



## 有色热点报告

### 铜：从供需平衡角度浅析当前国内外宏观预期

2023年8月2日 星期三

第 31 周

中粮期货产品研发中心

(研究院)

#### 宏观金属组



徐婉秋

从业资格号 F03119103

交易咨询号 Z0019515

#### ○ 摘要

若宏观预期转向更为积极，国内出台更多利好政策刺激终端领域需求，欧美通胀放缓速度低于预期，则最乐观的情形下，2023 年全球精炼铜供需缺口将由中性情景下的 16 万吨扩大至 69 万吨。

一方面，在不考虑炼厂库存及成品库存的前提下，当前的全球精炼铜显性库存约为 27 万吨，69 万吨的缺口将难以用当前的库存水平填平，或仅能通过更高的铜价刺激更多的产量、隐性库存的释放来填补这一缺口。

另一方面，这种预期下 2023 年的供需缺口将较前一年有所扩大，这意味着全年铜价的重心将较去年有所上移，去年伦铜、沪铜期货的均价分别约为 8786 美元/吨、66355 元/吨，而截至今年 8 月 1 日，伦铜、沪铜期货的均价约为 8695 美元/吨、67727 元/吨，若缺口扩大的假设成立，则铜价仍有上行空间，且伦铜剩余 5 个月的均价要保持在 8900 美元/吨之上，才能满足重心上移的假设。



本周铜价波动较前期明显加剧，周一外盘铜价强势上涨，国内夜间开盘后，沪铜跟随涨势跳空高开，2309 合约最高涨至 70580 元/吨，涨幅达 1.51%；周二，铜价再度上行，直逼 71000 关口，接近今年年初高点。截至 8 月 2 日收盘，因美元指数强势上行、海外库存持续累积、国内 PMI 低于预期，铜价回吐前期涨幅。

近期国内外宏观经济预期较前期发生明显转变。国内方面，上周召开的中央政治局会议为下半年的宏观政策积极定调，以扩大内需、活跃资本市场为目标，显著提振市场信心。国外方面，美国二季度 GDP 及耐用品订单增速超预期上行，而核心 PCE 回落速度高于市场预期，印证了 7 月 FOMC 会议上鲍威尔关于美国经济“软着陆”的言论，即在不造成经济急剧衰退的情况下降低通胀。另外，欧洲通胀虽然环比有所放缓，但离 2% 的目标仍有较大距离且核心通胀充满韧性，在欧元区制造业 PMI 数据普遍超预期回落后，拉加德对于 9 月的货币政策显鸽派，而本轮加息后已然接近欧央行的目标利率终点，后期欧洲经济是否真正步入衰退仍有较大不确定性。

本文将从供需平衡的视角，分析国内外的宏观预期变化给铜的下游需求可能带来的影响，并如何改变全年的平衡预期，从而对价格变化给出指引。

## 第一部分 国内平衡

在此前的国内精炼铜月度平衡中，1-2 月受到疫情及春节后复工进度不及预期的影响，大幅累库近 35 万吨。此后，消费复苏、下游订单转好，空调维持高排产、风光装机表现亮眼，表消大幅攀升，使得今年上半年精炼铜共累库 1.3 万

吨，基本维持紧平衡格局。进入下半年，7月库存超预期去化，即使消费环比下滑3.5%，但因到货量的减少，精铜市场小幅去库0.7万吨。再往后看，下游企业对于四季度消费预期转好，9-10月进入传统旺季，去库幅度显著，在此情景下，全年精炼铜平衡或将短缺21万吨左右，表消增速约为2.4%。

图表 1：国内精炼铜月度平衡表

国内精炼铜月度平衡表（单位：万吨）										
时间\分项	总产量	进口	出口	总供应	总消费	过剩量	产量同比	消费同比	产量累计同比	消费累计同比
2023/1	89	28	1	115	95	19.8	2.3%	-12.4%	2.3%	-12.4%
2023/2	92	23	4	109	95	14.8	3.7%	-1.1%	3.0%	-7.1%
2023/3	95	24	5	113	125	-12.4	9.8%	4.0%	5.2%	-3.0%
2023/4	95	24	3	115	120	-4.7	8.2%	10.1%	6.0%	0.3%
2023/5	96	28	2	120	132	-11.5	11.2%	14.6%	7.0%	3.3%
2023/6	96	28	2	120	125	-4.7	8.4%	2.5%	7.2%	3.2%
2023/7	96	27	2	120	121	-0.7	8.2%	-2.6%	7.4%	2.3%
2023/8	96	28	2	121	122	-1.2	9.0%	-5.2%	7.6%	1.2%
2023/9	97	27	2	121	130	-9.2	8.1%	-1.8%	7.6%	0.8%
2023/10	97	27	2	120	125	-4.7	7.1%	11.3%	7.6%	1.8%
2023/11	97	28	2	122	124	-2.2	10.0%	4.1%	7.8%	2.0%
2023/12	97	28	2	122	126	-4.2	9.6%	5.8%	8.0%	2.4%
2023年合计	1141	320	29	1418	1439	-21	8.0%	2.4%	/	/
2022年合计	1057	367	23	1393	1405	-12	3.6%	2.0%	/	/

