



2023年11月20日

经济放缓孕育降息空间，铜价先抑后扬

核心观点及策略

- 明年全球经济增速将在地缘政治冲突、逆全球化以及高利率的背景下继续放缓。美联储的叙事手法将从“更高”转向“更长”，核心通胀将保持趋势性回落，经济的强韧性将在就业市场趋稳及消费支出放缓的拖累下逐步减弱。欧央行面对衰退风险的压力，在按下暂停键后紧缩预期已明显放缓，预计美联储将维持限制性利率至2024年年中，并在明年下半年打开降息空间。国内宏观调控政策仍将持续发力，逆周期的货币工具和稳健的财政政策将托底经济企稳回升，民间投资和居民消费潜力的释放或成为经济增长的新引擎。
- 供应方面，今年铜精矿干扰轻微，新扩建项目集中投放进展顺利，明年供应将保持宽松；今年国内精铜产量总体稳定，下半年进口边际修复，但低库存持续了较长时间，现货高升水贯穿全年，预计明年冶炼端将保持高开工，伴随新扩建产能投放和进口增量均有较强预期，精铜供应将呈现稳中有升的格局。
- 需求方面，预计传统基建和制造业的用铜总量仍然具有较强韧性，新兴产业的耗铜增速或边际放缓，整体预计明年国内精铜消费增速将回落至3.5%。
- 预计明年上半年高息环境下全球经济放缓将使铜价承压，而下半年降息空间打开或令铜价重心上移，整体维持宽幅震荡。沪铜的主要运行区间在63000-75000元/吨，伦铜主要运行区间为7500-9000美元/吨。
- 策略建议：上半年逢高做空，下半年逢低做多
- 风险点：全球经济放缓超预期，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 年行情回顾.....	4
二、宏观经济分析	5
1、美国软着陆预期升温，欧元区衰退风险加剧.....	6
2、通胀压力减弱，海外央行紧缩预期降温.....	6
3、宏观调控持续发力，消费和投资或为明年增长新引擎.....	7
三、铜矿供应分析	8
1、上半年精矿干扰偶发，下半年产能顺利投放.....	8
2、预计 2024 年全球精矿供应增速近 5%	10
四、精铜供应分析	11
1、今年国内精铜产量高速增长	13
2、预计 2024 年国内精铜产量增长约 1.3%	14
3、预计 2024 年精铜进口量将小幅增长.....	14
4、废铜供应阶段性偏紧，下半年精废价差创新低.....	17
5、全球库存外升内降，明年低库存压力将得到缓解.....	17
五、精铜需求分析	18
1、“双碳”目标明确，电网需求保持平稳.....	18
2、房地产筑底运行，明年或维持弱复苏.....	19
3、空调消费增速回落	19
4、新能源汽车延续高速增长	20
5、风光装机量边际放缓，铝替代性逐步增强.....	20
6、预计 2024 年国内精铜终端消费增速或降至 3.5%	21
六、下半年行情展望	24

图表目录

图表 1 铜期货价格走势.....	5
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	6
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	9
图表 4 欧美制造业 PMI 指数.....	9
图表 5 中国 GDP 增速.....	9
图表 6 中国 PMI 指数.....	9
图表 7 全球主流矿企 2023 年第三季度产量情况（万吨）.....	11
图表 8 2023-2024 年全球主要铜矿项目增量跟踪（万吨）.....	12
图表 9 2024-2025 国内精炼新建项目预估（万吨）.....	13
图表 10 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	15
图表 11 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	15
图表 12 中国铜精矿现货 TC 走势.....	15
图表 13 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	15
图表 14 中国铜材产量及增速变化.....	15
图表 15 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	15
图表 16 中国精炼铜产量变化.....	16
图表 17 中国精炼铜消费量变化.....	16
图表 18 中国精炼铜进口量及增速变化.....	16
图表 19 中国精炼铜出口量及增速变化.....	16
图表 20 中国废铜进口单月变化.....	17
图表 21 中国废铜进口累计变化.....	17
图表 22 全球显现库存变化情况.....	18
图表 23 SHFE 和保税区库存走势.....	18
图表 24 电网投资完成额.....	21
图表 25 房地产开工施工竣工增速.....	21
图表 26 空调产量.....	22
图表 27 家用空调库存.....	22
图表 28 汽车产量.....	22

图表 29 新能源汽车销量.....	22
图表 30 国内终端用铜增速预估.....	23
图表 31 全球铜供需平衡表预估.....	23
图表 32 国内铜供需平衡表预估.....	23

一、2023 年行情回顾

2023 年全年，铜价整体呈宽幅震荡走势，经历了年初价格快速拉涨后维持了较长时间的高位宽幅震荡，4 月中旬开始铜价跌幅较大，5 月底到 6 月中旬，出现一轮底部反弹后重新向下调整，三季度铜价反弹冲高后持续回落，10 月份以后进入低位区间震荡，随后筑底企稳并向上反弹。进入 2023 年，在后疫情时代的全面放开以及国内宏观经济复苏强预期的推动下，年初沪铜快速上涨并一度升至 71500 元/吨，创今年的历史性高点；此后直至 4 月中旬，宏观经济的强预期和产业层面的弱现实博弈程度激烈，沪铜进入了较长时间的高位宽幅震荡，整体波动区间在 66160-70800 之间，4 月中旬，随着美债违约风险加剧叠加中国宏观经济数据疲弱，宏观经济复苏强预期被证伪，铜价开启了一轮较大幅度的下跌行情，沪铜一度跌至 62690 元/吨一线，创今年价格最低点；随着美联储 6 月跳过加息的呼声愈演愈烈，海外央行货币紧缩暂停预期不断升温，铜价经历了一轮较强的底部反弹，7 月份以后，随着欧美央行超预期释放鹰派信号，美元开启了一轮单边上涨的趋势，沪铜再度承压回归下行通道，并于 9 月底跌至 67000 元/吨。进入四季度后，伴随美债收益率的大幅上行间接帮助美联储实现金融环境的收紧，叠加海外通胀的趋势性回落令欧美央行进一步紧缩预期逐渐降温，铜价止跌转入区间震荡，随着年底前美联储加息概率的大幅下滑，铜价企稳后向上反弹，截止 11 月 6 日，最终沪铜主力合约收于 67590 元/吨，较去年底价格相比，小幅上涨 1330 元/吨，涨幅 2%，全年波动区间在 62690-71500 元/吨，波动幅度为 14.1%。11 月 6 日伦铜最终收于 8247 美元/吨，较去年底价格相比，下跌 127 美元，跌幅 1.5%，波动区间在 7856-9550.5 美元/吨，波动幅度为 21.6%，伦铜全年走势相对弱于沪铜。

图表 1 铜期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2023 年全年，国内铜库存先升后降，上期所总库存在 2 月底升至 25 万吨的年内高点后进入长周期的去库存阶段，上半年国内现货升水在终端消费复苏强预期和显现库存快速回落的背景下先抑后扬，下半年升贴水重心下移但反复震荡主因低库存的状态持续时间较长且进口增量在三季度后的逐步兑现使得供应出现阶段性的宽松格局。进入 2023 年后，初端加工企业开工复苏进程缓慢，现货升贴水一季度维持了较长时间的贴水状态，最低一度跌至贴水 -110 元/吨，创今年低点；进入 4 月份后，伦铜库存创下年内新低，带动沪铜近月合约维持 BACK 结构并逐步走向深化，尽管二季度终端需求仍未显著复苏，但在全球显性低库存背景下，沪铜升水重心被迫上移，5 月以后，国内库存显著下滑，新兴产业用铜增速较快，叠加上半年连月以来的精铜进口量的短缺，现货市场供应偏紧格局，升水大幅上扬，并于 6 月一度升至 640 元/吨，创今年高点；进入第三季度后，国内库存在淡季仍无明显累库迹象，下游终端消费的韧性以及进口货源的持缺失口仍然阶段性地干扰国内供应，升水从 7 月中旬的贴水 -60 元/吨最高反弹至 8 月中旬的 500 元/吨，进入 9 月份以后海外精铜进口增量如期兑现，伦铜库存一路上扬，国内供应较为宽松，升水快速回落，最低下滑至 10 月中旬的平水附近，四季度以来传统行业需求复苏程度超预期，铜杆企业开工率大幅反弹，又逢铜价低位运行，终端补库意愿强烈，在国内转回低库存的背景下升水重回涨势。

