

冠通期货研究咨询部

2023 年 04 月 19 日

美国通胀下滑，铜价高位回落

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，但市场认为美国本轮银行业危机并未结束；美联储 4 月无议息会议，市场认为美联储为了遏制通胀将在 5 月初会议继续加息 25 基点；美国有多项数据都在显示美国经济逐步进入衰退；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，铜精矿产量有上升预期；国内市场逐步进入铜消费旺季，铜下游开工上升但铜库存去库放缓；伦铜价格未能站稳 9000 美元/吨，但伦铜库存处在 18 年以来最低水平；短期看铜价在国内需求强势和国际市场疲弱的双重作用下，维持区间震荡的可能性偏高。

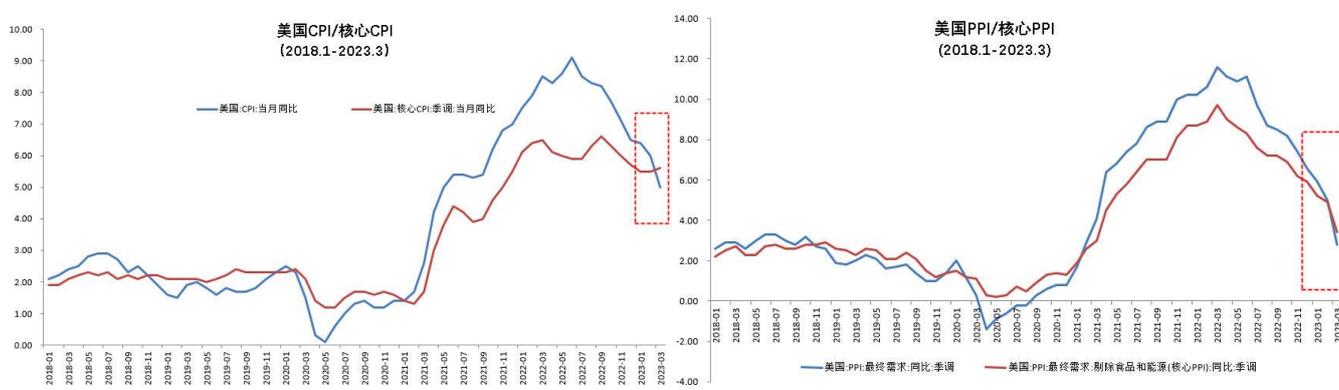
风险点：

- 1、美联储为遏制通胀在 5 月份之后继续加息；
- 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、国内二季度经济增长不及一季度，铜下游开工不能支撑价格反弹。

一、美国通胀连续下滑，但经济深层问题频繁出现

上周三（4月12日）美国劳工部数据显示，美国3月CPI同比5%，预期5.1%，前值6%，为截至2021年5月以来最小的同比涨幅；美国3月核心CPI同比5.6%，符合预期，前值5.5%；3月CPI环比增长0.1%，预期0.2%；3月核心CPI环比增长0.4%，符合预期；美国3月CPI同比涨幅低于预期，但核心CPI反弹，显示出美国核心通胀依旧顽固；美国劳工部表示，住房指数仍然是每月所有项目增长的最大贡献者，完全抵消了能源指数的跌幅；美联储最喜爱的“超级核心通胀”——除住房外的核心服务CPI同比放缓至5.73%，为2022年7月以来的最低水平；经通胀调整后，3月美国实际工资连续第24个月下降。

图：美国CPI和核心CPI/美国PPI和核心PPI（2018.1-2023.3）



数据来源：美联储，冠通研究

4月12日，CME的“联储观察”工具显示，市场预计美联储5月上调联邦基金利率25个基点的可能性为75.1%，利率达到峰值5.00%-5.25%。并预计美联储最早在7月份启动降息；美国3月CPI数据公布后，美联储互换合约显示，美联储5月加息概率下降至略高于三分之二。

上周二（4月11日）IMF首席经济学家警告称，加息增加了银行的脆弱性，它们的反应对全球经济增长构成了重大风险。Pierre-Olivier Gourinchas表示：“我们担心我们在银行业看到的情况，特别是在美国，但可能也在其他国家，这可能对2023年的增长造成影响。”IMF认为银行的融资条件将进一步收紧并挤压贷款，从而将2023年2.8%的全球经济增长预测下调至2.5%。Gourinchas表示，其模型还预测了一种更为不利的情况，即金融稳定失控。他说：“这将导致世界其他地区的大量资本流入美国国债，试图回归安全资产，美元升值，风险溢价增加，信心丧失。”在这种情况下，IMF认为今年全球经济增长约为1%。

