

2022 年 7 月 6 日

星期三

衰退预期下供需过剩

铜价走势重心将下移

联系人 徐舟
电子邮箱 xu.z@jyqh.com.cn
电话 021-68555105



铜冠有色

要点

- 上半年高通胀成为海外宏观的关键词，并引发了欧美超预期的紧缩政策；而超预期的紧缩政策对于需求产生负面影响，欧美衰退的概率增加，将成为市场在下半年博弈的焦点。国内上半年则由于疫情因素经济增长压力较大，下半年国内政策继续应出尽出，维稳经济成为首要目标。
- 供应方面，上半年全球铜矿供应依然受到干扰事件影响，产量不及预期；但是新项目投产依然符合预期，下半年铜矿供应将继续保持宽松态势，铜精矿加工费也将继续处于高位。精铜方面，上半年国内冶炼企业因检修和意外因素开工不及预期，但是进入下半年之后，企业开工将有明显回升，精铜产量将大幅增长。
- 需求方面，上半年国内大部分领域的终端需求都出现了疲弱的情况，这其中既有二季度国内疫情的因素，也有海外需求回落带来的出口订单下降的因素。下半年，我们认为对于需求的压力会主要集中在出口需求方面，而国内的终端需求包括房地产市场降幅或收窄，因此整体需求或将继续同比回落，但幅度不会太大，不需要过分悲观。
- 预计下半年铜价将以震荡走低为主，沪期铜主要运行区间在 53000-63000 元/吨，伦铜主要运行区间在 7000-8400 美元/吨。
- 风险点：全球经济放缓超预期。

目录

一、上半年行情回顾.....	5
二、宏观经济分析.....	6
1、上半年全球经济增长压力增加.....	6
2、海外政策全面收紧，衰退风险逐步增加.....	7
3、国内财政货币政策仍有空间.....	7
三、铜矿供应分析.....	8
1、上半年海外铜矿干扰严重.....	8
2、下半年全球铜矿供应逐步宽松.....	8
四、精铜供应分析.....	9
1、上半年精铜产量不及预期.....	10
2、下半年精铜生产大幅回升.....	10
3、精铜进口下半年有望回升.....	11
3、再生铜供需双弱，财税新规增加成本.....	13
4、上半年库存先增后减，下半年库存压力逐步增加.....	14
五、精铜需求分析.....	15
1、电网投资增速回落，下半年不宜过分悲观.....	15
2、房产数据继续恶化，年底有望出现回升.....	16
3、空调产销旺季不旺，下半年产销压力更大.....	16
4、汽车产销低迷，新能源汽车依然强势.....	16
5、下半年铜的终端需求仍有小幅压力.....	17
六、下半年行情展望.....	18

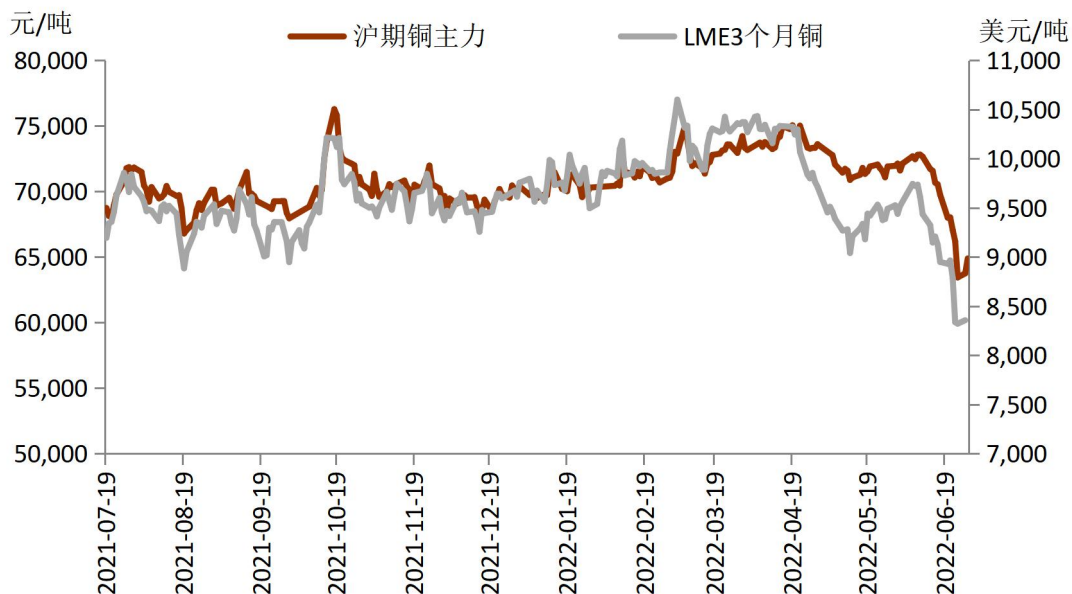
图表目录

图表 1 铜期货价格走势.....	4
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	5
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	6
图表 4 发达国家制造业 PMI 指数.....	6
图表 5 中国 GDP 增速.....	7
图表 6 中国 PMI 指数.....	7
图表 7 全球主要铜矿企业 2022 年一季度产量情况（万吨）.....	8
图表 8 2022 年全球主要铜矿项目增量跟踪（万吨）.....	9
图表 9 国内冶炼检修计划（万吨）.....	10
图表 10 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	11
图表 11 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	11
图表 12 中国铜精矿现货 TC 走势.....	11
图表 13 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	11
图表 14 中国铜材产量及增速变化.....	12
图表 15 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	12
图表 16 中国精炼铜产量变化.....	12
图表 17 中国精炼铜消费量变化.....	12
图表 18 中国精炼铜进口量及增速变化.....	12
图表 19 中国精炼铜出口量及增速变化.....	12
图表 20 中国废铜进口单月变化.....	13
图表 21 中国废铜进口累计变化.....	13
图表 22 三大交易所库存变化情况.....	14
图表 23 SHFE 和保税区库存走势.....	14
图表 24 电力投资完成额变化.....	17
图表 25 房地产开发投资增速变化.....	17
图表 26 家用空调产量增速变化.....	17
图表 27 家用空调库存变化.....	17
图表 28 汽车产销量变化.....	17

一、上半年行情回顾

2022 年上半年，铜价整体走势先是以震荡上行为主，但在 4 月底，出现了大幅下跌走势，创下了一年多来新低。进入 2022 年，铜价在 7 万整数关口盘整数日之后，价格开始震荡上行，延续了去年 12 月下旬以来的涨势。其中 1 月中旬铜价出现大幅拉升，但是未能持续；2 月份中旬铜价再度出现大幅拉升，但依旧未能成功，隔日价格就出现了回落，基本收回涨幅；进入 3 月份，有色市场因伦镍逼仓出现了剧烈波动，本次铜价又一次大幅拉升，最高至 76880 元/吨，创下了多日新高，但同样很快就出现回落。此后，铜价继续走高，但价格波动减弱，重心缓慢上移，在 4 月中旬再度冲上 75000 元/吨关口。4 月底，随着国内疫情加重，防控措施趋严，下游需求受到打压，铜价开始迎来了下跌走势，很快在 5 月中旬就回撤至 7 万整数关口一线的位置，并在此逐步企稳反弹；但是进入 6 月份之后，由于美国通胀数据超预期，市场对于美联储的加息从 50 个基点上升至 75 个基点，并预期后续紧缩政策会更快收紧，全球市场迎来巨震，铜价也再次出现回落，这次下跌中，铜价跌势愈演愈烈，跌势不断加速，接连击破多个整数位置，最低下探至 61610 元/吨，创下了一年多来新低；月底铜价出现反弹，最终收于 63820 元/吨，较去年底价格相比，下跌 6580 美元，跌幅 9.34%，波动区间在 61610-76880 元/吨，波动幅度为 24.8%。LME 铜较去年底价格相比，下跌 1517.5 美元，跌幅 15.6%，波动区间在 8122.5-10845 美元/吨，波动幅度为 33.5%。