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、美国软着陆预期升温，欧元区衰退风险加剧

国际货币基金组织最新预计 2023 年全球经济增速约为 3%，预计 2024 年全球经济增速为 2.9%，IMF 表示虽然当前全球经济在缓慢复苏的周期中展现出韧性，但全球复苏进程缓慢且并不均衡。海外方面，美国三季度 GDP 年化季环比初值增长 4.9%，大幅高于第二季度的 2.1%，虽然高利率环境正持续对美国的经济产生负面影响，但美国制造业经历第三季度的短暂调整以后重回扩张区间，强劲的居民消费和政府支出成为了经济增速的主要推手。其中第三季度的个人消费支出季环比增长 4%，其中商品消费表现强劲，服务业消费企稳，但就业市场降温带动薪资增速回落，非农人数超预期下滑，叠加美国居民端的超额储蓄已逐步消耗殆尽，学生贷款负担将对未来消费形成挤压，预计四季度个人消费支出将缓慢回落但总体韧性较强。虽然美国在疫情后期的财政扩张政策已接近尾声，居民端的超额储蓄已逐步见底，以及高利率环境对固定资产投资尤其是建筑业和工业类投资有明显的抑制作用，但美国的制造业却在经历半年左右的调整后摆脱颓势并重回扩张区间，制造业产出和总需求均稳步提升，三季度总库存水平也超预期上行。预计 2024 年美国的经济将维持较强的复苏韧性叠加通胀持续回落，经济软着陆的预期继续升温。

欧元区三季度 GDP 季环比初值下降 0.1%，即第一季度后再次陷入萎缩，德法两大经济“引擎”的熄火也令市场担忧欧元区面临技术性衰退的风险或将延续至 2024 年，欧元区已连续十六个月的制造业 PMI 指数低于荣枯线，最新数据已接近三年新低，其服务业的萎缩程度也在加剧，欧央行此前激进式的紧缩政策对经济的负反馈正在逐步显现。

2、通胀压力减弱，海外央行紧缩预期降温

截止目前，美联储已经将联邦基金利率提高至 5.25%-5.5%，11 月如期暂停加息后，美联储已将叙事风格从“更高”转向“更长”，当前美国核心 PCE 已降至 3.7%，虽然距离长期目标遥远，但鲍威尔和多位官员对当前取得的进展感到满意，如今鲍威尔仅担心经济增长的强韧性将削弱通胀进程，目前 12 月议息会议的加息概率已大幅下降，美联储或将维持限制性利率水平或到 2024 年年中。

基于长端美债收益率的持续上行以及更多的美联储官员发表鸽派言论，美联储的紧缩预期自四季度以来逐渐放缓，一方面美债利率的抬升间接地帮助了美联储实现金融环境的收紧，另一方面核心通胀进入趋势性回落周期，就业市场从偏紧趋于平衡，叠加薪资增速逐步放缓，以强劲消费支撑美国经济韧性的阶段或将告一段落，同时美国商业活动也有趋冷迹象，非制造业指数降至 5 个月新低，导致美联储放弃紧缩的倾向性有所强化，我们认为美联储开启降息的时点或将在明年三季度末尾，高盛则预计美联储将从明年第四季度开始降息，并每季度降息 25 个基点直至 2026 年年中，最终政策利率目标将下滑至 3.5%-3.75% 的区间。

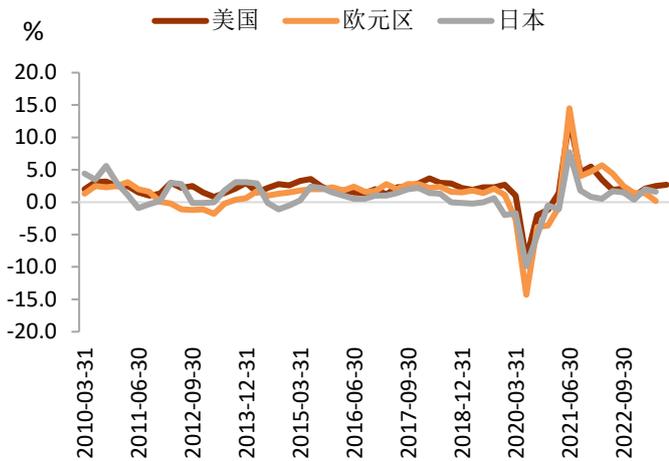
欧元区的通胀率历史性地进入了“2”时代，但当前的高利率环境也让企业和家庭付出了严重的代价，欧元区步入技术性衰退的预期不断提高，欧央行在10月意外按下暂停键后发表声明，如果能够维持足够长时间的限制性利率水平，将对实现2%的通胀目标有很大贡献。拉加德认为当前欧元区利率已触及上限，在欧元区整体通胀率已明显降温、制造业持续疲软导致经济濒临衰退风险的背景下，延续激进式货币紧缩的必要性已大大下降，我们预计未来欧央行将维持一段时间的限制性利率，并与2024年下半年首次开始降息。

3、宏观调控持续发力，消费和投资或为明年增长新引擎

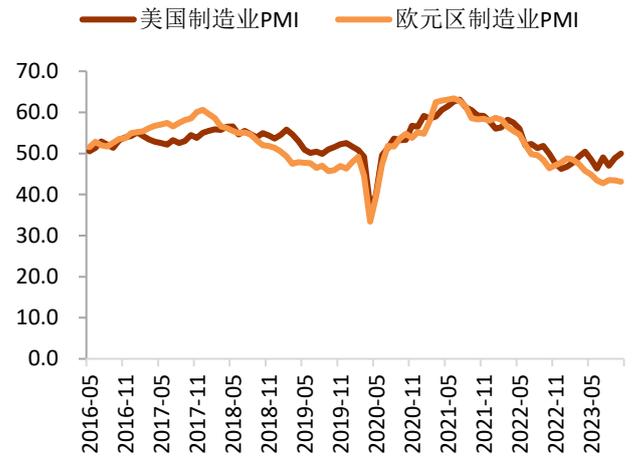
今年，后疫情时代的中国经济的复苏道路坎坷曲折，经历了一季度国内需求脉冲式地释放以后，二季度的宏观基本面逐渐走向低谷，年初的复苏强预期被逐步证伪，驱动经济的“三驾马车”集体失速，尤其是房地产行业在各项楼市政策的扶持和拉动下却难以实现逆周期的复苏，中美利差的持续走扩令人民币汇率进入了漫长的贬值周期，外资流失严重。三季度以后，在宏观调控政策组合拳的发力下，中国经济出现了触底企稳的迹象，出口降幅收窄和消费增速回暖助推经济增速回升；工业产出平稳增长且结构逐步优化，其中有色金属、智能手机和工业机器人等产出明显增长；除房地产以外的固定资产投资有了不同程度的提速，基建投资前三季度累计同比增长8.6%（去年基数同比+11.5%），仍然发挥托底经济基本盘的重要作用；社零增速的回归得益于节日促销和经济边际的好转，以及房贷利率下调后居民端的偿债现金流部分流入消费品领域；出口端“电光锂”领域贡献的出口占比逐月提高，民营企业出口增长较快，对“一带一路”国家出口整体好于预期，汽车类出口同比增幅扩大。10月的中央金融工作会议强调货币政策要做好跨周期和逆周期调节，要全力稳地产、化解防范金融风险以及活跃资本市场，宏观稳增长的政策决心十分鲜明，预计第四季度的宏观经济数据将继续缓慢向上修正。

中国三季度GDP同比增长4.9%，前三季度GDP累计同比增长5.2%。主因三季度以来我国出口降幅的收窄、终端消费增速的回暖以及除房地产以外的投资增速的回升。分项数据来看，三季度的出口降幅超预期收窄、消费和服务业增速的中枢上移以及基建和制造业领域投资增速的回暖都令下半年经济基本面呈现稳中向好的态势，市场仍对今年实现5%的经济增长目标抱有较强预期。但仍需注意低位运行的房地产行业将持续拖累产业链上下游的产销增速，且中期复苏预期较弱，“电光锂”新能源领域的需求增速有所放缓，我国经济向上反弹的压力仍然较大。随着宏观调控政策在三季度后逐步释放，灵活适度的货币政策和积极稳健的财政政策的坚决实施令国内经济从上游生产到下游消费的预期得到一定改善，经济内生性的增长动力边际回升，当前国内“稳增长”的政策方向十分明确，预计2024年宏观调控政策将继续发力，我国经济将呈现渐进式复苏态势，民间投资和居民消费的回暖将成为2024年经济增长的新引擎。

