

2023年度 中国期货市场年度报告

CHINA FUTURES MARKET ANNUAL REPORT

大宗商品市场解读之
金属建材分册

2023年度中国期货市场年度报告
金属建材分册

2023 恭贺新禧 HAPPY NEW YEAR

尊敬的投资者您好！

忆壬寅峥嵘岁月，展期货青春韶华。2022 年地缘政治局势升级，供应链危机、能源危机与通胀飙升并存，欧美货币政策加速收紧与全球经济衰退担忧升温同行，风起云涌局势依旧，大宗商品市场大幅波动，百年未有之大变局仍在持续。2022 年疫情反复对经济产生冲击，在党中央和国务院的带领下，中国经济逐步企稳，中国期货市场持续有效发挥了服务实体经济的职能，为实体经济“保供稳价”保驾护航和助力实体企业高质量发展。

千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金。期货市场参与者共同努力下，期货市场成交持仓规模仍排除万难维持近三年的高位。《期货和衍生品法》自 2022 年 8 月 1 日起施行，期货行业迎来了属于自己的“基本法”；截止 12 月底，我国期货期权新上市 16 个品种，累计上市 110 个期货期权品种，期货大家庭继续壮大；面向低碳新能源品种的广州期货交易所正式上市工业硅期货与期权品种，成为首个新能源金属类期货与期权品种；我国期货市场国际化稳步推进，商品期货期权国际化品种增至 17 个。

不忘服务三农初心，牢记乡村振兴使命。我国期货行业继续加大服务三农力度，截止 2022 年 10 月，“保险+期货”模式承保货值约 548 亿元，帮助近 50 家脱贫地区企业成为期货交割仓库，为脱贫地区实体机构或个人提供合作套保、点价、场外期权等风险管理服务方案 200 多个，涉及名义本金约 40 亿元，有效保障农民基本收入和服务农业产业链。有 127 家期货公司对接 500 多个脱贫县（乡、村），签署 10299 份结对帮扶协议，累计投入帮扶资金约 15 亿元，积极践行乡村振兴使命。

展望 2023，将迎来落实“二十大”重要精神的开局年和新百年奋斗目标第二年。世界地缘冲突与全球经济衰退等诸多风险点犹存，我国期货期权市场服务国民经济功能将进一步凸显。坚决落实国务院保供稳价工作要求，引导供应链上下游稳定原材料供应和产销配套协作，期货期权市场立足价格发现和风险管理两大功能，以市场化手段助力实体企业应对风险，为稳产、保供、稳价贡献期货力量。

先天下之忧，善其身达实体。方正中期期货以“金融服务成就美好生活”为使命，以“成为广受客户信赖的金融衍生品综合服务商”为愿景，秉承“客户至上、专业稳健、开放协同、简单专注、勤奋坚持、追求卓越”的核心价值观，继续按照“一稳两破局”和打造好大中台等公司战略推动各项业务发展，继续坚持为投资者创造价值、为行业创造价值的经营理念，励精图治，更专注的发展期货业务，更用心的提升研发、IT 和客户服务水平，提供更加丰富、及时、权威、贴近市场的产品与服务。

助民致富添砖瓦，为国攻坚献年华。癸卯兔年，方正中期期货党政班子将带领全体司干部员工，为市场提供一流的期货期权经纪、资产管理、交易咨询、股票期权经纪、风险管理和基金销售等业务服务，同时积极参与各期交所、中期协的“保险+期货”项目，服务中小微企业工作，积极承担期货公司社会责任。我司将继续践行金融机构服务实体经济和支持“三农”的各项工作，围绕服务实体经济需求，不断做好风险管理业务，实现期货市场服务国民经济和助力乡村振兴的根本宗旨。

饮水思源，投桃报李。我们深知，方正中期期货取得的每一点进步和成功，都离不开广大投资者的关注、信任、支持和参与。因为广大投资者的理解和信任，我们有更加强大的动力和更坚定的信心；因为广大投资者的关心和支持，我们持续、快速成长；更是因为广大投资者的参与与建议，我们以行动践行初心与使命，进一步改善服务、提升质量，在服务投资者的道路上不断奋进。

癸卯兔年已然开启，扬帆起航正当时。携手前行，不负韶华，不忘初心，拥抱未来，方正中期期货全体员工谨向广大投资者表示衷心的感谢和美好的祝福！恭祝您身体健康！阖家幸福！事业兴旺！万事如意！

方正中期期货有限公司 党总支书记、总裁
上海际丰投资有限责任公司 董事长



2023 年 1 月

一抹晴霞散夕阴 遥瞻后市新风光

——2022 年铜市场回顾与 2023 年展望

方正中期期货研究院 尹心

► 摘要

- 通胀梦魇难消，紧缩压力升温。为应对过去两年大水漫灌带来的剧烈通胀，美联储在 2022 年中开启了新一轮的加息和缩表政策，加息力度和幅度创下近三十年之最，货币紧缩效应开始显现。2022 年，地缘政治黑天鹅意外冲击全球，令本已遭受疫情扰动的全球供应链系统再受重创，通胀风险继续升温，市场对于此轮加息周期的终点预期也不断向上修正，一路从年初的 3% 上涨到年末的 5% 以上，更有鹰派美联储官员表示此轮加息的终点在 6%-7%。截至 2022 年年末，美联储最为关心的两大指标就业和通胀仍然高烧不退，其中与“通胀粘性”最为相关的服务业成本仍在刷新近几十年的新高，这意味着 2023 年美联储货币政策转向的概率微乎其微。2023 年，受通胀-工资螺旋、房租与服务成本高位难下、海外能源紧缺等因素影响，通胀的顽固性可能超出预期，市场货币环境难言宽松。
- 2023 年，随着数个重要新项目的投产和现有矿山的扩建，以及供应扰动的逐步减少，全球铜矿将迎来扩张高峰期。根据 ICSG 的预测，2023 年全球铜矿产量将增 5.3% 或 116.5 万吨至 2306.2 万吨。ICSG 预计 2022-2026 年期间，世界矿山产能将以年均 3.5% 的速度增长。2023 年铜精矿长协加工费 Benchmark 达每吨 88 美元/干吨，较 2022 年基准价高出 35%，为 2017 年以来的新高，预示着矿山和冶炼对于铜矿供应宽松的一致性预期。2023 年，中国冶炼产能瓶颈将进一步突破，精炼供应有望进一步攀升。据 Mysteel 估计，2022 年中国新

增铜粗炼产能 48 万吨，粗炼复产产能 15 万吨；而新增电解产能 114 万吨，电解复产产能 15 万吨。据 ICSG 预计，在 2022 至 2026 年之间，全球粗炼产能将以每年 0.5% 的速度增长，其中中国的粗炼产能将增加 23%。2023 年在新增粗炼产能进一步投放，冶炼费与副产品价格维持高位的背景下将刺激冶炼积极开工，精炼产量有望续创过去十年以来的最高水平。

- 2023 年，我们对全球铜需求增速保持谨慎乐观态度，预计整体呈现前低后高的格局。2023 年，随着全球央行货币政策的进一步紧缩、物价工资螺旋上涨、地缘政治冲突等宏观风险的积聚，海外经济体已经陷入实质性衰退。中国方面，面临的需求预期将更为复杂。2023 年中国工作重心将重回经济增长，稳增长政策将进一步发力，货币与财政政策都将助推经济触底反弹，基建投资将继续抗鼎经济发展。与此同时，虽然中国防疫政策进一步优化，但参考大部分国家放开的路径，在 2023 年一季度可能将迎来一段时间病例大幅增长、医疗资源紧缺的“阵痛期”，在反弹之前，经济存在二次探底的可能。而房地产政策虽然迎来多项利好，但从政策端传递到需求端，仍存在一定的时滞与不确定性，预计最快下半年才会出现明显好转。
- 作为导电性仅次于白银的金属，铜是新能源时代不可或缺的关键材料，被部分机构称之为“新时代的原油”，成为光伏、风电、电动车等产业发展最大的受益金属之一。预计 2023 年全球新能源汽车、光伏、风电用铜量在 320 万吨，在 2025、2030 将进一步达到 420 万吨和 730 万吨。不过值得注意的是，2023 年新能源行业存在需求不及预期的风险。2023 年在货币紧缩效应加剧、中国补贴退场的背景下，全球新能源汽车产业可能面临阶段性的低谷，增速能否保持高景气存在不确定性。另一方面，光伏、风电等可再生能源也会面临政府、企业在衰退周期开支减少和旧能源回调以后的替代效应的负面影响，增速也可能不及预期。考虑到未来数年仍是矿山产量释放周期，新能源产业要对铜供需平衡起到明显拉动作用可能要等到 2024 年或更远的以后。

- 展望 2023 年，铜价将以先抑后扬为主。上半年，在海外进入深度衰退需求显著放缓和中国面临疫情扩散“阵痛期”，信心尚未修复，加之供应端持续放量，铜价料将重心逐步下移并存在二次探底的可能，区间 55000 元/吨-65000 元/吨。进入下半年，紧缩周期进入尾声，市场交易重心从“加息”转移到“降息”，而中国将在稳增长政策持续发力和疫情大幅好转之下，经济触底回升，铜价亦将企稳反弹，区间 56000 元/吨-70000 元/吨。2023 年，在海外不发生经济危机等黑天鹅事件的中性预测下，铜价整体运行区间 55000 元/吨-70000 元/吨。

目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 第一部分 行情回顾..... | 1 |
| 一、铜价长期走势回顾 | 1 |
| 二、铜价 2022 年走势回顾 | 3 |
| 第二部分 上期所铜期货成交持仓分析 | 4 |
| 第三部分 宏观分析..... | 6 |
| 一、通胀梦魇难退 大宗熊市难以避免..... | 6 |
| 二、海外衰退周期兑现 铜博士面临压力..... | 8 |
| 三、中国经济有望触底反弹 但“阵痛期”再所难免 | 10 |
| 第四部分 全球铜供应分析 | 13 |
| 一、供应链修复叠加扰动减少 2023 将迎矿山产能释放高峰期 | 13 |
| 二、产能瓶颈突破 冶炼有望加速释放..... | 17 |
| 三、再生铜是未来趋势 但短期面临原料紧缺..... | 20 |
| 四、全球显性库存大幅去库 2023 有望触底反弹 | 22 |
| 五、中国铜进口量探底回升 2023 内强外弱格局料延续..... | 23 |
| 第五部分 全球铜需求分析 | 25 |
| 一、2022 铜材开工低迷 等待终端需求回暖 | 26 |
| 二、稳增长持续加码 传统消费支撑仍存..... | 29 |
| 三、新能源进一步带来增量 但需警惕预期转弱风险 | 33 |
| 第六部分 供需平衡表..... | 39 |
| 第七部分 季节性分析..... | 41 |
| 第八部分 持仓分析..... | 42 |
| 一、CFTC 持仓分析 | 42 |
| 二、LME 持仓分析 | 43 |
| 第九部分 铜期权市场分析 | 44 |
| 第十部分 后市展望..... | 46 |
| 一、技术分析..... | 46 |
| 二、行业观市..... | 47 |
| 三、铜价展望..... | 48 |
| 四、铜企业风险管理建议 | 50 |
| 附：行业相关股票..... | 51 |

第一部分 行情回顾

一、铜价长期走势回顾



图 1-1 近 30 年以来 LME 铜价走势

数据来源：Wind，方正中期研究院

回顾近 30 年以来的铜价走势，1990-2022 年铜价共经历过五次上行周期：

第一次上行周期（1993-1995）：

克林顿上任以来美国开始进入以信息技术为代表的“新经济”时代，美国经济强劲增长，带动铜市需求高涨，LME 铜价两年累计涨幅高达 70%。

第二次上行周期（2002 年-2007 年）：

1997 年亚洲金融危机，新兴经济体受到严重冲击，全球经济再次陷入增速放缓格局，而 2000 年 911 事件更是令恐慌情绪蔓延，铜价暴跌，一度触及 1365 美元/吨的低位。

2002 年开始，铜的金融属性开始主导市场，世界经济逐步走出 911 事件的阴影，进入全面复苏的平稳发展期，同时全球流动性持续宽裕、美元的不断贬值为“铜博士”为代表的大宗商品造就了一轮长牛。从基本面因素来看，中国加入 WTO 以后经济开启了高速增长，注重工业生产和出口导向的“世界工厂”经济模式令中国用铜量显著攀升，取代美国成为全球第一大铜消费国，在国际铜市场上

开始发挥举足轻重的推动作用。2006 年，美国资本市场的泡沫狂欢迎来高潮，铜价也创造了三十年来的新高，达到 8800 美元。

第三次上行周期（2008 年 11 月-2011 年）：

2008 年由美国次贷危机引发的全球性金融危机持续蔓延，国际市场有色金属价格受恐慌情绪影响在短短几个月内断崖式下滑，LME 铜价从历史高位 8940 美元跌至 2810 美元，跌幅达到 68%。

为了应对经济危机的风险，全球救市政策接踵而至，中国实施四万亿经济刺激计划、以美联储为代表的主要央行启动量化宽松政策，铜价流动性大幅宽松下开启强势反弹。

第四次上行周期（2016 年至 2017 年）：

2012 年开始，全球经济复苏缓慢，加之美联储等全球央行开始逐步收紧流动性，铜价开始持续下行，经历了五年熊市，LME 铜价自 2011 年高位跌至 2016 年的五年低位 4318 美元。随着铜价的持续下行，全球各大铜矿企业亦开始持续削减资本开支，导致铜矿产量也随之逐步下滑。

2016 年开始，全球经济在新一轮产业革命下开启复苏，铜价触底反弹。随着铜矿供应量的逐步减少，全球铜市从供应过剩转为紧缺，而中国的供给侧改革以及环保政策趋严更是加剧了供需缺口的扩大。此外，这一阶段的铜价上涨也导致了智利、秘鲁等国的罢工事件频发，要求分享铜价上涨的收益，并再由此正反馈至铜价开启螺旋上涨。

第五次上行周期（2020 年-2022 年 H1）：

2020 年开始，新冠疫情肆虐全球，市场悲观情绪不断升温，铜价在 2020 年初跌破五年以来的新低。随着各国刺激法案的陆续出台，铜市迎来新冠疫情带动下的宏观面与供应面的戴维斯双击，铜价一路从 2020 年 3 月份的阶段性新低 4371 美元一路上涨至 2021 年 5 月份的 10747 美元。从宏观面来看，为应对疫情导致的经济衰退风险，以美联储为代表的主要央行开启新一轮全面大放水，“无限 QE”等货币政策令全球流动性极度宽裕；另一方面，多国财政政策开始发力，美国启动多轮纾困计划和经济刺激法案，财政赤字占 GDP 的比率超过二战时期的最高峰。在全球宏观经济政策持续刺

激下，大宗商品迎来史无前例的“放水牛”。从基本面来看，全球疫情的结构分化令全球铜市意外紧缺。2020 年 5 月开始，全球铜主要的消费国-中国，逐步走出疫情疫情，领先于全球完成全面复工复产，成为此阶段全球的主要经济引擎，带动铜消费触底回升；而全球铜的主要生产地区-拉丁美洲却饱受疫情肆虐，不断的隔离和封锁令该地区的供应备受扰动，产量远不及预期，供需缺口不断拉大。值得注意的是，2021 年是碳中和元年，全球能源转型开启序幕，铜作为优质导体在电动车、风电、光伏和电网等建设中均要大量消耗，此轮清洁能源的大规模建设对铜带来的大量新增需求也进一步的加剧了供需缺口。

二、铜价 2022 年走势回顾

2022 年，全球铜价表现为大幅冲高又急剧回落再震荡上行的“过山车”走势。截至 12 月 8 日，沪铜主力在年内累计跌幅 5.3%，期间在三月份一度触及年内高点 77000 元/吨，最低在 7 月下探至近两年低位 53000 元/吨附近。国际铜主力年内累计下跌逾 4.9%至 59780 元/吨。LME 铜三个月合约年内累计下跌逾 13%至 8500 美元/吨附近。

2022 年沪铜走势主要分为三个阶段：

第一阶段为 2022 年一季度，沪铜表现为持续上涨。受俄乌地缘政治冲突扰动市场，市场对于供应链断裂的忧虑不断升温，冲突相关的品种如铜、镍、原油等大宗商品受到资金热捧。从基本面来看，拉美铜矿供应因疫情、天气和罢工等事件扰动大幅不及预期，进一步点燃多头情绪，铜价一度上涨至历史高点。

第二阶段为 4 月中旬至 7 月中旬，全球铜价大幅重挫。随着通胀不断升温，美联储为代表的全球央行加速货币紧缩政策，加之地缘政治冲突以及随之的制裁与反制裁加剧、中国本土疫情等利空因素叠加，市场对全球经济衰退的忧虑升温，资本市场悲观情绪蔓延，以铜为代表的工业金属集体重挫。

第三阶段为 7 月下旬至年末，铜价表现为触底反弹震荡上行的走势。随着年中美国通胀见顶的迹象愈发明显，市场对宏观利空情绪暂时消化，再度回归基本面。而在中国消费稳增长、“金九银十”

的良好预期以及全球显性库存持续走低的背景下，现货升水大幅抬升助推铜价反弹。进入年末，美联储声称将放缓加息速度的信号与中国防疫政策的不断优化，进一步推升了市场做多情绪。

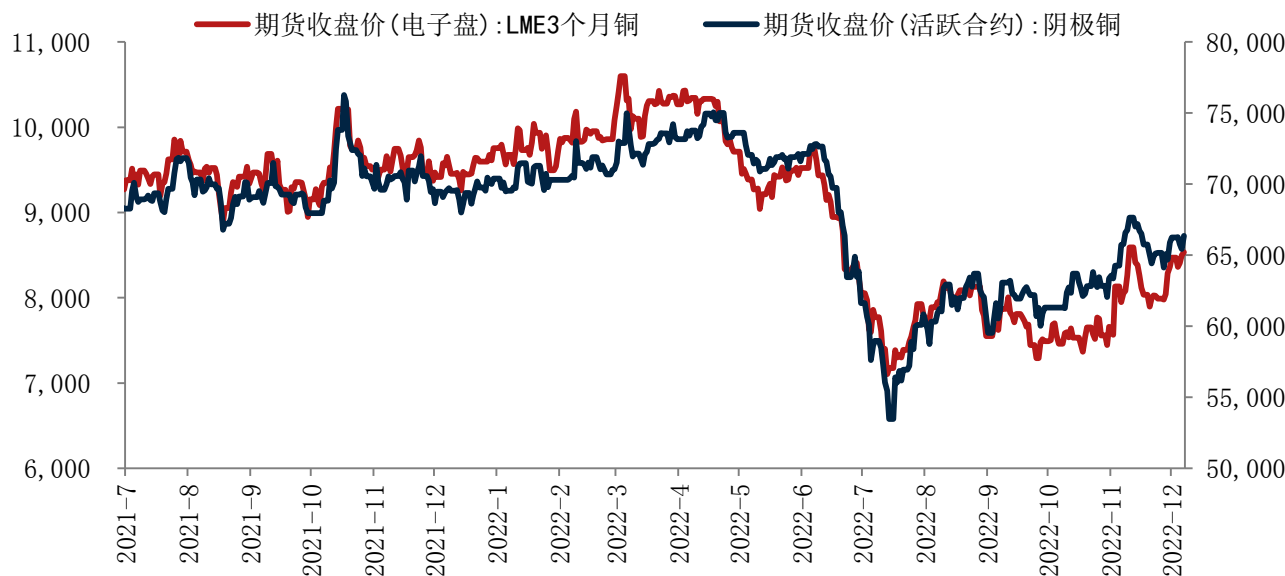


图 1-2 沪铜及伦铜收盘价

数据来源：Wind，方正中期研究院

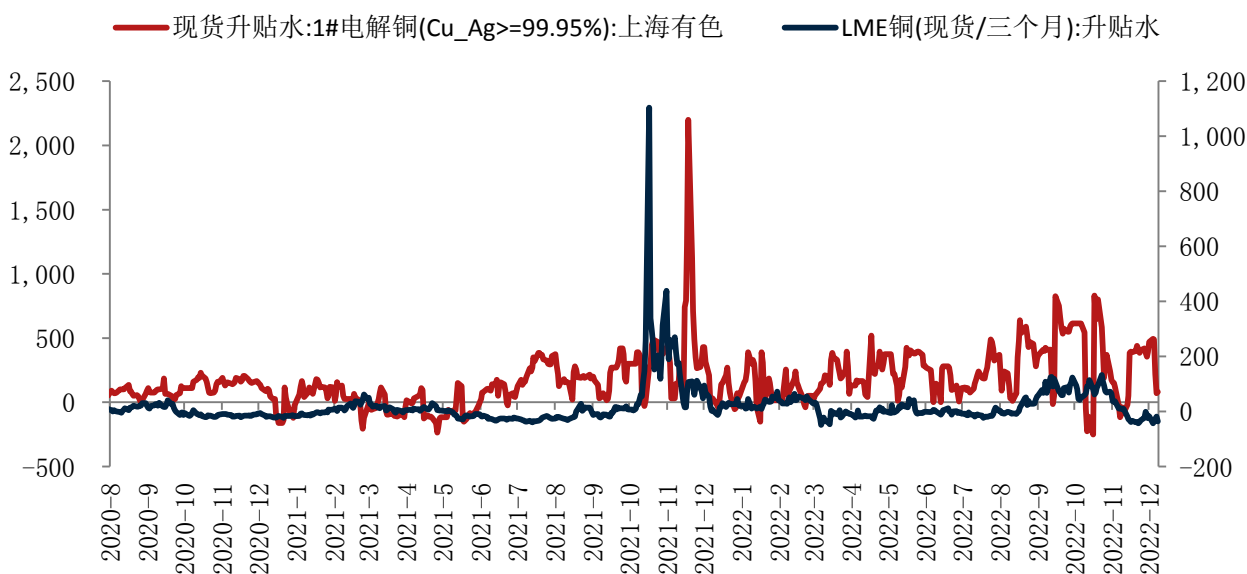


图 1-3 沪铜和伦铜升贴水

数据来源：Wind，方正中期研究院

第二部分 上期所铜期货成交持仓分析

2022 年沪铜期货成交量有所下降。据上海期货交易所数据，截至 2022 年 11 月底，沪铜期货当月成交量 4817287 手，同比减少 7.2%，前 11 个月累计成交量 43351295 手，累计同比减少 27.9%，



月平均成交量 3941026 手。2022 年 11 月当月成交额 15743 亿元，同比减少 13.7%，前 11 月累计成交额 142184 亿元，累计同比减少 30.9%，月平均成交额 12925 亿元。2022 年 11 月当月沪铜持仓量 428886 手，同比增 11.1%。

