

内强外弱供需转换，铜价中枢下移

——2023 年铜年报

兴证期货.研发中心

2022 年 12 月 13 日星期二

有色研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人

马志君

电话：021-68982784

邮箱：mazj@xzfutures.com

内容提要

宏观层面：

全球依旧处在抗通胀加息紧缩的周期当中，目前海外尤其美国需求尚未出现实质的衰退，市场对于 2023 经济下行的路径仍有分歧。不过考虑到欧美通胀的韧性较强，尽管联储加息高度或接近顶峰，但延续的时间或超预期，美元在高位震荡的时间将延长，这对全球尤其是海外经济体的负面影响预计在 2023 年逐渐显现。相对的国内经济则处在弱复苏的进程当中，外弱内强的格局下，预计 2023 年我国稳增长力度将进一步加大，财政支出可能较 2022 年有所回落，但仍旧维持扩张，更多的是投向关键领域，做针对性资源倾斜。

基本面：

供应端，2022 全球铜供需平和处在矿松锭紧，区域过剩的状态当中。全球铜矿扩张的增速超 3.5%。不过受限于粗炼冷料的紧张和疫情限电等干扰，2022 年国内精铜产量的增速仅为 3.25%，低于此前预期的 4%。展望 2023 年，预计铜矿依旧处在产能扩张的高峰，预计增速依旧将超过 4%；精铜冶炼新增产能回落到 50 万吨，如果全球粗炼和废铜供应紧张能够缓解，今年投产的产能在 2023 年初步兑现，预计明年国内精铜产量增速接近 5%。

需求端，预计 2023 年整体呈现内强外弱的格局。欧美经济体抗通胀紧缩周期之下，将逐步走弱，我国出口端的增速或将继续回落。国内在四季度全面解封的情况下，在不出现大疫情风险情况，预计将进一步处于弱复苏的阶段。新能源汽车和电力投资依旧将是铜消

费增长主要拉动点。预计 2023 年中国铜需求增速或接近 3%。

整体来看，2023 年铜供需格局将逐渐转换，全球铜将有紧平衡逐步过渡到过剩。宏观层面内强外弱，全球经济在高利息紧缩周期的压力将进一步显现，预计 2023 年铜价中心将进一步回落，下半年在全球经济复苏预期之下或有一定做多机会。

风险提示：

1. 疫情变化超预期； 2. 美联储货币政策提前转向； 3. 国内房地产超预期恢复

报告目录

报告目录.....	3
图目录.....	4
表目录.....	5
1. 2022 铜市场回顾.....	7
2. 宏观篇.....	8
2.1 欧美加息控通胀，全球衰退进行时.....	8
2.1.1 全球通胀高位，加息进入尾声.....	8
2.1.2 海外 PMI 持续下行.....	10
2.1.3 欧美经济预期悲观.....	11
2.2 稳货币扩财政，中国经济弱复苏.....	12
2.2.1 中国稳货币宽信用.....	12
2.2.2 政府财政扩张，基建投资高增长.....	13
2.2.3 中国经济弱复苏，稳增长力度或加大.....	14
3. 供给篇.....	15
3.1 铜矿供需趋于过剩.....	15
3.1.1 全球铜矿同比增加，亚非贡献主要增量.....	15
3.1.2 南美铜矿供应扰动频发，智利矿业提案冲击铜矿存续.....	17
3.1.3 国内供应大幅改善，铜矿 TC 持续上行.....	18
3.1.4 2023-2025 铜矿加速增产，供需趋于过剩.....	21
3.2 中国精铜增速低于预期.....	23
3.2.1 国内精铜产量同比增长 3%.....	23
3.2.2 冶炼端干扰频发.....	23
3.3 全球冶炼产能逐步扩张.....	23
4. 库存篇.....	25
4.1 全球显性库存历史低位.....	25
4.2 国内外库存出现分化.....	26
4.3 内强外弱格局或延续.....	26
5. 需求篇.....	27
5.1 海外需求边际减弱.....	27
5.1.1 美国房地产加剧衰退.....	27
5.1.2 欧美耐用品需求下滑.....	28
5.1.3 中国出口增速放缓.....	29
5.2 中国铜消费维持景气.....	30
5.2.1 精铜表观消费维持高增长.....	30
5.2.2 终端需求新旧动能转化.....	31
5.2.3 泛地产消费依旧低迷.....	32
5.2.4 中国电力投资增速亮眼.....	32

5.2.5 汽车景气稳中有增.....	34
6. 精炼铜供需平衡.....	35
7. 风险提示.....	35
分析师承诺.....	36

图目录

图 1: 2022 年中国铜市场回顾 (元/吨、美元/吨)	7
图 2: 美国 CPI 当月同比 (%)	9
图 3: 美国 CPI 细分项目当月同比 (%)	9
图 4: 欧元区 CPI 当月同比 (%)	9
图 5: 英国 CPI 当月同比 (%)	9
图 6: 美联储加息点阵图.....	10
图 7: 美联储加息路径预期.....	10
图 8: 美元指数&LME3M 铜价.....	10
图 9: 全球主要经济体制造业 PMI 指数 (%)	11
图 10: 欧洲制造业 PMI 指数 (%)	11
图 11: 美国 ISM 制造业 PMI 细分指数 (%)	11
图 12: 美国 ISM 制造业 PMI 指数 (%)	11
图 13: 中国 M2 同比-M1 同比 (%)	13
图 14: 中国社融增量 (亿元)	13
图 15: 中国 LPR 利率 (%)	13
图 16: 中国存款准备金率 (%)	13
图 17: 中国固定资产投资累计同比 (%)	14
图 18: 中国社融增量 (亿元)	14
图 19: 中国 GDP 不变价同比 (%)	15
图 20: ICSG 全球铜精矿产量 (千吨)	16
图 21: 智利铜精矿产量 (千吨)	17
图 22: 秘鲁铜精矿产量 (千吨)	17
图 23: 国统局中国铜精矿产量 (金属吨)	18
图 24: 中国铜精矿分省产量 (%)	18
图 25: 中国铜精矿自给率 (万金属吨)	18
图 26: 中国铜精矿进口量 (千吨)	18
图 27: ICSG 全球铜精矿产量 (千吨)	19
图 28: 中国进口铜精矿长单加工费 (元/吨)	19
图 29: 中国进口铜精矿季度 Benchmark (美元/吨)	19
图 30: 国内粗铜加工费 (元/吨)	20
图 31: 进口粗铜加工费 (美元/吨)	20
图 32: 中国废铜产量 (万吨)	20
图 33: 中国电解铜精废较差 (元/吨)	20

图 34: 中国粗铜产量 (万吨)	21
图 35: 中国废铜产粗铜产量 (万吨)	21
图 36: 中国阳极铜月度进口量 (吨)	21
图 37: 中国铜锭月度进口量 (吨)	21
图 38: 中国废铜月度进口量 (吨)	21
图 39: 中国进口废铜盈亏平衡 (元/吨)	21
图 40: 中国电解铜产量 (吨)	23
图 41: 中国电解铜开工率 (%)	23
图 42: 全球精炼铜显性库存 (吨)	25
图 43: 中国保税区电解铜库存 (万吨)	25
图 44: 2022 年三大交易所精炼铜库存 (吨)	26
图 45: 国内精炼铜社会库存 (吨)	26
图 46: 中国精炼铜进口量 (吨)	27
图 47: 2022 年中国电解铜进口盈亏 (元/吨)	27
图 48: 美国销售数据 (百万美元)	28
图 49: 美国房屋购买力指数	28
图 50: 美国耐用品订单数据 (百万美元)	28
图 51: 美国耐用品总库存量 (百万美元)	28
图 52: 欧洲信心指数 (%)	29
图 53: 欧洲零售指数 (%)	29
图 54: 美国耐用品订单数据 (百万美元)	30
图 55: 美国耐用品总库存量 (百万美元)	30
图 56: 欧洲信心指数 (%)	30
图 57: 欧洲零售指数 (%)	30
图 58: 中国电解铜表观消费量 (吨)	31
图 59: 中国房地产开发投资累计值 (亿元)	32
图 60: 中国房屋新开工面积 (万平方米)	32
图 61: 中国房屋竣工面积 (万平方米)	32
图 62: 中国商品房销售面积 (万平方米)	32
图 63: 中国电网投资完成额 (亿元)	33
图 64: 中国电源投资 (亿元)	34
图 65: 中国分类型电源投资累计同比 (%)	34
图 66: 中国汽车月度销量 (辆)	34
图 67: 中国新能源车产销量 (辆)	34

表目录

表 1: IMF 全球经济体增长预期 (%)	12
表 2: 全球矿山季度产量 (千金属吨)	16
表 3: 2022-2025 全球铜矿新投扩建项目 (万金属吨)	22

表 4: 2023-2025 全球冶炼新投项目 (万金属吨)	24
表 5: 2021-2022 中国粗炼新投扩建项目 (万金属吨)	24
表 6: 2021-2022 中国精炼新投扩建项目 (万金属吨)	25
表 7: 2021-2026 全球光伏新铜消费量 (万金属吨)	31
表 8: 全球&中国精铜供需平衡 (万吨)	35

1. 2022 铜市场回顾

图 1：2022 年中国铜市场回顾（元/吨、美元/吨）



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

2022 年铜价整体呈现的一个高位回落的走势。一季度国内为稳定经济持续释放宽松的货币政策；海外方面，地缘政治引发的能源紧缺致使全球通胀加剧，有色商品更是在伦镍逼仓带动下集体冲高，伦铜 3 月初直接创下 10845 美元/吨的历史新高。进入二季度，全国多地出现疫情，上海更是经历了长达两个多月的疫情管控，国内房地产数据也开始断崖式的下滑。海外方面，在通胀不断走高的压力下，各国央行纷纷退出宽松的货币政策，美联储更是在 3 月正式进入的加息周期。随着美联储上演加速加息的动作，欧洲央行也宣布开启加息之路，流动性宽松的局面告一段落。在这样全球流动性收紧的背景下，美元指数正式开启上行通道。随着加息的推进，市场对于未来全球经济进入衰退的预期也愈发强烈，铜价自 4 月中旬开始一轮超过 30% 的大跌。

2022 下半年，在经历了之前的一轮大跌之后，市场空头情绪得到了很大的释放。从铜基本面来看，依旧处在供需偏紧的状态，最直观的就是国内电解铜的社会库存不断下降，创下了近几年以来的一个新低。由于冶炼端的干扰和粗铜冷料的紧缺，导致尽管全球铜矿供应不断扩张，但金属端的供应增量却有限。需求端泛地产行业的需求出现较大的下滑，但电力投资和新能源消费在三季度发力，一定程度弥补了传统需求减量。在这样供弱需强的去库周期，铜价也开启

