



让衍生品  
成为新的生产力

Make derivatives  
the new productivity

中辉期货研究所  
投资咨询业务资格：  
证监许可[2015]75号

作者：肖艳丽

有色及新能源团队

侯亚辉 Z0019165  
肖艳丽 Z0016612  
陈焕温 Z0018790  
章胜 F03111111  
陈寒松 F03087625

## 预期和现实博弈加剧，铜重心或下移

### 摘要

宏观上，下半年预期和现实的博弈加剧，海外欧美央行加息进入尾声，全球经济或陷入温和衰退，国内强政策预期和经济弱复苏，叠加俄乌战争，中美台海等地缘政治因素，宏观多空交织，矛盾重重。

基本上，铜矿供应整体偏宽松但需警惕资源保护主义干扰，2023年精炼铜产量创新高，传统房地产和家电需求保持韧性，汽车和光伏，电源等增长超预期，铜整体供需紧平衡。现货方面，目前全球显性库存低位，受人民币贬值影响，进口铜补充不足，国内货源偏紧，使得铜高升水和高Back结构维持。在需求证伪之前，铜估值偏差有限。主要驱动逻辑在国内政策刺激是否有效和海外经济温和衰退与否之间来回切换，加剧铜波动幅度。若预期和现实的落差超预期，铜价或再次下探，而且从空间上来看，铜做空的性价比更高，但下跌之路可能一波三折。

策略上，建议逢高轻仓试空为主。沪铜关注区间58000-71000元/吨，伦铜关注7800-9000美元/吨。

风险提示：全球经济衰退超预期，海外商业银行再暴雷，国内需求大幅不及预期，地缘政治风险

## 目录

第一章 行情回顾和下半年展望 .....	3
第二章 宏观面分析 .....	4
2.1 全球经济温和衰退和美联储加息尾声 .....	4
2.2 国内经济弱复苏，市场对下半年政策预期重燃 .....	6
第三章 供应分析 .....	8
3.1 2023 年铜精矿供需紧平衡 .....	8
3.2 铜精矿加工费和粗铜加工费 .....	9
3.3 2023 年电解铜产量创新高 .....	11
3.4 低库存成为常态，挤仓风险如影随形 .....	12
第四章 需求分析 .....	13
4.1 光伏市场火爆带动电源投资高景气 .....	13
4.2 保交楼政策下，房地产竣工面积一枝独秀 .....	14
4.3 高温天气助力白电销量回升 .....	15
4.4 新能源汽车持续高景气，汽车产销回暖 .....	16
4.5 机械和电子等其他行业需求 .....	17
4.6 中下游加工企业情况 .....	18
4.7 电解铜供需平衡表预测 .....	19
第五章 技术和资金分析 .....	20

## 第一章 行情回顾和下半年展望

2023 年上半年，铜价宽幅震荡，沪铜连续合约运行区间 62406-70777 元/吨，伦铜运行区间 7867-9550 美元/吨。一月，随着国内疫情管控放开和经济恢复，叠加美联储加息预期放缓，虽然国内受春节假期影响，铜连续累库，但市场情绪高涨，铜价冲高过 7 万关口。二月，春节过后，虽然因中下游复工缓慢，铜仍旧处于累库周期，但是需求尚未证伪，叠加两会临近，政策预期乐观，铜价仍然保持高位运行。三月，美国硅谷银行，瑞信银行等海外商业银行接连暴雷，全球风险市场风声鹤唳，陷入恐慌，市场流动性急剧收缩，铜价短期承压下挫至 120 日均线附近。3 月美联储如期加息 25bp，海外商业银行风险逐渐平息，市场情绪回暖，叠加基本面去库加快，宏观和基本面共振下，铜价反弹重回 7 万整数关口上方。4 月中旬，受一季度需求证伪，经济复苏不及预期，海外通胀高企等影响，铜开启了单边下跌走势，在 5 月底止跌 6 万 2 附近。6 月随着宏观情绪回暖，美联储暂停加息，国内政策预期走强，叠加基本面低库存，铜价深 V 反弹，到 6 万 9 关口附近。回顾上半年，截至 6 月 30，沪铜涨幅 3.02%，伦铜跌幅 0.01%，金属内强外弱，沪铜振幅 10.27%，伦铜振幅 17.07%，行情波动较大。

图 1：沪铜和伦铜价格走势（元/吨，美元/吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

展望下半年，宏观上，全球经济温和衰退和美联储加息尾声，国内经济复苏政策预期和现实博弈，市场对 7 月国内政治局会议政策出台和刺激有效性存在疑虑，美联储剩余的两次加息也将成为重要的宏观节点，叠加俄乌战争，中美台海等地缘政治问题，宏观环境仍错综复杂。

基本上，二季度矿山干扰放缓，铜精矿供应改善，冶炼新增产能和检修符合预期，精炼铜供应同比增长明显，终端消费端，受益于保交楼政策和汽车补贴政策等，建筑和交通用铜保持韧性，光伏和家电，新能源领域铜需求超预期，精炼铜供需处于紧平衡状态。现货上，受人民币贬值影响，进口窗口长期关闭，进口铜补充有限，国内现货货源紧张，铜升水高位震荡，月间 Back 结构维持，海内外铜显性库存低位和不断去化，对铜价提供有力支撑。在需求证伪之前，铜估值偏差有限。宏观驱动逻辑在国内政策强刺激和海外加息，经济衰退之间来回切换，加剧铜波动幅度，预期和现实的落差如果超预期，铜价或再次下探，直至达到新的供需平衡或者市场酝酿出下一个预期，关注下半年 7 月政治局会议，美联储加息节点和金九银十消费旺季。若预期和现实的落差超预期，铜价或再次下探，但下跌之路可能一波三折。铜的品种特性是高振幅和易涨难跌，但是从空间上来看，铜做空的性价比更高。

策略上，投机客户建议逢高轻仓试空为主。套保客户建议利用期货+期权进行库存保值和管理。铜内强外弱和高 BACK 结构，可择机布局内外反套和跨期正套。7-8 月，消费淡季叠加美联储加息，铜上行空间受限，重心或下移，建议铜以逢高轻仓试空为主。9-10 月，观察海外经济衰退和国内经济复苏情况，在美联储加息空窗期，国内金九银十传统旺季消费预期落地之前，铜或以区间震荡为主。11-12 月，在冬储和力保全年经济增长政策预期下，铜或重现翘尾行情。沪铜关注区间 58000-71000 元/吨，伦铜关注 7800-9000 美元/吨。

风险提示：全球经济衰退超预期，海外商业银行再暴雷，国内需求大幅不及预期，地缘政治风险

## 第二章 宏观面分析

### 2.1 全球经济温和衰退和美联储加息尾声

当前宏观的主要逻辑是全球经济温和衰退和美联储加息尾声。IMF 预测 2023 年的全球经济增长率为 2.7%，但实际增长率有 25% 的概率会低于 2%。预计 2023 年中国 GDP 增速为 4.4%，美国 GDP 增速为 1%。全球主要经济体的制造业 PMI 表明欧美发达国家仍处于经济衰退周期，6 月欧美各国制造业 PMI 均低于荣枯线，欧元区制造业 PMI 43.6，前值 44.8，美国 Markit 制造业 PMI 46.3，前值 48.4，德国制造业 PMI 41，前值 43.2。

与此同时，欧美多国的通胀阴霾依旧盘旋不散，5 月，德国 CPI 同比增长 6.1%，法国 CPI 同比增长 5.1%，英国 CPI 同比增长 8.7%，美国 CPI 同比增长 4%，海外通胀虽然趋势性回落，但是距离 2% 的通胀目标仍有距离。美国 5 月新增非农就业 33.9 万人，创今年 1 月以来最大增幅，远超预期值 19 万人，前值也大幅上修至 29.4 万人。美国 5 月 CPI 同比上升 4%，连续第 11 个月回落，创 2021 年 3 月以来最低，预期为 4.1%，前值 4.9%。6 月美联储如期宣布暂停加息，止步此前的连续十次加息纪录。但释放了鹰派信号，点阵图和经济展望中暗示，年内还有两次加息且各加息 25 个基点。美联储预计最快也要到 2024 年下半年开始降息。上半年欧美国家的商业银行危机暂时缓解，但是随着利率的超预期高位运行，需要警惕下半年再次出现银行挤兑和银行暴雷，从而导致市场风险偏好急速收缩。二季度，美国的国债上限危机一度成为市场情绪的风向标，民主党和共和党的谈判不时挑动市场神经，随着美债上限法案通过，美债危机暂时得到了缓解，但是也透支了美国的国际信誉，为中亚和拉美等国家的去美元化跨境结算再增助力。

市场预计美联储将再 7 月和 11 月分别再加息 25bp，美元指数高位震荡，将加剧铜价的波动幅度。虽然短期美国就业数据表现超出预期，但是随着美联储持续加息，美国企业面临高利率和经济增长疲软的双重压力。据报道，2023 至 2025 年期间将有约 6.3 万亿美元企业债务到期，美国企业部门杠杆水平处于近 20 年高位，远高于次贷危机前的水平。目前，美国企业破产数量已经破 13 年新高，美国经济衰退的风险急剧增加、企业违约风险直线上升。美国财长耶伦表示，今年可能会有更多银行寻求合并，因利率上升和近期银行业动荡令银行留住储户的成本更高。与此同时，美国企业违约潮将会导致更多的银行倒闭，商业银行暴雷可能会再次重演。