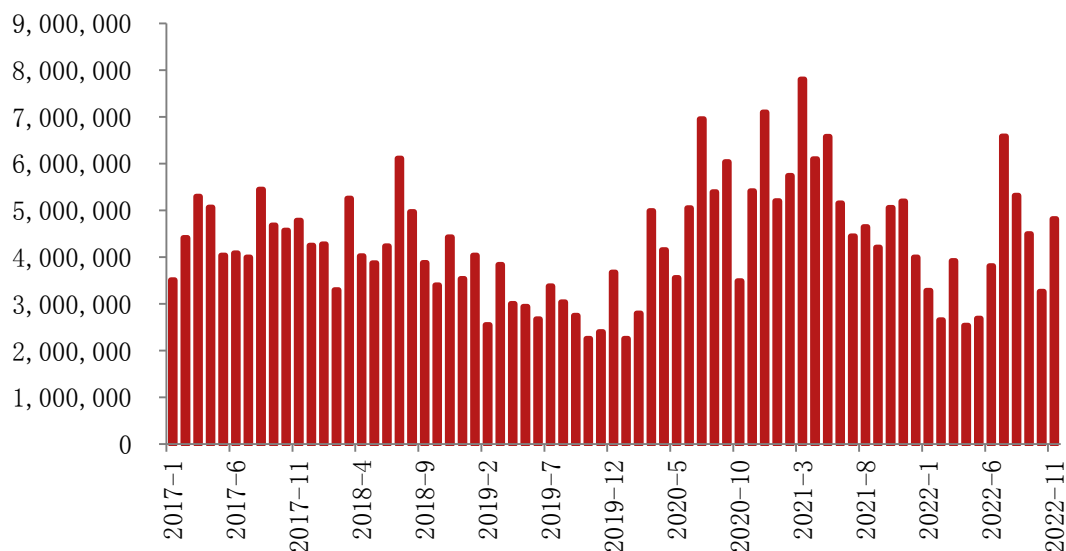


图 2-1 期货成交量 (单位：手)

数据来源：上海期货交易所、方正中期研究院整理

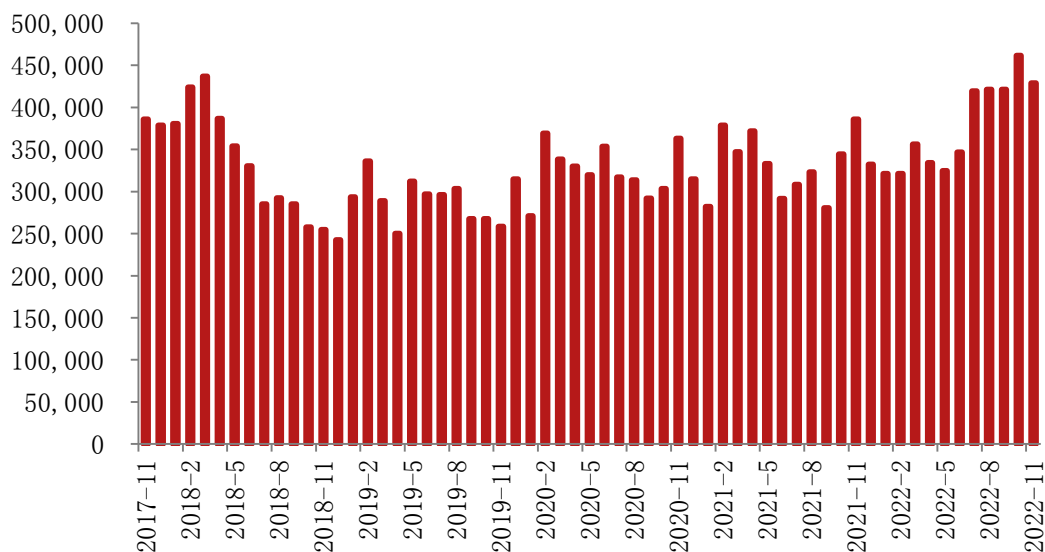


图 2-2 期货持仓量 (单位：手)

数据来源：上海期货交易所、方正中期研究院整理

第三部分 宏观分析

一、通胀梦魇难退 大宗熊市难以避免

通胀梦魇难消，紧缩压力升温。为应对过去两年大水漫灌带来的剧烈通胀，美联储在 2022 年中开启了新一轮的加息和缩表政策，加息力度和幅度创下近三十年之最，货币紧缩效应开始显现。

2022 年，地缘政治黑天鹅意外冲击全球，令本已遭受疫情扰动的全球供应链系统再受重创，通胀风险继续升温，市场对于此轮加息周期的终点预期也不断向上修正，一路从年初的 3% 上涨到年末的 5% 以上，更有鹰派美联储官员表示此轮加息的终点在 6%-7%。截至 12 月的美联储议息会议，联邦利率区间已经从年初的 0-0.25% 大幅上调至 4.25%-4.5%，点阵图显示的终点利率也从 6 月的 3.8%、9 月的 4.6% 进一步上升至 12 月的 5.1%。在多次公开讲话中，美联储主席鲍威尔表示将吸取 70 年代货币政策左右摇摆导致通胀剧烈反复的教训，需要把高利率维持在相当长的一段时间才能遏制通胀，同时也表达了不惜牺牲增长也要控制通胀的决心。截至 2022 年年末，美联储最为关心的两大指标就业和通胀仍然高烧不退，其中与“通胀粘性”最为相关的服务业成本仍在刷新近几十年的新高，这意味着 2023 年美联储货币政策转向的概率微乎其微。2023 年，受通胀-工资螺旋、房租与服务成本高位难下、海外能源紧缺等因素影响，通胀的顽固性可能超出预期，市场货币环境难言宽松。与此同时，欧洲、澳、英等西方国家也正经历四十年以来最为严峻的通胀考验，各自的央行也在加速升息。全球货币政策的加速紧缩与衰退预期不断的升温，意味着大宗商品在 2023 年仍面临继续走熊的风险。

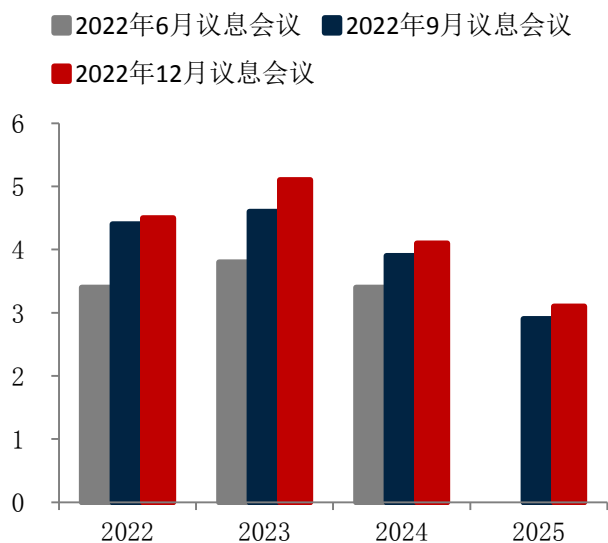


图 3-1 FOMC 利率预估

数据来源：美联储，方正中期研究院整理



图 3-2 美国通胀数据

数据来源：FRED，方正中期研究院整理

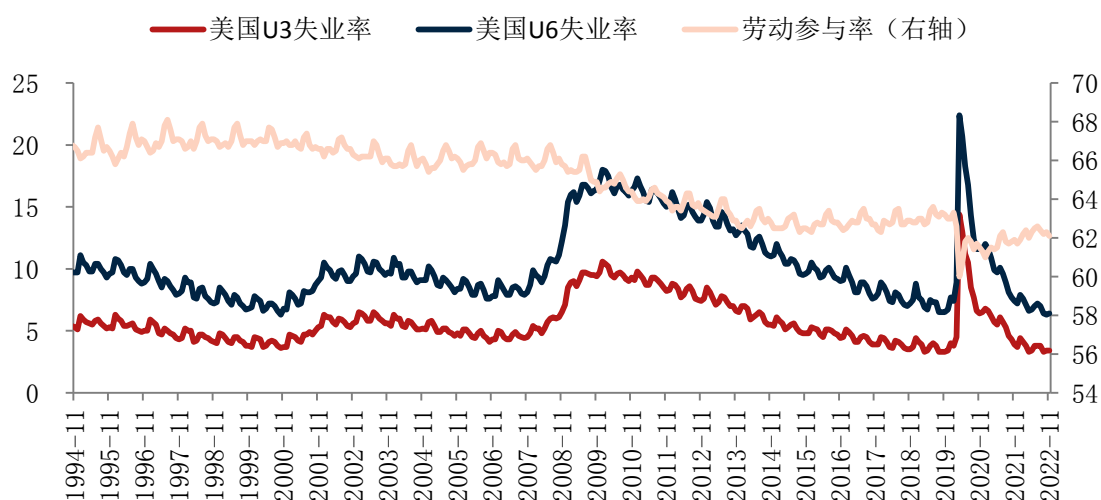


图 3-3 美国失业率与劳动参与率

数据来源：FRED、方正中期研究院

紧缩周期下，铜难逃熊市命运。根据过去三十年的历史经验，铜价与联邦利率往往表现为同涨同跌。这是因为利率作为央行逆周期调节的工具，在加息周期的初期往往伴随着经济的过热，因此大宗商品往往会表现为同步上涨；而加息到一定高度时，市场的流动性紧缩效应开始产生负面作用，商品也随之下跌。而这个利率高度通常是按照西方央行常用的控通胀指导准则“泰勒规则”决定的。以目前 7% 以上的通胀来计算，则需要加息到 5% 以上，才能有效控制通胀。进入 2023 年，本轮加息周期将迎来末端，衰退与紧缩效应仍将主导市场。

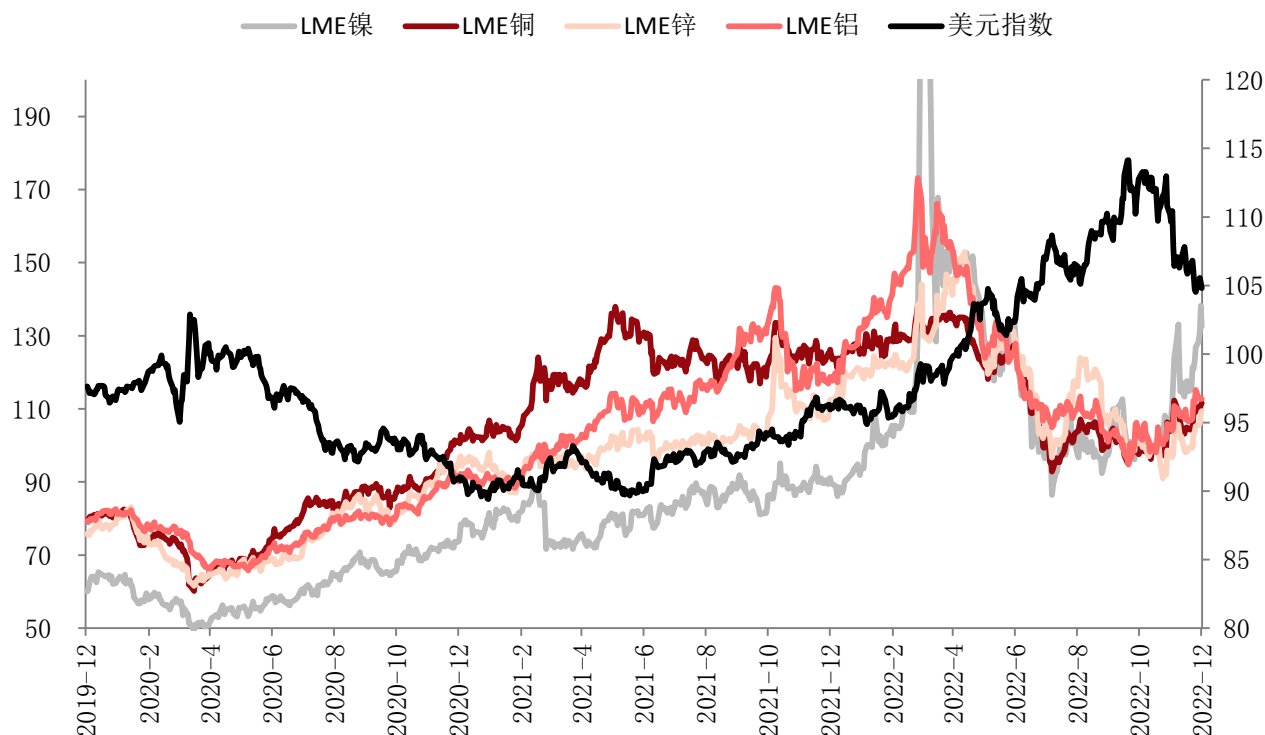


图 3-4 美元指数与有色金属价格
数据来源：彭博社，方正中期研究院

二、海外衰退周期兑现 铜博士面临压力

全球央行紧缩加码，经济下行风险加剧。与过去几轮加息周期不同的是，此次美联储货币政策存在明显的滞后性。通常美国的货币政策组合是经济过热开始加息和经济衰退加降息的逆周期调节组合，但此次加息却因通胀持续恶化，导致了经济下行和加息周期共振。而在衰退和紧缩双重压力下，产生经济危机的风险也在不断积聚，2023 年仍需警惕黑天鹅事件导致市场闪崩的可能性。

2023 年衰退恐进一步加剧。国际货币基金组织（IMF）在 10 月的报告显示，全球经济增长率预计将从 2021 年的 6.0% 下降至 2022 年的 3.2% 和 2023 年的 2.7%。IMF 预计，2023 年全球经济将在金融环境收紧、地缘政治撕裂和新冠疫情反复下，风险急剧升温，预计有 25% 左右的概率会降至 2% 以下，这处于 1970 年以来的低位水平。而作为世界经济火车头的美国，更是此轮衰退的暴风眼，美国增速预测值被下调了 1.4 个百分点。欧洲受地缘风波溢出效应影响，加之货币政策收紧，导致欧洲各国增速预测值被大幅下调。各国的生产指标已经连续数月低于荣枯线，衰退似乎难以避免。通常

来说，温和的衰退周期在一年半左右，期间由于个人消费支出减少，企业库存高涨，生产意愿低迷，将会对上游工业商品带来明显的负面压力。

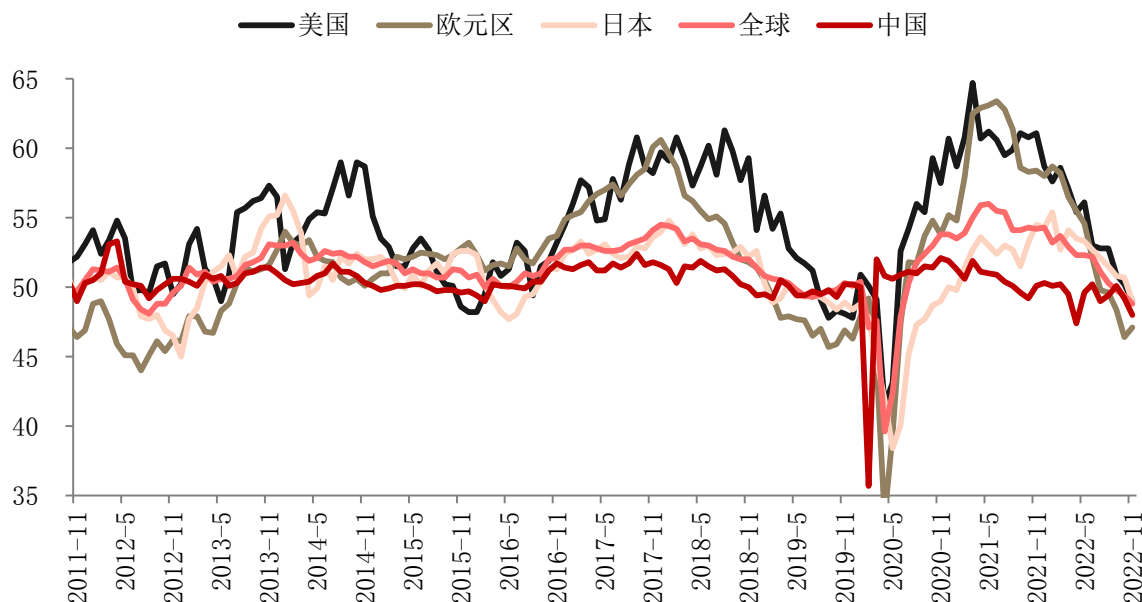


图 3-5 全球制造业 PMI 指数

数据来源：FRED，方正中期研究院

“铜油比”的持续下行预示着经济衰退周期可能超出预期。金属铜与全球工业需求息息相关，并且还代表着全球制造业景气度；相对来说，原油除了与工业生产密切相关，还与服务业需求关联度较高，例如交通、旅游、物流等，代表服务业景气度。通常来说，若经济周期处于复苏阶段时，货币政策和财政政策会齐发力，生产企业风险出清并重新开始扩张，此时制造业先于服务业复苏，体现在商品价格上涨上就是铜价涨幅快于油价，铜油比值开始上升。而当经济从增长走向过热，相关部门开始逆周期调节（央行加息、财政支出减少等），制造业扩张意愿放缓、投资减少，铜的工业需求开始见顶回落。与此同时，由于经济发展中的财富效应和通胀的持续性，使得服务业需求仍会保持较好景气度，原油价格降幅小于铜价，铜油比开始回落。因此，国际上将铜油比作为预测经济周期的重要指标之一。

从历史规律来看，当铜油比滑落至低值区间（80 以下）时，全球主要经济体大多在 12 个月内经济衰退或萎缩，例如 2000 年互联网泡沫经济破灭、2008 年美国次贷危机时期就出现过这种情形。不考虑油价极端值的因素，此轮铜油比在 2021 年中开始脱离顶部区间，2022 年加速回落下行，并于今

年 5 月份滑落至 80 以下低值区间，与另一个衰退指标“国债收益率倒挂”几乎同频共振，当时亦是市场最悲观时期。7 月中旬以来，随着市场对美国通胀见顶、美联储加息周期临近终点的预期愈发强烈，铜油比开始反弹，并于 11 月下旬上升至 90 以上，表明了短期市场宏观情绪的回暖。

在 2023 年全球经济下行周期中，铜油比仍会维持低位，并且面临二次探底的可能。从周期角度来看，此轮经济衰退尚在初期，全球制造业的萎缩刚刚开始，但服务业仍保持较高景气度，尤其是未来中国疫情防控政策进一步优化，被压抑的服务业需求存在报复性反弹的可能，加之通胀本身的粘性和工资-通胀螺旋效应，未来一年能源商品或表现得比工业品要更为坚挺。从基本面来看，未来铜的供需矛盾要弱于原油，2023 年是铜矿供应和粗炼产能释放高峰期，随着下游需求的回落，铜价仍面临进一步下滑的风险；而原油受地缘政治风险和能源供应链断裂的扰动，紧缺效应将更为明显。因此，2023 年铜油比仍会继续下行，并随着经济周期见底而见底。

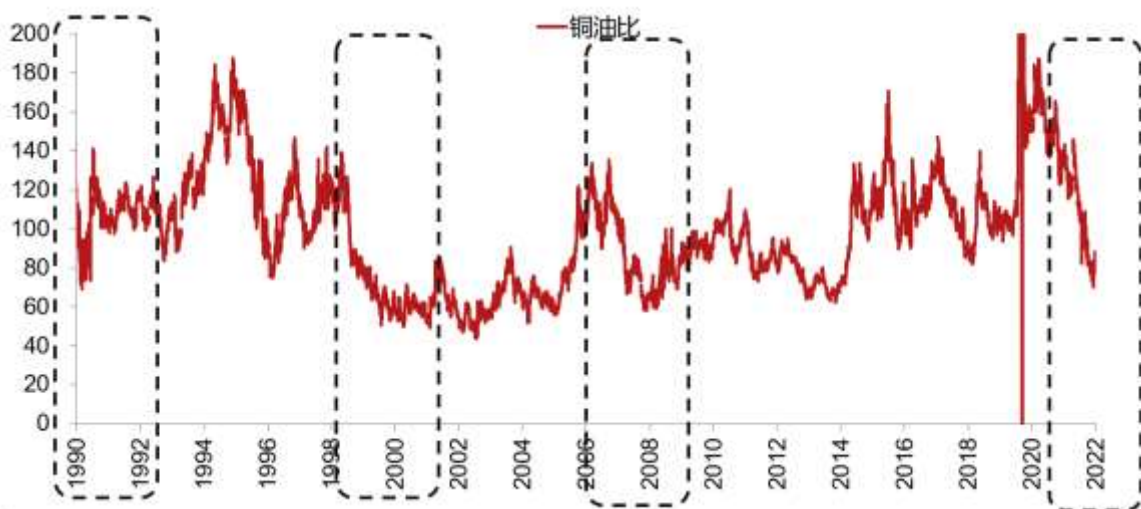


图 3-6 铜油比

数据来源：FRED，方正中期研究院

三、中国经济有望触底反弹 但“阵痛期”再所难免

2023 年，中国经济将出现明显好转，整体走势前低后高。2023 年，随着防控政策的不断优化，疫情对经济生活的扰动将逐步减少，参考其他国家开放的经验，预计最晚在下半年以后经济活动将显著回暖。2023 年，稳增长仍将是国家工作的重中之重，在“三重压力”之下，财政政策和货币政策

将会进一步加码，包括专项债支持和降准降息等政策均在逐步兑现。2023 年，前期对经济最大的拖累项-房地产，也迎来了政策底。包括人民银行、银保监会发布的 16 条金融举措、地产融资的“三支箭”以及涵盖降首付、二套房放松等各地“因城施策”的多项救市政策共同发力，房地产行业料将触底反弹。此外，汽车、新能源、基建等国家支持的各项重大领域的投资也正在提速，2023 年将成为实物工作的兑现期。

防疫政策进一步优化，但首先将迎来“阵痛期”。从 2022 年末第一批受疫情冲击的主要城市的出行和消费高频数据来看，病例短期的迅速上升会对居民产生一定的恐惧心理并对经济活动造成进一步的负面影响。实际上，参考其他国家放开的经验，在放宽防疫管控的一至三个月，多数国家会出现病例骤升、医疗资源紧缺的“阵痛期”，其中部分国家甚至会甚至有第二轮冲击，在这一阶段消费和经济活动会进一步萎缩。而在病例和重症数出现明显下降后，市场信心将会触底反弹，其中酒店、餐饮和航空弹性更大一些，汽车、地产消费复苏则相对滞后。疫情放开以后，有色金属需求预计是先抑后扬的状态，不同品种的需求将会进一步分化。在疫情放开的初期，整体需求在疫情“阵痛期”和春节淡季叠加之下可能会出现进一步的探底，这一阶段基建和中央的重大项目仍是托底经济的主要抓手，因此与之关联度较高的锌表现会比较出色。在疫情后期，可能是在二、三季度以后，随着生产逐步回归正轨，市场信心修复，地产、汽车、家电消费有望触底反弹，届时铜、铝、镍等金属的消费可能会有更好的表现。

房地产政策底已经到来，预计在 2023 年下半年迎来市场底。2022 年以来房地产政策实质上已经持续松绑，截至年末已经有超 300 省市出台近上千条救市政策，包括多地放开限购、房贷降息、降低首付比例，甚至部分地区重启了棚改货币化。2022 年末，更是推出了稳定房地产行业的“三支箭”，包括恢复银行信贷支持、债券融资帮扶和股权融资松绑等，彰显了拯救楼市的决心。不过，考虑到疫情防控政策优化以后，市场将迎来一段病例上升的“阵痛期”，市场信心修复的时间点在下半年的概率会比较大。房地产政策对 2023 年金属需求提振可能在下半年以后才会显现。与黑色系需求

