

转轨窗口，铜价破而后立

——金瑞期货铜半年报

2023 年 7 月 6 日

核心观点：

- 宏观：“国内弱复苏” VS “海外缓衰退” 难形成合力，阶段性共振或来自库存去化压力
 - 国内复苏斜率偏弱，政策保持发力预期。海外经济韧性，联储降息年内难见。对铜而言，下半年经济与政策维度仍难形成强的合力。
 - 库存周期来看，海外去库中，国内自年初短暂补库后重回去库，缺乏强有力复苏前景下，难言结束自 2019 年的去库周期。阶段性去库共振，或构成需求下修预期差。
- H1 关键矛盾及预期演绎：
 - ①H1 平衡矛盾指向海外 15-20 万吨隐性库存，预计集中入市节点在三季度。预期平衡过剩（+17） VS 实际现货偏紧（0）。
 - ②消费矛盾指向 20-30 万吨废铜对精铜消费的替代，终端增速+9% VS 表消+6%。下半年废铜宽松度有所退坡，其替代性转弱。
 - ③供应：粗炼瓶颈缓解，铜-冶增速匹配，受益于粗炼提升及废铜原料改善，H2 电铜保持高增（5%），阶段性有硫酸胀库以及废铜原料吃紧的风险。
- H2 电铜转为过剩：
 - H2 消费增速回落至 3%：H1 国内消费高增 9%来自低基数及保交楼下高竣工的预期差。下半年国内缓修复+海外高利率对需求的压制，增速回落至 3%，全年增 4%。
 - H2 供应增速加快至 5%：基准下电铜过剩 10 万吨，考虑隐性库存流出，过剩或扩大至 20 万吨以上。
- 中期电铜“低库存”格局迎来转机：
 - 矿-冶产能投放往往错位，过去三年铜矿平均增 4% VS 粗炼产能增 3%，导致矿到原生铜产出受阻，从而累计约 60 万吨库存。
 - 而 2024-2025 年粗炼产能预计增约 300 万吨，每年增约 7%，远高于终端消费 3%，维持了 2 年的低库存格局有望迎来扭转。
- 价格展望：总体缺乏明确趋势导向。预计下半年 1me3 月核心波动在（7600-8900）美元，均价 8200 美金。沪铜主力波动在（61500-72000），均价 66000 元。向下合力：库存周期共振去库，低点或至 7200 美金。向上合力：远期政策宽松合力，高点或至 9200 美金。
- 策略：单边——整体震荡对待，把握向下合力机会，近期 69000 有做空性价比。四季度关注库存周期向上预期带来多配机会；跨市——海外过剩 VS 国内短缺，持续关注反套。
- 风险点：海内外政策、经济增长与预期不符，隐性库存物流不畅等。

撰写人：

龚 鸣
F3051978
Z0016980孟 昊
F03099565吴梓杰
F03092033指导老师
李 丽
F0309201
Z0010698

电话：0755-82712945

目录

| | |
|---|----|
| 一、行情回顾：预期现实博弈，铜价高位震荡 | 7 |
| 二、宏观展望：中美大周期错位，警惕阶段性共振下行 | 8 |
| 2.1 经济周期错位：弱复苏 VS 缓衰退 | 8 |
| 2.1.1 国内：弱复苏 | 8 |
| 2.1.2 海外：缓衰退 | 12 |
| 2.2 政策周期错位：待发力 VS 远降息 | 14 |
| 2.2.1 国内：待发力，预期分歧大 | 14 |
| 2.2.1 海外：远降息，动力不足 | 15 |
| 2.3 库存周期：周期错位，警惕合力下行 | 17 |
| 2.4 以史为鉴：降息前半段铜价多面临下行压力 | 18 |
| 三、年内：低库存改善的过渡阶段 | 19 |
| 3.1 平衡表逻辑与关键变量：隐性库存流出、再生消费弹性与供应增量风险 | 19 |
| 3.1.1 平衡表逻辑及关键矛盾梳理 | 19 |
| 3.1.2 隐性库存：预期 15-20 万吨量级，流出冲击集中三季度 | 20 |
| 3.1.3 精度替代：H2 废铜宽松度退坡，替代性转弱 | 21 |
| 3.1.4 供应：电铜增量兑现有风险，硫酸胀库 & 粗铜转紧 | 24 |
| 3.2 消费：低基数下保持高增（全年+4%，H2+3%） | 24 |
| 3.2.1 国内消费全年+6.5%，H2+4%：需警惕地产竣工后续走弱 | 24 |
| 3.2.2 海外消费全年+0.5%，H2+0%：高利率背景下仍逐步走弱 | 26 |
| 3.2.3 国内出口全年-1%，H2-1%：外需不佳拖累 | 27 |
| 3.3 供应：粗炼瓶颈消退，供应保持高增（全年+4%，H2+5%） | 28 |
| 3.3.1 铜矿全年+3.9%，H2+4%：Q1 干扰下修全年预期 | 28 |
| 3.3.2 粗炼全年+3.9%，H2+5.2%：与铜矿增速匹配 | 29 |
| 3.3.3 电铜全年+4.5%，H2+8.5%：粗炼瓶颈缓和+有利润，利于增量释放 | 31 |
| 3.4 平衡：小幅累库 28 万吨（+1%），处于低库存改善的过渡阶段 | 33 |
| 四、中期：矿冶错配供应高增，电铜“低库存”格局迎来转机 | 33 |
| 4.1 2021-2023：矿冶增速不一致，矿或形成 60 万吨库存 | 33 |
| 4.2 2024-2025：矿冶错位尾部影响下，粗炼中枢 4% | 34 |
| 4.2.1 铜精矿增速 24 年开始回落：3%→2% | 34 |
| 4.2.2 冶炼项目仍能保持高增：4%→4% | 35 |
| 4.3 平衡展望：明后年消费逆风下，中期面临累库压力 | 36 |
| 五、价格观点与策略 | 37 |
| 5.1 绝对价格：缺乏趋势性机会，阶段性可能有向下合力 | 37 |
| 5.2 相对策略：跨市反套值得持续关注 | 37 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1 内外盘价格走势 | 7 |
| 图表 2 内外盘期限结构走势 | 7 |
| 图表 3 人民币汇率 | 8 |
| 图表 4 升水下进口盈亏仍不打开 | 8 |
| 图表 5 一季度 GDP 增长位于市场预期上沿 | 9 |
| 图表 6 本轮经济修复主要由消费驱动 | 9 |
| 图表 7 二季度社消环比大幅回落 | 9 |
| 图表 8 消费主要以服务餐饮为主，商品较弱 | 9 |
| 图表 9 央行问卷显示消费意愿修复较慢 | 9 |
| 图表 10 “大额商品”支出意愿处于历史低位 | 9 |
| 图表 11 地产销售与开发投资持续走弱 | 10 |
| 图表 12 地产开发累计同比斜率转负 | 10 |
| 图表 13 个人住房贷款仍未转正 | 10 |
| 图表 14 居民买房意愿动力仍在历史低位 | 10 |
| 图表 15 制造业与基建投资放缓 | 11 |
| 图表 16 工业企业利润拖累投资意愿 | 11 |
| 图表 17 地产+建筑业合计占 GDP 增加值 14% | 11 |
| 图表 18 预计国内即将进入补库周期 | 11 |
| 图表 19 外贸出口增速回落 | 11 |
| 图表 20 SCFI 出口运价指数低位运行 | 11 |
| 图表 21 全球景气度掉头向下，出口转为拖累 | 12 |
| 图表 22 美国商品进口大幅回落 | 12 |
| 图表 23 疫情期间居民储蓄率高增 | 12 |
| 图表 24 目前居民仍有 5000 亿超额储蓄 | 12 |
| 图表 25 美国地产新开工再度走强 | 13 |
| 图表 26 今年以来美国房屋价格再度走强 | 13 |
| 图表 27 居民消费保持韧性 | 13 |
| 图表 28 服务业仍维持较高景气度 | 13 |
| 图表 29 FRA-OIS 显示流动性风险升高 | 13 |
| 图表 30 美债长短端倒挂持续扩大 | 13 |
| 图表 31 经济走弱年轻人失业率创历史新高 | 14 |
| 图表 32 地产库存高增 | 14 |
| 图表 33 5 月一般公共收入大幅回落 | 14 |
| 图表 34 基建支出占比创 09 年以来新低 | 14 |
| 图表 35 政府杠杆率持续增长，地方政府杠杆偏高 | 15 |
| 图表 36 美国 23Q1GDP 超预期 | 16 |
| 图表 37 耐用品订单强劲 | 16 |
| 图表 38 失业率处于战后低位 | 16 |
| 图表 39 新增非农持续超预期 | 16 |
| 图表 40 美国核心通胀粘性较大 | 16 |
| 图表 41 核心通胀的驱动因素仍强劲 | 16 |

| | |
|--|----|
| 图表 42 6 月点阵图显示 23 年底美国政策利率预计为 5.5-5.75 | 17 |
| 图表 43 美国当前利率为 2000 年以来最高水平 | 17 |
| 图表 44 每月缩表保持 750 亿美元 | 17 |
| 图表 45 美国仍在去库早期阶段 | 18 |
| 图表 46 欧洲去库略早于美国 | 18 |
| 图表 47 中国主动去库阶段临近尾声 | 18 |
| 图表 48 地产周期与库存周期高度相关 | 18 |
| 图表 49 降息 VS 铜价 | 19 |
| 图表 50 中美欧进口非洲粗铜 | 20 |
| 图表 51 中美欧进口非洲精铜 | 20 |
| 图表 52 洛阳钼业 2022 年年报 | 21 |
| 图表 53 洛阳钼业 2023 年一季报 | 21 |
| 图表 54 再生铜连续两年较下半年更加紧张 | 21 |
| 图表 55 再生铜杆企业近期库存回落 | 21 |
| 图表 56 全球经济放缓，不利再生释放 | 22 |
| 图表 57 国内经济景气度偏弱，拆解来源有限 | 22 |
| 图表 58 美国废铜出口 | 22 |
| 图表 59 欧洲废铜出口 | 22 |
| 图表 60 日本废铜出口 | 22 |
| 图表 61 泰国废铜出口 | 22 |
| 图表 62 中国进口废铜总量 | 23 |
| 图表 63 中国自美国进口废铜 | 23 |
| 图表 64 废铜杆产量对精废价差变化敏感 | 23 |
| 图表 65 1-5 月铜杆同比已经增加 27 万吨 | 23 |
| 图表 66 再生铜杆产能利用率 | 23 |
| 图表 67 硫酸价格持续回落 | 24 |
| 图表 68 有炼厂的省份硫酸价格更低 | 24 |
| 图表 69 磷酸一铵产量季节性 | 24 |
| 图表 70 磷酸二铵产量季节性 | 24 |
| 图表 71 竣工高增但有回落 | 25 |
| 图表 72 空调排产进入季节性走弱阶段 | 25 |
| 图表 73 新能源发电高增长 | 25 |
| 图表 74 汽车增速修复（4 月有低基数因素） | 25 |
| 图表 75 美国 30 年期抵押贷款利率高位 | 26 |
| 图表 76 新开工房屋有所上升 | 26 |
| 图表 77 美国成屋销售保持平稳 | 26 |
| 图表 78 美国耐用品与 CPI 差距减少 | 26 |
| 图表 79 美国个人储蓄保持低位 | 27 |
| 图表 80 美国耐用品剔除通胀体现韧性 | 27 |
| 图表 81 铜终端出口环比走弱 | 27 |
| 图表 82 出口总值继续回落 | 27 |
| 图表 83 出口东南亚韧性不再 | 28 |
| 图表 84 分板块出口增速预期 | 28 |

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 85 2023 年铜矿主要增量..... | 28 |
| 图表 86 Q1-Q4 铜矿增量..... | 28 |
| 图表 87 秘鲁铜矿产量 | 29 |
| 图表 88 智利季节性铜矿产量（千吨） | 29 |
| 图表 89 全球 14 大矿企季度铜产量 | 29 |
| 图表 90 2023 年粗炼项目占比..... | 30 |
| 图表 91 2023 年 Q1-Q4 粗炼增量..... | 30 |
| 图表 92 今年主要粗炼变量（项目） | 30 |
| 图表 93 铜矿分季度平衡 | 30 |
| 图表 94 TC 数据验证..... | 30 |
| 图表 95 目前炼厂生产仍有利润 | 31 |
| 图表 96 2023 年国内电铜月度产量预期..... | 31 |
| 图表 97 今年主要精炼主要变量（国内） | 31 |
| 图表 98 境外电铜增量 | 32 |
| 图表 99 智利精铜产量 | 32 |
| 图表 100 日本精铜产量（kt） | 32 |
| 图表 101 EX-China(40%):精铜产量（kt） | 32 |
| 图表 102 铜矿供应 VS 需求 | 34 |
| 图表 103 21-23 年铜矿有库存积累..... | 34 |
| 图表 104 铜资本开支 | 34 |
| 图表 105 2023 年铜矿生产扰动..... | 34 |
| 图表 106 2024 年铜矿增量项目..... | 34 |
| 图表 107 2025 年铜矿增量项目..... | 34 |
| 图表 108 矿平衡与 TC 验证 | 35 |
| 图表 109 冶炼项目产能 | 35 |
| 图表 110 2024 冶炼增量项目..... | 35 |
| 图表 111 2025 冶炼增量项目..... | 35 |
| 图表 112 除竣工外其他环节均持续下降 | 36 |
| 图表 113 开工/竣工拟合，预计未来竣工仍下行 | 36 |
| 图表 114 新开工增速下台阶的三种情形 | 36 |
| 图表 115 人口结构变化是对地产悲观的核心原因 | 36 |
| 图表 116 中期平衡展望 | 37 |
| 图表 117 LME 行情走势..... | 37 |

表格目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 表格 1 去年年底以来研报观点和行情验证..... | 8 |
| 表格 2 下半年可能影响经济政策的部分重要会议 | 15 |
| 表格 3 2023 国内消费增速预期..... | 26 |
| 表格 4 2023 境外消费增速预期..... | 27 |
| 表格 5 2023 年一季度铜矿主要减产项目..... | 29 |
| 表格 6 国内冶炼厂检修跟踪 | 32 |
| 表格 7 2023 全球平衡..... | 33 |
| 表格 8 2023 海外平衡..... | 38 |
| 表格 9 2023 境内平衡..... | 38 |

