

铜价前低后高，宽幅震荡

年报 | 沪铜

发布日期：2022-12-24

投资咨询业务资格

证监发【2014】217号

孙琦

sunqi_qh@ccnew.com

从业资格号：F0261953

投资咨询号：Z0002173



公司官方微信

摘要

宏观方面，2023年美国经济形势比较悲观，有可能陷入衰退，美国的通胀形势已出现缓和迹象，但至少在明年上半年，美国通胀仍将存在一定的“粘性”，美联储加息更慢但利率会更高，美联储在明年年中有可能停止加息，明年是否会降息尚存在较大的不确定性，美元指数或已在去年三季度见顶。中国明年经济下行压力较大，政府已明确指出将会把“稳增长”放在更突出地位，着力扩大国内需求，积极的财政政策会加力提效，稳健的货币政策会精准有力，发力的方向或更加聚焦，以保持流动性的合理充裕。

供需方面，原料上，2023年长单谈判基本落下帷幕，加工费创2017年以来新高，2023年铜精矿供应量将集中释放，出现供应过剩的局面。废铜上，由于疫情管控大幅减弱等原因，国内废铜总体供应有所增长，但增量或较为有限，废铜对精铜的替代效应有限。电铜供应上，盈利扩增的驱动对冶炼厂的刺激作用较强，电解铜供应或将提速。消费上，国内传统消费领域增速可能小幅增加，而新能源板块仍有望维持较高增速，但消费占比仍然较低，国内整体消费增速或小幅提升。库存上，全球库存处在历史低位，现仍未见库存拐点，预计2023年全球显性库存中枢水平会有所提高，全球铜市场或转向小幅过剩。

总体来看，在美联储结束本轮加息周期之前，铜价仍面临一定的下行压力，之后货币政策转向的时间及力度取决于美国的衰退程度。基本上，明年全球铜库存中枢水平会有所提高，但总量依然处于偏低水平，预计2023年铜价会呈现前低后高，宽幅震荡的局面，运行区间为56000—74000元/吨之间。

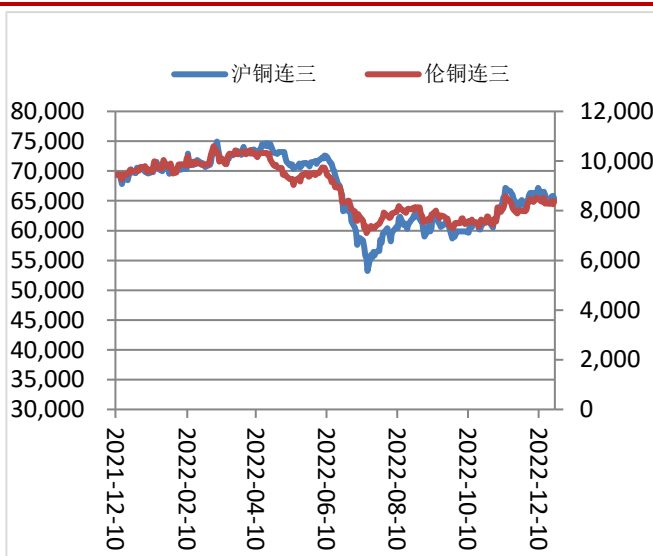
目录

1、行情回顾.....	3
2、宏观分析.....	4
3、供需分析.....	6
3.1 铜精矿或将出现供应过剩的局面.....	6
3.2 废铜货源供应偏紧，对精铜的替代作用有限.....	7
3.3 电解铜产量增量下调，进口同比增加.....	8
3.4 国内消费增速小幅提升.....	9
3.5 全球库存处于历史低位.....	10
4、后市行情展望.....	12

1、行情回顾

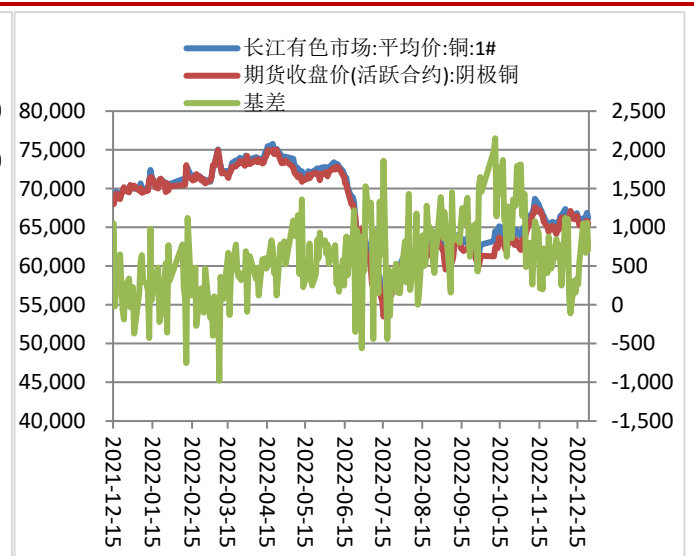
2022 年铜价走出了先扬后抑的走势，重心整体下移。一季度在俄乌冲突爆发等因素的提振下震荡上行，并创出了年内新高 77270 元/吨，随后开始持续走弱，尤其是 6 月份以来在美联储加息引发经济衰退的担忧下大幅下挫，创下年内新低 53400 元/吨，之后在低库存及美联储加息放缓的刺激下逐步反弹。