图表 3 发达国家 GDP 增速

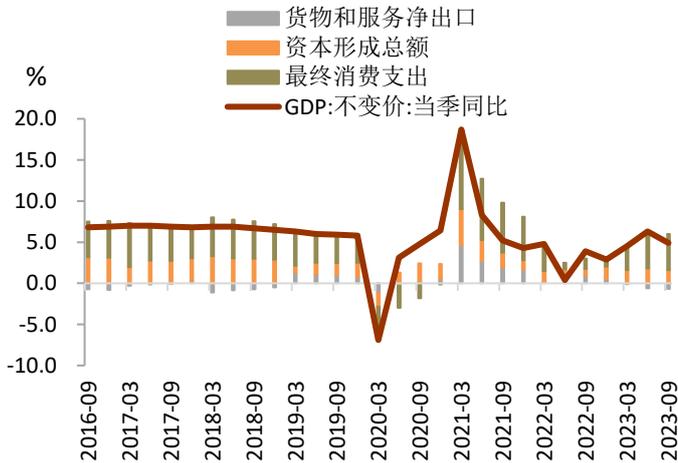


图表 4 欧美制造业 PMI 指数

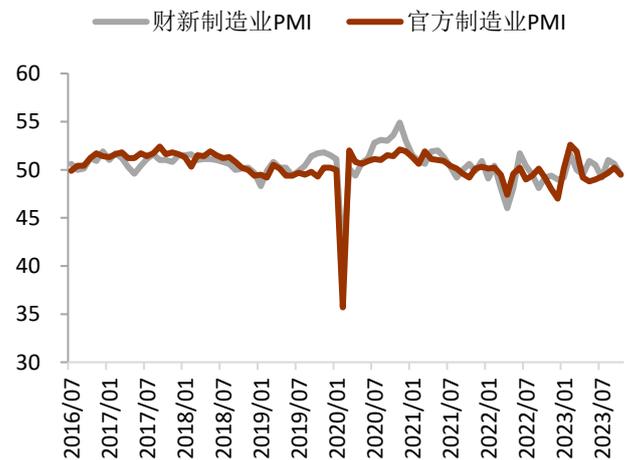


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 分项增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、铜矿供应分析

1、上半年精矿干扰偶发，下半年产能顺利投放

2023 年前三季度，海外铜精矿新扩建项目产能较为集中，虽然上半年全球供应端偶发扰动，但三季度以来供应总体趋于平稳，进口铜精矿现货 TC(粗炼加工费)长期保持高位运行。上半年五矿资源旗下位于秘鲁的 Las Bambas 矿山因社区冲突道路运输受阻，3 月底才恢复正常；印尼暴雨导致自由港旗下的 Grasberg 铜矿生产今年 2 月开采暂停了两周；第一量子旗下的巴拿马铜矿就特许权使用费问题与政府谈判陷入僵局，直至 3 月重新签订长协后才恢复运营；下半年，洛阳钼业与刚果国家矿业公司正式签署《和解协议》，洛钼于 7 月下旬恢复矿产铜的出口。但今年仍有部分矿山投产进程不及预期，像泰克资源的 QB2 项目连

续推迟投产，位于澳洲的 Valley 铜矿也因岩土工程事件产量锐减，下调今年的产量目标约 6 万吨，三季度英美资源旗下的 Los Bronces 铜矿因变电站火灾引发设施供电中断近三周，导致其矿石品位和产量均下滑，安托法加斯塔旗下的 Los Pelambres 矿山因铜矿海水淡化和扩建项目进度缓慢，下调产量预期达 3 万吨，乌克兰 Udokan 项目将 15 万吨的湿法矿炼一体计划从一季度推迟到了三季度末，虽然部分项目未能如期投产或达产，但总体来看下半年供应端仍较为平稳。

今年全球供应的部分流失主要来自于主产国智利，受矿龄老化、部分矿石品位下滑以及周期性干旱导致降雨量偏少引发缺水等因素影响，智利前三季度的铜产量累计为 382.68 万吨，同比下降 1.9%。其中全球最大矿企 Codelco(智利国营)9 月矿产铜仅为 11.7 万吨，同比下降 5.3%，二季度末，智利遭遇极端暴雨天气，Codelco 旗下的安迪纳铜矿被迫暂停作业，年产 40 万吨的特恩尼特地面作业受阻，二季度产量缩减十分严重，三季度特恩尼特铜矿又发生岩石爆炸事故导致部分北区项目被迫停产，并将阻碍今年剩余时间的生产，Codelco 因此向下修正今年产量预期至 131-135 万吨，相较于年初预测值下调近 7 万吨，较 2022 年产量大幅下滑近 11 万吨之多。

我们跟踪统计了海外 15 家主流大型矿企产量水平，其中智利国营、安托法加斯塔、南方铜业、嘉能可、五矿资源、紫金矿业三季度铜矿产量都同比出现了一定程度的下滑，合计来看，15 家大型矿企的第三季度铜产量达 327.57 万吨，同比增长 6.7%；而从全年目标来看，必和必拓、英美资源、力拓、洛阳钼业、紫金矿业、淡水河谷、泰克资源以及南方铜业在 2023 年的产量目标均超过去年总产量，根据不完全统计，全球主要大型矿商 2023 年总产量将达 1268.1 万吨，同比 2022 年产量将增产 60 万吨，增幅约 5%。

图表 7 全球主流矿企 2023 年第三季度产量情况（万吨）

矿企	2023 年 Q3 产量	Q3 同比	2022 年产量	2023 年产量目标	年增量 E	2023 年 Q4 产量 E
智利国营	33.4	2.45%	144	131-135	-11	36.3
必和必拓	45.7	3.84%	166.6	172-191	14.9	47.59
自由港	49.2	5%	191	184.2	-6.8	42.8
英美资源	20.9	42.20%	66.45	83-87	18.55	25.38
力拓	16.9	5%	60.9	59-64	0.6	18.46
安托法加斯塔	17.36	-4.60%	64.6	64-67	0.9	18.59
第一量子	22.2	13.60%	77.6	74.5-77.5	-1.6	21.2
嘉能可	24.8	-4.80%	105.8	101-107	-1.8	30.4
南方铜业	22.6	-1.90%	89.47	93.2	3.73	25.53
紫金矿业	26.2	-1.91%	87.7	100	12.3	24.7
Norlisk	11.8	4.40%	43.3	41.7-44.1	-0.4	8.98
淡水河谷	8.16	9.83%	25.3	31.5-32.5	6.7	9.26
泰克资源	7.2	9.10%	27.1	32-36.5	7.15	14.95
洛阳钼业	11.74	73.40%	27.7	38-44	13.3	12.37
五矿资源	9.41	-1.60%	30.5	32.8-35.3	3.55	10.63
合计	327.57	6.7%	1208.02	1268.1	60.08	347.14

资料来源：各大矿企财务报告，铜冠金源期货

2、预计 2024 年全球精矿供应增速近 5%

2023-2025 年仍是全球铜矿产能的集中投产期，据不完全统计，全球主流矿山项目于 2024 年将合计贡献新增产量 109.9 万吨，同比增长 4.8%，主要来源于非洲刚果金、南美秘鲁和智利以及我国西藏等多个项目已经进入正式投产或新建扩产的重要阶段，2024 年全球铜精矿供应格局将延续宽松。