一、行情回顾：预期现实博弈，铜价高位震荡

绝对价格上，今年上半年铜价表现为高位震荡，阶段性有趋势性回落，主要受预期和现实的博弈驱动。

1-2 月：强预期+强现实。市场对国内经济在疫情后迅速复苏预期乐观，在此前积压需求释放的助力下经济增长现实也表现亮眼。海外方面市场开始交易降息预期，铜价单边上行 7 万高位。

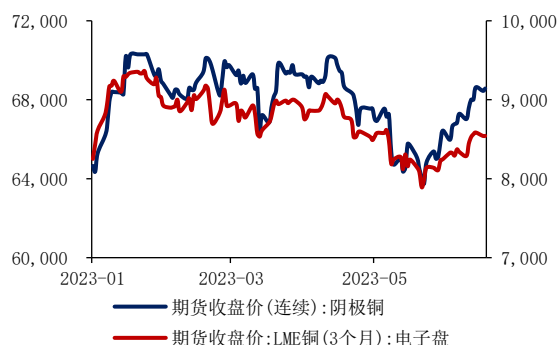
3-4 月：现实转弱+强预期有松动。一季度末后，现实开始转弱，国内经济内生性增长动力不足、居民消费意愿较弱的问题开始逐渐显现，随后市场预期也开始下调。叠加海外方面，欧美在 3 月爆发银行业危机，铜价震荡回落至 6.6 万附近。

5 月：弱现实+弱预期。5 月未见复苏提速，现实偏弱，而四月末的政治局会议较保守，使增量经济刺激政策预期落空。叠加海外方面，通胀韧性下加息预期再抬升，铜价出现较流畅下行至 6.24 万的年内低点。

6 月：弱现实+弱预期走强。6 月现实延续复苏偏缓，而政策转为积极，央行超预期降息、国常会释放刺激消费信号等，市场对政策预期重新回升。叠加海外经济预期边际回升以及基本面供应偏紧的驱动下，铜价强劲反弹 6.8 万附近。

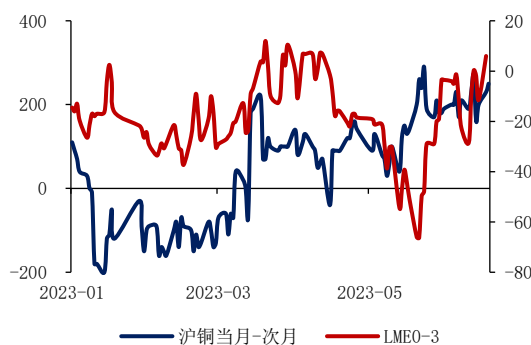
相对价格上，跨市方面，今年以来国内经济修复不及年初乐观预期，人民币总体表现为贬值，因此尽管现货升贴水不低，但进口盈利窗口在大多时间保持关闭。在跨期方面，国内一季度现货累库超过往年季节性，月差处于负值，在二季度后库存持续去化至较低水平，月差逐步上行。

图表 1 内外盘价格走势



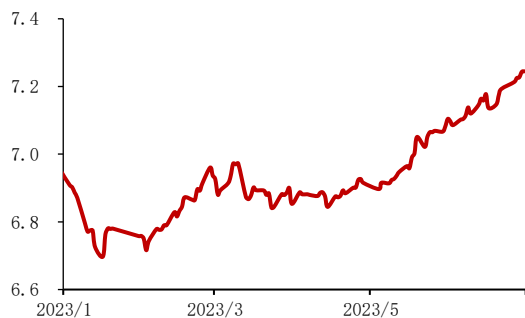
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 2 内外盘期限结构走势



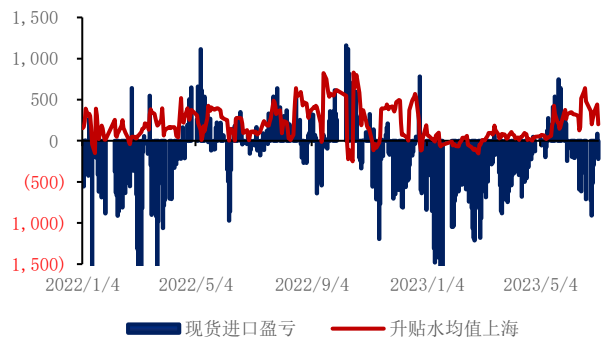
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 3 人民币汇率



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 4 升水下进口盈亏仍不打开



数据来源: 金瑞期货

表格 1 去年年底以来研报观点和行情验证

| 日期 | 报告 | 主要观点 | 市场走势 |
|------------|-------------|---------------------------|----------------------|
| 2022/12/11 | 23 年年报 | 合力有限 趋势难现 把握结构 | 短暂冲高后大幅回落, 小幅反弹后震荡僵持 |
| 2023/1/8 | 2023 年 1 月报 | 宏观观察期 VS 现货边际转弱, 价格延续僵持 | 小幅冲高后震荡僵持 |
| 2023/2/4 | 2023 年 2 月报 | 宏观现货阶段性同向, 铜价或继续回落 | 震荡僵持 |
| 2023/3/5 | 2023 年 3 月报 | 短期矛盾僵化铜价收敛, 但宏观微观仍存潜在不利因素 | 震荡僵持 |
| 2023/4/1 | 2023 年 4 月报 | 宏观现货仍有潜在风险, 尚需等待新驱动 | 前期僵持, 后期快速下跌 |
| 2023/5/3 | 2023 年 5 月报 | 宏观现货或共振, 铜价仍偏空对待 | 短暂企稳后快速下跌 |
| 2023/6/4 | 2023 年 6 月报 | 预期摇摆现实不佳, 反弹不可持续 | 反弹后震荡僵持 |

数据来源: 金瑞期货

二、宏观展望：中美大周期错位，警惕阶段性共振下行

国内复苏斜率偏弱，政策保持发力预期。海外经济韧性，联储降息年内难见。对铜而言，下半年经济与政策维度仍难形成强的合力。

库存周期来看，海外去库中，国内自年初短暂补库后重回去库，缺乏强有力复苏前景下，难言结束自 2019 年的去库周期。阶段性去库共振，或构成需求下修预期差。

2.1 经济周期错位：弱复苏 VS 缓衰退

2.1.1 国内：弱复苏

中国经济延续弱复苏态势。一季度我国 GDP 同比增速 4.5%，位于市场预期的上沿；但是二季度开始经济环比出现了明显的走弱，预计全年整体仍以弱复苏为主要特征。从驱动来看，消费是今年经济复苏的主要驱动因素，但内生性消费动力的不足使得消费年内或保持温和增长；投资则受房地产下滑和基建、工业投资增速放缓的影响整体比较疲软；出口受海外经济回落的影响预计全年保持零增长附近。

图表 5 一季度 GDP 增长位于市场预期上沿



数据来源: iFind, 金瑞期货

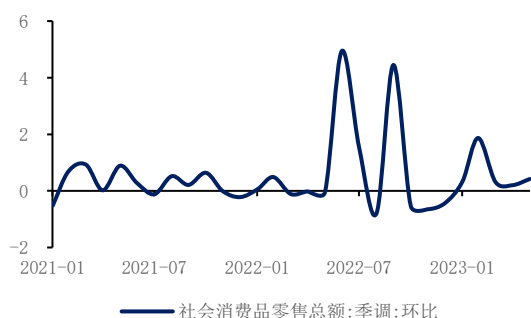
图表 6 本轮经济修复主要由消费驱动



数据来源: iFind, 金瑞期货

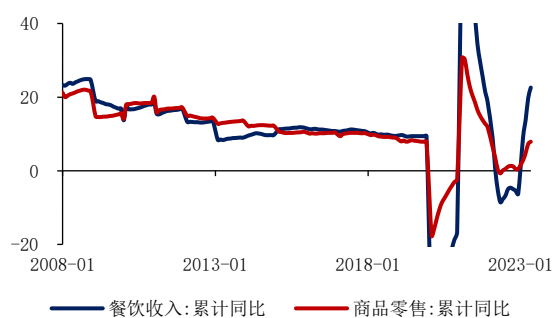
从消费来看, 当前居民内生性消费动力不足。今年一季度, 在积压需求释放下消费出现报复式增长, 社消环比出现大幅增长; 而进入二季度以后随着积压需求的释放, 社消环比增长重心明显回落。此外, 当前消费的另一大特征是服务、餐饮消费需求较高, 而商品消费则表现相对较弱, 这同样符合疫情过后报复式消费的特征。而根据央行问卷的结果显示, 随着报复性消费的退热, 我国居民对消费整体仍偏谨慎, 特别是对大件商品的消费意愿处在历史低位。总体来看, 目前我国居民的内生性消费意愿较低, 难以驱动消费大幅增长。

图表 7 二季度社消环比大幅回落



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 8 消费主要以服务餐饮为主, 商品较弱



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 9 央行问卷显示消费意愿修复较慢



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 10 “大额商品”支出意愿处于历史低位



数据来源: iFind, 金瑞期货

从投资来看，受地产走弱拖累固定资产投资难有起色。虽然高质量发展的大趋势下，中国经济对地产的依赖度逐步降低，但地产行业对中国 GDP 的直接拉动超过 7%，与建筑板块合计拉动超过 14%，经济增长在这一过程中仍可能面临阵痛。当前地产销售当前仍在持续走弱，预计将会持续拖累地产开发投资。地产表现不利信贷扩张，地产销售走弱主要是因为此前积压需求释放，当前居民购房意愿仍偏弱，个人住房贷款尚未转正，且从央行调查问卷可以看出居民对地产市场仍较谨慎，无论是看涨房价还是准备买房的比例都仍在历史低位。今年以来房地产开发投资持续负增长，且两年复合累计同比负增有扩大趋势，对固定资产投资形成了较大的拖累。地产销售数据对地产投资存在一定的领先性，也是房企拿地建设的主要驱动因素。

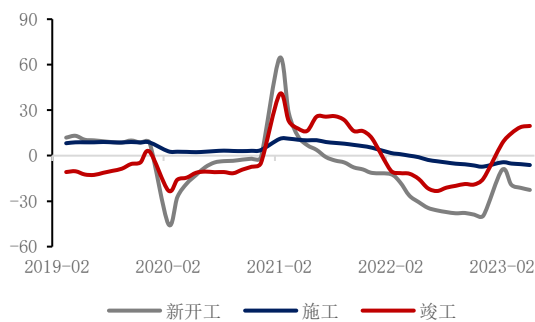
此外，基建投资预计今年整体表现将弱于去年；而制造业受企业利润下滑的影响也预计有所承压。因此总的来看，今年固定资产投资对经济驱动将保持较低水平。

图表 11 地产销售与开发投资持续走弱



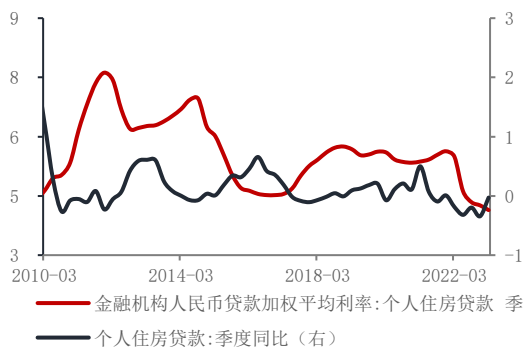
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 12 地产开发累计同比斜率转负



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 13 个人住房贷款仍未转正



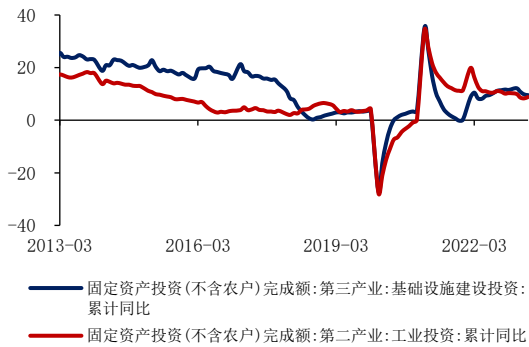
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 14 居民买房意愿动力仍在历史低位



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 15 制造业与基建投资放缓



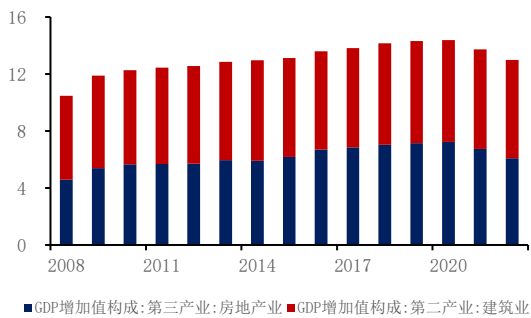
数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 16 工业企业利润拖累投资意愿



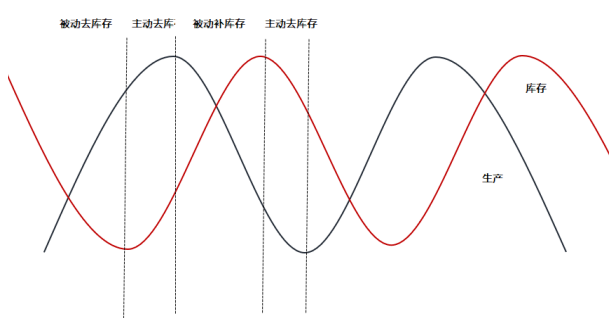
数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 17 地产+建筑业合计占 GDP 增加值 14%



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 18 预计国内即将进入补库周期



数据来源: iFind, 金瑞期货

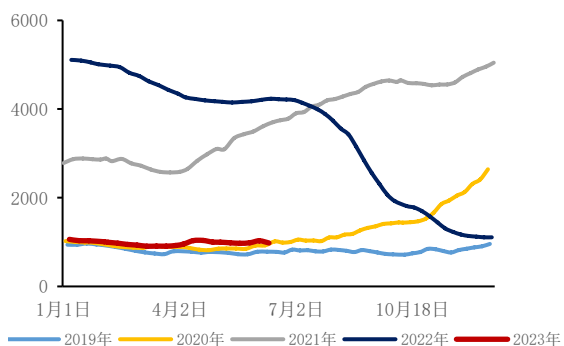
从净出口来看，外需不振，出口或持续承压。在积压订单集中释放、新能源产业持续发力等因素影响下，今年一季度我国出口保持高增，但是近期随着海外经济的持续回落以及积压外贸订单的释放完毕，我国出口增速再度承压回落。考虑到当前海外主要经济体特别是发达国家经济处于持续回落周期，年内出口预计将保持承压

