

2022 年 12 月 19 日

星期一

## 供需预期波动平衡

### 铜价重心中性震荡

铜冠金源期货投资咨询部

电话 021-68555105



#### 要点

- 2023 年全球铜精矿市场继续面临宽松格局，精铜市场供需则将从中性略紧向中性略宽转变，预计 2023 年铜价运行重心将有所下移。2023 年铜价主要运行区间为：伦铜 6900-9000 美元/吨，均价在 7400 美元/吨；沪期铜 55000-70000 元/吨；均价在 63000 元/吨。
- 从价格运行节奏来看，上半年在美联储加息放缓以及国内经济增长的乐观预期之下，叠加国内累库需要时间，库存仍处低位，预计价格将继续维持高位。但是进入下半年之后，随着海外经济衰退概率增加，铜价重心将会有所下移。考虑到国内经济进入复苏周期，对于价格有支撑，预期铜价回落路径难以顺畅，以及幅度也不会太大。
- 价差方面，我们认为上半年累库幅度预计有限情况下，存在阶段性市场偏紧的格局，现货仍将保持一定升水，月间正套仍有高抛低吸操作机会。下半年随着累库逐渐推进，现货升水重心下移，月间机会也将相应减少。
- 内外方面，我们认为明年海外经济下行压力较大，国内经济呈现复苏情况下，国内需求将好于外需，铜价也将呈现内强外弱走势，市场存在买内空外的反套机会，但需要关注未来人民币贬值趋势结束后的风险。
- 风险点：全球经济放缓超预期，新冠疫情发展超预期，中美博弈或国际地缘政治动荡加剧。

## 目录

一、2022 年行情回顾 .....	5
二、宏观经济分析 .....	6
1、海外经济明年迎来衰退风险 .....	6
2、国内经济增长展望乐观.....	7
3、美元指数仍将维持高位，人民币贬值压力下降.....	8
三、铜矿供应分析 .....	9
1、2022 年海外铜矿供应出现回升 .....	9
2、2023 年海外铜矿供应继续增长 .....	9
3、2023 年国内铜矿供应稳步增长 .....	10
四、精铜供应分析 .....	11
1、海外冶炼产量受到干扰.....	11
2、国内冶炼产量不及预期.....	11
3、2023 年精铜产量将再创新高.....	12
3、再生铜供应或保持平稳.....	14
4、精铜库存降至低位.....	15
五、精铜需求分析 .....	16
1、电力投资聚焦新兴领域.....	16
2、地产竣工将难有太大起色 .....	17
3、空调产销将继续回落.....	17
4、新能源汽车维持高增速.....	17
5、2023 年传统需求企稳回升，新兴需求维持高增速.....	18
六、2023 年行情展望 .....	19

## 图表目录

图表 1 铜期货价格走势.....	5
图表 2 上海现货铜升贴水走势 .....	6
图表 3 发达国家 GDP 增速 .....	8
图表 4 发达国家制造业 PMI 指数 .....	8
图表 5 中国 GDP 增速.....	8
图表 6 中国 PMI 指数 .....	8
图表 7 2023 年全球主要铜矿项目增量跟踪 (万吨).....	10
图表 8 全球铜矿产量同比增速 .....	10
图表 9 2022 年国内新增铜冶炼项目 (万吨) .....	11
图表 10 2023 年国内新增铜冶炼项目 (万吨) .....	12
图表 11 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势 .....	12
图表 12 ICSG 全球精炼铜消费变化 .....	12
图表 13 中国铜精矿现货 TC 走势 .....	13
图表 14 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势 .....	13
图表 15 中国铜材产量及增速变化 .....	13
图表 16 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化 .....	13
图表 17 中国精炼铜产量变化 .....	13
图表 18 中国精炼铜消费量变化 .....	13
图表 19 中国精炼铜进口量及增速变化 .....	14
图表 20 中国精炼铜出口量及增速变化 .....	14
图表 21 中国废铜进口单月变化 .....	15
图表 22 中国废铜进口累计变化 .....	15
图表 23 三大交易所库存变化情况 .....	16
图表 24 SHFE 和保税区库存走势.....	16
图表 25 电力投资完成额变化 .....	18
图表 26 房地产开发投资增速变化 .....	18
图表 27 家用空调产量增速变化 .....	19

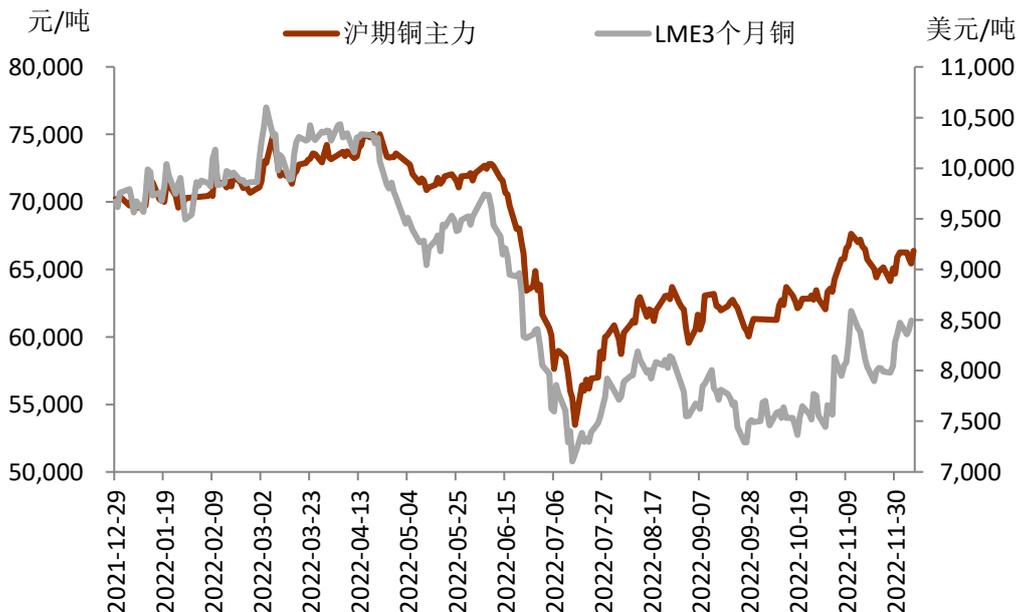
---

图表 28 家用空调库存变化 .....	19
图表 29 汽车产销量变化.....	19
图表 30 新能源汽车产量及销量变化 .....	19
图表 31 全球铜供需平衡表（万吨） .....	20
图表 32 国内铜供需平衡表（万吨） .....	21
图表 33 国内铜需求增速情况（万吨） .....	21

