

冠通期货研究咨询部

2023 年 04 月 12 日

市场已消化美国数据，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：美国硅谷银行倒闭为标志的银行业危机有所缓解，美联储 3 月会议结束，为了遏制通胀继续加息 25 基点；美国 3 月非农就业数据基本符合预期，但非农数据和其他数据都在显示美国经济逐步进入衰退；市场正在猜测 5 月美联储是否加息；西方大型矿业公司正在进一步整合全球铜矿资源，为未来全球能源绿色转型做准备；国内市场逐步进入铜消费旺季，铜下游开工明显上升；外部市场在高利率下对铜需求的不确定性升高，但短期看铜价在国内需求强势的支撑下，维持强势震荡的可能性较高。

风险点：

- 1、美联储为遏制通胀在 5 月份继续加息；
- 2、美欧实体经济进入衰退快于预期，对铜需求产生破坏性影响；
- 3、国内政策刺激经济的力度不及预期，铜下游开工不足。

一、美联储 3 月会议继续加息 25 基点，衰退阴影随处可见

3 月 22 日北京时间周四凌晨，美联储如期加息 25 个基点，令基准的联邦基金利率升至 4.75%-5% 目标区间，为 2007 年 9 月、即金融危机爆发前夕以来的最高水平。这是美联储自去年 3 月以来连续第九次加息，也是连续第二次幅度放慢至 25 个基点。“点阵图”未改对今年底的利率预期为 5.1%，暗示仅再有一次加息 25 个基点的空间；官员们的中位数预期依旧是 2023 年美国峰值利率为 5.1%，与去年 12 月的预期持平；对 2024 年底的利率预期从 4.1% 升至 4.3%，对 2025 年底和更长期利率的预期分别维持在 3.1% 和 2.5% 不变。

图：美联储 2022 年 12 月加息期间点阵图/2023 年 3 月加息期间点阵图（2022.12-2023.3）

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

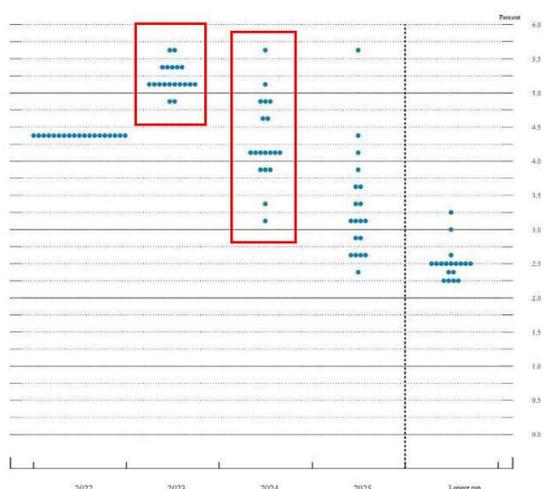
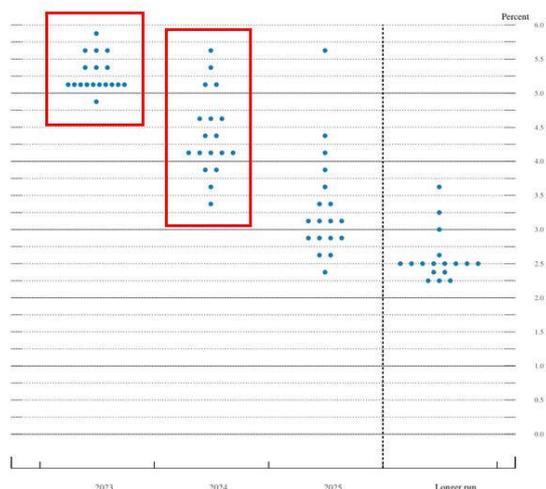


Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：美联储，冠通研究

上图可看出，对今年 5.1% 的利率预测，说明美联储可能只有空间再加息一次、且加息 25 个基点了。在 18 位官员中有 10 人都支持这一观点，占绝对多数，另有 7 人认为利率应超过 5.1%；美联储本次还上调储备金余额利率 25 个基点，至 4.90%，上调贴现利率至 5%，均符合预期；将继续按同样的速度缩表，即最多每月 600 亿美元的美债本金到期不再投资，以及最多 350 亿美元的按揭贷款支持证券到期后滚落资产负债表。

3 月议息会议后，芝加哥商交所 CME 的 FedWatch 工具显示，美联储在 5 月按兵不动的概率从一天前的 36% 升至 53%，再加息 25 个基点的概率从 60% 降至 47%。利率掉期互换市场显示，交易员预计年底前降息至 4.19%。这代表市场对利率的预期比美联储官员的展望更为鸽派。

华尔街的整体氛围已经不能用“悲观”来简单形容，在银行业危机爆发之后，如今的情绪仿佛世界末日即将到来。美国商品期货交易委员会（CFTC）在 3 月 24 日发布的数据显示，在截至 3 月 21 日

的一周内，标普非交易商期货头寸大幅下降，多头头寸从三个月前的+130 亿美元骤降至-280 亿美元。根据高盛交易员 Lee Coppersmith 的说法，该周降幅创有史以来最大纪录。

世界银行在 3 月 27 日发布的最新报告中写道，几乎所有推动经济增长的力量都在逐步减弱，而今，银行危机的蔓延可能会使经济增速进一步放缓，预计未来 10 年全球经济平均增速为 2.2%，远低于 2010 年 4.5% 的峰值，创 30 年来最低增速。银行业动荡使本就增长乏力的全球经济愈发前景悲观，世界银行认为现在全球经济正经历着“失去的十年”。