图 2：全球主要经济体制造业 PMI

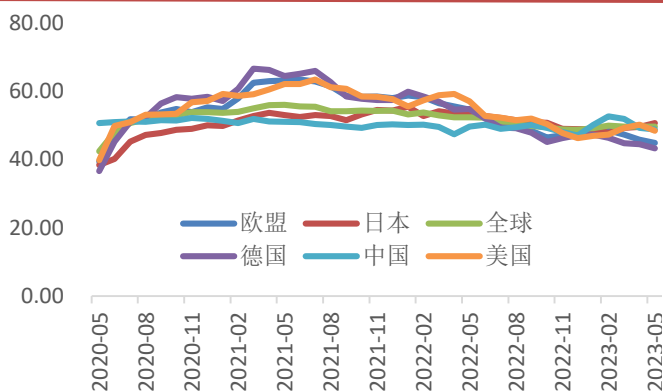
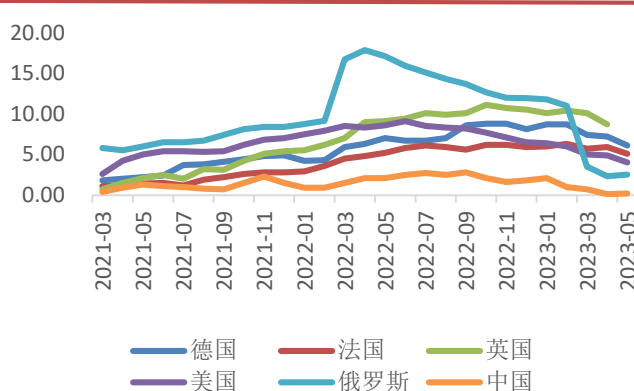


图 3：全球主要经济体 CPI



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 4: 美国 CPI 和 PCE (通胀指数)

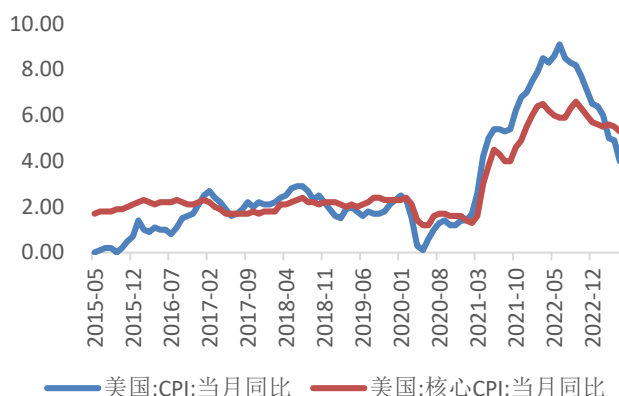
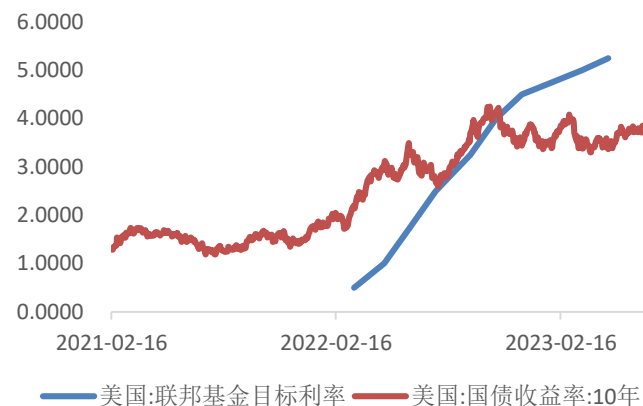


图 5: 美国联邦基金目标利率



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

图 6: 美非农就业数据

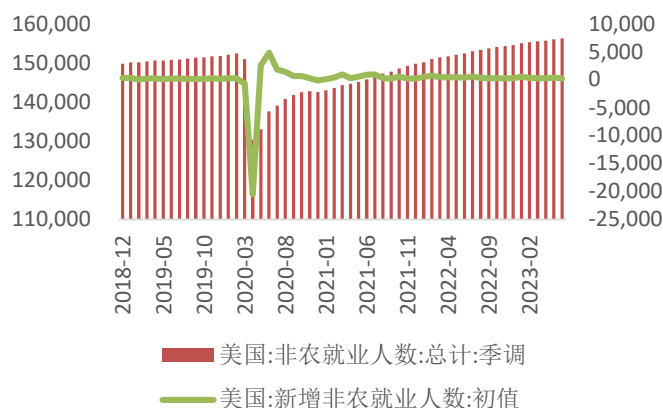
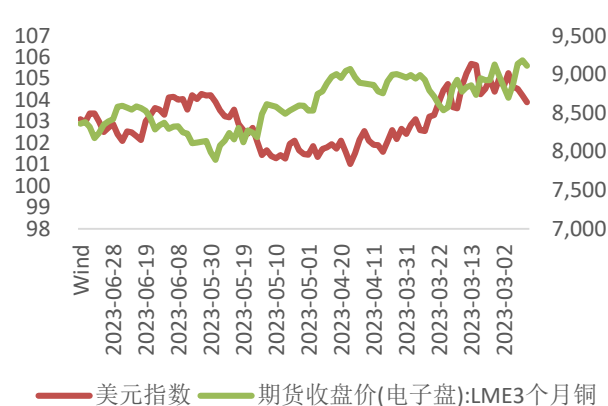


图 7: 美元指数和铜价 (美元/吨)



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

## 2.2 国内经济弱复苏，市场对下半年政策预期重燃

中国作为全球第一大铜消费国，国内的 GDP 增速和铜价息息相关。2023 年，中国全年的经济目标为 GDP 增长 5%，虽然低于市场预期的 5.5%，但是中国的重新开放，将成为全球经济再启动的重要引擎。根据国际货币基金组织（IMF）原副总裁朱民推测，2023 年全球经济增长预期从 3.4% 左右降到了 2.4%—2.2% 左右，中国经济如果能维持 5% 的增长，将对全球经济增长的贡献率会超过 1/3，甚至达到 40% 左右。虽然国内如消费、房地产还比较弱，但在绿色转型领域，中国走得非常快，在制造业数字化特别是高精制造业领域的投资，今年到现在已有 12.5% 的增长，装备制造增长 7.5%。新的动能正在出现，这使中国经济能够平稳向上。

上半年，国内经济的强复苏预期逐渐落空，国内 6 月制造业 PMI 为 49，前值 48.8，连续三个月低于荣枯线。1-5 月固定资产投资累计同比增速 4.0%，全国固



定资产投资（不含农户）累计增速为 4.0%，低于市场预期，预计制造业投资延续放缓态势。5 月社会消费品零售总额同比增长 12.7%（前值 18.4%），两年复合增速为 2.5%，低于市场预期的 13.6%。5 月规模以上工业增加值同比增长 3.5%，在去年同期低基数下读数仍然承压，工业企业利润增速维持低位且处于去库阶段。5 月出口金额 2835.0 亿美元，同比下降 7.5%。

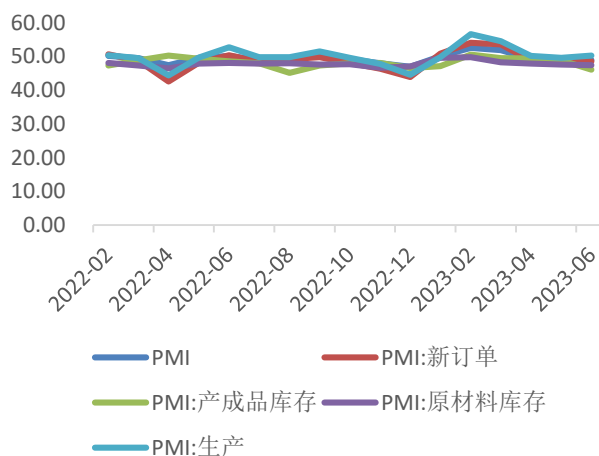
5 月社会融资规模增量为 1.56 万亿元，比上月多 3312 亿元，比上年同期少 1.31 万亿元。5 月新增人民币贷款 13600 亿人民币，预期 15500 亿人民币，前值 7188 亿人民币。居民和企业消费投资意愿不足，社融不及预期。5 月份，全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 0.2%，环比下降 0.2%。5 月份，全国生产价格指数（PPI）同比下降 4.6%，环比下降 0.9%。居民消费意愿不足，出现类通缩情况，经济信心亟需重建。

