



2023年6月5日

通胀预期重燃，铜价震荡偏弱

核心观点及策略

- 宏观方面，美债风波基本平息，但欧美制造业持续萎缩，通胀预期再起令海外央行延续鹰派言论，美债与非美利差走扩主导美元指数强势反弹。国内经济复苏强预期被逐步证伪，工业产出和国内投资增速下滑，出口回落，消费不及预期，房地产修复预期转弱。
- 基本面来看，矿端新建项目投产进程较快，TC持续回升；冶炼厂产量保持增长，进口持续下滑，国内精铜总体供应略趋紧。需求端，5月铜终端需求难有亮点，传统行业需求边际减弱拖累新能源产业用铜需求的增长，预计6月整体需求将逐步走弱。当前国内的低库存高升水状态还在挤压近月BACK结构，海外库存持续反弹对伦铜支撑减弱，整体内强外弱。
- 整体来看，当前国内外宏观均偏空，基本面逐渐转向紧平衡，终端消费总体增量有限，全球显现库存还在下滑。我们认为，铜价将在本轮反弹结束后转入震荡向下。
- 预计6月铜价维持震荡偏弱走势，沪铜主要波动区间在62000-68000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在7800-8400美元/吨之间。
- 风险点：欧美经济大幅衰退，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5月铜行情回顾	4
二、宏观经济分析	5
1、美债上限协议通过，欧美制造业加剧萎缩	5
2、通胀预期再起，就业市场强劲，美联储仍有加息可能	6
3、国内经济复苏强预期逐步证伪，人民币汇率持续贬值	6
三、基本面分析	8
1、新建项目陆续投产，现货 TC 持续回升	8
2、精铜产量保持增长	9
3、5月精铜进口量难有好转	12
4、国内去库加快，海外库存持续反弹	13
5、新能源产业用铜增速较快，传统行业消费加速	14
四、行情展望	18

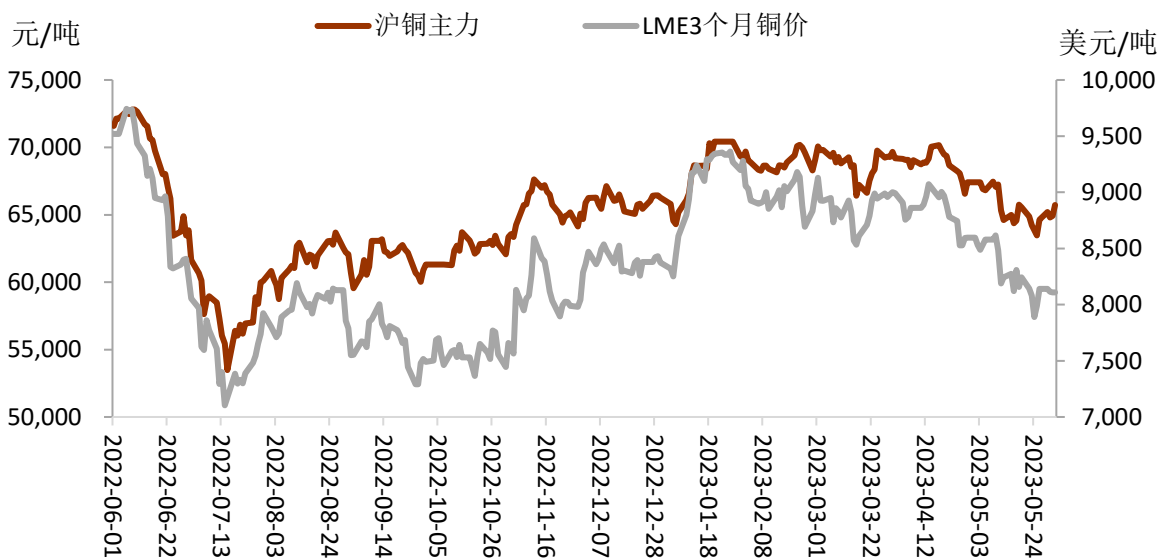
图表目录

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5月铜行情回顾

2023年5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，中国经济复苏预期逐步证伪，海外央行延续鹰派言论以及利差逻辑主导美元指数持续回升进而打压铜价；另一方面，国内冶炼厂在5月产量仍在持续增长检修干扰较小，需求端的新能源板块增速较快，传统行业亮点不足；5月国内去库速度重新加快，现货偏紧导致升水维持高位，整体供需转向紧平衡。截至5月底，伦铜报收于8110美元/吨，月度跌幅5.64%；沪铜报收于65100元/吨，月度跌幅3.43%。5月人民币兑美元汇率持续贬值，叠加海外库存持续回升，沪伦比回升至8.03一线，整体维持内强外弱格局。

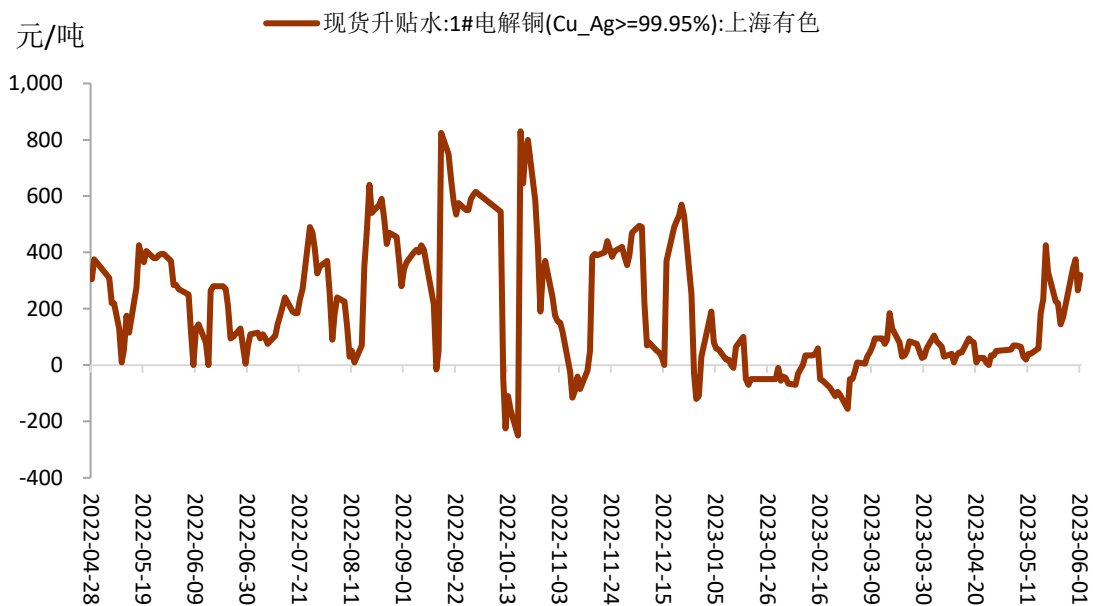
图表1 铜期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

