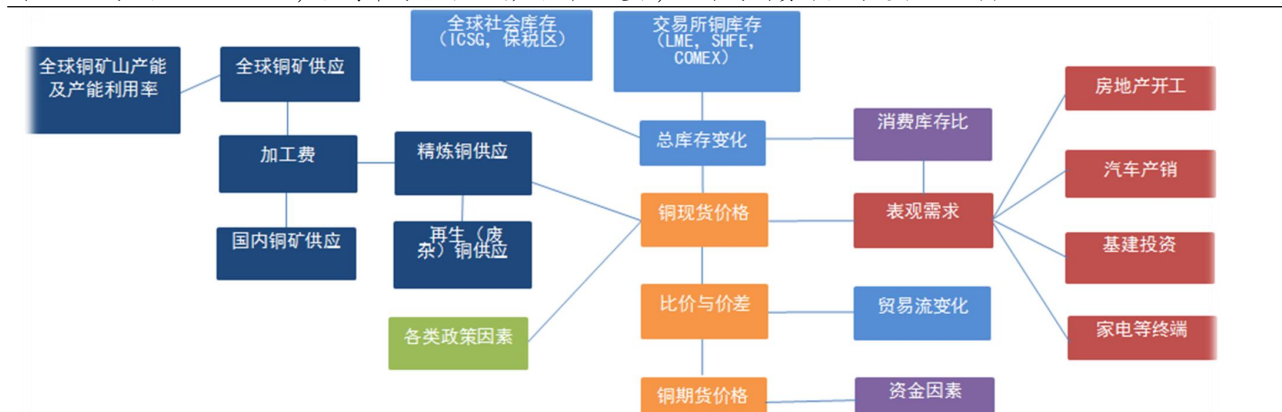
## 5. 铜市展望：内外短周期错配 有色警惕回落风险

对于大类资产趋势而言，国内外货币财政政策和行业基本面的背离，将使得海外主导的美元计价大宗商品面临更大压力，而国内人民币计价商品相对抗跌一些，尤其是我国不断出台稳经济保交楼等政策措施“组合拳”，对传统基建与新能源消费主导的大宗商品价格起到一定的托底支撑作用。整体来看，当前大宗商品主线逻辑还是看全球宏观主导下的资产配置和需求前景，预计美联储未来两次激进加息幅度在 125 个基点左右以抑制高通胀，而加息外溢效应或加大部分经济体的资本外流、金融市场动荡、货币贬值等冲击，而风险资产需要警惕 9 月底 10 月初出现高位进一步回撤风险。

对于有色板块趋势而言，三季度以来铜铝镍锌等品种不乏阶段性主力资金推动的近月“挤升水”行业，市场资金反常地聚集在近月的背后是，实体产业与机构在供应链不稳之下缺乏对远月布局信心。短期强势更多体现在现货和近月，中长期悲观更多反映在远月，投资者特别对 10 月临近交割有色近月合约方向性选择做好应对预案，建议做好资金管理和风控，节前提前做好移仓换月准

备，主动降低和应对市场潜在波动放大的威胁。

图：铜上游供应仍扰动颇大，使得中游冶炼过剩产能冲击受限，而下游消费弹性将是维稳发力点



数据来源：国信期货整理

#### **重要免责声明**

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。