图表 1 铜期货价格走势

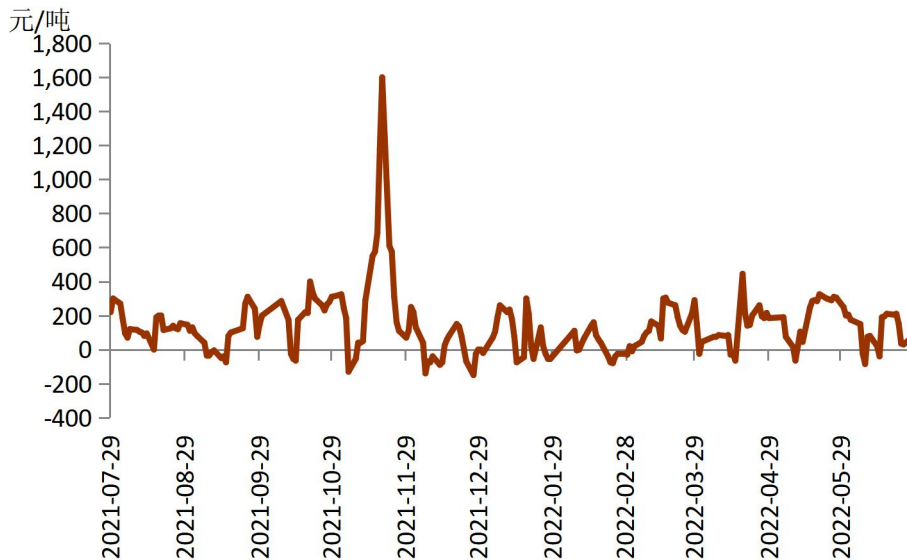


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2022 年上半年，在低库存背景下，国内铜的现货仍然以升水为主，但是在包括疫情的影响下，国内铜的现货升贴水仍有一定波动。首先是在进入 2022 年之后，由于库存偏紧，

国内铜的现货升水大幅走高，一度来到 400 元/吨；而春节之后，国内下游需求迟迟未能启动，国内铜的现货升水开始逐步回落，逐步下降至平水附近；3 月份在伦铜库存挤仓的预期之下，国内铜的现货升水也再度走高，回升至 400 元/吨。此后随着国内疫情的扩散，物流运输效率下降，下游需求再度下降，铜的现货升水继续回落。但是 4 月份开始国内铜冶炼厂生产不及预期，叠加进口有限，再次助推现货升水走高。5 月份之后，下游需求的疲弱再度成为市场焦点，国内铜现货升水也因此下滑。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、上半年全球经济增长压力增加

2021 年上半年全球主要经济体的经济增长都遇到了不同程度的压力。海外方面，在史无前例的刺激政策之后，海外遭遇了高通胀难题。5 月份，美国 CPI 同比上涨 8.6%，刷新 40 年来的最高值。同样，欧元区 5 月份的通胀率按年率计算达 8.1%，创历史新高。高通胀对于经济的负面影响也是逐渐显现，从美国和欧元区的制造业 PMI 也可以看出，上半年虽然仍处于 50 临界点之上，但是数据整体趋势震荡回落，经济持续增长的压力也是与日俱增。

国内方面，由于疫情防控的节奏不同，国内在去年下半年就逐步退出刺激政策，因此通胀数据控制较好。但是 3、4 月份国内疫情的爆发，各地都推行了严格的防疫政策，造成了物流运输效率的大幅回落，终端需求的断崖下滑。特别是房地产市场在去年调控政策之下，叠加今年上半年的疫情影响，各项数据都出现了同比大幅下降，也对整体经济需求形成了较大拖累。因此，二季度 GDP 增速也是遭遇重大挑战。

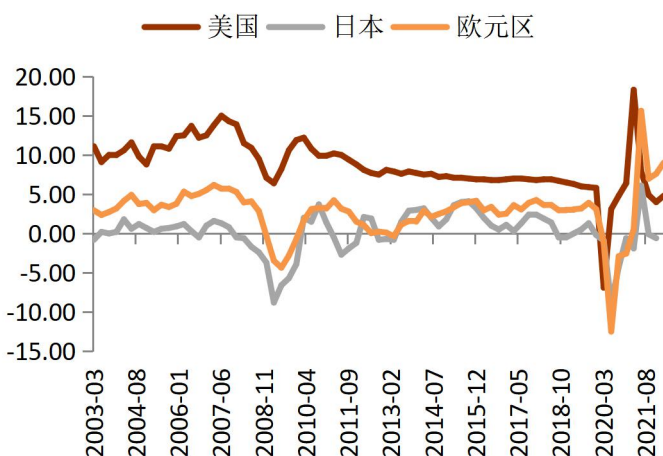
2、海外政策全面收紧，衰退风险逐步增加

为了应对高通胀，美联储在 5 月份正式加息 50BP，以及将在 6 月份启动缩表的双重政策。但是美国的通胀数据并没有出现缓和迹象，反而是继续创出新高，因此美联储也是在 6 月份的利率决议上加息 75 个 BP。美联储多位官员也是相继表态，在回到 2% 的通胀目标之前，未来将继续保持收紧政策。市场也预期下半年美联储还将继续多次加息 75BP。欧洲方面，欧元区的通胀数据同样高企，特别是俄乌冲突更是加剧了欧洲地区的能源价格上涨势。欧央行也是决定在自 7 月 1 日起停止净资产购买，并计划在 7 月份的货币政策会议上将关键利率上调 25 个基点。在欧美全面收紧政策之后，我们看到欧美的经济数据也在不断回落，美联储将 GDP 增速从 3 月份预估的 2.8% 下修至 1.7%。欧洲央行对 2022 年年欧元区经济增长的预测为 2.8%，较今年 3 月的预测值均有大幅降低。市场对于未来欧美经济可能出现衰退的预期也大幅提升。

3、国内财政货币政策仍有空间

上半年，国内经济在二季度疫情的影响之下，出现了剧烈波动，而房地产更是在严监管和需求遭遇打压的双重压力之下，产销双弱，对于整体需求产生拖累。二季度，随着国内疫情的改善，政府也开始出台一系列的政策来维稳经济，政府也是表态未来会将加大宏观政策调节力度，采取更加有效的举措，努力实现全年经济社会发展目标，最大程度减少疫情影响。目前来看，国家已经开始放松房地产的限制，但是政策效果还不明显，我们预计下半年，特别是四季度，房地产数据有望企稳回升；同时，央行将继续在货币政策方面实施更加宽松的政策。但是需要关注国内通胀数据可能对宽松政策的影响。整体而言，我们认为下半年国内仍有较大的政策空间来支撑经济回暖。