## 一、2022 年行情回顾

2022 年 1-11 月份，铜价整体走势以下跌为主，出现了较大波动，基本可以划分为三个阶段。第一个阶段为 1-4 月中旬；2022 年初始，铜价延续此前的涨势，价格继续走高。而年初爆发的俄乌冲突，让全球供应链受到极大破坏，市场担忧铜的供应风险，铜价也因此震荡上涨。3 月份，伦镍逼仓更是一度带动有色全体走高，伦铜也在当时创下 10845 美元/吨的历史新高。第二个阶段为 4 月下旬-7 月中旬；4 月下旬，随着上海疫情的爆发，国内需求大幅下降，对于铜价形成压力，铜价逐步从此前涨势转向跌势。而在美联储大幅加息 75BP，拉开了全球货币政策加快紧缩的大幕后，铜价短期之内大幅下跌，沪铜在短短一个月之内下跌近 2 万元，跌幅超过 25%，最低下探至 53320 元/吨，创下了 2020 年年底来的新低。第三个阶段为 7 月下旬到 11 月；随着海外宏观利空落地，国内加快经济维稳政策的推出，市场需求开始回暖，铜价也企稳回升。8、9 月份，伴随人民币的贬值，铜价内强外弱，伦铜低位震荡，沪铜则不断震荡上行。11 月份，市场对于美联储加息速度放缓预期提升，以及国内疫情防控政策积极调整，铜价出现明显上涨，沪铜再上一个台阶，最高至 68000 元/吨之上。最终，截至 2022 年 11 月 30 日，沪铜加权指数收在 64640 元/吨，较上一年下跌 5760 元，跌幅 8.18%；波动区间在 53320-76880 元/吨，波动幅度为 30.6%。伦铜价格收在 8285 美元/吨，较上一年下跌 1470 美元，跌幅 15.1%；波动区间在 7291.5-10845 美元/吨，波动幅度为 32.8%。

图表 1 铜期货价格走势

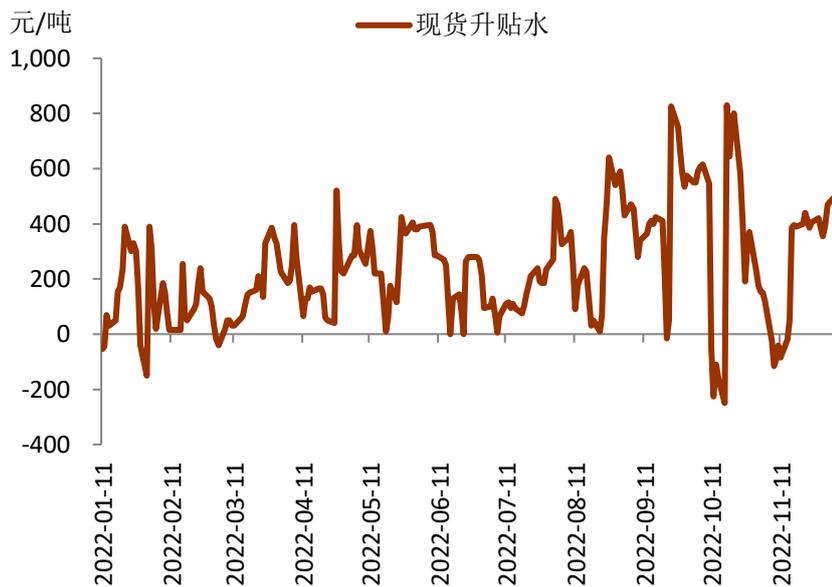


资料来源：iFind，铜冠金源期货

2022 年，国内铜现货升贴水整体是呈现震荡向上的走势的，特别是下半年现货升水重心较上半年有明显抬升。这主要和国内库存一直处于低位密不可分，从走势上来看，国内现货

升水出现了几波向上的行情。首先是年初，在进入 2022 年之后，在国内累库不及预期的情况下，现货升水快速攀升至 300 元/吨之上。其次是在一季度的上海因疫情而封控的时期，仓库物流受到极大影响，出入库都不方便，产业链节点堵塞，现货升水出现了一波行情，4 月份的时候，最高到过 500 元/吨以上。最后是在进入 8 月份，国内精铜冶炼受到限电以及疫情等因素的影响，产量不及预期，加剧了市场供应紧张的气氛，现货升水开始逐步攀升，在 8 和 9 月份都到过 600 元/吨之上。而 10 月份，国内期货市场出现挤仓，更是让现货升水最高超过 800 元/吨。在挤仓结束之后，国内现货升水才逐步回落，但依然保持在较高水平。

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、海外经济明年迎来衰退风险

2022 年，对于海外经济来说关键词仅有一个，那就是高通胀。新冠疫情流行期间，海外推出了史无前例的宽松政策，商品价格因此大幅上涨；而年初的俄乌冲突更是让供应链受到影响，能源价格供应紧张且价格飙升，通胀数据创下了数十年来新高，特别是对欧洲来说，生活、生产成本危机加剧。为了对抗高通胀，美联储和欧央行不得不选择激进的紧缩政策，多次大幅加息 75BP。通过不懈努力，美联储的持续加息的效应终于开始有所体现，美国 10 月通胀数据开始出现回落。但是大幅加息对于经济也产生了较大的负面影响。多数欧洲国家 PMI 指数连续多个月位于荣枯线以下，美国制造业 ISM 也在 11 月份陷入萎缩区间。因此，美联储不得不考虑紧缩政策的迟滞效应而开始考虑减缓加息的速度。

对于欧洲来说，目前其通胀仍然处于高位，因此即使德国、英国、意大利、西班牙等主要国家制造业 PMI 指数均持续下降并在收缩区徘徊，欧洲仍将继续保持大幅加息，这也意味

着欧洲陷入经济衰退的概率大幅增加。欧盟委员会在近期公布的 2022 年秋季经济预测报告预计，欧盟、欧元区和大多数成员国经济将在今年第四季度陷入衰退，明年第一季度经济活动将继续萎缩。与此同时，欧委会还预计，2023 年欧盟和欧元区 GDP 仅增长 0.3%，较 7 月预测猛降超 1 个百分点之多。

对于美国来说，现阶段美国通胀水平距离美联储 2% 的目标依然较远，实际政策利率还未转正，劳动力市场仍然紧张，美元指数回落导致全球商品价格反弹又会作用于通胀，明年能源缺口亦有不确定性，因此美联储加息改变的可能只是加息的速度，相反未来加息的持续时间和最终加息的目标利率都有可能进一步延长和提升。美联储需要时间观察经济和金融体系对加息的反应，因此未来将逐渐放缓加息步伐。但放缓加息步伐和宽松货币政策是两码事，美国大概率还是会在 2023 年维持偏紧的政策取向，预计难以转向降息，但或在年中暂停加息。同时，明年美国经济形势也依然不乐观。在 IMF 最新的预测中，2023 年美国经济增长预计在 1%。美联储最看重的指标之一，3 个月期和 10 年期美债收益率曲线出现倒挂也预示着未来美国经济出现衰退的可能性较大。

## 2、国内经济增长展望乐观

10 月份国内经济数据全线回落，统计局指出主要是受到了国内外多重超预期因素的冲击，这其中既包括外需超预期回落因素；也包括国内疫情多发因素。这其实也是今年国内经济局势的缩影，从年初开始，国内大城市就在不同程度受到了疫情的冲击，由于奥密克戎病毒的强传染性，再加上国内严格的疫情防控政策，这也使得国内需求受到了一定影响，经济增长压力一直较大。

