

大有期货投研中心  
工业品研究组

## 海外高利率环境下，铜价预计小幅下探

### ——铜 2023 半年度分析报告

李振宇（助理分析师）

从业资格证号：F03101559

Tel: 0731-84409090

E-mail: mevrn7c@dingtalk.com

黄科

从业资格证号：F3067764

投资咨询证号：Z0014875

Tel: 0731-84409090

E-mail: huangke@dayouf.com

#### 摘要：

**宏观：**海外面临制造业萎靡，服务业快速复苏的现象。美国通胀放缓和经济是否衰退依旧是市场关注的主题，下半年除了关注两次加息的落地，银行系统的风险也需要重视；国内上半年经济整体主要呈现出“先上后下”的趋势，先是一季度是疫后“正常化”，再到二季度是“内外去库存共振”，虽然目前经济企稳回升，但政策的落实的有效性仍有待考量。

**供应：**上半年全球铜精矿供应宽松，国内精炼铜产量增幅明显，但矿端的扰动事件频发与国内冶炼厂上半年集中检修使整体供应释放弱低于预期。放眼下半年，矿端干扰因素预计长期存在，而国内冶炼厂下半年检修较少，整体供应或优于上半年。

**需求：**消费端超出预期，在国内稳增长促内需政策引领下，地产和电网的传统消费端表现平稳，白色家电、新能源汽车、风光等产业表现亮眼。而高利率和高通胀的欧美环境使得海外消费整体承压。但就下半年来看，国内和海外消费预计边际走弱，整体消费或弱于上半年。

**预期走势：**在欧美高利率环境下，下半年全球经济预计走弱，而国内基调偏稳的复苏节奏难以支撑铜价短期上行，叠加宽松基本面的预期，我们预计铜价下半年将小幅下探，预计核心运行区间【64000, 68000】。

**风险提示：**国内政策刺激超预期、铜矿供应干扰增强、全球库存继续下降



全国客服热线

4006-365-058

您身边的财富管理专家

## 目录

一、2023 上半年年铜市场回顾 .....	4
二、宏观面分析.....	5
2.1 缓慢衰退担忧持续，通胀下行工业萎靡 .....	5
2.2 国内经济强复苏不及预期，政策有效性仍需考证 .....	5
三、铜需求分析.....	6
3.1 电力投资稳步增长 .....	7
3.2 政策利好落地，新能源车稳健增长 .....	9
3.3 竣工支撑全年地产铜消费 .....	11
3.3 白电产销全年高增 .....	12
3.4 海外需求强于预期 .....	13
四、铜供应分析.....	14
4.1 全球矿端供应宽松 .....	14
4.2 国内供应平稳，依赖海外矿程度提升 .....	16
4.3 冶炼利润丰富，精铜产量充足 .....	16
五、库存分析.....	18
六、总结与展望.....	19

## 图表目录

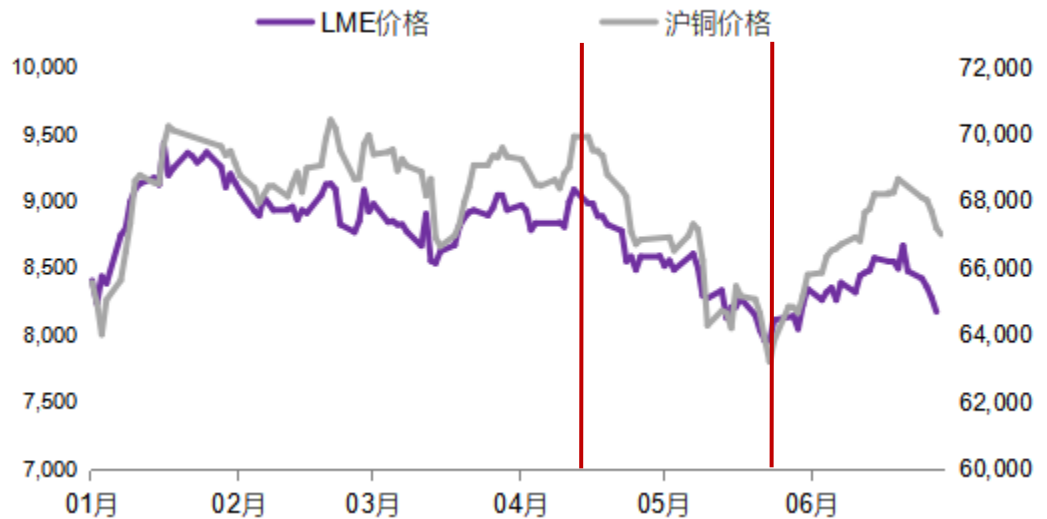
图表 1: 沪铜价格走势 .....	4
图表 2: 国内铜需求整体占比 .....	7
图表 3: 电网建设完成额累计同比 (%) .....	8
图表 4: 国家电网计划和实际投资额 (单位: 亿; %) .....	8
图表 5: 新增电源建设容量 (万千瓦) .....	9
图表 6: 电源工程投资完成额累计同比 (%) .....	9
图表 7: 新能源汽车用铜一览图 .....	10
图表 8: 国内汽车累计销量 (单位: 万辆) .....	10
图表 9: 新增电源建设容量 (单位: 吨) .....	10
图表 10: 新能源汽车渗透率 (%) .....	10
图表 11: 房屋开工、竣工、销售累计同比 (%) .....	11
图表 12: 电线电缆开工率 (%) .....	11
图表 13: 国内房地产当月竣工 (单位: 万平方米) .....	12
图表 14: 国内商品房当月销售面积 (单位: 万平方米) .....	12
图表 15: 国内空调、电冰箱、洗衣机的产量同比 (%) .....	13
图表 16: 空调、电冰箱、洗衣机出口数量 (单位: 万台) .....	13
图表 17: 美国新建住房和成屋住房销售套数 (单位: 千套/万套) .....	14
图表 18: 美国新建私人住宅数量 (单位: 千套) .....	14
图表 19: 美国耐用品新订单 (单位: 百万美元; %) .....	14
图表 20: 美国消费者信心指数 .....	14
图表 21: 全球主要矿企季度产量 (单位: 千金属吨) .....	15
图表 22: 智利铜矿产量 (单位: 万吨; %) .....	15
图表 23: 秘鲁铜矿产量 (单位: 万吨; %) .....	15
图表 24: 国内铜精矿产量 (单位: 吨; %) .....	16
图表 25: 国内铜矿进口量 (单位: 万吨) .....	16
图表 26: 进口铜精矿指数 (单位: 美元/吨) .....	16
图表 27: 国内废铜进口量 (单位: 万吨) .....	16
图表 28: 国内新增冶炼产能 (单位: 万金属吨) .....	17
图表 29: 国内冶炼厂开工率 (单位: %) .....	17
图表 30: 中国电解精炼铜产量 (单位: 吨) .....	17
图表 32: 三大交易所铜总库存 (单位: 吨) .....	18
图表 33: 国内社会库存 (单位: 万吨) .....	18
图表 34: 全球铜市供需平衡表 (单位: 万吨) .....	19