集中在开工端不同，房地产行业对有色金属的需求的拉动主要体现在竣工端。地产对有色金属主要需求包括竣工尾声配套电网、装饰和合金结构件的使用，以及竣工后的家电等引致需求的消费。考虑到市场信心恢复还需要一定的时日，我们认为 2023 年可能在下半年竣工开工明显回暖以后，地产政策的提振效果才会比较明显。

2023 年，中国基建领域仍是托底经济的主要力量，铜市继续受益。交通建设，受益于交通运输电气化的快速发展，高速铁路、城市轨道交通和电动汽车等项目均需要消耗大量的铜，据国际铜业协会的数据，2018 年该领域在中国的铜需求量约 175 万吨，2025 年有望达到 242 万吨，到 2030 年或将达 331 万吨。而能源建设方面更是用铜大户，电力是全球第一大铜需求领域，而中国电力用铜占总消费量的 50%，在已经到来的新能源时代，无论是电网建设还是新能源光伏、风电的建设都将对铜需求带来提振。

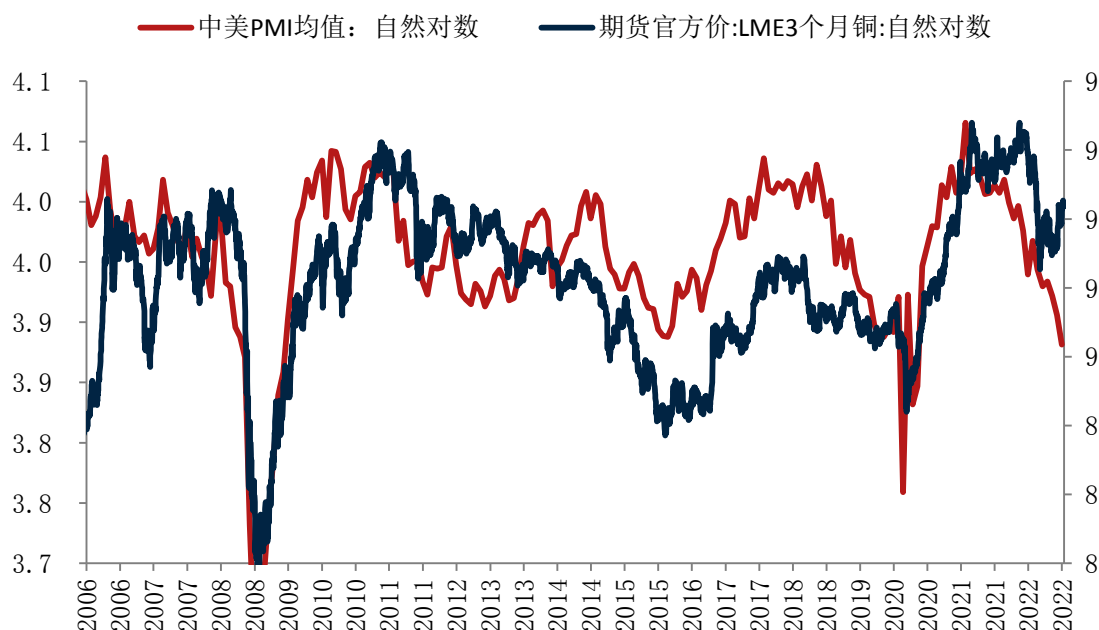


图 3-7 中美 PMI 均值与铜价
数据来源：iFind，方正中期研究院



图 3-8 信贷脉冲与铜价走势

数据来源：Wind，方正中期研究院整理



图 3-9 彭博中国信贷脉冲指数

数据来源：彭博，方正中期研究院整理

第四部分 全球铜供应分析

一、供应链修复叠加扰动减少 2023 将迎矿山产能释放高峰期

2022 年，随着新增项目的陆续推进，全球铜矿产量迎来进一步的修复性反弹，不过受拉美抗议事件频发、干旱、品位下降及全球性的供应链危机蔓延的负面扰动，增长仍低于预期。据国际铜研究组织（ICSG）的统计数据，2022 年前三季度全球铜矿产量增 3.5%。其中最大铜矿生产国智利前三季度产量同比减少 6.7%，主要受到疫情、干旱，以及矿石品位下滑的影响。第二大铜矿产国秘鲁产量则是增长 1.4%，其两大矿山 Cuajone 和 Las Bambas 均受到罢工和抗议事件的影响，前九个月产量较 2019 年同期减少 5%。印尼 1-9 月铜矿产量年增 33%，因格雷堡铜矿地下矿项目持续推进量产的带动。刚果 1-9 月铜矿产量年增 28%，卡莫阿铜矿以及其他新矿投产的驱动。此外美国和墨西哥也在前三季度迎来 2% 的产量增长。全年来看，因拉美供应扰动，ICSG 在 2022 年 10 月份下修了铜矿增长的预估，预计 2022 年全球铜矿增长量在 3.9% 或 83 万吨，大幅低于年中 5% 或 110 万吨增长的预测。

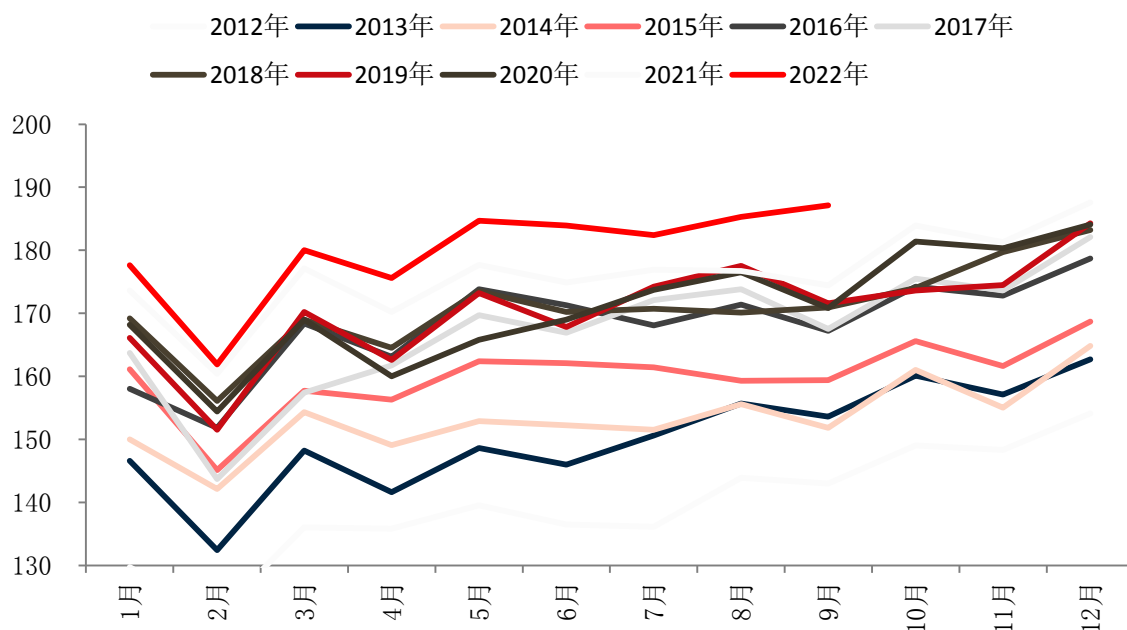


图 4-1 近十年全球铜矿单月产量季节性图（单位：万吨）

数据来源：ICSG，方正中期研究院

展望 2023 年，随着数个重要新项目的投产和现有矿山的扩建，以及供应扰动的逐步减少，全球铜矿将迎来扩张高峰期。根据 ICSG 的预测，2023 年全球铜矿产量将增 5.3% 或 116.5 万吨至 2306.2 万吨。2023 年，秘鲁奎拉维科（Quellaveco）铜矿、塞尔维亚提莫克（Timok）铜矿，以及智利的克夫拉达布兰卡（Quebrada Blanca）铜矿第二阶段将进一步释放增量，已经建成的刚果民主共和国的 Kamoa Kakula、印尼的 Grasberg 也将持续扩张，此外中国的雄村铜矿和巨龙铜矿也将陆续达产，全球供应大幅宽松是大势所趋。

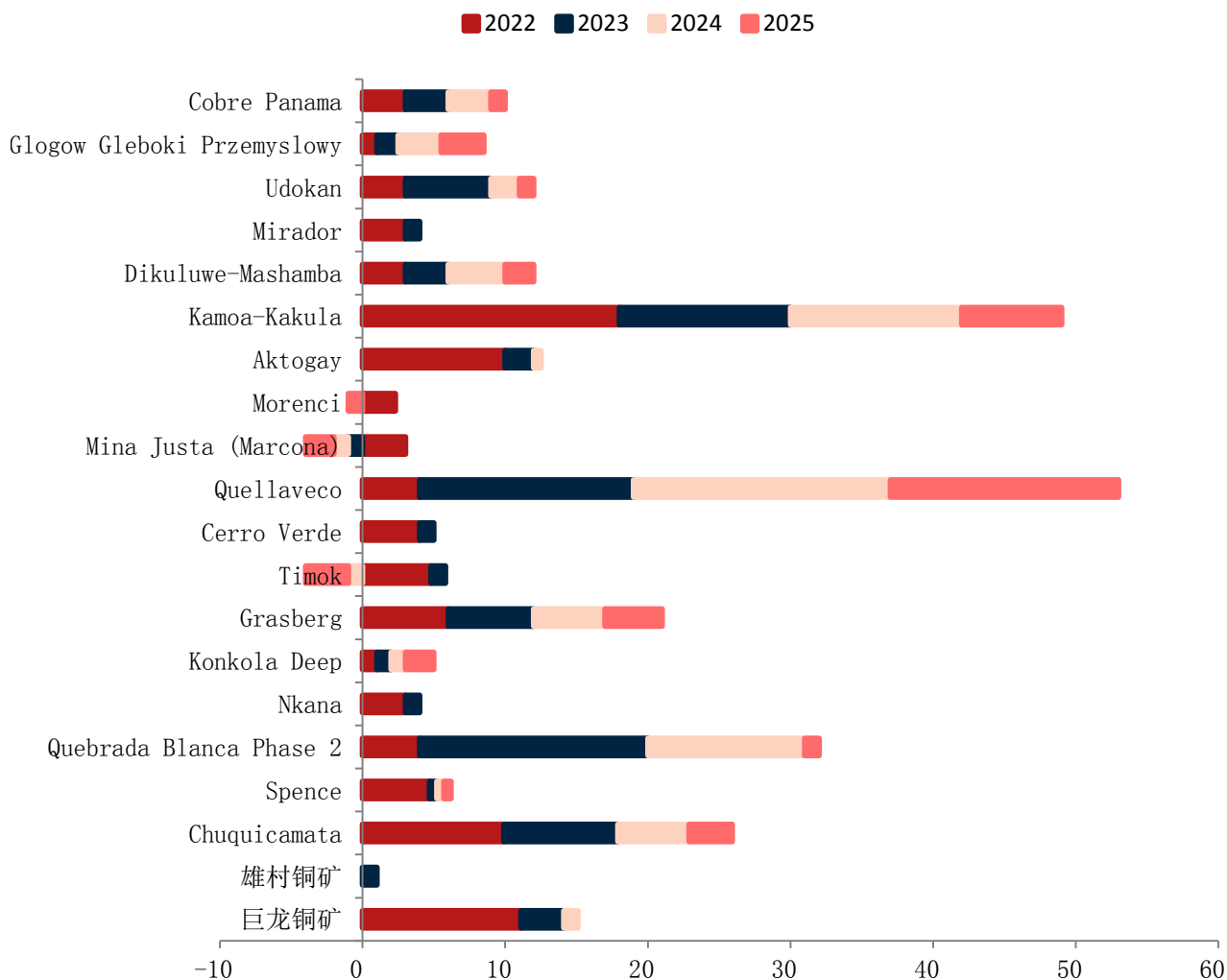


图 4-2 2022-2025 全球主要铜矿增量项目预估 (单位：万吨)

数据来源：SMM、公司公告，方正中期研究院

在更远的未来，全球铜矿产量仍将保持强劲增长。2010-2015 年是上一轮全球主要铜矿公司资本开支的高峰期，根据历史经验铜矿的开发周期在 7-10 年左右，考虑到疫情、资源许可保护主义等因素导致的项目延迟，对应到 2022-2026 应当是铜矿产量的释放高峰期。根据 ICSG 的调查，2017 年至 2021 年期间只有两个主要铜矿新增项目投产，而截至 2022 年末，除了两个已经开发的项目在加速投产外，还有额外的四的项目将陆续达产。ICSG 预计 2022-2026 年期间，世界矿山产能将以年均 3.5% 的速度增长。

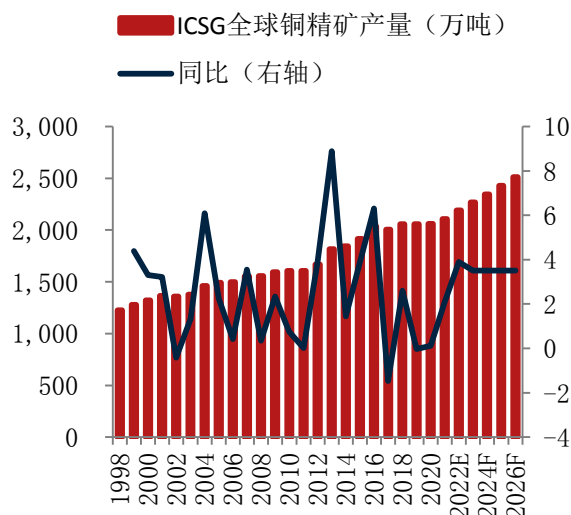


图 4-3 全球铜矿产量及增速

数据来源：ICSG，方正中期研究院整理

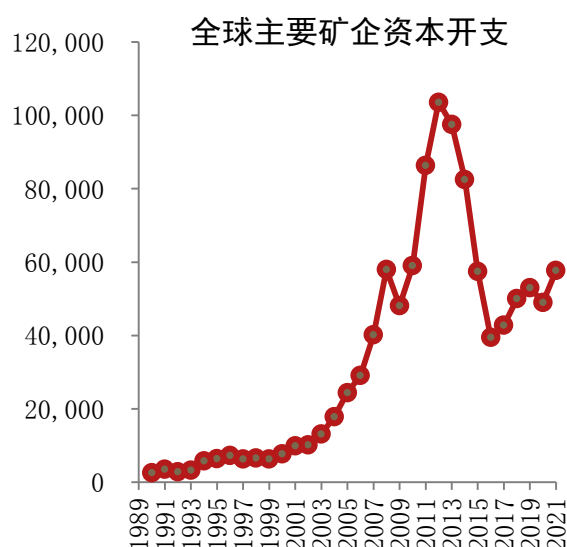


图 4-4 全球主要铜矿企业资本开支 (百万美元)

数据来源：Bloomberg，方正中期研究院整理

加工费的大幅上涨预示着矿端宽松已经开始兑现。随着全球铜矿供应链的触底反弹，冶炼加工费在 2021 年 4 月触及十年低位后就保持反弹回升的态势。截至 2022 年 12 月 2 日，进口铜矿 TC 为 91.1 美元/吨，较 2021 年的 62 美元/吨大幅上涨。2022 年末，国内多家铜冶炼厂与 Freeport 敲定的 2023 年铜精矿长协加工费 Benchmark 达每吨 88 美元/干吨，较 2022 年基准价高出 35%，为 2017 年以来的新高，预示着矿山和冶炼对于铜矿供应宽松的一致性预期。展望 2023，受到良好利润率和中国冶炼厂产能增加支撑，精矿需求将有所增加，不过铜精矿持续释放已经成为行业共识，中国的加工费 (TC/RCs) 仍易涨难跌。

现货：中国铜冶炼厂：粗炼费 (TC)

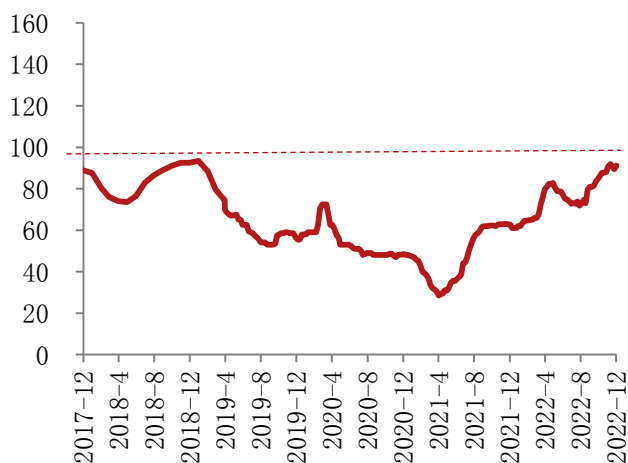


图 4-5 进口铜精矿现货加工费 TC

中国铜精矿长单 TC (美元/吨)

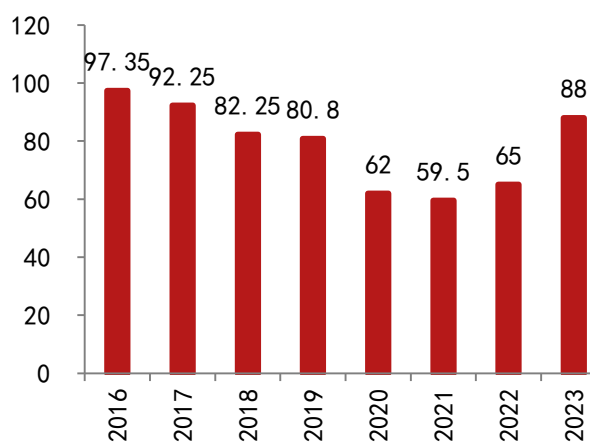


图 4-6 中国铜精矿长单 TC

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

数据来源：SMM，方正中期研究院整理

二、产能瓶颈突破 冶炼有望加速释放

2022 年精炼产量增长，2023 年将进一步提速。据 ICSG 数据显示，2022 年前九个月世界精炼铜产量增长约 2.3%，低于矿山 3.9% 的增长，主要的原因是欧洲冶炼厂的意外关闭以及智利、秘鲁的干旱和罢工抗议事件导致的停产检修。分国别来看，2022 年前九个月智利精炼铜产量减少 4%，中国增长 2.5%，日本增长 1.9%，刚果增长 17%。全年来看，根据 ICSG 预估，2022 年全球精炼铜产量将增长 2.8% 至 2549.5 万吨，低于年初预估 3.9% 的增长。

展望 2023 年，ICSG 预计，全球精炼铜产量将进一步增长 3.3% 至 2634 万吨。目前市场 2023 年矿端大幅宽松存在一致性预期，在新增粗炼产能进一步投放，冶炼费与副产品价格维持高位的背景下将刺激冶炼积极开工，精炼产量有望续创过去十年以来的最高水平。

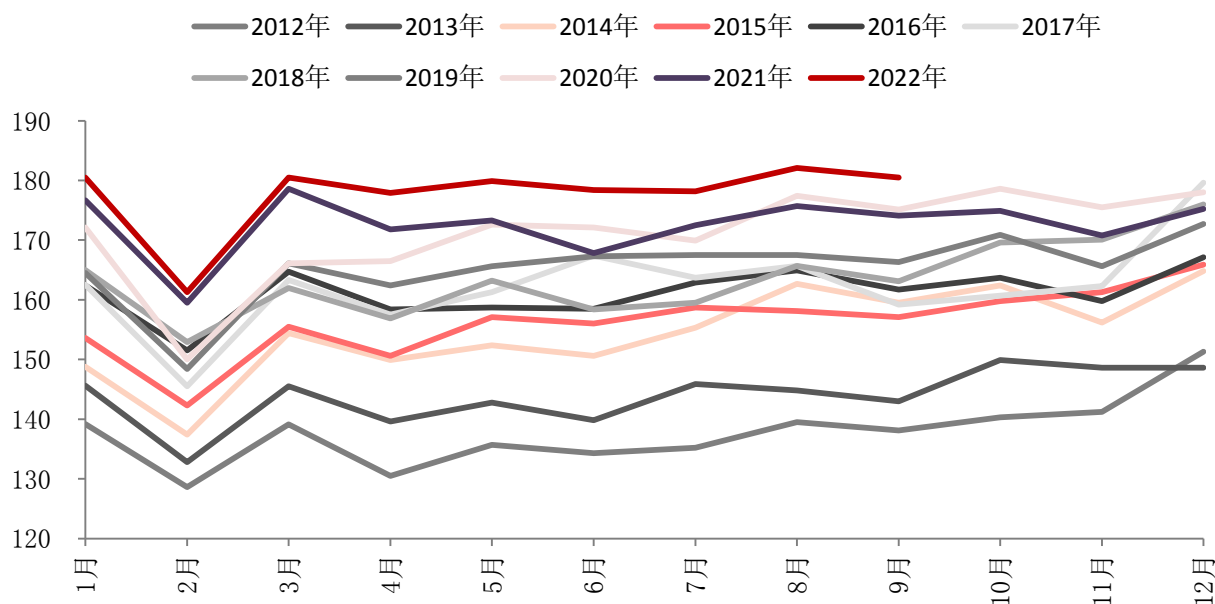


图 4-7 近十年全球精炼铜（原生）单月产量季节性图（单位：万吨）

数据来源：ICSG，方正中期研究院

2022 年中国冶炼扰动频繁，增量不及预期。据上海有色网（SMM）调研，中国 1-11 月电解铜累计产量 942.21 万吨，累计同比增 3.37%；预计 2022 年全年累计产量 1030 万吨，同比增加 3.2%，较年初的 4% 增速有所下滑。一季度除春节假期前的季节性影响，国内冶炼厂复产生产较为稳定，南

方几家大型冶炼厂产量恢复到正常水平后使国内整体电解铜产量同环比同步提升，仅有少量北方冶炼厂受到冬奥会影响。二季度，山东两家冶炼厂民营冶炼厂因资金等问题被迫停炉减产，以及部分冶炼厂由于检修设备受到一定阻碍，国内整体产量处于年内低位运行，但进入六月以后明显好转。三季度开始，全国大面积电力短缺，多个省份开启限电限产，对安徽、湖北、江苏、浙江等省份冶炼厂产量造成损伤，合计影响量在 2.1 万吨。9 月份以后，随着铜矿进一步宽裕，同时冶炼企业走出限电和检修影响，国内产量开始出现修复性反弹，单月产量维持在 90 万吨/吨左右，为近年以来高位。