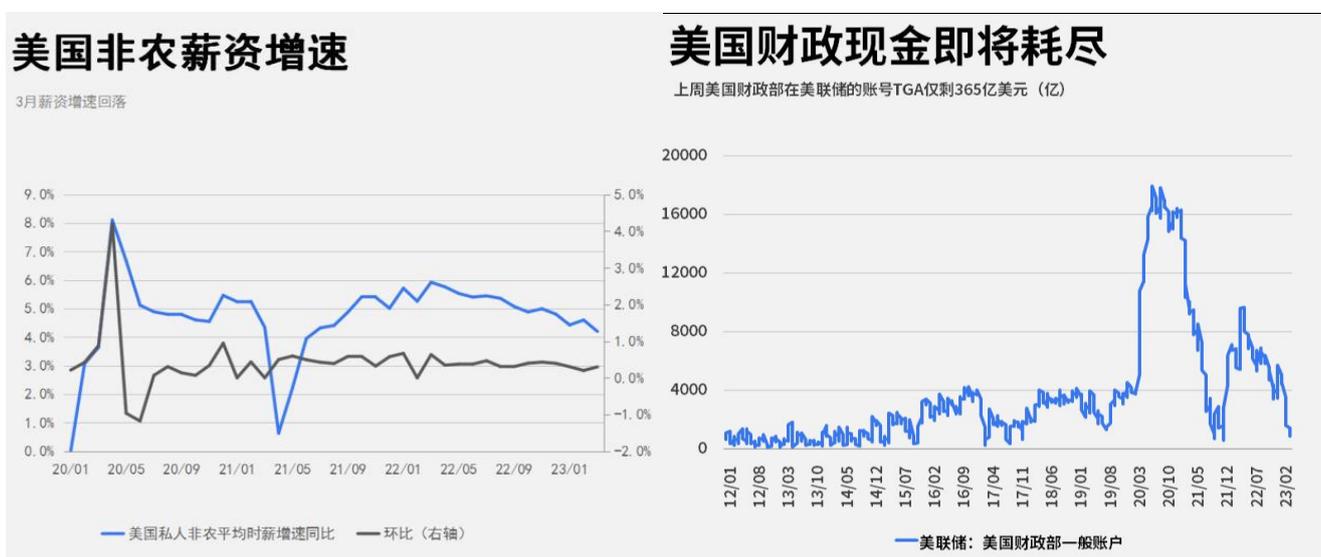
上周标普全球市场财智报告称，3月份美国有71家企业申请破产保护，高于2月份的58家，是上年同期33家的两倍多。这也是自2020年7月新冠疫情初期的74家以来的最高单月水平；在硅谷

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。

上周四（4 月 13 日）美国劳工部数据显示，**美国 3 月 PPI 同比增速为 2.7%**，预期 3%，前值 4.6%；数据创下了 2021 年 1 月以来的最低增速；环比增速为-0.5%，预期持平；同时也创下了 2020 年 4 月以来的最低增速；剔除食品、能源和贸易后，美国 3 月核心 PPI 同比增长 3.4%，符合预期，前值 4.4%，环比增速-0.1%，预期 0.2%；美国 3 月 PPI 数据公布后，美股期货短线拉升，纳斯达克 100 指数期货涨 0.5%；美元指数短线下挫约 20 点，现报 100.80 附近；整体 PPI 增速下行主要由商品推动，商品价格下降了 1.0%，服务价格下降 0.3%，为 2020 年 5 月以来的最大降幅；3 月份商品价格下跌 80% 的部分，可以追溯到汽油价格下跌 11.7%；柴油、民用天然气、航空燃料、电力、蔬菜价格也有所下降；**能源价格下降主导 PPI 增速下行。**

随着美债再度逼近上限，投资者担忧升温，**美国五年期信用违约掉期(CDS)的价格本月达到了 2012 年以来的最高水平。**美国华盛顿智库两党政策研究中心此前警告，如果国会不采取行动提高联邦政府债务上限，美国可能 6 月初便面临前所未有的债务违约。美国财政部长耶伦警告这种结果将是灾难性的。尽管美债违约仍被认为不太可能发生，但投资者正在采取行动以保护自己免受这种可能性的影响。

图：美国非农薪资增速（2020.1-2023.1）/美国财政部现金存留变化情况（2012.1-2023.2）



数据来源：WIND，华尔街见闻，冠通研究

上图可见，美国非农薪资增速连续下滑，同时如果不尽快提高债务上限，美国财政部的现金最快 6 月就可能用完，美国将再次面临严重的财政危机。为避免突破债务上限，美国财政部在美联储的储备现金账户（TGA）已经从去年的高位 1 万亿，降至 15 个月来最低的 365 亿，接近耗尽。

上周，美银在其最新消费者报告中指出，美国“超常”的工资增长正在减弱，这使得消费者可能无法在通胀上升的情况下保持以往的支出，消费将出现萎缩；具体而言，美银汇总的消费者存款数据显示，2023年3月，税后工资的三个月移动平均增速放缓至仅有2%，这是自2020年6月以来的最低水平，去年4月的峰值达到了8%；另一方面，美国地区性银行崩溃危机后最新的消费数据显示，美国家庭支出即将出现“断崖式”下降；美银信用卡支出在3月份回落至同比增长0.1%，经季节调整后每户信用卡支出在月度上收缩了1.5%；截至3月31日最新银行卡数据表明，低收入家庭，特别是年收入低于2万美元的家庭，已经转向使用个人信用卡和借记卡购买食品。其中一个原因可能是美国大部分州在2月底结束了SNAP（食品券计划）的福利政策。

图：美国历次危机银行倒闭数量（1934.1-2023.3）/美国商业地产贷款违约变化情况（2016-2027）

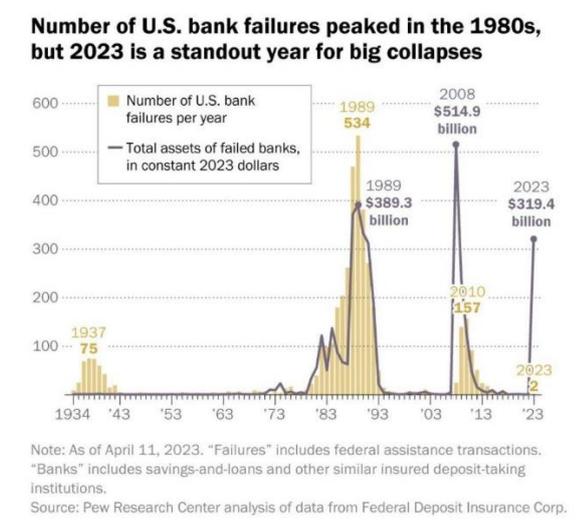
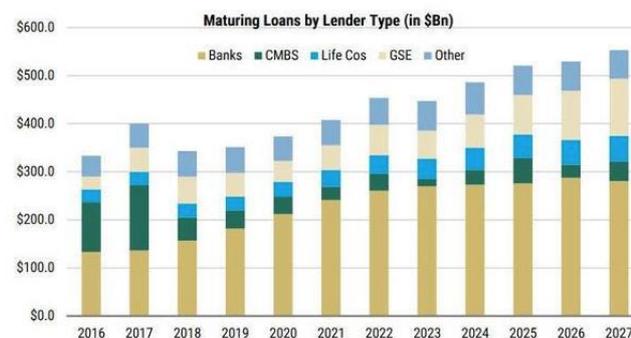