图 1 沪铜价格（元/吨）和 LME 铜价格（美元/吨）



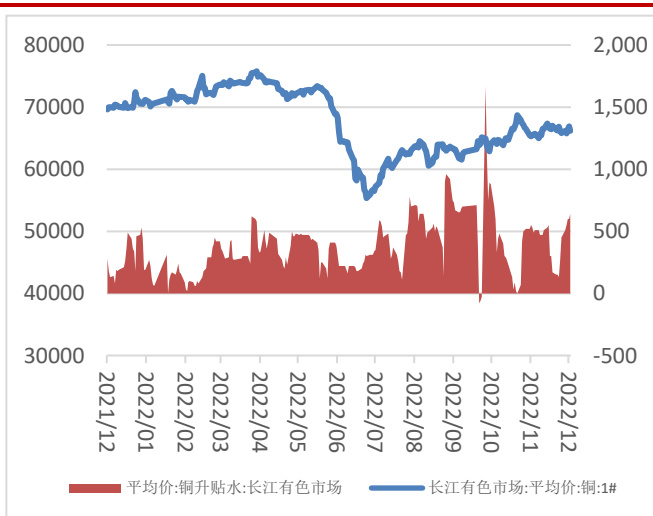
资料来源：Wind 中原期货

图 2 沪铜基差（元/吨）



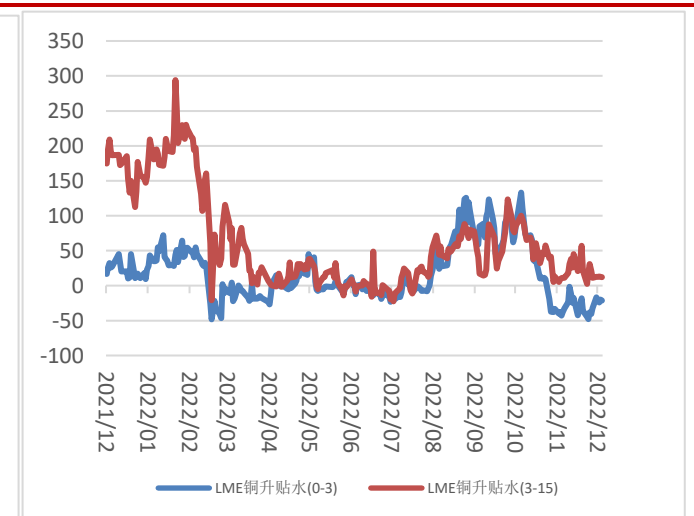
资料来源：Wind 中原期货

图 3 长江有色现货铜价与升贴水（元/吨）



资料来源：Wind 中原期货

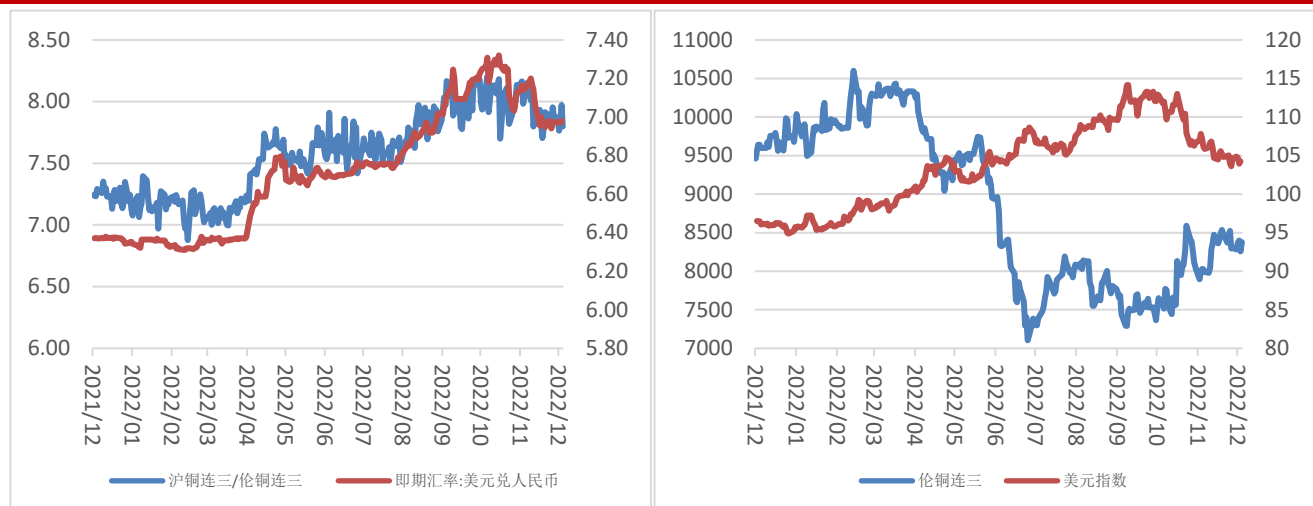
图 4 LME 铜升贴水（美元/吨）



资料来源：Wind 中原期货

图 5 沪伦比与人民币汇率

图 6 伦铜连三与美元指数



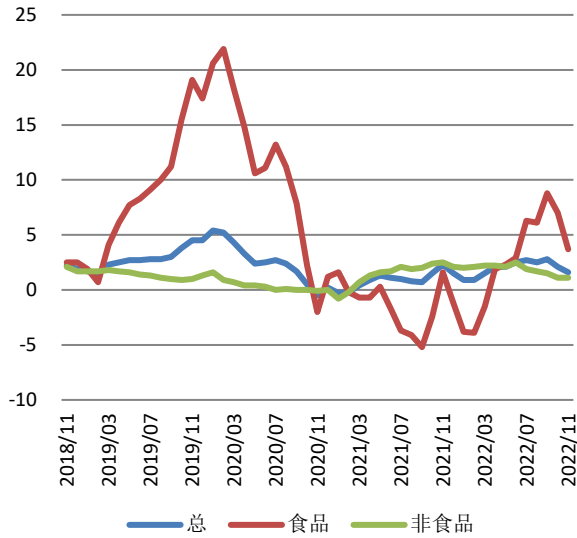
资料来源：Wind 中原期货

资料来源：Wind 中原期货

2、宏观分析

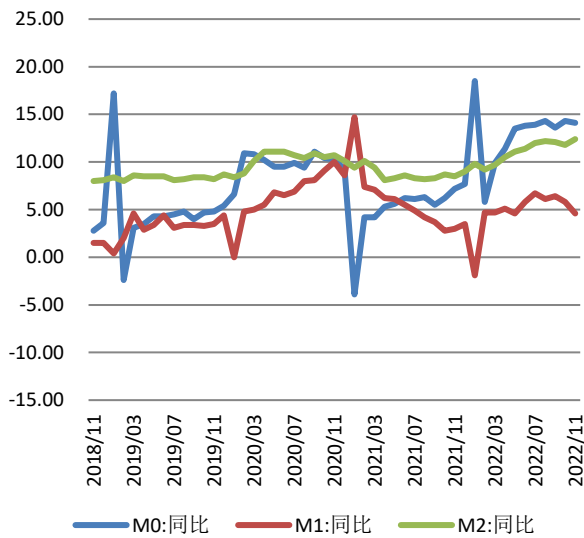
美联储 12 月议息会议中小幅上调 2022 年美国实际 GDP 增速至 0.5%，但大幅下调 2023 年增速 0.7%至 0.5%，意味着美联储对 2023 年美国经济形势更加悲观，美国经济有可能陷入衰退。近几个月以来，由于能源价格回落等因素，美国的通胀形势出现缓和，但当前并没有充分的证据证明通胀压力已明显缓解，至少在明年上半年，美国通胀仍将存在一定的“粘性”，美联储加息更慢但利率会更高，美联储明年可能将再加息 75 个基点，终端利率峰值上调至 5.1%。