图表 3 发达国家 GDP 增速



图表 4 发达国家制造业 PMI 指数

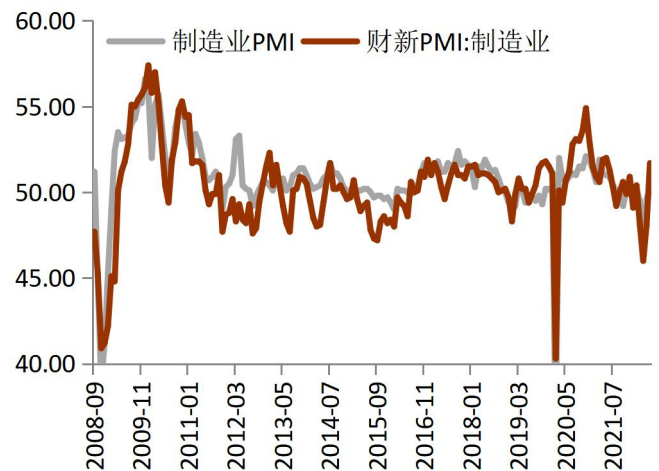


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、铜矿供应分析

1、上半年海外铜矿干扰严重

2022 年上半年，海外铜矿供应未能达到年初预期，主要原因还是上半年铜矿干扰的事件超出了预期。智利由于矿山老龄化问题，产量提升有限；而今年的缺水问题更是严重，因此一季度产量同比明显回落。秘鲁则继续遭遇社区冲突等问题的影响，五矿的 Las Bambas 铜矿一直陷入断断续续的抗议的漩涡之中，导致了铜矿产量持续回落。

在我们持续跟踪的海外 14 家大型矿企中，英美资源、安托法加斯塔、淡水河谷、第一量子、嘉能可以及南方铜业的一季度铜矿产量都同比出现了明显下滑，合计来看，这些大型矿企的一季度铜产量较去年同期下降 2.85%；而从全年目标来看，必和必拓、英美资源、第一量子、诺里尔斯克、嘉能可以及南方铜业都不同程度的下调了全年的产量目标，根据我们测算，这些企业最新的全年产量目标位 1059.5 万吨，而年初这个数字为 1084.3 万吨。

图表 7 全球主要铜矿企业 2022 年一季度产量情况（万吨）

企业	一季度产量	同比	2022 年产量目标(最新制定)	2022 年产量目标(年初制定)
必和必拓	36.97	-5.54%	157-162	159-176
安托法加斯塔	13.88	-24.15%	66-69	66-69
英美资源	13.95	-12.81%	66-75	68-76
紫金矿业	19.36	53.57%	86	86
力拓	12.5	3.73%	50-57.5	50-57.5
淡水河谷	5.66	-26.3%	33-35	33-35
五矿资源	6.92	6.76%	30-32	30-32
诺里尔斯克	9.13	0	36.5-38.5	42.9-45.3
南方铜业	21.45	-10.03%	89.5	92
第一量子	18.2	-11.2%	79-85.5	81-88
嘉能可	25.78	-14%	108-114	112-118
泰克	6.7	-9.4%	27.3-29	27.3-29
自由港	45.9	11.17%	195	195
OZ 矿业	3.03	12.88%	12.7-14.9	12.7-14.9
合计	239.4	-2.85%	1059.45	1084.3

资料来源：各大企业财务报告，铜冠金源期货

2、下半年全球铜矿供应逐步宽松

年初，我们认为 2022 年全球海外铜矿产量将出现明显的恢复性增长。2017-2018 年在铜价的持续上涨过程中，大量的新建和扩建铜矿项目逐步立项，目前这些项目开始逐渐投产，为市场带来供应增量。

虽然上半年由于部分老矿供应干扰影响限制了全球铜矿产量增幅；但是新矿项目的投产却没有受到太大影响。年初的巨龙铜矿投产，3 月份卡莫阿二期正式投产，年中英美资源的 Quellaveco 铜矿、泰克资源的 QB 二期铜矿都将开始陆续投产，预计将为下半年带来明显的增量。全年来看，我们也将此前全年铜矿产量增长 70 万吨（3.2%）的预期下调至 55 万吨（2.5%）的增长水平。

CSPT 小组在最新的小组季度会议中敲定了今年三季度的现货铜精矿采购指导加工费为 80 美元/吨及 8 美分/磅；和二季度的一致，处在近年来的高位。上半年由于国内铜冶炼的检修超预期，因此铜矿供应虽然受限，需求下降更多，加工费出现了大幅上涨；但是下半年铜矿需求预计回升，而铜矿供应则会增加更多，我们预计下半年加工费仍将处在高位。

整体来看，上半年的铜矿供应干扰超预期，市场供应增量未能如期而至；进入下半年，随着新增项目的陆续投产，供应增量将明显增加，铜矿市场将进入过剩格局，加工费也将继续处于高位。

图表 8 2022 年全球主要铜矿项目增量跟踪 (万吨)

铜矿	国家	2022 增量 (万吨)
Grasberg	印尼	13
Chuquicamata	智利	10
Spence	智利	6
QB2	智利	4
Timok	塞尔维亚	10
Boseto	博兹瓦纳	2
Morenci	美国	3
Nkana	赞比亚	3
Carrapateena	澳大利亚	1
Cobre Panama	巴拿马	3
Tominsky	俄罗斯	2
Udokan	俄罗斯	3
Mirador	厄瓜多尔	3
Kamoa-Kakula	刚果金	20
Oyu Tologoi	蒙古	3
Mina Justa	秘鲁	3
Quellaveco	秘鲁	4
Cerro Verde	秘鲁	4
	合计	97

资料来源：新闻整理，铜冠金源期货

四、精铜供应分析

1、上半年精铜产量不及预期

根据上海有色网数据，6 月中国电解铜产量为 85.70 万吨，环比增加 4.61%，同比增加 3.34%。1-6 月中国精炼铜产量累计为 502.71 万吨，累计同比下降 0.26%。

年初，我们认为今年的新增产能投放以及国内冶炼开工率提升将让国内整体产量继续增长。但是从上半年的国内精炼铜产量的实际情况来看，国内精炼铜产量反而呈现增速逐步回落的一个过程。虽然上半年国内铜精矿进口加工费大幅上升，冶炼利润高企，但是在二季度国内多家冶炼厂集中检修，叠加山东铜冶炼厂意外停产，造成了整体产量反而同比出现回落，也不及年初预期。

