

经济困境遭遇政策掣肘，铜价重心下移

——金瑞期货铜半年报 2022 年 7 月 1 日

核心观点：

- **稳市场 VS 稳经济，皆有压力：**与铜所处的宏观环境而言，经济内生动力本就面临困局，需要政策呵护，而高通胀对政策形成掣肘，从而加大向下风险。
 - 海外通胀短期难控，欧美被迫赶作业式收紧，经济硬着陆风险显现。国内政策支持空间有掣肘，经济预计非“V 型”反弹，修复空间有限。
 - 政策与经济基本面对铜价产生向下压力。中美经历明显的周期错位，节奏较难把握，核心锚定通胀及经济高频数据，以期对预期进行调整。
- **精矿过剩向精铜传导不畅，低库存格局难破：**下半年中美周期错位下消费将再下台阶为同比-1%，精铜产量环比有限修复，同比增 3.9%，由于去年同期大幅短缺，今年下半年较为平衡，全球铜库存仍维持偏低运行（目前 57 万吨）。
 - 供需方面：国内地产仍无法支棱，出口亦转为拖累。海外经济放缓压力显现，且加息预计带来消费、投资意愿的负反馈。供应端精矿向精铜转换受限，矿端预计继续累库。
 - 结构方面，下半年新能源拉动铜消费 2%，地产等老动能拖累消费 3%，消费仍在新旧动能换挡期，新能源增量未能抵消老动能衰退。
- **供需面存在两个关键变量，对基准平衡影响不一：**
 - **一是隐性库存形成潜在冲击：**①产业库存：由于宏观预期较为悲观，当前国内外产业库存处于高位，存在去库风险（产成品库存缩减约 5%），可能大幅拖累表消。②非洲因港口陆路运输不畅，新增滞留 6 万至 16 万吨铜隐性库存。
 - **二是废铜年内预计偏紧，有利精铜消费：**废铜供应与来源国经济景气度趋同，海内外经济活动低迷，废铜供应或进一步缩减。精废价差预计低位运行，有利精铜消费。
- **价格展望：弱势确立，重心继续下移**
 - **价格重心：**预计下半年 LME 三月期铜均价为 8500 美元/吨（上半年 9747 美元/吨），国内沪铜主力均价为 64000 元/吨（上半年 71432 元/吨）。
 - **节奏驱动：**6 月开始的大跌，反应市场对经济衰退和政策极鹰预期，偏空氛围将笼罩三季度，铜价有望见到年底新低。后根据经济实际反馈修正预期，国内 8 月前后是政策窗口期，铜价有望在“现实”环比改善的情况下进行弱反弹。
 - **运行区间：**预计下半年 LME 三月期铜核心运行在 7500-9500 美元（上半年 8122.5-10845 美元/吨），国内沪铜主力核心运行在 57000-71500 元/吨（上半年 61620-77270 元/吨）。
- **风险点：**政策力度与预期不符，俄乌情况超预期等。

龚鸣

F3051978, Z0016980

吴梓杰

F03092033

专业指导：

李 丽

F3048828, Z0010698

特别感谢：孟昊对本文有重要贡献。

电 话：0755-25327158

目录

行情回顾	6
一、宏观：稳市场 VS 稳经济，皆有压力	7
1.1 海外：赶作业式收紧，因高通胀不能承受之轻	7
1.1.1 驱动角度通胀短期难控	7
1.1.2 欧美被迫选择赶作业式收紧	8
1.1.3 而经济渐现硬着陆风险	10
1.1.3.1 流动性冲击下市场担忧衰退风险	10
1.1.3.2 地产、消费韧性下，年内衰退风险较低	11
1.2 国内：经济非 V 型反弹，且空间有限	12
1.2.1 从三架马车驱动来看，经济修复缓慢	12
1.2.1.1 投资：基建于三季度有独木之撑，后难言乐观	12
1.2.1.2 消费：疫情不确定性下，信心不足影响修复兑现	13
1.2.2 节奏方面预计三季度为景气度高点	14
1.3 全球库存周期可能逐步进入负反馈阶段	14
1.4 中美周期错位，市场研判较为复杂	15
二、关键变量：隐性库存与废铜	16
2.1 隐性库存去化，对表消存潜在负反馈	16
2.1.1 悲观预期下的产业去库风险（产成品库存缩减约 5%）	16
2.1.2 非洲电铜隐性库存旧未去，新又增（新增滞留 6 万至 16 万）	18
2.2 废铜平衡预计较精铜更加紧缺，又有利精铜消费	19
三、铜市场：精矿过剩向精铜传导不畅，低库存格局难破	20
3.1.1 国内修复幅度有限：地产仍无法支楞，出口亦转为拖累	20
3.1.1.1 地产是主要拖累（竣工全年-13%，下半年-9%）	20
3.1.1.2 下半年出口转为拖累项	21
3.1.2 海外放缓压力显现：内生动力走弱，叠加加息的负反馈	22
3.1.3 结构方面：新能源是重要增量，但未能抵消老动能衰退	23
3.1.4 2022 年全球电解铜消费同比-0.3%，其中下半年同比-1%	24
3.2 供应环比改善，幅度仍有限	25
3.2.1 矿-精铜转化受限，矿将继续累库	25
3.2.2 下半年精铜产量增 3.9% 或 47 万吨，国内贡献主要增量	27
四、铜价展望：弱势确立，重心预计下移	29

图表目录

图表 1 LME 铜价格走势:冲高回落	6
图表 2 重要 CPI 项目占比	7
图表 3 21 年以来重要商品服务价格走势	7
图表 4 原油价格居高不下	7
图表 5 俄罗斯是世界第三大原油生产国.....	7
图表 6 薪资与职位空缺率	8
图表 7 房价压力仍将持续向租金传导.....	8
图表 8 点阵图显示联储预计利年底率水平将提高至 3.4%	9
图表 9 美国居民储蓄已经低于疫情前.....	10
图表 10 道琼斯与纳斯达克近期大幅回撤.....	10
图表 11 居民买房成本快速上行	10
图表 12 疫情后美国房价快速上涨	10
图表 13 美国景气指标快速下行	11
图表 14 消费者信心持续下降	11
图表 15 房地产领先指标依旧有韧性.....	11
图表 16 订单情况依旧有韧性	11
图表 17 人均可支配收入环比增长	12
图表 18 服务业距疫情前仍有修复空间	12
图表 19 中央、地方政府收入均有回落.....	13
图表 20 财政支出保持较高增速	13
图表 21 就业不佳, 居民收入或有冲击.....	13
图表 22 今年以来居民存款明显抬升.....	13
图表 23 出口已有增速放缓迹象	13
图表 24 我国出口在主要进口国占比降低.....	13
图表 25 欧美流动性逐步收紧	14
图表 26 海外其他央行跟随联储鹰派.....	14
图表 27 库存周期示意图	15
图表 28 全球库存周期再度趋于一致——美.....	15
图表 29 全球库存周期再度趋于一致——欧.....	15
图表 30 全球库存周期再度趋于一致——中.....	15
图表 31 宏观指标显示国内库存有所堆积.....	16
图表 32 铜消费重要终端库存水平明显抬升.....	16
图表 33 电线电缆库存水平较高	16
图表 34 国内加工材成品库存水平也不低.....	16
图表 35 海外宏观指标耐用品库存累库明显.....	17
图表 36 海外终端库存水平增长显著——电脑、电气.....	17
图表 37 海外表消增速高于终端增速.....	17
图表 38 非洲粗铜出口结构	18
图表 39 非洲精铜出口结构	18
图表 40 中美欧进口赞比亚粗铜 5.5 万吨/月.....	18
图表 41 中美欧进口非洲电铜月均 7 万吨/月.....	18
图表 42 美国废铜出口与经济景气度.....	19

图表 43 欧盟废铜出口与经济景气度.....	19
图表 44 美国废铜出口处于较高水平.....	19
图表 45 欧洲废铜出口水平不高	19
图表 46 供应偏紧之下，精废价差倒挂.....	20
图表 47 再生企业开工水平下降	20
图表 48 高频数据显示销售端已筑底企稳.....	21
图表 49 消费意愿是消费端进一步修复重要制约.....	21
图表 50 地产企业投资资金仍然捉襟见肘.....	21
图表 51 地产信用风险或尚未结束	21
图表 52 销售投资等领先指标走弱	21
图表 53 房地产竣工韧性不再	21
图表 54 铜消费出口结构	22
图表 55 各板块今年出口增速回落显著.....	22
图表 56 地产销售已见回落	22
图表 57 美国住宅投资领先家电等耐用品消费.....	22
图表 58 建造支出仍保持较高增速	23
图表 59 美国地产投资对利率环境敏感.....	23
图表 60 美国耐用品出货量剔除通胀因素转负	23
图表 61 由于芯片限制好转，汽车产量转好.....	23
图表 62 今年以来新能源板块保持高增.....	24
图表 63 地产有所拖累	24
图表 64 海外消费放缓，国内修复乏力.....	24
图表 65 海外消费的不确定性较高	24
图表 66 全年铜矿一季报预期较年报预期下调	25
图表 67 铜矿短期项目	25
图表 68 智利铜精矿有一定折损（千吨）	25
图表 69 南美铜矿增量.....	26
图表 70 印尼与非洲地区铜矿预期增量	26
图表 71 中国海关进口总量增量较为显著	26
图表 72 港口库存重心抬升	26
图表 73 冶炼需求释放集中在下半年	26
图表 74 长周期铜精矿平衡	27
图表 75 进口矿冶炼利润仍较可观	27
图表 76 国内精铜产量.....	27
图表 77 境外精铜增量预期	28
图表 78 全球精铜增量预期	28

表格目录

表格 1 金瑞期货研究所 2022 年上半年铜报告观点一览.....	6
表格 2 联储官员由支持加息 50bp 转向加息 75bp	8
表格 3 境内消费增速.....	20
表格 4 海外消费增速预期.....	22
表格 5 新消费板块消费预期.....	24
表格 6 新增冶炼需求有限.....	26
表格 7 铜精矿平衡仍有过剩.....	27
表格 8 精铜平衡表	29

行情回顾

今年上半年铜价冲高回落。1-4 月海外经济景气度尚可，叠加俄乌冲击带来的通胀走高，铜价震荡上行至 10845 美元一线。而 4-5 月国内受到较大的疫情冲击，消费预期走差，叠加高通胀压力下美联储加息及缩表提上日程，价格回落 20%至 9000 美金附近。6 月，通胀居高不下，美联储加息幅度超预期，海外经济硬着陆风险显著抬升，叠加国内疫情后修复较为缓慢，市场悲观情绪爆发，价格继续回落近 12%至 8000 美金。

表格 1 金瑞期货研究所 2022 年上半年铜报告观点一览

日期	报告	主要观点	市场走势
2021.12.19	22 年年报	宏观将继续遵循流动性收紧趋势，叠加经济驱动放缓，铜价重心将下移	
1.9	1 月月报	多空博弈加大，价格再度进入观察期	震荡僵持
2.14	2 月月报	低库存+国内政策发力，铜价难跌，内弱外强	震荡上行
3.7	3 月月报	基准假设下驱动走弱，警惕铜价高位风险	冲高回落
4.5	4 月月报	新观察窗口来临，价格可能承压	前期僵持，后期快速下跌
5.8	5 月月报	宏观压力下的弱现货支撑，下跌可能不顺畅	V 字走势
6.5	6 月月报	价格僵持继续，等待宏观落地或增量破局	开启下跌

