

有色热点报告

铜：预期落空？

2023 年 9 月 28 日 星期四

第 39 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

“意外总是接踵而至”系列第四篇。

全年表观消费量增速高于预期、9 月传统旺季预期落空，站在节前这个时点，这些“意外”的结果能否延续？我们认为延续的概率较高。根据月度平衡表的推演，即使四季度表观消费环比 8-9 月有所下滑，全年消费量同比增速依然维持在 5.4%，这与我们的需求模型输出的结果较为吻合，即全年需求增速上升至 5% 以上。另外，10 月的表观能否超预期回升仍然较难确定，但因部分冶炼厂的检修影响及某冶炼厂的复产于 11 月释放，若人民币汇率回升推动比值回落使得进口窗口再度关闭，则表观或较难出现回升态势。因此，根据四季度的供需平衡，预计难以出现库存大幅去化的情景，Back 结构或难大幅走扩。

一、意外的“表观增速”

今年以来，铜的消费究竟如何一直是市场热切讨论且分歧较大的问题。根据下游反馈的结果来看，似乎终端订单整体保持清淡，消费仍以刚需为主。然而，平衡表给出的答案似乎与此情景有所背离。截至 8 月，国内精炼铜的表观消费量达 131.5 万吨，是自去年 9 月及今年 5 月后的单月最高量级；1-8 月，国内精炼铜的累计表观消费量约为 943 万吨，同比增加 5.7%。如此高的表消增速同样超出了我们年初对今年 3%-4%的增速预估（目前该值已上调至 5.4%），也与下游市场的感受有些许出入，究其原因，我们认为还是与铜近年来消费结构转型有关，且今年表现尤为明显。

图表 1：中国精炼铜年度平衡表（万吨）

| 中国精炼铜年度平衡表（单位：万吨） | | | | | |
|-------------------|------|------|-------|------|-------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E |
| 产量 | 914 | 951 | 998 | 1028 | 1141 |
| 进口 | 347 | 452 | 344 | 367 | 329 |
| 出口 | 32 | 21 | 27 | 23 | 30 |
| 总供应 | 1230 | 1336 | 1326 | 1364 | 1440 |
| 增速 | | 8.6% | -0.8% | 2.9% | 5.5% |
| 总需求 | 1244 | 1323 | 1354 | 1376 | 1451 |
| 增速 | | 6.4% | 2.3% | 1.6% | 5.4% |
| 平衡 | (14) | 13 | (29) | (12) | (11) |

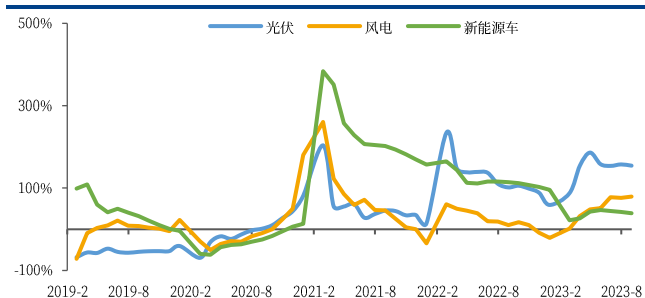
数据来源：SMM，海关总署，中粮期货研究院

根据铜的终端需求来看，今年的传统领域消费表现确实不尽如人意。截至 8 月，调整后的电网投资、地产竣工及机电出口累计同比分别为 1.4%、1%及-3.9%，相较去年同期基本没有显著增长甚至出现负增长，反应了当前我国地产

行业下行、外需走弱的现实。然而，受到今年高温影响，国内空调产销迅猛增长，8 月累计增速达到 8.9%，整体规模超过疫情前水平。因此，传统需求中，空调领域贡献出一定增量，对应到加工端便是今年上半年铜管开工率持续维持在 90% 附近，接近历年来的高位。