美联储在明年年中有可能会停止加息，明年是否会降息尚存在较大的不确定性，美元指数或已在去年三季度见顶。中国方面：由于需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，2023 年国内经济下行压力较大，中央经济工作会议已明确指出将会把“稳增长”放在更突出地位，着力扩大国内需求，国务院联防联控机制已提出“新十条”，进一步放松疫情防控措施，这将大大减轻疫情防控对于国内生产消费的压制。积极的财政政策要加力提效，保持必要的财政支出强度，中央财政加杠杆和政策性银行继续发力，或是明年积极广义财政的着力点。货币政策方面：2023 年海外加息外溢效应减弱，国内结构性通胀压力趋缓，这也将给国内货币政策的自主性提供更大空间。2023 年货币政策定调仍偏宽松，稳健的货币政策要精准有力，发力的方向或更加聚焦，以保持流动性的合理充裕。

图7 中国 CPI 同比增速 (%)



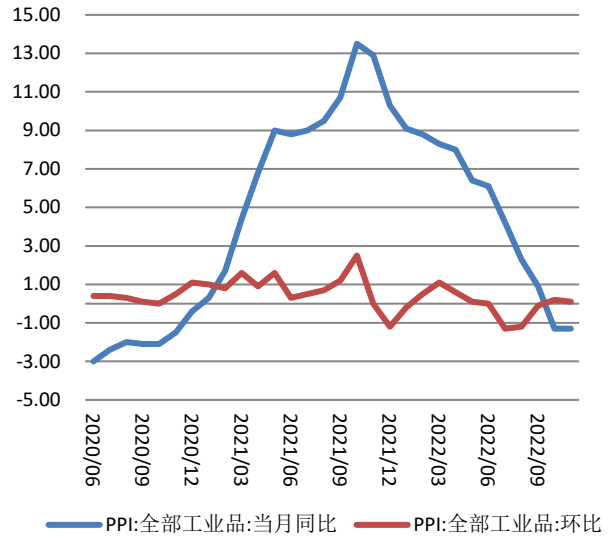
资料来源: Wind 中原期货

图9 中国货币同比增速 (%)



资料来源: Wind 中原期货

图8 中国 PPI 增速 (%)



资料来源: Wind 中原期货

图10 中国新增人民币贷款 (亿元)



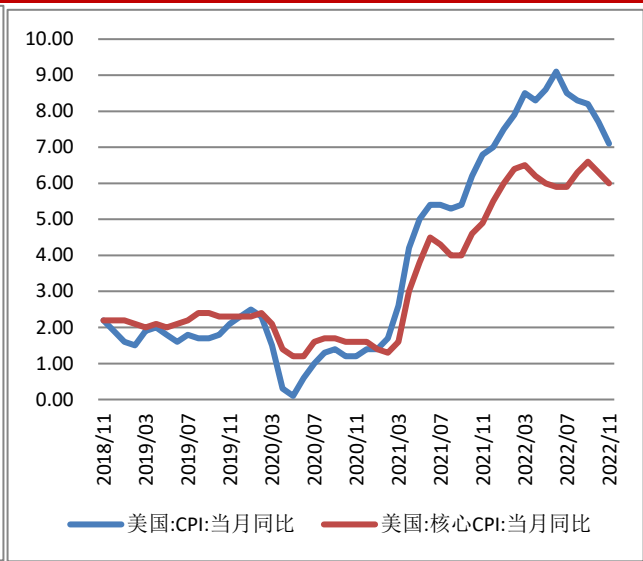
资料来源: Wind 中原期货

图 11 美国 GDP 增速 (%)