国内经济增长的另一个主要压力来自于房地产，在房住不炒的大原则下，三条红线的严格限制，使得房地产企业的资金受到了极大限制，因此不得不放缓投资拿地节奏。从数据来看，今年房地产投资，拿地，开工，施工，竣工数据都出现了大幅回落。由于过去房地产市场在国内经济占有重要地位，因此房地产形势低迷，也拖累了上下游各个环节，整体需求也受到了较大影响。

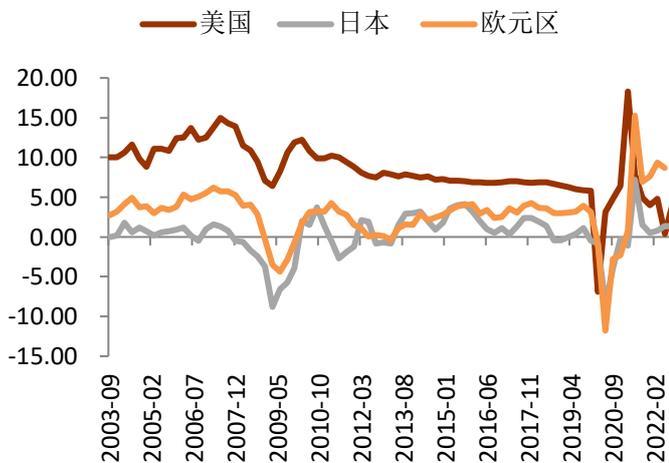
值得注意的是，近期国内重磅政策接连出台，疫情防控政策出现积极调整，大部分省市陆续放开，同时，稳地产的政策频出，恢复地产企业的融资能力，并支持居民的合理购房需求。在 12 月份的中央经济工作会议上，明确表态明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。我们认为 2023 年整个中国经济增速跟市场的情绪都将出现一定的回升，尤其是参考今年的基数效应，预计明年经济增长达到 5% 左右可能性较高。但短期之内可能要关注放开之后疫情扩散带来的风险。

### 3、美元指数仍将维持高位，人民币贬值压力下降

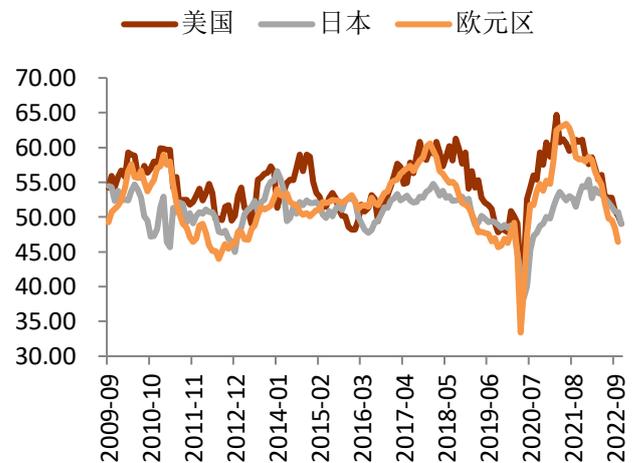
2023 年，美国衰退和美联储政策转向是美元指数关注的重点。市场对于 2023 年美联储是否会降息尚存在较大的不确定性，但是年中暂停加息是大概率事件。从历史经验来看，美联储加息结束后进入震荡的概率较大，明年美元指数预计难以出现单边上涨，高位震荡的可能性更大。

今年以来，人民币兑美元汇率显著贬值，根本原因不是人民币太弱，而是美元太强。人民币兑 CFETS 货币篮的汇率指数并未出现如此大的波动。尽管近期人民币出现了较大回升，但是由于明年大部分时间预计中美利差依然处于较高位置，保持对人民币的贬值压力，同时中国出口对人民币的托举作用减少，但是，中国经济反弹而美国经济增速可能明显下行造成的货币内涵差将成为人民币有力的支撑，因此，预计 2023 年人民币兑美元将呈现央行所希望的合理均衡、双向波动走势。

图表 3 发达国家 GDP 增速



图表 4 发达国家制造业 PMI 指数

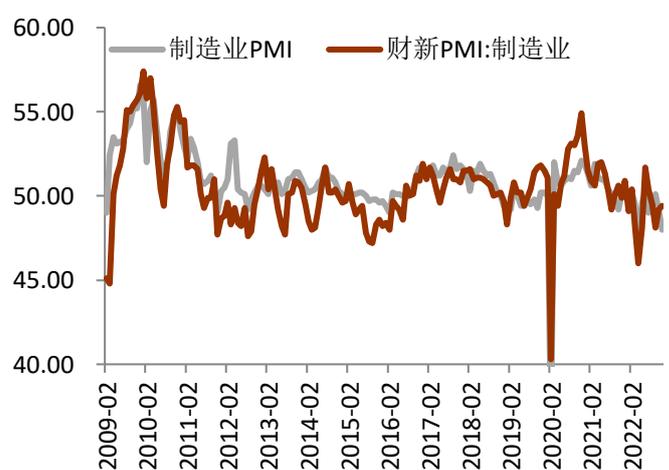


资料来源：iFind，铜冠金源期货

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、2022 年海外铜矿供应出现回升

年初，我们预计 2022 年全球铜精矿供应将出现较大幅度的增长，其中既有来自于新增产能的投产，也有来自于逐步从疫情影响中恢复的产能。但从实际情况来看，铜矿供应增长却不是一帆风顺。秘鲁矿山的社区问题严重干扰了部分矿山的正常生产，MMG 旗下的 Las Bambas 下调全年计划产量。智利北部干旱导致的缺水也对部分矿山的生产造成一定影响。受西方对俄罗斯制裁的影响，俄罗斯 Udokan 矿山项目推迟投产。矿山供应的干扰率也因此超过了 6%，创下多年来新高。

虽然传统主要产铜国智利和秘鲁的铜矿产出增速都偏慢，但是新兴产铜国刚果金、印尼、蒙古和哈萨克斯坦等国产量大幅增长，如 Freeport 位于印尼的 Grasberg 铜精矿产量上半年增长达 30%；西藏驱龙铜矿在 2022 年全面达产；Kamoa-Kakula II 期 4 月投产，预计 2022 年铜精矿产量达到 31-34 万吨。

整体来看，尽管有智利和秘鲁铜矿产出增速偏慢拖累，但在刚果金、印尼、蒙古和哈萨克斯坦等国产量大幅增长的带动下，全球铜矿产出还是出现了稳步的增长，2022 年 1-9 月全球铜矿产出同比增长 3.62%，至 1618.5 万吨。

#### 2、2023 年海外铜矿供应继续增长

2023 年，我们认为全球海外铜矿产量仍将保持较高增速。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。QB II 期投产可能会推迟到 2023 年，它与爬产的 Quellaveco 将成为推动 2023 年铜精矿产量同比增加的主要动力。El Teniente NML 预期在 2023 年投产。Codelco 还有一个产能 7.5 万吨金属量/年的项目 Rajo Inca 也将在 2023 年投产。此外，俄罗斯最大铜矿 Udokan 预计明年出口矿，在第一阶段，Udokan 计划每年生产 13.5 万吨铜，全面投产后将产量提高到每年 40 万吨。