图表 19 外贸出口增速回落



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 20 SCFI 出口运价指数低位运行



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 21 全球景气度掉头向下，出口转为拖累



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 22 美国商品进口大幅回落

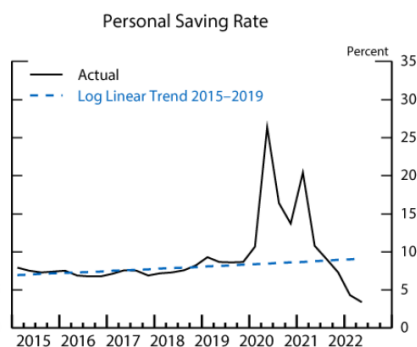


数据来源: iFinD, 金瑞期货

2.1.2 海外：缓衰退

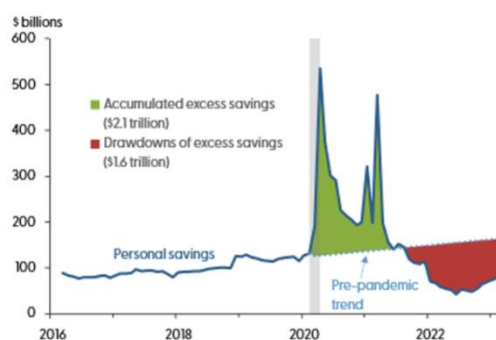
美国居民超额储蓄依然充足，年内经济仍有支撑。根据美联储经济学家的研究显示，疫情期间美国政府共为经济系统注入了超过五万亿的资金用以援助居民和企业部门。在大额补助以及疫情带来的经济开支缩减影响下，至 2021 年 8 月美国居民部门累积了约 2.1 万亿的超额储蓄，随后美国居民储蓄率开始大幅回落。截止到 2023 年一季度末，美国居民消耗了约 1.6 万亿的超额储蓄，而根据此前储蓄消耗的平均水平估算，目前美国居民剩余的超额储蓄仍然支撑居民消费至少在今年四季度都保持强劲。从目前美国经济整数据来看，服务业、居民消费等关键经济领域仍有较为亮眼的表现，且特别值得注意的是，地产领域新开工有改善，且地产价格也在走强，也符合超额储蓄对美国经济的支撑状况，预计年内美国经济衰退的概率仍然较小。

图表 23 疫情期间居民储蓄率高增



数据来源: Bureau of Economic Analysis, 金瑞期货

图表 24 目前居民仍有 5000 亿超额储蓄



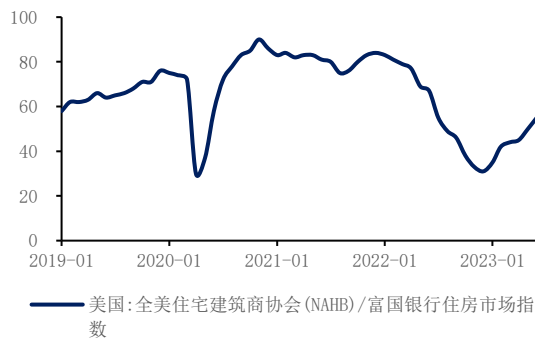
数据来源: Fed of SF, 金瑞期货

图表 25 美国地产新开工再度走强



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 26 今年以来美国房屋价格再度走强



数据来源: Fed New York, 金瑞期货

图表 27 居民消费保持韧性



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 28 服务业仍维持较高景气度



数据来源: iFind, 金瑞期货

中长期来看高利率环境将增加金融系统风险，提升经济衰退可能。尽管短期来说美国经济保持了一定的韧性，但是强劲经济表现与高通胀导致的更加鹰派的货币政策将会使得美国未来爆发危机的风险有所提升。FRA-OIS 利差保持在高位，显示当前美国信用违约风险正在升高。而 10 年美债与 3 月美债的长短端倒挂持续扩大则也暗示出美国经济衰退的概率正在进一步的上升。

图表 29 FRA-OIS 显示流动性风险升高



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 30 美债长短端倒挂持续扩大



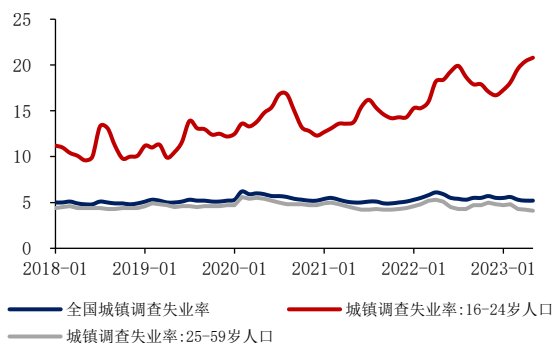
数据来源: iFind, 金瑞期货

2.2 政策周期错位：待发力 VS 远降息

2.2.1 国内：待发力，预期分歧大

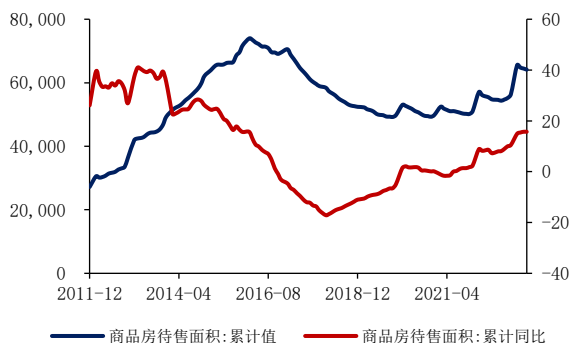
当前国内经济环比走弱、地产库存偏高，对进一步刺激政策有需求。二季度开始国内经济环比再度走弱，居民内生性消费动力不足，年轻人失业率偏高；此外地产再度走弱，地产库存较高，因此客观上需要增长刺激政策对经济进行进一步的推动。

图表 31 经济走弱年轻人失业率创历史新高



数据来源: iFind, 金瑞期货

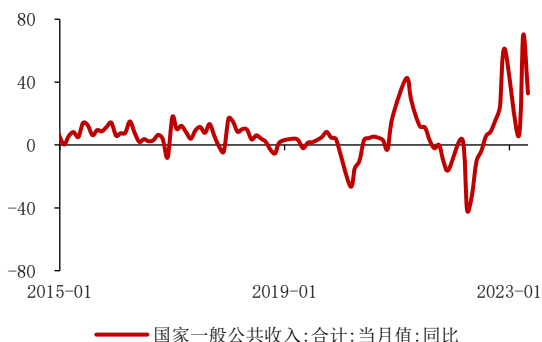
图表 32 地产库存高增



数据来源: iFind, 金瑞期货

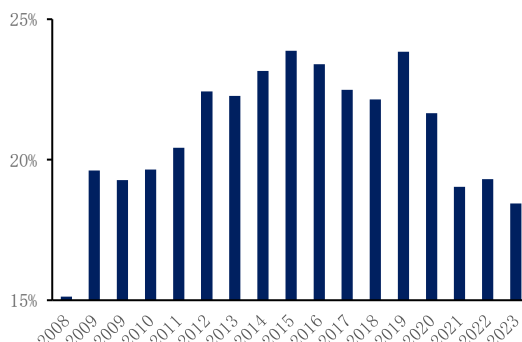
但政策推出有掣肘，财政收入实际下降+地方政府负债偏高。今年五月财政收入，特别是税收收入出现大幅下跌，5月国家一般公共预算收入同比增速由4月的70%大幅回落至32.7%，若扣除去年留底扣税因素则同比增速从2.8%下降至-7.4%。财政收入的大幅降低对我国财政政策的继续发力形成了一定的约束。此外，当前政府杠杆率超过50%，其中地方政府杠杆率增长较快且已经偏高，继续举债基建或者刺激经济受到一定限制，这样进一步制约了刺激政策的出台。而相应的可以看到，今年1-5月基建类支出占政府支出的比例降至2009年以来的新低。

图表 33 5月一般公共预算收入大幅回落



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 34 基建支出占比创 09 年以来新低



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 35 政府杠杆率持续增长，地方政府杠杆偏高

数据来源：iFind，金瑞期货

下半年政策重要关注时机梳理。今年 7 月下旬的政治局会议或将是回顾上半年发展形势，观察下半年经济政策方向的时间窗口。此外，下半年可能还有三中全会，中央经济工作会议等较为重要的会议可能涉及政策的出台。

表格 2 下半年可能影响经济政策的部分重要会议

| 时间 | 类别 | 会议 | 频次 | 补充说明 |
|------|------------|-----------------|--------|--|
| 7 月末 | 党中央 | 政治局会议 | 每月 1 次 | 政治局会议每月召开，其中 7 月政治局会议一般会分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作 |
| 11 月 | 党中央 | 二十届三中全会 | 五年 1 次 | 三中全会一般聚焦经济改革 |
| 12 月 | 党中央国务院联合召开 | 中央经济工作会议 | 每年 1 次 | 中国最高级别经济工作会议，为来年的中国经济发展作出部署 |
| 每周 | 国务院 | 国常会 | 每周一次 | 国务院现行的法定会议之一，讨论决定国务院工作中的重大问题。一般每周召开 |
| 不定期 | 党中央 | 总书记主持召开的民营企业座谈会 | 不定期 | 分析经济发展形势和民营经济发展状况 |

数据来源：金瑞期货

2.2.1 海外：远降息，动力不足

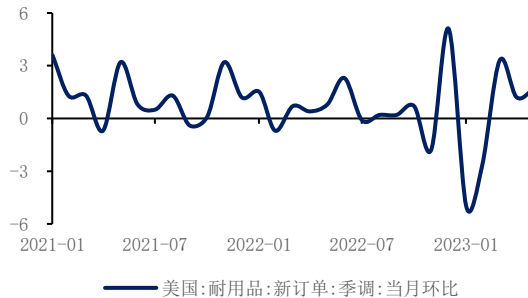
经济韧性下，美联储降息动力不足。在超额储蓄的持续作用下，美国经济韧性显现。一季度美国 GDP 环比大幅上修至 2%，远超市场预期的 1.4%，显示出当前美国整体经济仍十分强劲。此外，近期公布的耐用品订单、地产新开工等经济核心指标也均超过了市场预期。

图表 36 美国 23Q1GDP 超预期



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 37 耐用品订单强劲



数据来源: Fed New York, 金瑞期货

核心通胀粘性较大距离政策目标尚远, 改变鹰派立场有掣肘。当前美国就业市场依旧十分强劲, 失业率处于二战后的历史低位, 近期每月新增非农就业均超市场预期, 基本符合充分就业条件, 因此联储有较大空间维持紧缩的货币政策而不用顾虑就业数据。另一方面, 当前尽管美国 5 月 CPI 已经连续 11 个月回落并降至 2021 年 4 月以来新低, 但核心通胀仍表现出了较大的粘性。美联储政策锚定的通胀数据核心 PCE 指数 4 月不降反升, 且距离 2% 的政策目标仍有较远距离, 因此联储也有动力继续维持高利率以抑制核心通胀。

图表 38 失业率处于战后低位



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 39 新增非农持续超预期



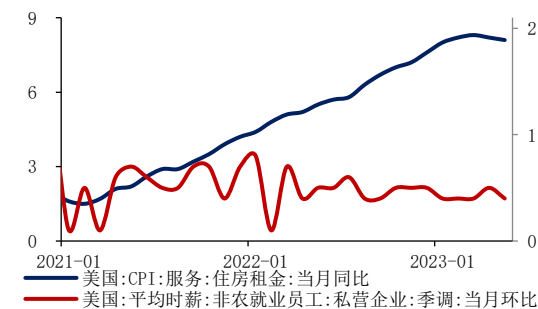
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 40 美国核心通胀粘性较大



数据来源: iFinD, 金瑞期货

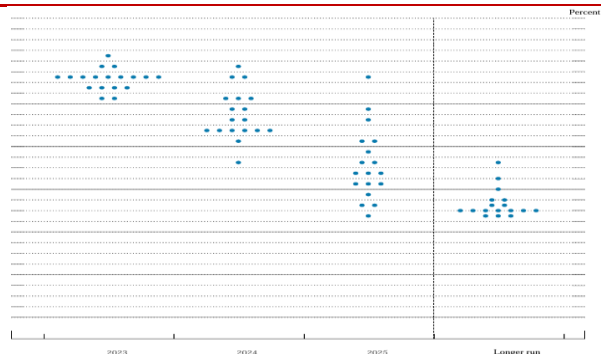
图表 41 核心通胀的驱动因素仍强劲



数据来源: Fed New York, 金瑞期货

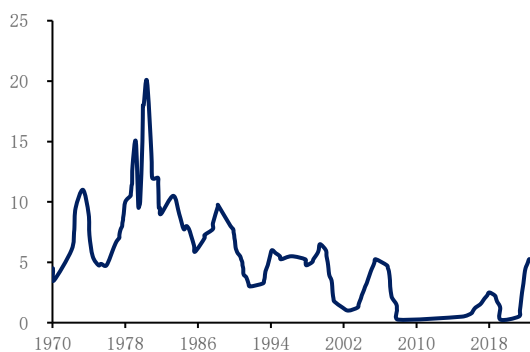
海外高利率环境预计仍将维持，基准假设下，年内难见降息。当从联储 6 月 FOMC 释出的点阵图来看，美国央行官员普遍预期本轮加息周期中联储仍将有 2 次 25bp 的加息，且基准假设下年内将不会降息。而鲍威尔在半年一次的国会听证会上也表示继续加息是合适的，预计未来仍有 2 次加息且基准假设下年内将不会降息。

