

有色研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

## 内容提要

### ● 行情回顾

5月铜价震荡走弱。月末出现了小幅反弹。沪铜主力合约最低一度跌至62690元/吨。5月宏观面受到市场对美国债务上限协议预期反复，叠加国内经济修复放缓，整体风险偏好下降。此外，欧美通胀数据放缓，但核心通胀仍然略高于预期，市场对于6月加息预期出现反复。基本面，4月国内电解铜产量维持较高增速，不过根据排产5-6月预计增速有所放缓，国内库存持续去化，显示整体供需依旧偏紧。截止5月底沪铜主力合约收盘于64920元/吨，月涨幅-3.57%，伦铜电3月合约收盘于8110元/吨，月涨幅-5.65%。

### ● 后市展望及策略建议

#### 宏观层面：

二季度全球经济修复的动能进一步减弱。欧美方面，美国经济数据出现一定的分化。美国就业数据略超预期，核心通胀仍然压力依旧较大。制造业数据方面，欧美都继续下滑，制造业PMI维持在荣枯线以下。零售方面，尽管美国4月零售数据有一定修复，但居民消费信心显示后市消费端的压力依旧较大。市场预期6月美联储将继续加息25BP。

#### 基本面：

供应端，2023年4月海外铜矿端的干扰逐步减少，铜矿加工费在二季度逐步反弹。5月国内冶炼厂与Antofagasta的第一轮跨年度TC长单谈判预计将大于2023年Benchmark88美元/吨。国内精铜冶炼维持高增速，不过5-6月国内精炼产能检修量环比上升，预计精铜产量同比增速将逐步放缓，环比出现下滑，供应压力得到一定

的缓解。

需求端，二季度国内经济修复动能有所放缓，不过铜下游需求占比最大的电力投资维持高增速，国内电网投资同于前两年一季度后明显收窄的增幅，今年的年内增速在持续攀高；电源投资领域，除了光伏装机大超预期之外，风电增速也同比大增。不过地产端修复略低于预期，一定程度使得市场对需求的预期较低。

整体来看，当期铜相比于其他有色品种，其处在供需双强的格局当中，5月铜价在宏观情绪的主导下震荡走弱，叠加供应端的增速略超预期，铜一度跌破63000元/吨。6月国内供应压力得到一定缓解，但需求侧等待国内政策的支持，预计铜价反弹后上行动能可能略有不足，仍将围绕63000元/吨震荡为主。

● **风险提示：**

- 1.美联储货币政策提前转向；
2. 国内房地产超预期恢复

报告目录

1. 行情回顾 .....	1
2. 宏观篇 .....	1
2.1 美国经济数据危大于机 .....	1
2.2 欧美加息预期反复 .....	2
2.3 国内经济复苏放缓 .....	3
3. 供给篇 .....	4
3.1 铜矿供应端延续宽松 .....	5
3.1.1 南美铜矿干扰逐步缓解 .....	5
3.1.2 国内铜矿供需整体宽松 .....	6
3.2 粗废供需边际好转 .....	7
3.2.1 国内粗废供应趋紧 .....	7
3.2.2 进口阳极环比小增 .....	9
3.3 精铜供应同环比续增 .....	10
3.3.1 精铜 4 月产量再超预期 .....	10
3.3.2 进口盈利窗口 5 月打开 .....	11
4. 库存篇 .....	11
4.1 海外显性库存维持低位 .....	11
4.2 国内 5 月去库略超预期 .....	12
5. 需求篇 .....	13
5.1 初端加工出现分化 .....	13
5.2 电网投资继续加速 .....	14
5.3 光风新能源同比增速超预期 .....	15
5.4 地产复苏短期趋弱 .....	16
5.5 基建增速环比放缓 .....	16
5.6 二季度乘用车需求回暖 .....	17
6. 风险提示 .....	18

图目录

图 1: SMM 1#电解铜价 (元/吨)	1
图 2: 沪铜主力合约&伦铜电 3 合约 (元/吨)	1
图 3: 美国 ISM 制造业 PMI 细分指数 (%)	2
图 4: 美国 ISM 制造业 PMI 指数 (%)	2
图 5: 美国 GDP 实际增长率 (%)	2
图 6: 美国零售及食品服务消费 (%)	2
图 7: 美国 CPI 当月同比 (%)	3
图 8: 美国 CPI 分项当月同比 (%)	3
图 9: 美债收益率及通胀预期 (%)	3
图 10: 美元指数&LME 铜价	3
图 11: 欧元区 CPI (%)	3
图 12: 欧洲 10 年期国债收益率	3
图 13: 中国 PMI 指数 (%)	4
图 14: 中国制造业 PMI 细分指数 (%)	4
图 15: 中国社融规模增量 (亿元)	4
图 16: 中国 GDP 同比 (%)	4
图 17: ICSG 全球铜精矿产量 (千吨)	6
图 18: ICSG 全球铜精矿年化产能 (千吨)	6
图 19: 智利铜精矿产量 (千吨)	6
图 20: 秘鲁铜精矿产量 (千吨)	6
图 21: 国统局国产铜精矿产量 (金属吨)	7
图 22: 中国铜精矿进口量 (千吨)	7
图 23: SMM 进口铜精矿加工费 (元/吨)	7
图 24: 中国进口铜精矿季度 Benchmark (美元/吨)	7
图 25: 国内粗铜加工费 (元/吨)	8
图 26: 进口粗铜加工费 (美元/吨)	8
图 27: 中国废铜产量 (万吨)	8
图 28: 中国电解铜精废较差 (元/吨)	8
图 29: 中国粗铜产量 (万吨)	9
图 30: 中国废铜产粗铜产量 (万吨)	9
图 31: 中国阳极铜月度进口量 (吨)	9
图 32: 中国废铜锭月度进口量 (吨)	9
图 33: 中国废铜月度进口量 (吨)	10
图 34: 中国进口废铜盈亏平衡 (元/吨)	10
图 35: 中国电解铜产量 (吨)	11
图 36: 中国电解铜精炼产能及开工率 (%)	11
图 37: 中国电解铜进口量 (吨)	11



图 38: 中国电解铜进口盈亏 (元/吨)	11
图 39: 全球电解铜显性库存 (吨)	12
图 40: LME 电解铜库存 (吨)	12
图 41: COMEX 电解铜库存 (吨)	12
图 42: SHFE 电解铜库存 (吨)	12
图 43: SMM 电解铜社会库存 (万吨)	13
图 44: 上海保税区电解铜库存 (万吨)	13
图 45: 铜杆周度开工率 (%)	13
图 46: 铜管月度开工率 (%)	13
图 47: 铜板带月度开工率 (%)	14
图 48: 黄铜棒月度开工率 (%)	14
图 49: 电线电缆月度开工率 (%)	14
图 50: 漆包线月度开工率 (%)	14
图 51: 电网工程投资完成额 (亿元)	15
图 52: 中国发电设备产量当月同比 (%)	15
图 53: 中国电源投资 (亿元)	15
图 54: 中国分类型电源投资累计同比 (%)	15
图 55: 中国房屋新开工面积 (万平方米)	16
图 56: 中国房屋竣工面积 (万平方米)	16
图 57: 中国商品房销售面积 (万平方米)	16
图 58: 中国房地产开发投资 (亿元)	16
图 59: 社会融资规模: 政府债券 (亿元)	17
图 60: 中国固定资产投资累计同比 (%)	17
图 61: 中国汽车月度销量 (辆)	18
图 62: 中国新能源车销量 (辆)	18

表目录

表 1: 全球矿山产量情况	5
---------------	---

## 1. 行情回顾

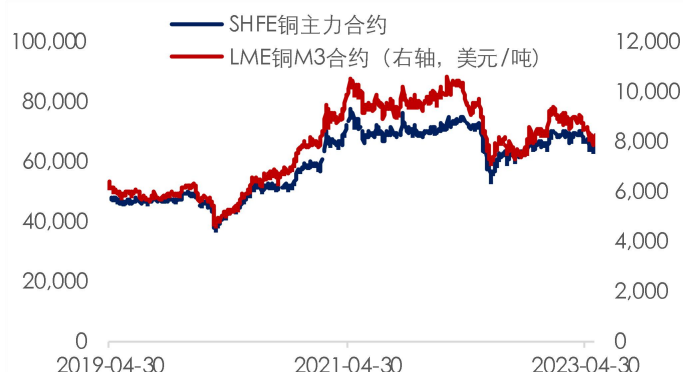
5月铜价震荡走弱。月末出现了小幅反弹。沪铜主力合约最低一度跌至62690元/吨。5月宏观面受到市场对美国债务上限协议预期反复，叠加国内经济修复放缓，整体风险偏好下降。此外，欧美通胀数据放缓，但核心通胀仍然略高于预期，市场对于6月加息预期出现反复。基本面，4月国内电解铜产量维持较高增速，不过根据排产5-6月预计增速有所放缓，国内库存持续去化，显示整体供需依旧偏紧。截止5月底沪铜主力合约收盘于64920元/吨，月涨幅-3.57%，伦铜电3月合约收盘于8110元/吨，月涨幅-5.65%。

