



钟远，安粮期货对冲策略中心负责人，专职商品领域之宏观策略研究，近10年的市场研究和投资经验，凝练和创新了五大系列经典投研理论，连续7年研判并抓取商品市场趋势性行情的投资机会，善于抓取风险资产价格的拐点，知行合一，贯彻理论研究先行+投资实践检验之理念，提倡把中国军事战役战术理论理想和投资实战相结合。期货从业资格证编号：F0303681

投资咨询资格证编号： TZ006583

周期错配，高波之年

—— 2023 年铜年报

安粮期货投资咨询部 钟远

内容摘要：

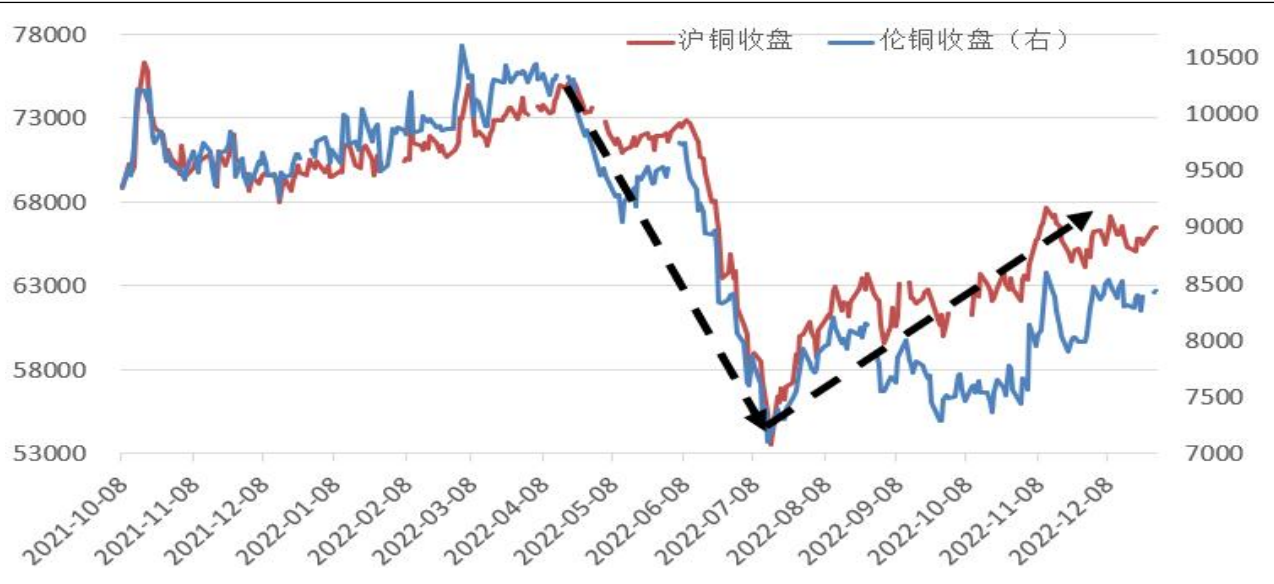
1. 中美周期错配下全球总体衰退幅度或有限（中上美下）。美加息追上债市利率，政策收紧抢跑结束，在通胀确认下行背景下，整体由滞胀向衰退转变，不过通胀绝对水平偏高或限制未来宽松空间；中国三年抗疫胜利结束，转向全力拼经济，刺激内需消费、稳地产三支箭等等政策上位，经超 1 年半的衰退路径后，中国或将结束主动去库，明年有望正式迎来复苏之年；
2. 原料紧张格局大幅缓解。长期资本支出低迷导致的原料供给紧张状况在 2022-23 年趋势难以改变，但矿产供应最为紧张阶段或已于 2021-22 年出现（对应 2017 年资本支出最紧张时刻），2023 年长协 TC 大幅上升印证了原料端的紧张格局大幅缓解。从长远看，收缩周期已超过 5 年，2023-25 年全球新的资本支出周期有望迎来酝酿。
3. 全球极低库存面临重建。2022 年全年三地库存维持以极低 20 万吨为核心的波动，自 2018 年 4 月启动去库以来已运行超过 4 年半的时间跨度且下滑幅度超过 8 成，2021 年四季度和 2022 年四季度库存有望形成双底，时空共振，2023 年库存路径有望重建。
4. 全年价格重心整体下移。春节累库和疫情放开后的感染高峰冲击，上半年价格水平或存在向下冲击第二波的可能；基于低位库存的重建来看，或需要价格更高水平的大幅脉冲之泡沫路径来实现，因而全年铜价有望表现前底后高之反 N 表现，但整体重心应是偏下移为主。若能出现打破康波高点的泡沫行情，此为绝佳步空机会。

操作建议

综上所述，笔者认为：2023 年铜价重心有望在 2022 年休整/回落的基础上出现下移，全年整体投资方向在去年康波高点触摸后偏空为主。其中，年内低点有望在 1-2 季度之交出现，沪铜 5W 附近可能为重要关键价位，伦铜 6500 附近，疫情在 1 季度全面感染可能是重要推手，下半年中美阶段性共发力有望提振铜价走势，基于历史极低库存的重建，不排除以价格脉冲性上行来完成，一旦价格突破康波高点形成泡沫，沪铜 7.8-8W 为泡沫临界点，伦铜 1-1.1W 为临界点，此为绝佳的战略建仓机遇期（若能出现），不论泡沫多高，最终都会跌回来，因而全年铜价波动可能以反 N 为主。祝各位投资者能顺好波动并能抓住关键价格拐点。

一、行情简顾

图 1：铜价 2022 年走势



资料来源：WIND, 安粮期货

2020 年铜价全年走势探底大涨，收出一个长下引线的大阳 K（沪铜涨 17.43%，伦铜涨 25.68%），2021 年铜价延续上涨趋势，收出略带上引线的大阳 K（沪铜涨 21.8%，伦铜涨 25%），2022 年铜价先暴跌后反弹，全年收出上下引线都较长的调整阴 K，沪铜全年下跌 5.94%（伦铜下跌 13.36%）。其中，2022 年 1-5 月份，中下美上导致铜价方向不明，延续 2021 年以来的高位横盘态势，以 7.2W 为核心区间整理，俄乌冲突是价格横盘内在波动拐点；2022 年 5-7 月份，美联储开启暴利加息和缩表，引发市场恐慌，铜价快速暴跌，从 7.5W 上方一步下跌到位 5.3W 一线，下跌幅度超过了 30%；2022 年 7-12 月份，宏观冲击兑现，低库存因素上位，铜价开启了震荡反弹的步伐（持续软逼仓），从 5.3W 附近最高上行至 6.8W 附近，上行幅度达到了 28%。展望 2023 年，笔者认为随着美联储加息抢跑结束，以及海外通胀回落，欧美正式由滞涨转为衰退，而中国疫情、地产等拖累因素有望结束，全年或正式迎来复苏之年，因而明年全球可能是中上美下的格局，导致铜价方向难有年度性趋势，但受供应宽松影响，整体重心存在着下移可能性向，全年价格有望呈现出反 N 波动。