进入5月以来，国内精铜消费在旺季难有起色，下游畏高升水以逢低补库为主，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，铜管开工率已达瓶颈期，进一步增长空间有限，5月中上旬升水维持较低水平；进入5月中旬以后，国内显性库存开始加速回落，受到近期废铜供应短缺及今年以来精铜进口量的大幅减少，现货市场逐渐转入偏紧格局，部分贸易商捂货惜售择机拉高升水，5月下旬现货升水最高达425元/吨。从铜材加工端来看，5月仍然维持较低的原料库存比，高升水抑制企业进一步补充原料库存，华东铜杆厂整体开工率仍处于7成以下。5月以来，近月与次月的BACK结构重新走扩，虽然5月国内炼厂检修开始增多但整体供应仍趋于恢复，精铜下游边际消费难有起色，但进口铜元素的持续减少迫使国内去库存速度重新加快。预计6月国内整体消费韧性仍存，升水将在进口逐渐恢复正常后回落至合理水平。

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、美债上限协议通过，欧美制造业加剧萎缩

美国参议院继众议院后与上周五投票通过了提高美债上限的协议，总统拜登已经签署该协议并正式生效，此前令市场担忧可能成为黑天鹅事件的美债违约风险基本解除，为了补充美国 TGA 账户，美国财政部决定延后债务期限至 2025 年初并将重新大量发债，这无疑将加剧银行业流动性的进一步锐减，影响金融体系的稳定性，短期海外利空情绪暂且缓和。美国 5 月 ISM 制造业指数进一步萎缩至 46.9，大幅低于预期，连续 7 个月低于枯荣线，其中新订单指数仅 42.6，环比大降 3.1%，显示总需求陷入更快收缩区间，ISM 制造业数据也证实了最近地区联储工厂的数据，达拉斯联储制造业指数跌至三年低点，里士满、纽约、费城和堪萨斯城等制造业数据也同样低迷。欧元区 5 月制造业 PMI 初值 44.6，创三年新低，新订单指数下滑显著，很大程度抵消了由服务业活动扩张推动下的经济复苏势头，其中德国制造 PMI 仅 42.9，表明欧洲工业仍在加剧萎缩，制造业产出正在急剧下降，欧洲整体工业金属消费仍然低迷。但 5 月欧元区服务业价格指数还在加速向上，面对史无前例的高利率环境，欧央行仍然表达了对服务业加剧通胀的担忧，即使是制造业疲弱的地区，仍需采取紧缩政策来应对顽固通胀。

2、通胀预期再起，就业市场强劲，美联储仍有加息可能

美国 4 月核心 PCE 同比增长 4.7%，高于预期和前值的 4.6%；美国 4 月个人消费支出环比增长 0.8%，大幅高于前值的 0%，核心物价指数没有下行迹象，消费者支出还在加速增长，主因当前强劲的就业市场仍在为居民端提供消费支持，当前美国仍有约 5000 亿美元的超额储蓄，或将继续支撑消费支出至今年第四季度，以及强劲的薪资增长推升美国服务业的加速扩张，按照目前 PCE 的趋势，很难保证在今年年底回落到美联储 2% 的中性目标区间。最新数据显示美国 5 月新增非农就业人数 33.9 万，大幅高于预期，失业率升至 3.7%；美国 5 月私营部门 ADP 就业人数新增 27.8 万，远超预期的 18 万人，虽然制造业和金融行业岗位分别减少 4.8 万和 3.5 万个，但休闲和酒店业的新增岗位高达 20.8 万个，自然资源和采矿业新增就业岗位 9.4 万个，建筑业新增 6.4 万，商业活动仍在加速扩大就业人数，推升非农就业报告强劲预期。ADP 报告显示 5 月年薪增速为 6.5%，尽管环比 4 月小幅下滑 0.2%，但仍维持高位。显示美国就业市场短期难以降温，除制造业以外的宏观经济并没有大幅收缩，进一步增加了美联储 6 月或 7 月的加息概率。当前美联储官员就 6 月中旬的 FOMC 议息会议上是否加息仍存分歧，一些官员表示，通胀和经济活动的放缓程度不足以证明当前就结束加息进程是合理的；但包括美联储主席鲍威尔在内的其他官员暗示，他们可能更愿意跳过 6 月份的加息，以评估此前周期内加息的影响以及银行业信贷紧缩的压力，然后再决定是否在 7 月恢复加息。综合来看，我们预计美联储将在 6 月或 7 月再加息一次，幅度为 25 个基点；欧央行将在 6 月、7 月和 9 月加息两到三次，每次 25 个基点。

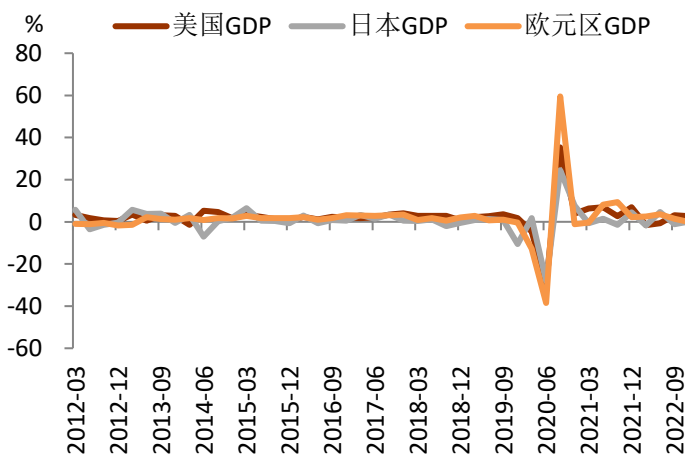
3、国内经济复苏强预期逐步证伪，人民币汇率持续贬值

最新经济数据显示，我国经济复苏持续放缓，4 月工业增加值和固定资产投资三大分项同比增速均下滑，出口继续回落，社消增速不及预期，青年人口失业率走高，复苏强预期正在被逐步证伪。最新公布的 5 月官方制造业 PMI 为 48.8，低于预期和前值，连续两个月低于荣枯线。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 49.6，环比下降 0.6%；新订单指数 48.3，环比回落 0.5%；原材料库存指数 47.6，环比下滑 0.3%；从业人员指数 48.4，环比下降 0.4%。数据显示，制造业的生产活动放缓、市场需求正在回落，原料库存降幅有所扩大，企业用工景气度也在下降，整体供需两端均出现萎缩。虽然 1-4 月基建投资总额同比增长 8.5%，仍然发挥托底经济基本盘的重要任务，但基建总量有上限一定程度上制约其投资增速持续走高，下半年投资端将聚焦如何提高民间投资活力，在出口不振及储蓄总量没有如期转化为消费的影响下，民间资产投资将成为经济复苏预期的重要发力点。