## 一、2023 上半年年铜市场回顾

2023 上半年年铜价表现整体为震荡下跌，沪铜价格整体向上向下振幅上半年均小于外盘。截止六月下旬，沪铜主力合约累计上涨 1.67%。

图表 1：沪铜价格走势



数据来源：大有期货投研中心，iFind

第一阶段（1月-4月中）：国内铜期货主力合约走势与国际铜价相似，表现出高位宽幅震荡，沪铜运行在 69000 左右，并上下浮动。在 1 月 5 日触及阶段低点 63820 元/吨，之后在 1 月 19 日触及上半年最高点 71500 元/吨，期间最大振幅 12%。这主要是因为美国虽然持续加息但经济依然强韧，加上美联储的鹰派发言和欧美的银行危机以及降息暗示等重要因素，让市场对全球经济前景有恐慌情绪变动；国内经济强势复苏预期打得很足，但也受到了节后复工复产情况以及累库状态影响，不过存款准备金率的下调也为环境注入了稳定充裕的流动性。而 4 月中，国内库存去库速度放缓，终端消费体现刚性需求，而美国 CPI 数据回落速度加快，市场对未来停止加息预期增强，铜价强势上涨至 70170 元/吨。（4 月 17 日）。

第二阶段（4月中-5月末）：铜价一路整体下滑，5 月 25 日触及上半年最低点 62690 元/吨，期间最大向下振幅为 12.3%。这主要是因为美联储官员持续放鹰，

市场面对预计的全球高利率环境产生较高的资金避险情绪，加上美国债务上限谈判未好转；国内虽然五一假期消费数据积极，但终端消费依旧较弱，呈现出弱复苏态势。因此整体而言，铜价再重挫后，呈现出震荡下跌。

第三阶段（5月末-至今）：铜价逐步回升，在6月21日达到68930元/吨后开始回落，整体向上振幅小于10%。主要因素有美国CPI回落速度加快，对于后面停止加息预期增强，市场避险情绪缓和；较低铜价时增加了下游订单，不过临近年中进入消费淡季，虽然近期铜价重心下移，但下游消费依旧疲软，整体是宏观利好和消费内生动力不足的博弈环境下铜价震荡弱运行。

## 二、宏观面分析

### 2.1 缓慢衰退担忧持续，通胀下行工业萎靡

新冠疫情爆发后，供需因素交互主导，推动欧美通胀持续上行。从结构上看，美国核心商品项通胀已于2022年上半年见顶回落，但核心服务项仍然处于本轮最高位。目前CPI通胀回落主要由商品通胀下行驱动，服务通胀仍然具备粘性。美联储本轮加息周期预计在明年底见顶，政策利率下限高点位于4.5-4.75%之间，因此高通胀预计将在2023年上半年延续，直至2023年中将回落至4%附近。

2022年高通胀侵蚀了美国居民和企业的购买力，展望2023年，陡峭上升的利率水平，叠加大幅收敛的财政政策，将显著抑制美国的总需求。随着房贷利率和企业融资的成本上升，美国的房地产市场和企业投资将明显走弱，2023年上半年美国经济或陷入实质性衰退，但此轮经济衰退或将较为缓和。一是较高的职位空缺为就业市场提供“缓冲”；二是受益于先前大规模的财政刺激，美国居民人均积累超1万美元财富，相当于2-3个月可支配收入；三是当前美国居民资产负债表相对健康，负债率明显低于次贷危机水平。欧洲方面，因上半年受俄乌冲突影响，其天然气等能源价格疯狂飙升，加重了经济负担，对欧洲而言，未来会面临“控通胀”“稳增长”的两难困境，高通胀迫使加息，高利率对需求叠加显著压制，这对欧洲经济增长形成显著拖累。因此，我们认为欧洲经济衰退或更早发生，明年的经济下行速度将显著高于美国。

### 2.2 国内经济强复苏不及预期，政策有效性仍需考证

2022 年我国消费受疫情影响增速总体偏低。前三季度最终消费对 GDP 增速的贡献持续下滑，由 2021 年的 5.3pct 降至 1.2pct，从三大消费主体看，收入增长放缓、预期疲软，是消费修复乏力的主要原因。

2022 年 12 月国家公布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，对风险区划定和管理、核酸检测、隔离方式等工作提出十个方面进一步的优化要求，渐进重启将成为 2023 年中国经济的主题。参考海外经验，经济活动向常态回归将显著提振消费动能，特别是服务消费有望出现趋势性反转。在政策助推下，基建和制造业投资有望稳健增长，而压力将主要来自于出口和房地产。

在货币政策方面，2022 全年央行基础货币投放力度前强后弱，整体维持了流动性合理充裕。根据“不可能三角”理论拓展推演，2023 年我国货币政策空间将明显扩张，总量工具使用概率相应上升。政策操作上，2023 年货币政策总体将相机抉择。数量型调控上，基准情形下，或有两次全面降准，每次幅度为 0.25pct，分别于 2023 年初和年中落地。随着外部约束缓解，2023 年我国货币政策将保持扩张，总量工具使用概率上升，结构性工具将持续发力。

对财政政策而言，一方面，地方政府债务负担较重，制约债务规模进一步上升，但地方财政收入收缩，叠加增量发型的 5000 亿元新增专项债，今年底地方政府债务率预计将达 127.4%，较同期大幅提升 21.3pct。另一方面，在收入端，减税降费规模或有所下降，税收收入将企稳回升，非税收入预期维持较快增长，整体财政收支紧平衡压力或将略微减弱。2023 年财政政策或更加依赖于预算外资金，“准财政”工具大概率仍将积极发力，在节奏上，财政仍将保持“前置”，预计 2023 年提前批额度将“打满”，即按 2022 年新增限额的 60%提前下达，规模达 2.2 万亿。

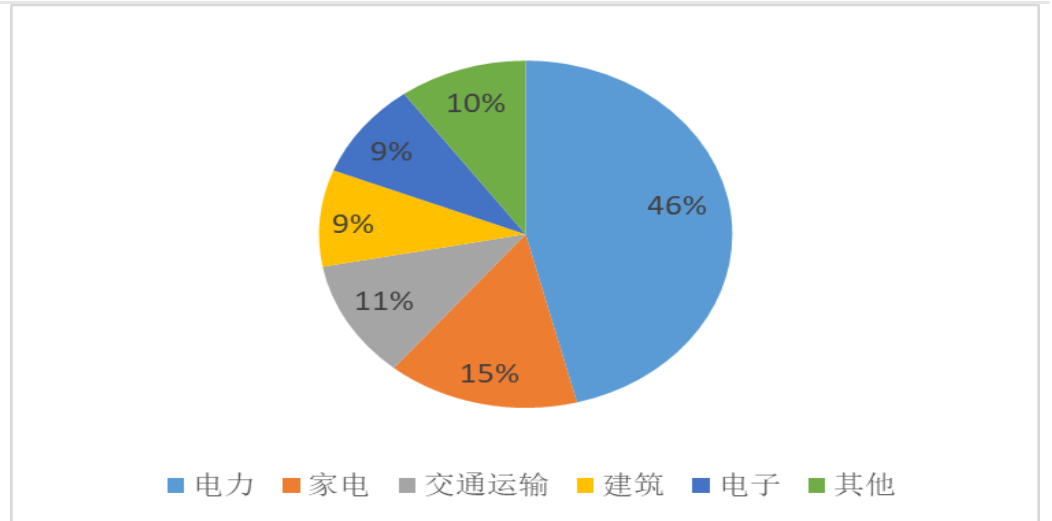
总的说，未来在防疫政策优化和经济政策持续发力的信心加持下，我们认为国内经济将迎来新的转折之年。