图表 42 6 月点阵图显示 23 年底美国政策利率预计为 5.5-5.75



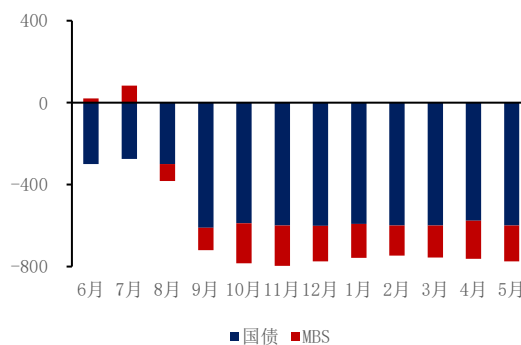
数据来源: Fed, 金瑞期货

图表 43 美国当前利率为 2000 年以来最高水平



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 44 每月缩表保持 750 亿美元



数据来源: Fed New York, 金瑞期货

2.3 库存周期：周期错位，警惕合力下行

从库存周期的角度来看，中美欧库存周期错位，美国、欧洲处于主动去库的不同阶段。美国经济 2022 年二季度库存见顶，三季度初步显现去库迹象，考虑到生产指标跌入紧缩区间，未来预计将开启主动去库阶段。欧洲经济在 2021 年四季度开始进入主动去库阶段，进程相对比美国快。

图表 45 美国仍在去库早期阶段



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 46 欧洲去库略早于美国



数据来源: wind, 金瑞期货

中国处于主动去库尾声，但地产或制约补库强度。国内库存周期在去年四月开始去库存之后已经持续 14 个月，从以往的经验来看，此前几轮去库存平均在 18 个月左右，今年下半年有望逐步进入到补库存周期。从驱动来看，由于房地产产业链条长，影响力大，地产的周期性波动容易带动整体库存周期，我们使用地产销售代表地产周期与库存周期进行拟合发现效果最好，并且地产周期领先库存周期 1 年左右。然而今年地产端修复的幅度是有限的，目前房地产行业的信心仍是处在相对弱的阶段，居民加杠杆意愿不足，今年仅是弱复苏，未来或将限制国内宏观补库存的力度

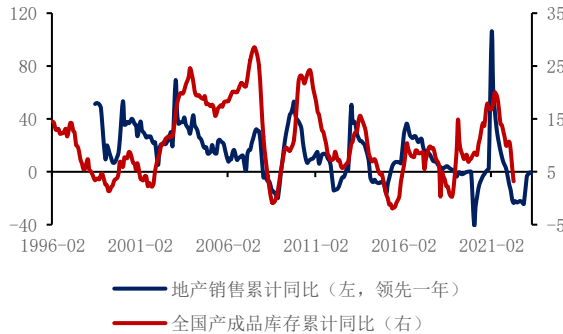
综上，海外相对国内仍处于去库的较早期阶段，而国内补库存周期尚未开始，且未来强度或受限，未来仍易出现同向去库压力，拖累消费。

图表 47 中国主动去库阶段临近尾声



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 48 地产周期与库存周期高度相关



数据来源: iFinD, 金瑞期货

2.4 以史为鉴：降息前半段铜价多面临下行压力

结论：从以往数据来看，美联储加息尾声至降息进程前半段存在逆周期性，总是发生在经济走弱、风险出现的时期，因此往往伴随着铜价较大幅度的下行。等待降息进入后半段，往往市场会开始期待宽松流动性下的经济好转，价格会再度进入上涨周期。

1999 年 6 月 ➡ 2003 年 6 月：-35%

美联储本轮加息进程在全球互联网泡沫破裂后停止，与此同时，铜价自 00 年下半年开始跌势不止，2001 年 1 月为了释放市场流动性，美联储降息周期开启，本轮降息降幅 5%，LME3M 铜价自 2001 年 1 月从 2000 左右一路下探至 1300，于 2001 年 11 月初止跌势，触底后震荡上行。

2004 年 6 月 → 2008 年 12 月：-68%

美联储于 04 年 6 月开启新一轮加息，加息幅度近 4.25%，本轮加息引发美国次贷危机，为了让房地产市场能够适应次贷危机的冲击，美联储于 07 年 9 月开启降息进程，本轮降息初始较为温和，铜价韧性较强，08 年开始 7 轮大幅降息，直至 0.25% 底部，7 月铜价大幅下行，LME3M 铜价自 8900 高位一路跌至 2825，直至 08 年 12 月降息进入尾声，铜价止跌，开启底部震荡。

2015 年 12 月 → 2020 年 3 月：-29.5%

本轮加息周期美联储共加息 2.25%，受中美贸易战影响，于 19 年 8 月重启降息，后受疫情打击，联邦基金利率下调至 0.25%，铜价也屡破新低，于 20 年 1 月下跌通道开启，LME3M 铜价自 6200 跌至 4371，2020 年 3 月降息结束，铜价也止跌反弹。

2022 年 3 月-至今：？

经历连续十轮加息，美联储联邦基金利率区间达到 5%~5.25%，激进的加息使得银行业危机浮现，加上不断下行的通胀，市场停止加息的预期不断发酵，美联储终于于 6 月暂停加息。

图表 49 降息 VS 铜价



数据来源: iFind, 金瑞期货

三、年内：低库存改善的过渡阶段

3.1 平衡表逻辑与关键变量：隐性库存流出、再生消费弹性与供应增量风险

3.1.1 平衡表逻辑及关键矛盾梳理

我们对今年上半年的全铜平衡做了梳理，全球平衡过剩 17 万吨，其中境外过剩 13 万吨，国内过剩 4 万吨，实际库存变化与平衡的差异主要来自于海外。各个环节来看，主要的差异分别来自于海外铜矿增量与全球从产业结构数据来看，存在以下几个关键矛盾，解释如下：

平衡：预期平衡过剩（+17） VS 实际现货偏紧（0）。

平衡矛盾指向海外 15-20 万吨隐性库存，预计集中入市节点在三季度。

消费：终端增速超预期（+9%） VS 表消弱于终端（+6%）。

消费矛盾指向 20-30 万吨废铜对精铜消费的替代。下半年废铜宽松度有所退坡，其替代性转弱。

供应：粗炼瓶颈缓解，铜冶增速匹配。（矿+4% VS 冶炼+4%）

电铜冶炼增速的提升，受益于粗炼提升及废铜原料改善，H2 电铜保持高增（5%），阶段性有硫酸胀库以及废铜原料吃紧的风险。

3.1.2 隐性库存：预期 15-20 万吨量级，流出冲击集中三季度

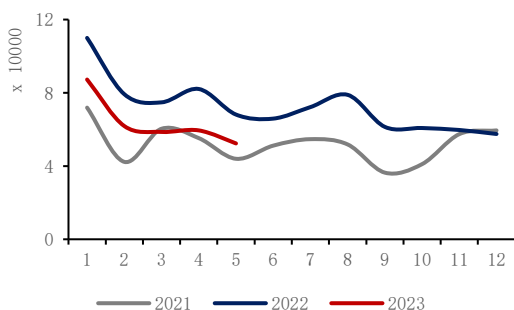
非洲因政治因素影响发运，积累 15-20 万吨量级隐性库存，导致上半年铜品种全球库存变化累库幅度不及预期。该部分铜预计在 6 月底-9 月逐步兑现，兑现节奏会影响全球库存变化。

根据洛阳钼业财报，推算非洲共有 19 万吨电铜积压。洛阳钼业在 2022 年年报中披露 13.5 万吨电铜库存量，并且在今年一季度 TFM 项目生产的 6 万吨铜未销售，企业合计有 19.5 万吨左右库存。

从非洲铜元素结构变化也能印证隐性库存的积累。去年非洲电铜产量同比增量 20 万吨，中美欧进口非洲电铜仅增加 8 万吨左右，有 12 万吨左右隐性库存形成。今年非洲电铜产量同比增量预期在 14 万吨（洛钼 TFM、KFM，盛屯 Kalongwe），但从中美欧进口非洲电铜数据来看，1-4 月同比增长较小，初步估计或有 3 万吨库存堆积，合计考量共有 15 万吨左右隐性库存形成。

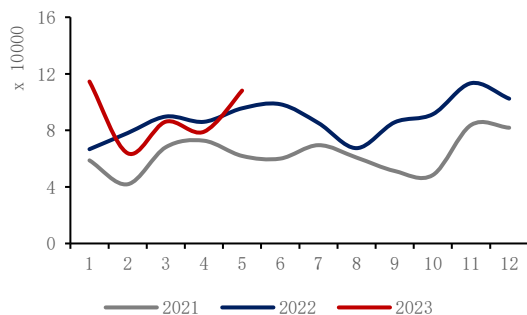
铜从刚果金运抵中国所需时间在两个月左右，预计集中流入国内市场时间大致在 7 月中下旬，流入量级在 8、9 万吨左右，其余部分预计流向欧美。建议持续关注隐性库存显性化的节奏。

图表 50 中美欧进口非洲粗铜



数据来源：各国海关数据，金瑞期货

图表 51 中美欧进口非洲精铜



数据来源：各国海关数据，金瑞期货

图表 52 洛阳钼业 2022 年年报

(2). 产销情况一览表

| 主要产品 | 单位 | 生产量 | 销售量 | 库存量 | 生产量 比上年 增减 (%) | 销售量 比上年 增减 (%) | 库存量 比上年 增减 (%) |
|--------------------|----|-----------|-----------|---------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| 矿山采掘及加工(注1) | | | | | | | |
| 钼 | 吨 | 15,114 | 16,044 | 761 | -7.76 | -3.13 | -48.59 |
| 钨 | 吨 | 7,509 | 7,745 | 971 | -13.27 | -7.43 | -17.88 |
| 铌 | 吨 | 9,212 | 9,105 | 694 | 7.29 | 7.26 | 13.77 |
| 磷肥 (HA+LA) | 吨 | 1,142,235 | 1,157,340 | 89,970 | 2.26 | 2.44 | -32.57 |
| 铜 (TFM) | 吨 | 254,286 | 130,414 | 135,573 | 21.60 | -36.41 | 137.06 |
| 钴 | 吨 | 20,286 | 12,560 | 11,318 | 9.65 | -26.48 | 25.09 |
| 铜 (NPM 80%权益) | 吨 | 22,706 | 21,866 | 1,310 | -3.52 | -7.18 | 1,210.00 |
| 金 (NPM 80%权益) | 盎司 | 16,221 | 16,141 | 不适用 | -18.68 | -17.86 | 不适用 |

数据来源：公司财报，金瑞期货

图表 53 洛阳钼业 2023 年一季报

1. 主要产品情况

| 主要产品 | 单位 | 生产量 | 销售量 | 生产量同比 增减 (%) | 销售量同比 增减 (%) |
|---------------------|----|---------|---------|-----------------|-----------------|
| 矿山采掘及加工 (注1) | | | | | |
| 铜 (TFM) | 吨 | 61,806 | - | -1.01 | -100.00 |
| 钴 (TFM) | 吨 | 5,018 | - | -1.77 | -100.00 |
| 铜 (KFM) | 吨 | 4,375 | - | / | / |
| 钴 (KFM) | 吨 | 102 | - | / | / |
| 钼 | 吨 | 4,119 | 2,851 | 8.05 | -23.32 |
| 钨 | 吨 | 1,915 | 1,495 | -1.44 | -13.58 |
| 铌 | 吨 | 2,280 | 2,230 | -5.91 | 3.28 |
| 磷肥 (HA+LA) | 吨 | 269,792 | 279,568 | -2.42 | 12.31 |
| 铜 (NPM 80%权益) | 吨 | 6,227 | 6,310 | 19.74 | 69.26 |
| 金 (NPM 80%权益) | 盎司 | 4,561 | 4,246 | 20.34 | 69.91 |

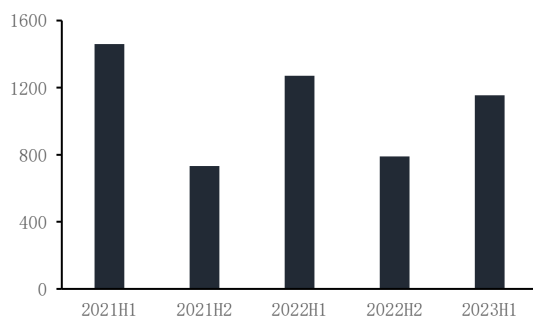
数据来源：公司财报，金瑞期货

3.1.3 精废替代：H2 废铜宽松度退坡，替代性转弱

今年再生修复预计相对有限，弹性测算下，全年消费端弹性测算量级在 30-40 万吨，上半年按再生铜杆估算已经兑现 27 万吨，下半年对精铜替代或边际减弱。去年由于疫情不利跨地区人员流动以及产业结构问题，国内再生原料偏紧。今年以来，疫情干扰减弱，叠加铜价处于相对高位，利于再生持货商出货，因此废铜除 5 月外基本处于过剩态势，显著好于去年。但全年维度上废铜预计修复程度有限，H2 废铜宽松度退坡，对精铜替代性转弱。

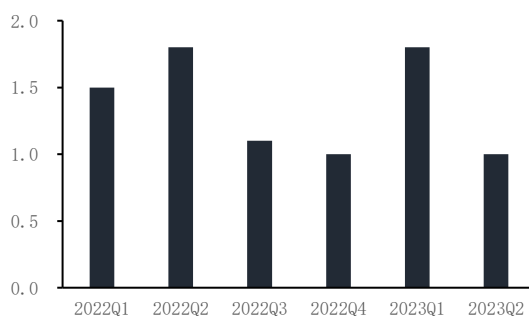
从供应逻辑上分析，国内拆解预计温和修复，并面临财税风险。废铜拆解与制造业、工业生产强度相关度高，今年经济具有消费性驱动特征，从原料供应的节奏来看，修复预计相对温和。此外再生企业下半年还面临税务风险。40 号文可能加大执行力度，再生企业成本或抬升。6 月中旬后，安徽、湖北、江西等多地传来风声，部分再生企业反馈有税务部门已经就补缴 40 号文规定下进项税款事宜进行沟通。此前再生企业采用贸易公司代开 3% 增值税发票作为进项的做法可能不被认可，部分地区甚至面临追缴此前抵扣税款的风险。目前相关政策的沟通各地进展不一，调研反馈来看，江西地区普遍反馈还在磋商，落地可能性不高。但安徽地区沟通进展快，初步评估企业需要缴纳或补缴的金额为货值金额 8% 的 25%，按铜价 68000 估算，每吨成本抬升在 1200 以上。