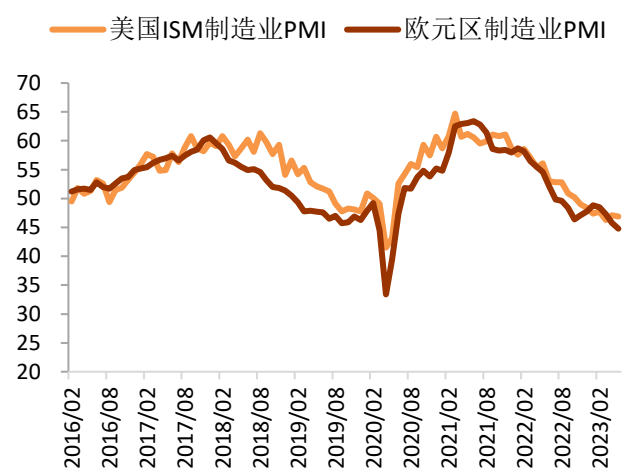
5 月以来，离岸人民币对美元汇率单月贬值幅度达 2.7%，是今年以来汇率贬值幅度最大的周期。主因美国核心通胀高企、服务业活动的持续扩张和强劲的就业市场叠加美联储

官员不断鹰派言论作用下，市场不断接受美国“更高更久”的货币政策预期，短期和长期的美债收益率进一步上行，与非美货币债券利差逐步拉开，利差逻辑主导美元指数强势上行，对人民币形成较强的贬值压力。另一方面，中国经济在疫情修复后的初期依靠积压需求的持续释放，实现了宏观经济供需两端的脉冲式上行，但总需求不足的困境仍然体现为二季度经济下行的脉冲压力，5月经济数据的回落令市场对强复苏预期有所落空，市场或将在三季度初逐步修正对宏观经济的预期。第三，从国内央行降息的预期节奏看，窗口期并非一直存在，由于存款的定价机制是基准利率加点差，点差一般参考1年期LPR和10年期的国债收益率综合浮动计算，若存款利率要下行，需要看到存款基准利率和MLF利率下调。从历史规律来看，降息往往发生在国内PPI的下行触底阶段，存款利率下调有利于提高银行的融资供给能力，但也会影响居民部门的资产端收入，继而影响CPI能否回归到正常区间，虽然4月PPI同比仍在下滑但并未较为明确已接近底部水平，因此政策制定者需要掌握两者之间的平衡，短期央行降息信号不明显。

图表3 发达国家 GDP 增速

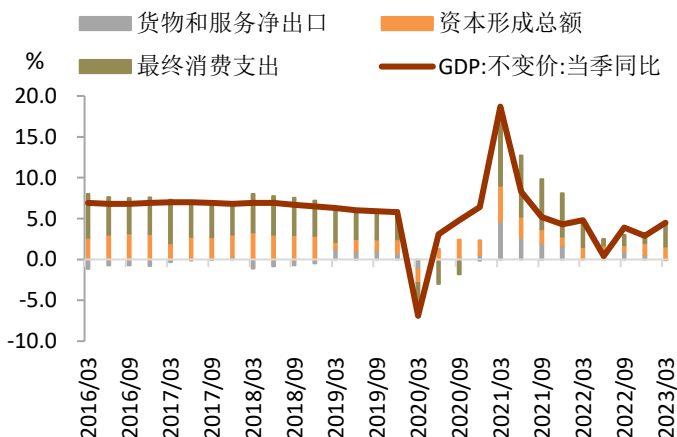


图表4 美欧制造业 PMI

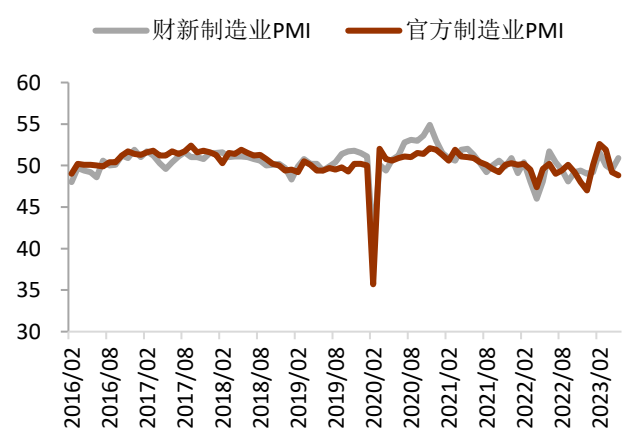


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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 持续回升

5月进口铜精矿现货加工费 TC 指数持续反弹，从5月初的85.5美元/吨持续上升至4月底的89.1美元/吨，主要由于5月矿山干扰率较低，二季度海外新建项目产能陆续投产及进入开采选矿等生产周期，整体6月海外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期项目三月底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。

英美资源一季度铜产量17.8万吨，同比增长27.7%，得益于旗下位于秘鲁的奎拉维克项目一季度矿产铜达5.95万吨，受政治局势社区冲突影响该项目产能受限，二季度降逐步复产，今年预计将贡献增量23万吨。

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铜金矿一季度产量同比增长177%，该项目已首次实现地下开采，当前已从地下开采出70万吨的铜矿石，平均品位在1.36%，预计今年产量将达5万吨左右，将于2025年成为全球前五大铜矿，到2030年产能将爬坡至50万吨。

安托法加斯塔旗下的智利Centinela铜矿工会表示已接受避免罢工的谈判合同，合同条款将持续三年，2022年Centinela项目铜产量达24.76万吨。

洛阳钼业旗下TFM项目中铜、钴产品正在逐步实现销售，公司表示将制定有效的销售策略降低去库存对市场的影响。今年TFM指导产量为29-33万吨，KFM指导产量7-9万吨。

根据秘鲁能源和矿业部发布数据称，因为大型矿山在几次抗议活动导致停工后恢复运营，秘鲁3月铜产量同比增长20.4%至21.93万吨，第一季度铜产量同比增长11.2%至61.55万吨。由于当地反政府抗议活动封锁了一条主要高速公路，五矿资源的Las Bambas铜矿和嘉能可的Antapaccay铜矿等主要矿山今年2月产量大幅下降，但南方铜业3月产量同比增长近80%，Antapaccay的产量增长了65%，Cerro Verde的产量增长了7.3%，去年年中投产的奎拉维克3月产量达2.2万吨。

2、精铜产量保持增长

根据ICSG(国际铜业研究小组)公布的数据显示，2023年第一季度全球精炼铜产量增长

7.5%至669万吨，精炼铜消费量增长2.3%至635万吨，供应过剩33.2万吨，3月全球精炼铜产量达231万吨，消费量230.8万吨。

根据SMM调研数据显示，4月我国精铜产量达97万吨，同比增长17.25%，环比增长1.96%，高于预期的95.39万吨。进入5月以来，国内冶炼厂产能利用率持续上升，尽管5月炼厂检修逐步增多，但总体供应仍趋于恢复，SMM预计5月我国精铜产量将达95.35万吨。

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4月已经满产，4月老线加新线合计产量5.8万吨，下半年将实现达产目标34万吨电解铜以及130万吨硫酸副产物。江铜烟台国兴4月底已投产，预计6-7月份出电解铜成品，预计今年产量达10万吨。中条山有色计划在今年第四季度新投产18万吨的粗炼产能。老线复产方面，宁波金田铜业计划7月份以后复产，复产后产能恢复至1万吨/月，东营方圆目前生产进程较为顺利，维持40万吨的满产，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，大冶有色10万吨老线预计今年7-8月结束检修，检修时间缩短至4个月左右，预计总体影响产量10万吨。赤峰金峰40万吨两条粗炼产线分别检修一个月，检修期延长至70天，预计影响产量3万吨；江铜本部和新疆五鑫铜业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，5月国内新建及老线复产项目的生产情况均超出预期，尽管5月以后检修开始增多，整体国内供应逐步趋于恢复。

