



2023年5月8日

海外衰退压力加剧，铜价震荡偏弱

核心观点及策略

- 宏观方面，欧美制造业持续萎缩，经济衰退预期提前兑现；美国核心通胀粘性较强，就业市场表现强劲，美联储在年底前降息概率不大，欧元区也仍将延续紧缩政策。国内经济平稳复苏，制造业供需两端边际放缓，消费和出口超预期恢复，信贷规模保持持续扩张。
- 基本面来看，海外新建项目产能二季度陆续投放，矿端整体供应仍宽松。冶炼厂产能利用率回升及新扩建项目的陆续投产，尽管近期检修增多，但国内精铜总体供应保持增长。需求端，4月铜终端需求边际有转弱迹象，国内下游企业开工率回升速率下降，预计5月整体需求将保持平稳，当前国内去库存速度放缓，全球显性库存反弹对铜价支撑力度减弱。
- 整体来看，当前宏观面内外均利空铜价，基本面略显供大于求，国内在旺季的需求增量有限。我们认为，铜价可能继续偏弱震荡，等待基本面的改善。
- 预计未来一个月铜价维持震荡偏弱走势，沪铜主要波动区间在64000-68000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在8200-8700美元/吨之间。
- 风险点：欧美经济衰退幅度超预期，海外央行提前降息

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

一、2023 年 4 月铜行情回顾	4
二、宏观经济分析	5
1、欧美制造业持续萎缩，就业市场表现强劲.....	5
2、核心通胀粘性较强，美联储加息渐止短期无降息预期.....	6
3、国内经济平稳复苏，制造业边际放缓，信贷保持扩张.....	6
三、基本面分析	8
1、新建项目陆续投产，现货 TC 小幅回升.....	8
2、精铜产量保持高增长.....	9
3、4 月精铜进口量难有好转.....	12
4、国内去库放缓，全球库存低位反弹.....	13
5、新能源用铜增速较快，传统产业需求增长受限.....	14
四、行情展望	18

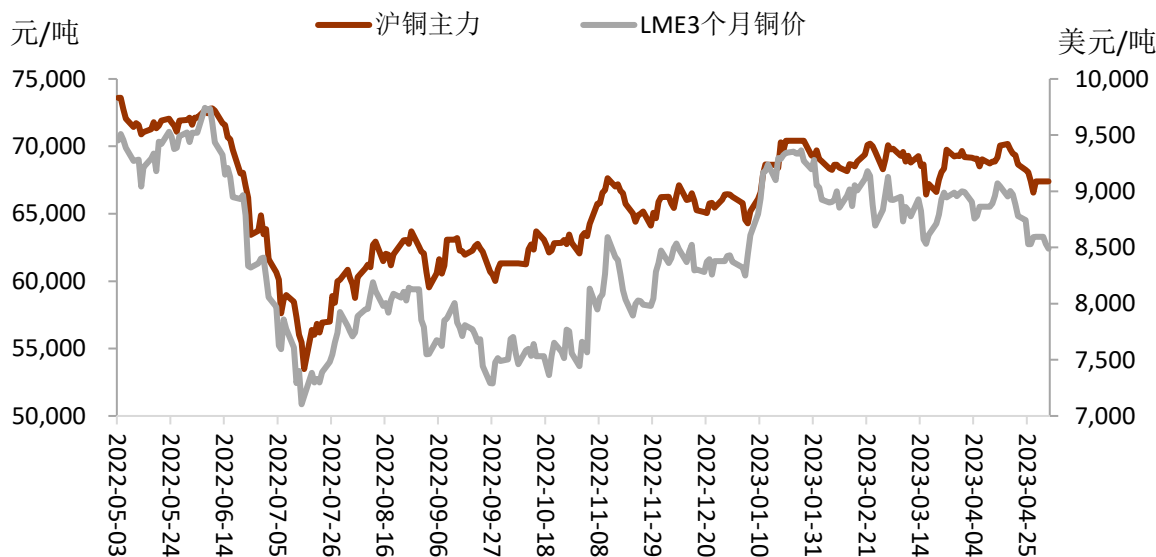
图表目录

图表 1 铜期货价格走势.....	4
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	5
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	7
图表 4 美欧制造业 PMI 指数.....	7
图表 5 中国 GDP 增速.....	7
图表 6 中国 PMI 指数.....	7
图表 7 2023 年国内铜冶炼厂检修计划（万吨）.....	7
图表 8 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	10
图表 9 ICSG 全球精炼铜产量变化.....	11
图表 10 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	11
图表 11 中国铜精矿现货 TC 走势.....	11
图表 12 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	11
图表 13 中国铜材产量及增速变化.....	11
图表 14 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	11
图表 15 中国精炼铜产量变化.....	12
图表 16 中国及全球精炼铜消费量变化.....	12
图表 17 中国精炼铜进口量及增速变化.....	12
图表 18 中国精炼铜出口量及增速变化.....	12
图表 19 中国废铜进口单月变化.....	13
图表 20 中国废铜进口累计变化.....	13
图表 21 全球显性库存变化.....	14
图表 22 LME 铜库存.....	14
图表 23 SHFE 和保税区库存走势.....	14
图表 24 电源投资完成额变化.....	16
图表 25 电网投资完成额变化.....	16
图表 26 房地产开发投资增速变化.....	17
图表 27 房地产开工施工和竣工增速变化.....	17
图表 28 家用空调产量增速变化.....	17
图表 29 家用空调库存变化.....	17
图表 30 汽车产量变化.....	17
图表 31 新能源汽车产量及销量变化.....	17

一、2023 年 4 月铜行情回顾

2023 年 4 月，铜价整体维持震荡下行走势。一方面，欧美制造业持续萎缩，服务业持续回升带动通胀预期上行令通胀保持高粘性，两方面都利空铜价；另一方面，国内冶炼厂在 4 月检修增多的条件下仍然逐步恢复，但需求端的旺季消费预期没有完全兑现，4 月国内去库速度明显放缓，整体供需处于宽平衡。截至 4 月底，伦铜报收于 8595.5 美元/吨，月度跌幅 4.43%；沪铜报收于 67410 元/吨，月度跌幅 2.45%。4 月人民币兑美元汇率小幅贬值，叠加海外库存低位持续回升，沪伦比回升至 7.84 一线，整体转为内强外弱格局。

图表 1 铜期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

进入 4 月以来，国内精铜消费处于传统消费旺季，下游接货意愿有所回暖，但终端需求增量有限部分压制铜杆及铜板带箔企业开工率回升力度，导致现货升水一直处于低位，月内升水在 4 月下旬最低跌至平水，进入 4 月中旬以后，线缆企业新订单逐步减少使得铜杆厂对精铜消费转弱，汽车产量同比小幅下滑拖累锂电铜箔需求，现货升水维持在 50 元/吨以下。从铜材加工端来看，4 月底精铜制杆周度开工率连续四周下滑一度降至 64%，五一节前部分企业选择停止承接新订单，华南市场现货升水及铜杆加工费持续下降但需求增量并不明显一定程度压制精铜旺季消费。4 月以来，近月与次月的 BACK 结构持续收窄，虽然 4 月国内炼厂检修开始增多但整体供应仍趋于恢复，精铜下游边际消费有转弱迹象，国内去库存速度明显放缓。预计 5 月国内整体消费韧性仍存，带动现货升水低位反弹。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、欧美制造业持续萎缩，就业市场表现强劲