二、2023 年分析逻辑

表 1：2023 年分析逻辑表

	2022	2023
--	------	------

供应层面	TC 长单价为 65 美元/吨，上涨 9%，矿产端紧张局面开始缓解。	TC 长单价为 88 美元/吨（超越行业均衡），涨 23 美元/吨，涨幅 35.3%，矿产端供应转为转松。
	矿产端有望向冶炼端转移利润，且缺煤限电再现可能性不大，冶炼端不存在限制瓶颈，开工生产有望稳定。	矿产端或持续向冶炼端转移利润，在疫情优化以及能源重心下行背景下，边际影响下滑，干扰生产的因素力度在降低，利润刺激下，冶炼端生产动力较强。
需求层面	中美错配，前半程，中国下行进程中（1 季度可能会惯性下滑），稳增长发力，宽松进程或延续，美国结束 TAPER，且进入加息进程；后半程，随着美国加息“抢跑”结束，中美有望从错配进入共振（至少是局部阶段）。	疫情导致的中美错配难变，中国有望结束主动去库进程，在各项政策发力扶持下，有望正式迎来复苏，并主导全球增量变化，转变节点就是疫情干扰高峰结束点；美国暴利加息抢跑正式结束，通胀确认下滑背景下，欧美全部由滞涨转为衰退大概率。2023 年，应是中上美下格局；
	新冠病毒对经济生活的冲击边际下滑（从德尔塔-奥密克戎），疫情冲击的供需错配有望结束，需求端或主导，全球通胀脉冲效应有望在下半年面临回落。	新冠病毒对全球经济生活的冲击基本结束，供应端干扰趋势无忧，大宗定价继续由需求端决定，要警惕中国在夺回“丢失”的三年导向下（伴随海外加息冲击结束），出现短期过热可能性，此会对实际需求端带来非常重要的影响，从而给价格高波动埋下伏笔；
结论	供给宽松+全球错配，铜价将在 2022 年或呈现出反 N 的高波动为主，整体重心或偏下移；	

资料来源：安粮期货

三、 全球经济与资本展望

（一）中国：2023 年正式复苏之年

如果说 2021 年属于中国政策的收紧之年，以 2021 年 1 季度为拐点，对应着全年经济衰退下行，那么 2022 年属于中国政策收紧转向宽松的边际之年，以 2021 年 4 季度的弱宽信用为标志，经济运行以震荡偏弱为主，经过约 2 年的衰退下行进程后，2023 年中国有望结束衰退并正式迎来复苏。一方面，持续的宽信用进程在 2023 年有望进入主升浪，按照规律及历史运行

来看，每次宽信用进程主要上升之前，都会酝酿为期 1 年左右的时间过渡，比如 2016 年启动主要上升之前，2015 年 6 月-2016 年 6 月酝酿了一年，2020 年主要上升启动之前也酝酿了 2018 年 12 月-2019 年 12 月，2021 年 4 季度-2022 年 4 季度弱宽信用也达到了 1 年之久，有理由相信，2023 年中国将开启本轮信用周期的主升浪。钱的因素是经济复苏的前提也是最简单的核心变量，只有大家先搞到钱并花出去，才能产生效力；另一方面，年度经济会议政策信号释放明显，把扩大内需放在五大任务之首。尽管会议定调延续了“三重压力”的表述，但同时强调，随着各项政策效果显现，明年经济运行有望总体回升，这是个大的判断。笔者认为，扩大内需，这是本次会议的关键环节。会议强调“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”、“着力消除制约居民消费的不利因素”、“支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费”、“要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资”，并明确提出“政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持”，对 2023 年政策上动作笔者充满了期待。需要强调的是，当前，最大的拖累因素地产行业，2022 年开工、施工、竣工和销售全面 2 位数下行，本次政策上打出了三支箭，从贷款、债券、股权三个维度系统性辅助整个产业进行钱的方面融资脱困，已然如此，也就是说明年拖累的最大变量基本结束。

笔者这里有个隐忧，按照基数效应，经过 2 年多衰退下行后，2023 年也属于惯性触底反弹之年。若在全国疫情感染大规模结束后，压抑了 3 年的消费在相对狭隘的时间内积聚爆发，以及政策上的较为“激进”的抢回“失去”的 3 年，不排除经济上过热的可能性。本质上，这和时代特征是相符的，2020 年 1 季度疫情爆发以来，市场急剧下行和暴利上升及回落已得到了证实，历史上 70 年代末和 90 年代初，也属于暴冷暴热（较为极端）阶段，这都属于历史样本。但总体看，笔者看好 2023 年中国复苏的表现，通过 2021-2022 年建材、建材和大 A 股的表现来看，钢材、建材下行最低点已经接近疫情暴涨的启动位置，A 股也已经在 2022 年完成了全面暴挫（港股甚至最低点接近了 2008 年金融危机的区域），释放了利空压力，交易性风险资产已经对中国的衰退转向复苏进行了信号上的前瞻性确认。

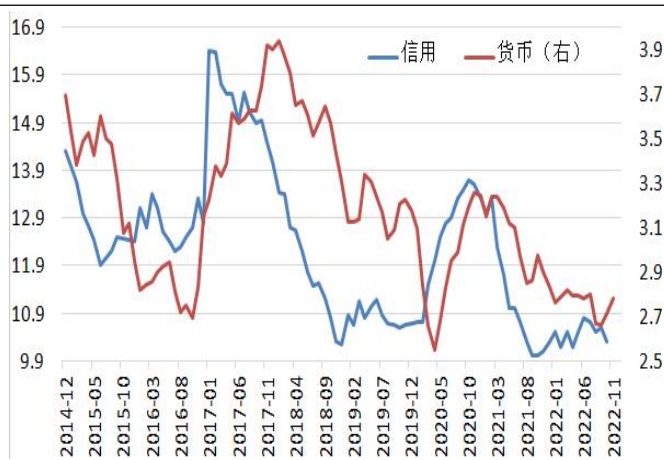
（二）美国：2023 年滞涨转向衰退

2022 年美国话题最大的焦点就是加息，全年完成了历史罕见的连续 4 次暴利加息 75 个基点的动作，全年实现加息 425 个基点提升利率至 4.5 的水平，终于超越了衡量经济增长的 10 年期美债收益率（最高点 4.25），也赶上了衡量政策的 2 年期美债收益率（最高点 4.7，12 月底为 4.3 左右），标志着美联储加息冲刺抢跑基本结束。本次美联储加息以通胀为因变量，以就业为自变量，而忽略其他变量比如制造业 PMI、地产行业、消费信心等全面下滑的事实（实