### 三、铜需求分析

铜是全球经济发展必不可少的基本金属，下游需求涉及行业众多。据 SMM 数据，2023 年 1-6 月国内精铜表观消费量达到 697.58 万吨，同比增长 5.5%。2022

年国内对铜的第一应用下游是电力行业，占比接近铜总需求的一半，高达 46%；其次是家电，下游需求占比达到 15%；此外，交通运输、电子和建筑领域占铜需求总量的 11%、9%、9%。

图表 2：国内铜需求整体占比



数据来源：SMM，大有期货投研中心

### 3.1 电力投资稳步增长

2023 年 1-5 月全国电网工程投资累计完成额 1400 亿元，同比+10.8%，5 月单月完成额 587 亿元，同比+97.64%。

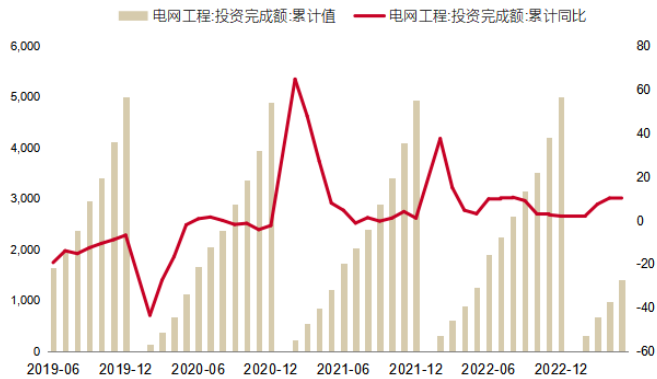
2023 年国家电网投资有望超过 5200 亿元，投资一方面，加快建设现代智慧配电网，促进微电网和分布式能源发展。今年以来国务院加快推进充电基础设施建设，开展配套电网智能化改造。根据中国电力报公众号消息，6 月 19 日，国务院办公厅印发《关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》。文件提出：

(1) 充分发挥新能源汽车在电化学储能体系中的重要作用，加强电动汽车与电网能量互动，提高电网调峰调频、安全应急等响应能力，推动车联网、车网互动、源网荷储一体化、光储充换一体站等试点示范。(2) 大力推广应用智能充电基础设施，新建充电基础设施原则上应采用智能设施，推动既有充电基础设施智能化改造。积极推动配电网智能化改造，强化对电动汽车充放电行为的调控能力。另一方面，持续完善特高压和各级电网网架，服务好沙漠、戈壁、荒漠大型风电光伏基地建设，支撑和促进大型电源基地集约化开发、远距离外送；在 2022 年特高压开工进度不达预期的背景下，2023 年有望迎来集中放量；2022 年特高压仅开工

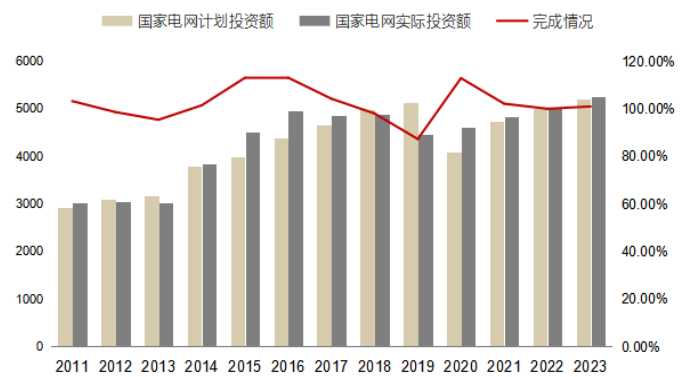
4 条，2023 年特高压开工条数有望达到 8 条。今年以来已新增开工/核准 3 条特高压直流线路，已招标 1 条特高压直流项目，近期特高压直流有望启动新一轮招标。不过我们在 2022 年报曾提及到相比中低压输电线路使用铜线作为材料，特高压输电线路一般采用铝，用铜比例较少，铜更多用在围绕特高压建设的变电站以及低压配电站中，一般变电容量越大变电站的单位耗铜量越少。

据数据显示，2023 年以来 220 千伏及以上变电设备装机容量与 220 千伏及以上新增线路长度同比均下降 30% 左右，属于中高压输变电端。而回顾电网工程投资累计完成额数据为同比+10.8%，因此我们预计在 1-5 月份智慧配电网占据新增电网投资的大头，而此配电端对铜的拉动作用显著强于特高压输电端建设。

图表 3：电网建设完成额累计同比 (%)



图表 4：国家电网计划和实际投资额 (单位: 亿; %)



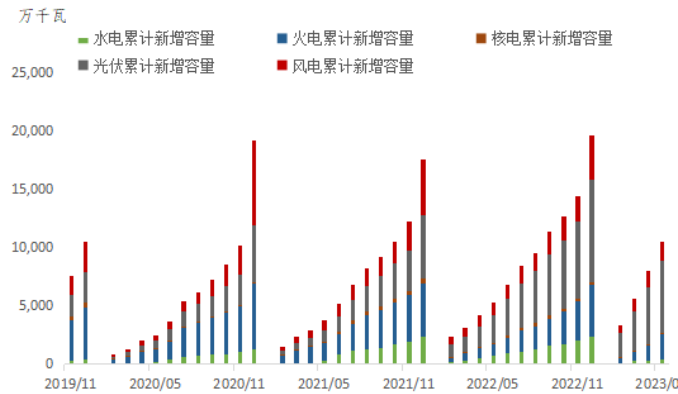
资料来源: iFind, 大有期货投研中心 资料来源: iFind, 大有期货投研中心

2023 年 1-5 月全国电源工程投资累计完成额 2389 亿元，同比+62.5%，其中 5 月完成 587 亿元，同比+97.6%。新能源装机快速提升使得电源工程投资额显著增长。2023 年 1-5 月全国累计发电装机容量约 1.05 亿千瓦，同比+99.9%。其中，太阳能发电装机容量约 6121 万千瓦，同比增长 158.2%；风电装机容量约 1636 万千瓦，同比增长 51.2%。今年以来，此前一直限制板块新增装机增速及项目盈利性的硅料及组件价格已经出现大幅下跌，截至 6 月 14 日，多晶硅致密料价格已经达到 78 元/千克，已经跌回至 2020 年的水平，组件价格也较高点回落 0.5 元/W。成本端快速回落，促使新能源发电端产量快速释放。如果以风电耗铜量 0.9 万吨/GW 和太阳能发电耗铜量 0.45 万吨/GW 测算，以及风电 50% 增速和光伏 120% 增速来测算，今年两项合计铜消费预计新增 50-55 万吨。

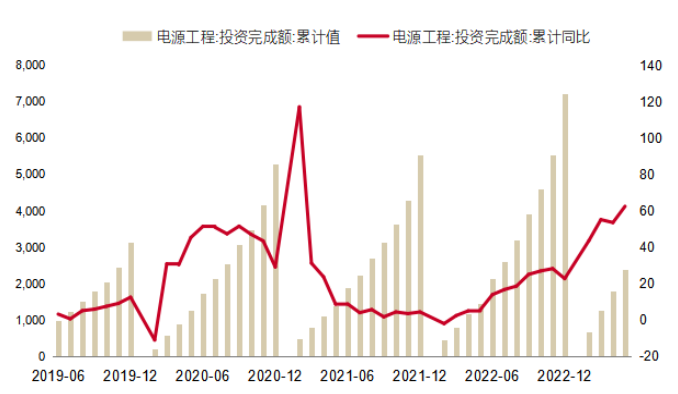
展望下半年，在国内稳增长的主线推动下，电网建设将发挥经济托底效应，

而绿色电源建设则成为经济增长点之一，我们保持下半年绿色能源建设高增速的预期。

图表 5: 新增电源建设容量 (万千瓦)