美国 2023 年第一季度 GDP 年化季环比初值同比增长 1.1%，远低于预期的 1.9%，显示美国经济增速超预期放缓，经济衰退或将提前到来。美国 4 月 ISM 制造业指数 47.1，连续第六个月位于枯荣线下方，持续萎缩时间创 2009 年以来最长水平，其中新订单和生产指数仍处于收缩区间，库存指数降至 46.3，表明制造业订单增长较为乏力；欧元区 4 月制造业 PMI 进一步下滑至 45.5，大幅不及预期并远低于前值，制造业萎缩拖累欧元区经济增速，一季度 GDP 环比仅增 0.1%，其中德国增速环比持平正处于衰退边缘。欧元区 4 月服务业 PMI 超预期回升至 56.6，美国 4 月 Markit 服务业指数 53.7，表明当前商品和服务价格上行压力仍然较大，通胀预期重新抬升，服务业回暖强化了通胀的高粘性，进一步推动欧美央行维持较为紧缩的货币政策，尽管美联储如期加息 25 个基点并暗示 6 月暂停加息步伐，但并不会过快降息。

美国劳动力市场表现出较强韧性。最新公布的数据显示，美国 4 月非农新增就业 25.3 万人，大幅超出预期，失业率再度下探至 3.4%，创 1969 年以来最低记录；3 月非农部门职位空缺人数为 959 万人，连续第二个月低于 1000 万人；美国 4 月 ADP 就业人数增加 29.6 万，远高于预期的 15 万人。数据显示，美国劳动力市场的供需矛盾正在逐步缓解，就业仍然表现强劲。市场仍然预期美联储将保持紧缩的货币政策，降低了年内提前降息的预期。

2、核心通胀粘性较强，美联储加息渐止短期无降息预期

美国 3 月 CPI 同比增长 5%，核心 CPI 同比增长 5.6%，均符合预期但回落幅度有限，其中能源价格虽同比下降 6.4%，但食品分项仍然同比上升 8.5%，剔除波动较大的食品和能源项目后，占比较高的住房分项同比增长 7.8%，增速放缓但粘性较强，显示当前美国的房价和租金仍然构成核心通胀回落的主要障碍。3 月核心 PCE 同比增长 4.6%，仍远超美联储中长期利率目标。欧元区 4 月 CPI 同比增长 7%，核心 CPI 初值同比增长 5.6%，整体通胀超出预期但核心通胀意外放缓，分项来看，食品价格同比涨幅达 13.6%，较 3 月的 15.5% 小幅回落，但能源价格同比上涨 2.5%，服务价格上涨 5.2%，均高于前值，核心 CPI 自去年 6 月以来首次出现下降，但整体通胀仍然居高不下，欧元区仍将维持货币紧缩政策。

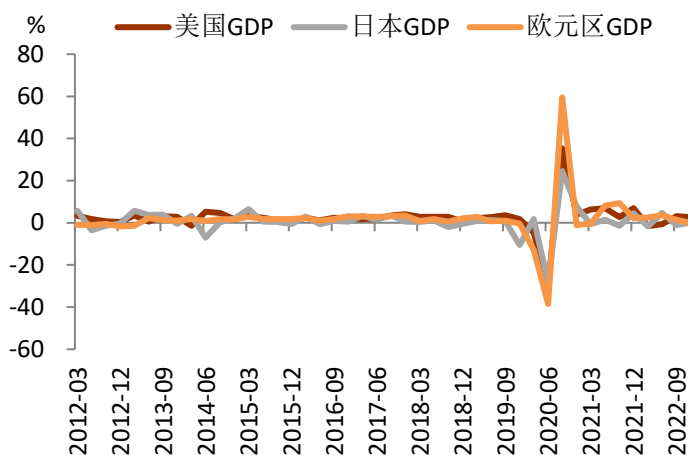
总体来看，近期原油价格回落一定程度减缓了欧美整体的通胀压力，但就业市场强劲及服务业的超预期回升加速了通胀重燃的预期，核心商品价格高企仍然拖累通胀回落幅度。在高利率的背景下，美国制造业复苏难有起色，房地产住宅投资的颓势或将延续，信贷紧缩预计将在未来更大程度地拖累美国企业投资，居民端的薪资增速放缓将一定程度抑制消费增长，虽然财政支出仍然稳健，出口回暖利好美国经济，但推动作用较为有限，难以扭转美国经济增长放缓直至衰退的趋势。我们认为，在美联储本月如期加息 25 个基点后，美国本轮自 2022 年 3 月以来，幅度高达 500 个基点的加息周期大概率将告一段落，但基于当前的通胀形势判断，美联储仅在年底有降息可能，目前仍将维持一段时间的高利率水平。欧元区的通胀形势更加顽固，欧央行 5 月放缓加息幅度至 25 个基点后将延续加息路径。

3、国内经济平稳复苏，制造业边际放缓，信贷规模保持扩张

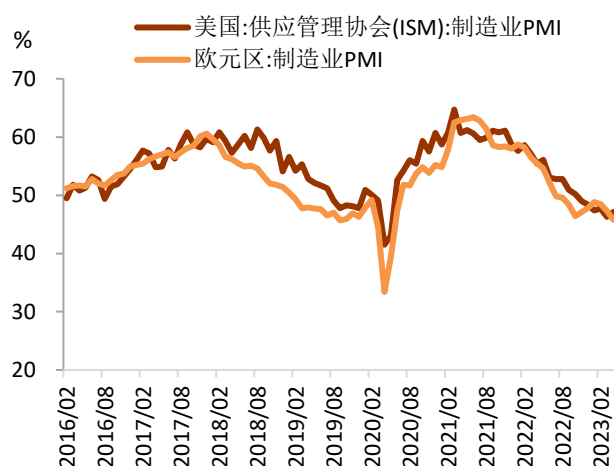
第一季度经济数据显示，我国经济整体保持平稳复苏态势，一季度 GDP 同比增长 4.5%，消费和出口超预期回升，工业产出和固定资产投资缓慢复苏，房地产前端边际有所修复，后端持续回暖，宏观经济正在从弱复苏走向平稳复苏。最新公布的 4 月财新制造业 PMI 为 49.5，小幅不及预期，重新跌回收缩区间。分项数据看，制造业在供需两端均出现明显回落，其中生产指数 50.2，环比下降 4.4%，新订单指数 48.8，环比回落 4.8%，新出口订单指数 47.6，环比下滑 2.8%。在年前和一季度生产订单积压的带动下，国内经济出现了脉冲式的修复，进入二季度后，工业企业从爆发式的需求释放正转入正常的生产节奏，表明二季度国内经济的新增动能稍显不足。尤其是在出口端，由于我国制造业中大部分产业出口依赖性较强，虽然 3 月出口大幅超预期，主因春节积压订单及去年同期的低基数效应，当支撑因素减弱后叠加海外需求增量有限，新增动能出现明显放缓。此外，4 月中央政治局会议提到的“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”也表明当前国内总需求仍然处于修复期，从新订单指数来看，三大项中，中间品和投资品销量下降，一定程度抵消了消费品销量的上涨，整体国内经济仍保持稳健。

央行公布数据显示, 2023 年一季度末, 我国金融机构人民币各项贷款余额 225.45 亿元, 同比增长 11.8%; 一季度人民币贷款新增 10.6 万亿, 同比增加 2.3 万亿元。其中, 企事业单位贷款余额 148.4 万亿, 同比增长 14.3%; 工业企业中长期贷款余额 18.9 万亿, 同比大增 37.1%, 环比去年四季度增长 5.2%; 房地产贷款余额 53.9 万亿, 同比增长 1.3%, 房地产开发贷款余额 13.3 万亿, 环比上升 2.2%; 住户消费贷款 18.2 万亿, 同比增 11%。总体来看, 一季度企事业单位贷款稳步增长, 工业中长期贷款持续回升, 房地产开发贷款增速持续修复, 个人住房贷款增速有所回落, 居民消费贷款增长较快, 总体全社会信贷规模继续保持扩张态势, 企业恢复和扩大生产经营活动的意愿较强, 居民消费仍具有较大提升潜能, 将进一步支撑二季度整体国内经济复苏。