图表 9 国内冶炼检修计划（万吨）

企业名称	粗炼产能	开始时间	结束时间	备注	影响产量
中原黄金	35	2022 年 3 月	2022 年 4 月	35 天	3
江铜富冶和鼎	15	2022 年 4 月	2022 年 5 月	30 天	0
青海铜业	10	2022 年 3 月	2022 年 4 月	18 天	0.45
宏跃北方铜业	10	2022 年 3 月	2022 年 5 月	38 天	1.7
金水铜冶炼	10	2022 年 3 月	2022 年 3 月	25 天	0
金冠铜业	60	2022 年 5 月	2022 年 6 月	48 天	1.6
金峰铜业	40	2022 年 4 月	2022 年 6 月	80 天	2.3
大冶有色	30	2022 年 5 月	2022 年 5 月	8 天	0
东南铜业	40	2022 年 6 月	2022 年 7 月	48 天	2
恒邦股份	20	2022 年 5 月	2022 年 6 月	28 天	0.4
紫金铜业	25	2022 年 5 月	2022 年 5 月	4 天	0.3
广西南国铜业	30	2022 年 6 月	2022 年 7 月	38 天	1
金川集团（本部）	35	2022 年 6 月	2022 年 7 月	30 天	2.5
包头华鼎	10	2022 年 8 月	2022 年 8 月	15 天	0
紫金铜业	25	2022 年 9 月	2022 年 9 月	5 天	1
金隆铜业	32	2022 年 9 月	2022 年 9 月	5 天	0
赤峰金通铜业	30	2022 年 8 月	2022 年 9 月	28 天	0.8
国投金城	10	2022 年 8 月	2022 年 9 月	25 天	0.3
江铜富冶和鼎	15	2022 年 9 月	2022 年 9 月	30 天	0.3
黑龙江紫金	15	2022 年 10 月	2022 年 10 月	30 天	0.7
广西金川	40	2022 年 10 月	2022 年 10 月	30 天	1.5
铜陵金冠（奥炉）	20	2022 年 9 月	2022 年 10 月	30 天	0.8
江西铜业（本部）	55	2022 年 11 月	2022 年 12 月	30 天	1
黑龙江紫金	15	2021 年 10 月	2021 年 10 月	25 天	

资料来源：SMM，铜冠金源期货

2、下半年精铜生产大幅回升

下半年，我们对于国内精铜产量仍然抱有乐观预期。目前国内冶炼利润依然丰厚，企业开工意愿较强，上半年国内冶炼开工率难以提升主要是外力因素，但这些问题在下半年将得到解决。山东方圆和祥光已经复产，6 月份国内产量已经开始回升。同时，中色大冶的 40 万都双闪工艺前期由于疫情影响了物流，部分设备未能如期到位，投产时间推迟到 8-9 月份。新疆五鑫的 8 万吨扩建计划也已经完成，预计下半年会开始投料生产。整体来看，下半年国内冶炼厂停产检修的干扰会减少，新增项目会逐步投产，预计整体产量会逐月提升。我们预计全年国内精铜产量达到 1038 万吨，较年初预期的 1050 万吨有所下调；其中三季度产量预计 264.5 万吨，同比增速为 7.8%；四季度产量预计为 273.5 万吨，同比增速达到 10%。

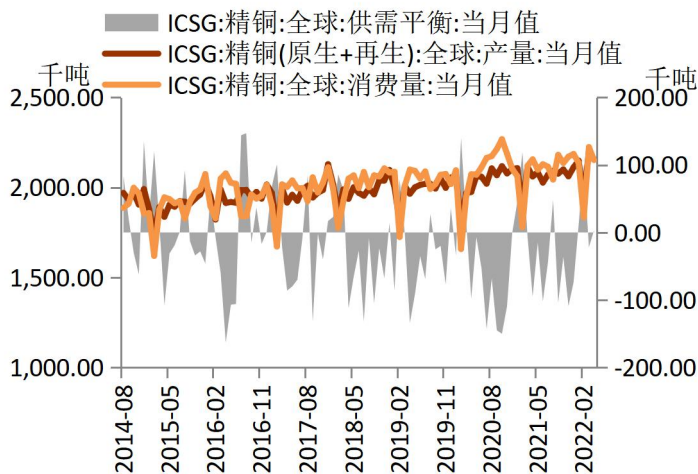
3、精铜进口下半年有望回升

根据海关数据统计，2022 年 5 月份，国内精炼铜进口量为 29.03 万吨，同比增长 4.9%；1-5 月累计进口量为 141.5 万吨，累计同比下降 2.45%。此外，1-5 月份国内累计出口精铜 15.6 万吨，累计同比增长 48.04%。上半年，国内较长时间都处于进口亏损状态，特别是 3 月份铜价的大幅波动之下，出口窗口一度打开，令国内冶炼厂积极出口精铜至海外交仓，因此上半年国内进口铜数量同比下降，出口则大幅增加，整体净进口数量大幅回落，加剧了国内铜供应紧张格局。

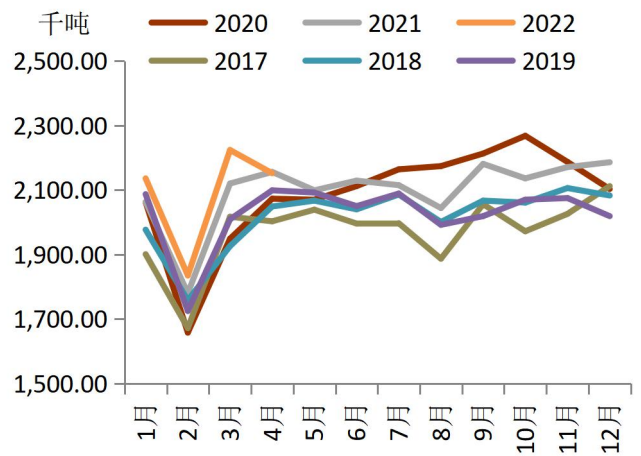
进入 6 月份之后，铜的进口窗口一直在盈利和小幅亏损之间徘徊，因此整体铜进口量预计有望出现回升。下半年来看，我们认为随着物流条件回升，以及国内进口不再出现大幅亏损，进口量将较上半年有所回升。

