

冠通期货研究咨询部

2023 年 02 月 15 日

矿业端扰动加剧，铜价高位震荡

分析师

周智诚

CFA 从业资格证书编号：

F3082617

Z0016177

电话：

010-85356610

Email: [duanzhenzhen](mailto:duanzhenzhen@gtfutures.com.cn)

[@gtfutures.com.cn](mailto:duanzhenzhen@gtfutures.com.cn)

公司网址：

<http://www.gtfutures.com.cn/>

摘 要

□ 摘要

铜：美国 1 月 CPI/核心 CPI 数据均超预期，显示美联储遏制通胀的任务仍然艰巨，加息进程虽已进入尾声但尚未结束；就业数据之外的美国数据，一再显示出经济减速甚至衰退；美元指数连续出现小幅反弹；近期海外铜价回撤至 9000 美元下方；国内沪铜期货主力合约价格返回 70000 元/吨下方，目前仍处于春节后的铜需求淡季，关键铜下游产业开工偏低；海外大型铜生产国爆发了诸多矿业端扰动，已经造成铜减产预期；西方大型矿业资本仍看好未来全球能源转型可能带来的巨大铜需求，对铜价的未来持乐观立场；短线铜价与中长线铜价处于“强预期、弱现实”相互作用的影响下，2023 年铜价或整体震荡并维持强势，但宏观经济和铜需求的不确定性仍在变化中。

风险点：

- 1、美联储将利率峰值进一步提高，或在利率峰值维持更长时间；
- 2、产铜大国的矿业扰动持续加剧，铜过剩提前结束；
- 3、国内铜下游产业开工持续不及预期，铜需求出现下滑。

一、美国 1 月 CPI 依然偏高，美联储加息进程尚未结束

上周二（2 月 7 日）美国商务部公布，2022 年 12 月季节性调整后的美国商品和服务贸易逆差为 674 亿美元，其中进口环比 11 月增长 1.3%，出口环比下降 0.9%。全年的贸易逆差达到创纪录的 9481 亿美元，较 2021 年增扩 12.2%；媒体指出，2022 年一年，美国的出口贸易额因全球对美国造产品的需求而增长，但美元走强提高了美国产品的成本，使年度逆差扩大；2022 年，美国和中国的商品贸易额达到了 6906 亿美元，刷新了 2018 年所创的年度最高纪录；而且 2022 年，美国对华商品逆差增扩 8%至 3829 亿美元，为有纪录以来第二大年度逆差，仅次于 2018 年的创纪录逆差规模 4194 亿美元；2022 年美国对中国出口的商品总值增至创纪录的 1538 亿美元，进口商品则增至 5368 亿美元，规模仅次于 2018 年所创的年度最高纪录。

上周根据 Manheim 的数据，1 月份全美二手车平均价格环比上涨 2.5%，部分收复了去年的跌幅。但从同比来看，1 月份全美二手车价格下降了 12.8%。值得注意的是，二手车价格在过去两个月都是环比增长，再加上一份强劲的非农报告，市场担忧，美联储可能会采取更多行动来抑制通胀。

图：美国 ISM 制造业 PMI、新订单、产出数据/美国 CPI、核心 CPI、住房通胀变化情况（2018.1-2023.1）



数据来源：WIND，冠通研究

上图可清晰看出，美国制造业 PMI 最近几个月一直鲜明下滑且一直低于荣枯分界线 50，目前完全没有扭转的迹象；另外美联储下属 12 个地方联储目前的制造业指数均跌入负值，显示高息下制造业状况持续不佳；此外美国 1 月 CPI/核心 CPI 在下降之后仍然偏高，特别是住房通胀目前仍在上升道路上，这显示美联储遏制通胀的任务远未完成，至少 2023 年上半年，美联储将继续加息。

上周二，在华盛顿智库 The Economic Club 的对话访谈活动中，被主持人、凯雷集团联合创始人 David Rubenstein 问到，如果在发布 1 月就业报告以后再做决策，美联储是不是就要让加息幅度超过上周三会后公布的 25 个基点？鲍威尔回答，美联储不是那样操作的，联储货币政策委员会 FOMC 要传递的信息是，通胀下降的过程是如何已经开始的。鲍威尔说：“通胀下降的过程、即让通胀降低的

过程已经开始，并且始于商品行业，大概占我们 GDP 的四分之一。但还有很长的路要走。这些处于通胀下降非常早期的阶段。”鲍威尔说，美联储要传递的信息是，让通胀率降至联储的目标 2% “可能需要相当长的时间”，联储认为，“这个过程不会是一帆风顺的，可能会是坎坷的。所以我们认为我们将必须进一步加息，并认为要必须将限制性的政策水平保持一些时间。”