图 1: SMM 1#电解铜价 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 2: 沪铜主力合约&伦铜电3合约 (元/吨)



数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部

## 2. 宏观篇

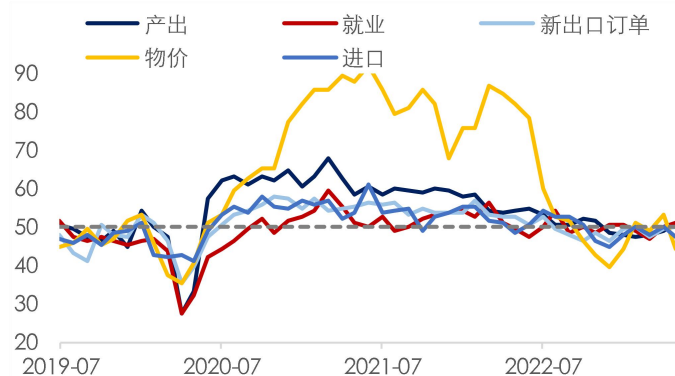
### 2.1 美国经济数据危大于机

2023年二季度，美国经济数据出现一定的分化。从就业数据来看，美国4月新增非农就业人数25.3万人，预期18万人，前值16.5万人；失业率3.4%，预期3.6%，前值3.5%。美国就业市场仍然偏紧。美国4月平均时薪同比4.4%，前值4.2%；环比0.5%，前值0.3%，工资增速依旧保持较高水平。零售方面，美国5月密歇根大学消费者信心指数初值为57.7，跌至6个月以来的最低点，与4月的63.5相比也有较大差距。美国商务部数据表明，美国零售销售数据连续3个月不及预期。数据显示，4月零售销售额环比增长0.4%，虽然止住了前两个月持续下滑的势头，但连续3个月未能达到预期。分析指出，美国零售销售环比增速转正，但同比增速持续放缓，显著低于美国消费者价格指数（CPI）增速。长期高通胀、收入增速放缓叠加贷款利率提升，抑制了美国居民的消费能力。制造业方面，美国5月ISM制造业PMI为46.9，较

4月有所回落，且不及市场预期，已经连续七个月处于50荣枯线下方。

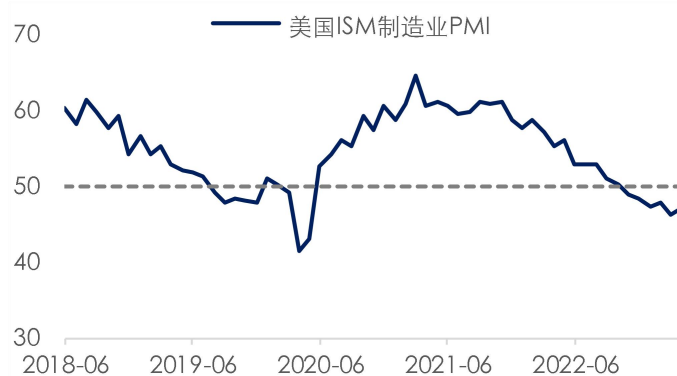
综合来看，当前的美国就业数据好于预期，显示通胀韧劲仍在。但从公布的其他各项数据来看，美国经济已经连续两季度缩水，已经逐步进入到了衰退的周期，

图 3: 美国 ISM 制造业 PMI 细分指数 (%)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 4: 美国 ISM 制造业 PMI 指数 (%)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 5: 美国 GDP 实际增长率 (%)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 6: 美国零售及食品服务消费 (%)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

## 2.2 欧美加息预期反复

当期欧美通胀呈现同步放缓的趋势，使得市场对其后市加息的预期减弱。美国 4 月 CPI 4.9%，较上月下降 0.1%；核心 CPI 5.5%，前值 5.6%；3 月 PCE 4.2%，核心 PCE 4.6%，分别下降 0.9%和 0.1%。欧洲 4 月 CPI 小幅回升至 7%，较上月上升 0.1%，核心 CPI 5.6%，前值 5.7%，不过从上述数据我们不难看出，欧美整体通胀压力有所缓解，但核心通胀压力依旧较大。

不过如前文所述，当前欧美经济数据出现了一定的分化，美国制造业数据走弱但就业依旧高于预期。与之相应的欧洲经济景气走弱的趋势更为明显。在这样的格局之下，二季度市场对于欧美加息预期出现的数次反复。不过截止 5 月底，随着美国联邦政府债务上限预算方案的通

过，6月加息预期显著上升，市场预计6月大概率加息25BP，而欧央行多位官员坚持鹰派立场，欧央行加息周期或仍将继续。

图 7: 美国 CPI 当月同比 (%)

图 8: 美国 CPI 分项当月同比 (%)

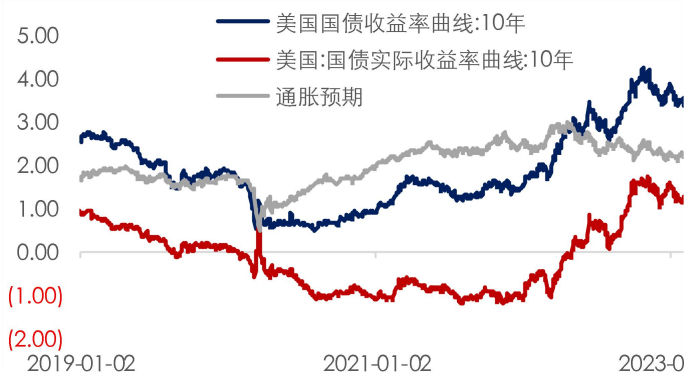


数据来源: iFind, 兴证期货研发部

数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 9: 美债收益率及通胀预期 (%)

图 10: 美元指数&LME 铜价

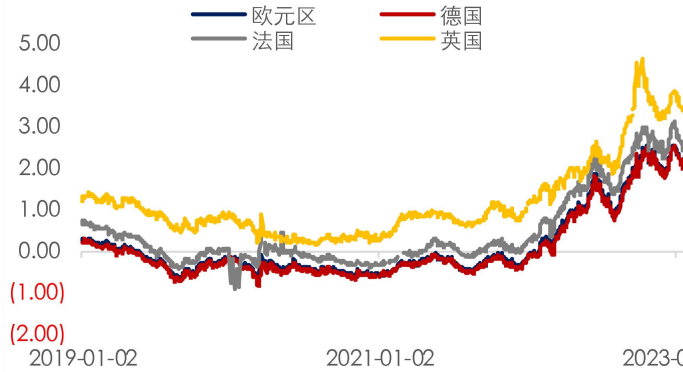


数据来源: iFind, 兴证期货研发部

数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 11: 欧元区 CPI (%)

图 12: 欧洲 10 年期国债收益率



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

数据来源: iFind, 兴证期货研发部

### 2.3 国内经济复苏放缓

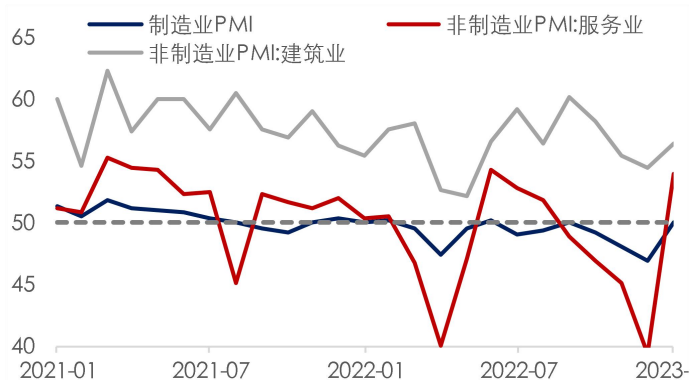
国内方面自二季度以来，经济修复的动能逐步减弱。工业制造业方面，4月制造业 PMI 重

新回落至荣枯线下方，5月更是进一步下滑至48.8，4工业增加值同比由3.9%变为5.6%，环比-0.47%，工业生产在低基数作用下，持续上行，但是环比增速转负，生产端压力有所显现。

固定投资方面，2023年4月，固定资产投资累计同比增速4.7%，前值5.1%，房地产开发投资累计同比增速回落0.4个百分点至-6.2%；基建累计同比增速回落1.02个百分点至9.8%，基建(不含电力)累计同比增速回落0.3个百分点至8.5%；制造业累计同比增速回落0.6个百分点至6.4%，民间固定资产投资回落0.2个百分点至0.4%。