图表 3 发达国家 GDP 增速

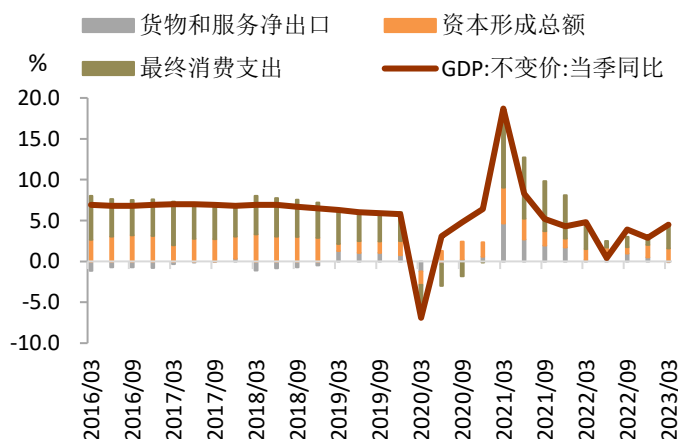


图表 4 美欧制造业 PMI

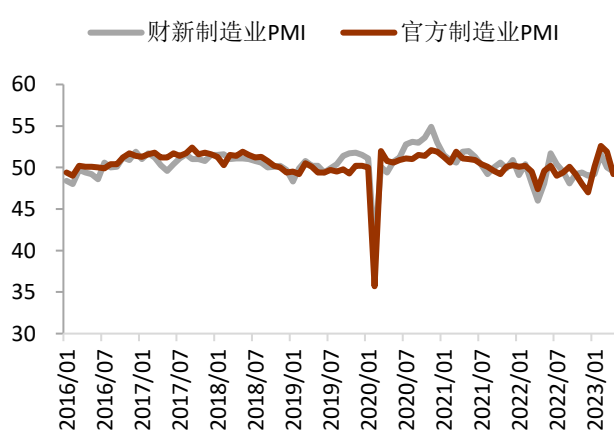


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

三、基本面分析

1、新建项目陆续投产，现货 TC 小幅回升

4 月进口铜精矿现货加工费 TC 指数持续反弹，从 4 月初的 81.7 美元/吨小幅回升至 4 月底的 84.8 美元/吨，主要由于南美矿端干扰基本平息，尽管一季度智利主要矿商铜产量出现下滑，但二季度海外新建项目产能陆续投料试车及开始进入开采选矿等正常生产周期，整体二季度铜精矿供应仍然趋于宽松。

新项目投产进度方面，泰克资源位于智利的 QB2 期项目已生产出第一批散装铜精矿，该项目正在继续推进调试生产，并计划在 2023 年内达产，预计新增产量 16 万吨。

洛阳钼业已与刚果国家矿业公司就 TFM 项目的权益金问题达成共识，目前中区项目已实现短流程投料试车，将逐步释放 TFM 铜钴矿产能，项目预计在 2023 年年中投产，东区工程进度正在按计划顺利推进。该项目总共规划 3 条生产线，分别为 350 万吨/年的混合矿生产线，330 万吨/年的氧化矿生产线以及 560 万吨/年的混合矿生产线，达产后预计新增年均铜产量 20 万吨，新增年均钴产量 1.7 万吨。KFM 项目将于第二季度投产，预计新增产量 8 万吨。

紫金矿业旗下的卡莫阿铜矿一季度实现矿产铜 9.4 万吨，月度平均回收率高达 88.3%，在一期和二期的选厂完成并扩建生产建设后，3 月生产精矿含铜 3.5 万吨，产能爬坡极为顺利。卡莫阿三期 500 万吨/年选厂将于 2024 年第四季度正式投产，截至 2023 年 3 月底，选厂整体施工已完成约 24%，配套的铜冶炼厂的建设工程正如期推进，已完成约 36%，其中土方工程已竣工，土建工程进展顺利。在卡莫阿三期扩建完成后，未来 10 年平均产量将提升至约 62 万吨/年，使卡莫阿铜矿成为全球第四大铜矿山以及非洲大陆最大铜矿。

力拓旗下位于蒙古的 OT 铜金矿已开始进行地下开采，目前蒙古政府就税收政策及发电厂安排进行谈判，该项目预计今年增量 3 万吨，到 2030 年 OT 项目将成为世界第四大铜矿，露天和地下的矿山年均铜矿产量将达 50 万吨。

Antofagasta(安托法加斯塔)发布公告，旗下 Los Pelambres 海水淡化厂和选矿厂扩建项目，包括设计、采购、施工和调试，已完成项目进度的 96%。在海水淡化厂项目中，尽管不利的海况导致了一些重新排序，以完成海洋工程，但水已经成功地通过整个水系统泵送。海水淡化厂预计将于 2023 年第二季度末投产。

根据智利国家铜业委员会数据显示，2023 年 3 月智利铜产量为 43.6 万吨，同比下降 4.7%。主要由于 Codelco(智利国营)3 月产量下滑 16.5%至 11.94 万吨，以及英美资源和嘉能可合资控股的 Collahuasi(科亚瓦西)铜矿产量下滑 16.2%至 4.29 万吨，BHP 旗下的 Escondida 铜矿 3 月产量增至 9.24 万吨，同比增加 13.5%。该协会预计 2023 年智利铜产量将增至 565 万吨，2024 年将进一步增至 589 万吨，智利将在未来 6 年内仍然是全球铜矿增产的主力国。

2、精铜产量保持高增长

据 WBMS(世界金属统计局)公布的数据显示,2023 年 2 月全球精炼铜产量 205.6 万吨,精炼铜消费量为 211.2 万吨,供应短缺 5.6 万吨,2 月全球铜精矿产量达 169 万吨。

根据 SMM 调研数据显示,3 月我国精铜产量达 95.14 万吨,同比增长 12.13%,环比增长 4.8%,略高于预期的 94.95 万吨。进入 4 月以来,国内冶炼厂产能利用率持续上升,尽管 4 月炼厂检修开始增多,但总体供应仍趋于恢复,SMM 预计 4 月我国精铜产量将达 95.39 万吨。

根据 Mysteel 对国内电解铜冶炼企业近期的排产和检修计划调研数据显示,从国内新建项目进度来看,大冶阳新弘盛第一季度累计生产电解铜 4.47 万吨,目前工厂正处于产能爬坡阶段,下半年实现达产目标 34 万吨电解铜以及 130 万吨硫酸副产物;大冶有色新线产能爬坡顺利,4 月产量 5 万吨。老线复产方面,东营方圆目前生产进程较为顺利,维持 40 万吨的满产;紫金矿业由于近期大量采购阳极铜,也上调了今年整体矿产铜的产量预期至 95 万吨。金川集团年产 40 万吨智能电解铜项目在 3 月底正式开工,项目整体规划分两期设计,将采用先进的不锈钢阴极电解工艺。

检修方面,4 月份青海铜业仍在检修中,因阳极铜备货不足影响产量约 7000 吨,大冶有色 10 万吨老线 3 月底已开始检修,检修时间从计划的 6 个月缩短至 4 个月左右,预计总体影响产量 5-8 万吨。赤峰金峰 40 万吨粗炼产线延长检修至 70 天,预计影响产量 3 万吨;江铜本部 and 新疆五鑫铜业 4 月按计划短修,但已提前备足原料,基本不影响产量。黑龙江紫金铜业 5 月计划检修 15 天,预计影响产量 3000 吨;白银有色推迟检修计划至 5 月初,预计减产 7000 吨左右。