整体来看，进入下半年，随着国内冶炼企业开工回升，产量增量将明显增加，同时进口也将出现回升，国内精铜供应将较上半年更加宽松。

图表 10 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

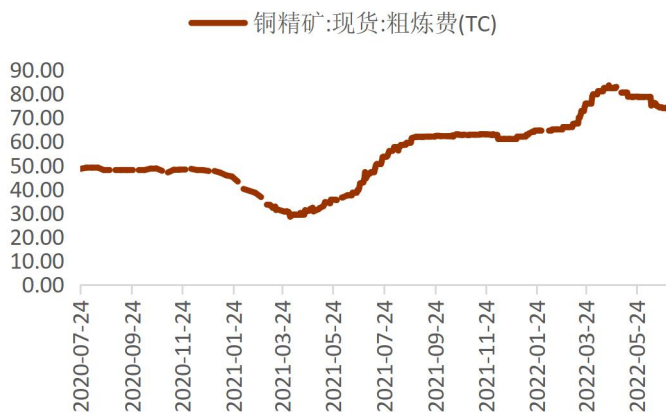


图表 11 ICSG 全球精炼铜消费变化

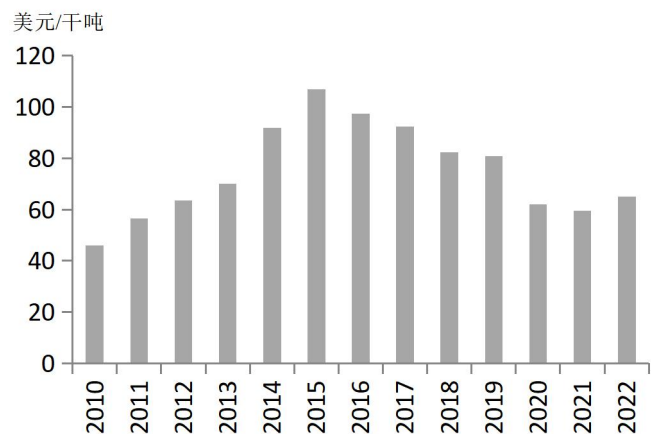


资料来源：Bloomberg，WBMS，ICSG，铜冠金源期货

图表 12 中国铜精矿现货 TC 走势

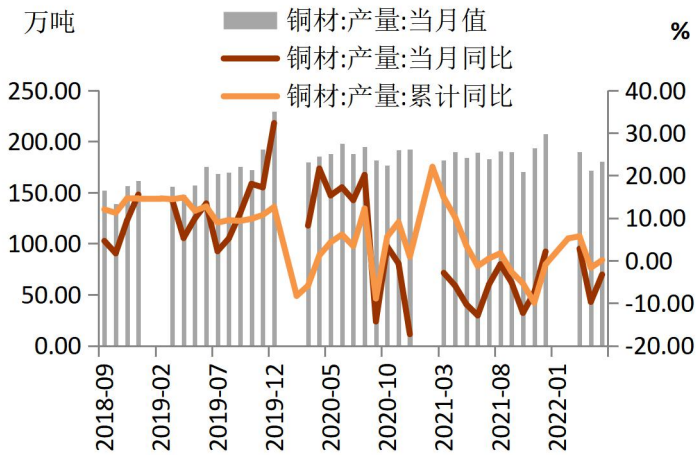


图表 13 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

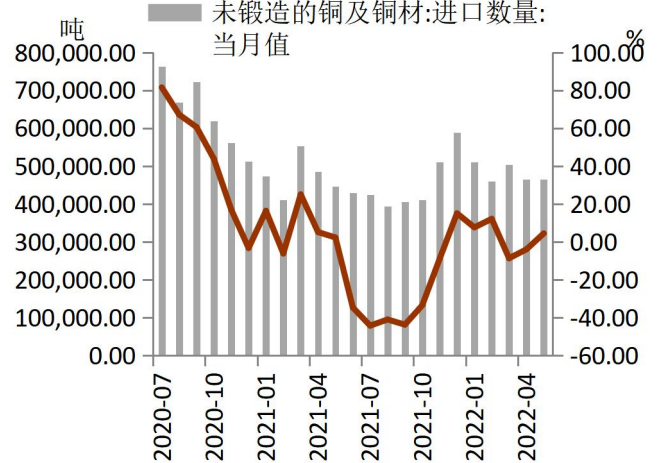


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国铜材产量及增速变化

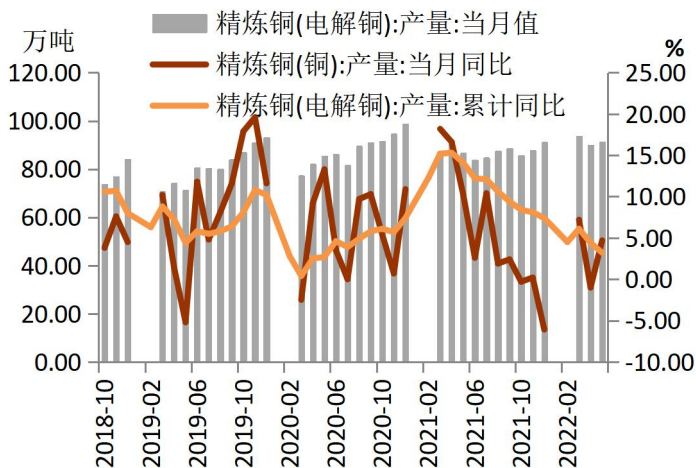


图表 15 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

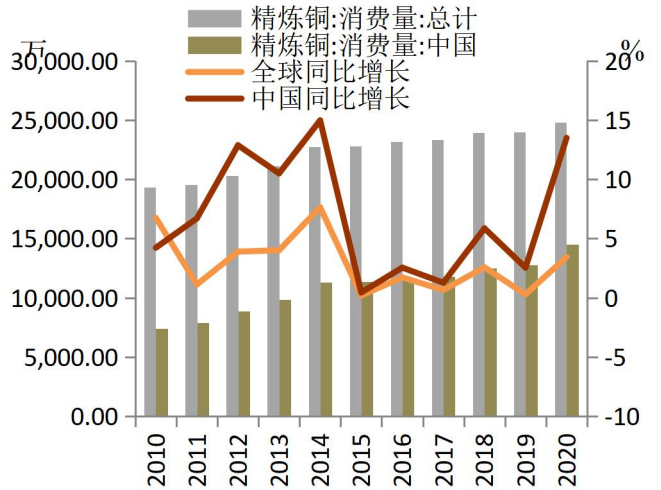


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 16 中国精炼铜产量变化

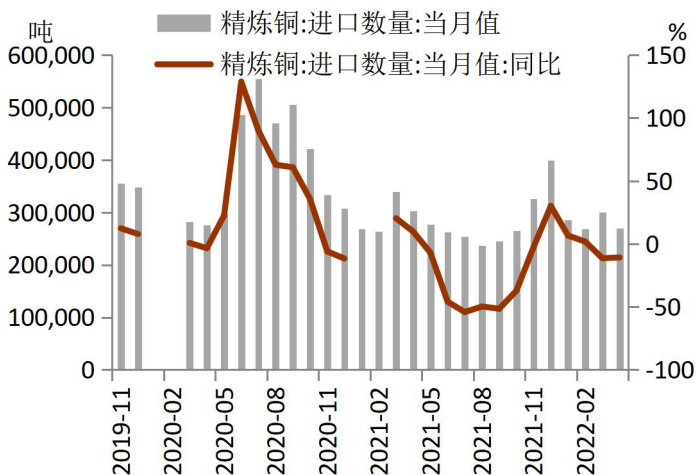


图表 17 中国精炼铜消费量变化

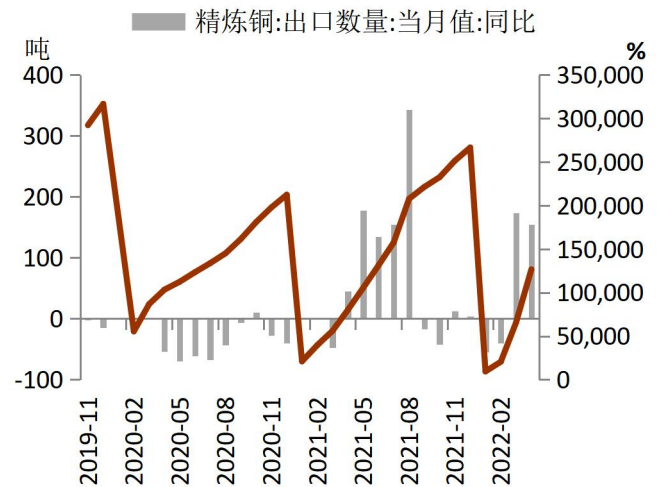


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 18 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 19 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