Exhibit 8: CRE Debt Maturities: \$2.5tn in next 5 years



Source: Trepp, Morgan Stanley Research

数据来源：皮尤研究中心，摩根士丹利，华尔街见闻，冠通研究

来自皮尤研究中心的数据显示，在2023年银行业危机中，目前仅有硅谷银行和签名银行两家倒闭（资产总额为3190亿美元）。但是参照过往历史，风暴一旦出现，就很难轻易停止。在2007年至2014年期间，超过500家银行倒闭，经通胀调整后的资产规模达到9600亿美元。而在1980年至1995年期间，超过2900家银行倒闭，资产规模达到2.2万亿美元。以史为鉴，那就是美国银行总是“成批倒闭”，呈现连锁反应。

上月硅谷银行引发银行业危机后，多家华尔街机构就密集警告，美国商业地产就是下一个雷。现在看来，这个雷更有可能被Brookfield Corp.这样的知名地产商引爆。新近披露的一份商业抵押贷款支持证券（CMBS）文件显示，Brookfield的基金拖欠了旗下十二栋办公大楼的合计1.614亿美元抵押贷款，这些贷款转给了一家特殊服务商，该服务商正在同“借贷方执行谈判前协议，并确定未来的道路”。本次爆出的Brookfield基金违约主要涉及位于美国首都华盛顿的办公楼。媒体指出，在

1.614 亿美元债务涉及的十二栋办公楼中，去年的平均入住率只有 52%，远低于 2018 年这批债务承销时的 79%。华尔街见闻上月提到，最近写字楼的空置率进一步攀升，加剧了市场对美国商业地产暴雷的担忧。经纪公司仲量联行数据显示，截至今年第一季度，在纽约曼哈顿大约 4400 万平方米的写字楼中，超过 16% 的空间无人使用，租赁量处于 2021 年第二季度以来的最低水平。房地产数据公司 Green Street 表示，由于新冠疫情爆发后，远程工作和居家及办公室实地混合办公的兴起，写字楼的空置率上升，**截至今年 3 月，华盛顿的办公空间价值较去年同期下跌 36%**。在此之前，Brookfield 已经因为位于洛杉矶的两栋大楼——Gas Company Tower 和 777 Tower 相关债务而违约。

经纪公司仲量联行数据显示，截至今年第一季度，在纽约曼哈顿大约 4400 万平方米的写字楼中，超过 16% 的空间无人使用，租赁量处于 2021 年第二季度以来的最低水平。房地产数据公司 Green Street 表示，由于新冠疫情爆发后，远程工作和居家及办公室实地混合办公的兴起，写字楼的空置率上升，截至今年 3 月，华盛顿的办公空间价值较去年同期下跌 36%。作为衡量办公室入住率趋势的重要指标，房产安全管理公司 Kastle Systems 提供的刷卡数据显示，**华盛顿的办公室平均入住率只有 43%，还未回升到新冠疫情前的水平**。美银、高盛、摩根士丹利、摩根大通、瑞信上月普遍认为，作为美国商业地产的最大债主，国内地区银行的危机正蔓延到商业地产市场，CMBS 息差飙升，CMBS 拖欠率开始上升，当前最脆弱的一环办公室地产可能会最先爆发危机。

美联储近期数据显示，美国 2 月 M2 货币供应量（未经季节性调整）为 21.1 万亿美元，同比下降 2.2%，前值下降 1.7%，货币供应量连续第三个月收缩；连续第四个月收缩已经在路上；截至 3 月 6 日当周 M2 货币供应量同比下降 3.13%；约翰霍普金斯大学经济学教授 Steve Hanke 表示：由于美联储对货币的不当管理，**M2 正在以 1930 年以来最快的速度下降；对整个经济是一个非常危险的信号**。

当前评估信贷、劳动力和制造业状况的咨商会领先经济指数（LEI）六个月平均值为-3.6%；被视为主要经济衰退指标的 2/10 年期美债收益率曲线自 2022 年 7 月以来一直处于倒挂状态，截至 4 月 11 日其息差（倒挂）约为-60 基点；**美联储首选经济衰退指标——3 月期/10 年期美债收益率曲线自 2022 年 10 月底以来也出现了倒挂，目前息差倒挂 167 个基点**。本周一（4 月 17 日）CME 的 FedWatch 工具显示，**市场认为 5 月加息 25 个基点的可能性为 86%，6 月暂停加息的可能性为三分之二**。

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 下方，伦铜电 3 价格几经震荡之再次跌穿 9000 美元/吨的关口，上海期货铜主力无法稳定在 70000 元/吨上方；很明显市场对美国经济在高息状态下维持繁荣是持悲观态度的，但发达市场在 2023 年年底以前大概率维持高息状态，目前对美国再次进入降息的猜测最早在 9 月份，本周二市场预期美联储 11 月开始降息；铜价在美联储再次进入降息之前很难想

