



2023 年 7 月 6 日

紧缩现实 PK 稳增长预期，铜价宽幅震荡

核心观点及策略

- 上半年海外通胀韧性较强，欧美央行兑现了更高更长的紧缩预期，下半年美联储将放缓加息步伐但并不代表紧缩周期结束，高利率背景下海外经济增长放缓风险加剧；上半年中国经济复苏强预期未能兑现，制造业下滑至收缩区间，降息引发的中美利差走扩拖累人民币持续贬值，但稳增长政策下半年有望出台从而拉动国内总需求企稳回升。
- 供应方面，上半年铜精矿供应干扰二季度基本平息，新投产矿山项目进展顺利，下半年供应将愈发宽松；上半年国内精铜产量总体保持稳定，受进口下滑影响，6 月国内供应趋紧，显性库存显著下降，预计下半年进口量将逐步恢复，新增产能顺利投放预期下供应面将趋于宽松。
- 需求方面，新兴产业贡献了上半年终端需求的主要增量，预计下半年光伏和新能源汽车将维持高速增长，电网增速平稳，家电韧性较强，房地产维持弱复苏，风电增速或偏低，传统行业的需求减量仍一定程度拖累新兴产业的用铜增量，整体终端消费将稳中有升。
- 预计下半年国内稳增长政策有望出台，经济修复预期将会带来需求层面的回暖，低库存对铜价仍有较强支撑，铜价将宽幅震荡，下跌空间有限。沪铜主要运行区间在 63000-73000 元/吨，伦铜主要运行区间为 7800-9000 美元/吨。
- 策略建议：区间震荡操作
- 风险点：全球经济放缓超预期，海外央行提前降息

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84 号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

一、上半年行情回顾	4
二、宏观经济分析	5
1、上半年全球经济放缓压力上升.....	5
2、通胀预期不断抬升，海外央行维持鹰派基调.....	6
3、宏观复苏强预期被证伪，稳增长政策有望落地.....	6
三、铜矿供应分析	7
1、一季度精矿干扰不断，二季度供应大幅回升.....	7
2、下半年全球铜矿供应趋于宽松.....	9
四、精铜供应分析	10
1、上半年精铜产量维持高位	10
2、下半年精铜产量小幅增长	11
3、精铜进口下半年将逐步恢复	11
4、废铜供应稳中偏紧，精废价差先扬后抑.....	14
5、全球库存持续探底，下半年国内累库预期较强.....	14
五、精铜需求分析	14
1、电网投资增速平稳，全年有望超额完成目标.....	16
2、房地产市场前端复苏乏力，下半年或在弱复苏趋势中运行	16
3、空调产销延续火热，下半年逐步回归平静.....	16
4、汽车产销平稳，新能源汽车保持高增长.....	17
5、光伏装机量增长强势，风电增速仍然低迷.....	17
6、下半年精铜终端消费稳中有升.....	18
六、下半年行情展望	19

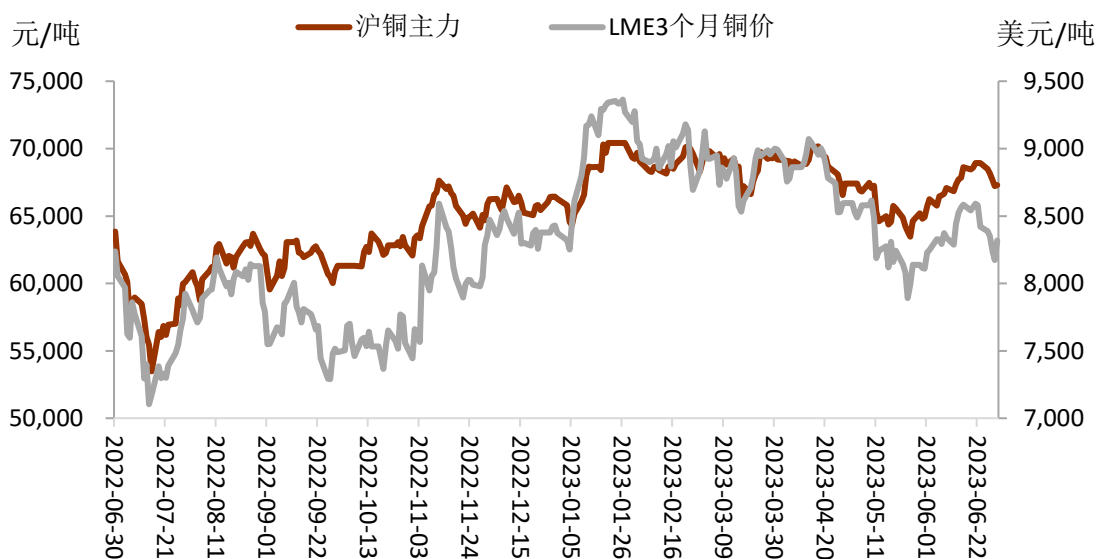
图表目录

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.....	7
图表 4 欧美制造业 PMI 指数.....	7
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 2023 年一季度产量情况（万吨）.....	8
图表 8 2023 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.....	12
图表 11 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	12
图表 12 中国铜精矿现货 TC 走势.....	12
图表 13 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	12
图表 14 中国铜材产量及增速变化.....	13
图表 15 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	13
图表 16 中国精炼铜产量变化.....	13
图表 17 中国精炼铜消费量变化.....	13
图表 18 中国精炼铜进口量及增速变化.....	13
图表 19 中国精炼铜出口量及增速变化.....	13
图表 20 中国废铜进口单月变化.....	14
图表 21 中国废铜进口累计变化.....	14
图表 22 全球显现库存变化情况.....	15
图表 23 SHFE 和保税区库存走势.....	15
图表 24 电网投资完成额.....	18
图表 25 房地产开工施工竣工增速.....	18
图表 26 空调产量.....	18
图表 27 家用空调库存.....	18
图表 28-29 汽车产销量和新能源汽车销量.....	19

一、上半年行情回顾

2023 年上半年，铜价整体走势以震荡向下为主，经历了年初价格快速拉涨后维持了较长时间的高位宽幅震荡，4 月中旬铜价开启了一轮大跌，5 月底到 6 月中旬，出现一轮底部反弹后重新向下调整，整体上半年走势相对偏弱。进入 2023 年，随着疫情管控政策的全面放开以及我国宏观经济强预期的带动下，1 月中上旬铜价快速拉涨，沪铜一度涨至 71500 元/吨，创今年上半年价格高点，带动绝对价格中枢上移；从 1 年底到 4 月初，由于宏观复苏预期和产业层面的弱现实始终处于博弈状态，沪铜进入了较长时间的高位宽幅震荡，波动区间在 66160-70800 之间，虽然在 3 月中旬铜价有短暂的跳空低开，一度跌至 66000 元/吨一线，但此后快速反弹至 70000 一线继续盘整；到 4 月中旬，随着美债违约风险加剧叠加中国各项经济数据表现不佳，包括出口、工业产出、房地产及国内消费均出现增速放缓，宏观经济复苏强预期逐步被证伪，铜价开启了一轮较大幅度的下跌行情，沪铜一度跌至 62690 元/吨一线，创今年上半年的低点；到了 5 月底，随着美联储 6 月跳过加息的呼声愈演愈烈，海外央行货币紧缩暂停和终止预期不断升温，且美联储最终如期暂停加息，铜价经历了一轮较强的底部反弹，沪铜一度反弹至 69370 元/吨附近，反弹幅度高达 10.7%；到了 6 月中旬，随着欧美央行超预期释放鹰派信号，美联储更是暗示下半年还将加息两次，利率终点或将升破 5.5%，令市场情绪转向悲观，沪铜再度回归下行通道，最终沪铜主力合约收于 67300 元/吨，较去年底价格相比，小幅上涨 1040 美元，涨幅 1.54%，波动区间在 62690-71500 元/吨，波动幅度为 14.1%。LME 铜较去年底价格相比，小幅下跌 54.5 美元，跌幅 0.6%，波动区间在 7867-9550.5 美元/吨，波动幅度为 21.4%，伦铜上半年走势相对弱于沪铜。