反弹。进入四季度，美联储加息进入尾声，美国通胀也出现了一定的回落，国内的疫情政策也逐步转向开始放松，市场对于宏观流动性预期进一步乐观。基本面来看，国内供应继续上升。铜矿供需依旧宽松，进口铜精矿的 TC 进一步上行至 90 美元/吨，2023 年的年度铜精矿长单 TC 也较 2022 年大幅上行至 88 美元/吨。冶炼端四季度国内有 40 万吨的新投产能落地，铜金属紧张的格局得到一定缓解，国内电解铜库存也开始回升。整体上来看铜价在这一阶段的反弹更多还是受到宏观强预期的指引，这也限制了这一轮反弹的高度。

2. 宏观篇

2.1 欧美加息控通胀，全球衰退进行时

2.1.1 全球通胀高位，加息进入尾声

2022 年全球经济的两大主题为高通胀和加息。通胀飙升肇始于 2021 年底，但直到 2022 年 3 月“暂时通胀论”被伪证，才紧急开启加息周期，以应对高通胀。在这样背景下，联储不得不连续加码紧缩，直到持续半年多的强力紧缩政策实行后，美国通胀数据才在 10 月后出现一些积极变化，但通胀仍在高位，目前“滞胀”这条主线也仍在演绎。

从数据来看，美国 1 月 CPI 当月同比 7.5%，随后几个月 CPI 同比持续高企，在 6 月末美国 CPI 达到峰值，当月同比上涨 9.1%；直到 10 月末 CPI 指数才迎来超预期的缓和，10 月数据显示美国 CPI 与核心 CPI 同比均超预期回落，CPI 同比增长 7.7%，低于预期值的 7.9%。美国 PCE 同比与 CPI 同比走势相似，6 月美国 PCE 同比上涨 6.98%，达到近 40 年来新高，10 月数据则明显回落。

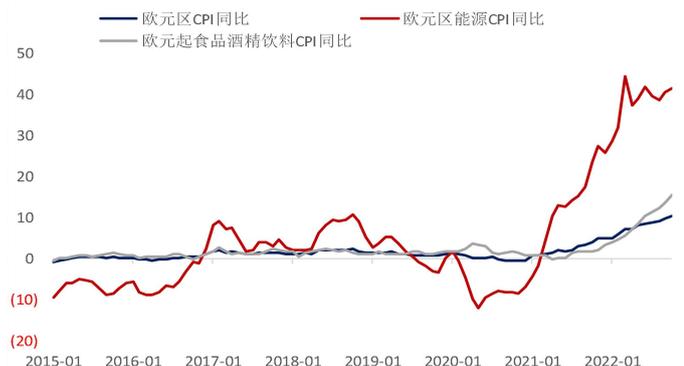
欧元区面临的局势则更为严峻，自俄乌冲突之后，欧洲国家对俄罗斯进行能源等方面制裁，导致能源危机的反噬，物价飙升。欧元区数据显示，10 月 CPI 同比上涨 10.6%，高于前值 9.9%；核心 CPI 同比上涨 5.0%，高于前值 4.8%；英国 10 月 CPI 同比上涨 11.11%，高于前值 10.1%；核心 CPI 同比上涨 6.5%，高于前值 6.5%。

图 2: 美国 CPI 当月同比 (%)



数据来源: 美联储, 兴证期货研发部

图 4: 欧元区 CPI 当月同比 (%)



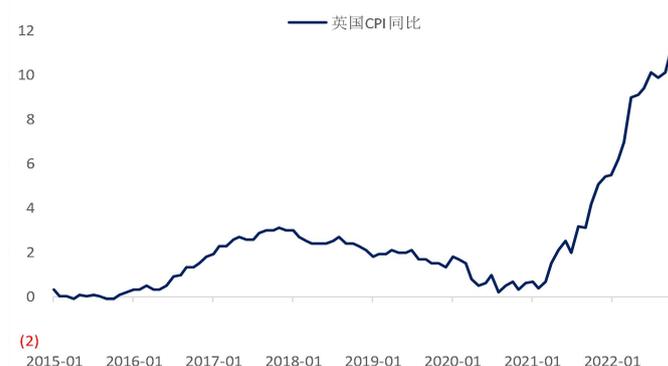
数据来源: 美联储, 兴证期货研发部

图 3: 美国 CPI 细分项目当月同比 (%)



数据来源: 美联储, 兴证期货研发部

图 5: 英国 CPI 当月同比 (%)

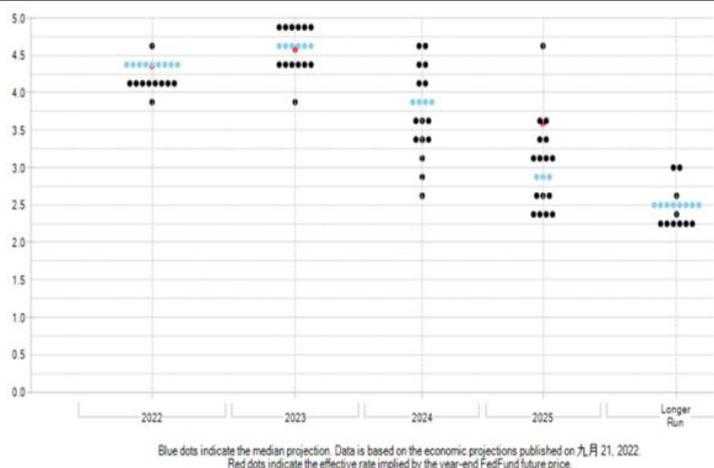


数据来源: 美联储, 兴证期货研发部

展望 2023 年, 美国通胀的两个重要的推动力: 一是美国住房租金上涨较快, 推升核心服务 CPI 同比, 按照目前租金与收入的上涨速度, 到明年年中住房租金累计涨幅才会追上收入增速; 2023 年上半年住房租金预计会继续快速上涨; 二是劳动力供需紧张导致工资上涨偏快, 进而给通胀带来支撑, 考虑到长期新冠对劳动力供应的持续抑制以及服务业略微增长对劳动力需求的支撑, 2023 年美国劳动力供需紧张的缓解不会很快。

综合来看, 2023 年上半年美国核心服务 CPI 同比维持高位, 下半年有所回落。不过今年四季度, 美国核心通胀拐点大体已经出现, 预计美联储加息终点利率不太可能进一步抬升, 2023 年上半年美联储继续加息至 5% 左右。不过需要关注的一点是美联储维持高利息的时间周期, 鉴于本轮加息开始时间较晚, 以及全球供应链问题和能源问题导致的通胀韧性或高于预期, 这将导致美联储在较长的时间内维持高利息, 2023 年美元或依旧维持高位震荡。

图 6：美联储加息点阵图



数据来源：CME，兴证期货研发部

图 7：美联储加息路径预期

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	77.0%	23.0%	0.0%	0.0%		
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	36.8%	51.2%	12.0%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	40.1%	42.1%	9.2%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	29.0%	41.4%	20.8%	3.2%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.4%	29.5%	40.6%	20.1%	3.1%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	10.4%	31.4%	37.1%	17.2%	2.6%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.4%	3.9%	16.3%	33.0%	31.5%	13.1%	1.9%
2023/11/1	0.0%	0.2%	2.3%	10.7%	25.4%	32.2%	21.4%	6.9%	0.8%
2023/12/13	0.2%	1.7%	8.3%	21.4%	30.3%	24.4%	10.9%	2.5%	0.2%

数据来源：CME，兴证期货研发部

图 8：美元指数&LME3M 铜价



数据来源：WIND，兴证期货研发部

2.1.2 海外 PMI 持续下行

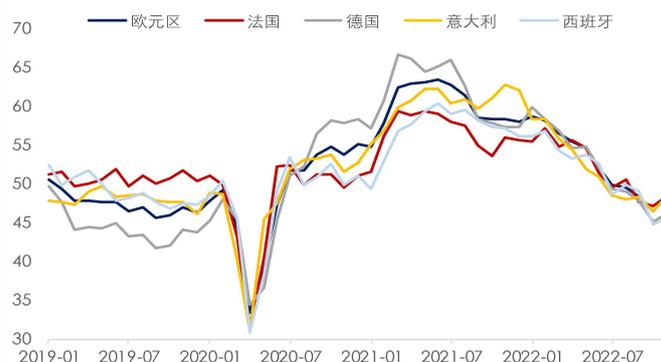
全球制造业延续下行趋势。欧洲制造业 PMI 为 47.6，较上月上升 0.5 个百分点，结束连续 10 个月的持续下降走势，但指数仍在 48 以下的相对低位，连续 4 个月运行在 50 以下。从主要国家来看，德国、英国、法国和意大利等国制造业 PMI 较上月均有不同程度上升，但指数均在 50% 以下。看起来俄乌问题导致的地区能源危机正在进一步的拖垮欧洲制造业，欧元区难掩

经济衰退和制造业低迷的颓势。客户需求的持续疲软导致新订单连续第五个月大幅下降。不过整体来看进入四季度随着能源价格的回落，欧洲经济的尽管依旧呈现回落态势，但好于此前的预期。

此前相对坚挺的美国制造业 PMI 指数也在四季度回落至衰退区间，自 9 月以来制造业呈现快速下探走势。美国 11 月 Markit 季调后服务业采购经理人指数 (PMI) 终值为 46.2，低于 10 月的 47.8，较早前的初值 46.1 略有上调，收缩幅度为 2020 年 5 月以来第二大。分项指数显示，美国制造业生产和需求增速较上月均有不同程度放缓，特别是需求收缩压力继续加大。

图 9：全球主要经济体制造业 PMI 指数 (%)

图 10：欧洲制造业 PMI 指数 (%)



数据来源：WIND，兴证期货研发部

数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 11：美国 ISM 制造业 PMI 细分指数 (%)

图 12：美国 ISM 制造业 PMI 指数 (%)



数据来源：WIND，兴证期货研发部

数据来源：WIND，兴证期货研发部

2.1.3 欧美经济预期悲观

2022 年随着全球进入抗通胀加息周期，对经济构成较大负面影响。欧洲由于受到能源危机的影响率先一步进入衰退。当前全球供应链还未从疫情中完全恢复的背景下，抗击通胀的时间或许要比预期要更久，这意味着 2023 年欧美或将长期处高利息的状态中，市场对于 2023 年

全球经济增长也较为悲观。

根据 IMF 数据预测，相较于今年 1 月份，下调了 2022 年和 2023 年全球经济增长预期至 3.2%和 2023 年的 2.7%，分别下调 1.2 个百分点和 1.1 个百分点，其中 2022 年美国和欧元区经济增长预期分别下调 2.4 个百分点和 0.8 个百分点，2023 年美国和欧元区经济增长预期分别下调 1.6 个百分点和 2 个百分点。

根据 OECD 数据，在最新发布的中期经济展望中将 2022 全球增速预期维持在 3%，但是将 2023 增速预期从此前的 2.8%下调至 2.2%。由于能源和通胀危机有可能愈演愈烈，并在主要经济体引发衰退，全球经济增长放缓幅度将大于此前预期。OECD 预测，美国经济今明两年将分别增长 1.5%和 0.5%，双双低于 6 月时预测的 2.5%和 1.2%；预计中国经济今明两年将分别增长 3.2%和 4.7%，6 月时的预测分别为 4.4%和 4.9%。