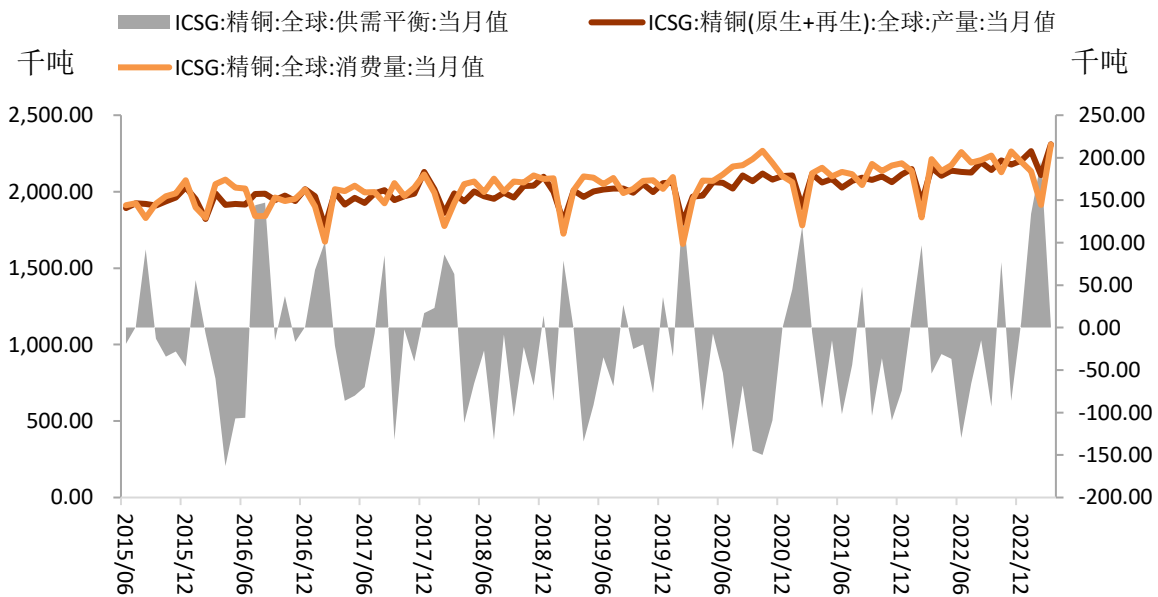
图表7 2023年国内铜冶炼厂检修计划（万吨）

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

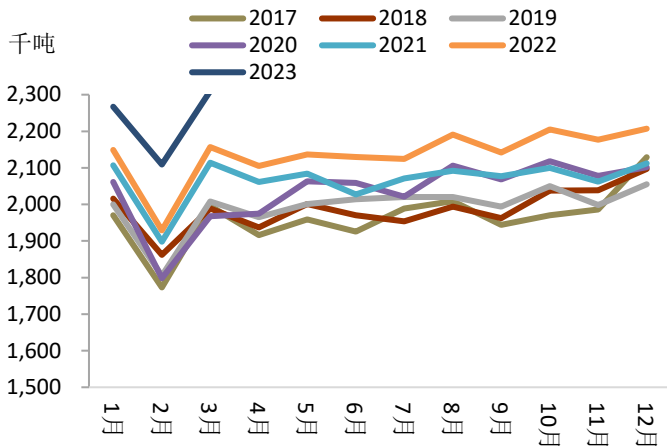
资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