上周二美国总统拜登 2 月 7 日在美国会大厦发表就任总统以来的第二场国情咨文演讲，这也是美国共和党入主众议院后拜登首次发表国情咨文演讲。据美国全国公共广播电台发布的拜登演讲内容，拜登在演讲中多次提及中国，他表示美国寻求对华“竞争，而不是冲突”；拜登否认“美国正在衰落，中国正在崛起”，他也表示寻求对华竞争而非冲突。在可以推进美国利益造福世界的时候，他致力于与中国合作。在竞争中要与盟友合作保护美国的先进技术；拜登声称美国处于几十年的全球竞争中最有利的位置。拜登当然还要借机“邀功”：“两年前，我们的经济不景气。当我今晚站在这里时，我们已经创造了创纪录的 1200 万个新工作岗位。我们在两年内创造的就业岗位比任何一位总统在四年内创造的都要多。”“两年前，新冠疫情关闭了我们的企业，关闭了我们的学校，剥夺了我们太多的东西。今天，新冠不再控制我们的生活。……拜登还阐述了他对美国的愿景：“我的经济计划是投资被遗忘的地方和人。在过去四十年的经济动荡中，太多人被抛弃或者被当作隐形人对待... 这是为什么我要打造一个不让任何人掉队的经济体。”美国盖洛普公司近期民调显示，超过四分之三的受访美国人对国家现状不满。彭博社对经济学家的调查显示，今年第二、第三季度美国经济预计将出现萎缩。在全美综合民调中，拜登目前的支持率是 43%，不支持率是 52%。

上周四（2 月 9 日）美国劳工部数据，截至 2 月 4 日当周的初请失业金人数增加 1.3 万人，经季节性调整后为 19.6 万人，预期 19 万；这是自 12 月倒数第二周以来初请失业金人数首次增加；美国截至 1 月 28 日当周续请失业金人数 168.8 万人，预期 165.8 万；上周美国初请失业金人数增幅超过预期，但潜在趋势仍表明劳动力市场吃紧；高盛指出，如果拜登政府的禁止竞业禁止条款获批通过，工资还有上行空间：该提议将允许员工在竞争对手的公司工作或创办竞争企业，这会进一步刺激劳动力市场，根据联邦贸易委员会的两项研究估计，在全国范围内禁止竞业限制将产生巨大的工资效应，目前有 3000 万美国员工（20%）受制于非竞争条款。上周四据纽约房地产经纪公司 Douglas Elliman 和房地产评估公司 Miller Samuel 发布的报告，纽约曼哈顿 1 月中位数房屋租金 4097 美元，创 1 月历史上的最高水平，比去年增长 14.3%；而两居室的租金中位数为 5532 美元，增长 11.8%；曼哈顿租房市场是美国整体房屋租赁市场的一个缩影。受益于强劲的劳动力市场，租房市场也很坚挺，这意味着美联储降低通胀或许还有很长的路要走。上周四，摩根士丹利资本国际实物资产部门发布了一份分析了北美、亚洲、澳大利亚和欧洲 18 个大城市地区的报告，报告显示以上地区第四季度办公、工业和零售地产指数环比下跌 0.5%，为 2009 年以来首次出现季度下滑。2022 年全年，商业地产价格跌

得最厉害的城市是美国加利福尼亚州的圣何塞和曼哈顿，前者跌了 7.5%，后者跌了 7.2%。全球央行加息风暴下，连涨了 13 年的全球商业地产终于开始降温。

上周二芝商所（CME）未平仓合约证实，对 9 月到期的担保隔夜融资利率（SOFR）期权有一笔 1800 万美元的押注，该交易员目标是美联储的基准利率会升到 6%；这是挂钩美联储基准利率的大额期权头寸，如果美联储的紧缩延续到今年 9 月，此人将凭借着这一头寸获利 1.35 亿美元。至本周三市场继续出现同类结构的买盘，以及以不同形式表达类似预期的押注。

上周五（2 月 10 日）公布的美国 2 月密歇根大学消费者信心指数初值 66.4，预期 65，数据创逾一年新高，主要受消费者对当前状况的评估推动；市场备受关注的通胀预期方面，1 年通胀预期初值意外上升至 4.2%，预期为 4%，1 月前值为 3.9%；5 年通胀预期初值 2.9%，预期 2.9%，1 月前值 2.9%。需要注意的是，消费者对长期和短期通胀预期继续表现出相当大的不确定性，表明任何通胀预期的下降都可能是暂时的。密歇根调查负责人 Joanne Hsu 在一份声明中表示，“总的来说，尽管近期通胀有所放缓，但高物价继续给消费者们带来压力，消费者信心仍比 1978 年以来的历史平均水平低 22% 以上。此外叠加对即将到来的失业率上升的担忧，消费者们准备在接下来的几个月里，在支出方面更为谨慎。”