表 1:IMF 全球经济体增长预期 (%)

经济体	2021	2022E	2023E
全球	6.0	3.2	2.7
发达经济体	5.2	2.4	1.1
美国	5.7	1.6	1.0
欧元区	5.2	3.1	0.5
德国	2.6	1.5	-0.3
法国	6.8	2.5	0.7
意大利	6.6	3.2	-0.2
日本	1.7	1.7	1.6
英国	7.4	3.6	0.3
新兴经济体	6.6	3.7	3.7
中国	8.1	3.2	4.4
印度	8.7	6.8	6.1
拉丁美洲	6.9	3.5	1.7
巴西	4.6	2.8	1.0
俄罗斯	4.7	-3.4	-2.3

数据来源：IMF，兴证期货研发部

2.2 稳货币扩财政，中国经济弱复苏

2.2.1 中国稳货币宽信用

2022 年以来货币政策采用降准降息、政策性开发性金融工具、结构性再贷款工具等稳增长举措，对经济形成支撑。2022 年 4 月央行降准 25bp，与 2021 年 7 月和 12 月分别降准 50bp 相比，降准幅度有所收敛；2022 年，1 年期和 5 年期 LPR 分别累计下调 15bp 和 35bp，与 2021 年仅下调 5bp 1 年期 LPR 而言，2022 年降息幅度大幅增加。

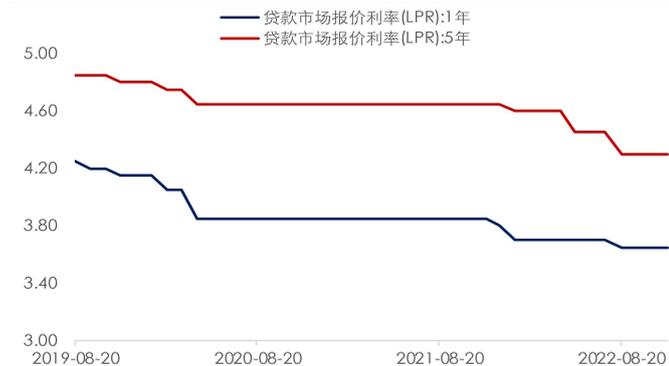
2023 年经济复苏仍需宽货币呵护，不排除上半年定向降准和定向降息的可能性，存款利率市场化改革有望进一步推进，降低企业融资成本打开空间。结构性货币政策将继续配合财政、产业政策稳增长，并扩大精准滴灌范围。

图 13：中国 M2 同比-M1 同比 (%)



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 15：中国 LPR 利率 (%)



数据来源：WIND，兴证期货研发部

2.2.2 政府财政扩张，基建投资高增长

2022 年国内的财政大年，由于疫情干扰，外需走弱和地产信贷收缩，今年的基建投资超额放量，全年广义赤字、基建增速都创下近年新高。

今年二季度以来我国宏观政策的主基调是稳增长，相关措施包括促进消费、稳定楼市、加

图 14：中国社融增量 (亿元)



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 16：中国存款准备金率 (%)



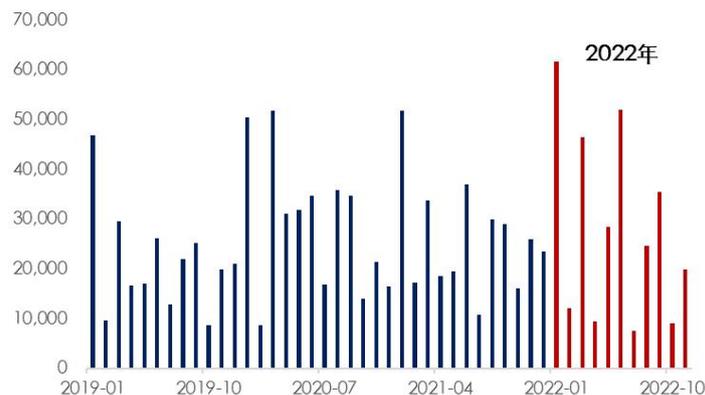
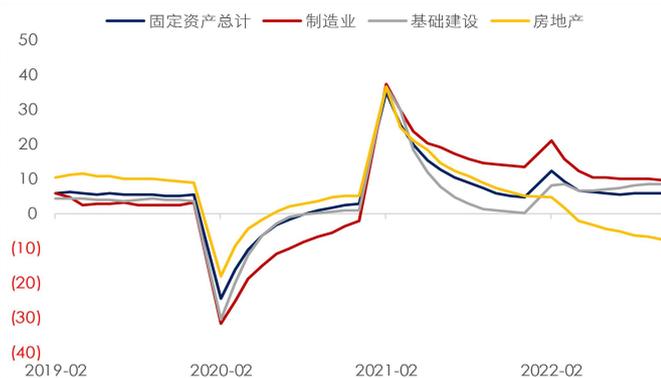
数据来源：WIND，兴证期货研发部

大基础设施建设力度、阶段性鼓励设备更新改造投资等。2022年1-10月份我国基建投资同比增长11.4%，全年基建投资（全口径）增速预计将维持在10%以上，基建投资之所以高增速，是到位资金充裕和项目储备丰富二者合力的结果。

展望2023年，鉴于当前全球经济下行压力，国内经济依旧面临外需走弱和消费不强的困境，房地产投资预计仍将相对弱势，意味着国内经济对政府财政扩张依赖犹存。不过相比传统的基建，2023年更多财政财力将投向关键领域，做针对性资源倾斜，考虑到化石能源向清洁能源转型的需要，清洁能源方向的投资力度可能进一步加大，包括与清洁能源配套的电网、储能建设也有望加快。

图 17：中国固定资产投资累计同比（%）

图 18：中国社融增量（亿元）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

数据来源：WIND，兴证期货研发部

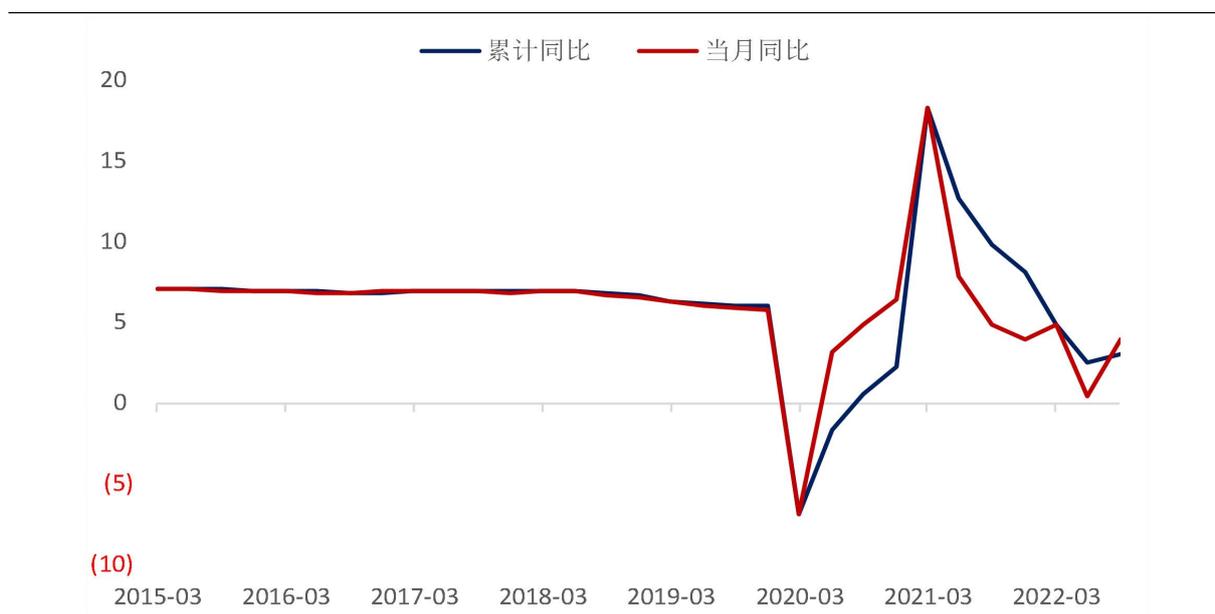
2.2.3 中国经济弱复苏，稳增长力度或加大

2022年面对乌克兰危机、疫情多发散发、房地产市场下行等超预期因素冲击，国内持续加大稳经济政策力度，经济增长触底回升，全年呈现“V”型走势，但恢复程度总体偏弱，中国经济依旧处在弱复苏阶段，预计2022年我国GDP同比仅增长3.2%，显著低于5.5%左右的政府预期目标。

展望2023年，尽管中国经济将延续恢复性增长态势，但仍面临内需回升基础不牢固、产业链供应链安全、外部经济金融市场波动的外溢风险等挑战，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力仍存。2035年远景目标之一是人均国内生产总值达到中等发达国家水平。这意味着2021-2035年我国经济总量或人均收入翻一番，GDP年平均增长5%左右。我国对GDP增长兼具速度与质量的要求，实现5%以上增速有一定的迫切性，预计2023年我国稳增长力度将进一

步加大。

图 19: 中国 GDP 不变价同比 (%)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

3. 供给篇

3.1 铜矿供需趋于过剩

3.1.1 全球铜矿同比增加, 亚非贡献主要增量

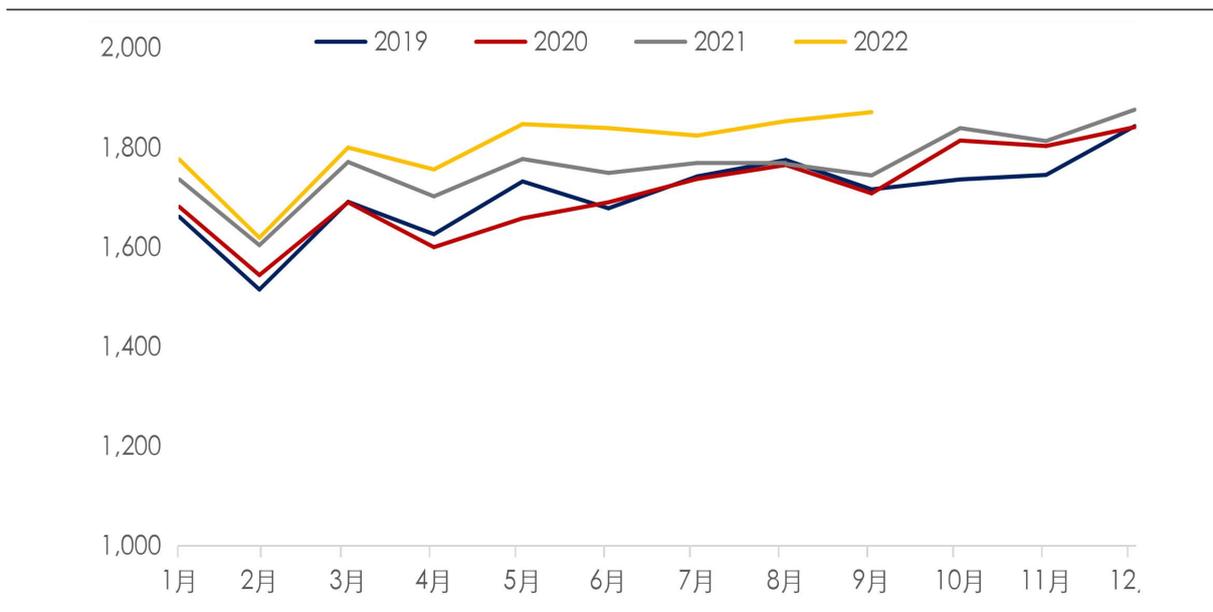
根据 ICSG 数据, 2022 年 1-9 月全球铜矿产量 1618.5 万吨, 同比增长 3.62%, 2022 年全年铜矿依旧处在产能扩张的大周期当中, 但全球铜矿产量增速却略低于产能增速, 不及市场预期。根据 SMM 统计的海外主要铜矿企业的季度产量, 2022 年三季度产量为 344.1 万吨, 同比增加 3.0%, 环比增加 3.6%。2022 年前三季度海外主要铜矿企业合计产量为 990.67 万吨, 同比增加 0.9%。之所以两者的增速出现较大的差值, 主要原因在于 2022 年全球铜矿的主要增量有刚果金、印尼、塞尔维亚及中国等地区铜矿产量增长, 这些地区的矿山多隶属当地以及中国矿企, 而传统矿企所在的南美铜矿产量 2022 年却表现低迷, 这在一定程度上限制全球铜矿产量增长。

