

2023 年中辉期货·沪铜年报

## 山重水复疑无路，柳暗花明又一村

—2023 年年报

研究员：肖艳丽

电 话：021-60281622

邮 箱：xiaoyl@zhqh.com.cn

咨询证号：Z0016612

### 摘 要

铜在 2022 年全球经济滞胀叠加俄乌战争，美联储加息，国内疫情爆发的背景下，走出了过山车般波澜壮阔的行情。展望 2023 年，随着防疫政策的全面放开，感染人数或将在第一季度形成高峰，叠加传统消费淡季和高基数影响，一季度铜价或砸出一个黄金坑。而随着重要会议召开和美联储加息放缓，国内疫情影响消退，在政策加码下经济加快复苏，铜或在二季度重拾升势。基本面上，铜精矿的宽松逐渐向电解铜端转移，电解铜紧平衡的状态将得到改善，新能源汽车和光伏基建等绿色铜应用有望保持高增长，房地产和家电等传统铜消费有望企稳回升。山重水复疑无路，柳暗花明又一村，铜作为宏观经济的晴雨表，2023 年或将先抑后扬。

风险提示：全球经济衰退超预期，国内需求大幅不及预期，疫情毒株变异

目录

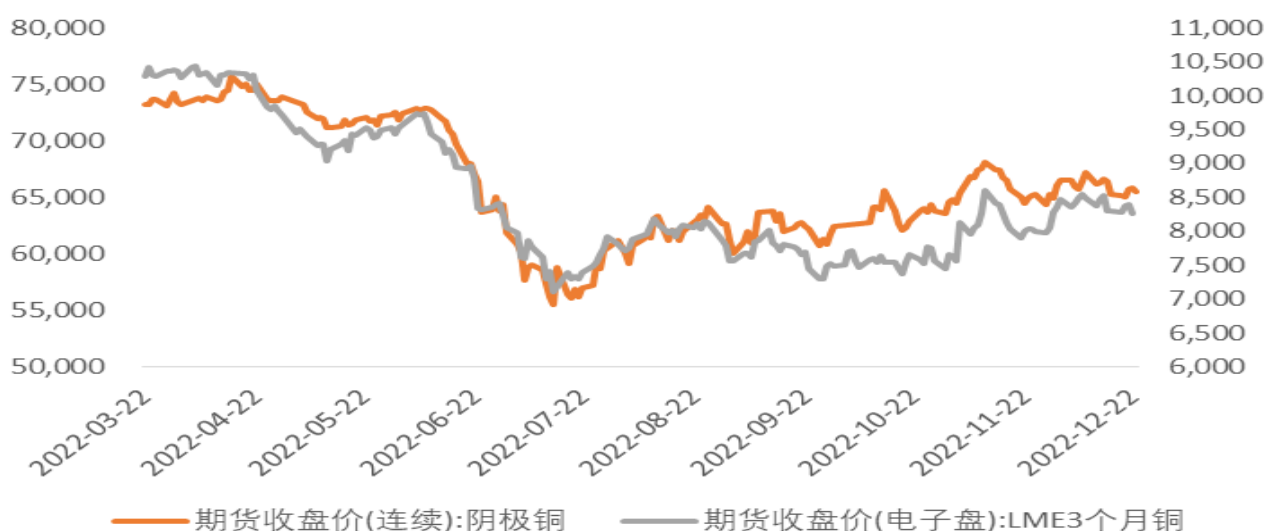
摘要

1. 行情回顾.....	3
2. 2023 年铜价展望.....	3
3. 宏观面分析.....	4
3.1 2023 年全球经济将由滞胀转为衰退.....	4
3.2 美联储加息进入尾声，但高利率或长时间持续.....	6
3.3 国内防疫政策全面转向，相信经济潜力和韧性.....	7
4. 供应端分析.....	8
4.1 2023 年铜精矿供需缺口继续收敛，2025 年或迎来拐点.....	8
4.2 铜精矿和粗铜加工费劈叉，2023 年冶炼产能增长放缓.....	10
4.3 2023 年电解铜产量有望创出新高.....	11
4.4 全球铜库存重建尚需时日.....	12
5. 需求端分析.....	13
5.1 电网，光伏和风能新型能源值得期待.....	13
5.2 “三箭齐发”稳房市，需求或逐步企稳.....	14
5.3 消费升级和刺激内需，家电行业或止跌企稳.....	15
5.4 汽车整体好于预期，新能源高景气持续.....	15
5.5 中下游加工企业情况.....	16
5.6 电解铜供需平衡表预测.....	17
6. 资金和技术面分析.....	18
7. 风险提示.....	19

## 1. 行情回顾

2022 年，俄乌战争开启了世界新格局，地缘政治风险加剧，1 月-3 月，受欧洲能源危机和俄乌战争爆发影响，原油价格开启暴走模式，铜价也节节攀升，并在 3 月初一度脉冲式拉涨至 77270 元/吨，之后随着美联储开启加息周期，铜价回落至 71000 整数关口。进入 4-6 月，受国内宏观数据好于预期和伦镍逼仓的刺激，伦铜再次走高至 75000 附近。随着上海地区疫情超预期发展，国内经济下行压力骤增，铜价又一路下挫至 7 万大关，5 月美联储加息符合市场预期叠加上海疫情好转，市场对需求反弹前景乐观，铜价再度反弹至 73000 关口，但美国 5 月 CPI 打破了通胀见顶回落的预期。美联储 6 月强势加息 75bp，美元走强下，铜价承压下挫。7 月美联储梅开二度，继续加息 75bp，国内现货紧张，铜价触底深 V 反弹，疫情反复叠加夏季高温限电和冷料紧张，铜现货市场出现一货难求，铜价格连续冲高逼近 65000 重要压力位后震荡回落，美联储 9 月如期加息 75bp，鲍威尔强势表态“通胀不停，加息不止”，铜重回 6 万关口震荡盘整。10 月，国庆长假结束后国内疫情多点复燃，供应扰动频发，低库存和低仓单叠加 LME 对俄金属禁令疑云，铜挤仓风险飙升，铜价整体重心上移。11 月，美国通胀数据回落，美联储最后一次加息 75bp，国内防疫 20 条公布，房地产三箭齐发，市场信心提振，铜突破震荡区间上沿，冲高至 68000 关口附近。12 月，防疫政策再优化，新十条颁布，美国通胀数据超预期回落，美联储如期加息 50bp，国内经济数据不佳，全国实际确诊人数短期激增，叠加消费淡季和春节临近，铜承压震荡。2022 年，伦铜年跌幅约 14%，沪铜年跌幅约 6.2%。

图 1：沪铜和伦铜价格走势（元/吨，美元/吨）



数据来源：Wind，中辉期货研发中心

## 2. 2023 年铜价展望

宏观上，从经济周期来看，2023 年全球经济将从滞胀走向衰退，整体外部宏观环境或将比 2022 年更加艰难，国内依靠精准的宏观调控和三年的严格的防疫政策避免了滥发货币和被动跟随美联储加息，稳住了制造业大盘，领先全球经济周期一个身位，将从衰退走向复苏，此外随着防疫政策全面放

开，短期的病例激增或在一季度达到峰值，之后随着全民免疫屏障建立，新冠或逐渐流感化和季节化，社会走出疫情恐慌后，市场活力和国内需求将逐步复苏。

从美元加息周期来看，随着美国通胀数据逐渐回落，美联储加息或将在明年下半年结束本轮加息周期，但恐将高基准利率维持至 2023 年底，虽然美元指数整体见顶回落趋势明显，然而不排除欧洲经济崩溃导致美元再度脉冲式上涨。全球各大央行的高利率货币政策将加速市场出清，导致企业破产潮和失业潮，加快全球经济衰退的步伐。地缘政治方面，东亚朝鲜半岛和台海局势或接力俄乌战争，成为大国博弈的第二战场，加剧市场波动风险。

基本面上，全球铜精矿供应将进一步改善，由供需紧平衡转为供应宽松。2022 年国内由于冶炼厂集中检修，高温限电和疫情，废铜和冷料紧张等原因导致电解铜产量不及预期，叠加人民币贬值，进口窗口关闭，海外铜补充不足，国内铜库存处于历史同期低位且持续去化，加上对未来需求的悲观预期，资金聚集在近月合约，月差悬殊，高 Back 高升水导致交割时频频出现挤仓风险。预计 2023 年，国内的铜精矿端宽松逐渐向电解铜端转移，库存将缓慢回升。2023 年全球铜矿产量将达到 2298 万吨，增速 4.45%，电解铜的总供应 2620 万吨，增速 1.55%，电解铜总需求 2618 万吨，增速 1.28%，全球铜市场延续紧平衡状态。2023 年国内电解铜总供应约为 1433 万吨，增速 4%，电解铜总需求约为 1418 万吨，增速 2%，国内铜整体供需将小幅过剩 15 万吨。