数据来源：金瑞期货

图表 1 LME 铜价格走势：冲高回落



数据来源：赢顺云，金瑞期货

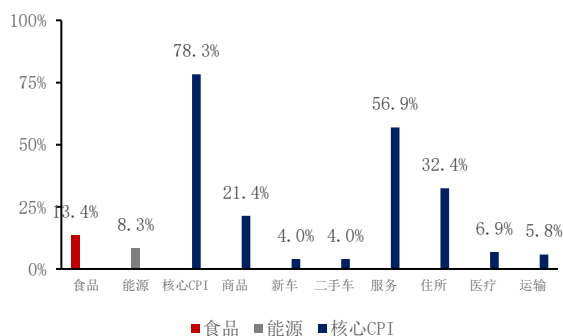
一、宏观：稳市场 VS 稳经济，皆有压力

与铜所处的宏观环境而言，经济内生动力本就面临困局，需要政策的呵护，而高通胀对政策形成掣肘，从而加大向下风险。海外通胀短期难控，欧美被迫赶作业式收紧，经济硬着陆风险初步显现。国内政策支持空间有掣肘之下，经济预计非“V型”反弹，修复空间有限。无论是政策还是经济基本面均对铜价产生向下压力。期间中美将经历明显的周期错位，节奏或较难把握，核心锚定通胀及经济高频数据，以期对预期进行调整。

1.1 海外：赶作业式收紧，因高通胀不能承受之轻

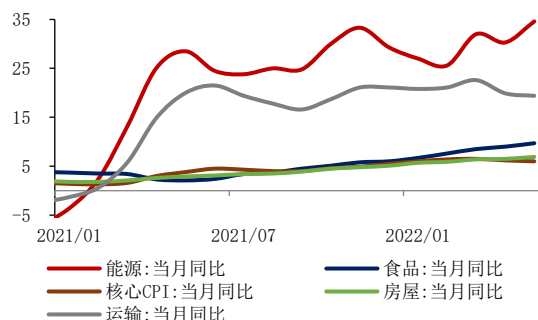
当前欧美各国深陷严重的通胀危机。自 2021 年二季度开始欧美出现了严重的供需缺口，造成商品快速涨价并由此引发了一轮由供给侧冲击带来的全球性通货膨胀。而在供需矛盾尚未完全缓解之际，今年 2 月俄乌冲突爆发又造成了国际能源与粮食价格的迅速上涨，叠加疫情后欧美服务业复苏带来的服务、出行与租金上涨，造成了新一轮全球性的价格上涨。美国 CPI 同比冲高至 8% 以上，并持续创下 1980 年以来新高。而在 5 月油价有所回落，市场预计通胀开始缓解之际，美国公布的 CPI 同比达 8.6% 再度创下 1981 年以来的新高。5 月通胀的意外在于不仅没能继续回落而且各个分项出现了普遍上涨，包括此前市场认为应该开始回落的部分，例如服装、二手车等与供应链瓶颈紧密相关的部分，进而引发了对通胀的更大担忧。而欧洲作为俄罗斯最大的能源出口地，同样深受能源价格上涨带来的通胀困扰，5 月欧元区调和 CPI 同比高达 8.1%，环比也达到了 0.8%，创下历史新高。

图表 2 重要 CPI 项目占比



数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 3 21 年以来重要商品服务价格走势



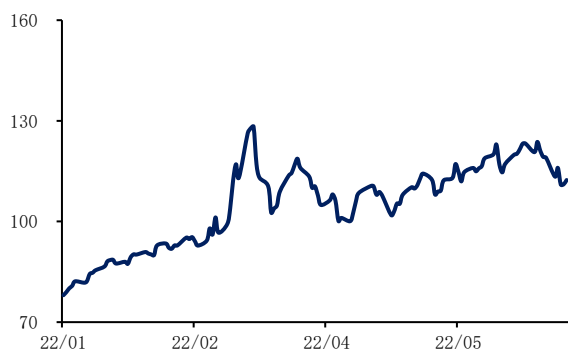
数据来源: iFinD, 金瑞期货

1.1.1 驱动角度通胀短期难控

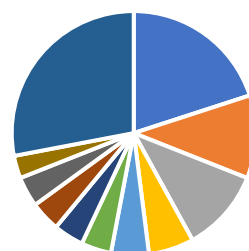
大宗商品特别是能源价格的上涨是欧美本轮通胀的核心驱动因素。俄罗斯是世界第三大原油生产国，占据了全球原油生产 11% 的份额，在欧盟与美国决定禁止从俄罗斯进口石油后，当前全球特别是欧洲原油供需仍存在着较大的缺口。尽管以沙特为首的 OPEC 同意增加原油产量，但是当前全球原油产能利用率已经处于高位，潜在的增产仍不能满足石油禁令带来的缺口。同时，随着中国经济的逐渐复苏，中国对于能源的需求也将进一步回升，这将会进一步扩大潜在的供需缺口。因而在供需矛盾尖锐且短期内无法缓解的情况下，原油价格预计难以快速回落。

图表 4 原油价格居高不下

图表 5 俄罗斯是世界第三大原油生产国



数据来源: 同花顺 iFinD, 金瑞期货

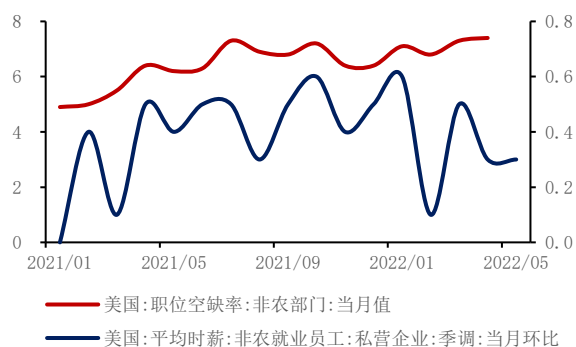


美国 沙特 俄罗斯 加拿大 中国 伊拉克
 阿联酋 巴西 伊朗 科威特 其他国家

数据来源: 同花顺 iFinD, 金瑞期货

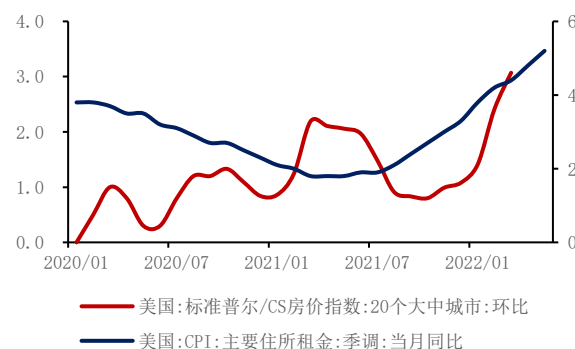
薪资与租金对核心通胀的压力短期内难以消除。劳动力市场紧缺带来的薪资上涨, 房地产价格上涨带动的租金上涨以及由此带来的服务价格上涨是当前美国核心 CPI 上行的主因。从美国房地产市场领先房屋租金 14-16 个月的节奏来看, 当前房租仍有上行的压力。而劳动参与率下降带来的美国劳动力市场供给紧缺问题短时间内同样无法缓解, 劳动力供给不足造成的薪资上涨对物价的压力也将持续存在。

图表 6 薪资与职位空缺率



数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 7 房价压力仍将持续向租金传导



数据来源: iFinD, 金瑞期货

1.1.2 欧美被迫选择赶作业式收紧

超预期的通胀迫使欧美不得不加速货币紧缩节奏。超预期的通胀数据不仅改变了市场对通胀发展的预期, 更是迫使联储采取了较此前更加激进的紧缩节奏。CPI 数据公布后的 6 月议息会议上美联储超预期加息 75bp, 打破了此前宣称“不会积极考虑加息 75bp”的承诺, 且将年内加息目标从 2.75%上调至 3.5%, 鲍威尔还在 6 月议息会议后强调将通过连续加息实现无条件的抑制通胀。

表格 2 联储官员由支持加息 50BP 转向加息 75BP

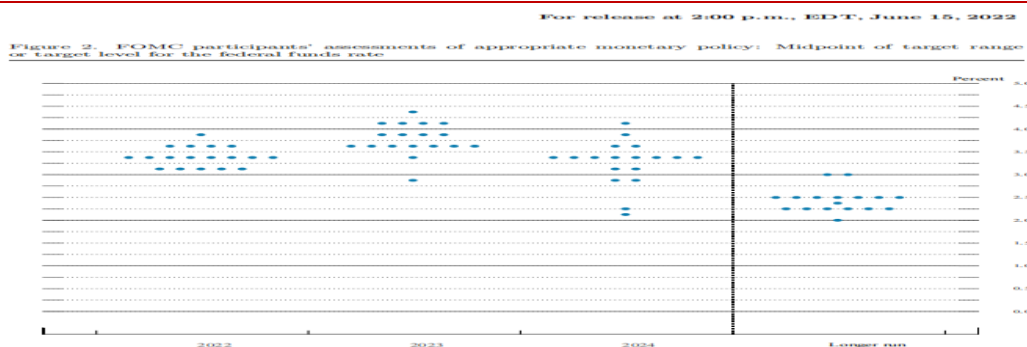
日期	内容
5 月 4 日	5 月 FOMC 宣布加息 50bp
5 月 4 日	新闻发布会上鲍威尔表示联储不会积极考虑加息 75bp
	会议纪要显示联储官员预计后两次会议连续加息 50bp

5月9日	美联储博斯蒂克：没有必要加息超过 50 个基点；到 2023 年底美联储需要将利率设定在 2%到 2.5%之间。
	美联储主席鲍威尔：重申未来 2 次会议上各加息 50 个基点是合理的。
5月13日	美联储戴利：没有理由在接下来的两次会议上改变各加息 50 个基点的步伐，希望在年底前达到 2.5%的中性利率。
5月17日	美联储主席鲍威尔：FOMC 广泛支持在接下来的两次会议上各加息 50 个基点。 美联储布拉德：支持美联储在未来几次会议上加息 50 个基点的计划 美联储埃文斯：需“迅速”加息至 2.25%-2.5%的中性区间，预计在 7 月或 9 月的会议上将讨论 25 个基点的加息。
5月21日	美联储布拉德：加息 50bp 仍是一个好的选择，预计 2022 年美国 GDP 增速将在 2.5%至 3%之间。
5月31日	美联储表示 12 家分行理事均支持加息 50 个基点。
	6 月 FOMC 宣布加息 75bp
6月16日	新闻发布会上鲍威尔表示加息 75bp 不会是常态，但坚决承诺将通胀恢复到 2%。看到经济有所放缓，美联储不会试图引发经济衰退；大宗商品价格的波动可能会使美联储失去软着陆的可能性；希望在年底前将利率维持在 3%-3.5%的紧缩性水平。 点阵图预测：2022 年 PCE 上调至 5.2%，经济增长下调至 1.7%，利率水平上调至 3.4%
6月17日	美联储鲍威尔：重申降低通胀是无条件的，避免经济软着陆很有挑战美联储卡什卡利：支持 6 月加息 75 个基点，可能支持 7 月再次加息 75 个基点