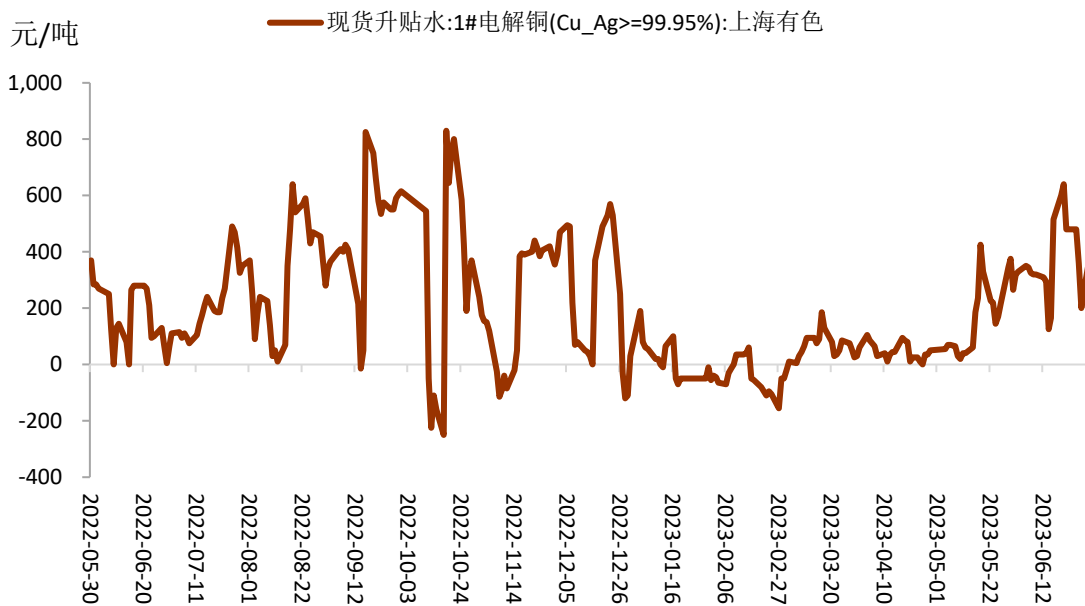
图表 1 铜期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2023 年上半年，国内库存先升后降，上期所总库存在 2 月底达到 25 万吨的高点后进入主动去库周期，随着二季度国内精铜消费的旺季需求逐步兑现，国内上半年现货升水走势一季度略显疲态后，在二季度低库存背景下保持强试运行。进入 2023 年后，国内铜材加工企业开工复苏进度较慢，一方面由于今年春节假期在 1 月下旬，另一方面去年年底疫情管控放开以后，全社会生产经营活动仍在缓慢复苏当中，现货升水在春节过后维持了较长时间的贴水状态，最低一度跌至贴水-110 元/吨，创今年上半年低点；进入 4 月份后，伦铜库存创下上半年新低，带动沪铜主力和次主力合约持续维持 BACK 结构并逐步深化，尽管 4 月国内终端需求仍未显著复苏，但在全球显性低库存背景下，沪铜升水重心上移，直到 5 月中旬，波动区间在升水 0-130 元/吨；进入 5 月下旬后，国内库存显著下滑，以光伏和新能源汽车代表的新兴产业用铜增速边际增长较快，叠加今年上半年连月以来的精铜进口量偏少，导致现货市场逐渐进入供应偏紧格局，现货升水出现大幅上扬，并在 6 月下旬一度升至 640 元/吨，创今年上半年高点，虽然此后快速回落，但整体仍在高位运行。

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、上半年全球宏观经济放缓压力上升

2023 年上半年全球主要经济体的经济增速都出现了一定程度的放缓。海外方面，美国一季度 GDP 季化环比终值增长 2%，虽然较此前初值上修了 0.7%，但由于高利率环境对于经济的负面效果逐步显现，美国制造业 PMI 二季度萎缩程度加剧，6 月一度下滑至 46.3，创上

半年低点。欧元区一季度 GDP 环比终值下降 0.1%，已经连续两个季度 GDP 转负，欧洲经济已然步入技术性衰退，其中最大经济体德国一季度 GDP 环比下降 0.3%，目前已有 7 国 GDP 环比增幅转负，欧元区同样面临工业生产收缩的困境，其中 6 月制造业 PMI 下滑至 43.6，仍处于趋势性回落阶段，整体而言海外经济放缓的压力还在增加。

国内方面，中国一季度 GDP 同比增长 4.5%，小幅超出预期，主因去年基础较低，去年下半年疫情反复导致的积压需求在今年上半年出现滞后释放，分项数据来看，第二季度的出口、工业产出及三大分项的固定资产投资同比增速均不及预期，显示整体经济在积压需求得到脉冲式地释放以后，国内总需求的新增动能略显不足，整体经济强复苏的预期逐步被证伪。尤其房地产市场迟迟不见领先型指标的边际改善，汽车产销规模剔除新能源部分的贡献以外仍然未见起色，居民端消费也出现了一定程度的降级，尽管降息预期如期兑现，但幅度较小且进一步政策释放的空间有限，稳增长政策预计将在下半年陆续出台，整体宏观经济仍在弱复苏趋势中运行。

2、通胀预期不断抬升，海外央行维持鹰派基调

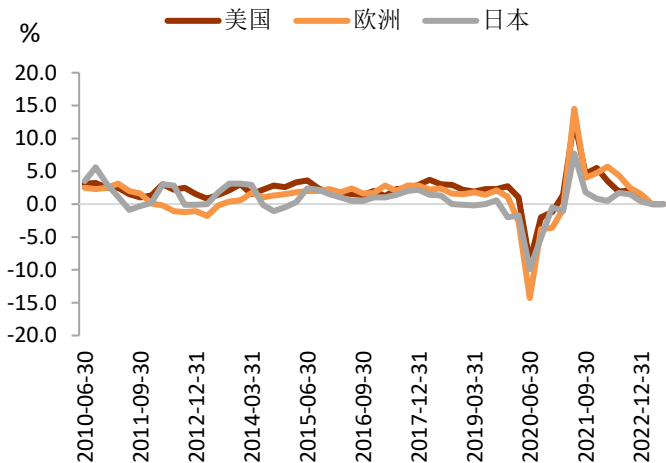
今年上半年，美联储在议息会议上共加息三次，分别在 1 月、3 月和 5 月，累计加息幅度 75 个基点，仍然延续激进的超常规紧缩模式，本轮加息幅度已累计 500 个基点，尽管美联储在 6 月较为符合市场预期的跳过加息，但面对居高不下的核心通胀水平（5 月核心 PCE 同比+4.6%），以主席鲍威尔为代表的联储各官员在 6 月均表达了进一步延续紧缩政策的观点，并暗示下半年还将加息两次，美国抗通胀或将持续至 2025 年，年内基本无降息预期。欧央行面对经济衰退的压力，仍然选择坚定维持鹰派基调，虽然欧洲短期通胀数据小幅回落，但核心商品价格仍然过高（6 月核心 CPI 同比+5.4%），服务业的成本还在持续上升，没有充分迹象表明通胀水平已经缓和，欧央行 7 月基本确定还将继续加息，9 月以后持开放态度，整体鹰派基调比美联储更为坚定。

3、宏观复苏强预期被证伪，稳增长政策有望落地

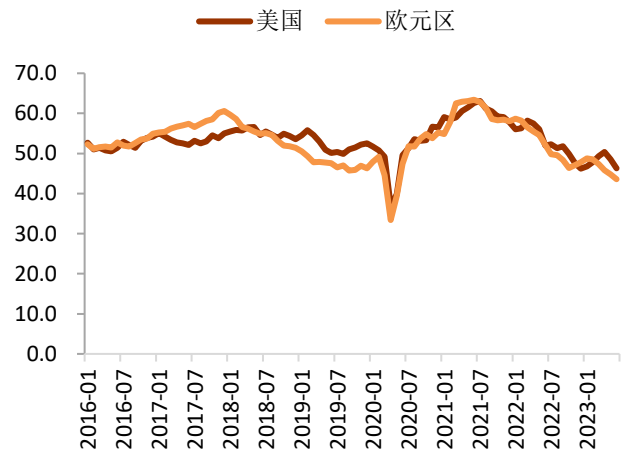
上半年，中国经济在一季度超预期复苏后二季度修复力度逐步减弱，工业产出、固定资产投资、社零总额增速恢复程度均不及预期，但国家对于稳增长的今年经济总体工作目标基本不变。人民币汇率在二季度进入了较大幅度的贬值通道，一方面中美货币政策的走向分化导致中美 10 年期利差的持续走扩，另一方面中美经济数据的阶段性强弱表现助推了汇率持续处于弱势。出口方面，我国制造业仍在阶段性结构性调整阶段，以“电光锂”新三样为代表的新能源出口体系占比提升，但总量仍然较低，传统劳动密集型产品的对亚非拉国家的总量在增加，在对欧美等主要经济体下滑幅度较大，二季度出口增速持续回落，进一步增加汇率贬值压力。工业产出和固定资产投资同比增速不及预期，居民储蓄总量走高但未能如期转化为消费，国内总需求潜在空间较大但有效需求不足。6 月国有银行存款利率及央行针对长