3 月 31 日美国商务部公布 2 月 PCE 物价指数同比上涨 5%，预期 5.1%，前值 5.4%，创 2021 年 9 月以来最低纪录；2 月 PCE 物价指数环比增长 0.3%，符合预期；剔除波动较大的食品和能源价格后，美联储最“青睐”的通胀指标——核心 PCE 物价指数 2 月同比上涨 4.6%，预期 4.7%，还创下了 2021 年 10 月以来的最低纪录；2 月核心 PCE 物价指数环比 0.3%，预期 0.4%；2 月 PCE 物价同比上涨主要是受能源和服务价格影响；具体来看，2 月商品价格同比上涨 3.6%，服务价格上涨 5.7%，食品价格上涨 9.7%，能源价格上涨 5.1%；2 月私企员工薪资同比增速从上月的 6.7% 大幅反弹至 7.7%，相比之下，政府工作人员的薪资增速从 5.2% 下降到 5.0%。数据后，芝商所美联储观察工具显示，市场预期美联储 5 月加息 25 基点和不加息的概率几乎一半一半。

4 月 3 日 ISM 数据显示，美国 3 月 ISM 制造业指数 46.3，创 2020 年 5 月以来新低，预期 47.5，前值 47.7；这是制造业 PMI 连续第五个月陷入萎缩；重要分项指数方面：新订单指数 44.3，前值 47；生产指数 47.8，虽然较前值 47.3 有小幅攀升，但仍处于收缩区间；这两个分项指数的疲软，表明未来需求或进一步走弱；新出口订单指数 47.6，前值 49.9；进口分项指数为 47.9，前值 49.9；进出口分项指数均较 2 月恶化，进一步陷入萎缩区间；

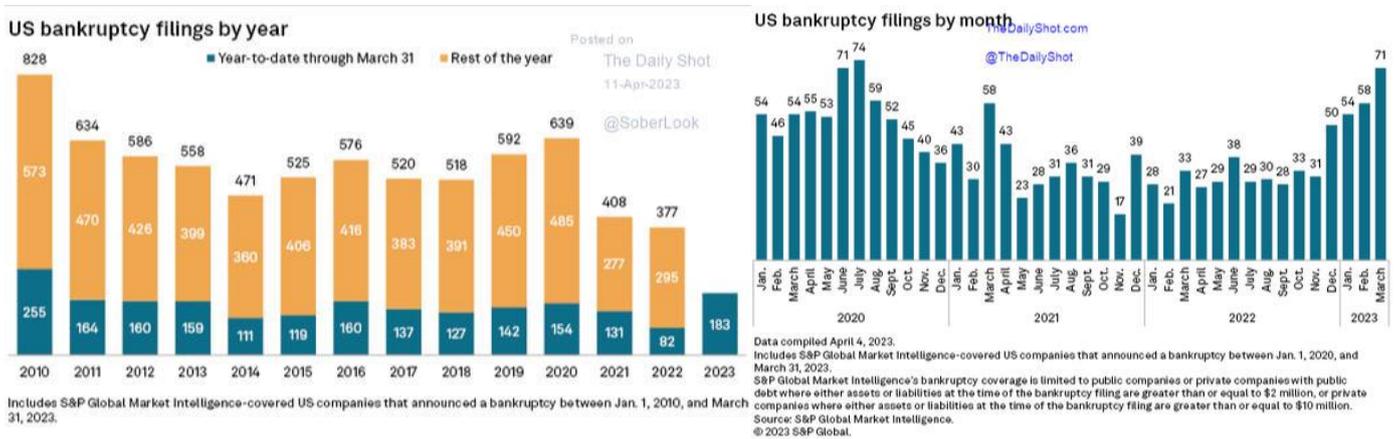
美国联邦存款保险公司（FDIC）的四季度和去年年度数据显示，截至去年末，美国银行业投资低收益债券的账面未实现亏损合计约 6200 亿美元，这还是较三季度有所减少的水平。债券投资浮亏是导致硅谷银行倒闭、引爆美国银行危机的导火索；FDIC 数据显示，去年，美国商业银行自 1948 年来首次出现存款下滑。整个一季度，货币基金市场获得 4500 亿美元净流入，银行存款则有 3000 亿美元净流出；而最近的银行倒闭恐慌，让中小银行的经受的流动性考验尤其严酷：在截至 3 月 15 号的一周内，美国社区银行和地区银行存款净流出 1000 亿美元。只要加息持续，风险就会继续累积。大多数投资者和银行业的高管都没有经历过利率飙升叠加高额投资亏损、以及严重的存款外逃这种组合拳。

上周二（4 月 4 日）美国劳工部职位空缺和劳动力流动调查报告（JOLTS）显示，2 月职位空缺数下降至 993.1 万，为 2021 年 5 月以来首次跌破 1000 万大关，预期 1050 万，1 月数据从 1082.4 万向下修正至 1056.3 万；JOLTS 数据在过去 29 个月里，有 27 次超过预期；最新的 JOLTS 数据可谓急刹

车：最近两个月的 JOLTS 数据累计下滑 130 万，为历史上第二大降幅，仅次于新冠疫情经济停摆时期；2 月每个失业工人对应 1.67 个职位空缺，低于 1 月的 1.86 个；这一比例在疫情前为 1.2；显然现在朝着长期趋势前进。招聘人数在 2 月份下降了 16.4 万至 616.3 万，为 2021 年 5 月以来的最低水平。

