

2023 年 01 月 08 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 需求复苏与海外货币政策转向，工业金属贵金属齐飞

## —金属新材料行业策略报告

推荐(维持)

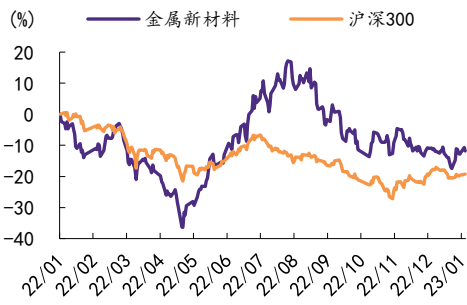
投资要点

分析师：傅鸿浩 S1050521120004  
fuhh@cfsc.com.cn  
联系人：杜飞 S1050121110003  
dufei2@cfsc.com.cn

### 行业相对表现

| 表现        | 1M   | 3M   | 12M   |
|-----------|------|------|-------|
| 金属新材料(申万) | -1.0 | -0.4 | -9.9  |
| 沪深 300    | -1.4 | 2.3  | -20.0 |

### 市场表现



### ■ 黄金：美国经济面临衰退风险，美联储货币政策有望在 2023 年转向

美国 PMI 指数从 2021 年 3 月开始持续下行，目前处于 50 的荣枯线之下。而居民部门的消费是拉动美国经济的主要“马车”，个人消费支出同比数据从 2021 年 6 月开始下行通道。从经济驱动的角度来看，美国存在经济增长放缓的风险。结合对 FOMC 点阵图来看，2023 年将是美联储货币政策由紧转松的一年。

美国 CPI 从 2022 年 7 月开始，已经连续 5 个月处于回落态势之中。而导致过去两年 CPI 同比大幅上行的能源和交通运输项目，也在 2022 年下半年开始，走入下行通道，因此可以预期美国 CPI 有望持续下行。CPI 持续回落，对美联储货币政策转向的阻碍将会趋弱。

整体而言，当前美联储加息周期处于类似上一轮加息周期（2015-2018 年）的末尾位置，黄金价格有望持续上行。

### ■ 铜：供需两旺，铜价保持景气

国内经济复苏将是铜定价逻辑的主旋律。国内汽车和地产板块在社融数据回暖以及地产政策支持的情况下，有望在 2023 年复苏回暖，这两个项目将贡献国内铜消费的主要增长。此外，“十四五”进入中段，电网投资面临高目标，实际投资额有望提速，也将带动国内铜需求增长。

供应方面，2022 年智利和秘鲁部分铜矿面临品位下滑，以及社区问题等干扰，导致了主要铜矿企业供应的下滑。产出下滑的这一类铜矿项目有望在 2023 年复苏，此外 2023 年仍处在全球铜矿新项目投产的高峰阶段。因此预计 2023 年全球铜矿供应将保持高增速。

铜将出现供需两旺的局面，叠加对美国货币政策在 2023 年转向的判断，预计铜价将处在景气区间。

### ■ 锂：2023 年供应相对 2022 年更为宽松，但是锂价仍将维持高位

2023 年全球锂矿供应相对 2022 年更为宽松，主要因为非洲地区锂矿和南美盐湖新项目的投放，此外南美盐湖 SQM 和澳洲 Greenbushes 矿的扩产也会贡献不少增量。国内方面，青海西藏盐湖以及宜春地区锂云母将贡献锂资源主要增量。预计 2022-2024 年全球锂矿（含盐湖）总供应分别为 84.24、121.78、164.88 万吨 LCE。需

求方面在电动车和储能的带动下，仍保持高速增长，预计 2022-2024 年全球锂矿需求分别为 82.54、116.04、160.20 万吨 LCE。

因此锂矿供需虽然变得相对宽松，但是仍处在紧平衡阶段，预计锂价仍将保持在高位。

## 行业评级及投资策略

**黄金：**通过美国通胀、失业率和经济基本面的分析。我们认为美联储加息放缓的概率较大，美债则将迎来阶段性顶点。同时通过回顾 2015-2018 年的上一轮美联储加息周期，在倒数第二次加息之时，黄金价格便确立了底部位置，并在随后开启了上行。我们认为当前美联储加息周期处于类似上一轮加息周期的末尾位置，黄金价格有望持续上行。维持黄金行业“推荐”投资评级。

**铜：**预期 2023 年是美国货币政策由紧转松的一年，同时随着国内经济的复苏以及地产利好政策的放出，预计 2023 年全球铜消费将有比较大的增长。结合对全球精炼铜供需维持紧平衡表的判断，给予铜行业“推荐”投资评级。

**锂：**锂行业供需平衡在 2023 年将变得宽松，但是需求在电动车和储能带动下仍维持高增长，预计锂价仍维持在较高位置。加之，国内锂企业产能保持增长，因此维持锂行业“推荐”投资评级。

## 重点推荐个股

推荐**赤峰黄金**：立足国内黄金矿山，出海开发增量；**湖南黄金**：地方国企，“十四五”黄金增产规划清晰；**紫金矿业**：铜金矿产全球布局，矿业巨头持续迈进；**天齐锂业**：把握全球优质锂资源，产能持续扩张。**中矿资源**：锂盐锂矿产能齐发力，锂界新星快速成长。**融捷股份**：把控国内锂矿资源，锂盐锂矿齐发力。**盐湖股份**：自主开发吸附提锂技术，钾肥锂盐共促企业成长。**盛新锂能**：坐拥业隆沟锂矿，加大布局海外矿产。

## 风险提示

1) 美国通胀再度大幅走高； 2) 美联储加息幅度超预期； 3) 国内铜需求恢复不及预期； 4) 电动车及储能对锂需求不及预期； 5) 锂矿投产进度超预期； 6) 推荐上市公司开矿进度，盈利不及预期等。

### 重点关注公司及盈利预测

| 公司代码      | 名称   | 2023-01-06<br>股价 | 2021  | EPS<br>2022E | 2023E | 2021    | PE<br>2022E | 2023E | 投资评级 |
|-----------|------|------------------|-------|--------------|-------|---------|-------------|-------|------|
| 000975.SZ | 银泰黄金 | 11.30            | 0.46  | 0.50         | 0.80  | 19.15   | 22.72       | 14.19 | 未评级  |
| 002155.SZ | 湖南黄金 | 13.26            | 0.30  | 0.55         | 0.66  | 34.28   | 24.11       | 20.09 | 买入   |
| 600489.SH | 中金黄金 | 8.22             | 0.35  |              |       | 23.50   |             |       | 未评级  |
| 600547.SH | 山东黄金 | 19.20            | -0.04 | 0.30         | 0.51  | -434.67 | 64.28       | 37.40 | 未评级  |
| 600988.SH | 赤峰黄金 | 18.75            | 0.35  | 0.50         | 0.73  | 40.51   | 37.50       | 25.68 | 买入   |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 10.43            | 0.6   | 0.81         | 0.95  | 16.53   | 12.88       | 10.98 | 买入   |
| 000630.SZ | 铜陵有色 | 3.04             | 0.29  | 0.25         | 0.34  | 11.81   | 12.13       | 9.05  | 未评级  |
| 000878.SZ | 云南铜业 | 11.68            | 0.38  | 0.87         | 0.98  | 35.01   | 13.47       | 11.97 | 未评级  |

|           |      |        |      |       |       |        |       |       |     |
|-----------|------|--------|------|-------|-------|--------|-------|-------|-----|
| 600362.SH | 江西铜业 | 17.34  | 1.63 | 1.60  | 1.60  | 13.72  | 10.86 | 10.84 | 未评级 |
| 601168.SH | 西部矿业 | 10.28  | 1.23 | 1.36  | 1.47  | 11.06  | 7.54  | 7.02  | 未评级 |
| 603993.SH | 洛阳钼业 | 4.62   | 0.24 | 0.34  | 0.42  | 23.60  | 13.75 | 10.92 | 未评级 |
| 002460.SZ | 赣锋锂业 | 71.56  | 3.64 | 9.47  | 10.06 | 39.27  | 7.56  | 7.11  | 未评级 |
| 002756.SZ | 永兴材料 | 100.82 | 2.19 | 14.83 | 17.17 | 67.74  | 6.80  | 5.87  | 未评级 |
| 002738.SZ | 中矿资源 | 75.99  | 1.72 | 11.39 | 15.67 | 40.99  | 6.67  | 4.85  | 买入  |
| 002240.SZ | 盛新锂能 | 39.63  | 0.98 | 4.15  | 5.12  | 58.95  | 9.55  | 7.74  | 买入  |
| 002466.SZ | 天齐锂业 | 84.25  | 1.41 | 13.28 | 16.05 | 76.03  | 6.34  | 5.25  | 买入  |
| 300390.SZ | 天华超净 | 60.56  | 1.56 | 8.25  | 9.88  | 51.84  | 7.34  | 6.13  | 未评级 |
| 002192.SZ | 融捷股份 | 103.72 | 0.26 | 6.90  | 10.38 | 494.87 | 15.03 | 9.99  | 买入  |
| 002176.SZ | 江特电机 | 18.25  | 0.23 | 2.06  | 2.88  | 91.83  | 8.84  | 6.35  | 未评级 |
| 600499.SH | 科达制造 | 14.80  | 0.53 | 2.20  | 2.41  | 46.60  | 6.73  | 6.14  | 买入  |
| 000762.SZ | 西藏矿业 | 42.18  | 0.27 | 2.02  | 2.72  | 197.43 | 20.88 | 15.49 | 未评级 |
| 000155.SZ | 川能动力 | 18.78  | 0.23 | 0.46  | 1.10  | 113.07 | 41.27 | 17.12 | 未评级 |
| 000408.SZ | 藏格矿业 | 26.50  | 0.72 | 3.27  | 3.48  | 56.61  | 8.09  | 7.62  | 未评级 |
| 000792.SZ | 盐湖股份 | 23.35  | 0.82 | 3.09  | 3.20  | 42.93  | 7.56  | 7.30  | 买入  |
| 002497.SZ | 雅化集团 | 24.45  | 0.81 | 4.07  | 4.37  | 35.27  | 6.01  | 5.60  | 未评级 |

