

## ● 主要结论

2023年上半年有色市场情况可总结为一句话：“弱现实、强预期、情绪过头、依赖更多政策支持”。现实情况是2023年上半年有色下游企业正度过持续偏弱的终端负反馈，尽管有色板块的“铜博士”股期价格不乏上演冲高回落式的“弱现实强预期”题材炒作行情，但阶段性上涨主要因投资者对全球货币政策流动性缓和与中国经济政策刺激预期的提前下注，这种短期透支政策预期的躁动情绪是否能持续？需要依赖国内外经济政策更多发力，尤其是国内外宏观货币政策宽松和产业支持政策更多利好来推动。

从有色市场博弈偏好来看，2023年“躁动的不是树，不是风，是人心！是市场的资金！”尽管通过统计历年中国周期品板块发现，多头题材行预期躁动行情持续性往往乏力。2023年国有色、建材等大宗周期品屡屡出现做多预期的主要逻辑在于我国经济恢复性增长预期、行业传统消费旺季前的补库预期，然而随后二季度有色需求旺季开启之下不及预期，后续依赖政策和真实消费接力支持一句话总结有色金属今年下半年展望来说：“资金屡战屡败不放弃，企业做好压力冲击准备”，

从期货市场博弈角度来看，进入6月尽管铜等有色金属在宏观和供需大环境面临不利因素，然而短期阶段性产业抱团抵抗再次出现，尤其市进入6月后国内冶炼厂检修集中令现货市场流通货源紧张，从而助推升水走高，进入沪期铜2307合约交易后，现货升水直触升水500元/吨上方，来到年内最高位，令下游以及贸易商均难展开交易。值得注意的是，近期我国铜现货升水如此强劲，令持货商在上期所平水交割意愿降低，转为现货市场售出意愿加大，故上海地区铜期货仓单表现减少，市场出现低供应弹性和低库存下的挤升水行情持续挺价。建议短线箱体震荡思路操作为主，产业客户强化套期保值锁定5月旺季最强时点预期差变化引发的价格异动风险。

展望下半年铜市趋势，从市场策略操作角度来看，2023年上半年铜等大宗商品大起大落，强周期行业及新材料行业都处于重大政策密集出台前后的观察期，市场在宏观和重大行业政策从决策到落实需要时间和过程中或再现价格泡沫，股债汇及商品等资产价格在高度不确定性下高波动似乎成为新常态。2023上半年因宏观政策预期改善刺激推动下反弹已然被市场证伪，预计下半年铜等有色金属市场大概率将维持宽幅振荡，投资者警惕三季度市场可能在政策会议前后顺周期性资产价格泡沫刺破风险，建议短线箱体震荡思路操作为主，产业客户强化套期保值锁定金九银十前淡季预期差变化引发的价格异动，短期价格或考验8000美元支撑力度。

分析师：顾冯达

从业资格号：F0262502

投资咨询号：Z0002252

电话：021-55007766-6618

邮箱：15068@guosen.com.cn

### 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、宏观热点：“期视角跟踪有色板块”

### 今年以来有色金属市场有何特点和新变化？

宏观方面，美国公布的一季度核心 PCE 物价指数年化终值环比升 4.9%，同比升 4.6%，此外 2023 年第一季度美国 GDP 按年增长 2%，较此前公布的修正数据上修 0.7%，超出市场预期的 1.4%，加上美国 5 月新屋销售总数与 6 月谘商会消费者信心指数均高于市场预期，上述一系列数据强化了美联储未来加息的预期，进而刺激美元走高压制铜等有色金属价格多承压。国内方面，日前发改委在《关于区域协调发展情况的报告》明确进一步促进区域协调发展六项措施，而国家统计局数据显示，我国经济运行总体上保持恢复态势。

2023 年上半年有色市场情况可总结为一句话：“弱现实、强预期、情绪过头、依赖更多政策支持”。现实情况是 2023 年上半年有色下游企业正度过持续偏弱的终端负反馈，尽管有色板块的“铜博士”股期价格不乏上演冲高回落式的“弱现实强预期”题材炒作行情，但阶段性上涨主要因投资者对全球货币政策流动性缓和与中国经济政策刺激预期的提前下注，这种短期透支政策预期的躁动情绪是否能持续？需要依赖国内外经济政策更多发力，尤其是国内外宏观货币政策宽松和产业支持政策更多利好来推动，可能带来一定程度的宽幅震荡“M 型”走势局面。