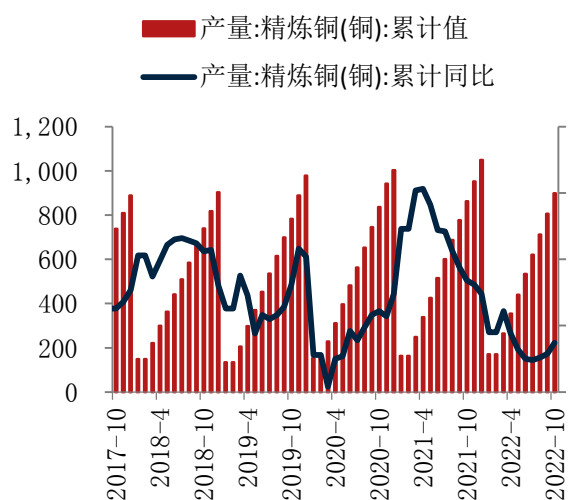


图 4-8 中国精炼铜产量

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

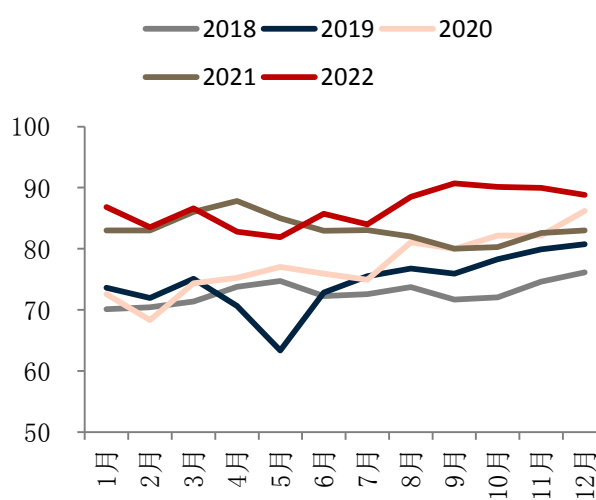


图 4-9 中国精炼铜产量季节性

数据来源：SMM，方正中期研究院整理

表 4-1 2022 年中国主要炼企业检修情况

| 省市 | 企业 | 开始时间 | 结束时间/持续时间 | 检修或停车产能（万吨） |
|-----|-----------------------|----------|-----------|-------------|
| 山东 | 东营鲁方金属材料有限公司 | 1 月 7 日 | 待定 | 30 |
| 山东 | 山东恒邦冶炼股份有限公司 | 5 月初 | 1 个月 | 25 |
| 山东 | 阳谷祥光铜业有限公司 | 3 月 14 日 | 待定 | 40 |
| 河南 | 河南中原黄金冶炼厂有限责任公司 | 3 月 26 日 | 45 天 | 35 |
| 河南 | 河南豫光金铅集团有限责任公司 | 3 月 7 日 | 3 月 11 日 | |
| 青海 | 青海铜业有限责任公司 | 3 月 31 日 | 20 天 | 10 |
| 湖北 | 大冶有色金属有限责任公司 | 5 月 10 日 | 10 天左右 | 50 |
| 甘肃 | 白银有色集团股份有限公司 | 5 月 10 日 | 40 天 | 20 |
| 安徽 | 铜陵有色金属集团股份有限公司金冠铜业分公司 | 5 月 15 日 | 6 月 25 日 | 40 天 |
| 甘肃 | 金川集团股份有限公司 | 6 月 24 日 | 1 个月 | 45 |
| 山东 | 山东金信新材料有限公司 | - | - | - |
| 广西 | 广西南国铜业有限责任公司 | 8 月 | - | 30 |
| 内蒙古 | 赤峰金通铜业有限公司 | 6 月 26 日 | 7 月 26 日 | 30 |
| 内蒙古 | 赤峰富邦铜业有限责任公司 | 8 月 25 日 | 9 月 25 日 | 10 |
| 江西 | 江西铜业股份有限公司 | 10 月 | | |
| 广西 | 广西南国铜业有限责任公司 | 8 月 | - | 30 |

| | | | | |
|----|----------------|----------|----------|----|
| 河南 | 河南豫光金铅集团有限责任公司 | 9 月 13 日 | 15-20 天 | 9 |
| 甘肃 | 金川集团股份有限公司 | 8 月 10 日 | 9 月 13 日 | 12 |

数据来源：百川盈孚，方正中期研究院

2023 年，中国冶炼产能瓶颈将进一步突破，精炼供应有望进一步攀升。据 Mysteel 估计，2022 年中国新增铜粗炼产能 48 万吨，粗炼复产产能 15 万吨；而新增电解产能 114 万吨，电解复产产能 15 万吨；新增电解产能当中，以矿作为主原料企业产能 94 万吨，以粗铜或阳极铜为直接原料企业产能 20 万吨。从产能释放时间来看，其中第四季度投放有 87 万吨，第二季度投放 27 万吨，一旦达产后，预计给予 2023 年新增产量 69 万吨；加上 2023 年释放的电解产能 30 万吨，预计 2023 年全年新增产量 69-75 万吨，增幅 6.8%。

不过值得注意的是，中央进一步强调要创造条件尽早实现能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变，各地也出台相关政策坚决遏制“两高”项目盲目发展，金属冶炼作为高污染、高能耗的项目，未来无论是已有产能还是新增产能都会受到一定程度限制，冶炼项目是否能够如期达产存在不确定性。

表 4-2 2022-2023 年中国新增冶炼产能

| 公司名称 | 新增粗炼产能 | 新增精炼产能 | 生产使用原料 | 投产年月 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 包头华鼎铜业发展有限公司 | 0 | 7 | 铜精矿 | 2022 |
| 赤峰金通铜业有限责任公司 | 0 | 5 | 铜精矿 | 2022Q1 |
| 上饶和丰环保科技有限公司 | 0 | 10 | 废铜/阳极铜 | 2022Q3 |
| 大冶有色（阳新宏盛） | 40 | 40 | 铜精矿 | 2022Q3 |
| 铜陵有色（金冠铜业） | 8 | 8 | 铜精矿 | 2022Q4 |
| 江铜富冶和鼎铜业有限公司 | 0 | 15 | 阳极铜 | 2022Q4 |
| 中条山有色金属集团有限公司 | 18 | 18 | 铜精矿 | 2022Q3 |
| 新疆五鑫铜业 | 10 | 10 | 铜精矿 | 2022 |
| 金川集团（本部） | 0 | 10 | 阳极铜 | 2022Q4 |
| 国润铜业 | 0 | 10 | 铜精矿 | 2023 |
| 五矿铜业 | 0 | 20 | 铜精矿 | 2023 |

数据来源：SMM、百川盈孚，方正中期研究院

从更长期的角度来看，据 ICSG 预计，在 2022 至 2026 年之间，全球粗炼产能将以每年 0.5% 的速度增长，其中中国的粗炼产能将增加 23%；全球精炼产能则将以每年 2.5% 的速度增长，其中智利的产能可能减少 15%，但刚果（金）的产能将增加 40%，而中国新增产能将贡献大部分增量。

表 4-3 2022-2023 年海外冶炼新增产能

| 公司名称 | 公司 | 2022 年新增 | 2023 年新增 |
|------|----|----------|----------|
|------|----|----------|----------|

| | | | |
|--------|------------|----|----|
| 印度尼西亚 | PT smelter | 0 | 5 |
| 塞尔维亚 | Bor | 0 | 12 |
| 美国 | Shelby | 4 | 0 |
| 刚果金 | Lualaba | 18 | 4 |
| 乌兹别克斯坦 | Almalyk | 0 | 12 |
| 总计 | | 22 | 33 |

数据来源：SMM，方正中期研究院

三、再生铜是未来趋势 但短期面临原料紧缺

随着近年来对循环经济的愈发重视，以及全球矿业有效资本开支的不足，再生铜的利用成为全球解决长期铜精矿供应不足的必然选择。中国从 2000 年的 30 余万吨上升到 2015 年的近 230 万吨，到 2019 年达到了 330 万吨左右，约占全球再生铜产能的三分之一。2020 年受疫情影响，再生铜减产，产量 325 万吨。2021 年我国再生有色金属投资继续保持稳步增长，再生铜产量 334 万吨，预计 2022 年将达到 380 万吨。2022 年 11 月，工信部等三部门联合印发《有色金属行业碳达峰实施方案》发展再生金属产业。完善再生有色金属资源回收和综合利用体系，引导在废旧金属产量大的地区建设资源综合利用基地，布局一批区域回收预处理配送中心。完善再生有色金属原料标准，鼓励企业进口高品质再生资源，推动资源综合利用标准化，提高保级利用水平。到 2025 年再生铜、再生铝产量分别达到 400 万吨、1150 万吨，再生金属供应占比达 24%以上。

根据 2019 年的数据，330 万吨再生铜产量中，来自国内废铜约 220 万吨，剩下三分之一来自进口。不过，随着“铜废六类”“废七类”禁止进口的政策执行以及疫情的扰动，尤其是 2021 年起生态环境部不再受理废铜批文，并严格禁止进口固体废物，中国进口再生铜进口量维持低位，导致了再生铜供应的阶段性紧缺。据海关总署数据，2020 年受疫情扰动进口废铜量仅 94 万吨，2021 年恢复至 169 万吨，但仍较 17 年峰值水平 355 万吨大幅缩水。2020 年底，再生铜原料标准出台后，再生铜原料进口量触底回升。2020 年 10 月，生态环境部、海关总署、商务部、工业和信息化部联合发布《关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告》，明确规定符合《再生黄铜原料》（GB/T 38470-2019）、《再生铜原料》（GB/T 38471-2019）、《再生铸

造铝合金原料》(GB/T 38472-2019)标准的再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料，不属于固体废物，可自由进口。

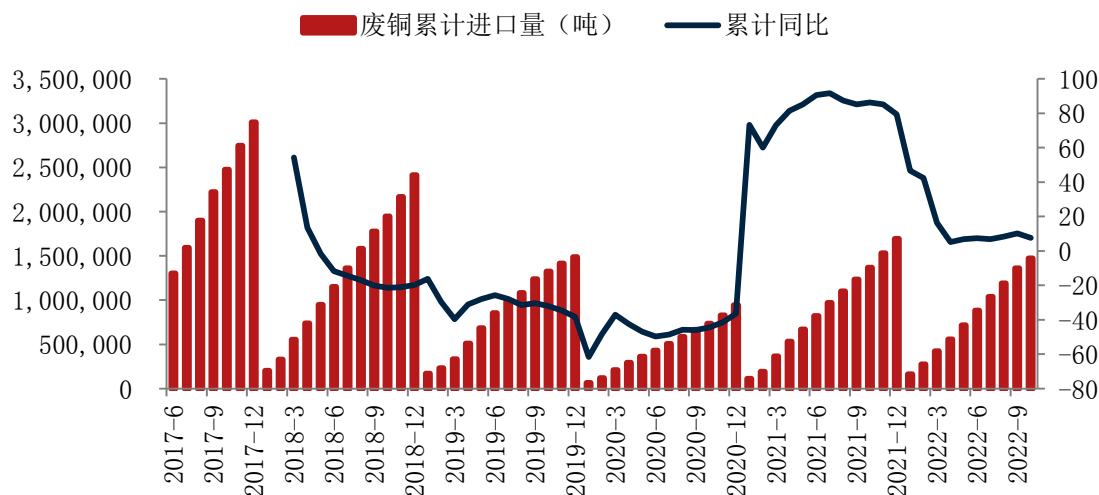


图 4-10 中国废铜进口量

数据来源：海关总署，方正中期研究院

疫情扰动之下，2022 年废铜进口依然萎靡。据海关总署数据，2022 年前十个月累计进口废铜 147 万吨，累计同比增 7.65%，预计全年进口量与 2021 年持平。2022 一季度废铜进口量明显好于 2021 年，其中前两个月累计同比增 40% 以上。但进入二季度以后，受长三角地区本土疫情扰动，4-5 月全国主要港口出现不同程度的封控，对废铜进口造成明显负面影响，累计同比增速大幅下滑至个位数。三季度以后，随着铜价的大幅回调，精废价差一度转负，加之废铜进口窗口始终处于关闭状态，废铜进口量持续低迷。

海外固废政策的变化恐进一步对再生铜产生冲击。近年中国禁废政策不断加严，许多原本出口到中国的低品废料逐渐转移至以马来西亚为代表东南亚国家，当地废铜拆解企业将低品位废铜拆解后，再进口到中国。但随着政策环境的改变，未来再生铜进口恐面临变数。马来西亚国际贸易和工业部 2021 年宣布，10 月 31 日后，要求进口的废铜金属含量至少达 94.75%，几乎与中国的进口标准接近。2021 年 11 月，欧盟表示将修订欧盟固废运输条例，限制固废废物出口，遏制向不符合欧盟环境标准的第三方国家出口废物。同时越南、印尼等东南亚国家亦收紧了废铜进口政策，预计将在短中期

内对全球再生铜供应造成难以弥补的缺口，从而对中国的铜锭和废铜等原料供应产生冲击，预计废铜供应紧张的态势将在 2023 年持续。

财税政策更变加之本土疫情，再生铜供应恐受限。2022 年初，财政部税务总局发布关于完善资源综合利用增值税政策的公告《财政部 税务总局公告 2021 年第 40 号》，其中表示，从事再生资源回收的增值税一般纳税人销售其收购的再生资源，可以选择适用简易计税方法依照 3%征收率计算缴纳增值税，或适用一般计税方法计算缴纳增值税。为避免 3 月 1 日政策改动带来的成本损失风险，2022 年以来再生铜杆企业保持较快速度持续去库，将库存量保持在较低水平。3 月 1 日以后，再生铜杆企业对于政策造成的影响仍保持观望情绪，加之多地疫情爆发已经开始影响物流和生产，整体供应低迷。

展望 2023 年，受全球再生铜原料紧缺和精废替代效应减弱的影响，再生铜恐怕仍难以回到 2019 年峰值，固废行业的大规模发展恐要延续到 2024 年以后。

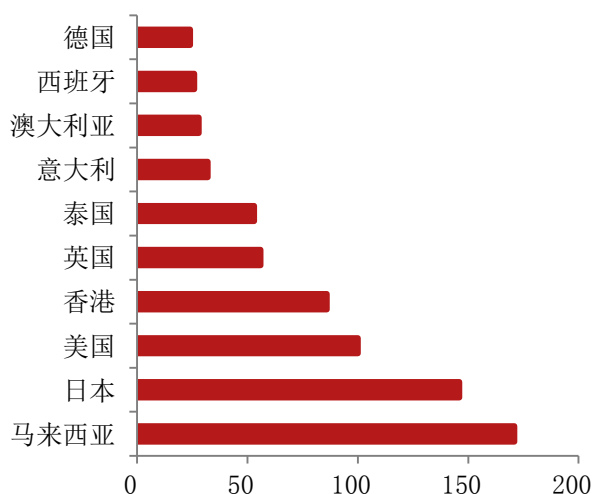


图 4-11 2020 中国再生铜主要进口来源地区 (千吨)

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

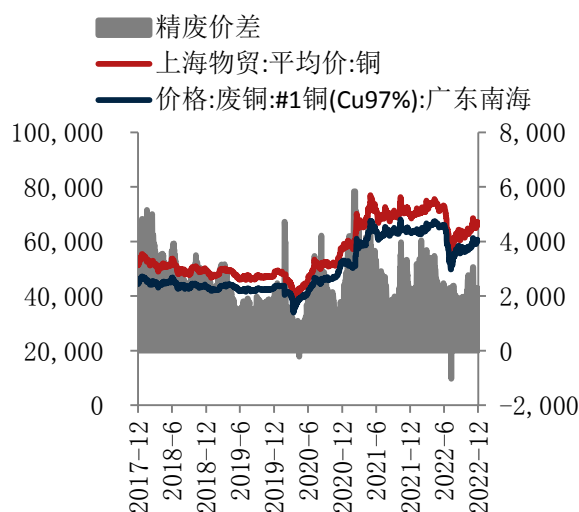


图 4-12 精废价差

数据来源：WIND，方正中期研究院整理

四、全球显性库存大幅去库 2023 有望触底反弹

2022 年，全球铜显性库存急剧下行，现货紧张情绪一再被点燃。截至 2022 年 12 月 9 日，LME 铜库存 85425 吨，较去年末减 3525 吨，处于过去四十年内的低值区间。COMEX 库存较去年末减少

34498 吨至 35169 吨，上海期货交易所铜库存较去年末增 40364 吨至 78546 吨。三大交易所库存共计较去年末增 0.55 万吨至 19.59 万吨。上海保税区库存 12 月初为 1.8 万吨，较去年末减 17.2 万吨。全球显性库存（三大交易所+保税）为历史极低水平，现货短缺忧虑持续影响市场。全球显性库存同比大幅下降的原因，一方面是海外需求在 2021H1 至 2022H1 迎来此轮周期的高峰，而中国稳增长政策在 2022 年持续加码，电网基建和新能源建设保持高速增长，令铜消费景气度高于预期；另一方面是全球铜供应链尚未恢复，中国限电、拉美罢工抗议、干旱等意外扰动因素增多，供应量不及预期。

展望 2023 年，随着全球矿山释放周期的加速，精炼铜将进一步释放为市场带来供应压力，而下游需求在海外进入衰退周期和国内上半年迎来新冠“阵痛期”的背景下，库存有望触底反弹。

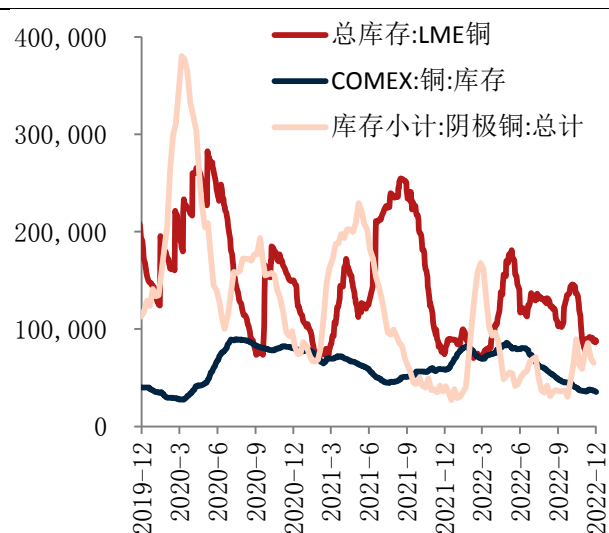


图 4-13 三大交易所电解铜库存
数据来源：Wind，方正中期研究院整理

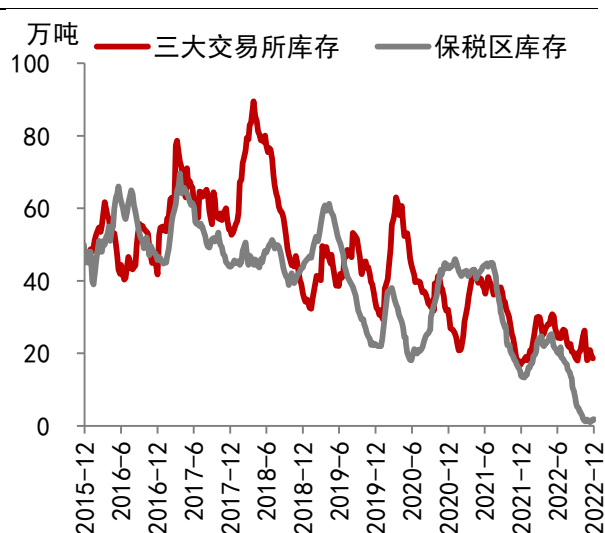


图 4-14 中国铜社会库存
数据来源：Wind，方正中期研究院整理

五、中国铜进口量探底回升 2023 内强外弱格局料延续

2022 年中国铜进口量呈现先跌后涨的态势。上半年，受疫情封控和加工费走低影响，进口需求疲弱，进口窗口关闭，进口量较为低迷。进入下半年，随着海外矿山增量的逐步释放，以及加工费的触底反弹，加之国内复工以后需求显著回升，此前外强内弱的格局得到逆转，进口窗口打开，进口量

也环比大幅增长。据海关总署数据显示，2022 年 1-11 月份铜矿砂及其精矿累计进口量为 2316.9 万吨实物吨，同比增加 8.6%。1-11 月份，中国进口未锻轧铜及铜材 5356877.1 吨，同比增长 8.5%。

展望 2023 年，海外大型项目将进一步释放增量，供应端的压力将逐步显现，而中国稳增长政策的持续加码也增加本土铜需求，而海外则进入深度衰退阶段，内强外弱的格局恐将持续，无论是铜矿还是精炼铜进口量都将进一步增加。