表 2:全球矿山季度产量 (千金属吨)

企业	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	y/y	q/q
Freeport-McMoRan	448	469	459	488	479	6.92%	-1.80%
BHP	377	366	370	462	410	8.78%	-11.20%
Codelco	415	463	364	391	381	-8.19%	-2.56%
Glencore (ex-Mopani,ex-Ernest Henry)	285	290	258	252	260	-8.67%	3.29%
Grupo Mexico (Southern Copper)	245	238	214	209	231	-5.71%	10.53%
Zijin Mining(Kamoa-Kakula 39.6%)	149	152	194	216	222	48.99%	2.78%
KGHM	193	180	193	184	180	-6.74%	-2.17%
First Quantum	210	202	182	193	195	-7.14%	1.04%
Anglo American	157	161	140	133	147	-6.37%	10.53%
Antofagasta	181	179	139	130	182	0.50%	39.92%
Norilsk	116	119	91	113	113	-2.99%	-0.42%
MMG	91	77	79	45	96	5.49%	115.73%
Rio (ex Escondida,100% of OT)	85	88	77	64	87	1.86%	35.49%
Teck Resources	71	72	67	72	66	-7.04%	-8.33%
Lundin	65	77	65	64	64	-1.54%	0.00%
Vale	69	78	55	55	74	7.68%	35.09%
Ivanhoe (Kamoa-Kakula)	42	54	56	87	98	133.33%	12.64%
Barrick	45	57	46	54	56	24.44%	3.70%
OZ Minerals	34	32	30	27	30	-11.76%	11.11%
Boliden	27	34	28	30	28	3.70%	-6.67%
Newcrest	25	26	25	39	32	28.00%	-17.95%
Newmont	8	10	9	11	7	-12.50%	-36.36%
Sierra Metals	4	3	3	4	3	-25.00%	-25.00%
合计	3342	3427	3144	3322	3441	2.95%	3.57%

据来源: 公开资料, SMM, 兴证期货研发部

图 20: ICSG 全球铜精矿产量 (千吨)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

3.1.2 南美铜矿供应扰动频发，智利矿业提案冲击铜矿存续

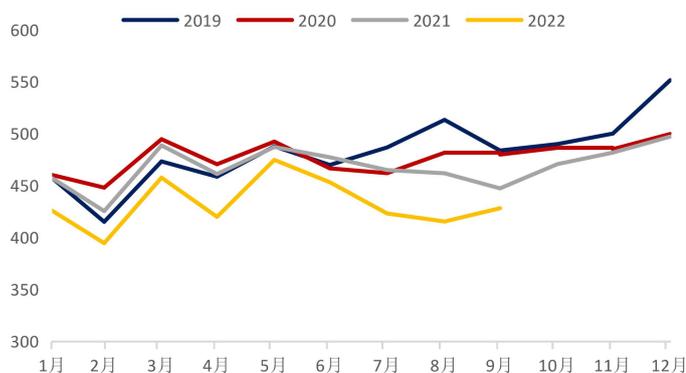
2022 南美地区铜矿的干扰频发，导致整体的表现不及全球的其他地区。根据 SMM 数据，2022 年 1-9 月智利和秘鲁合计铜精矿产量为 562.27 万吨，同比下降了 3.87%。但实际上智利和秘鲁两者之间是有所分化的。

智利 2022 年 1-9 月铜精矿产量 389.3 万吨，同比下降了 6.7%。干旱导致了智利安托法加斯塔矿业产量出现较大程度的下滑，上半年下滑了 25.7%；智利最大的铜生产商 Codelco 也因为生产事故，品位下降和员工罢工等因素下调 2022 年的产量指引，从 160 万吨下调至了 150 万吨。

秘鲁 2022 年 1-9 月铜精矿产量 173 万吨，同比上升了 3.1%，一定程度弥补了智利的产量的下滑。不过五矿 MMG 旗下的 Las Bambas 铜矿今年受到的干扰较多，该地区的社区干扰问题到现在还没有能够根本上解决，截止 11 月中旬公司公布该矿开采浮动仅达到产能 30%。这一程度限制了该地区的铜矿产量增速。

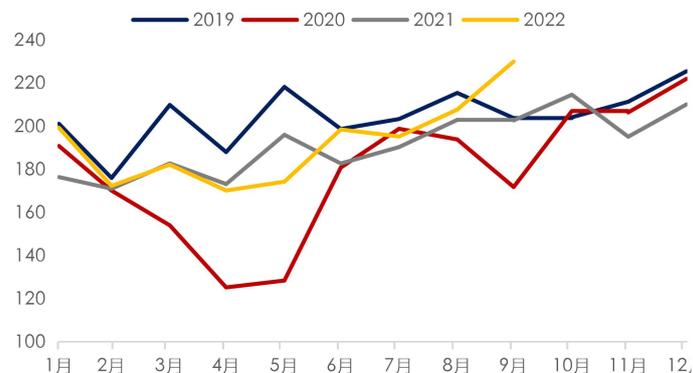
除了常规的干扰事件之外，智利新政府的矿业提案也对未来铜矿的供应产生了长远的影响。首先智利矿业提案直接威胁智利主要铜矿的存续，冲击智利对全球铜原料供应的贡献；其次智利矿业提案直接威胁智利主要铜矿的存续，冲击智利对全球铜原料供应的贡献，若智利《大型铜、锂、金矿企业的国有化》提案通过，外资企业将大大降低投资意愿，以防资产被智利政府收归国有；最后《矿业特许权使用费法案》（修订版）将显著提高外资矿企控股铜矿的生产成本。不仅智利铜矿的投资优势将会显著下降，而且智利矿企的利润将遭到明显压缩，也会影响到铜矿的资本开支。

图 21：智利铜精矿产量（千吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 22：秘鲁铜精矿产量（千吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

3.1.3 国内供应大幅改善，铜矿 TC 持续上行

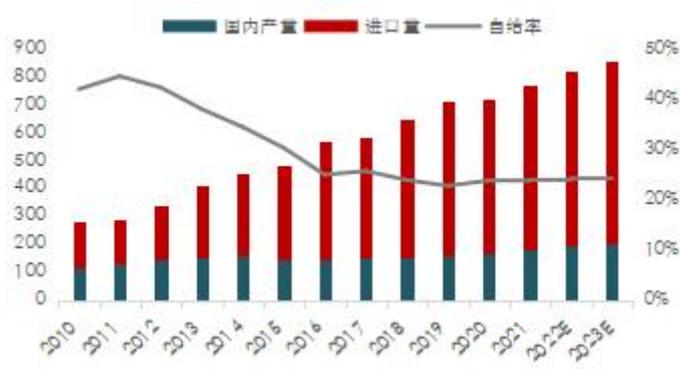
2022 年国内冶炼原料供应情况得到了大幅改善，尤其是铜矿供应的持续扩张，使得国内铜矿原料呈现相对过剩的状态。国产矿方面，根据国统局数据，2022 年 1-10 月国内铜精矿产量同比增速超 10%，主要收益于驱龙铜矿放量。进口矿方面，根据海关数据，2022 年 1-10 月中国铜精矿累计进口量为 1852.95 万吨，累计同比增加 6.59%，其中 9 月份中国铜矿砂及精矿进口更是创单月进口量新高。国内铜矿原料供应端改善的同时，中国铜精矿自给率逐年下滑，国产铜精矿增量遇瓶颈，预计到 2023 年将降至 23%，未来数年国内铜矿的增量或较为有限。

图 23：国统局中国铜精矿产量（金属吨）



数据来源：国统局，SMM，兴证期货研发部

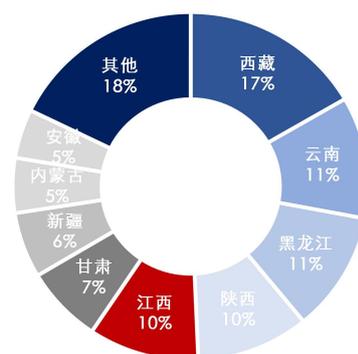
图 25：中国铜精矿自给率（万金属吨）



数据来源：SMM，海关数据，兴证期货研发部

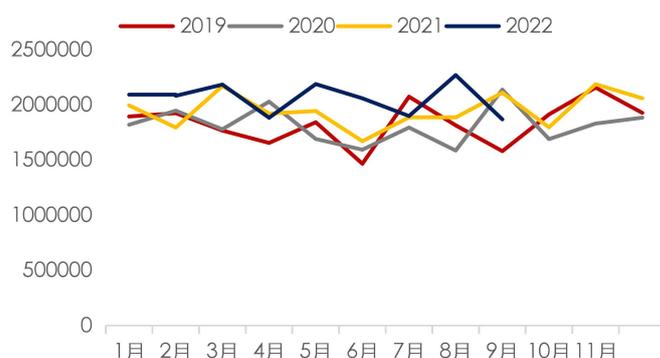
加工费方面，截止 11 月底，SMM 铜精矿周度指数上行超过 90 美元/吨；四季度 CSPT 地板价环比上涨 13 美元/吨，至 93 美元/吨；11 月海外大型铜矿企业和国内冶炼厂签订的 2023 年铜精矿长单 TC 录得 88 美元/吨，基本符合此前国内买方的预估，市场对于 2023 年铜矿的供需呈宽松格局是有共识的。

图 24：中国铜精矿分省产量 (%)