从今年和明年主要矿山项目增产贡献来看，由艾芬豪和紫金矿业合资控股的卡莫阿-卡库拉铜矿前三季度累计产量已达 30.1 万吨，已是目前非洲最大铜矿，今年生产目标为 39-43 万吨，预计贡献新增产量 10 万，三期项目将于 2024 年第四季度投产，2024 年投产期新增产量仅有 2 万吨，但三期投产后预计卡莫阿铜矿年均产量将升至 65 万吨；英美资源旗下的奎拉维克项目今年前三季度铜矿累计产量达 22.5 万吨，预计今年新增产量 10 万吨，该项目在英美资源和日本三菱商社历时四年共同投资开发下于 2022 年下半年正式投产，预计奎拉维克在前五年运营的年均产量可达 30 万吨，24 年将新增产量 2 万吨；泰克资源的秘鲁 QB2 项目一座储量 700 万吨的大型露天铜矿，由泰克资源、日本住友和智利 ENAMI 国家机构联合控股，受推迟投产影响今年前三季度累计产量仅 2.1 万吨，大幅不及预期，泰克下调今年产量目标至 8-10 万吨，但预计 2024-2026 年均铜矿产量将达 28.5-30.5 万吨；洛阳钼业旗下位于刚果金的 TFM 铜钴矿混合扩建项目三条生产线均已投产，其中东区氧化矿线已

于10月全线贯通，预计2024年铜矿产量将达到45万吨，增量将达14.4万吨跻身世界前十大铜矿矿山；而旗下同样位于非洲刚果的KFM一期项目已于今年第二季度投产，并在三季度顺利达产，预计今年产量8万吨，2024年产量将达到16万吨；力拓位于蒙古的OT(奥尤陶盖)项目是世界最大的铜金矿之一，分为露天和地下两个部分，Panel10于今年第一季度投产，Panel11和Panel12的可行性研究于第二季度完成，今年前三季度新增产量3万吨，预计全年增加5万吨，2024年将新增产量18万吨。此外，2021年底投产的位于我国西藏的巨龙铜矿驱龙一期在今年年底达产后将达16万吨的年产量，二期计划预计在2025年二季度建成，届时将实现年产铜矿35万吨。

安托法加斯塔与金川集团敲定2024年铜精矿长单加工费基准价为80美元/干吨，较去年同比下降9%，主因明年全球精矿供应较2023年略偏紧以及冶炼产能的进一步扩张，但仍位于近几年来的较高水平。2023-2025年的全球铜精矿供需格局将呈逐渐递减态势，今年供应宽裕程度最大，明年将逐步减少，25年将逐步转入略偏紧格局。截止11月17日当周，SMM周度铜精矿现货TC指数为84.4美元/吨，虽然小幅回落但仍接近全年高点。由于今年二季度后国内炼厂集中检修，海外铜矿供应干扰基本平息，现货TC一路上行，三季度以后国内检修情况减少，中条山有色10月提前投产，南国铜业取消检修带来产量回补拉动国内铜精矿需求回升，TC高位回落，此后由于白色有色20万吨粗炼计划推迟到了明年年初，供应宽松格局得以延续，TC重回90美元上方；预计2024年国内铜精矿需求将保持平稳，而随着海外新建产能的集中投放，整体2024年铜精矿加工费仍将维持高位运行。

图表8 2023-2024年全球主要铜矿项目增量跟踪 (万吨)

矿山	地区	矿企	2023年增量	2024年增量 E
卡莫阿	刚果	紫金&艾芬豪	10	2
奎拉维克	秘鲁	英美资源	23	2
QB2	智利	泰克资源	9	8.5
Los Pelambres	智利	Antofagsta	5	4
OT	内蒙古	力拓	5	12
Salobo	巴西	Vale	2	2
巨龙铜矿	中国	紫金	3.5	0
Grasberg	印尼	Freeport	0	1.7
Timok	塞尔维亚	紫金	3.2	0
Salvador	智利	Codelco	0	5
Boa Esperanza	巴西		0	3
Mutanda(湿法)	刚果	嘉能可	1	0
Mirador	厄瓜多尔	铜陵有色	1	1
Mina Justa	秘鲁	Minsur	2	0
TFM(湿法)	刚果	洛阳钼业	5.6	14.4
KFM(湿法)	刚果	洛阳钼业	8	8
Musonoi Sulphide	刚果	金川国际	2	1.8

莱比塘	缅甸	万宝矿业	1	3
Panama	巴拿马	第一量子	0	3.5
Aktogay	哈萨克斯坦	KAZ Minerals	0	0
Pilares	墨西哥	南方铜业	2.5	0
EI Teniente	智利	Codelco	0	7
Chuquicamata	智利	Codelco	0	5
Kalongwe	刚果	盛屯矿业	1.5	1.5
Lonshi	刚果	金诚信	1	3.5
Carrapateena	澳大利亚	OzMinerals	1	1
Udokan(湿法)	俄罗斯		3	9
Escondida	智利	BHP	7	8
Cuajone	秘鲁	南方铜业	3	0
Motheo	博茨瓦纳	Sandfire Resources	1	3
合计			101.3	109.9

资料来源：SMM，矿企季报，铜冠金源期货

四、精铜供应分析

1、今年国内精铜产量高速增长

根据SMM统计数据，我国电解铜产量已连续两个月达到百万吨级水平，10月产量达99.38万吨，环比下降1.8%，同比增长10.3%，1-10月我国电解铜累计产量达948万吨，同比增长11.36%。

今年国内精铜产量整体维持高位，主因我国新增精炼产能和复产项目产能投放的顺利推进，大冶阳新弘盛项目进程极为顺利，6月已提前满产，预计贡献增量33万吨，和江西国兴(新建后总产能18万吨)，6月电解槽顺利出铜，仍在产能爬坡中。被中金岭南收购的祥光铜业和中金岭南的东营方圆均顺利复产，预计全年产量分别提高10万和11万吨，上半年国内炼厂检修虽然较为频繁，但部分冶炼厂在计划检修开始前提前充足备货废铜以及阳极板原料，对产量影响程度较低，三季度以来国内炼厂检修按计划进行，但阳极铜的供应出现严重短缺，部分炼厂被迫采购废铜，导致四季度开始精废价差最低跌至500元/吨，今年预计有40-50万吨的废铜流入冶炼端，从最新国内炼厂的排产情况来看，预计四季度国内精铜产量将达295万吨，而全年精铜累计产量将达1140万吨，同比增长10.9%。

图表9 2024-2025年国内精炼新扩建项目预估(万吨)

企业名称	新增精炼产能	新增精炼后总产能	生产使用原料	投产年月
白银有色	20	40	铜精矿	2024Q1

广西南国铜业有限公司	20	50	铜精矿	2024
水口山有色(五矿铜业湖南有限公司)	20	30	铜精矿	2024
安徽友进冠华新材料科技股份有限公司	15	15	铜精矿	2024
包头华鼎铜业发展有限公司	7	10	铜精矿	2024
恒邦股份	15	35	铜精矿	2025
赤峰金通铜业有限公司	30	55	铜精矿	2025
金川集团(防城港)	30	77	铜精矿	2025
合计	157	312		

资料来源：SMM，铜冠金源期货

2、预计 2024 年国内精铜产量增速约 1.3%

今年大量废铜直接流入冶炼端，在阳极板出现进口缺口的阶段及时地补充了大型炼厂的原料库存，国内包括铜陵、金川、紫金、富冶等大型炼厂产量均有提升，9月广西南国二期投产，中条山有色10月按计划投产，从目前冶炼厂的排产计划来看，预计今年国内精铜产量同比增速将达到11%。2024年包括广西金川、水口山有色、安徽友进以及盛海化工等新建和扩建产能的投放、广西南国和中条山有色的产能爬坡以及明年第一季度投产预期较强的白银有色的20万吨精炼产能等都将贡献明年主要的产能增量。基于明年铜精矿供应仍然宽松的背景下，冶炼厂的长单和现货TC预计将维持高位运行，在当期以及未来丰厚加工利润的驱使下，国内冶炼厂自今年下半年普遍维持90%以上的产能利用率，我们预计2024年冶炼厂将延续较高的开工率，2024年国内精铜产量增速将达到1.3%。