上周三（4 月 5 日）美国自动数据处理公司 (ADP) 发布的月度全美就业报告显示，**美国 3 月 ADP 就业人数增加 14.5 万，预估增加 21 万**，前值增加 24.2 万；3 月 ADP 新增就业人数低于预期，凸显出劳动力需求正在出现降温迹象；ADP 数据显示，对那些留在原职的员工 3 月份薪资同比增长 6.9%，为一年多来最低水平；跳槽人员的年薪涨幅中位数降至 14.2%，是 2022 年 1 月以来的最低水平；上周三 ISM 数据显示，美国 3 月 ISM 非制造业指数 51.2，大幅不及预期的 54.6，2 月前值为 55.1；最新数据表明，虽然服务业 PMI 仍处扩张区，但企业和消费者变得更加谨慎；3 月 ISM 服务业数据显示的疲软迹象，与本周稍早公布的制造业数据态势吻合。过去两周，亚特兰大联储对第一季度 GDP 模型——GDPNow 预估已从 3.5% 下调一半至 1.7%。上周四（4 月 6 日）就业资讯公司 Challenger, Gray Christmas Inc 公布了 3 月挑战者裁员人数，结果显示美国 3 月挑战者企业裁员人数同比增长 319.4% 至 8.97 万人，不仅大幅超预期，也远高于前值 7.78 万；报告指出，美国科技公司今年迄今已宣布裁员 102391 人，全年有望超过 2001 年的历史记录。

图：美国各年度全年（1 季度）申请破产保护企业/美国今年 3 月申请破产保护企业（2010.1-2023.3）



数据来源：标普全球，华尔街见闻，冠通研究

上图可见，在硅谷银行金融集团破产和其他交易的推动下，美国 3 月份企业破产数量跃升至三年来的最高水平，这是经济衰退渐行渐近的一个迹象。标普全球市场财智报告称，3 月份美国有 71 家企业申请破产保护，高于 2 月份的 58 家，是上年同期 33 家的两倍多。这也是自 2020 年 7 月新冠疫情初期的 74 家以来的最高单月水平。

上周五（4月7日）晚间，美国劳工部公布3月非农就业报告，这是美联储5月利率决议前的最后一份非农报告；结果显示**3月新增非农就业人数为23.6万，为2020年12月以来最小增幅，预期23万**，前值31.1万（向上修正为32.6万）；3月失业率为3.5%，预期3.6%；前值3.6%；美联储此前预计失业率将大幅上升至4.6%，并在2024和2025年保持高位；劳动参与率从62.5%上升到62.6%，就业与人口比率3月份小幅上升至60.4%，不过这些数据仍低于2020年2月疫情在欧美爆发前的水平；3月份平均时薪同比增长4.2%，预期4.3%，创下了2021年6月以来的最低纪录；不过3月平均时薪环比增长0.3%，符合预期，但这对于抗通胀并非好消息。3月非农数据公布后，据最新芝商所FedWatch工具最新数据显示，**美联储5月加息25基点的概率约为66.3%**，互换协议显示美联储在5月份的下次FOMC会议上再次加息25基点的可能性约为75%；**彭博经济学家预计，2023年底的基准利率为5.25%，而到2024年底基准利率为4.25%**。

高盛数据显示，在美国，资产不足2500亿美元的中小型银行发放了大约50%的美国工商业贷款、60%的住宅房地产贷款、80%的商业房地产贷款和45%的消费贷款。对于美国经济来说，“信贷紧缩”是一个大问题，因为美国经济增长的70%来自信贷支持的支出。对于那些在最近的银行业危机中受到严重打击的小银行和他们的客户来说，更是如此。分析人士认为，随着经济的关键领域无法获得关键的资金来源，GDP将大幅下降，美国将陷入衰退。前美国财政部长萨默斯表示，一系列疲软的经济数据公布，这意味着美国经济衰退的可能性在上升。美联储正在接近其加息周期的尾声。他还指出，无论是飙升的通胀还是硅谷银行倒闭，美联储都后知后觉，需要对此认真反省。萨默斯认为，感觉到信贷存在一定程度的紧缩。此时经济衰退的可能性正在上升。美联储做出非常非常艰难的决定，存在非常多的双向风险。这些双向风险是经济过热的后果。

本周一（4月10日）纽约联储公布的3月调查结果显示，受访者对通胀和他们获得贷款的前景更为悲观；受访者对一年后通胀的预期增加了0.5个百分点，达到4.75%的年度涨幅，这是自去年10月以来短期通胀前景的首次上升；4.75%的通胀增幅低于2022年同期的6.6%，但依然远远高于美联储设定的2%的目标；受访者对三年和五年的通胀预期几乎没有变化，分别为2.8%和2.5%。**有58.2%的受访者认为，现在获得贷款的难度比一年前更大，这是该数据自2013年6月开始发布以来的最高水平。**

目前为止，市场定价显示美联储在今年最多再加息1次，即5月继续加息25个基点；加息虽然接近结束，但美元指数最近小幅下滑至102附近，伦铜电3价格几经震荡之后稳定在8850美元/吨附近震荡，上海期货铜主力稳定在目前68000-69000元/吨区间；很明显市场对美联储能够处理好硅谷银行和其他银行倒闭是抱有信心的，但发达市场在2023年年底以前大概率维持高息状态，铜需求会受到一定抑制；西方大型矿业资本仍正在投资新的大型铜矿山或是整合现有的各类铜矿山，谋求增加

铜矿石和精炼铜产量；国内两会和政府换届、央行降准给国内市场注入了很大信心，已公布的 3 月社融数据给人较强的经济信心，但国内需求能否撑起整个铜价运行，仍需市场谨慎观察。铜现货和期货市场可能因避险情绪整体升高而承受下行压力，在发达市场衰退阴影几乎随处可见的情况下，铜和原油等风险资产难以完全恢复正常，在一定区间内有韧性的连续震荡，或许将是今年全年铜价的运行常态。