短期 LRP 利率均下调, 显示降息预期逐步兑现, 但整体幅度较小, 预计短期对经济拉动的作用有限, 上半年中国经济未能兑现年初的宏观强预期, 6 月底发改委正在制定扩大消费, 稳就业以及促进新能源产业发展措施等相关稳增长政策, 预计下半年政策落地后, 我国经济有望实现“N”型反弹。

图表 3 发达国家 GDP 增速

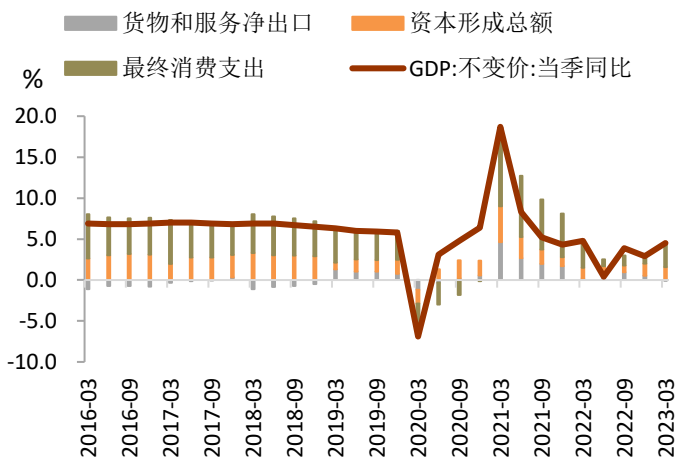


图表 4 欧美制造业 PMI 指数

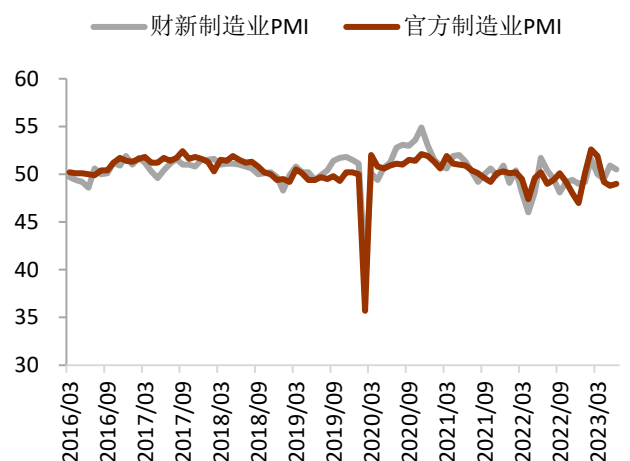


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 分项增速



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、一季度精矿干扰不断, 二季度供应大幅回升

2022 年上半年, 海外铜精矿供应呈现先抑后扬的局面, 一季度受到秘鲁社区冲突持续升级, 五矿资源旗下的 Las Bambas 矿山运输受阻并出现物资短缺, 直至 3 月底才恢复正常,

嘉能可旗下的 Antapaccay 矿山也因抗议冲突关闭了 11 天；印尼暴雨导致自由港旗下的 Grasberg 铜矿生产再 2 月暂停了约两周；第一量子旗下位于巴拿马的巴拿马铜矿就特许权使用费问题与政府谈判，2 月底被迫停产直至 3 月中旬重新签订长协后才回复运营。智利由于矿龄老化，矿山开采品味下降以及长期干旱导致降雨量偏少等因素，智利国营旗下的主要几大矿山一季度产量均出现不同程度的下滑。二季度海外矿山干扰率逐渐平息，各大矿企恢复至正常水平，但到了二季度末，智利又遭遇罕见暴雨天气，CodeIco 旗下的安迪纳铜矿被迫暂停作业，年产 40 万吨的特恩尼特地面作业受阻，虽然地下开采仍然继续，但二季度产量缩减局面已难以逆转，

我们跟踪统计了海外 16 家大型矿企产量水平，其中智利国营、第一量子、泰克资源、嘉能可、五矿资源和波兰的 KGHM 公司一季度铜矿产量都同比出现了明显下滑，合计来看，16 家大型矿企的一季度铜产量达 305.4 万吨，同比增长 1.4%；而从全年目标来看，必和必拓、英美资源、力拓、南方铜业、紫金矿业、淡水河谷、泰克资源以及洛阳钼业在 2023 年的产量目标均超过去年总产量，根据不完全统计，全球主要大型矿商 2023 年总产量将达 1357.7 万吨，同比 2022 年产量将增产 90.3 万吨。

图表 7 全球主要矿企 2023 年一季度产量情况（万吨）

矿企	2023 年 Q1 产量	同比	2023 年产量目标	2022 年产量	增量
智利国营	35.17	-9.22%	135-142	144	-5.5
必和必拓	40.59	9.79%	163.5-182.5	166.6	6.4
自由港	43.8	-4.58%	191	191	0
英美资源	17.81	27.67%	84-93	66.45	22.05
力拓	14.5	16%	59-64	52.1	9.4
安托法加斯塔	14.59	5.12%	67-71	64.62	4.38
第一量子	13.88	-23.60%	77-84	77.59	2.91
嘉能可	24.41	-5.31%	101-107	105.8	-1.8
南方铜业	22.32	4.10%	94	89.47	4.53
紫金矿业	24.44	26.26%	95	87.7	7.3
Norlisk	10.85	18.80%	41.7-44.1	43.29	-0.39
KGHM	17.56	-9.11%		73.3	
淡水河谷	6.7	18.37%	33.5-37	25.31	9.94
泰克资源	5.67	-15.37%	39-44.5	27.05	14.7
洛阳钼业	7.24	7.06%	38-44	27.7	13.3
五矿资源	5.86	-15.28%	26.5-30.5	25.4	3.1
合计	305.39	1.41%	1357.7	1267.38	90.32

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趋于宽松

2023 年是全球铜精矿新建项目产能集中释放的大年，据不完全统计，全球主流矿山项目今年将合计贡献新增产量 114.5 万吨，非洲刚果和南美秘鲁等多个项目已经进入投料生产以及产能爬坡的关键阶段，下半年全球铜精矿供应格局将愈发宽松。

从今年主要矿山项目增产贡献来看，紫金旗下的卡莫阿铜矿二期项目一季度矿产铜 9.4 万吨，产能爬坡十分顺利，三期项目将于 2024 年第四季度投产，三期扩张完成后，年产将增至 62 万吨，成为全球第四大铜矿，今年将增产 10 万吨；泰克资源的 QB2 期项目已经产出铜矿，预计今年贡献增量 16.5 万吨；英美资源旗下的奎拉维克项目一季度矿产铜 5.95 万吨，预计今年新增产量 23 万吨；洛阳钼业旗下位于非洲刚果的 TFM 和 KFM 混合湿法项目已于 4 月底正式投料试车，但其二季度铜精矿出口受到一定限制，预计合计贡献产量 13.6 万吨。俄罗斯的乌多坎湿法铜项目预计今年增产 7 万吨。

中国主要铜冶炼厂 (CSPT) 与安托法加斯塔敲定 2024 年 50% 品位铜精矿长单 TC/RC 加工费为 88 美元/吨和 8.8 美分/磅，较去年环比上升 12 美元/吨和 1.2 美分/磅，双方对 2023-2025 年的全球铜精矿供需格局展望较为一致，今年供应宽裕程度最大，明年将逐步减少，25 年将逐步转入偏紧格局。截止 6 月 30 日当周，SMM 周度铜精矿现货 TC 指数在 91.53 美元/吨，创今年新高。由于上半年进入二季度后国内炼厂开始集中检修，海外铜矿供应干扰基本平息，导致铜精矿出现了过剩的局面，现货 TC 一路上扬并升至 90 美元/吨一线；预计下半年国内铜精矿需求将保持平稳，而随着新建项目产能的陆续投放，整体预计下半年加工费仍将维持高位。

图表 8 2023 年全球主要铜矿项目增量跟踪 (万吨)