数据来源：国统局，SMM，兴证期货研发部

图 26：中国铜精矿进口量（干吨）



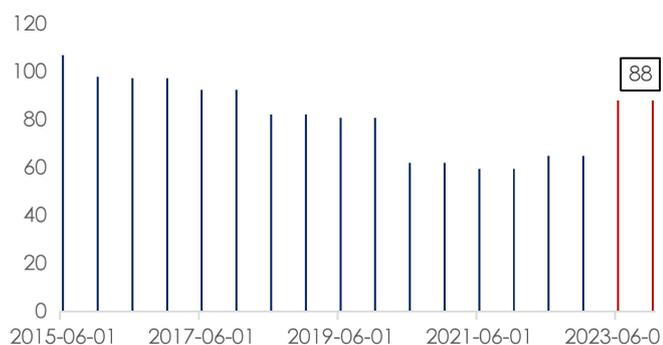
数据来源：海关数据，兴证期货研发部

图 27: ICSG 全球铜精矿产量 (千吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 28: 中国进口铜精矿长单加工费 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 29: 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

与铜矿原料宽松不同的,国内粗铜冷料整体呈现紧缺的格局,国内粗铜加工费也自 2022 年二季度之后不断下降,截止 11 月底,国内粗铜加工费回落至 700 元/吨,进口粗铜 CIF 加工费录得 105 美元/吨。

根据 SMM 统计数据,国内废铜 1-10 月累计产量 77.7 万吨,同比下降 19.46%;国内粗铜(废铜产) 1-10 月累计产量 79.5 万吨,同比下降 22.66%。在经济运行不景气和国内防疫政策的综合作用下,国产废铜市场的货源始终有限,影响了粗铜的产量。进口方面,根据海关数据,2022 年 1-10 月中国废铜累计进口量为 135.81 万吨,同比增长 9.97%;1-10 月中国阳极铜累计

进口量为 90.7 万吨，同比增长 28.82%。

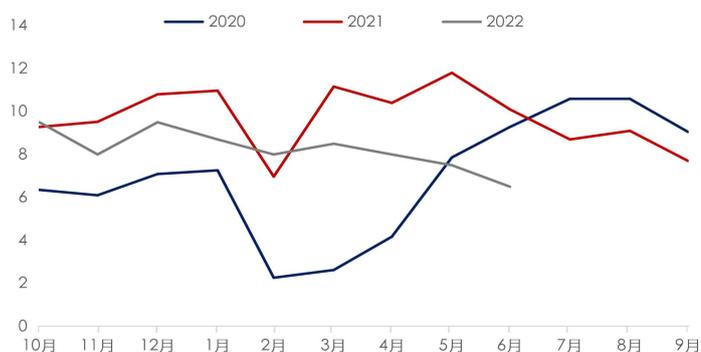
不过 SMM 对国内废铜回收模型测得，由于年内疫情的多点爆发影响，以及防控疫情措施较 2021 年 明显趋严，2022 年国内理论旧废供应量同比下降 15%。但如果考虑进口量的增加，年内再生铜原料总 体供应量并未出现明显下降。国内粗废铜紧张的格局并非完全来自于废铜源头供应的缺失，首先是由于铜价的回落和疫情，持货商捂货不出，其次是因为极速扩张的利废需求（国内废铜杆产能的快速扩张），放大了再生铜原料的紧张。

图 30：国内粗铜加工费（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 32：中国废铜产量（万吨）



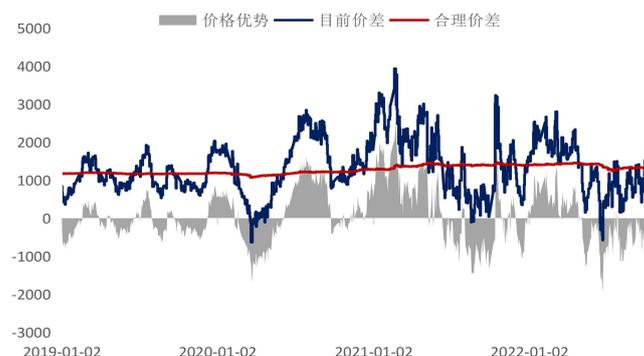
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 31：进口粗铜加工费（美元/吨）



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图 33：中国电解铜精废较差（元/吨）



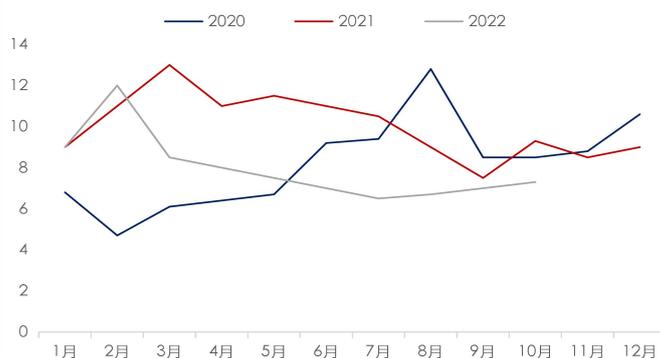
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 34: 中国粗铜产量 (万吨)



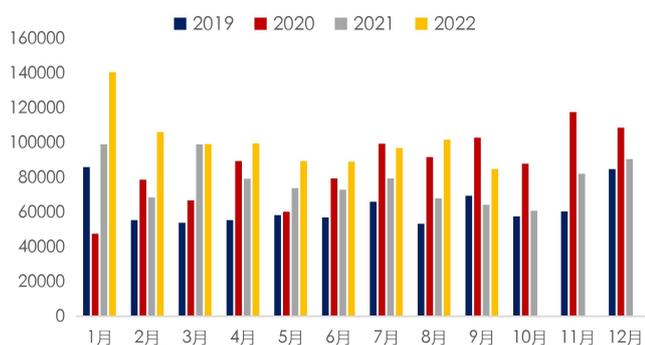
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 35: 中国废铜产粗铜产量 (万吨)



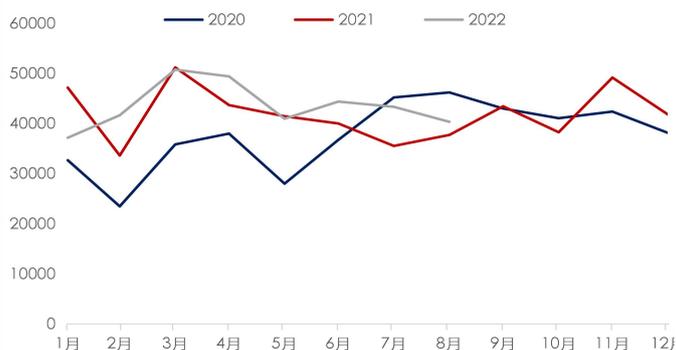
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 36: 中国阳极铜月度进口量 (吨)



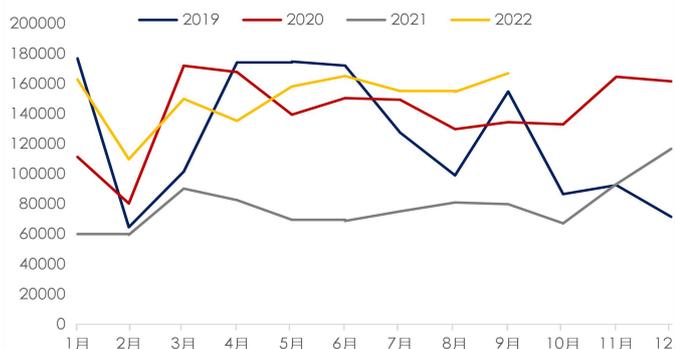
数据来源: 海关数据, 兴证期货研发部

图 37: 中国铜锭月度进口量 (吨)



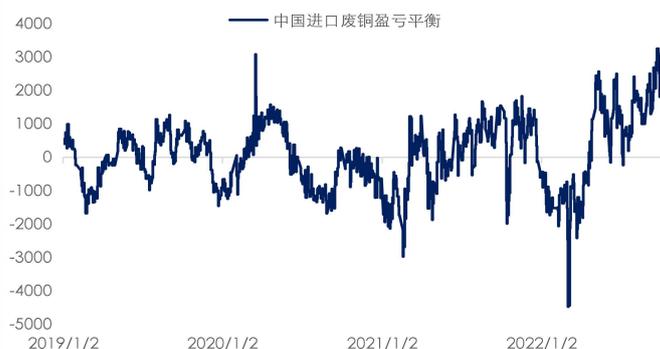
数据来源: 海关数据, 兴证期货研发部

图 38: 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 39: 中国进口废铜盈亏平衡 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.1.4 2023-2025 铜矿加速增产, 供需趋于过剩

后疫情时代, 全球铜精矿市场逐步由供需紧缺想紧平衡过度, 进入 2022 年全球铜精矿市场供需缺口继续呈现收窄态势。进入 2023, 全球铜精矿供需结构两级反转, 紧平衡转变为宽供应格局, 在未来两年的时间内, 供应端以 Grasberg、Kamoa-Kakula、QB2、驱龙铜矿以及 Quellaveco

为代表的矿山集中进行新投产和扩建项目，合计新投产带来的铜增量可达4万金属吨，扩建项目也将释放约82万吨铜产量，2023年全球铜矿的供应增速将达到峰值。不过进入2024年之后难有大型铜矿山投产，铜增量以原有矿山产量变化和扩建放量为主，而全球冶炼端将在2024-2025年的粗炼产能增速将加快，预计截至铜矿将重新转为紧平衡甚至紧缺。

表 3:2022-2025 全球铜矿新投扩建项目（万金属吨）

矿山	项目	地区	2022E	2023E	2024E	2025E
Kamoa-Kakulal	扩建	非洲	18	7	12	4
Grasberg	扩建	亚洲	13	6	5	4
Julong Copper	扩建	中国	11	4	0	0
Aktogay	扩建	亚洲	10	3	1	0
Spence	扩建	南美洲	6	1	1	1
Chuqui Radomiro Tomic	扩建	南美洲	0	3	-3	1
Timok	扩建	欧洲	5	1	-1	-3
Bor: VK	扩建	欧洲	5	3	-1	3
Chuquicamata	扩建	南美洲	0	5	4	3
Quebrada Blanca Phase 2	扩建	南美洲	4	16	5	2
Quellaveco	扩建	南美洲	4	15	8	6
Cerro Verde	扩建	南美洲	4	1	0	1
Cobre Panama	扩建	拉丁美洲	3	2	3	1
Mirador	扩建	南美洲	3	1	0	0
Udokan	扩建	俄罗斯	3	6	2	1
Boseto (Khoemacau)	扩建	非洲	2	2	2	1
Gogow Gleboki Przemyslowyl	扩建	欧洲	1	2	3	3
Salobo	扩建	南美洲	1	2	2	0
Carrapateena	新投产	大洋洲	1	1	0	2
Salvador(Rajo Inca Project)	扩建	南美洲	1	1	2	0
Serrote	扩建	南美洲	1	1	0	0
Pedra Branca (Carajás East)	新投产	拉丁美洲	0	0	1	0
Chernogorskoy	新投产	俄罗斯	0	0.5	0	0
Musonoi	新投产	非洲	0	1	0	0
T3 Project	新投产	非洲	0	1.5	0	0
合计			96	86	46	30