央行逆周期调节发力，2023 年 6 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.55%，5 年期以上 LPR 为 4.2%，较上月价格均下降 10 个基点（BP）。这是自 2022 年 8 月以来，10 个月后 LPR 再发生变化。受海外经济衰退和欧美需求回落和国内经济弱复苏不及预期的影响，近期人民币贬值跌破 7.2 资金外流压力增大，制约了货币政策的腾挪空间。5 月经济数据偏弱，但是现实越差，对政策预期越强，市场对 7 月政治局会议政策刺激期待走高。下半年国内需要继续观察国内宏观经济政策落地情况，外部需要警惕东亚地缘政治格局突变，台海问题恶化，导致市场风险偏好降低和国内经济复苏进程中断，加剧铜价波动。

图 8：中国 GDP 增速和沪铜价格（%，元/吨）



图 9：中国制造业 PMI 和分项



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 10：新增人民币贷款（万亿元）

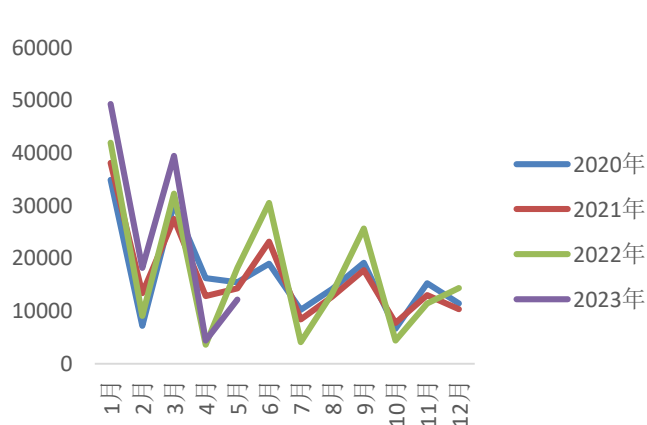
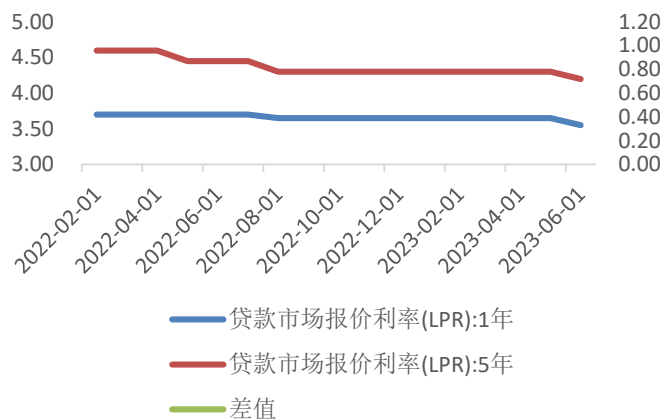


图 11：LPR1 年和 5 年利率（%）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

## 第三章 供应分析

### 3.1 2023 年铜精矿供需紧平衡

根据国际铜业研究组织 ICSG 的数据，在近几年的高铜价刺激下，全球各大铜矿加大马力生产，全球铜精矿供需缺口收敛，供应持续改善，2022 年全球铜矿产量为 2194 万吨，产量增速 3.1%，全球铜矿需求量为 2208 万吨，需求增速 4.38%。ICSG 预测，全球的铜精矿产量将在 2025 年达到峰值，之后随着世界主要矿山老龄化，品味下降，开采难度加大从而出现拐点。2023 年海外铜精矿新投产扩建增量将达到 97.6 万吨，其中俄罗斯—Udokan，智利—Quebrada Blanca Phase 2，智利—Chuquibambilla，秘鲁—Quellaveco，刚果—金—Kamoa-Kakula，印度尼西亚—Grasberg 将贡献主要产量。

预计 2023 年全球铜矿产量 2298 万吨，增速 4.74%。虽然一季铜矿山干扰超预期，但是二季度，海外发运端和生产端的负面干扰率降低，5 月中国铜矿砂及精矿进口量为 255.7 万吨，同比增加 16.8%，环比增加 21.6%。5 月的铜精矿进口量大增并创下月度进口量记录。其中，5 月自智利进口铜矿砂及其精矿 88.16 万吨，环比增长 34%，同比增长 37%。

全球经济衰退下，逆全球化和各国的资源保护主义兴起，高铜价下，矿工和社区包括当地政府都希望分一杯羹，虽然二季度铜精矿供应改善，需要警惕下半年出现大规模的罢工和封锁等事件干扰铜精矿的供应。



图 12：全球铜矿供需平衡（万吨）

2023年全球铜供需预测（万吨）					
时间	2020	2021	2022	2023	2024
铜矿山产量	2074	2128	2194	2298	2310
增速	0.33%	2.60%	3.10%	4.74%	0.52%
电解铜供应（原生+再生）	2464	2494	2520	2620	2710
增速	2.05%	1.22%	1.04%	3.97%	3.44%
电解铜消费	2495	2520	2607	2618	2695
增速	2.59%	1.00%	3.45%	0.42%	2.94%
供需平衡	-30	-37	-5	2	15

数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 13：我国自智利进口铜精矿产量（千吨）

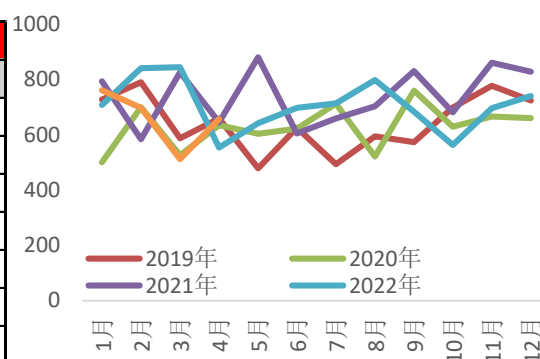


图 14：铜精矿月度进口数量（万吨）

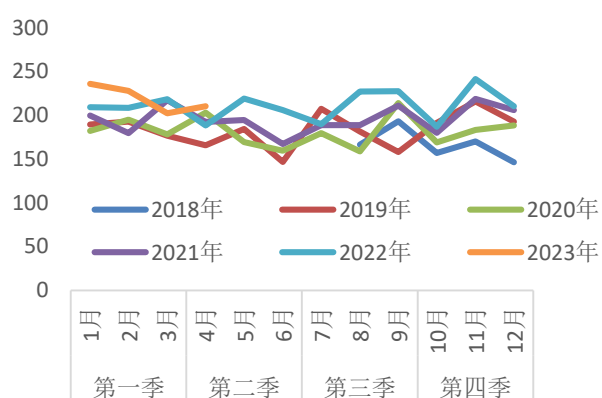
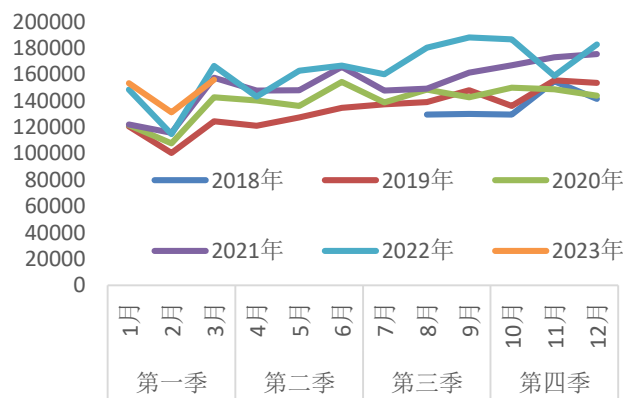


图 15：国内铜精矿产量（吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

### 3.2 铜精矿加工费和粗铜加工费

最新的铜精矿现货冶炼盈利 1188 元/吨，铜精矿长单冶炼盈利 1194 元/吨，进口铜精矿指数美 91.53 元/吨，年初为 84.63 美元/吨。随着海外铜精矿干扰的缓解，进口铜精矿指数继续反弹。国内铜冶炼厂最新的粗炼费 92 美元/吨，年初 81 美元/吨。冶炼副产品硫酸报 160.2 元/吨，年初为 216 元/吨。随着夏季高温和消费淡季到来，国内多地出现硫酸胀库现象，硫酸价格低迷，这也将迫使硫酸库存紧张的冶炼厂减少精矿原料的使用而选择采购粗铜和阳极板。因此市场对粗铜的需求走高，导致了粗铜加工费走低。

2022 年，由于冷料不足和废铜紧张，粗铜的供应受阻。2023 年一季度，随着疫情管控放开，废铜供应明显好转，粗铜供应显著改善。国内粗铜月度加工费为 850 元/吨，前值 1200 元/吨，年初为 700 元/吨。CIF 进口粗铜加工费 105 美元/吨，前值 110 美元/吨，年初为 120 美元/吨。预计下半年，随着非洲和俄罗斯以

及东南亚的铜原料进入国内，原料供应将进一步宽松，加工费有望反弹走高。6 月的冶炼开工率小幅回落至 87.74%，前值 90.33%，年初为 80.57%。根据 SMM 统计 6 月国内有 9 家冶炼厂检修，合计影响超 5 万吨。7 月 SMM 预计有 7 家冶炼厂检修，虽然检修厂家减少，但是其中多为大型冶炼厂，因此预计影响产量超 6 万吨。8 月检修减少，9 月检修再次增加，此时正值金九消费旺季启动，届时或加剧现货紧缺。根据 SMM 数据，2023 年国内电解铜粗炼和精炼新增分别为 46 万吨和 56 万吨，均低于 2022 年的铜粗炼和精炼 58 万吨和 100 万吨。警惕 2023 年厄尔尼诺现象下，超预期高温等因素对冶炼厂产能的干扰。

