

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

1月铜价冲高回落，春节前创下本轮反弹的新高。沪铜主力合约最高一度反弹至71500元/吨。1月宏观因素基本主导铜价，美国四季度实际GDP录得年化环比增长2.9%，创下2021年四季度以来新高，高于预期。美国其他经济数据喜忧参半，虽然1月Markit服务业与制造业PMI初值仍处于荣枯线之下，但是跟前值相比均有所改善，市场预期美联储加息进一步放缓。节后随着预期落地，国内需求季节弱势导致的大幅累库带动铜价回落。截止1月底沪铜主力合约收盘于69240元/吨，月涨幅4.50%，伦铜电3月合约收盘于9279元/吨，月涨幅10.81%。

### ● 后市展望及策略建议

#### 宏观层面：

2022年四季度美国核心通胀拐点大体已经出现，美美国12月CPI环比转跌，2月美联储如期继续放缓加息至25个基点，市场开始调低对终端利率的预期，联邦基金利率期货显示，美联储将在4.75-5.00%的利率区间结束本轮加息周期，本轮美联储加息接近尾声。国内方面，1月份国统局制造业PMI为50.1%，比上月上升3.1个百分点，升至临界点以上，制造业景气水平明显回升。非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为54.4%和52.9%，高于上月12.8和10.3个百分点，三大指数均升至扩张区间。随着疫情影响结束，1月制造业PMI的好转预示着春季开工旺季可期。

#### 基本面：

供应端，2022年四季度以来海外铜矿干扰率有所上升，不过整

体铜矿过剩的格局并没改变，2023 年仍旧是铜矿产能高速扩张的一年。此外，进入 2023 年国内精炼产能预计将逐步释放，逐步兑现 2022 年四季度不及预期的增速。

需求端，今年疫情解封春节期间人员流动较前两年大幅增加，节后存在外地员工到港延后的风险，预计节后下游实际复工可能要到元宵以后。不过由于节前下游的提前放假，以及国内外宏观情绪良好，市场普遍对节后的需求较为乐观。预计今年春节节后累库幅度预计较 2022 年有所上升，但低于 2020 年水平，整个春季周期合计累库量预计 20-23 万吨左右。

整体来看，2023 年春节前，投资者对国内经济复苏的预期非常正面，对美联储加息放缓的预期刺激下铜价大幅上行。进入 2 月随着预期落地，铜价或将回归基本面，随着供应端兑现产能，库存累库超预期，铜价或短期见顶。

● **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

<b>1. 行情回顾</b> .....	<b>1</b>
<b>2. 宏观篇</b> .....	<b>1</b>
2.1 美国通胀见顶回落.....	1
2.2 美国经济温和下行.....	2
2.3 欧美分化加息进入尾声.....	3
2.4 国内经济景气修复.....	4
<b>3. 供给篇</b> .....	<b>5</b>
3.1 铜矿供应端继续增加.....	5
3.1.1 南美铜矿干扰延续.....	5
3.1.2 国内铜矿供需延续宽松.....	6
3.2 粗废供需边际好转.....	8
3.2.1 国内粗废供增需减.....	8
3.2.1 进口粗废同环比减少.....	9
3.3 精铜供应稳中有升.....	10
3.3.1 四季度精炼开工下滑.....	10
3.3.2 冶炼产能将逐步释放.....	11
3.3.3 进口盈利窗口关闭.....	12
<b>4. 库存篇</b> .....	<b>13</b>
4.1 海外显性库存延续去库.....	13
4.2 国内春节累库或超预期.....	13
<b>5. 需求篇</b> .....	<b>14</b>
5.1 海外需求略好于预期.....	14
5.2 中国需求维持景气.....	16
5.2.1 电网托底铜消费.....	16
5.2.2 光伏扩产延续高景气.....	16
5.2.3 国内地产竣工或修复.....	17
5.2.5 基建项目密集开工.....	18
5.2.4 全球新能源维持高景气.....	18
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>19</b>

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 CPI 当月同比 (%)	2
图 4: 美国 CPI 分项当月同比 (%)	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 ISM 制造业 PMI 细分指数 (%)	3
图 8: 美国 ISM 制造业 PMI 指数 (%)	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 (%)	4
图 12: 欧洲 10 年期国债收益率	4
图 13: 中国 PMI 指数 (%)	4
图 14: 中国制造业 PMI 细分指数 (%)	4
图 15: ICSG 全球铜精矿产量 (千吨)	5
图 16: ICSG 全球铜精矿年化产能 (千吨)	5
图 17: 智利铜精矿产量 (千吨)	6
图 18: 秘鲁铜精矿产量 (千吨)	6
图 19: 国统局国产铜精矿产量 (金属吨)	7
图 20: 中国铜精矿进口量 (千吨)	7
图 21: SMM 进口铜精矿加工费 (元/吨)	7
图 22: 中国进口铜精矿季度 Benchmark (美元/吨)	7
图 23: 国内粗铜加工费 (元/吨)	8
图 24: 进口粗铜加工费 (美元/吨)	8
图 25: 中国废铜产量 (万吨)	9
图 26: 中国电解铜精废较差 (元/吨)	9
图 27: 中国粗铜产量 (万吨)	9
图 28: 中国废铜产粗铜产量 (万吨)	9
图 29: 中国阳极铜月度进口量 (吨)	10
图 30: 中国废铜锭月度进口量 (吨)	10
图 31: 中国废铜月度进口量 (吨)	10
图 32: 中国进口废铜盈亏平衡 (元/吨)	10
图 33: 中国电解铜产量 (吨)	11
图 34: 中国电解铜精炼开工率 (%)	11
图 35: 中国电解铜精炼产能及开工率 (万吨)	11
图 36: 中国电解铜进口量 (吨)	12
图 37: 中国电解铜进口盈亏 (元/吨)	12

图 38: 全球电解铜显性库存 (吨)	13
图 39: LME 电解铜库存 (吨)	13
图 40: COMEX 电解铜库存 (吨)	13
图 41: SHFE 电解铜库存 (吨)	13
图 42: SMM 电解铜社会库存 (万吨)	14
图 43: 上海保税区电解铜库存 (万吨)	14
图 44: 美国耐用品新增订单 (百万美元)	15
图 45: 美国耐用品总库存量 (百万美元)	15
图 46: 美国成屋销售数据 (百万美元)	15
图 47: 美国房屋购买力指数	15
图 48: 电网工程投资完成额 (亿元)	16
图 49: 发电设备容量累计 (万千瓦)	16
图 50: 中国电源投资 (亿元)	17
图 51: 中国分类型电源投资累计同比 (%)	17
图 52: 中国房屋新开工面积 (万平方米)	17
图 53: 中国房屋竣工面积 (万平方米)	17
图 54: 中国商品房销售面积 (万平方米)	18
图 55: 土地购置面积累计 (万平方米)	18
图 56: 社会融资规模: 政府债券 (亿元)	18
图 57: 中国固定资产投资累计同比 (%)	18
图 58: 中国汽车月度销量 (辆)	19
图 59: 中国新能源车销量 (辆)	19