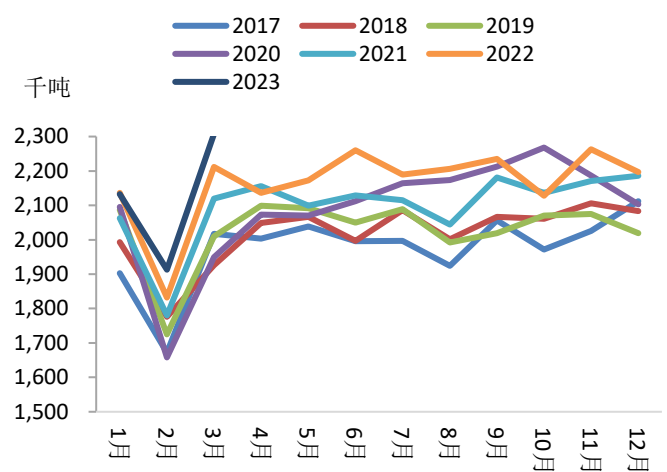


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

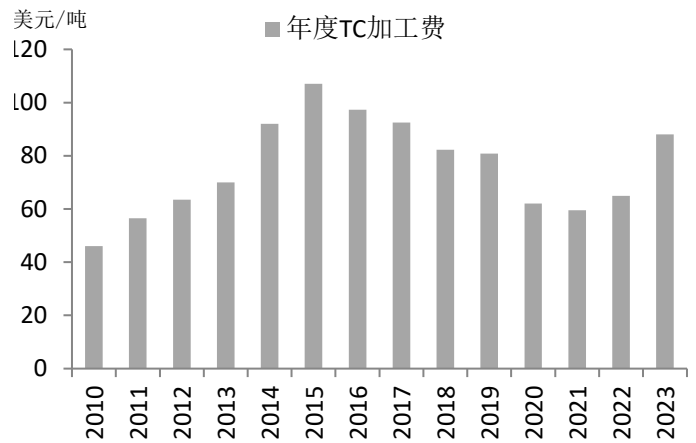


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 11 中国铜精矿现货 TC 走势

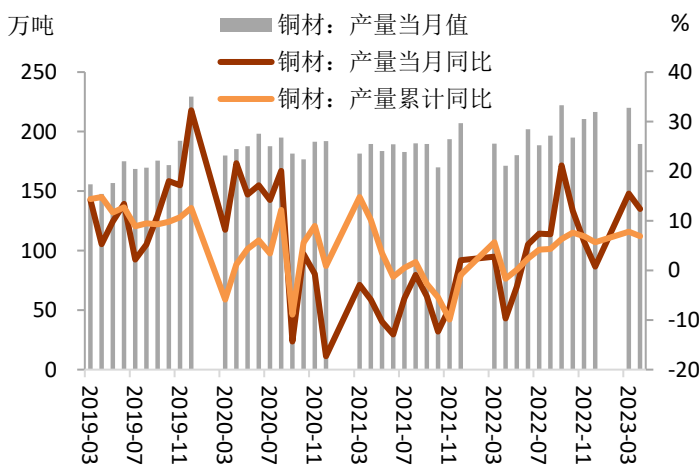


图表 12 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

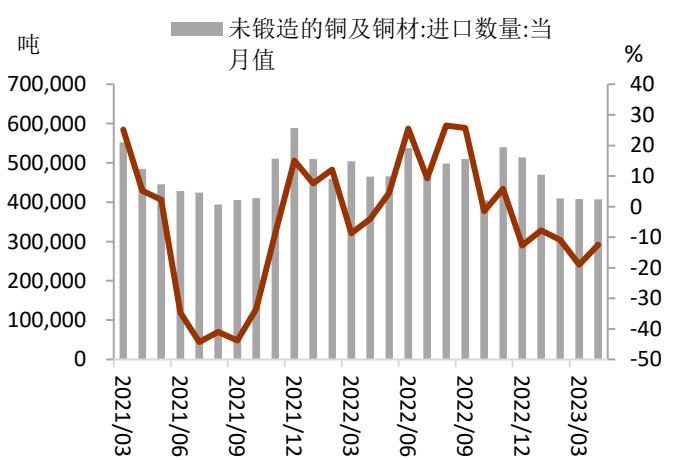


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 13 中国铜材产量及增速变化

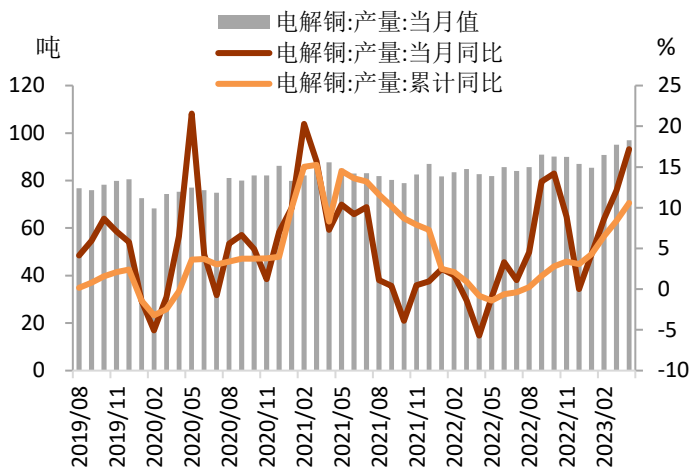


图表 14 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

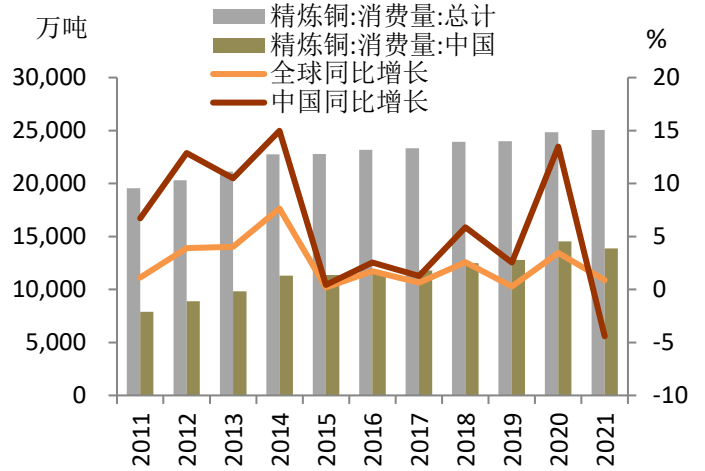


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

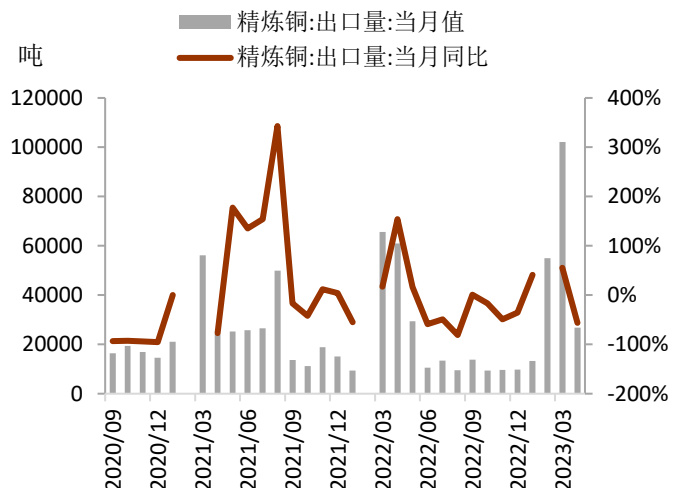


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

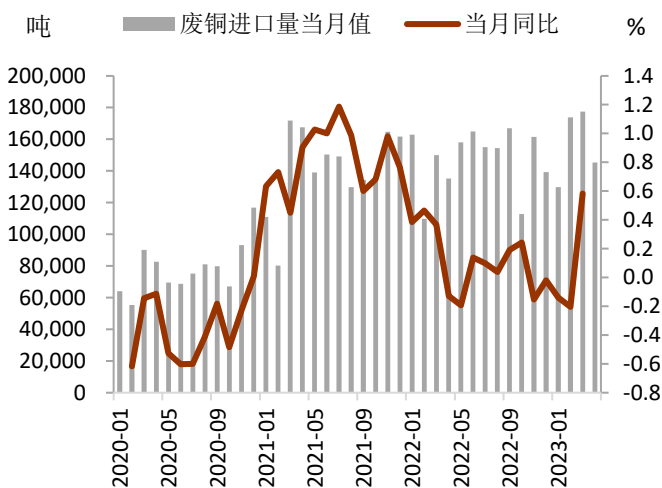
3、5月精铜进口量难有好转

根据海关数据，我国4月我国未锻造铜及铜材进口量40.73万吨，同比下降12.5%；铜矿砂及精矿进口量210.3万吨，同比上升11.6%；3月精炼铜进口量24.18万吨，同比继续下降10.5%，今年1-4月累计进口量74.7万吨，较去年同比下降12.1%。

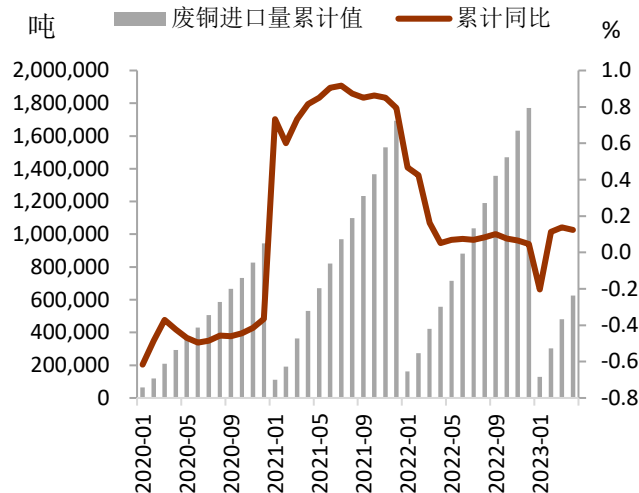
进入5月以后，虽然国内终端用铜需求难有亮点，但进口货源的持续减少逐渐对国内供应持续产生影响，主因废铜进口量持平国内回收供给下降导致国内铜元素出现了一定的短缺，推高了现货升水至年内高点。虽然当前现货进口窗口已经打开，但今年铜贸易融资需求整体下滑，外加国内部分大型进口贸易业务停摆等影响，4月精铜进口量同比降幅仍较大，其中俄铜1-3月进口总量仅5.9万吨，同比大降36.7%，尽管欧洲剔除俄铜进口但流入，
敬请参阅最后一页免责声明