实际上经济已经在衰退，只是为了加息造势而故意技术性粉饰氛围），终究有无奈之举，主要是为其珊珊而迟的动作（甚至误判）付出代价，实际上美联储应该在 2021 年 4-5 月的 CPI 突破 5 的时候就应该有所行动了。截至 2022 年 12 月，在政策收紧持续施压下，美国通胀水平自 2022 年 6 月最高 9.1 的水平下滑至 12 月的 7.1，连续 5 个月出现下滑，美国核心 CPI 也在 2022 年 9 月份出现回落，这都印证了美国通胀全面回落的事实，减缓了美联储持续收紧的压力预期。笔者认为，美联储本次加息的真实高位水平或在 2022 年 6 月首次缩表的 3-3.5 之间，当前美国目标利率已经高估存在泡沫成分，实体难以承受，后期存在回落的可能，这都给明年研判美国经济周期带来的前瞻性指引。不管如何，通胀是决定美国经济周期运行的关键变量，在当前其表现出持续回落窗口下，此意味着美国经济已经从滞涨向衰退转变；

需要说明的是，本轮欧美高通胀的问题根源在于供给端出问题，全球供应链紊乱和主要经济体脱节是重要推手。成本端的原料脱节主要在于俄罗斯供应出现了问题，核心焦点是俄乌冲突所导致的西方全面制裁，欧洲的能源供应受到制裁的自杀性卡脖子，欧洲制造业成本上升导致竞争力下滑受害最深，美国由于是全球第一大能源国，从能源角度说，属于收益方，相对影响不大；成品端供应脱节主要在于中美脱钩，美国无情打压中国，导致全球最大的制造业大国的商品无法有效外输，严重冲击了工业日益空心化的美国自身。因此，总结起来说，俄罗斯主要冲击欧洲，中国影响美国及全球，供应端的结构化短缺冲击是欧美高通胀的主要核心缘由之一。但是，欧美治理通胀的手段并非从供给端下手，而是借助加息缩表从需求端打压，病不对症，因而欧美高通胀问题不会出现根本性的解决（只会局部），通胀的绝对水平或难以出现较深幅度的回落，这意味着美联储放缓或暂停加息后，也并不意味着联储会立刻转入降息。

图 2：中国宽信用调整后或迎主升浪



资料来源：WIND, 安粮期货

图 3：M1、M2 及剪刀差修复后或二次探底

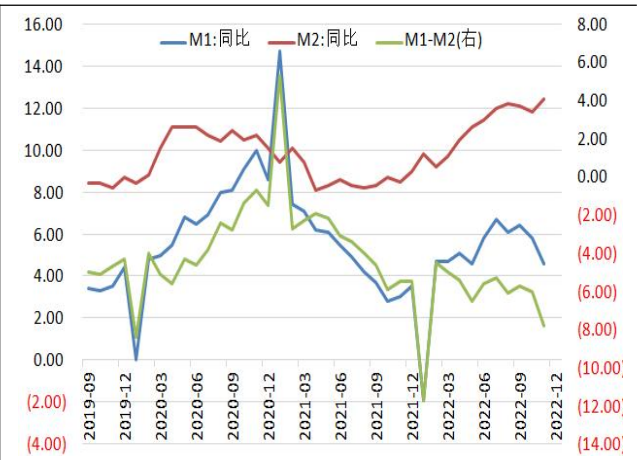
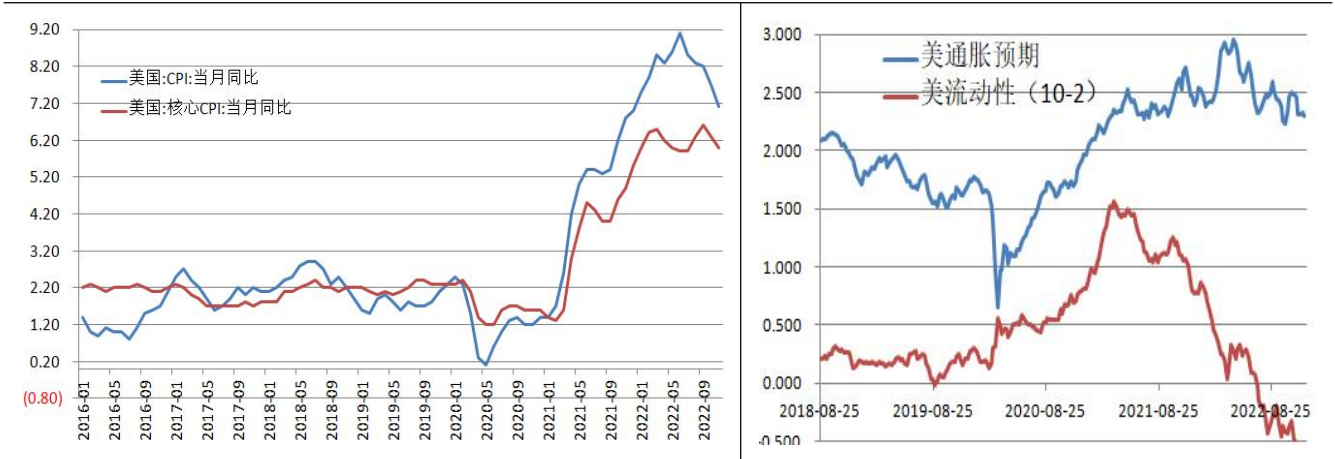


图 4：美国通胀高位回落

图 5：美通胀预期和流动性背离转一致



资料来源：WIND, 安粮期货

总的来看，全球中美两大火车头的牵引力在 2023 年或延续周期性分化走势，2021-2022 是中下美上的分化，2022-2023 年有望转为中上美下的错配格局，中国已度过最坏的时刻，正迎来新一轮战略布局做多的窗口期。

四、基本面分析

(一) 供应端：资本支出周期酝酿拐点

1、上游矿产：原料大幅宽松

全球铜供应超过 80%以上部分来自铜矿，铜矿资源的开采从资本投入到产出具有较长的时间跨度，一般来说，铜价领先矿企资本支出 1-2 年，而资本支出又领先铜矿产出 5 年左右，其明显的周期规律成为分析和研究铜矿供应的重要参考。