### 表目录

表 1: 全球矿山产量情况	6
表 2: 中国精炼新扩建项目产能投产情况	12
表 3: 国内春节周期电解铜累库情况	14

## 1. 行情回顾

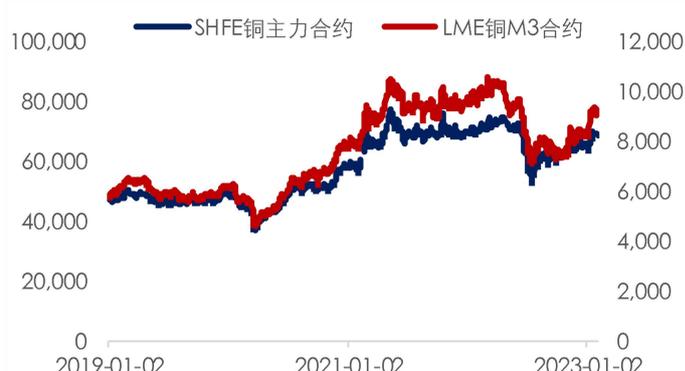
1月铜价冲高回落，春节前创下本轮反弹的新高。沪铜主力合约最高一度反弹至71500元/吨。1月宏观因素基本主导铜价，美国四季度实际GDP录得年化环比增长2.9%，创下2021年四季度以来新高，高于预期。美国其他经济数据喜忧参半，虽然1月Markit服务业与制造业PMI初值仍处于荣枯线之下，但是跟前值相比均有所改善，市场预期美联储加息进一步放缓。节后随着预期落地，国内需求季节弱勢导致的大幅累库带动铜价回落。截止1月底沪铜主力合约收盘于69240元/吨，月涨幅4.50%，伦铜电3月合约收盘于9279元/吨，月涨幅10.81%。

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

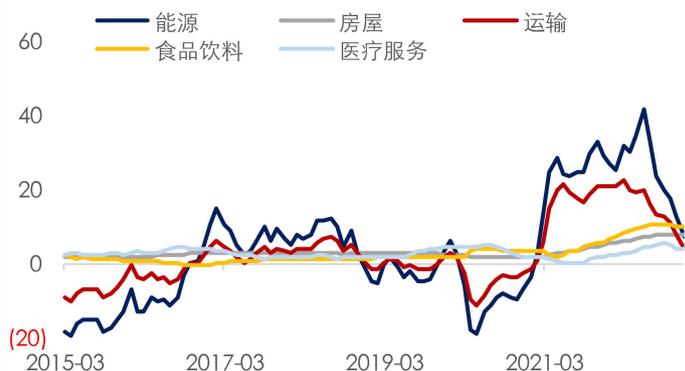
## 2. 宏观篇

### 2.1 美国通胀见顶回落

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。截止2022年12月，美国消费者价格指数(CPI)环比下降0.1%，同比上涨6.5%。能源价格的显著下降，成为美国去年末物价走低的主要原因。

图 3: 美国 CPI 当月同比 (%)

图 4: 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

## 2.2 美国经济温和下行

2022 年以来, 随着美联储逐步收紧货币政策, 美国经济增速放缓的趋势已成为市场共识。美国 12 月零售消费环比下降 1.1%, 低于彭博一致预期的-0.9%, 加油站以及耐用品包括家具、汽车、电子产品等环比走弱, 反映美国地产周期下行以及联储累计加息的影响。受订单和工厂产量进一步回落的推动, 美国 1 月 ISM 制造业 PMI 进一步下滑至 47.4, 跌至 2020 年 5 月以来的最低水平。ISM 制造业报告显示众多行业需求疲软。这将被视为美国经济放缓的另一个迹象。

不过美国经济实际衰退的路径和预期差则成为市场博弈的重点。美国四季度实际 GDP 环比折年率初值为 2.9%, 好于市场预期。2022 年全年, 美国实际 GDP 增速为 2.1%, 较去年下降 3.8%。经济数据显示, 美国经济仍有韧性, 经济衰退的速度慢于市场预期。得益于就业强劲、通胀降温, 居民消费的下行速度温和, 对美国经济形成支撑。展望未来, 美国货币政策的边际变化将减小, 对于经济衰退逻辑的分歧或将成为市场波动性的主导因素。

图 5: 美国 GDP 实际增长率 (%)

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

数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 7: 美国 ISM 制造业 PMI 细分指数 (%)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 8: 美国 ISM 制造业 PMI 指数 (%)



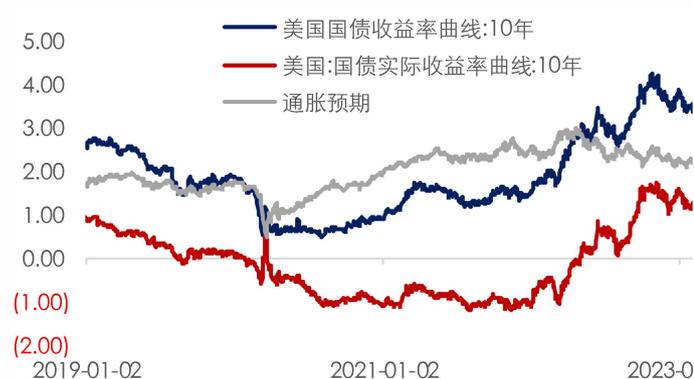
数据来源: iFind, 兴证期货研发部

### 2.3 欧美分化加息进入尾声

随着 2022 年四季度美国核心通胀拐点大体出现, 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。

与之相反, 欧洲加息之路似乎尚未看到重点。12 月英格兰银行宣布将基准利率从 3% 上调至 3.5%, 这也是其去年 12 月以来的连续第九次加息。欧洲央行宣布将欧元区三大关键利率均上调 50 个基点, 并承诺继续大幅加息, 紧缩立场表现得尤其坚决。今天欧洲央行将公布利率决议, 加息 50 个基点似乎已成定局。欧洲坚持紧缩立场, 一则是无论英国还是欧元区, 在多次加息之后通胀水平依然过高; 二则是近期欧洲经济衰退的趋势略有缓和, 尽管衰退阴霾未去, 但是给欧洲央行政策调整提供了时间和空间, 此时的进一步收紧也是在把握难得的窗口期。

图 9: 美债收益率及通胀预期 (%)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 10: 美元指数 & LME 铜价



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 11: 欧元区 CPI (%)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 12: 欧洲 10 年期国债收益率



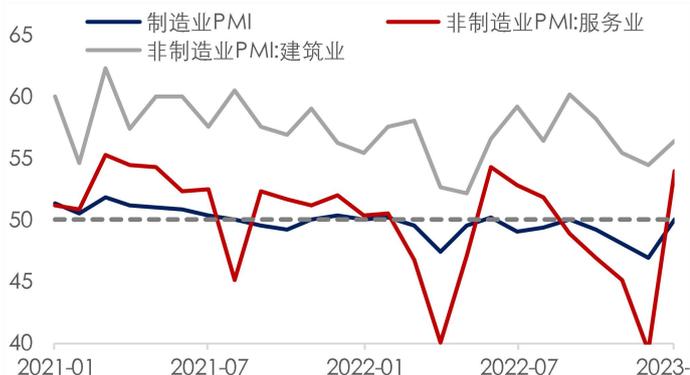
数据来源: iFind, 兴证期货研发部

## 2.4 国内经济景气修复

2023 年 1 月中国制造业 PMI 重新回到扩张区间, 录得 50.1%, 较 12 月修复了 3.1 个百分点。其中, 生产端和需求端明显回暖, 制造业市场需求的修复力度要好于生产, 新订单回暖是制造业景气度修复的主要贡献, 这是因为春节效应对生产 PMI 指数有负向影响, 在春节假日期间企业的生产活动减少, 但是居民对消费品的需求增加。