本周一（2 月 13 日）美联储理事鲍曼表示，美联储将需要继续提高利率，以便使利率达到足够的水平，使通胀率回落到联储的目标水准。鲍曼还说，一旦利率达到足够的限制性水平，利率将需要保持“一段时间”以恢复价格稳定，但没有具体说明她希望看到的利率峰值。一个非常强大的劳动力市场加上通胀放缓意味着所谓的经济“软着陆”仍然是有可能的。

国际货币基金组织（IMF）总裁格奥尔基耶娃表示，金融市场有充分的理由更加乐观，她指出，美国经济可能避免衰退，中国取消疫情防控措施后重新开放。格奥尔基耶娃在世界政府峰会上发言时将 IMF 对 2023 年的展望描述为“没那么糟，但也不好”，积极的因素是美国和欧盟劳动力市场彰显韧性，中国重新开放，以及“央行收紧金融状况令人意外的良好结果，且通胀最终放缓，尽管这场战斗尚未胜利”。

本周二（2 月 14 日）美国劳工统计局的数据显示，美国 1 月 CPI 同比上升 6.4%，为 2022 年年中达到峰值以来连续第七个月放缓，预期 6.2%，前值 6.5%；不包括波动较大的能源和食品的核心 CPI 增速继续回落，同比上升 5.6%，为 2021 年 12 月以来的最低水平，预期 5.5%；商品通胀放缓，但服务业通胀飙升至 1982 年 7 月以来的最高水平。细分来看，住房价格的上涨成了 CPI 上涨的重要原因，约占月度涨幅的一半。商品通胀继续放缓的同时，不包括住房在内的核心服务业价格环比上升 0.27%，为去年 10 月以来最低；目前住房价格是美国通胀的一大驱动因素。最新数据显示，美国 1 月住房通胀 7.88%，高于 12 月的 7.51%，创历史新高；租金通胀 8.56%，高于 12 月的 8.35%，同创历史新高。

但由于住房价格在 CPI 数据中具有很大的滞后性，其他行业数据显示住房租金价格已经见顶下滑，未来有望为通胀进一步走弱注入动力。除此之外，能源上涨也是一个重要影响因素，环比上涨 2%，同比上涨 8.7%。二手汽车和卡车、医疗保健和航空票价指数都在 1 月下降。目前市场预估美联储将进一步加息，然后才会停下来评估几十年来最激进的紧缩周期对经济的影响。政策制定者强调，有必要在相当长一段时间内将利率维持在较高水平，并警告不要低估他们这样做的意愿。根据 CME 美联储观察工具，联邦基金期货交易员目前预计，**市场认为美联储 3 月加息 25 基点基本上板上钉钉，可能性为 90.8%，高于一个月前的 45%；利率在今年年底之前保持在 5% 之上的可能性为 45%，高于一个月前的 3%。**

美国 1 月 CPI 数据公布后，里士满联储主席巴尔金告诉媒体，美国的通胀确实正在缓慢下降，趋向正常。巴尔金补充称，**美联储存在“继续加息”和“停止加息”两种可能：如果通胀率能稳定下来，借贷成本就不需要升得那么高；但如果通胀率持续远高于目标水平，央行的官员将不得不采取更多的行动。**达拉斯联储主席洛根要比巴尔金强硬得多，她在另一场会议上表示，**美联储需要继续“渐进式”地加息，直到看到通胀出现“令人信服的”降幅，“我们必须做好准备，加息的时间可能比之前预期的更长。”**她指出，美联储的首要任务就是恢复物价稳定，目前在抗击通货膨胀方面已经取得了一些进展，但服务业的通货膨胀需要放缓。洛根认为美国经济中最重大的风险是“**美联储收紧得不够**”，经济可能继续过热，导致央行最终无法控制通胀，可能会出现实际通胀-通胀预期螺旋上升的现象，届时央行将要为此付出更高昂的代价。她指出，**为了保持政策的灵活性，美联储不应锁定峰值利率或利率路径：如果需要，必须准备更多次加息；甚至在暂停加息以后，也需要灵活应对，不应该排除进一步收紧的选项。**洛根还表示，近期工资增速已从高峰大幅放缓，但需要看到更多的数据才能确信劳动力市场不再过热。巴尔金则认为，非农报告要比预期强劲得多，表明“**风险在于通胀一侧，而非在经济一侧**”。

目前为止，市场定价显示美联储在今年仍将继续加息两次，合计继续加息 50 个基点的可能性依然非常高。加息幅度虽然放缓，但美元指数最近小幅反弹，伦铜电 3 价格持续震荡，目前维持在 8900 美元/吨附近，能否再度逼近 9000 关口需要进一步观察；上海期货铜主力合约目前维持在 68500 上方维持震荡；国内稳定房地产市场的政策力度空前，电力电网投资仍在历史最高水平；西方大型矿业资本仍正在投资新的大型铜矿山，南美洲矿业扰动仍然频繁，不排除造成铜产量进一步下降，国内国外铜需求的“温度差”和海外大型铜矿山的意外减产动向，需要铜现货和期货市场的参与者需要保持必要的警惕。