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

占全球铜开采量四分之一的智利，3 月底公布了六年来最低的单月产量。几个小时后，智利铜业国有巨头 Codelco 表示，在经历了数十年的投资不足后，该公司正努力开发老化矿藏的新领域，其 2022 年的产量困境今年只会变得更糟。长期干旱造成的用水限制，以及在应对矿石质量恶化时出现的一系列运营挫折和项目延误，都阻碍了矿业的发展。这对看涨铜的人来说是个好消息，但也加剧了人们对即将到来的铜短缺的担忧，因为铜是能源转型中的关键材料，从电动汽车到风力涡轮机，铜的用途无所不有。该公司首席执行官安德烈·苏加雷特在圣地亚哥对记者说：“从生产、成本和盈余产生的角度来看，今年是复杂的一年，这对我们提出了挑战，我们必须找到改善未来业绩的方法。”

要解决这个问题并不容易，Codelco 预计，继 2022 年产量暴跌之后，**今年的产量将下降 7%**。这家全球最大的铜公司预计，到 2023 年，其全资铜矿的产量将在 135 万至 142 万吨之间。苏加雷特发表讲话之前，法国统计机构发布的数据显示，2 月份全国产量较 1 月份下降了 12%，这是自 2017 年初以来最弱的单月数据。对于全球铜市场而言，智利产量下降表明，在中国需求在疫情限制放松后回升之际，供应将进一步收紧。伦敦金属交易所 (lme) 的库存接近 18 年来的最低水平。不过，苏加勒特认为目前市场相当平衡，**预计价格将在每磅 3.50 美元至 4.40 美元之间，而目前仅略高于 4 美元。**

这家智利国有生产商去年经历了岩崩、设备故障和大坝冻结等事故，产量下降 11%，至 145 万吨。苏加雷特表示，Codelco 正在同时开发几个大型项目，以期在 2020 年前恢复产量。这是一项艰巨的任务，因为该行业正在努力应对疫情暴露出的物流挑战，而俄罗斯入侵乌克兰又加剧了这一挑战。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

加拿大伦丁矿业 (Lundin Mining) 将以约 9.5 亿美元的价格收购智利 Caserones 铜钼矿的多数股权。随着矿商寻求增加对这种对全球能源转型至关重要的金属的敞口，这一交易又增加了一系列交易。Caserones 铜矿位于智利干旱的北部，靠近阿根廷边境。力拓将从 Caserones 的所有者日本 JX Nippon

Mining & Metals Corp. 手中收购该公司 51% 的股权。Lundin 表示，将先支付 8 亿美元现金，在交易完成后的六年内再支付 1.5 亿美元。该交易还使这家总部位于多伦多的矿业公司有权在五年内以 3.5 亿美元的价格购买该铜钼矿至多 19% 的额外权益。“最初的控股权增加了我们对一个我们认为正在增长的顶级铜矿区的敞口。我们保留在未来几年以有吸引力的价格进一步增持股份的选择权，”伦丁首席执行官彼得·罗坎德尔 (Peter Rockandel) 在声明中表示。

JX Nippon Mining & Metals 表示，出售子公司、Caserones 运营商 Lumina Copper 部分股权的决定，是资产组合评估的一部分。该公司于 2020 年 11 月从三井株式会社 (Mitsui & Co) 和三井矿业和冶炼公司 (Mitsui Mining and 冶) 的合作伙伴手中收购了智利铜矿的多数股权，成为该矿的大股东。自 2014 年 5 月投产以来，该项目遭遇了一系列延期和成本超支。该矿的年产量约为 10 万吨，仍低于该矿开始建设时的年产 15 万吨的目标。Lundin 表示，该交易预计将于 2023 年 6 月完成。Caserones 位于智利阿塔卡马沙漠，海拔 4200 米至 4600 米，靠近阿根廷边境。

泰克资源拒绝了瑞士大宗商品交易商和矿业公司嘉能可公司的主动收购提议。在全股票收购报价中，嘉能可以每股 7.78 股的价格购买泰克 B 类从属有表决权的股票，每股 12.73 股的价格购买泰克 A 类普通股。根据泰克的数据，截至 3 月 26 日，这一报价溢价 20%，按上周五收盘价计算价值约 232 亿美元。泰克说，董事会的决定是一致通过的。报告指出，嘉能可的出价是收购泰克，随后创建两个子公司，这将使泰克股东面临一个庞大的动力煤和石油交易业务。泰克还预计，在智利 Quebrada Blanca 项目的第二阶段到 2023 年底达到满负荷生产后，铜产量将翻一番。该公司在南美和加拿大拥有四座铜矿，去年总产量为 27 万吨。随着铜需求加速增长，以及全球铜短缺的隐现，大型矿商也对铜资产如饥似渴。必和必拓、里约热内卢 Tinto 和嘉能可本身都已披露，它们正积极寻求增加铜的敞口。Freeport-McMoRan Inc. (自由港麦克莫兰) 首席执行官阿克森 (Richard Adkerson) 上周二接受采访时说，可能会出现更多交易。他说，由于对化石燃料的依赖提振了需求，而新矿的建设变得更加棘手和昂贵，股东们曾经关注回报，现在正推动企业扩大产量。全球最大的上市铜生产商自由港表示，嘉能可 (Glencore Plc) 提议以 230 亿美元收购泰克资源 (Teck Resources Ltd.)，这是铜行业整合趋势的一部分，随着投资者对铜行业新矿藏开发的需求增长，这一趋势将产生更多交易。他说：“铜是一种稀缺商品，无论出于什么原因，当铜行业出现增长机会时，我认为你会看到企业开始利用这一机会。”最近的交易“预示着我们行业未来的前景。”Adkerson 称，自由港在 10 年前进军石油业务遭遇失败后，已经加强了资产负债表。自由港一直在留意交易，但目前专注于自己的项目。Adkerson 表示，短期内铜需求依然强劲，“我们越来越看好长期前景。”