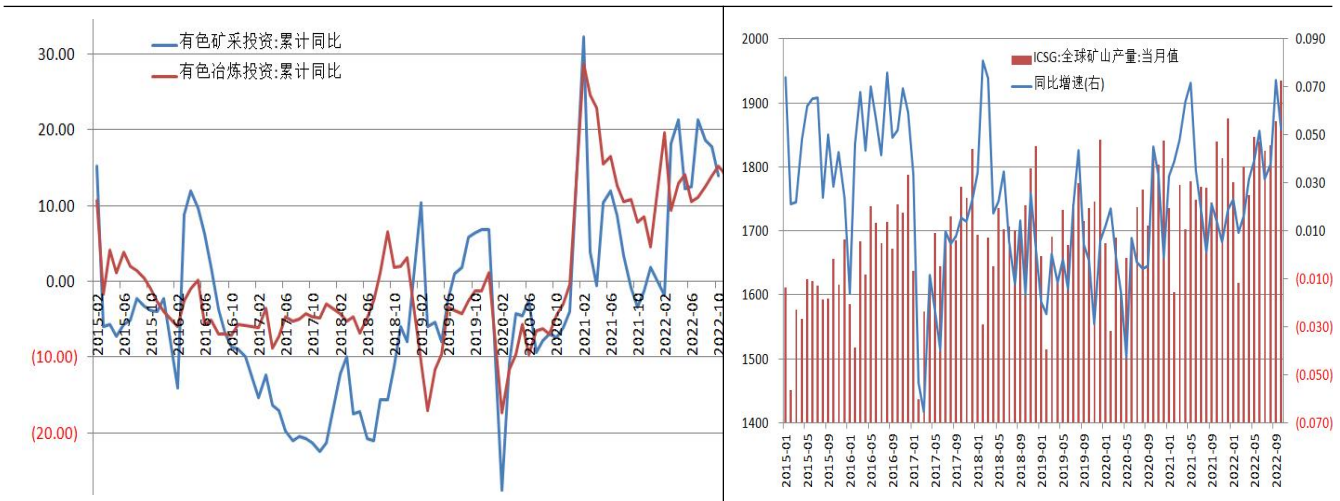
上一轮资本支出高峰在 2010-2012 年（增速普遍都超过 20%），对应 5 年后的供应高峰在 2015-2016 年前后，对应着铜价熊市下行的周期性大底部，2016-2018 年处在全球资本支出的低潮期（增速为负），按照时间推算可能影响到 2021-2022 年的铜矿产出处在最为紧张的时期，潜在对应着铜价的本轮上行的周期性高点或在此时间段出现。2021-2022 年，矿产端投资增速整体连续 2 年维持在零轴上方，或暗示新的资本支出周期正在酝酿。事实上，按照反映供需状况的冶炼费 TC 来看，上一轮 TC 上行跨度在 2011—2015 年，从不足 30 美元一直上升到超过 130 美元，幅度超过 3.5 倍，对应着铜价的趋势性下行；TC 下行时间跨度在 2016-2021 年，本轮下行最低点出现 2021 年 4 月份，约 27 美元，下行空间约 80%左右，对应着铜价的趋势性上涨；2021 年 5 月至今，TC 费用连续攀升，至 2022 年 4 季度已至 90 美元一线，涨了约 200%，印证了矿产端的供应宽松变化，符合 2022 年年报的研判。

国际铜业研究组织 ICSG 数据显示，2022 年 1-10 月全球铜矿产量为 1810 万吨，同比增加 3.69%，大致持平去年增速，单月 10 月产量为 193.5 万吨，同比增幅为 5.2%，增量主要受益

于新建扩建项目的持续放量（比如紫金矿业的 Kamoā-Kakula 二期爬产、自由港的 Grasberg 地下开采等）、以及矿山品位、回收率及处理能力的相对提升，增量企业分别是紫金矿业、自由港、力拓、必和必拓及哈萨克矿业，五家企业共增约 60.8 万吨；贡献减量的企业主要是智利铜业、安托法加斯塔、英美资源、五矿资源及嘉能可，五家企业同比共减少约 38.3 万吨。利润是刺激全球矿山产量趋势性变化的关键，当前铜矿 90 分位 C1 成本+AISC 大约为 6500 美元/吨左右，铜价 2022 年全年围绕均值 8900 美元波动，铜矿利润依然可观，2023 年全球铜矿依旧存在扩产的动能预期。根据各矿企的新建、扩产计划，不考虑突发事件扰动的情况下，预计 2023 年全球铜精矿增产约 110 万吨。其中，增量超过 10 万吨的矿山项目主要是力拓的 Oyu Tolgoi 二期、英美资源的 Quellaveco 铜矿、乌多坎铜业的 Udokan 矿山、泰克资源的 Quebrada Blanca 二期、紫金矿业的 Kamoā-Kakula 二期以及智利铜业的 El Teniente-NML 项目。

图 6：有色资本支出抬头

图 7：全球铜矿产量同比增速上升



资料来源：WIND, 安粮期货

表 2：2023 年全球主要铜矿新增、扩产情况：万吨

矿山	地点	投产时间	达产产量（万吨）	增仓预估（万吨）
Quebrada Blanca Phase 2	智利	2022 年底-2023 年 1 月	17-30	13
El Teniente-NML	智利	2023 年	50	10
Rajo Inca	智利	2023 年上半年	9	6
Los Pelambres	智利	2023 年上半年	35	6
Quellaveco	秘鲁	处在怕产中	30	16
Udokan	俄罗斯	2023 年	13.5	13.5
Kamoā-Kakula	刚果（金）	处在爬产中	45	11
KFM	刚果（金）	2023 年上半年	9	4.5
Purpkin Hollow	美国	2023 年下半年	2.95	1
Oyu Tolgoi Phase 2	蒙古	2023 年上半年	35	26.3
Carrapateena Block Cave	澳大利亚	2023 年	6.8	1

