

需求回升踏歌来 铜价乘歌当徐行

【策略观点】

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76 号

范芮
电话：010-84555195

邮 箱
fanrui@guoyuanqh.com

期货从业资格号
F3055660

投资咨询资格号
Z0014442

本轮加息周期已被铜价充分内化，不论 2023 年货币政策是否转向，本轮货币政策对铜价的压力也已经接近释放完毕。

基本面来看，铜精矿供应宽松格局延续，废铜供应紧张格局有望延续，进口铜存在明显补充国内市场的可能性，全球精炼铜低库存问题预计有望缓解。需求方面，地产政策利好线缆需求，空调面临需求潜力和库存双重压力，新能源汽车将继续稳定汽车行业用铜需求。

综上，我们认为铜价将在 2023 年震荡走强。

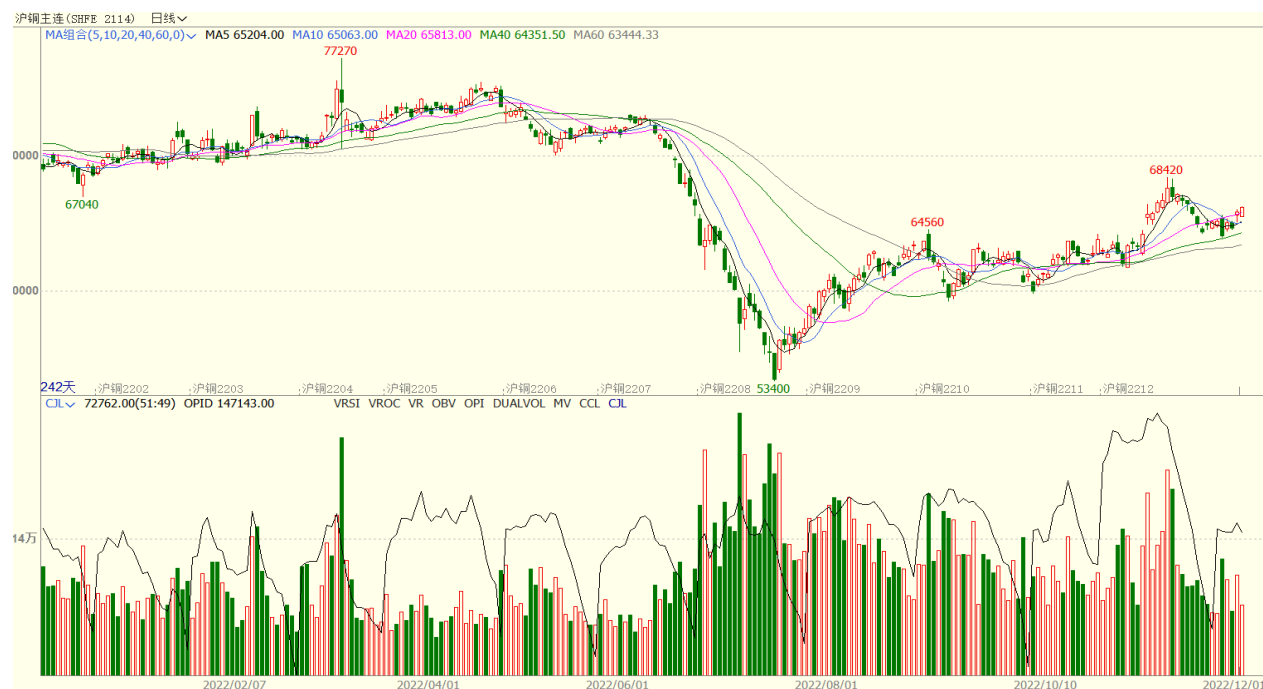
【目 录】

一、行情回顾	1
二、铜价钝化加息影响 等待货币政策拐点	1
2.1 加息周期利空已尽 关注欧美货币政策转向	1
三、废铜独木难支 供应压力放缓	3
3.1 加工费基准提升 铜精矿供应谨慎乐观	3
3.2 利废需求提升 废铜供应仍将偏紧	4
3.3 加工费基准走高 精炼铜供应有望加速	5
四、政策利好支持 终端需求将有提升	5
4.1 地产政策利好 线缆需求将有提升	5
4.2 空调消费潜力有限 库存制约行业生产	6
4.3 新能源汽车驱动 汽车行业需求预期乐观	7
五、后市展望	8

