



2023年1月4日

## 软着陆打压降息预期，铜价震荡走弱

### 核心观点及策略

- 宏观方面，12月美联储会议释放转“鸽”信号，但软着陆预期升温或打压市场超前交易美联储提前降息的情绪，美元企稳反弹；央行年底降息落地，但制造业景气度回落，楼市新政未能有效拉动总需求回暖，中央经济工作会议总基调仍以“稳”为主。
- 基本面来看，国内产量维持高位，进口增量边际回升，供应格局趋稳。需求端，传统行业淡季需求具有韧性，新兴产业增速边际回落，预计1月需求将平稳回落。库存结构来看，国内或结束低库存周期，对铜价的支持力度有所减弱。
- 整体来看，美联储货币政策路径的转向令市场短期风险偏好回升，但“软着陆”升温仍对提前降息预期持续施压；而国内宏观经济数据仍处于弱修复阶段，财政政策的发力或对精铜总需求的拉动效用略显滞后，与此同时，矿端供应前景趋紧仍是短期支撑因素，但国内将进入淡季累库周期，整体预计铜价将转入震荡走弱格局。
- 预计1月份铜价将震荡偏弱运行，沪铜主要波动区间在67000-69000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在8200-8600美元/吨之间。
- 风险点：欧美经济衰退超预期，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12月铜行情回顾 .....	4
二、宏观经济分析 .....	5
1、美联储释放转“鸽”信号，欧央行暂时按兵不动 .....	5
2、美国软着陆预期升温，欧元区则濒临衰退 .....	6
3、第三轮存款降息落地，经济复苏弱现实依旧 .....	6
三、基本面分析 .....	8
1、年底矿端干扰率上升，现货TC大幅回落 .....	8
2、国内精铜产量维持高位 .....	9
3、12月进口量仍将持续增长 .....	11
4、国内进入慢累库周期，海外库存高位回落 .....	12
5、传统行业淡季具有韧性，新兴产业增速边际回落 .....	14
四、行情展望 .....	17