我国的货源同样偏少，市场猜测可能基于战争储备，近期有韩国 ONSAN 货源陆续流入我国但非洲湿法铜仍受运输条件限制到货周期偏长，洛阳钼业 20 万吨 TFM 湿法铜预计 6 月底 7 月初才能到货，预计 5 月进口量仍然维持低位。

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

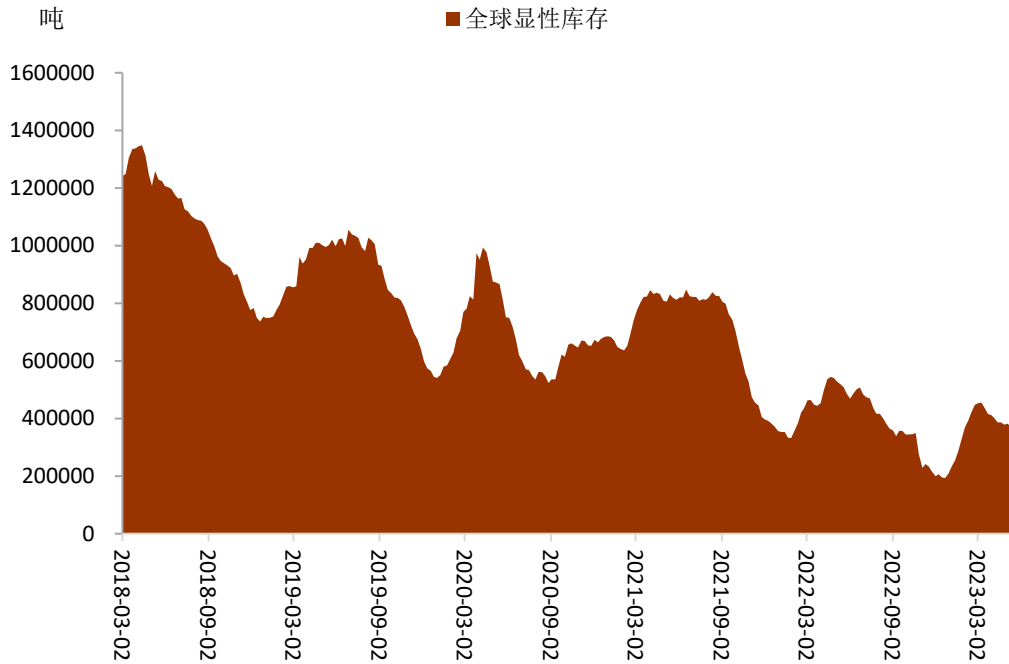
4、国内去库加快，海外库存持续反弹

进入 5 月份，国内仍处于去库周期，去库速度重新加快，海外库存在 5 月持续反弹，主因 LME 亚洲库库存反弹趋势较为明显，欧洲库存仍维持低位。

截止 5 月 26 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 9.77 万吨、2.77 万吨和 8.62 万吨，合计 21.16 万吨，月环比下降 7.6%，全球显性库存继续低位运行，LME 注销仓单比例 5 月下旬探底回升，5 月 31 日当天反弹至 10.51%，推动伦铜 0-3 升水结构快速回落。其中 LME 亚洲库库存整个 5 月持续上升，增幅 2.3 万吨，韩国釜山及新加坡库存注册仓单增量明显。

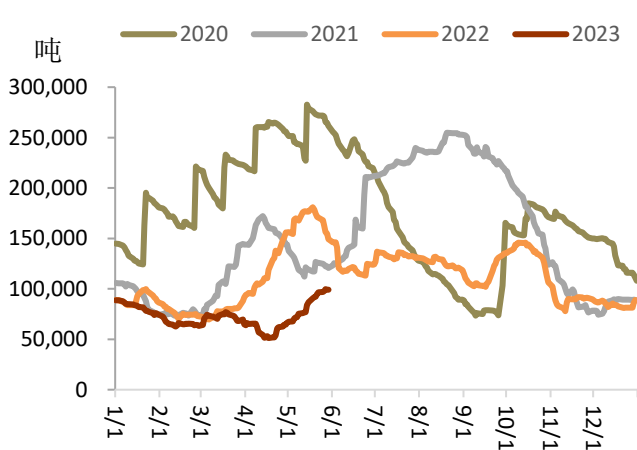
5 月 26 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）为 20.07 万吨，环比 4 月下降 8.54 万吨。其中 SHFE 总库存降至 8.62 万吨，环比 3 月下降 1.9 万吨，上海保税区库存 13.8 万吨，环比 3 月大降 5.1 万吨，整体国内去库速度较 4 月重新加快，主因进口货源供应偏少，检修炼厂和新建炼厂对废铜需求加大出现供给短缺所致。当前洋山铜提单和仓单美金升水逐步走高，但国内高升水难以在高位停留较长时间，进口窗口开启带来的短期进口利润难以维持贸易商的盈利目标，因此保税区库存没有显著下降的强预期。目前东南亚炼厂已经逐步复产，鉴于中国用铜需求的强韧性仍首选出口到中国市场，从清关量来看韩国和俄铜大部分直接进入国内市场销售，没有大量进入保税库的迹象，终端也反馈非注册货源仍然依靠低成本优势能够占据国内市场一席之地，预计 LME 亚洲库存短期难有大幅去库的前提，保税区库存因供应减少将追随上期所缓慢去库，6 月国内显性库存将延续去库的态势。

图表 21 全球显性库存变化

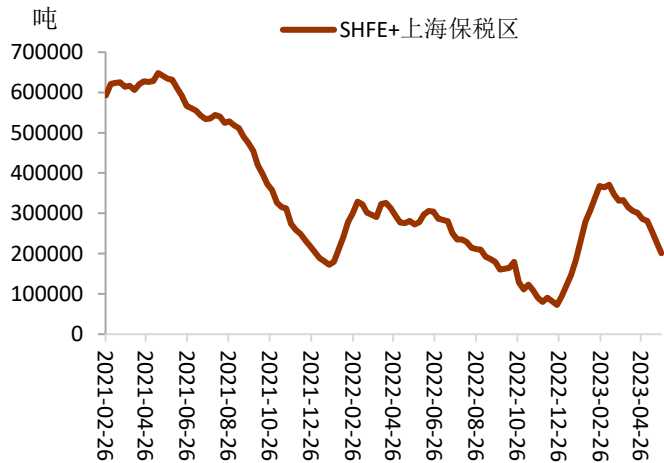


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、新能源产业用铜增速较快，传统行业消费减速

电源投资完成额同比增长较快

国家统计局数据显示，1-4 月我国电网投资完成额 984 亿，同比增长 10.3%。1-4 月我国电源工程投资完成额 1802 亿，同比大增 53.6%，其中，太阳能发电 743 亿元，同比增长