3、再生铜供需双弱，财税新规增加成本

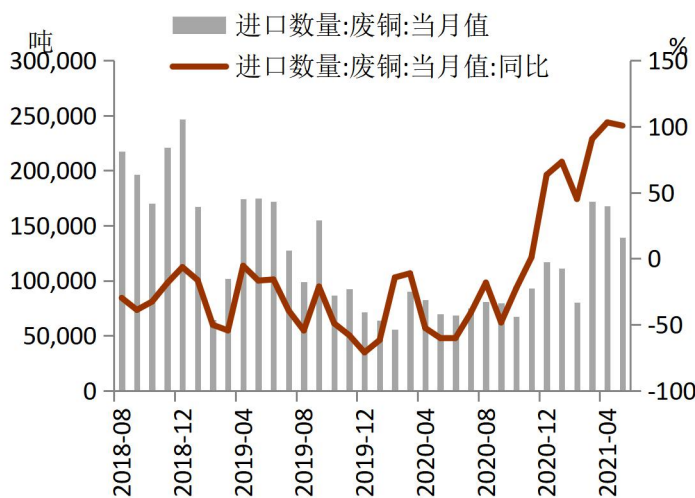
根据海关总署数据，中国 5 月废铜（铜废碎料）进口量为 15.82 万吨，环比提升 16.9%，同比增长 13.5%。2022 年 1-5 月废铜进口量为 71.61 万吨，和去年同期相比，增长了 6.7%。今年进口新规继续施行，国内废铜进口继续同比保持增长态势。虽然二季度由于疫情因素，进口一度出现暂停，但是随着疫情的改善，以及废铜进口利润的回升，5 月废铜进口量再次提升，整体来看，上半年废铜进口供应较去年同期大幅增长，我们预期增长势头可以维持到下半年。

今年废铜市场的焦点在于财税 40 号文，财税 40 号文要求利废企业不能像以前那样不带票采购，然后由利废企业全额缴 13% 的产品增值税再进行一系列的退税。自 3 月 1 号财税 40 号文实施以来，除了部分环节尚不明朗外，利废企业基本已熟悉政策执行的具体要求，目前最主要的做法是去成立回收公司，可大量解决发票问题，但也增加了一定的成本。5 月份开始，河北地区开始对利废企业进行扶持，和江西等地区类似，给予增值税退税优惠。

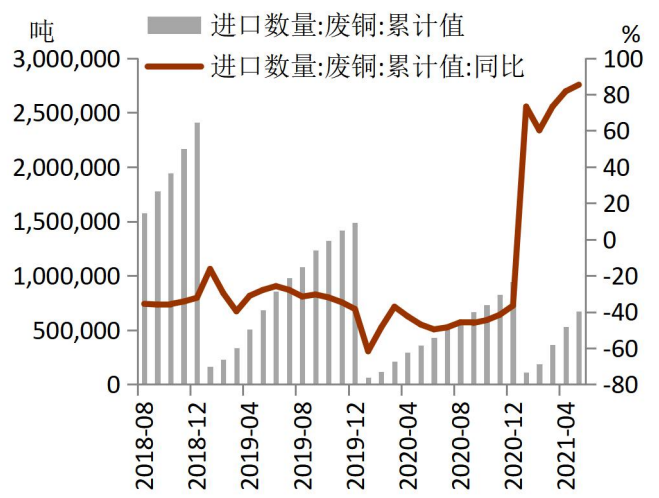
考虑间接利用的铜冶炼端出于对“双碳目标”的践行，对于冷料的需求也在不断提高；叠加国内疫情原因致使国内废铜回收及产出量不理想，以及国内货商在手库存已不足，抵消了废铜进口的增长，上半年废铜的供应就一直处于偏紧状态。精废价差则在上半年铜价回落的情况下，一直处于偏低位置，一度更是出现倒挂，废铜的替代作用受限，废铜制杆开工持续回落。

整体而言，我们认为下半年国内废铜市场仍然难以有太大改观，供应将继续保持偏紧态势，需求也将继续维持弱势，对于精铜的替代将进一步减弱。

图表 20 中国废铜进口单月变化



图表 21 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、上半年库存先增后减，下半年库存压力逐步增加

截至 6 月 30 日，LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存分别为 12.43 万吨、5.72 万吨和 6.74 万吨，合计 24.89 万吨，较去年同期的 41.04 万吨，下降了 16.16 万吨，较年初 19.03 万吨，增加了 5.85 万吨。

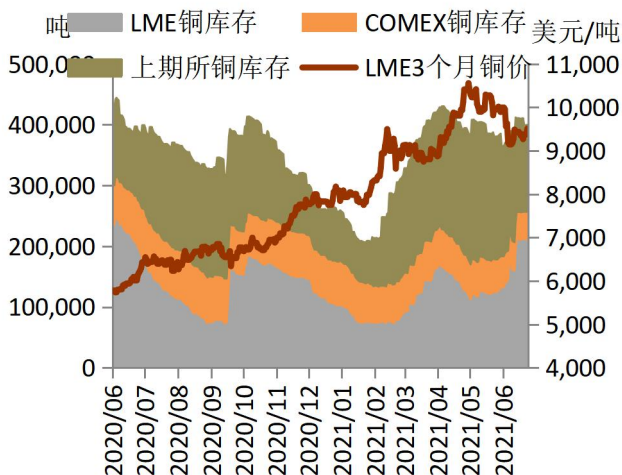
中国方面，保税区库存 18.7 万吨，较去年同期下降 25.4 万吨，较年初小幅增加 4.3 万吨。国内显性铜库存（SHFE+保税区）为 24.4 万吨，较去年同期下降 35.07 万吨，较年初增加 6.2 万吨。

从库存变化情况来看，国外库存（LME+COMEX）一季度略有回落，二季度则先增后减，主要变化是来源于 LME 库存的变化。特别是 3 月份国内外铜价走势出现分化之后，出口窗口一度打开，国内冶炼厂大量交仓，导致库存出现了明显增长。而后随着进口窗口打开，这些库存再度转回国内，LME 库存也因此出现了回落。

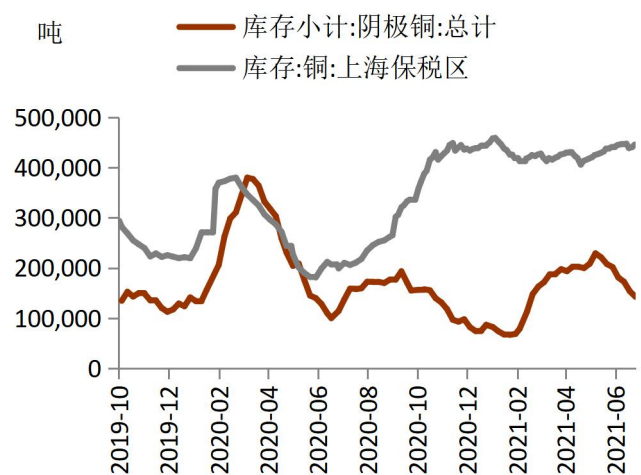
国内方面，国内的铜显性库存在上半年先增后减，在一季度传统累库季节，国内库存出现了回升；此后由于疫情的影响，国内物流运输受到影响，入库下降，叠加国内供应不及预期，国内库存也开始一路向下。进入 6 月份之后，由于下游需求疲弱，国内也是较往年提前出现累库。虽然上半年库存有所波动，但整体水平依然处于低位，这也提振了国内的现货升水。