Cobre Panama	巴拿马	2023 年 1 季度	35-38	3
巨龙铜业	中国	2023 年	16	4.5
总计				116

资料来源：公开资料整理，安粮期货

2. 中游冶炼：利润可观，增速稳增

2022 年全年，国内精铜产量扩张速度基本维持个位数，未有一个月达到两位数，1-10 月录得产量 898.6 万吨，同比增速为 3.7，相对 2021 年而言略低于预期，这可能和铜料缺乏、电力限制开工等有关系。不过，得益于铜精矿的供应宽松，TC 价格一路上涨至 90 美元附近，年内炼厂冶炼利润较往年增加明显，散单利润基本翻番。考虑 2023 年长单 TC 大幅上涨，利润驱使下，国内炼厂开工率或维持高位。中国铜冶炼厂代表江铜、中铜、铜陵、金川与 Freeport 敲定 2023 年铜精矿长协 Benchmark 为 88 美元每干吨/8.8 美分每磅，较 2022 年同比上涨 35%，此冶炼加工费水平已经超越了全行业的均衡成本线，因而 2023 年全年冶炼端有望全年整体处在一个较为景气阶段，也是产业链从矿产端向下游让渡利润分配的一个正常合理现象。

从新扩项目来看，2023 年国内冶炼端的增量最终预计在 60-70 万吨左右。其中，新疆五鑫铜业 2022 运行产能 10-12 万吨，2023 年恢复至 20 万吨产能；国兴铜业新增 20 万吨精炼产能，但国润铜业产能全部关闭；江西汇盛及江西汇民新增 10 万吨粗炼，以企业自用为主，较大概率不涉及直接精炼产出。另外，大冶有色老厂计划环保检修，将影响 10 万吨精炼产出，但新厂计划增量在 25-28 万吨左右，故预计实际厂内增量在 15-18 万吨。

表 3：中国冶炼新建产能情况

企业	新增粗炼产能	新增后粗炼总产能	生产原料	新增精炼产能	新增后精炼总产能	生产原料	投产时间	增量预估
大冶有色	40	70	铜精矿	40	100	铜精矿	2022 年 11 月	28
铜陵有色	8	68	铜精矿	8	73	阳极铜	2023 年 1 季度	8
南国铜业	30	60	铜精矿	30	60	铜精矿	2023 年 2 季度	8
江铜国兴	10	20	铜精矿	10	20	铜精矿	2023 年 2 季度	4
白银有色	-	-	-	20	40	铜精矿	2023 年年中	0
中条山	19	30	铜精矿	20	30	铜精矿	2023 年 10 月	2
江西铜业（清远）	-	-	-	10	20	废铜/阳极	2023 年 1 季度	10
江西汇盛	10	10	废铜	10	10	废铜/阳极	2023 年 3 月	5
江西汇民	10	10	废铜	10	10	废铜/阳极	2023 年 4 月	5
合计	127	268		158	363			70

资料来源：上海钢联，安粮期货

废铜作为冶炼和加工环节的重要原料，其替代性的功能也是供应端的一个重要变量。全年

供给增速有望出现下滑，2022 年 1-10 月国内废铜进口共计 147 万吨，同比增速 7.6，全年废铜进口绝对水平相对 2021 年来说变化不大，供给增速有望出现下滑，但相对 2020 年 11 月 1 日关税清零之前来说，整体依然表现出稳中有进。对冶炼或加工企业而言，2022 年随着精铜在 5-6 月份启动暴跌，下半年全年精废价差都处在较低的水平，精铜替代废铜存在相当的市场量能，此导致流向冶炼端的再生铜占比有了明显下降。在 2023 年铜矿供应较大宽松背景下，废铜进口增速仍或难言有较为明显增量，整体或与 2022 年大致相当。

3. 全球库存:极值状态，面临重建

铜的供应端还有一个环节就是起着蓄水池功能的库存，铜的库存变动伴随铜价—资本支出—产能投放等环节也存在明显的周期性波动。2022 年全球三地库存（SHFE+LME+COMEX）呈现出的一个最大特征就是：显性库存极低（弱库存周期），全年围绕 20 万为核心的中枢波动。这是几十年来的极值水平，尤其对中国而言，对一个年产达到千万吨级产量的超级巨无霸经济体而言，全年大部分时间库存不足 10 万吨显然是个历史极端状况，极端库存也容易滋生极端波动，笔者在研报中经常提及的脉冲警醒就来自此，此为价格的大幅波动奠定了基础，也符合大萧条时代的高波动特点。在本轮库存周期性下行进程中，时间上已达到了 3 年，空间上，也处在历史大底部附近，时空面临扭转，因而 2022 年的全年的极低库存水平不可维系，2023 年有望开启重建进程。如果说，2021 年 12 月份的不足 17 万吨的库存水平是左侧低点的话，那么 2022 年 12 月份全球三地库存再度跌破 17 万吨，有望形成右侧低点。

笔者认为，价格和库存需要进行互相反馈才能得到行情和基本面的配合和辅证，当前，铜市的库存极致状态，价格水平并未有对此进行充分反映，因而不排除，在后期库存重建过程中需要价格大幅脉冲拔高来实现库存累积。需要警惕，明年在某个时候铜价打破康波高点迎来的泡沫的可能性（类似于锡的库存重建）。

图 8：2023 年度长单 TC 上升 35%

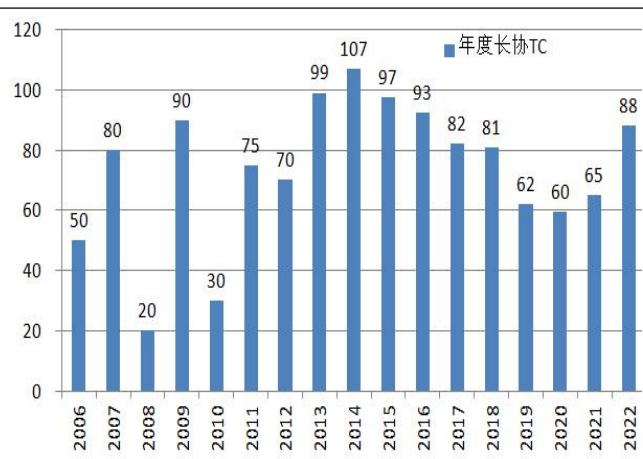
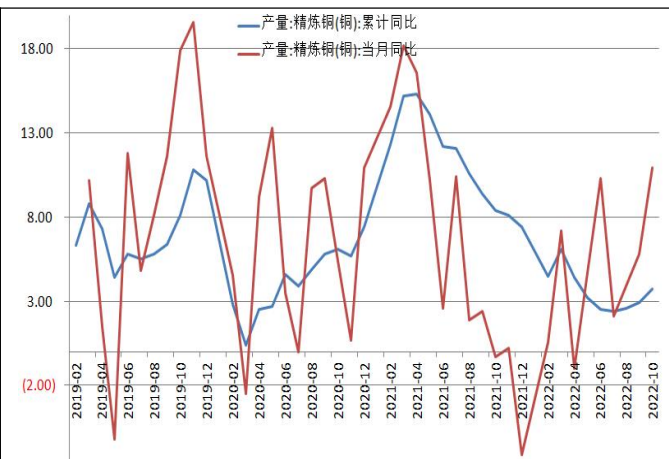