整体来看,4 月国内新建及老线复产项目的生产情况均好于预期,尽管 4 月以后检修开始增多,整体国内供应逐步趋于恢复。

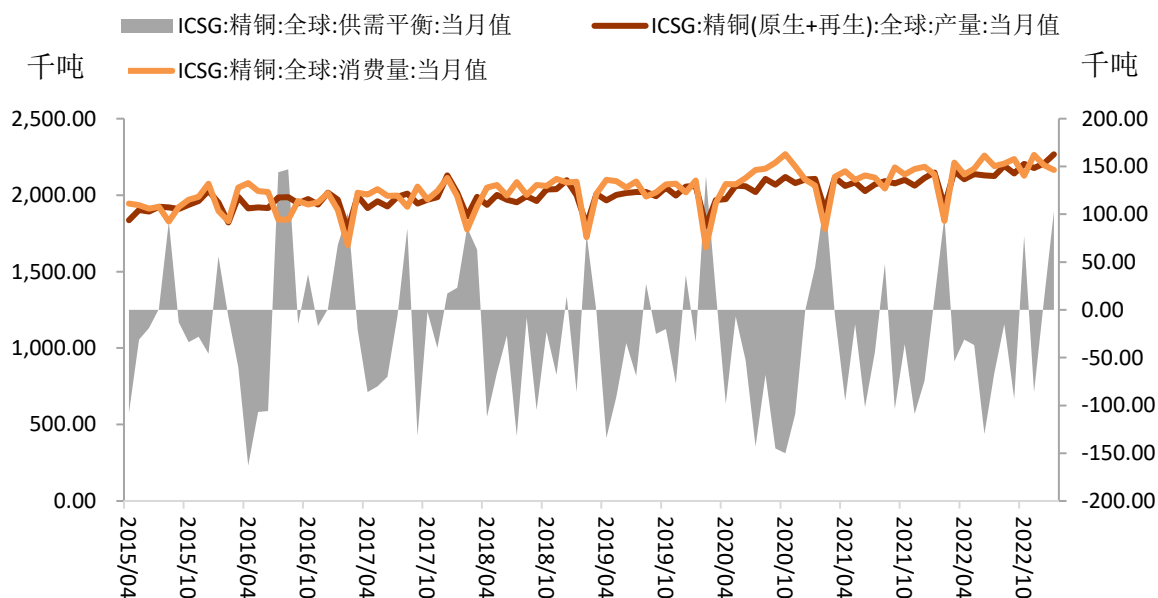
图表 7 2023 年国内铜冶炼厂检修计划(万吨)

企业名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	预计结束时间	时长	备注
东南铜业	40	40	2022 年 11 月	2022 年 12 月	46 天	1 月 9 日投料
大冶有色	30	60	2023 年 3 月	2023 年 7 月	120 天	检修产能 10 万吨
富冶	15	20	2023 年 2 月	2023 年 3 月	30 天	2 月份减产 1 万吨
金冠铜业	20	33	2023 年 3 月	2023 年 4 月	30 天	预计不影响产量
青海铜业	10	10	2023 年 4 月	2023 年 4 月	20 天	减产 0.7 万吨
江西铜业(本部)	55	100	2023 年 4 月	2023 年 5 月	30 天	预计不影响产量
中条山有色(垣曲)	13	13	2023 年 4 月	2023 年 5 月	35 天	预计减产 0.3 万吨

新疆五鑫	16	16	2023 年 4 月	2023 年 4 月	10 天	备足原料，基本不影响产量
白银有色	20	27	2023 年 5 月	2023 年 5 月	15 天	预计减产 0.7 万吨
山东恒邦	20	25	2023 年 5 月	2023 年 6 月	30 天	预计不影响产量
黑龙江紫金铜业	15	15	2023 年 5 月	2023 年 6 月	10-20 天	预计减产 0.3 万吨
吉林紫金铜业	10	10	2023 年 5 月	2023 年 6 月	10-20 天	预计不影响产量
飞尚铜业	10	0	2023 年 6 月	2023 年 6 月	20 天	预计不影响产量
赤峰金峰	40	40	2023 年 5 月	2023 年 8 月	70 天	预计减产 3 万吨
金川集团(本部)	35	60	2023 年 6 月	2023 年 8 月	45 天	预计减产 3 万吨
赤峰富邦	10	0	2023 年 9 月	2023 年 9 月	30 天	预计不影响产量
安徽友进冠华	10	0	2023 年 9 月	2023 年 9 月	30 天	预计不影响产量
包头华鼎	10	3	2023 年 9 月	2023 年 9 月	15 天	预计不影响产量
铜陵金冠(双闪)	48	40	2023 年 9 月	2023 年 9 月	15 天	预计减产 0.5 万吨
金隆铜业	32	45	2023 年 9 月	2023 年 10 月	30 天	预计减产 2 万吨
赤峰金通	30	25	2023 年 9 月	2023 年 9 月	20 天	预计减产 2 万吨
富冶和鼎	15	15	2023 年 9 月	2023 年 10 月	40 天	预计减产 1 万吨
豫光金铅	10	15	2023 年 10 月	2023 年 10 月	25 天	预计减产 0.8 万吨

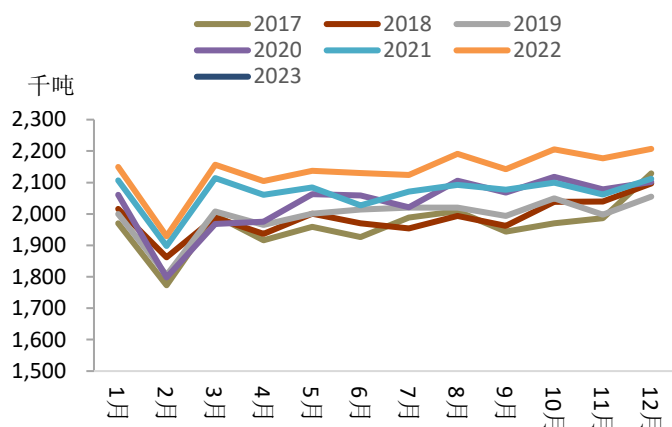
资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