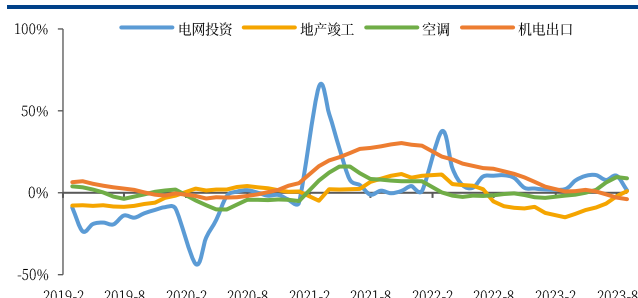
伴随新能源领域的需求占比不断提升，今年持续维持高增长的风光行业成为铜需求增量的主力军。截至 8 月，光伏、风电新增设备容量累计装机分别为 113.2GW、28.9GW，累计同比约为 155%、79%，增速超出预期。新能源车销量受到去年基数较高的影响，增速略有放缓，1-8 月累计销量约为 537.4 万辆，较去年同期增加 39.2%。换算成铜的消费量，截至目前，光伏、风电及新能源车共消耗铜近 100 万吨，较去年同期翻了近一倍，若以当前增速估算，今年全年新兴领域耗铜量约 160 万吨，占全年表观消费量由去年的 8%提升到今年的 11%。因此，新能源的需求整体提振铜下游消费量，对应到铜材企业的情况便出现分化，传统电网的铜杆企业订单持续低迷，而新能源领域的企业订单十分旺盛，甚至会出现供不应求的情况。

图表 2：终端需求增速-新兴领域



数据来源：Wind，中汽协，中粮期货研究院

图表 3：终端需求增速-传统领域



数据来源：Wind，产业在线，海关总署，中粮期货研究院



二、意外的“金九银十”

进入九月，市场此前普遍预期伴随“金九银十”的旺季来临，下游消费将环比显著转好，去库速度有所加快。然而截至目前，9月当月仅去库约0.5万吨，表观消费量环比8月有所下滑，升水难以提振，尽管面临双节备货，下游拿货依然谨慎，精炼铜市场似乎出现了“旺季不旺”的现象。

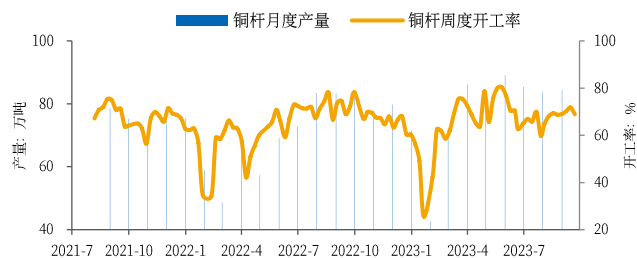
究其原因，我们认为主要有三个方面。

一是地产周期的影响。传统意义上的“金九银十”以往指房地产市场销售的黄金时期，而与地产相关的商品受其影响则同样进入旺季预期。但是伴随近两年来房屋的显著过剩，楼市降温且复苏速度过缓，此前与之相关的商品似乎也出现“脱钩”，传统的旺季再难出现。

二是下游根据铜价变化调整了备货的节奏。9月截至上周五前，沪铜期货价格持续在68000元/吨上方运行，处于高位的价格抑制下游的备货意愿。同时，因加工费维持高位推动冶炼厂持续高产，8月开工率达92%，处于历史同期较好水平，叠加四季度冶炼厂基本没有检修影响、且有炼厂复产的情况下，下游预期后续精炼铜或将出现累库，则更加不愿意在价格高位时备货。在上周五铜价跌至68000元/吨下方后，下游备货情绪明显转好，单周去库近2万吨，为9月以来的最大幅度。

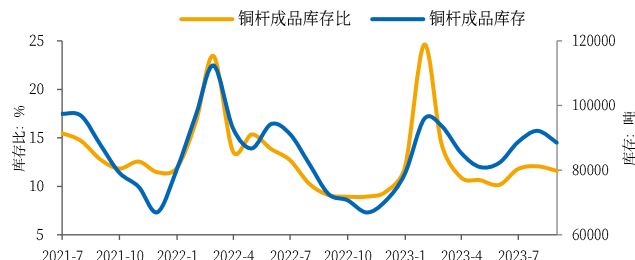
三是成品库存同样处于年内较高水平。虽然精炼铜的显性库存持续处于低位，但因近年来贸易模式的转变，炼厂直接与下游合作的形式增多，若需求没有短时间内迅速崩塌，预计库存大幅累积的概率较低。而下游铜杆的成品库存及库销比均处于年内除季节性外的高点且偏高于去年同期，因此下游的补库意愿相对偏弱。