图表 6: 电源工程投资完成额累计同比 (%)



资料来源: iFind, 大有期货投研中心 资料来源: iFind, 大有期货投研中心

### 3.2 政策利好落地，新能源车稳健增长

铜主要用来做新能源汽车电动机的转子线圈，此外发电机和储存电池包也需要大量的铜。因为新能源汽车的电机内部需要大量使用线组，所以铜使用量相比于燃油汽车是全面增加。根据 ICSG 数据，传统汽车单车用铜量是 23kg，混合动力电动汽车单车用铜量是 40kg，插电式混合动力单车用铜量是 60kg，而纯电动单车用铜量是 83kg。

据统计局数据，2023 年 1-5 月国内乘用车累计销量达到 763 万辆，同比上涨 4.3%，其中新能源乘用车批发销量达 278 万辆，同比上涨 46.62%，占汽车总销量的 36.4%。6 月 21 日，财政部、税务总局、工业和信息化部等三部门联合发布公告称，将延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策。具体而言，2024 年至 2025 年期间的新能源汽车免征车辆购置税，每辆免税额不超过 3 万元。2026-2027 年的新能源车减半征收车辆购置税，每辆减税额不超过 1.5 万元。

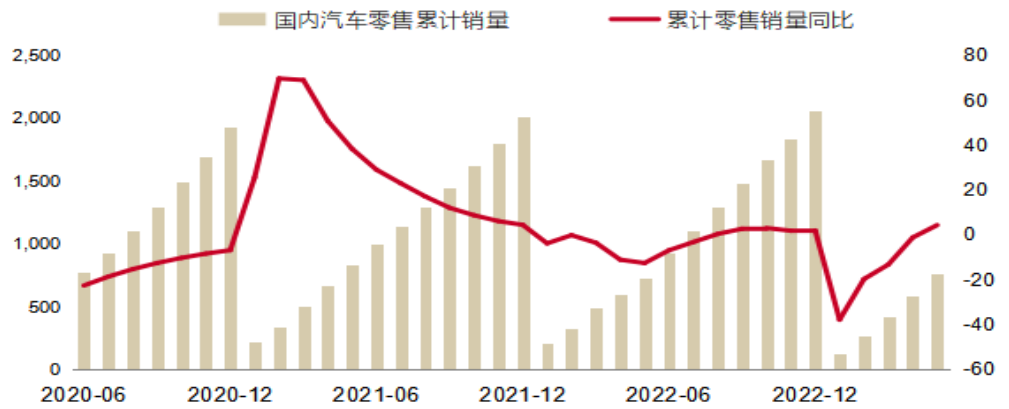
我们预计 2023 年中国新能源乘用车将达 850 万销量，同比增长 23%，对应全年渗透率 36.3%。我们预期中国 5 月新能源车销量环比改善趋势有望向季末的 6 月传递。今年汽车板块整体呈现弱复苏，但是中国新能源车渗透率曲线大方向仍处于“S”型曲线的加速上扬阶段。整体汽车板块对铜消费的拉动仍较为明显，我们预计 2023 年汽车端对于铜的消费将新增 20 万吨。

图表 7：新能源汽车用铜一览表



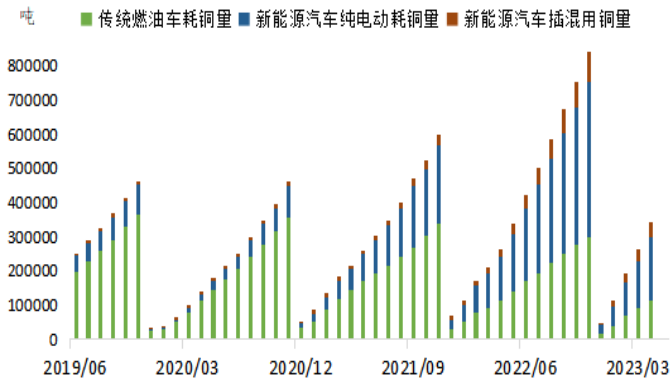
数据来源: 五矿集团, 大有期货投研中心

图表 8：国内汽车累计销量（单位：万辆）

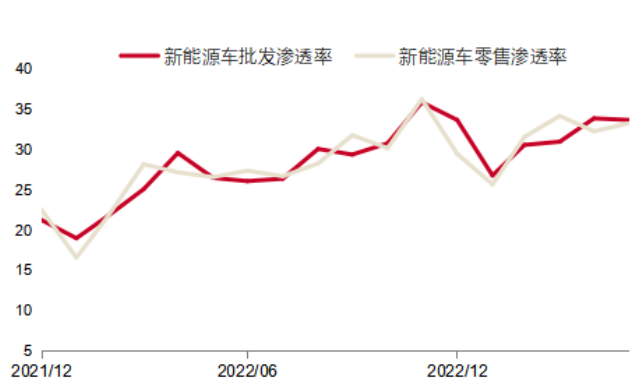


数据来源: iFind, 大有期货投研中心

图表 9：新增电源建设容量（单位：吨）



图表 10：新能源汽车渗透率 (%)



资料来源: 五矿集团, 大有期货投研中心 资料来源: iFind, 大有期货投研中心

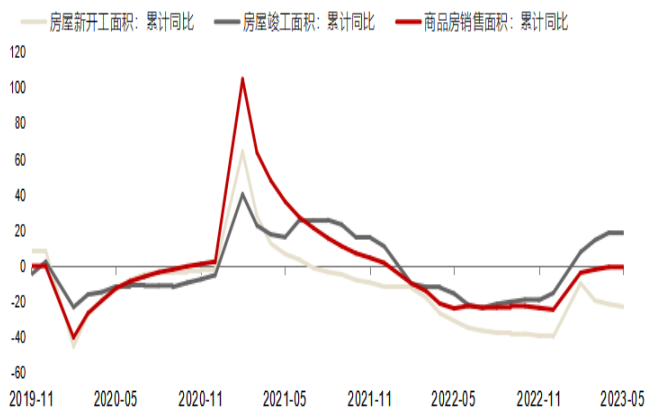
### 3.3 竣工支撑全年地产铜消费

2023 年以来中国房地产行业虽然有一定的修复预期，但受到供给、需求两端制约，市场热度延续平淡。今年 2-3 月份统计局口径的全国商品房销售面积均超过 1.4 亿平，仅次于 2021 年的 1.9 亿平，销售强势回暖；4-5 月份的销售面积下滑明显，又跌至历史低位。并且按高频数据看，6 月 30 中大城市商品房成交面积再次显著低于去年 6 月。