数据来源：SMM, Mysteel, 海关总署, 中粮期货研究院

由于废铜的替代、隐性库存及数据统计口径的原因，精铜的终端消费与表观消费存在一定差距。在原先我们对终端消费的测算中，根据不同领域的消费占比及其相对应监控指标的增速预期，相对中性的情景下，预计2023年精铜的实际消费增速约为3.9%。

那么在本次政治局会议所提及关于科技、消费、外资、地产、民生等多方面的政策指导下，与铜的需求切实相关、产生直接影响的领域有：新能源汽车的发展、充电桩及储能等设施建设和配套电网改造、地产板块的保交楼、城中村改造和“平急两用”的公共基础设施。由于当前并未出台相关领域的具体刺激措施，

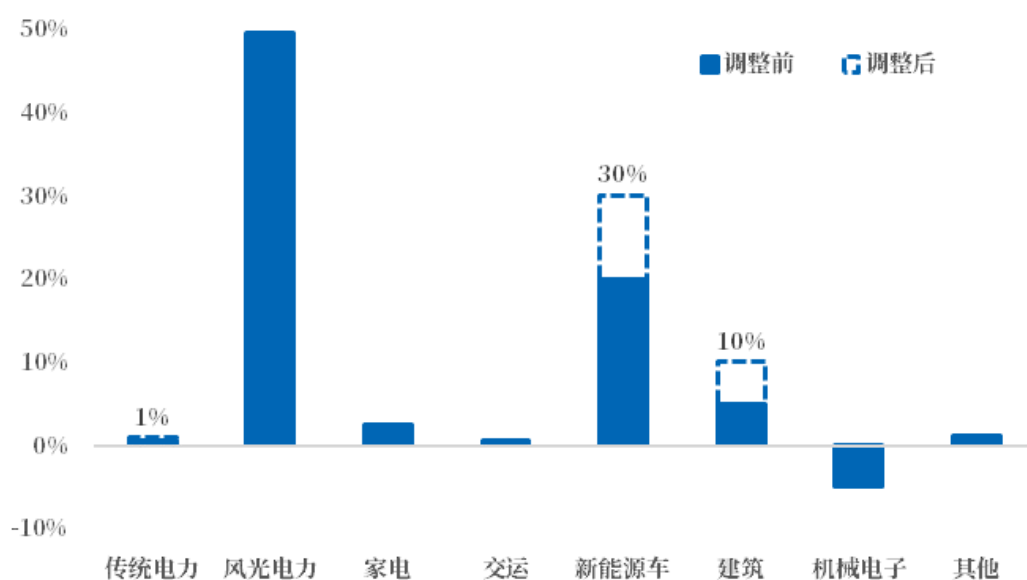
#### 免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。



本文将给出相对乐观的情景假设，即上调电力、新能源车及建筑领域的消费增速。

图表 2：精炼铜终端消费增速调整



数据来源：Wind，中粮期货研究院

在电力领域中，此处将其拆分成传统电力及以风电、光伏为代表的新兴电力产业，因电网改造、基建所涉及的传统电力增速上调至 1%；新能源汽车的增速将根据中汽协给出的乐观预期上调至 30%；建筑领域通过监控新开工、竣工指标变化，将该板块增速由此前的 5%上调至 10%；其余风光、家电、交通运输及机械电子领域维持此前预估不变。

在此乐观情形下，铜终端消费增速将由相对中性预期的 3.9%上升至 5.1%，这意味着国内铜的实际消费量将在此前的基础上增加 17 万吨，在暂不考虑精废替代、隐性库存的情况下，精炼铜的供需平衡将由短缺 21 万吨增至短缺 38 万吨。

## 第二部分 国外平衡

在判断国外宏观预期对精铜市场的影响时，本文基于对欧美当前经济环境及下半年的经济预期，给出三种路径假设，即欧美软着陆、美国软着陆欧洲浅衰退及欧美皆衰退，从而调整精炼铜的总需求。在控制总产量不变的情形下，观察需求变化对供需市场的影响。