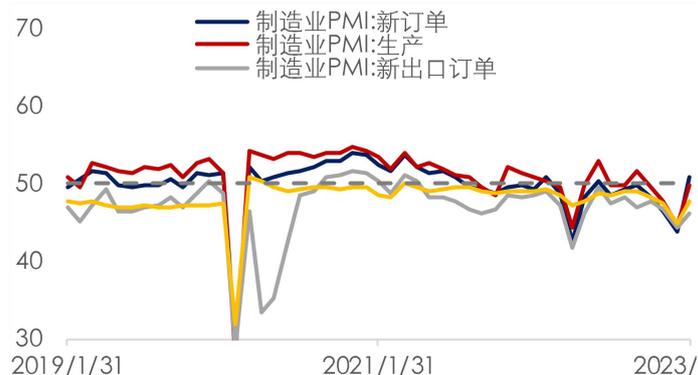
1 月非制造业商务活动指数为 54.4%, 比 12 月上升 12.8 个百分点。非制造业景气水平触底回升, 能再回扩张区间主要是疫情防控措施优化和春节消费需求抬升带动服务业明显修复, 这轮疫情对服务业的影响或已接近尾声。

图 13: 中国 PMI 指数 (%)



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

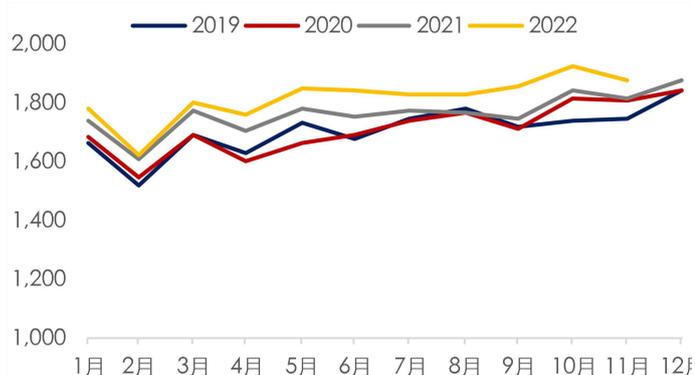
### 3. 供给篇

#### 3.1 铜矿供应端继续增加

##### 3.1.1 南美铜矿干扰延续

根据 ICSG 数据，2022 年 1-11 月全球矿山产量 1994.2 万吨，同比增 3.48%。2022 年铜矿产量增速维持高位，但实际上低于 2021 年底的市场预期。主要原因在于尽管有刚果金、印尼、塞尔维亚及中国等地区铜矿产量增长，但是南美铜矿产量却表现低迷，这在一定程度上限制全球铜矿产量增长。2022 年南美地区矿端干扰较多，一方面受到疫情和矿业政策的影响，另一方面智利受拉尼娜天气影响，天气极端干旱，这对矿产量构成较大负面影响。

图 15: ICSG 全球铜精矿产量 (千吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

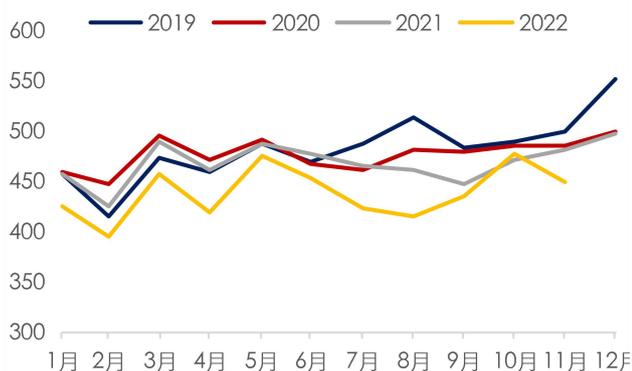
图 16: ICSG 全球铜精矿年化产能 (千吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

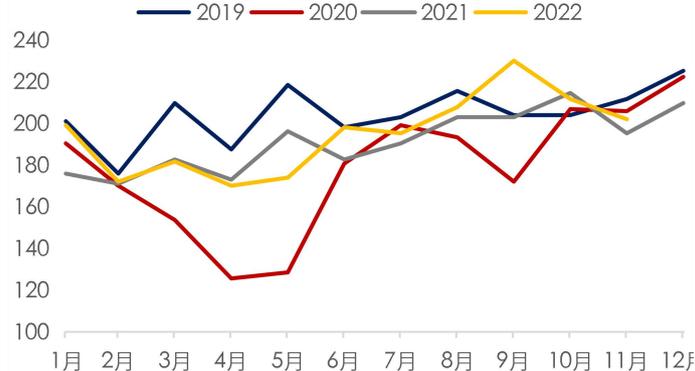
进入 4 季度，秘鲁铜矿产量也由于罢工和政治社会环境恶化环比出现下滑。截止 2023 年一月，秘鲁政治抗议示威波及 Glencore 的 Antapaccay 铜矿，抗议者烧毁 Antapaccay 铜矿的自来水厂，破坏工人宿舍，并烧毁运矿道路的两辆卡车，目前 Antapaccay 只保留部分工作人员以维持矿山的基本运转，另外攻击 Antapaccay 的抗议群众声称要接管并控制 Las Bambas 铜矿，Las Bambas 铜矿为保护工人不受伤害开始降低工作效率，据 SMM 了解，目前 Las Bambas 铜矿生产能够维持正常，问题出在物流发运端，中国部分炼厂为寻求 Las Bambas 铜矿的替代品转而催促其他矿山的铜精矿产品发货。

图 17: 智利铜精矿产量 (千吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 18: 秘鲁铜精矿产量 (千吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

表 1: 全球矿山产量情况

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%

数据来源: 公开资料, SMM, 兴证期货研发部

### 3.1.2 国内铜矿供需延续宽松

2022 年全年国内铜矿供应维持高增速。国产方面, 根据国统计局数据, 2022 年-1-11 月国铜

精矿产量 179.68 万金属吨，同比增加 8.77%。进口方面，根据海关数据，2022 年全年我国铜精矿进口量为 2531.76 万干吨，同比增长 8.07%。