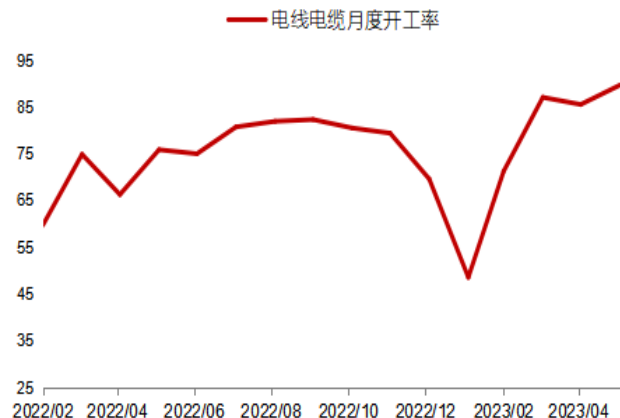
近期，央行再次下调 LPR 利率以及市场传出国家将对一、二线城市限购政策的进行松动，涉及到房地产端的政策已非常宽松，但我们认为这对房地产行业的刺激效果有限。原因是居民杠杆率已经处于高位，中国新增人口的减少都表明地产需求端难以形成真正起色。回顾 2022 年报，我们对于房地产政策认为会有两个底线——“保交楼”的民生底线，以及“不走老路”的风险底线，就现状来看符合我们的预期，今年竣工端显著好于前端销售，主要受益过往销售较好表现以及政策偏重于“保交楼”的推动，同时，政府较温和的刺激政策也使得上半年地产销售整体较平稳。

对于下半年，地产行业在“高杠杆、高周转”模式难以维系的情况下，房地产销售和新开工同步变化的规律将被打破，未来即便政府推出大量刺激政策促使销售端回暖，但后续传导至供给端可能会存在比较长的时滞，而若供需两端无法同频恢复，后续竣工端将受负面影响，对铜的消费将形成拖累。我们预计 2023 全年的地产端铜消费将小幅减少 5-10 万吨。

图表 11：房屋开工、竣工、销售累计同比（%）

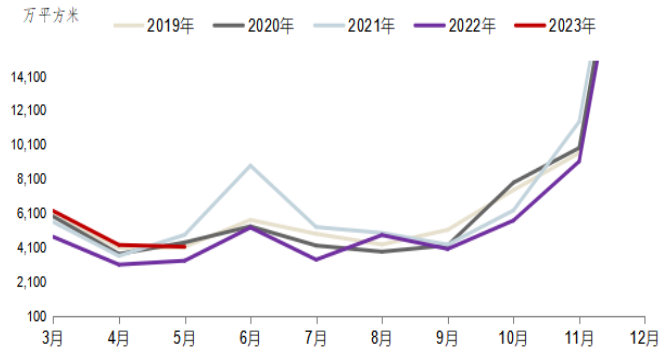


图表 12：电线电缆开工率（%）

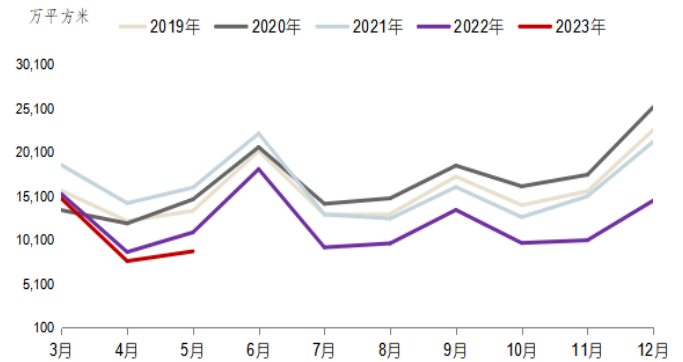


资料来源：iFind, 大有期货投研中心 资料来源：iFind, 大有期货投研中心

图表 13: 国内房地产当月竣工 (单位: 万平方米)



图表 14: 国内商品房当月销售面积 (单位: 万平方米)



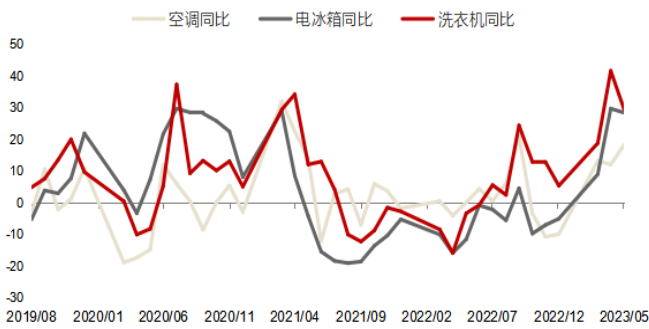
资料来源: iFinD, 大有期货投研中心 资料来源: iFinD, 大有期货投研中心

### 3.3 白电产销全年高增

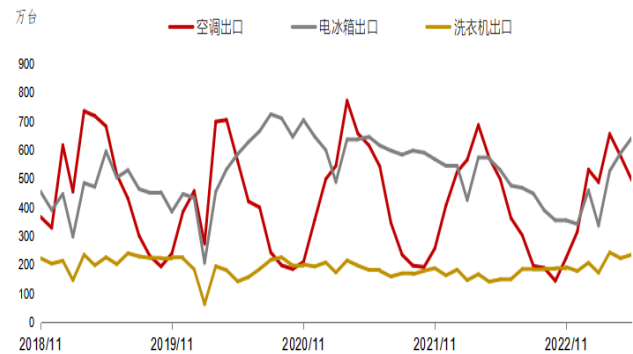
据统计局数据, 2023 年 1-5 月国内空调、洗衣机、电冰箱累计产量达到 11425 万台、4082 万台、3857 万台, 同比上涨 14.2%、18.9%、12.4%, 同时, 1-5 月家用空调、洗衣机累计销量也维持+10%的增速。在海外需求低迷背景下, 白色家电的产销高增主要得益于内销的旺盛, 其中地产竣工端的回暖和国家推动绿色家电下乡政策起主因。

盛夏在即, 以空调为首的白电在 618 中的销量大放异彩, 从全网大家电销售表现来看, 空调出货高开稳走, 相较其他品类大家电, 其销售额连续 3 周保持同比显增态势。综合全渠道零售数据, 此次“618”期间空调零售量与零售额同比分别增长 36%和 38%。作为“天气敏感型行业”, 高温天气可直接促动空调需求增长, 但影响作用仍存在局限性。在产品使用年限内的居民家庭, 以及消费偏弱的群体等对空调购置需求并非强烈, 因而导致行业长期增长动能或有缺失。不过, 基于目前行业产品技术迭代, 绿色节能产品购买政策补贴等驱动, 空调行业销售规模有望于在今年得到提升。我们预计 2023 全年的白电对铜消费将增加 10-20 万吨。

图表 15: 国内空调、电冰箱、洗衣机的产量同比 (%)



图表 16: 空调、电冰箱、洗衣机出口数量 (单位: 万台)



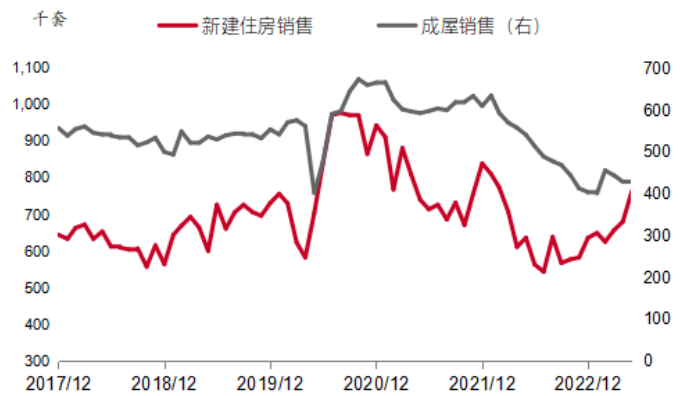
资料来源: iFinD, 大有期货投研中心 资料来源: iFinD, 大有期货投研中心