整体来看，上半年国内外铜库存都出现了先增后减的情况，目前库存水平还处于偏低位置。下半年来看，我们认为国内外供需都逐步转向过剩，库存将会继续回升。此外，还需要注意非洲的隐性库存也可能在运输问题得到缓解之后流入市场，进一步带来市场的压力，现货升水也将出现下降，甚至出现贴水可能。

图表 22 三大交易所库存变化情况



图表 23 SHFE 和保税区库存走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

五、精铜需求分析

1、电网投资增速回落，下半年不宜过分悲观

电力行业是国内精铜消费占比最大的行业。2022 年 5 月，国家电网基本建设投资完成额累计达到 1263 亿元，累计同比增长 3.1%，较上个月回落 1.6 个百分点；国家电源基本建设投资完成额 1470 亿元，累计同比增加 5.7%，较上个月增加 0.6 个百分点。国家电网和电源基本建设投资完成额合计 2733 亿元，同比增长 4.43%。

从数据来看，国内电网电源的投资增速和去年同期相比仍有所回落，而按照年初的目标，国家电网计划 2022 年电网投资为 5012 亿元，同比增速 5.96%，为近年来最高的增速。目前来看，上半年的电网电源投资增速还未能完成目标，其中有部分二季度疫情导致开工下降的因素，也有部分铜价上涨之后对于需求打压的因素。

上半年国内经济增长的压力较大，制造业 PMI 一度回落至 50 临界点之下，因此国家政策也是应出尽出，维稳经济。目前来看，在下游终端消费中，房地产的拖累最大，国家更多去采取基建的来对冲，而基建投资中，电网和电源投资将在下半年继续受益，因此我们认为不要对下半年电网电源投资过分悲观，下半年整体需求有望进一步受到带动，预计全年目标依然会有可能达成。

2、房产数据继续恶化，年底有望出现回升

房地产用铜也是国内铜消费的重要组成部分，特别是房地产会带动其它行业对于铜的需求。2022 年 1-5 月份国内房屋新开工面积 51628 万平方米，累计同比下降 30.6%，降幅较上个月继续扩大 4.3 个百分点；1-5 月份房屋竣工面积 23361.6 万平方米，累计同比下降 15.3%，降幅较上个月扩大 3.4 个百分点；1-5 月份商品房销售面积 50738.4 万平方米，累计同比下降 23.6%，降幅较上个月扩大 2.5 个百分点。从前五个月份的房地产数据来看，5 月份国内房地产数据继续恶化。

本轮房地产市场的调整从去年四季度开始，国家首先从房企的资金上设置三条红线，限制了企业的拿地意愿，进而传导到下游的开工和竣工数据。而二季度的疫情更是让市场的销售也出现了大幅回落，房地产市场的产销持续走低。目前国家又出台了一系列的政策来维稳楼市，部分地区下调了首付比例，下调了贷款利率，整体而言，6 月份的高频数据显示，房地产的成交开始出现回暖，但幅度依然有限。我们预计考虑到去年四季度的低基数情况，预计三季度国内房地产的降速将开始收窄，而年底则有望出现同比回升情况。

3、空调产销旺季不旺，下半年产销压力更大

根据产业在线数据，2022 年 5 月家用空调产量 1554.45 万台，同比增长 0.54%；2022 年 1-5 月家用空调累计产量 7029 万台，累计同比下降 1.33%。2022 年 5 月家用空调销量 1562.51 万台，同比下降 1.63%；2022 年 1-5 月家用空调累计销量 7071 万台，同比增长 1.20%。

数据上看，从 3 月以来终端零售一直处于持续低迷的状态，企业信心倍受打击，尤其“五

一”黄金周的销售表现，直接影响了空调企业的生产计划，行业走势出现向下的拐点。目前来看，5月份空调销量的单月同比已经转为负增长，5月家用空调的零售数据不论线上线下都不乐观，行业内整体对零售端也难再有更高的期待。预计6月份的产销数据将出现较大幅度的下降。

据产业在线最新发布的数据显示，2022年7月家用空调行业排产约为1069万台，较去年同期生产实绩下降20.8%，内销出口均是两位数的大幅度下降。6月和7月都是国内空调的终端销售旺季，但实际情况却并不乐观，特别是外需方面。海外通货膨胀加剧，居民购买力下滑，而库存又处于高位，整体需求因此下降。

随着旺季过去，我们对于下半年空调市场继续持悲观看法，我们认为国内地产竣工周期的拐点已至，后续空调内销将长期面临较大压力。

4、汽车产销低迷，新能源汽车依然强势

根据中汽协数据，2022年5月汽车产量192.6万辆，同比下降5.7%；2022年1-5月汽车累计产量961.8万辆，累计同比下降9.6%，降幅收窄0.9个百分点。2022年5月汽车销量186.2万辆，同比下降12.6%；2022年1-5月汽车累计销量955.5万辆，累计同比回落12.2%，降幅扩大0.1个百分点。

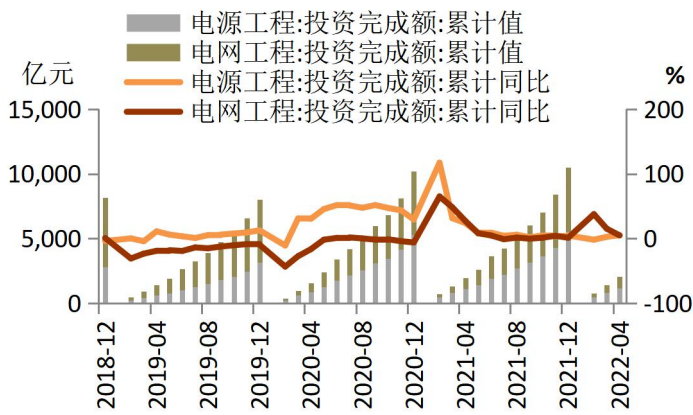
新能源汽车方面，2022年1-5月新能源汽车生产206.3万辆，同比增加113%；1-5月销售199.5万辆，同比增加113%，销售渗透率最高达31%，新能源车销量在上半年持续处于强势水平。

从近期的汽车产销数据来看，受到疫情的影响，上半年国内汽车的整体产销形势依然延续，同比出现回落，但是新能源汽车则延续其高速增长的态势。考虑到新能源汽车的耗铜是传统汽车的2-3倍，因此抵消了整个行业对于铜需求的低迷。目前国家也在不断推出各类优惠政策，刺激汽车需求，因此下半年我们认为汽车对于铜的需求将继续保持增长。

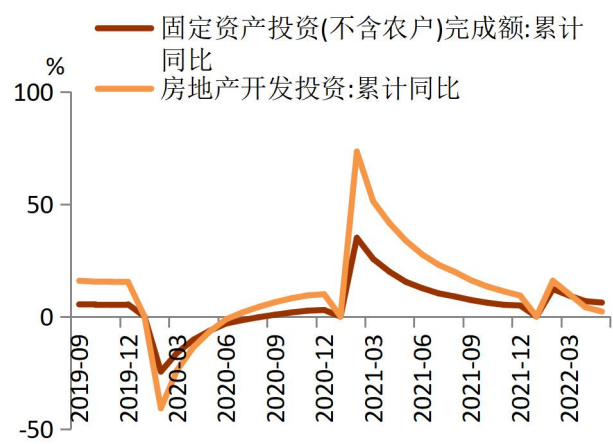
5、下半年铜的终端需求仍有小幅压力

通过对铜下游终端各领域的分析，我们看到上半年国内大部分领域的终端需求都出现了疲弱的情况，这其中既有二季度国内疫情的因素，也有海外需求回落带来的出口订单下降的因素，也有国内自身经济增长压力较大的原因。展望下半年，我们认为对于需求的压力会主要集中在出口需求方面，而国内的终端需求包括电网投资还有房地产市场都会继续边际改善，因此整体需求或将继续同比回落，但幅度不会太大，不需要过分悲观。