图 16：进口铜精矿加工费（美元/吨）

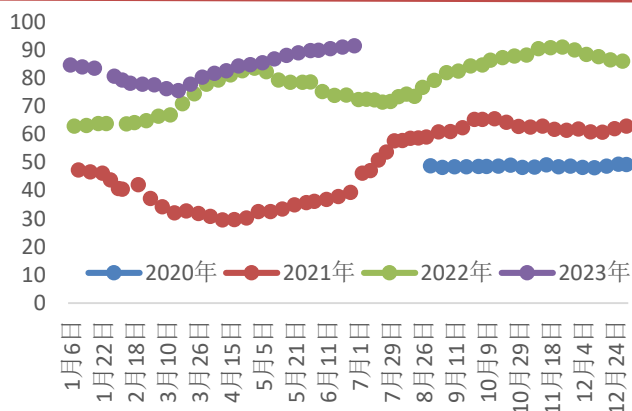
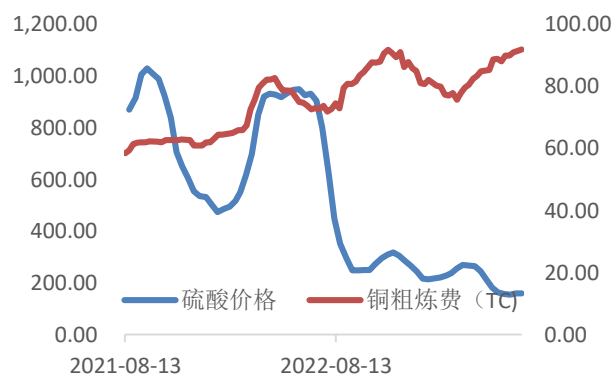


图 17：硫酸价格和铜冶炼厂粗炼费 TC（元/吨，美元/吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 18：国产粗铜加工费（元/吨）

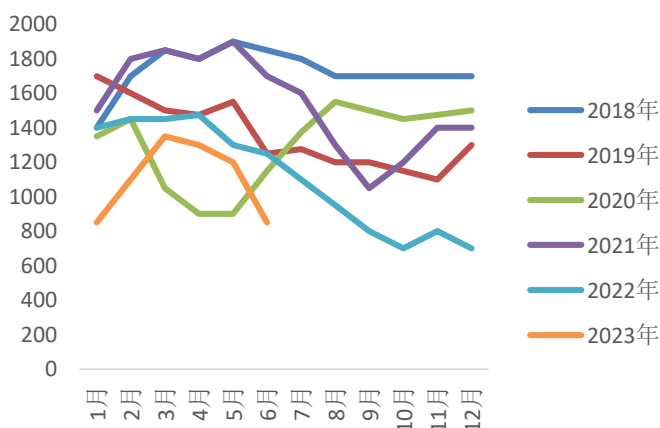
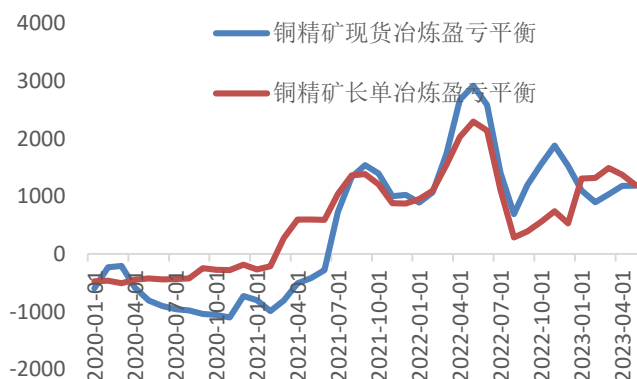


图 19：铜精矿现货冶炼盈亏平衡（元/吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 20：2023 年全国冶炼厂检修表

2023年下半年国内铜冶炼厂检修汇总							
时间	公司名称	产能	开始时间	结束时间	备注	影响产量	预估影响产量
2023	大冶有色金属集团控股有限公司	30	2023/3/20	2023年8月中下旬	123天		10
2023	浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司（新线）	15	2023/2/1	2023/2/27	27天	0.6	0.5
2023	铜陵金冠（奥炉）	20	2023/4/25	2023/5/25	30天	0	2
2023	白银有色集团股份有限公司	20	2023/3/1	2023/3/1	10-20天		
2023	青海铜业责任有限公司	10	2023/4/1	2023/4/1	20天左右	0.9	1
2023	江西铜业（本部）	55	2023/4/7	2023/4/28	22天	0	0
2023	山东恒邦冶炼股份有限公司	20	2023年5月中旬	2023年6月中旬	30天		2.5
2023	黑龙江紫金铜业有限公司	15	2023/5/1	2023/6/1	15-20天		0
2023	吉林紫金铜业有限公司	10	2023/6/1	2023/6/1	15-20天		0
2023	飞尚铜业有限公司	10	2023/6/1	2023/6/1	20天左右		0
2023	赤峰富邦铜业有限责任公司	10	2023/7/1	2023/8/1	20天左右		0
2023	安徽友进冠华新材料科技股份有限公司	10	2023/9/1	2023/9/1	30天		0
2023	包头华鼎铜业发展有限公司	10	2023/9/1	2023/9/1	15天		0
2023	铜陵金冠（双闪）	48	2023/9/1	2023/9/1	15天		0.5
2023	金隆铜业有限公司	32	2023/9/1	2023/10/1	28天		2
2023	浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司（老线）	15	2023/9/1	2023/10/1	35天		1
2023	赤峰金通铜业有限公司	30	2023/9/1	2023/9/1	30天		2
2023	中条山有色金属集团有限公司（垣曲）	13	2023/5/1	2023年6月初	35天		1

数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 21：2023 年国内冶炼厂新增产量（万吨）

2023年国内铜粗炼和精炼新增产能（万吨）				
公司名称	粗炼新增	精炼新增	原料	投产日期
山东烟台国润铜业	8	8	铜精矿	二季度
白银有色	20	20	铜精矿	年中
中条山有色	18	15	铜精矿	10月
江铜（清远）	0	10	废铜	年中
合计	46	56		

数据来源：Wind，中辉期货研究院

### 3.3 2023 年电解铜产量创新高

据 SMM 统计，6 月国内电解铜产量为 93.19 万吨，环比下降 2.69 万吨，降幅 2.81%，同比上升 8.7%。1-6 月，电解铜国内总产量 557.32 万吨，总供应 697.58 万吨，预计 2023 年电解铜产量创历史新高。受人民币贬值的影响，进口窗口大部分时间关闭，5 月电解铜进口 27.7 万吨，同比减少 4.67%，1-5 月电解铜累计进口 126.5 万吨，累计同比减少 10.59%。预计 8-12 月的精炼铜月均产量在 94-96 万吨附近，净进口在 24-26 万吨左右，整体供需仍旧处于紧平衡状态。

国内 17%的电解铜原材料来自废铜，铜材加工中 10%的原材料也来自废铜，废铜作为铜产业链自循环的重要环节意义重大。根据 SMM 数据，6 月国内废铜总供应量 19.54 万吨，总消费量 19.9 万吨，废铜冶炼量 11.6 万吨。1-5 月，废铜累计进口 80 万吨，累计同比增长 12.13%。1-6 月，废铜总供给 145 万金属吨，同比增长 23%，总消费 130 万金属吨，同比增长 12%，国内废铜总冶炼 75 万金属吨。

2022 年废铜总供给 233 万金属吨（按照废铜品味系数 40%-48%），SMM 统计 2022 年废铜总供给 104 万吨，2023 年废铜总供给 113 万吨。

2023 年随着疫情政策放开，进口废铜和国内废铜供应增加，废铜供需双增。精废价差整体波动加剧，但是整体处于正常区间内运行。

图 22：电解铜产量（吨）

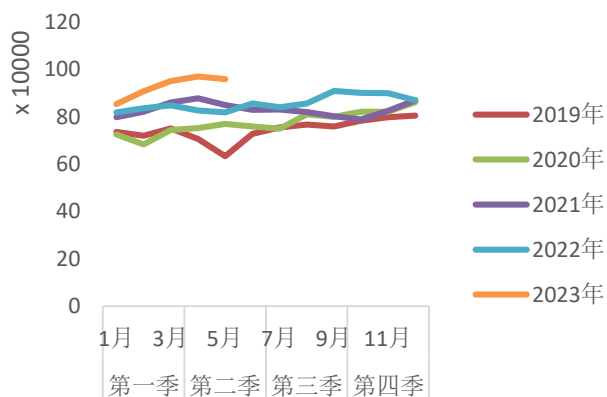
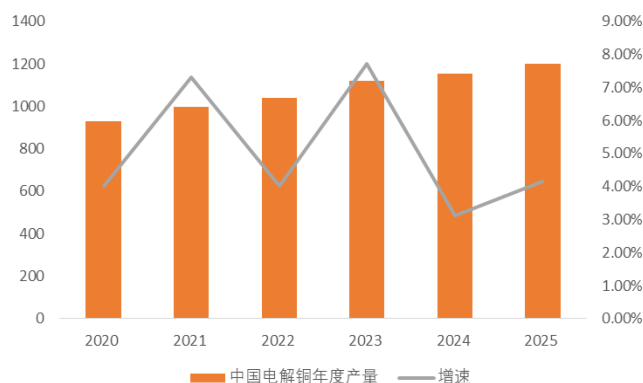