数据来源：金瑞期货根据公开资料整理

根据当前 FedWatch 的数据显示，预计 7 月美联储仍将加息 75bp，随后于 9 月和 11 月分别加息 50bp，12 月加息 25bp，至年底将利率水平提高至 3.75%，这一预期甚至较联储当前表态更为激进，表明了市场对于通胀和货币政策更加悲观的态度。欧洲方面同样开始收紧货币政策，欧洲央行 6 月表示将会在 7 月结束购债并开启加息，首次或加息 25bp，并在 9 月继续加息。

图表 8 点阵图显示联储预计利年底率水平将提高至 3.4%



数据来源：Fed，金瑞期货

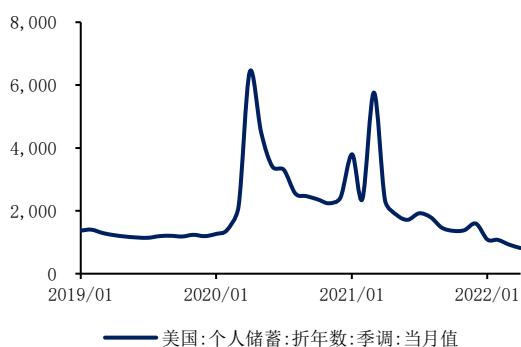
1.1.3 而经济渐现硬着陆风险

暂时首选“稳市场”：在经济学上，通胀、加息与经济增长之间存在一个不可能三角，即一个经济体不可能同时拥有较低的利率水平、较低的通胀和较高的经济增长。欧美深陷严重通胀的当下，稳经济增长与抑通货膨胀成为了一个无奈的二选一问题，在供给端的矛盾无法快速缓解的情况下，为了快速抑制通胀，联储需要将利率水平提高到中性利率水准以上，通过抑制需求来压制商品与服务价格的持续上行，而这将会不可避免的对经济造成负面影响，特别是对消费和投资需求产生拖累。

1.1.3.1 流动性冲击下市场担忧衰退风险

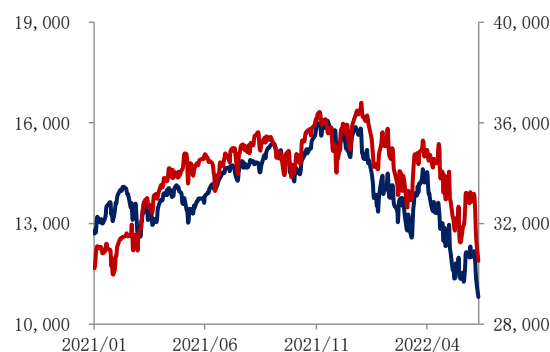
美国居民超额储蓄已经耗尽，加息将会抑制后续消费需求。补贴带来的储蓄耗尽后，当前美国居民已经再度转向信贷消费，而居高不下的通胀叠加持续上行的利息水平，将会明显抑制居民对于消费的需求。同时，作为美国居民重要财富来源的美国股市同样受到加息影响，市值大幅震荡下行，造成了明显的负财富效应，进一步抑制了消费潜力。作为一个消费型经济体，居民消费占到了美国经济增长的 70% 以上，而储蓄的耗尽以及消费的降温，势必将会拖累美国经济增长前景。

图表 9 美国居民储蓄已经低于疫情前



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 10 道琼斯与纳斯达克近期大幅回撤



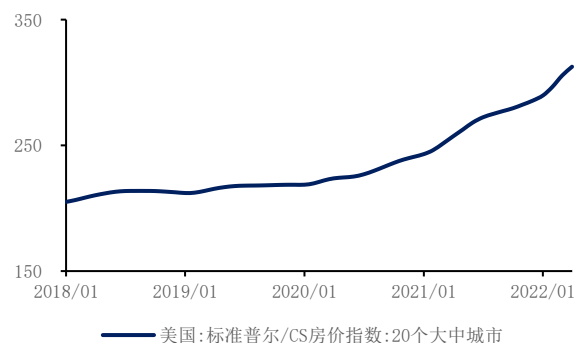
数据来源: iFind, 金瑞期货

投资特别是地产投资同样将会明显受到利率上行的抑制。根据房地美数据显示，美国当前 30 年房贷利率已经快速上涨至 5.9% 的高位，且伴随持续加息仍有进一步上行的动力。高房贷利率叠加此前暴涨的房价大幅增加了居民购房的成本，将会抑制居民购房意愿。

图表 11 居民买房成本快速上行



图表 12 疫情后美国房价快速上涨

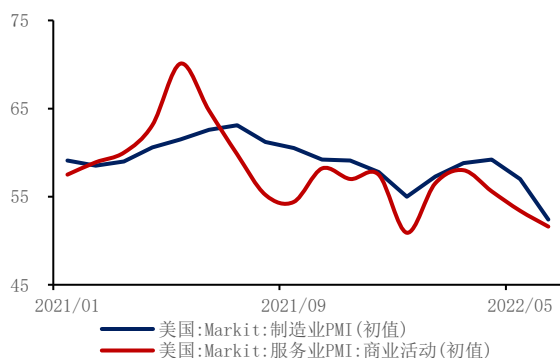


数据来源: iFind, 金瑞期货

数据来源: iFind, 金瑞期货

从6月美国经济景气数据大幅走低, 衰退预期持续发酵。6月美国Markit制造业PMI初值52.4; 服务业PMI初值51.6, 均大幅低于市场预期, 制造业PMI更是创下了2年以来的新低, 其中的制造业产出指数下行至49.6, 跌至收缩区间。高通胀与持续的加息之下, 消费者信心也持续走弱, 目前密歇根大学消费者信心指数已经降至50, 创近年来的新低。联储持续加息的预期, 叠加景气指标与信心指数的大幅走弱, 使得市场对经济衰退的担忧持续发酵。

图表 13 美国景气指标快速下行



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 14 消费者信心持续下降



数据来源: iFind, 金瑞期货

1.1.3.2 地产、消费韧性下, 年内衰退风险较低

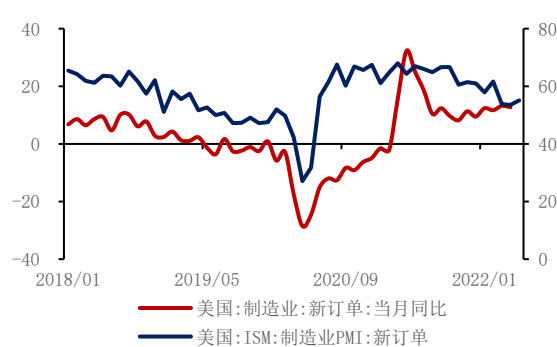
虽然美国经济增长的动力已经开始持续放缓, 但投资与消费领先指标表明年内发生衰退的概率仍然较小。首先是作为美国经济重要领先指标的营建许可与新屋开工数据依旧显著高于疫情以前, 显示出美国的房地产市场仍然相当繁荣。其次, 作为居民消费前瞻指标的消费品新订单数据同比仍在走高, 并未出现明显的疲软迹象。良好的领先指标数据表明美国经济依旧具有相当的韧性, 年内走向衰退为小概率事件, 但不排除进行“衰退预期”的敏感性测试。

图表 15 房地产领先指标依旧有韧性



数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 16 订单情况依旧有韧性

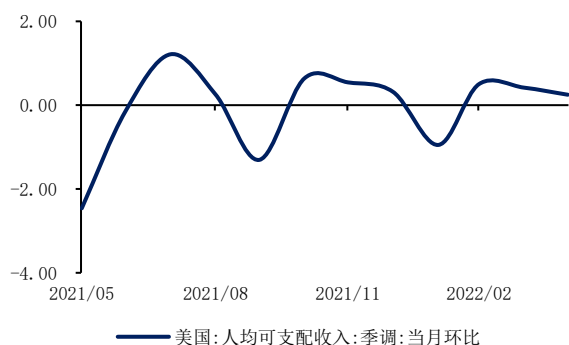


数据来源: iFind, 金瑞期货

而从驱动来看, 当前美国经济仍有持续修复的空间。当前就业市场仍在持续修复, 紧张的职位空缺情况与持续上涨的平均薪资使得居民的可支配收入对消费有着支撑。同时美国经济从疫情中恢复的节奏并不一致, 服

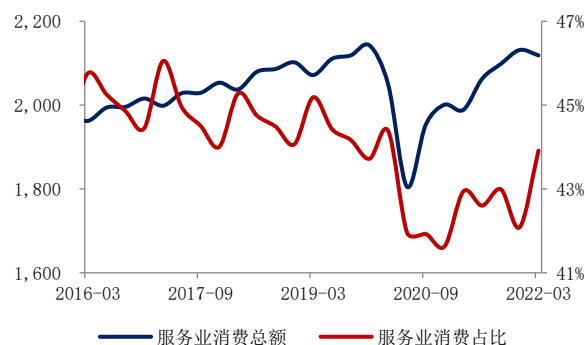
务业仍有一定的修复空间。目前美国服务业消费总额刚恢复到接近疫情前，而服务业占比则仍未修复到疫情前的水平。预计在下半年美国服务业仍有修复的动力。综上所述，美国经济在今年年内真正发生经济衰退的概率依旧较底。

图表 17 人均可支配收入环比增长



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 18 服务业距疫情前仍有修复空间



数据来源: iFinD, 金瑞期货

1.2 国内：经济非 V 型反弹，且空间有限

1.2.1 从三架马车驱动来看，经济修复缓慢

1.2.1.1 投资：基建于三季度有独木之撑，后难言乐观

投资方面，地产政策导向以“托而不举”、化解系统性风险为主，难以支撑投资修复；而制造业投资在疫情增加企业经营不确定性背景下，亦难见扩张；基建投资成为年内投资驱动唯一指望，赶工提振下基建投资 Q3 将有提振，但后续增量存忧。

已有财政政策发力下，预计基建投资 Q3 将提速。5 月 24 日国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》明确，抓紧完成今年专项债券发行使用任务，加快今年已下达的 3.45 万亿元专项债券发行使用进度，在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕。1-5 月，国家发改委共审批核准固定资产投资项目 48 个，总投资 6542 亿元，其中，5 月份审批核准项目 10 个，审批继续提速，投资赶工需求将提振三季度基建投资，机构普遍预期增速在 10-15%。

财政收入显著下滑，补充空间有限，限制进一步发力空间，Q4 增速存疑。今年以来中央政府收入及地方政府收入均显著下滑，中央政府收入由于以留抵退税政策为代表的财政政策持续发力，1-5 月中央政府一般公共预算收入累计同比减少 11.4%，地方政府收入主要受土地出让金拖累，1-5 月地方政府国有土地出让金累计同比减少 28.7%。