外媒 4 月 6 日消息：艾芬豪矿业表示，该公司在刚果民主共和国的卡莫阿卡库拉铜矿（Kamoa-Kakula）在 2023 年第一季生产了 93,603 吨铜精矿，高于 2022 年第四季度的 92,761 吨。其中 3 月份的铜精矿产量为 34,915 吨，创下历史最高纪录。其中截至 3 月 25 日当周的产量为 9,016 吨，创下周产量最高纪录，3 月 25 日的产量为 1,563 吨，创下日产量纪录。该公司表示，在完成去瓶颈计划后，一期和二期选矿厂目前可以每年处理 920 万吨铜矿石。一期和二期选矿厂去瓶颈化项目耗资 5000 万美元，已经按照预算在 2 月下旬提前完成，将每年的铜精矿年产能提高到 45 万吨。在完成去瓶颈化项目后，Kamoa-Kakula 铜矿的一期和二期选矿厂的产量在 3 月份创下历史新高。3 月份的铜回收率平均为 88.3%，高于该铜矿的设计回收率 86%。

艾芬豪矿业表示，卡莫阿卡库拉铜矿在 2023 年的铜精矿产量目标维持不变，将达到 39 万吨到 43 万吨之间。艾芬豪预计该铜矿成为世界上矿石品位最高的主要铜矿。随着今后将铜矿石处理能力逐步提高到 1900 万吨/年，该铜矿将成为世界第二大铜矿综合体，每年铜精矿产量将超过 80 万吨。卡莫阿卡库拉矿区由卡莫阿铜业公司负责经营，这家合资企业的股东包括艾芬豪矿业（持股 39.6%）、中国紫金矿业（39.6%）、水晶河全球公司（0.8%），刚果政府（20%）。

以上各类消息和报道可以看出，近期铜矿大规模恢复生产和增产的消息明显多于减产的消息，南美的最大产铜国智利依然存在诸多问题，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，中南美的铜矿生产能力不排除将迈上新的台阶，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；最糟糕的是，美国银行倒闭事件可能放大发达市场铜需求不足的问题；短期内因为中国大幅放宽疫情管控并重启经济、各类经济刺激政策落地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，这令铜价出现无序震荡的可能性上升。

三、国内 3 月社融数据提振市场信心，铜下游开工明显回升

4 月 11 日，中国人民银行发布 2023 年 3 月社会融资规模存量统计数据报告。初步统计，3 月末社会融资规模存量为 359.02 万亿元，同比增长 10%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 223.96 万亿元，同比增长 11.7%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.88 万亿元，同比下降 19.3%；委托贷款余额为 11.32 万亿元，同比增长 3.5%；信托贷款余额为 3.74 万亿元，同比下

降 10.4%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.13 万亿元，同比增长 1.6%；企业债券余额为 31.42 万亿元，同比增长 1.2%；政府债券余额为 62.02 万亿元，同比增长 13.5%；非金融企业境内股票余额为 10.85 万亿元，同比增长 11.2%。

从结构看，3 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 62.4%，同比高 1 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.5%，同比低 0.2 个百分点；委托贷款余额占比 3.2%，同比低 0.1 个百分点；信托贷款余额占比 1%，同比低 0.3 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 0.9%，同比持平；企业债券余额占比 8.8%，同比低 0.7 个百分点；政府债券余额占比 17.3%，同比高 0.6 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3%，同比持平。

Wind 数据显示，3 月份，住户存款增加 2.91 万亿元，非金融企业存款增加 2.61 万亿元，合计同比多增 1595 亿元。有评论指出，3 月末 M2 增速处于高位运行状态，主要因为当月贷款多增带动存款派生。更为重要的是，伴随疫情扰动消退，宽货币向宽信用的传导渠道正在打通。整体上看，在经济修复带动市场主体融资需求明显上升，以及宏观政策保持稳增长取向支持下，3 月份信贷数据延续强劲增长势头，并正在成为推动经济好转的重要力量。

图：中国电网/电源基本投资完成额；中国每月空调产量/累计同比变动情况（2018.1-2023.2）



数据来源：WIND，冠通研究

从电线电缆的运行情况来看，3 月电线电缆企业开工率为 87.06%，环比上涨 15.79%，同比增长 12.19%。近期电线电缆订单表现较为平淡，铜价重心抬高后限制了下游订单增量。因部分国网订单交货时间推迟较久，目前仍有去年的国网订单在执行。今年招投标多以配电端为主，电力行业对线缆的拉动力度未达到前期的预期目标。从新能源端口来看，之前积压的订单大多已消耗完，光伏等行业新订单下滑。南方部分地区步入雨季，工地开工率下滑，订单排产量减少。预计 4 月电线电缆企业开工率环比微增。截至 2 月，光伏装机量累计新增 2037 万千瓦，累计同比增 87.57%，风电装机量累计

新增 584 万千瓦，累计同比增 1.92%。2023 年中国光伏新增装机保守预测 95GW，乐观预测 120GW。据 ICA，光伏耗铜量 4 吨/兆瓦。保守预计 2023 中国光伏耗铜 38 万吨，同比增 3.04 万吨；乐观预计 48 万吨，同比增 13.04 万吨。