铜的终端需求方面，双碳目标和第四次产业革命孕育的背景下，新能源和光伏等绿色消费需求将继续高速增长。此外，三箭齐发政策落地后，房地产行业有望触底反弹，随着疫情感染高峰过去，全民免疫屏障建立后，在集中力量办大事和坚持改革创新体制下，国内投资和消费将迎来强劲复苏，房地产和家电等传统铜消费将企稳回升。

总而言之，2023 年仍将是充满挑战的一年，全球经济衰退叠加美联储加息尾声，市场或迎来强烈的被迫出清，地缘政治上大国博弈或开辟东亚第二战场，市场风险加剧，国内防疫政策的全面转向后，叠加寒潮和春运，一季度或形成感染高峰，短期经济阵痛过后，随着全民免疫屏障建立，疫情将逐步淡出视野，在举国体制和创新创富驱动下，国内投资和消费将强劲反弹，助力国内经济从衰退走向复苏。

山重水复疑无路，柳暗花明又一村，相信中国经济的韧性和创造力，阳光总在风雨后，铜作为宏观经济的晴雨表，2023 年或将先抑后扬。沪铜关注区间 58000-72000 元/吨，伦铜关注区间 7000-9000 美元/吨。

### 3. 宏观面分析

#### 3.1 2023 年全球经济将由滞胀转为衰退

疫情导致的供应链瓶颈加剧了全球大宗商品供应链的扭曲，而滥觞的货币又衍生出极度旺盛的需求，供需错配下，通胀犹如离弦之箭，青云直上。而 2022 年俄乌战争的爆发，给本就方兴未艾的通胀火上浇油，欧美加码制裁俄罗斯，加剧全球能源市场政治化，推高能源价格，二战后的全球经济政治格局面临洗牌，疫情后各央行货币政策急拐弯，或将加大经济失速下滑，自由落地着陆的风险。IMF 表示，三年的疫情冲击使食品和能源等各种物资的价格大幅上涨，并导致各国财政政策收紧。与此同

时，世界经济增长放缓。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%。2023 年，预计全球至少三分之一的国家将陷入经济衰退。虽然亚太地区的情况相对较好，但确实也面临诸多不利因素的挑战，比如日本央行近期被迫放弃宽松利率政策，加入欧美央行的加息序列，将提高企业贷款成本，经济硬着陆的风险增加。

图 2： IMF 预测全球主要经济体 GDP 实际增长率

IMF 预测——全球主要经济体 GDP 实际增长率							
时间	2025	2024	2023	2022	2021	2020	
全球	3.36	3.18	2.66	3.19	6.10	-3.10	
中国	4.63	4.50	4.44	3.21	8.10	2.20	
美国	1.76	1.21	1.00	1.64	5.70	-3.40	
英国	2.35	0.56	0.32	3.61	7.40	-9.30	
法国	1.81	1.56	0.66	2.52	6.80	-7.90	
德国	2.16	1.50	-0.29	1.55	2.90	-4.60	
俄罗斯	1.00	1.50	-2.28	-3.41	4.70	-2.70	

数据来源：Wind，中辉期货研发中心

美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值为 47.6，创 2020 年 5 月以来新低，此前市场预期从前值 50.4 降至 50。欧元区 11 月 Markit 制造业 PMI 初值为 47.3，连续五个月低于荣枯线，但好于预期的 46，德国 11 月制造业 PMI 初值回升至 46.7，高于预期的 45。英国 11 月制造业 PMI 初值持平于 46.2，好于预期 45.8。11 月，国内制造业 PMI 48，前值 49.2，连续两个月低于荣枯线，疫情对经济的冲击明显。虽然欧美等国的通胀因能源价格下跌而见顶回落，但是通胀粘性较强，仍旧处于历史高位。全球主要经济体的制造业 PMI 普遍低于荣枯线，2023 年全球经济衰退风险增加。

全球主要国家的制造业 PMI 和 GDP 增速全面下移。2022 年全球经济复苏放缓，主要经济体陷入经济增速下滑和通货膨胀的双重困境。俄乌战争和全球的供应链紊乱和大宗商品原材料的暴涨，虽然近期原油和天然气价格高位回落过半，但是工资-通胀的粘性超出预期，与此同时前期的超规模货币滥发需要超强度的逆向的货币紧缩来纠偏。欧美央行的加息潮虽然进入尾声，但高利率或长时间维持高位，以相对温和的经济衰退倒逼市场出清，在引爆一批僵尸型的低效率低产出的企业后，重新开启新一轮经济周期。

图 3：全球主要经济体制造业 PMI

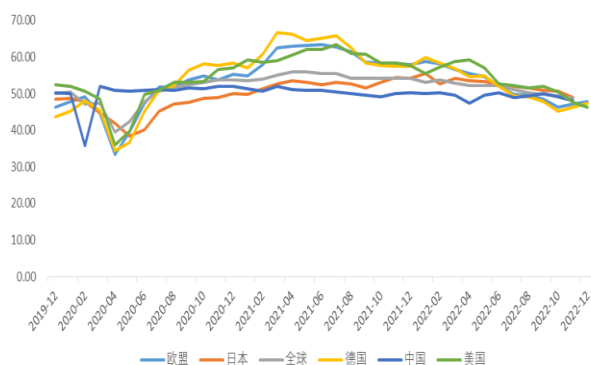
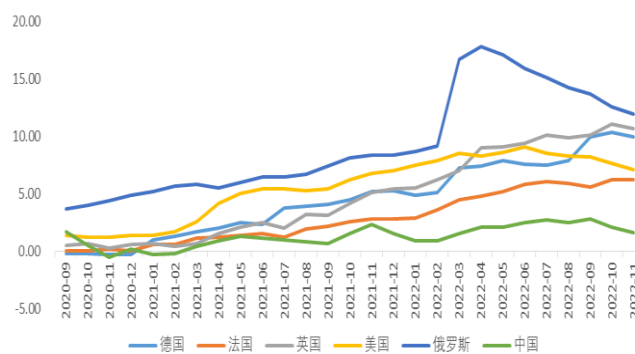


图 4：全球主要经济体 CPI



数据来源：Wind，中辉期货研发中心



### 3.2 美联储加息进入尾声，但高利率或长时间持续

历史上，美联储经历 12 次加息周期，其中 9 次以经济硬着陆结束，经济衰退的历史概率达到了 75%。美国 11 月 CPI 同比上涨 7.1%，为 2021 年底以来最小增幅，低于预期值的 7.3% 及前值的 7.7%；11 月季调后 CPI 环比上涨 0.1%，低于预期值的 0.3% 和前值的 0.4%，通胀超预期回落，但是距离美联储通胀 2% 的终极目标仍有一定的差距。美联储公布 12 月利率决议如市场预期加息 50bp，至 4.25%-4.50%，6 月以来的激进加息周期宣告结束，但随后公布的点阵图和鲍威尔的鹰派立场显示了美联储的强硬紧缩决心，鲍威尔多次重申加息将会 “higher and longer”，意味本轮加息的利率会比市场预期的更长更久。近期，美国第三季度 GDP 被大幅上修，实际 GDP 年化季环比终值升 3.2%，预期升 2.9%，修正值升 2.9%，初值升 2.6%，展现了美国经济的韧性，也给了美联储继续加息的底气。此外，当前非农数据已经恢复至充分就业水平，11 月新增非农就业人数达到 26.3 万人，非农就业总人数 15354.8 万人，美联储不必再在通胀和就业两者之间艰难取舍和平衡，市场不应该低估鲍威尔压低通胀的决心，后续关注的重点或许应该从加息幅度转移至缩表力度。缩表带来的真正的市场流动性收缩将对股债汇商品产生不利影响。而美国作为全球第二大铜消费市场，如果美国经济陷入衰退将削弱铜的海外消费需求，从而延续铜内强外弱的格局。