从有色板块来看，目前我国铜消费呈现“内强外弱”态势，内是一个强预期、弱现实的格局，外则有滞涨衰退之虑，基本面对价格支撑力度有限，只是不时涌现的低位买需和订单，在一定程度上削弱了铜价单边趋势性的机会。考虑到全球滞涨忧虑甚至欧美局部经济衰退风险犹存，股市以及大宗商品等主要风险资产偏向于承压下跌，而对于有色等大宗商品市场而言，2020-2023 年经济滞涨周期的前期阶段由于通胀上行明显，会拉动所有主要有色矿业资源品齐涨，但随着通胀对于消费能力的侵蚀加大抑制实际需求，那么对于需求主导型的商品将承压，而有色金属板块各品种正面临相同宏观因素下内外短周期错配与分化。

图：2023 年上半年，我国大宗商品期货助理合约涨跌情况统计

品种	2022/12/30	2023/6/30	累计涨跌幅
燃油	2749	3086	12.26%
沪金	411.46	448.6	9.03%
沪锡	211890	219700	3.69%
沪铜	66260	67300	1.57%
沪银	5363	5439	1.42%
豆一	5179	5158	-0.41%
原油	562.8	546.1	-2.97%
沪铅	15925	15440	-3.05%
玉米	2824	2728	-3.40%
沪铝	18700	18010	-3.69%
豆粕	3936	3756	-4.57%
铁矿	863	822.5	-4.69%
热轧板卷	4143	3825	-7.68%
玻璃	1660	1517	-8.61%
螺纹钢	4105	3721	-9.35%
沪锌	23765	20045	-15.65%
焦炭	2670	2124.5	-20.43%
焦煤	1864.5	1351	-27.54%
镍	232000	157500	-32.11%

数据来源：钢炼数据，国信期货整理

图：2023 年“黑天鹅”、“灰犀牛”齐至，多因素叠加影响有色产业链



数据来源：国信期货整理

图：2023 年以来全球经济乱局因局变局中，中国产业转型突破面临多重考验

### 躺赢时代终结，乱局变局因局中看天时地利人和！



- 经济波动周期因素 (危机、萧条、复苏、高涨)
- 金融货币和财政政策因素 (利率和汇率)
- 自然因素 (气候地理和疾病自然灾害)
- 政治因素 (大国博弈局势与地缘政治)
- 投机和心理因素
- 基本面分析方法：  
判断较长时期价格趋势
- 技术面分析方法：  
判断较短时期价格趋势



数据来源：国信期货整理

在 2023 年中国逐步走出疫情影响的当下，经济复苏和有色消费增长预期在一度盖过了 2023 年悲观的海外经济忧虑，然而二季度以来有色金属电解铝等行业也面临“低库存、紧平衡”产业链现状下在季节性累库超预期中下被弱化，有色金属年初反弹在预期之内，但反转尚始终缺乏持续性，因其供需平衡容易受到市场未来预期变化影响，顺周期资产难逆宏观主要趋势而行。作为全球经济复苏预期的必需品，铜铝等有色金属在货币政策宽松、经济增长低位复苏的背景下，具备极强的价格上涨的空间和动力，但在货币政策收紧和海外经济增长失速威胁下，整体趋势呈现将受限承压，仅仅相比其他品种具有较强的价格韧性和弹性，预计有色板块在宏观变化与供需预期多空交织下宽幅震荡为主。

从有色市场博弈偏好来看，2023 年“躁动的不是树，不是风，是人心！是市场的资金！”尽管通过统计历年中国“周期躁动”行情中可以发现，躁动行情持续性往往乏力，后续依赖政策和真实消费接力支持。2023 年国有色、建材等大宗周期品屡屡出现做多预期的主要逻辑在于我国经济恢复性增长预期、行业传统消费旺季前的补库预期，然而随后二季度有色需求旺季开启之下不及预期，一句话总结有色金属今年下半年展望来说：“资金屡战屡败不放弃，企业做好压力冲击准备”，