二、近期铜矿业端扰动的最新动向

（一）现有铜矿山或铜供应端减产的消息

上周三（2月8日）据媒体报道，秘鲁持续爆发的反政府示威游行活动已经危及该国的铜矿正常运行。报道称，示威者在全国各地设置路障，并攻击矿山，导致秘鲁铜矿生产放缓甚至是停摆。虽然过去两周走势相对疲软，但来自全球第二大铜生产国的黑天鹅正在持续发酵，或助推铜价飙升至新高度。

秘鲁占据了全球约10%的铜供应，是全球第二大铜生产国，同时也是黄金、锌和锡等金属的主要生产国。自去年12月7日以来，左翼总统卡斯蒂略被罢免以来，秘鲁持续爆发反政府抗议活动，示威者要求现任总统迪娜·博卢阿特辞职并制定新宪法。报道称，抗议活动主要集中在铜矿资源丰富的南部地区，整个地区的高速公路都已被封锁，威胁到铜的生产和运输。部分大型铜矿被迫暂停生产。

国际矿业巨头嘉能可旗下的 Antapaccay 铜矿已于1月中旬停产，该矿山曾在2021年生产17万吨铜精矿。上周三，由于运输中断影响了关键物资供应，中国五矿资源旗下的 Las Bambas 铜矿表示计划从2月1日起停产。Las Bamba 是秘鲁第三大铜矿，铜产量约占全球的2%。秘鲁最大铜矿 Cerro Verde 的运营商 Freeport-McMoRan 两周前在一次财报电话会议上表示，已将现场的铜矿开采量减少10%至15%，至每天35万吨左右。在暴力抗议活动持续高涨的情况下，杰富瑞在1月31日的一份报告中警告称，**秘鲁约30%的铜供应面临风险，这“可能有利于铜价”**。鉴于全球铜库存目前处于历史地位，全球交易员正密切关注秘鲁的事态发展。用电数据就是其中一个证据。COES 的电力数据显示，几乎所有主要矿山都的用电量都处于正常或接近正常水平。COES 是代表秘鲁国内能源行业公司的机构，其数据历来是矿业活动的可靠指标。一位知情人士向媒体透露，这些铜矿的开采活动仍接近正常水平。该人士表示，Las Bamba 在获得最后一刻的供应后，已能以最低水平保持运营。Las Bamba 多年以来经常受到封锁的影响，用电量一般会在生产中断期间大幅下降，但在最近的抗议活动中，该矿山并未遇到类似的情况。在因为暴力袭击问题关闭11天后，嘉能可发言人表示，Antapaccay 矿山已于当地时间1月31日重新开始运营，目前已恢复满负荷生产，发言还称已经加强了安保措施。不过，该消息人士警告称，停产的风险正在上升。Las Bamba 可能会在周三之前完全耗尽供应，这将迫使该矿进入保养和维护模式，届时其机械设备的耗电量将只有正常水平的一半。

上周六（2月11日）的强降雨在印尼引发洪水、泥石流和山体滑坡，美国矿业巨头 Freeport-McMoRan Inc. 位于印尼的全球第二大铜矿 Grasberg 矿场暂停采矿和矿物加工活动。Freeport 预计，到本月底以前将恢复运营。去年，Grasberg 产铜占全球供应量的3%以上。该矿场暂时停摆让全球铜供应雪上加霜。媒体指出，Grasberg 铜矿暂停运营也是对 Freeport 的又一打击。印尼政府限制非加

工矿石出货，该公司之前就因旗下铜冶炼厂延期面临印尼官方的压力。该冶炼厂料件今年底以前开始运营，2024 年、即明年满负荷生产。Freeport 印尼子公司的日产量约为 500 万磅铜和 5000 盎司黄金，公司预计，将无法实现一季度 9 亿磅铜和 30 万盎司黄金的销售目标。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

标普全球市场财智（S&P Global Market Intelligence）的报告显示，2022 年全球铜勘查预算近 28 亿美元，增长 21%，创 2014 年以来新高。2022 年，全球有两座大型铜矿投产。一个是英美集团持有 60% 股份的秘鲁 Quellaveco 铜矿，另一个是塞尔维亚的 Timok 铜矿。泰克资源公司在智利的 Quebrada Blanca 铜矿今年将投产，其他两座铜矿——俄罗斯的乌多坎（Udokan）铜矿和力拓公司的奥尤陶勒盖（Oyu Tolgoi）地下扩产工程正在建设之中。