图 9：精铜生产增速稳中有升



资料来源：WIND, 安粮期货

图 10：废铜进口稳定

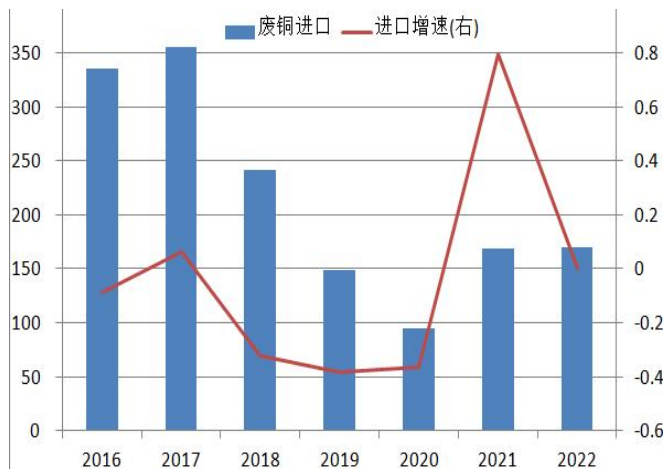
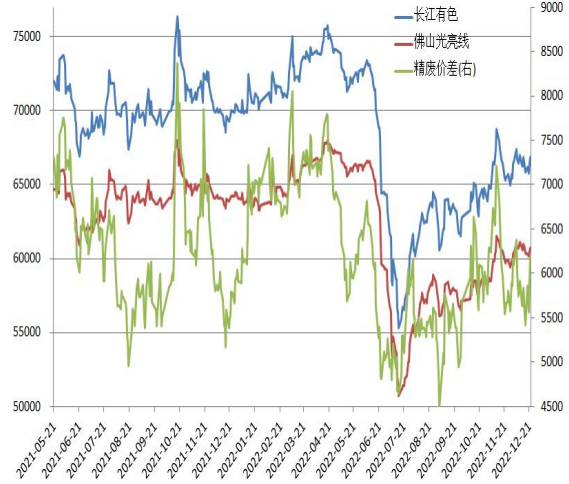
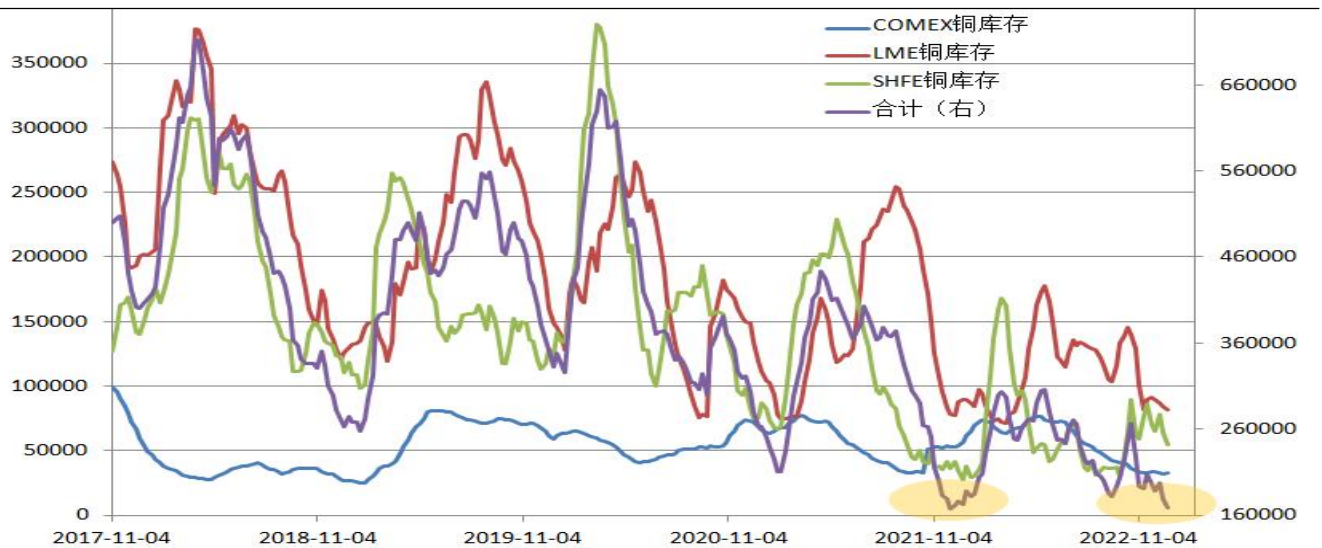


图 11：精废价差回落



资料来源：WIND, 安粮期货

图 12：全球库存底部极值，面临重建



资料来源：WIND, SMM, 安粮期货

（二）消费端：拖累结束，需求好转

中国作为全球需求的主要大国，中国因素对大宗商品的影响非常重要，中国用铜消费仍是影响全球铜市平衡的主体。目前，在我国正从中高速发展迈向高质量发展进程中，铜市需求增量正从传统需求向新能源为主体的新型需求方向转变，不过当前传统比例仍为最大。如果说 2022 年铜市需求趋势表现出下行情况的话，那么 2023 年需求端的拖累有望结束，并有望迎来一个改善的春天。

1、电力：稳中求进，结构化差距明显

传统电力领域对铜消费占据了几乎半壁江山，在新旧转换阶段，这种格局短期暂难以撼动，

因而对电力行业比较分析能较好的诠释未来下游的需求情况。2022 年 1-10 月，电网投资实现 3511 亿元，同比增幅 3%，较去年同期上升 1.9%，两年复合增速约 2.1%，全年维持正向，增速表现为稳中求进；电源投资实现 4607 亿元，实现同比增幅高达 27%，且电源投资增速自 2022 年 2 月以来基本维持攀升势头，其中，电源投资里面增幅最靓丽的无疑属于新兴能源领域的太阳能光伏板块，前 10 月，电源太阳能累计投资达到了 1574 亿元，同比增速高达 326%，在水电、火电、风电、核电等电力结构中，贡献最主要的增长能量，占比第二位的风电实现 1205 亿元投资，但基于高基数，增速却出现两位数下滑拖累。电源的结构化表现恰如其分的说明新旧格局的转换态势。