整体来看，结合目前的新建和扩建铜矿项目投产时间表，我们预计全球铜矿供应增速将会在 2023、2024 年迎来近年来的峰值；而未来的 2023 年、2024 年产量将分别增长 5.6%、5.1%，达到 2327 万吨和 2447 万吨。

但也需要注意，智利北部的干旱缺水的情况在一定时期内仍会困扰部分大型矿山的生产；秘鲁的社区问题对大型矿山的生产经营仍会造成一定的影响；矿石品位下降、南部非洲的物流等问题对于铜矿供应的干扰。

### 3、2023 年国内铜矿供应稳步增长

根据有色协会数据，2022 年 1-8 月中国铜精矿产量为 124 万金属吨，同比增长 7.7%；较去年同期增速进一步提升。这主要得益于国内包括甲马二期，多宝山二期，西藏玉龙、驱龙铜矿在内的大型项目陆续投产，预计未来国内铜精矿产量仍有提升空间，2023 年国内铜精矿产量或达到 208 万吨，同比增长 3.1%。

2022 年 1-11 月份累计进口 2316.9 万吨，同比去年 1-11 月份增长 8.56%。由于海外铜矿产量的增加，以及国内冶炼需求上升，国内铜矿进口也较去年出现大幅增长。整体来看，国内铜矿的产量以及进口都保持增长，让国内铜矿供应呈现宽松状态。

2023 年，进口铜精矿的加工费继续上升，达到 88 美元/吨，这也印证了海外铜精矿宽松的预期。预计明年国内产量和进口仍会继续增长，整体供应将维持宽松。

图表 7 2023 年全球主要铜矿项目增量跟踪 (万吨)

铜矿	国家	2023 增量 (万吨)
Kamoa-Kakula	刚果金	13
Oyu Tolgoi Expansion	蒙古	6
Qulong	中国	8
Olympic Dam	澳大利亚	4.5
Cobre Panama	巴拿马	5
Chuquicamata	智利	5
El teniente	智利	12.5
Quebrada Blanca Phase II	智利	14
Rosemont	美国	6.5
	合计	74.5

资料来源：新闻整理，铜冠金源期货

图表 8 全球铜矿产量同比增速



资料来源：ICSG，铜冠金源期货

## 四、精铜供应分析

### 1、海外冶炼产量受到干扰

尽管铜精矿处于宽松过剩状态，但是其向精炼铜的传导却并非一帆风顺。今年，铜冶炼的供应干扰事件也是大幅增加。由于俄乌冲突，俄罗斯铜流入欧洲的数量减少，而能源价格高企也让欧洲的铜冶炼厂不得不减产应对。南美方面，Codelco 旗下的 Las Ventanas 冶炼厂也被永久性关闭，造成了部分产量的损失。因此海外的精铜实际产量较去年并未出现太大增幅，根据 Wood Mackenzie 数据，2022 年海外精铜产量预计为 1156 万吨，同比回落 0.08%。

2023 年，海外依然缺乏新增的铜冶炼项目，仅有塞尔维亚紫金铜业升级改造的铜冶炼厂可能扩建 2 万吨产能，以及南非 PMC 的 15 万吨铜冶炼改造项目计划 2023 年投产。同时，俄乌冲突仍可能持续，欧洲炼厂产量回升预计有限，智利丘基卡马塔炼厂检修也将超出预期时间，因此 2023 年海外精铜产量预计为 1134 万吨，同比继续回落 1.8%。Codelco 也将 2023 年对欧洲买家的基准铜溢价上调 88%至 234 美元/吨。

### 2、国内冶炼产量不及预期

2022 年，国内冶炼产能的扩张步伐依然较大，新增铜粗炼产能 48 万吨，新增铜精炼产能 100 万吨。虽然电解铜新增产能预期较大，但落地较缓，部分冶炼厂因疫情、冷料供应紧张、限电等因素导致减产等，电解铜产出低于预期。根据 SMM 数据，12 月国内电解铜产量为 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，同比增加 3.2%，增量为 32.41 万吨；低于年初预估的 1050 万吨。

图表 9 2022 年国内新增铜冶炼项目（万吨）

炼厂名称	新建粗炼产能	新建精炼产能	原料	投产时间
新疆五鑫铜业	10	10	铜精矿	2022
大冶有色	40	40	铜精矿	2022Q4
金冠铜业	8	8	阳极铜	2022Q3
江铜富冶和鼎	0	12	阳极铜	2022Q3
金川集团	0	10	阳极铜	2022Q4
赤峰金通铜业	0	5	铜精矿	2022Q1
青海铜业	0	5	阳极铜	2022Q4
上饶和丰环保	0	10	阳极铜	2022Q3
总计	58	100		

资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 10 2023 年国内新增铜冶炼项目（万吨）

炼厂名称	新建粗炼产能	新建精炼产能	原料	投产时间
山东烟台国润	8	8	铜精矿	2023Q2
白银有色	20	20	铜精矿	2023Q3
中条山有色	18	18	铜精矿	2022Q4
江铜（清远）	0	10	阳极铜	2023 年
总计	46	56		

资料来源：SMM，铜冠金源期货

### 3、2023 年精铜产量将再创新高

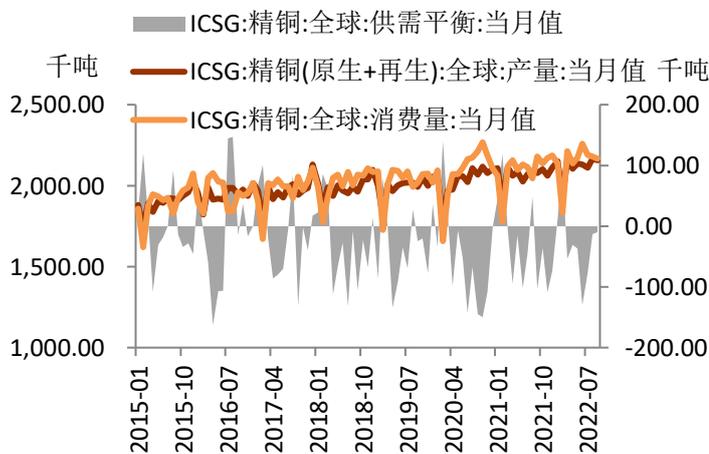
2023 年，国内将新增 46 万吨粗炼产能，以及 56 万吨的精炼产能，预计这些产能主要将在下半年投产，届时将继续给国内铜供应带来较大压力。

除了新增产能带来的压力之外，明年国内冶炼开工率提升也将让国内整体产量继续增长。我们预计明年国内的加工费将继续处于高位，这对于国内冶炼厂来说仍有足够动力去全力生产。而拖累今年冶炼企业开工的资金因素以及限电因素都会在明年缓和。