本周二（2 月 14 日）巴拿马政府一位高级部长表示，巴拿马政府与加拿大第一量子公司（First Quantum）之间的谈判在水费、税收和起草该公司主要铜矿新合同的地役权方面取得了重大“进展”。巴拿马贸易工业部部长费德里科·阿尔法罗（Federico Alfaro）在巴拿马贸易部主办的一次活动上对路透表示：“我希望尽快解决剩余的争议点。”第一量子公司和巴拿马政府陷入了一场旷日持久的合同纠纷，而税收和特许权使用费是僵局的核心。这位部长没有提供达成协议的最后期限。Alfaro 指出，悬而未决的问题包括在违规情况下如何终止新合同。巴拿马海事部门上月下令第一量子公司在当地的子公司巴拿马矿业公司（Minera Panama）暂停在一个主要港口的装货作业，阻止 Cobre Panama 铜矿的出口。该公司没有立即回复就谈判现状置评的请求。政府已经发布了停止采矿的命令，但命令的最后期限还没有过去。

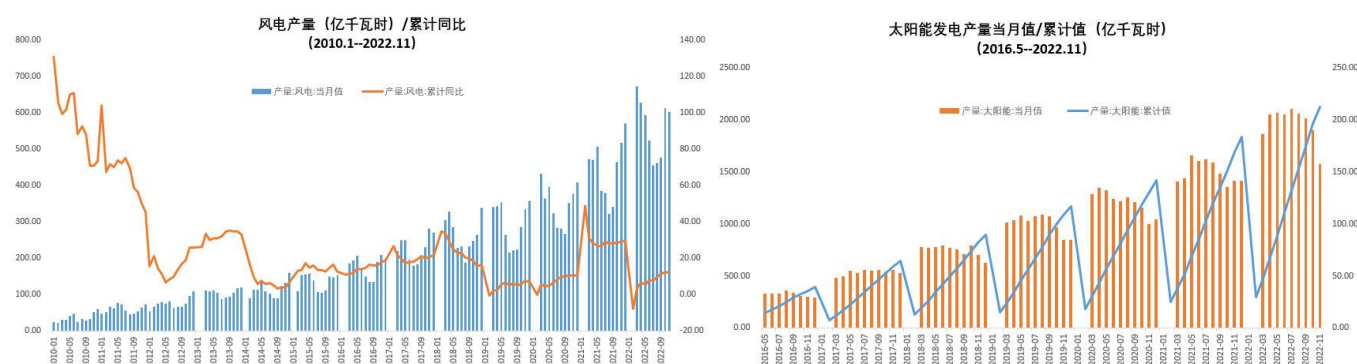
以上各类消息和报道可以看出，近期铜矿大规模减产的消息仍集中在南美的智利、秘鲁和中美洲的巴拿马，虽然印尼也出了问题，但预计很快就会解决。尽管南美铜业大国智利和秘鲁铜矿依生产依然存在诸多问题，铜矿生产处于一种周期性的减少和中断、再次复产的循环；但整体上西方大资本控制的铜矿有逐步增加产量并进一步拓展新铜矿资源的趋势，特别是一旦自由港—麦克莫兰和巴拿马政府就大型铜矿达成开发协议，那么整个中南美的铜矿生产能力将迈上新的台阶，铜供给将再次提速，甚至不排除出现新的铜过剩。中短期看，欧美激进加息并维持高利率用于遏制通胀，很有可能导致发达经济体进入衰退、至少是轻度衰退，铜需求下降的风险将始终存在；短期内因为中国大幅放宽疫情管控导致铜下游开工正在复苏，房地产政策支持力度加大和新能源汽车快速渗透，再加上电力电网建设仍在历史最高水平，这令铜价在中短期内维持震荡偏强的可能性很高。

三、2023 年国内电力电网建设仍处于投资高峰，新能源建设火热

近期，国家电网公司董事长、党组书记辛保安出席央视系列报道《踔厉奋发看名企》，宣布国家电网公司将继续发挥投资对经济社会的拉动作用，2023 年电网投资将超过 5200 亿元，再创历史新高。结合国家电网对 2023 年电力供需整体形势做出的“全网紧平衡、局部有缺口、互济能保供”的总体判断，该行预计 2023 年电网建设仍将围绕“大电网+分布式智能电网”并进的发展路线，在投资结构上加速向特高压、智能化与数字化倾斜。

特高压建设经历了 2022 年的放缓后，有望在 2023 年迎来全年提速：一方面，从需求端来看，国内风光大基地建设持续滚动推进，后续新增复合型大基地在“就地消纳+跨区外送”的基础上也将愈加考验电网输送通道的配套性；另一方面，从供给端来看，近期举行的 2023 年能源工作会议和国家电网 2023 年工作会议中已提及将驻马店—武汉、武汉—南昌、张北—胜利、川渝特高压工程以及陇东—山东、宁夏—湖南等项目纳入重点推进名单，2023-2024 年本轮特高压建设有望迎来第一阶段的密集核准、招标期，结合本轮直流工程为主的特点，预计 2023-2024 年有望释放特高压投资约 1500-1600 亿元。由于电网建设特别是特高压电网建设需要大量铜电线和电缆，这对促进铜下游开工和铜需求无疑是巨大的利好。