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

## 正文目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1、 黄金：美联储加息进入尾声，看好黄金配置价值          | 7  |
| 1.1、 黄金价格锚定美债实际利率                 | 7  |
| 1.2、 美债实际利率可以拆分为美债名义收益率和通胀预期      | 7  |
| 1.3、 预期美联储加息放缓，看好黄金价格有望上行         | 8  |
| 1.3.1 联邦基金目标利率决定美债名义收益率中枢         | 8  |
| 1.3.2 美联储加息预期放缓，美债有望见顶            | 9  |
| 1.4、 回顾 2018 年加息，临近加息末尾便进入黄金价格上行期 | 12 |
| 2、 铜：2023 年国内需求复苏是铜行业的投资主线        | 13 |
| 2.1、 2023 年美国加息进入末尾，铜的金融属性逐渐解除压制  | 13 |
| 2.2、 需求：国内经济复苏是 2023 年铜行业投资主线     | 14 |
| 2.2.1 新能源需求稳健增长                   | 15 |
| 2.2.2 地产产业链复苏有望带动国内铜需求复苏          | 15 |
| 2.2.3 美欧需求或将变得疲软                  | 18 |
| 2.2.4 全球铜总需求 3 年 CAGR 为 2.65%     | 20 |
| 2.3、 供应：铜矿供应仍处在高增速期，但是干扰频发        | 21 |
| 2.4、 全球精炼铜供需仍维持紧平衡                | 24 |
| 3、 锂：2023 年全球锂矿供应有望转向宽松           | 25 |
| 3.1、 澳洲锂矿项目最新动态                   | 25 |
| 3.2、 南美盐湖进展——最新季报更新               | 27 |
| 3.3、 海外在建项目更新                     | 31 |
| 3.4、 国内新项目扩产产能仍较小                 | 33 |
| 3.5、 全球供应总梳理及平衡表                  | 34 |
| 4、 行业评级及投资策略                      | 36 |
| 5、 重点推荐个股                         | 37 |
| 6、 风险提示                           | 37 |

## 图表目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图表 1：黄金价格与美债实际利率有较好的相关关系                   | 7  |
| 图表 2：美债实际收益率拆分为美债名义收益率和通胀预期                | 8  |
| 图表 3：美国联邦基金目标利率已经多年处于较低水平                  | 9  |
| 图表 4：美债名义收益率跟随政策利率中枢下移                     | 9  |
| 图表 5：美国 CPI 同比有掉头回落趋势                      | 10 |
| 图表 6：美国 CPI 主要构成项目开始回落                     | 10 |
| 图表 7：美国职位空缺率再度下行                           | 10 |
| 图表 8：美国失业人数再度回到低位（千人）                      | 10 |
| 图表 9：美国制造业 PMI 指数持续下行                      | 11 |
| 图表 10：美国经济驱动指标开始走弱                         | 11 |
| 图表 11：美联储点阵图预示目标利率上升空间不大（2022 年 10 月最新点阵图） | 11 |

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图表 12: CME Fedwatch 工具显示最快于 2023 年 12 月开始降息..... | 12 |
| 图表 13: 两轮加息幅度及 CPI 对比.....                       | 12 |
| 图表 14: 上一轮加息黄金回顾 (美元/盎司).....                    | 13 |
| 图表 15: 2022 年美国加息压制铜价.....                       | 14 |
| 图表 16: 全球及中国精炼铜需求 (千吨).....                      | 14 |
| 图表 17: 2021 年各地区铜消费占比.....                       | 14 |
| 图表 18: 全球新能源车相比燃油车额外铜需求测算 (万吨).....              | 15 |
| 图表 19: 全球光伏+风电铜需求测算 (万吨).....                    | 15 |
| 图表 20: 国内 2021 年铜消费结构.....                       | 16 |
| 图表 21: 电网投资处于高景气期.....                           | 16 |
| 图表 22: 社融数据领先汽车销售.....                           | 16 |
| 图表 23: 2022 年房屋竣工面积大幅降低.....                     | 17 |
| 图表 24: 土地购置费仍比房屋竣工面积坚挺.....                      | 17 |
| 图表 25: 2022 年空调销量维持较低增速.....                     | 18 |
| 图表 26: 2022 年空调产量维持较低增速.....                     | 18 |
| 图表 27: 国内铜需求测算 (万吨).....                         | 18 |
| 图表 28: 境外 2021 年铜消费结构.....                       | 19 |
| 图表 29: 欧美 PMI 持续下行.....                          | 19 |
| 图表 30: 美国工业生产面临阶段性顶点.....                        | 19 |
| 图表 31: 2022 年美国新建住宅开工表现疲软.....                   | 20 |
| 图表 32: 欧美汽车消费有复苏迹象.....                          | 20 |
| 图表 33: 全球铜需求测算 (万吨).....                         | 20 |
| 图表 34: 智利铜矿产量下滑严重 (千吨).....                      | 21 |
| 图表 35: 秘鲁铜矿产量保持增长 (千吨).....                      | 21 |
| 图表 36: 全球主要铜矿企业铜矿产量 (千吨).....                    | 22 |
| 图表 37: 全球主要铜矿企业重点项目产量及预测 (千吨).....               | 22 |
| 图表 38: 国内铜冶炼新项目 (万吨).....                        | 23 |
| 图表 39: 铜冶炼加工费已回到相对高位.....                        | 24 |
| 图表 40: 全球铜冶炼产能利用率.....                           | 24 |
| 图表 41: 全球精炼铜产量预测 (万吨).....                       | 24 |
| 图表 42: 全球精炼铜平衡表 (万吨).....                        | 24 |
| 图表 43: 澳洲锂矿分季度产量.....                            | 25 |
| 图表 44: 澳洲 Greenbushes 矿产量.....                   | 25 |
| 图表 45: 西澳矿山动态.....                               | 26 |
| 图表 46: SQM 锂盐季度销量及售价.....                        | 27 |
| 图表 47: SQM 锂盐扩产计划.....                           | 28 |

图表 48：雅保远期产能规划 ..... 28

图表 49：雅保在建项目进度 ..... 29

图表 50：雅保锂盐产出计划 ..... 29

图表 51：Allkem 扩产计划 ..... 30

图表 52：Livent 远期产能规划 ..... 31

图表 53：Livent 规划到 2025 年从盐湖提取出 5-6 万吨碳酸锂 ..... 31

图表 54：境外在非澳矿山储量及动态 ..... 32

图表 55：全球矿山产量预测 ..... 34

图表 56：全球锂资源需求预测 ..... 35

图表 57：重点关注公司及盈利预测 ..... 36

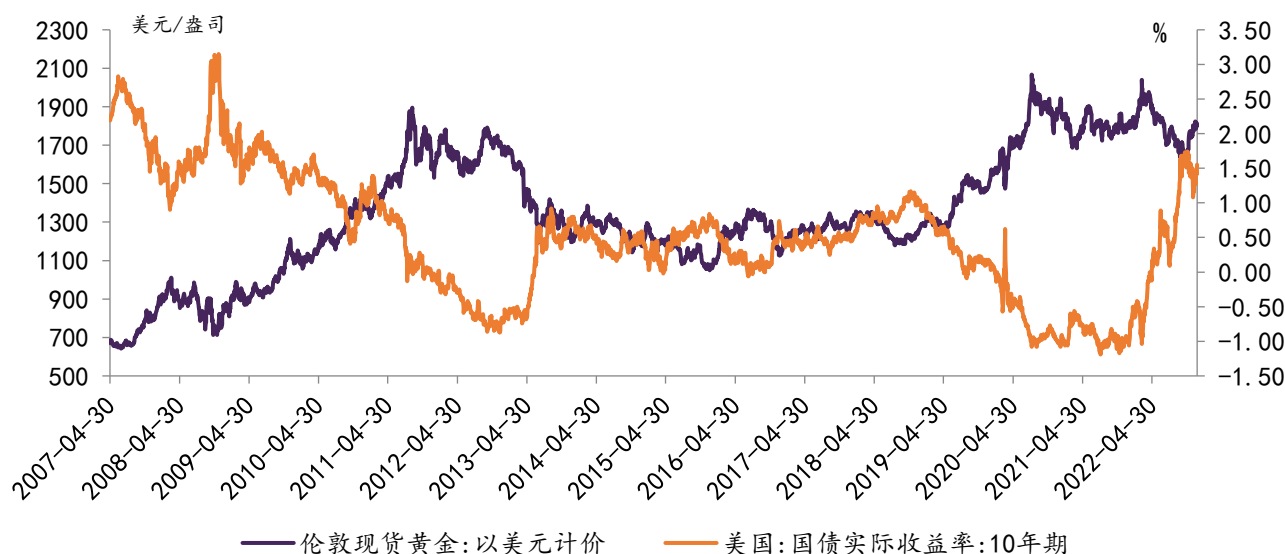
# 1、黄金：美联储加息进入尾声，看好黄金配置价值

## 1.1、黄金价格锚定美债实际利率

**黄金价格与美债实际利率有较好的反向关系。**历史数据证明了黄金与实际利率的大多数时候存在反向关系，可以认为黄金价格对标 10 年期美债实际收益率。布雷顿森林体系解体之后，黄金价格和美元便不是一对一的关系了。黄金本身是无息资产，而美元是有息资产。当美元实际利率较低的时候，黄金的持有吸引力便相对提升，因为持有黄金可以产生资本利得。而当美元实际利率走高的时候，黄金持有吸引力便下降，此时资金对黄金追逐效应将下降。