图表 54 再生铜连续两年较下半年更加紧张



数据来源：SMM，金瑞期货

图表 55 再生铜杆企业近期库存回落



数据来源：金瑞期货

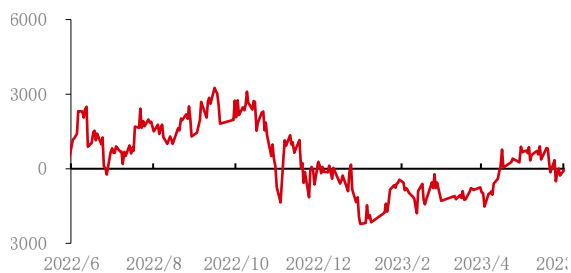
而进口原料补充方面源头出口放缓，虽然 1-5 月再生进口同比仍有增量，但下半年进口持续增长可能放缓。考虑到全球经济景气度从去年年底已经跌入紧缩区间，海外再生原料供应一般，从欧美日废铜出口数据回落可以验证。另一方面，今年以来废铜进口持续亏损，可能削弱进口废料的实际体现。

图表 56 全球经济放缓，不利再生释放



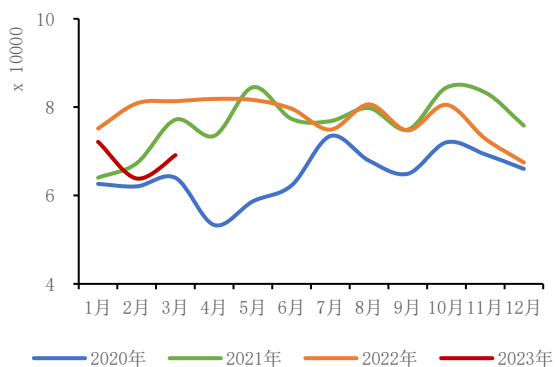
数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 57 国内经济景气度偏弱，拆解来源有限



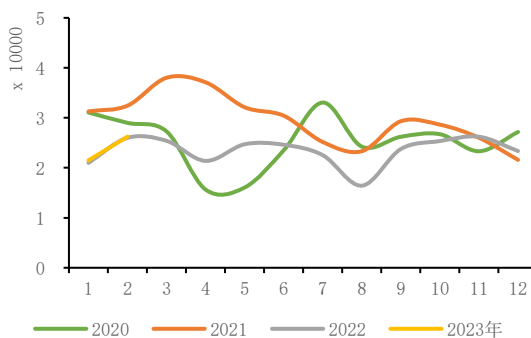
数据来源：SMM，金瑞期货

图表 58 美国废铜出口



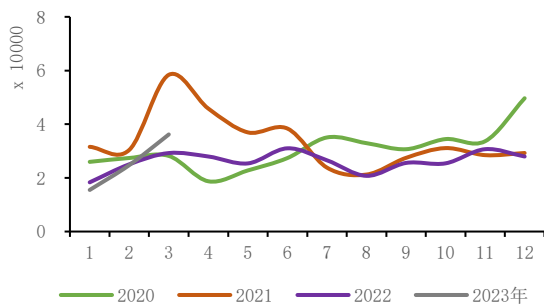
数据来源：美国海关，金瑞期货

图表 59 欧洲废铜出口



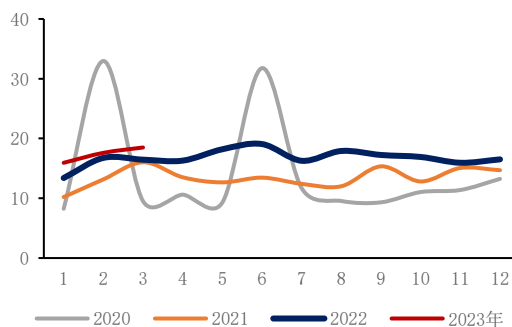
数据来源：欧盟统计局，金瑞期货

图表 60 日本废铜出口



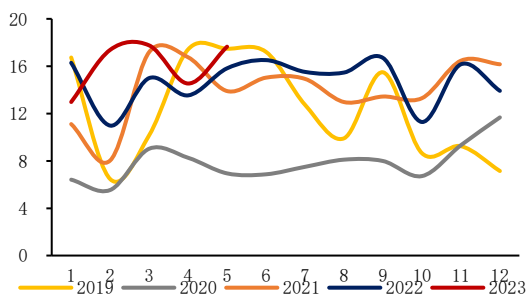
数据来源：日本海关，金瑞期货

图表 61 泰国废铜出口



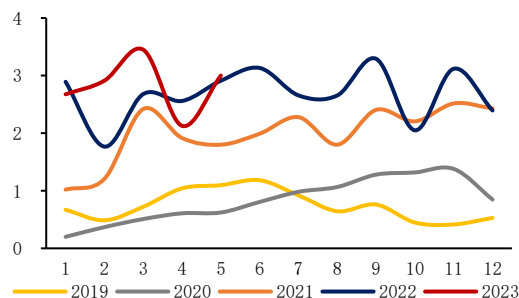
数据来源：泰国海关，金瑞期货

图表 62 中国进口废铜总量



数据来源：海关总署，金瑞期货

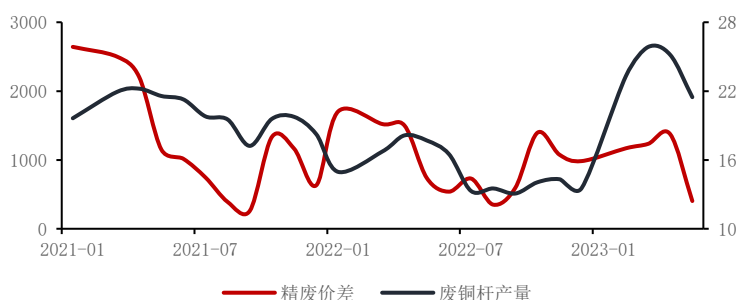
图表 63 中国自美国进口废铜



数据来源：海关总署，金瑞期货

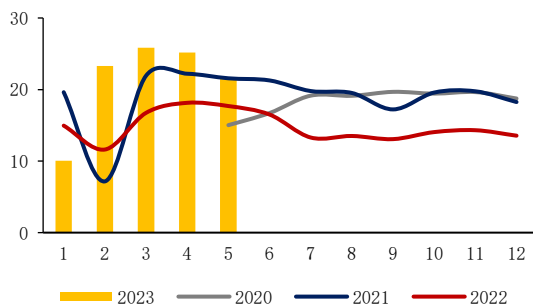
今年再生铜消费替代弹性或在 30-40 万吨/年，上半年兑现大半，下半年空间有限。我们从再生铜杆(再生铜加工材占比 70%以上)的产量粗略跟踪再生铜的替代效应。以再生最宽松的 2021 年与最紧张的 2022 年两年作为基准维度进行比较，再生的消费替代效应差异为 50 万吨，可以作为最大弹性的基准假设。今年同比去年再生供应预计有限改善，弹性预估在 30-40 万吨，1-5 月再生铜杆产量已经兑现 27 万吨增量，剩余空间有限。

图表 64 废铜杆产量对精废价差变化敏感



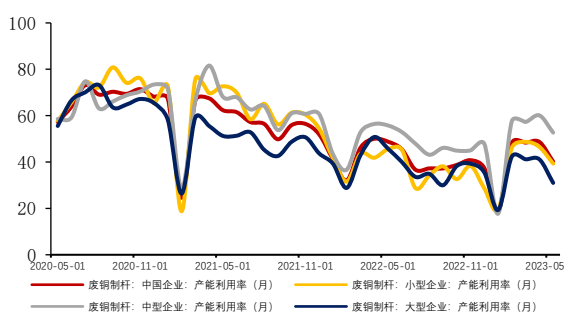
数据来源：Mysteel，金瑞期货

图表 65 1-5 月铜杆同比已经增加 27 万吨



数据来源：Mysteel，金瑞期货

图表 66 再生铜杆产能利用率



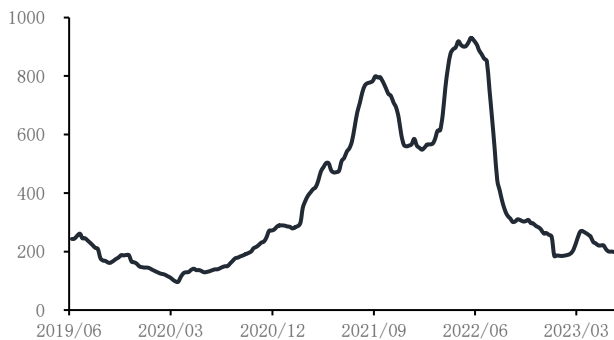
数据来源：Mysteel，金瑞期货

3.1.4 供应：电铜增量兑现有风险，硫酸胀库 & 粗铜转紧

炼厂面临硫酸胀库风险。严重的产能过剩，叠加缺乏大量级的新应用场景的背景下，硫酸供大于求的格局持续存在。去年下半年开始硫酸需求低迷，价格持续回落。今年二季度，部分炼厂明确表示硫酸库存压力增加，一度降价出售硫酸，且有传闻有铅锌炼厂因此停产锌以降低压力。未来三季度开始国内炼厂进入检修量较低的阶段，冶炼硫酸供应预计有所增加，而下游的化肥行业需求并不乐观，硫酸胀库风险不容忽视，可能对铜冶炼产量造成影响。

此外再生格局宽松度退坡可能导致粗铜偏紧张，不利供应增量兑现。

图表 67 硫酸价格持续回落



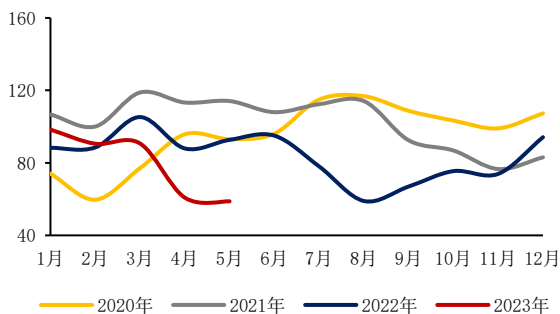
数据来源: ifind, 金瑞期货

图表 68 有炼厂的省份硫酸价格更低

| 企业名称 | 品质 (%) | 报价 (元/吨) | 周涨跌 |
|------|--------|----------|-----|
| 辽宁 | 98 | 60-160 | 0/0 |
| 内蒙古 | 98 | 10-90 | 0/0 |
| 山东 | 98 | 10-100 | 0/0 |
| 江苏 | 98 | 120-200 | 0/0 |
| 安徽 | 98 | 1-80 | 0/0 |
| 江西 | 98 | 20-120 | 0/0 |
| 河南 | 98 | 1-50 | 0/0 |
| 湖北 | 98 | 100-180 | 0/0 |
| 湖南 | 98 | 30-180 | 0/0 |
| 广东 | 98 | 110-220 | 0/0 |
| 广西 | 98 | 140-280 | 0/0 |
| 四川 | 98 | 80-200 | 0/0 |

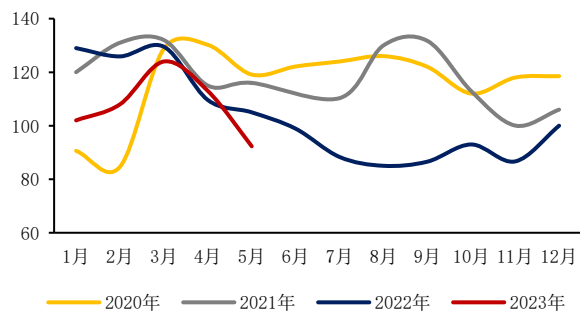
数据来源: 硫酸协会 (6月20日), 金瑞期货

图表 69 磷酸一铵产量季节性



数据来源: Mysteel, 金瑞期货

图表 70 磷酸二铵产量季节性



数据来源: Mysteel, 金瑞期货

3.2 消费：低基数下保持高增（全年+4%，H2+3%）

今年全球铜消费预计增约 4%，其中国内+6.5%，海外+0.5%。下半年增速放缓至 3%。国内消费高增的主要驱动还是地产竣工的支撑。在去年较低基数，以及保交楼政策刺激下，地产旧动能与新能源形成合力。海外消费主要是高利率环境下地产及耐用品消费有压力，

3.2.1 国内消费全年+6.5%，H2+4%：需警惕地产竣工后续走弱

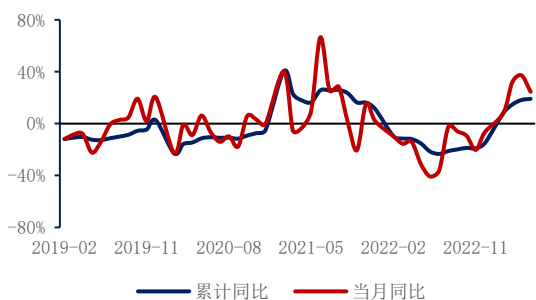
传统领域方面：今年地产竣工明显修复，并提振后周期的家电行业。1-5 月国内地产竣工累计同比 19%，明显超过我们年初预期。展望下半年，考虑近几年在前端的拿地和开工增速

不佳，后续虽有保交楼政策持续发力，但是环比的刺激能力预计降低，结合去年年底竣工已经进入边际改善的阶段，我们认为今年下半年竣工增速将逐步回落。此外，在地产后周期的家电行业，同样在上半年体现出较高增速，但是目前已经进入到季节性走弱阶段，排产预计延续回落，转入小幅负增长阶段。

新能源领域仍是重要提振。我们对政府装机目标进行梳理，并分析行业利润情况，认为装机目标完成可能性较大。在政策扶持、消纳条件及经济性等驱动因素作用下，我们预计 23 年全球光伏新增装机为 330GW。其中，国内新增装机 130GW，海外装机 200G。**汽车方面：库存拖累减轻，消费刺激政策配合下预计新能源汽车增速仍可观，23 年全球新能源汽车销量有望达到 1360 万辆，同比+30%。**其中，预计国内新增新能源汽车 880 万辆，同比约+22%，海外新增 480 万辆，同比+46%。今年汽车行业曾面临一定库存压力，并且对生产量造成一定拖累，但近几个月库存去化情况尚可，并且政策端对新能源汽车消费继续发力，同时完善配套基础设施建设，因此预计后续新能源汽车增速仍然可以维持在 20%以上。