图表 4：铜杆产量及开工率



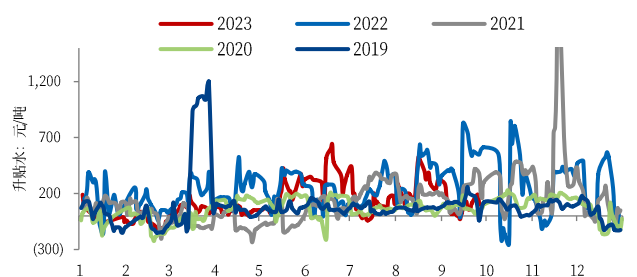
数据来源：SMM，中粮期货研究院

图表 5：铜杆成品库存



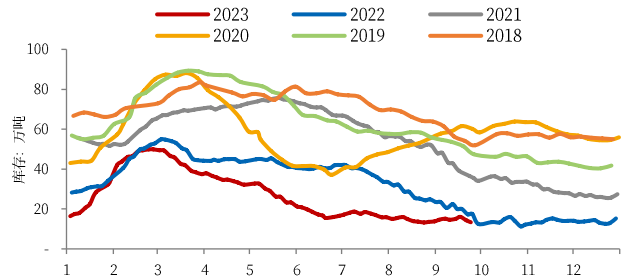
数据来源：SMM，中粮期货研究院

图表 6：SMM1#电解铜升贴水



数据来源：SMM，中粮期货研究院

图表 7：国内社会及保税库存



数据来源：SMM，中粮期货研究院

三、意外能否延续？

全年表观消费量增速高于预期、9 月传统旺季预期落空，站在节前这个时点，这些“意外”的结果能否延续？我们认为延续的概率较高。根据月度平衡表的推演，即使四季度表观消费环比 8-9 月有所下滑，全年消费量同比增速依然维持在 5.4%，这与我们的需求模型输出的结果较为吻合，即全年需求增速上升至 5% 以上。另外，10 月的表消能否超预期回升仍然较难确定，但因部分冶炼厂的检修影响及某冶炼厂的复产于 11 月释放，若人民币汇率回升推动比值回落使得进口窗口再度关闭，需求端未出现订单激增的情形，则表消或较难出现回升态势。因

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。

此，根据四季度的供需平衡，预计难以出现库存大幅去化的情景，Back 结构或难大幅走扩。

图表 8：国内精炼铜月度平衡表（万吨）

| 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 | 85 | 28 | 1 | 112 | 92 | 19.8 | 4.3% | -10.4% | 4.3% | -10.4% |
| 2023-2 | 91 | 23 | 4 | 109 | 95 | 14.8 | 8.6% | 4.5% | 6.5% | -3.4% |
| 2023-3 | 95 | 24 | 5 | 114 | 127 | -12.4 | 12.1% | 6.6% | 8.4% | 0.4% |
| 2023-4 | 97 | 24 | 3 | 119 | 123 | -4.7 | 17.2% | 18.5% | 10.6% | 4.9% |
| 2023-5 | 96 | 28 | 2 | 122 | 133 | -11.5 | 17.0% | 20.2% | 11.9% | 8.1% |
| 2023-6 | 92 | 28 | 2 | 118 | 122 | -4.7 | 7.1% | 2.5% | 11.1% | 7.1% |
| 2023-7 | 93 | 29 | 3 | 119 | 119 | -0.7 | 10.2% | 0.2% | 10.9% | 6.0% |
| 2023-8 | 99 | 33 | 2 | 129 | 131 | -2.1 | 15.5% | 4.1% | 11.5% | 5.7% |
| 2023-9 | 99 | 29 | 2 | 127 | 129 | -2.0 | 8.4% | -3.8% | 11.1% | 4.5% |
| 2023-10 | 97 | 28 | 2 | 123 | 127 | -4.0 | 7.6% | 13.0% | 10.8% | 5.3% |
| 2023-11 | 99 | 28 | 2 | 125 | 126 | -1.0 | 10.0% | 4.2% | 10.7% | 5.2% |
| 2023-12 | 99 | 28 | 2 | 125 | 127 | -1.5 | 13.8% | 7.6% | 11.0% | 5.4% |

数据来源：SMM，海关总署，中粮期货研究院

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。



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



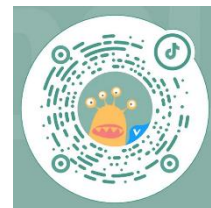
研究院公众号



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。



风险揭示：

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。