2023 年国家电网投资目标尚未明确，但按照国家电网发布的“十四五”电网投资规划，5 年的规划内国电计划投入 3500 亿美元约 2.23 万亿元投资，以推动电网转型升级，构建以新能源为主体的新型电力系统，年均投资额度达到 700 亿美元或 0.45 万亿元，而“十三五”期间国家电网投资约 2.4 万亿元，年均 0.48 万亿元，“十四五”对比“十三五”来看，幅度有所滑坡，但总量依然较为稳定，传统需求不会明显下滑。

2、房车：分化加剧，拖累结束

终端消费考量有多个指标，笔者最喜欢选取房车销售作为衡量消费的两个核心变量，把房子当做大宗需求端的实际最大载体，把车子当做观察消费端直接变化的有效窗口，二者差异主要体现在：房子购买后，要经历一个装修环节，才能入住达到人的消费环节，整个影响的产业链非常长（当然，房子的实际消费也可以通过空调冰箱等家电的消费来印证），而车子购买后一般直接就能开走，从而一步到位进入消费环节。最新数据显示，2022 年 1-11 月份，中国汽车销售累计增速录得 3.3 的增幅，产量累计增幅为 6.1，供需双双边际改善，自 2021 年 1 季度下行以来已经接近了 2 年的时间，整个下行周期有望呈现出筑底之势，其中，2022 年 4-5 月份可能是左侧低点，2023 年可能需要一个二次下探来验证；房地产环节，除了待售环节累计增速为正外，从新开工-施工-竣工-销售以及投资等全环节全部爆挫，由于铜等金属消费主要集中在房屋竣工环节，而竣工是否有增量又取决于上游，增量大小最终取决于下游消费环节。数据显示，2022 年 1-11 月中国地产销售累计增速为-23.3，自 2022 年 4 月份以来连续 3 个季度维持超过 20 位数的收缩，销售端萎靡较为严重，但下滑增速也未有进一步大幅下行，1-11 月的竣工环节自 2022 年 3-4 月份以来持续持续保持大两位数的下行，其中下滑幅度最大时间段为 2022 年 6-8 月，9-11 月微幅边际改善，由此可见，最大终端消费的载体房地产环节的变化是整个需求端最大的拖累力量，正所谓祸兮福所倚，在最坏的阶段度过之后，可能就此迎来

了改善的春天。基于目前政策对保交楼的精准定位，2023 年房地产行业大概率迎来阶段性改善，整个拖累基本结束。但是，从较长时间来看，楼市的运行周期高达 20-30 年，中国地产市场化改革启动于 2000 年前后，当前处在周期下行的靠近尾部阶段，新的向上力量启动，条件还不满足，因而对地产行业改善的增量，可能不宜过分乐观。

图 13: 电网电源投资稳中有升

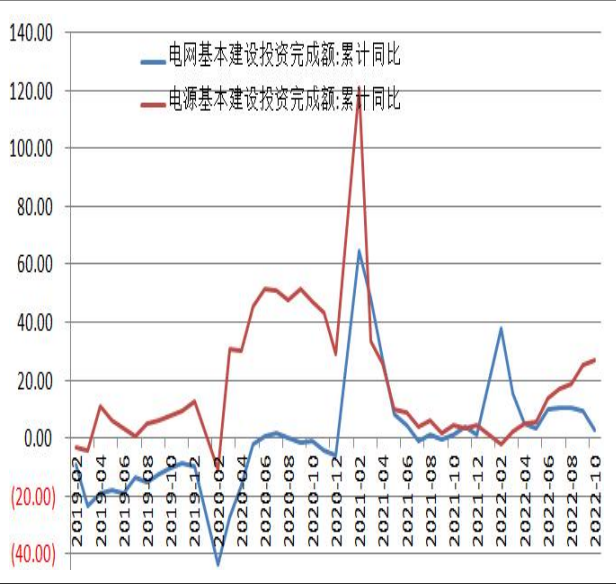
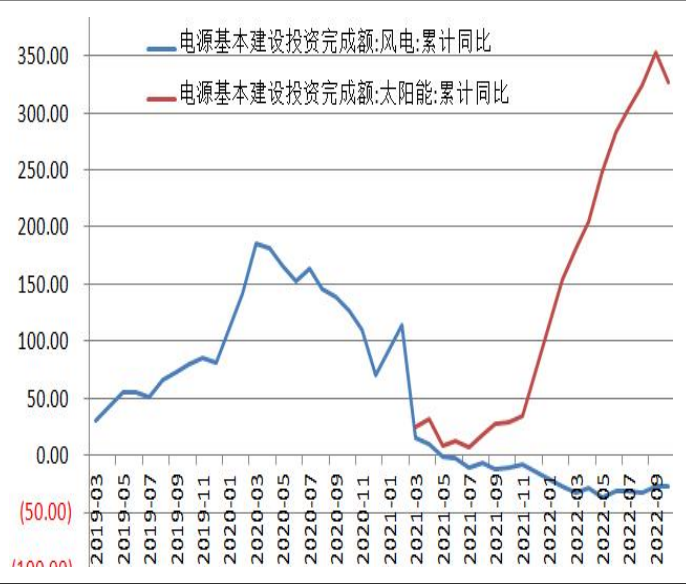


图 14: 太阳能投资表现靓丽



资料来源: WIND, 安粮期货

图 15: 房市销售萎靡严重加剧

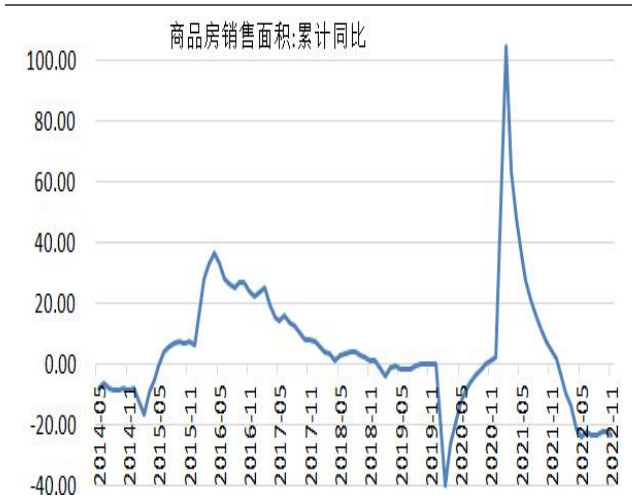
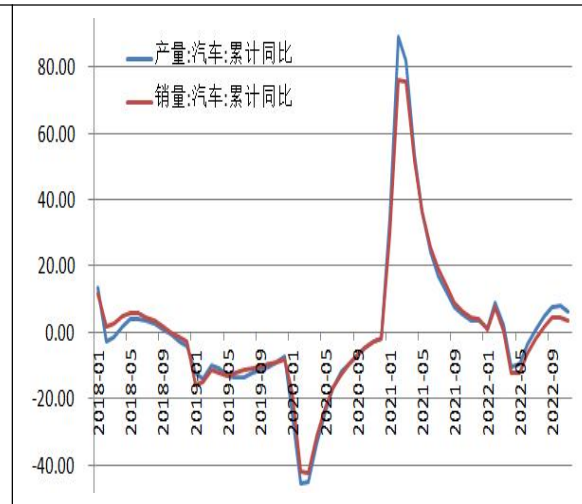