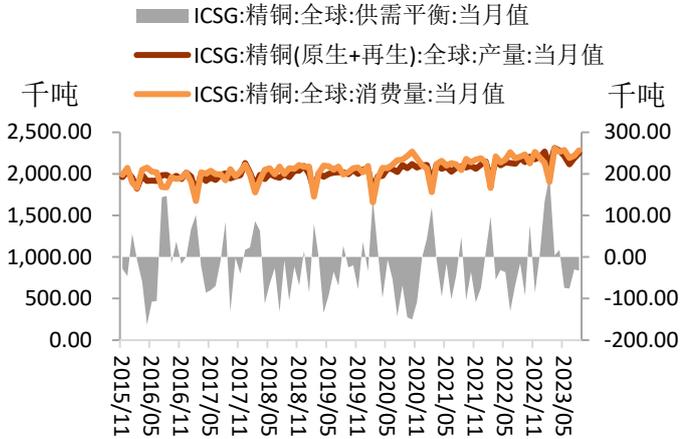
3、预计 2024 年精铜进口增幅约 10 万吨

根据海关数据统计，今年1-10月我国铜精矿及矿砂累计进口量达2266.3万吨，累计同比增长9.3%，而今年1-9月我国精炼铜累计进口量仅248.7万吨，累计同比下滑8.5%。今年我国精铜进口现货进口在5月中旬前基本处于亏损状态，叠加国内大型进口企业上半年业务停摆，以及俄乌战争不断发酵导致俄铜进口量的锐减，1-4月精铜的进口量同比下滑幅度较为明显；进入5月中旬以后，现货进口窗口逐步打开，随着东南亚冶炼厂的逐步复产，非洲铜陆续装船发运进入国内，5-6月进口量环比回升但幅度有限，但仍然低于去年同期水平，三季度随着洛阳钼业的出口权限放开以后，其24万吨滞留铜库存逐步发运离港，塞尔维亚和非洲刚果金的项目集中投产，以及三季度以来现货进口窗口基本保持平衡到阶段性略有盈利的状态，我国精铜单月进口量反弹至30万吨上方，累计同比降幅略有收窄，预计年底前进口量将保持逐步回升的态势。预计2024年进口窗口阶段性开启空间仍然存在，非洲铜的成本优势将继续推动大量进口货源流入国内，将对国内供应增量形成有效补充，我们预计明年精炼铜进口增幅约10万吨。

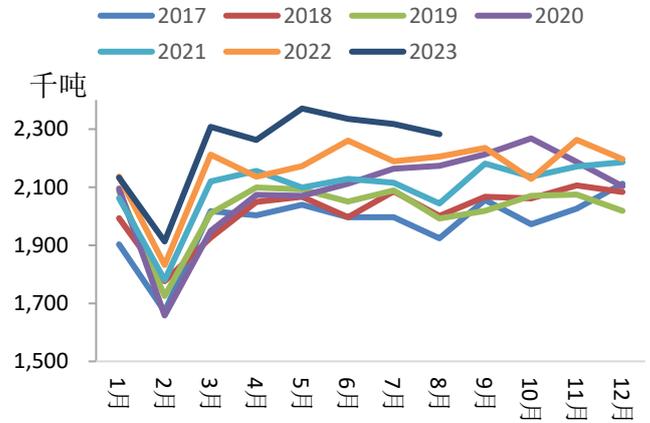
整体供应端来看，2024年国内冶炼厂在高加工费的驱动下仍将维持较高的产能利用率，