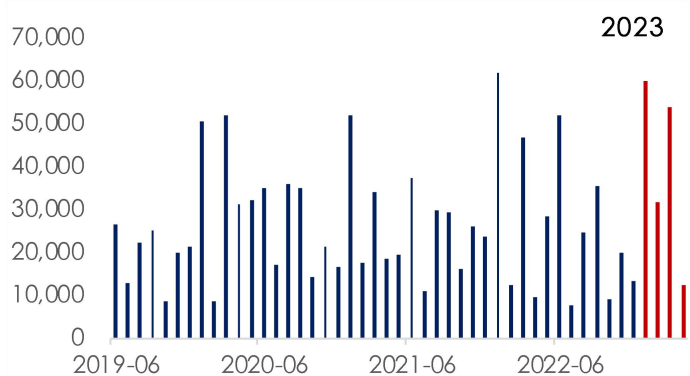
零售方面，4月社会消费品零售总额3.49万亿元，同比上年增长18.4%。分消费类型来看，4月商品零售3.12万亿元，同比增长15.9%，增幅较上月提升6.8个百分点；餐饮收入0.38万亿元，同比增长43.8%，增幅较上月提升17.5个百分点。2023年以来，消费增速持续加快，消费对经济增长的贡献也在不断提高，对于经济有一定的支撑作用。

图 13: 中国 PMI 指数 (%)



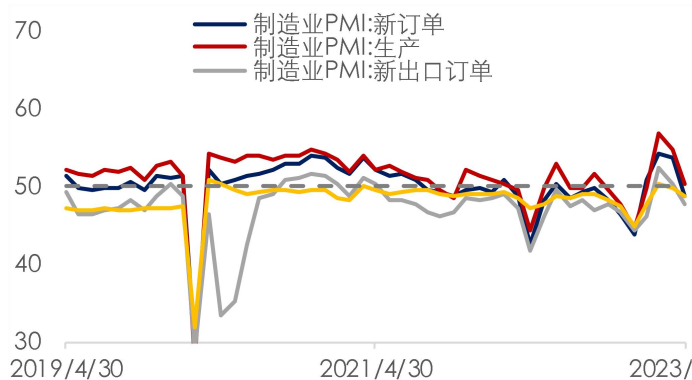
数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 15: 中国社融规模增量 (亿元)



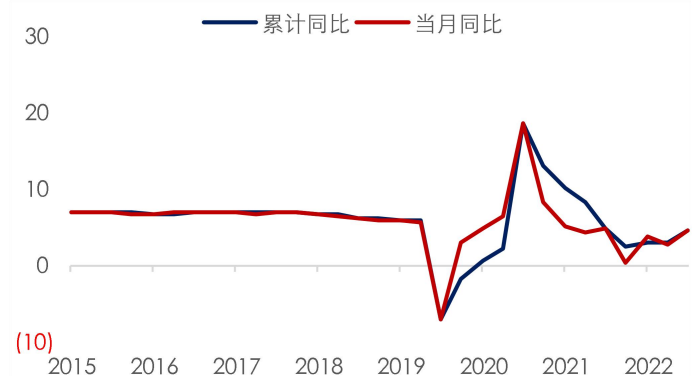
数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 14: 中国制造业 PMI 细分指数 (%)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 16: 中国 GDP 同比 (%)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

### 3. 供给篇



### 3.1 铜矿供应端延续宽松

#### 3.1.1 南美铜矿干扰逐步缓解

根据 ICSG 数据, 2023 年 1-3 月全球矿山产量 530 万吨, 同比增加 2.04%。根据 SMM 统计, 2023 年一季度海外主要铜矿企业 (已发布) 铜精矿产量为 315.1 万吨, 同比增加 3.8%, 环比下降 11.3%。

表 1: 全球矿山产量情况

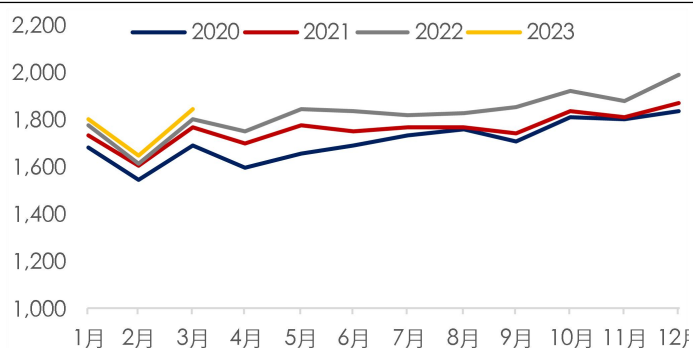
企业	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	y/y	q/q
Freeport-McMoRan	459.00	487.80	479.00	487.00	438.00	-4.58%	-10.06%
BHP	370.00	461.80	410.10	424.00	406.00	9.73%	-4.25%
Codelco	364.00	391.00	381.00	439.00	352.00	-3.30%	-19.82%
Glencore (ex-Mopani, ex-Ernest Henry)	258.00	252.00	260.30	289.00	244.00	-5.43%	-15.57%
Grupo Mexico (Southern Copper)	214.00	209.00	231.00	241.00	223.00	4.21%	-7.47%
Zijin Mining(Kamoa-Kakula 39.6%)	194.00	216.00	222.00	245.00	244.00	25.77%	-0.41%
KGHM	193.00	184.00	180.00	176.00	176.00	-8.81%	0.00%
First Quantum	182.00	193.00	195.00	206.00	131.00	-28.02%	-36.41%
Anglo American	140.00	133.00	147.00	244.00	178.00	27.14%	-27.05%
Antofagasta	139.00	130.00	181.90	196.00	146.00	5.04%	-25.51%
Norilsk	91.00	113.00	112.53	116.00	109.00	19.78%	-6.03%
MMG	79.00	44.50	96.00	86.00	69.00	-12.66%	-19.77%
Rio (ex Escondida, 100% of OT)	77.00	63.90	86.58	79.00	113.00	46.75%	43.04%
Teck Resources	67.00	72.00	66.00	65.00	57.00	-14.93%	-12.31%
Lundin	65.00	64.00	64.00	57.00	61.00	-6.15%	7.02%
Vale	55.00	55.00	74.30	64.00	67.00	21.82%	4.69%
Ivanhoe (Kamoa-Kakula)	56.00	87.00	98.00	93.00	94.00	67.86%	1.08%
Barrick	46.00	54.00	56.00	44.00	/	/	/
OZ Minerals	30.00	27.00	30.00	36.00	/	/	/
Boliden	28.00	30.00	28.00	23.00	/	/	/
Newcrest	25.00	39.00	32.00	35.00	31.00	24.00%	-11.43%
Newmont	9.00	11.00	7.00	11.00	12.00	33.33%	9.09%
Sierra Metals	3.00	4.00	3.00	3.00	/	/	/
<b>合计</b>	<b>3144.00</b>	<b>3322.00</b>	<b>3440.71</b>	<b>3659.00</b>	<b>3151.00</b>	<b>/</b>	<b>/</b>

数据来源: 公开资料, SMM, 兴证期货研发部

2023 年一季度海外铜矿产量增速较 2022 年下半年出现一定下滑, 主要一季度末由于南美智利和秘鲁铜矿延续了 2022 年的干扰频发的格局。自去年 12 月起, 世界第二大铜生产国秘鲁爆发抗议活动, 自由港麦克莫兰位于秘鲁的最大铜矿 Cerro Verde 受原料短缺影响, 该矿生产速度放缓了 10%-15%。此外, 嘉能可旗下秘鲁的 Antapaccay 铜矿、中国五矿集团旗下的 Las Bambas

铜矿均出现了一段时间暂停生产。此外，Las Bambas 和 Antapaccay 铜矿还受到其他社区堵路影响不能成功从 Matarani 港口发运，这也一定程度导致了国内铜矿供应的阶段性的紧张。进入二季度，智利再度爆发社会抗议活动，不过据 SMM 了解受此次抗议示威影响的矿山 Chuquicamata、Gabriela Mistral、Ministro Hales 和 Radomiro Tomic 铜矿生产和运输依旧正常。

图 17: ICSG 全球铜精矿产量 (千吨)



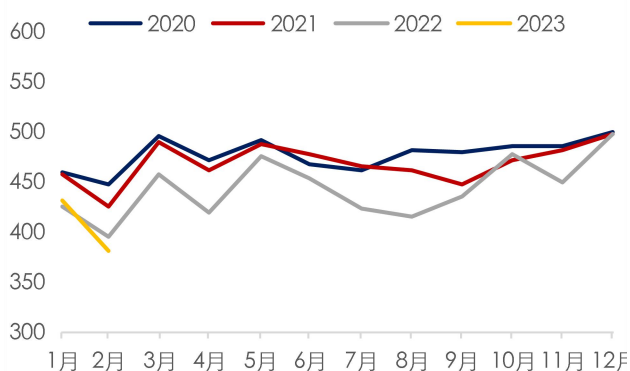
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 18: ICSG 全球铜精矿年化产能 (千吨)