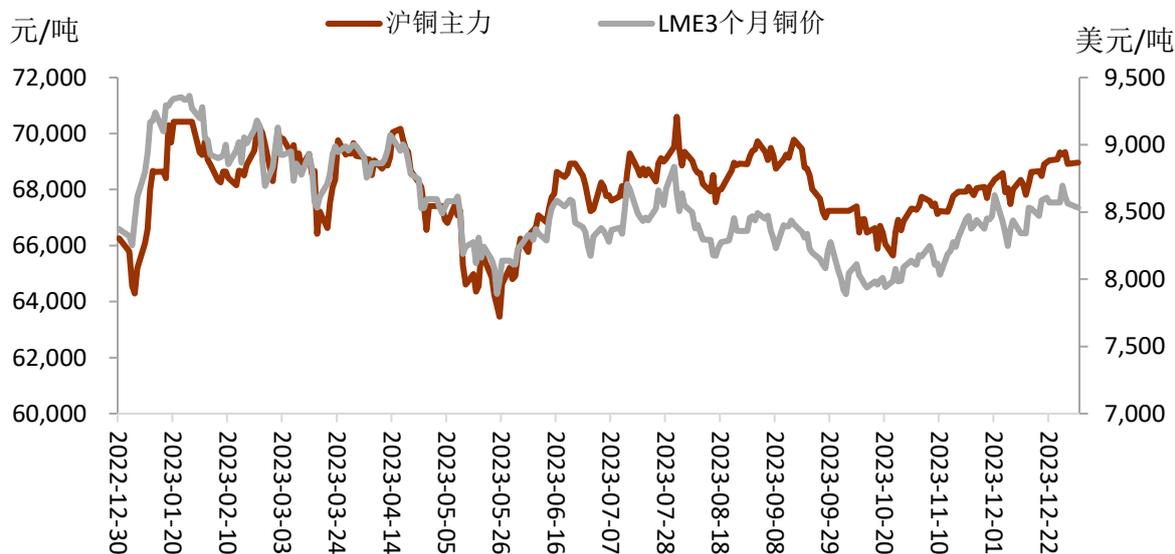
## 图表目录

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.....	7
图表 5 中国 GDP 增速.....	7
图表 6 中国 PMI 指数.....	7
图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	9
图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化.....	10
图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	10
图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势.....	10
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	10
图表 12 中国铜材产量及增速变化.....	10
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	10
图表 14 中国精炼铜产量变化.....	11
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化.....	11
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化.....	11
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化.....	11
图表 18 中国废铜进口单月变化.....	12
图表 19 中国废铜进口累计变化.....	12
图表 20 全球显性库存变化.....	13
图表 21 LME 铜库存.....	14
图表 22 SHFE 和保税区库存走势.....	14
图表 23 电源投资完成额变化.....	16
图表 24 电网投资完成额变化.....	16
图表 25 房地产开发投资增速变化.....	16
图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化.....	16
图表 27 空调产量增速变化.....	17
图表 28 家用空调库存变化.....	17
图表 29 汽车产量变化.....	17
图表 30 新能源汽车产量及销量变化.....	17

## 一、2023年12月铜行情回顾

2023年12月，铜价整体震荡向上运行。一方面，市场对今年美联储超前降息的预期不断升温，美元指数延续下行趋势；另一方面，中央经济工作会议强调“以进促稳”，制造业景气度回落，但出口回正，工企利润有所修复。基本面来看，国内产量维持高位，进口增量如期兑现，终端需求具有较强韧性，年底国内累库进程缓慢，现货升水稳步下移，整体结构仍处于紧平衡向淡季消费趋弱的过渡阶段中。截至12月底，伦铜报收于8562美元/吨，月度涨幅1.1%；沪铜报收于68920元/吨，月度涨幅逾1%。12月人民币兑美元汇率整体偏强震荡主因美元大幅下挫，沪伦比下滑至8.09一线，近期表现为内弱外强格局。