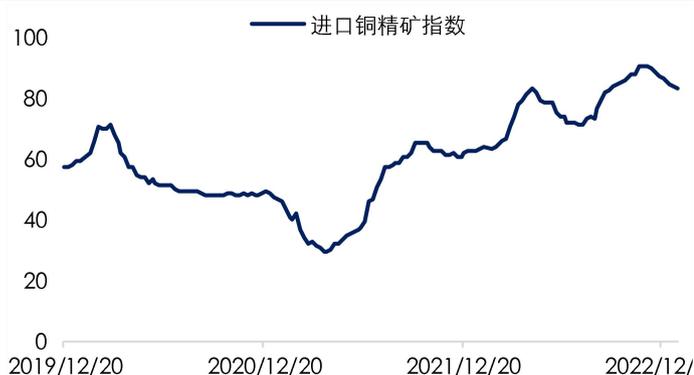
2022 年四季度中国进口铜精矿 TC 呈现冲高回落的态势。根据 SMM 数据，中国进口铜精矿指数在 11 月中旬达到最高的 91.08 美元/吨，随后随着开始下滑，截止 2023 年 1 月底中国进口铜精矿指数回落至 83.56 美元/吨。铜精矿 TC 进口端的回落一方面是由于南美铜矿运输受限导致供应短期下滑，此外 2022 年四季度签订的 2023 年年度铜精矿长单 TC 录得 88 美元/吨，也一定限制的 TC 的短期涨幅。不过当前中国冶炼厂的铜精矿库存十分充足，可以帮助冶炼厂度过发运端受阻的困难时期，买方对现货需求低可以规避铜精矿报盘少的问题，因此现货 TC 下行空间有限。

图 19：国统局国产铜精矿产量（金属吨）



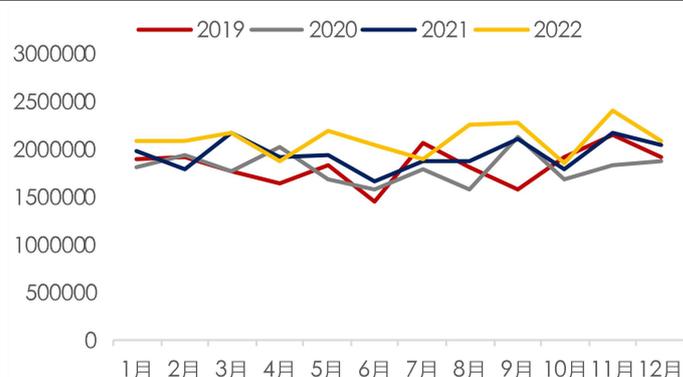
数据来源：国统局，兴证期货研发部

图 21：SMM 进口铜精矿加工费（元/吨）



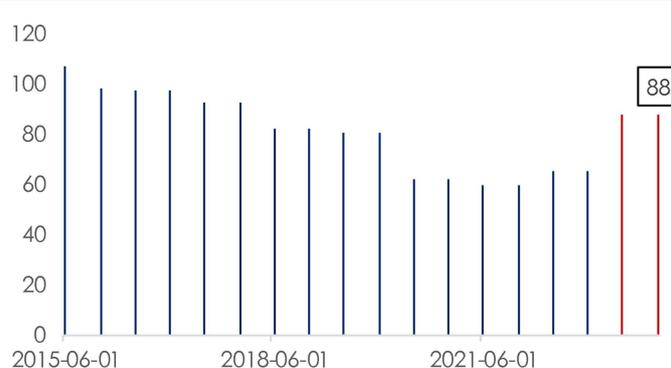
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 20：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 22：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 国内粗废供增需减

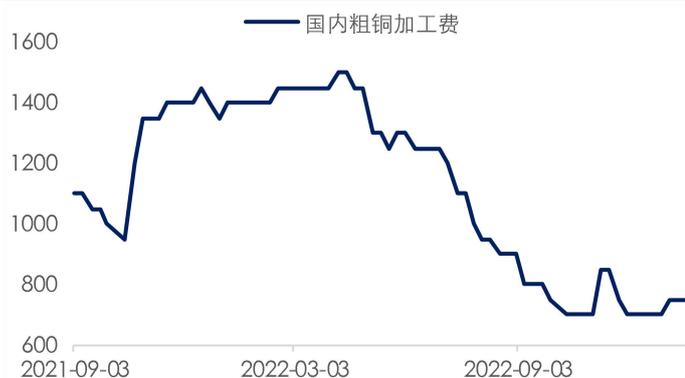
供应端，根据 SMM 统计数据，2022 年 12 月月国内废铜产量 8 万吨，同比增长 10%；根据海关数据，2022 年 12 月进口废铜产量。2022 年由于国内局部地区疫情反复且国内疫情防控措施较为严格，废铜拆解及回收均受到较大影响，这使得国产废铜产量明显收缩。

需求端，根据 SMM 统计，2022 年 12 月再生铜及铜锭冶炼量约为 9.3 万吨，环比增加 0.1 万吨。SMM 预估 2023 年 1 月，国内再生铜及铜锭冶炼量约为 10.7 万吨，环比大幅增加 1.4 万吨。元旦假期归来大部分外资银行调整了对中国经济的预期使得 本月铜价大幅度跳高，精废价差超预期拓宽至 2000 元/吨以上，利于再生铜消费。此外，3 月国内精炼检修季来临，现货需求有所下滑。

SMM2023 年 1 月国产粗铜加工费报价 600-900 元/吨，环比增加 50 元/吨；CIF 进口粗铜加工费报 115- 130 美元/吨，较 12 月增加 20 美元/吨；南方粗铜加工费报价 600-900 元/吨，环比增加 50 元/吨；北方粗铜加工费报价 900-1000 元/吨，环比保持不变。此前中国有色 矿业集团有限公司与江西铜业签订 2023 年粗铜长单加工费为 125 美元/吨，这较月内进口粗铜现货加工费对中国炼厂更为有利，买方现货需求低抬升进口粗铜现货加工费。

图 23：国内粗铜加工费（元/吨）

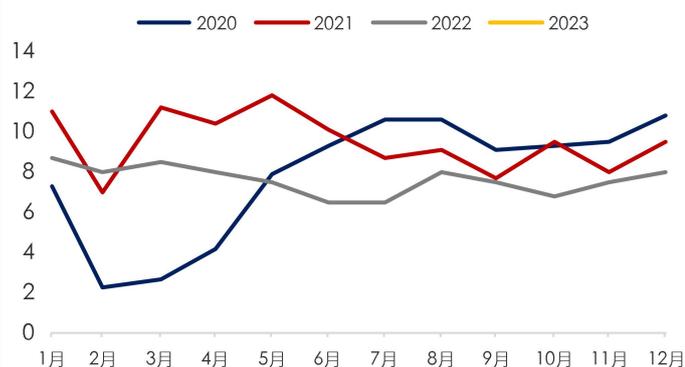
图 24：进口粗铜加工费（美元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

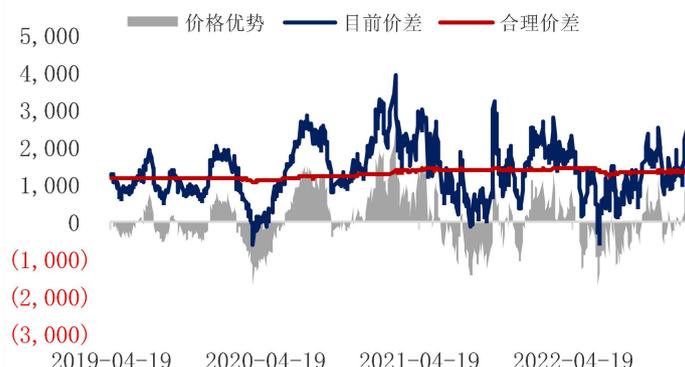
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 25: 中国废铜产量 (万吨)