### 3.4 海外需求强于预期

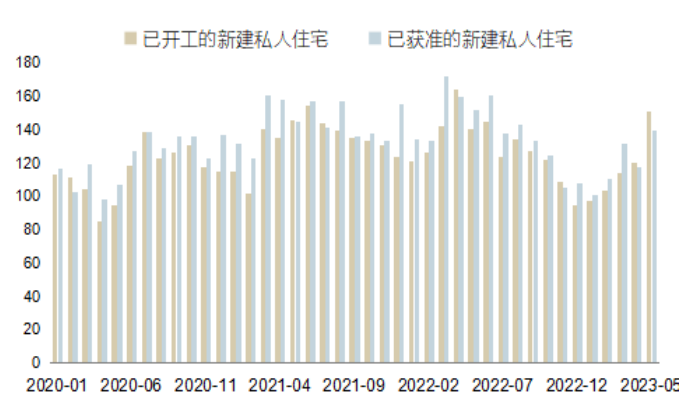
美国是全球铜消费第二大国，建筑耗铜占比较高。近期美国房地产市场有所回暖，美国已获批准和已开工新建私人住宅数量开始反弹，住房销售数量回升，全美房价环比呈企稳回升态势。今年 2 月以来，美国已获得批准的新建私人住宅和已开工的新建私人住宅折年数明显止跌回升，特别是 5 月已开工的新建私人住宅数量较 4 月增加 29.1 万套。同时，美国新建住房销售数量在今年 5 月也已较去年 10 月的阶段低点回升了 3 万套。

上半年美国消费者信心指数持续回升，目前升至 2022 年初以来最高水平，叠加耐用品消费品订单的稳步增长，表明美国消费的韧性尤强。放眼下半年，我们认为现状的韧性不等于未来的韧性，随着高利率的持续影响，就业市场的降温将带动消费减弱，整体需求难以维持在上半年的水平。

图表 17: 美国新建住房和成屋住房销售套数 (单位: 千套/万套)

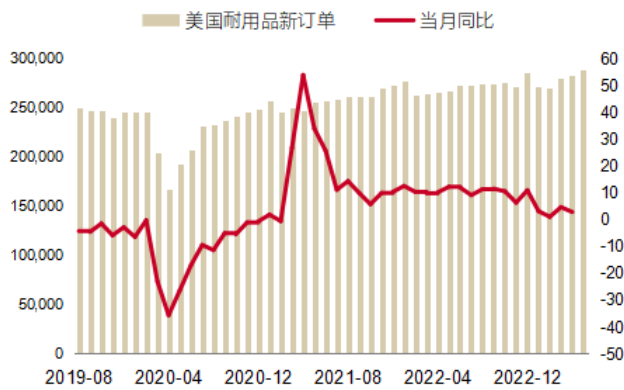


图表 18: 美国新建私人住宅数量 (单位: 千套)



资料来源: iFind, 大有期货投研中心 资料来源: iFind, 大有期货投研中心

图表 19: 美国耐用品新订单 (单位: 百万美元; %)



图表 20: 美国消费者信心指数



资料来源: iFind, 大有期货投研中心 资料来源: iFind, 大有期货投研中心

## 四、铜供应分析

### 4.1 全球矿端供应宽松

根据 ICSG 数据, 2023 年 1-4 月全球铜矿产量 709.5 万吨, 同比增长 3.62%, 根据 SMM 统计的海外主要铜矿企业的季度产量, 已公布的企业 2023 年一季度产量为 315.1 万金属吨, 同比增加 2.71%, 环比减少 11.79%。整体矿端产量温和提高, 保持宽松, 其中增量主要来自于以 Grasberg、Kamoa-Kakula、QB2、驱龙铜矿和 Quellaveco 的新增或扩产项目。不过一季度扰动事件相对频繁, 秘鲁、智利、巴拿马、印尼、刚果金因为政治风险、自然灾害以及合同谈判等原因都有矿山停产、减产以及发运受到影响。虽然从 3 月份开始, 秘鲁等地的矿山陆续恢复生产。不过矿山长期来看, 民粹主义盛行和品位下降仍将导致铜矿面临 5%左右的平均干扰率。

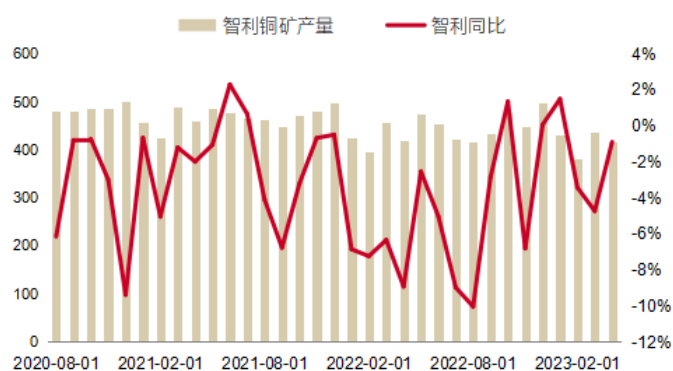
图表 21：全球主要矿企季度产量（单位：千金属吨）

指标名称	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31	同比	环比
Freeport-McMoRan	469	458	487.61	479	487	438	-4.37%	-10.06%
BHP	366	370	461.8	410.1	424	406	9.73%	-4.25%
Codelco	463	364	391.2	380.8	439	352	-3.30%	-19.82%
Glencore	290	258	252.4	260.3	289	244	-5.43%	-15.57%
Grupo Mexico	269	244	236.84	256.3	260	223	-8.61%	-14.23%
Zijin Mining	152	194	216.37	222.1	245	244	25.77%	-0.41%
KGHM	180	193	184.4	179.8	176	176	-8.81%	0.00%
First Quantum	202	182	192.67	195	206	131	-28.02%	-36.41%
Anglo American	161	140	134	147	244	178	27.14%	-27.05%
Antofagasta	179	139	129.8	181.9	196	146	5.04%	-25.51%
Norilsk	119	91	112.53	113	116	109	19.78%	-6.03%
MMG	77	79	44.51	95.6	86	69	-12.66%	-19.77%
Rio Tinto	88	77	63.9	86.6	79	113	46.75%	43.04%
Teck Resources	72	67	72	66	65	57	-14.93%	-12.31%
Lundin	77	65	64.1	63.9	57	61	-6.15%	-7.02%
Vale	78	57	55.9	74.3	64	67	17.54%	4.69%
Ivanhoe	54	56	87.31	98	93	94	67.86%	1.08%
Barrick	57	46	54.43	55.8	44	\	\	\
OZ Minerals	32	30	27.42	30	36	\	\	\
Boliden	34	28	30.2	28.4	23	\	\	\
Newcrest	26	25	38.67	32.5	35	31	24.00%	-11.43%
Newmont	10	9	10.89	7.3	11	12	33.33%	9.09%
Sierra Metals	3	3	3.78	2.9	3	\	\	\
总计	3458	3175	3352.73	3466	3428	3151	\	\