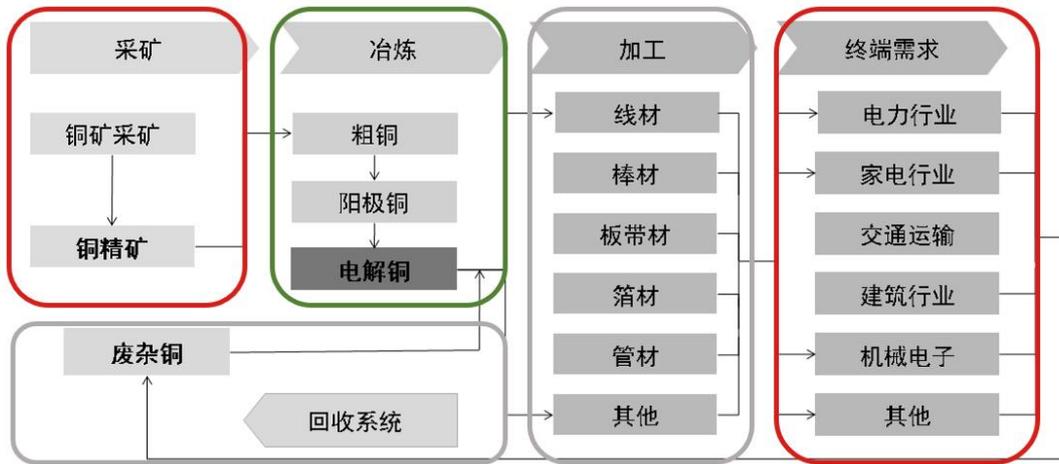
从期货市场博弈角度来看，进入6月尽管铜等有色金属在宏观和供需大环境面临不利因素，然而短期阶段性产业抱团抵抗再次出现，尤其市进入6月后国内冶炼厂检修集中令现货市场流通货源紧张，从而助推升水走高，进入沪期铜2307合约交易后，现货升水直触升水500元/吨上方，来到年内最高位，令下游以及贸易商均难展开交易。值得注意的是，近期我国铜现货升水如此强劲，令持货商在上期所平水交割意愿降低，转为现货市场售出意愿加大，故上海地区铜期货仓单表现减少，市场出现低供应弹性和低库存下的挤升水行情持续挺价。建议短线箱体震荡思路操作为主，产业客户强化套期保值锁定5月旺季最强时点预期差变化引发的价格异动风险。

图：产业链主要影响因素分析——低供应弹性和低库存下的挤升水



数据来源：SMM，国信期货

图：产业链主要影响因素分析——铜上游供应弹性小于下游消费弹性



数据来源：WIND，国信期货

## 二、铜市趋势分析展望

### 1. 自然资源：全球精矿紧缺缓和 矿山供应扰动风险犹在

从产业结构来看，我国有色等实体经济制造业结构性转型持续面临五大威胁：资源自给率不足，经济增速下滑、加工产能过剩、地缘政治对抗、创新技术不足。在本轮变局中，中国遭遇区域贸易割裂、地缘政治