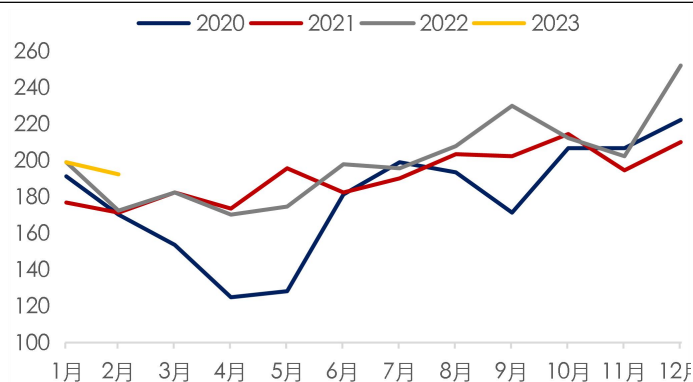
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 19: 智利铜精矿产量 (千吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 20: 秘鲁铜精矿产量 (千吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### 3.1.2 国内铜矿供需整体宽松

2023 年一季度国内铜矿供应出现了一定程度的紧张，随着海外供应的逐步缓解，二季度国内铜矿原料重新回到宽松的格局。国产方面，根据国统局数据，2023 年-1-4 月国内铜精矿产量 57.52 万金属吨，同比增加 0.37%。进口方面，根据海关数据，2023 年-1-4 月我国铜精矿进口量为 875.89 万干吨，同比增长 6.26%。其中 4 月中国进口来自于秘鲁的铜精矿为 48.32 万吨，环比减少 13.73%，减量 7.69 万吨，2 月份秘鲁主要铜精矿发运港口共发运 27.28 万吨，较 1 月份减少 14.22 万吨。

2023 年上半年中国进口铜精矿 TC 呈现先跌后涨的态势。根据 SMM 数据，中国进口铜精矿指数在一季末跌至阶段低点的 75.58 美元/吨，随后随着海外供应缓解开始回升，截止 2023 年 5 月底中国进口铜精矿指数回落至 89.06 美元/吨。铜精矿 TC 进口端的反弹一方面是由于南美铜矿干扰率回落，运输问题得到缓解；另一方面是由于国内冶炼端在 2 季度的开启常规检修导致的需求侧的预期回落。此外，自香港 LME 会议起中日韩部分冶炼厂均投身到与 Antofagasta 的第一轮跨年度长单谈判中，参与谈判的买方预计此次跨年度长单加工费将大于 2023 年 Benchmark88 美元/吨。

图 21：国统局国产铜精矿产量（金属吨）



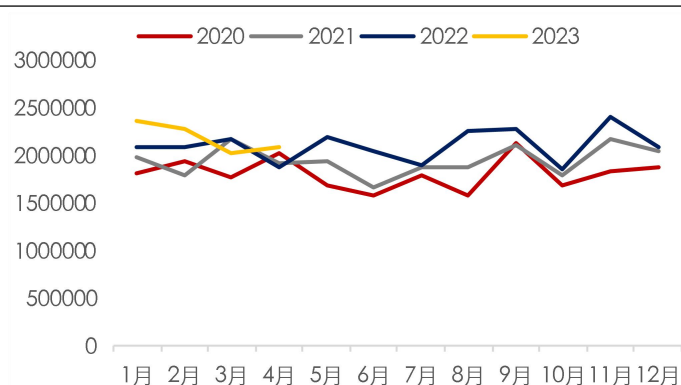
数据来源：国统局，兴证期货研发部

图 23：SMM 进口铜精矿加工费（元/吨）



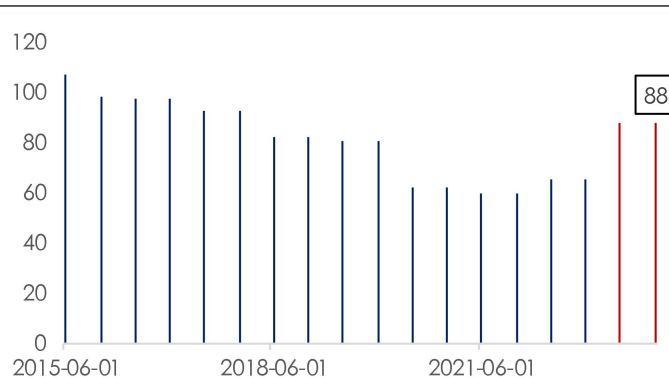
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 22：中国铜精矿进口量（干吨）



数据来源：海关数据，兴证期货研发部

图 24：中国进口铜精矿季度 Benchmark（美元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

## 3.2 粗废供需边际好转

### 3.2.1 国内粗废供应趋紧

供应端，根据 SMM 统计数据，2023 年 1-4 月国内废铜产量 49.55 万吨，同比增长 21.74%；根据海关数据，2022 年 12 月进口废铜量 50.12 万吨，同比增加 12.29%。

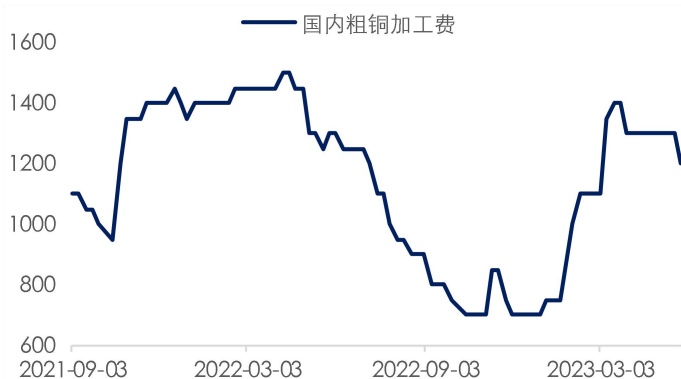


需求端，根据 SMM 统计，2023 年 1-5 月再生铜及铜锭冶炼量约为 62.2 万吨，同比增加 38.22%；2023 年 5 月，国内再生铜及铜锭冶炼量约为 11.5 万吨，同比增加 53.33%，环比回落 10.85%。

5 月受海外风险不确定性以及国内弱复苏的经济环境下，5 月铜价出现阶梯式下跌，再生铜原料供应商捂货惜售情绪逐渐强烈，叠加进口一季度再生铜原料进口窗口多处于亏损状态，再生铜原料供给量整体趋弱减少。粗废供应环比下降的格局下，粗铜加工费也呈现高位回落的趋势。受国内弱复苏事实影响，铜价难有动力回升，为此再生铜原料供应商捂货惜售情绪仍主导 6 月，再生铜原料边际供给量易降难增，预计 6 月再生铜原料供给将继续延续紧张态势。

图 25: 国内粗铜加工费 (元/吨)

图 26: 进口粗铜加工费 (美元/吨)

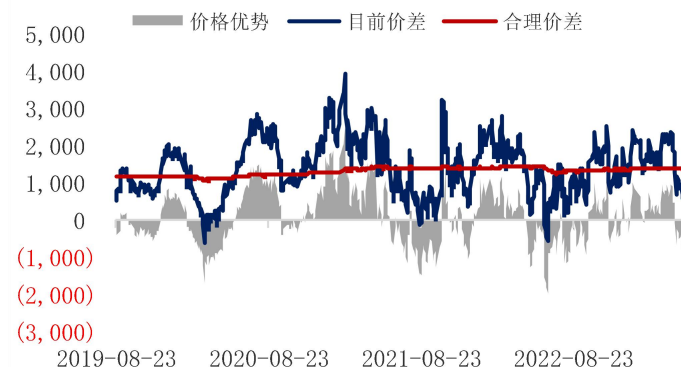
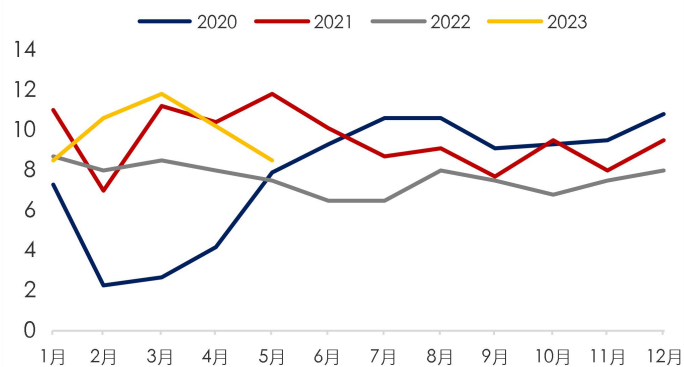


数据来源：SMM，兴证期货研发部

数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 27: 中国废铜产量 (万吨)