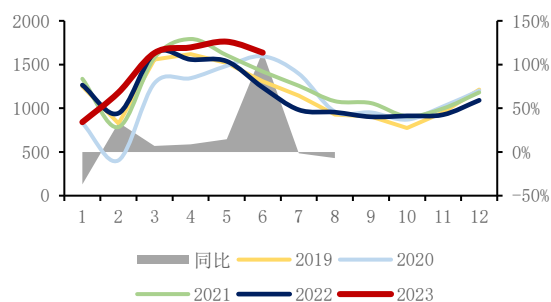
综上，下半年国内消费增速因传统领域增速预计边际回落而随之降低，全年增速预计增 6.5%。

图表 71 竣工高增但有回落



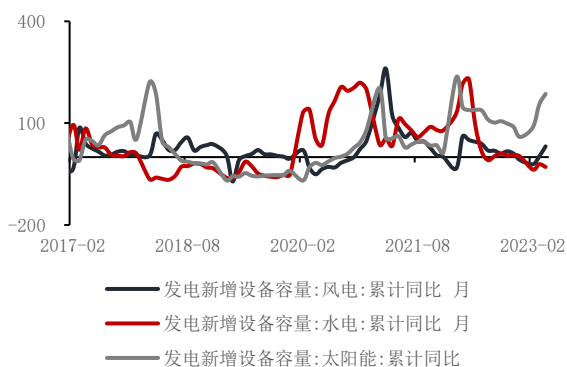
数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 72 空调排产进入季节性走弱阶段



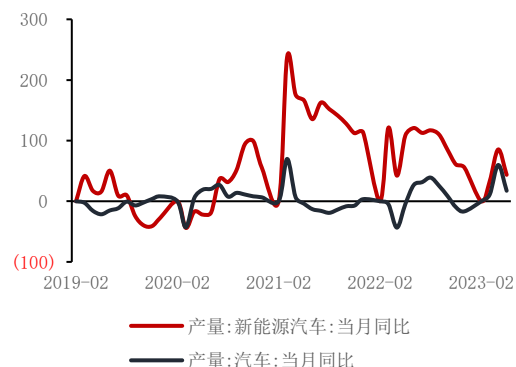
数据来源：金瑞期货

图表 73 新能源发电高增长



数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 74 汽车增速修复（4 月有低基数因素）



数据来源：iFinD，金瑞期货

表格 3 2023 国内消费增速预期

| 2023 境内消费增速 | 占比 | 2022 (e) | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2023 |
|-------------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|------|
| 建筑 | 25.0% | -20% | 19% | 23% | 23% | 0% | 16% |
| 基建电源投资 | 4.0% | 33% | 70% | 31% | 35% | 35% | 43% |
| 汽车 | 9.0% | 29% | 4% | 19% | 14% | 14% | 13% |
| 其他交运 | 5.7% | 5% | -8% | -8% | -5% | -3% | -6% |
| 家电 | 18.0% | -1% | 12% | 13% | -4% | -5% | 4% |
| 电子 | 10% | 10% | -3% | -15% | -10% | 0% | -7% |
| 工业 | 4% | 14% | -5% | 0% | -2% | 0% | -2% |
| 消费终端增速 | 100.0% | 0.6% | 9% | 9% | 6% | 2% | 6.5% |

数据来源：金瑞期货

3.2.2 海外消费全年+0.5%，H2+0%：高利率背景下仍逐步走弱

海外经济韧性超预期，高利率背景下仍逐步走弱。今年以来海外经济增速超预期，因此上半年终端消费中枢基本由于近年来海外加息和通胀水平的上升，对消费和投资产生了不利影响，消费者和企业更加谨慎。分行业来看，建筑和工业仍是最大拖累，分别负增长 4.3%、1.5%，交通和电力通信行业受新消费领域拉动，分别有 8%和 17%左右增长。

图表 75 美国 30 年期抵押贷款利率高位



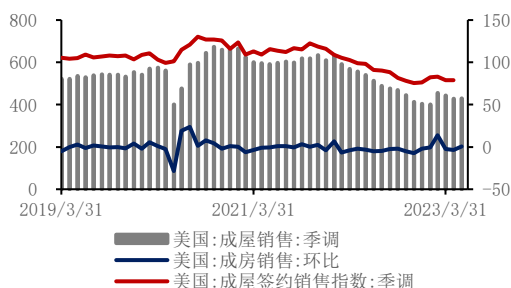
数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 76 新开工房屋有所上升



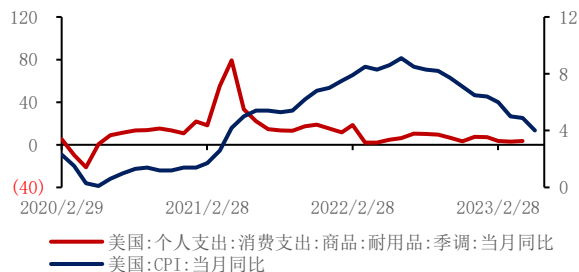
数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 77 美国成屋销售保持平稳



数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 78 美国耐用品与 CPI 差距减少



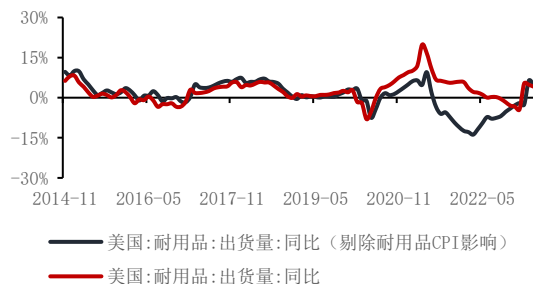
数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 79 美国个人储蓄保持低位



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 80 美国耐用品剔除通胀体现韧性



数据来源: iFinD, 金瑞期货

表格 4 2023 境外消费增速预期

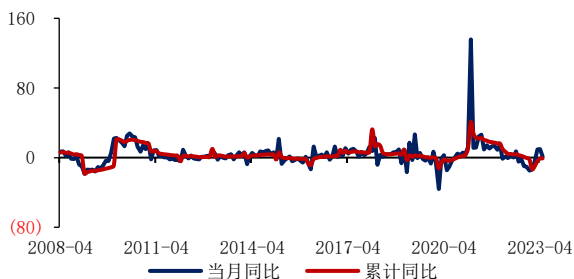
| 2023 境外消费增速 | | 2022 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2023 合计 |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 建筑 | 33.0% | -0.6% | -8.0% | -7.0% | -8.0% | -8.0% | -7.8% |
| 工业 | 16.0% | 2.0% | -2.0% | -2.5% | -3.0% | -4.0% | -2.9% |
| 消费品 | 15.0% | -3.0% | 4.4% | 3.0% | 0.6% | -1.3% | 1.7% |
| 交通 | 12.0% | 6.0% | 20.0% | 17.0% | 13.0% | 13.0% | 15.8% |
| 电力通信 | 11.0% | -3.0% | 13.0% | 16.0% | 16.0% | 19.0% | 16.0% |
| 其他 | 13.0% | 2.0% | -2.0% | -2.5% | -3.0% | -4.0% | -2.9% |
| | | 0.5% | 1.3% | 1.2% | -0.1% | -0.3% | 0.5% |

数据来源: 金瑞期货

3.2.3 国内出口全年-1%，H2-1%：外需不佳拖累

外需不佳下全年-1%，下半年持续拖累。今年铜消费出口在三四月份有阶段性好转，原因主要是春节后和疫情后的订单集中释放，后续出口数据在 5 月份再度回归下降趋势。我们在此前的出口专题报告中曾提到，出口东南亚国家数据或仍有一定韧性，而后续随欧美需求放缓趋势不改，出口东南亚将逐步受到影响，目前已经观察到数据兑现。综上，预计对今年出口总体将小幅负增长。分板块来看，除新能源汽车外，其余电子、家电和电缆等板块预计均有不同程度下降。

图表 81 铜终端出口环比走弱



数据来源: 金瑞期货

图表 82 出口总值继续回落



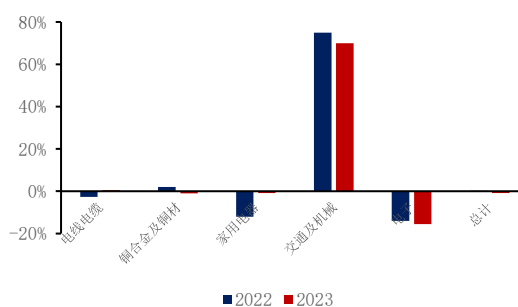
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 83 出口东南亚韧性不再



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 84 分板块出口增速预期



数据来源: iFinD, 金瑞期货

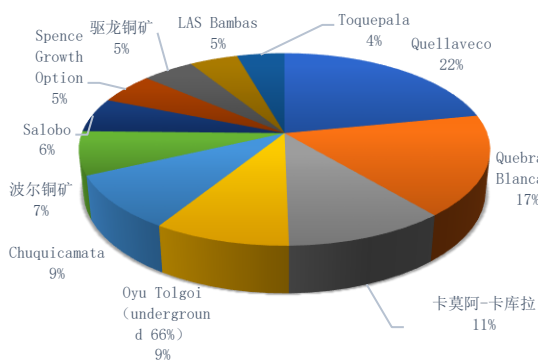
3.3 供应: 粗炼瓶颈消退, 供应保持高增(全年+4%, H2+5%)

去年供应释放受制于粗炼, 今年项目投放带来粗炼瓶颈消退, 叠加废铜供应改善, 预计供应增 4%。铜精矿环节增量预期有所下修, 结合粗炼项目增 69 万吨, 预计铜矿仍是过剩格局, 量级约 23 万吨。在去年年报中, 基于粗铜紧张, 我们对今年精铜增量的预期主要基于粗炼释放量和湿法增量, 部分精炼增量因粗铜紧张而未给出增量预期。但今年废铜供应改善, 结合具体项目梳理, 我们目前将精铜增量修正至 110 万吨左右(+4%), 其中国内增 96 万吨, 海外增 14 万吨。

3.3.1 铜矿全年+3.9%, H2+4%: Q1 干扰下修全年预期

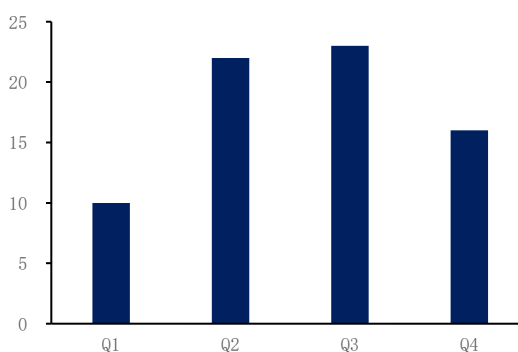
2023 年 Q1 全球铜矿供应增量不及预期, 但全年仍不是主要矛盾。在修正了供应扰动带来的减产, 预计 2023 年全年铜矿新增量为 71 万吨, 同比增速 3.85%; 其中上半年预计新增 32 万吨, 同比增速 3.7%; 下半年新增 39 万吨, 同比增速 4%。秘鲁的 Quellaveco, 智利的 Quebrada Blanca 2, 刚果(金)的卡莫阿-卡库拉以及蒙古的 Oyu Tolgoi 地下项目预计是今年的主要增量来源。一季度铜矿出现了一些干扰, 其中印尼的 Grasberg, 智利的 Collahuasi, 秘鲁的 Antamina, 巴拿马的 Cobre Panama 则是一季度中主要的减量来源。

图表 85 2023 年铜矿主要增量



数据来源: 公司财报, 金瑞期货

图表 86 Q1-Q4 铜矿增量



数据来源: 金瑞期货

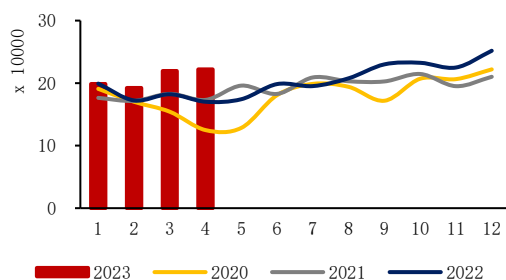
表格 5 2023 年一季度铜矿主要减产项目

| 项目 | 减量 | 原因 |
|--------------|-------|---|
| Grasberg | -2.36 | 大雨引发山体滑坡中断生产 |
| Collahuasi | -2.04 | 低品位 |
| Antamina | -1.98 | 低品位，飓风造成停产 |
| Sentinel | -1.63 | Sentinel 在本季度经历了过多的降雨，导致一期矿坑积水，无法进入高品位矿石。 |
| Los Bronces | -1.34 | 缺水，低品位 |
| Cobre Panama | -1.29 | 由于 AMP 暂停精矿装载作业，生产中断了 15 天 |
| LAS Bambas | -1.05 | 政治因素造成使用低品位矿 |

数据来源：金瑞期货

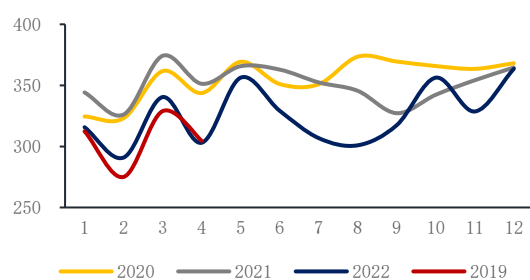
分国别看，今年 Q1 智利铜同比减少 2.9 万吨，1-4 月同比减少 3.2 万吨，降幅有所收窄。秘鲁今年 Q1 铜矿同比增加 5.6 万吨，1-4 月同比增加 10.8 万吨，增量主要源于 Las Bambas 以及 Cuacone 去年 4 月生产扰动造成的低基数以及新矿的增量。分企业来看，一季度 14 家重点矿企财报铜矿产量合计增加 4 万吨。