一、行情回顾

2022 年铜价表现和我们预期较为一致，整体表现为回调有底，年内铜价运行受宏观市场环境的影响较大，但宏观市场对铜价的压力作用逐渐放缓。从具体铜价走势来看，主要分为三个明确阶段：年初至 4 月下旬，受俄乌战争以及能源忧虑推动，铜价稳步走强，期间虽然美联储鹰派行动预期增强，但难敌供应忧虑，铜价最高曾上探至 76880 元；后美国通胀情况不断恶化，铜价表现出明显的金融属性，美联储持续加息并不断加强鹰派言论风向令美元持续强势，铜价更是被快速打压至最低 53320 元附近；伴随美元强势上涨至 114.78 附近，市场对美联储本轮加息周期的行动路径以及终端利率均已充分消化，加之北溪管道输气终端推升电力成本，铜价再度震荡修复前期跌幅。伦铜与沪铜运行节奏基本一致，整体表现较沪铜相对偏弱。

图表 1 沪铜走势



数据来源：文华财经，国元期货

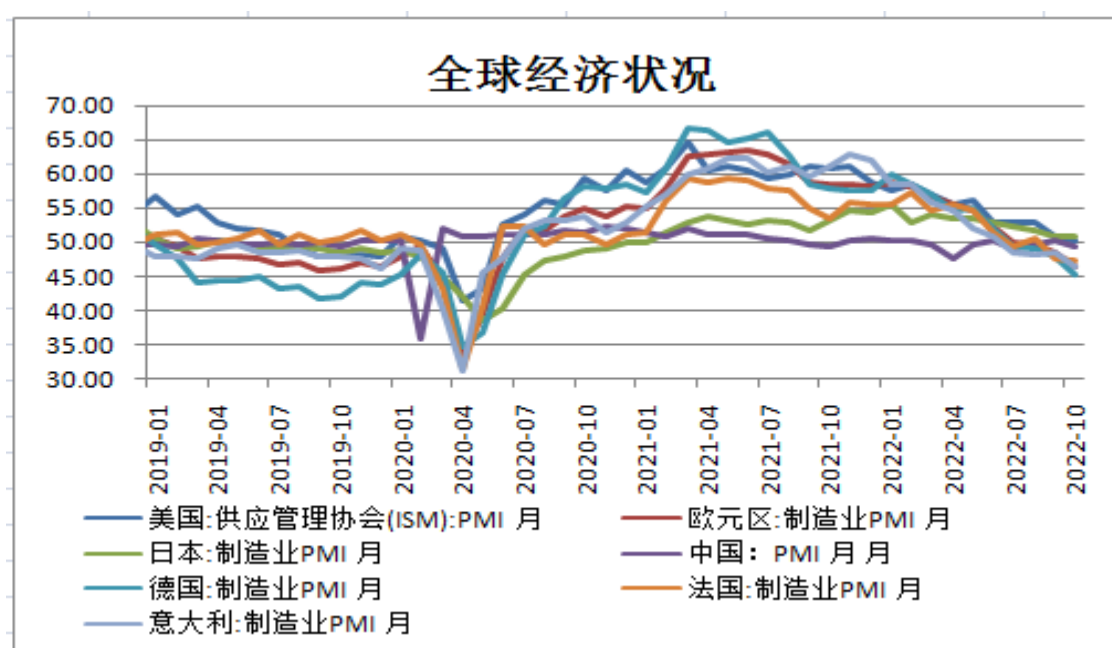
二、铜价钝化加息影响 等待货币政策拐点

全球货币政策依然是 2022 年宏观市场绝对的主题，市场在充分消化美联储领衔的本轮加息周期后，关注点开始转向本轮加息周期的结束信号，并在年末重燃对全球经济前景的担忧情绪。

2.1 加息周期利空已尽 关注欧美货币政策转向

新冠肺炎疫情后，全球大放水带来的经济增长在 2022 年明显降温，从经济领先指数 PMI 来看，美国制造业 PMI 回落至荣枯线边缘，欧元区 and 中国的制造业 PMI 自 7 月起回落至荣枯线以下，经济增速开始放缓。而与之相伴随的，是全球通胀压力的不断深化：美国 CPI 继续延续去年的上涨势头，并在 2022 年 6 月最高达到 9.1%，美国核心 CPI 更是在年末仍有反复；欧洲的通胀压力更是明显大于美国，在 2022 年整年均持续攀高，年末更是攀升到 10% 以上的高水平。伴随通胀问题的不断恶化，市场对以美联储为代表的欧美央行货币政策持续给予高度关注。