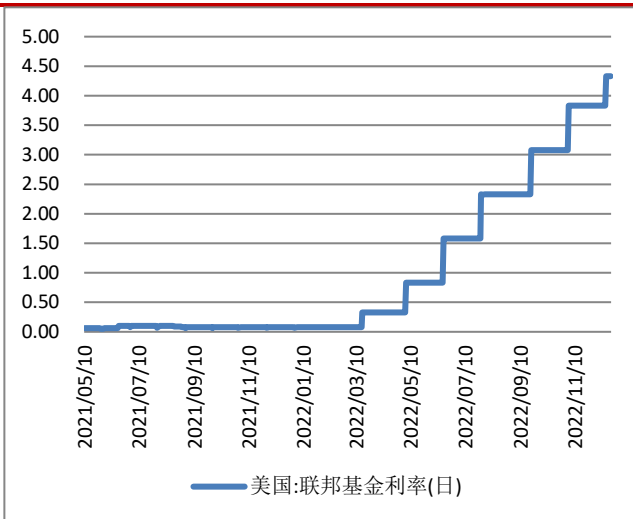
资料来源: Wind 中原期貨

图 12 美国 CPI 同比增速 (%)



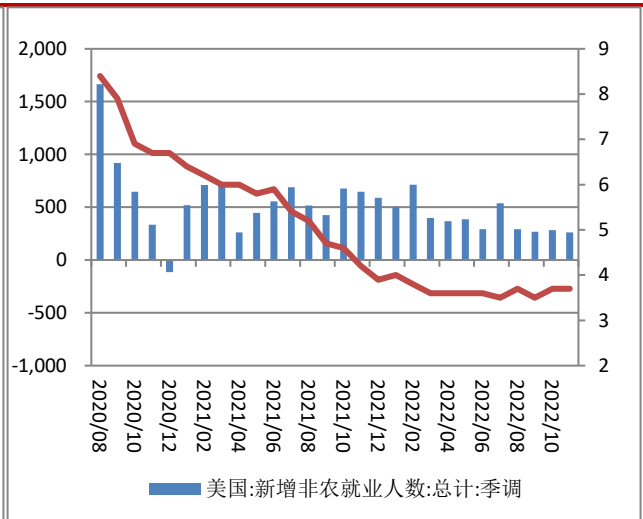
资料来源: Wind 中原期貨

图 13 美国联邦基准利率 (%)



资料来源: Wind 中原期貨

图 14 美国新增非农就业与失业率



资料来源: Wind 中原期貨

3、供需分析

3.1 铜精矿或将出现供应过剩的局面

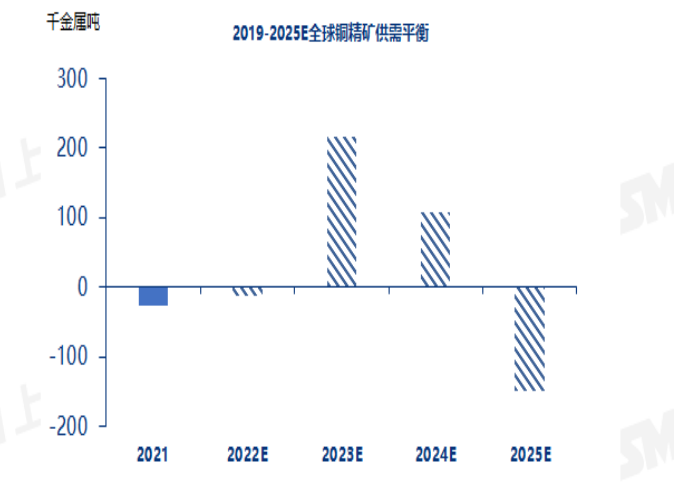
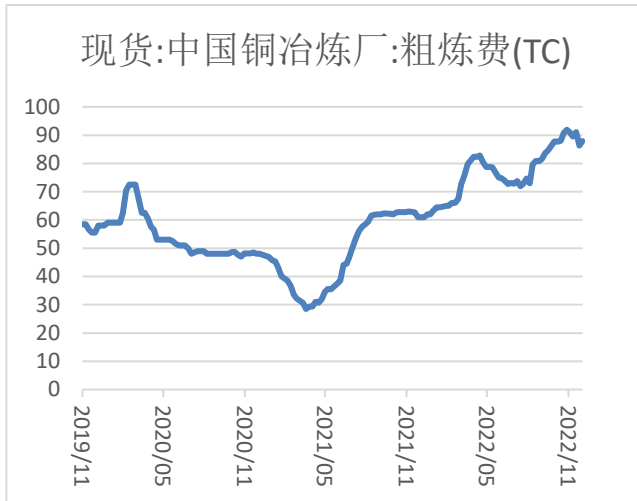
2022 年, 日本佐贺关事故抛售现货、祥光生产事故抛售原料、秦皇岛港事件、Ventanas 炼厂因环保原因关停、大冶阳新弘盛项目投料不断延迟、北方铜业扩产推迟、中国限电政策、江西疫情和韩国 LS-Nikko 因生产事故抛售原料都表明铜精矿需求端受到不同程度的冲击, TC 在 2022 年呈现逐步震荡上行的趋势, SMM 进口铜精矿指数在 11 月创诞生以来的新高。