图 5：美国 CPI 和 PCE（通胀指数）

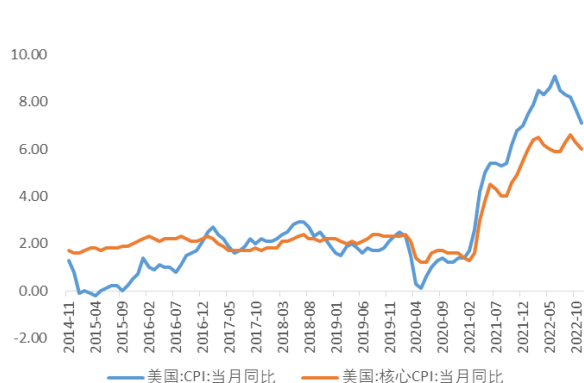


图 6：美国联邦基金目标利率



数据来源：Wind，中辉期货研发中心

图 7：美非农就业数据

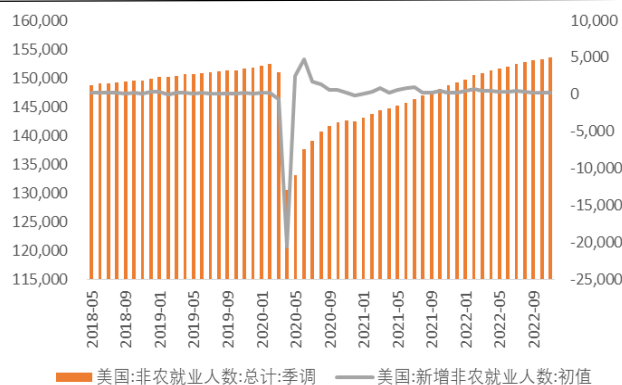
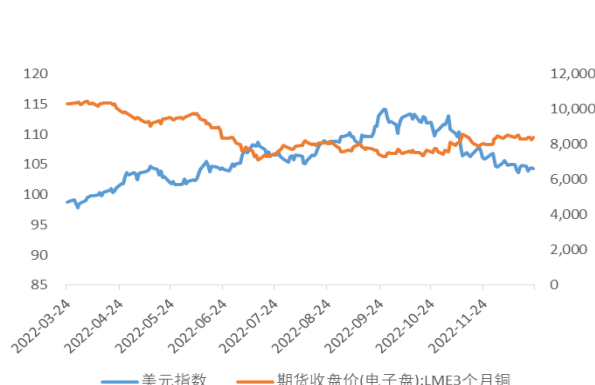


图 8：美元指数和铜价（美元/吨）



数据来源：Wind，中辉期货研发中心

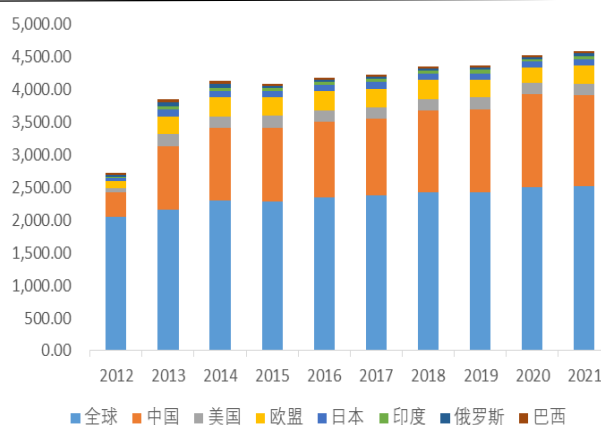
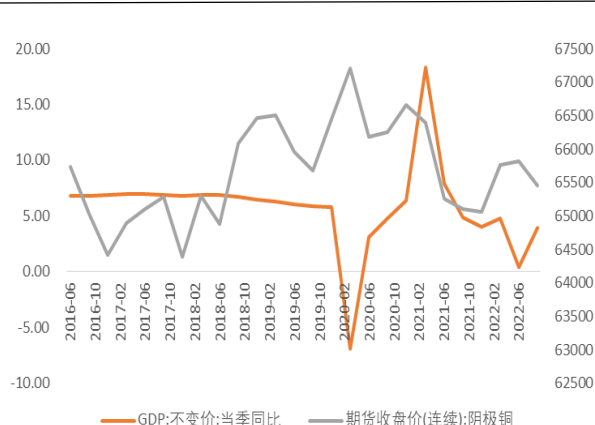
### 3.3 国内防疫政策全面转向，相信经济潜力和韧性

百年未有之大变局和世纪疫情交织下，国内经济下行压力增加。2022 年底国内防疫政策在奥密克戎毒株超强传播率和低重症率，封控高成本低效率，社会舆论等多重因素下开始全面转向，由精准动态清零转向长期共存，12 月开始由北向南，全国新增确诊病例激增，继新十条后，行程码和无症状感染者统计数据完成任务，退出历史舞台。国内多地达到第一波感染高峰，多地出现医疗挤兑和抗原，退烧药断货，线下出行人口锐减，按照专家推测，春运的亿万人迁徙或加剧南北不同毒株的交汇，预计全国的总高峰将在 3 个月内达到，随着 90% 的人被感染痊愈后，对新冠的恐惧会消除，在线下物流和消费复苏后，市场对明年的 GDP 增长有信心，短期的阵痛不可避免，但相信国人能打赢这场胜仗，之后新冠或将呈现季节化，流感化。

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。2022 年三季度，国内 GDP 季度增速 3.9%，前置 0.4%，随着疫情的影响逐渐减弱，市场预测 2023 年国内 GDP 增速将达到 4.4%-5%，铜价将有望重新跟随国内经济的复苏维持高位震荡的格局。

图 9：中国 GDP 增速和沪铜价格（%，元/吨）

图 10：全球主要经济体铜消费量（万吨）

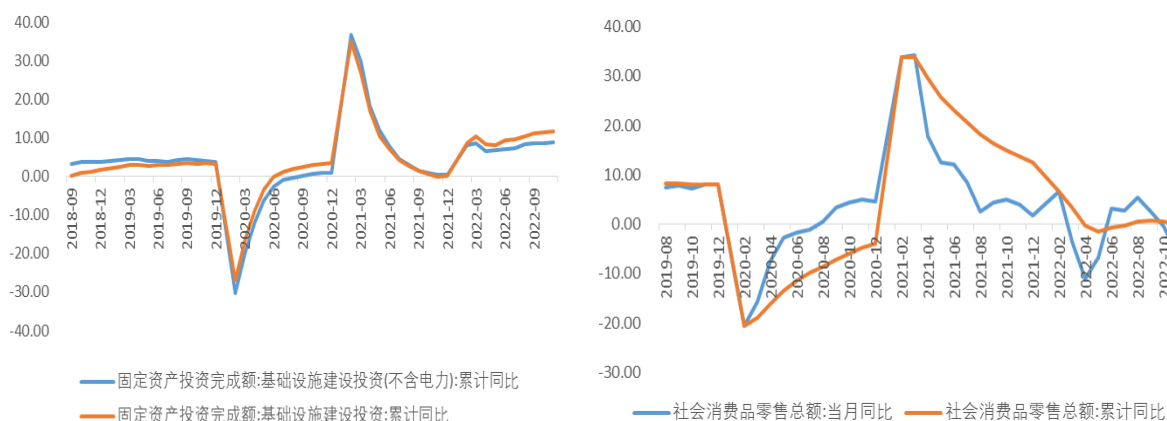


数据来源：Wind，中辉期货研发中心

11 月经济数据超预期回落，消费，出口，投资和工业增加值均走弱，11 月份我国投资、消费当月同比增速分别回落 4.3、5.4 个百分点至 0.7%、-5.9%。经济短期受疫情的干扰，中长期随着防疫政策的彻底放开，将会逐渐修复。近日，中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》，对扩大内需战略提出了目标及重点任务部署，12 月 15 日，发改委发布《“十四五”扩大内需战略实施方案》，在全面促销费、扩投资等方面提出八个方面重点任务，扩内需将成为明年的宏观政策主线。海外的主要经济体陷入衰退，拉动经济的“三大马车”中的消费将代替出口成为经济增长的主引擎，而疫情三年，不少线下餐饮，旅游，观影等消费和商务投资一直处于受抑制和低效率状态，随着疫情高峰过去，线下消费市场和国内投资将触底反弹。

图 11：基建投资同比增速

图 12：社会消费品零售总额同比增速



数据来源: Wind, 中辉期货研发中心

## 4. 供应端分析

### 4.1 2023 年铜精矿供需缺口继续收敛, 2025 年或迎来拐点

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 2220.7 万吨, 产量增速 5.01%, 全球铜矿需求量为 2208.3 万吨, 需求增速 4.38%, 全球铜矿整体供需紧平衡。2022 年虽然南美智利和秘鲁的铜精矿产出受罢工和社区封锁, 水资源不足等影响不及预期, 但是非洲刚果金, 印尼等国的产量大幅增长, 弥补了前者的缺口。ISCG 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。

我们预测 2023 年全球铜矿产量将达到 2298 万吨, 增速 4.45%, 而 2023 年全球电解铜的总供应受粗炼和精炼项目的制约, 大约将小幅增长至 2620 万吨, 增速 1.55%, 电解铜总需求受全球经济衰退影响增速放缓至 1.28%, 大约为 2618 万吨。

2022 年尾声, 全球铜矿干扰再度增加, 五矿旗下的秘鲁矿山 Las Bambas 再次因为社区封锁运输不畅而导致原材料无处堆放面临停产风险, 巴拿马政府因合同续期内未能达成协议下令关停第一量子旗下的 Cobre Panama 铜矿, 预计将影响 36 万吨产能。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, 需要警惕 2023 年出现大规模的罢工和封锁等事件干扰铜精矿的供应。11 月份, 我国进口铜矿砂及其精矿 241.2 万吨, 环比 10 月份增长 29.05%, 同比去年 11 月份增长 10.24%。其中智利作为我国第一大铜精矿来源国, 11 月进口 69.6 万吨, 1-11 月累计进口 579.8 万吨。2022 年国内铜精矿产量超预期, 10 月国内铜精矿产量 18.6 万吨, 同比增长 11.81%, 1-10 月累计 154.9 万吨, 累计同比增长 10.61%。