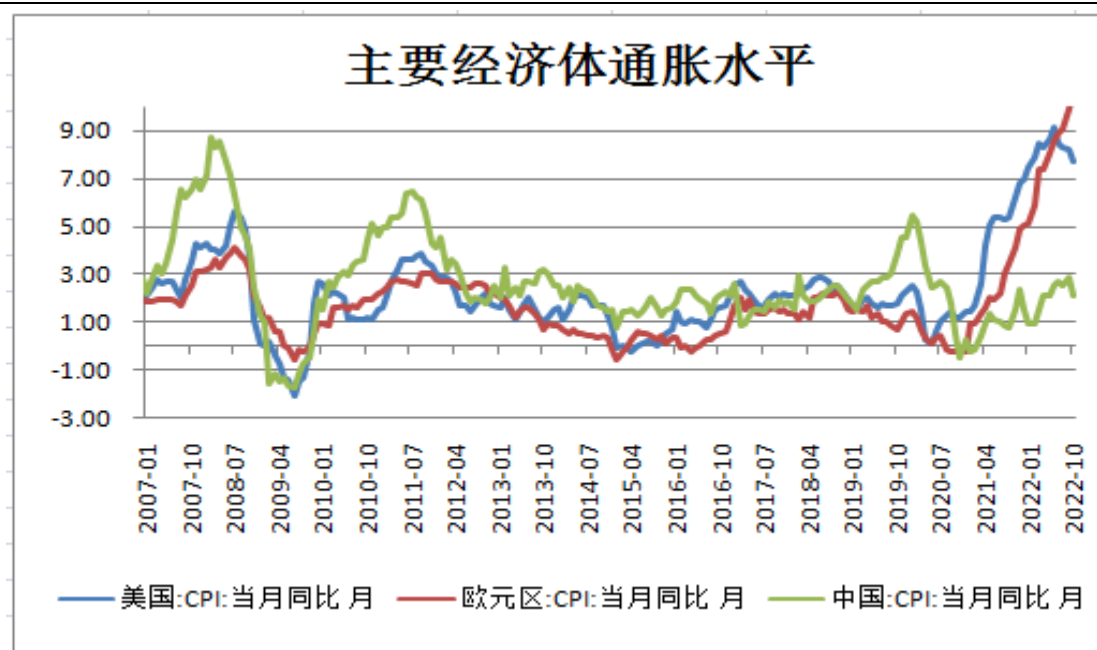
图表 2 全球主要经济体制造业 PMI



数据来源：公开新闻整理，国元期货

2022 年美联储有多次加息行动，其中，3 月加息 25BP，5 月加息 50BP，6 月、7 月、9 月和 11 月均大幅加息 75BP，市场预期 12 月的议息会议美联储仍然会有加息行动。

图表 3 全球主要经济体通胀水平



数据来源：公开新闻整理，国元期货

目前，美联储言论风向依然摇摆不定，欧洲央行仍致力于遏制高通胀，而美元见顶的迹象却已经体现得较为明显，由此，个人认为，若美联储货币政策在 2023 年未见转向，美联储及欧洲央行货币政策对铜价的作用将持续减弱。若货币政策转向言论抛出，则对铜价利多更甚。由此，不论 2023 年货币政策如何，宏观市场对铜价的压力都将明显减弱，甚至开始利多兑现。

三、废铜独木难支 供应压力放缓

3.1 加工费基准提升 铜精矿供应谨慎乐观

2022 年海外矿山运营整体平稳，除五矿资源旗下 Las Bambas 铜矿多次遭遇罢工、封锁等影响外，其他矿山运营基本稳定。年内，由于劳动力紧缺、岩土工程问题、智利用水限制、矿石品味低于预期等因素影响，英美资源、淡水河谷、Codelco、嘉能可等多家矿企曾在运营报告中报出产量增速下滑，BHP、Antofagasta 以及自由港等多家矿山企业甚至下调 2022 年铜精矿产量预期。