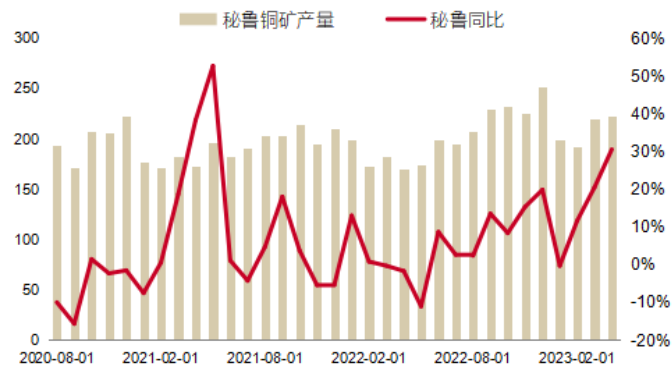
数据来源：SMM，大有期货投研中心

回顾 2023 上半年，南美铜产量明显回升，根据 SMM 数据，2023 年 1-4 月智利和秘鲁合计矿产铜为 638.3 万金属吨，同比上升 8.16%。其中智利 2023 年 1-4 月矿产铜为 416.2 万金属吨，同比下降了 0.9%。而秘鲁 2022 年 1-4 月矿产铜为 173 万金属吨，同比上升了 30.52%。3 月份秘鲁的抗议活动得到缓解，受影响最严重的 LasBambas 和 Antapaccay 铜矿的运输和开采快速恢复，同时，秘鲁当局正在制定一项计划，使军队留在矿产运输的主要道路，以避免 2023 下半年再次发生铜矿运输的干扰事件。

图表 22：智利铜矿产量（单位：万吨；%）



图表 23：秘鲁铜矿产量（单位：万吨；%）



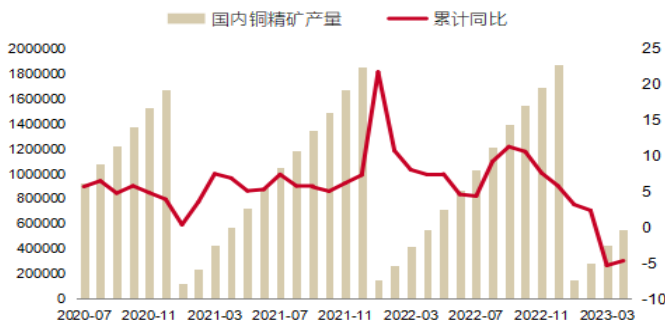
资料来源：iFind, 大有期货投研中心 资料来源：iFind, 大有期货投研中心

## 4.2 国内供应平稳，依赖海外矿程度提升

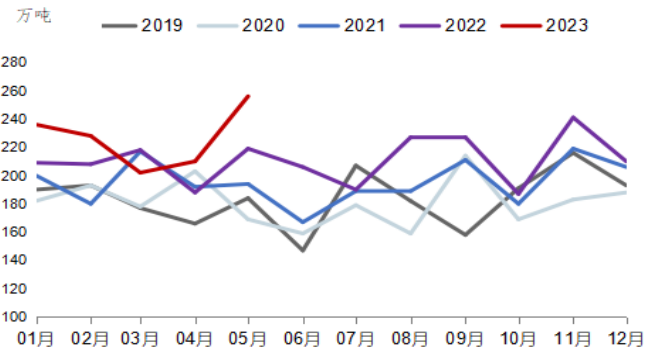
根据统计局数据，2023 年 1-4 月国内铜精矿产量达到 55.78 万吨，同比下降 4.67%。进口矿方面，根据海关数据，2023 年 1-5 月中国铜精矿累计进口量为 1131 万吨，同比增加 8.8%，其中，5 月进口量创单月有史以来新高，达到 256 万吨。国内对海外铜精矿依赖度提升，2023 年 1-4 月国产铜精矿/需求量下降至 19.83%。

再生铜方面，根据海关总署数据，2023 年 1-5 月废铜进口 80.27 万实物吨，同比增长 12.12%，欧美等发达国家疫情后再生回收周期滞后，再生以自我消耗为主，并且部分国家对出口废铜要求愈加严格，再生进口量之后难以出现量级的跳跃增加。而国内再生产量增长进入瓶颈期，整体再生铜增量有限。

图表 24：国内铜精矿产量（单位：吨；%）

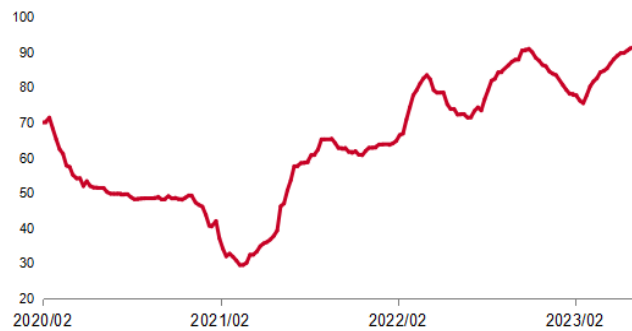


图表 25：国内铜矿进口量（单位：万吨）

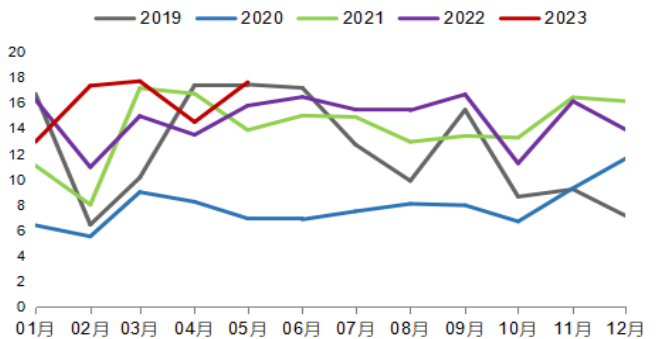


资料来源：iFinD, 大有期货投研中心 资料来源：iFinD, 大有期货投研中心

图表 26：进口铜精矿指数（单位：美元/吨）



图表 27：国内废铜进口量（单位：万吨）



资料来源：SMM, 大有期货投研中心 资料来源：iFinD, 大有期货投研中心

## 4.3 冶炼利润丰富，精铜产量充足

2023 年中国铜粗炼和精炼产能快速增长，根据 SMM 统计的数据，2023 年中国通粗炼和精炼产能分别新增 51 万吨和新增 56 万吨。

据统计局数据，1-5 月我国精炼铜累计值为 520.4 万吨，累计同比为 12.1%。

整体上，上半年国内精炼铜产量提升速度较快，即使二季度国内冶炼厂集中检修期间，单月产量能达 109.5 万吨。这种现象主因铜精矿供应的稳定增长，TC/RC 费用维持在 80-90 美元/吨的高位，冶炼厂有丰厚的利润，因此生产积极性较高。

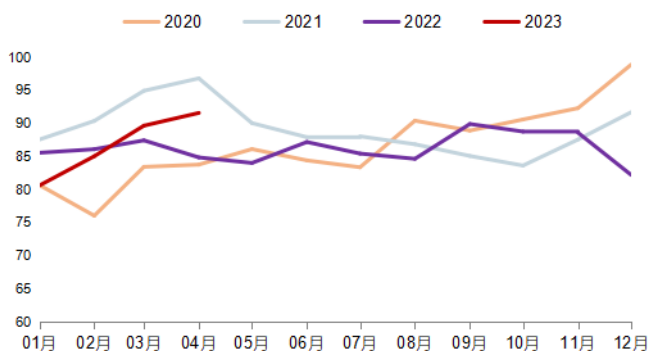
考虑到年内铜精矿供应格局难以转变，叠加新增产能投放和下半年检修计划较少，我们预计下半年国内精铜产量增速将进一步提高，全年精炼铜产量增速超 12%。