矿山	地区	矿企	2021 年增量	2022 年增量	2023 年增量 E
卡莫阿	刚果	紫金&艾芬豪	10.5	33	10
奎拉维克	秘鲁	英美资源	0	10.2	23
QB2	智利	泰克资源	0	0	16.5
Los Pelambres	智利	Antofagasta	0	0	5
OT	内蒙古	力拓	0	0	2
Salobo	巴西	Vale	0	0	2
巨龙铜矿	中国	紫金	1.6	11.1	3.5
Grasberg	印尼	Freeport	24	11	0
Spence	智利	BHP	4.5	4.2	4.2
Timok	塞尔维亚	紫金	5.5	4.8	3.2
Sicomines(湿法)	刚果	中国中铁	4	6	0
Mutanda(湿法)	刚果	嘉能可	0.63	2.4	0
Mirador	厄瓜多尔	铜陵有色	3.5	4	1
Mina Justa	秘鲁	Minsur	10.2	4	0

TFM(湿法)	刚果	洛阳钼业	2.65	4.5	6
KFM(湿法)	刚果	洛阳钼业	0	0	8
万宝矿业	缅甸		0	0	3
Panama	巴拿马	第一量子	12	2	0
Aktogay	哈萨克斯坦	KAZ Minerals	0	7	0
Pilares	墨西哥	南方铜业	0	1	2.5
Tominsky	俄罗斯	俄罗斯铜业公司	7.5	1.5	0
Chambishi(NFC)	赞比亚	NFC Africa	1.8	1.5	0
Musonoi Sulphide	刚果	金川国际	0	0	2
Carrapateena	澳大利亚	OzMinerals	2.8	0.3	1
Udokan(湿法)	俄罗斯		0	0	7
Escondida	智利	BHP	0	5	10
Cuajone	秘鲁	南方铜业	0	0	3
合计			91.18	113.5	112.9

资料来源：SMM，矿企产量报告，铜冠金源期货

四、精铜供应分析

1、上半年精铜产量维持高位

根据 SMM 统计数据，今年 6 月我国电解铜产量小幅下滑至 91.79 万吨，环比下降 4.3%，同比增加 7.1%，1-6 月我国电解铜累计产量达 555.92 万吨，同比增长 11.06%。

上半年国内精铜产量连月维持高位，年初以来我国新增精炼产能投放主要来自于大冶阳新弘盛(设计产能 40 万吨)和江西国兴(新建后总产能 18 万吨)，前者 4 月已经达到满产，后者 4 月投料生产，6 月份电解槽已顺利出铜。4-5 月国内炼厂检修虽然较为频繁，但部分冶炼厂在计划检修开始前提前充足备货废铜以及阳极板原料，整体二季度国内炼厂检修对产量影响程度较低，由于国内炼厂多数产能利用率维持在 85%以上，市场较为担心硫酸胀库的问题，目前部分炼厂硫酸库存非常高，但多数炼厂基本会选择通过降价处理的方式快速地消化硫酸库存，中期对国内炼厂产量影响程度有限。

图表 9 国内冶炼检修计划（万吨）

企业名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	预计结束时间	时长	备注
大冶有色	30	60	2023 年 3 月	2023 年 9 月	120 天	检修产能 10 万吨
富冶	15	20	2023 年 2 月	2023 年 3 月	30 天	2 月份减产 1 万吨
金冠铜业	20	33	2023 年 3 月	2023 年 4 月	30 天	预计不影响产量
青海铜业	10	10	2023 年 4 月	2023 年 4 月	20 天	减产 0.7 万吨
江西铜业(本部)	55	100	2023 年 4 月	2023 年 5 月	30 天	预计不影响产量

中条山有色(垣曲)	13	13	2023年4月	2023年5月	35天	预计减产0.3万吨
新疆五鑫	16	16	2023年4月	2023年4月	10天	备足原料,基本不影响产量
白银有色	20	27	2023年5月	2023年5月	15天	预计减产0.7万吨
山东恒邦	20	25	2023年5月	2023年6月	30天	预计不影响产量
黑龙江紫金铜业	15	15	2023年5月	2023年6月	10-20天	预计减产0.3万吨
吉林紫金铜业	10	10	2023年5月	2023年6月	10-20天	预计不影响产量
飞尚铜业	10	0	2023年6月	2023年6月	20天	预计不影响产量
赤峰金峰	40	40	2023年5月	2023年8月	70天	预计减产3万吨
金川集团(本部)	60	60	2023年6月	2023年8月	45天	预计减产3万吨
国投金城	10	10	2023年6月	2023年7月	30天	预计减产0.5万吨
祥光铜业	50	50	2023年6月	2023年7月	30天	预计减产0.7万吨
赤峰富邦	10	0	2023年9月	2023年9月	30天	预计不影响产量
安徽友进冠华	10	0	2023年9月	2023年9月	30天	预计不影响产量
包头华鼎	10	3	2023年9月	2023年9月	15天	预计不影响产量
铜陵金冠(双闪)	48	40	2023年9月	2023年9月	15天	预计减产0.5万吨
金隆铜业	32	45	2023年9月	2023年10月	30天	预计减产2万吨
赤峰金通	30	25	2023年9月	2023年9月	20天	预计减产2万吨
富冶和鼎	15	15	2023年9月	2023年10月	40天	预计减产1万吨
广西南国铜业	30	30	2023年9月	2023年10月	20天	预计减产1.5万吨
豫光金铅	10	15	2023年10月	2023年10月	25天	预计减产0.8万吨

资料来源: SMM, 铜冠金源期货

2、下半年精铜供应小幅增长

预计今年下半年国内精铜产量将呈现小幅增长。从今年新建项目的产能投放进度来看,去年四季度投产的大冶新线弘盛铜业上半年已实现满产,1-5月新线累计产量达10.3万吨;江铜烟台国兴已于今年4月投料试车,6月已经有精铜生产出来,预计今年第三季度满产;白银有色20万吨精炼项目最快将于7月份投产,增产后精炼产能将达40万吨/年;江西鑫科环保科技有限公司已于今年3月顺利投产10万吨废铜-阳极铜的粗炼+精炼项目,目前已经接近满产;北方铜业旗下的中条山有色预计将于今年第四季度增产18万吨精炼项目,如果预期投产其精炼产能将扩张至30万吨/年。老线复产方面,东营方圆的40万吨和祥光铜业的50万吨老线已于第一季末均实现满产,合计将贡献新增产量16万吨;宁波金田的12万吨废铜冶炼产能可能也将在第三季度重新复产,今年预计增量7万吨。整体来看,今年新建和新增精炼产能投放进度良好,进一步推升下半年国内精铜产量小幅增长的预期。

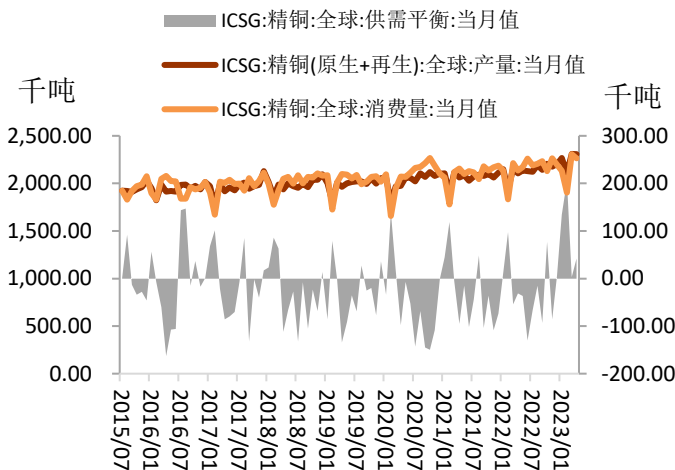
3、精铜进口下半年将逐步恢复

根据海关数据统计,2023年5月份,我国精炼铜进口量达27.67万吨,同比下降4.67%;