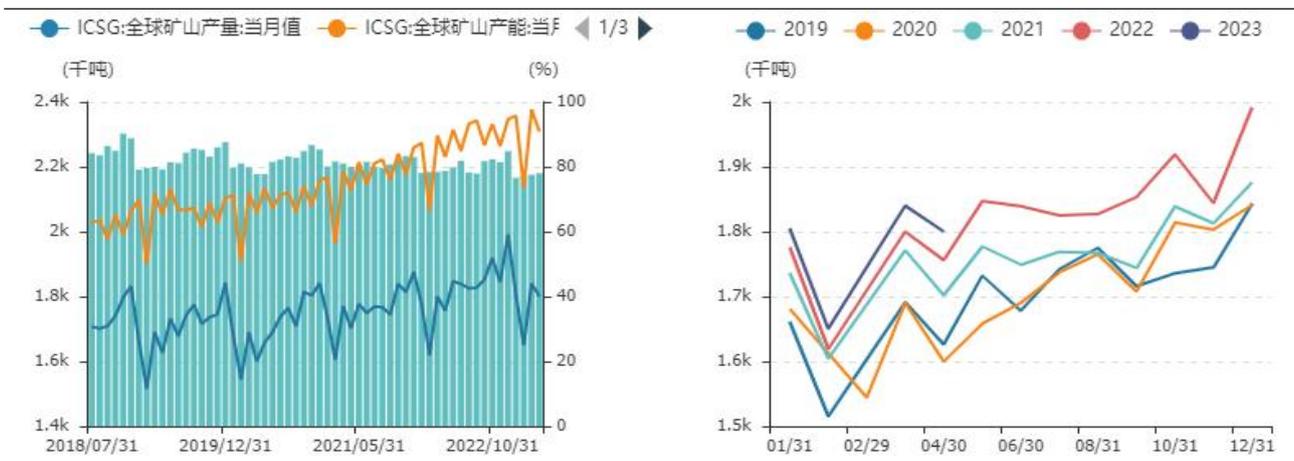
冲突加剧与产业洗牌升级转型的复杂局面，在世界各国新一轮科技创新与先进制造业军备竞赛的格局下，中国有色金属为代表的实体行业必须抓资源、去过剩、调结构、稳内需、促创新，加速产业升级节奏，在百年变局寻求突破机遇！中国作为全球制造业第一大国，也是有色矿业资源进口第一大国，过去几年由于国内矿业资源不足和冶炼加工产能过剩，我国相关产业链面临海外资源“卡脖子”问题突出。

在此背景下，我国企业顶住压力持续践行“扩展海外资源投资、打通产业链形成合力”的长线思维，推动我国铜镍钴锂等金属资源对外投资快速赶超国内权益储量，我国企业海外投资矿山的铜精矿产量更是远远高于国内铜精矿产量，这为当前中国铜产业缓解资源“卡脖子”问题打下基础。随着中国有色企在海外合作推动矿山项目开发，2023年全球铜精矿供应缺口收窄供应集中释放。然而，2023年我国产业中下游仍有结构调整和转型升级压力，叠加全球资源民族主义抬头、地缘政治冲击及海外经济衰退威胁，我国相关产业还需用好两个市场、两种资源，构建中国资源安全的保障体系。

从铜资源周期来看，世界铜矿资源分布不均，主要集中于智利、秘鲁等拉美地区，但未来1年全球主要产区能转化为新增供应的大型铜矿项目寥寥无几，同时正开采的部分大型铜矿山因老化或升级改造面临供应产能下滑，展望2023年来看，全球铜精矿供应弹性较小，而在原有矿山基础之上增产成通常需要至少2-3年左右，从铜矿山开发进程来看，大型矿业公司经营主要集中在勘探、采选环节；从资源勘探到采矿，这个过程可能需要很长的时间，在这期间项目需要大量的资本支出，而且只有在上述期间结束时公司才能指望现金流入。因此大型矿山项目的开发具有一定的风险需要大型矿业公司和多个矿业公司联合完成。

从中长期来看，2019-2021全球铜矿新增供应量峰值已经过去，未来预估的新增供应量需要更高的铜价才会刺激项目的投资落地产生，而2023年全球铜矿产能增速下滑、品位下降、成本提升，新项目的投产和现有项目的改扩建增量较小，考虑到铜前期矿山产能投入高投资周期长，使得铜矿难以快速增加产能。

图：产业链主要影响因素分析——铜上游供应弹性小



数据来源：WIND，国信期货

## 2. 冶炼加工：中国供应主要增量，二季度产量增长明显

全球方面，2023年以来，世界铜生产主要增量依然来自于中国的产量增长，海外产量有一定下滑；需求端，海外制造业情况逐步趋差，消费同比下滑。而在国内，原料端（铜精矿、废铜、阳极铜）整体来看供应相对充足，海外铜精矿生产较好，铜价在5月之前大体保持高位震荡，废铜流出量较多，不少废铜杆企业转而生产阳极板卖给冶炼厂，精铜产量不断创出新高，3月下旬以后冶炼厂开始陆续有检修，4月中下旬以后铜价重心向下，废铜供应开始减少，均开始逐步影响精铜产量，预计二季度产量增幅将较为明显。