156.3%，核电 212 亿元，同比增长 52.4%，继续保持较高增速。

光伏持续高增长，风电增速仍低迷

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，1-4 月已完成 48.3GW，同比大增 186%，完成率达 40%。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 45 万吨。

4 月风电装机量新增 3.8GW，1-4 月累计新增 14.2GW，累计同比增长 48%，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，前四个月完成率仅 20%，增速仍然低迷。值得注意的是，随着硅料新增产能自去年四季度的大幅释放，产业链各环节成本回归合理水平，虽然中国风电装机量增速较低，但今年全球风电装机量预计将达 115GW，全球增速将升至 47%。

房地产前端复苏匮乏，竣工好转难以修复预期

国家统计局数据，1-4 月我国房地产开发投资累计 3.55 万亿，同比下降 6.2%。1-4 月我国房地产新开工面积累计同比继续下降 21.2%，施工面积累计同比下滑 5.6%，竣工面积累计同比持续回升至 18.8%，商品房销售面积累计同比下降 0.4%，其中住宅销售面积累计同比增长 2.7%，显示地产前端复苏仍较为乏力，竣工端回升对拿地、开工等复苏指标的传导弹性逐步减弱。

虽然房企资金紧张的情况有所缓解，但房地产投资和开发建设力度仍在减弱，第一批纾困资金的落地难以完全修复房企的资产负债表，5 月 30 个大中型城市商品房成交面积为 1343 万平方米，其中消费韧性较强的一线城市销售面积却环比回落 10.7%，表明疫情期积压需求在年后已经得到充分释放，新增购房需求明显动能不足。虽然竣工端已连续第四个月转正，销售端往往需滞后 6 个月转正回升，拿地和开工往往在销售转正后 6 个月左右探底回升，但今年积压的住房需求已经部分释放，地产前端增速转正的滞后期可能较以往修复周期更长。

空调排产高峰将过，新增需求动能不足

国家统计局数据显示，2023 年 4 月我国空调总产量 2587 万台，同比增长 12.1%，4 月我国空调出口量达 581 万台，同比上升 1.2%，降幅继续收窄。受家电补贴政策以及更新换代的影响，叠加今年夏季大概率面临厄尔尼诺影响下，出现极端高温天气，空调产量维持高位，住宅销售边际改善，竣工回升势头良好。但从 4 月社零结构上看，家电、家具和装潢消费仍然较为低迷，显示房地产前端复苏乏力正在拖累产业链后端消费，空调内销环比下滑，4 月铜管企业开工率降至 88.8%。

根据产业在线数据显示，4 月底我国家用空调库存达 1884 万台，同比下滑 5.7%。6 月空调计划排产量 1778 万台，较去年同期上升 38.6%。其中内销排产量 1177 万台，较去年同

期增长 37.7%；出口排产量 601 万台，同比上涨 29.9%。进入 5 月以后，内销排产仍趋于高位，基于去年高温天气，空调企业和渠道商对今年行业前景均较为乐观，但虽然当前市场趋势回暖，但行业仍未完全复苏。从上游压缩机市场来看，已面临第三季度订单骤减的压力，终端市场的真实表现要到盛夏以后才能反应。由于地产前端仍较为乏力，在排产期高峰过后行业新增需求可能不足，尤其空调厂家对后市偏谨慎。

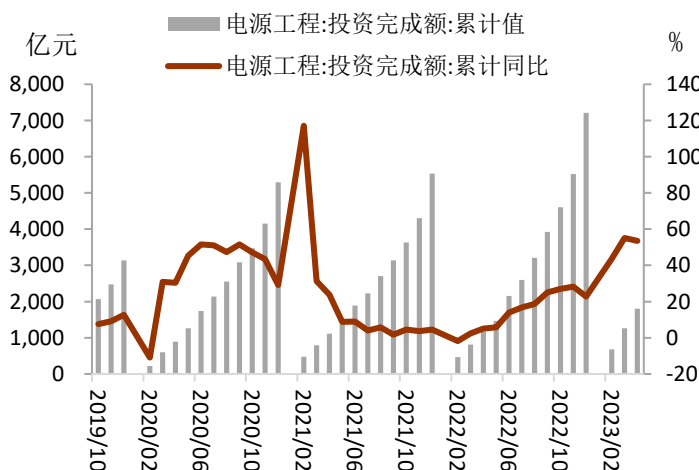
汽车产销下滑，新能源车延续高增长

中汽协数据显示，4 月我国汽车产量 213.3 万辆，环比下降 17.5%；4 月新能源汽车产销分别为 64 万辆及 63.6 万辆，销量环比下降 2.6%，市场占有率达 29.5%，1-4 月累计销量 222.2 万台，同比增长 42.8%。其中纯电动汽车销量 47.1 万辆，插电式混动销量 16.5 万辆，混动车型占比约 26%。4 月汽车产量及新能源汽车销量环比均下滑，去年 4 月疫情导致产业链停摆，二季度同比数据逐渐失去锚定意义，当前汽车市场需求动能偏弱，有效需求未能充分释放，一季度非理性降价促销的影响尚未平息。虽然 4 月新能源汽车出口达 10 万辆，环比增长 28%，再创年内新高，但其也在逐步蚕食传统燃油车市场份额，整体汽车板块用铜增速边际放缓。

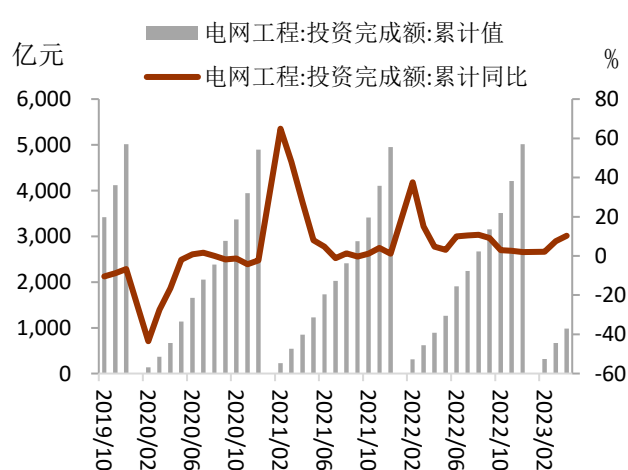
传统需求增长受限，新兴产业需求增速较高，需求端强弱分化

5 月份需求端整体而言，光伏和新能源汽车继续保持高增长，基建端电网投资保持平稳增长；但房地产前端复苏仍然迟缓修复预期转弱，白色家电排产高峰过后中期需求预期下滑，风电装机量维持低位，传统燃油车产量还在下滑，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