图表 3：海外精炼铜年度平衡表

海外精炼铜年度平衡表（单位：万吨）							
万吨	2019	2020	2021	2022	2023E 软着陆	2023E 中性	2023E 衰退
总产量	1445	1460	1465	1456	1466	1466	1466
增速	-2.5%	1.0%	0.3%	-0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
总产能	1926	1872	1862	1904	1968	1968	1968
产能利用率	75%	78%	79%	76%	74%	74%	74%
总需求	1147	1068	1142	1160	1206	1169	1117
增速	-2.9%	-6.9%	7.1%	1.6%	4.0%	0.8%	-3.7%
其中：光伏用铜	34	38	46	58	93	88	73
其中：风电用铜	17	19	22	22	28	25	24
其中：新能源车用铜	9	17	28	35	48	42	36
其中：新兴领域合计	60	73	97	115	170	155	133
其中：新兴领域占比	5%	7%	8%	10%	14%	13%	12%
美国	185	176	185	188	197	193	186
欧洲	399	377	400	406	418	402	383
中国进出口调节	316	431	317	344	291	292	292
短缺/过剩量	(17)	(38)	6	(47)	(31)	5	57

数据来源：Wind，海关总署，中粮期货研究院

在对需求的调整过程中，同样将精炼铜的需求拆分成传统领域及包含风光、新能源车的新兴领域，而新兴领域的预期主要结合海外的政策目标及 IRENA、IEA、GWEC 等机构的预估，此处对于经济预期的调整主要针对传统领域的需求变化。

### 免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。



从表中可以发现，基于模型假设，对应软着陆、中性及衰退的三种情景，即美国、欧洲的传统需求增速预期区间约为 $[-3\%, 0.5\%]$ 、 $[-8\%, -2\%]$ ，则海外的精铜供需市场分别为短缺 31 万吨、过剩 5 万吨及过剩 57 万吨。目前来看，概率更大的将是中性情景，即海外精铜市场呈小幅过剩、接近紧平衡的格局，若欧美经济数据于下半年并未出现快速回落，美国 CPI 因基数效应的减弱而出现回升、欧美就业市场依旧强劲，则精铜的供需平衡将逐步向软着陆的情景移动，即从紧平衡逐渐步入短缺格局，但短缺的程度同比有所减弱。

### 第三部分 总结

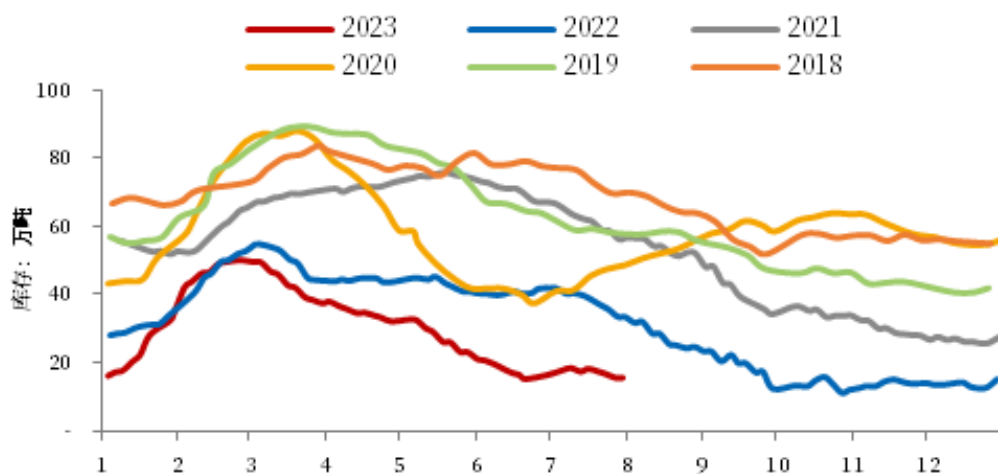
结合前文，若宏观预期转向更为积极，国内出台更多利好政策刺激终端领域需求，欧美通胀放缓速度低于预期，则最乐观的情形下，2023 年全球精炼铜供需缺口将由中性情景下的 16 万吨扩大至 69 万吨。

一方面，在不考虑炼厂库存及成品库存的前提下，当前的全球精炼铜显性库存约为 27 万吨，69 万吨的缺口将难以用当前的库存水平填平，或仅能通过更高的铜价刺激更多的产量、隐性库存的释放来填补这一缺口。

另一方面，这种预期下 2023 年的供需缺口将较前一年有所扩大，这意味着全年铜价的重心将较去年有所上移，去年伦铜、沪铜期货的均价分别约为 8786 美元/吨、66355 元/吨，而截至今年 8 月 1 日，伦铜、沪铜期货的均价约为 8695 美元/吨、67727 元/吨，若缺口扩大的假设成立，则铜价仍有上行空间，且伦铜剩余 5 个月的均价要保持在 8900 美元/吨之上，才能满足重心上移的假设。