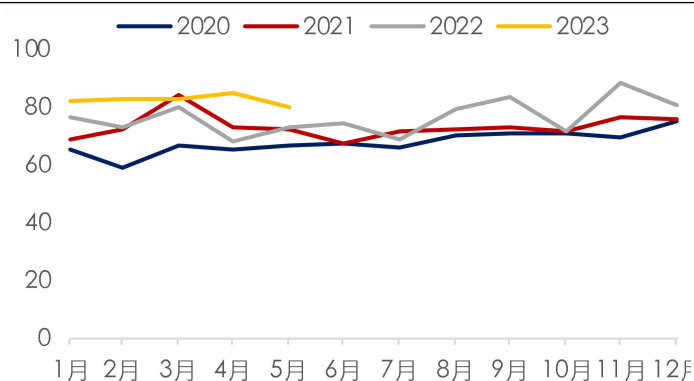
图 28: 中国电解铜精废较差 (元/吨)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

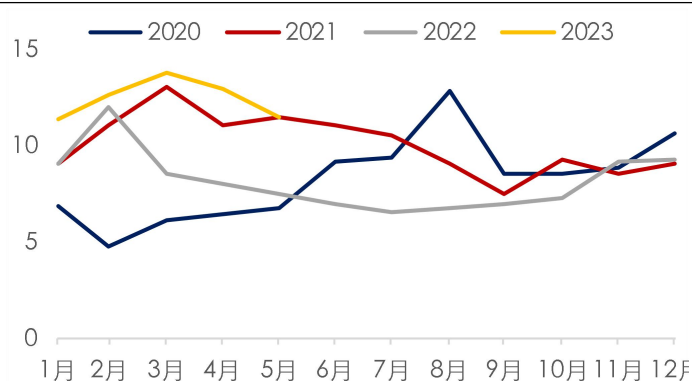
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 29: 中国粗铜产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 30: 中国废铜产粗铜产量 (万吨)



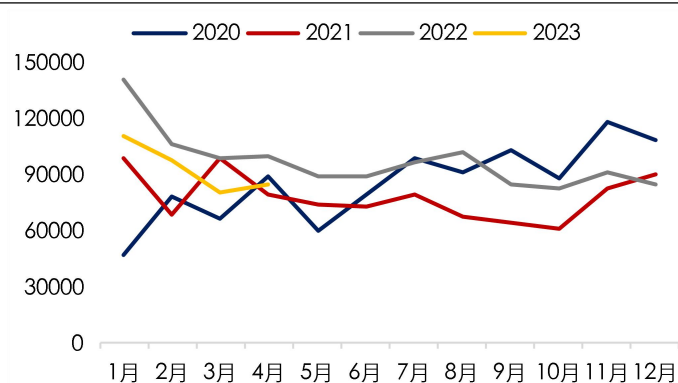
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### 3.2.2 进口阳极环比小增

根据海关统计数据显示, 2023 年 4 月份, 再生铜进口量为 11.63 万吨, 同比增加 7.42%, 环比减少 18.13%; 1-4 月累计进口量为 50.12 万吨, 同比增长 12.29%。2023 年 4 月份, 中国阳极铜进口量为 8.49 万吨, 环比增加 5.51%, 同比增加 7.27%; 1-4 月中国阳极铜累计进口总量为 37.43 万吨, 累计同比增长 15.95%。

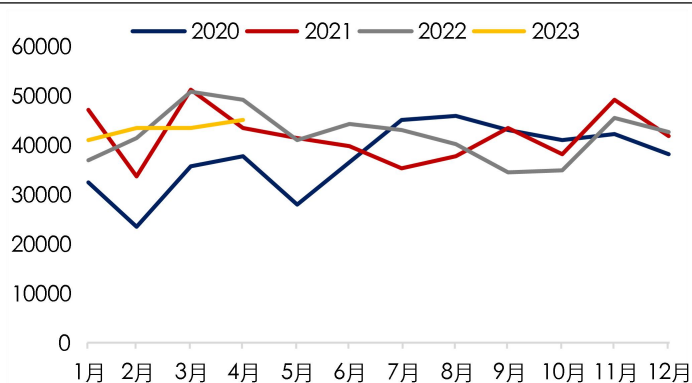
4 月阳极铜进口量较 3 月小幅增加的主要原因是进口亏损及精废价差有所缩窄, 再生铜的供应下降使得国内阳极铜不及一季度充足, 叠加炼厂检修的进行使需求有所增加。随着国内需求增加, 粗铜加工费回落, 预计 5-6 月阳极铜进口量将环比继续增加。

图 31: 中国阳极铜月度进口量 (吨)



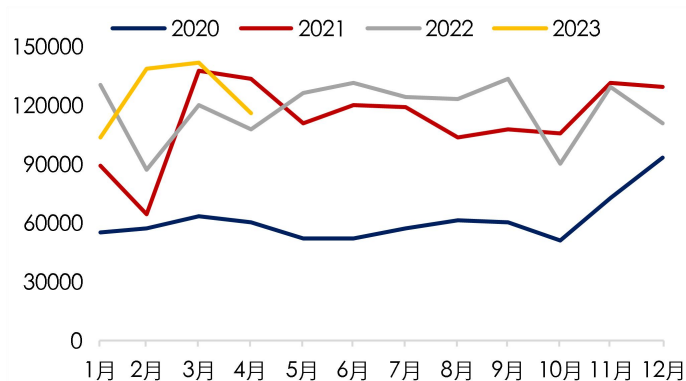
数据来源: 海关数据, 兴证期货研发部

图 32: 中国废铜锭月度进口量 (吨)



数据来源: 海关数据, 兴证期货研发部

图 33：中国废铜月度进口量（吨）



数据来源：海关数据，兴证期货研发部

图 34：中国进口废铜盈亏平衡（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

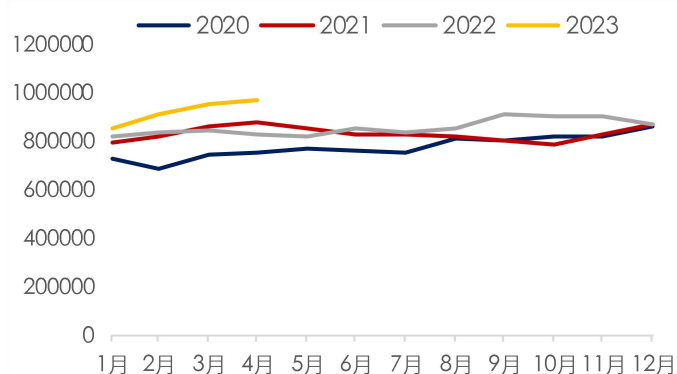
### 3.3 精铜供应同环比续增

#### 3.3.1 精铜 4 月产量再超预期

2023 年 4 月 SMM 中国电解铜产量为 97 万吨，环比增加 1.86 万吨，同比增加 17.2%；且较预期的 95.39 万吨多 1.61 万吨；4 月电解铜行业的整体开工率为 91.40%，环比上升 1.79 个百分点；1-4 月累计产量为 368.25 万吨，累计同比增加 35.29 万吨。几家大型冶炼厂因为统计周期问题，令 4 月统计产量比 3 月统计产量增加约 3.54 万吨；再加上华中某冶炼厂持续释放产量、江西某用危废做原料的冶炼厂（年产能 10 万吨）正式投产和华南某冶炼厂结束检修恢复正常生产；以上几个因素均是令 4 月总产量超预期的原因。

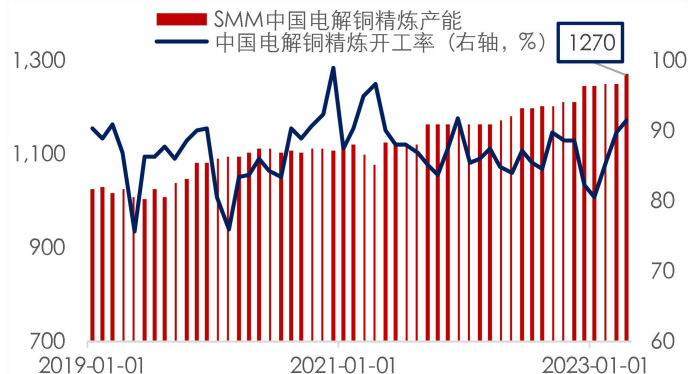
根据 SMM 统计的国内冶炼 5-6 月排产情况，预计 5 月国内电解铜产量为 95.35 万吨，环比下降 1.65 万吨，同比上升 16.4%。1-5 月累计产量预计为 463.60 万吨，增加 48.72 万吨。6 月将有 8 家冶炼厂要检修，预计 6 月精铜产量预计会环比继续下降，供应压力得到一定的缓解。

图 35: 中国电解铜产量 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 36: 中国电解铜精炼产能及开工率 (%)