图表 87 秘鲁铜矿产量



数据来源：秘鲁统计局，金瑞期货

图表 88 智利季节性铜矿产量（千吨）



数据来源：智利统计局，金瑞期货

图表 89 全球 14 大矿企季度铜产量



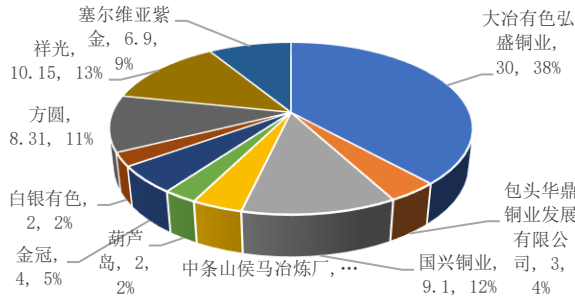
数据来源：公司财报，金瑞期货

3.3.2 粗炼全年+3.9%，H2+5.2%：与铜矿增速匹配

粗炼方面，预计全年全球新增 69 万吨。同比增长 3.86%。在增长节奏上，Q1-Q4 呈现逐步增长的态势，其中上半年增加 20 万吨，同比增长 2.3%；下半年增加 49 万吨，同比增长 5.2%。

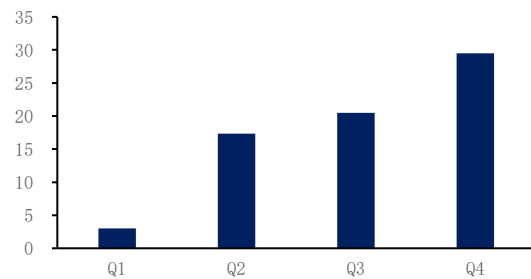
具体项目上，大冶和国兴是最大的两个新投项目，合计新投产能 39 万吨；方圆和祥光则是主要的复产项目，合 23 年合计复产约 18.45 万吨。海外方面则有塞尔维亚紫金的粗炼项目投产，23 年产量约 6.9 万吨。

图表 90 2023 年粗炼项目占比



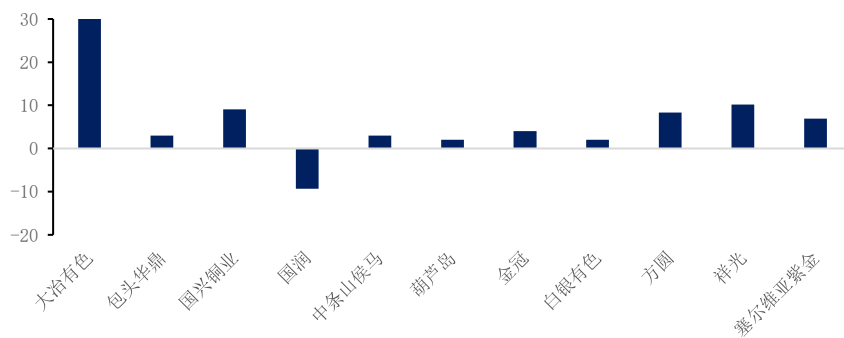
数据来源：公司财报，金瑞期货

图表 91 2023 年 Q1-Q4 粗炼增量



数据来源：公司财报，金瑞期货

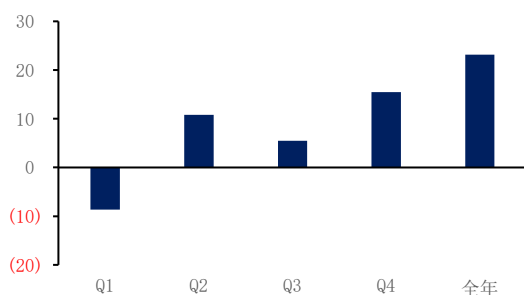
图表 92 今年主要粗炼变量（项目）



数据来源：公司财报，金瑞期货

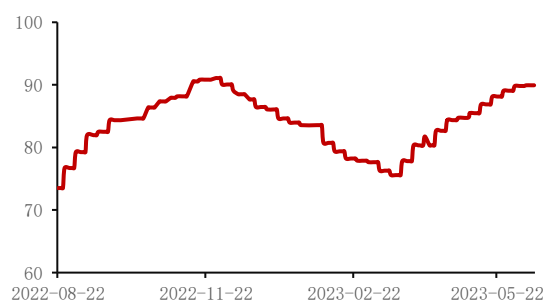
铜精矿平衡：2023 年铜矿整体过剩 23 万吨，仍不是主要矛盾。虽然今年一季度铜矿因品味、天气、政治动荡等因素出现了超预期减产，并导致一季度铜矿整体出现紧缺，但是从全年维度来看，铜矿仍有 23 万吨的过剩量级，因此铜矿仍不是当前主要矛盾所在。二季度开始 TC 的持续走高也可以印证当前矿端整体偏宽松。

图表 93 铜矿分季度平衡



数据来源：公司财报，金瑞期货

图表 94 TC 数据验证



数据来源：公司财报，金瑞期货

3.3.3 电铜全年+4.5%，H2+8.5%：粗炼瓶颈缓和+有利润，利于增量释放

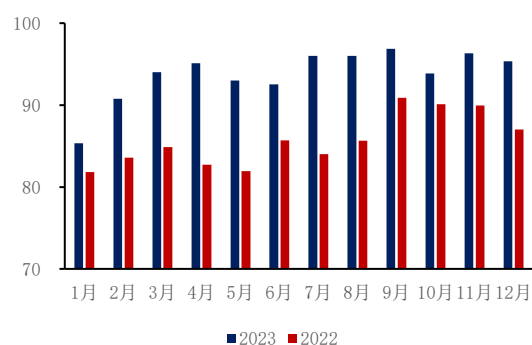
2023 年预计全球电铜新增产量 110 万吨，同比增长 4.5%。其中主要增量来源于国内，国内炼厂进口矿冶炼利润仍保持盈利，因此供应增量有保障。国内预计增长 96 万吨，同比增长 9.4%；上半年共计增加 51 万吨，同比 10.2%；下半年预计增加 45 万吨，同比 8.5%。从项目来看，扩建的大冶、富冶、国兴以及复产的祥光是主要的增量。

图表 95 目前炼厂生产仍有利润



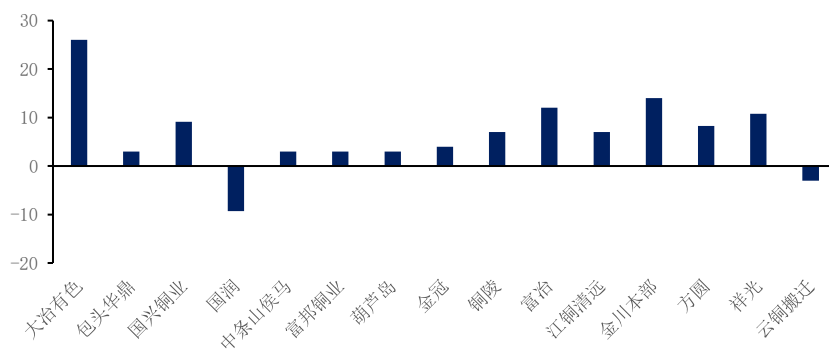
数据来源：SMM，金瑞期货

图表 96 2023 年国内电铜月度产量预期



数据来源：金瑞期货

图表 97 今年主要精炼主要变量（国内）



数据来源：公司财报，公开信息，金瑞期货

检修方面，1-5 月合计影响产量 7.35 万吨，6-12 月预计合计影响产量 17.25 万吨。上半年因废铜冶炼增加，粗铜供应较充裕，检修对产量的影响整体较小，后续预计影响产量将会明显增加。

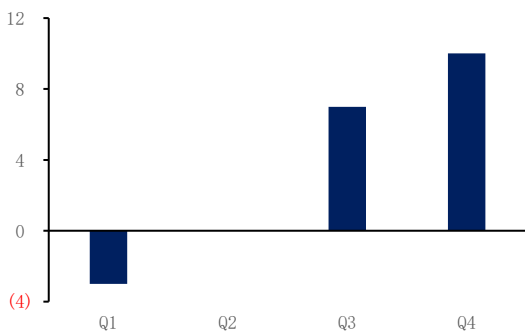
表格 6 国内冶炼厂检修跟踪

| 时间 | 炼厂 | 备注 | 影响量级 |
|------|---------|------------------|------|
| 7 月 | 华南冶炼厂 A | 两个月 | 0.5 |
| | 东北冶炼厂 A | | 0.14 |
| | 华中冶炼厂 A | 七月电解开始恢复 | 1 |
| | 华东冶炼厂 A | | 0.4 |
| | 华中冶炼厂 B | | 0.6 |
| 8 月 | 西北冶炼厂 A | 25 天 | 1.1 |
| | 华中冶炼厂 A | 粗炼持续至八月底，可能粗铜会不够 | 0.5 |
| 9 月 | 华东冶炼厂 A | 检修是小修 | 0 |
| 10 月 | 华南冶炼厂 A | 一个月无产量 | 2.5 |
| | 西南冶炼厂 A | 搬迁影响产能利用率 | 1 |
| 11 月 | 西南冶炼厂 A | 搬迁影响产能利用率 | 3 |
| 12 月 | 西南冶炼厂 A | 搬迁影响产能利用率 | 3 |

数据来源：金瑞期货

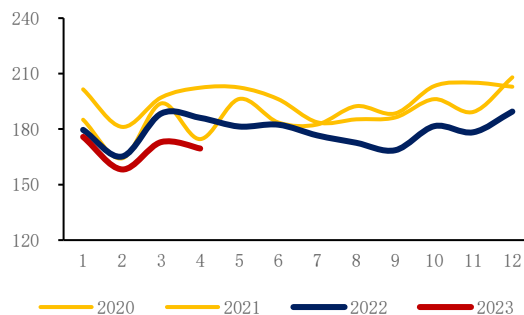
海外方面 2023 年预计电铜产量将会增长 14 万吨，从结构来看，主要增量在非洲，欧美炼厂检修集中，环比有减量。其中湿法增量 8 万吨，电解增量 7 万吨；节奏上来看上半年减产 3 万吨，下半年增加 17 万吨。

图表 98 境外电铜增量



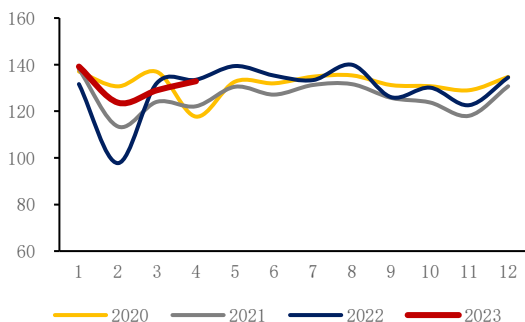
数据来源：金瑞期货

图表 99 智利精铜产量



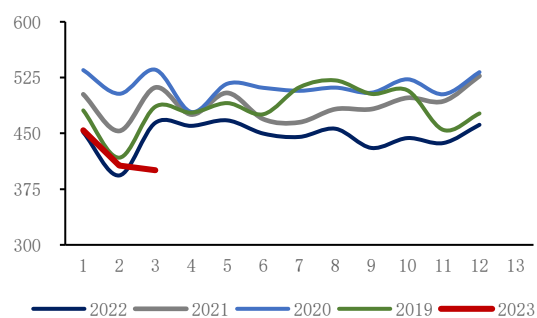
数据来源：智利统计局，金瑞期货

图表 100 日本精铜产量 (kt)



数据来源：日本统计局，金瑞期货

图表 101 EX-China(40%):精铜产量 (kt)



数据来源：各国统计局，金瑞期货

3.4 平衡：小幅累库 28 万吨（+1%），处于低库存改善的过渡阶段

综上所述，年内累库幅度相对偏小（+1%），低库存改善的确定性并不高，且考虑到废铜、隐性库存流出节奏以及硫酸胀库的不确定性，预计年内仍处于低库存改善的过渡阶段。

表格 7 2023 全球平衡

| 全球平衡 | 2023 | | | | 2023 |
|----------------|------------|------------|-------------|-----|------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | |
| 铜精矿供应 | 438 | 451 | 492 | 534 | 1915 |
| 铜精矿需求 | 447 | 440 | 487 | 519 | 1892 |
| 铜精矿平衡 | (9) | 11 | 6 | 16 | 23 |
| 精炼铜产量 | 624 | 647 | 651 | 660 | 2582 |
| 精炼铜消费 | 621 | 645 | 663 | 642 | 2571 |
| 平衡 | 3 | 2 | (12) | 18 | 11 |
| 产业库存变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 废铜加工领域使用变化 | 20 | (3) | 0 | 0 | 17 |
| 国储库存变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 电铜调整后平衡 | 23 | (2) | (12) | 18 | 28 |

数据来源：金瑞期货

四、中期：矿冶错配供应高增，电铜“低库存”格局迎来转机

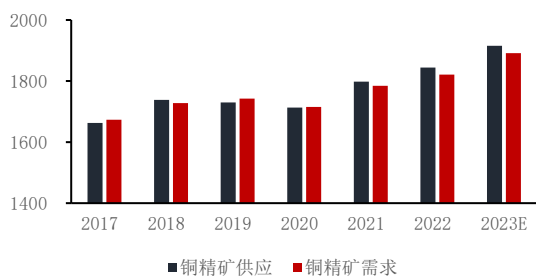
矿-冶产能投放往往错位，过去三年铜矿平均增 4% VS 粗炼产能增 3%，导致矿到原生铜产出受阻，从而累计约 60 万吨库存。

而 2024-2025 年粗炼产能预计增约 300 万吨，每年增约 7%，远高于终端消费 3%，维持了 2 年的低库存格局有望迎来扭转。

4.1 2021-2023：矿冶增速不一致，矿或形成 60 万吨库存

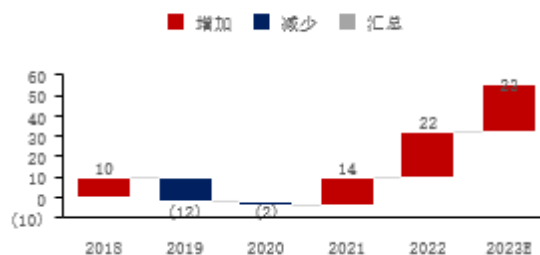
铜矿 4% VS 粗炼 3%，铜矿积累 60 万吨库存。当铜价上行时，先是传导至矿山利润。等待矿山产能逐步释放、改善铜矿供需格局，冶炼利润逐步改善，因此矿冶产能投放往往存在错位。2021 年后铜价出现大幅上行，驱动铜矿产量高增，而冶炼产能增速提速则有滞后，预期 2021-2023 年积累 60 万吨库存。