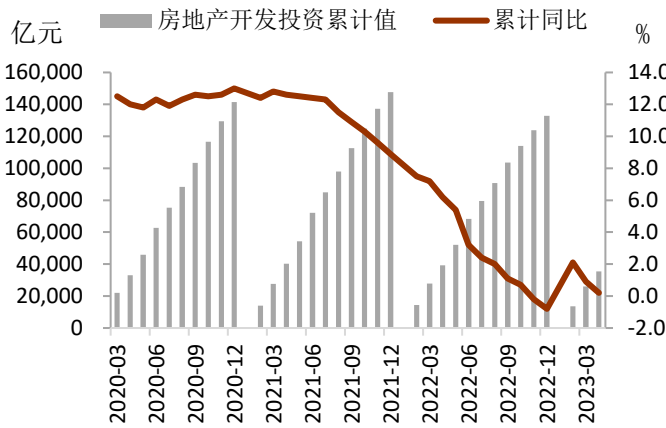


图表 25 电网投资完成额变化

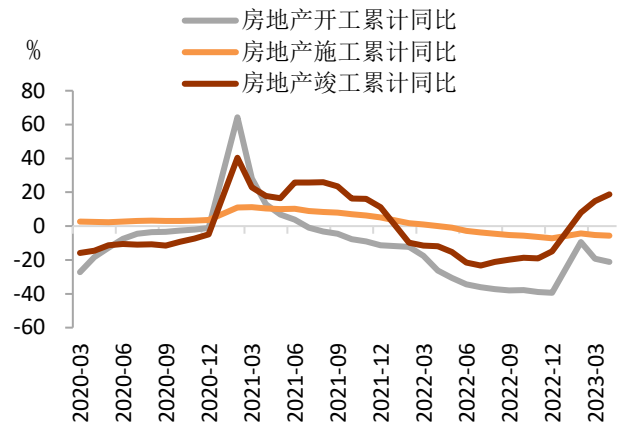


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 26 房地产开发投资增速变化

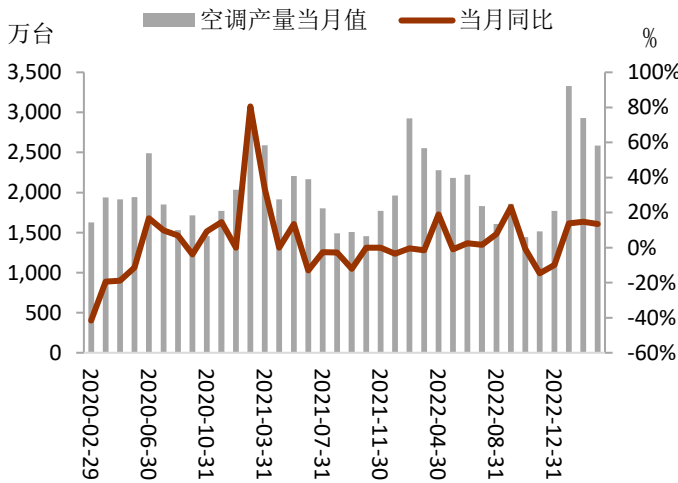


图表 27 房地产开工施工和竣工增速变化

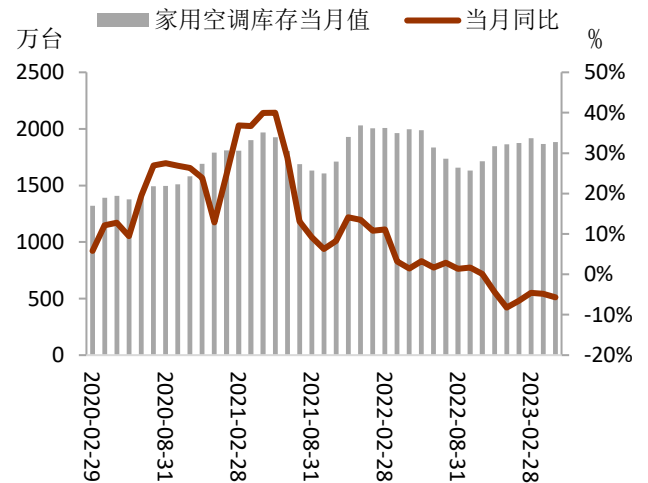


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 28 家用空调产量增速变化

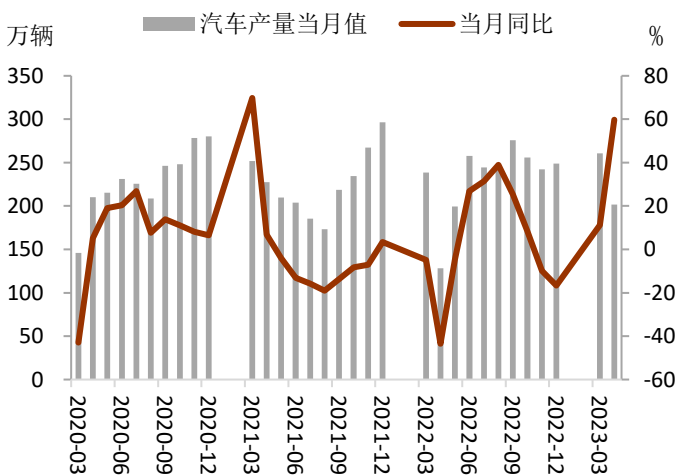


图表 29 家用空调库存变化

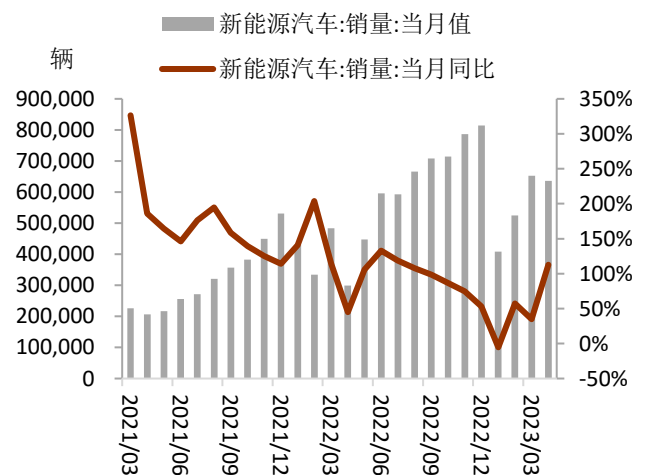


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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，欧美制造业持续萎缩；通胀预期再起令海外央行延续鹰派言论，美债与非美货币同期限的利差扩大主导美元指数强劲反弹。国内经济复苏强预期被逐步证伪，工业产出和国内投资增速下滑，出口回落，消费不及预期，房地产修复预期转弱。

基本面来看，矿端新建项目投产进程较快，TC 持续回升；冶炼厂产量保持增长，进口持续下滑，国内精铜总体供应略趋紧。需求端，5 月铜终端需求难有亮点，传统行业边际需求减弱拖累新能源产业用铜需求的增长，预计 6 月整体需求将逐步走弱。当前国内的低库存高升水状态还在挤压近月 BACK 结构，海外库存持续反弹对伦铜支撑力度减弱，整体内强外弱。

整体来看，当前国内外宏观均偏空，基本面逐渐转向紧平衡，终端消费总体增量有限，全球显现库存还在下滑。我们认为，铜价将在本轮反弹结束后转入震荡偏弱。

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 62000-66000 元/吨之间，伦铜的主要波动区间在 7800-8400 美元/吨之间。

风险点：欧美经济衰退幅度超预期，海外央行超预期提前降息。

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。