图表 4 进口铜精矿指数



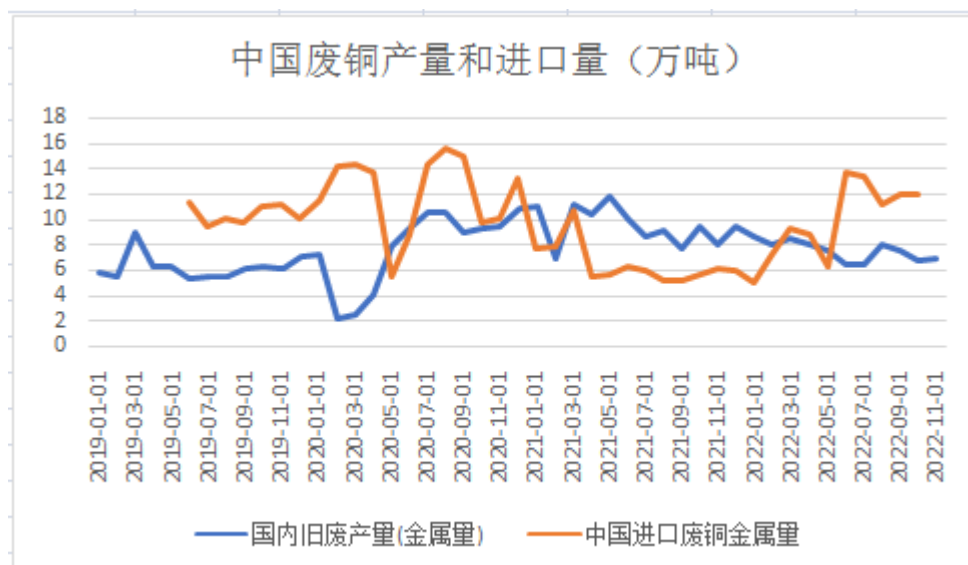
数据来源: SMM, 国元期货

11月,自由港与国内冶炼厂敲定2023年铜精矿加工费基准价为88美元/吨,为2017年以来最高水平,不过考虑到2022年末国内进口铜精矿指数已经高达90美元/吨以上,因此,对2023年全球精炼铜供应,个人持谨慎乐观态度。

3.2 废铜需求提升 废铜供应仍将偏紧

2022年国内精废含税价差先抑后扬,6月曾短暂出现精废价差倒挂近一周,此外,整个5月、6月末至7月中旬、8-9月曾多次出现精废价差跌至1000元/吨的情况,对当期废铜供应偏紧存在一定提示作用。