产量将会维持高位，随着国内新建和扩建精炼项目的陆续投放以及精铜进口量的逐步恢复，明年国内供应仍将趋于宽松。

图表 10 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

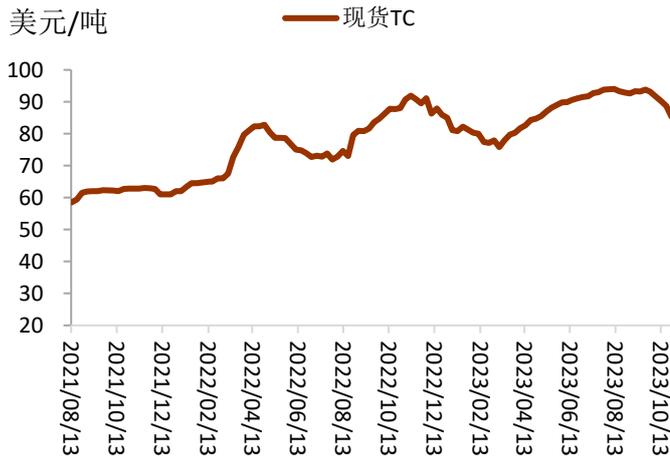


图表 11 ICSG 全球精炼铜消费变化

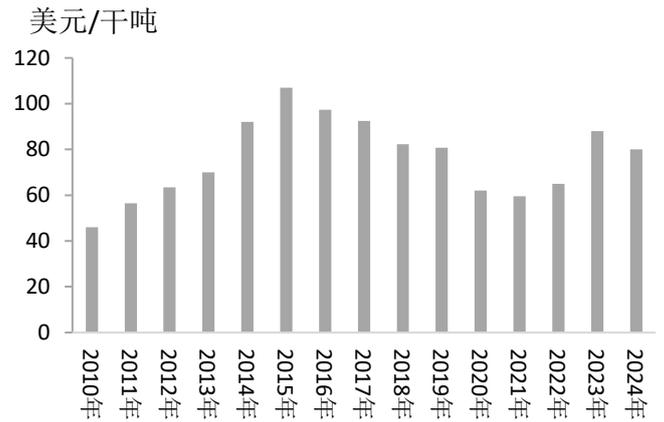


资料来源: Bloomberg, WBMS, ICSG, 铜冠金源期货

图表 12 中国铜精矿现货 TC 走势

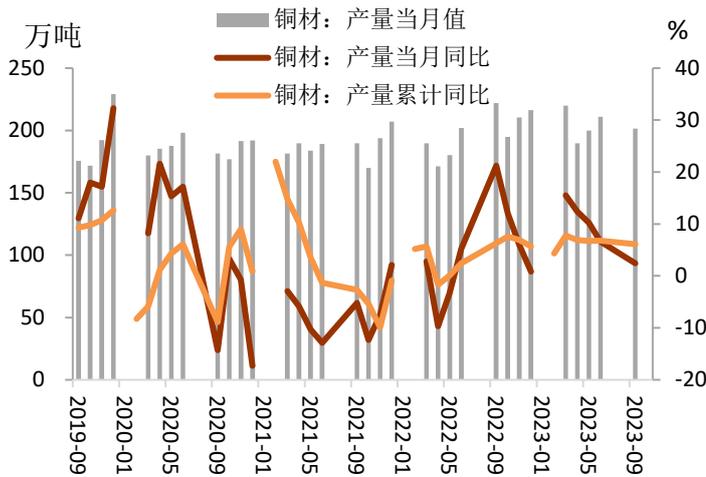


图表 13 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

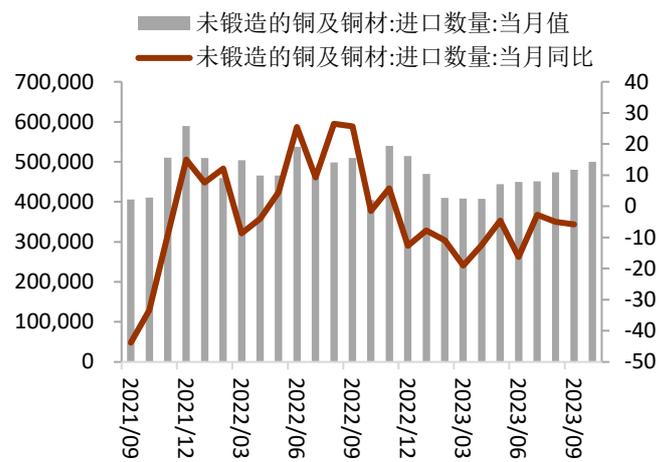


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 中国铜材产量及增速变化

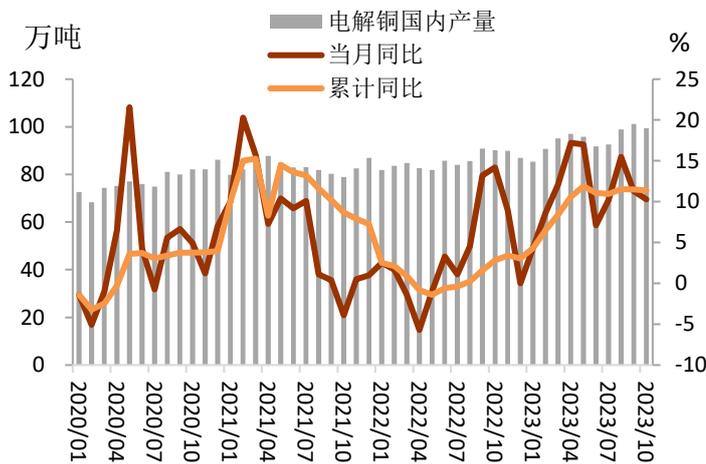


图表 15 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 16 中国精炼铜产量变化



图表 17 中国精炼铜消费量变化

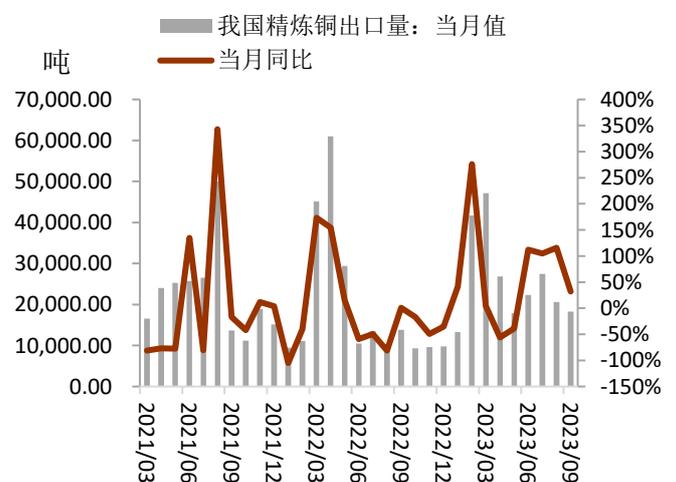


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 18 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 19 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、废铜供应阶段性偏紧，下半年精废价差创新低

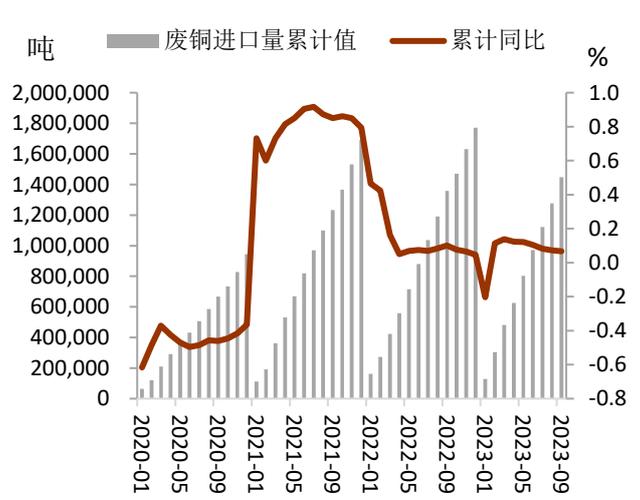
海关总署统计数据，今年1-9月我国废铜进口总量达144.7万吨，累计同比增长0.07%。今年二季度国内废铜库存被大量消耗，外加铜价重心不断下移，废铜货源开始收紧，精废价差回落至1000元/吨以内；到了7-8月份国内炼厂检修偏少，废铜货源在现货市场被大量释放，而国内铜价二次触顶，精废价差一度突破2500元/吨；9月以后部分炼厂减产检修较为集中，粗铜供应偏紧，叠加铜价震荡下行，精废价差逐步回落至800元/吨以下，四季度以来铜价震荡走弱，国内新增炼厂产能顺利投放，对阳极铜和废铜的需求明显增加，而阳极铜三季度以后进口量大幅下滑，更加剧了冶炼端对废铜的大量消耗，据不完全统计，今年全年流入冶炼端的废铜总量超过了40万吨。

整体预计2024年废铜供应仍将稳中偏紧，国内拆解厂产能利用率将逐步提升，但美国和东南亚等主要进口国仍无明显的进口增量预期，明年精废价差将维持合理区间波动。

图表 20 中国废铜进口单月变化



图表 21 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

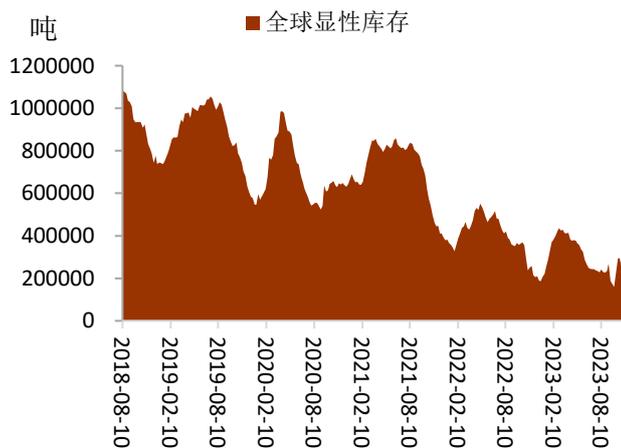
4、全球库存外升内降，明年国内低库存压力将缓解

截至11月10日，LME、COMEX、SHFE和上海保税区合计库存24.56万吨，同比2022年年底增长17.3%；上期所+上海保税区库存4.78万吨，环比去年年底大幅下滑45.2%，全球显性库存整体呈外升内降趋势，国内库存长期低位运行。海外方面，2023年LME库存历经先抑后扬，LME库存在今年5月之前维持在低位去库存的阶段，一方面上半年韩国和印尼冶炼厂的集中停产检修导致LME亚洲库的库存加速去化，东南亚精铜一度供应处于紧缺状态，又值中国及东南亚均在社会经济在疫后恢复生产运营的复苏阶段，台湾高雄和新加坡仓库

存持续探底，注销仓单比例最低接近零值。4月中旬以后东南亚炼厂逐步复产，LME 亚洲库存上升斜率较快，LME 总库存在6月初一度累至10万吨附近，随后高位逐步回落，重新转为去库周期，主因中国对精铜的终端消费在6月份表现出较强韧性，东南亚品牌的精铜为了享受国内现货市场的高升水以及弥补中国上半年连月的进口量缺失持续向中国地区流入，LME 亚洲库存随之进入下降通道。于7月中旬降至年内低点后快速反弹涨幅已超过2倍，当前库存已升至17万吨，欧元区经济的低迷致使海外精铜需求相对疲弱，ICSG 最新报告称2024年全球铜市场将供应过剩46.7万吨，且主要发生在海外。

国内方面，上期所库存上半年先升后降，随着春节后下游终端消费呈现弱复苏格局，上期所库存进入累库阶段，到2月底一度攀升至25万吨一线，自3月以来显性库存呈单边下滑态势，低库存主导了较长时间的现货高升水和近月BACK结构，四季度供需双向趋松，且旺季消费回归速率稳健，国内难有较强的累库预期，预计2024年随着国内产量的持续增长，进口增量的不断修复叠加整体消费端的低增速或使得国内总库存水平同比上升，长期低库存的问题将得到缓解。

图表 22 全球显性库存变化情况



图表 23 SHFE 和保税区库存走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

五、精铜需求分析

1、“双碳”目标明确，电网需求保持平稳

我国在“十四五”期间电网投资规模总额将达2.9万亿，2023年我国电网投资计划完成总额5200亿元，同比增长3.75%。今年1-9月，我国电网投资累计完成总额已达3287亿元，累计同比增速4.2%，已完成全年目标总额的63%，下半年电网工程投资持续提速并全力冲刺全年目标，显示在我国“双碳”排放目标总计划的指导下，以建设风光大基地、特高压、抽水储能和智能电网改造等重大项目的投资正保持着大力推进行步。

光伏太阳能、核电、风电等新兴能源系统贡献的发电量占全社会发电比重正在稳步提升，在西电东输的政策背景下特高压、储能和新型数字化配网等领域的需求与日俱增，高压线缆超标量全年处于良好增长态势。今年上半年电网订单十分活跃，主因去年积压需求的订单滞后释放，二季度渐入低迷后随着 5 月份铜价高位快速回落，订单迅速恢复至正常水平，三季度至今国网和南网全力冲击全年计划目标总额，招标量显著增加带动电缆线企业开工率回升，整体来看，今年特高压订单增长较快，而中低压需求增速偏慢，对铜缆线的消费形成了一定的制约。我们预计 2024 年在电机发电端的用铜增速将保持较快增长，在电网输送端由于铝芯导线的替代性逐步增强用铜增速将小幅回落，预计明年电网和发电端的整体精铜消费量将达到 4.1%。