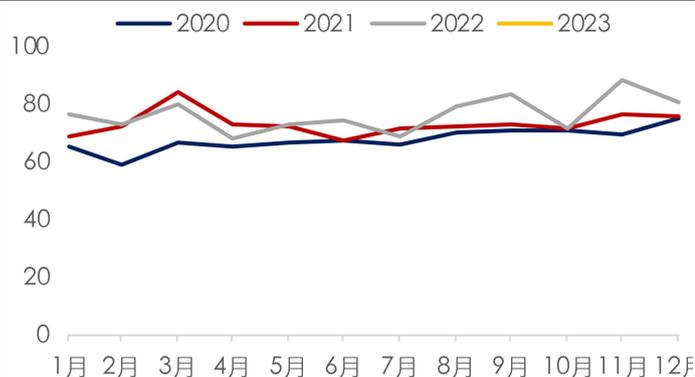
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 26: 中国电解铜精废较差 (元/吨)



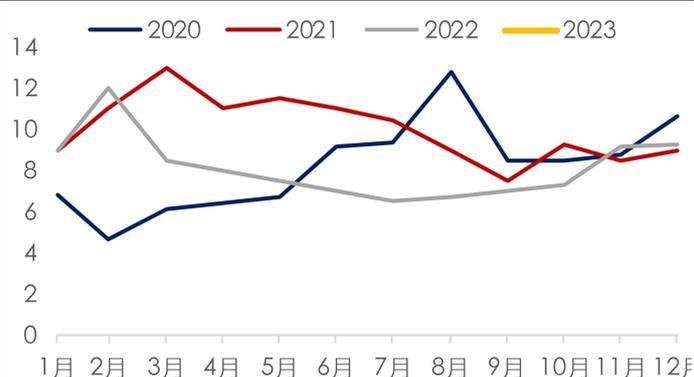
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 27: 中国粗铜产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 28: 中国废铜产粗铜产量 (万吨)



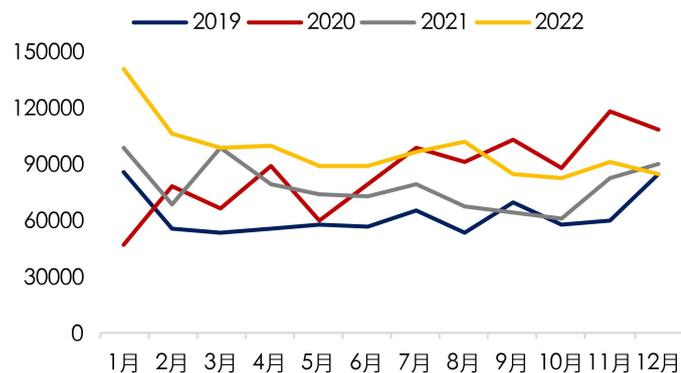
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### 3.2.1 进口粗废同环比减少

根据海关统计数据显示, 12 月份, 再生铜进口量为 13.9 万吨, 环比减少 13.87%, 1-12 月累计进口量为 177.17 万吨, 同比增长 4.57%。2022 年 12 月中国阳极铜进口量为 8.44 万吨, 环比减少 7.62%, 同比减少 6.86%。2022 年 1-12 月中国阳极铜累计进口总量为 116.64 万吨, 累计同比增长 24.39%。12 月份中国进口来自于赞比亚的阳极铜减少是造成阳极铜进口量环比减少的主因。

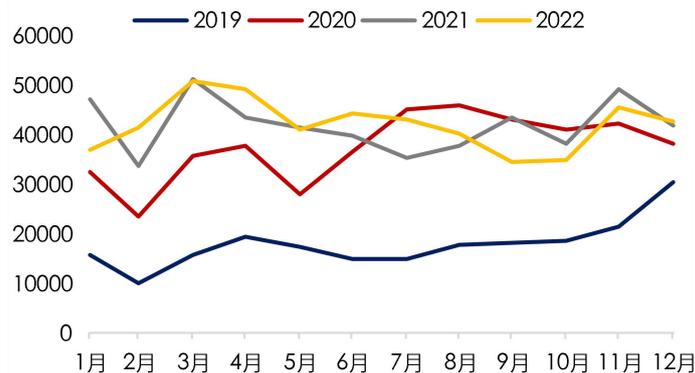
11 月铜价呈现出先抑后扬的状态, 且再生铜原料进口在 11 月中频繁出现倒挂现象, 因此 12 月再生铜原料到港有所减少。由于 1 月正逢春节假期且 12 月再生铜进口盈亏一直处于倒挂现象, 预计 1 月粗废铜原料到港数量会持续下降。

图 29：中国阳极铜月度进口量（吨）



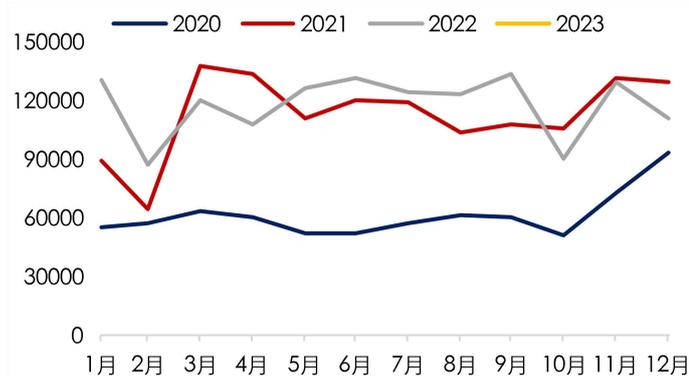
数据来源：海关数据，兴证期货研发部

图 30：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 31：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 32：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 精铜供应稳中有升

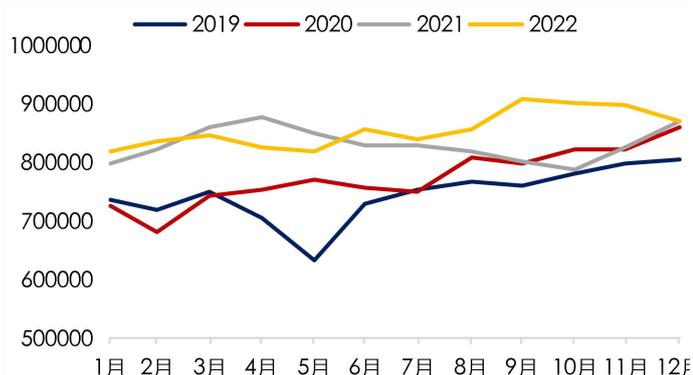
#### 3.3.1 四季度精炼开工下滑

12月 SMM 中国电解铜产量为 87 万吨，环比下降 3.3%，同比持平；且较预期的 88.79 万吨低 1.79 万吨。1-12 月累计产量为 1028.21 万吨，同比增加 3.07%，增量为 30.62 万吨。12 月国内电解铜产量环比下降且不及预期，我们分析主要有以下几个原因：1，12 月有 4 家冶炼厂在检修，且检修对于产量的冲击也较预期要多；2，受疫情影响部分冶炼厂的产量也较预期下降；3，新投产的两家冶炼厂增量不如预期；4，部分冶炼厂已经提前完成 22 年的量，12 月刻意控制产量。