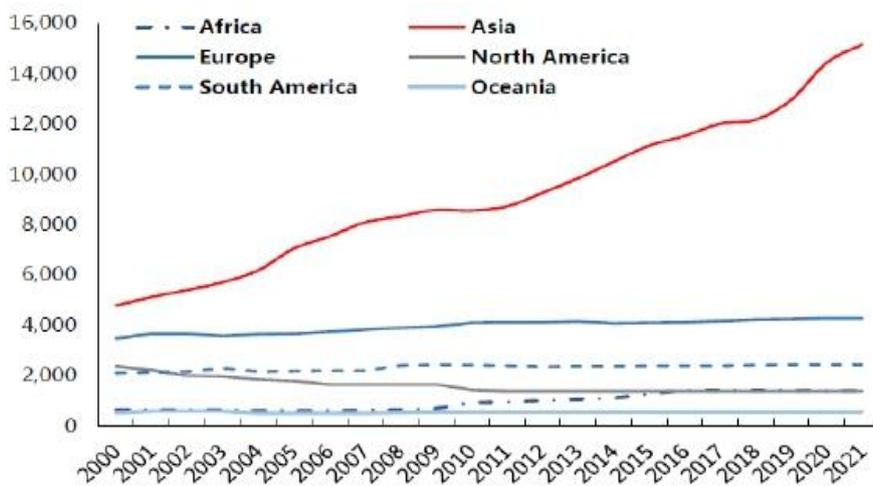
根据安泰科跟踪调研我国阴极铜生产企业数据来看,2023年调研跟踪样本企业合计精炼铜产能1111.5万吨,较2022年年提高4.9%,占全国有效总产能的82%,2022年全年总产量占全国的90%以上。其中,100万吨以上企业4家,总产能612万吨/年;30-100万吨6家,总产能318万吨/年;10-30万吨12家,总产能181.5万吨/年。

跟踪调研数据显示,22家样本企业2023年1-5月累计生产阴极铜424.4万吨,同比增长13.43%,5月合计生产阴极铜89.0万吨,同比增长18.25%,环比增长0.18%。其中,产能规模在100万吨以上的样本企业前五个月累计完成阴极铜产量262.77万吨,同比增长8.02%,5月合计完成产量55.87万吨,同比增长10.59%,环比下降0.63%;产能规模在 $30 \leq X < 100$ 万吨的样本企业前五个月累计完成阴极铜产量105.38万吨,同比增长47.37%,5月合计完成产量21.5万吨,同比增长69.88%,环比下降0.85%;产能规模 $10 \leq Y < 30$ 万吨的样本企业前五个月累计完成阴极铜产量56.25万吨,同比下降5.30%,5月合计完成产量11.63万吨,同比下降3.79%,环比增长6.37%。

尽管样本企业中5月份有部分产能进入常规检修期,预计会对阴极铜产量造成一定影响,但从6月统计的整体产量情况看,并未出现预期的下降,而是继续保持增长状态,同比维持大幅增长态势,环比增幅出现收窄。期间,副产品硫酸市场的持续疲弱导致冶炼厂对于冷料的需求明显强于矿料,而冷料供应趋紧的情况也成为冶炼厂权衡产量释放的重要因素。进入6月,需要检修的铜冶炼企业较5月仍有增加,从市场供需条件和硫酸市场的运行状态以及山东国兴铜业18万吨新投产能的产量填补综合考量,预计6月阴极铜整体产量至88.38万吨,同比增长16.50%,环比下降0.7%。

根据中国有色金属工业协会和安泰科统计显示,2023年二季度我国铜产业运行从数据上看呈现三个方面特点:一是铜冶炼企业生产经营基本平稳;二是铜精矿和精铜进口略有好转;三是下游生产向好,终端市场逐渐恢复。数据显示,5月份我国铜冶炼企业中头部企业生产表现较为强劲,其他企业进入2023年以来则整体表现一般。5月份,仍有部分企业相对集中地进入检修期,对全行业整体产量造成一定影响,同时伴随市场需求的疲弱表现和副产品硫酸价格的持续走低,冶炼企业总体产量环比出现小幅回落,但较去年同期相比继续保持较好增长。另外,5月份,铜精矿加工费延续此前上升趋势。月内铜精矿现货TC报价在85.4-89美元/吨区间波动,月末在89美元/吨附近。5月份,铜精矿供应端保持正常运营状态,干扰较少,海外运输维持正常,后续货源到货稳定,供应充足。