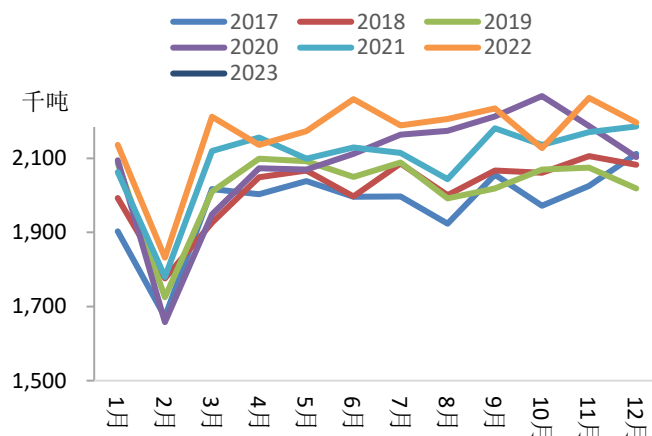


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 ICSG 全球精炼铜产量变化

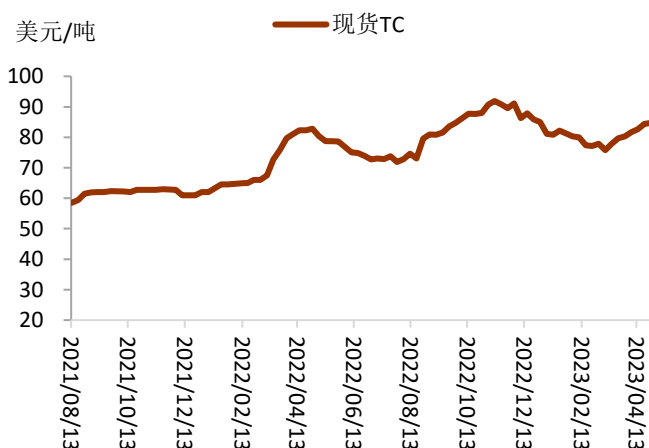


图表 10 ICSG 全球精炼铜消费变化

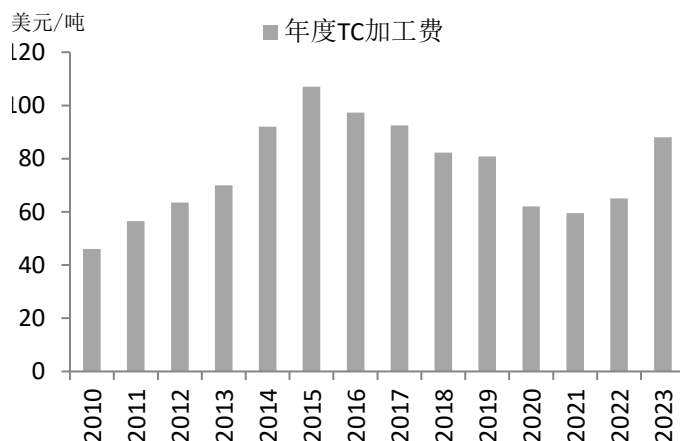


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 11 中国铜精矿现货 TC 走势

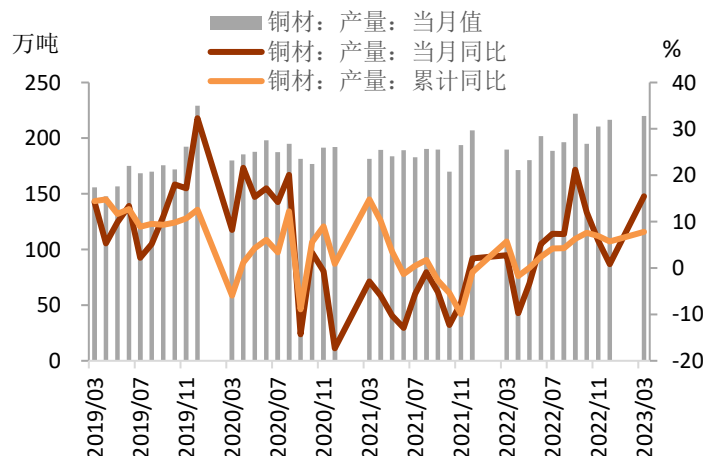


图表 12 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

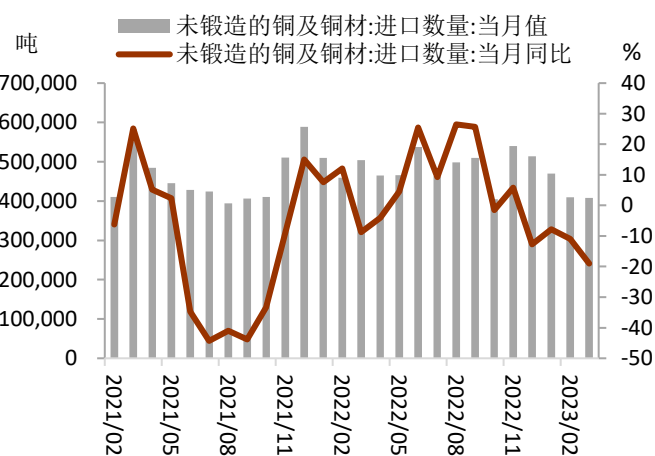


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 13 中国铜材产量及增速变化

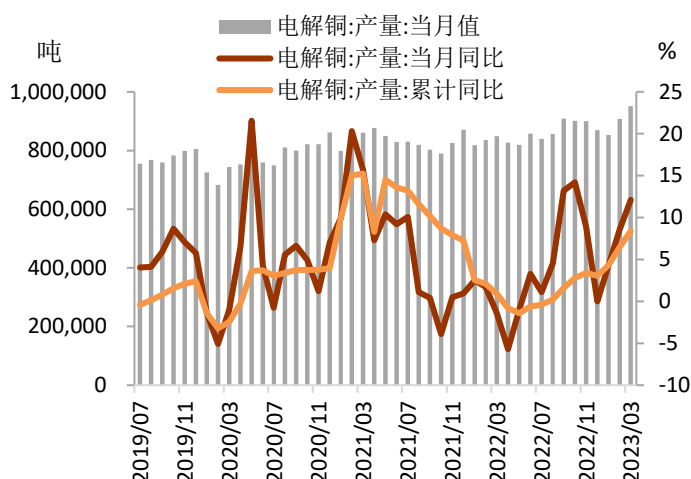


图表 14 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

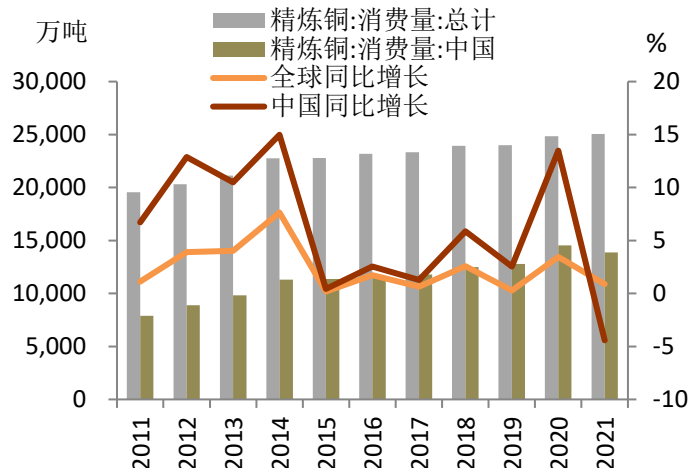


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 15 中国精炼铜产量变化

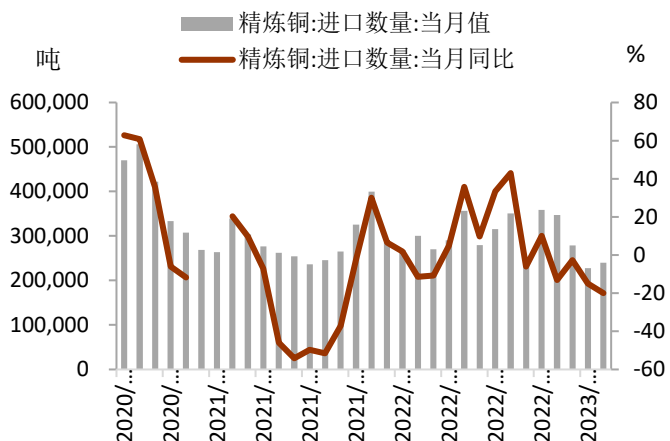


图表 16 中国及全球精炼铜消费量变化

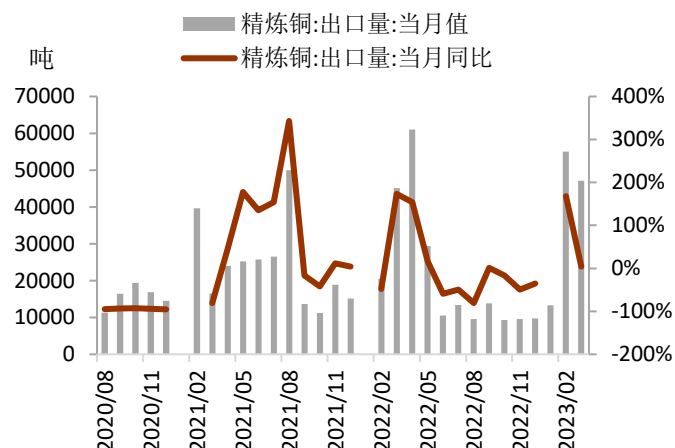


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 18 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