象会持续大涨，但各种震荡肯定是频繁的。

目前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；国内一季度 GDP 增长达 4.5%，这给市场注入了巨大的信心；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

本周尚未有此类消息见诸媒体。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

外媒 4 月 17 日消息：据悉，伦丁矿业公司（Lundin Mining Corp.）竞购智利 Caserones 铜矿的控股权，尽管特许权使用费和税收政策可能变化仍存在不确定性，这表明投资者可能正在重获对全球第二大铜矿的信心。1 个产铜国。伦丁公司上个月同意支付 9.5 亿美元收购该矿 51% 的控制权，称这笔交易“表明我们相信采矿特许权使用费和税收讨论正朝着正确的方向发展”。这笔交易引起了一些意外。在过去 18 个月里，矿业巨头一直在公开表达对智利的担忧。必和必拓集团（BHP Group Ltd.）表示，可能会根据政府的新税收计划重新评估其投资，而 Freeport-McMoRan Inc. 则表示，将暂停在智利的扩张计划，理由是政治不确定性。但专家和官员们表示，随着投资前景变得更加乐观，全球对这种关键绿色能源金属的需求激增，这种不情愿的心态有所减弱。

智利矿业部长 Marcela Hernando 上周四对路透表示，她觉得“有信心”矿业行业的担忧已在特许权使用费提案中得到考虑，她已看到投资开始改善的迹象。“人们观察到的是一些迹象，你可以看到一些投资是如何实现的，一笔非常重要的交易是如何在几周前完成的，”她说，她指的是收购 Caserones。“我们不担心投资会被吓跑。”去年 9 月，选民否决了一项新宪法提案，其中包括赋予州政府对矿业更大控制权的其他改革，而今年 3 月，一项雄心勃勃的税收改革计划也被国会否决。与此同时，另一项正在国会审议的政府采矿新特许权使用费计划也受到了限制，因为行业抱怨称，在矿床产量下降之际增加税收负担将损害国家的竞争力。

总部位于加拿大的泰克资源公司（Teck Resources）最近也增加了在智利的投资，今年向环保部门提交了一个 30 亿美元的项目，以提高其 Quebrada Blanca 2 矿的产能。但必和必拓表示，其在智利

投资的立场没有改变。自由港没有回复记者的置评请求。伦丁公司表示，该公司正在考虑以额外 3.5 亿美元的价格将其在该矿的股份提高到 70%，但它将“继续评估任何潜在的特许权使用费和税收变化”，作为这一决定的一个因素。位于海拔 4300 米的 Caserones 本身就面临着工人的罢工和农民的诉讼，他们抱怨过度取水。自那以后，智利法院批准了 JX Nippon 纠正环境破坏的计划，Lundin 告诉路透社，该公司的主要目标之一是通过实施环境管理控制来最大限度地减少潜在的环境影响。该公司补充说，其附近的 Candelaria 工厂使用淡化水，并保证至少 80% 的电力来自可再生能源。

伦丁对 Caserones 项目的未来仍然充满信心，该项目于 2014 年开始运营，年产铜 10 万吨。Lundin Mining 首席执行官 Peter Rockandel 在交易宣布后的电话会议上表示，该公司对未来的情况“不担心”。杰富瑞(Jefferies)的股票分析师克里斯托弗·拉菲米纳(Christopher LaFemina)表示，此次收购标志着铜行业正在出现“买而不是建”的趋势，随着股价不断下跌和开发成本不断膨胀，人们更倾向于购买而不是建造新矿山，即使价格“溢价”。“进行大规模收购的最佳时机是现在，” LaFemina 在一份报告中称，并补充称，如果投资者等待“宏观环境改善”，时机可能会关闭。

铜业公司泰克资源上周四(4月13)表示，已拒绝嘉能可(Glencore Plc)提高报价，并修改了提议的重组计划，以便提前将其金属和煤炭部门完全分离。嘉能可向泰克的股东提供了合并后金属集团 24% 的股份，以及高达 82 亿美元的现金，这些股东可能不想接触热煤，这是污染最严重的化石燃料。它最初没有提供现金选择。这家瑞士矿业巨头对加拿大铜矿和锌矿商的主动收购，将涉及合并和剥离两家公司的热能和炼钢煤炭业务。泰克董事长荣休 Norman Keevil 在一份声明中称，“现在还不是进行这种性质交易的时候。”该公司表示，嘉能可的提议基本不变，仍不符合泰克的最佳利益。该公司补充称，修订后的重组计划将包括一条可能更短的路径，将铜和锌业务泰克金属(Teck Metals)与炼钢用煤 Elk Valley 业务完全分离，并将支付给泰克金属的特许权使用费最短期限从 5.5 年缩短至 3 年。它还采取措施，将煤炭业务的年度资本支出限制在 13 亿美元。嘉能可拒绝置评，但该公司此前曾表示，泰克自己的分拆计划存在缺陷，因为它将使金属业务仍受到煤炭收入的影响。新日铁(Nippon Steel)上周四表示，希望目前的重组计划能获得批准。新日铁已同意收购泰克煤炭分拆业务 10% 的股份。

外媒 4 月 13 日消息：智利矿业部长 Marcela Hernando 周四对路透表示，智利铜产量在近期下滑后，未来几年应会回升，并补充称，与矿业公司就计划中的税收和特许权使用费改革进行对话，有助于缓解行业担忧。Hernando 说，智利的“产量下滑”是由矿物等级下降、一些项目延期、事故和其他后勤障碍造成的，他也承认，自总统 Gabriel Boric 的中左翼政府去年上台承诺提高税收和制定新宪法以来，企业一直抱怨政策的不确定性。“我们希望，我们无论如何都要经历的困境，在未来几年将得到显著弥补，”她说，并补充说，到 2031 年，该国计划的矿业投资接近 740 亿美元，其中大部分