图:全球分地区铜精炼产能计划投放对比(单位:千金属吨/年)



数据来源: SMM, 国信期货整理

就全球铜供需而言，全球表现（三大交易所库存）铜库存不足全球数天的消费量，即使加上全球最大可跟踪隐形库存上海保税区铜库存也不足全球两周所需。根据国际铜业研究组织统计，全球铜矿产量分布：美洲占比 56%，亚洲占比 20%，非洲占比 11%，欧洲占比 9%，大洋洲占比 5%。而在全球铜需求分布：亚洲占比 72%，欧洲占比 16%，美洲占比 12%，非洲占比 1%，大洋洲占比 0.02%。

事实上，在整体铜产业链原料供应中，铜精矿在精炼铜原料中的占比在 80%以上，而中国作为精炼铜产销头号大国，铜冶炼企业的原材料主要依赖国外进口，而近几年来中国冶炼产能却处于快速扩张阶段，此消彼长下使得进口铜精矿加工费低迷，中国冶炼企业持续面临“原料紧张利润微薄”的窘境。根据业内调研了解，考虑现金成本后，中国铜冶炼厂的加工费盈亏平衡点一般位于 60 美元/吨左右，而 2022 年铜精矿加工费尽管恢复至该平衡点上方，但副产品利润下滑，对冶炼厂利润释放也造成了较大的限制。

就更长远的有色行业大格局来看，在当前百年罕见的历史变局中，中国遭遇地缘政治冲突加剧与产业洗牌升级转型的复杂局面，在世界各国开启新一轮科技创新与先进制造业军备竞赛的格局下，中国有色金属为代表的实体行业必须抓资源、去过剩、调结构、稳内需、促创新，加速产业升级节奏，在百年变局寻求突破机遇，而抓牢海外供应和国内消费是重中之重。此外，近年来废铜进口政策趋严趋紧，使得铜供应受到一定扰动。由于废铜原料供给问题、环保压力、资金压力，国内中小型粗炼厂不断面临关停和减产问题，尤其是民营的中小型粗炼厂。此外，进口政策调整短期可能造成供应扰动，但中长期将可以基本满足废铜生产企业的需要，并一定程度影响铜精矿加工费和精废价差。废杂铜作为补充矿产铜产出缺口的重要来源，近年来中国废杂铜进口受到越来越多的政策及配额限制，使得海外铜矿原料的紧俏程度加大，预计未来需要再生铜进口和地方支持政策放松方能舒缓中国铜精矿资源对外依赖过高的困局。

### 3. 终端消费：下游行业消费尚可，争议在行业再库存能否出现

中国是世界第一的铜消费国，贡献全球主要的铜消费增量，我国铜终端消费结构有别于全球。根据安泰科的分类，电力行业是国内精炼铜消费最主要的领域，占比高达 50%左右，其次是家电、交通、建筑和电子。电力类消费中约有 40%为建筑用电力电缆，中国铜需求和固定资产类投资完成额高度相关。

从消费统计来看，2023 年以来需求始终没有达到预期高度，少数行业相对火爆（如空调、光伏等），但大多数行业呈现为不温不火格局。而且从下游及终端企业的备库和订单变化来看，市场对铜价的敏感度非常高，不再是过往“买涨不买跌”的心态，而是“买低不买高”，即铜价下跌时刚需表现较为积极，订单涌现、备库意愿也较高，但铜价反弹时则观望情绪浓厚，不愿追高。预计暂时需求依然难以达到预期高度，不过，价格重心下移后，市面上废铜资源明显减少，精铜对废铜的替代起到了提振精铜消费的作用。

从全年来看，国内宏观政策仍有调整空间，部分行业正在逐步向好，国内精铜消费量很难再有更超预期的表现，是否不及预期还有待观察（地产等行业仍有不确定性）。同时，海外经济衰退迹象开始显现，对需求的影响正逐步体现，海外消费全年负增长概率极大，对全球全年的消费会有一定拖累。