图表 5 国内废铜产量及进口量



数据来源: SMM, 国元期货

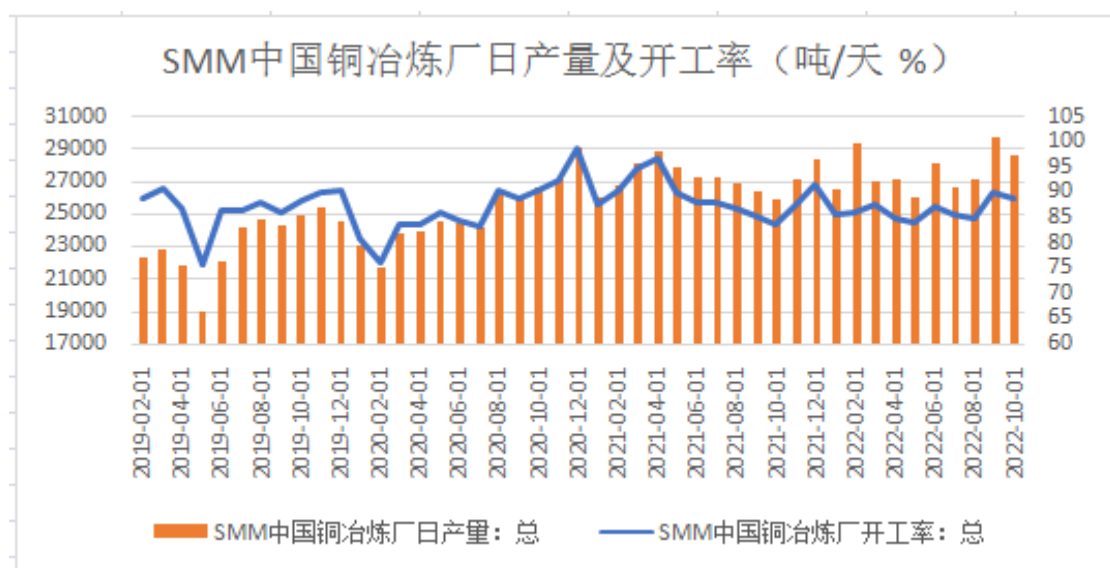
由于全球碳中和战略,越来越多的项目受到环保法案的约束,要求利用废铜,因此,海

外废铜需求持续旺盛，并有进一步提升空间，这将在全球范围提升废铜需求，对我国废铜进口需求形成一定挤占。

3.3 加工费基准走高 精炼铜供应有望加速

2022 年国内进口铜精矿加工费持续走高，国内冶炼厂开工率也持续保持在 84.5%以上的高水平，年末开工率甚至有进一步提升。2022 年国内冶炼厂检修集中于 3 月、7 月、9 月和 10 月，不过，由于 2022 年国内新增精炼产能约为 91 万吨，副产硫酸对冶炼的限制因素不大，因此，从实际国内精炼铜产量来看，表现较为积极。

图表 6 SMM 电解铜月度产量



数据来源：SMM，国元期货

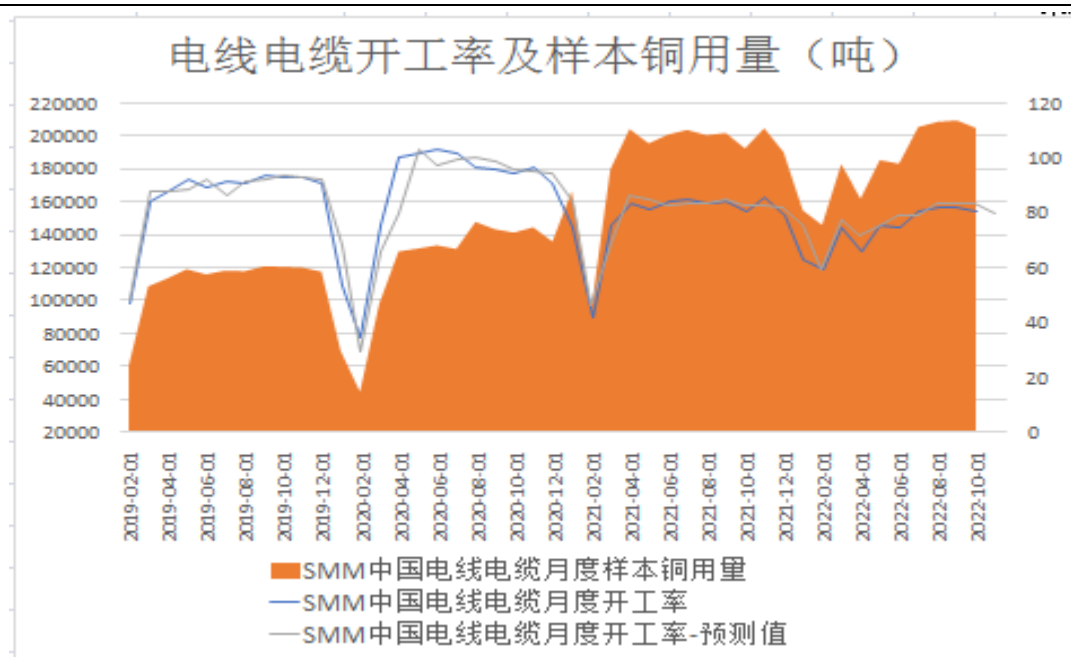
ICSG 预测，2023 年全球精炼铜产量增长速度将较 2022 年有所加快，并认为世界精炼产量的增长将主要取决于中国电解产能的持续扩大以及 DRC 新的和扩大的 SX-EW 业务。

四、政策利好支持 终端需求将有提升

4.1 地产政策利好 线缆需求将有提升

SMM 调研的 2022 年国内电线电缆开工率呈现先抑后扬态势。具体而言，国内电力基建在 3-4 月间表现积极，不过国内固定资产投资完成水平在下半年略有收缩。地产方面，4 月下旬，国内下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，5 月中下旬人民银行下调 5 年期 LPR 15BP，同时，国内多省调整楼市政策，上半年地产新开工情况曾震荡回暖，地产竣工情况则 7 月表现最为突出。