图 13 : 2022 年全球铜矿新增和扩建 (万吨)



2023年全球铜矿新增和扩建（万吨）

铜矿名称	产量
智利-Andina	1.5
巴拿马-Cobre Panama	2
厄瓜多尔-Mirador	1
波兰-Glogow Gleboki Przemyslowy	2
澳大利亚-Cadia	-0.5
秘鲁-Cerro Verde	1
塞尔维亚-Bor: VK\Veliki Krivelj	2.3
伊朗-Miduk	0.3
澳大利亚-Carrapateena	1
巴西-Salobo	2
印度尼西亚-Grasberg	6
哈萨克斯坦-Aktogay	2
南非-Palabora	1.5
智利-Spence	1
中国-Wunugetushan	0.56
塞尔维亚-Timok	1
智利-Chuqui Radomiro Tomic	2.45
秘鲁-Mina Justa\Marcona	-1
中国-Julong Copper\Qulong Mine + Zhibula M	4
美国-Sierrita	-1.8
巴西-Chapada	-0.3
博茨瓦纳-Boseto\Khoemacau	2
刚果-金-Kamoa-Kakula	7
巴西-Serrote	1
刚果-金-Dikuluwe-Mashamba	3
智利-Salvador\Rajo Inca Project	1
赞比亚-Konkola Deep	0.5
智利-Chuquicamata	5.1
秘鲁-Quellaveco	10
纳米比亚-Tsumeb	0.11
智利-Quebrada Blanca Phase 2	24.5
巴西-Boa Esperança	1.78
墨西哥-Pedra Branca\Carajás East	0.3
俄罗斯联邦-Chernogorskoye	0.5
博茨瓦纳-T3 Project	1.2
刚果-金-Musonoï	1
阿曼-Al Hadeetha	0.6
墨西哥-Pilares Project	1
俄罗斯联邦-Udokan	9
合计	97.6

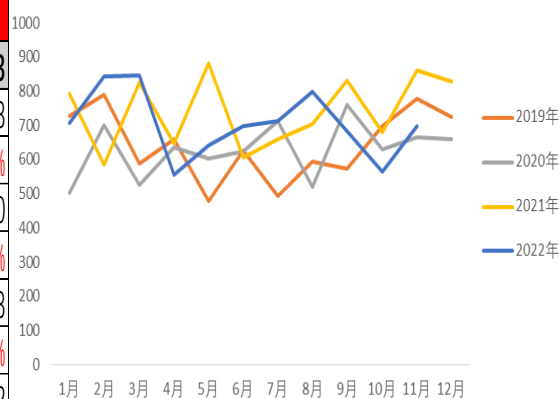
数据来源：Wind，中辉期货研发中心

图 14：全球铜矿供需平衡（万吨）

图 15：我国自智利进口铜精矿产量（千吨）

2023年全球铜供需预测（万吨）

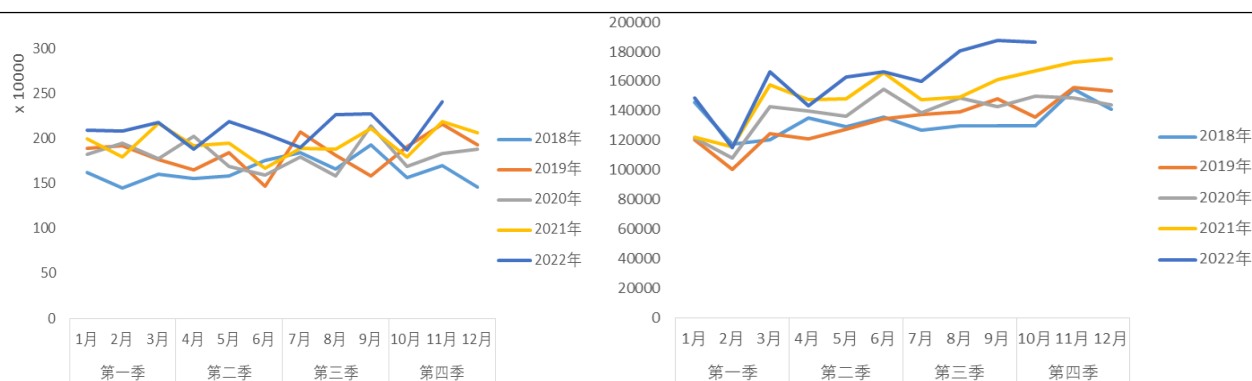
	2020	2021	2022	2023
铜矿产量	2060	2115	2200	2298
增速（%）		2.67%	4.02%	4.45%
电解铜供应	2410	2481	2580	2620
增速（%）		2.95%	3.99%	1.55%
电解铜需求	2440	2518	2585	2618
增速（%）		3.20%	2.66%	1.28%
供需平衡	-30	-37	-5	2



数据来源：Wind，中辉期货研发中心

图 16：铜精矿月度进口数量（吨）

图 17：国内铜精矿产量（吨）

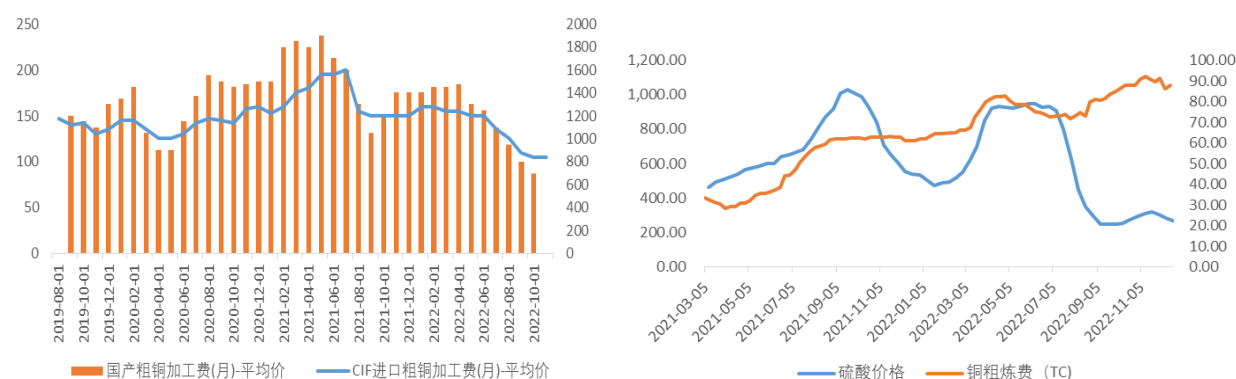


数据来源：Wind，中辉期货研发中心

## 4.2 铜精矿和粗铜加工费劈叉，2023 年冶炼产能增长放缓

截止收稿，最新的铜精矿现货冶炼盈利 1881 元/吨，铜精矿长单冶炼盈利 741 元/吨，冶炼盈利继续反弹回升。国内主要大型铜冶炼厂与自由港（Freeport）敲定明年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 88 美元/吨，远超于今年的 65 美元/吨，创下了自 2017 年来新高。国产粗铜受废铜供应不足和冷料紧张的影响，导致国产粗铜加工费连续走低，拖累进口粗铜加工费下移。据 SMM 了解，中国有色矿业集团有限公司与江西铜业签订的粗铜长单加工费为 125 美元/吨，较 2022 的 155 美元/吨下降 30 美元/吨。两个加工费的劈叉，体现了矿端和铜冶炼端原料松紧的差异。

图 18：国产和进口粗铜加工费（元/吨） 图 19：硫酸价格和铜冶炼厂粗炼费 TC（元/吨，美元/吨）



数据来源：Wind，中辉期货研发中心

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。需要警惕疫情蔓延导致的工人减员和运输不畅，冶炼厂集中检修，超预期高温等因素对冶炼厂产能的干扰。

图 20：2023 年国内冶炼厂新增产量（万吨）

2023年中国铜粗炼和精炼新增产能（万吨）

公司名称	粗炼新增	精炼新增	所用原料	投产日期
山东烟台国润铜业	8	8	铜精矿	2023年二季度
白银有色	20	20	铜精矿	2023年年中
中条山有色金属	18	18	铜精矿	2023年10月
江铜（清远）	0	10	废铜	2023年
合计	46	56		