进入新的一年，虽然多数冶炼厂因春节因素开工率较 12 月略有下降，但随着新投产的冶炼厂持续释放产量，且前期检修的冶炼厂结束检修产量逐步恢复到正常水平。SMM 根据各家排产

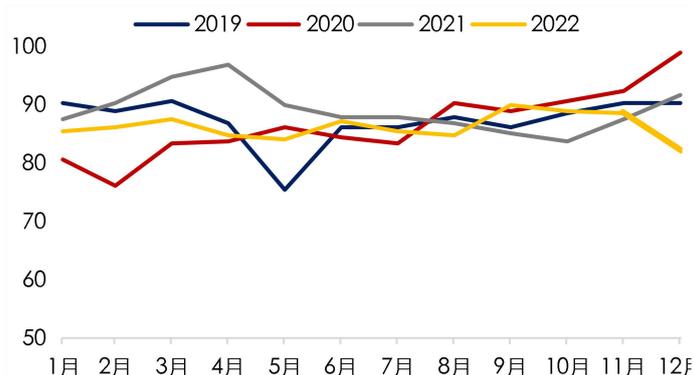
情况，预计1月国内电解铜产量为89.5万吨，环比上升2.5万吨上升2.87%，同比上升9.7%。

图 33: 中国电解铜产量 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 34: 中国电解铜精炼开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### 3.3.2 冶炼产能将逐步释放

2022 年四季度国内新投产的两家冶炼厂增量不如预期，不过整体来看 2022 年国内精炼新投产的产能尤其是江铜富冶和阳新弘盛两家预计都将在 2023 年上半年逐步达产。阳新弘盛公告 2023 年 1 月份阴极铜产量 15000 吨，阳极板的产量 20000 吨左右，目前投料量正在节节攀升，预计六月份实现满产达标，达标后日产量在 5500 吨左右。

图 35: 中国电解铜精炼产能及开工率 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

表 2：中国精炼新扩建项目产能投产情况

公司名称	新增产能	2022				2023			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
江西汇盈	12	0.5	1	1	1	1	1	1	1
赤峰金通铜业有限责任公司	5	0.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
新疆五鑫铜业	10	0	0	0	0	0	0	1.5	1.5
江铜富冶和鼎铜业有限公司	12	0	0	1.8	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
上饶和丰环保科技有限公司	10	0	0	0	0	0	1.5	2	2
西矿青海铜业有限公司	5	0	0	0	0.9	1	1	1	1
阳新弘盛	40	0	0	0	0.9	7	8.5	9	10
铜陵有色(金冠铜业)	8	0	0	0	1.5	2	2	2	2
江西铜业(清远)有限公司	10	0	0	0	0.8	1.5	2	2	2.5
烟台国兴	8	0	0	0	0	0	0.6	1.8	2
侯马冶炼厂	18	0	0	0	0	0	0	0	2
中条山有色金属集团有限公司	18	0	0	0	0	0	0	0	2

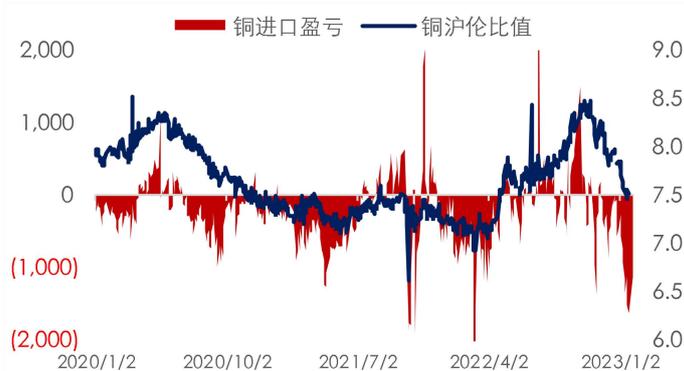
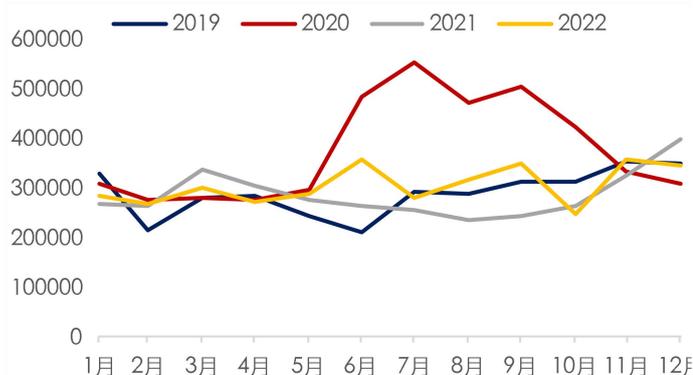
数据来源：SMM，兴证期货研发部

### 3.3.3 进口盈利窗口关闭

2022 年 11 月铜铜价在做海外宏观资金的拉动下，快速上行。而国内随着消费进入淡季，供需逐步走弱，铜内外负价差已经逐步转向偏极端。2022 年 12 月-2023 年 1 月电解铜进口盈利窗口基本关闭。随着进口窗口持续关闭，沪伦比值走低，出口窗口打开给国内冶炼厂带来出口机会。考虑到春节期间春运阻力存在，出口量或将在元宵节附近体现，且多发往中国保税区为主。

图 36：中国电解铜进口量（吨）

图 37：中国电解铜进口盈亏（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

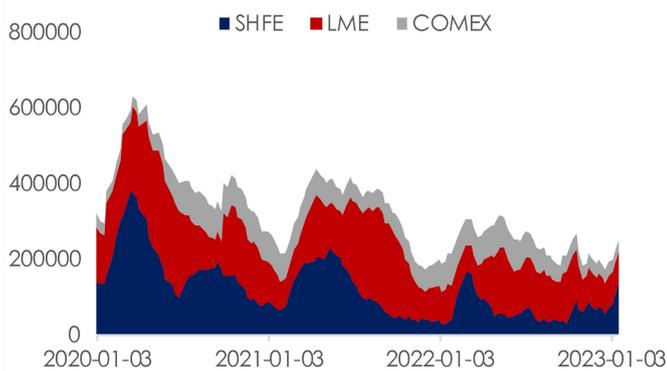
数据来源：SMM，兴证期货研发部

## 4. 库存篇

### 4.1 海外显性库存延续去库

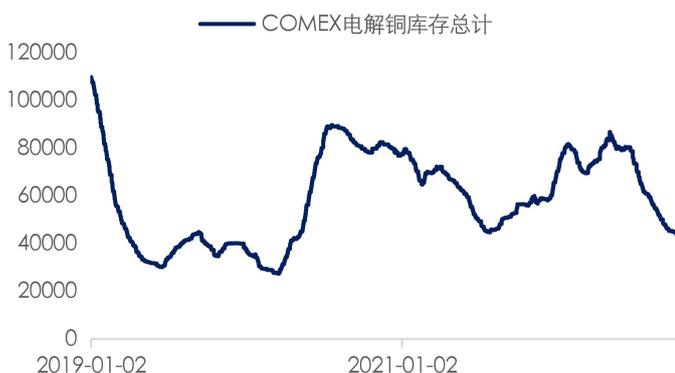
2022 年 11 月以来,海外显性库存延续去库。截止 2023 年 1 月 20 日,LME 铜库存录得 80025 吨,较 2022 年 10 月底下降了 39350 吨; COMEX 铜库存录得 32116 吨,较 2022 年 10 月底下降了 5258 吨。国内方面,SHFE 铜库存则在 2022 年四季度有明显的累库,截止 2023 年 1 月 20 日,SHFE 铜库存录得 139967 吨,较 2022 年 9 月底增加 109508 吨。