而未来财政资金补充亦有限。目前看实施概率最大的是明年专项债提前下达。今年政策要求 8 月底前对今年的专项债资金使用到位，考虑到 9-12 月的资金使用需求，那么明年专项债很有可能会提前下达，并在年内进行使用。但是市场目前对专项债提前下达的规模预期为 2 万亿，较去年 1.8 万亿下达规模增量有限，且预计仅有 1.5 万亿可以在年内真正使用，对财政资金的补充情况相对有限。

提升赤字率与发行特别国债目前看实施的可能性不高，且即便财政资金补充较好，相关财政政策发力仍有阻力。一方面，地方政府隐性债务监管尚未完全放松，地方财政在一些需要自己加杠杆，承

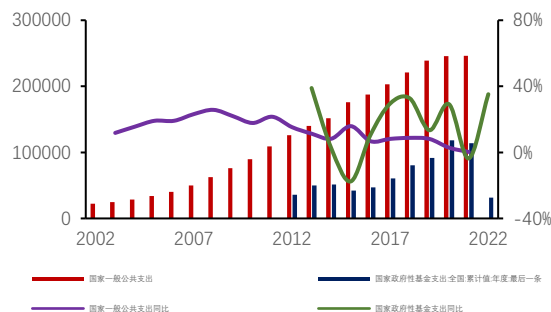
担风险的中小型项目实施上意愿不高。另一方面，财政政策落地为实物量有一定滞后性。就算 8 月再行实施新增体量的宽松财政政策，四季度或难见到实际项目落地。

图表 19 中央、地方政府收入均有回落



数据来源: Ifind, 金瑞期货

图表 20 财政支出保持较高增速



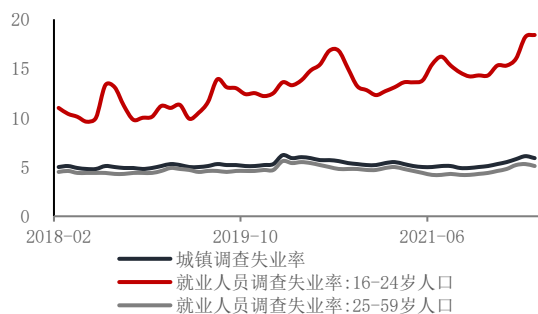
数据来源: Ifind, 金瑞期货

1.2.1.2 消费：疫情不确定性下，信心不足影响修复兑现

疫情冲击下就业不佳，或冲击居民收入。今年以来，深圳、上海、北京等重要一线城市受疫情扰动，先后采取封闭措施，企业生产经营受挫，城镇失业率有所上行。分人口类别来看，以应届毕业生为主力的 16-24 岁就业人口失业率显著抬升近 3 个百分点。就业不佳，居民消费缺乏支撑。

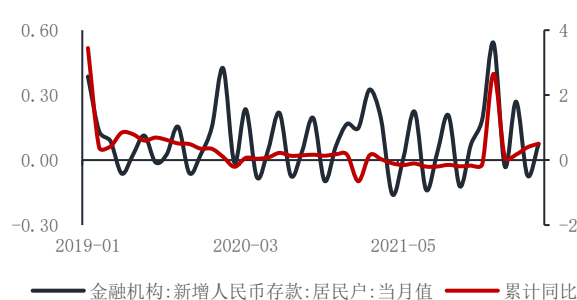
信心不足，储蓄率抬升，影响消费修复兑现。由于对未来收入信心不足，居民出于防御心理，储蓄水平大幅提升，1-5 月居民储蓄水平累计同比增长 50%，远超往年同期水平，不利消费修复兑现。

图表 21 就业不佳，居民收入或有冲击



数据来源: Ifind, 金瑞期货

图表 22 今年以来居民存款明显抬升



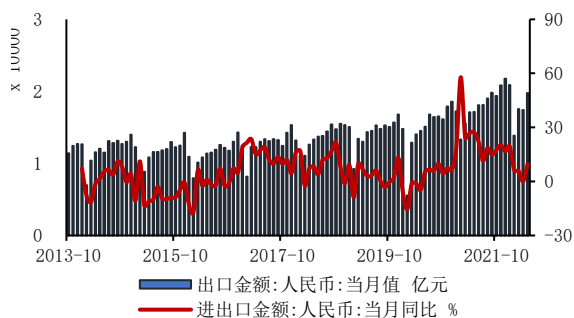
数据来源: Ifind, 金瑞期货

1.2.1.3 出口：外需不足，份额流失下对经济有拖累

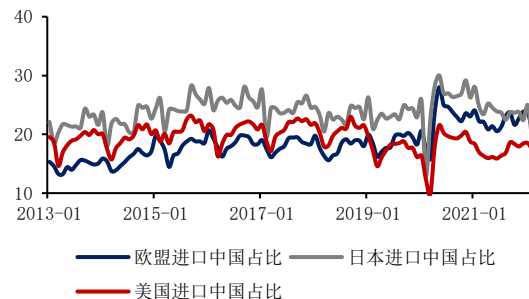
出口增速已现放缓迹象，4 月出口同比增速自年初 20% 回落至 0%，5 月因疫情修复支撑，环比有增长，但持续性堪忧。主因一方面我国出口份额有所流失。随着东南亚国家供应链恢复，我国在欧美日等主要进口国中的进口占比呈现明显的回落迹象，出口新订单连续 13 个月处于紧缩区间。另一方面，欧美经济景气度环比有减弱，通胀压力亦对需求有所抑制，预计未来出口仍将进一步放缓。

图表 23 出口已有增速放缓迹象

图表 24 我国出口在主要进口国占比降低



数据来源: Ifind, 金瑞期货

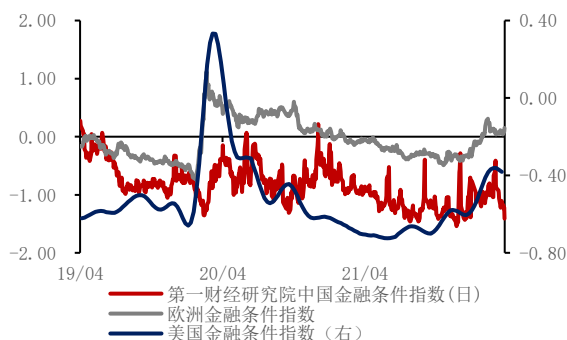


数据来源: Ifind, 金瑞期货

1.2.2 节奏方面预计三季度为景气度高点

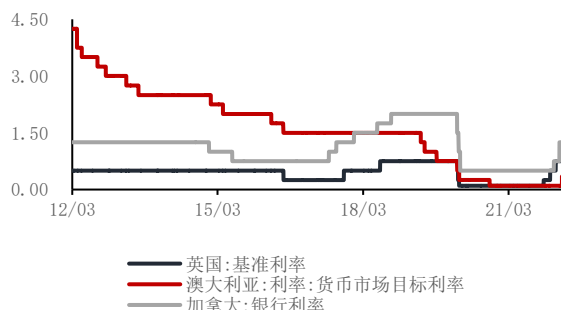
节奏上预计国内 Q3 经济景气度最高, 环比修复明显, Q4 预计有所回落。一是考虑货币政策的节奏。一方面此前已经释放的流动性将为三季度经济修复提供较强支撑。去年 12 月以来, 央行累计降息 75BP, 1 年期 LPR 下调 15BP, 5 年期 LPR 下调 20BP, 房贷利率下限下调 20BP, 释放流动性, 降低融资成本幅度已经较为可观。另一方面欧美央行加速收紧流动性, 国内货币政策宽松空间有限。美联储自 3 月开启加息以来, 全球央行多数跟上美联储步伐, 作出偏鹰表态。从金融条件指数指标观察, 中美流动性显著背离。且美国通胀率超预期下, 未来美联储有加速加息的可能, 在此背景下, 应国内货币政策空间相对有限, 降息或有掣肘。

图表 25 欧美流动性逐步收紧



数据来源: Ifind, 金瑞期货

图表 26 海外其他央行跟随联储鹰派



数据来源: Ifind, 金瑞期货

二是考虑经济驱动的节奏性。从基建与出口的节奏来看, 三季度景气度预计高于四季度。基建方面, 如上文所述, 已有财政政策支撑下, 三季度基建有望加速, 处于年内景气度高点, 而即便 8 月再行实施新增体量的宽松财政政策, 四季度或难见到实际项目落地。出口方面, 考虑到海外经济尚保有韧性, 随着流动性收紧, 海外或持续放缓, 三季度、四季度景气度预计逐季减弱。

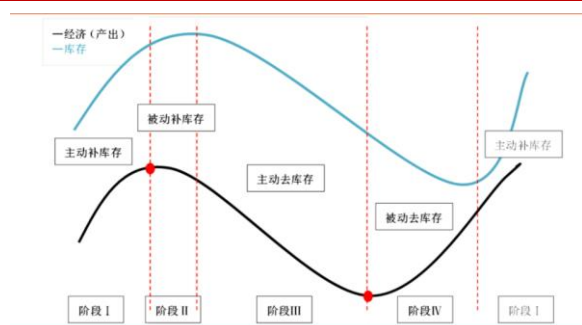
1.3 全球库存周期可能逐步进入负反馈阶段

全球库存周期可能自被动补库阶段逐步向主动去库阶段过渡, 下半年或逐步形成“去库共振”。疫情后中美欧经济修复节奏不一, 分别于 2021 年初、2021 年 1 季度、2021 年 4 季度先后进入了补库周期。从产出的景气度节奏观察, 中欧生产指数已经行至 0 水平附近, 补库周期已经进入“产出下降、库存上升”

的被动补库阶段，而美国生产指数增长亦有放缓迹象，或处于主动补库尾声向被动补库过渡的阶段。考虑到下半年海外经济增速可能跟随流动性收紧进一步放缓，国内经济有限修复，需求萎缩、预期悲观之下，企业或主动削减生产，降低库存水平，进入“产出下降、库存下降”的主动去库阶段，形成“去库共振”。

但节奏上各主要经济体可能存有一定差异，真正形成共振或需今年四季度至明年一季度。影响企业补库行为主要是两个心理，一是生产活动的恢复，二是企业对未来需求的信心。国内而言，二季度经济受到疫情冲击较为严峻，生产三季度仍有修复空间（工业生产情况在二季度末已经体现修复迹象），企业恢复生产或带来一定补库需求，因此去库的节奏不会过快。海外方面，美国生产仍然保持强劲，经济尚未显现衰退迹象，企业对需求信心的塌陷或更为缓慢，而欧洲生产景气度回落显著，高通胀压力下，经济景气度相对较差，企业信心可能更快衰退。