数据来源：Wind，中辉期货研发中心

### 4.3 2023 年电解铜产量有望创出新高

2022 年由于铜外强内弱，进口窗口大部分时间关闭，加上 3-6 月，国内疫情爆发，上海作为主要的进口铜集散地经济封锁，进口铜市场成交清淡，随着疫情逐渐得到控制，沪伦比值修复，盈利由负转正，进口窗口打开，进口铜加快从 LME 的亚洲仓库转移至国内，7-8 月因部分冶炼厂包括南国和金川检修超预期和冷料，废铜紧张，精炼铜产出不及预期，现货市场货源紧俏，而在进口铜加速清关和国内冶炼产能释放下，四季度国内电解铜现货紧张情况逐步缓解，但是改善有限。根据 SMM 数据，12 月电解铜产量为 88.79 万吨，环比下降 1.17 万吨下降 1.30%，同比上升 2%。1-12 月累计产量 1030 万吨，同比增 3.2%，增量为 32.41 万吨；低于年初预估的 1050 万吨。整体而言，2023 年国内电解铜供应增长的干扰因素大幅减少，在高加工费的激励下，国内冶炼厂开工动力充足，SMM 预计 2023 年国内电解铜产量将达到 1118 万吨，增速 7.31%，有望创出历史新高。

图 21：电解铜产量（吨）

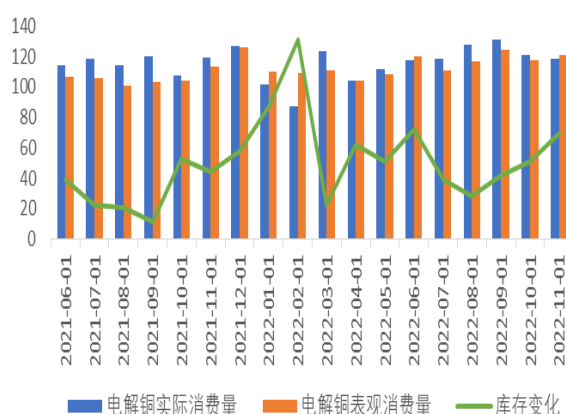
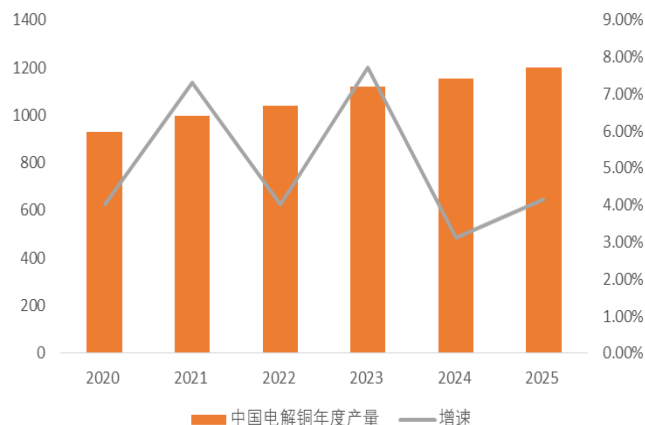


图 22：电解铜供需平衡（万吨）



数据来源：Wind，中辉期货研发中心

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。而自财税 40 号文件于 2022 年 3 月落地实施（无增值税票证的废旧金属销售须补 3% 的简易计税或用一般计税方式计算缴纳增值税。）中小型再生铜企业无票采购成为历史，带票的进口废铜受到青睐。海外废铜随着国外制造业复工复产，转至国内的废铜数量锐减，国内受疫情影响，废铜回收和运输不畅，废铜国内供应紧张，精废价差处于历史同期较低位置，废铜贸易商捂货惜售，进一步刺激精铜对废铜的替代效应，加剧了精铜的现货紧张。随着 2023 年疫情阴霾的褪去，国内废铜的回收，进口和运输等环节将整体盘活，供应将得到改善。

图 23：铜精废价差（元/吨）

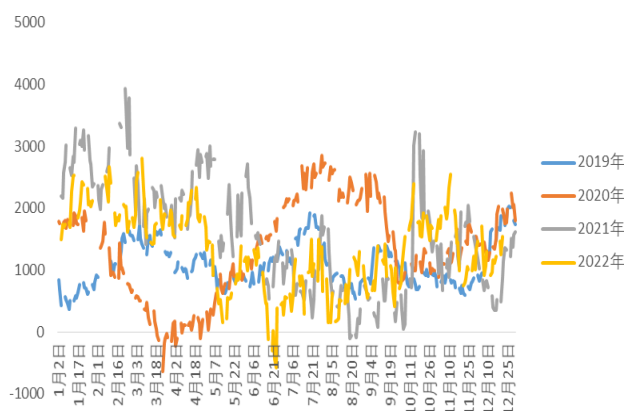
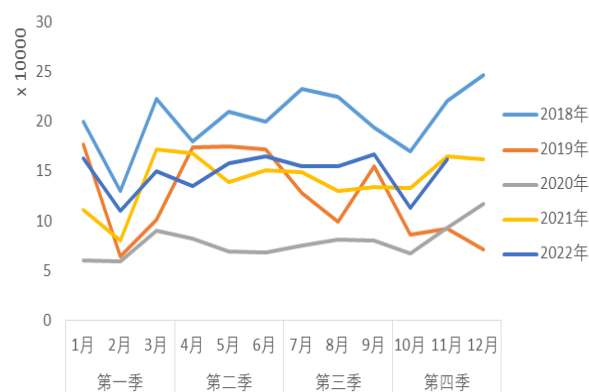


图 24：废铜进口数量（吨）



数据来源：Wind，中辉期货研发中心

#### 4.4 全球铜库存重建尚需时日

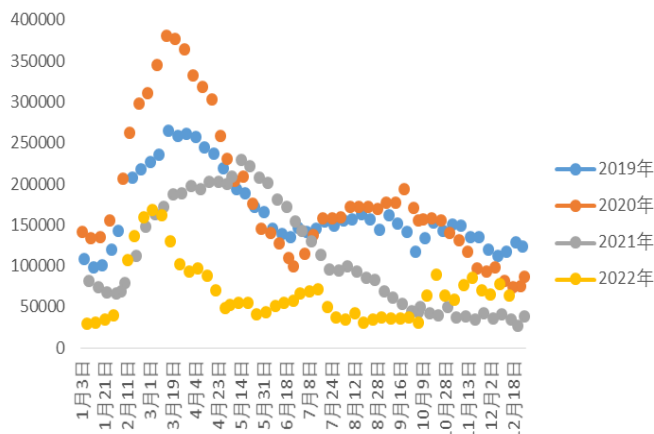
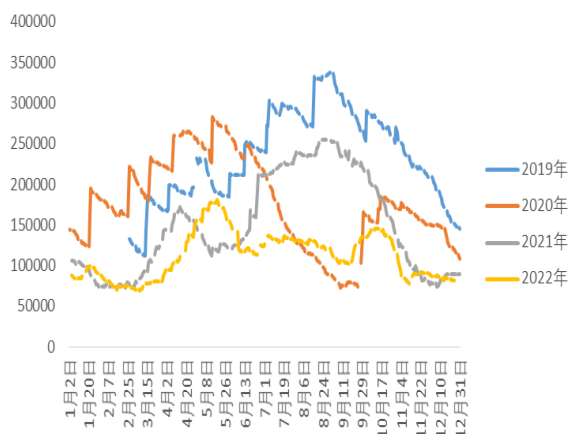
截至 12 月 27 日，LME，COMEX 和上期所三大交易所的铜库存分别为 8.1 万吨，3.5 万吨，5.4 万吨，合计 17 万吨，处于历史同期低位。铜贸易巨头托克一再强调全球铜可用库存仅为 3.5 天，历史上铜从未如此紧缺，宏观环境的极度悲观让人们忽视了低库存的危害和风险。

究其背后的根本原因有以下几点，首先俄乌战争引发欧美对俄制裁，导致了欧美地区的金属短缺和价格机制扭曲，加剧了市场对供应的担忧，在高升水的吸引下，传统发往亚洲的铜改道去了欧洲和美国，人民币的大幅贬值也吸引了国内铜冶炼厂加大出口，国内保税区因疫情封控等原因蓄水池功能减弱。其次，国内传统贸易模式转变，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，吸取疫情封控一度无米下锅的惨痛教训，中下游企业备货周期普遍增加，囤货热情较高，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，导致现货频频出现一货难求。

由于上期所库存持续走低叠加市场对加息周期下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，价差推高至超千元，远高于历史同期水平，连带现货升水亦居高不下。而展望 2023 年，疫情的影响逐步消散，但俄乌战争造成的价格机制扭曲和贸易模式改变，绿色铜需求高景气等因素依旧存在，因此 2023 年铜的库存重建之路仍尚需时日。