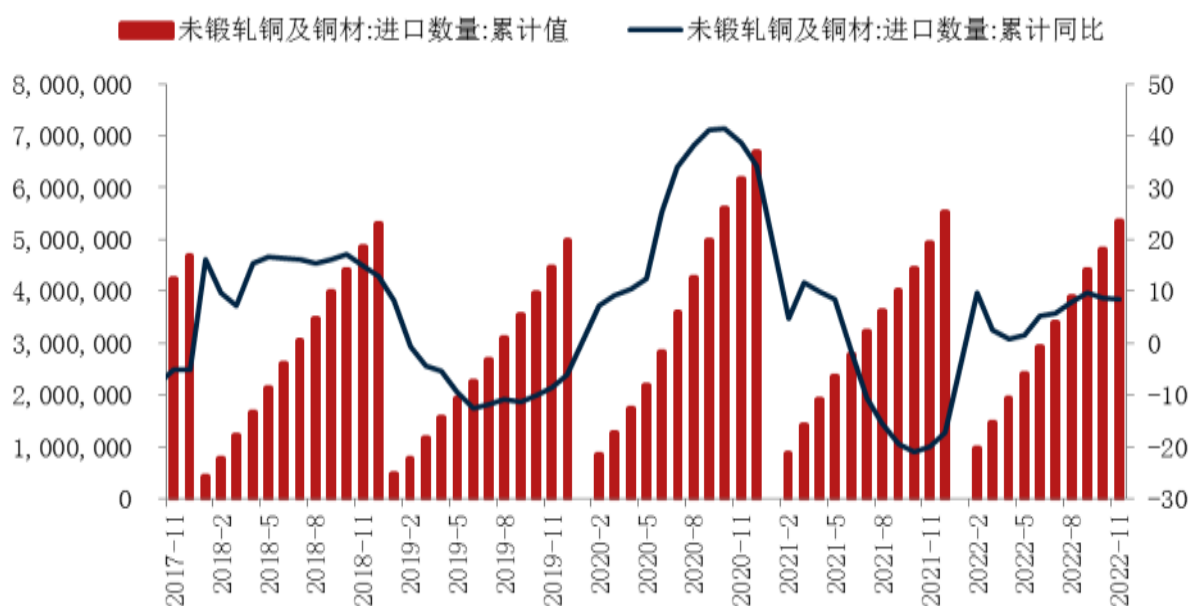


图 4-15 中国未锻轧铜及铜材累计进口量与增速

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

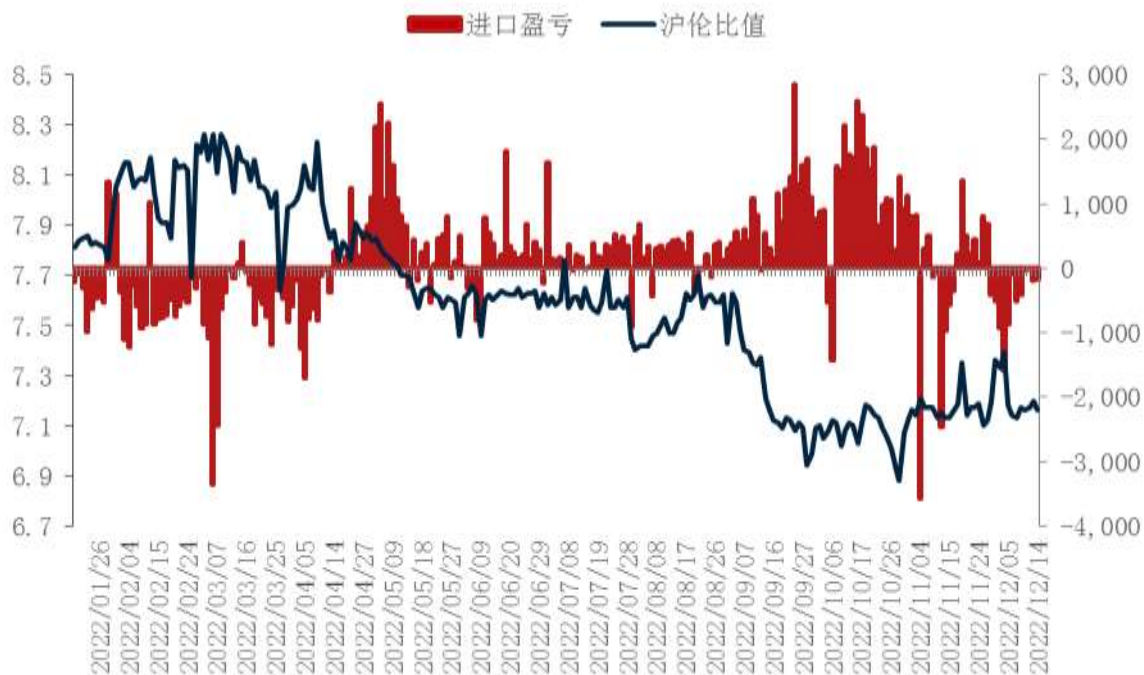


图 4-16 进口盈亏和沪伦比值

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

第五部分 全球铜需求分析

2022 年，中国和海外经济周期的不同步，导致全球铜消费市场出现分化。2022 年海外经济体景气度经历前高后低的过程，上半年市场延续经济复苏的态势，需求达到此轮周期的峰值；但下半年以后货币紧缩压力和俄乌冲突的次生影响开始显现，市场出现见顶回落的迹象。中国消费需求在 2022 年则是前低后高的状态，上半年受本土疫情和房地产萎靡的影响，消费不及预期；但进入下半年以后，稳增长政策发力，尤其是各大央企基建项目开始形成实物工作量，加之新能源受政策提振，铜消费维持较高景气度。据 ICSG 的预估，2022 年全球精炼铜消费增长 2.2%至 2582.3 万吨，2023 年则增长 1.4%至 2618.9 万吨。

展望 2023 年，我们对全球铜需求增速保持谨慎乐观态度，预计整体呈现前低后高的格局。2023 年，随着全球央行货币政策的进一步紧缩、物价工资螺旋上涨、地缘政治冲突等宏观风险的积聚，海外经济体已经陷入实质性衰退。IMF 在 2022 年 10 月的报告显示，全球经济增长率预计将从 2021 年的 6.0%下降至 2022 年的 3.2%和 2023 年的 2.7%。IMF 预计，2023 年全球经济将在金融环境收

紧、地缘政治撕裂和新冠疫情反复下，发生经济危机的风险也在急剧升温，预计有 25%左右的概率会降至 2%以下，这将处于 1970 年以来的低位水平。中国方面，面临的需求预期将更为复杂。2023 年中国工作重心将重回经济增长，稳增长政策将进一步发力，货币与财政政策都将助推经济触底反弹。与此同时，虽然中国防疫政策进一步优化，但参考大部分国家放开的路径，在 2023 年上半年可能将迎来一段时间病例大幅增长、医疗资源紧缺的“阵痛期”，经济存在二次探底的可能。而房地产政策虽然迎来多项利好，但从政策端传递到需求端，仍存在一定的时滞与不确定性，尤其是在当前市场信心不足的大环境下。此外，市场关注的电动车和绿色能源建设等新的增长引擎，在 2023 年也面临补贴终止和需求饱和的风险，考虑到基数仍相对较低，对整个铜市的拉动作用可能将在更远的未来才能显现。

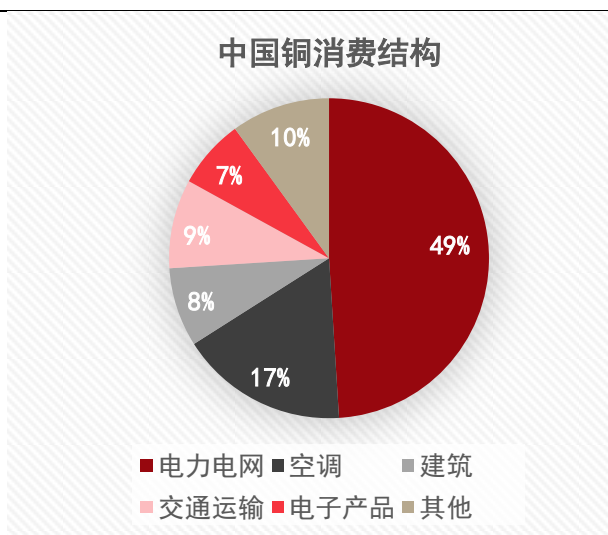


图 5-1 中国铜消费结构

数据来源：安泰科，方正中期研究院整理

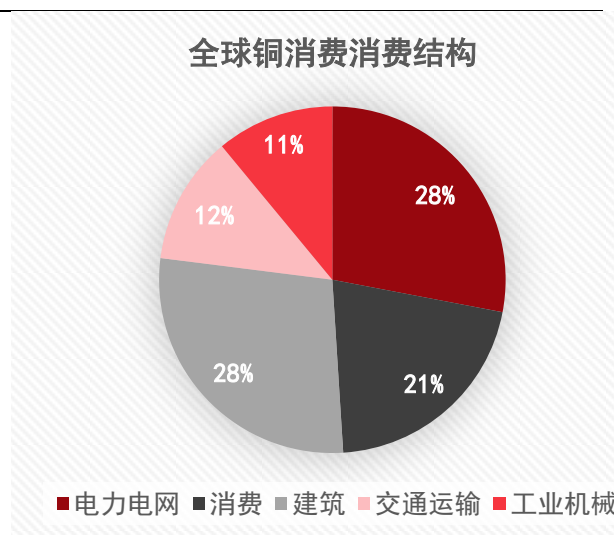


图 5-2 全球铜消费结构

数据来源：Wood Mackenzie，方正中期研究院整理

一、2022 铜材开工低迷 等待终端需求回暖

2022 年，国内受地产严控、本土疫情、高温限电的影响，下游铜加工企业景气度呈现较为低迷的状态。据国家统计局数据，2022 年 1-10 月中国铜材累计产量 1842.8 万吨，同比下降 7.6%。三月中旬开始，包括长三角在内的多个重要经济地区突发本土疫情，导致铜材开工大幅下滑，消费远不及预期。进入六月份以后，随着长三角地区复工复产的推进，下游铜材加工出现修复性反弹，但仍不

及往年同期水平。三季度，罕见高温、限电与多地疫情再度扰动下游生产，开工水平再次下滑。进入“金九银十”消费旺季以后，扰动因素开始减退，国内基建迎来赶工期，铜材开工率环比走强。年末，随着国内多地本土疫情的突发，下游开工又遭遇重挫，部分品种甚至降至 5、6 月份的低值区间。

精铜制杆企业开工率

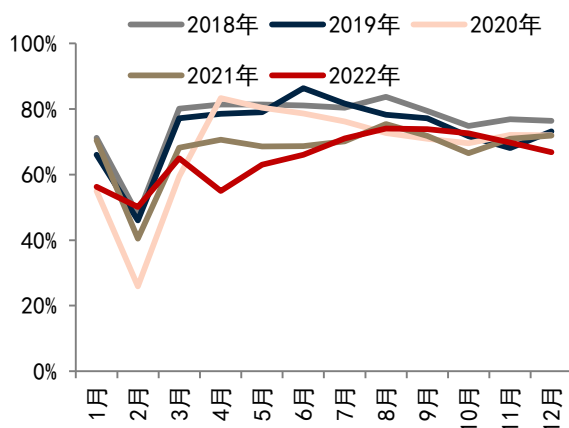


图 5-3 精铜杆企业开工率

数据来源：SMM，方正中期研究院整理

铜管企业开工率

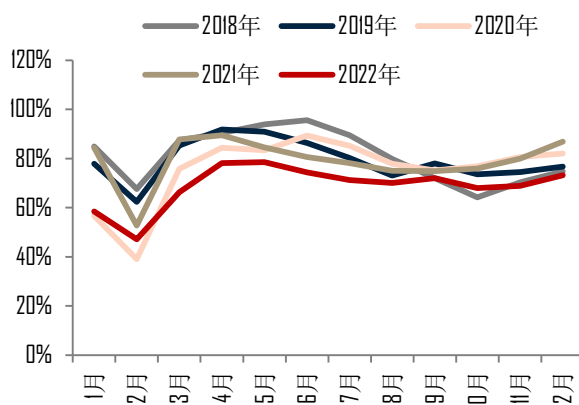


图 5-4 铜管企业开工率

数据来源：SMM，方正中期研究院整理

铜板带开工率

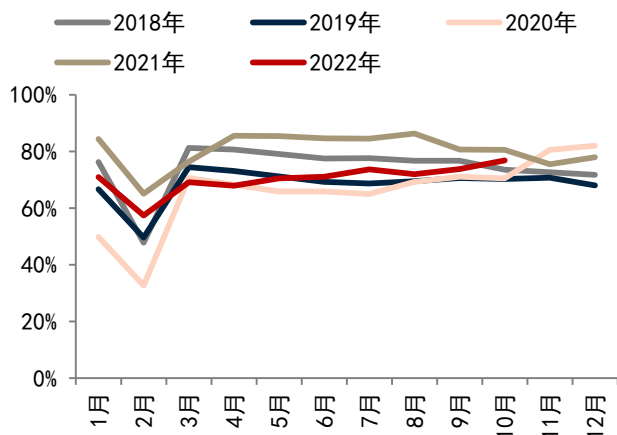


图 5-5 铜板带企业开工率

数据来源：SMM，方正中期研究院整理

电线电缆

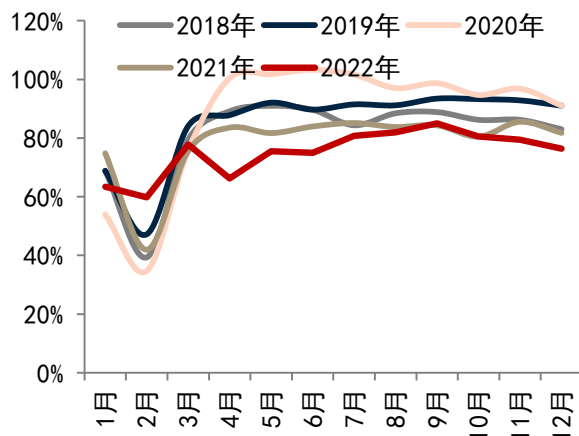


图 5-6 电线电缆企业开工率

数据来源：SMM，方正中期研究院整理

分品种来看，铜杆在 2022 年开工较为低迷。一季度，主要受本土疫情和春节的影响，且年后地产、基建等项目复工较晚，导致下游线缆需求清淡，不少电线电缆企业复工复产节奏较慢，加之新增订单减少，线缆端对于铜杆的需求大幅减弱。二季度则市场普遍受到疫情的干扰，主要消费地的长三角地区面临大规模管控，加之交通运输受限，企业开工意愿较差，综合开工率一度跌至 50% 以下，

为过去五年最低水平。进入五月中旬以后，随着上海陆续安排复工复产，开工率开始缓慢抬升，5-7 月的铜价大幅下挫以后也刺激了下游补库的需求。三季度以后，随着基建赶工期的到来，开工率逐步回到封控之前的水平，但仍不及往年同期。据 SMM 调研，今年受地产端消费景气度下滑影响，部分线缆企业订单表现不佳，但近期来自光伏、工程基建、国网等端口订单表现相对稳定，这也拉动了下游线缆的订单的持续回温。

此外，铜板带、铜棒、铜管等与房地产和家电关联度较高的行业，2022 年饱受本土疫情扰动和房地产低迷的影响，开工率也不及往年水平。

表 5-1 中国精铜制杆新增产能

| 公司名称 | 新扩建产能 | 总产能 | 预计/实际投产时间 |
|------------------|-------|-----|------------|
| 正威集团（湖北东津新区） | 25 | 25 | 2022 年 |
| 惠州博威新材料有限公司 | 22 | 22 | 2022 年 |
| 广西泽威新材料科技有限公司 | 25 | 25 | 2022 年 |
| 湖南湘威新材料科技有限公司 | 10 | 10 | 2022 年二季度 |
| 四川省小铜人线缆材料有限公司 | 30 | 37 | 2022 年 1 月 |
| 二门峡汇盛电工科技有限公司 | 12 | 12 | 2022 年 中旬 |
| 江西铜业股份（上饶）_1_业园区 | 22 | 22 | 2022 年底 |
| 小计 | 146 | 153 | |

数据来源：SMM，方正中期研究院整理

漆包线方面，2022 年开工两极分化。与高能耗变压器、新能源汽车相关的扁线供需维持高景气度，但与家电等传统消费的圆线则出现需求大幅下降的局面。据 SMM 调研，目前长城、大通、金田、精达等国内多个漆包线厂家仍在扩大其扁线产能，其它漆包线厂家也纷纷投入大量资金研发符合新能源车企标准的扁线，漆包扁线迎来行业高景气度。

终端线缆方面，据 SMM 调研，进入 12 月线缆行业开始迈入传统淡季，控制两项资金。今年在疫情干扰下终端消费受损，而传统电网多于 11 月交付完成，年底难见发力，淡季效应更为明显。此外，新能源相关行业也有所走弱，光伏和新能源汽车端口均旺季不旺。具体来看，每年 10 月-次年 1 月为光伏装机旺季，但今年国内疫情影响了实际并网进度，终端需求走弱下，硅片、组件等产品跌价预期强烈，对于线缆需求亦将有所下滑。同样地，年末为新能源汽车生产旺季，而今年因补贴退坡政

策发酵，引发终端车企于 9、10 月份提前抢装，也使得电池级碳酸锂价格水涨船高。终端需求预期走弱及原材料压力下，新能源汽车行业消费增速明显放缓，与往年底大相径庭。

铜箔方面，受新能源行业爆发式增长提振，今年铜箔开工率维持超高景气度，成为了铜材市场里面唯一靓眼的行业。细分来看，锂电铜箔行业受新能源动力及电化学储能拉动，五月份以后多数维持满产满销。尤其是储能端口订单则保持高景气度，欧洲户储市场订单火爆，国内电池企业也加快储能项目扩产步伐。电子电路铜箔端口来看，消费电子行业有所走弱，但 5G 用高频高速铜箔及新能源汽车电子用铜箔端口订单排产仍相对稳定，多数终端行业对前景看好，开工率仍有望进一步抬升。



图 5-7 中国铜箔行业开工率
数据来源：SMM，方正中期研究院

展望 2023 年，铜材开工率料前低后高。2023 年铜材开工率仍受制于终端消费的影响，尤其是在上半年受海外衰退周期、中国消费震荡磨底的负面冲击下，开工难有起色。下半年，美欧经济触底反弹，中国经济恢复常态，开工有望进一步增长。另外，随着新能源用铜与传统行业用铜需求的进一步割裂，铜材之间相关资源也将继续分化。

二、稳增长持续加码 传统消费支撑仍存

电力最为铜最主要的消费，综合占比在我国超过 50%，因此电网方面的投资指标是铜消费的重要风向标。2021 年中国铜整体消费不及预期的主要原因是基建的资金来源——专项债发行不足。不过，

随着经济压力下行的风险加剧，国家对财政政策托底经济的意图明确。截至 2022 年 12 月 5 日，前 11 个月地方债发行近 7.3 万亿元。其中，新增专项债发行规模首次突破 4 万亿元，达到 4.03 万亿元，创下专项债发行七年来的新高。地方债发行带动下，一批重大基建项目正在加快冲刺全年目标，据专业媒体测算，2022 年新增专项债中超过六成投向基建领域，与 2021 末相比上升 3 个百分点。2023 年，随着经济基本面的逐步复苏，对专项债的需求也将维持高位。专家表示，明年地方债发债节奏大概率前置，并保持适度规模，预计新增专项债券总量或不低于 3 万亿元。从资金投向来看，主要集中在交通基础设施、能源、农林水利、生态环保等九大领域，用途调整资金优先支持中央明确的重点领域重大项目。

电网投资创历史新高。作为未来“双碳”时代重要的基础建设，电网投资在近年来备受国家重视。据国家能源局数据，2022 年 1-10 月份全国电网工程完成投资 3511 亿元 同比增长 3.0；1-10 月份，全国主要发电企业电源工程完成投资 4607 亿元，同比增长 27.0%。据国家电网公告，2022 年电网投资额 5364 亿元，首破 5000 亿元，高出今年年初计划的 5012 亿元，投资额涨幅 7.02%，达历史最高水平，同比增长 16.48%。国家电网有限公司董事长表示，“十四五”期间，国家电网计划投入电网投资 2.4 万亿元，主要集中在特高压、大型电源基地、智慧配电网等方面。

展望 2023 年，国内的基建尤其是绿色能源相关的基建的政策仍在不断加码，预计在积极财政政策的支持下，电网作为双碳目标和能源绿色转型时代的最重要的基础设施之一，未来仍有较大的增长空间。

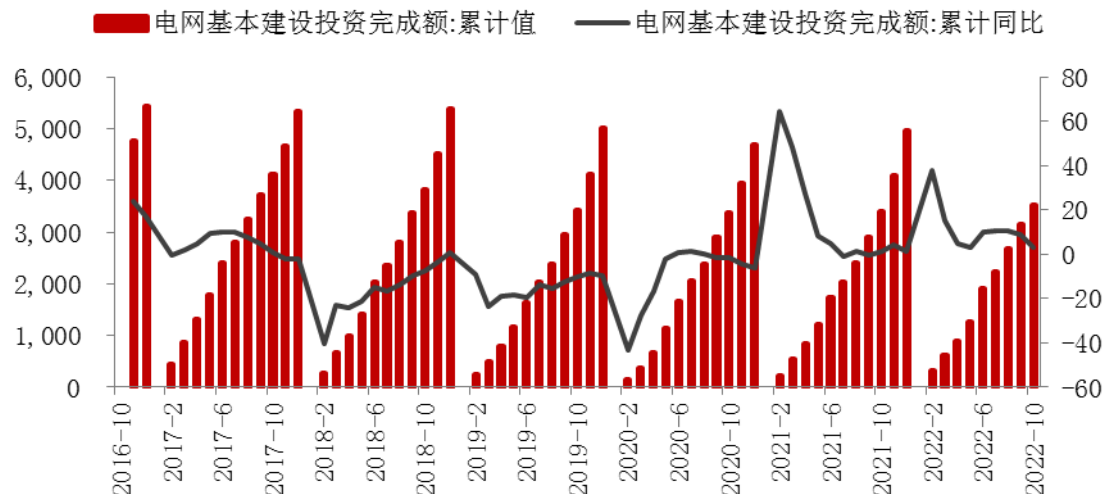


图 5-8 国家电网投资完成额

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

2022 年房地产线下行趋势较为明显。2022 年 1-10 月份，全国房地产开发投资 113945 亿元，同比下降 8.8%；其中，住宅投资 86520 亿元，下降 8.3%。2022 年 1-10 月份，房地产开发企业房屋施工面积 888894 万平方米，同比下降 5.7%。其中，住宅施工面积 628278 万平方米，下降 5.9%。房屋新开工面积 103722 万平方米，下降 37.8%。其中，住宅新开工面积 75934 万平方米，下降 38.5%。房屋竣工面积 46565 万平方米，下降 18.7%。其中，住宅竣工面积 33771 万平方米，下降 18.5%。

2023 年，房地产行业有望触底反弹。房地产作为铜的另一大需求来源，在政策和疫情双重影响下，过去今年以来受到较大的压制，成为铜消费的拖累项。不过，随着 2022 年以来稳增长的目标日趋迫切，政策面对房地产开始松绑，截至年末已经有超 300 省市出台近千条救市政策，包括多地放开限购、房贷降息、降低首付比例，甚至部分地区重启了棚改货币化。进入 2022 年末，更是推出了稳定房地产行业的“三支箭”，包括恢复银行信贷支持、债券融资帮扶和股权融资松绑，彰显的了中央拯救楼市的决心。目前政策拐点已经到来，2023 年市场拐点也将逐步兑现。不过，考虑到疫情防控政策优化以后，市场将迎来一段病例上升的“阵痛期”，市场信心修复的时间点在下半年的概率会比较大。

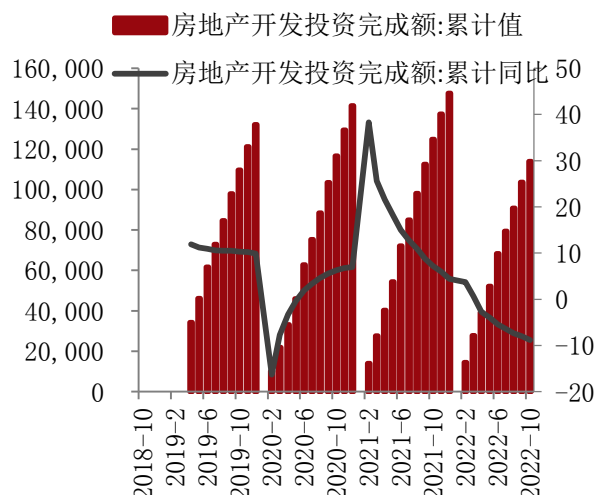


图 5-9 房地产开发投资额

数据来源：WIND，方正中期研究院整理

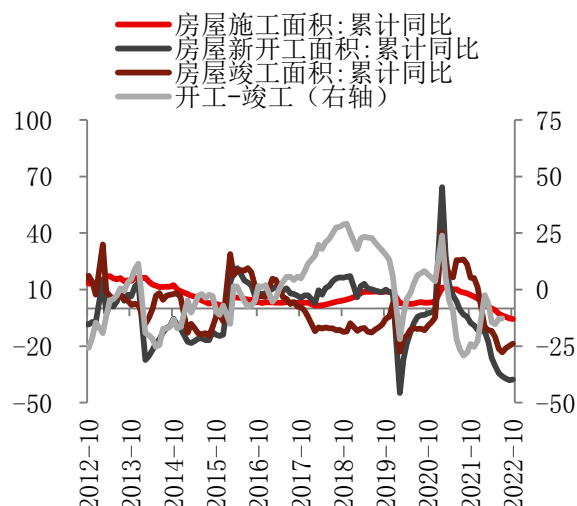


图 5-10 房地产开工竣工面积

数据来源：WIND，方正中期研究院整理

外需不振内需疲软，家电增长出现一定疲态。2022 年，随着海外经济逐步进入衰退，家电出口需求减弱，加之国内地产竣工放缓以及原料端成本的大幅抬升，国内家电产量水平低于预期。国家统计局数据显示，2022 年 1-10 月中国空调累计产量 18959.5 万台，同比增长 3.2%；冰箱累计产量 7159 万台，同比下降 3.3%；洗衣机累计产量 7318 万台，同比增长 3.7%；彩电累计产量 16139.6 万台，同比增长 9.1%。展望 2023 年，随着房地产政策的进一步改善，市场信心将随之修复，作为地产产业引致需求的家电有望触底反弹。