2023 年, 铜精矿长单加工费 Benchmark 敲定, 江西铜业、中国铜业、铜陵有色和金川集团

与 Freeport 敲定 2023 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 88 美元/吨与 8.8 美分/磅，较 2022 年的 65 美元/吨与 6.5 美分/磅增加 23 美元/吨与 2.3 美分/磅，并创 2017 年以来新高，体现矿端供应趋于宽松。2023 年海外铜精矿新投产扩建增量预计将达到 89.6 万金属吨，增量主要集中在南美洲、非洲，其次是欧亚及大洋洲，预计 2023 年铜精矿将出现供应过剩的局面。

图 15 铜精矿周度加工费 TC (美元/吨)

图 16 全球铜精矿供需平衡



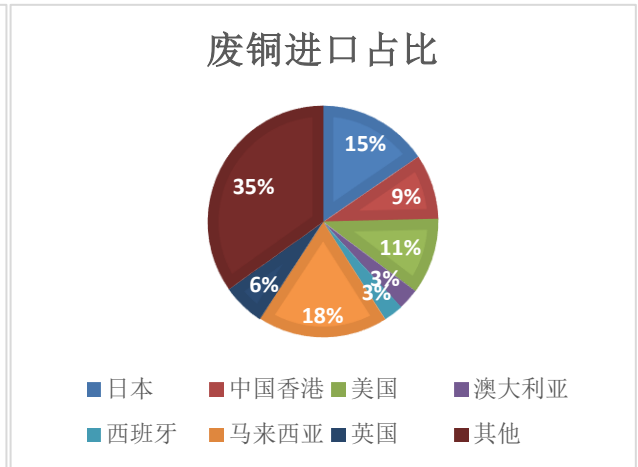
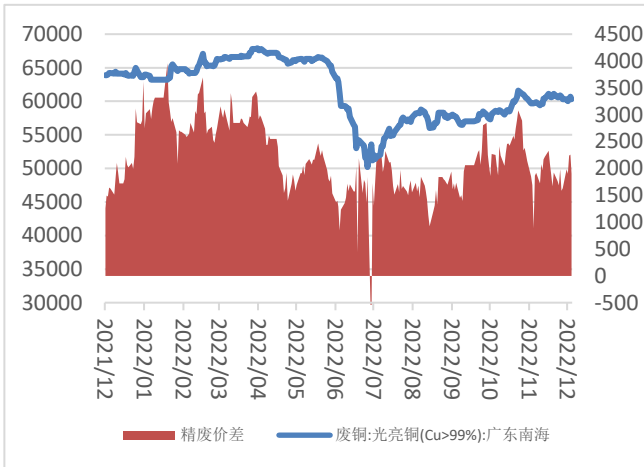
资料来源：SMM 中原期货

3.2 废铜货源供应偏紧，对精铜的替代作用有限

铜的消耗包括精炼铜和废铜的消耗，本质上来讲精废价差反映的是二者的供需关系，当精废价差过大时，会增强废铜的替代作用，反之，当精废价差过小时，会减弱废铜的替代作用。2022 年，国内废铜回收及产出量不及预期，废铜货源供应总体偏紧，精废价差重心逐步下移，废铜对精炼铜的替代作用有限。废铜供应偏紧主要由于以下原因造成的：国内疫情管控对废铜回收、拆解、物流各环节均形成较大阻碍；“财税 40 号文”实施之后，部分不合规的中小企业永久退出市场等等。2023 年，疫情管控等对废铜的影响会大幅减弱，不过，要密切关注海外废铜政策风险，包括东南亚环境保护对拆解产能的影响，以及欧美潜在的对废铜资源流出的管制风险等等，预计明年国内废铜回收量或有所增长，但增量或较为有限。

图 17 废铜价格（元/吨）与精度铜价差（元/吨）

图 18 废铜进口占比



资料来源：SMM 中原期货

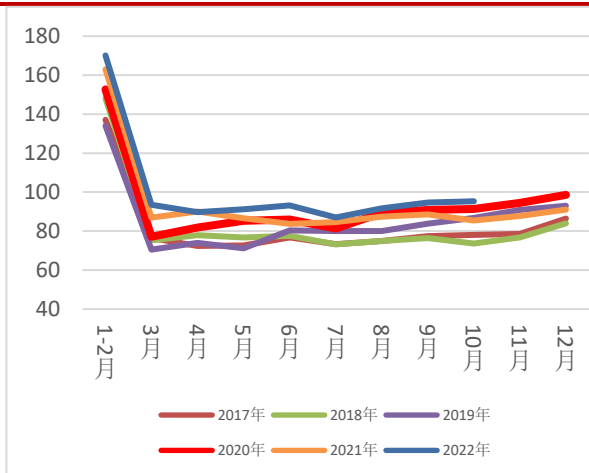
资料来源：SMM 中原期货

3.3 电解铜产量增量下调，进口同比增加

从 2022 年 12 月份冶炼厂检修的情况来看，12 月有检修的冶炼厂有 5 家，其中有 3 家是从 11 月底开始的，但对产量的影响体现在 12 月；而且还有一家冶炼厂因搬迁需长时间关停，合计影响量约为 4 万吨。此外，粗铜和冷料供应紧张的情况始终未得到解决，这仍将是制约产量增加的另一重要因素。在众多不利消息的影响下，22 年年底冶炼厂并没有出现往年追产量的情况反而产量出现持续下降。根据各家排产情况，预计 12 月国内电解铜产量为 88.79 万吨，环比下降 1.17 万吨，下降 1.30%，同比上升 2%。从 2022 年全年来看，冶炼厂集中检修、年内突发停产、高温限电及冷料紧张等因素，对国内电解铜的产量产生了一定的干扰，另外，新扩建项目投放进度也不及预期，预计 2022 年 1-12 月累计产量 1030 万吨，同比增加 3.2%，增量为 32.41 万吨。