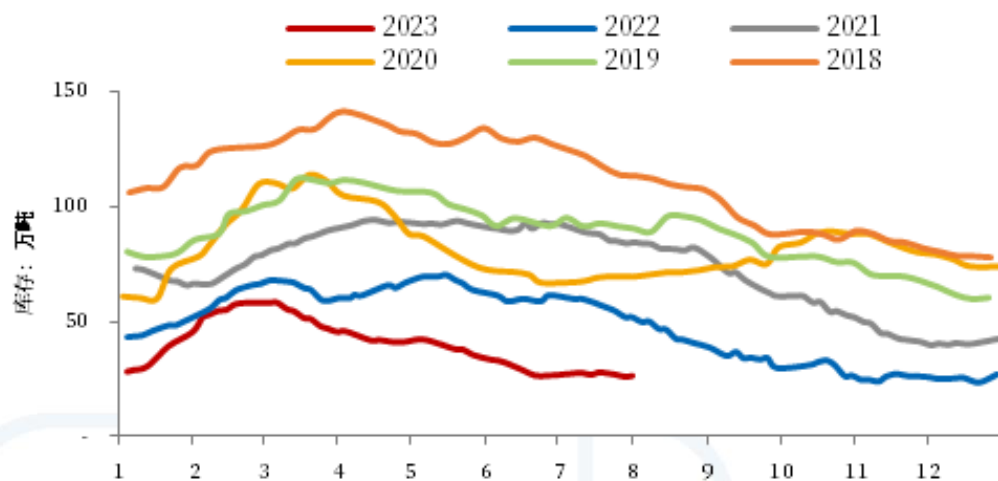


图表 4：国内社会库存+保税库存



数据来源：SMM，中粮期货研究院

图表 5：全球精炼铜显性库存



数据来源：SMM，Wind，中粮期货研究院

综上，在最乐观的预期下，即欧美软着陆叠加国内利好政策落地，铜价的上方将仍有一定空间。然而站在当前的时点下，中性情景的概率更高，即全年国内精铜短缺约 20 万吨、国外小幅过剩 5 万吨，国内的缺口将由增加进口的方式来补充，全球精铜的矛盾并不突出，全年铜价维持宽幅震荡的格局。





## 中粮期货研究院 (Institute of COFCO Futures Co., Ltd)

地址(Address): 北京市东城区东直门南大街5号中青旅大厦15层、3层305-313室、4层401-402室

电话(Phone): 400-706-0158

网址(Website): [www.zlqh.com](http://www.zlqh.com)



研究院公众号



再读资讯平台



研究院视频号



研究院抖音号

## 中粮期货研究院介绍

中粮期货研究院是隶属于总部的研究部门，负责公司的基础研发工作，研究领域覆盖宏观经济，农产品，化工品，金属，建材，能源等方面。研究院服务中粮期货前台业务部门和中粮集团实业部门，承担维护公司品牌和提升公司形象的职责，同时从事高端产业和机构客户开发、维护和增值服务。研究院依托中粮集团强大的现货和期货背景，根据多年来的实践，开发出了极具中粮期货特色的偏差反应研究体系。该体系由情景研析、市场反应、预期偏差三个模块组成，用更高的维度，更多元化的方法，改进传统研究体系，提升研究的深度、广度、应变度。

*The COFCO Futures Research Institute is a research department affiliated to COFCO Futures headquarters, responsible for the company's basic research and development work, and its research fields cover macroeconomics, agricultural products, chemicals, metals, building materials, energy and other aspects. The research institute serves the front-office business department of COFCO Futures and the industrial department of COFCO Group, undertakes the responsibility of maintaining the company's brand and enhancing the company's image, and is engaged in the development, maintenance and value-added services of high-end industrial and institutional customers. Relying on the strong spot commodities and futures markets background of COFCO Group, and based on years of practice, the research institute has developed a deviation response research system with the characteristics of COFCO Futures. The system consists of three modules: circumstance analysis, market response, and expected deviation. It uses higher dimensions and more diversified methods to improve the traditional research system and enhance the depth, breadth, and*

### 免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。





*responsiveness of research.*

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。



## 风险提示：

1. 中粮期货有限公司拥有本报告的版权和其他相关的知识产权。未经中粮期货有限公司许可，任何单位或个人都不得以任何方式修改本报告的部分或者全部内容。如引用、转载、刊发需要注明出处为中粮期货有限公司。违反前述要求的，本公司将保留追究其相关法律责任的权力。
2. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
3. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
4. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

## 法律声明：

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格(证监会批文号：证监许可[2011]1453)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师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真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。