图 23：电解铜供需平衡（万吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 24：铜精废价差（元/吨）

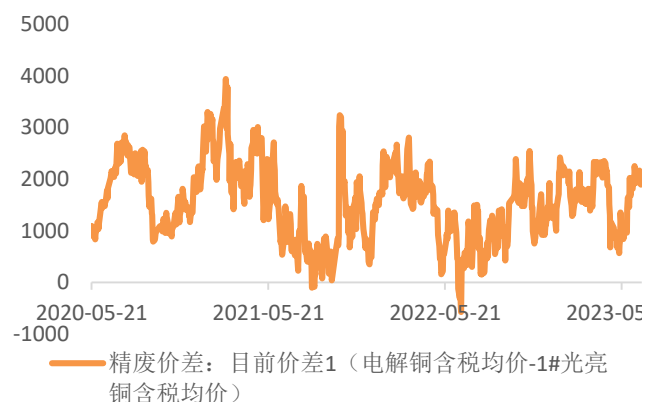
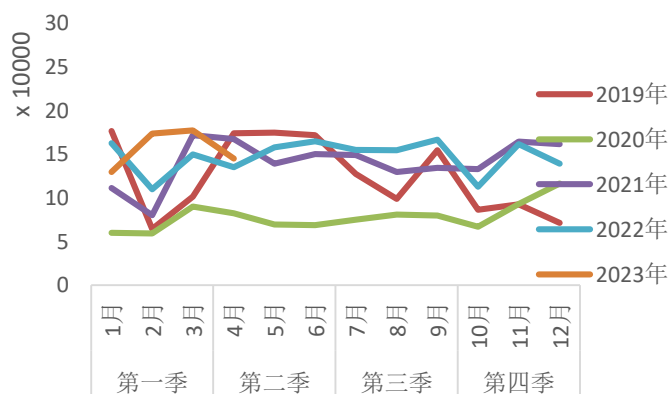


图 25：废铜进口数量（万吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

### 3.4 低库存成为常态，挤仓风险如影随形

铜贸易巨头托克从 2022 年开始就一再强调全球铜可用库存仅为 3 天，历史上铜从未如此紧缺，宏观环境的极度悲观让人们忽视了低库存的危害和风险。全球铜库存近几年持续低位的原因比较复杂，库存的重建困难重重。首先人民币的大幅贬值吸引了国内铜冶炼厂加大出口，进口窗口长时间关闭，海外铜补充不足。其次，国内传统贸易模式转变，2022 年的佛山铝仓单事件和秦皇岛铜精矿仓单事件引发仓单信任危机，冶炼厂倾向直接对接下游企业发货，进入社会仓库的铜减

少，铜显性库存不足。再者，中下游企业备货周期普遍增加，库存沉淀至中下游企业，进一步减少了铜社会显性库存。最后，光伏和新能源的绿色铜需求大超预期，弥补了传统房地产，家电等行业铜需求的不足，导致现货相对紧俏。由于上期所库存持续走低叠加市场对铜未来的表现偏悲观，市场资金扎堆在近月合约，并买近抛远，导致月间价差剧烈波动，尤其每逢临近月度交割日，在软逼仓担忧下，高 BACK 和高升水加剧市场货源紧张。截至 6 月 30 日，LME 铜库存 72975 吨，上期所铜库存 68313 吨，上期所仓单 18605 吨，COMEX 铜周度 33929 吨。全球交易所显性库存 175217 吨，处于年内新低，同比历史同期最低。受年中结算影响，市场交投清淡，截至 6 月 30 日上周五，SMM 全国主流地区铜库存环比上周一增加 1.14 万吨至 9.91 万吨，较端午节前高 1.59 万吨，总库存较去年同期 12.62 万吨低 2.71 万吨。

图 26：全球三大交易所铜库存汇总（吨）

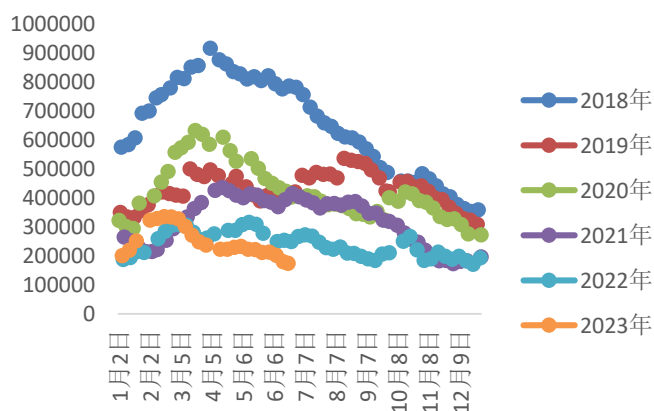
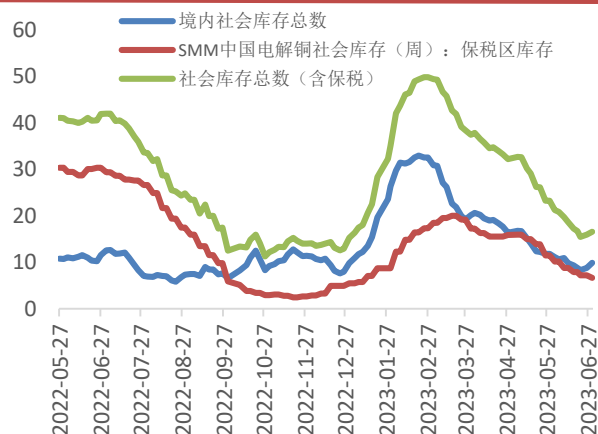


图 27：国内铜社会库存（吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

## 第四章 需求分析

### 4.1 光伏市场火爆带动电源投资高景气

“十四五”期间我国能源消费结构将向清洁能源加速转型，特高压输电是解决远距离大规模输电的主要手段。据国家电网发布的《“碳达峰、碳中和”行动方案》，规划“十四五”期间建成 7 回特高压直流，新增输电能力 5600 万千瓦，全国电网总投资预计近 3 万亿元。1-5 月，电网基本建设投资完成额 1400 亿元，累计同比增长 10.8%，电源基本建设投资完成额 2389 亿元，累计同比增长 62.5%。以清洁能源为主的电源投资建设高速发展，让光伏和风能等绿色新能源的铜需求进入快车道。

2023 年的光伏和风电将维持 20% 左右的高增长，对应用铜量将增至 60 万吨。据 SMM 测算，每 GWh 风电装机将带来约 0.46-1.35 万吨耗铜量，而每 GWh 光伏装机带来约 0.43 万吨耗铜量。SMM 预计 2023 年风光装机将分别拉动 49 万吨、42 万吨耗铜量。随着双碳目标的推进，清洁绿色新能源铜需求将高速增长，成为支撑铜价的重要边际变量。根据测算，2022 年电力领域耗铜 670 万吨，预计 2023 年电力领域耗铜 686 万吨，环比增速 2%。

图 28：电源基础建设投资完成额（亿元）

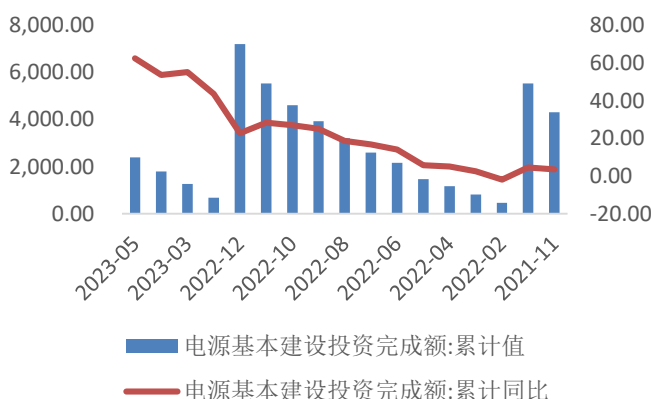
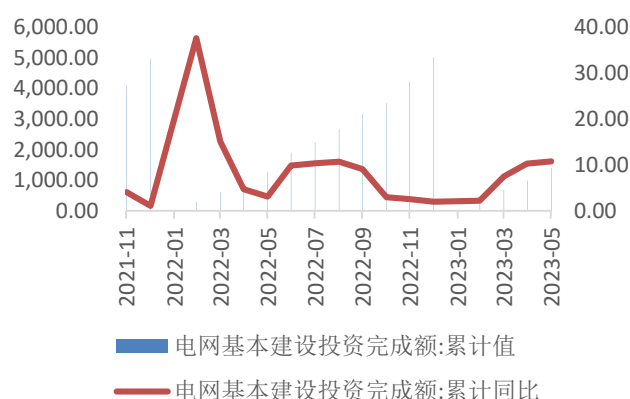