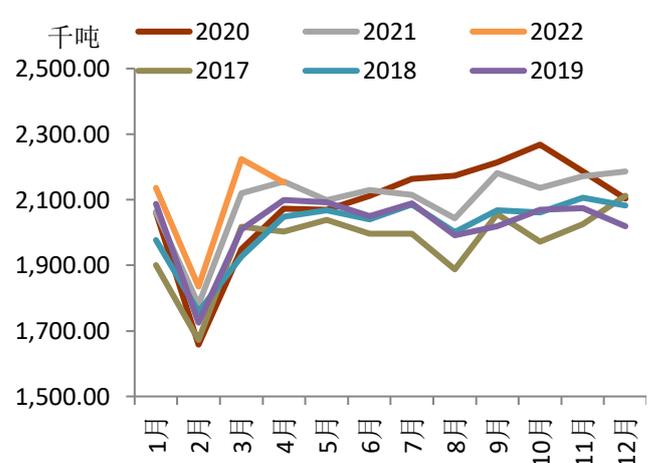
但也需要关注，困扰今年铜产量的冷料供应不足的问题在明年将也难以缓和。主要是近年来投放的粗炼产能远不及精炼产能；国内粗炼产能规划集中在 24-25 年，因此短期之内还难以缓和。

整体来看，2023 年，国内扩张的冶炼产能投产，以及国内干扰因素影响减少，我们预计 2023 年产量将达到 1118 万吨，创出历史新高，同比增幅为 8%左右。

图表 11 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势



图表 12 ICSG 全球精炼铜消费变化

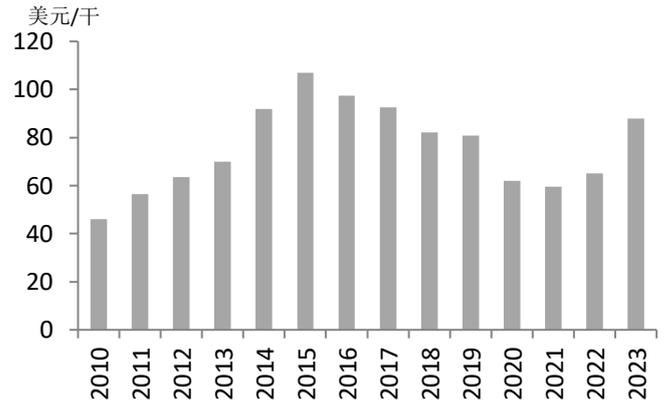


资料来源：Bloomberg，WBMS，ICSG，铜冠金源期货

图表 13 中国铜精矿现货 TC 走势

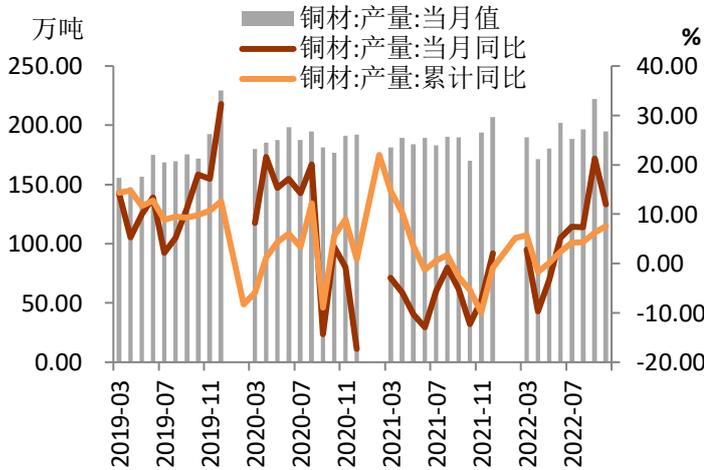


图表 14 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势



资料来源：iFind，铜冠金源期货

图表 15 中国铜材产量及增速变化

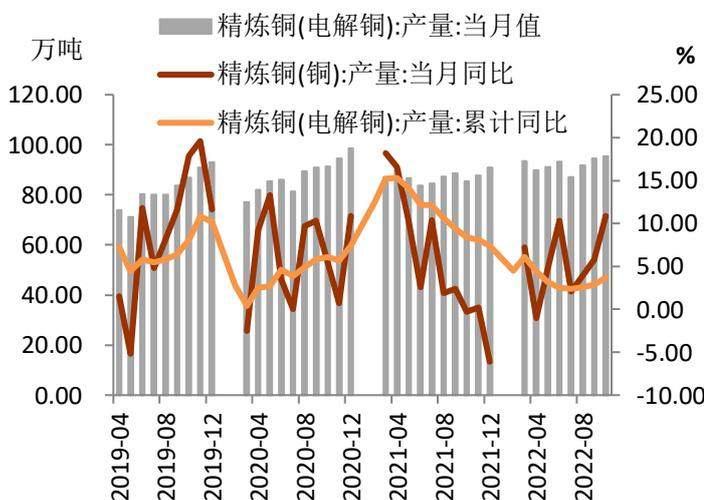


图表 16 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

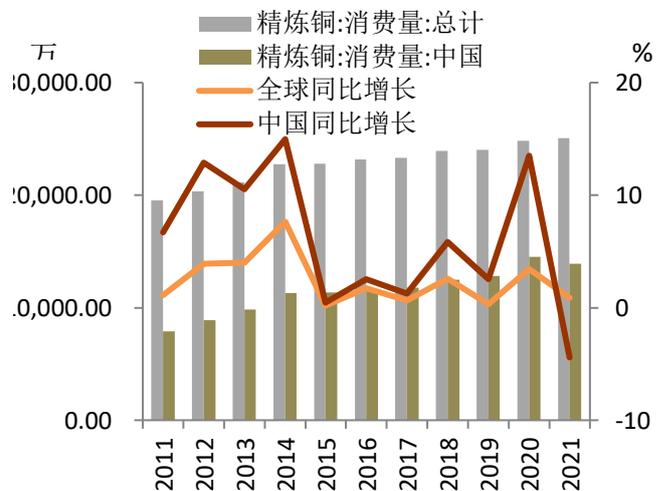


资料来源：统计局，铜冠金源期货

图表 17 中国精炼铜产量变化



图表 18 中国精炼铜消费量变化

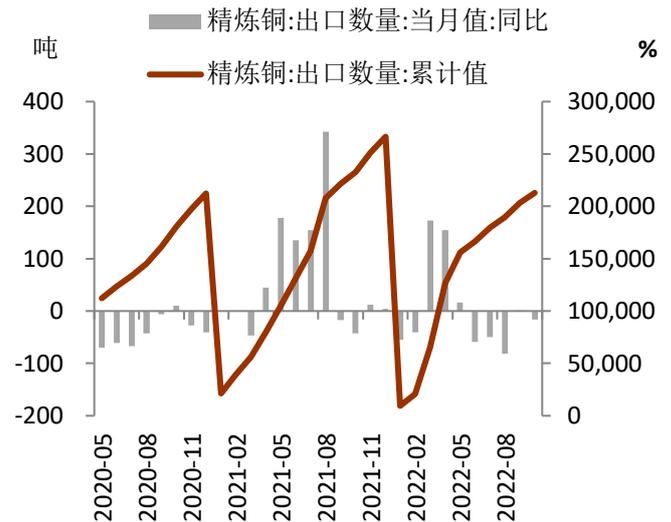


资料来源：统计局，铜冠金源期货

图表 19 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 20 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源：海关总署，铜冠金源期货

### 3、再生铜供应或保持平稳

废铜是国内铜供应的一个重要补充，国内有 17% 电解铜来自于废铜的再利用，国内铜材加工中有 10% 左右的产量来自于废铜，因此废铜在冶炼及加工环节对于国内铜供应的调节有重要意义。