实际过程中，黄金价格与实际利率并非完全的一对一反向关系，黄金除了其金融属性和抗通胀属性以外，还有避险功能。因此，通胀大幅上涨或者避险功能开启的时候，黄金价格振幅会相对实际利率，加大振幅。比如，当世界上发生战乱之时，黄金的避险功能便会凸显出来，黄金价格会短暂偏离实际利率的范畴而表现出一定的上涨态势。

图表 1：黄金价格与美债实际利率有较好的相关关系



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 1.2、美债实际利率可以拆分为美债名义收益率和通胀预期

美债实际收益率实际上指的是美国通胀指数国债（TIPS），美国 10 年期国债收益率即为美国 10 年期通胀指数国债（TIPS）收益率。这类债券的收益率和美国 10 年期国债名义

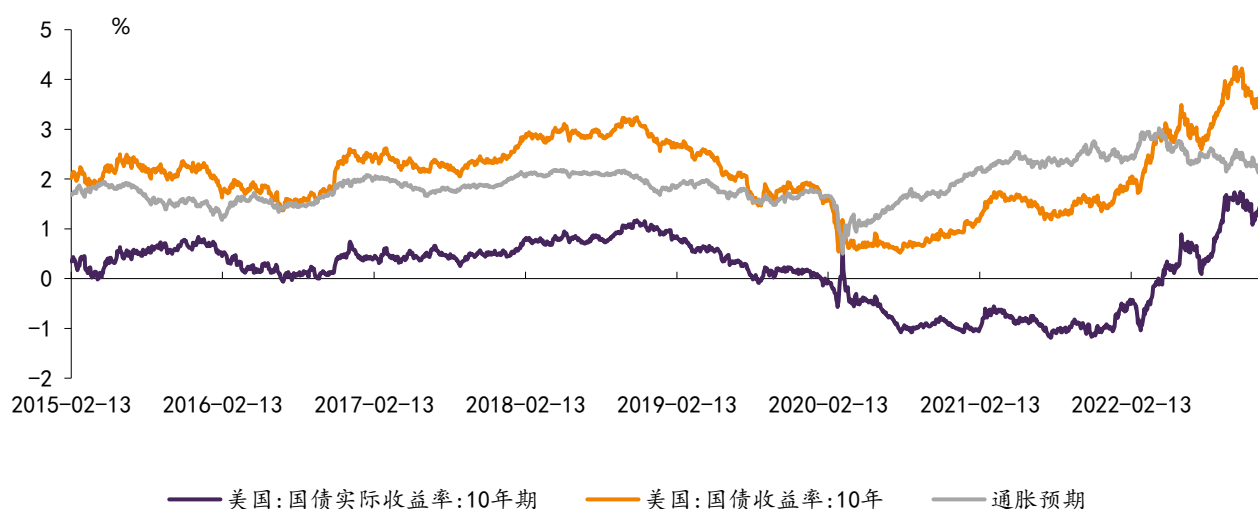
收益率都是金融市场交易出来的，其中的差值则隐含了市场对于未来一段时间通胀平均水平的预期。

因此得到公式：10 年期美债实际收益率=10 年期美债名义收益率-通胀预期

通胀预期不是通胀。普遍意义上的通胀指的是美国月度的 CPI 同比数据，而通胀预期指的是市场预期的未来一段时间内的通胀平均水平。

因此黄金价格研究框架就归结为：黄金价格走势预测←美债实际收益率走势预测←美债名义收益率与未来通胀水平的预测。

图表 2：美债实际收益率拆分为美债名义收益率和通胀预期



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 1.3、预期美联储加息放缓，看好黄金价格有望上行

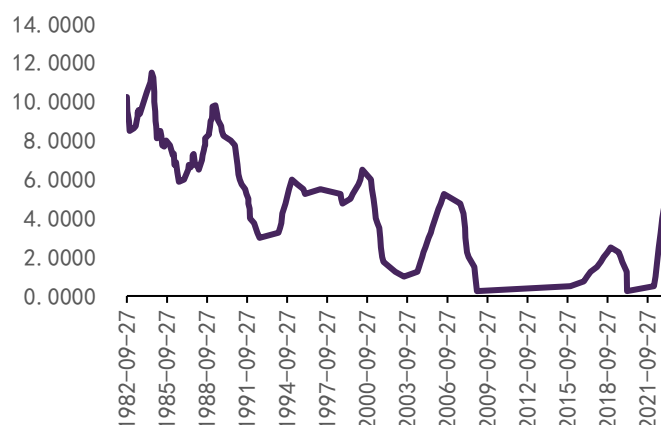
### 1.3.1 联邦基金目标利率决定美债名义收益率中枢

美联储作为美国央行，控制的是联邦基金目标利率水平。能控制的利率水平主要是央行与商业银行之间的再贴现利率，社会运行利率则会跟随这个利率水平。

2008 年金融危机期间，美联储首次将政策利率降至了零，保持了相当长一段时间，并于 2015 年开启加息。同样在 2020 年 3 月，由于全球疫情来袭，美联储在此将政策利率降至了零，并在 2022 年 3 月开启加息。

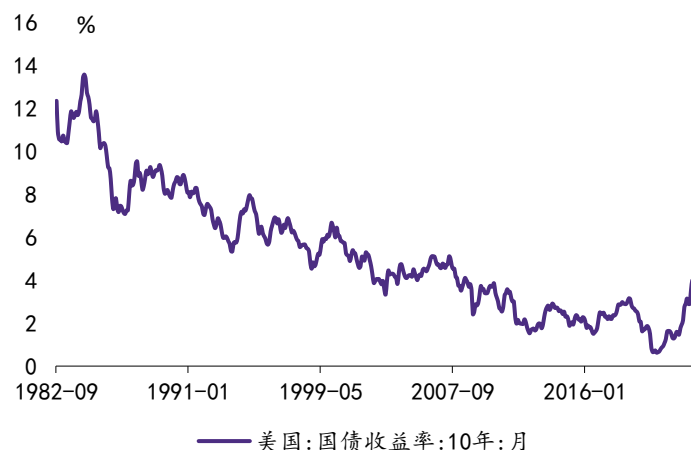
从历史走势来看，美债名义收益率跟随政策利率中枢下移。

图表 3: 美国联邦基金目标利率已经多年处于较低水平



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 4: 美债名义收益率跟随政策利率中枢下移



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 1.3.2 美联储加息预期放缓，美债有望见顶

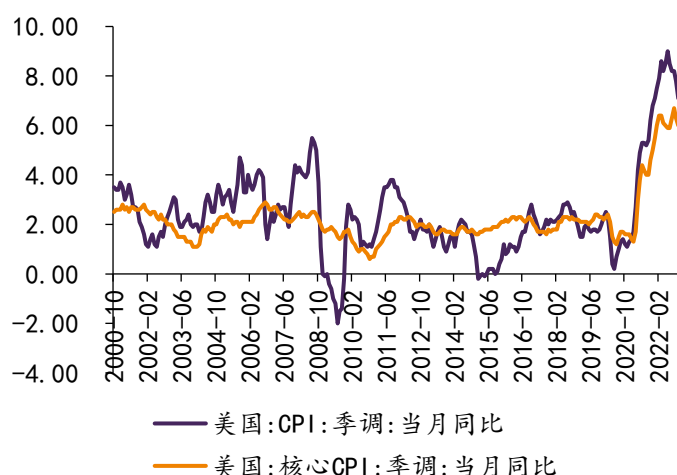
通胀有回落趋势，为美联储加息放缓提供数据支撑。

美联储货币政策的导向是美国充分就业和通胀水平可控。控制目标首要任务是保证经济稳定增长，映射到就业市场，就是充分就业，其次才是需要去控制通胀水平。美联储长期将 2% 作为通胀控制目标，即当通胀超过 2% 的时候，便要采取措施遏制通胀了。

从通胀水平来看，美国 CPI 月度同比在 2021 年 3 月上穿了 2% 的控制线，并在 2022 年 3 月达到了阶段性高点的 8.6%。2022 年 3 月 17 日美联储开启加息 25BP，将联邦基金目标利率从 0-0.25% 提升至了 0.25-0.50%。并在后续 5 月 5 日加息 50BP 之后，又分别再 6 月 16 日，7 月 28 日，9 月 22 日，11 月 3 日分别加息 75BP，并在 12 月加息 50BP。