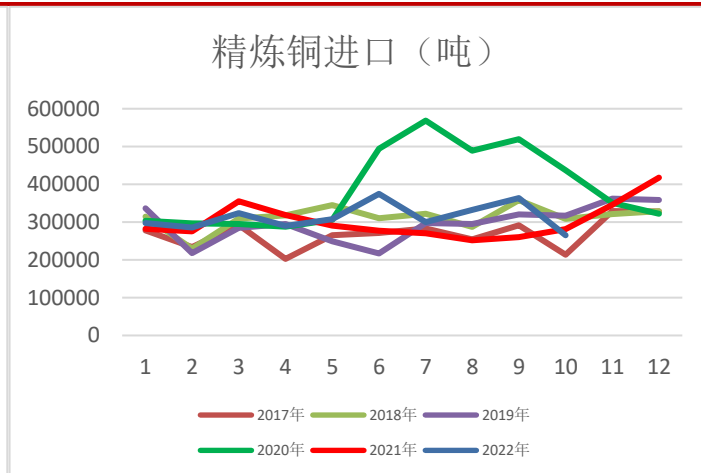
进口方面，2022 年 10 月中国进口电解铜 24.89 万吨，环比减少 28.89%，同比减少 6.08%。10 月进口量环比减少主因 8 月中旬到 9 月上旬以来的进口窗口大多时间处于关闭状态，且 LME 的 back 结构也不断攀升，长时间关闭的进口窗口和 LME 的高 back 结构也抑制了 10 月到港提单数量，使得 10 月进口铜数量锐减，预计 11 月电解铜进口量将环比增加至 37 万吨左右，12 月环比下降至 32 万吨左右。从 2022 年全年来看，内外经济的劈叉及国内废铜的“减少”为进口窗口创造了机会，预计 2022 年全年累计进口 365.6 万吨，累计同比增加 6.3%。

图 19 国内精炼铜产量当月值（万吨）



资料来源：SMM 中原期货

图 20 精炼铜进口当月值

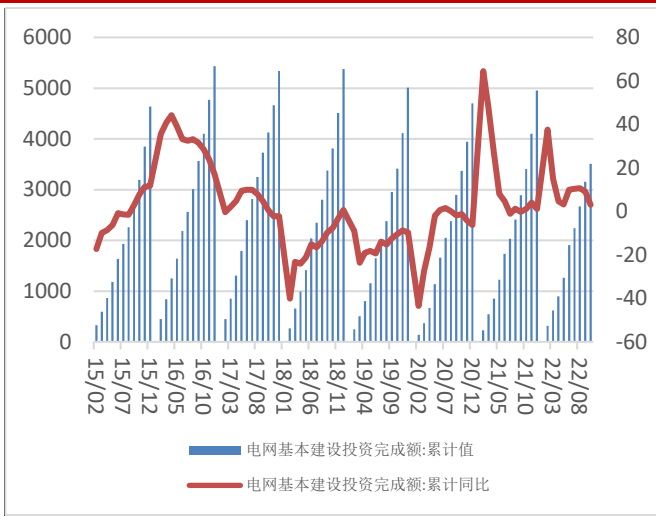


资料来源：SMM 中原期货

3.4 国内消费增速小幅提升

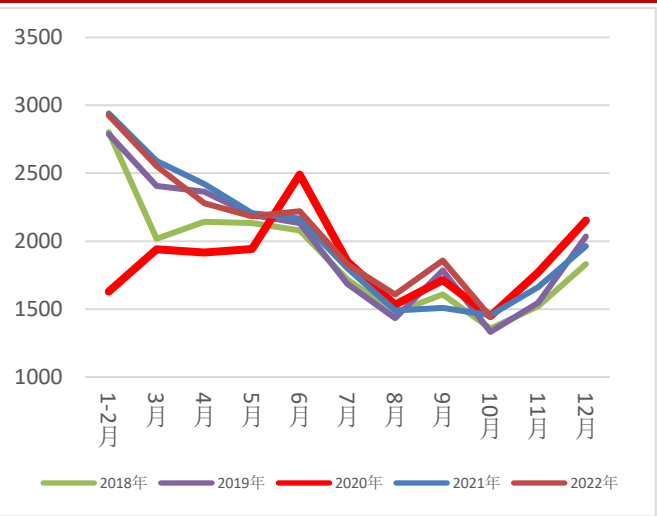
中国是世界上最大的铜消费国家，占全球近 50%，国内传统消费主要集中在电力电缆、空调、汽车、房地产等行业，新兴的下游消费主要包括光伏、风能以及新能源汽车等。传统消费方面：2022 年，受国内政策逆周期调控影响，电网投资逆势稳步增长，1-10 月份电网投资累计同比增长约 3%，较去年同期有所提速，但由于行业内生性增长驱动不足，以及疫情等因素影响，电网投资增长的天花板也较为明显。1-10 月份电源投资累计同比增长约 27%，年内增长较为明显，核心在于传统电力投资，尤其是火电投资增长较为迅速。此外，2022 年 1-10 月份国内家用空调销量累计同比下降-0.7%至 12912 万台，三季度阶段回暖之后，四季度又再度转弱，明年，随着疫情管控大幅减弱，空调产销可能会出现边际改善，但空间有限，而地产在保交楼等政策支持下降幅有望收窄。新兴消费方面：新能源汽车、光伏、风电等 2022 年维持较高速的增长态势。总体来看，2023 年，国内传统消费领域增速可能小幅增加，而新能源板块仍有望维持较高增速，但消费占比仍然较低，国内整体消费增速或小幅提升。