3、4 月铜进口量难有好转

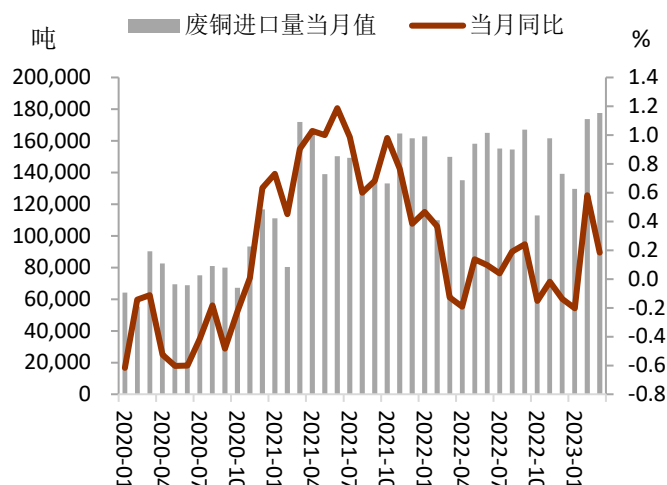
根据海关数据,我国 3 月我国未锻造铜及铜材进口量 40.82 万吨,同比下降 19%;铜矿砂及精矿进口量 202.13 万吨,同比下降 7.5%;3 月精炼铜进口量 24.16 万吨,同比大降 20%,第一季度累计进口量 74.7 万吨,较去年同比下降 12.6%。

进入 4 月以后,国内终端用铜需求缓慢恢复,进口货源的持续减少没有对整个国内的精铜供应造成较大的影响,主因国内产量恢复情况良好,废铜进口保持平稳。受到铜进口窗口持续关闭、今年铜贸易融资需求下滑,以及国内大型进口贸易商削减进口量等影响,3 月精铜进口量大幅减少,其中俄铜 1-3 月进口总量仅 4.3 万吨,同比大降 43.7%,尽管欧洲剔除俄铜进口但流入我国的货源同样偏少,市场猜测可能基于战争储备,非洲湿法铜到货量

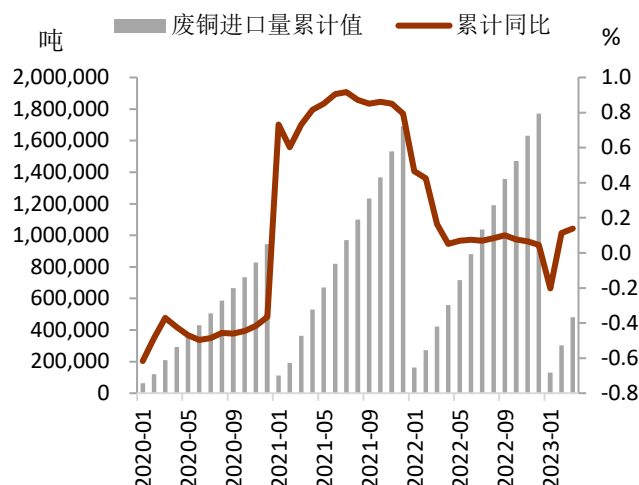
敬请参阅最后一页免责声明

也不及往年同期。在进口窗口持续关闭的条件下，预计4月精铜进口量难有好转。

图表 19 中国废铜进口单月变化



图表 20 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

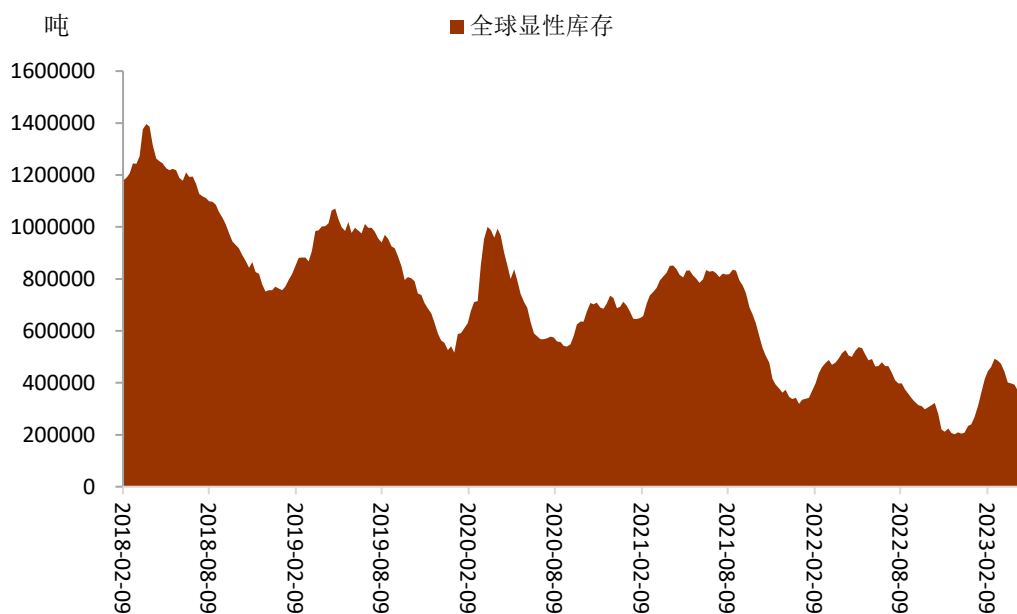
4、国内去库放缓，全球库存低位反弹

进入4月份，国内进入缓慢去库周期，去库速度明显放缓，海外库存在4月下旬触底反弹，主因LME亚洲库库存低位反弹趋势较为明显，欧洲库存维持低位。

截止4月28日，LME、COMEX和SHFE三大交易所的库存分别为6.45万吨、2.76万吨和13.7万吨，合计22.91万吨，月环比下降7.5%，全球显性库存继续低位运行，LME注销仓单比例下滑较为明显，4月28日当天注销比例已下降至2.3%，LME亚洲库从4月下旬开始触底反弹，增幅近2万吨，韩国釜山及新加坡库存注册仓单增量明显。

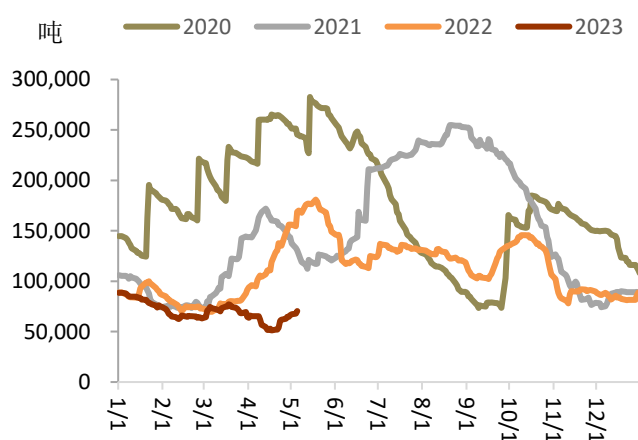
4月28日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）为27.5万吨，环比3月下降3.76万吨。其中SHFE总库存降至13.7万吨，环比3月下降1.9万吨，上海保税区库存13.8万吨，环比3月下降1.8万吨，整体国内去库速度较3月大幅下降，主因进口货源供应不畅，国内需求边际转弱以及进口窗口临近打开但仍然处于亏损状态，再加之国内部分炼厂将货源出口至保税区所致。当前洋山铜提单和仓单升贴水低位反弹，贸易商进口货源滞留保税区意义不大，仍以入库为主。在中国经济逐步走向复苏的前提下，全球部分货源仍将较为青睐LME亚洲库以及中国保税区仓库，增加运往中国的比例，预计国内保税区及LME亚洲库存短期难有答复去库的前提，5月国内显性库存将延续去库放缓的态势。

图表 21 全球显性库存变化

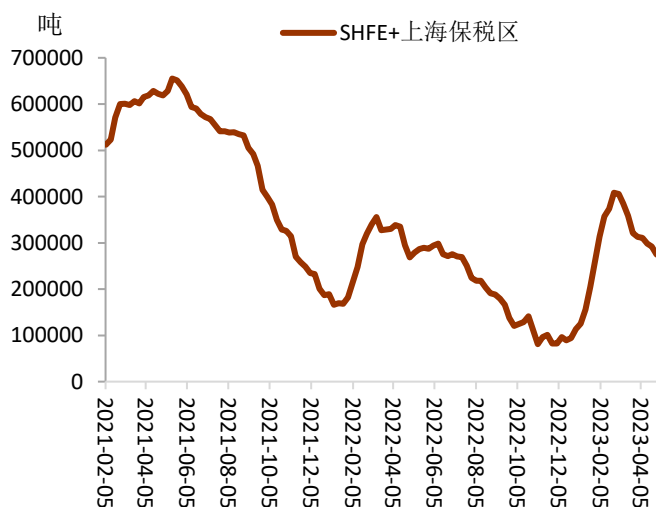


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 22 LME 铜库存



图表 23 SHFE 和保税区库存走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、新能源用铜增速较快，传统产业需求增长受限