图：国内每月风电发电产量/累计同比和国内每月太阳能发电产量/累计发电量变动情况（2010.1-2022.11）



数据来源：WIND，冠通研究

进入 2023 年，新型电力系统成本正向下疏导，推动用户侧电价步入上涨周期；光伏产业链上中游降价正从预期走向现实，集中式光伏有望引领 2023 年光伏装机高增，绿电高增长+项目回报预期持续改善可期；新旧转换期间需要传统化石电源及绿电协同发展，电源建设提速可期，预计 2023 年国内电源建设投资超 8,000 亿元；数字化和新型电力系统融合日益加深，正催生功率预测及虚拟电厂等新需求及新模式。

光伏即将度过成本压力高峰，绿电高质高速成长可期。硅料上游产能大规模投产周期来临以及海外需求拉动力度的边际减弱，光伏产业链上游及中游价格已经开始全线松动，光伏组件降价正在从预

期走向现实。在组件价格正步入降价周期、各地十四五规划陆续发布、大基地建设持续推进等因素刺激下，预计 2023 年光伏装机有望增至 120GW，其中集中式光伏是装机增长核心驱动力。组件降价将有效刺激绿电项目经济性，国内绿电运营商再次回归装机高成长带动的业绩高速增长，以及绿电新项目投资回报预期不断改善的良好环境。

2022 年我国风电、光伏发电量突破 1 万亿千瓦时，达到 1.19 万亿千瓦时，较 2021 年增加 2073 亿千瓦时，同比增长 21%，占全社会用电量的 13.8%，同比提高 2 个百分点，接近全国城乡居民生活用电量。根据国家能源局的计划，2023 年风电装机规模将达 4.3 亿千瓦左右、太阳能发电装机规模达 4.9 亿千瓦左右。两者累计装机达 9.2 亿千瓦。2022 年两者累计装机已达 7.58 亿千瓦，如果 2023 年目标能实现，新增装机将超过 1.6 亿千瓦。根据全球能源互联网发展合作组织发布的数据，2035 年中国光伏和风电装机量分别达到 15 亿千瓦和 11 亿千瓦。

IPG 中国首席经济学家表示，新能源领域符合双碳战略，也是政策鼓励的产业领域和能源结构转型的重要方向，目前行业景气度较高，盈利面改善，仍然存在较大的市场空间，在不断加大的投资与建设力度之下，2023 年风电光伏装机目标能全部实现的概率很大。

四、华尔街知名机构对未来铜需求及铜价的看法

据铜业联盟(copper Alliance)称，电动汽车的铜使用量是汽油动力汽车的两倍多。因此，根据行业资助的标准普尔全球(S&P Global)的一项研究，到 2035 年，中国的年需求将翻一番，达到 5,000 万吨。这是在假定有足够的铜供应的前提下，但这一点远不能确定。一辆普通汽车中大约有 65 磅(30 公斤)铜，一个普通家庭中有 400 多磅铜。电网、交通和工业的脱碳将需要比目前更多的铜。要建造更密集、更复杂的电网，需要数百万英尺的铜线，才能处理分散的可再生能源产生的电力，并平衡它们间歇性的供应。太阳能和风力发电场比集中式燃煤和燃气发电厂每单位发电需要更多的铜。

随着新采矿项目的减少和现有资源的枯竭，供应增长预计最快将在 2024 年见顶。高盛集团(Goldman Sachs Group Inc.)估计，未来 10 年，矿工需要花费约 1,500 亿美元才能弥补铜 800 万吨的缺口。根据国际铜研究小组(International Copper Study Group)的数据，2021 年全球铜缺口仅为 44.1 万吨，不到精炼金属需求的 2%。目前标准普尔全球(S&P Global)的最坏情况预测显示，到 2035 年，铜缺口约相当于消费量的 20%。

环境破坏是各国考虑新采矿项目时面临的另一个风险。从矿石中提取铜——使用的化学物质会进入地下水，污染农田，杀死野生动物，污染饮用水。据澳大利亚昆士兰大学的研究人员称，铜尾矿——矿石加工后剩下的废石——将从 2020 年的每年 43 亿吨增长到 2050 年的 160 亿吨。研究人员估计，

这不仅仅是一个环境问题:额外的存储成本可能高达 1.6 万亿美元。

盛宝银行商品策略主管 Ole Hansen 称,铜、铝和锂等工业金属无疑将受益于为实现“绿色转型”而投入的“巨大政治资本”。由于铜的用途广泛,包括电气设备和工业机械,铜是全球经济健康状况的一个主要晴雨表。鉴于美元走软,以及投资者预计中国经济重启后需求将激增,铜今年开局强劲。Hansen 说:“此外,新的地缘政治环境将意味着欧洲国防工业的巨大增长,随着欧洲大陆的军费开支占 GDP 的比例翻倍,下一个经济周期,欧洲国防工业将以每年接近 20% 的两位数增长。”还有很多人猜测,作为全球最大的消费国,北京将加大对经济的财政支持力度,其规模与 2003 年加入 WTO 后、2009 年全球金融危机后以及 2016 年人民币贬值后的规模类似。Hansen 称,“总体而言,我们预计铜价将在未来几个月稳定在(每磅)3.75 美元至 4.75 美元的区间(8250-10450 美元/吨),最终将在下半年的某个时候突破新高。”