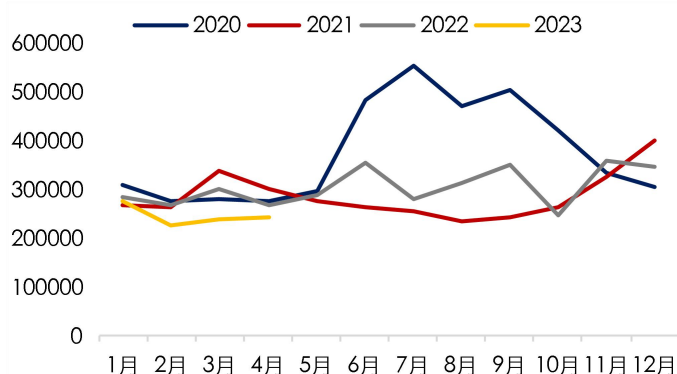
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### 3.3.2 进口盈利窗口 5 月打开

2023 年 4 月, 中国精炼铜进口量 24.18 万吨, 同比增加 10.52%, 环比增加 0.7%; 1-4 月, 中国精炼铜进口量 98.85 万吨, 同比下降 12.12%。2023 年一季度, 铜内外比价呈现外强内弱, 进口盈利大幅倒挂, 精铜进口量同比大降, 这一定程度导致国内精铜库存持续去库。

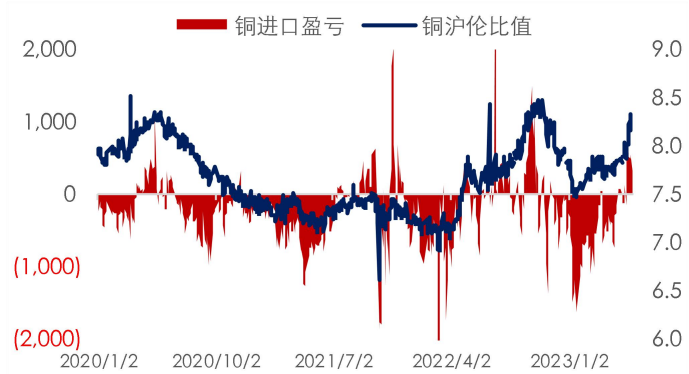
进入二季度, 海外风险逐步爆发, 国内铜社会库存超预期去库, 期铜内外比价格局扭转, 进口盈利窗口打开, 预计 2-3 季度, 精炼铜进口将环比逐步回升。

图 37: 中国电解铜进口量 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 38: 中国电解铜进口盈亏 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

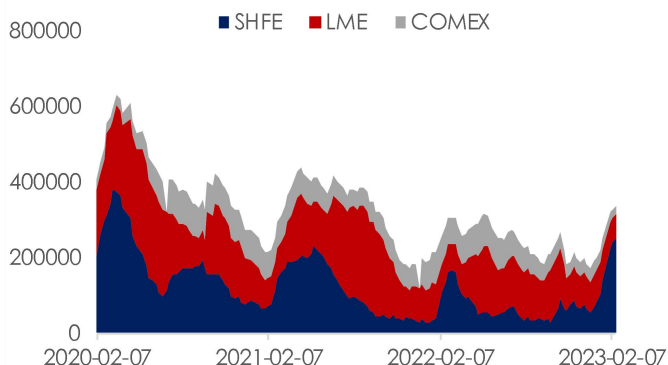
## 4. 库存篇

### 4.1 海外显性库存维持低位

2023 年上半年海外显性库存维持低位。截止 2023 年 5 月底, LME 铜库存录得 97725 吨, 较去年同期下降 58450 吨; COMEX 铜库存录得 27709 吨, 较去年同期下降 52341 吨。国内方

面，SHFE 铜库存则同比去年有明显回升，截止 2023 年 5 月底，SHFE 铜库存录得 44631 吨，较去年同期增加 44631 吨。

图 39：全球电解铜显性库存（吨）



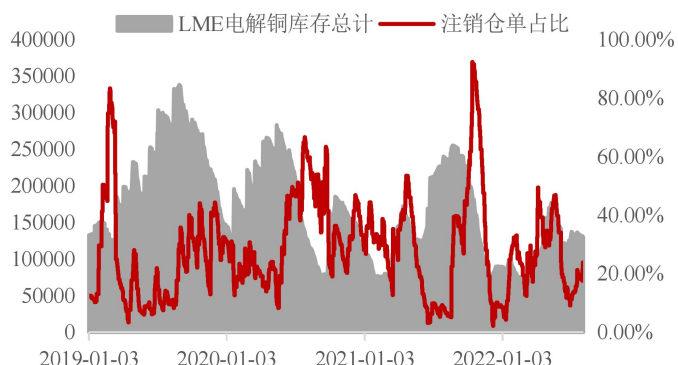
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 41：COMEX 电解铜库存（吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 40：LME 电解铜库存（吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 42：SHFE 电解铜库存（吨）

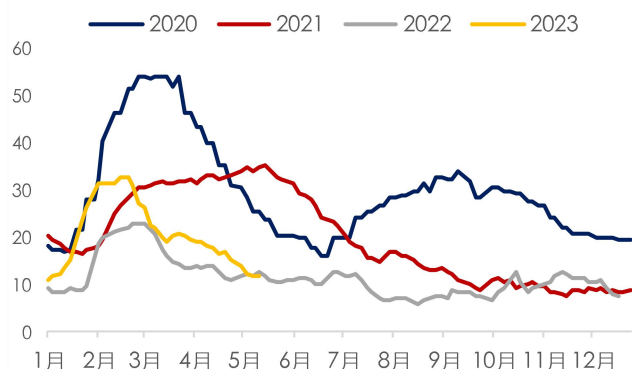


数据来源：SMM，兴证期货研发部

## 4.2 国内 5 月去库略超预期

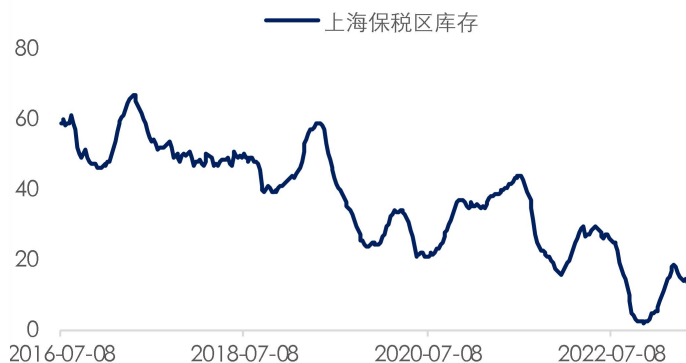
2023 年春节后国内精炼铜社会库存维持去库，尤其是进入 5 月反而加速去库。根据 SMM 数据，截止 5 月底国内电解铜社会库存 12.35 万吨，同比较去年增加 1.1 万吨，5 月合计去库 4.52 万吨。展望后市，需求侧逐步进入淡季，供应端则呈现环比下降的态势，后市国内铜库存的变量是精铜进口端，预计 6 月国内铜库存将小幅回升。

图 43: SMM 电解铜社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 44: 上海保税区电解铜库存 (万吨)



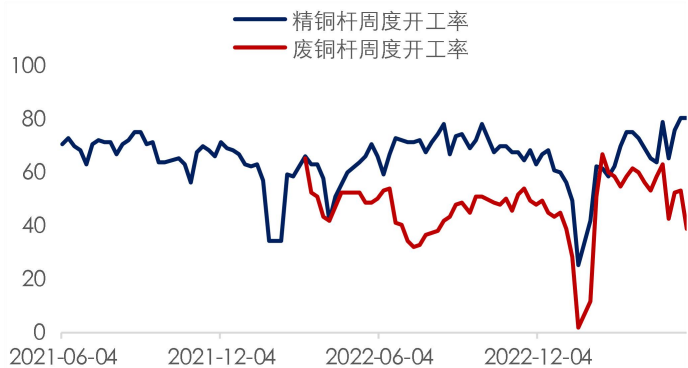
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

## 5. 需求篇

### 5.1 初端加工出现分化

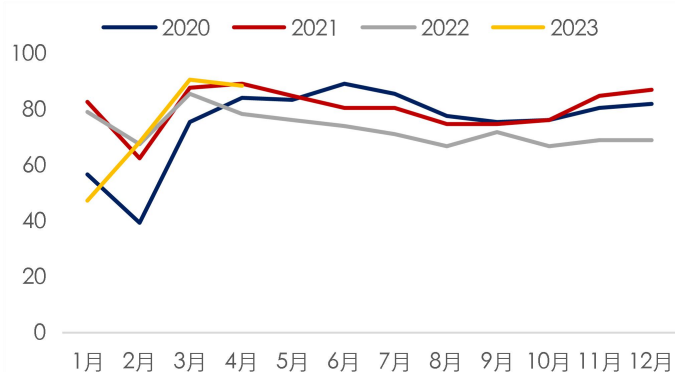
二季度以来国内铜下游加工环节出现一定分化，整体趋势走弱。分行业来看，铜杆业将三月份激增订单的消耗殆尽，下游线缆及漆包线行业对于铜杆的需求均呈现明显下滑。不过由于废铜供应收紧精废价差收敛，精铜杆的经济性上升，废铜杆开工下滑较为明显，精铜杆则不减反增。其余方面，空调企业备货情绪降温，重点空调企业排产环比增速下滑，铜管铜棒开工出现一定回路，铜板带箔则受益于新能源需求依旧开工维持高位。随着淡季来临，预计二季度国内铜加工后续将延续弱势。