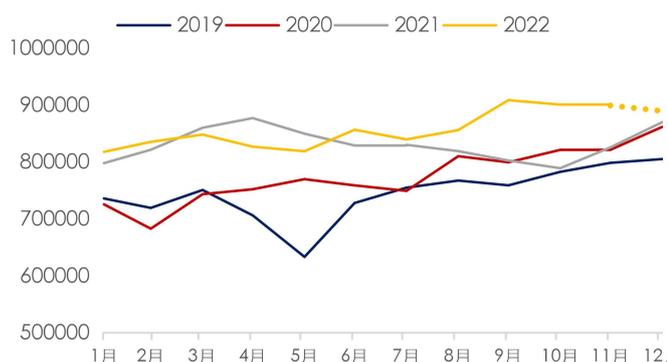
数据来源：公开资料，SMM，兴证期货研发部

3.2 中国精铜增速低于预期

3.2.1 国内精铜产量同比增长3%

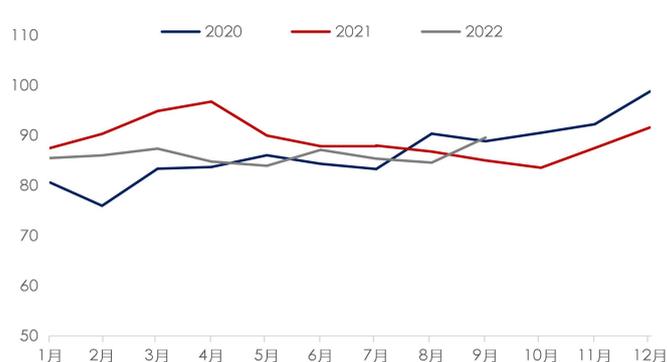
根据 SMM 数据，2022 年 1-11 月中国合计精炼铜产量为 941.21 万吨，同比增加了 3.36%，预计 2022 年全年产量为 1030 万吨，同比增速为 3.25%。整体上来说 2022 年全年国内精炼铜产量增速是略微低于预期的，根据 2021 年底 SMM 对国内各家铜冶炼厂 2022 年度产量目标的调研，彼时预估的 2022 年全年中国电解铜产量为 1045 万吨，同比增速接近 4.5%。

图 40：中国电解铜产量（吨）



数据来源：海关数据，兴证期货研发部

图 41：中国电解铜开工率（%）



数据来源：海关数据，兴证期货研发部

3.2.2 冶炼端干扰频发

如前文所说，2022 年中国电解铜产量的增速低于预期，这主要是全年冶炼的供应端扰动频发，从年初的冬奥环保限产，到 8 月极端高温限电，有原料紧张所带来的提产受阻，又有资金紧张逼迫的减停产。

根据 SMM 测算，2022 年前三季度国内冶炼端的干扰主要分为三类，检修影响超出预期，原料干扰和突发事件（如疫情、环保、硫酸胀库等等问题所导致的减产），分别导致的产量下滑量为 5.85 万吨，3.05 万吨和 4.67 万吨，合计为 13.57 万吨，合计干扰率为 1.3%。四季度随着新投产能的投产，但整体的增速依旧低于预期，预计 2022 年全年冶炼端的干扰率或 1.7%。

3.3 全球冶炼产能逐步扩张

2022 年全年随着铜矿供应大幅扩张，供应端整体呈现矿松而金属紧的状态。主要还是由于国内废铜供应紧张和全球粗炼产能不足的原因。不过进入 2023-2025 年，海外的粗炼产能进

入扩张周期，尤其是 2024 年将进入高峰期，新投产能接近 70 万吨，预计未来铜原料更多的以粗铜形式流入中国市场。

表 4:2023-2025 全球冶炼新投项目（万金属吨）

冶炼厂	2023E	2024E	2025E	2026E
Almalyk	12			
Bor	12			
PT Smelting	5			
Gresik		40		
Sumbawa		20		
Reco		8		
Adani			40	
Kansanshi			12	
Kamoa				30

数据来源：公开资料，SMM，兴证期货研发部

国内方面，根据 SMM 统计的 2022 年国内冶炼新增产能情况来看，四季度开始精炼铜新增产能将开始逐渐兑现。国内在建产能最大铜冶炼厂（40 万吨）弘盛铜业已经与 10 月下旬投产，预计至年底将逐渐达产，国内粗铜供应进一步走高。展望 2023 年，铜精矿等原料较为充裕，国内铜冶炼和精炼产能集中投放，预计届时国内精铜产量增速可能进一步提升。

表 5:2021-2022 中国粗炼新投扩建项目（万金属吨）

公司名称	新增产能	2021				2022			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
赤峰金剑	20	4.7	4	5	5	5	5	5	5
阳新弘盛	40	0	0	0	0	0	0	1.5	7
侯马冶炼厂	18	0	0	0	0	0	0	0	0
金冠铜业	8	0	0	0	0	0	0	1.5	2

数据来源：公开资料，SMM，兴证期货研发部

表 6:2021-2022 中国精炼炼新投扩建项目 (万金属吨)

公司名称	新增产能	2021				2022			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
赤峰金剑	10	4.7	5.1	5	5	5	5	5	5
紫金铜业 (本部)	10	8.22	8.17	8	8	8	8	8	8
阳新弘盛	40	0	0	0	0	0	0	3	7.5
江铜宏源铜业	10	0.5	2	2	2	2	2	2	2
侯马冶炼厂	18	0	0	0	0	0	0	0	0
江西循	12	0	0	0	0.2	0.5	1	1	1
金冠铜业	8	0	0	0	0	0	0	1.5	2
金川集团 (本部)	10	0	0	0	0	0	0	0	1.5
江铜富冶和鼎	12	0	0	0	0	0	0	2	3
赤峰金剑	5	0	0	0	0	0.3	1.2	1.2	1.2
上饶和丰环保	10	0	0	0	0	0	0	0.7	2.5

数据来源：公开资料，SMM，兴证期货研发部

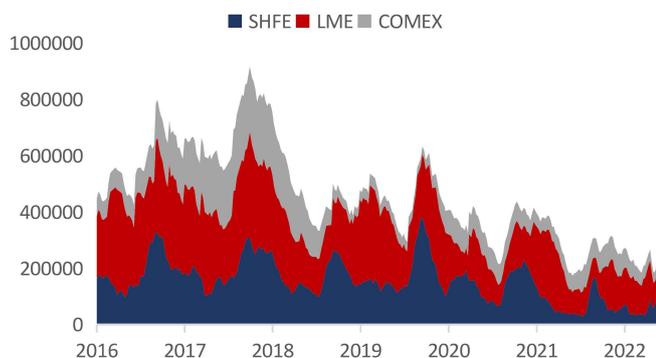
4. 库存篇

4.1 全球显性库存历史低位

2022 年全球国内外铜库存都呈现去库的趋势，进入三季度三大交易所的铜库存更是回到去年同期的水平，处在一个历史的低位。截止 11 月底，SHFE 铜库存为 70249 吨，LME 铜库存为 90750 吨，COMEX 铜库存为 37596 吨，合计为 158595 吨，较 2022 年初增加了 10599 吨，较去年同期增加 13929 吨，较今年的最高点下降了 116892 吨。

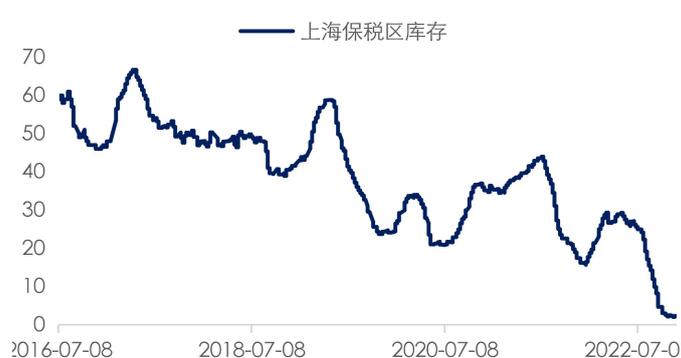
除了三大交易所之外，中国的保税区库存在 2022 年同样经历的大幅的去库。根据 SMM 数据，截止 11 月底，上海保税区电解铜库存为 2.3 万吨，较 2022 年初下降了 15.45 万吨，较去年同期下降了 15.13 万吨，较今年的最高点下降了 26.98 万吨。

图 42：全球精炼铜显性库存 (吨)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 43：中国保税区电解铜库存 (万吨)

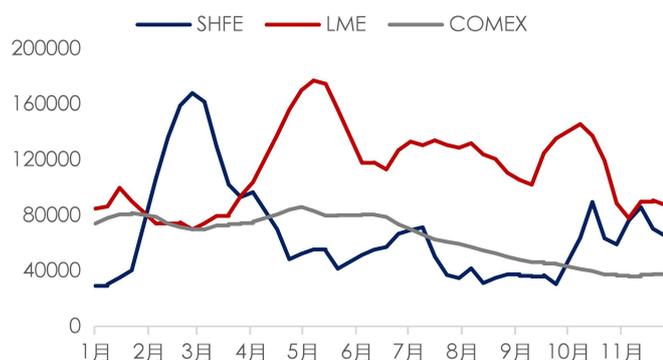


数据来源：SMM，兴证期货研发部

4.2 国内外库存出现分化

2022 年国内外库存的走势出现了一定的分化，在 2-3 季度国内电解铜库存经历了连续的去库，进入 4 季度也先行开始了累库，而海外 LME 铜库存的库存存走势则相对的滞后于国内。国内的 2 至 3 季度的加速去库主要由于国内供需之间存在错配。国内冶炼厂在 3-5 月积极出口，导致了库存的快速下滑，而需求在 2 季度末开始恢复，但供应则由于冶炼端的干扰率较大导致了产量回升不及预期。内强外弱之下进口窗口打开推动海外和保税库存流入国内，也导致内外库存的分化。

图 44：2022 年三大交易所精炼铜库存（吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 45：国内精炼铜社会库存（吨）



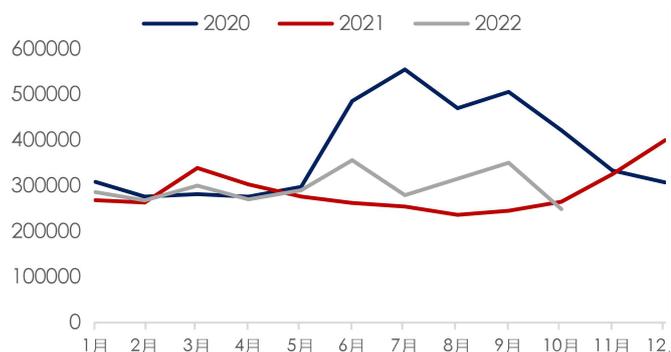
数据来源：SMM，兴证期货研发部

4.3 内强外弱格局或延续

从贸易升水和内外比价的角度来看，今年 2 季度国内因为疫情防控，海外铜价因为俄乌问题加速上行，铜比价呈现外强内弱，国内冶炼厂积极出口，导致进口铜升水快速走低至接近 0 值，但进入二季度随着国内外供需格局转变，进口窗口能在 6-10 月大部分时间打开，进口买盘驱动洋山港铜溢价大幅上涨，一度冲高至 150 美元以上，创出近 10 年高点。这个前文所述的海外库存走势滞后于国内库存不谋而合。根据海关数据，2022 年 1-10 月份精铜进口 299 万吨，同比增长 10%，印证了 6-10 月中国进口强劲的增长。