投资于铜。

智利是国家巨头 Codelco、全球最大铜生产商、必和必拓集团、嘉能可、英美资源集团和泰克资源的主要矿山所在地，去年该国的铜产量同比下降 5.3%。该行业批评政府增加该行业税负的计划，称这将影响该国相对于邻国的竞争力。秘鲁，尽管 Hernando 反驳说，智利提供了稳定。“这些公司最看重的是稳定，”她在位于圣地亚哥的矿业部办公室表示。这个国家公认的一件事是政治稳定以及对法律和国际条约的尊重。”4月17日，全球顶级铜商将前往智利参加疫情爆发以来首次 CRU 世界铜业大会，讨论需求、价格、供应和其他行业话题。Hernando 表示，由于应对气候变化以及从化石燃料转向电气化，她预计铜需求将强劲增长，并指出智利投资回归的积极迹象。在价格方面，她预计金属将保持稳定，**今年的平均价格目标为每磅 3.85 美元**，符合国家监管机构 Cochilco 和央行的预测。Hernando 说：“当我们做出预测时，我们会尽量保守，在这种情况下，我们更倾向于与市场预期保持一致。”“这接近科切爾科的预期，因此不会有太多变化对泰克自己计划的投票定于 4 月 26 日进行。如果通过，拆分将需要七到八周的时间。嘉能可首席执行官加里·纳格尔 (Gary Nagle) 周四将在多伦多会见泰克的部分加拿大股东，亲自游说他们支持，但几位股东本周呼吁该公司提高整体报价。有影响力的代理顾问机构股东服务公司 (ISS) 建议股东以不确定性和结构性问题为由拒绝泰克的重组计划。

4 月 12 日，中国中冶披露投资者关系活动记录表显示，**在巴基斯坦拿的铜矿是公司上市十多年来新增的第一座矿山，探获铜金属资源量 328 万吨，平均铜品位 0.32%**。已完成详查面积约 6 平方公里，约占矿权总面积 17.4 平方公里的 35%，专家推断看矿证范围内仍有找矿前景。目前，锡亚迪克铜矿项目已启动开展预可行性研究和可行性研究工作，今年将重点推进锡亚迪克铜矿露采可研需要的系列补充勘查，进一步夯实资源。

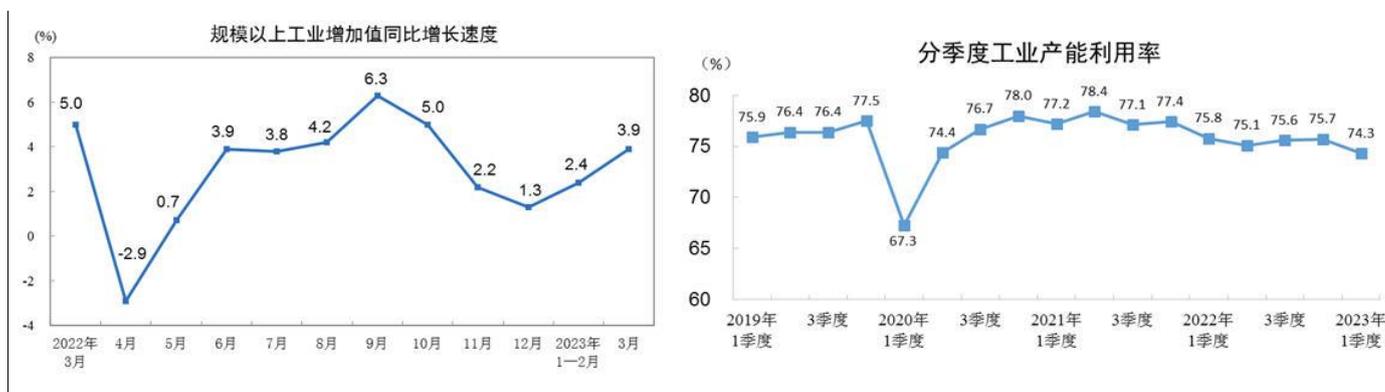
以上各类消息和报道可以看出，近期铜矿大规模恢复生产和增产的消息明显多于减产的消息，整体上西方大资本控制的铜矿有逐步增加产量并进一步拓展新铜矿资源的趋势，特别是大型铜矿之间的相互合并、资本投资经常发生，中南美的铜矿生产能力不排除将迈上新的台阶；中国企业投资巴基斯坦大型铜矿出现在市场上，为未来增加铜供给带来巨大希望；铜供给不排除再次提速，甚至有可能出现新的铜过剩。中短期看，欧美仍将加息遏制通胀，这有可能导致发达经济体进入衰退、至少是轻度衰退，铜需求下降的风险将始终存在；最糟糕的是，美国政府严重的财政赤字、接近暴雷的商业地产债务违约和消费下滑等问题，将困扰发达市场特别是美国的铜需求问题；而中国 1 季度 GDP 超预期增长，电力电网建设仍在历史最高水平，各种铜下游开工和生产正在明显恢复，这令铜价出现高位区间震荡的可能性上升，但外盘铜价无法有效站稳 9000 美元/吨、国内期货盘面铜价无法站稳 70000 元/吨关口，都说明铜需求的支撑力度没有达到非常强劲的水平，反复震荡或许就是中短期铜价常态。