2、房地产筑底运行，明年将维持弱复苏

国家统计局数据显示，今年 1-9 月我国房地产开发投资累计总额 8.72 万亿，累计同比下降 1.7%。1-9 月我国商品房销售面积累计为 8.48 万平方米，同比下降 7.5%，其中住宅销售面积为 7.28 万平方米，同比下降 6.3%，房地产新开工面积累计为 7.21 万平方米，同比降幅扩大至 23.4%，而房地产竣工面积达 4.87 万平方米，累计同比回升至 19.8%。9 月 70 个大中型城市新建商品住宅和二手住宅价格指数同比分别下降 0.57% 和 3.25%。

年初疫情高峰过后，房地产行业迎来脉冲式的增长，但从 4 月份以后商品房销售开始缓慢回落，前端拿地和开工数据均十分低迷。中央政治局会议指出要适时调整优化房地产政策，自 8 月以来央行和地方政府打出楼市政策“组合拳”，包括降低首付比例、下调购房利率、北上广深均宣布执行“认房不认贷”以及多城逐步放开限购政策等，政策宽松力度接近历史之最。但从 9 月份的高频数据来看，商品房的销售改善情况并不乐观，仅一线城市的商品房销售略有好转，二三线城市依然疲弱，且房地产企业资金面仍然偏紧，房企拿地意愿仍然不强，头部民营房企违约对市场信心负面影响深远，叠加当前我国居民杠杆率已超过 60%，且对楼市的预期已经发生改变，预计 2024 年房地产行业将延续较弱的复苏轨迹，整体建筑业的用铜增速将向上反弹至 2.9%。

3、空调消费增速回落

根据产业在线数据，2023 年 1-9 月我国空调总产量 1.93 亿台，累计同比增长 13.7%。1-9 月我国空调出口累计达 3970 万台，累计同比增长 1.7%。1-9 月我国家用空调累计销量 1.37 亿台，同比增长 11%，截止 8 月底，我国家用空调库存 1701 万台，同比下降 4.4%。

从数据来看，今年的空调厂商和渠道商尤其在二三季度面对今年厄尔尼诺现象引发高温天气的预期不断加强，叠加促销和绿色家电补贴政策下集中性的需求释放，房地产竣工回暖带来的增量消费以及白色家电更新换代的刚需带动下，产业链各环节生产和备货的积极性较高。出口来看，广交会的成功举办以及海外消费的韧性较强，原材料和海运费成本的下降，

人民币汇率的贬值均对出口量有所提振。产业在线数据显示，11月我国家用空调内销排产达545万台，较去年同期产量仍然增长7.9%，四季度海外消费的强韧性拉动我国空调出口量稳中有升，但仍需关注其持续性，内销方面，随着国内社零增速的稳步增长，竣工端的企稳将带动内销市场回归，但季节性压力仍然压制现阶段的终端消费，产销规模的扩张或将在年底初显迹象。

我们预计若2024年“厄尔尼诺”频发对应极端气温天气的重现，房地产竣工端延续高速增长叠加“扩大内需”战略基调下绿色节能补贴的覆盖以及白色家电更新换代需求不断提升的背景下，明年空调行业的产销规模保持稳定增速仍然值得期待。由于今年空调行业用铜将达191万吨，基数较高，预计2024年空调行业的用铜增速将回落至2.1%。

4、新能源汽车延续高速增长

中汽协数据显示，2023年9月我国新能源汽车产销量分别为87.9和90.4万辆，同比分别增长16.1%和27.7%，前三季度新能源汽车累计销量已达627.8万辆，目前完成率近70%，从9月数据来看，其中纯电动销量62.7万辆，混动27.7万辆，混动车型销量同比增长63.9%，9月市场占有率达31.6%，其中内销80.8万辆，出口9.6万辆，出口同比+92.8%。中汽协预计今年销量将达900万辆，增速约为30%，当前趋势基本能够完成预期值。

过去两年，中国新能源汽车的内销和出口均实现了高速增长，目前新能源汽车的市场渗透率超过30%，已提前超额完成发改委2025年的规划目标，进一步大幅上升的空间或有限，中汽协预计今年新能源汽车销量同比增速约30.7%，我们预计在购置税减免政策得以延续、进一步恢复和扩大汽车消费以及促进新能源汽车持续健康发展的政策基调下，2024年新能源汽车销量将升至1100万辆左右，同比增速将回落至22%。值得注意的是，目前新能源汽车的单车耗铜量正在逐年下降，一方面，汽车厂商在磷酸铁锂电池中倾向使用厚度更薄的铜箔(3.5 μ m)，另一方面，汽车生产工艺转向布线(排线)更少、电压更高新型电路系统，低压线束的用铜量将会日渐减少，近三年一台纯电动汽车的耗铜量在73公斤左右，我们预计到2030年单车耗铜量将下滑至65公斤左右。整体预计明年新能源汽车用铜增速将回落至6.1%。

5、风光装机量边际放缓，铝替代性逐步增强

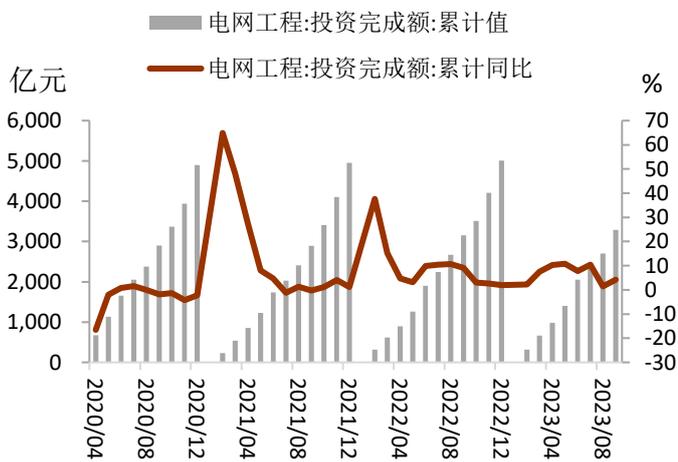
国家统计局数据显示，9月我国光伏装机量新增15.8GW，1-9月累计新增128.9GW，同比增长145%，对比光伏工业协会下半年上调后的装机量预测上限的140GW，完成率已超过90%，但累计同比增速边际下滑。四季度以来，光伏中下游的需求预期明显转弱，目前组件价格和多晶硅价格仍在持续探底，硅片企业迫于高库存压力被迫减产，倒逼上游硅料价格出现不同程度的回落，今年年底前光伏产业链增速放缓或已成定局。今年1-9月我国风电累计新增装机量33.5GW，累计同比增长74%。按照十四五规划年均新增装机量70GW，完成率仅为47%，海上风电项目的投资成本过高以及陆风的经营利润收窄成为主要下行因素。

去年下半年的光伏装机量基数较高，因此今年全年的累计同比增速或将放缓，从装机结构上看，今年集中式光伏电站装机量占比达 48%，同比去年增加了 12%，主要受益于我国大力发展中西部风光基地所致。但西部地区具有用电量低、负荷低的特征，且 70% 以上的电力需要东输，全国的电网结构和输电布局难以实现大规模风光项目的接网消纳，配套电网的承载能力严重不足，部分西部地区已经出现“弃光”现象，因此我们认为 2024 年的光伏装机量的增速将逐步放缓。此外，风光用铜的单耗量也在逐渐递减，主因铝价的低成本优势导致其替代性逐年增强，根据 CRU 的预测，光伏和陆上风电的单机耗铜量明年将分别降至 2900 吨/GW 和 3500 吨/GW 左右。预计明年电网和发电端的整体精铜消费量将达到 4.1%。