图 25：LME 铜库存（吨）

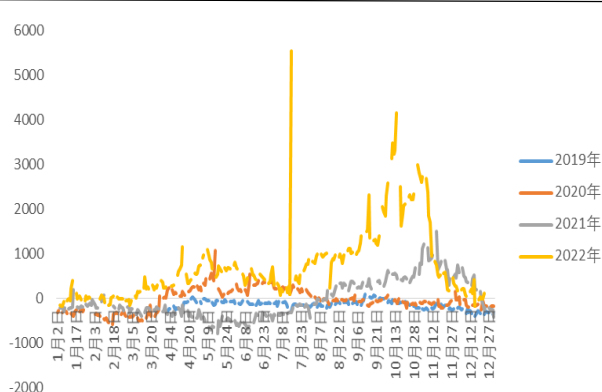
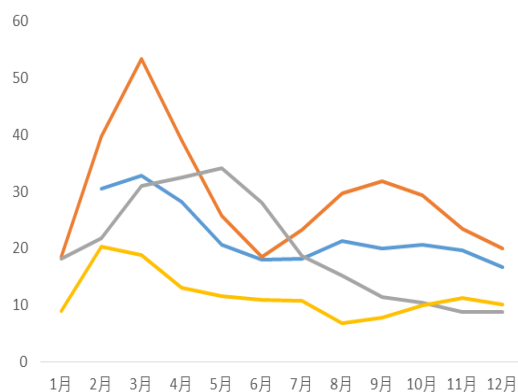
图 26：上期所铜库存（吨）



数据来源: Wind, 中辉期货研发中心

图 27: 国内社会库存 (万吨)

图 28: 沪铜连一和连三月间价差 (元/吨)



数据来源: Wind, 中辉期货研发中心

## 5. 需求端分析

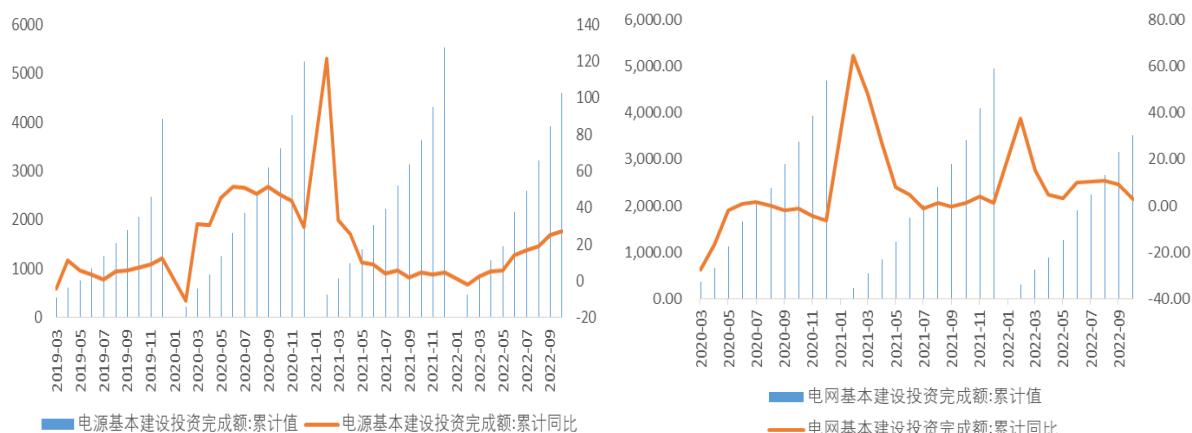
### 5.1 电网, 光伏和风能新型能源值得期待

“十四五”期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。1-10 月，电网基本建设投资完成额累计 3511 亿元，同比增长 3%，电源基本建设投资完成额累计 4607 亿元，同比增长 27%。虽然由于疫情和高温，电网投资或不及预期，但以清洁能源为主的电源的高速发展，让光伏和风能等绿色新能源的铜需求进入快车道。

图 29: 电源基础建设投资完成额 (亿元)

图 30: 电网基础建设投资完成额 (亿元)



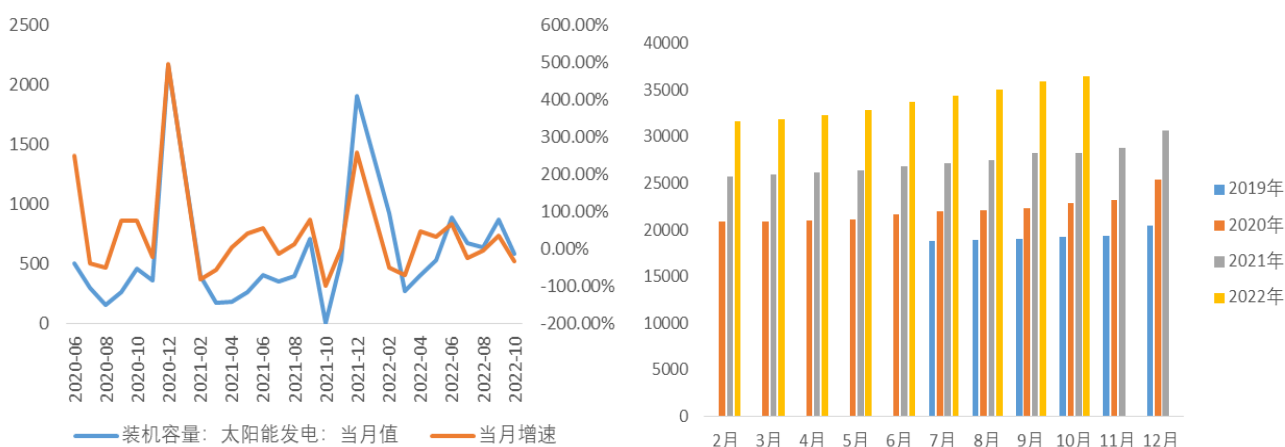


数据来源: Wind, 中辉期货研发中心

《2022 中国分布式光伏行业发展白皮书》认为,中国分布式光伏将迎来更加广阔的市场前景和增长潜力,预期未来三年的年新增装机可实现 50GW-65GW。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。预计到 2030 年,中国风光发电年用铜量将达到 82.5 万吨,其中光伏和风电的用铜量分别达到 47.1 万吨和 35.4 万吨。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。

图 31: 光伏装机容量当月值和增速

图 32: 2019-2022 年光伏装机对比



数据来源: Wind, 中辉期货研发中心

## 5.2 “三箭齐发”稳房市,需求或逐步企稳

统计局最新数据,中国 1-11 月份,房地产开发投资同比减少 9.8%,前值-8.8%。房屋新开工面积同比下降 38.9%,前值-37.8%,商品房销售面积同比下降 23.3%,前值-22.3%,整体仍然偏弱。

房地产行业“三箭齐发”强势托底,为行业再注强心剂。“第一支箭”,国有六大行向优质房企提供万亿级授信额度,为“16 条”的政策落实;“第二支箭”:支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资,额度为 2500 亿元;“第三支箭”:重启房企股权融资。中央经济会议再次确立了房地产的支柱地位,对市场信心的提振起到积极作用,随着房地产行业的复苏,相关铜的需求或逐步企稳。

图 33：国内房地产表现

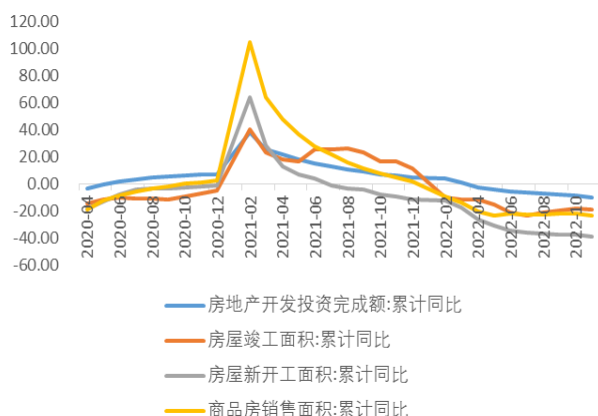
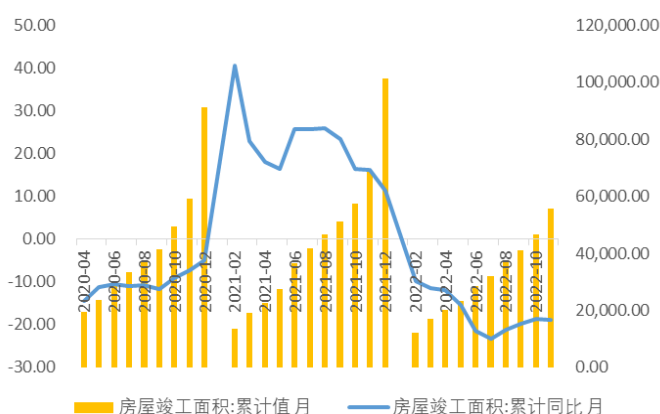