图 29：电网基础建设投资完成额（亿元）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 30：光伏装机容量当月值和增速

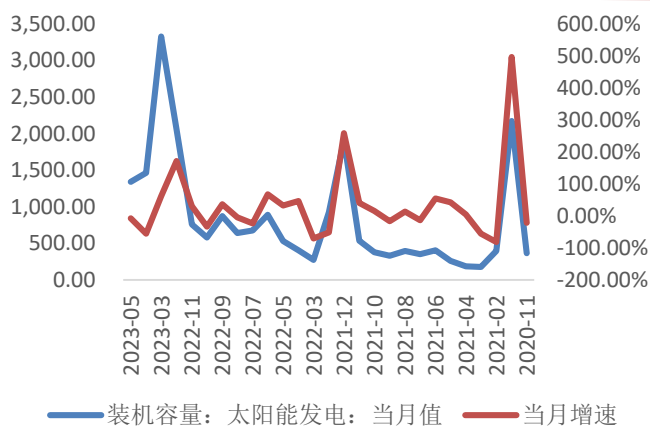
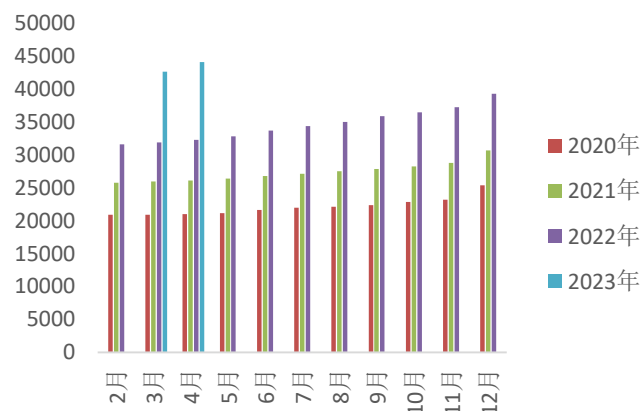


图 31：2020-2023 年光伏装机对比



数据来源：Wind，中辉期货研究院

## 4.2 保交楼政策下，房地产竣工面积一枝独秀

统计局最新数据，1-5 月房地产开发投资同比下降 7.2%，降幅较 1-4 月扩大 1.0 个百分点，弱于市场预期。商品房销售面积同比-0.9%，降幅较 1-4 月



扩大 0.5 个百分点。各地“保交楼”政策落实，竣工面积增速继续加快，1-5 月累计同比 19.6%，好于 1-4 月的 18.8%。

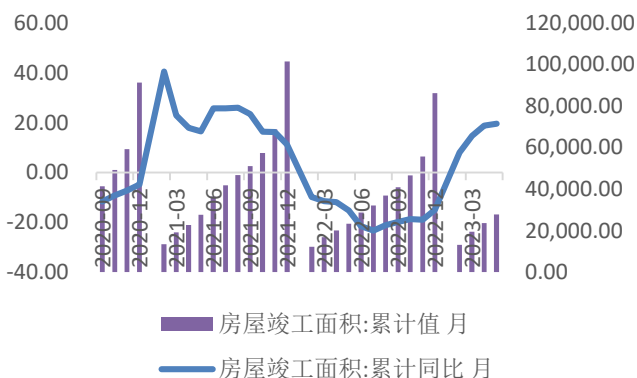
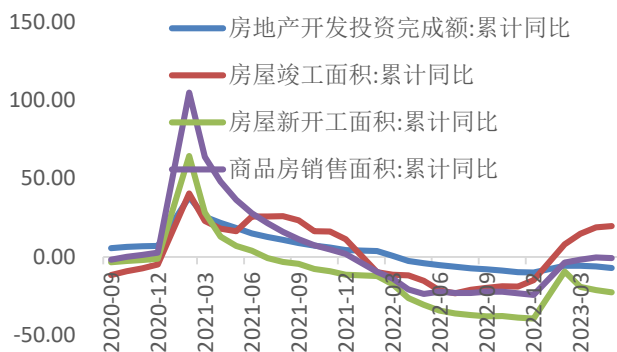
铜作为房地产后周期商品，主要集中在房屋竣工后的民用电线电缆和五金配件，家电装修等领域。根据市面主流数据，房地产用铜单耗为 3.6kg/平方，5 月国内房屋竣工面积 27825.96 万平方米。耗铜量约为 100 万吨，2022 年全年房地产耗铜量约 310 万吨，2021 年房地产耗铜量约为 365 万吨。

按照新开工面积和竣工面积 3 年的周期间隔，2023 年竣工面积队对应 2020 年新开工面积，受 2022 年疫情和保交楼政策影响，前期积累的未竣工房地产项目将会集中在 2023 年收尾，2023 年作为竣工大年，预计房地产竣工面积环比 2022 年增长 3%，2023 年房地产耗铜量为 320 万吨。

虽然短期竣工面积对铜需求仍有韧性。但是疫情过后，居民对未来不确定性增加，提前还贷比例增长，购房意愿低迷。房地产新开工和施工，销售仍旧不佳，房地产对于中长期铜需求依旧形成拖累。

图 32：国内房地产表现

图 33：房屋竣工面积累计值和累计同比



数据来源：Wind，中辉期货研究院

### 4.3 高温天气助力白电销量回升

2023 年的厄尔尼诺现象下，高温天气提前，多地在 5-6 月出现持续性的超 40 度高温天气，突破当地有气象记录以来的历史。

国家统计局数据显示，2023 年 5 月中国空调产量 2606.3 万台，同比增长 18.3%；1-5 月累计产量 11425 万台，同比增长 14.2%。5 月全国冰箱产量 850 万台，同比增长 28.4%；1-5 月累计产量 3857.9 万台，同比增长 12.4%。5 月全国洗衣机产量 870.5 万台，同比增长 29.4%；1-5 月累计产量 4082.5 万台，

同比增长 18.9%。5 月全国彩电产量 1682.4 万台，同比增长 10.9%；1-5 月累计产量 7706.7 万台，同比增长 4.9%。

国内需求增长弥补了海外需求不足，随着夏季来临，冰箱和空调的产销双增。在家电下乡和国内促进家居消费的政策叠加竣工面积增长，家电的销量预计将节节攀升，家电三季度或延续反弹态势，提振铜需求。

根据市场主流数据，家电中空调铜单耗最高，达到了 8KG/吨，2022 年空调耗铜量 178 万吨，2022 年家电总耗铜量 196 万吨，预计 2023 年家电总耗铜量 200 万吨，增速 2%。

图 34：空调，冰箱，洗衣机产量同比

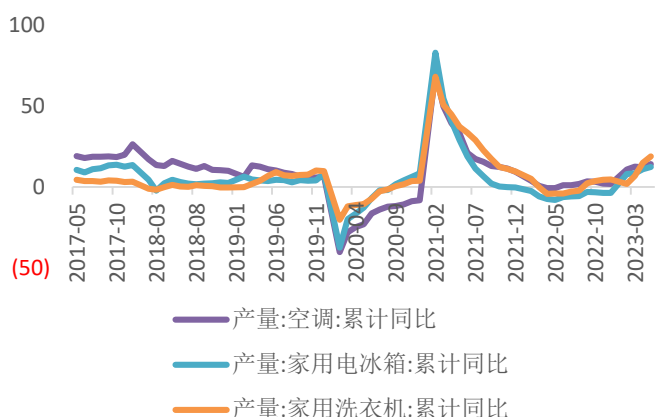
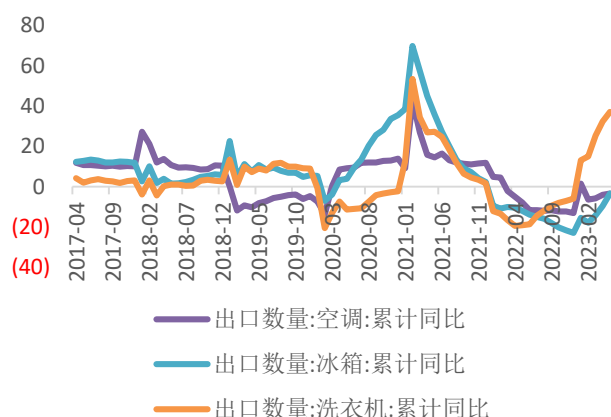


图 35：空调，冰箱，洗衣机出口数量同比



数据来源：Wind，中辉期货研究院

#### 4.4 新能源汽车持续高景气，汽车产销回暖

5 月我国广义乘用车零售销量 176.2 万辆，同比增长 28.2%；其中，新能源车零售 58 万辆，同比增长 60.9%，环比增长 10.5%，零售渗透率 33.3%。虽然 2022 年的汽车购置税补贴政策部分透支了汽车购买力，但是今年一季度，多地车企出现史无前例的大降价，部分地区是由经销商补贴促销，也有地方是政企联手降价，并通过地方省市的购置税补贴和消费券等手段大力促进汽车消费。