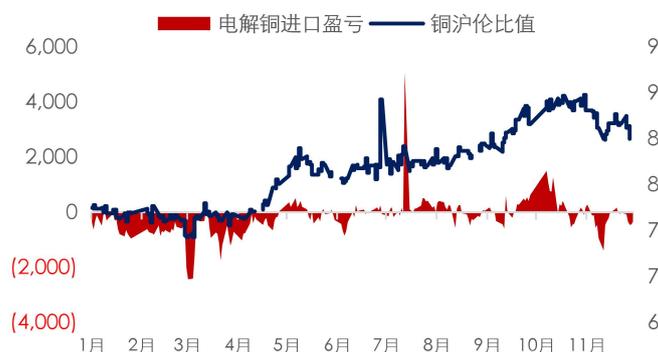
展望 2023 年，海外处在后通胀加息周期，需求按衰退的预期较强，而国内则处在疫情解封，经济全面开饭的新周期，因此预计 2023 年可能延续当前内强外弱的局面。

图 46: 中国精炼铜进口量 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 47: 2022 年中国电解铜进口盈亏 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

5. 需求篇

5.1 海外需求边际减弱

5.1.1 美国房地产加剧衰退

2022 年随着美联储快速加息抗通胀, 在货币紧缩背景下, 今年美国房地产数据全面回落, 房地产或已进入周期下行阶段。

2022 年的利率飙升导致购房需求快速降温, 住宅投资对于美国经济拖累也在加深。飙升的抵押贷款利率阻碍了潜在买家, 此前性价比较高的购房者迁出的主要城市房价的同比增速大幅放缓也反映了当前置换房屋的需求较弱。

从美国新屋销售和成屋销售数据来看, 美国房地产景气度随随着美联储快速加息而持续走弱。2022 年 10 月美国成屋销售年化 443 万套, 环比下降 6%, 连续 9 个月下降, 较去年底下降 27.3%。9 月美国新屋销售年化 60.3 万套, 环比下降 11%, 较去年底下降 30.8%。虽然房屋供给仍处于历史较低位, 但购房需求惨淡导致房价急转直下, 同时销售骤降也导致开工规模快速下滑。

图 48: 美国销售数据 (百万美元)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 49: 美国房屋购买力指数



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

5.1.2 欧美耐用品需求下滑

欧美经济整体依旧处在通胀加息后周期, 市场对于 2023 年上半年经济究竟是软着陆还是硬着陆尚存分歧, 但共识是经济衰退在所难免。欧洲市场不仅受到货币政策收紧影响, 而且还受到地缘战争的直接与间接冲击, 市场对欧洲步入衰退的担忧显然高于其他地区。

在 2020 年以来的疫情周期, 海外积极的货币扩张政策, 导致了欧美地区的耐用品消费在 2020-2021 年不跌反增, 这从国内出口数据和海外的制造业数据中都可以看出。不过进入 2022 年以来, 尤其是在欧洲的能源危机爆发之后, 海外耐用品消费明显出现了后继乏力的迹象, 而前文所说的美国房地产衰退, 以及美国耐用品库存已行至高位补库周期基本结束, 都导致美国批发商对耐用品进口的意愿大幅回落, 预计 2023 年耐用品消费对铜需求支撑也将逐步减弱。

图 50: 美国耐用品订单数据 (百万美元)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 51: 美国耐用品总库存量 (百万美元)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 52: 欧洲信心指数 (%)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 53: 欧洲零售指数 (%)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

5.1.3 中国出口增速放缓

随着海外尤其是欧美等主要消费国需求下滑, 2022 年下半年中国的出口数据也呈现下滑的趋势。最新的中国 11 月出口 (按美元计, 下同) 同比下降 8.7%, 预期下降 1.5%, 前值下降 0.3%。11 月出口同比降幅较上月进一步扩大且远超市场预期, 出口金额同比增速创 2020 年 2 月以来新低, 虽有基数上升的原因, 但环比-0.8%, 为 2008 年以来历年同期最低。

从出口国来看, 美欧日等传统消费出口增速分别为为-25.4%、-10.6%和-5.6%, 相比前几个月降幅扩大。仅有对东盟的出口增速保持的正增长, 为 5.2%, 但较此前也有大幅的下滑。四季度美日制造业 PMI 在疫情后首次回落至荣枯线以下, 欧元区制造业 PMI 维持低位。同时海外库存增速仍处高位, 未来去库阶段外需可能持续承压, 外需走弱的趋势依然显现。

分品类来看, 机电产品、高新技术产品、劳动密集型产品的出口增速均持续回落。1-11 月我国机电产品累计出口额为 18,795.10 亿美元, 同比增长 5.6%, 前值 7.6%。机电产品出口额累计同比增速持续回落, 因为机电产品出口额占总出口额的比例高达 57%, 所以拖累了总出口额增速。

从中长期来看, 展望明年欧美加息和衰退预期不断升温, 我国出口端的增速或将继续回落, 市场对明年出口同比中枢下行基本形成一致预期。

图 54: 美国耐用品订单数据 (百万美元)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 55: 美国耐用品总库存量 (百万美元)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 56: 欧洲信心指数 (%)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 57: 欧洲零售指数 (%)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

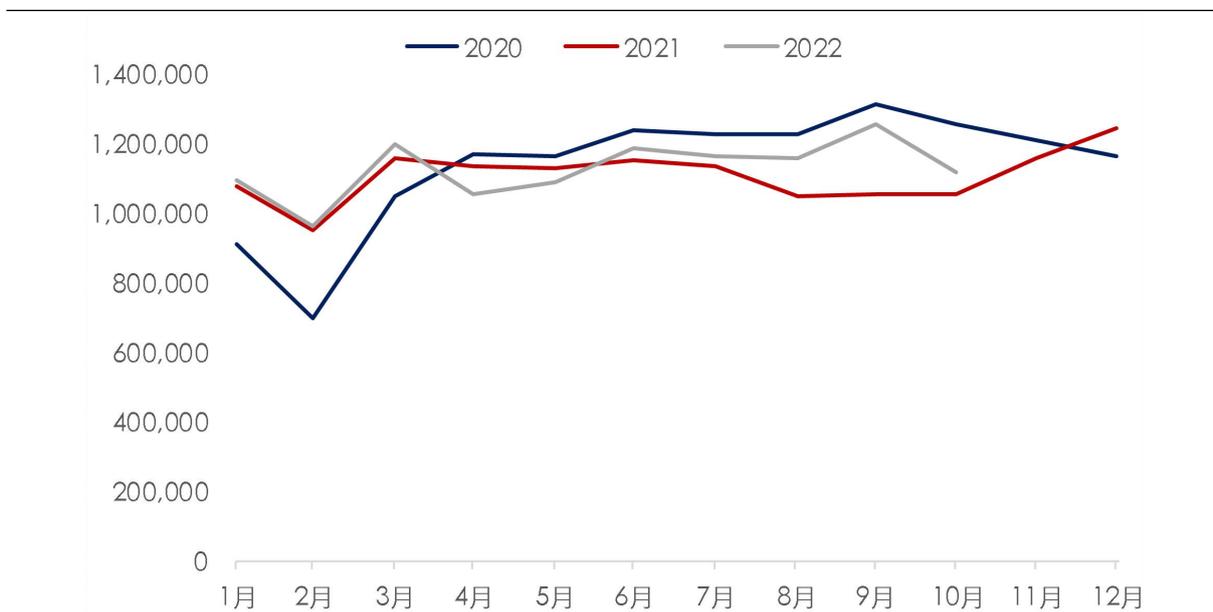
5.2 中国铜消费维持景气

5.2.1 精铜表观消费维持高增长

2022 年国内疫情干扰频繁，房地产需求大幅下滑，市场对于金属需求普遍悲观，但实际的国内精炼铜表观消费依旧。根据 SMM 数据，2022 年 1-10 月国内精铜表观消费量达到 1128 万吨，同比增长 4.8%。

尽管上半年在疫情的影响下多地封控导致经济停摆，但随着 6 月上海解封，制造业和工程业全面复工复产。6-8 月国内地方债加速投放和 9 三大政策行 6000 多亿的基础设施基金的投放积极撬动社会配套融资，国内基建工程类项目的资金充裕。三季度末全国各地开展的保交楼行动也带动了一部分铜金属需求。

图 58：中国电解铜表观消费量（吨）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

5.2.2 终端需求新旧动能转化

表 7：2021-2026 全球光伏新铜消费量（万金属吨）

		2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
光伏	China	24	29	34	41	47	52
	Ex-China	52	61	82	88	95	99
风电	China	37	41	45	49	54	58
	Ex-China	25	25	24	24	23	22
新能源	China	28	56	74	88	104	117
	Ex-China	23	31	41	54	72	90
合计	China	89	127	153	178	205	226
	Ex-China	100	117	147	166	189	211
光风新铜消费量		188	244	299	344	395	437
全球铜消费量		2415	2421	2485	2567	2635	2700
光风新耗铜占比(R)		8%	10%	12%	13%	15%	16%

数据来源：公开资料，SMM，兴证期货研发部

2022 年国内铜消费依旧维持强劲的增长，除了国内稳增长政策的支持之外，需求端新旧动能的转化是最重要的因素，事实上不仅是国内，全球视角之下，泛新能源领域铜消费的高速增长弥补了传统地产领域需求的下滑。根据 SMM 测算，在 2021-2025 年间，泛新能源对全球铜消费的贡献比例将由 8%左右攀升至 15%以上；2025-2030 年间，新能源耗铜比例将进一步抬升。聚焦 2022 年，全球泛新能源耗铜占比约 1%，同比增长 20%，其中有 2/3 归因于光伏和风电板

块的发展。

5.2.3 泛地产消费依旧低迷

2022 年国内地产整体呈现供需双弱、需求更弱的特点，最近似的是 2014 年，但需求更弱。2022 年 1-10 月房地产新开工面积累计 103721 万平方米，同比减少 38%；1-10 月房地产竣工面积累计值为 46564 万平方米，同比减少 19%，至 10 月份，房地产竣工已低于去年同期和 2019 年同期水平。不仅如此，在政策持续放松后市场尚未明显改善，本轮房地产市场的下行幅度已经超过 2008 年、2011 年和 2014 年，市场的信用风险仍未出清