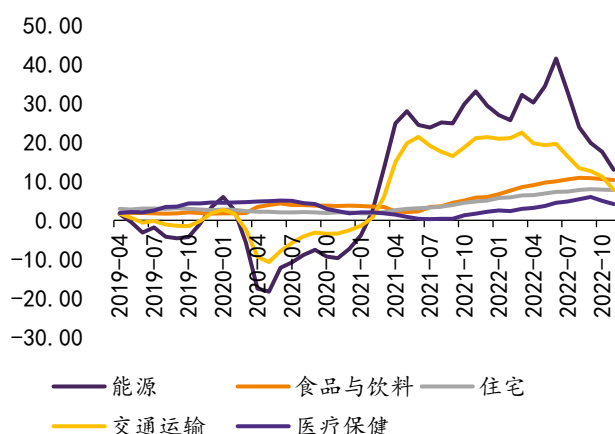
从 CPI 数据来看，从 2022 年 7 月开始，已经连续 5 个月处于回落态势之中。而从 CPI 主要构成项目来看，过去两年能源和交通运输项目大幅上扬，是导致通胀大幅走高的主要原因。从 2022 年下半年开始，这两个项目也开始走入下行通道，因此可以预期美国 CPI 开启下行通道。

图表 5：美国 CPI 同比有掉头回落趋势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 6：美国 CPI 主要构成项目开始回落



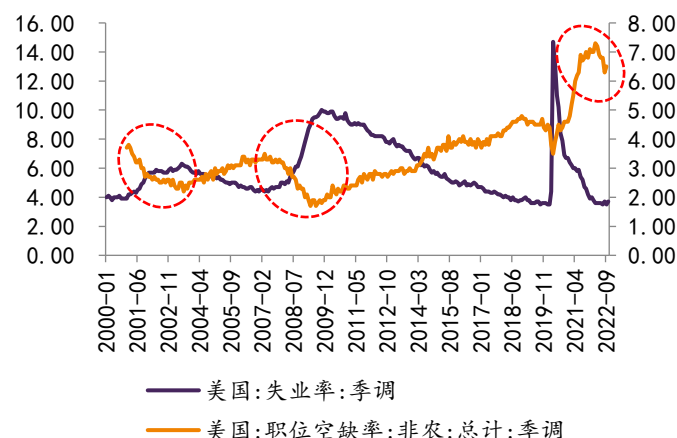
资料来源：Wind，华鑫证券研究

失业率已经回到历史较低位置，存在低位反弹的风险。

从美国失业人数来看，最新 11 月数据显示，永久性失业人数和暂时性失业人数分别为 136.8 万人和 80.3 万人，已经和新冠疫情开始前（2020 年 2 月）的数据相当。2022 年 11 月失业率为 3.7%，在过去 20 年历史中，也是属于较低的水平。

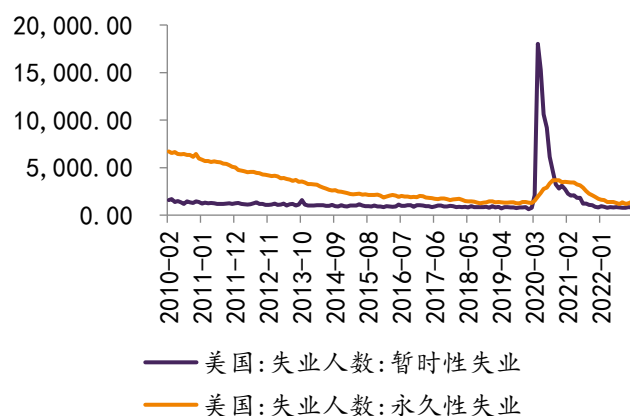
美国私人部门的职位空缺率出现了较为明显的下滑，劳动力需求市场可能对新增就业形成一定压力。从该项数据出现以来，是第三次（除去 2020 年疫情）出现比较大幅度的下滑。第一次是 2000 年左右，美国的互联网经济泡沫引发的经济衰退，第二次则是在 2008 年金融危机期间，这两次职位空缺率下滑都是伴随着经济增长的放缓，在此期间，失业率经历了触底反弹。此次企业部门的用人需求再度出现连续性下滑，未来若美国经济放缓，那么失业率将有触底反弹的风险。

图表 7：美国职位空缺率再度下行



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 8：美国失业人数再度回到低位（千人）



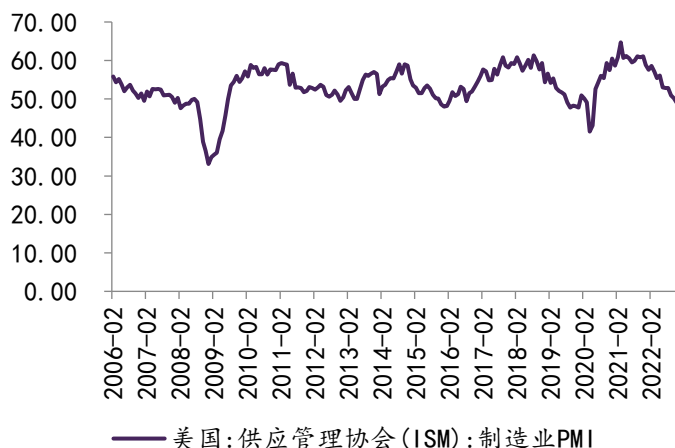
资料来源：Wind，华鑫证券研究

PMI 指标是较好的指示经济强弱的先行指标。美国 PMI 指标在 2020 年 6 月向上突破 50，并保持在荣枯线之上长达约两年半，因此可以说此轮经济景气周期（2020.06 至今）已经维持了两年半时间。从过去两轮美国经济景气周期来看，2013.04-2015.07 和 2016.09-2019.09，经济景气周期的时间保持在 2.5-3.0 年。从这个角度来看，本轮经济景气周期

(2020.06 至今) 也几乎接近尾声, 可以预期美国经济在未来 6 个月左右有放缓的可能。

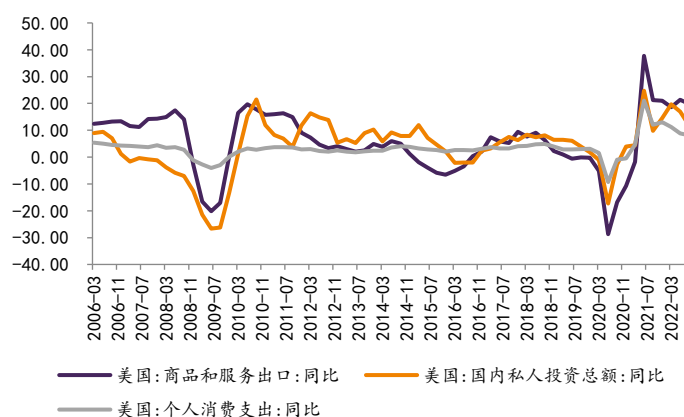
另一方面, 从驱动美国经济的指标来看, 同比增速也开始放缓。美国经济增长主要依靠内生性动力, 居民部门的消费是拉动经济的主要力量。作为指示国内居民消费强弱的个人消费支出同比数据来看, 从 2021 年 6 月开始进入下行通道。因此从经济驱动的角度来看, 也存在经济增长放缓的风险。

图表 9: 美国制造业 PMI 指数持续下行



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

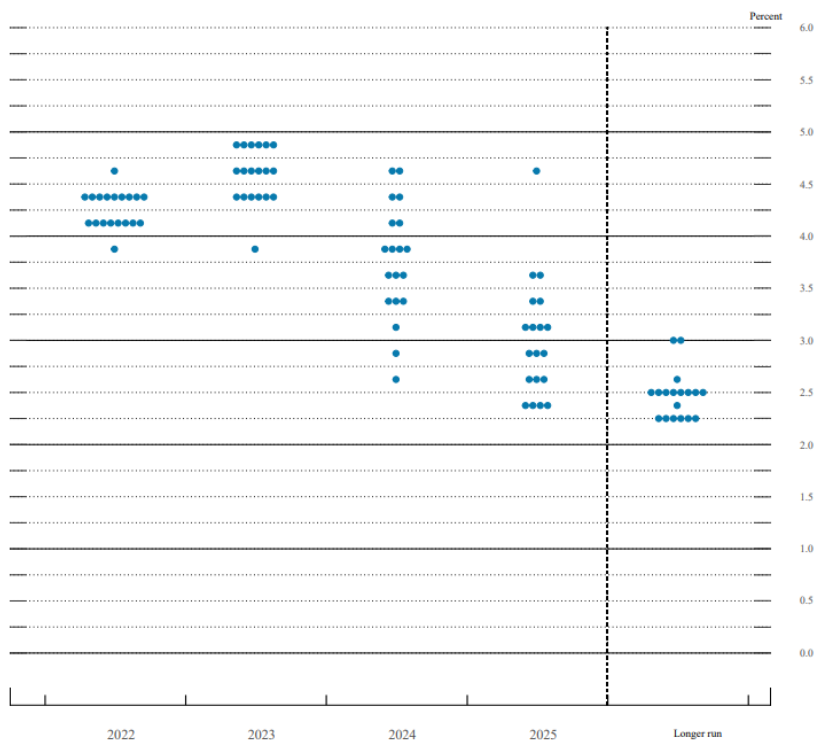
图表 10: 美国经济驱动指标开始走弱



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

美联储点阵图也预示利率水平上升空间不大。从美联储公开市场委员会 (FOMC) 的委员对未来几年目标利率的中值预测来看, 2023 年利率水平达到阶段性高点, 最高接近 5%。距离目前 3.75-4.00% 的水平, 还有最多 1% 的上升空间, 也预示加息接近尾声。

图表 11: 美联储点阵图预示目标利率上升空间不大 (2022 年 10 月最新点阵图)