从铜下游情况来看，二季度以来铜下游铜材企业整体生产向好，其中，铜杆、铜管企业开工率环比均略有上升，同比均呈两位数增长。铜板带企业开工率环比小幅上升，同比小幅下滑。板带行业总体缓慢回升，高精专铜带大幅发力，高附加值产品同比增加，为企业利润的有力支撑。铜箔受下游复苏进度不一，市场供应小幅增长，增长仍以锂电铜箔为主。整体上，5 月份仍为铜传统消费旺季，除房地产市场仍在调整期暂时表现疲软状态，其他终端市场表现良好。全国电源和电网完成投资均同比增长，电网工程完成投资额增速减缓，而电源工程完成投资额较上年同期大幅增长。线缆方面，受下游国网和地方电网影响，订单较好。汽车消费整体上尚处于缓慢恢复过程中，而新能源汽车则延续了高增长趋势。受旺季备货需求和原材料的影响，空调产销双双好转，排产同比呈两位数增长。综合来看，终端市场需求虽有增长但不及预

期，预计短期内各终端市场将延续此前弱复苏态势，带动铜消费缓慢回升。

从铜的终端消费来看，随着全球主要发达国家复苏态势加强，尤其是欧美政府高调推动制造业回归，使得产业重拾高速扩张态势。根据著名国际机构 CRU 统计，2020-2023 年全球精炼铜消费量复合年均增长率预计在 2% 的温和水平，其中占据近“半壁江山”的中国精炼铜消费量由于经济增长迈入转型升级期，一方面预计中国精炼铜需求增速中长期将逐步放缓（未来建筑领域用铜量将下滑，交通和机械等领域用铜将增长）；另一方面虽然中国第一大精炼铜消费国的地位依然不可撼动，但是中国精炼铜占全球消费量的比重将随之逐步滑落至 50% 以下。同时，除中国以外的发展中国家随着工业经济加速发展对精炼铜需求的增长将表现更为显著，但不足以弥补中国需求增速下滑的影响。

房地产带动铜消费主要表现在两个方面，一是房地产建设本身需要敷设的电缆和相关变电设备等；二是新房装修带动空调、洗衣机、冰箱、热水器等电器产品需求（电力电缆与家用电器两块合计铜需求约占中国整体铜需求一半）。国内空调、汽车等产业在经历了透支消费后增长乏力，尤其再叠加房地产调控压力显现，进一步影响消费端预期。在铜消费集中的电力领域，作为“十四五”规划开启之年，2021 年国内工业领域聚焦于能源结构变化，预计电网投资将整体维持平稳，难以有大的增长亮点，支撑铜消费的主要因素在于国内政策刺激扶持加大及铜价企稳后上下游持续去库存后的再库存需求。

根据先进工业化国家的发展经验，随着经济发展不同各国单位 GDP 能源和矿产的消费强度与人均 GDP、城市化率等指标暗合。目前中国正处于“工业化社会”阶段的中后期，经济增长由农业转向以制造业为主。目前我国有色产业链比较完整且规模庞大，考虑到我国建立的比较完整的工业体系还有进一步升级转型空间，且我国人口基数巨大、区域发展不平衡，要真正完成新型工业化、电气化和城镇化还有较大升级潜力。

梳理全球铜产业近十年来数据可以发现，占全球世界精炼铜消费近 90% 的 15 个国家或地区，已有 11 个在 2010 年前就出现了消费“峰值”，只有 4 个（中国、巴西、土耳其、西班牙）也正在逐步形成过程中。过去十年，中国平均单位 GDP 消费强度是世界的 3-4 倍左右、是美国的 8 倍、印度 4 倍、智利 2 倍，虽然我国单位 GDP 精炼铜消费强度已提前进入下降区域，然而我国人均铜消费尚未出现拐点且仍具潜力。