图表 27 库存周期示意图



数据来源：招商证券，金瑞期货

图表 28 全球库存周期再度趋于一致——美



数据来源：Ifind，金瑞期货

图表 29 全球库存周期再度趋于一致——欧



数据来源：Ifind，金瑞期货

图表 30 全球库存周期再度趋于一致——中



数据来源：Ifind，金瑞期货

1.4 中美周期错位，市场研判较为复杂

由于疫情后中美经济修复节奏不一，中美周期自2020年以来出现了明显的错位，政策与经济增长趋势明显背离，为市场研判带来较大的不确定性。一是政策导向不一，可能互相掣肘，干扰政策节奏判断。如今年以来，美联储几度调整货币政策节奏，我国央行可能在未来货币政策决断方面更趋于谨慎。二是经济增长趋势不同，驱动方向不一，可能影响市场节奏。国内和海外当前经济增长趋势已

经由此前的趋同转为差异化，海外仍保持一定景气度，国内则经济增长较为乏力，此消彼长下，相对强弱可能影响市场节奏。

此外一些其他的政治、军事时间可能带来新的变量，进一步加大了市场的不确定性，如俄乌冲突、美国中期选举、国内二十大等。

二、关键变量：隐性库存与废铜

下半年供需平衡上有两个关键变量，对平衡结果影响不一。一是隐性库存可能冲击消费，①产业库存：由于宏观预期较为悲观，当前国内外产业库存处于高位，存在去库风险（产成品库存缩减约 5%），可能大幅拖累表消。②非洲因港口陆路运输不畅，新增滞留 6 万至 16 万吨铜隐性库存。。二是废铜年内预计偏紧，有利精铜消费。废铜供应与来源国工业活动景气度趋同，海内外经济活动低迷，废铜供应在当前已然偏紧的情况下或进一步缩减。精废价差预计低位运行，有利精铜消费。

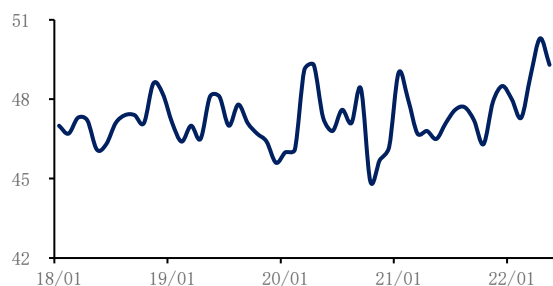
2.1 隐性库存去化，对表消存潜在负反馈

2.1.1 悲观预期下的产业去库风险（产成品库存缩减约 5%）

铜产业库存周期与宏观库存周期类似，也具有“主动补库、被动补库、主动去库、被动去库”四个阶段。目前国内外终端、初级终端品的库存均在较高水平，在下半年宏观较为悲观的预期下，国内外铜产业均有主动去库风险。按宏观库存水平和终端库存水平的累库情况估计，产业库存尤其产成品端预计缩减约 5%。

国内库存水平较高，存在一定去库压力。2020 年以来在疫情后经济的修复预期下，以家电、汽车为代表的终端企业及初级终端电线电缆企业在铜价持续上行的阶段积累了一定库存。当前节点下，经济修复预期相对缓慢的悲观预期下，叠加价格下行，终端企业可能存在主动去库的心态。终端去库下，去库压力很可能依照产业链向上传导到初级加工品企业，有全产业去库风险。

图表 31 宏观指标显示国内库存有所堆积



数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 32 铜消费重要终端库存水平明显抬升



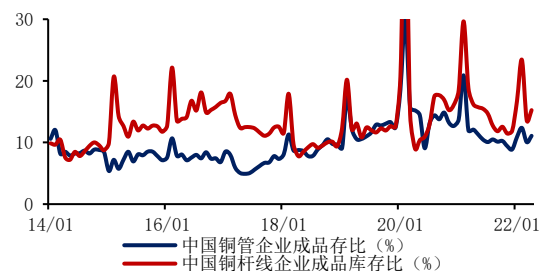
数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 33 电线电缆库存水平较高

图表 34 国内加工材成品库存水平也不低



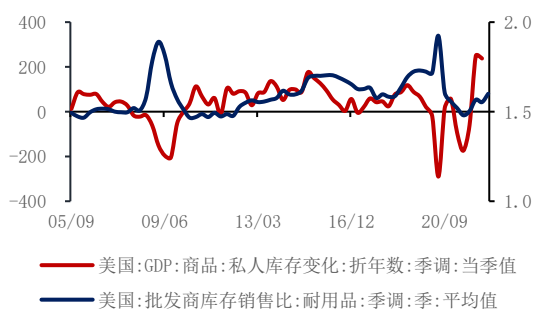
数据来源: SMM, 金瑞期货



数据来源: SMM, 金瑞期货

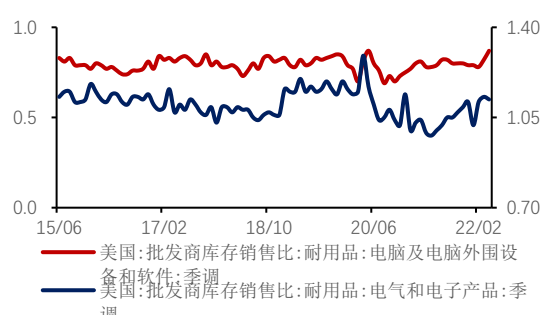
从表消和终端消费增速差异来看,海外持续累库已持续半年,去库压力更大。从宏观指标来看,去年年中以来,私人库存已经以较快增速修复,为较高经济景气度提供重要驱动,经过接近1年的补库,整体工业库存水平已经处于较高水平。铜消费主要终端,电子、电气的库存状况对此也有验证,终端亦积累了一定库存。聚焦到海外铜产业来看,去年6月以来,表消增速>加工材消费增速>终端消费增速,如果假设海外废铜对精铜的替代性较为稳定,那么加工材和终端均有库存积累,且持续时间较长,预计去库压力更大。

图表 35 海外宏观指标耐用品库存累库明显



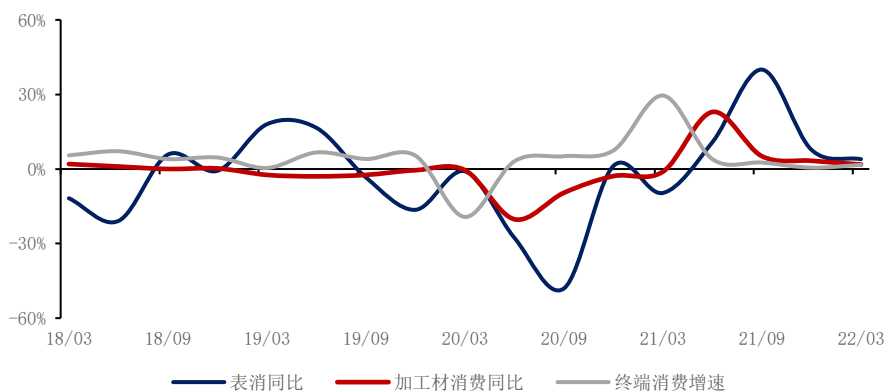
数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 36 海外终端库存水平增长显著—电脑、电气



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 37 海外表消增速高于终端增速



数据来源: iFind, 金瑞期货

2.1.2 非洲电铜隐性库存旧未去, 新又增 (新增滞留 6 万至 16 万)

非洲粗铜与精铜结构: 非洲地区粗铜产量每年 180 万吨, 由于粗炼产量大幅高于电铜产量, 55% 的粗铜 (100 万吨) 用于出口, 其中 55% (55 万吨) 出口至中国, 25% 出口至欧洲。精铜产量每年 180 万吨, 由于非洲本地消费水平不高, 自身消费仅 20 万吨左右, 每年出口 160 万吨。其中 37.5% (60 万吨) 出口至中国, 19% (30 万吨) 出口至亚洲除中国外其他地区, 28% (45 万吨) 出口至欧洲。

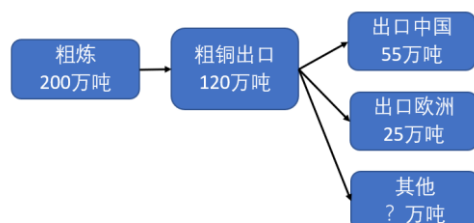
理论出口量级估算: 我们去年 12 月份的年报中指出, 非洲预计有 10 万吨精铜、10 万吨粗铜库存积压。以此粗略估算, 非洲粗铜出口至中欧的量级为 90 万吨 (考虑隐性库存), 月出口 7.5 万吨/月, 电铜出口至中欧的量级 115 万吨 (考虑隐性库存), 月出口为 9.6 万吨/月。

物流数据验证: 粗铜出口, 今年 1-4 月各国海关数据显示中美欧进口赞比亚粗铜 5.5 万吨/月, 赞比亚占非洲粗铜出口比例为 70%, 以此估算中美欧进口非洲粗铜 7.85 万吨。电铜出口, 今年 1-4 月各国海关数据显示中美欧进口非洲电铜月均 7 万吨/月。

结论: 非洲粗铜隐性库存已经流出, 出口较为流畅, 但精铜出口不畅, 估算新增 6 万吨隐性库存。物流数据显示物流环节的粗铜量级与理论出口量级相符, 去年年底的隐性库存已经释放。而电铜环节, 出口不畅, 物流数据显示月均出口量级较理论出口量级少去 1.5 万吨/月, 预计新增 6 万吨电铜隐性库存。

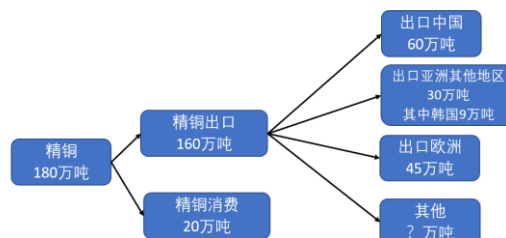
另外调研反馈, 非洲基础运力不足导致德班港陆路交运不畅, 已有运力优先运输利润更加丰富的金属钴, 导致精铜有所滞留, 与数据推演结论相符。

图表 38 非洲粗铜出口结构



数据来源: 企业财报, 同花顺 iFind, 金瑞期货

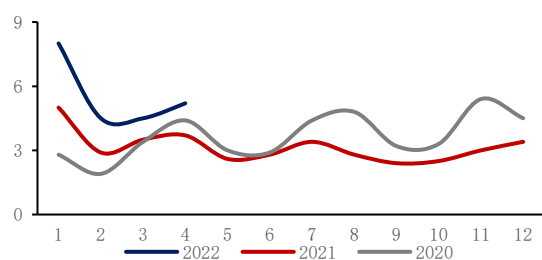
图表 39 非洲精铜出口结构



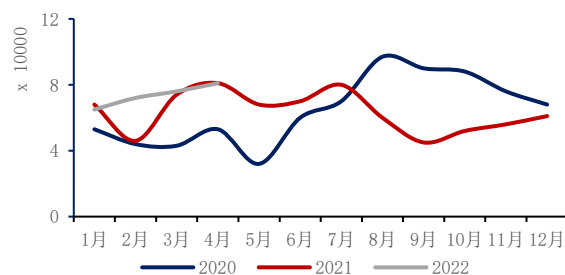
数据来源: 企业财报, 同花顺 iFind, 金瑞期货

图表 40 中美欧进口赞比亚粗铜 5.5 万吨/月

图表 41 中美欧进口非洲电铜月均 7 万吨/月



数据来源：各国海关，金瑞期货



数据来源：各国海关，金瑞期货

2.2 废铜平衡预计较精铜更加紧缺，又有利精铜消费

预计年内废铜平衡预计持续偏紧，较精铜更加紧缺。废铜和精铜需求方面类似，但供应方面废铜供应较精铜更为紧张。从历史经验来看，废铜供应与来源国工业活动景气度趋同。海外供应方面，去年海外经济保持较高斜率修复，海外废铜供应相对充裕，但今年欧洲、日本经济景气度下降，增速放缓，欧盟与日本废铜出口量级不高，美国由于经济景气度尚高，出口量级仍同比有增量，但随着经济韧性下滑，未来废铜出口量级可能仍会走低。而国内供应方面，由于二季度经济受疫情冲击，经济增速显著放缓，且修复斜率并不迅速，因此废铜供应亦有折损。废铜偏紧下，精废价差有下行趋势，有利精铜消费。