资料来源: 美联储官网, 华鑫证券研究

CME（芝加哥商品交易所）Fedwatch 工具是用来分析在未来几次美联储会议中，FOMC 利率水平区间。工具依靠的是 30 天的联邦基金期货价格数据，这个价格数据反应了市场对于远期 FOMC 水平的变动预期。从 CME Fedwatch 数据来看，2023 年 FOMC 利率大概见顶，并将在 2023 年 12 月开始第一次降息。

图表 12：CME Fedwatch 工具显示最快于 2023 年 12 月开始降息

| 会议时间       | (350-375) | (375-400) | (400-425) | (425-450) | (450-475) | (475-500) | (500-525) | (525-550) | (550-575) |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 2023/2/1   | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 65.30%    | 34.70%    | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     |
| 2023/3/22  | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 15.50%    | 59.00%    | 25.50%    | 0.00%     | 0.00%     |
| 2023/5/3   | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 9.80%     | 43.00%    | 37.80%    | 9.30%     | 0.00%     |
| 2023/6/14  | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 9.60%     | 42.30%    | 37.90%    | 10.00%    | 0.20%     |
| 2023/7/26  | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 2.50%     | 18.10%    | 41.10%    | 30.60%    | 7.50%     | 0.20%     |
| 2023/9/20  | 0.00%     | 0.00%     | 0.80%     | 7.80%     | 25.90%    | 37.60%    | 22.80%    | 5.00%     | 0.10%     |
| 2023/11/1  | 0.00%     | 0.40%     | 3.80%     | 15.60%    | 30.90%    | 31.20%    | 15.10%    | 2.90%     | 0.10%     |
| 2023/12/13 | 0.30%     | 3.00%     | 12.70%    | 27.10%    | 31.10%    | 19.10%    | 6.00%     | 0.80%     | 0.00%     |

资料来源：CME 官网，华鑫证券研究

结合上述对于通胀、失业率和经济基本面的分析。经济存在转弱的风险，同时就业接近饱和，失业率走高只是时间问题。而通胀的持续回落，也为美联储放缓加息提供了理由支撑。我们认为美联储加息放缓的概率较大，并在不久将来美国经济放缓甚至走向衰退之时，将会开启降息。美债则将迎来阶段性顶点。

## 1.4、回顾 2018 年加息，临近加息末尾便进入黄金价格上行期

我们将美联储上一轮加息（2015.12-2018.09）和本轮加息（2022.03 至今）做一个对比。主要从加息幅度，加息时间长度等角度做比较。

**加息幅度：**本轮加息单次幅度更大。上一轮共计 9 次加息，每次均为 25BP，合计加息 225BP。本轮加息幅度更大，到目前为止共计加息 375BP，第一次加息幅度为 25BP，第二次加息幅度为 50BP，随后 4 次加息分别加息 75BP。

**加息时间长度：**本轮加息更加短。上一轮加息从 2015 年 12 月开始，至 2018 年 9 月结束，共计持续 35 个月。本轮加息从 2022 年 3 月至今，仅 10 个月时间，便使得联邦基金目标利率达到了 4.25-4.50% 的高位。

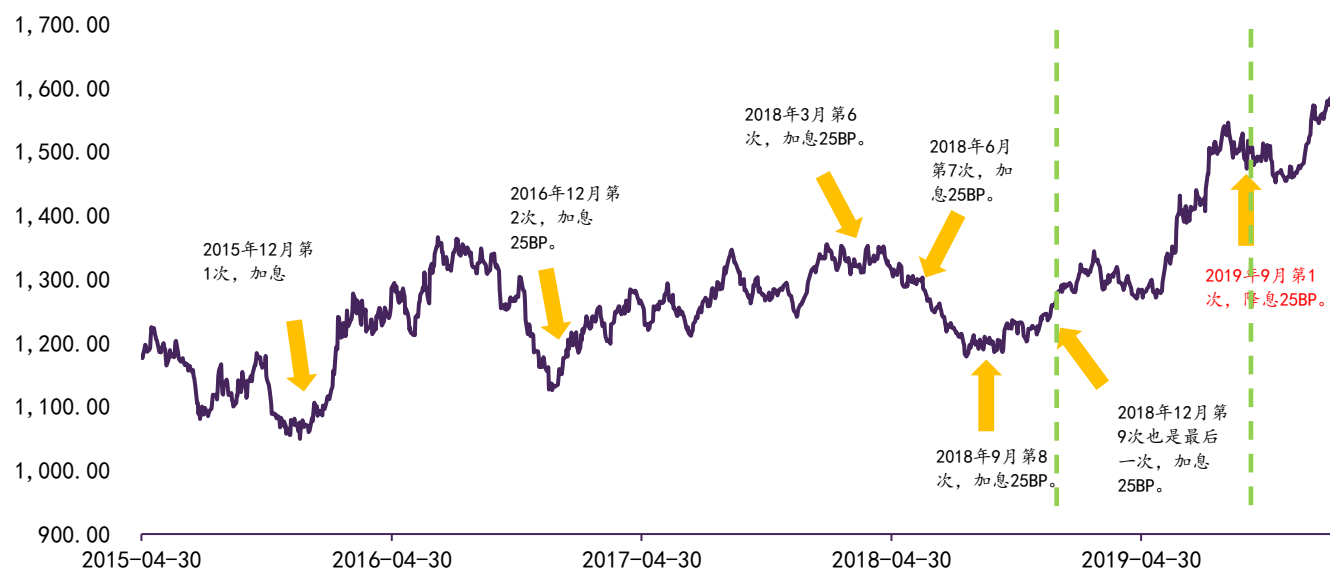
图表 13：两轮加息幅度及 CPI 对比

|       |           | 1       | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       | 9       |
|-------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|       | 时间        | 2015.12 | 2016.12 | 2017.03 | 2017.06 | 2017.12 | 2018.03 | 2018.06 | 2018.09 | 2018.12 |
| 上一轮加息 | 加息幅度 /BP  | 25      | 25      | 25      | 25      | 25      | 25      | 25      | 25      | 25      |
|       | 当月 CPI 同比 | 0.60%   | 2.10%   | 2.40%   | 1.60%   | 2.10%   | 2.30%   | 2.80%   | 2.40%   | 1.90%   |
| 本轮加息  | 时间        | 2022.03 | 2022.05 | 2022.06 | 2022.07 | 2022.09 | 2022.11 | 2022.12 |         |         |
|       | 加息幅度      | 25      | 50      | 75      | 75      | 75      | 75      | 50      |         |         |
|       | 当月 CPI 同比 | 8.60%   | 8.50%   | 9.00%   | 8.50%   | 8.20%   | 7.10%   | 暂未公布    |         |         |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

回顾上一轮加息周期，可以发现在第 8 次也就是倒数第二次加息便确立了上涨趋势的起点，并不是等到加息结束。结合前面我们对加息节奏的预期，我们认为当前美联储加息时也已经接近尾声，黄金价格处于上涨的起点阶段。

图表 14：上一轮加息黄金回顾（美元/盎司）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

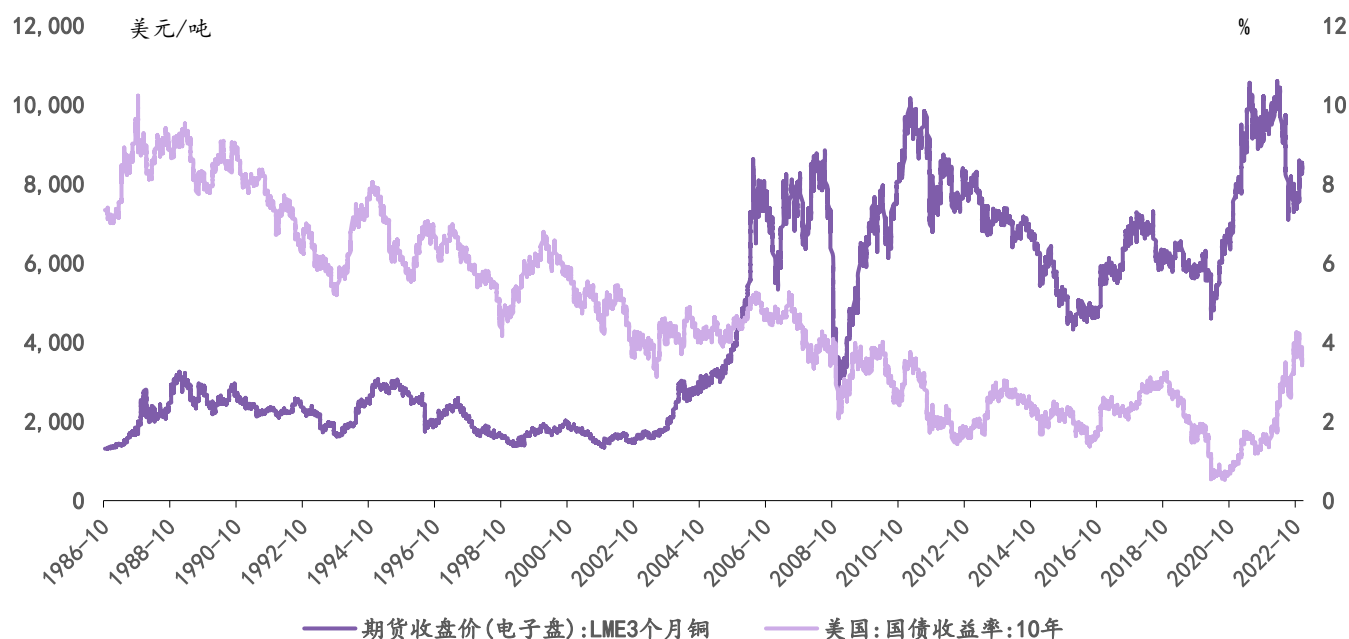
## 2、铜：2023 年国内需求复苏是铜行业的投资主线

### 2.1、2023 年美国加息进入末尾，铜的金融属性逐渐解除压制

2022 年，美联储为抑制美国过高的通胀水平，采取了激进的加息方式，强烈压制了铜价。从 2022 年 3 月开始，美联储累积加息 425BP，使得联邦基金目标利率短短十个月便达到了一个较高的水平。激进的加息，对全球金融市场造成了较大的冲击，铜价也未能幸免，2022 年全球铜价整体呈现下滑的态势。