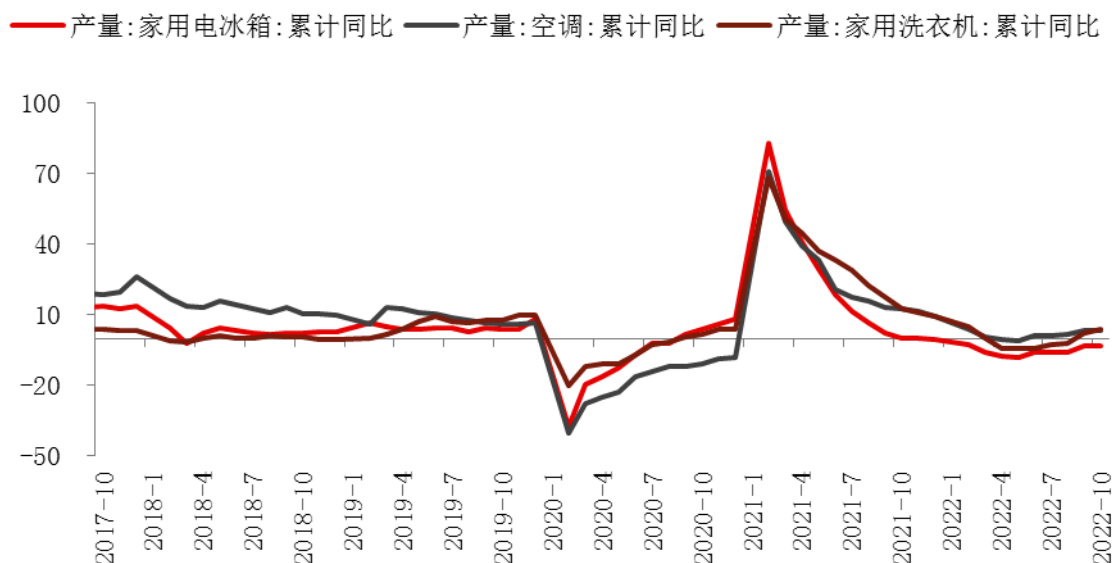


图 5-11 中国家电产量累计同比增速

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

政策提振之下，中国汽车触底反弹。2022 年在多项利好政策的带动下，国内汽车产销增速在 5 月份见底后触底反弹。据中汽协数据，1 至 10 月，我国汽车产销量分别达 2224.2 万辆和 2197.5 万辆，同比增长 7.9% 和 4.6%。据中国汽车工业协会预测，2022 年中国汽车总销量为 2680 万辆，同比增长 2%。其中，乘用车销量为 2350 万辆，同比增长 9.4%；商用车销量为 330 万辆，同比下降 35.3%；新能源汽车销量为 670 万辆，同比增长 90.3%。

展望 2023 年，随着中国经济的恢复，汽车作为居民重要的消费有望进一步走出低谷。考虑到走出疫情尚需时日，2023 汽车消费大概率是前低后高的局面。据中汽协预计，2023 年中国汽车总销量为 2760 万辆，同比增长 3%，其中，乘用车销量为 2380 万辆，同比增长 1.3%；商用车销量为 380 万辆，同比增长 15%；新能源汽车销量为 900 万辆，同比增长 35%。值得注意的是，尽管 2022 年疫情扰动，汽车行业产业链供应链和消费者信心均遭受严峻考验，但是新能源汽车产销依然火爆，预计未来将进一步成为市场的中坚力量。

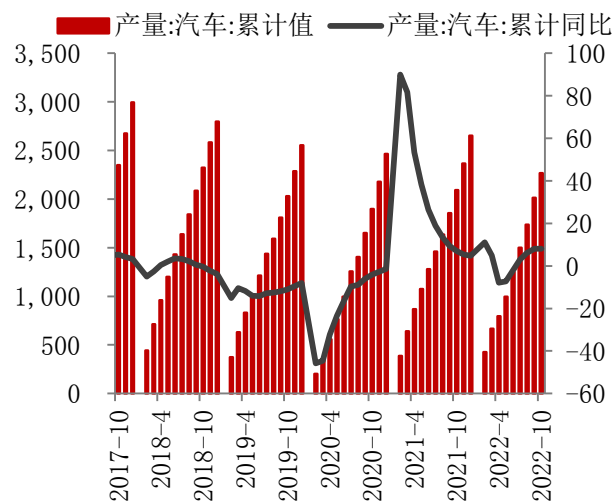


图 5-12 汽车产量及同比增速

数据来源：WIND，方正中期研究院整理

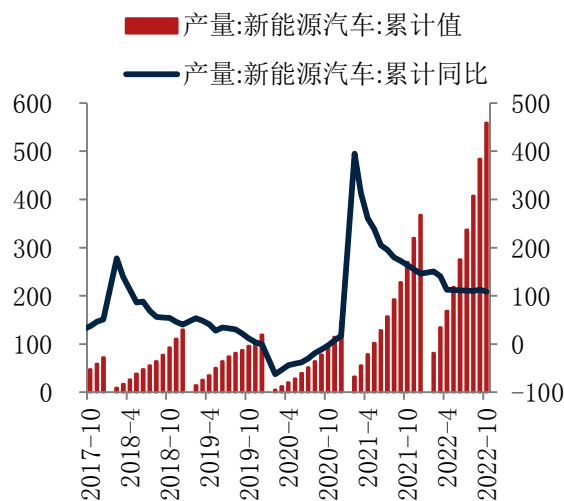


图 5-13 新能源产量及同比增速

数据来源：WIND，方正中期研究院整理

三、新能源进一步带来增量 但需警惕预期转弱风险

在全球碳中和、碳拐点的目标下，电动车和绿色能源建设已经成为各国政府和大型企业重要的投资方向，将对铜、铝、锌、锡、镍等工业金属产生明显的拉动作用。作为导电性仅次于白银的金属，

铜是新能源时代不可或缺的关键材料，被部分机构称之为“新时代的原油”，成为光伏、风电、电动车等产业发展最大的受益金属之一。预计 2023 年新能源产业链用铜量将进一步增加，并将在更远的未来形成难以弥补的缺口。

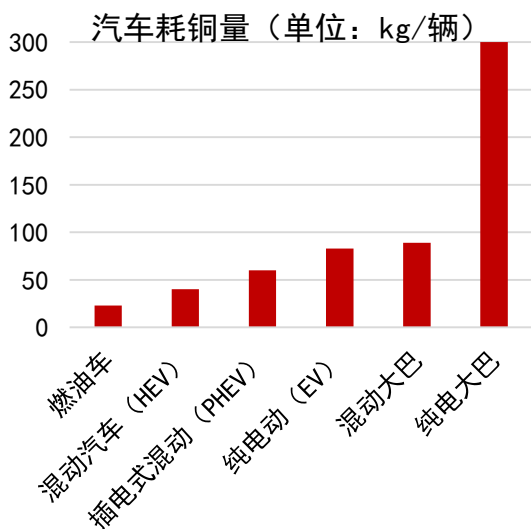


图 5-14 新能源汽车用铜量

数据来源：ICA，方正中期研究院整理

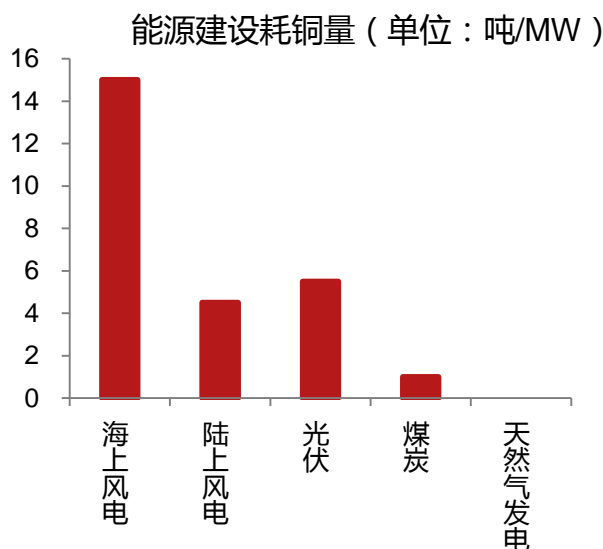


图 5-15 可再生能源用铜量

数据来源：IEA，方正中期研究院整理

在“碳中和、碳达峰”的大背景下，未来全球新能源的爆发式增长是大势所趋。2022 年国际能源署（IEA）发表的《2022 年全球电动车展望》中估算，按照当前的新能源政策预估，2025、2030 的全球新能源汽车销量将达到 1800 万辆和 3000 万辆，渗透率分别是 13%和 20%；如果要在 2050 年完成碳中和目标，则全球电动车将在 2030 年销量达到 6500 万辆，渗透率达到 60%。2022 年 6 月彭博新能源财经发布了《新能源汽车市场长期展望》（EVO）报告，预计新能源汽车销量将从 2021 年的 660 万辆增长至 2025 年的 2100 万辆。根据经济转型情景，到 2025 年新能源汽车保有量将达到 7700 万辆，到 2030 年将进一步增长至 2.29 亿辆，这一数字远超 2021 年底的 1600 万辆。中国将成为下一轮电动车发展的领头羊。2022 年 8 月，IDC 发布的报告《2022-2026 中国新能源汽车市场趋势预测》显示中国新能源汽车市场规模将在 2026 年达到 1598 万辆的水平，年复合增长率 35.1%。届时国内新能源车的新车渗透率将超过 50%，保有量在整个汽车市场中的占比将超过 10%。

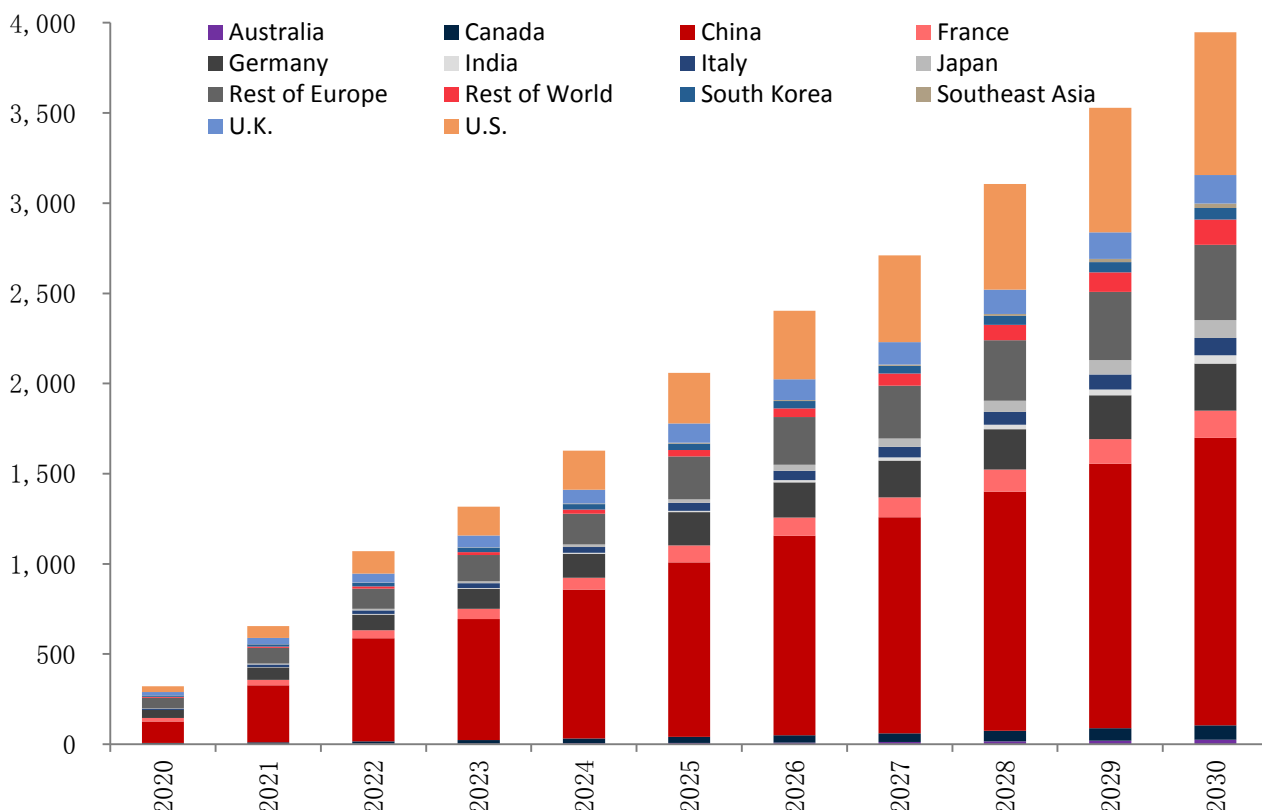


图 5-16 全球新能源汽车销量预估（单位：万辆）

数据来源：IEA，彭博社，方正中期研究院整理

新能源汽车的蓬勃发展将是长期推动铜消费的中坚力量。虽然近年来新能源车增长显著，但由于其基数较小，对铜的总需求曲线的影响暂不显著。但按照当前的增长速度，预计在未来几年内新能源车对铜需求的贡献就将变得不可忽视。由于电动车的电机内部需要使用大量的铜线，同时车身、电池也需要大量铜部件，新能源车的单车耗铜量是传统内燃机汽车的 3-5 倍左右。据国际铜业协会（ICA）的数据，传统燃油汽车用铜量在 23kg 左右，而新能源汽车的单车用铜量是传统燃油车的 3-4 倍，其中一辆插电式混动汽车用铜量 60kg，纯电汽车用铜量则可以达到 83kg。2021 年全球新能源车销量中，纯电动车与插电式的比例约为 7:3。随着纯电化的加速，未来十年这一比例预期会逐年提升，至 2030 年二者比例有望达到 5:1。按照中性预测的 2023、2025、2030 年全球新能源车总销量分别达到 1300 万、2000 万、4000 万辆来计算，则到 2023、2025、2030 年新能源车对传统内燃车的替代将新增用铜需求预计 100 万吨、160 万吨、300 万吨。

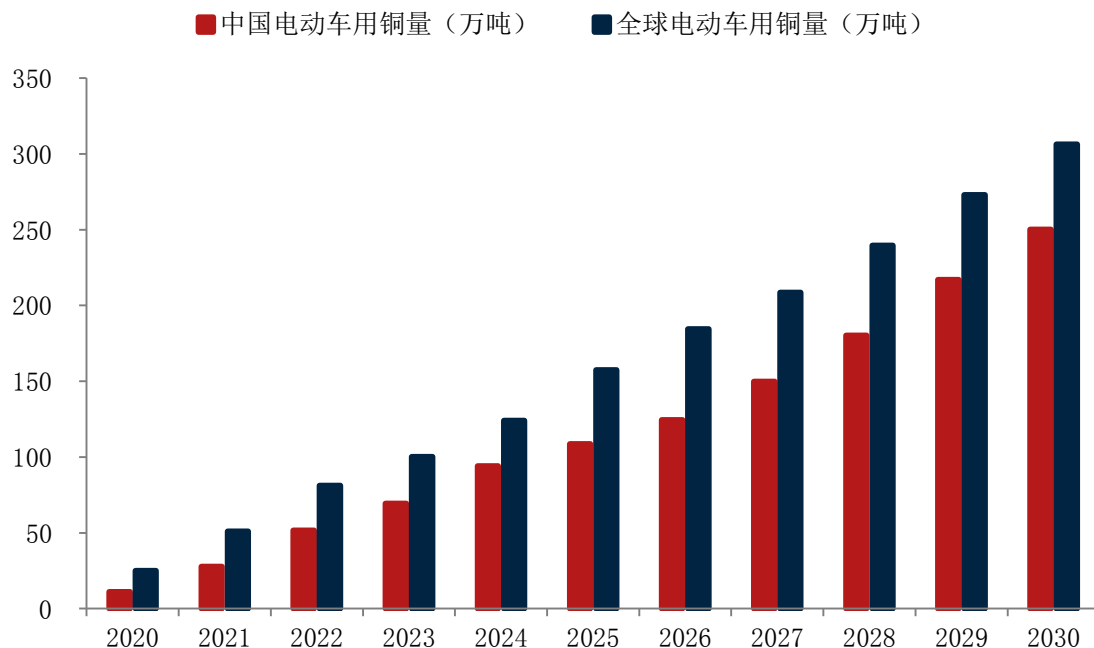


图 5-17 全球新能源汽车用铜量预估

数据来源：IEA，彭博社，中汽协，方正中期研究院整理

此外，与电动车配套的充电桩也是潜在的铜需求增长点。据 ICA 的数据，普通充电桩用铜需求在 0.7kg/个，而快速充电桩铜需求可达到 8kg/个。预计在 2030 年也将对铜产生 20 万吨左右的需求量。总结而言，2030 年后全球每年要至少新增产 320 万吨左右的铜方才能满足届时新能源车及相关配套的用铜需求，2020 年全球铜产量也仅为 2000 万吨左右，仅新能源车这一新的需求增长极就将从根本上改变铜的供需平衡表。

在“双碳”的大背景下，可再生能源系统的建立也将催生较为可观的铜需求。据估算可再生能源系统的平均用铜量将是传统发电系统的 10 倍左右。根据国际能源署（IEA）的测算，陆上风力发电机组每兆瓦用铜量约 6 吨，海上风力发电用铜量可以达到 12-15 吨，太阳能光伏发电每兆瓦约耗铜 5 吨。国际能源署在新发布的《2022 年世界能源展望》报告中表示，太阳能和风能是减少电力领域排放的最重要途径。该机构称，这两种能源的发电量占比将从 2021 的 10% 增加到 2030 年的 40%，甚至在 2050 年达到 70%。2022 年 12 月 6 日，国际能源署（IEA）发布的《2022 年可再生能源报告》指出，受能源危机推动，各国可再生能源安装明显提速，未来五年全球装机增量有望接近此前五

年增量的两倍。报告预计，2022 年至 2027 年间，全球可再生能源发电装机容量将增加 2400GW，占全球电力增量的 90%以上。按能源种类看，全球光伏发电能力将增加两倍，风能发电能力接近翻一番，二者之和将占全球可再生能源新增发电能力的 90%以上。

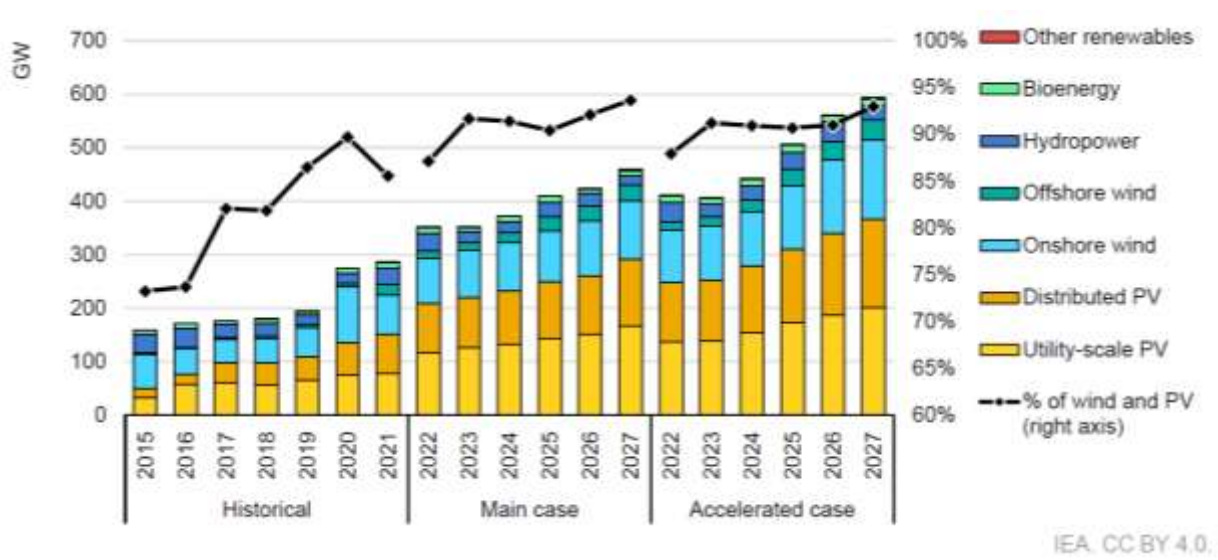


图 5-18 全球绿色能源建设预估

数据来源：IEA，方正中期研究院整理

国际能源署光伏发电系统计划（IEA PVPS）数据，2021 年新装太阳能容量为 173.5GW，2022 年这一数字将增至 260GW。而按中性水平估计，全球在 2022-2027 年期间预计光伏累计装机量将在 1400GW。按每兆瓦耗铜量 5 吨来计算，未来 5 年平均每年全球光伏耗铜量在 140 万吨左右。

风电是可再生能源系统建设中的另一重要构成。风电对铜的需求强度根据陆上新装机和海上新装机的不同而有所变化。根据全球风能理事会(GWEC)发布的《全球风能报告 2022》，得益 2021 年全球新增风电装机容量 93.6GW，其中陆上风电新增装机容量 72.5GW，海上风电新增装机容量为 21.1GW。预计 2022-2026 年全球陆上风电有望新增装机 466GW，年均新增 93.3GW，复合年均增长率将达到 6.1%。《2022 年全球海上风电报告》预计 2021-2026 年，全球海上风电装机复合年均增长率为 6.3%，2026-2031 年可达 13.9%。按照海上风电每兆瓦时 10.5 吨耗铜量、陆上风电每兆瓦时 4.5 吨耗铜量计算，预计在 2023 年陆上风电、海上风电新增用铜量分别达到 25 万吨和 30 万吨，到 2025 年这一数字将达到 28 万吨和 41 万吨。