图 21 电网基本建设投资完成额（亿元）



资料来源：SMM 中原期貨

图 22 国内空调产量（万台）



资料来源：SMM 中原期貨

图 23 全球新能源相关铜需求预估

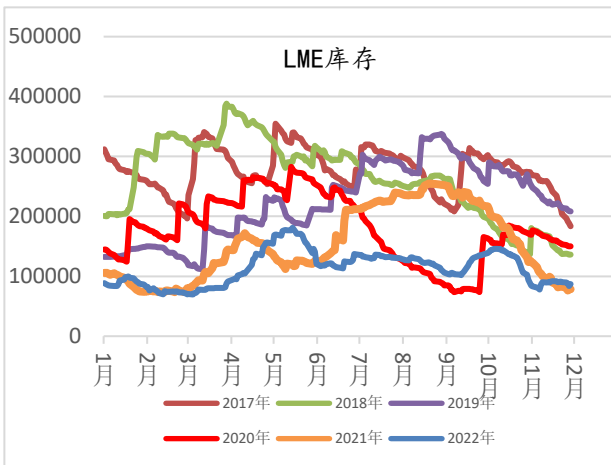
	2021	2022E	2023F	2024F	2025F
全球风电新增装机 (GW)	93.6	98	118	128	148
风电铜需求预估 (万金属吨)	72	75	90	98	113
全球光电新增装机 (GW)	165	200	220	240	270
光伏铜需求预估 (万金属吨)	74	90	99	108	122
新能源汽车产销 (万辆)	665	1075	1475	2000	2550
新能源汽车铜需求预估 (万金属吨)	33	52	71	100	127
铜需求小计 (万金属吨)	175	217	260	303	350
边际年增长 (万金属吨)	30	38	43	46	56

资料来源：wind 中原期貨

3.5 全球库存处于历史低位

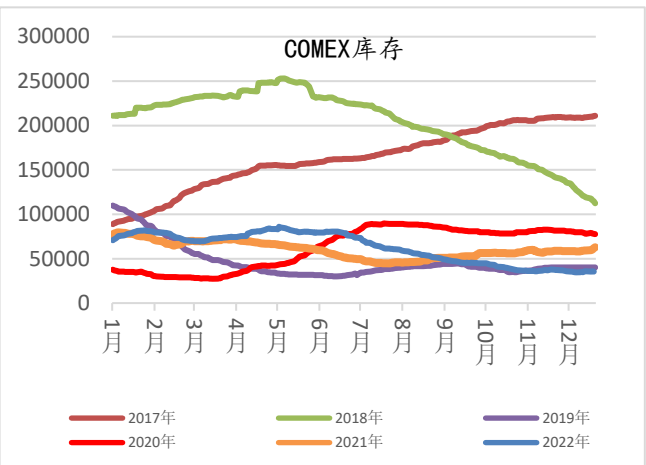
LME 库存自 2022 年年初以来在低位徘徊，自 3 月末开始持续增加至 5 月中下旬的 180925 吨，创出年内库存新高，随后开始逐步下滑，截止 12 月 23 日，LME 铜库存为 81475 万吨，较去年底减少 7475 吨，处于历史低位；上期所库存自年初以来快速累库至 3 月初的 167951 吨，随后持续去库并维持在历史低位水平，截止 12 月 23 日，库存为 54569 万吨，较去年底增加 16387 吨。基于对 2023 年供需两端的预估，预计明年全球显性库存中枢水平会有所提高，全球铜市场或转向小幅过剩。

图 24 LME 铜库存 (吨)



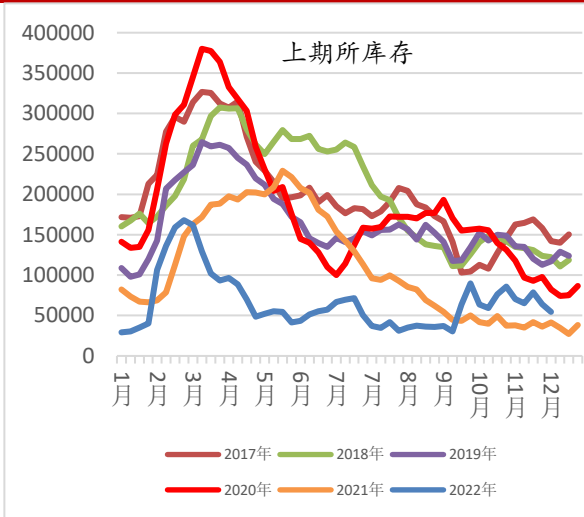
资料来源: Wind 中原期货

图 25 COMEX 铜库存 (短吨)