图表 7 国内线缆行业现状



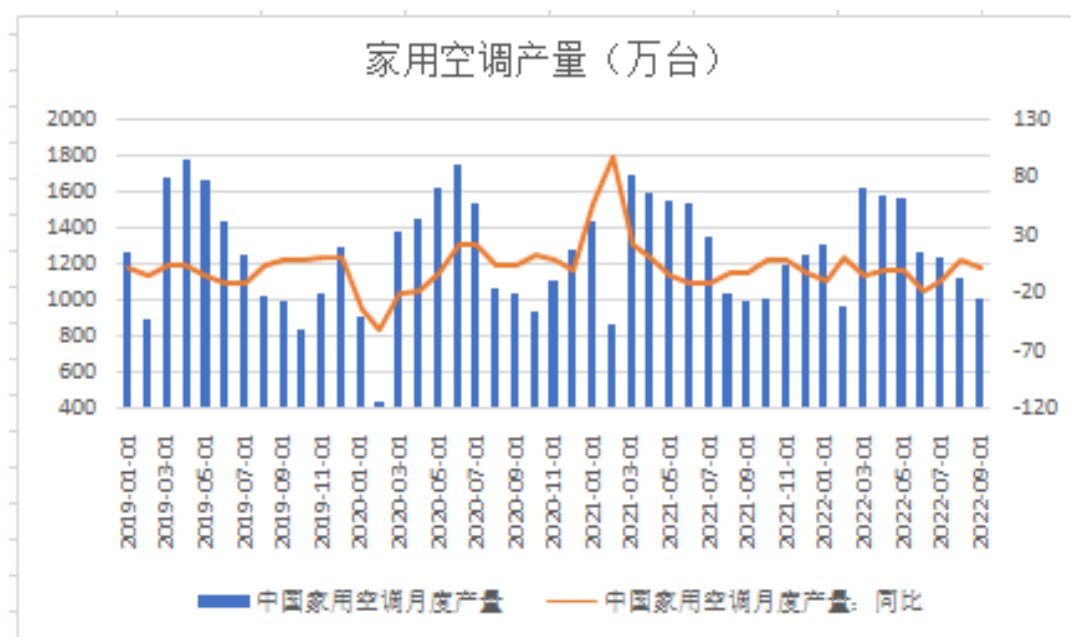
数据来源：SMM，国元期货

据报道，2022年地方政府新增专项债券发行规模已突破4万亿元，创历史新高，超六成投向基建领域，2023年基建投资仍强，若无其他非预期扰动，2023年线缆需求将较2022年有明显增加。

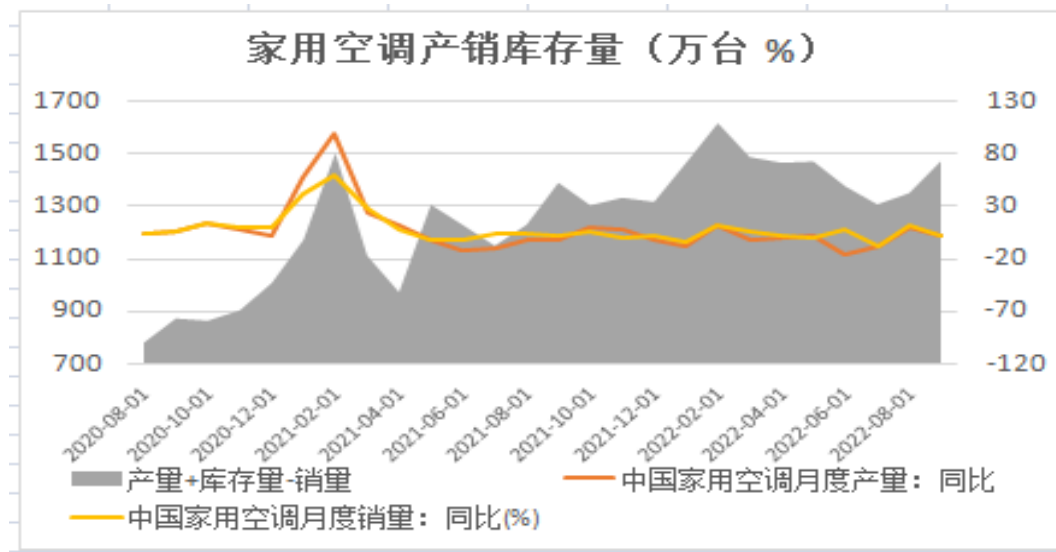
4.2 空调消费潜力有限 库存制约行业生产

2022年国内空调产销情况表现较为一致，排除季节性因素后，呈现出一季度产销平稳有升，二季度开始产销走弱，年末产销尚可的态势。而国内空调行业库存在2022年继续得以累加。