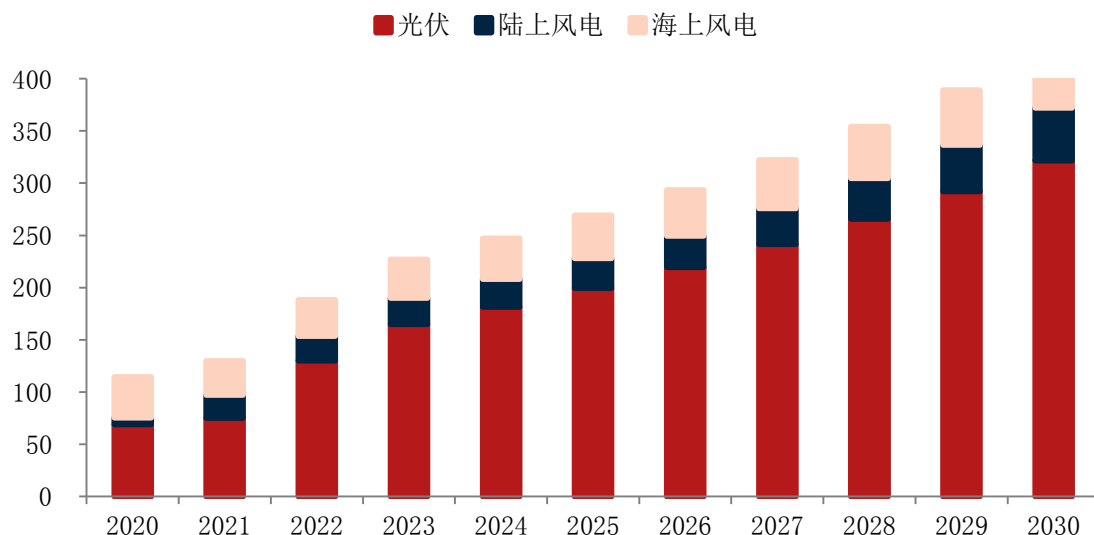


图 5-19 2022-2030 风电与光伏用铜量预估

数据来源：GWEC，IEA，ICA，方正中期研究院整理

总体上预计 2023 年全球新能源汽车、光伏、风电用铜量在 320 万吨，在 2025、2030 将进一步达到 420 万吨和 730 万吨。不过值得注意的是，2023 年新能源行业存在需求不及预期的风险。

2023 年在货币紧缩效应加剧、中国补贴退场的背景下，全球新能源汽车产业可能面临阶段性的低谷，增速能否保持高景气存在不确定性。另一方面，光伏、风电等可再生能源也会面临政府、企业在衰退周期开支减少和旧能源回调以后的替代效应的负面影响，增速也可能不及预期。考虑到未来数年仍是矿山产量释放周期，新能源产业要对铜供需平衡起到明显拉动作用可能要等到 2024 年或更远的以后。

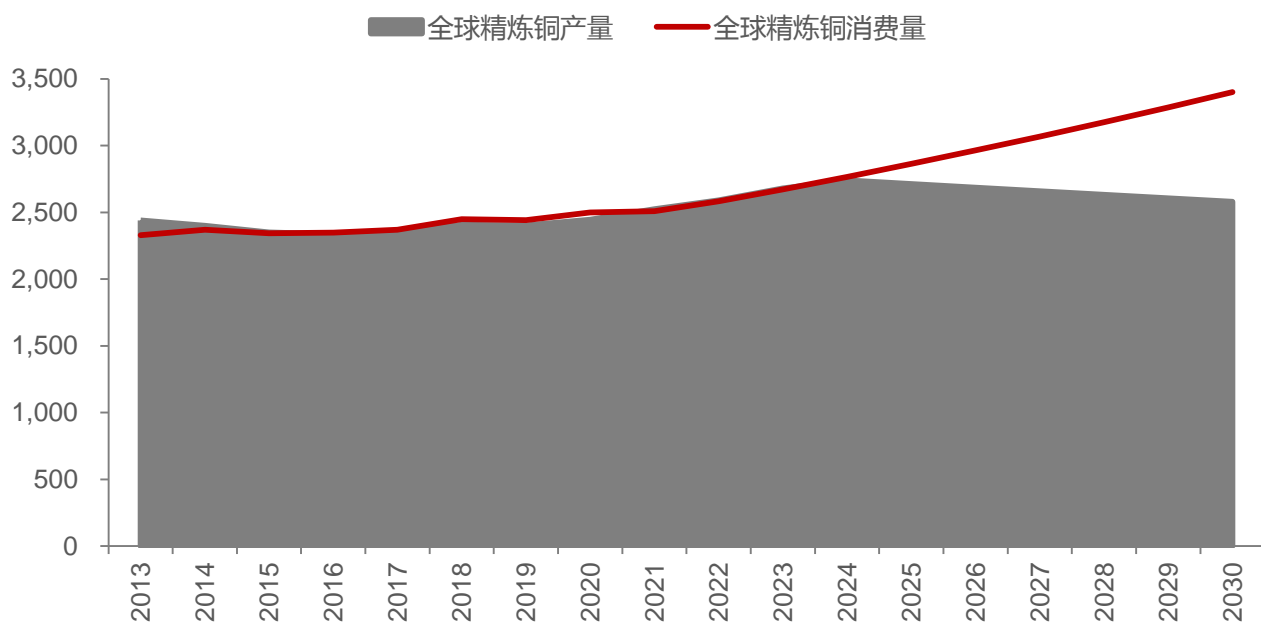


图 5-20 全球铜供需预估

数据来源：ICSG，IEA，方正中期研究院整理

第六部分 供需平衡表

世界金属统计局（WBMS）报告显示，2022 年 1-9 月期间全球铜市供应短缺 73.6 万吨，2021 年全年为供应短缺 28.5 万吨。2022 前 9 个月，全球矿山铜产量为 1600 万吨，较 2021 同期增加 1.2%；全球精炼铜产量为 1850 万吨，同比增长 1.2%；全球铜需求为 1925 万吨，较 2021 同期增加 4.1%。

国际铜业研究小组（ICSG）表示，预计 2022 全球铜市将供应短缺 32.5 万吨，2023 为供应过剩 15.5 万吨。ICSG 在报告中称，“新冠相关的限制措施、劳动力不足、运营及地质技术问题、罢工、智利水资源限制、评级低于预期以及秘鲁罢工活动等因素，限制了今年许多项目的矿山产量。能源价格飙升以及高通胀使得全球经济前景恶化，因此下调今明两年精炼铜消费增幅预估。” ICSG 称，2022 年全球精炼铜表观消费预计增长 2.2%，2023 年料增 1.4%；2022 年全球精炼铜产量预计增长 2.8%，2023 年料增 3.3%。

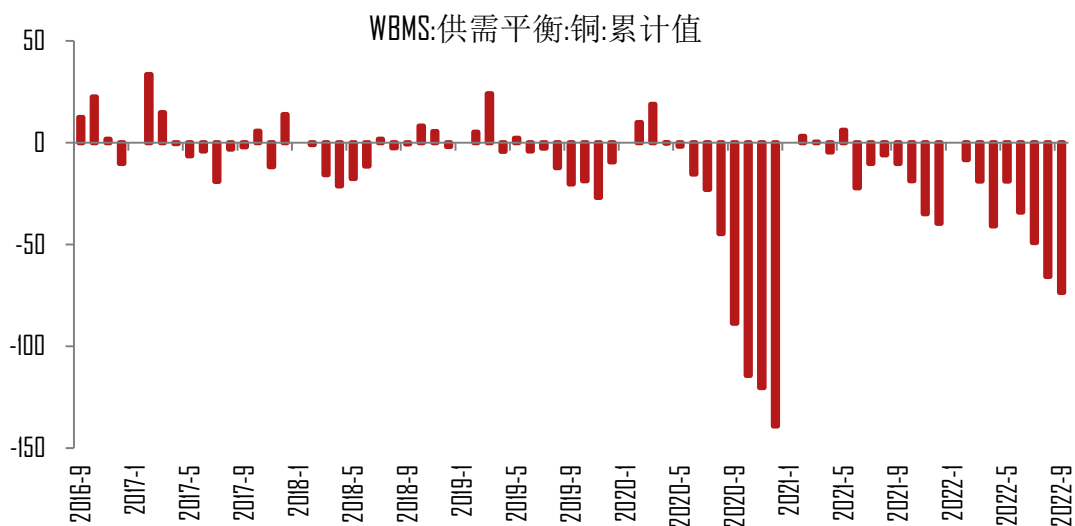


图 6-1 WBMS 供需平衡

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

表 6-1 WBMS 月度供需平衡

| 单位：万吨 | 精炼铜累计 产量 | 精炼铜累计消 费量 | 供需平衡： 累计 | 精炼铜当月 产量 | 精炼铜当月消 费量 | 供需平衡： 当月 |
|-------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
|-------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|

| | | | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2023F | 2634.4 | 2618.9 | 15.5 | / | / | / |
| 2022E | 2549.5 | 2582.3 | -32.5 | | | |
| 2022 年 9 月 | 1850 | 1925 | -73.6 | 208.5 | 222.69 | -14.29 |
| 2022 年 8 月 | 1640 | 1707 | -65.7 | 206.93 | 223.94 | -17 |
| 2022 年 7 月 | 1430 | 1478.6 | -49 | 201.5 | 217.6 | -16.1 |
| 2022 年 6 月 | 1230 | 1263 | -34.1 | 207.36 | 215.6 | -8.24 |
| 2022 年 5 月 | 1030 | 1047 | -18.9 | 207.09 | 210.52 | -3.43 |
| 2022 年 4 月 | 810 | 854 | -40 | 206.96 | 218.73 | -11.77 |
| 2022 年 3 月 | 600 | 620.9 | -18.9 | 202 | 214 | -12 |
| 2022 年 2 月 | 400 | 408.1 | -8.3 | 400 | 408.1 | -8.3 |
| 2021 年 12 月 | 2466 | 2506 | -39.7 | 215.82 | 227.27 | -11.45 |
| 2021 年 11 月 | 2244 | 2279 | -34.9 | 209.13 | 219.79 | -10.66 |
| 2021 年 10 月 | 2038 | 2057 | -18.8 | 206.67 | 207.15 | -0.48 |
| 2021 年 9 月 | 1831 | 1841 | -10.3 | 207.16 | 211.78 | -4.62 |
| 2021 年 8 月 | 1625 | 1631 | -6.03 | 203.96 | 202.42 | 1.54 |
| 2021 年 7 月 | 1405 | 1415 | -10.3 | 201.59 | 204.97 | -3.38 |
| 2021 年 6 月 | 1205 | 1227 | -22.2 | 205.78 | 236.79 | -31.01 |
| 2021 年 5 月 | 1000 | 994 | 6.1 | 202.75 | 201.34 | 1.41 |
| 2021 年 4 月 | 794 | 799 | -4.6 | 203.88 | 208 | -4.12 |
| 2021 年 3 月 | 591.22 | 591 | 0.22 | 199.49 | 201.95 | -2.46 |
| 2021 年 2 月 | 394.16 | 391 | 3.16 | 194.07 | 190.23 | 3.84 |
| 2020 年 12 月 | 2394 | 2533 | -139.1 | 218.28 | 227.45 | -9.17 |
| 2020 年 11 月 | 2177 | 2297 | -120.3 | 214.15 | 217.95 | -3.8 |
| 2020 年 10 月 | 1966 | 2080 | -114.3 | 203.37 | 225.01 | -21.64 |
| 2020 年 9 月 | 1760 | 1850 | -88.7 | 202.51 | 224.15 | -21.64 |
| 2020 年 8 月 | 1580 | 1620 | -44.7 | 202.04 | 215.72 | -13.68 |
| 2020 年 7 月 | 1384 | 1410 | -22.9 | 198.09 | 209.89 | -11.8 |
| 2020 年 6 月 | 1185 | 1200 | -15.5 | 200.04 | 216.37 | -16.33 |
| 2020 年 5 月 | 980 | 986 | -1.8 | 200.71 | 206.17 | -5.46 |
| 2020 年 4 月 | 790 | 785 | -0.24 | 195.2 | 211.62 | 0.72 |

数据来源：ICSG，WBMS，方正中期研究院整理

2022 年，全球超预期的供应扰动导致铜仍处于偏紧的状态。2022 年，影响 2021 年铜矿释放不及预期的因素仍未消失，奥密克戎全球肆虐，拉丁美洲干旱、罢工抗议事件持续扰动供应，全球前两大铜矿生产国前三季度累计产量均处于近年同期的最低水平，原预计的矿山供应大规模释放并未兑现。而从需求端来看，美欧处于经济此轮周期的末端，维持较高景气度，但中国受本土疫情、冬奥会等事件影响开工大幅受挫，虽三季度有所反弹，但整体维持较低水平。此外，俄乌地缘政治冲突的超预期持续为全球供需都带来进一步的冲击，为平衡带来更多不确定性。

展望 2023 年，随着全球供应链的进一步修复，铜市将从短缺走向再平衡。2023 年，原预计的矿山海外几大新增项目将持续释放增量，同时拉美罢工抗议事件的影响也在边际走弱，原矿供应将显著改善。2023 年国内多家铜冶炼厂与 Freeport 敲定的铜精矿长协加工费 Benchmark 达每吨 88 美元/干吨，较 2022 年基准价高出 35%，为 2017 年以来的新高，预示着矿山和冶炼对于铜矿供应宽松的一致性预期。冶炼方面，2023 年亦是粗炼产能投放高峰期，随着产能瓶颈的突破和加工费高涨，精炼铜供应也将迎来进一步的放量。而需求端则存在多方面的扰动。海外因为发达经济体的大规模加息进入衰退周期，需求很可能明显放缓。而中国方面，虽然防疫政策逐步优化落地，房地产政策也迎来拐点，但考虑到可比国家从疫情放松到彻底放开仍需经历半年的阵痛期，因此从政策传导至实际消费可能会在下半年以后。预计 2023 年全球铜市将存在 20 万吨的过剩，总体呈现前紧后松的局面。

表 6-2 方正中期铜供需平衡

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 全球矿山产量 | 2040.2 | 2005.8 | 2057.9 | 2057.1 | 2057.5 | 2106.9 | 2200.4 | 2306.2 |
| 全球原生精炼铜产量 | 1949 | 1948.5 | 2004 | 1999.9 | 2057.9 | 2107 | 2200.4 | 2307 |
| 全球再生精炼铜产量 | 386.6 | 406.3 | 403.5 | 402.8 | 387.5 | 372.8 | 363.3 | 333 |
| 全球精炼铜消费量 | 2349.2 | 2370.5 | 2448.4 | 2442.9 | 2498.7 | 2525.6 | 2582.3 | 2620 |
| 过剩/缺口 | -13.6 | -15.7 | -40.9 | -40.1 | -53.2 | -26 | -18.6 | 20 |

数据来源：方正中期研究院整理

第七部分 季节性分析



图 7-1 沪铜主力合约涨跌幅季节性走势

数据来源：iFind，方正中期研究院整理

从季节性分析来看，铜价往往在 1、4、6、7、11 月有较好表现。由于供给端受季节性因素影响较小，价格季节性表现差异主要缘于需求端。1 月份市场往往加大现货采购，为春节提前备货，现货呈现高升水，对期价形成支撑。4 月，春节过后下游复工，需求回暖，消费回暖，国内去库存启动。6、7 月天气逐步转热，是下游空调需求的高峰时期。11 月上游开启检修季，而下游亦是空调需求旺季，同时也是去库周期，容易在现货短缺之下酝酿极端行情。

展望 2023 年，随着海外进入深度衰退，以及国内将要经历的从疫情走出来的阵痛期，上半年很可能面临旺季不旺的局面，难见明显拉升。而下半年随着矿端的进一步释放，基本面偏弱的局势亦将难以改变，铜市难有超预期的表现。

第八部分 持仓分析

一、CFTC 持仓分析

2022 年，代表市场投机资金的“聪明钱”COMEX 非商业持仓净多持仓经历了冲高回落的走势，在 3 月底见顶以后开始加速下滑，并在 4 月中旬开始转负，结束了两年以来的净多仓位，铜价也随即大幅下行。进入 11 月份，随着美联储释放放缓加息的信号，以及中国开始优化疫情防控措施，市场对需求触底反弹的预期升温，非商业净多持仓开始迅速反弹并再次转正。截至 2022 年 11 月 29 日，COMEX 总持仓较去年末减 33041 张至 146760 张。COMEX 非商业多头持仓较去年末减 19547 张至 49449 张。COMEX 非商业空头持仓较去年末减 7148 张至 49449 张。COMEX 非商业净多头持仓较去年末减 12399 张至 1984 张。目前 COMEX 非商业持仓多空分歧较为剧烈，预示着投机资金在目前宏观错综复杂、长短期基本面矛盾之下，难以形成一致性预期，短中期内铜价仍将宽幅震荡一段时间。

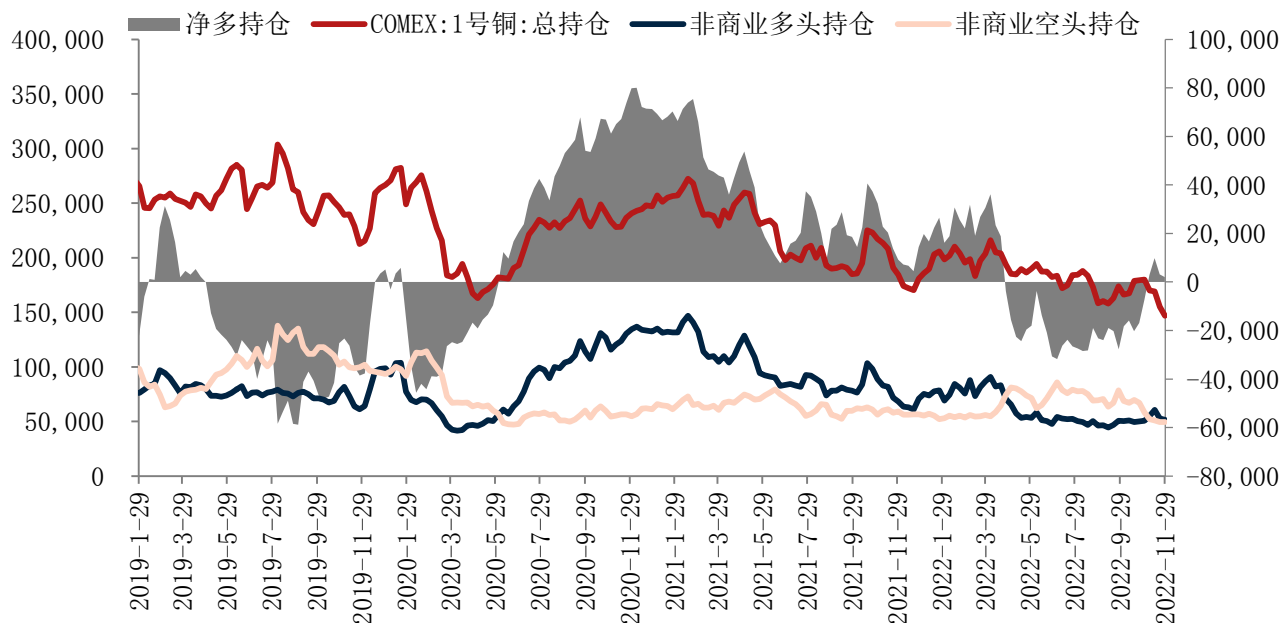


图 8-1 CFTC 总持仓与非商业持仓变化

数据来源：Wind，方正中期研究院

二、LME 持仓分析

截至 2022 年 12 月 2 日，LME 铜投资公司和信贷机构净多持仓 24972 手，较去年末增 27688 手；投资基金净多持仓 12442 手，较去年末减 18183 手；商业企业净多持仓-37192 手，较去年末增 9769 手；其他金融机构净多持仓 1911 手，较去年末减 22226 手。2022 年以来，作为 LME 投机资金主要仓位，也是去年主要市场主力多头的投资基金多头持仓大幅减少，表明投机市场看空情绪在持续升温。2023 年仍需重点关注投资基金的净多持仓，如果仓位由两年以来的净多转为净空，则在投机情绪推动下，铜价存在加速下跌的可能。

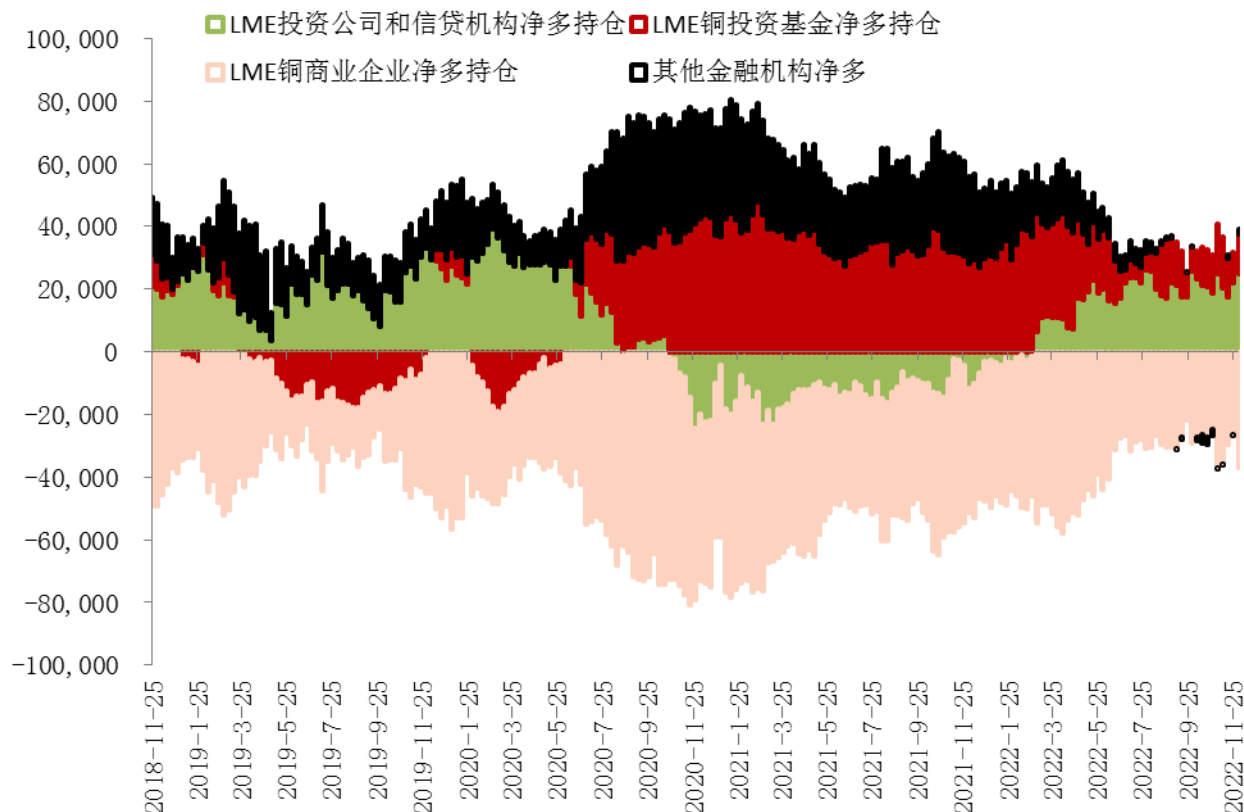


图 8-1 LME 各类公司净多持仓数

数据来源：iFind，方正中期研究院

第九部分 铜期权市场分析

从期权持仓量认沽认购比来看，2022 年中国沪铜期权成交量 PCR 和持仓量 PCR 经历了两拨探底回升的过程。第一波是 3-6 月，主因是俄乌冲突意外发生，供应链再次断裂的风险升温，市场看涨大幅抬升，持仓量、成交量 PCR 在 4 月中旬达到年内低点。第二波是 7-10 月，随着市场对加息的恐慌情绪消化，铜价在 7 月见底，回归基本面的铜存在触底反弹的需求，沪铜期权成交、持仓 PCR 也在 7 月中旬第二次见底。截至 12 月初，沪铜期权成交量、持仓量 PCR 的 20 日均线在年均线附近，较 10 月末的年内高点大幅回落，表明随着美联储宣布将放缓加息速度，以及中国防疫政策的逐步优化、地产政策迎来拐点，市场信心修复，市场看跌情绪开始大幅收窄。值得注意的是 2022 年下半年以来沪铜期权成交量续创历史高位，表明市场在宏观不确定性之下寻求多样化衍生品工具的需求也在增加。