图 34：房屋竣工面积累计值和累计同比



数据来源：Wind，中辉期货研发中心

### 5.3 消费升级和刺激内需，家电行业或止跌企稳

11月家用空调生产1082.20万台，同比下降9.48%；销售949.12万台，同比下降2.92%。其中内销出货483.91万台，同比下降6.47%；出口465.21万台，同比增长1.08%。库存同比下降4.34%。受疫情和房地产，出口拖累，家电行业2022年整体表现偏弱。尤其因为上海封城而错失了二季度传统消费旺季，7月28日，国家商务部等13个部门联合发布了《关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知》，在全国开展家电以旧换新活动，推进绿色智能家电下乡。随着2023年，国内防疫政策放开，预计将会有更多刺激内需的政策出台，或采取家电大额消费券等方式提振消费，而且在2022年的低基数效应下，随着家电智能化消费升级，2023年的家电或跟随房地产行业走出低谷，止跌企稳。

图 35：空调，冰箱，洗衣机产量同比

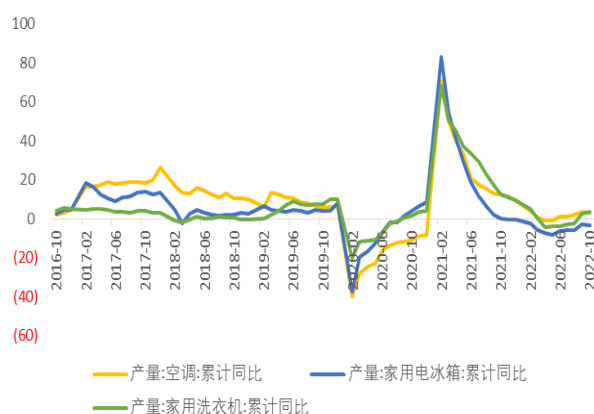
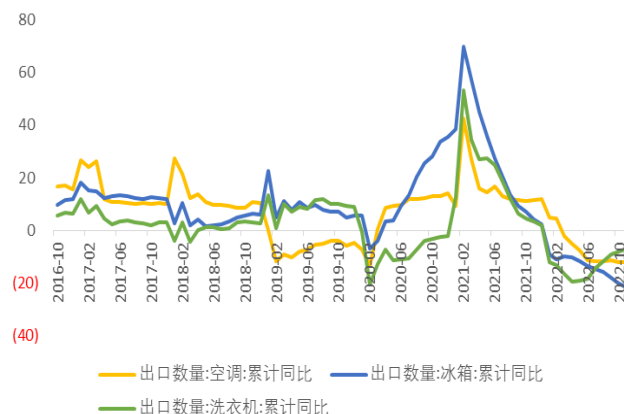


图 36：空调，冰箱，洗衣机出口数量同比



数据来源：Wind，中辉期货研发中心

### 5.4 汽车整体好于预期，新能源高景气持续

2022年，虽然二季度上海封控对汽车产业上下游均产生不利影响，但是随着5月31日，财政部、税务总局发布公告明确，对购置日期在2022年6月1日至2022年12月31日期间内且单车价格（不

含增值税)不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车, 减半征收车辆购置税。受此影响, 汽车全年整体表现好于预期。而随着防疫政策全面放开和 2023 年国内刺激内需政策落地, 2023 年汽车行业将继续成为拉动铜消费的主力。

11 月乘用车生产 207.8 万辆, 同比下降 6.7%, 环比下降 9%。11 月新能源乘用车零售销量达到 59.8 万辆, 同比增长 58.2%, 环比增 7.8%, 新能源车国内零售渗透率 36.3%。乘联会预计, 即使在没有政策支持的情况下, 2023 年乘用车总体零售 2060 万辆, 较今年持平, 新能源乘用车批发预计将达到 840 万辆, 同比增 30%。

图 37: 2018-2022 年汽车产量 (万辆)

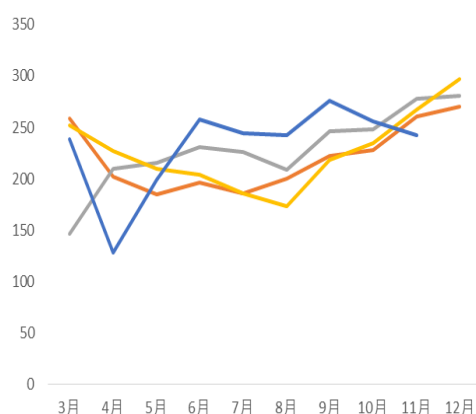
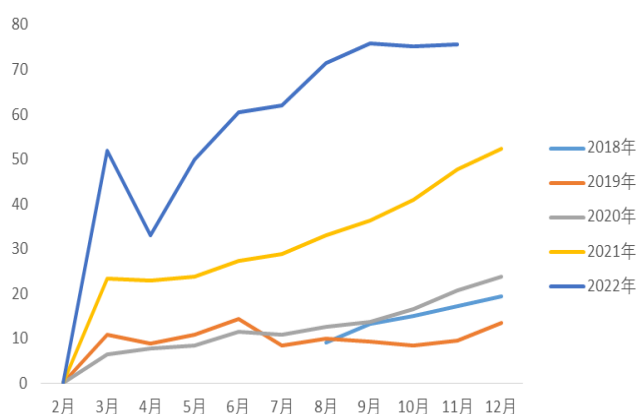


图 38: 2018-2022 年新能源汽车产量 (万辆)



数据来源: Wind, 中辉期货研发中心

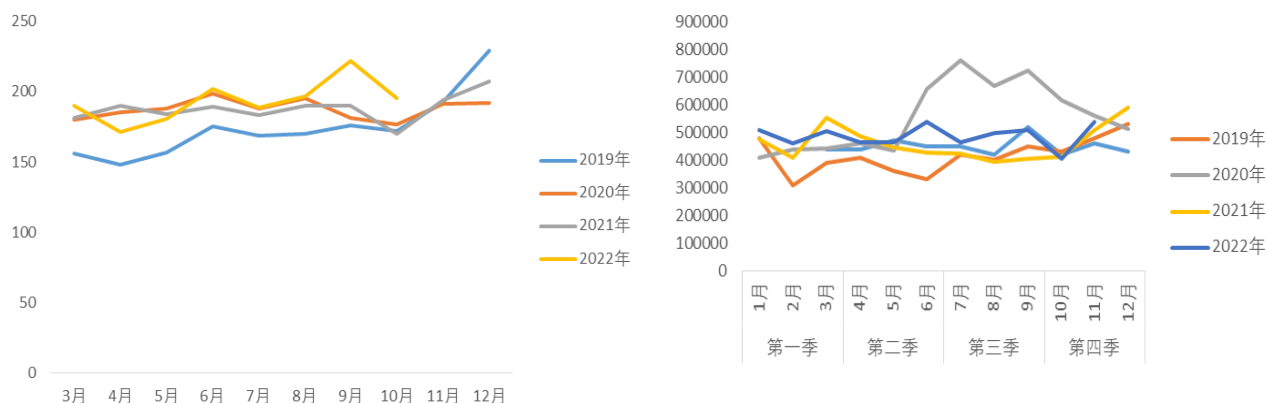
## 5.5 中下游加工企业情况

中国 10 月铜材产量为 194.9 万吨, 前值 222.1 万吨, 同比增加 12%。1-10 月铜材产量累计为 1842.8 万吨, 同比增长 7.6%。11 月份, 我国进口未锻轧铜及铜材 53.99 万吨, 环比 10 月份增长 33.51%, 同比去年 11 月份增长 5.78%。1-11 月累计进口 535.69 万吨, 累计同比增长 8.5%。

据 SMM 调研数据显示, 11 月份铜管加工企业开工率为 68.88%, 前值 67.09%。11 月电线电缆企业开工率 79.4%, 前值 80.5%。随着消费淡季开始, 加工企业开工率下滑, 叠加国内疫情全面爆发, 不少中下游加工企业有提前放假计划。2022 年对于铜加工企业可谓磨难重重, 二季度疫情冲击下停工停产, 三季度高温限电, 企业开工率低于历史同期水平。随着 2023 年一季度疫情高峰过去, 刺激内需和消费复苏有助于铜加工企业走出低谷。

图 39: 铜材产量 (万吨)

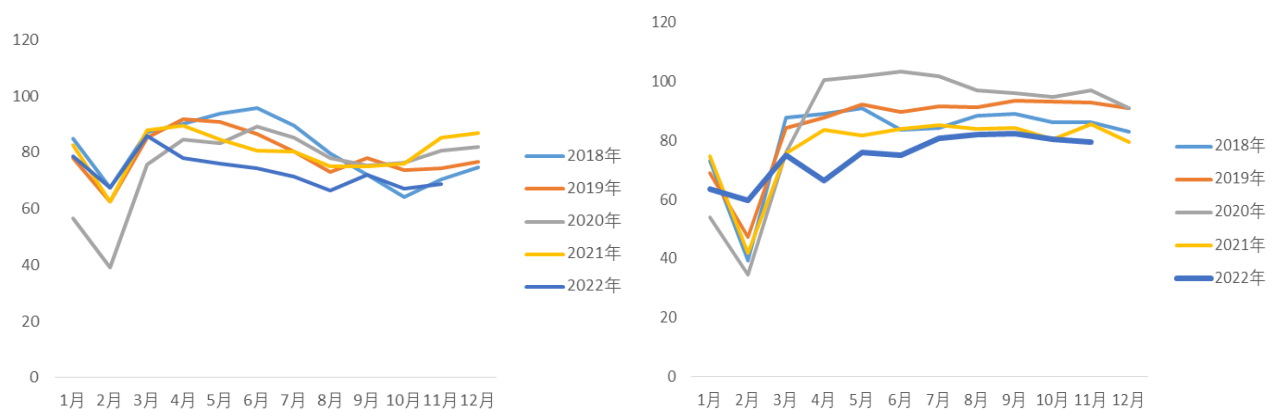
图 40: 未锻造铜及铜材进口数量当月值 (吨)