图表 28：国内新增冶炼产能（单位：万金属吨）

公司名称	新增粗炼产能	新增后粗炼从产能	生产使用原料	投产年月
中条山有色金属集团有限公司	18	30	铜精矿	2023年10月
山东烟台国润铜业	8	18	铜精矿	2023Q2
葫芦岛宏跃北方铜业	5	15	铜精矿	2023年
白银有色	20	40	铜精矿	2023年8月
小计	51	103		
公司名称	新增粗炼产能	新增后粗炼从产能	生产使用原料	投产年月
江西鑫科环保高新技术有限公司	10	10	废铜/阳极铜	2023年3月
中条山有色金属集团有限公司	18	30	铜精矿	2023年10月
山东烟台国润铜业	8	18	铜精矿	2023Q2
白银有色	20	40	铜精矿	2023年中
小计	56	98		

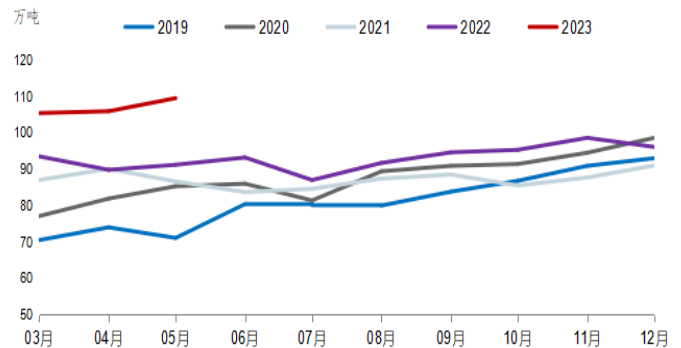
数据来源：SMM, 大有期货投研中心,

图表 29：国内冶炼厂开工率（单位：%）



资料来源：SMM, 大有期货投研中心

图表 30：中国电解精炼铜产量（单位：吨）

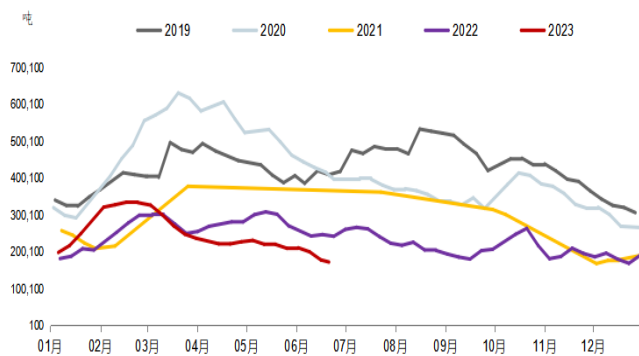


资料来源：iFinD, 大有期货投研中心

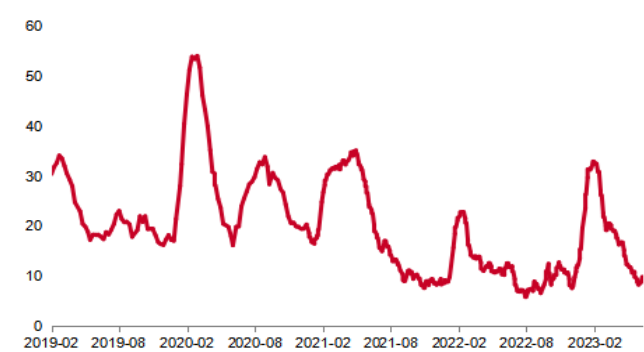
## 五、库存分析

截止 6 月 21 日，三大交易所加保税库的铜库存约为 17.17 万吨，比去年同期下降约 8 万吨，仍处于极低位置，国内社会库存 10.79 万吨，比去年同期增加 1.3 万吨。分区域来看，减少量主要来自于海外地区，伦铜库存从去年同期 12 万吨的水平减少至 8 万吨水平，COMEX 铜库存从去年同期 7 万吨水平减少至 3 万吨水平，上海保税区铜库存较同期下降近 12 万吨至 8 万吨水平，而国内上期所铜库存则同期小幅增加 0.5 万吨至 2 万吨水平，国内铜社会库存约 9 万吨，与去年整体持平。

图表 32：三大交易所铜总库存（单位：吨）



图表 33：国内社会库存（单位：万吨）



资料来源：iFind, 大有期货投研中心 资料来源：iFind, 大有期货投研中心

与我们 2022 年报认为的相反，2023 年全球铜显性库存没有回升，反而继续下降，一方面来自于国内经济复苏方面，电网和房地产耗铜量未出现明显下滑，而白色家电与新能源耗铜量的高增使得国内用铜量整体增长，另一方面受一季度干扰事件影响，海外铜矿供应的增量小于我们此前预期。

平衡表角度，我们预计 2023 年为供应小幅过剩的一年，边际变化上面，2023 年精炼铜供给边际增长或达到 96 万吨，需求在新能源产业拉动下，预计边际增长 87 万吨，相对过剩量约 12 万金属吨。

图表 34：全球铜市供需平衡表（单位：万吨）

	2020	2021	2022	2023F	2024E	2025E
全球矿山铜产量	2066	2120	2194	2273	2385	2480
全球精炼铜产量	2455	2482	2564	2660	2782	2877
传统用铜量	2352	2322	2325	2345	2339	2328
光伏铜用量	74	86	111	135	149	165
风电耗铜量	49	50	44	53	57	72
新能源车耗铜量	24.5	49.2	80.8	114.8	154.6	197.8
绿色需求耗铜量	147	185	236	303	361	435
绿色需求占比	5.88%	7.39%	9.22%	11.43%	13.37%	15.73%
精炼铜需求	2499	2507	2561	2648	2700	2763
需求-供给	(44)	(25)	3	12	82	114

数据来源：大有期货投研中心

## 六、总结与展望

宏观：海外面临制造业萎靡，服务业快速复苏的现象。美国通胀放缓和经济是否衰退依旧是市场关注的主题，下半年除了关注两次加息的落地，银行系统的风险也需要重视；国内上半年经济整体主要呈现出“先上后下”的趋势，先是一季度是疫后“正常化”，再到二季度是“内外去库存共振”，虽然目前经济企稳回升，但政策的落实的有效性仍有待考量。

供应：上半年全球铜精矿供应宽松，国内精炼铜产量增幅明显，但矿端的扰动事件频发与国内冶炼厂上半年集中检修使整体供应释放弱低于预期。放眼下半年，矿端干扰因素预计长期存在，而国内冶炼厂下半年检修较少，整体供应或优于上半年。

需求：消费端超出预期，在国内稳增长促内需政策引领下，地产和电网的传统消费端表现平稳，白色家电、新能源汽车、风光等产业表现亮眼。而高利率和高通胀的欧美环境使得海外消费整体承压。但就下半年来看，国内和海外消费预计边际走弱，整体消费或弱于上半年。

预期走势：在欧美高利率环境下，下半年全球经济预计走弱，而国内基调偏稳的复苏节奏难以支撑铜价短期上行，叠加宽松基本面的预期，我们预计铜价下半年将小幅下探，预计核心运行区间【64000,68000】。

## 风险提示

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表述的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点及见解以及分析方法，如与大有期货公司发布的其它信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了大有期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映大有期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经大有期货公司允许批准，本报告内容不得以任何形式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处“大有期货公司”，并保留我公司的一切权利。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

湖南证监局、省期货业协会温馨提示：期市有风险，入市需谨慎。



公司总部地址：湖南省长沙市芙蓉南路二段 128 号现代广场三、四楼

全国统一客服热线：4006-365-058

电话：0731-84409000

网址：<http://www.dayouf.com>