据纽约梅隆银行(BNY Mellon)称,除了经历短期供应短缺外,随着脱碳进程的加快,铜的需求还将经历“代际转移”,“铜通常被用作建筑金属,用于建筑的布线、机械的布线等,但如果我们看下去碳化净零能源转型的趋势,就会发现铜就是新的石油,”管理纽约梅隆大学自然资源基金的 Al Chu 告诉 CNBC。Chu 表示,铜前景中最有趣的方面是长期需求的“长期变化”。“是太阳能、风能、电动汽车,还是哪种形式的可再生能源?每一种可再生能源都需要铜,因为如果你在谈论给某物通电和传输电力,你就需要铜。”除了实现净零目标可能需要的铜数量外,Chu 还强调了铜品位在过去 20 年的下降,以及大型采矿项目上线所需的时间。他说:“这些矿藏中有很多是在非常非常难开采的地方发现的,比如刚果、内蒙古,这些地方都不是非常发达的地区,你会说‘哦,这真的很容易,让我们建一个大型矿山吧’。”“从长期来看,你只会看到强劲的需求。很多人都把锂视为能源转型的金属,但我认为我们应该更关注铜,因为我认为铜才是能源转型的真正关键。”Chu 引用了“治疗高价的最好方法就是高价”这句古老的经济格言,他说,短期的周期性波动总是存在的,但铜价可能会继续上涨,直到它激励更大的勘探周期或二级市场和铜回收活动升温。

摩根士丹利(Morgan Stanley)表示,在受益于 1 月份铜价上涨后,铜矿类股的估值似乎“过高”。摩根士丹利金属和矿业分析师在一份概述铜行业“稀缺价值”的研究报告中称,“随着全球股权资本追逐可投资的铜领域日益萎缩,投资者似乎愿意忽视经营上的失望。”“整体前景更新都是负面的,因为单位成本平均上涨了 12%,同比上涨了 7%;资本支出高于预期 8%;成交量指引低于 4%。随着投资者寻求铜敞口,我们注意到估值溢价在不断上升。”摩根士丹利(Morgan Stanley)目前还不愿就此宣布价格见顶,但摩根士丹利仅根据现货/牛市价格预测预计总上涨空间为 6%至 12%。

整体看,未来推动铜价走高的真正动力来自全球能源转型,包括整个发电、电网、新能源汽车、其他诸多重要的新能源基础设施,由于新开发铜矿的艰难和铜需求增长的迅速程度,西方大型矿业资

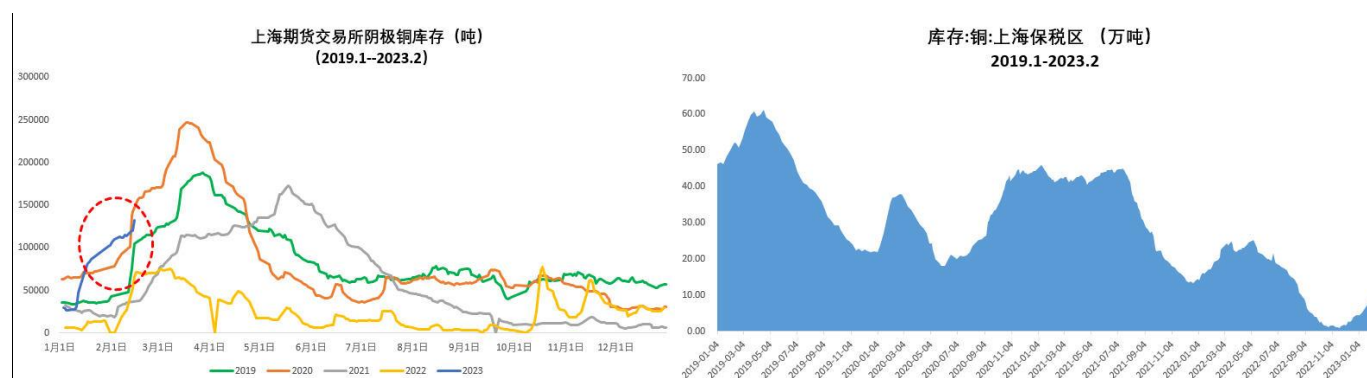
本和华尔街至知名投资机构都对铜价的未来持比较乐观的态度，这是积极的现象，对于中国的大量需求铜的企业和建设项目来说，则意味着未来成本可能快速上升，需要做好风险管理和物资储备工作。2023 和 2024 年关于铜过剩的推测正在明显下降，一旦铜供需接近平衡，很难想象铜价会大幅下滑，最多可能仅仅是小幅震荡回撤，在大多数情况下铜价偏强将是常态。