二、一季度国内 GDP 增速 4.5%，工业增加值恢复正常

4月18日国家统计局数据显示，初步核算，一季度国内生产总值284997亿元，按不变价格计算，同比增长4.5%，比上年四季度环比增长2.2%。分产业看，第一产业增加值11575亿元，同比增长3.7%；第二产业增加值107947亿元，增长3.3%；第三产业增加值165475亿元，增长5.4%。3月份，社会消费品零售总额37855亿元，同比增长10.6%。其中，除汽车以外的消费品零售额33591亿元，增长10.5%。1—3月份，社会消费品零售总额114922亿元，同比增长5.8%。其中，除汽车以外的消费品零售额104094亿元，增长6.8%。

一季度，全国工业产能利用率为74.3%，比上年同期下降1.5个百分点，比上季度下降1.4个百分点。3月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.9%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，3月份，规模以上工业增加值比上月增长0.12%。1—3月份，规模以上工业增加值同比增长3.0%。分三大门类看，3月份，采矿业增加值同比增长0.9%，制造业增长4.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.2%。分经济类型看，3月份，国有控股企业增加值同比增长4.4%；股份制企业增长4.4%，外商及港澳台商投资企业增长1.4%；私营企业增长2.0%。1—3月份，全国固定资产投资（不含农户）107282亿元，同比增长5.1%。其中，民间固定资产投资58532亿元，同比增长0.6%。从环比看，3月份固定资产投资（不含农户）下降0.25%。

图：中国规模以上工业增加值同比；中国分季度工业产能利用率同比变动情况（2019.1-2023.3）



数据来源：WIND，冠通研究

目前，市场非常看好这样的工业增速是可持续的。就因为加快构建新发展格局，是党的二十大提出的一项战略任务。近期中央政治局围绕这个内容举行第2次集体学习，目的是结合学习贯彻党的二十大精神 and 中央经济工作会议精神，进一步加深对构建新发展格局意义的认识，分析工作中存在的问题，探讨着力破除主要矛盾、加快构建新发展格局的措施。习近平同志文章指出，要建立和完善扩大居民消费的长效机制，使居民有稳定收入能消费、没有后顾之忧敢消费、消费环境优获得感强愿消费。

要完善扩大投资机制，拓展有效投资空间，适度超前部署新型基础设施建设，扩大高技术产业和战略性新兴产业投资，持续激发民间投资活力。

今年年初以来电网投资基本持平，特高压核准开工明显提速。今年 1—2 月电网累计完成投资额 319 亿元，与上年基本持平（去年同期 313 亿元），但每年一季度均为电网投资淡季，投资完成额占全年的比重通常在 15%以下。3 月 31 日，国家能源局发布《关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》，表示将在发电、电网、用户等全产业链推行能源数字化智能化转型。其中发电侧的功率预测、发电侧智能化改造，电网侧的调度自动化、电网智慧运维、智能微电网以及用户侧的虚拟电厂、综合能源服务等均被重点提及。随着低碳转型逐渐推进，新能源低利用率、分布式的特点使得我国发电单元数量呈几十倍数量上升，随着电能替代用电侧设备数量和种类也大幅上升，传统的电力系统运行方式已无法满足如此复杂的电力系统，因此能源系统数字化和智能化发展在当下和未来具有十分迫切和显著的需求，也是电力行业最具有发展潜力的方向之一。

图：中国电网/电源基本投资完成额；中国太阳能发电/太阳能发电设备/电池变动情况（2018.1-2023.3）



数据来源：WIND，冠通研究

2023 年新旧能源一齐回暖，电网建设有望加速。2023 年新旧能源将同时迎来高景气，《2023 能源工作指导意见》提出 2023 年将分别建设完成新能源和化石能源装机 1.6 亿千瓦和 5100 万千瓦，相比于 2022 年的 1.18 亿千瓦和 3200 万千瓦均有大幅提升。大力发展风电太阳能发电。推动第一批以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地项目并网投产，建设第二批、第三批项目，积极推进光热发电规模化发展。稳妥建设海上风电基地，谋划启动建设海上光伏。大力推进分散式陆上风电和分布式光伏发电项目建设。推动绿证核发全覆盖，做好与碳交易的衔接，完善基于绿证的可再生能源电力消纳保障机制，科学设置各省（区、市）的消纳责任权重，全年风电、光伏装机增加 1.6 亿千瓦左右。

4 月 19 日，在国家发展改革委召开的 4 月例行新闻发布会上，国家发改委政研室副主任、新闻发言人孟玮介绍了发用电情况。从发电量看，一季度全国规模以上工业发电量 2.07 万亿千瓦时，同