2022 年 1-10 月铜废碎料累计进口 1470928 吨，同比增加 7.5%。我们预计全年废铜进口将达到 175 万吨，同比增长 3.6% 左右。虽然供应有小幅增长，但是国内再生铜的产量却由于国内疫情的因素，开工受到影响，整体产量不高。同时，国内经济压力也让报废的废铜原料供应回落，造成整体产量下滑。因此，虽然没有确切数据，但我们认为国内再生铜整体供应较去年出现回落。

此外，精废铜杆周度开工情况的差异在一定程度上也反映了废铜的紧张问题。铜价急跌行情令精废价差骤然缩小乃至倒挂，利废企业原料采购不足已经出现减停产状况。

展望 2023 年，我们预计在海外经济回落压力较大情况下，海外拆解或回落，可供国内进口的资源也会下降，废铜进口将会有所回落。而国内经济逐步复苏，疫情影响开始消退，整体废铜产量将会有所回升，整体来看，内外抵消，我们预计再生铜供应难有太大变化。未来需要跟踪精废价差来进一步印证。

图表 21 中国废铜进口单月变化



图表 22 中国废铜进口累计变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

#### 4、精铜库存降至低位

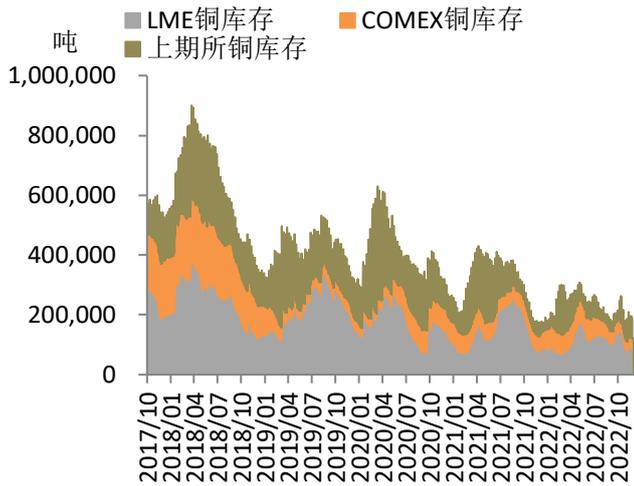
截至 11 月 30 日，LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存分别为 8.97 万吨、7.02 万吨和 3.34 万吨，合计 19.34 万吨，为近年来低位，较去年同期增加 2.18 万吨。

中国方面，保税区库存 1.5 万吨，国内显性铜库存（SHFE+保税区）为 19.59 万吨，较去年同期水平下降 11.06 万吨。

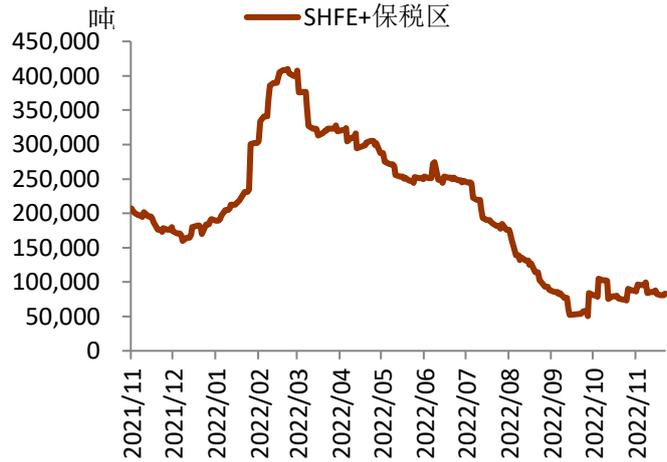
整体来看，2022 年是全球铜市场继续处于去库存，但是国内外市场的结构却有所变化。海外库存方面，无论是 LME 库存还是 Comex 库存都较去年同期水平有所增加，但年度内的变化确是惊心动魄，在年初俄乌冲突影响之下，出现挤仓，一度 LME 现货升水飙升；此后对于俄罗斯的禁令，也让俄铜充斥交易所库存；而年底 LME 不禁止俄罗斯铜交割之后，再度引发俄铜集中入库。2023 年，海外铜供应继续处于受限，叠加经济增长压力较大，供需双弱情况下，预计海外铜库存将维持低位。

国内方面，2022 年国内铜库存大部分时间都低于去年同期水平，特别是下半年国内精铜产量不及预期，带来一定缺口，国内库存以及保税区库存都出现了大幅回落，甚至也在 10 月合约出现挤仓情况。展望明年，国内产量将出现明显回升，整体库存预计会有一定累库，但是考虑到年初国内生产还不会出现大幅上升，因此低库存格局有望持续至明年一季度，而下半年则会出现明显累库。

图表 23 三大交易所库存变化情况



图表 24 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、电力投资聚焦新兴领域

电力行业是国内精铜消费占比最大的行业。2022年1-10月份，国家电网基本建设投资完成额累计为3511亿元，累计同比小幅增长3%，国家电源基本建设投资完成额累计为4607亿元，累计同比增长27%。2022年初，国家电网召开年度工作会议，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。但是由于国内疫情关系，上半年国内电力投资增速未能达到预期，但是从下半年开始，在政策支持以及国内赶进度的推动之下，投资大幅攀升，但进入年底，电网投资增速再度回落，我们预计全年电网投资额未必能完成年初目标，但较去年仍会保持小幅增加。

虽然国家电网还未公布明年明年的投资计划，但是根据十四五规划，国家电网计划投入3500亿美元（约合2.23万亿元），推进电网转型升级，国家电网和南方电网电网规划投资累计将超过2.9万亿元，若算上两大电网巨头之外的部分地区电网公司，“十四五”期间全国电网总投资预计近3万亿元。这明显高于“十三五”期间全国电网总投资2.57万亿元、“十二五”期间的2万亿元。但从结构上来看，十四五期间电网投资方向在电网转型、能源升级、大力发展新能源等，叠加铜价上涨带来影响，实际电网投资未来对于铜需求拉动作用有限。

此外，市场也关注光伏和风能的对于铜需求的拉动作用。国家发改委、能源局发布的《“十四五”现代能源体系规划》指出，到2025年，非化石能源消费比重达到20%左右，非化石能源发电量比重达到39%左右。展望2035年，非化石能源消费比重在2030年25%的基础上进一步大幅提升，可再生新能源发电成为主体电源。

这也意味着预计2021-2030年期间，我国光伏发电、陆上风电和海上风电累计新增装

机容量,分别达到 1223GW、654GW 和 143GW,平均年复合增长率分别为 13.1%、9.4%和-2.1%(其中海上风电装机波动较大,2021 年由于抢装潮,当年新增装机达到 14.5GW,是上年的 4.7 倍)。

考虑到技术进步和材料替代等原因,风力发电和光伏发电的单位用铜量也在逐步下降,预计到 2030 年,中国风光发电年用铜量将达到 82.5 万吨,较 2021 年增长 78%。其中光伏和风电的用铜量分别达到 47.1 万吨和 35.4 万吨,较 2021 年分别增长 163%和 25%。