二季度汽车产销回暖，新能源汽车高景气持续，而电动汽车所需的铜量是内燃机汽车的两倍。据悉，目前混合动力电池耗铜量为 60kg/辆，纯电动汽车至少 83kg/辆（电动客车耗铜量为 224-369kg/辆，纯电动新能源汽车暂按 100kg/辆计算），燃油车耗铜量 40KG/辆。根据中汽协预测，今年传统汽车总销量为 2760 万辆，同比增长 3%，新能源汽车总销量将达到 900 万辆，同比增加

38%。2022 年汽车行业总耗铜量 166.7 万吨，预计 2023 年传统汽车耗铜量 110.4 万吨，新能源汽车耗铜量 74.7 万吨，合计 185.1 万吨，环比增长 11%。预计下半年金九银十旺季，在各地补贴政策的刺激下，汽车消费将稳中有升，全年汽车铜需求受新能源汽车渗透率走高影响进一步增加，对铜需求起到重要支撑作用。

图 36： 汽车销量（千辆）

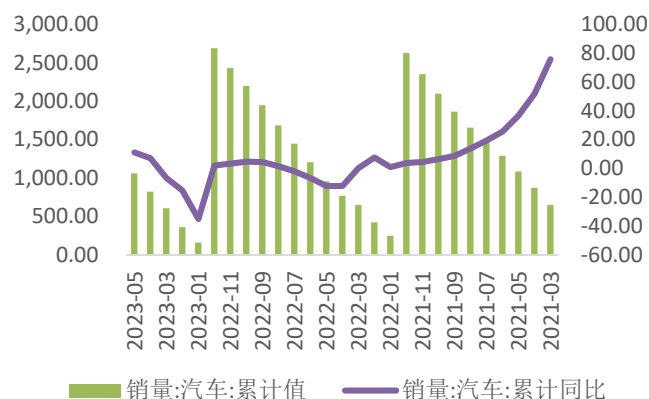
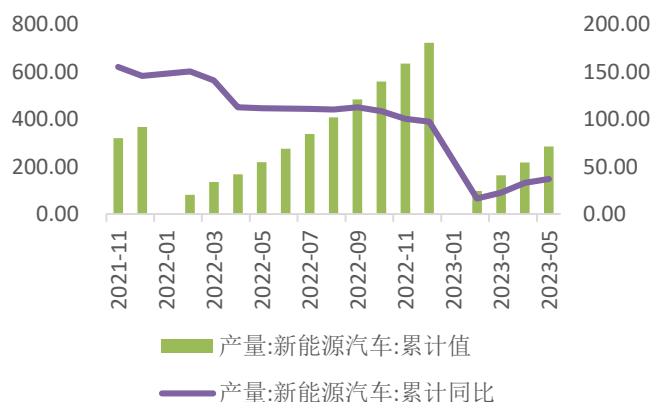


图 37： 新能源汽车产量（千辆）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

#### 4.5 机械和电子等其他行业需求

1-5 月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为 4.0%，低于市场预期，预计制造业投资延续放缓态势。5 月社会消费品零售总额同比增长 12.7%（前值 18.4%），两年复合增速为 2.5%，低于市场预期的 13.6%。预计下半年，在稳经济，促消费的逆周期调节政策背景下，机械和电子等其他行业的铜需求有望释放。据市场主流数据，工业领域铜需求 54%用于变压器和电机，随着未来工业电气化和数字化，电气化率将逐步提升，进一步刺激铜需求。2022 年机械和电子行业耗铜量 126 万吨，预计 2023 年机械和电子行业耗铜量 132 万吨，环比增长 5%。

图 38：固定资产投资完成额（基建）

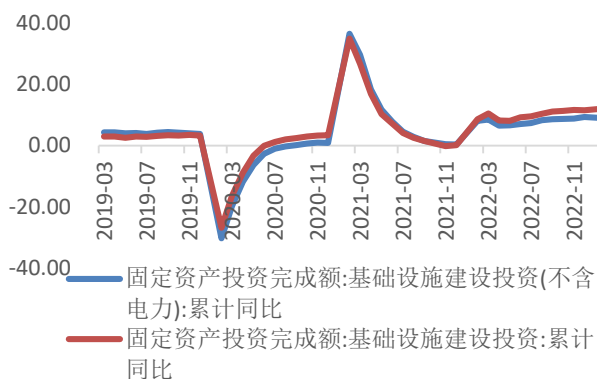
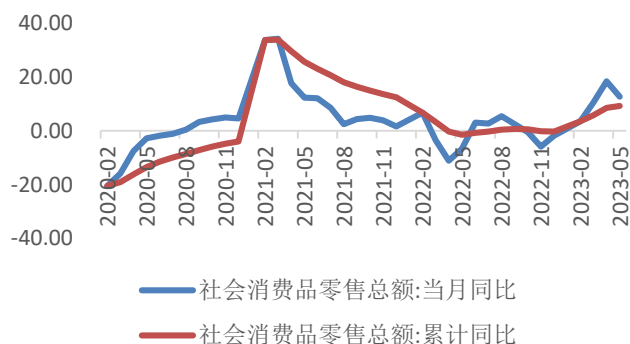


图 39：社会消费品零售总额



数据来源：Wind，中辉期货研究院

## 4.6 中下游加工企业情况

5 月，铜材产量当月 199.86 万吨，累计 875.69 万吨，当月同比增长 10.2%，累计同比增长 6.7%。未锻造铜及铜材进口 44.4 万吨，累计进口 213.8 万吨，累计同比减少 11%。据 SMM 调研数据显示，5 月份铜材加工企业开工率为 78.45%，前值 75.15%。电线电缆企业开工率 89.66%，前值 85.53%，电解铜制杆企业开工率 72.9%，前值 66.57%。铜管企业月度开工率 90.08%，前值 88.78%。铜板带箔企业开工 77.34%，前值 77.5%。中下游加工企业行业分化较大，以空调和电网需求为主的铜管，电线电缆等开工率高于房地产和汽车需求的铜杆和铜板带箔企业开工率。

图 40：铜材企业月度开工率（%）

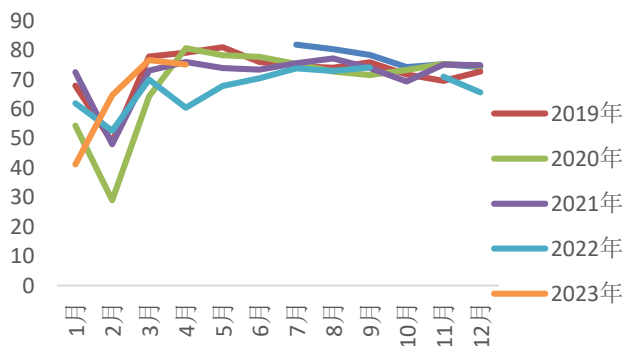
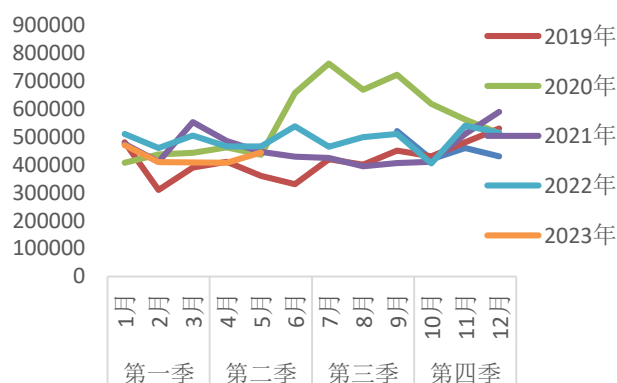


图 41：未锻造铜及铜材进口数量当月值（吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 42: SMM 铜管加工企业月度开工率

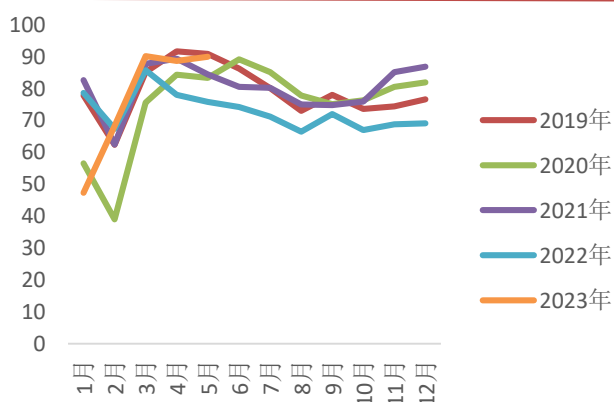
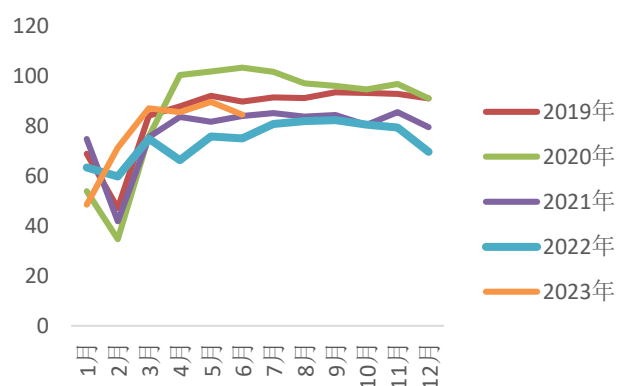