但是美国加息在 2022 年 12 月开始有放缓迹象，单次加息 50BP，较前面连续 4 次 75BP 的加息幅度显得有些缓和。同时根据在面《黄金》部分的分析，美国大概率在 2023 年进入降息通道。从金融属性的角度来看，2023 年美国的货币政策对铜价将形成一定支撑。

图表 15：2022 年美国加息压制铜价



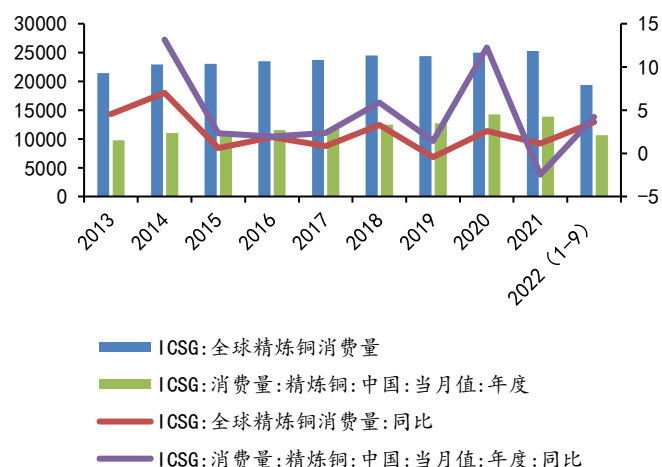
资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 2.2、需求：国内经济复苏是 2023 年铜行业投资主线

根据 ICSG（国际铜研究小组）的统计，2021 年全球精炼铜需求为 2525.6 万吨，同比增长 1.13%。2022 年 1-9 月全球的精炼铜需求为 1936.2 万吨，同比增长了 3.61%。从各地区占比来看，2021 年中国大陆精炼铜需求占全球的 55%，其次是欧盟 15 国占比为 11%，再其次是美国占比 7%。

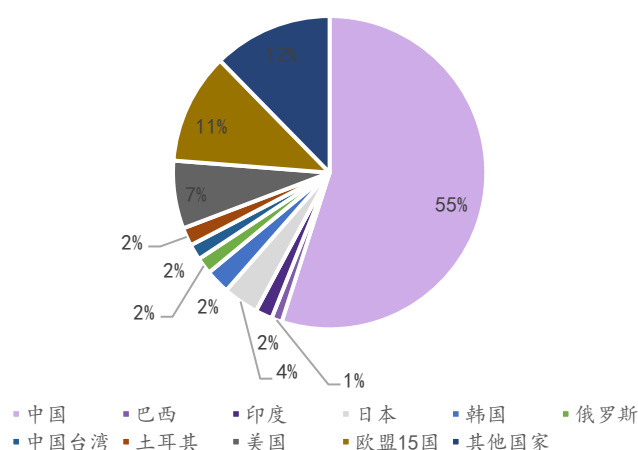
2021 年中国大陆精炼铜需求为 1378.9 万吨，同比增长-2.47%。2022 年 1-9 月中国大陆的精炼铜需求为 1064.9 万吨，同比增长了 4.19%。

图表 16：全球及中国精炼铜需求（千吨）



资料来源：ICSG，华鑫证券研究

图表 17：2021 年各地区铜消费占比



资料来源：ICSG，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

14

## 2.2.1 新能源需求稳健增长

根据华鑫证券新能源小组于 2023 年 1 月 1 日发布的报告：《新能源汽车行业 2023 年度策略报告：寻找新平衡，拥抱高景气与新技术》中的预测，到 2025 年全球新能源汽车销量达到 2443 万辆，其中纯电动约为 1686 万辆，插电混动约为 757 万辆。对应全球的铜需求为 129.2 万吨，4 年 CAGR 为 40%；国内到 2025 年新能源汽车对应铜需求为 54.5 万吨，4 年 CAGR 为 40%。

图表 18：全球新能源车相比燃油车额外铜需求测算（万吨）

|       | 新能源汽车总销量/万辆 | 纯电动 BEV | 插电混动 PHEV | 全球电动车新增铜需求 | 中国电动车新增铜需求 |
|-------|-------------|---------|-----------|------------|------------|
| 2020  | 324.0       | 223.6   | 100.4     | 17.1       | 7.2        |
| 2021  | 659.0       | 454.7   | 204.3     | 34.8       | 18.6       |
| 2022E | 1065.0      | 734.9   | 330.2     | 56.3       | 23.8       |
| 2023E | 1441.0      | 994.3   | 446.7     | 76.2       | 32.1       |
| 2024E | 1903.0      | 1313.1  | 589.9     | 100.6      | 42.4       |
| 2025E | 2443.0      | 1685.7  | 757.3     | 129.2      | 54.5       |

资料来源：Wind，ICSG，华鑫证券研究所

发电侧方面，根据 IEA（国际能源署）的数据，单位光伏装机的耗铜量为 2880 吨/GW，单位风电装机的耗铜量为 2900 吨/GW。因此可以测算出到 2025 年全球新增光伏和风电的需求量将达到 138.8 万吨，4 年 CAGR 为 16%。

图表 19：全球光伏+风电铜需求测算（万吨）

|       | 乐观预期光伏装机量/GW | 风电装机量/GW | 风电耗铜（万吨） | 光伏耗铜（万吨） | 全球光伏+风电铜需求 | 中国光伏+风电铜需求 | 中国境外风光用铜 |
|-------|--------------|----------|----------|----------|------------|------------|----------|
| 2020  | 130          | 94.8     | 27.5     | 37.4     | 64.9       | 28.4       | 36.5     |
| 2021  | 170          | 92.5     | 26.8     | 49.0     | 75.8       | 29.6       | 46.2     |
| 2022E | 230          | 104.5    | 30.3     | 66.2     | 96.5       | 37.0       | 59.5     |
| 2023E | 270          | 118.1    | 34.2     | 77.8     | 112.0      | 42.8       | 69.3     |
| 2024E | 300          | 133.4    | 38.7     | 86.4     | 125.1      | 47.8       | 77.3     |
| 2025E | 330          | 150.8    | 43.7     | 95.0     | 138.8      | 53.2       | 85.5     |

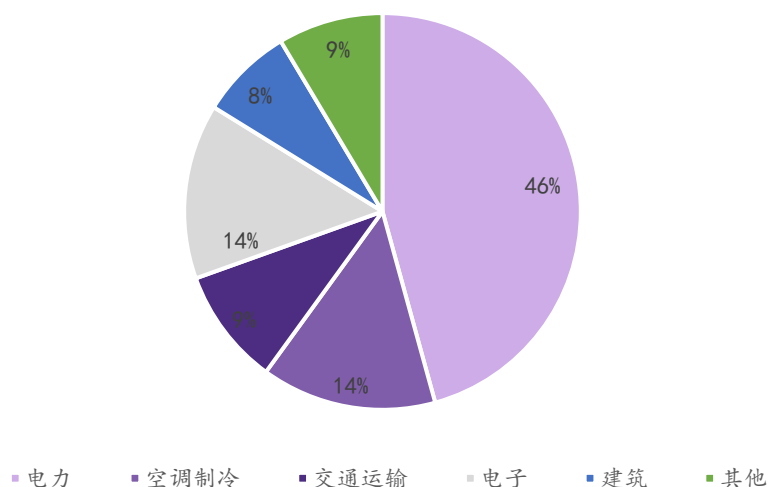
资料来源：国际能源署，中国光伏协会，国际风能协会，华鑫证券研究所

## 2.2.2 地产产业链复苏有望带动国内铜需求复苏

国内传统铜消费可以分为两大类：一是投资类铜消费，主要包括建筑、电网、铁路交通、工业四大类。由于这部分消费主要由投资驱动，受政策影响较大。另一部分为消费类铜消费，主要包括汽车、家电和电子轻工。