图表 102 铜矿供应 VS 需求



数据来源: Bloomberg, 金瑞期货

图表 103 21-23 年铜矿有库存积累



数据来源: 公司财报, 金瑞期货

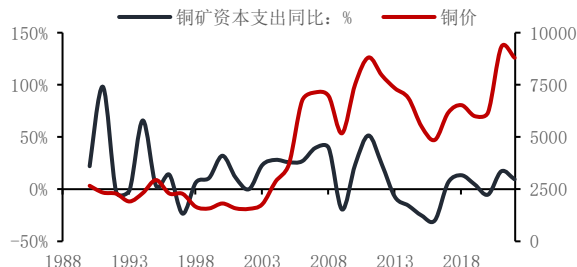
4.2 2024-2025: 矿冶错位尾部影响下, 粗炼中枢 4%

2024-2025 年粗炼产能预计增约 300 万吨, 每年增约 7%, 粗炼增量中枢在 4%。

4.2.1 铜精矿增速 24 年开始回落: 3%→2%

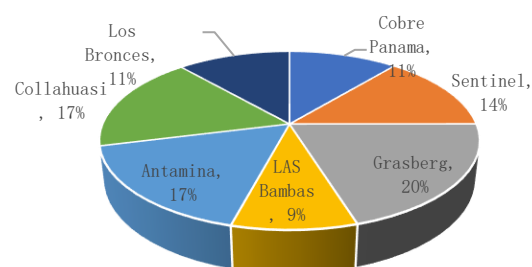
铜精矿项目增速逐年下降, 2024 年预计+3%, 2025 年预计+2%。本轮铜价上行并未刺激矿企大量增加资本开支, 未来铜矿山项目投放逐年进入到低增速时期。通过梳理其财报, 我们目前预期 2024 年铜精矿增 68 万吨 (3.6%), 含今年因气候、政局等问题扰动造成的减量 10 万吨, 低品位造成的影响暂定无法弥补。2025 年预计项目投放 44 万吨, 增速回落至 2.3%。而在 2025 年后, 大型项目的储备偏少, 铜矿增速重心预计下移至 1.5% 左右。

图表 104 铜资本开支



数据来源: Bloomberg, 金瑞期货

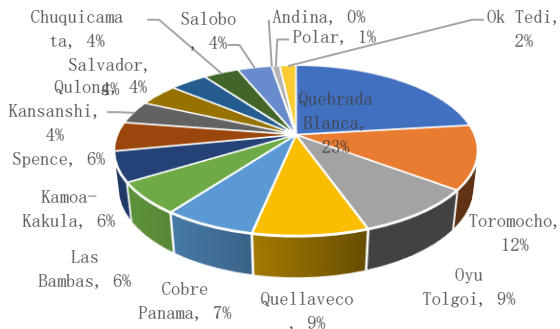
图表 105 2023 年铜矿生产扰动



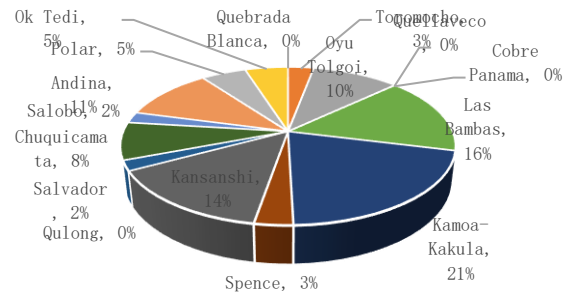
数据来源: 公司财报, 金瑞期货

图表 106 2024 年铜矿增量项目

图表 107 2025 年铜矿增量项目



数据来源：公司财报，金瑞期货

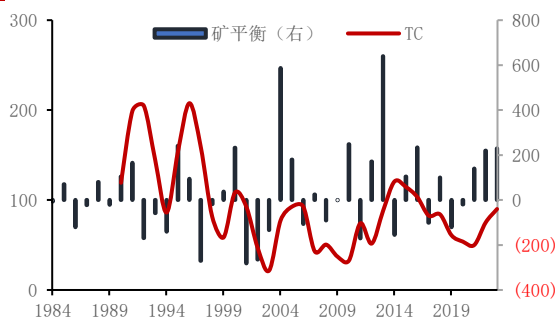


数据来源：公司财报，金瑞期货

4.2.2 冶炼项目仍能保持高增：4%→4%

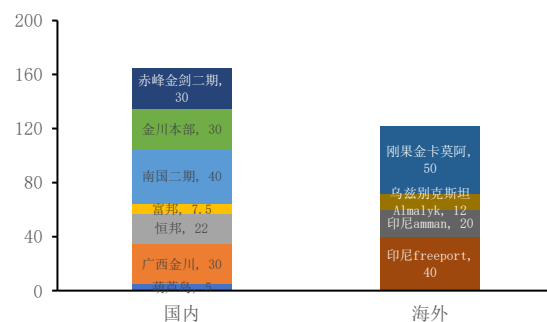
2024-2025 年海内外粗炼项目储备较足，产能增量 300 万吨+，每年项目增量在百万吨级别。今年结合新投冶炼项目和废铜冶炼增加，预计增量在 110 万吨，梳理明后两年冶炼项目，产能在 300 万吨以上：例如国内南国二期 40 万吨，海外印尼自由港 40 万吨以及卡莫阿配套 50 万吨冶炼厂等等。考虑近几年冶炼项目兑现相对慢于矿端，TC 走高有利于刺激后续项目正常投放，按投产时间估算未来两年能够提供每年百万吨级别的供应增量，对应增速 4%。

图表 108 矿平衡与 TC 验证



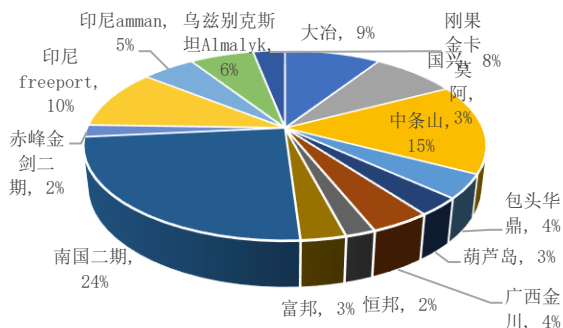
数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 109 冶炼项目产能



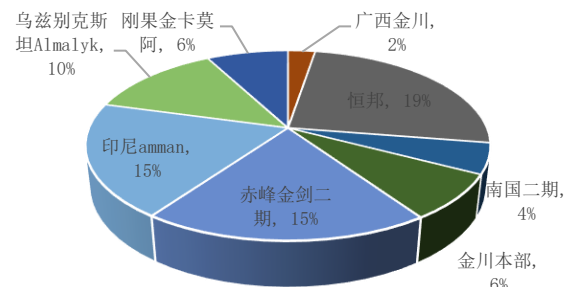
数据来源：金瑞期货

图表 110 2024 冶炼增量项目



数据来源：公司财报，金瑞期货

图表 111 2025 冶炼增量项目



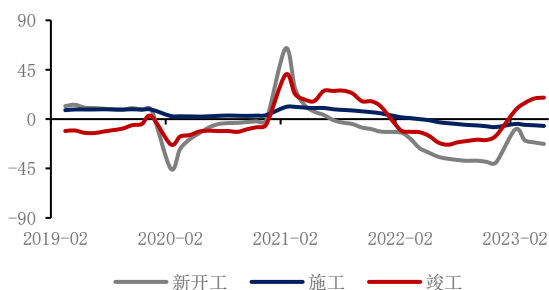
数据来源：公司财报，金瑞期货

4.3 平衡展望：明后年消费逆风下，中期面临累库压力

明后年消费存在逆风。一是美国经济衰退的压力。美国企业利润回落，杠杆高企，利率高位下衰退仍是标准结局。企业明显在高利率的环境下更加脆弱。本身企业的利润增速就已经受到资金成本抬升的影响显著恶化，抵抗风险能力下降，叠加企业部门在疫情后杠杆率有所抬升，如果利率继续抬升或保持高位，衰退风险仍是标准结局。

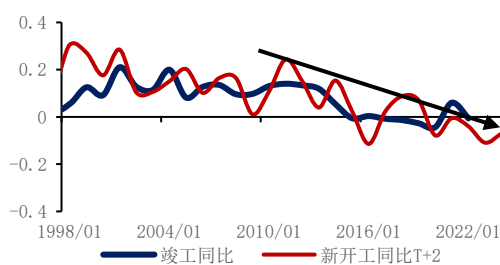
二是国内地产仍是拖累。地产竣工在今年以来的表现较好，主因去年低基数和保交楼政策刺激。但明后年看，地产竣工预计仍是铜消费拖累项，因近几年地产前端的拿地和新开工数据持续下降，2019 年以来新开工年均-11%，土地购置面积则更差，年均-20%。并且目前环境下，地产企业或难以有足够的信心扩大前端投资，政策端也未提供强刺激，因此未来新开工实现迅速明显修复的难度较大，随着保交楼政策利好逐步释放完毕，今年的高竣工在未来 1-2 年不具备持续性。

图表 112 除竣工外其他环节均持续下降



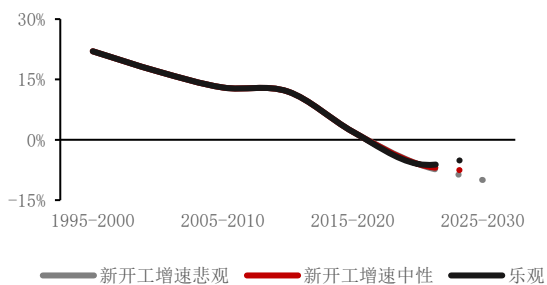
数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 113 开工/竣工拟合，预计未来竣工仍下行



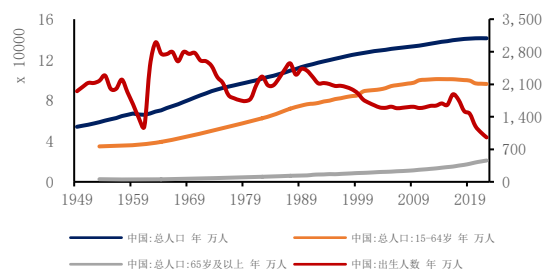
数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 114 新开工增速下台阶的三种情形



数据来源：iFinD，金瑞期货

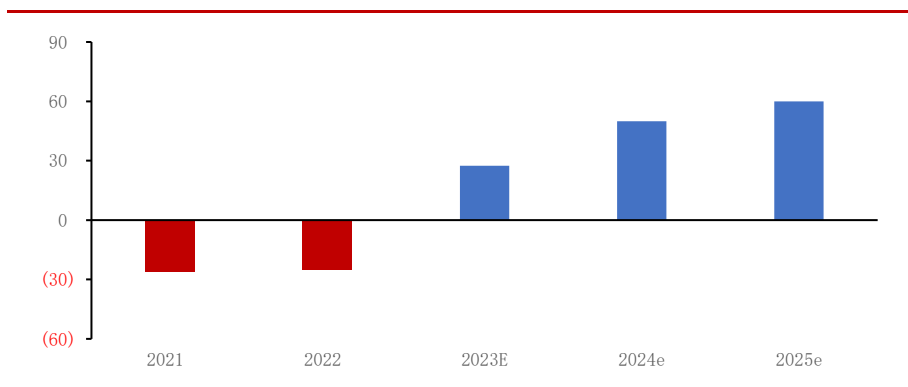
图表 115 人口结构变化是对地产悲观的核心原因



数据来源：iFinD，金瑞期货

基于以上假设，中期供应增速中枢 3%，且明后年消费面临海外衰退与国内地产竣工拖累的逆风压力，铜低库存格局在中期可能迎来改善。

图表 116 中期平衡展望



数据来源：金瑞期货

五、价格观点与策略

5.1 绝对价格：缺乏趋势性机会，阶段性可能有向下合力

总体缺乏明确趋势导向。预计下半年 1me3 月核心波动在（7600-8900）美元，均价 8200 美金。沪铜主力波动在（61500-72000），均价 66000 元。向下合力：库存周期共振去库，低点或至 7200 美金。向上合力：远期政策宽松合力，高点或至 9200 美金。

策略：单边——整体震荡对待，把握向下合力机会，近期 69000 有做空性价比。四季度关注库存周期向上预期带来多配机会。

图表 117 LME 行情走势



数据来源：Wind，金瑞期货

5.2 相对策略：跨市反套值得持续关注

预计三季度国内平衡仍明显强于海外，关注跨市反套机会。三季度国内消费同比增速虽有放缓，然而季节性旺季下，因此即使国内冶炼检修恢复，供需缺口预计仍将放大，届时需要内盘价格偏弱出现修复，刺激增加进口货源补充，即我们认为跨市反套机会仍可关注。

表格 8 2023 海外平衡

| 境外平衡 | 2023 | | | |
|------------|------|-----|-----|-----|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| 精铜产量 | 354 | 365 | 366 | 375 |
| 精铜消费 | 288 | 282 | 272 | 277 |
| 精铜净出口 | 65 | 72 | 90 | 85 |
| 废铜加工领域使用变化 | | | | |
| 产业库存变化 | | | | |
| 平衡 | 2 | 11 | 4 | 13 |

数据来源：金瑞期货

表格 9 2023 境内平衡

| 境内平衡 | 2023 | | | |
|------------|------|------|------|-----|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| 终端铜消费 | 333 | 363 | 391 | 365 |
| 产业库存变化 | | | | |
| 电铜实际消费 | 333 | 363 | 391 | 365 |
| 精铜产量 | 270 | 282 | 285 | 285 |
| 精铜净进口 | 65 | 72 | 90 | 85 |
| 平衡 | 2 | (10) | (16) | 5 |
| 废铜加工领域使用变化 | 20 | (3) | | |
| 国储库存 | | | | |
| 调整后平衡 | 22 | (13) | (16) | 5 |

数据来源：金瑞期货

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人受到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市彩田路东方新天地广场 A 座 32 层

电话：400-888-8208