展望 2023 年，预计明年房地产投资增速仍将继续下滑，如果施工强度无法显著提升，2023 年的房地产投资可能并不会出现企稳或者降幅收窄。而如果全国各地政府“保交楼”推进顺利，房企加快复工复产、有效提升施工强度，则竣工端则值得期待，投资额的降幅可能会有收窄。

图 59：中国房地产开发投资累计值（亿元）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 61：中国房屋竣工面积（万平方米）



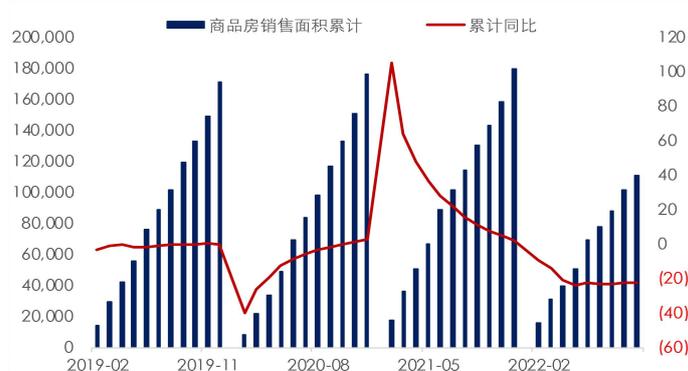
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 60：中国房屋新开工面积（万平方米）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 62：中国商品房销售面积（万平方米）

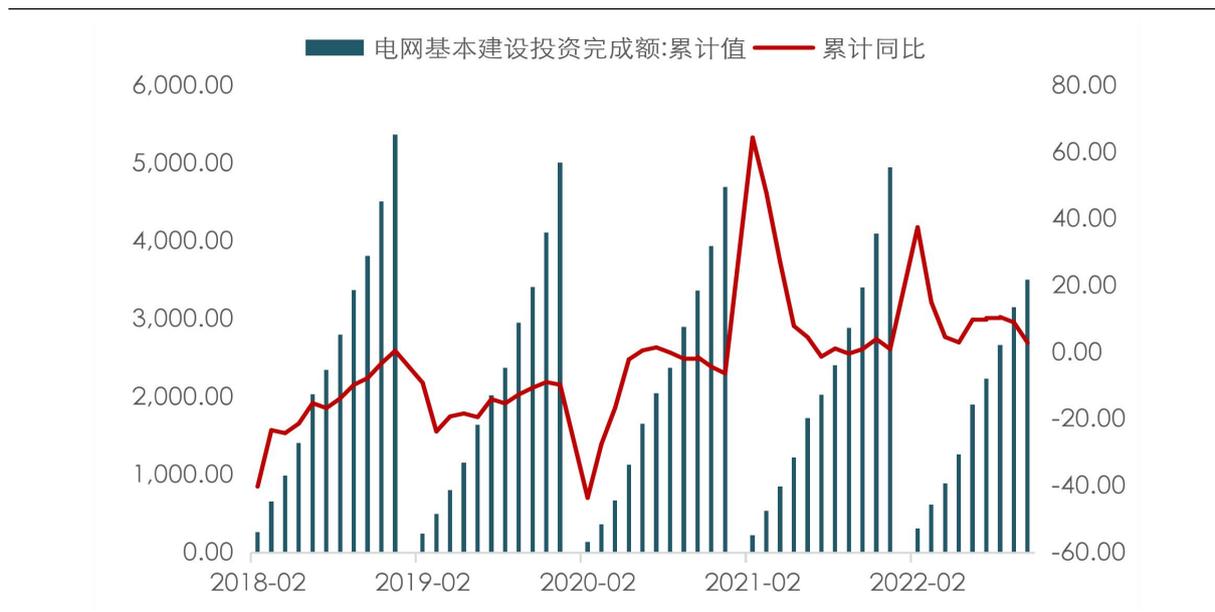


数据来源：WIND，兴证期货研发部

5.2.4 中国电力投资增速亮眼

2022 年中国国家电网预算目标是 5012 亿元，较去年增长 282 亿元，凸显出在国内经济增长放缓背景下，电网这块积极稳增长的意图。2022 年 1-10 月电网累计投资额 3511 亿元，同比增长 3.0%，四季度国内电网投资的增速明显放缓。在 2021-2025 年十四五期间，国家电网计划投入约 2.23 万亿元推进电网转型升级，南方电网将规划投资约 6700 亿元，总投资预计近 3 万亿元。投资额高于十三五期间全国电网总投资 2.57 万亿元、十二五期间 2 万亿元，中长期来看这部分铜需求的基本盘依旧稳定。

图 63：中国电网投资完成额（亿元）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

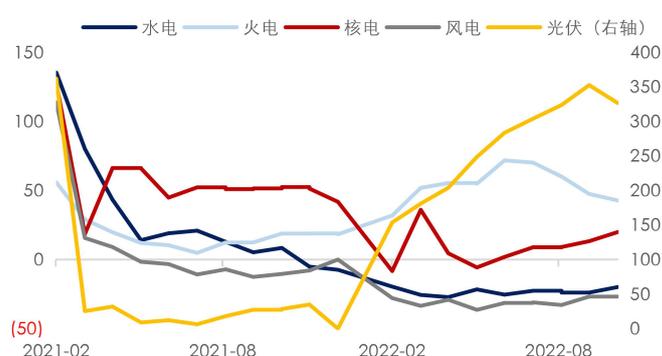
相比于电网投资，2022 年电源投资尤其是光伏新能源的投资增速亮眼，2022 年 1-10 月电源投资 4607 亿元，同比增长 27%，其中核电、光伏、火电、水电投资额分别增长 19.9%、326.7%、42.8%和下降 19.9%，风电投资额下降 26.7%。电源投资在 2017 年止跌后逐步回升，并且在电力投资中的占比逐年攀升。最为突出的光伏，十三五期间年均新增装机容量约为 40GW。为实现到 2030 年，中国非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%左右的目标。十四五期间，我国光伏年均新增光伏装机或将超过 75GW。电源这块的投资前景较为乐观。不过考虑到电源投资耗铜量低于电网，这部分增量对铜供应短期可能有限。

图 64: 中国电源投资 (亿元)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 65: 中国分类型电源投资累计同比 (%)

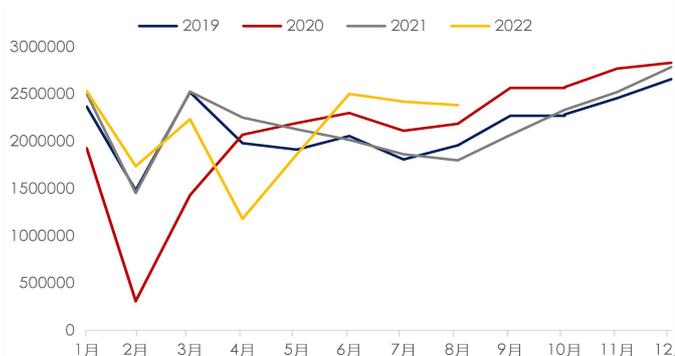


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

5.2.5 汽车景气稳中有增

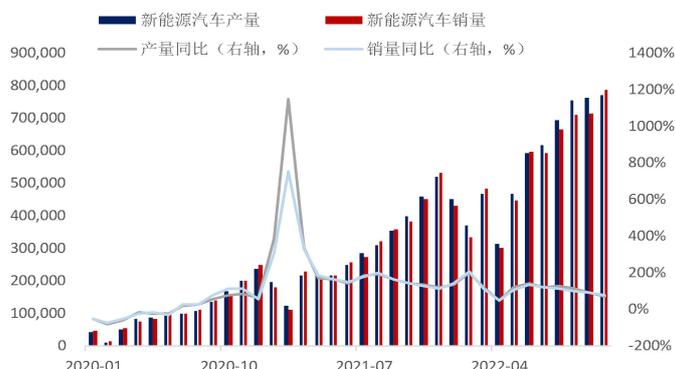
2022 年汽车尤其是新能源汽车是铜金属需求的一个重要支撑。根据中汽协数据, 2022 年 1-11 月, 中国汽车产销量分别完成 2462.8 万辆和 2430.2 万辆, 同比分别增长 6.1%和 3.3%, 其中乘用车产销分别完成 2170.2 万辆和 2129.2 万辆, 同比分别增长 14.7%和 11.5%, 新能源汽车产销分别完成 625.3 万辆和 606.7 万辆, 同比均增长 1 倍, 市场占有率达到 25%。5 月 31 日, 财政部、税务总局发布公告明确, 对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格(不含增值税)不超过 30 万元的 2.0 升, 及以下排量乘用车, 减半征收车辆购置税。11 月工信部发文进一步扩大汽车消费, 强调平稳过渡, 进一步扩大汽车消费, 落实好 2.0 升及以下排量乘用车阶段性减半征收购置税。展望 2023 年, 结合过去几轮乘用车刺激政策的逐步退坡, 预计明年乘用车政策仍有望接力, 实现平稳过, 明年汽车销量可能会进一步小幅增长, 新能源汽车继续维持偏高增长, 2023 年汽车板块仍是铜消费增长的主要拉动点。

图 66: 中国汽车月度销量 (辆)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 67: 中国新能源车产销量 (辆)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

6. 精炼铜供需平衡

2022 全球铜供需平和处在矿松锭紧，区域过剩的状态当中。全球铜矿扩张的增速超 3.5%。不过受限于粗炼冷料的紧张和疫情限电等干扰，2022 年国内精铜产量的增速仅为 3.25%，低于此前预期的 4%。2022 年全球铜消费增长趋缓，尤其进入下半年国内需求开始分化，内强外弱的格局不断强化，国内财政扩张基建投资大增，对全球铜消费拉动贡献很大。

展望 2023 年，预计铜矿依旧处在产能扩张的高峰，预计增速依旧将超过 4%；精铜冶炼新增产能回落到 50 万吨，如果全球粗炼和废铜供应紧张能够缓解，今年投产的产能在 2023 年初步兑现，预计明年国内精铜产量增速接近 5%。需求端，预计 2023 年整体呈现内强外弱的格局。欧美经济体抗通胀紧缩周期之下，将逐步走弱，我国出口端的增速或将继续回落。国内在四季度全面解封的情况下，在不出现大疫情风险情况，预计将进一步处于弱复苏的阶段。新能源汽车和电力投资依旧将是铜消费增长主要拉动点。预计 2023 年中国铜需求增速或接近 3%。

表 8：全球&中国精铜供需平衡（万吨）

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
中国	产量	930	995	1035	1085	1115
	进口量	452	344	365	370	350
	出口量	21	27	26	30	35
	精铜供应量	1361	1312	1374	1425	1430
	精铜消费量	1400	1350	1370	1400	1440
	供需平衡	-39	-38	4	25	-10
全球	精铜供应量	2400	2440	2530	2605	2655
	精铜消费量	2430	2475	2520	2555	2630
	供需平衡	-30	-35	10	50	25

数据来源：SMM，IGSG，兴证期货研发部

7. 风险提示

1. 疫情变化超预期；
2. 美联储货币政策提前转向；
3. 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。