五、春节后铜消费淡季尚未结束，累库仍在持续

上周，上海库存激增至 18 万吨左右。江浙一带，大型铜加工企业集中，订单稳定，且工厂规模化管理成熟，多数加工企业在假期保持正常运转，春节期间均备有一定原料库存。节后归来，下游拿货预期仍在贴水较大位置，但持货商大贴水出货意愿较低，供需双方存分歧，故上海地区现货贴水仅表现收窄。但本周初，现货已开始转为小幅升水报价，逐步趋于华南地区。

从保税区库存变动以及上海口岸到港量来看，近期进口再度亏损，国内炼厂开始出口保税区操作。上周进口操作依然有限，到船货源进入保税区与直接清基本对半，最终上海保税区库存维持增势，总量略增至 22.15 万吨左右。从清关数量来看，由于比值不利，上周清关量下降至 1.66 万吨。近期清关主流品牌为：国产、智利、日本、韩国等品牌。另外，广东保税区库存增至 1.8 万吨。

图：上海期货交易所铜库存情况和上海保税区铜库存变化情况（2019.1-2023.2）



数据来源：WIND，冠通研究

据 SMM 统计，上周广东地区库存总量激增至 5.8 万吨左右。正月十五过后，各地工厂逐渐复工复产，下游入市买兴提高。不过，与上海地区不同，由于春节假期前广东周边地区下游工厂提前放假，且春节前铜价走势偏强，亦使得部分下游备货意愿退缩，故节后归来广东地区消费起色较快，导致广东地区现货升水回升速度明显快于上海地区。

据 SMM 统计，精铜杆企业目前已经恢复节前生产水平，目前市场整体复产进度接近 100%，企业产能利用率明显大幅提升，精铜杆企业产能利用率稳中有进。长三角市场成交较上周环比小幅下滑，由于周初铜价的持续下跌，刺激终端企业采购意愿，故前半周市场成交表现不错；但随着下半周的精

废差扩大，精铜杆优势减弱，部分订单需求转至再生铜杆端，市场交投活跃度降低。

上周再生铜杆企业复产效率明显高于之前，多数再生铜杆企业皆已进入常规生产阶段，元宵节后最后一批再生铜杆企业复产也已完成，目前市场整体复工复产进度也基本能达到 95%以上，虽存在个别企业尚未恢复生产，但因产能不大影响相对较小；上周，铜管工厂开工基本恢复，装置负荷区域性上调，市场需求存向好预期，带动产量增加。周后来看，铜管工厂过节停车装置目前多已恢复生产，下游终端陆续恢复中，市场心态较积极，整体拉动铜管开工。整体看，随着逐步进入 2 月中下旬，铜下游企业复工复产速度加快，再加之国内政策层面“保交楼”、“稳增长”、“稳预期”力度空前，资金投放已经显现出加大局面，有理由认为铜需求将进一步提速，目前的各地铜库存累库将很快减慢甚至结束，最快，也许下周就会看到积极变化。

如果美联储上半年继续坚定加息，加息空间仍有 50 基点，目前铜价从 70000 元/吨上方返回 68700 元附近，综合看铜库存在春节后甚至整个一季度普遍都会累库，而目前又处于铜需求的季节性淡季，铜价在海外和国内都存在回调风险，今后 1 至 2 周是考验铜价是否有能力返回并一直站稳 70000 元上方的关键时期。外盘铜价需要关注是否有能力站稳 9000 美元/吨上方并保持下去。由于高利息将明显抑制 2023 年发达市场的铜需求，且西方大型矿业资本仍在世界各地增产铜矿石，未来铜过剩的可能已经浮出水面；但中国和全球的新能源转型将一直快速推进，欧盟甚至已经宣布 2030 年禁售小型燃油汽车；铜价高涨存在现实的需求支撑；在铜价短线上涨结束后震荡的可能性将始终存在，但铜价大幅下跌的可能已经非常有限，铜需求和铜价在今后总体上是积极的。

风险提示

- 1、美联储将利率峰值进一步提高，或在利率峰值维持更长时间；
- 2、产铜大国的矿业扰动持续加剧，铜过剩提前结束；
- 3、国内铜下游产业开工持续不及预期，铜需求出现下滑。

分析师 周智诚

冠通期货研究咨询部

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲 6 号万通中心 D 座 20 层（北京总部）

公司电话：010-85356596

Email: zhouzhicheng@gtfutures.com.cn

本报告发布机构--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

免责声明：

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对
所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传
送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。