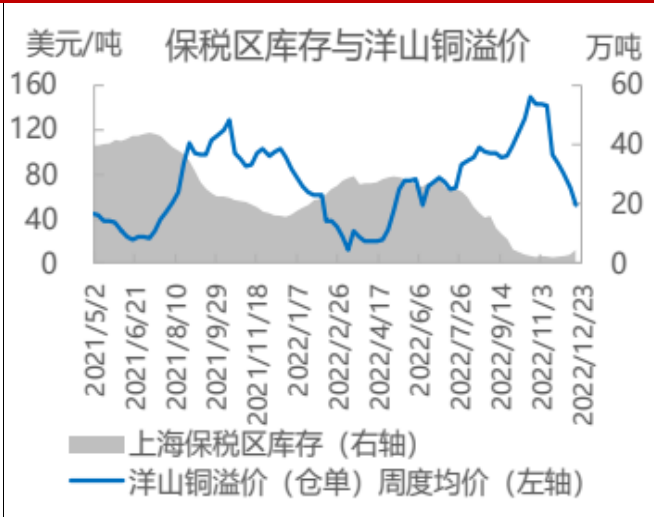
资料来源: Wind 中原期货

图 26 上期所沪铜周度库存小计 (吨)



资料来源: Wind 中原期货

图 27 中国保税区库存 (万吨)



资料来源: SMM 中原期货

图 28 全球精炼铜平衡表

单位: 万吨	2020	2021	2022E	2023E
全球精炼铜产量	2356	2413	2465	2552
中国	930	998	1042	1122
中国以外	1426	1415	1423	1430
全球精炼铜消费量	2320	2415	2452	2522
中国	1291	1361	1390	1418
中国以外	1029	1054	1063	1104
供需平衡	36	-2	13	30
其中精铜替代废铜	25	10	25	0
中国国储收铜	55	-11	4	-
调整后供需平衡	11	-12	-12	30

资料来源: SMM 中原期货

4、后市行情展望

宏观方面，2023 年美国经济形势比较悲观，有可能陷入衰退，美国的通胀形势已出现缓和迹象，但至少在今年上半年，美国通胀仍将存在一定的“粘性”，美联储加息更慢但利率会更高，美联储在明年年中有可能停止加息，明年是否会降息尚存在较大的不确定性，美元指数或已在去年三季度见顶。中国明年经济下行压力较大，政府已明确指出将会把“稳增长”放在更突出地位，着力扩大国内需求，积极的财政政策会加力提效，稳健的货币政策会精准有力，发力的方向或更加聚焦，以保持流动性的合理充裕。

供需方面，原料上，2023 年长单谈判基本落下帷幕，加工费创 2017 年以来新高，2023 年铜精矿供应量将集中释放，出现供应过剩的局面。废铜上，由于疫情管控大幅减弱等原因，国内废铜总体供应有所增长，但增量或较为有限，废铜对精铜的替代效应有限。电铜供应上，盈利扩增的驱动对冶炼厂的刺激作用较强，电解铜供应或将提速。消费上，国内传统消费领域增速可能小幅增加，而新能源板块仍有望维持较高增速，但消费占比仍然较低，国内整体消费增速或小幅提升。库存上，全球库存处在历史低位，现仍未见库存拐点，预计 2023 年全球显性库存中枢水平会有所提高，全球铜市场或转向小幅过剩。

总体来看，在美联储结束本轮加息周期之前，铜价仍面临一定的下行压力，之后货币政策转向的时间及力度取决于美国的衰退程度。基本上，明年全球铜库存中枢水平会有所提高，但总量依然处于偏低水平，预计 2023 年铜价会呈现前低后高，宽幅震荡的局面，运行区间为 56000—74000 元/吨之间。

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中原期货股份有限公司违反当地的法律或法规或可致使中原期货股份有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中原期货股份有限公司。未经中原期货股份有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中原期货股份有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中原期货股份有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中原期货股份有限公司认为可靠，但中原期货股份有限公司不能担保其准确性或完整性，而中原期货股份有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中原期货股份有限公司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。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中原期货股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中原期货股份有限公司

地址：河南省郑州市郑东新区 CBD 商务外环路 10 号中原广发金融大厦四层

电话：4006-967-218

网址：www.zyfutures.com

分支机构

上海分公司 021-68590799

上海市自贸区福山路 388 号、向城路 69 号 15 层 07 室

西北分公司 0951-8670121

宁夏银川市金凤区 CBD 金融中心力德财富大厦 1607 室

山东分公司 0531-82955668

济南市历下区经十路 15982 号第一大道 19 层 1901

新乡营业部 0373-2072882

河南省新乡市荣校路 195 号 1 号楼东 1-2 层

南阳营业部 0377-63261919

河南省南阳市宛城区光武路与孔明路交叉口兴旺家园 3 幢 1 楼 001-1 室

灵宝营业部 0398-2297999

河南省灵宝市函谷大道北段西侧（灵宝市函谷路与五龙路交叉口金湖公馆）

洛阳营业部 0379-61161502

河南省洛阳市洛龙区开元大道 260 号财源大厦综合办公楼 1 幢 2 层

西安营业部 029-89619031

陕西省西安未央区未央路 138-1 号中登大厦 A 座 8 层 F7 室至 F8 室

大连营业部 0411-84805785

辽宁省大连市高新技术产业园区黄浦路 537 号泰德大厦 06 层 05A 单元

杭州营业部 0571-85236619

浙江省杭州市拱墅区远洋国际中心 E 座 1013 室