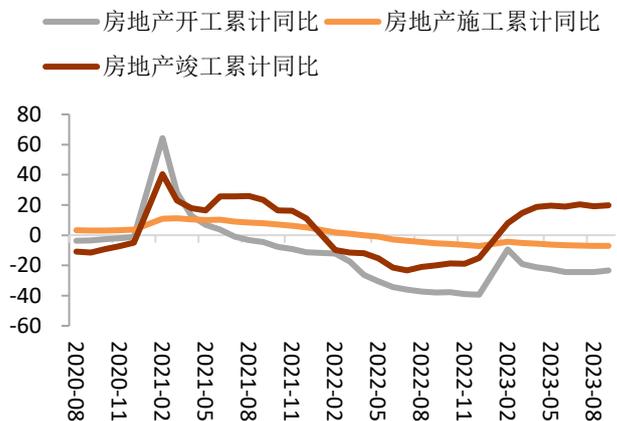
6、2024 年国内精铜终端消费增速或降至 3.5%

综合来看，2024 年全球制造业仍有陷入萎缩区间的风险，国内经济将触底企稳并保持低速增长，制造业或将维持平稳的复苏态势。从国内终端用铜需求来看，预计光伏和新能源汽车将维持稳健增速，白色家电或将维持强预期和高增速，电网投资明年增速或偏低，传统燃油车产销规模将保持平稳，房地产筑底运行后将维持弱复苏，风电增速或将持续低迷，传统基建和制造业的用铜总量仍然具有较强韧性，新兴产业的耗铜增速或边际放缓，整体预计明年国内精铜消费将保持稳健偏低的增速规模，整体预计 2024 年国内精铜消费增速将降至 3.5%。

图表 24 电网投资完成额

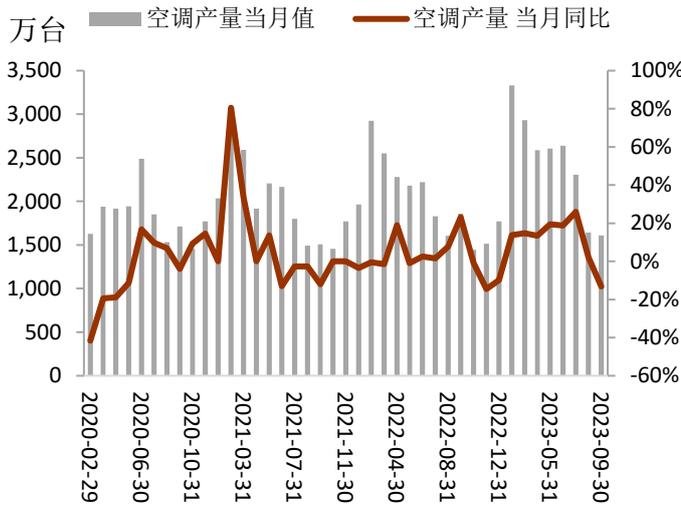


图表 25 房地产开工施工竣工增速



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 26 空调产量

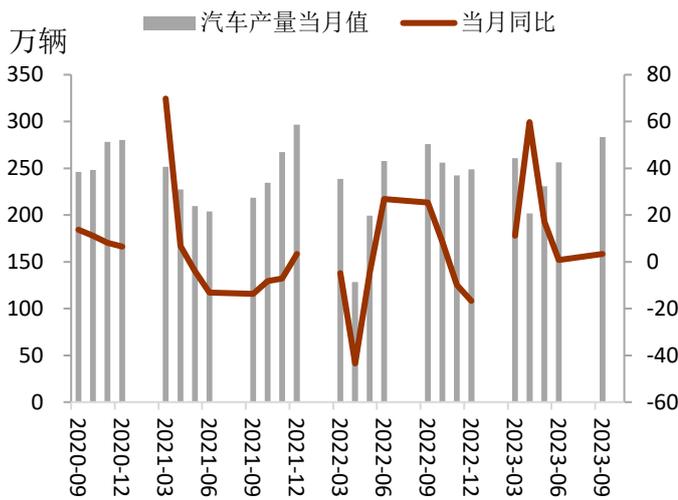


图表 27 家用空调库存

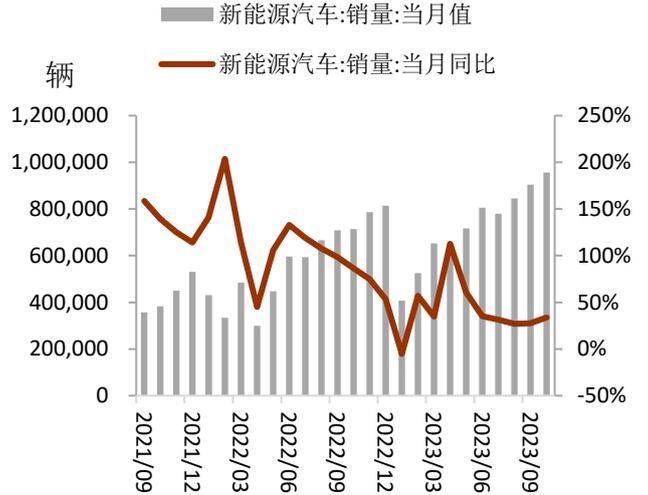


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 汽车产销量



图表 29 新能源汽车销量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 30 国内终端用铜增速预估（万吨）

下游	消费占比	2023 年 E	增速	2024 年 E	增速
交通	8.7%	131	8.3%	139	6.1%
建筑	22.5%	340	-0.6%	350	2.9%
空调	12.7%	191	9.8%	195	2.1%
电子机械	22.2%	335	-0.6%	340	1.5%
电网发电	20.9%	315	11.7%	328	4.1%
出口电缆	9.7%	147	11.4%	155	5.4%
其他	3.3%	50	0.0%	55	10.0%
总计	100.0%	1509	4.9%	1562	3.5%

资料来源：IFIND，CRU，SMM，铜冠金源期货

图表 31 全球铜供需平衡表预估（万吨）

	2022	2023E	2024E	2025E
全球铜精矿产量	2189.6	2290.9	2400.8	2450.8
同比增速	3.5%	4.6%	4.8%	2.1%
全球精炼铜产量	2564.8	2641.8	2726.8	2770
同比增速	3.4%	3.0%	3.2%	1.6%
全球精炼铜消费量	2596.6	2630	2710	2780
同比增速	3.1%	1.3%	1.5%	2.3%
过剩/短缺	-31.8	11.8	16.8	-10

资料来源：IFIND，CRU，SMM，铜冠金源期货

图表 32 国内铜供需平衡表预估（万吨）

	2022	2023E	2024E	2025E
国内精铜产量	1028.2	1140	1155	1193
净进口量	343.9	320	330	285
精铜消费量	1334.5	1401	1452	1460
废铜消费量	104	108	110	130
总耗铜量	1438.5	1509	1562	1590
消费增速	0.5%	4.9%	3.5%	1.8%
库存变化	-8	10	15	-10

资料来源：IFIND，CRU，SMM，铜冠金源期货

六、2024 年行情展望

明年全球经济增速在地缘政治冲突、逆全球化以及高利率的背景下或有所放缓，而美联储货币政策的叙事手法将从“更高”转向“更长”，核心通胀将保持趋势性回落，美国经济的强韧性将在就业市场趋稳及消费端放缓的拖累下逐步减弱，欧央行面对衰退风险的压力在按下暂停键后紧缩预期已明显放缓，预计美联储将维持限制性的利率政策至 2024 年年中，并将在明年下半年打开降息空间。国内来看，宏观调控政策仍将持续发力，逆周期的货币和财政政策或将托底经济企稳回升，楼市筑底后将进入弱复苏周期，民间投资和居民消费或成为经济增速的新驱动力。

供应方面，今年铜精矿干扰轻微，新扩建项目集中投放进展顺利，明年供应将保持宽松；今年国内精铜产量总体稳定，下半年进口边际修复，但低库存持续了较长时间，现货高升水贯穿全年，预计明年冶炼端将保持高开工，伴随新扩建产能投放和进口增量均有较强预期，精铜供应将呈现稳中有升的格局。

需求方面，预计光伏和新能源汽车将维持稳健增速，白色家电或将维持强预期和高增速，电网投资明年增速或偏低，传统燃油车产销规模将保持平稳，房地产筑底运行后将维持弱复苏，风电增速或将持续低迷，传统基建和制造业的用铜总量仍然具有较强韧性，新兴产业的耗铜增速或边际放缓，整体预计明年国内精铜消费将保持稳健偏低的增速规模。

预计明年上半年全球经济增速放缓以及高利率环境仍令铜价阶段性承压，而随着下半年海外央行紧缩预期放缓以及降息空间的逐步打开将会拉动铜价重心上移，与此同时，国内宏观调控政策的持续发力将拉动国内经济在明年下半年呈渐进式复苏，铜价将先降后升，整体维持宽幅震荡。沪铜上半年的主要运行区间在 63000-75000 元/吨，伦铜主要运行区间为 7500-9000 美元/吨。

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。