分类中，2021 年国内电力铜消费占到 48%，其次是空调，交通运输，电子和建筑，占比分别为 15%，10%，10%和 8%。

图表 20：国内 2021 年铜消费结构



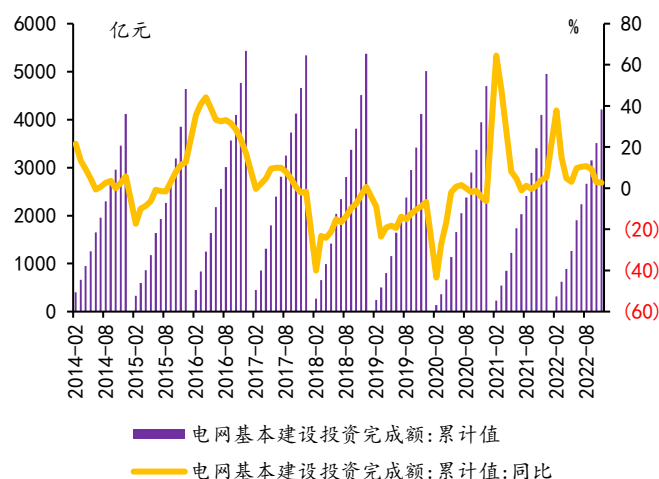
资料来源：观研天下，华鑫证券研究

**电网：**进入“十四五”规划期之后，国内的电网投资总额整体处于景气区间。2021 年国内电网投资总额达到 4951 亿元，同比增速为 5.36%；2022 年 1-11 月国内电网投资总额达到 4209 亿元，同比增速为 2.61%。从电网从电网投资本身来看，国网称十四五期间将投入约 2.23 万亿元，南网规划投资 6700 亿元，平均到每年约有 5800 亿元。从 2021 年和 2022 年已完成的投资额水平来看，每年距离 5800 亿元的平均目标还有一定差距。因此，可以对 2023-2025 年电网投资增速看得乐观一些，我们预计 2022-2024 年电网投资总额增速分别为 2.61%、4.0%、3.0%。

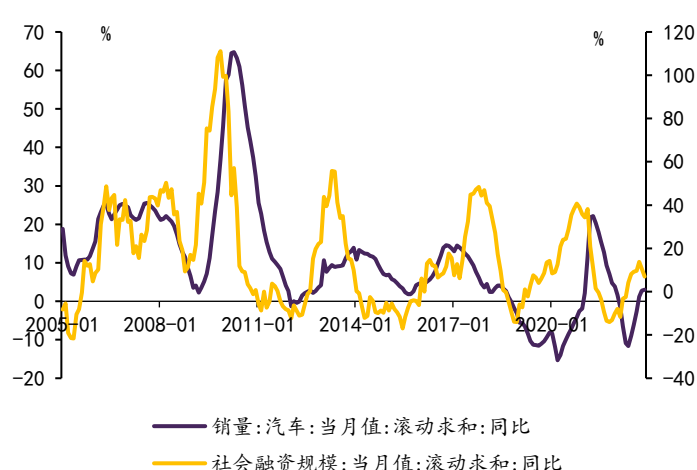
**汽车：**国内汽车销量数据和社融相关度较高。从历史社融数据来看，3-4 年经历一波上行周期，从这个角度来看，本轮社融向上周期还能持续。另一方面来看，2022 年 12 月召开的中央经济工作会议上面强调将加大宏观调控力度，积极财政是 2023 年的政策的主要发力点。同时中央经济工作会议指出 2023 年促进消费更为优先，汽车消费是重要的耐用品消费，因此对于 2023 年的国内汽车消费有充足的理由看的乐观。我们预计 2022-2024 年国内汽车消费增速分别为 3.0%、5.0%、4.0%。

图表 21：电网投资处于高景气期

图表 22：社融数据领先汽车销售



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

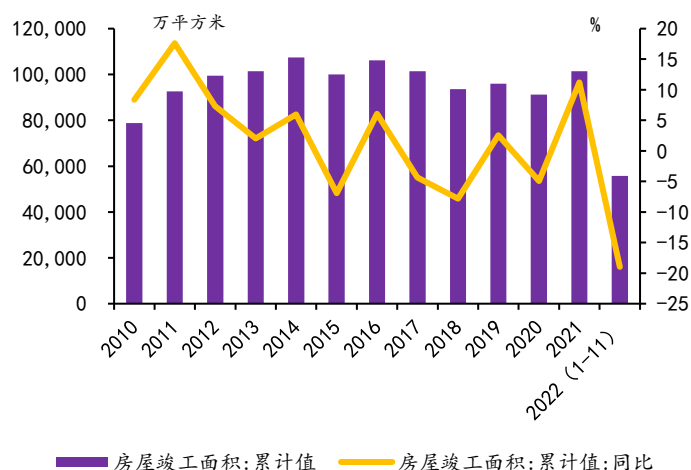


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

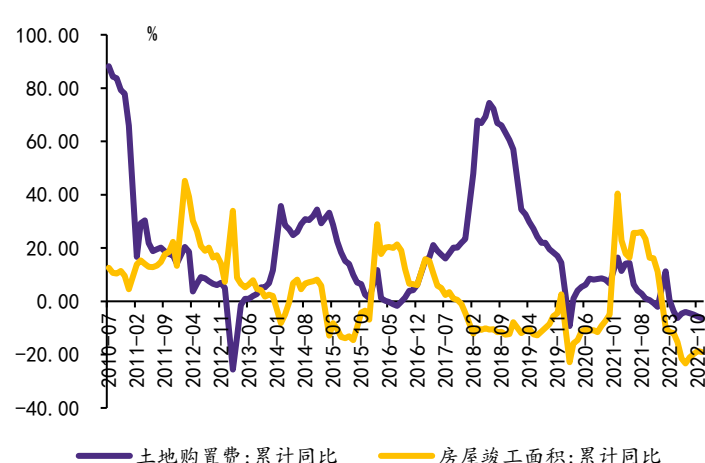
**地产:** 在房住不炒的背景下, 房地产行业在 2022 年迎来了寒冬。2022 年 1-11 月国内房屋竣工面积累计 5.57 亿平方米, 同比-18.97%。在 2022 年 12 月召开的中央经济工作会议中对房地产板块的定调为: 要确保房地产市场平稳发展, 扎实做好“保交楼, 保民生, 保稳定”各项工作, 满足行业合理融资需求, 有效防范化解优质头部房企风险, 改善资产负债状况。因此可以预期, 2023 年房地产行业的融资情况和竣工将会有同比大幅的改善, 2022 年频繁出现的资金断裂而导致的停工事件, 预计在 2023 年将会得到妥善处置。我们预计 2022-2024 年国内房屋竣工面积增速分别为-19.0%、10.0%、8.0%。

图表 23: 2022 年房屋竣工面积大幅降低

图表 24: 土地购置费仍比房屋竣工面积坚挺



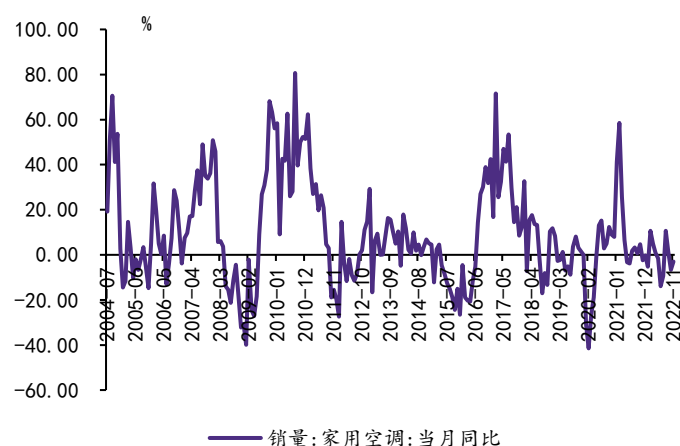
资料来源: Wind, 华鑫证券研究



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

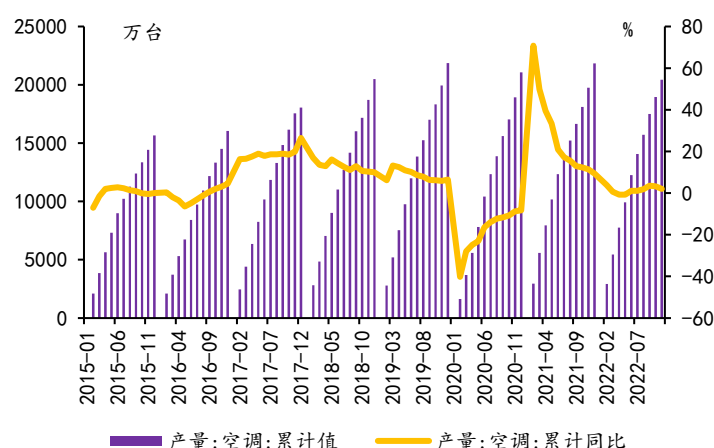
**空调:** 2022 年整体空调保持较低增速, 因为疫情频发, 一方面居民收入受到冲击, 另一方面封控导致无法上门安装的情况出现, 全年的空调销售出现了较大影响。产量方面来看, 2022 年 1-11 月国内家用空调销量为 2.05 亿台, 同比增长 2%。在 2023 年, 政策支持房地产保交楼的大背景下, 大概率迎来房地产行业的复苏。空调作为地产后端产业链有望迎来受益, 我们预计 2022-2024 年国内空调产量增速分别为 2.0%、5.0%、4.0%。

图表 25：2022 年空调销量维持较低增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 26：2022 年空调产量维持较低增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