2023 年春节刚刚结束，空调市场的寒冬似乎也迎来了春天。根据奥维云网监测数据，3 月空调内销排产为 930 万套，同比增长 18.5%，凸显了企业的市场信心。从家电消费来看，2023 年 W06-W08 (1.30-2.19) 大家电线下渠道增速可观，尤其是空调表现最为亮眼，第 8 周同比增长 3 倍多。需要说明的是，超高增速可能受去年同期春节假期低基数的影响，但数据仍能一定程度反映空调市场开年的良好趋势。据产业在线数据，多重利好因素加持，空调 4 月内销排产高增 34%。据奥维云网数据，2023 年 4 月国内空调总排产 1741 万台/+14.1%，其中内销排产 1003 万台/+34.3%，出口排产 738 万台/+6.8%。零售数据看，年初至今空调销售显著回暖，2023W1~W13 空调线上、线下累计销额均实现正增长，分别同比+11.2%、+1.0%。地产竣工边际好转、消费复苏以及以旧换新、绿色节能补贴等消费刺激政策助推空调需求释放，叠加在 2022 年成本和需求的双重压力下行业库存已进入历史低位，多重利好加持以及市场向好预期下，厂商和渠道的库存水平正在重建，空调排产和备货持续高增。

整体看，国内大幅优化疫情管控之后，外界普遍认为中国是“重启经济”，世界银行、IMF 等国际机构认为中国 2023 年 GDP 增速在 5%左右，基本上领涨全球，这对铜下游——尤其是电线电缆、空调、房地产用铜等都是巨大的促进，也有助于铜价在国内保持坚挺。

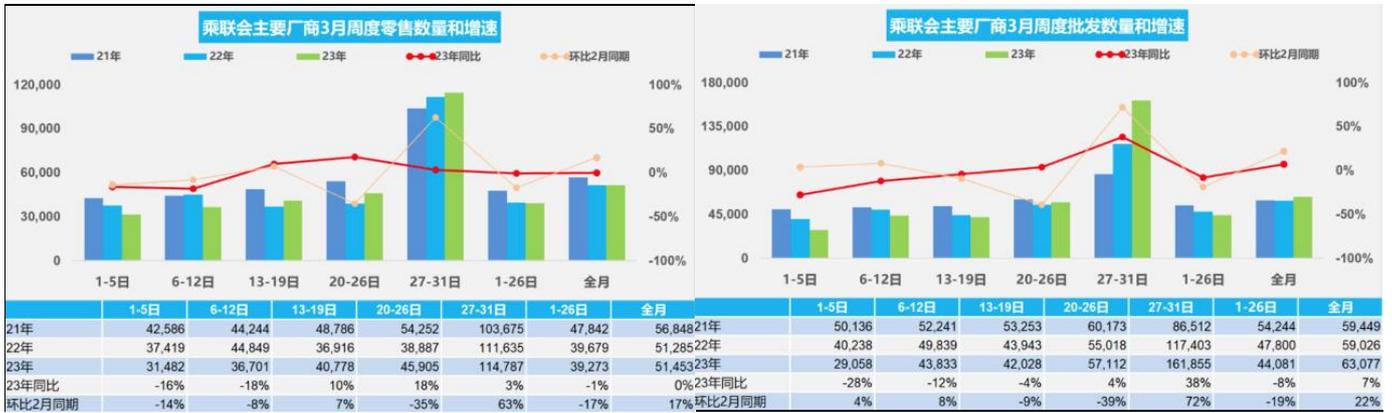
四、中国新能源汽车领跑全球，3 月份回升明显

4 月 6 日，乘联会网站公布的数据显示，3 月 1 日至 31 日，乘用车市场零售 159.6 万辆，同比持平，较上月增长 17%。今年以来乘用车累计零售 427.5 万辆，同比下降 13%。**同期新能源车市场零售 54.9 万辆，同比增长 5%，较上月增长 27%；今年以来累计零售 131.9 万辆，同比增长 15%。**全国乘用车厂商新能源批发 59.9 万辆，同比增长 32%，较上月增长 21%；今年以来累计批发 148.3 万辆，同比增长 24%。

乘联会表示，今年世界新能源汽车走势较稳。受到高基数和各国补贴政策逐步退出的影响，今年前两个月世界新能源乘用车达到 150 万辆，同比增长 24%。前两个月中国新能源乘用车占世界新能源车份额为 60%。中国新能源车出口超强，这也是中国产业链强大，形成强大的国内市场和出口的双增长。周度零售数据显示，3 月第一周零售日均 3.1 万辆，第二周零售日均 3.7 万辆，第三周零售日均 4.1 万辆，第四周零售日均 4.6 万辆，第五周零售日均 11.5 万辆。乘联会表示，3 月燃油车促销，随

随着国六 A 清库存的公开化，各车企厂商加速大力度的促销，火爆的背后是以需求的集中释放为代价，对后续汽车市场的正常秩序带来压力。随着库存可延期销售的信息发布，市场心态迅速稳定。从 3 月前四周来看，消费者观望情绪重，整体需求偏弱。