图 43: SMM 电线电缆加工企业月度开工率



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

## 4.7 电解铜供需平衡表预测

电解铜的终端行业中, 电力占比达到 46%, 其次分别是房地产, 家电, 汽车, 电子和制造业, 对应到电解铜制品中分别是铜杆, 铜管, 铜板带, 铜棒等。

需求方面, 随着上半年供需逐渐落地, 结合国内外宏观情况, 我们对全年的供需做出修正。受新能源汽车和光伏, 机械制造业行业景气度走高影响, 相关领域增速居前, 传统的房地产和家电保持韧性。预计 2023 年各行业总耗铜量合计 1522 万吨, 环比增长 4%。其中精炼铜总需求 1416 万吨, 环比增长 2%。供应方面, 摆脱疫情政策和矿端干扰之后, 2023 年电解铜总供应量(精炼铜+废铜)预计 1530 万吨。其中精炼铜总供应 1417 万吨, 环比增长 3%。全年精炼铜没有明显过剩和短缺, 整体供需处于紧平衡。

图 44: 电解铜终端行业耗铜量占比

2019-2023年各行业耗铜量统计						
行业	汽车	房地产	家电	机械和电子	电力	合计
2023年	185	320	200	132	686	1522
2022年	167	310	196	126	670	1469
2021年	134	365	192	129	658	1478
2020年	112	328	186	121	621	1368
2019年	113	345	190	114	583	1346

数据来源: Wind, 中辉期货研究院

图 46：2023 年国内电解铜年度供需平衡预测（万吨）

2023年国内铜供需年度预测（万吨）									
时间	精炼铜消费量	精炼铜供应量	净进口量	国内精炼铜产量	精炼铜供需平衡	废铜供应	总供铜量	总耗铜量	铜总供需平衡
2025	1405	1390	220	1170	-15	135	1525	1588	-63
2024	1363	1358	208	1150	-5	118	1476	1551	-75
2023	1416	1417	288	1129	1	113	1530	1525	5
2022	1390	1377	365	1038	-13	104	1507	1483	24
2021	1362	1315	317	998	-47	114	1429	1475	-46
2020	1291	1361	431	930	70	75	1436	1366	70
2019	1205	1207	313	894	2	52	1259	1293	-34
2018	1199	1209	336	873	10	80	1289	1287	2

数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 47：2023 年精炼铜月度供需平衡表（万吨）

2023年国内精炼铜月度平衡表（万吨）													
时间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2023年
实际消费量	85.16	102.58	129.39	123.47	118.35	120	119	120	122	125	126	125	1415.95
实际供应量	111.86	109.4	114.44	118	119.55	119	122	120	120	121	120	122	1417.25
产量	85.33	90.78	95.14	97	95.35	94	96	95	94	95	95	96	1128.6
净进口	26.53	18.62	19.3	21	24.2	25	26	25	26	26	25	26	288.65
缺口/过剩	26.7	6.82	-14.95	-5.47	1.2	-1	3	0	-2	-4	-6	-3	1.3

数据来源：Wind，中辉期货研究院

## 第五章 技术和资金分析

从资金上看，截止 6 月 30 日，COMEX 铜非商业多头持仓 64514 手，空头持仓 61574 手，净多头 2940 手，环比增长 55.72%。LME 铜投资基金多头 51000 手，空头 33247 手，净多头 17753 手，环比减少 20.9%。6 月美联储加息暂停和中国需求复苏预期的海内外宏观共振，投机资金多头占优，关注后续 7 月国内政治局会议和海外加息进程。

图 48：LME 铜投资基金净多头持仓（手）

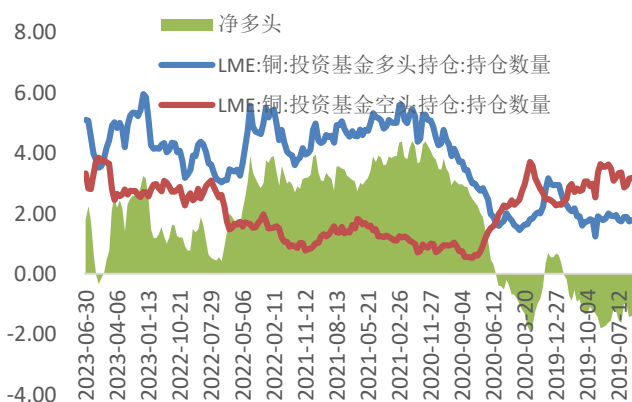
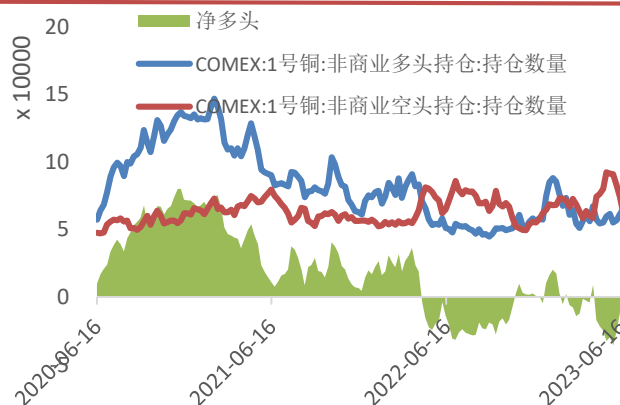


图 49：COMEX 铜非商业多头净持仓（手）

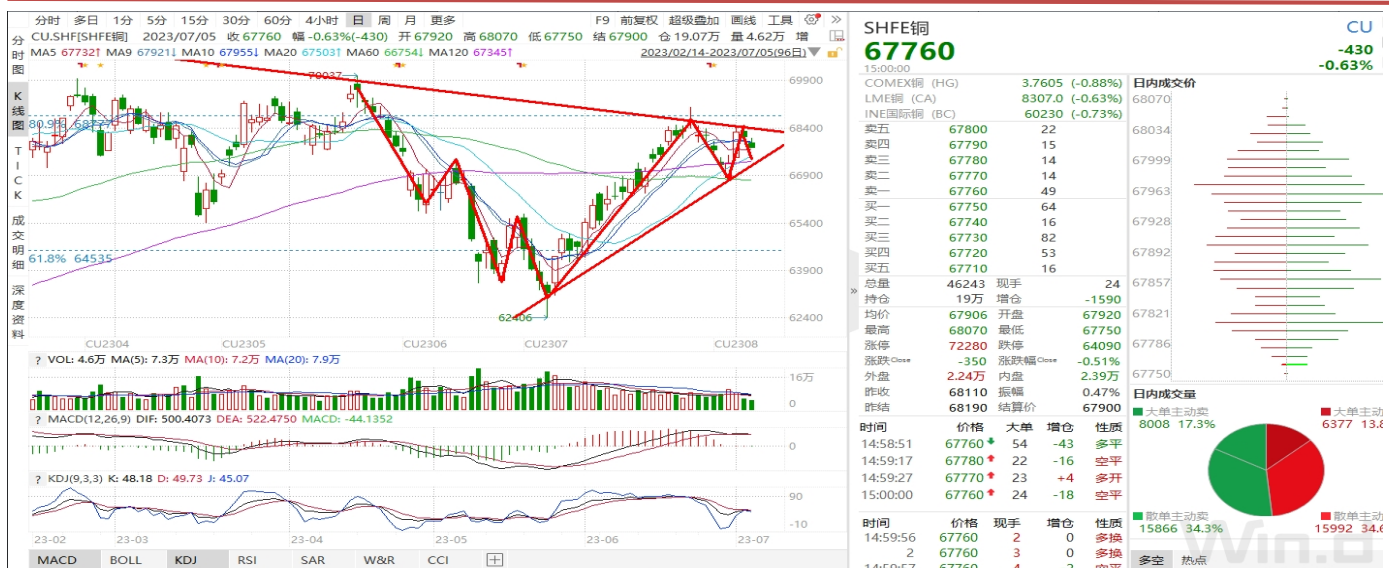


数据来源：Wind，中辉期货研究院



从技术图形上，短期看，自5月底至今，铜反弹止步于80.9%黄金分割线，高位收十字星，掉头向下回踩60日均线后强势反弹，上行乏力再度回落，缩量下跌，陷入区间震荡，短期若突破下方均线支撑，将掉头向下至前低附近寻找支撑。

图 50：沪铜连续



数据来源：Wind，中辉期货研究院

## 免责声明



本报告由中辉期货研究院编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

### 中辉有色及新能源金属团队

侯亚辉	Z0019165	章 胜	F03111111
肖艳丽	Z0016612	陈寒松	F03087625
陈焕温	Z0018790		



中辉期货全国客服热线：400-006-6688