图 45: 铜杆周度开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

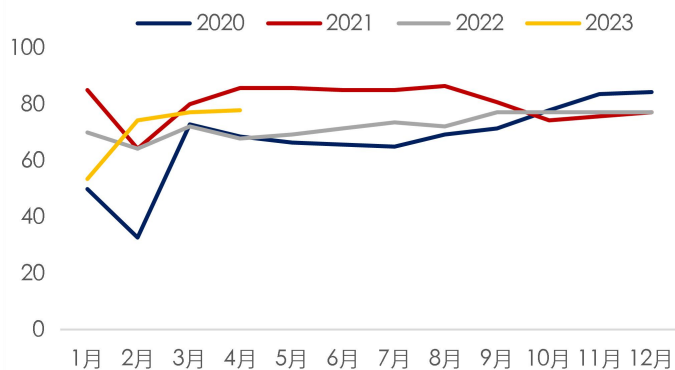
图 46: 铜管月度开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

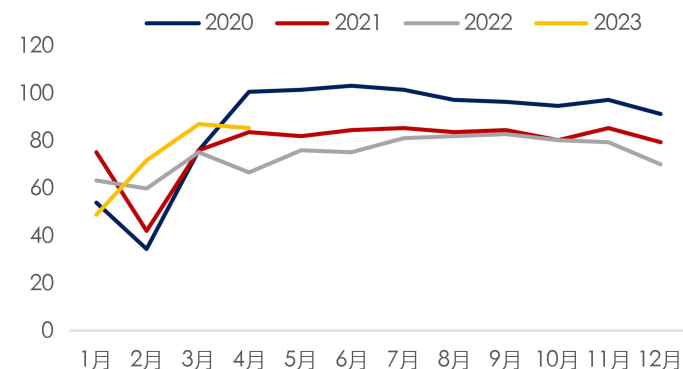


图 47: 铜板带月度开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 49: 电线电缆月度开工率 (%)

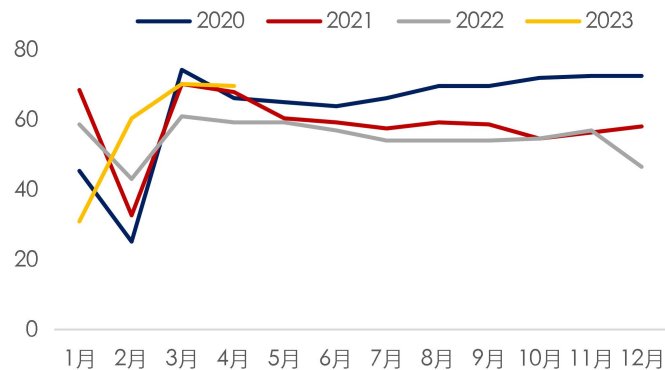


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

## 5.2 电网投资继续加速

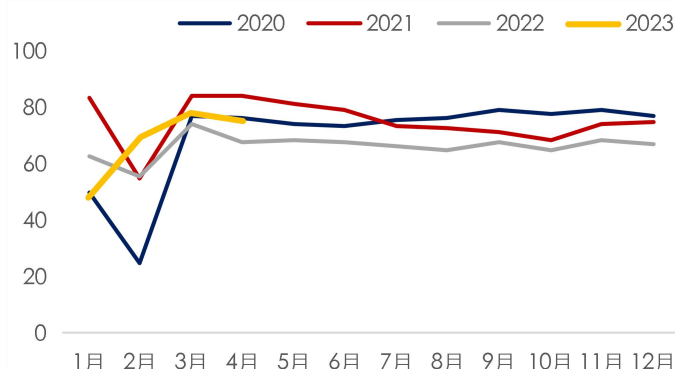
2023年1-4月的电网基本建设投资完成额984亿元,较去年同期增长10.19%,不同于前两年一季度后明显收窄的增幅,今年的年内增速在持续攀高。电网投资从3月起有加速之势,2月、3月和4月,累计投资同比增速分别为1.9%、7.6%和0.2%,3月和4月单月同比分别增长13.3%和16.2%。根据以往电网的投资节奏,前4月投资占全年投资比例在17-18%之间,预计2023年全年电网投资总额将超过此前计划投资额5200亿元,接近5400亿。

图 48: 黄铜棒月度开工率 (%)



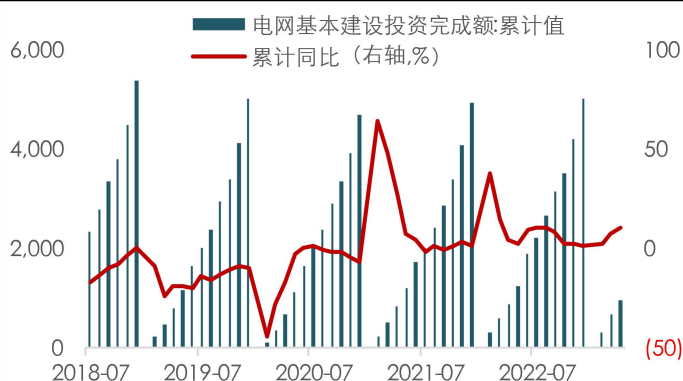
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 50: 漆包线月度开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 51: 电网工程投资完成额 (亿元)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 52: 中国发电设备产量当月同比 (%)



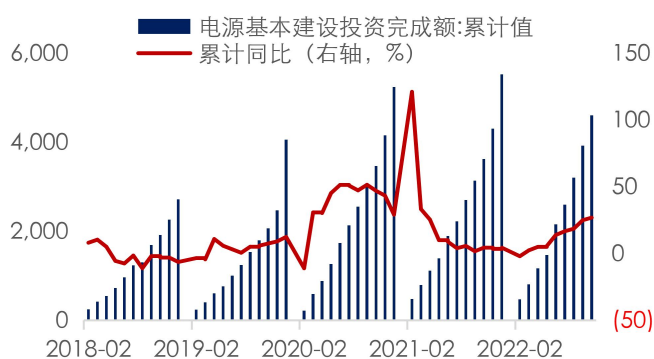
数据来源: iFind, 兴证期货研发部

### 5.3 光风新能源同比增速超预期

2023年1-4月电源基本建设投资完成额达到1802亿元，同比增加53.6%。1-4月国内光伏新增装机量48.31GW，同比增加186%，其中4月份装机量14.65GW，同比增加299%，需求超预期。其他类型电力基本都呈现同比正增，除水电同比负增2.25%外，火电、核电和风电、同增分别为5.03%、52.52%、20.48%。

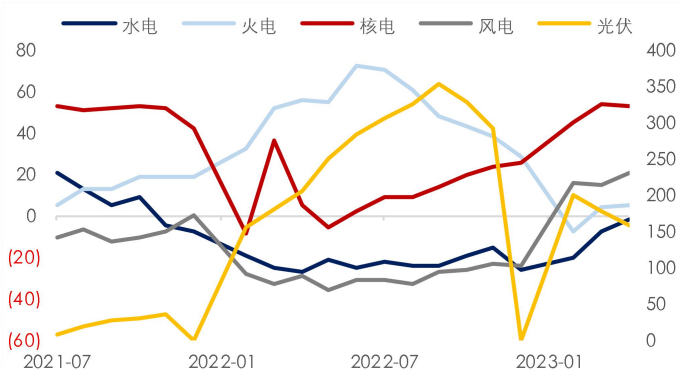
除了光伏装机的超预期之外，风电装机增速大幅提升同样为铜需求带来较大增长。3-4月建设进度明显提速，一改年初前两月增势低迷的态势，也符合我们在《2022-2025 电源投资铜需求分析》中的预测。根据风芒能源根据公开信息不完全统计，2022年中国风电市场共计启动469个项目累计88.739GW风机招标，合计86.898GW完成中标，远超2021年总招标60GW。预计2023年中国风电新增装机有望扭转2022年颓势，同比增长速度较高，将为铜需求提供新增长点。

图 53: 中国电源投资 (亿元)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 54: 中国分类型电源投资累计同比 (%)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部