电源投资完成额同比增长较快

国家统计局数据显示，1-3 月我国电网投资完成额 668 亿，同比增长 7.5%。1-3 月我国电源工程投资完成额 1264 亿，同比大增 55.7%，其中，太阳能发电 522 亿元，同比增长 177.6%，核电 161 亿元，同比增长 53.5%，继续保持较高增速。

光伏保持高增长，风电增速低迷

根据中国光伏工业协会的预计，2023 年我国光伏新增装机量将达到 120GW，第一季度已完成 33.7GW，同比大增 154%，完成率约 28%。按照目前光伏用铜约 3.7 吨/兆瓦的水平，光伏行业将带动精铜消费增长约 44.4 万吨

3 月风电装机量新增 4.56GW，1-3 月累计新增 13.3GW，累计同比增长 32%，但装机量绝对值仍然较低，离“十四五”规划当中到 2025 年累计装机量规模达 580GW 的总体目标仍然遥远，预计 22 年被压制的装机需求将在今后三年逐步释放，如要完成十四五目标，年均新增装机量将在 70GW 左右，第一季度完成率仅 19%，增速仍然低迷。值得注意的是，今年风电行业的招标量在开年以来处于持续上升势头，1 月招标量达 12GW，同比增长 21%，总体预计二季度风电装机量将呈现弱反弹。

房地产前端复苏低迷，竣工端持续回升

根据国家统计局数据，2023 年 1-3 月我国房地产开发投资累计 2.59 万亿，同比增长 0.9%，1-3 月商品房销售面积达 2.99 万平方米，同比下降 1.8%，其中住宅销售面积 2.63 万平方米，同比增长 1.4%；为过去十二月以来的首次转正；1-3 月房地产新开工面积达 2.41 万平方米，同比跌幅扩大至 19.2%；1-3 月房地产竣工面积为 1.94 万平方米，同比继续回升至 14.7%。4 月，30 个大中型城市商品房成交面积达 1310 万平方米，虽环比 3 月下降 26%，但同比去年 3 月大增 70%，显示一二线城市的楼市的销售端在政策的引领下有一定好转，但总体来说，近期二手房市场需求的回暖对新房销售的传导弹性有所减弱，同样新房销售的同比降幅的收窄对房企开工等地产前端的传导动能也在衰减。

房企仍然无法摆脱整体房地产市场量价下行的周期，国内流动性的持续释放也主要以结构性的投放工具为主，整体经济维稳，不搞大水漫灌，维持信贷的平稳增长，保持银行体系流动性的合理充裕，控制基础货币投放总量仍然是当前货币政策的主要方向。因此，楼市仍无法完全受到货币政策的逆周期调节，拿地开工等前端指标预计 4 月难有明显的边际改善。竣工端的回暖仍需观察其持续性，第一季度在随着纾困资金的逐步到位及房企的融资能力加强的条件下，保交楼工作进入平稳阶段，住宅销售面积的转正也强化了居民端对未来楼市回暖的信心，预计竣工端将保持持续回升态势。

空调内销表现强劲，出口边际改善

国家统计局数据显示，2023 年 3 月我国空调产量 2930 万台，同比增长 13.2%，3 月我国空调出口量达 657 万台，同比下降 4.6%，降幅明显收窄。政策方面来看，稳增长扩大内需仍然是消费端的主基调，加上房地产竣工端的企稳、疫情后居民更新换代的需求以及地方对于绿色家电的补贴政策拉动，我国第一季度空调产量回升显著，外需呈现一定程度的复苏推动出口端降幅收窄，受空调内销强劲影响，3 月铜管企业开工率回升至 9 成。

根据产业在线数据显示，3 月底我国家用空调库存达 1868 万台，同比下滑 4.8%。5 月

空调计划排产量 1885 万台，较去年同期产量上升 17.5%。其中内销排产量 1218 万台，较去年同期销量增长 24.4%；出口排产量 667 万台，较去年同期出口量上涨 6.7%。进入 5 月以后，内销排产增幅明显，主力生产企业尤其是压缩机企业均处于满产状态，4 月广交会的成功举办也增加了部分的出口订单，出口排产量也在稳步上升。整体空调行业排产上升势头非常猛烈，行业开年以后需求复苏势头十分良好，如高温天气如期兑现，将极大的拉动铜管需求刺激二季度精铜消费量。

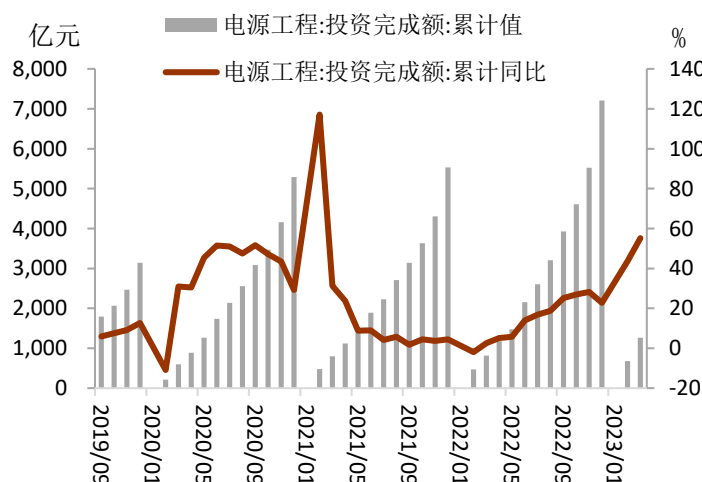
汽车产销增速回升，新能源车延续高增长

中汽协数据显示，我国 3 月汽车产量 260.8 万台，同比+11.2%；1-3 月汽车产量累计 625.7 万台，同比-5.1%。3 月新能源汽车产销分别为 67.4 万辆及 65.3 万辆，市场占有率达 26.6%，其中销量同比+35%，环比+24.4%。3 月插电式混动汽车销量 16.3 万辆，同比大增 87.4%，销量占比 25%。3 月产销数据的强劲反弹主要由于汽车厂商和经销商掀起了史无前例的降价潮，本轮以价换量的目的是为了快速消耗老库存，带动部分省市汽车消费，从而拉动整体内需恢复。但我们仍然需要关注第一季度传统燃油车产量的下滑以及混动车型销量的占比提升对于用铜老需求动能的减弱效应。

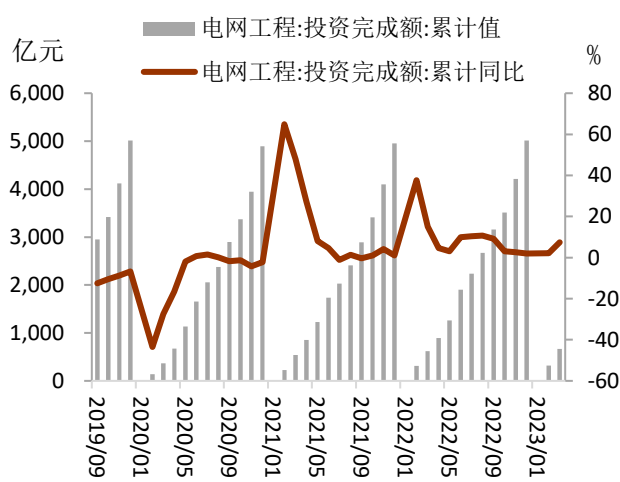
传统需求增长受限，新兴产业需求增速较高，需求端强弱分化

4 月份需求端整体而言，光伏和新能源汽车将继续保持高增长，基建端的电网投资和白色家电消费将保持平稳增长；但房地产第二季度的销售和新开工增速预计难有明显反弹，风电装机量增速二季度预计维持低位，传统燃油车产量下滑趋势放缓，整体国内精铜终端消费在弱复苏的趋势中运行。