图表 42 美国废铜出口与经济景气度



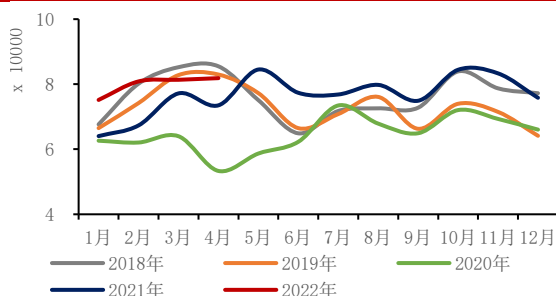
数据来源：海关，同花顺 iFinD，金瑞期货

图表 43 欧盟废铜出口与经济景气度



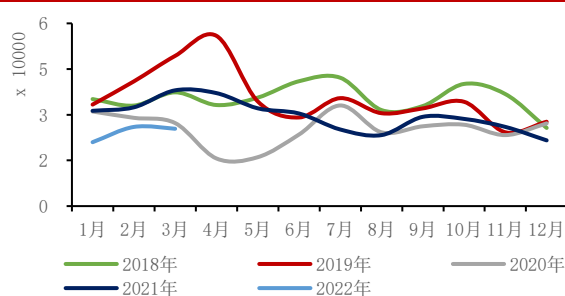
数据来源：海关，同花顺 iFinD，金瑞期货

图表 44 美国废铜出口处于较高水平



数据来源：美国海关，iFinD，金瑞期货

图表 45 欧洲废铜出口水平不高



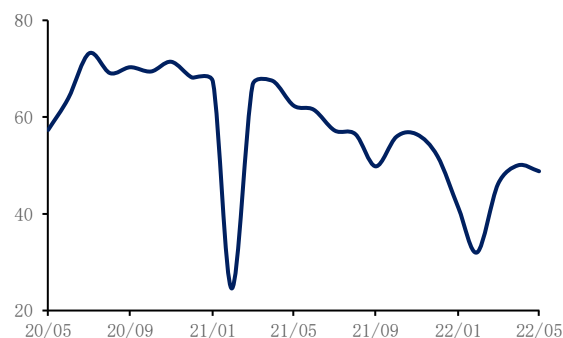
数据来源：欧洲海关，iFinD，金瑞期货

图表 46 供应偏紧之下，精废价差倒挂



数据来源：金瑞期货

图表 47 再生企业开工水平下降



数据来源：钢联，金瑞期货

三、铜市场：精矿过剩向精铜传导不畅，低库存格局难破

下半年中美周期错位下消费再下台阶为同比-1%，精铜产量环比有限修复，同比增 3.9%或 47 万吨，由于去年同期短缺明显，今年下半年铜市场在紧平衡附近，当前全球铜库存 57 万吨左右，总体仍紧平衡。

供需方面：国内地产仍无法支棱，出口亦转为拖累。海外经济放缓压力显现，且加息预计带来消费、投资意愿的负反馈。供应端精矿向精铜转换受限，矿端预计继续累库。

结构方面，下半年新能源拉动铜消费 2%，地产等老动能拖累消费 3%，消费仍在新旧动能换挡期，新能源增量未能抵消老动能衰退。

3.1 全球消费：中美经济错位下，消费再下台阶

3.1.1 国内修复幅度有限：地产仍无法支楞，出口亦转为拖累

表格 3 境内消费增速

2022 境内消费增速	占比	2021 (e)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022 (e)
建筑	28.0%	5.0%	-18.0%	-14.0%	-10.0%	-8.0%	-13.0%
基建	1.6%	-10.0%	50.0%	20.0%	30.0%	20.0%	30.0%
汽车	7.0%	30.0%	33.0%	-10.0%	0.0%	6.0%	7.0%
其他交运	5.7%	20.0%	22.0%	0.0%	8.0%	12.0%	11.0%
家电	18.0%	9.0%	-2.0%	-6.0%	-4.0%	-2.0%	-4.0%
电子	10.0%	15.0%	26.0%	9.0%	6.0%	7.0%	12.0%
工业	4.0%	8.3%	16.0%	-3.0%	0.0%	3.0%	4.0%
出口影响		5.0%	2.0%	0.0%	-1.0%	-1.0%	0.0%
消费终端增速			1.7%	-4.7%	-2.0%	-0.1%	-1.2%

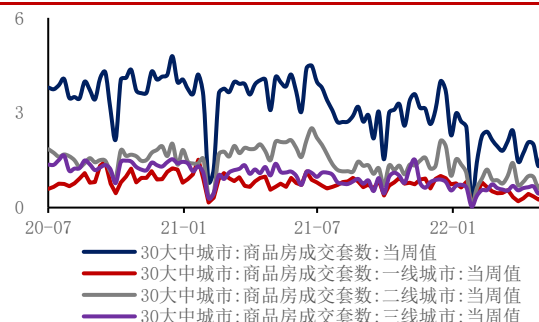
数据来源：金瑞期货

3.1.1.1 地产是主要拖累（竣工全年-13%，下半年-9%）

地产板块底部已现，但修复斜率预计缓慢。销售端已经出现缓和迹象，高频数据显示 30 大中城市商品房成交同比水平自 5 月的-50%，回升到了 6 月-17%附近。地产销售进一步向好仍将受到诸多因素的制约。前端来看地产企业融资环境、资金来源未见好转，信用风险尚未完全摆脱，销售角度来看政策仍重点扶持三、四线城市，及部分二线城市，在整体收入预期不佳情况下，以目前刺激力度，销

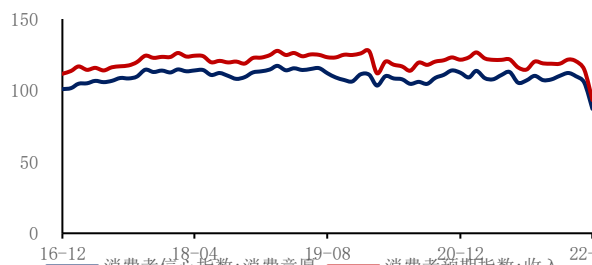
售的改善程度也有限。以此看地产投资转好有难度，竣工等后周期数据修复只会更加缓慢。从节奏上来看，今年三季度地产投资仍将持续负增长，四季度有望持平。

图表 48 高频数据显示销售端已筑底企稳



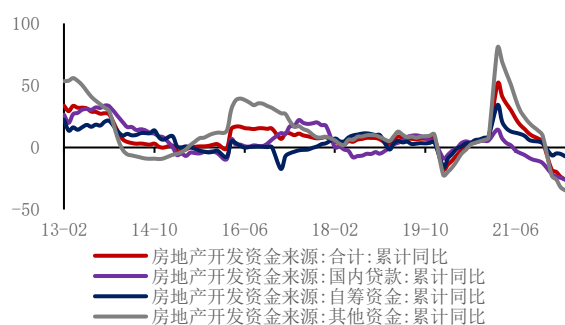
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 49 消费意愿是消费端进一步修复重要制约



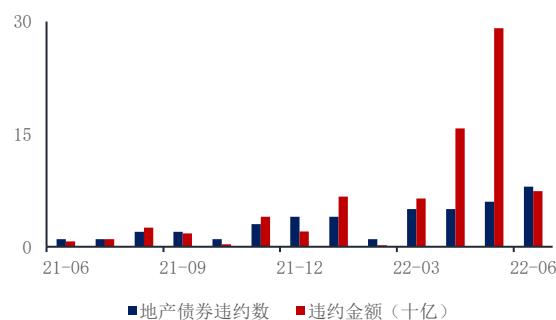
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 50 地产企业投资资金仍然捉襟见肘



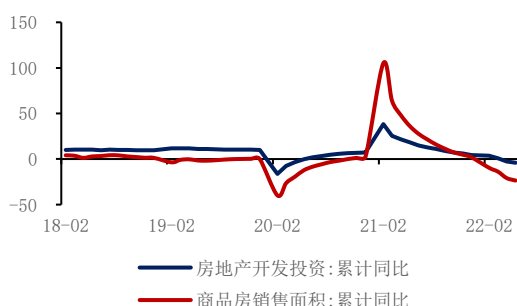
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 51 地产信用风险或尚未结束



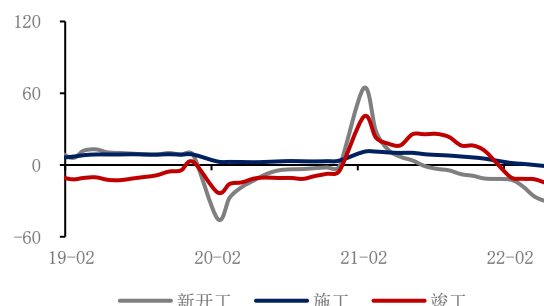
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 52 销售投资等领先指标走弱



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 53 房地产竣工韧性不再



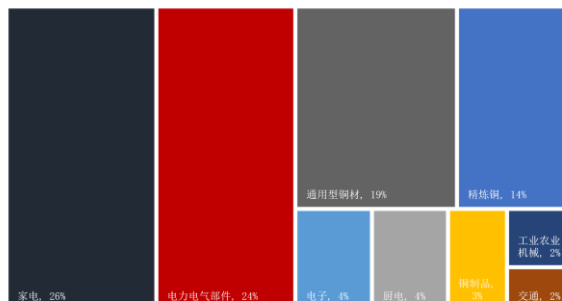
数据来源: iFinD, 金瑞期货

3.1.1.2 下半年出口转为拖累项

下半年出口对消费拖累约-1%（去年同期则贡献了3%）。工业品方面，由于海外生产恢复，东南亚产业链恢复，对我国的出口份额有所挤占，以铜材为代表的中间品出口转负，工业相关度较高的电

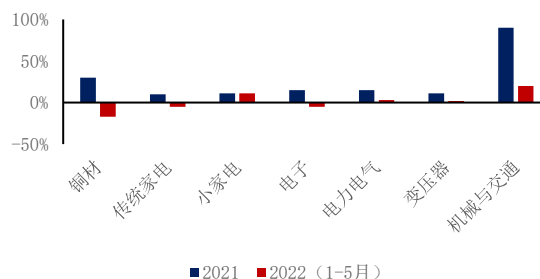
电线电缆、变压器等增速放缓。消费品方面，外需减弱，除汽车由于海外生产仍不正常之下出口保持较高增速，其余消费品均有所放缓。