图表 8 国内空调产量



图表 9 国内空调库存情况



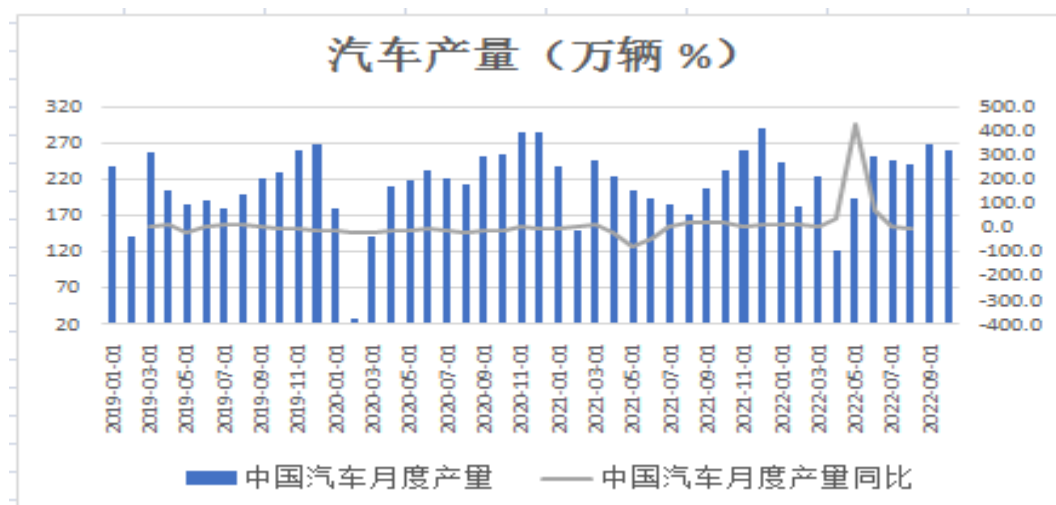
数据来源: Wind, 国元期货

2023 年空调消费增长空间预计将较为有限，而空调行业库存量却连续多年处于高位并仍持续累加。个人认为若 2023 年消费驱动不足，空调行业将很难推动用铜需求增长。

4.3 新能源汽车驱动 汽车行业需求预期乐观

2022 年芯片短缺问题虽然依然对汽车行业有一定影响，但汽车行业表现可谓积极。新能源汽车继续引领国内汽车行业产销。

图表 10 国内汽车生产情况



数据来源: 中汽协, 国元期货

2022 年 9 月末，财政部、税务总局、工业和信息化部发布关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告，新能源汽车免征车辆购置税政策延续至 2023 年底。当前汽车行业并无明显库存压力，芯片短缺对汽车行业的影响正趋于减弱，新能源汽车对行业的驱动作用仍有作用空间，因此，个人认为 2023 年汽车行业整体表现仍将平稳积极。

五、后市展望

本轮加息周期已被铜价充分内化，不论 2023 年货币政策是否转向，本轮货币政策对铜价的压力也已经接近释放完毕。

基本面来看，铜精矿供应宽松格局延续，废铜供应紧张格局有望延续，进口铜存在明显补充国内市场的可能性，全球精炼铜低库存问题预计有望缓解。需求方面，地产政策利好线缆需求，空调面临需求潜力和库存双重压力，新能源汽车将继续稳定汽车行业用铜需求。

综上，我们认为铜价将在 2023 年震荡走强。

免责声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B

电话：010-84555000

合肥分公司

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座 6 楼 601-607

电话：0551-62895515

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312922

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层（实际楼层 13 层）04 室

电话：021-50872756

合肥营业部

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层

电话：0551-68115888

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 户

电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008

号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层西侧

电话：0475-6380818

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元

电话：020-89816681