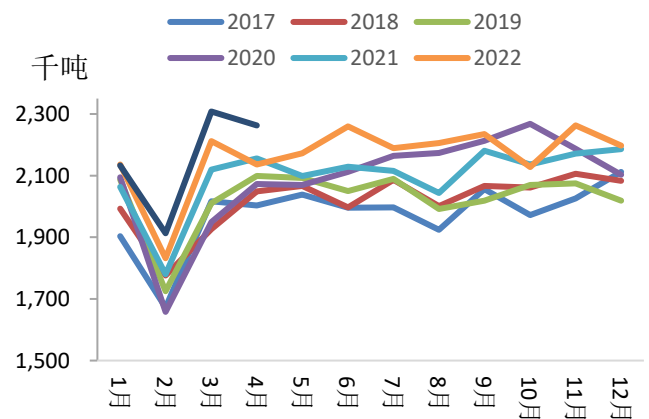
1-5 月累计进口量为 126.5 万吨，累计同比下降 6.27%。此外，1-5 月份国内累计出口精铜 44.62 万吨，累计同比增长 48.04%。上半年，我国精铜进口现货进口在 5 月中旬前基本处于亏损状态，叠加国内头部精铜进口企业上半年进口业务基本处于停滞状态，以及俄乌战争形势焦灼导致俄铜进口量的大幅削减，1-4 月精铜的进口量同比下滑幅度较为明显；进入 5 月中旬以后，现货进口窗口逐步打开，随着东南亚冶炼厂的逐步复产，非洲湿法铜开始陆续装船发运到港，5 月精铜进口量环比小幅回升，但仍然低于去年同期水平，预计 6 月进口量将逐步回升至 30 万吨左右。由于洛阳钼业的 20 万吨非洲湿法铜将在 7 月份批陆陆续运往国内，将一定程度缓解当前进口偏少的局面，增加国内库存的累库预期，预计精铜下半年进口量将逐步恢复。

整体来看，进入下半年，随着国内冶炼厂仍维持较高的产能利用率，产量将会维持高位，新建和扩建精炼项目的陆续投放以及下半年精铜进口量的逐步恢复，下半年国内供应将会趋于宽松。