图表 54 铜消费出口结构



数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 55 各板块今年出口增速回落显著



数据来源：iFinD，金瑞期货

3.1.2 海外放缓压力显现：内生动力走弱，叠加加息的负反馈

表格 4 海外消费增速预期

2022 境外消费增速	占比	2021	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022 合计
建筑	33.0%	7.1%	8.0%	3.0%	-1.5%	-2.0%	1.9%
工业	16.0%	12.1%	2.0%	2.0%	-0.5%	-1.0%	0.6%
消费品	15.0%	19.2%	4.0%	3.0%	0.5%	0.0%	1.9%
交通	12.0%	-8.2%	-10.0%	2.0%	1.0%	1.0%	-1.5%
电力通信	11.0%	9.2%	-10.0%	-6.0%	-4.0%	-2.5%	-5.6%
其他	13.0%	5.8%	5.0%	2.0%	-1.0%	-1.0%	1.3%
合计		7.9%	1.9%	1.6%	-1.1%	-1.1%	0.4%

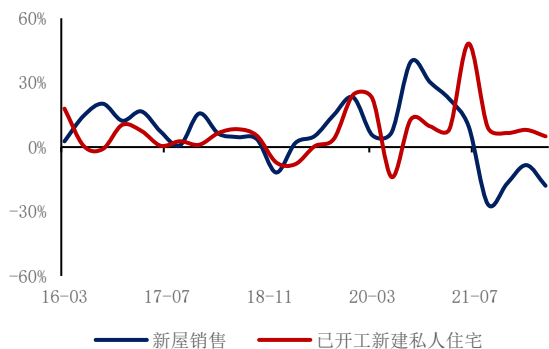
数据来源：金瑞期货

海外消费在地产产业链驱动下内生动力走弱。地产方面，预计美国三季度后营建等施工数据将转负。地产销售同比增速自 2021 年初已经开始出现回落，随后新开工数据、住宅投资地产领先数据也在 2021 年 6 月后转弱，2021 年底住宅投资已经转负。而在地产后端环节，1-5 月美国建造支出仍保持正增长，但考虑到前期投资、新开工数据提振显著减弱，考虑到环节传导节奏，预计营建等施工数据将在三季度转负。地产产业链方面，住宅投资领先于家电、家具等消费品增速，相关环节下半年预计也将逐季转负。从历史数据观察，住宅投资对耐用品消费有明显领先性，考虑到住宅投资已经转负，预计相关产业链将在地产驱动下逐步减弱。其他板块方面，汽车板块由于芯片问题缓和，近期产量转增。但考虑到整体耐用品消费意愿不强，需求转弱下，预计产量保持较高增速不可持续。

另外叠加加息带来的负反馈，融资成本显著抬升，降低消费投资意愿，海外消费预计持续低迷。

图表 56 地产销售已见回落

图表 57 美国住宅投资领先家电等耐用品消费



数据来源: Wind, 金瑞期货



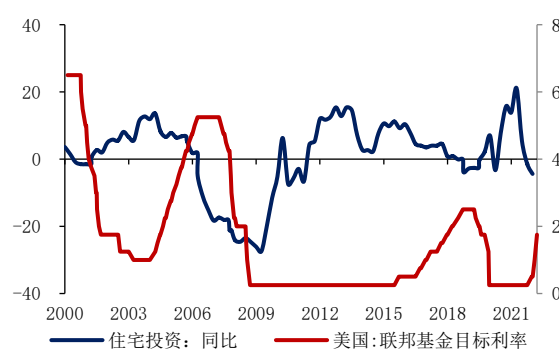
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 58 建造支出仍保持较高增速



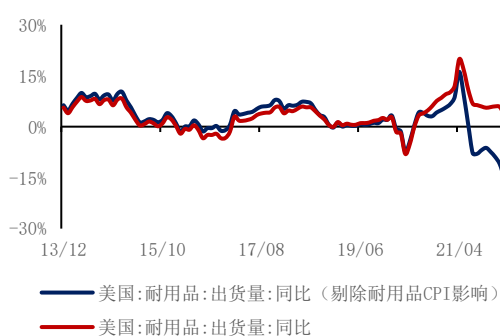
数据来源: Wind, 金瑞期货

图表 59 美国地产投资对利率环境敏感



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 60 美国耐用品出货量剔除通胀因素转负



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 61 由于芯片限制好转, 汽车产量转好



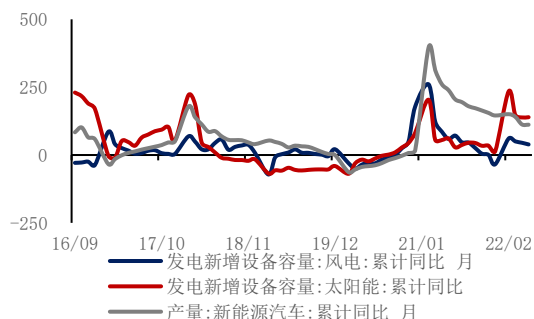
数据来源: iFinD, 金瑞期货

3.1.3 结构方面: 新能源是重要增量, 但未能抵消老动能衰退

今年下半年新能源拉动铜消费 2% VS 地产等老动能拖累消费 3%。今年下半年全球新能源领域中光伏、风电、新能源车分别用铜 50.5、34.5、49 万吨, 共计用铜量 134 万吨, 消费占比 11%, 同比增

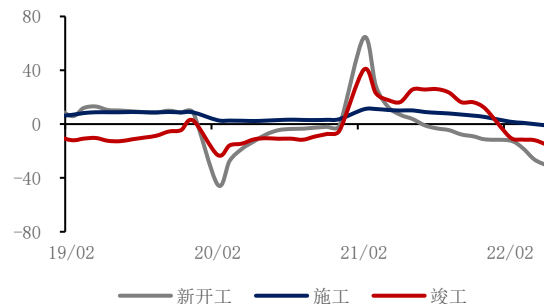
速 20%，拉动消费增速 2%。地产及其产业链等老动能今年下半年增速-7%，消费占比 46%，拖累消费增速 3%。新能源是今年消费中的重要增量，增速较传统领域明显更高，但未能抵消老动能衰退，

图表 62 今年以来新能源板块保持高增



数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 63 地产有所拖累



数据来源：iFinD，金瑞期货

长期角度：消费仍在换挡期（2021-2024 年）：经过对新能源领域和老动能领域（地产及其产业链）的消费测算，我们认为 2022-2024 年之间是新旧动能替代的过渡阶段，铜消费中枢预计变化不大。2024-2025 年新老领域消费占比接近，均为 16%左右，消费中枢或上移至 3%附近。2025-2030 年，新能源领域占比进一步抬升，预计将拉动消费中枢至 3.5%的水平。

表格 5 新消费板块消费预期

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025
电铜消费	2302	2473	2467	2504	2574	2651	2736
增速	-5%	7%	0%	2%	3%	3%	3%
其中							
新能源消费提振			2.3%	1.9%	2.9%	3.1%	3.0%
老动能拖累			-3.8%	-2.2%	-1.5%	-1.3%	0.2%

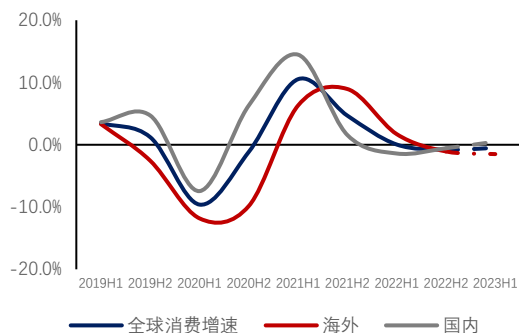
数据来源：金瑞期货

3.1.4 2022 年全球电解铜消费同比-0.3%，其中下半年同比-1%

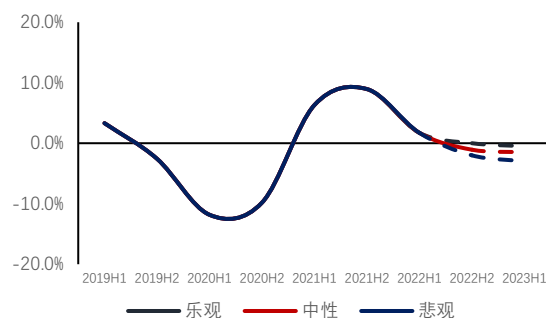
全球电解铜消费增速-0.3%，下半年增速-1%。下半年增速放缓，国内方面主要是由于地产的拖累，且出口的提振减弱；海外方面主要是流动性收紧节奏较快，融资成本显著抬升，导致消费、投资增速显著放缓，预计下半年转负。其中海外消费增速的不确定性较高，要视美联储实际加息节奏而定。

图表 64 海外消费放缓，国内修复乏力

图表 65 海外消费的不确定性较高



数据来源: iFinD, 金瑞期货



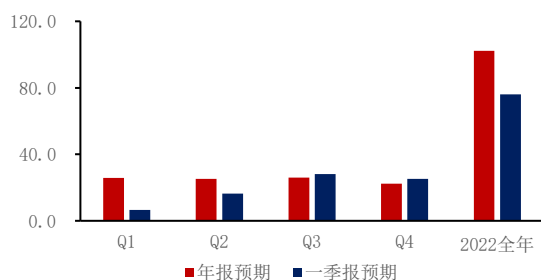
数据来源: iFinD, 金瑞期货

3.2 供应环比改善, 幅度仍有限

3.2.1 矿-精铜转化受限, 矿将继续累库

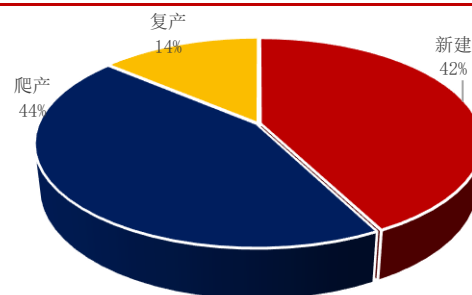
下半年铜精矿同比增 53 万吨或 5.5%。经过对主要矿企一季度财报中的复产、爬产、新建和减产项目进行梳理, 我们对今年铜精矿产量预期同比去年增 73.9 万吨, 但智利或因干旱导致一定扰动, 我们对此前智利上半年铜矿增量预期有一定下调, 量级约为 15 万吨。