比增长 2.4%。3 月份发电 7173 亿千瓦时，增长 5.1%。其中火电、核电、风电、太阳能发电分别增长 9.1%，4.6%，0.2%和 13.9%。

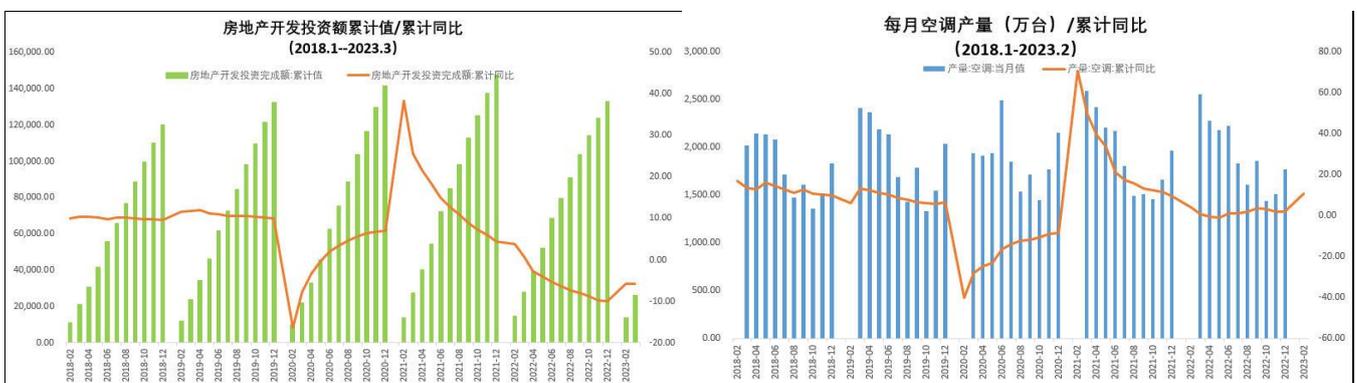
考虑到我国的电力电网建设需求占到铜需求的 50%左右，从电线电缆到大型变电站、变压器、各种各样的输电/配电设施，越是偏远地区建设的风能/太阳能电力设施，越是需要配套建设长距离输电线，这对铜有巨大的拉动作用，唯一的遗憾是，一季度投资力度和铜需求似乎不那么明显和亮眼，后续发力电力建设所需的铜需求，似乎需要二季度和三季度才能更加鲜明的体现出来，这很值得期待。

四、铜下游开工稳步回升，铜库存重回下降

精铜制杆：上周（4 月 10 日-14 日），精铜杆企业生产整体表现相对稳定，一些检修复产企业陆续回归生产，不过生产表现尚未完全恢复正常水准；此外，个别大中型厂家因新增订单的减少，开始选择适度下调产出。由于前期部分厂家生产处于高产阶段，而近期订单量少，个别厂家开始出现成品库存的积累，不过整体库存积累的水平并不高，这也导致了市场开始出现部分低价货源甩卖的情况。

再生制杆：据 SMM 数据，上周（4 月 10 日-14 日）再生铜制杆企业开工率为 53.2%，较前一周下降了 2.64 个百分点。消费端，本周铜价重心上移，周尾强势站上 70000 元/吨高位，下游电线电缆厂在绝对价格较高之时，以刚需补货为主，再生铜杆厂来自于下游电线电缆厂的新增订单有限。由于下游需求释放缓慢，再生铜杆厂放慢生产节奏，有计划的进行减产，使得再生铜杆的周度开工率接连三周持续下降，致使本周再生铜杆现货趋于紧张。除此之外，本周由于铜价重心上移，精废价差逐渐扩大，为再生铜杆贸易商提供套利机会，做库存的再生铜杆贸易商提货速度加快，加剧了现货紧张的状态，为此本周再生铜杆对盘面的扣减较上周有所收敛。但由于终端消费需求较弱，下游电线电缆厂拿货情绪不佳，因此近期再生铜杆市场多以贸易拿货套利为主。总体来看，再生铜原料的边际供给量增多与再生铜原料需求量增加基本持平。

图：中国房地产开发投资累计和累计同比/中国每月空调产量和累计同比变动情况（2018.1-2023.3）



数据来源：WIND，冠通研究

铜棒：据 SMM 调研数据显示，2023 年 3 月份铜棒企业开工率为 69.96%，环比上升 10 个百分点，同比上升 8.79 个百分点。铜棒开工率环比上升仍受到季节性恢复与年前积压订单释放的影响，并非铜棒市场整体转好的表现；而铜棒开工率仅环比 2022 年有所上升，相较于 2021 年（70.16%）、2020 年（73.94%）仍呈现同比下降，同比疫情前甚至下滑 10 个百分点以上。铜棒 3 月开工率呈现上升趋势，主要受两方面的影响，一方面是季节性恢复使得企业订单增加自 2 月持续至 3 月，另一方面存在部分大型企业以低价与长账期的优势极大拉高了 2 月的订单量，使得铜棒市场开工率表现出较大的回升。据 SMM 了解，铜棒企业普遍反映，3 月上旬订单量较为可观，进入下半月后订单明显缩减，意味着年前积攒订单已释放完毕，终端需求疲弱开始在市场显现。整体来看，3 月铜棒市场所呈现的“虚假繁荣”即将消失，大多数铜棒企业表示，4 月订单难以有增量，甚至将出现下滑趋势。