图表 10 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

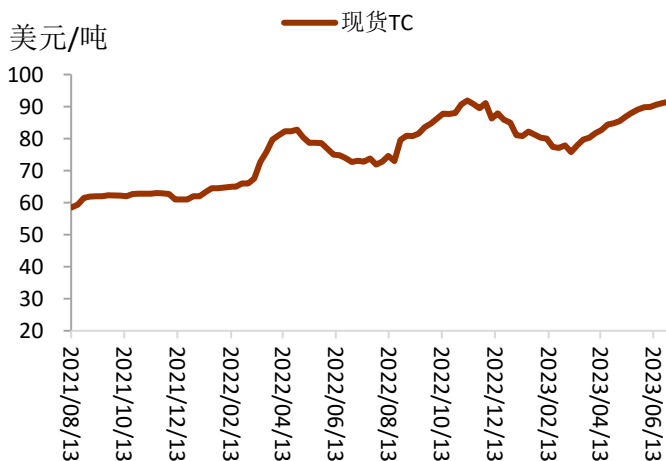


图表 11 ICSG 全球精炼铜消费变化

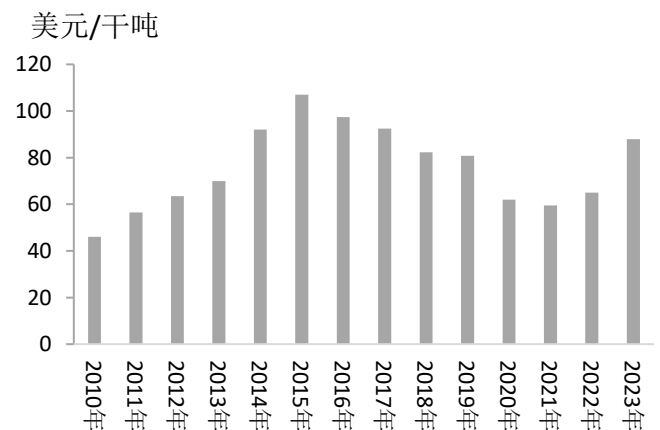


资料来源：Bloomberg，WBMS，ICSG，铜冠金源期货

图表 12 中国铜精矿现货 TC 走势

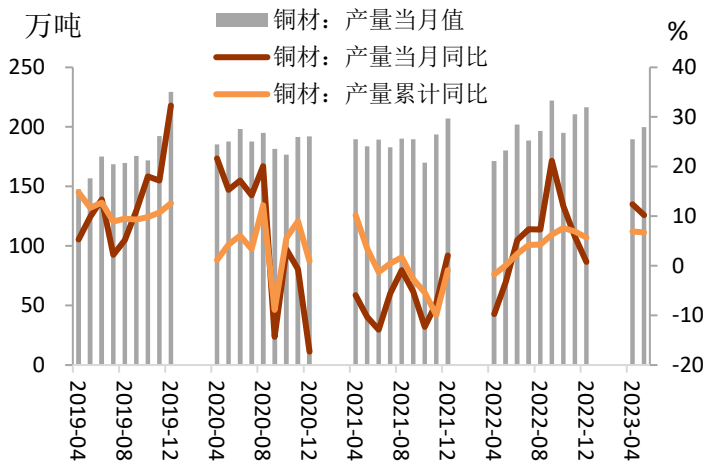


图表 13 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

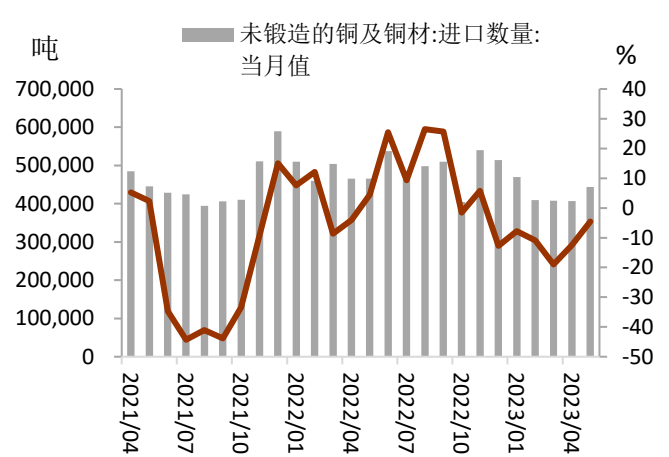


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国铜材产量及增速变化

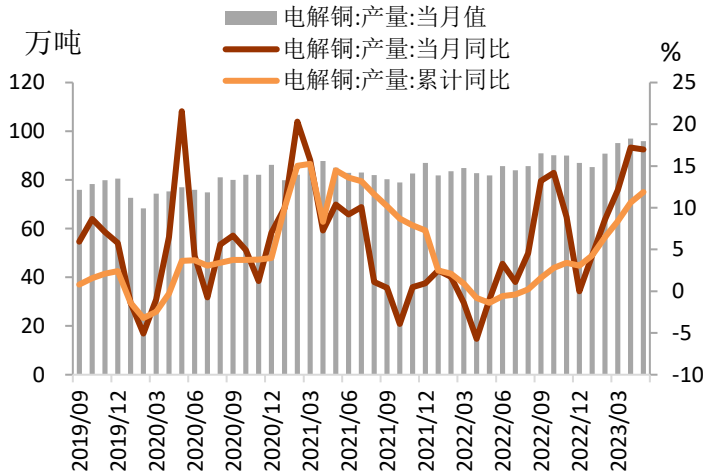


图表 15 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

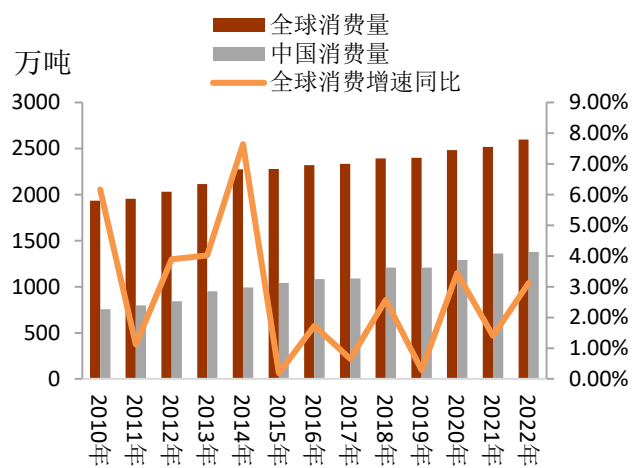


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 16 中国精炼铜产量变化

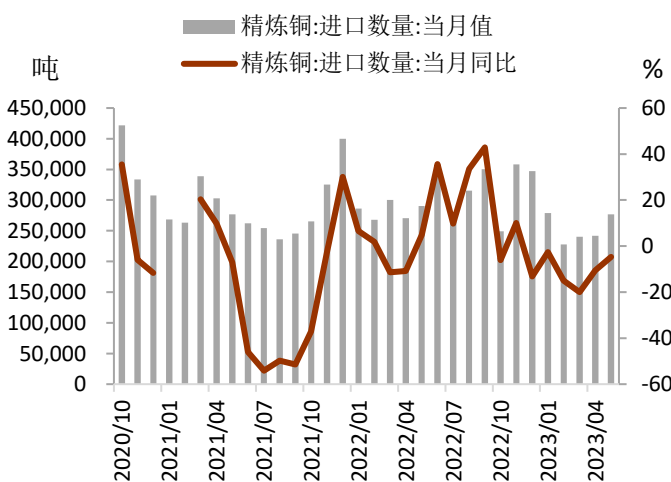


图表 17 中国精炼铜消费量变化

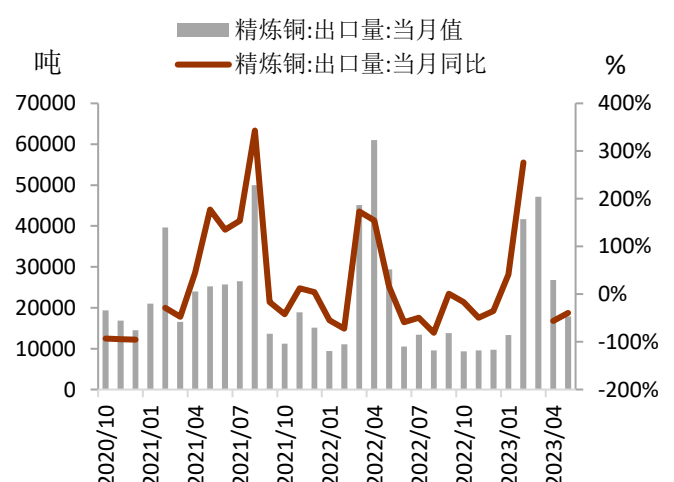


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

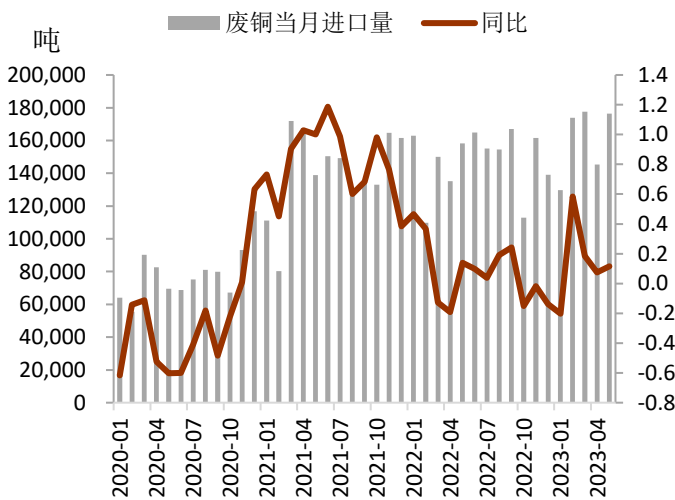
3、废铜供应稳中偏紧，上半年精废价差先扬后抑

海关总署统计数据，我国 1-5 月废杂铜进口量达 80.28 万吨，累计同比增长 0.12%。废铜的国内供应仍然较为宽松，为上半年冶炼端的原料补充以及检修炼厂的原料备货提供了有力支撑，今年的废铜主要流向冶炼领域，也挤压了废铜制杆企业的低成本采购原料的空间。2 月春节过后，去年受疫情封控影响堆积的废铜原料库存开始集中性大量释放，精废价差维持在 1500-2000 元/吨区间，同时也由于去年阳极板(粗铜)加工费较高，部分华东地区的废铜制杆企业纷纷转为生产阳极板，因此上半年阳极铜的供应增幅较大。

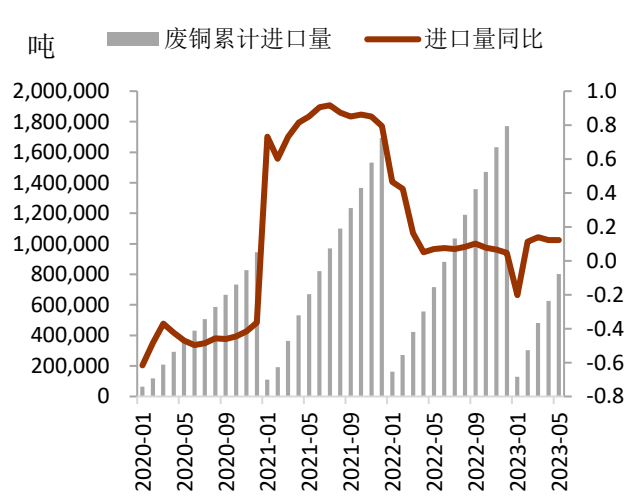
但精废价差也在 5 月以后呈单边下滑走势，最低在 4 月底一度跌至 500 元/吨以下，一方面上半年无论是正常开工的冶炼企业还是计划检修企业都对废铜需求非常大，一季度废铜库存被大量消耗，加上二季度铜价高位开始逐步回落，废铜供应开始减少，精废价差也随之快速下滑至 500-1000 元/吨区间。江西地区的废铜拆解厂上半年均有停减产的情况，也进一步加剧了废铜在二季度供应收紧的状态。

整体而言，我们认为下半年国内废铜市场仍将维持供应偏紧的格局，废铜进口量将保持平稳，国内拆迁产废和废旧拆解回收将逐步恢复正常水平，整体精废价差将回归合理区间。

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、全球库存持续探底，下半年国内累库预期较强

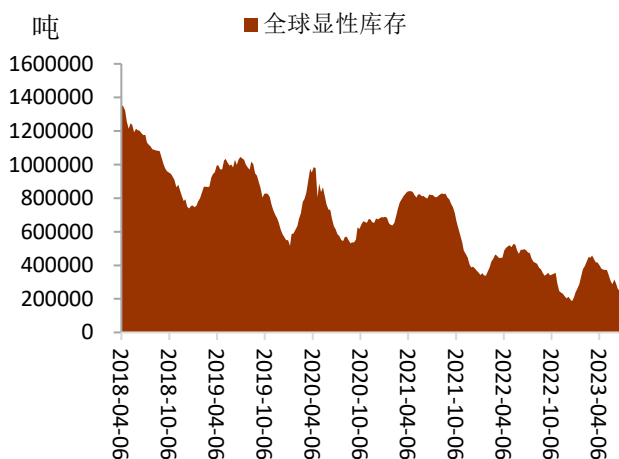
截至 6 月 30 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 25.32 万吨，虽环比 2022 年年底增长 18.94%，但同比去年上半年大幅下滑 49.3%；上期所+上海保税区库存 14.63 万吨，环比去年年底上升 54.4%，同比去年上半年下滑 13.6%，全球显性库存在上半年持续底部徘徊。海外方面，LME 库存在 5 月份之前维持在低位去库存的阶段，一方面上半年韩国 ONSAN（年产 68 万吨），印尼的 Gresik（年产 27 万吨）均大规模停产检修导致 LME 亚洲库的库

存重心不断下移，东南亚精铜一度供应极为紧缺，又值中国及东南亚均在社会经济在疫后恢复生产运营的复苏阶段，台湾高雄和新加坡仓单库存持续探底，注销仓单比例最低接近零值。4月中旬以后东南亚炼厂逐步复产，LME 亚洲库库存上升斜率较快，LME 总库存在 6 月初一度累至 10 万吨附近，随后高位逐步回落，重新转为去库周期，主因中国对精铜的终端消费在 6 月份表现出较强韧性，东南亚品牌的精铜为了享受国内现货市场的高升水以及弥补中国上半年连月的进口量缺失持续向中国地区流入，LME 亚洲库库存随之进入下降通道。