### 5.4 地产复苏短期趋弱

2023年1-4月全国房屋住宅开工、竣工面积分别为22899.88和17395.98万平方米,同比-20.6%和+19.2%。4月地产竣工面积延续改善,为3000.07万平方米,同比增长28.26%,增速相比3月回落7.15%。地产新开工面积同比下降29.21%。商品房住宅销售面积同比增长。2023年1-4月房地产住宅销售面积32965.87万平方米,同比增长了2.7%,其中现房和期房销售面积同比增加30.5%和下降1.5%。

进入5月,克而瑞公布2023年5月百强房企销售数据, TOP10、TOP11-30、TOP100房企5月单月销售同比增速分别为16.1%、11.6%、10.3%,相比4月份分别下降35.8%、17%、16%。这其中有部分五一长假的影响,不过在经历3-4月的回暖之后,国内地产修复整体趋弱的格局已经显现。

图 55: 中国房屋新开工面积 (万平方米)



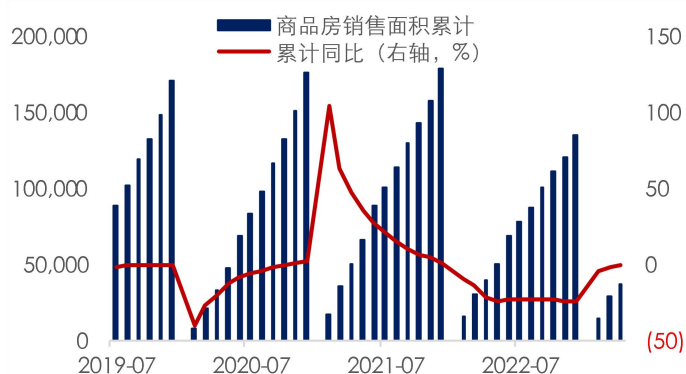
数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 56: 中国房屋竣工面积 (万平方米)



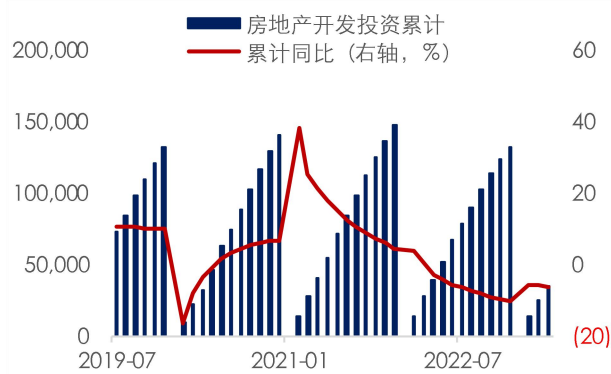
数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 57: 中国商品房销售面积 (万平方米)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 58: 中国房地产开发投资 (亿元)



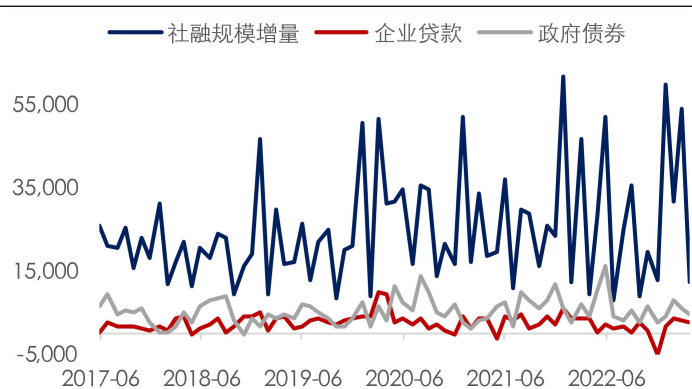
数据来源: iFind, 兴证期货研发部

### 5.5 基建增速环比放缓

2023 年一季度基建继续保持较快增长，但是 4 月以来，基建投资增速开始放缓，2023 年 1-4 月基建投资同比增长 9.8%，环比下降 1 个百分点。1-4 月基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长 8.5%。其中，铁路运输业投资增长 14.0%，水利管理业投资增长 10.7%，道路运输业投资增长 5.8%，公共设施管理业投资增长 4.7%。2023 年 1-4 月地方专项债债券发行 228 万亿，同比增长 15.7%。

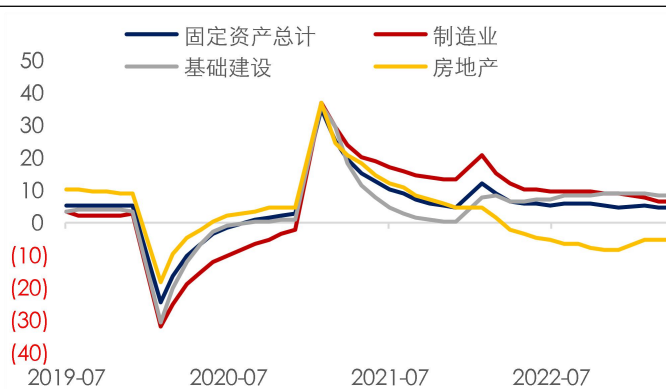
基建投资增速的放缓也基本符合预期，鉴于去年下半年稳增长政策之下各地传统基建增速维持了较高的增长速度，2023 年全国各地的财政压力较大，叠加地产的有一定的弱修复，不论是从能力还是效益上基建投资增速的放缓也在情理之中，预计全年的增速较去年有一定的下滑。

图 59：社会融资规模：政府债券（亿元）



数据来源：iFind，兴证期货研发部

图 60：中国固定资产投资累计同比（%）



数据来源：iFind，兴证期货研发部

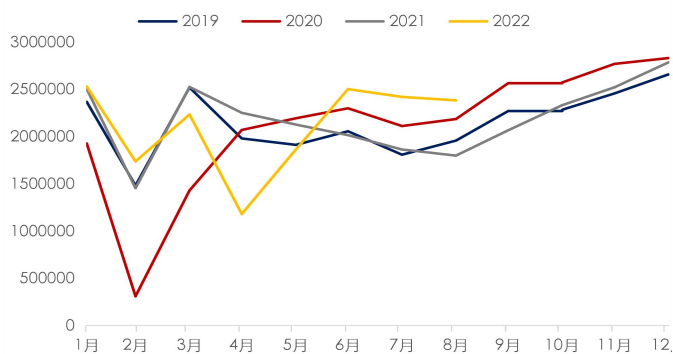
## 5.6 二季度乘用车需求回暖

在经历了一季度国内汽车厂商降价去库存，二季度汽车行业的价格战逐步消退，国内乘用车市场的需求出现了回暖。根据乘联会数据，2023 年 4 月乘用车市场零售销量 163 万辆，同比增长 55.5%，环比增长 2.5%。4 月价格战热度逐渐消退，经销商恐慌心态逐步稳定，消费者观望情绪得以缓解，前期压抑的需求有所释放，叠加上海车展召开、五一假期出行用车需求增长等因素，4 月车市销量企稳回升。不过进入 5 月，乘联会数据显示国内乘用车零售量环比降 6%，批发量环比降 6%，新能源汽车产销环比也有所回落。

新能源车方面，根据中汽协数据，4 月全国新能源汽车产量 64.0 万辆，同比增长 105.21%。其中，以动力类型分，纯电动汽车(EV)48.3 万辆，同比增长 99.30%;插电式混动(PHEV)15.7 万辆，同比增长 126.40%。1-4 月累计产量 229.1 万辆，同比增长 43.41%。其中，纯电动汽车(EV)

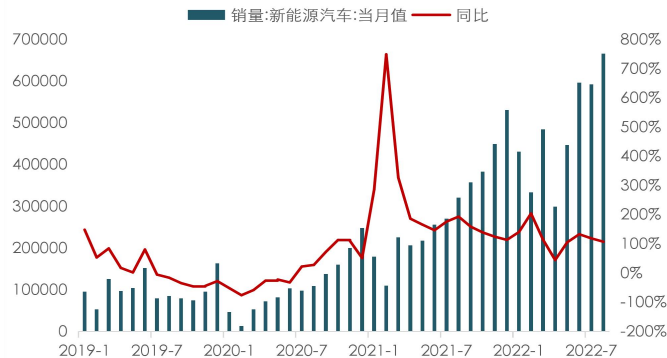
累计产量 168.2 万辆，同比增长 32.36%;插电式混动(PHEV)15.7 万辆，同比增长 87.02%。2023 年 4 月的新能源汽车市场确实有所回暖，环比下降幅度仅 3%,较往年的环比下降幅度都更小，表明终端市场尽管恢复幅度相对来说并不太大，但的确处于恢复当中。

图 61：中国汽车月度销量（辆）



数据来源：iFind，兴证期货研发部

图 62：中国新能源车销量（辆）



数据来源：iFind，兴证期货研发部

## 6. 风险提示

1. 美联储货币政策提前转向；
2. 国内房地产超预期恢复

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。