图表 66 全年铜矿一季报预期较年报预期下调



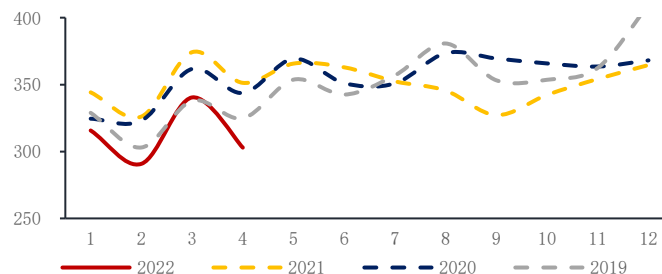
数据来源: 公司财报, 金瑞期货

图表 67 铜矿短期项目



数据来源: 公司财报, 金瑞期货

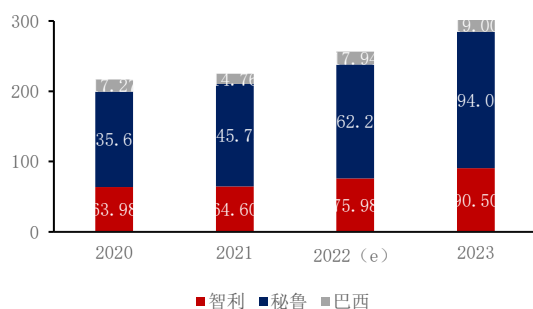
图表 68 智利铜精矿有一定折损 (千吨)



数据来源: 公司财报, 金瑞期货

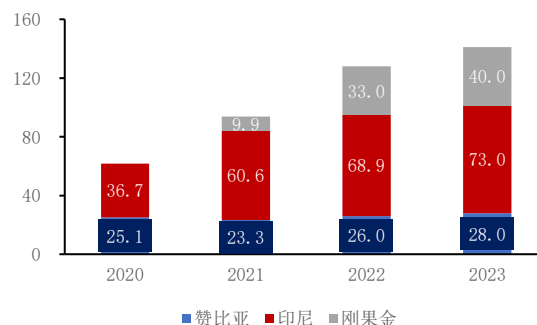
从地区上看，增量主要来源于：一、南美洲，智利虽有一定折损，但与秘鲁和巴西等国合计仍有约 31 万吨增量。二、非洲的卡莫阿-卡库拉（刚果金）铜矿爬产，以及赞比亚铜矿有一定增量，合计贡献约 26 万吨增量。三、中国新投产巨龙铜矿和印尼 Grasberg 爬产，分别贡献约 12.5 万吨和 8.3 万吨增量。

图表 69 南美铜矿增量



数据来源：公司财报，金瑞期货

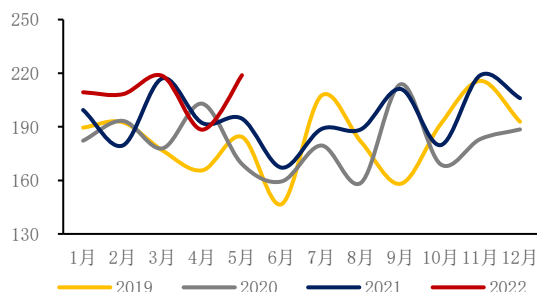
图表 70 印尼与非洲地区铜矿预期增量



数据来源：公司财报，金瑞期货

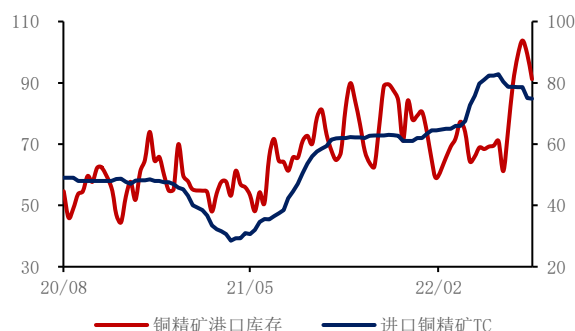
上半年海关进口增约 6%，与铜精矿产量增长一致：铜矿产量有所释放后，我国铜精矿进口量随之提高。上半年铜精矿进口实物量约 1043 万吨，同比增 6.31%，并且港口库存有明显抬升，国内冶炼原料较充足，进口矿 TC 重心走高。

图表 71 中国海关进口总量增量较为显著



数据来源：公司财报，金瑞期货

图表 72 港口库存重心抬升



数据来源：公司财报，金瑞期货

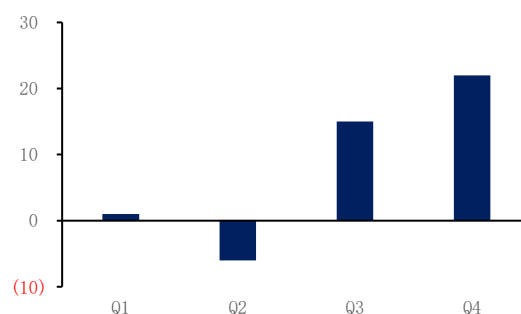
冶炼干扰强，需求端难以匹配精矿增长。今年铜精矿需求增量源于国内炼厂原有产能开工的提升，而新增冶炼产能仅有大冶的 40 万吨新项目，且在三季度末投料。上半年来检修偏多及以祥光为代表炼厂减产，导致精矿需求增长不及预期。下半年来看，国内约 40 万吨新增精矿需求，而境外需求增量源于原有项目开工的提升，除俄罗斯境内冶炼存不确定性外，其他地区主要体现在哈萨克斯坦及日本，新增需求量偏少。

表格 6 新增冶炼需求有限

图表 73 冶炼需求释放集中在下半年

	2021	2022	变量
国内主要变量			
方圆	21.9	33.8	11.9
大冶有色	48.69	55.7	7
福建紫金	35	39.8	4.8
老产能 (限电修复)			7.3
祥光	33.6	24.5	-9.1
海外主要变量			
哈铜			2
日本			2

数据来源: iFind, SMM, 上市公司财报, 金瑞期货



数据来源: iFind, SMM, 上市公司财报, 金瑞期货

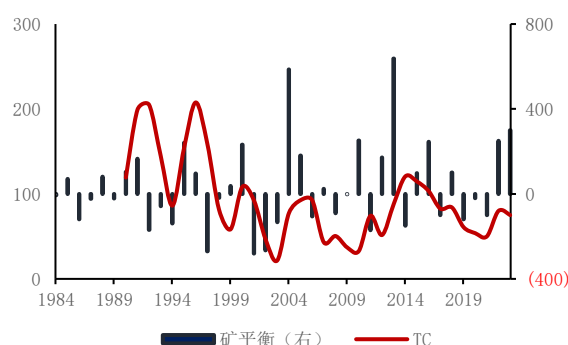
铜精矿平衡延续过剩。总体看今年铜精矿供需, 仍将是过剩格局, 预计全年将过剩 24 万吨。节奏上看, 今年一季度因供应扰动而有所短缺, 但随后在供应端逐步释放, 以及需求端产生一定下滑共同作用下进一步走向过剩。

表格 7 铜精矿平衡仍有过剩

	2022				2022E	2023
	Q1	Q2	Q3	Q4		
铜精矿供应	429	438	491	511	1869	1943
铜精矿需求	439	429	483	495	1846	1906
铜精矿平衡	(10)	9	8	16	23	37

数据来源: iFind, SMM, 上市公司财报, 金瑞期货

图表 74 长周期铜精矿平衡



数据来源: iFind, SMM, 上市公司财报, 金瑞期货

3.2.2 下半年精铜产量增 3.9%或 47 万吨, 国内贡献主要增量

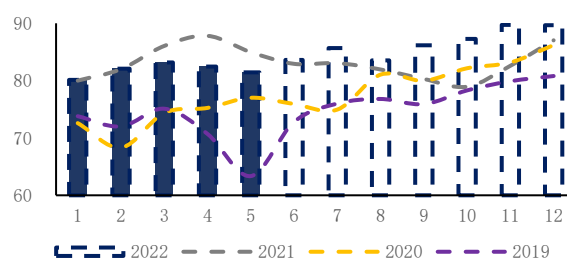
境内外增量节奏相近, 上半年有扰动, 下半年有释放。一、国内方面: 产量下半年集中释放。近期冶炼利润有所下滑, 但仍然保持较为可观水平, 冶炼利润并未限制国内电铜产量。但从国内主要炼厂情况来看, 上半年提产的量级并不大, 同时存在祥光等炼厂的减产因素, 而今年产量将在下半年能够有所释放, 下半年增约 37 万吨。二、境外方面: 一季度有下滑, 预计后续得以修复。由于智利和日本在一季度产量出现一定下滑, 境外精铜供应同比降约 3 万吨。预计该下滑在未来能够逐步修复, 叠加去年低基数, 海外下半年产量增约 10 万吨 (含 3.5 万吨湿法)。

图表 75 进口矿冶炼利润仍较可观

图表 76 国内精铜产量

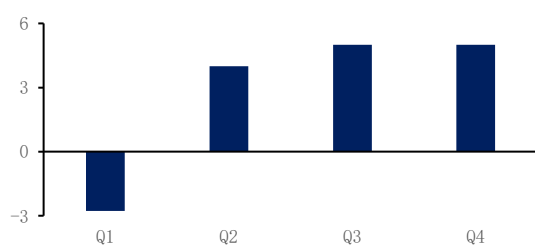


数据来源：SMM，金瑞期货



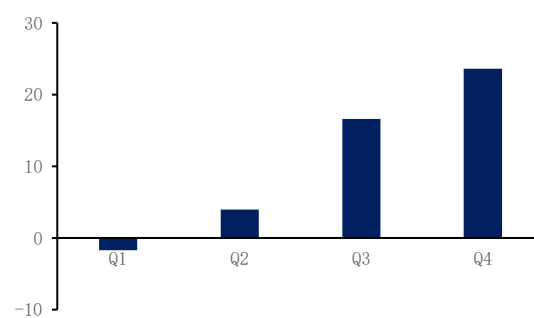
数据来源：SMM，金瑞期货

图表 77 境外精铜增量预期



数据来源：各国统计局，金瑞期货

图表 78 全球精铜增量预期



数据来源：金瑞期货

四、铜价展望：弱势确立，重心预计下移

价格重心：预计下半年 LME 三月期铜均价为 8500 美元/吨（上半年 9747 美元/吨），国内沪铜主力均价为 64000 元/吨（上半年 71432 元/吨）。

节奏驱动：6 月开始的大跌，反应市场对经济衰退和政策极鹰预期，偏空氛围将笼罩三季度，铜价有望见到年底新低。后根据经济实际反馈修正预期，国内 8 月前后是政策窗口期，铜价有望在“现实”“环比改善的情况下”进行弱反弹。

运行区间：预计下半年 LME 三月期铜核心运行在 7500-9500 美元（上半年 8122.5-10845 美元/吨），国内沪铜主力核心运行在 57000-71500 元/吨（上半年 61620-77270 元/吨）。

风险点：政策力度与预期不符，俄乌情况超预期等。

表格 8 精铜平衡表

	2021		2022			2022	2023
		Q1	Q2	Q3	Q4		
精炼铜产量	2436	607	610	623	639	2479	2549
精炼铜消费	2473	588	606	626	638	2458	2507
平衡	(37)	19	4	(3)	1	21	42
产业库存变化	21	5	(8)	0	0	(3)	
废铜加工领域使用变化	19	3	(5)	0	0	(2)	
国储库存变化	(11)	0	0	0	0		
电铜调整后平衡	(28)	17	7	(3)	1	22	

数据来源：各国统计局，金瑞期货

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人受到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市彩田路东方新天地广场 A 座 32 层

电话：400-888-8208