近三年来中国的铜消费量处于不断上升但增速变缓的阶段，可以看到三个因素推动中国铜需求潜力：1、是房地产为代表的建筑、基建等固定资产投资；2、5G 与新能源领域发展对铜消费提升的促进，2、全社会电气化对铜消费的提升。“工业化社会”阶段的资源消费有两个关键时点值得高度关注：1：人均 GDP6500~7500 美元。此点前，经济发展伴随单位 GDP 能耗的增加，第二产业消费快速增长，城市化率快速上升；此点后，往往城市化开始由快速转向中速，钢铁、水泥及有色消费增速开始减缓、消费强度渐走低。2：人均 GDP10000~12000 美元。此点后，城市化速率进入缓慢增长期，工业化进入成熟期，与此相对应的是人均一次能源和工业终端能源消费增速放缓、粗钢水泥消费呈零或呈负增长，人均有色资源消费增速减缓并陆续进入零增长，由于中国人口众多和区域不均衡，预计在该阶段所处时间较长。

参照先行工业化国家的相关指标，通过对中国经济发展不平衡及人口因素，更多按照参照对象的低值进行预测和对比分析，时点预测如下：（1）人均 GDP 和三产，参照先行工业化国家低值 1.6 万美元，峰值约 2027 年达到；（2）城镇化率，参照人均铜消费量超过 10kg 的制造业发达国家均值 76%，峰值约 2030 年达到；（3）三产占 GDP 比值，参照低值 59%，峰值约 2023 年达到；（4）人均电耗，参照低值 5834kwh，峰值约 2024 年达到。综合以上指标，中国铜消费峰值的保守预估时点在 2025-2030 年左右。

图：以发达国家工业化经验预估中国铜消费潜力

单位	峰值年份	城市化率%	三产占比%	人均电耗KWH	人均GDP (美元)	峰值消费量 (kt)	总人口	人均精铜消费 (kg)
美国	2000	79	75.4	13671	36488	3025	2.82亿	10.72
德国	2006	73	69.0	7174	35400	1398	0.82亿	17.05
日本	1991	79	67.4	7975	37154	1613	1.27亿	12.7
韩国	2004	81	58.5	7830	15922	940	4804万	19.57
意大利	2006	67.7	70.0	5834	31800	801	5894万	13.59
法国	2000	76.9	74.7	7238	21800	574	6091万	9.42
西班牙	2010	71	67	6026	34674	344	4595万	7.49
英国	1997	81	70.7	5909	25266	408	5849万	6.97
加拿大	2006	80	66.2	17235	31825	301	3200万	9.40
澳大利亚	2002	87.6	69.9	10813	20071	188	1965万	9.57
以上平均	-	77.6	68.9	8970	29040	-	-	11.65

数据来源：SMM, 国信期货

图：碳达峰碳中和新能源新基建带来铜消费巨大潜力



数据来源：SMM, 国信期货

#### 4 铜市展望：宏观承压旺季证伪，有色强预期可能转弱

从期货市场博弈角度来看，进入6月尽管铜等有色金属在宏观和供需大环境面临不利因素，然而阶段性产业抱团抵抗再次出现，尤其市进入6月后国内冶炼厂检修集中令现货市场流通货源紧张，从而助推升水走高，进入沪期铜2307合约交易后，现货升水直触升水500元/吨上方，来到年内最高位，令下游以及贸易商均难展开交易。值得注意的是，近期我国铜现货升水如此强劲，令持货商在上期所平水交割意愿降低，转为现货市场售出意愿加大，故上海地区铜期货仓单表现减少，市场出现低供应弹性和低库存下的挤升水行情持续挺价。建议短线箱体震荡思路操作为主，产业客户强化套期保值锁定5月旺季最强时点预期差变化引发的价格异动风险。

展望下半年铜市趋势，从市场策略操作角度来看，2023年上半年铜等大宗商品大起大落，强周期行业及新材料行业都正处于重大政策密集出台前后的观察期，市场在宏观和重大行业政策从决策到落实需要时间和过程中或再现价格泡沫，股债汇及商品等资产价格在高度不确定性下高波动似乎成为新常态。2023年上半年因宏观政策预期改善刺激推动下反弹已然被市场证伪，预计下半年铜等有色金属市场大概率将维持宽幅振荡，投资者警惕三季度市场可能在政策会议前后顺周期性资产价格泡沫刺破风险，建议短线箱体震荡思路操作为主，产业客户强化套期保值锁定金九银十前淡季预期差变化引发的价格异动，短期价格或考验8000美元支撑力度。

### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。