图表 24 电力投资完成额变化

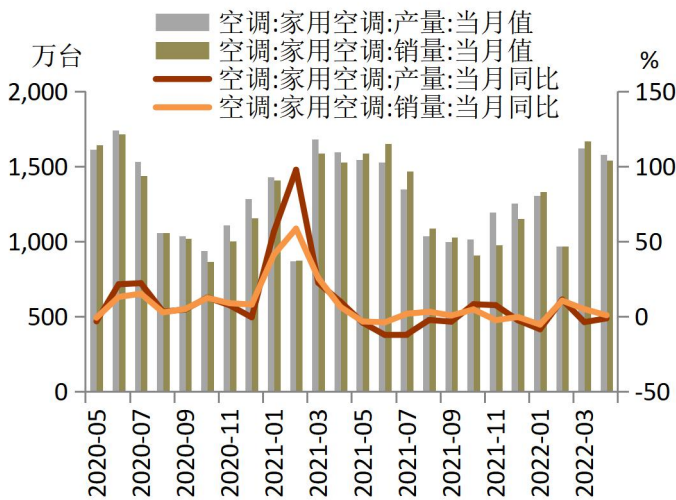


图表 25 房地产开发投资增速变化

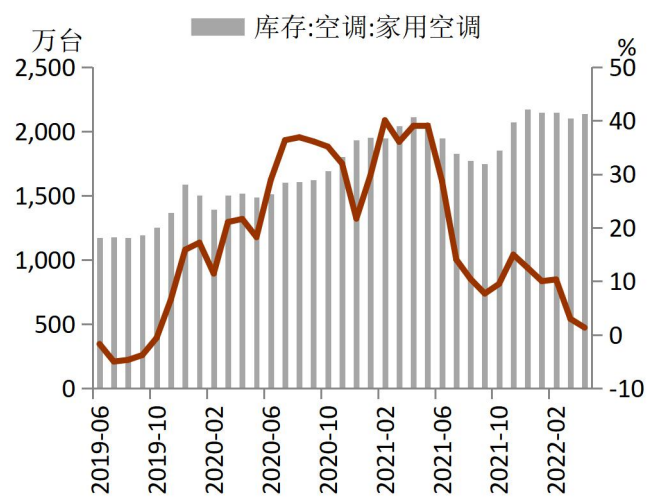


资料来源: iFinD, 铜冠金源期

图表 26 家用空调产量增速变化

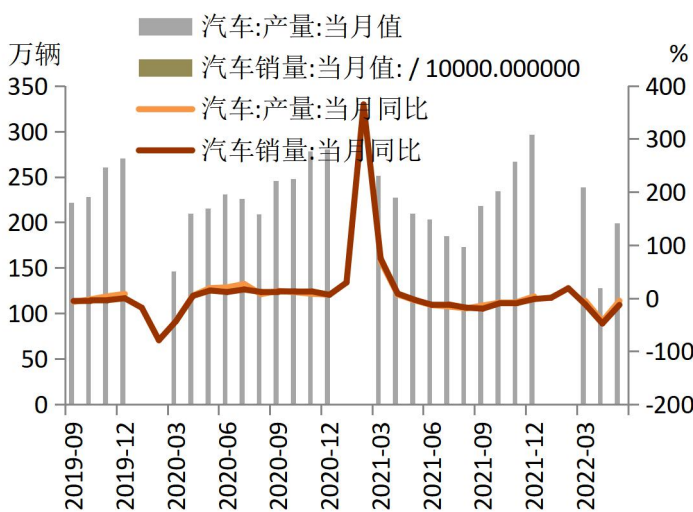


图表 27 家用空调库存变化

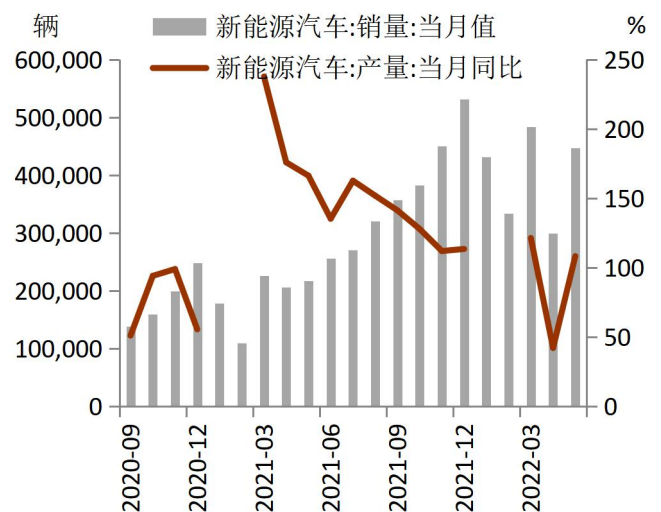


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 28 汽车产销量变化



图表 29 新能源汽车产量及销量变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

六、下半年行情展望

宏观方面，上半年高通胀成为海外宏观的关键词，并引发了欧美超预期的紧缩政策；而超预期的紧缩政策对于需求产生负面影响，欧美衰退的概率增加，将成为市场在下半年博弈的焦点。国内上半年则由于疫情因素经济增长压力较大，下半年国内政策继续应出尽出，维稳经济成为首要目标。

供应方面，上半年全球铜矿供应依然受到干扰事件影响，产量不及预期；但是新项目投产依然符合预期，下半年铜矿供应将继续保持宽松态势，铜精矿加工费也将继续处于高位。精铜方面，上半年国内冶炼企业因检修和意外因素开工不及预期，但是进入下半年之后，企业开工将有明显回升，精铜产量将大幅增长。废铜方面，上半年废铜进口出现增长，预计下半年还将继续维持，但是国内废铜产出却在铜价下跌以及财税新规影响下有限，精废价差持续处于低位，对于精铜的替代作用有限。

需求方面，上半年国内大部分领域的终端需求都出现了疲弱的情况，这其中既有二季度国内疫情的因素，也有海外需求回落带来的出口订单下降的因素，也有国内自身经济增长压力较大的原因。展望下半年，我们认为对于需求的压力会主要集中在出口需求方面，而国内的终端需求包括电网投资还有房地产市场都会继续边际改善，因此整体需求或将继续同比回落，但幅度不会太大，不需要过分悲观。

整体来看，上半年铜价在市场对于预期转为衰退的定价之下，出现了大幅回落。进入下半年，我们预计市场将继续博弈衰退，而下半年供需也在逐渐转向宽松，因此铜价重心将继续下移，但是从走势上来看，我们认为下跌速度会放缓。

预计下半年铜价将以震荡走低为主，沪期铜主要运行区间在 53000-63000 元/吨，伦铜主要运行区间在 7000-8400 美元/吨。

风险点：全球经济放缓超预期

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。