图：中国乘用车联合会 3 月份每周汽车/新能源汽车销量变动情况（2021.3-2023.3）



数据来源：乘联会，冠通研究

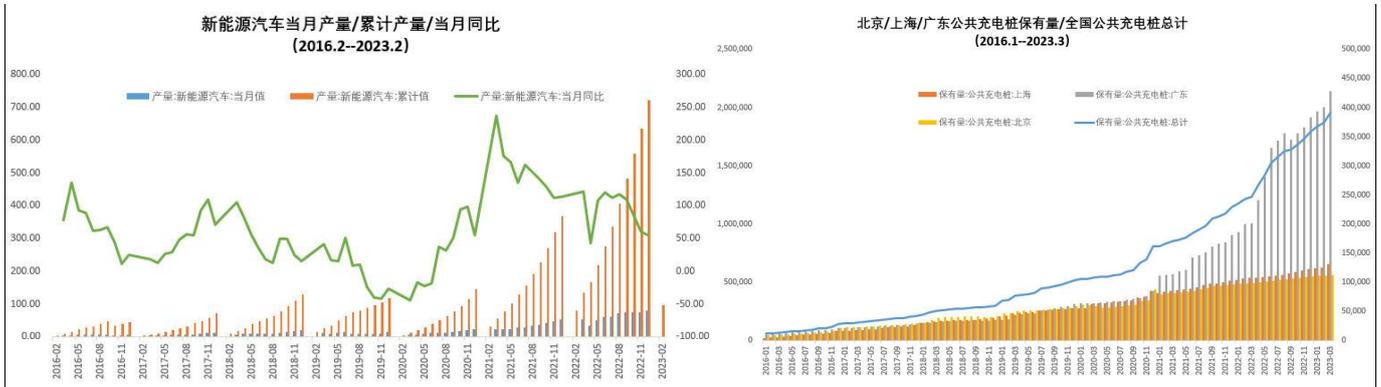
批发市场方面，同期全国乘用车厂商批发 195.5 万辆，同比增长 7%，较上月增长 22%。今年以来累计批发 502.1 万辆，同比下降 8%。周度批发数据显示，3 月第一周批发日均 2.9 万辆，第二周批发日均 4.4 万辆，第三周批发日均 4.2 万辆，第四周批发日均 5.7 万辆，第五周批发日均 16.2 万辆。乘联会表示，3 月车市环境复杂，近期出口降速后的国际贸易转内销，农民工返乡就业，利好县乡级市场消费提振。生产消费内循环趋势加速也将成为内需增长的动力来源。随着 3 月基数总体较低，新生产车型符合未来标准，经销商库存调整在加速，月末的市场应该稍有恢复，经销商进货谨慎的心态也会逐步修复，批发大幅负增长局面会明显改善。

乘联会还补充称，由于芯片供给改善，世界汽车行业的运行明显改善，促进国际车企销量改善。2023 年中国车企的世界份额累计达到 30%。从世界范围角度来看，2 月中国汽车市场恢复，占世界汽车 32% 份额，比亚迪、特斯拉和上汽集团等中国车企回升效果最为突出，以丰田、铃木和起亚为代表的亚洲集团表现改善。近两年的国际芯片短缺对中国车市的影响较小，反而推动中国汽车出口表现很强，抢占巨大的国际市场供需缺口，获得难得发展机遇。汽车芯片这样的高垄断行业，此次的供给端紧缩将对国内供应链崛起带来重大机会。

今年以来，国内汽车销量相对低迷，而出口市场表现持续亮眼。乘联会数据显示，3 月乘用车出口 29 万辆，同比增长 172%，环比增长 15%。1-3 月乘用车出口 78 万辆，同比增长 90%。其中，3 月新能源车出口 7 万辆，占出口总量的 24%。随着出口运力的提升，3 月自主品牌出口达到 25.4 万辆，同比增长 166%，环比增长 31%。出口量前三的新能源汽车品牌分别是上汽 23654 辆、比亚迪 13312 辆、

特斯拉中国 12206 辆。乘联会秘书长崔东树称，从海外市场零售监测数据看，自主品牌出口 A0 级电动车占比达 60%，上汽等自主品牌在欧洲市场表现较强。

图：中国新能源汽车每月产量/累计产量；全国各地新能源汽车充电桩变动情况（2018.1-2023.3）



数据来源：WIND，冠通研究

4 月 12 日中国充电联盟发布数据显示，今年 3 月，公共充电桩较上月增加 8.9 万台，同比增长 59.0% 全国充电基础设施累计数量为 584.2 万台同比增加 87.9%。当月充电基础设施增量为 63.2 万台，新能源汽车销量 158.6 万辆充电基础设施与新能源汽车继续快速增长。桩车增量比为 1:2.5，充电基础设施建设能够基本满足新能源汽车的快速发展。3 月以来广东、宁夏、陕西、浙江等地均有新充电设施相关政策发布，内容涉及充电桩建设规划、公共区域充电桩覆盖比例要求、重点建设领域等。

中国充电联盟官方发文称，截至 2023 年 3 月，联盟内成员单位总计上报公共充电桩 195.8 万台，其中直流充电桩 82.2 万台、交流充电桩 113.6 万台。从 2022 年 4 月到 2023 年 3 月，月均新增公共充电桩约 6.1 万台。2023 年 3 月全国充电总电量约 24.9 亿度，较上月减少 0.6 亿度，同比增长 130.6%，环比减少 2.2%。