图表 24 电源投资完成额变化

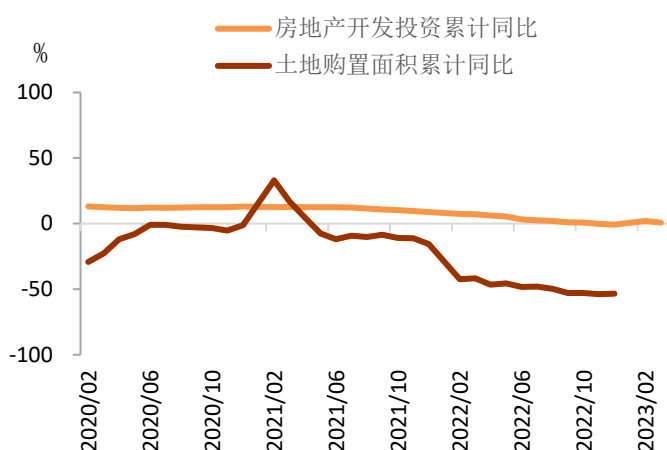


图表 25 电网投资完成额变化

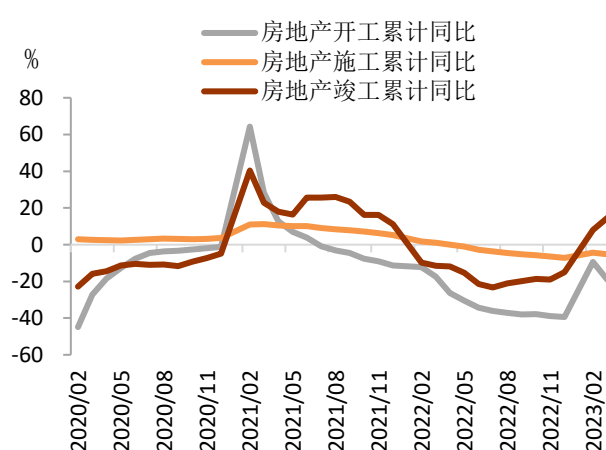


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 26 房地产开发投资增速变化

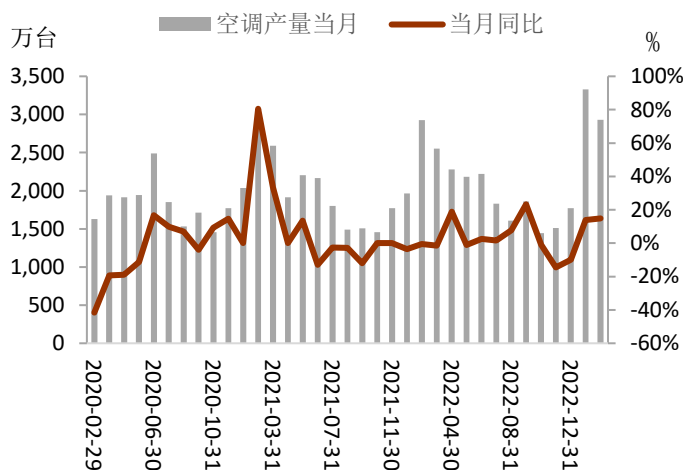


图表 27 房地产开工施工和竣工增速变化

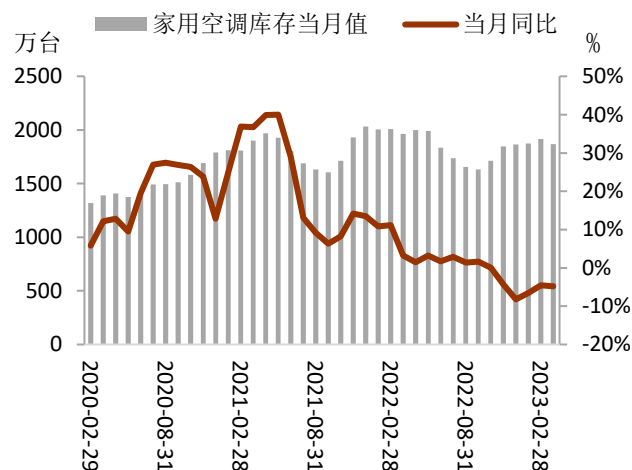


资料来源: iFinD, 铜冠金源期

图表 28 家用空调产量增速变化

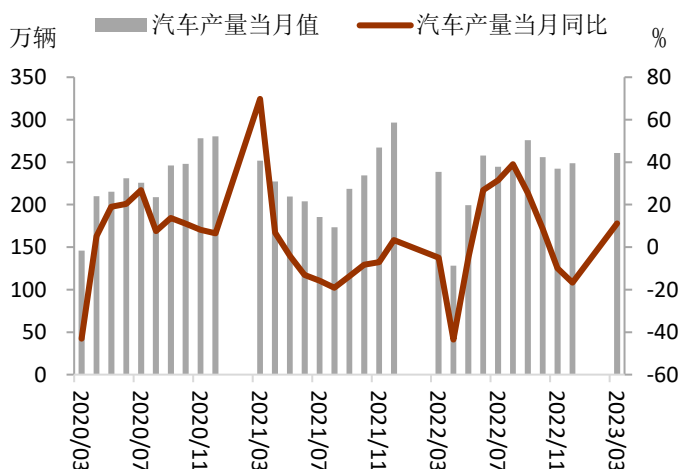


图表 29 家用空调库存变化

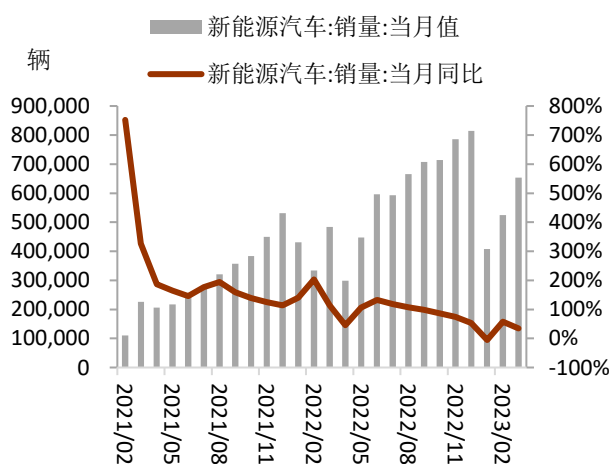


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 30 汽车产量变化



图表 31 新能源汽车产量及销量变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

四、行情展望

宏观方面，美国制造业持续萎缩，经济衰退预期提前显现；核心通胀粘性较强以及就业市场表现强劲令美联储在年底前暂无降息预期，欧元区仍将延续紧缩政策。国内经济平稳复苏，制造业供需两端边际放缓，消费和出口超预期恢复，信贷规模保持持续扩张。

基本面来看，海外新建项目产能二季度陆续投放，矿端整体供应仍宽松。冶炼厂产能利用率回升及新扩建项目的陆续投产，尽管近期检修增多，但国内精铜总体供应保持增长。需求端，4月铜终端需求边际有转弱迹象，国内下游企业开工率回升速率下降，预计5月整体需求将保持平稳，当前国内去库存速度放缓，全球显性库存反弹对铜价支撑力度减弱。

整体来看，当前宏观面内外均利空铜价，基本面略显供大于求，国内在旺季的需求增量有限。我们认为，铜价可能继续偏弱震荡，等待基本面的改善。

预计未来一个月铜价维持震荡偏弱走势，沪铜主要波动区间在64000-68000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在8200-8700美元/吨之间。

风险点：欧美经济衰退幅度超预期，海外央行提前降息。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A906 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。