根据上述的测算，预计到 2024 年中国大陆的铜需求将增长至 1530.2 万吨，3 年 CAGR 为 3.31%。

图表 27：国内铜需求测算（万吨）

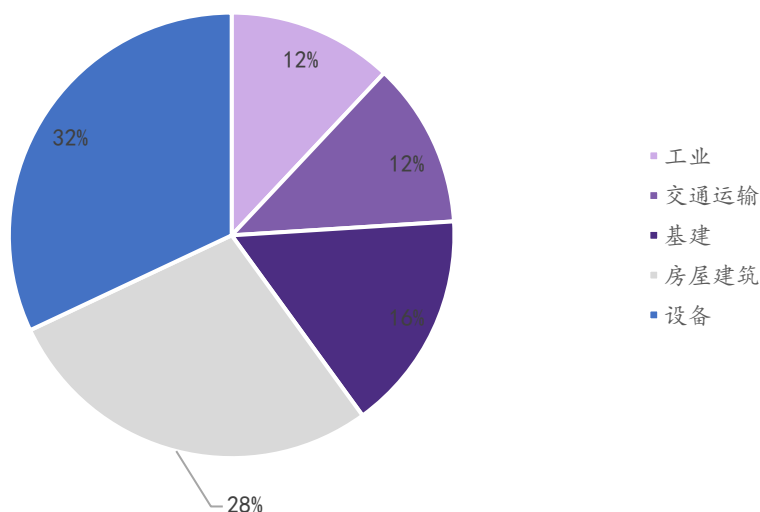
|       | 2021   | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
|-------|--------|---------|--------|--------|
| 电力    | 666.2  | 683.6   | 710.9  | 732.2  |
| 增速    |        | 2.61%   | 4.00%  | 3.00%  |
| 空调    | 208.2  | 212.3   | 223.0  | 231.9  |
| 增速    |        | 2.00%   | 5.00%  | 4.00%  |
| 交通运输  | 138.8  | 142.9   | 150.1  | 156.1  |
| 增速    |        | 3.00%   | 5.00%  | 4.00%  |
| 电子    | 138.8  | 140.2   | 141.6  | 143.0  |
| 增速    |        | 1.00%   | 1.00%  | 1.00%  |
| 建筑    | 111.0  | 89.9    | 98.9   | 106.8  |
| 增速    |        | -19.00% | 10.00% | 8.00%  |
| 新能源领域 | 48.2   | 60.8    | 74.9   | 90.2   |
| 增速    |        | 26.14%  | 23.19% | 20.43% |
| 其他    | 76.7   | 70.0    | 70.0   | 70.0   |
| 总计    | 1387.8 | 1399.8  | 1469.4 | 1530.2 |
| 增速    | -2.47% | 0.86%   | 4.97%  | 4.14%  |

资料来源：观研天下，ICSG，华鑫证券研究所

## 2.2.3 美欧需求或将变得疲软

境外铜消费的分类更为分散，根据 ICSG（国际铜研究小组）的分类，2021 年境外铜消费的分类中，工业，交通运输，基建，房屋建筑和设备占比分别为 12%，12%，16%，28%和 32%。

图表 28：境外 2021 年铜消费结构



资料来源：ICSG，华鑫证券研究

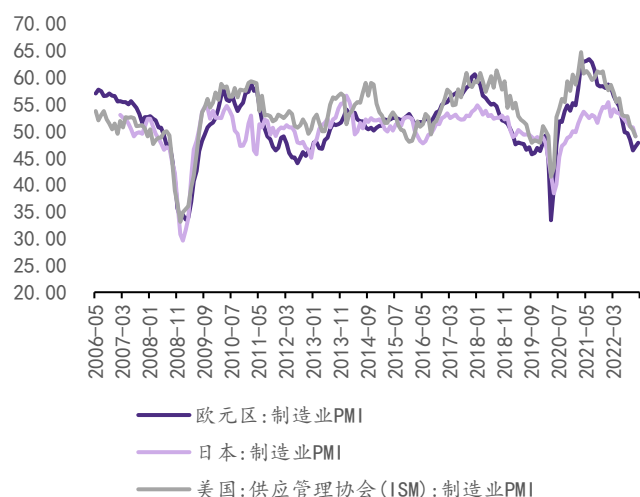
从欧美经济基本面来看，在经历了 2020-2022 接近 3 年的景气阶段之后，PMI 指数开始下滑，并且走到荣枯线之下，欧美经济基本面形势不太乐观。从美国社会的零售和服务消费来看，整体仍有向下的趋势。而工业生产指数作为衡量美国工业活跃程度的重要指标，也来到了阶段性高点。可以认为，2023 年欧美经济整体将面临较大的压力。

**欧美房地产市场或将迎来转机。**2022 年 11 月美国当月已开工的新建私人住宅面积同比降到了-15.06%。而欧盟 27 国的住房营建产出月度同比数据仍保持正值。美国的房地产市场的萎靡，与美联储在 2022 年激进的加息脱不了关系。根据前文我们对美联储货币政策的判断，2023 年美国货币政策环境将会变得宽松，这将有利于美国房地产在 2023 年的复苏。

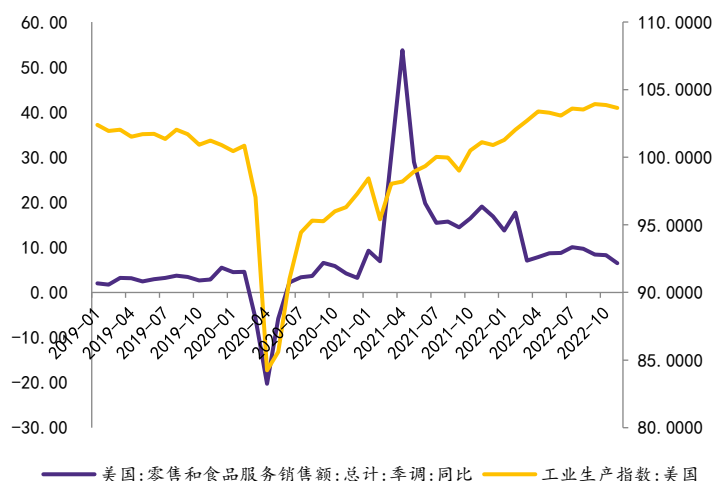
**美欧汽车市场有望否极泰来。**2022 年，美国及欧盟地区连续多个月汽车销售量同比处于负增长区间，属于多年来罕见的低迷期。在预期 2023 年美国货币政策将变得相对宽松的情况下，以及全球疫情政策逐渐松动的情况下，美欧汽车消费有望在 2023 年迎来触底反弹。因此对 2023 年美欧的汽车销售预期较为乐观。

图表 29：欧美 PMI 持续下行

图表 30：美国工业生产面临阶段性顶点

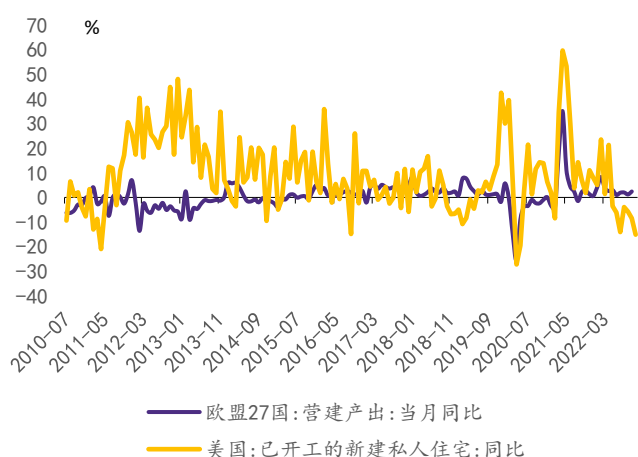


资料来源: Wind, 华鑫证券研究



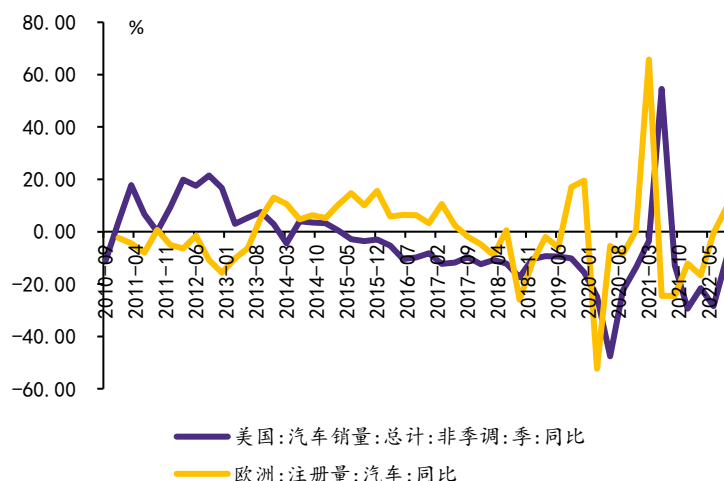
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图 31: 2022 年美国新建住宅开工表现疲软



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图 32: 欧美汽车消费有复苏迹象



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 2.2.4 全球铜总需求 3 年 CAGR 为 2.65%

根据上述对欧美经济和需求分析, 预计中国境外 2022-2024 年的铜需求分别为 1178.7、1166.9、1201.9 万吨, 3 年 CAGR 为 1.84%。结合对中国铜需求预测, 预计 2022-2024 年全球铜需求分别为 2578.5、2636.3、2732.2 万吨, 3 年 CAGR 为 2.65%

图 33: 全球铜需求测算 (万吨)

|        | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|--------|---------|---------|---------|---------|
| 中国需求   | 1387.85 | 1387.85 | 1535.29 | 1595.23 |
| 中国需求增速 | -2.47%  | 0.00%   | 10.62%  | 3.90%   |
| 境外需求   | 1137.75 | 1178.71 | 1119.78 | 1153.37 |
| 境外需求增速 | 5.88%   | 3.60%   | -5.00%  | 3.00%   |
| 全球需求   | 2525.6  | 2566.6  | 2655.1  | 2748.6  |

请阅读最后一页重要免责声明

20

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/235302133142011304>