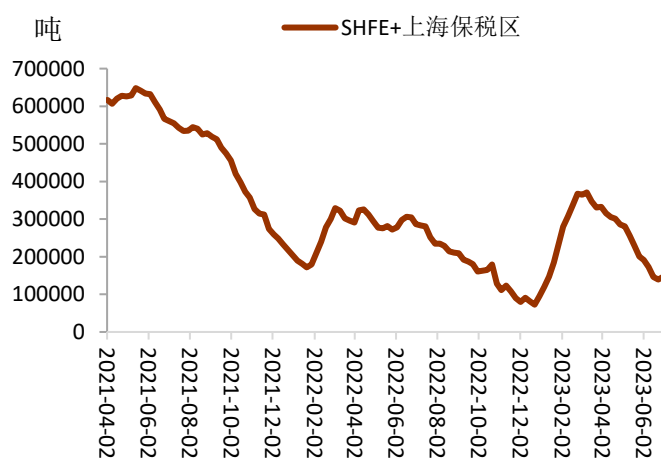
国内方面，上期所库存上半年先升后降，随着春节后下游终端消费呈现弱复苏格局，上期所总库存逐步进入累库阶段，到 2 月底一度攀升至 25 万吨一线，随后精铜消费进入逐步兑现周期，终端需求逐步回暖带动铜材企业开工率逐步走高，上期所库存一路下滑至 7 万吨以下，又由于 6 月初开始呈现的国内现货供应短缺，上期所仓单库存最低下探至 2 万吨附近，创近几年新低。

整体来看，上半年国内外铜库存都出现了先增后减的情况，目前全球总库存水平对铜价在低位有所支撑。下半年来看，我们认为整体海外库存将稳中有升，东南亚炼厂将逐步复产，欧美地区的冶炼厂也将维持正常产量，精铜进口量将有所恢复，下半年洛阳钼业的 20 万吨非洲湿法铜预计将在三季度进入国内，在三季度基本面转入季节性淡季的预期下，国内将有较强的累库预期。海外的压力主要来自于主产国智利铜产量的持续下滑，印尼和美国的冶炼厂仍在检修和重建，整体下半年海外精铜供应预计仍将受到一定制约，预计 LME 库存难有大幅上行的空间。

图表 22 全球显性库存变化情况



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、电网投资增速平稳，全年有望超额完成目标

2023 年我国电网投资计划完成总额 5200 亿元，同比增长 3.75%。今年 1-5 月，我国电网投资累计完成总额已达 1400 亿元，同比增速 10.8%，虽然上半年相对全年目标总量完成率较低，但总体增速稳健，显示在我国“双碳”排放目标总计划的指导下，以搭建新能源电力体系逐步替代传统石化和煤炭能源供应的政策方向推进情况十分良好。

光伏太阳能发电、核电、风电等新兴能源系统贡献的发电量占全社会发电比重正在稳步提升，在西电东输的政策背景下特高压、储能和新型数字化配网等领域的需求与日俱增，高低压线缆超标量上半年持续处于良好发展态势，今年第一季度电网订单十分活跃，主因去年积压需求的订单滞后释放，尽管 4 月份订单表现有所趋弱，但随着 5 月份铜价高位快速回落，订单迅速恢复至正常水平，整体上今年特高压订单增长较快，中低压线缆需求较为稳定，整体电网端的用铜需求预计将在下半年维持平稳增速。

2、房地产市场前端复苏乏力，下半年或在弱复苏趋势中运行

国家统计局数据显示，1-5 月我国房地产开发投资累计总额 4.57 万亿，累计同比下降 12.3%。1-5 月我国商品房销售面积累计达 4.64 万平方米，同比下降 0.9%，其中住宅销售面积为 4.06 万平方米，同比增长 2.3%，房地产新开工面积累计为 3.97 万平方米，同比降幅继续扩大至 22.6%，房地产竣工面积达 2.76 万平方米，累计同比持续回升至 19.6%。5 月 70 个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降 0.48%。

总体来看，房地产新开工建设复苏力度仍然较为乏力，多数房企新项目开发意愿不强，虽然住宅销售增速已经连续三个月转正，但对前端修复的传导弹性仍在减弱，显示今年整体楼市仍在缓慢复苏周期中，一线城市商品住宅价格同比涨幅回落，显示居民端在一季度积压需求得到有效释放以后，消费端已步入合理常态化的运行区间，尽管各地房地产政策仍在逐步放开，但新增购房需求仍然不足，预计下半年楼市将在政策效应逐步显现的影响下维持弱复苏态势，短期仍难有大幅超预期的表现。

3、空调产销延续火热，下半年逐步回归平静

根据产业在线数据，2023 年 1-5 月我国空调总产量 11425 万台，累计同比增长 14.2%。1-5 月我国空调出口累计达 2756 万台，累计同比下降 3.4%。1-5 月我国家用空调累计销量 7995 万台，同比增长 10%，截止 5 月底，我国家用空调库存 1866 万台，同比下降 6.4%。

从数据来看，今年的空调厂商和渠道商上半年尤其是第二季度面对今年夏季厄尔尼诺现象引发高温天气的预期不断加强，外加促销和绿色家电补贴政策下集中性的需求释放，房地产竣工回暖带来的增量消费以及老家电更新换代的刚需带动下，产业链各环节生产和备货的积极性较高，出口来看，上半年广交会的成功举办带来的非洲和南美市场的订单增长也给出出口带了新的亮点，原材料和海运费成本的下降，汇率下滑也对出口量有所提振。产业在线最

新数据显示,7月我国家用空调内销排产仍高达1149万台,较去年同期产量仍然增长24.7%,在家用空调去库维持低位的情况下,厂商生产的热度维持到了7月,进入8月以后,季节性淡季将引导生产企业将回归正常水平,预计排产量有所下滑,企业将开始主动进入去库存阶段,7月空调出口排产464万台,由于人民币汇率近期贬值幅度较大,叠加海运成本下滑,空调成本重心有所下移,部分企业也因低价获得了更多的海外订单。

整体来看,下半年空调产销将逐渐回归正常水平,但三季度的空调用铜总量同比去年将大幅上升,铜管铜棒企业开工率仍将维持一段时间的满负荷生产阶段,随着房地产竣工保持稳定增速叠加恢复和扩大消费政策落地预期不断强化的影响下,预计三季度国内空调销量将实现较快增长。

4、汽车产销平稳,新能源汽车保持高增长

中汽协数据显示,5月我国汽车产量233.3万辆,同比+21.1%;5月新能源汽车产销分别为71.3万辆及71.7万辆,环比+11.4%和+12.7%,市场占有率达到30.1%。1-5月全国汽车累计产量达1068.7万辆,销量达1061.7万辆,同比均增长11.1%。5月新能源汽车出口10.8万辆,环比继续增加7.9%,1-5月累计出口45.7万辆,同比增长1.6倍。

在一季度疫后国内消费端始终处于弱复苏的影响下,汽车产量环比持续下滑,国内汽车厂商纷纷采取以价换量的促销政策来快速地消耗从去年就开始出现的高库存现象,但实际终端销量表现一般,仅依靠新能源汽车的同比高增速略微带动汽车总产量的同比增速没有出现降幅继续扩大,进入二季度以后,新能源汽车产销规模持续扩大,出口数量连创新高,逐步成为拉动我国出口总量的重要增长驱动,随着6月发改委强调加快推进充电基础设施建设,支持新能源汽车下乡以及购置税减免政策得到延续和优化,其中购置税减免将延长至2027年;24-25年减免征收,26-27年减半征收,我国新能源汽车将在下半年有望继续保持高增长,需要注意的是,新能源汽车也将挤占一部分传统燃油车的市场空间,老需求带来的用铜减量也将部分冲击新需求带来的用铜增量。

5、光伏装机量增长强势,风电增速仍然低迷

国家统计局数据显示,今年5月我国新增光伏装机量12.9GW,1-5月累计装机量达61.2GW,累计同比增长158.16%,相较于今年中国光伏工业协会预计的120GW的装机量目标,前5个月的完成率已超过50%。今年5月我国风电新增装机量2.17GW,1-5月累计装机量仅为16.36GW,距离“十四五”规划的年均新增装机量增速70GW的三年目标,完成率仅为23.4%。

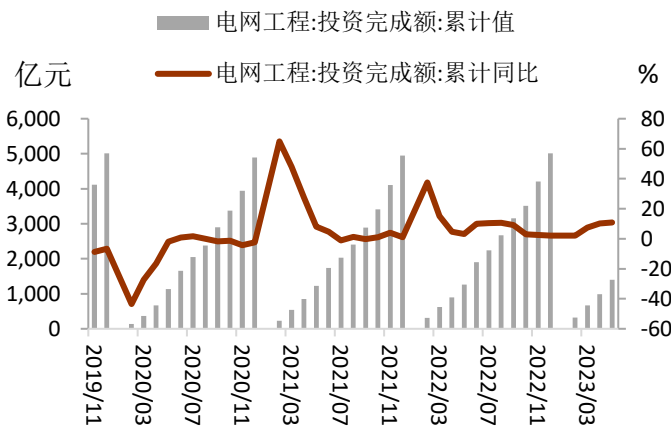
由于去年下半年以来硅料产能集中扩张,价格出现了较大幅度的下滑,光伏组件企业受此提振积极排产,1-5月我国光伏组件产量同比增长51%,6月光伏组件排产继续增至44GW,环比增长2%,5月组件出口也高达4.78亿件,同比+39.4%,持续保持高增长。预计今年下半年光伏装机量将保持强势增长,全年装机量有望超额完成目标。风电装机量受上半年黑色产业链产品价格高位震荡影响,生产成本较高,上半年行业平均利润下滑较为明显,整体装机量较为低迷,若要完成“十四五”期间风电的装机量目标,未来三年全国风电年均新增装