图 38: 全球电解铜显性库存 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 40: COMEX 电解铜库存 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 39: LME 电解铜库存 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 41: SHFE 电解铜库存 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### 4.2 国内春节累库或超预期

根据 SMM 数据,截止春节前两周国内电解铜合计累库幅度达到 7.7 万吨,创下近 5 年以来的新高,显示需求端的疲软。截止 1 月 30 日春节后首个周一,SMM 全国主流地区铜库 26.39

万吨，春节后下游消费仍未恢复，冶炼厂继续将货发运至仓库。较春节前的 19.66 万吨增加 6.73 万吨，节后前几天的增量要略高于去年同期

回顾过完几年数据，历年春节前后六周总累库 15-30 万不等。2020 年由于疫情初次爆发导致经济停摆需求下滑，2021 年出现去库，主要由于需求端的大幅爆发。根据今年当前情况来看，春节后下游消费仍未恢复，冶炼厂继续将货发运至仓库。今年随着解封春节期间人员流动较前两年大幅增加，节后存在外地员工到港延后的风险，预计节后下游实际复工可能要到元宵以后。不过由于节前下游的提前放假，以及国内外宏观情绪良好，市场普遍对节后的需求较为乐观。预计今年春节节后累库幅度预计较 2022 年有所上升，但低于 2020 年水平，整个春季周期合计累库量预计 20-23 万吨左右。

表 3：国内春节周期电解铜累库情况

年份	库存基数	节前三周	增量	节前二周	增量	节前一周	增量	春节期间	增量	节后一周	增量	节后二周	增量	合计增量
2019	58.74	57.84	-0.9	57.36	-0.48	61.54	+4.18	66.88	+5.34	76.85	+9.97	77.49	+0.64	+18.75
2020	36.67	36.55	-0.12	38.51	+1.96	40.9	+2.39	43.3	+2.40	57.91	+14.61	65.55	+7.64	+28.88
2021	59.39	59.91	+0.52	60.67	+0.76	62.53	+1.86	62.78	+0.25	59.24	-3.54	56.93	-2.31	-2.46
2022	22.89	24.61	+1.72	25.01	+0.40	26.95	+1.94	26.95	0	38.86	+11.91	42.51	+3.65	+19.68
2023	12.93	17.50	+4.57	20.63	+3.13	28.38	+7.75	32.32	+3.94			?		

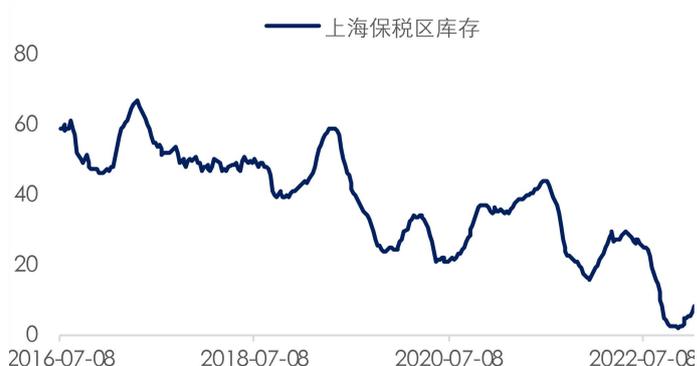
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 42：SMM 电解铜社会库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 43：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 海外需求略好于预期

美国 12 月成屋销售数量高于预期但低于前值。全美住宅建筑商协会 NAHB 住房市场指数

触底回升至 35,但因 12 月营建许可和新屋销售数量分别为 133 万和 61.6 万均低于预期和前值, 12 月新屋开工和成屋销售数量分别为 138.2 万和 402 万均高于预期但低于前值, 使美国标准普尔/CS 房价指数震荡下降并逐步 传导至房租, 预计美国房租增速或于第二季度开始显著下降。

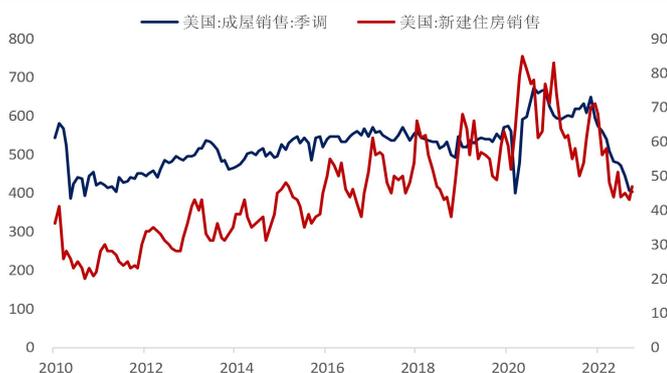
美国 12 月零售销售与工业产出环比增速分别为-1.1%和-0.7%低于预期和前值, 使耐用品与非耐用品等制造业产能利用率震荡 下降, 而这源于高价格抑制消费热情, 需求下降抑制投资与产出活动。不过美国 12 月耐用品新增订单环比增速高于预期和前值, 美国 12 月耐用品出货量、总存货量、未完成订单和新增订单环比增速均扩大, 且新增订单与未完成订单同比增速亦扩大。

图 44: 美国耐用品新增订单 (百万美元)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 46: 美国成屋销售数据 (百万美元)



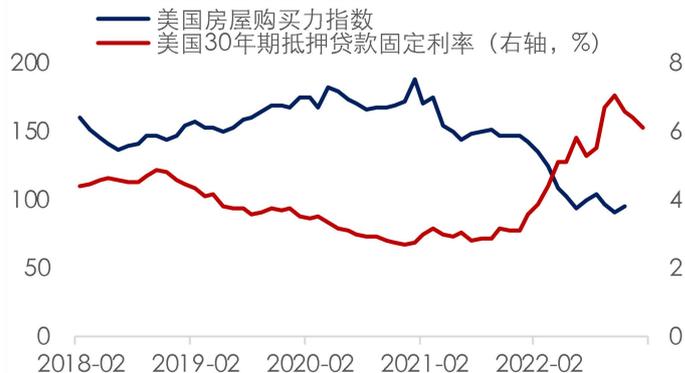
数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 45: 美国耐用品总库存量 (百万美元)