## 2、地产竣工将有企稳回升

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 1-10 月份国内房屋新开工面积 103721.71 万平方米,同比下降 37.8%;1-10 月份房屋竣工面积 46564.58 万平方米,同比下降 18.7%。从数据上来看,今年房地产的产销形势出现了明显的恶化。由于国内对于房企的强监管政策叠加疫情影响,让房地产的销售和企业拿地积极性都明显下降,整体数据出现明显回落。

但是随着国内对于房地产严格监管取得成效,目前国家又推出了一系列支持政策,解决房地产企业的融资需求,预计 2023 年国内房地产市场将会出现好转,优质房地产公司融资、并购的启动,将有效盘活一部分资产并有利投资回升,尤其是今年因严重缺乏资金和疫情导致的停工现象预计将有较大改观,竣工和保交房的政策可能加速落地,从而对这部分铜的消费有一定带动。

## 3、空调产销或小幅增长

2022 年空调行业经历了动荡一年,疫情反复、原材料价格高涨,企业制造成本快速增加、生产受阻、渠道变革、产品创新等一系列事件让空调产销受到影响。根据产业在线数据,2022 年 1-10 月份家用空调累计产量 12595 万台,累计同比下降 3.5%;1-10 月家用空调累计销量 12913 万台,累计同比下降 1.65%。12 月家用空调排产约为 1170.2 万台,较去年同期生产实绩下降 6.6%。预计全年空调整体行业生产规模将下降 4.8%。

展望明年,海外库存依然高企,出口或将继续回落。内需方面,因地产竣工好转,及国内经济复苏,预计将较今年有所增长,但是否能够抵消外需下降仍有不确定性,2023 年生产情况可能同比企稳或小幅增长。

## 4、新能源汽车增速有所趋缓

汽车方面,根据中汽协数据,2022 年 1-11 月汽车产量 2462.8 万辆,累计同比增长 6.1%;1-11 月汽车销量 2430.2 万辆,累计同比增长 3.3%。其中新能源汽车方面,2022 年 1-11 月,新能源汽车产销分别完成 625.3 万辆和 606.7 万辆,同比均增长 1 倍。汽车行业在过去一年先抑后扬,上半年疫情对于产销造成了较大负面影响,下半年在增值税减半的政策支持下,汽车产销都出现了大幅回升。新能源汽车方面,则维持了高景气态势,渗透率不断提高,全年有望达到 25%的水平。

2022 年，我们预计中国新能源汽车销量将达到 700 万辆，同比增长 99%；2023 年预计增加至 880 万辆，增速为 27%；到 2025 年，我们预计国内新能源汽车销量将达到 1560 万辆，2022-2025 年的复合增速达到 45%。从渗透率数据看，到 2025 年，我国新能源汽车渗透率预计达到 50%，欧盟和美国将分别达到 21%和 17%，对应销量分别为 300 万辆和 306 万辆，到 2025 年全球新能源汽车销量预计达到 2433 万辆。至 2030 年，我们预计全球新能源汽车销量为 4545 万辆，整体渗透率达到 51%

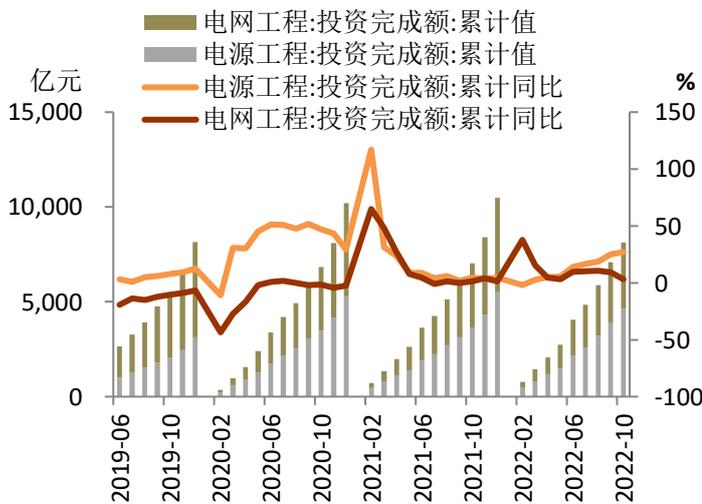
按照混动汽车整车用铜量大约 40kg，插电汽车用铜量大约 60kg，纯电动汽车用铜量 83kg 测算，2022 年国内新能源汽车用铜需求将超过 50 万吨，而 2023 年新能源汽车用铜量则超过 70 万吨。但国内新能源车的渗透率已经超过 30%，考虑到居民收入、税收优惠政策改变、以及国内电网配套设施及负荷的问题，2023 年中国新能车用铜的增速将有所趋缓。

### 5、2023 年传统需求企稳回升，新兴需求维持高增速

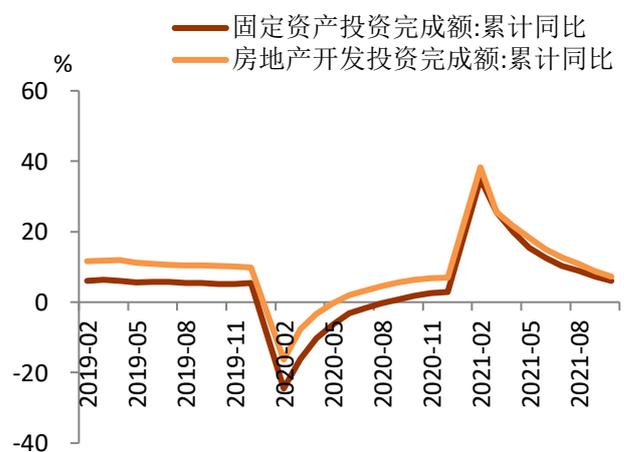
通过对铜下游终端各领域的分析，2022 年国内精铜下游需求整体有所分化，其中传统的下游需求，包括空调、电缆在内都受到房地产市场的拖累，需求出现疲弱态势。而新兴的下游需求，包括光伏、风能以及新能源汽车则将继续维持高速增长态势，进而支撑国内铜需求。整体来看，我们预计 2022 年国内铜需求为 1376 万吨，较去年增长 1.9%。

2023 年，随着国内防疫政策调整，以及稳经济的政策持续推出，明年国内铜需求有望出现回升，传统铜需求有望持稳，而新兴铜需求仍将保持较高增速，整体需求有望达到 1432 万吨，增速为 4.1%