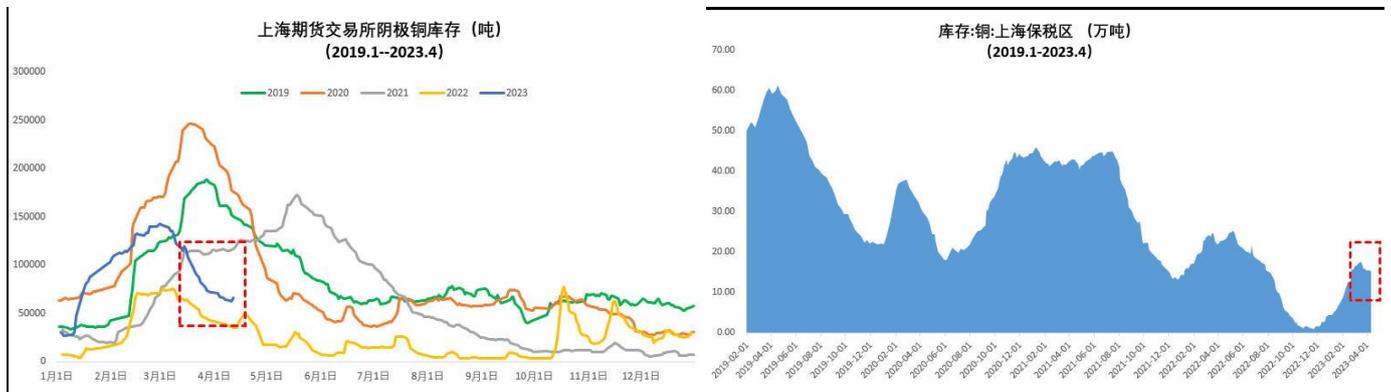
五、国内延续铜库存下降，下游产业带动铜需求恢复

从国内外铜库存情况来看，截至 4 月 6 日，LME 铜库存为 65425 吨，较前一周减少 4100 吨，LME 也在低库存加持下转为小幅 BACK 结构。COMEX 库存为 18749 短吨，较上一周减少 2471 短吨。上期所铜库存在 2 月下旬后迎来去库。截至 3 月 31 日，上期所铜库存为 156576 吨，较前一周减少 4576 吨。从国内铜社会库存来看，截至 3 月 31 日，国内电解铜社会库存为 20.19 万吨，较前一周增加 0.19 万吨，较月初下滑 12.35 万吨。

截至 3 月 31 日，国内保税区铜库存为 17.26 万吨，环比前一周减少 1.92 万吨。前期美金铜进口

比价打开，部分仓单货源 3 月底前需完成交货，推动出库增长明显，而提单到港入库量仍相对有限。目前近月合约比价仍维持 500-600 元/吨亏损，即期交货的美金铜仓单出货量下滑，同时 4 月初到港提单也很难被市场完全消化，预计近期保税区库存去库幅度将明显放缓。

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（2019.1-2023.4）



数据来源：WIND，冠通研究

从中游加工情况来看，2 月铜材开工率整体呈现复苏趋势。SMM 预估今年 2 月铜材产量为 169 万吨，环比上升 24.63%，同比上升 37.28%。2 月铜材行业整体开工率为 64.63%，环比上升 23.48%，同比上升 12.05%。其中铜板带行业景气度最高，电解铜杆行业开工率最低，仅为 61.23%，主要由于节后铜价偏高，下游普遍改为采购再生铜杆，使得电解铜杆开工率下降。

4 月 6 日据 Mysteel 调研国内 50 家电解铜冶炼企业，涉及精炼产能 1322 万吨（含 2023 年新增产能），样本覆盖率 96.7%。调研数据显示，2023 年 3 月国内电解铜实际产量 93.44 万吨，环比增加 4.97%，同比增加 8.57%。2023 年 1-3 月国内电解铜实际产量累计 268.71 万吨，同比增加 2.55%。4 月国内电解铜产量预计 93.35 万吨，环比下降 0.10%，同比增长 6.34%。1-4 月累计预计产量 362.06 万吨，同比增长 3.50%。

铜产量比去年增长，但铜库存却出现连续下降，这说明铜下游产业的铜使用量确实在增长。国内社会库存和交易所库存整体呈现冲高回落走势，上海保税区库存震荡回升之后又小幅回落。据 WIND 数据，年初全国电解铜社会库存从 8 万吨左右起步回升，到 3 月底左右最高升至 25 万吨左右，之后不断回落。截至 3 月底，已经回落至 16 万吨左右。虽然 4 月国内多家炼厂集中检修，但因这些炼厂已经备好充足的阳极铜原料，预计国内精炼铜产量仍处于高位。近期国内铜库存去库已放缓，本周上期所铜库存下降 815 吨至 15.57 万吨。

整体看，预计美联储上半年还有最后一次加息，加息空间仍有 25 基点，但目前因为美国多家中

小银行倒闭或可能倒闭，由于银行倒闭可能导致严重的连锁反应和经济危机，目前也有预期认为美联储 5 月将暂停加息进程，甚至彻底结束加息。有部分观点认为，美联储最快 7 月就会开始降息，因为日渐衰退的美国经济无法承受当前的高息状态，即便遏制通胀的任务尚未完成。

整体看，西方大型矿业资本仍在世界各地增产铜矿石，中国和全球的新能源转型将一直快速推进，铜需求存在现实的绿色转型需求支撑；铜价进一步上涨的可能性将始终存在，但短期的市场不安将对铜价产生负面影响，铜需求和铜价在今年剩下的时间总体上将是积极的，如果美国经济如预期真的进入明显衰退，那么可以期待今年年底前美欧有小幅降息的可能，这对实体经济是巨大利好，铜价极有可能实现或部分实现高盛的预期，外盘铜价不排除恢复至 9500 美元/吨的前高附近、甚至更高，目前全球尤其是中国的新能源转型，将是对铜价最大的利好。

风险提示

- 1、美联储为遏制通胀在 5 月份继续加息；
- 2、美欧实体经济进入衰退快于预期，对铜需求产生破坏性影响；
- 3、国内政策刺激经济的力度不及预期，铜下游开工不足。

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。