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

图 47: 美国房屋购买力指数



数据来源: iFind, 兴证期货研发部

## 5.2 中国需求维持景气

### 5.2.1 电网托底铜消费

2022 年中国国家电网投资是 5012 亿元，较 2021 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。2023 年随着经济和生产的复苏，电力用量预期将继续保持高增长。国网表示，今年在电网领域的投资将超 5200 亿，再创历史新高。不过 2023 年电网投资汇总特高压的占比将进一步扩大，经相关测算，2023 年交流特高压投资预计较 2022 年增长 77%;直流特高压投资预计 2023 年增长 70%、在 2024 年增长 61%，相比于铜特高压对铝消费的支撑力度更大。

图 48：电网工程投资完成额（亿元）



数据来源：iFind，兴证期货研发部

图 49：发电设备容量累计（万千瓦）



数据来源：iFind，兴证期货研发部

### 5.2.2 光伏扩产延续高景气

2022 年电源投资尤其是光伏新能源的投资增速亮眼，中国光伏行业协会统计数据显示，2022 年前 10 个月，我国光伏新增装机同比增长 98.7%，规模已刷新历年同期光伏新增装机量的历史纪录，累计装机容量达到约 3.6 亿千瓦。协会预测，2022 年全年，我国光伏新增装机规模将达到 8500 万千瓦至 1 亿千瓦。据机构此前不完全统计，2022 年行业新建组件扩产项目规模已超 400GW，龙头大手笔扩产加上新秀跨界延伸，光伏组件总产能预计超过 800GW。十四五期间，我国光伏年均新增光伏装机或将超过 75GW。

除了光电之外，2022 年抽水蓄能项目核准和投资也迎来历史高峰。2022 年中国抽水蓄能电站核准总规模 6890 万千瓦，总投资超 4500 亿元，均较上年翻五倍，年度核准规模超过之前五十年投产的总规模，在此背景下国家电网 2023 年的建设计划延续了这一热度。 具体来说国家

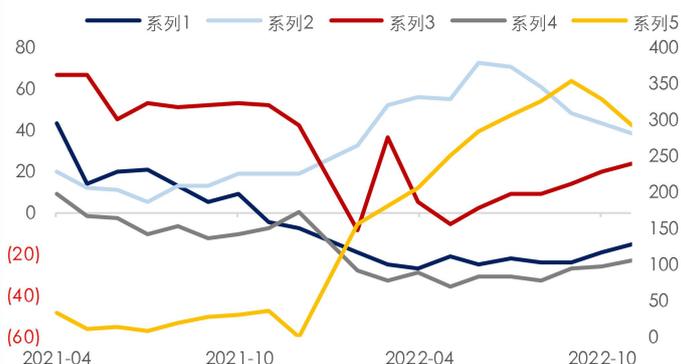
电网公司计划在 2023 年开工建设 5 座抽水蓄能电站，投运 4 座抽水蓄能电站，届时公司运行的抽水蓄能电站装机规模将达到 3800 万千瓦，是三峡总装机的 1.6 倍，将较 2022 年底装机规模增长 35%。

图 50：中国电源投资（亿元）



数据来源：iFind，兴证期货研发部

图 51：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

### 5.2.3 国内地产竣工或修复

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，全国房地产开发投资完成额累计 132895 亿元，同比下降 10%；土地购置面积 10052 万平方米，同比下降 53.4%；房地产新开工面积累计 120587 万平方米，同比减少 39.4%；房地产竣工面积累计值为 86222 万平方米，同比减少 15%。

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 52：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 53：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 54：中国商品房销售面积（万平方米）

图 55：土地购置面积累计（万平方米）



数据来源：iFind，兴证期货研发部

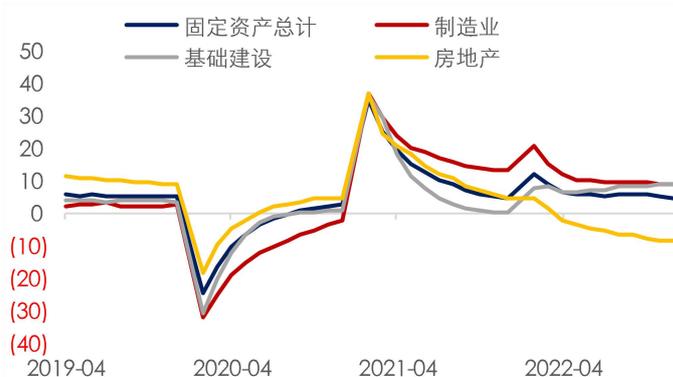
数据来源：iFind，兴证期货研发部

### 5.2.5 基建项目密集开工

春节复工以来，全国多地纷纷发出开工“动员令”，抓项目、扩投资、稳增长成为新年关键词，一批批重大项目加速起跑。1月28日，河南省第七期“三个一批”项目启动，3325个项目集中签约、开工、投产，总投资超过3.1万亿元。其中，“开工一批”项目1271个，总投资1.6万亿元，年度目标6896亿元。陕西省启动2023年一季度开工省市重点项目795个，总投资5646亿元，同比增长26.3%；年度投资2285亿元，同比增长21.6%。1月29日，广东多地纷纷推动重大项目签约开工。广州一季度共开工、签约项目460多个，总投资超6800亿元；深圳今年首批开工的266个重大项目总投资超3295亿元。据不完全统计，2023年，安徽、宁夏、河南、内蒙古、辽宁、甘肃、湖北、海南等省份将固定资产投资增长目标锚定两位数。浙江、广东、江西等多地年度投资额超万亿元。

图 56：社会融资规模：政府债券（亿元）

图 57：中国固定资产投资累计同比（%）



数据来源：iFind，兴证期货研发部

数据来源：iFind，兴证期货研发部

### 5.2.4 全球新能源维持高景气

2022 年我国新能源汽车持续爆发式增长，产销分别完成 705.8 万辆和 688.7 万辆，同比分别增长 96.9%和 93.4%。市场占有率提升至 25.6%，高于上年的 12.1%，全球销量占比超过 60%。进入 2023 年，受春节假期影响，新能源车零售端表现整体比较平淡，不过春节假期各项消费数据回暖情况良好，表明消费信心在复苏，节后国内新能源车消费或将回暖。此外，2023 年 1 月份以来，华为问界、小鹏、上汽飞凡等多家车企跟进特斯拉降价，车企以价换量策略，节后国内新能源车需求端预计将进一步修复。

全球范围来看，美国 12 月新能源车销量达 10.3 万辆，同增 34.4%，渗透率为 8.0%。欧洲八国 12 月新能源车销量达 34.9 万辆，同增 62.3%，渗透率 40.0%。追踪汽车销售的研究机构 LMC Automotive 和网站 EV-Volumes 的初步研究显示，2022 年全球纯电动汽车销量总计约 780 万辆，较上年增长 68%，首次实现了约 10%的市场份额。

图 58：中国汽车月度销量（辆）



数据来源：iFind，兴证期货研发部

图 59：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. 欧洲能源问题出现反复；
2. 欧美降息不及预期；
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。