数据来源：Wind，中辉期货研发中心

图 41：SMM 铜管加工企业月度开工率

图 42：SMM 电线电缆加工企业月度开工率



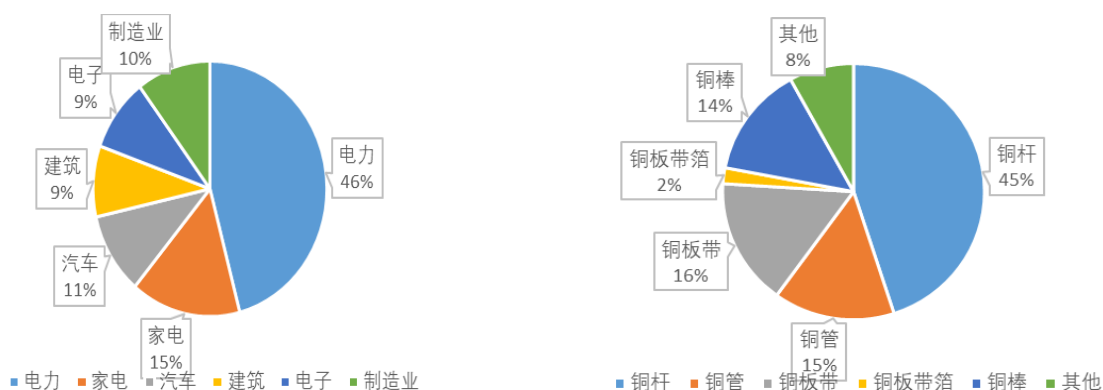
数据来源：Wind，中辉期货研发中心

## 5.6 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%，其次分别是家电，汽车，建筑，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。根据 SMM 的数据统计，2022 年国内电解铜总供应量约为 1390 万吨，总需求约为 1377 万吨，整体处于供需偏紧状态。根据对电力，房地产，汽车，家电的增速做拆解和权重分配，预计 2023 年国内电解铜的总需求约为 1418 万吨，增速 2%，而总供应约为 1433 万吨，增速 4%，虽然比 2022 年稍显宽松，但是因为冶炼新增投产集中在下半年，矿端的宽松向铜端的转移较为缓慢，所以仍有可能出现阶段性货源偏紧，电解铜库存的重建需要时间，低库存或长时间维持。

图 43：电解铜终端行业耗铜量占比

图 44：电解铜制品耗铜量占比



数据来源：Wind，中辉期货研发中心

图 45：2023 年终端行业耗铜量预测（万吨）

SMM 2023年终端行业耗铜量预测(万吨)					
行业分类	2020	2021	2022	2023	2023年增速
电力	590	598	615	630	2.44%
家电	195	202	206	210	1.94%
建筑	116	121	124	125	0.81%
电子	119	123	125	126	0.80%
汽车	133	136	142	145	2.11%
其他	138	182	178	182	2.25%
合计	1291	1362	1390	1418	2.01%

数据来源：Wind，中辉期货研发中心

图 46：2023 年国内电解铜年度供需平衡预测（万吨）

SMM国内电解铜供需年度预测（万吨）					
时间	实际消费量	实际供应量	净进口量	国内电解铜产量	库存变化
2025	1405	1390	220	1170	-15
2024	1363	1358	208	1150	-5
2023	1418	1433	345	1118	15
2022	1390	1377	365	1038	-13
2021	1362	1315	317	998	-47
2020	1291	1361	431	930	70
2019	1205	1207	313	894	2
2018	1199	1209	336	873	10

数据来源：Wind，中辉期货研发中心

## 6. 资金和技术面分析

从资金上看，2022 年受美元加息，疫情反复等影响，投机铜空头在二，三季度占据上风，四季度随着中国防疫政策放开，美元加息等，宏观情绪回暖，空翻多出现，铜价反弹。



最新截至12月22日，COMEX铜非商业多头持仓58057手，空头持仓55501手，净多头2556手，环比增加52.23%，LME铜投资基金多头41434手，空头28280手，净多头13154手，环比减少15.15%。

图 47： LME 铜投资基金净多头持仓（手）

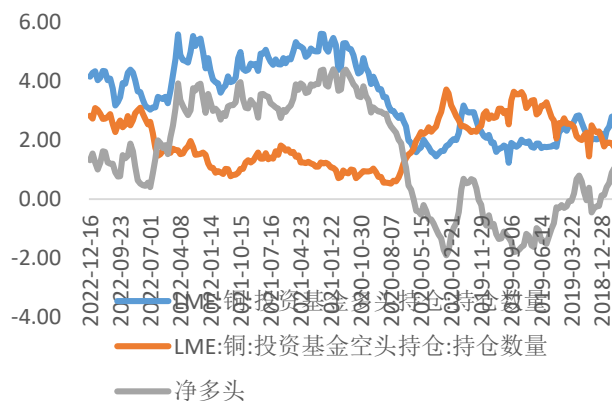
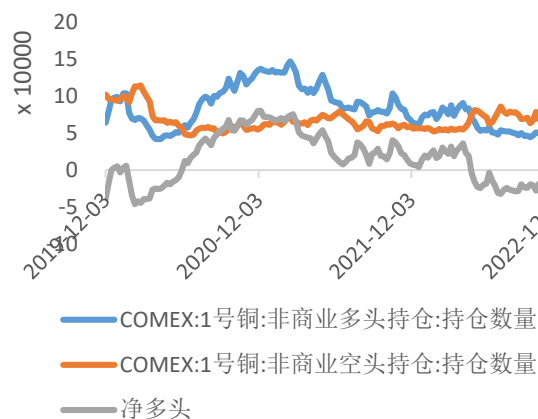


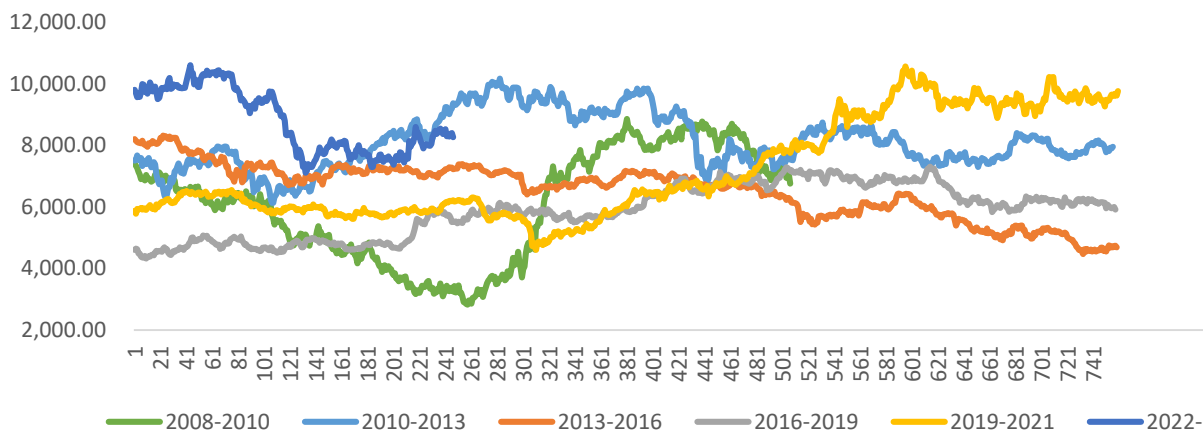
图 48： COMEX 铜非商业多头净持仓（手）



数据来源：Wind，中辉期货研发中心

从技术图形上看，2022年铜价整体重心下移，高位回落后弱反弹，但铜价估值仍然处于历史偏高位置。2023年铜价将进入上有压力，下有支撑的震荡区间。沪铜关注区间58000-70000元/吨，伦铜关注区间7000-9000美元/吨。

图 49： LME 铜 2008-2022 年走势



数据来源：Wind，中辉期货研发中心

## 7. 风险提示

全球经济衰退超预期，国内需求大幅不及预期，疫情毒株变异

## 免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

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！

中辉期货有限公司

<http://www.zhqh.com.cn>

中辉期货客户服务电话 400-006-6688