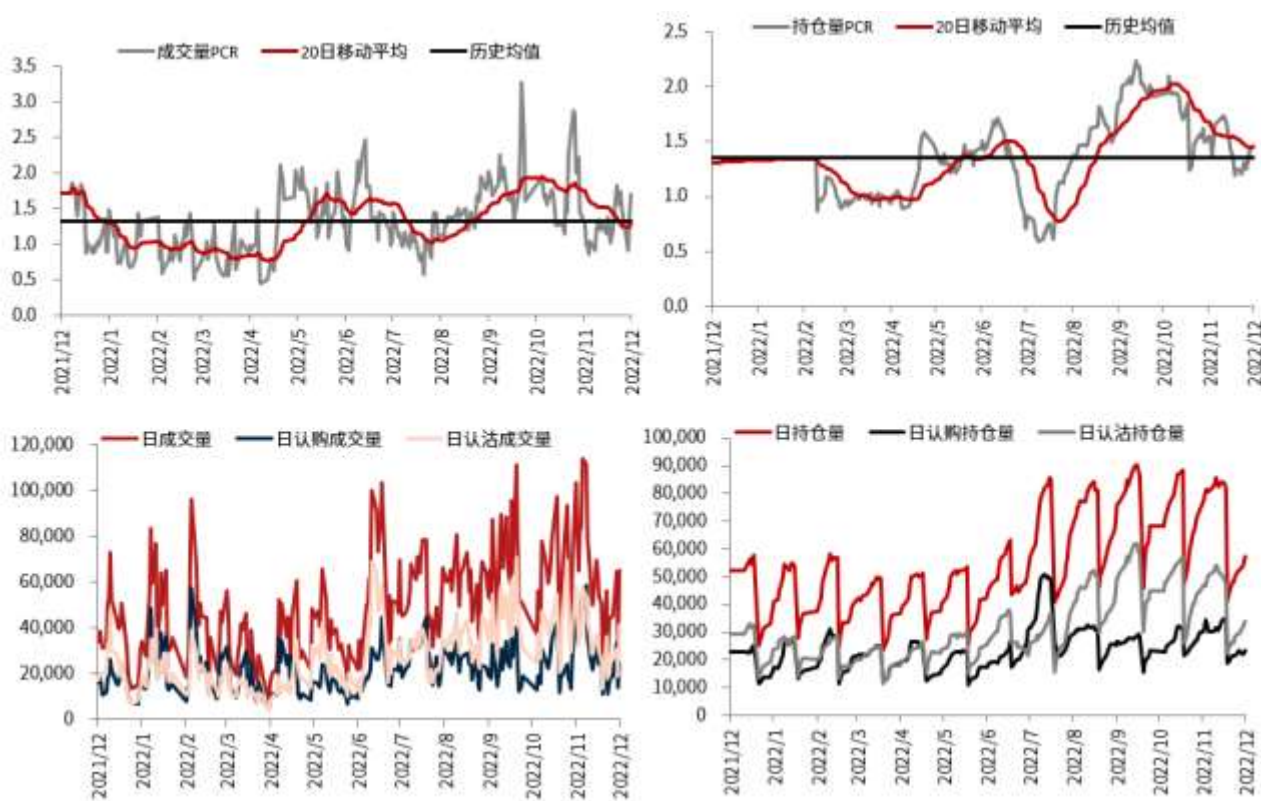


图 9-1 铜期权成交量、持仓量和成交量、持仓量 PCR 变化

数据来源：Wind，方正中期研究院

从持仓分布来看，截至 2022 年 12 月 8 日，上期铜期权看涨期权的最大持仓位为 70000，持仓量 3302 张，其次 68000，持仓量 1957 张；看跌期权最大持仓位为 63000，持仓量为 3730 张，其次为 60000，持仓量为 3338 张。一般可以把看涨期权最大持仓位看作大部分期权投资者认为的标的压力位，把看跌期权的最大持仓位看作大部分期权投资者认为的标的支撑位。

从合约气泡图来看，期权的看涨和看跌持仓均较为分散，表明随着中美不同经济周期的错位下，宏观不确定性升高，市场难以形成一致性预期。

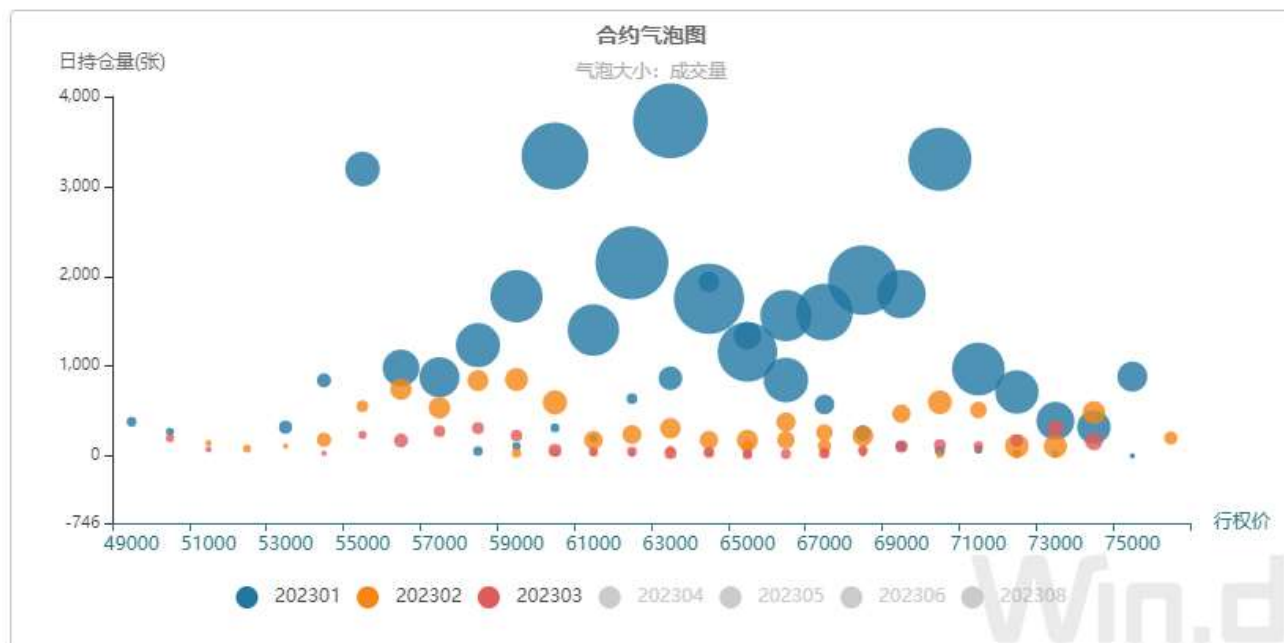


图 9-2 上期铜期权合约气泡图

数据来源：Wind，方正中期研究院

第十部分 后市展望

一、技术分析

2022 年铜价经历了大幅冲高回落后再震荡上行的“过山车”行情，2023 年中国和海外经济的错位将使得高波动行情仍将延续。根据我们此前对基本面的分析，2023 年可能会在前期高位震荡，再回落寻底的过程，根据技术面分析如下：第一阶段在 2022 年末至 2023 年 1-2 月，铜价可能维持高位震荡，上方高度在 66000 元/吨，下方支撑位在 60000 元/吨。第二阶段在 2023 年 3 月至 6 月，铜价将迎来二次探底，上方高度 62000 元/吨，下方关注前低 52000 元/吨。第三阶段，铜价将在底部企稳反弹，上方高度在 70000 元/吨，下方 55000 元/吨。



图 10-1 沪铜主力合约走势

数据来源：iFind，方正中期研究院

二、行业观市

2022 年末，方正中期期货研究院调研走访了多家铜产业链上下游企业，现将主要几家企业对铜市场 2023 年的观点看法总结如下：

咨询公司 A：供应方面，A 公司认为未来数年是铜精矿产能扩张周期，但冶炼方面则受制于能源短缺和供应链尚未恢复等问题，2023 可能产出不及预期。消费方面，A 公司认为 2023 年全球经济陷入衰退，传统消费增长乏力，但是能源电气化则处于高速阶段，在一定程度上将弥补传统消费的用铜缺失。总体上看，A 公司预计 2023 年在全球能源建设的大背景下，景气程度可能超预期，预计铜价未来仍以高位震荡为主。

上游矿企 B：B 公司认为，对全球宏观经济衰退预期和加息压力的交易已经在 2022 年走完，铜价将在 2023 年回归基本面。随着全球矿业资本支出的长期不足，以及未来绿色能源建设对铜需求的日趋迫切，该公司认为 2023 年及以后的铜将面临更大的供需缺口。于此同时，该公司注意到 2023 年中国防疫政策的逐步优化也将使得铜需求将环比出现大幅增长，届时全球低库存的状态将进一步为

价格带来支撑。总体而言，B 公司对于 2023 年铜价展望较为乐观，预计 2023 年均价将较 2022 年均价进一步上涨。

下游终端生产企业 C：相较于 A、B 两家公司的乐观情绪，C 公司对 2023 年铜价显得相对悲观。C 公司基于自身企业订单分析，认为短中期以内欧洲和美国的经济活动已经开始显著放缓，而中国就算防控政策有所放开，但市场信心恢复仍需时日。C 公司认为，2023 年在供应大幅放量，需求面临进一步走弱的背景下，铜价重心将进一步下移。

三、铜价展望

通胀梦魇难消，紧缩压力升温。为应对过去两年大水漫灌带来的剧烈通胀，美联储在 2022 年中开启了新一轮的加息和缩表政策，加息力度和幅度创下近三十年之最，货币紧缩效应开始显现。2022 年，地缘政治黑天鹅意外冲击全球，令本已遭受疫情扰动的全球供应链系统再受重创，通胀风险继续升温，市场对于此轮加息周期的终点预期也不断向上修正，一路从年初的 3% 上涨到年末的 5% 以上，更有鹰派美联储官员表示此轮加息的终点在 6%-7%。截至 2022 年年末，美联储最为关心的两大指标就业和通胀仍然高烧不退，其中与“通胀粘性”最为相关的服务业成本仍在刷新近几十年的新高，这意味着 2023 年美联储货币政策转向的概率微乎其微。2023 年，受通胀-工资螺旋、房租与服务成本高位难下、海外能源紧缺等因素影响，通胀的顽固性可能超出预期，市场货币环境难言宽松。

全球央行紧缩加码，经济下行风险加剧。与过去几轮加息周期不同的是，此次美联储货币政策存在明显的滞后性。通常美国的货币政策组合是经济过热开始加息和经济衰退加降息的逆周期调节组合，但此次加息却因通胀持续恶化，导致了经济下行和加息周期共振。而在衰退和紧缩双重压力下，产生经济危机的风险也在不断积聚，2023 年仍需警惕黑天鹅事件导致市场闪崩的可能性。国际货币基金组织（IMF）在 10 月的报告显示，2023 年全球经济将在金融环境收紧、地缘政治撕裂和新冠疫情反复下，风险急剧升温，预计有 25% 左右的概率会降至 2% 以下，这处于 1970 年以来的低位水平。

2023 年，随着数个重要新项目的投产和现有矿山的扩建，以及供应扰动的逐步减少，全球铜矿将迎来扩张高峰期。根据 ICSG 的预测，2023 年全球铜矿产量将增 5.3% 或 116.5 万吨至 2306.2 万吨。2023 年，秘鲁奎拉维科（Quellaveco）铜矿、塞尔维亚提莫克（Timok）铜矿，以及智利的克夫拉达布兰卡（Quebrada Blanca）铜矿第二阶段将进一步释放增量，已经建成的刚果民主共和国的 Kamoakakula、印尼的 Grasberg 也将持续扩张，此外中国的雄村铜矿和巨龙铜矿也将陆续达产，全球供应大幅宽松是大势所趋。ICSG 预计 2022-2026 年期间，世界矿山产能将以年均 3.5% 的速度增长。2023 年铜精矿长协加工费 Benchmark 达每吨 88 美元/干吨，较 2022 年基准价高出 35%，为 2017 年以来的新高，预示着矿山和冶炼对于铜矿供应宽松的一致性预期。

2023 年，中国冶炼产能瓶颈将进一步突破，精炼供应有望进一步攀升。据 Mysteel 估计，2022 年中国新增铜粗炼产能 48 万吨，粗炼复产产能 15 万吨；而新增电解产能 114 万吨，电解复产产能 15 万吨。据 ICSG 预计，在 2022 至 2026 年之间，全球粗炼产能将以每年 0.5% 的速度增长，其中中国的粗炼产能将增加 23%。ICSG 预计，全球精炼铜产量将进一步增长 3.3% 至 2634 万吨。2023 年在新增粗炼产能进一步投放，冶炼费与副产品价格维持高位的背景下将刺激冶炼积极开工，精炼产量有望续创过去十年以来的最高水平。

2023 年，我们对全球铜需求增速保持谨慎乐观态度，预计整体呈现前低后高的格局。2023 年，随着全球央行货币政策的进一步紧缩、物价工资螺旋上涨、地缘政治冲突等宏观风险的积聚，海外经济体已经陷入实质性衰退。中国方面，面临的需求预期将更为复杂。2023 年中国工作重心将重回经济增长，稳增长政策将进一步发力，货币与财政政策都将助推经济触底反弹，基建投资将继续抗鼎经济发展。与此同时，虽然中国防疫政策进一步优化，但参考大部分国家放开的路径，在 2023 年一季度可能将迎来一段时间病例大幅增长、医疗资源紧缺的“阵痛期”，经济存在二次探底的可能。而房地产政策虽然迎来多项利好，但从政策端传递到需求端，仍存在一定的时滞与不确定性，预计最快下半年才会出现明显好转。

在全球碳中和、碳拐点的目标下，电动车和绿色能源建设已经成为各国政府和大型企业重要的投资方向，将对铜等工业金属产生明显的拉动作用。作为导电性仅次于白银的金属，铜是新能源时代不可或缺的关键材料，被部分机构称之为“新时代的原油”，成为光伏、风电、电动车等产业发展最大的受益金属之一。预计 2023 年全球新能源汽车、光伏、风电用铜量在 320 万吨，在 2025、2030 将进一步达到 420 万吨和 730 万吨。不过值得注意的是，2023 年新能源行业存在需求不及预期的风险。2023 年在货币紧缩效应加剧、中国补贴退场的背景下，全球新能源汽车产业可能面临阶段性的低谷，增速能否保持高景气存在不确定性。另一方面，光伏、风电等可再生能源也会面临政府、企业在衰退周期开支减少和旧能源回调以后的替代效应的负面影响，增速也可能不及预期。考虑到未来数年仍是矿山产量释放周期，新能源产业要对铜供需平衡起到明显拉动作用可能要等到 2024 年或更远的以后。

展望 2023 年，铜价将以先抑后扬为主。上半年，在海外进入深度衰退需求显著放缓和中国面临疫情扩散“阵痛期”，信心尚未修复，加之供应端持续放量，铜价料将重心逐步下移并存在二次探底的可能，区间 55000 元/吨-65000 元/吨。进入下半年，紧缩周期进入尾声，市场交易重心从“加息”转移到“降息”，而中国将在稳增长政策持续发力和疫情大幅好转之下，经济触底回升，铜价亦将企稳反弹，区间 56000 元/吨-70000 元/吨。2023 年，在海外不发生经济危机等黑天鹅事件的中性预测下，铜价整体运行区间 55000 元/吨-70000 元/吨。

四、铜企业风险管理建议

根据我们对行情的判断，2023 铜价将先抑后扬，整体重心低于 2022 年，据此对各个市场做出建议：

上半年可能是重心逐步下移的阶段，区间 55000 元/吨-65000 元/吨。期货方面，仍建议逢高沽空为主要操作，鉴于宏观不确定性之下波动率将显著放大，操作上注意控制仓位、严格止盈止损。套期保值客户严格遵照套保原则对存货进行卖出保值。期权方面，考虑买入虚值看跌期权进行尾部极端

风险保护，或在风险事件之前买入波动率策略，如在每个月的 FOMC 会议或通胀数据公布之前，同时买入看跌和看涨期权，待标的行情波动放大时再获利平仓。

下半年，随着中国逐步走出疫情，中国将引领全球经济复苏，铜价也将止跌反弹，预计下半年区间 56000 元/吨-70000 元/吨。在此阶段可以考虑逢低买入的操作，期货考虑逢低买入为主，套期保值按照风险敞口进行买入保值。考虑到下半年以后，大幅下挫的概率相对较小，期权方面可以卖出看跌期权赚取期权费。

附：行业相关股票

附表 1 铜相关股票

| 代码 | 简称 | 最新收盘价(元) | 涨跌幅(%) | | | |
|--------|------|----------|--------|-------|--------|--------|
| | | | 本年 | 近一月 | 近三月 | 近六月 |
| 600362 | 江西铜业 | 17.56 | -19.03 | 3.11 | 3.78 | -2.53 |
| 688456 | 有研新材 | 34.60 | 22.45 | 8.13 | 19.31 | 40.29 |
| 603527 | 众源新材 | 14.22 | 20.39 | -9.08 | -21.70 | 37.13 |
| 601899 | 紫金矿业 | 10.32 | 8.50 | 13.53 | 15.44 | 2.18 |
| 002295 | 精艺股份 | 7.01 | -0.40 | 2.49 | -10.13 | 7.06 |
| 002203 | 海亮股份 | 12.12 | -1.86 | -0.41 | 0.08 | 8.63 |
| 000878 | 云南铜业 | 12.33 | -5.98 | -1.67 | 9.41 | 7.69 |
| 000630 | 铜陵有色 | 3.07 | -9.06 | 5.86 | 1.99 | -11.01 |
| 300697 | 电工合金 | 10.52 | -14.94 | -1.77 | 0.67 | 4.99 |
| 601609 | 金田股份 | 7.13 | -16.35 | -0.56 | -9.06 | -1.82 |
| 601168 | 西部矿业 | 11.00 | -17.82 | -0.27 | -0.72 | -12.28 |
| 000737 | 北方铜业 | 5.62 | -24.26 | 0.90 | -5.23 | -10.08 |
| 600490 | 鹏欣资源 | 3.25 | -33.26 | -1.22 | -10.47 | -16.45 |
| 301217 | 铜冠铜箔 | 13.82 | -35.63 | 6.06 | -5.41 | -3.93 |
| 002171 | 楚江新材 | 7.87 | -38.86 | 2.61 | -19.61 | -3.83 |

数据来源：Wind，方正中期研究院

备注：数据截至 2022 年 12 月 8 日

联系我们：

| 分支机构 | 地址 | 联系电话 |
|----------------|--|-------------------------------|
| 总部业务平台 | | |
| 资产管理部 | 北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层 | 010-85881312 |
| 期货研究院 | 北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层 | 010-85881117 |
| 投资咨询部 | 北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层 | 010-68578587 |
| 产业发展部 | 北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层 | 010-85881109 |
| 金融产品部 | 北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层 | 010-85881295 |
| 金融机构部 | 北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层 | 010-85881228 |
| 总部业务部 | 北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层 | 010-85881292 |
| 分支机构信息 | | |
| 北京分公司 | 北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层 | 010-68578987 |
| 北京石景山分公司 | 北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室 | 010-66058401 |
| 北京朝阳分公司 | 北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层 | 010-85881205 |
| 河北分公司 | 河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室 | 0315-5396886 |
| 保定分公司 | 河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室 | 0312-3012016 |
| 南京分公司 | 江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444 | 025-58061185 |
| 苏州分公司 | 江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室 | 0512-65162576 |
| 上海分公司 | 上海市浦东新区长柳路58号证大立方大厦604室 | 021-50588107/ 021-50588179 |
| 常州分公司 | 江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼 | 0519-86811201 |
| 湖北分公司 | 湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室 | 027-87267756 |
| 湖南第一分公司 | 湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室 | 0731-84310906 |
| 湖南第二分公司 | 湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306 | 0731-84118337 |
| 湖南第三分公司 | 湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层 | 0731-85868397 |
| 深圳分公司 | 广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室 | 0755-82521068 |
| 广东分公司 | 广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室 | 020-38783861 |
| 上海自贸试验区分公司 | 上海市浦东新区南京北路429号1703 | 021-58991278 |
| 北京望京营业部 | 北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号 | 010-62681567 |
| 天津营业部 | 天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室 | 022-23559950 |
| 天津滨海新区营业部 | 天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元 | 022-65634672 |
| 包头营业部 | 内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107 | 0472-5210710 |
| 邯郸营业部 | 河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间 | 0310-3053688 |
| 青岛营业部 | 山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室 | 0532-82020088 |
| 太原营业部 | 山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层 | 0351-7889677 |
| 西安营业部 | 陕西省西安市高新区太白南路118号4幢1单元1F101室 | 029-81870836 |
| 上海南洋泾路营业部 | 上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室 | 021-58381123 |
| 上海世纪大道营业部 | 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室 | 021-58861093 |
| 宁波营业部 | 浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室 | 0574-87096833 |
| 杭州营业部 | 浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室 | 0571-86690056 |
| 南京洪武路营业部 | 江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室 | 025-58065958 |
| 苏州东吴北路营业部 | 江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室 | 0512-65161340 |
| 扬州营业部 | 江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼 | 0514-82990208 |
| 南昌营业部 | 江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420 | 0791-83881026 |
| 岳阳营业部 | 湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号 | 0730-8831578 |
| 株洲营业部 | 湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼) | 0731-28102713 |
| 郴州营业部 | 湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼 | 0735-2859888 |
| 常德营业部 | 湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼 | 0736-7318188 |
| 风险管理子公司 | | |
| 上海际丰投资管理有限责任公司 | 上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼 | 021-20778922 |

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，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，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。



方正中期期货有限公司

FOUNDER CIFCO FUTURES CO.,LTD

总部办公地址/Address : 北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层 100026
22/F Taikang Financial Tower,Building 1,38# East 3rd Ring North Road,Chaoyang District
Beijing,P.R.China 100026

办公电话/Tel : +86 10 85881188