机容量将在 70GW 左右，预计下半年风电增速仍将维持弱复苏。

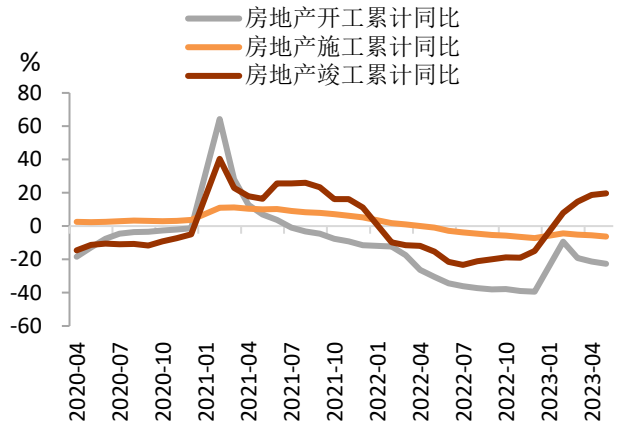
6、下半年精铜终端消费稳中有升

综合来看，在全球制造业萎缩趋势加剧的背景下，全球工业金属总需求难免有所下滑，但下半年中国经济复苏预期仍存，内生性需求仍具有较大潜力。从国内终端用铜需求来看，预计光伏和新能源汽车将保持高增长，电网投资平稳增长，传统燃油车产销规模预计走平，但房地产前端复苏较为乏力，白色家电排产回归正常水平，风电增速仍然低迷，传统行业的需求减量仍然一定程度拖累新兴产业的用铜增量，整体预计国内精铜消费将在下半年稳中有升。

图表 24 电网投资完成额

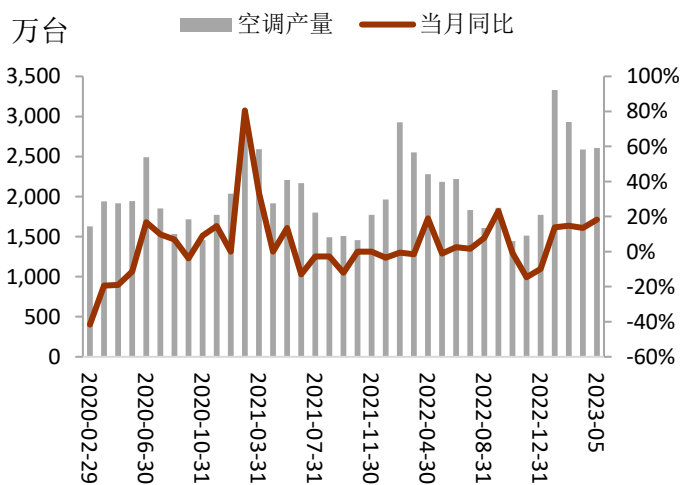


图表 25 房地产开工施工竣工增速

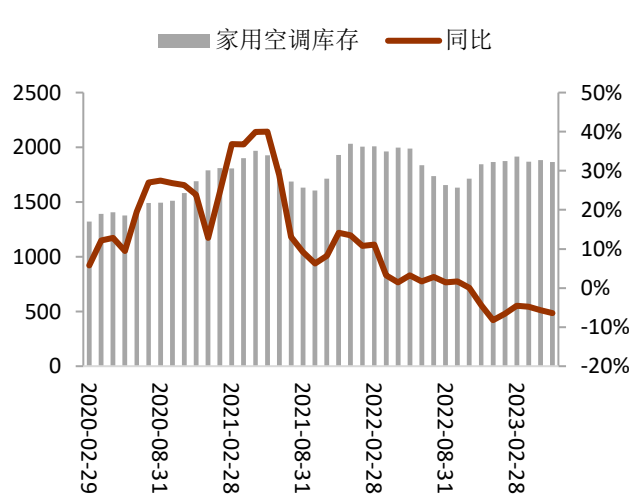


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 26 空调产量

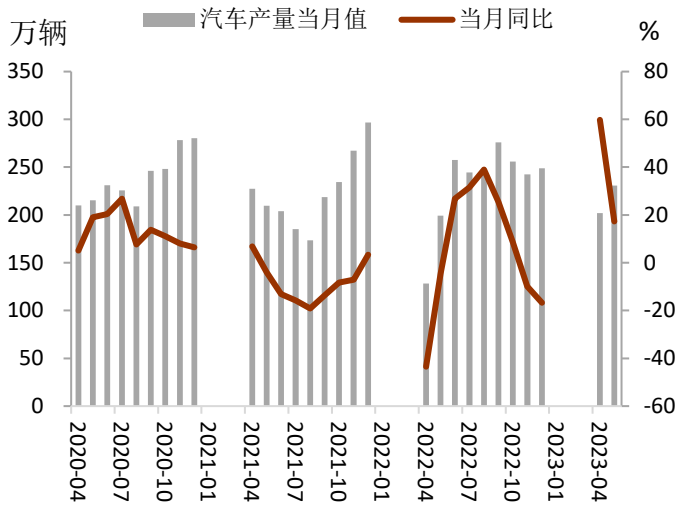


图表 27 家用空调库存

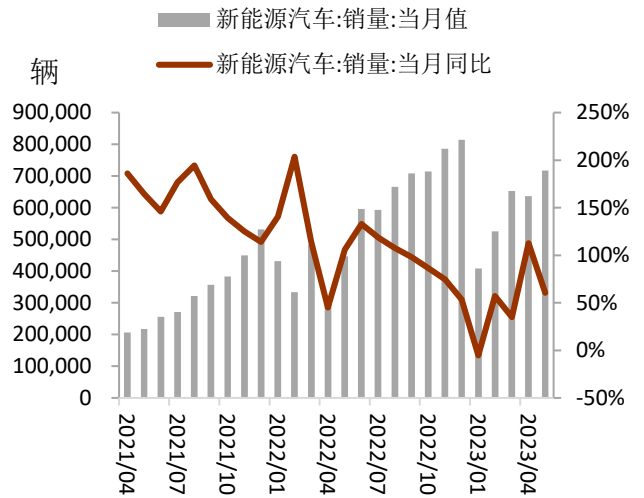


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 汽车产销量



图表 29 新能源汽车销量



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

六、下半年行情展望

上半年海外通胀韧性较强, 欧美央行兑现了更高更长的紧缩预期, 下半年美联储将放缓加息步伐但并不代表紧缩周期结束, 高利率背景下海外经济增长放缓风险加剧; 上半年中国经济复苏强预期未能兑现, 制造业下滑至收缩区间, 降息引发的中美利差走扩拖累人民币持续贬值, 但稳增长政策下半年有望出台从而拉动国内总需求企稳回升。

供应方面, 上半年铜精矿供应干扰二季度基本平息, 新投产矿山项目进展顺利, 下半年供应将愈发宽松; 上半年国内精铜产量总体保持稳定, 受进口下滑影响, 6 月国内供应趋紧, 显性库存显著下降, 预计下半年进口量将逐步恢复, 新增产能顺利投放预期下供应面将趋于宽松。

需求方面, 新兴产业贡献了上半年终端需求的主要增量, 预计下半年光伏和新能源汽车将维持高速增长, 电网增速平稳, 家电产销保持较强韧性, 房地产维持弱复苏, 风电增速或偏低, 传统行业的需求减量仍一定程度拖累新兴产业的用铜增量, 整体终端消费将稳中有升。

预计下半年国内稳增长政策有望出台, 经济修复预期将会带来需求层面的回暖, 低库存对铜价仍有较强支撑, 铜价将宽幅震荡, 下跌空间有限。沪铜主要运行区间在 63000-73000 元/吨, 伦铜主要运行区间为 7800-9000 美元/吨。

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。