图表 25 电力投资完成额变化

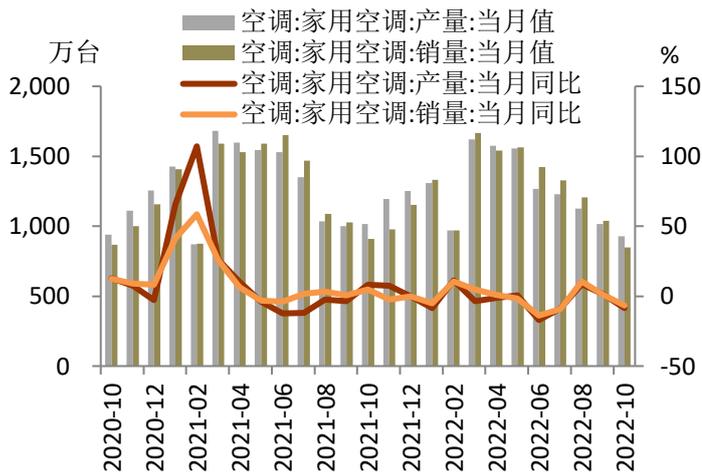


图表 26 房地产开发投资增速变化



资料来源：iFind，铜冠金源期

图表 27 家用空调产量增速变化

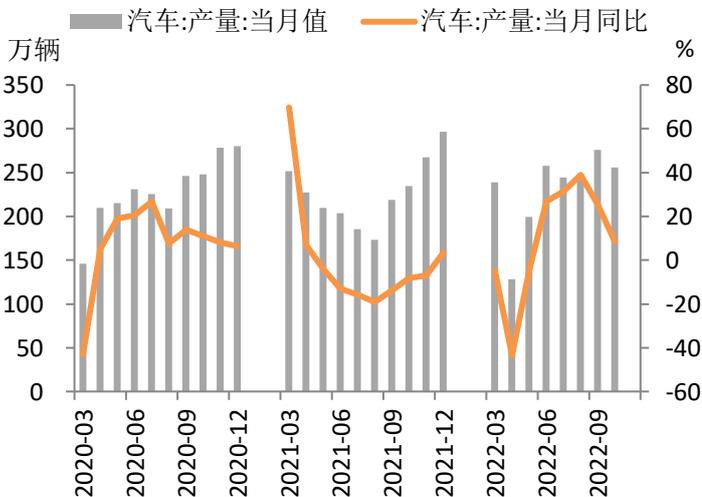


图表 28 家用空调库存变化

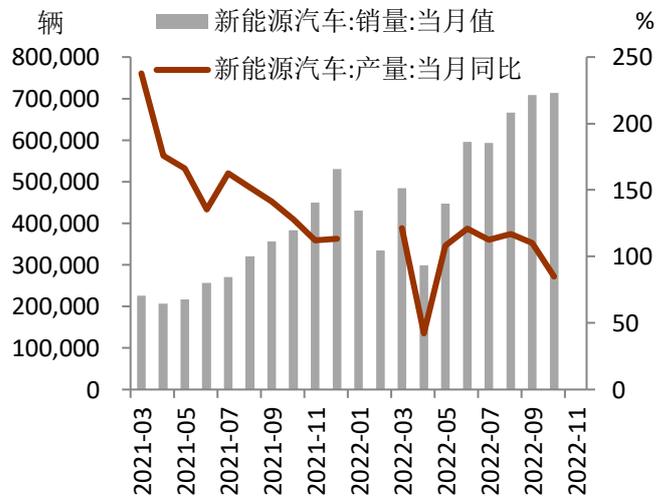


资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 29 汽车产销量变化



图表 30 新能源汽车产量及销量变化



资料来源：iFind，铜冠金源期货

## 六、2023 年行情展望

2022 年全球经济内外出现分化，海外经济为了对抗高通胀，采取了一系列的紧缩政策，让经济增速逐步降温，预计明年经济增长压力将进一步增大，甚至有出现衰退可能。国内则由于疫情反复以及对于房地产的严格监管，经济增长压力较大；但是年底国内防疫政策开始出现积极调整，对于房地产也开始推出支持政策，以及对于消费的大力支持，明年国内经济有望明显复苏。

供应方面，2023 年，全球铜矿供应继续保持供应宽松格局，铜精矿供应增速预计超过 5%。2023 年国内外精炼铜的产能还将继续攀升，且主要集中在国内。而今年铜冶炼的干扰因素预计在明年会得到缓和，预计明年全球精铜产量 2592 万吨，国内精铜产量则会达到 1118 万吨，再创历史新高。

需求方面，对于海外经济的悲观预期，预计明年海外需求增速将出现回落。而国内的需求则出现回升，在全年 GDP 增速有望达到 5% 的情况下，传统包括基建和地产在内需求将企稳回升；新能源、光伏和风电的新兴需求有望继续保持高增长态势。预计 2023 年国内铜需求增速回升至 3.9%。

整体而言，2023 年全球铜精矿市场继续面临宽松格局，精铜市场供需则将从中性略紧向中性略宽转变，预计 2023 年铜价运行重心将有所下移。2023 年铜价主要运行区间为：伦铜 6900-9000 美元/吨，均价在 7400 美元/吨；沪期铜 55000-70000 元/吨；均价在 63000 元/吨。

从价格运行节奏来看，上半年在美联储加息放缓以及国内经济增长的乐观预期之下，叠加国内累库需要时间，库存仍处低位，预计价格将继续维持高位。但是进入下半年之后，随着海外经济衰退概率增加，铜价重心将会有所下移。考虑到国内经济进入复苏周期，对于价格有支撑，预期铜价回落路径难以顺畅，以及幅度也不会太大。

价差方面，我们认为上半年累库幅度预计有限情况下，存在阶段性市场偏紧的格局，现货仍将保持一定升水，月间正套仍有高抛低吸操作机会。下半年随着累库逐渐推进，现货升水重心下移，月间机会也将相应减少。

内外方面，我们认为明年海外经济下行压力较大，国内经济呈现复苏情况下，国内需求总体将好于外需，但考虑到海外显性库存低位、国内下半年供应增加体现因素，预计铜价将呈现内外强弱交替走势。

风险点：全球经济放缓超预期，新冠疫情发展超预期，中美博弈或国际地缘政治动荡加剧

**图表 31 全球铜供需平衡表（万吨）**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>铜精矿产量</b>	2142.5	2204.4	2327.2	2446.8
<b>增速 (%)</b>	2.3	2.9	5.6	5.1
<b>精炼铜产量</b>	2485.2	2499.5	2592.1	2712.9
<b>增速 (%)</b>	3.2	0.6	3.7	4.7
<b>精炼铜需求</b>	2484.5	2503.0	2572.1	2662.6
<b>增速 (%)</b>	3.7	0.7	2.8	3.5
<b>过剩/缺口</b>	+0.7	-3.5	+20	+50

资料来源：CRU，SMM，铜冠金源期货

图表 32 国内铜供需平衡表（万吨）

	2021	2022E	2023E	增速
精铜产量	998	1030	1118	8.5%
精铜净进口量	317	335	320	
精铜供应量	1315	1365	1438	5.3%
精铜需求量	1350	1376	1432	4.1%
废铜需求量	124	70	70	
铜需求量	1474	1446	1502	3.9%
库存变化	-35	-11	+6	

资料来源：CRU，SMM，铜冠金源期货

图表 33 国内铜需求增速情况（万吨）

	2021	2022E	2023E	增速
铜需求量	1350	1376	1432	4.1%
电力	604	621	646	4%
家电	205	204	202	-1%
交通运输	150	159	178	12%
建筑	124	119	115	-3%
电子	125	129	137	6%
其他	140	144	154	
其中：				
新能源汽车		54	71	31%
光伏		29	35	21%
风电		21	28	33%

资料来源：CRU，SMM，铜冠金源期货

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

### 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号  
期货大厦 2506B  
电话：0411-84803386

### 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。