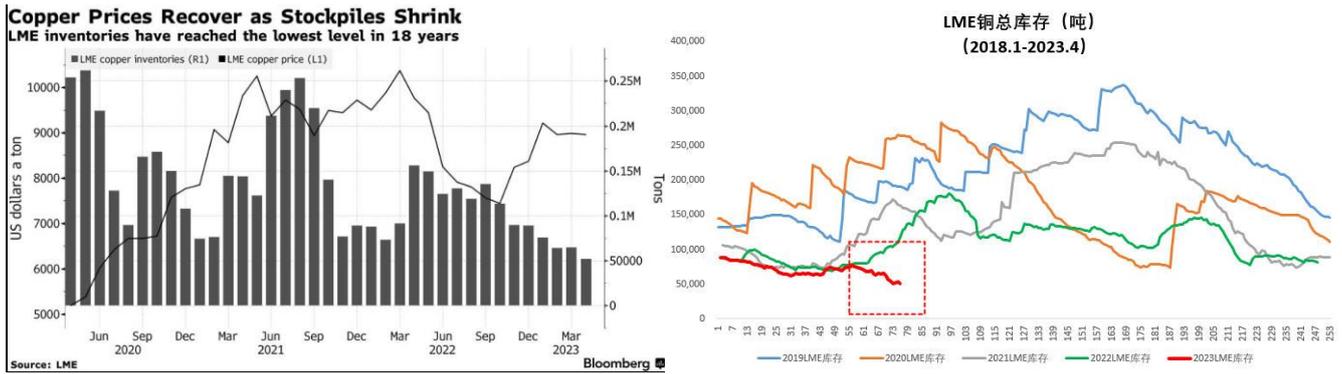
产业在线最新发布，2023 年 3 月家用空调行业排产约为 1750.5 万台，较去年同期生产实绩上涨 8.0%，国内市场，政府全力推进经济复苏，地产景气边际改善，促消费政策落地实施等因素或将推动家电需求改善。国外市场，由于国际形势的复杂，出口面临很大不确定性，各大空调整机企业为了保持一定的规模效应，必定会在内销市场增加投入，这也将为 2023 年内销市场带来很大的变量因素。产业在线认为 2023 年的中国家用空调总体规模保持稳定的概率较大，但具体到每一个企业，会不会变好，还存在很多变数。2023 年初的上扬仅是电光石火，还是全年变好的征兆，也在一定程度上取决于每个企业的战略和运气。

五、国内外延续铜库存下降，低库存成为铜价反弹主要动力

近期伦铜库存降至近 18 年以来的最低点。上周，伦铜库存降至 51550 吨，创 2005 年 8 月以来的最低库存水平。当前 LME 铜库存处于十八年来的最低水平，已难以覆盖全球一周的消耗量。对此咨询机构 CRU Group 预计，铜价或将从目前每吨约 9000 美元（图 2）上涨至 10000 美元以上

上周，国内外库存开始分化，国内依然维持于库存僵持期，稍有变动。但国外包括 LME 仓库在内均出现一定量下滑，与之前高注销仓单相匹配。后期来看，考虑后期有大量非洲品牌发往中国，需谨慎关注未来 1-2 个月内清关量变动。LME 仓库减少多为亚洲仓库，亦不排除为前期中国出口交付品牌在之后回流国内市场。

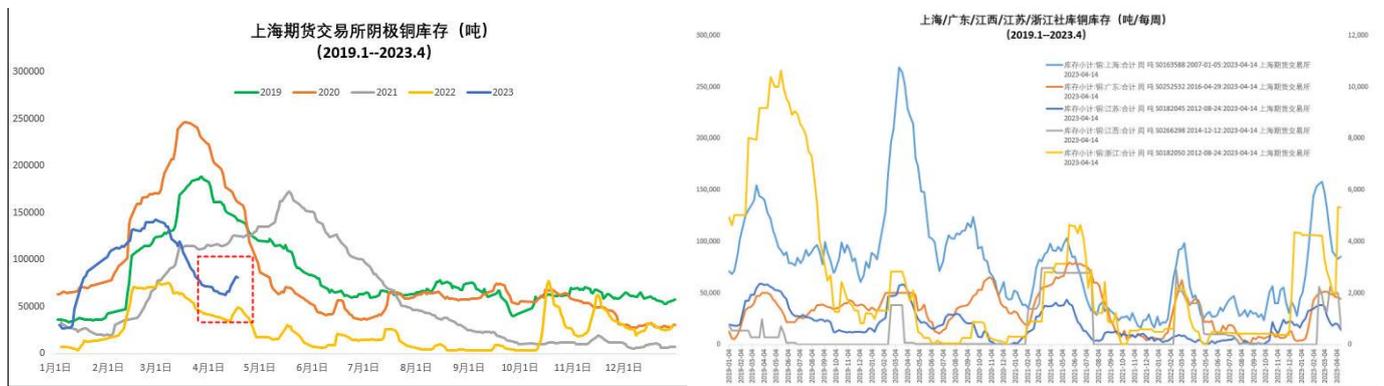
图：LME 铜库存月度下降情况和 LME 铜库存各年度连续变化情况（2018.1-2023.4）



数据来源：WIND，冠通研究

上周，上海库存略降至 11.28 万吨以上。华东地区供需双弱，库存依然处于僵持状态。上周，广东地区库存总量再次回升至 5.26 万吨左右。近期，广西金川及云铜大量到货，加之铜价反弹后当地消费不利，利废企业倾向再生原料，导致当地库存明显增加。上周，江苏无锡地区库存下降至 1.5 万吨，主因常州融达仓库量出现下降。

图：上海期货交易所铜库存情况和全国各地社会铜库存变化情况（2019.1-2023.4）



数据来源：WIND，冠通研究

截止 4 月 14 日 SMM 境内电解铜社会库存 19.01 万吨，周环比减少 1.22 万吨；保税区库存 15.58 万吨，周环比减少 0.73 万吨；库存 5.16 万吨，周环比减少 1.37 万吨。4 月 13 日 COMEX 铜库存 2.17 万短吨，周环比增加 0.35 万短吨。全球显性库存 41.71 万吨，周环比减少 3.00 万吨。

4 月 18 日上期所铜仓单库存减少 851 吨至 80956 吨。供应方面雪上加霜的是，全球最大的铜生产国智利表示，其国有矿业公司 Codelco 预计今年的产量将再萎缩 7%。需要指出的是，Codelco 在 2022 年的产铜量就已经下滑了 10.6%。

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，包括中国增速不及预期，发达市场今年的工业需求令人不安，等等。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，外盘铜价不排除站稳 9000 美元/吨的关口甚至更高，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 月份之后继续加息；
- 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、国内二季度经济增长不及一季度，铜下游开工不能支撑价格反弹。

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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。