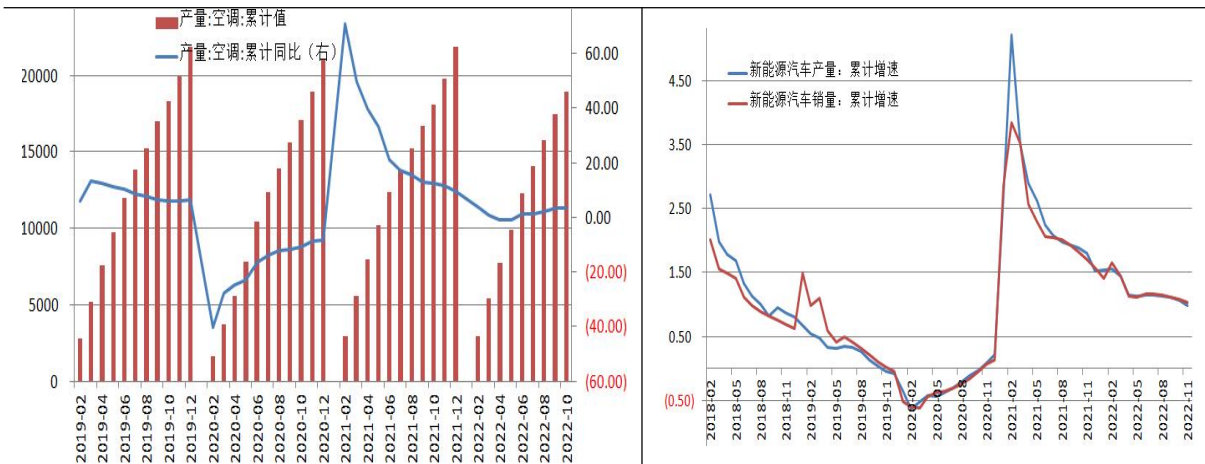
图 16: 汽销售下滑二次探底



资料来源: WIND, 安粮期货

图 17: 空调情况表现萎靡

图 18: 新能源汽车增速维持较高水平



资料来源：WIND, 安粮期货

(三) 小结

总的来看，长期资本支出低迷导致的原料供给紧张状况，在 2022-23 年连续 2 年好转（对应节点是 2016-2017 资本支出最为紧张），但趋势上暂难变（对应 2018-2019 年变化不大），但未来有酝酿新周期的可能（2021-2022）；中国地产、汽车等终端在 2022 年恶化到极致阶段，是拖累的主要载体，但物极必反，2023 年拖累结束，中国有望迎来正式复苏之年；此外，美国加息抢跑结束，在通胀回落背景下，正式由滞胀向衰退转变，不过基于供给端冲击的通胀绝对水平难以深度回落，限制未来宽松空间，中美两大力量方向或依然表现出错配，全球衰退深度或有限；总的来看，2023 年铜的供需平衡可能由一个平衡略水平向宽松倾斜，铜价重心有望下移。

表 4: 铜 2023 年供需平衡表预估

万吨	2019 年	2020 年	2021 年	2022E	2023E
产量	894	925	1001	1030	1090
净进口	323	446	350	335	300
库存变化	5	-9	-26	1	14
总供给	1222	1362	1325	1366	1404
总消费	1232	1323	1338	1353	1387
供需平衡	-10	39	-13	13	17

资料来源：WIND, 安粮期货

五、 结论和建议

(一) 研究结论

1. 中美周期错配下全球总体衰退幅度或有限。美国加息/缩表追上债市利率，政策收紧抢跑结束，在通胀确认下行背景下，整体由滞胀向衰退转变，不过通胀绝对水平偏高或限制未来宽松

空间；中国三年抗疫胜利结束，转向全力拼经济，刺激内需消费、稳地产三支箭等等政策上位，经超 1 年半的衰退路径后，中国或将结束主动去库，明年有望正式迎来复苏之年；

2. 原料紧张格局大幅缓解。长期资本支出低迷导致的原料供给紧张状况在 2022-23 年趋势难以改变，但矿产供应最为紧张阶段或已于 2021-22 年出现（对应 2017 年资本支出最紧张时刻），2023 年长协 TC 大幅上升印证了原料端的紧张格局大幅缓解。从大格局外，收缩周期已超过 5 年，2023-25 年全球新的资本支出周期有望迎来酝酿。

3. 全球极低库存面临重建。2022 年全年三地库存维持以极低 20 万吨为核心的波动，自 2018 年 4 月启动去库以来已运行超过 4 年半的时间跨度（下滑幅度超过 8 成），2021 年四季度和 2022 年四季度有望形成双底，时空共振，2023 年库存路径有望重建。

4. 全年价格重心整体下移。春节累库和疫情放开后的感染高峰冲击，上半年价格水平或存在向下冲击第二波的可能；基于低位库存的重建来看，或需要价格更高水平的大幅脉冲之泡沫路径来实现，因而全年铜价有望表现前底后高之反 N 表现，但整体重心应是偏下移为主。若能出现打破康波高点的泡沫行情，此为绝佳步空机会。

（二）操作建议

综上所述，笔者认为：2022 年的铜价重心在连续 2 年（2020-2021）抬升后呈现休整态势，2023 年铜价重心则有望出现下移。由于 2022 年铜价已经完成了康波高点触摸，此是战略多头机遇消退的标志，2023 年整体投资方向是偏空为主。其中，年内低点有望在 1-2 季度之交出现，沪铜 5W 附近可能为重要关键价位，伦铜 6500 附近，疫情在 1 季度全面感染可能是重要推手，下半年中美阶段性共发力有望提振铜价走势，基于历史极低库存的重建，不排除以价格脉冲性上行来完成，一旦价格突破康波高点形成泡沫，沪铜 7.8-8W 为泡沫临界点，伦铜 1-1.1W 为临界点，若能出现，此为绝佳的战略建仓机遇期，不论泡沫多高，最终都会跌回来，因而全年铜价波动可能以反 N 为主。祝各位投资者顺好波动并能抓住关键价格拐点。

免责声明：

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。