图表1 铜期货价格走势

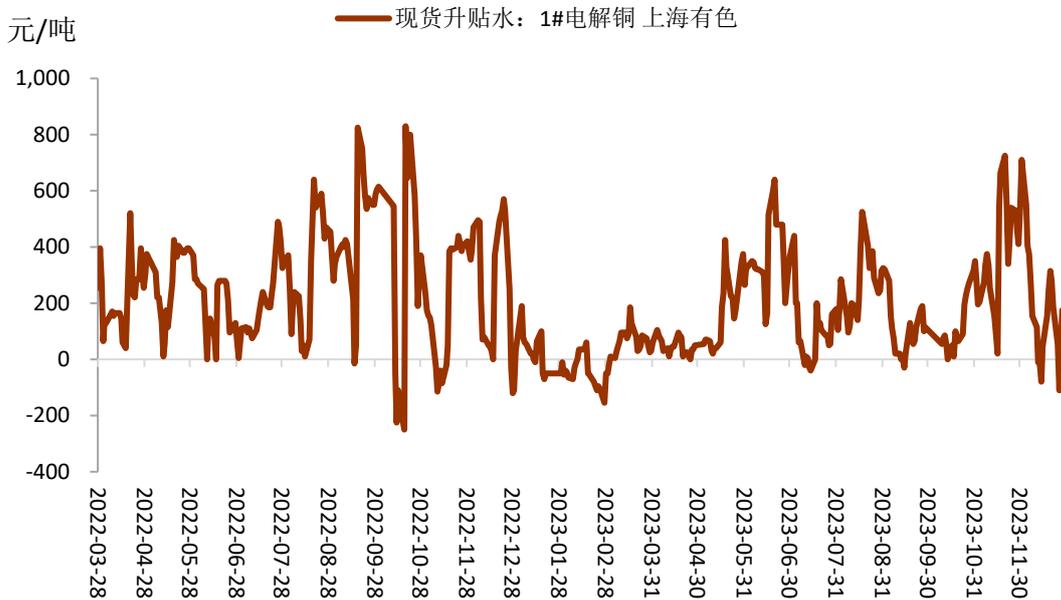


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

12月以来，虽然国内精铜消费逐渐进入季节性淡季，但如电网投资端的终端消费依然保持较强韧性，新能源汽车板块仍维持较高的用铜增速。精铜制杆企业受终端电网发电正全力冲刺全年目标的拉动下，仍然维持着7成以上的高开工率；铜管和铜棒企业则因白色家电、建筑建材和机械制造等传统制造业淡季消费的趋弱，产量降幅明显，对12月精铜消费形成拖累，而铜箔企业则因行业产能扩张速度过快，平均开工率已降至5成，新兴产业中新能源汽车维持较高的用铜增速，而风光用铜则出现明显减速，整体终端呈稳中回落的态势。国内库存临近年底维持低位震荡的格局，虽然12月产量预期回升且进口货源仍较为充沛，但供应增量对显性库存的贡献作用不明显，月初升贴水一度升至700元/吨的高位，随后进口货源的集中到港和抛售又令升贴水跌至-100元/吨以下，整体波动区间较大；12月以来，近月与次月的BACK结构持续收窄，主因国内仍有较强累库预期，供应逐步回升；预

计1月国内终端用铜消费将稳步回落,现货升水将在供大于求的累库周期下维持低位区间。

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、美联储释放转“鸽”信号，欧央行暂时按兵不动

12月美联储议息会议释放的“鸽派”信号和前瞻性指引已发生明显转向,鲍威尔和美联储官员从此前或将维持较长时间的限制性利率水平转为将降息纳入考量范围,点阵图显示明年美联储或降息三次共计75个基点,并将2024年联邦基金利率预测中值下调至4.6%,鲍威尔认为美国经济将实现“软着陆”,在通胀水平稳步回落的同时美国经济依然能保持足够韧性。虽然多位鹰派联储主席随后发声打压过于激进的降息预期,但市场却对美联储未来宽松的货币政策路径仍抱有较强期待,并预测今年的降息幅度将高达150个基点,且首次开启时点或提前至今年3月,降息前景的出现令资本市场风险偏好显著回升,而美元指数则延续弱势下行,并创近5个月以来的新低,推动12月铜价偏强运行。

欧央行12月会议继续维持三大关键利率不变,虽然已将2024年的通胀预测下调至2.7%。但欧央行否认当前讨论过降息问题,拉加德表示虽然当前抗通胀取得阶段性成果,但需警惕短期通胀出现反复。我们认为欧元区中长期的滞涨风险仍在存在,劳动力市场的紧俏程度不如美国,而与美联储想要达到的“双重目标”(经济增长和物价稳定)不同的是,欧央行更致力于维持物价稳定,但无论是去年的“俄乌冲突”还是近期的“红海问题”,都令能源价格出现了阶段性的飙升,欧元区因此被迫承受了输入型通胀的压力,地缘政治因素以及潜在通胀的粘性仍然阻碍欧央行或过早地进入降息轨道。

## 2、美国软着陆预期升温，欧元区则濒临衰退

标普最新数据显示，美国 12 月 Markit 制造业 PMI 继续萎缩至 48.2，但服务业的改善部分抵消了制造业的下滑，综合 PMI 录得 51，创 7 个月以来新高。美国制造业中的产出和新订单指数均出现季节性下滑且不及预期，但服务业却意外大幅扩张至 51.3，当前超额储蓄的充裕环境和货币宽松前景的预期依然能够支撑美国服务业的需求，提振商业活动的信心，年底经济的边际回升为 2023 年画上了圆满句号，虽然整个第四季度的 GDP 增速环比或有较大回落，但美国经济中期软着陆的预期仍在升温，而软着陆预期或持续打压市场超前交易美联储提前降息的情绪，美联储 12 月会议纪要未能给出明确的降息节奏和幅度。

欧元区 12 月制造业 PMI 终值跌至 44.4，环比上升 0.2%，但已连续 18 个月低于荣枯线，当前欧元区的经济活动仍然低迷，高利率环境对企业投资和个人消费的抑制效果仍在持续，制造业景气度环比 11 月没有改善，未完成订单数据显示，多数工厂仅为完成此前订单而被动生产，两大“经济引擎”德法的制造业 PMI 同样低迷，其中法国制造业已创近 4 年新低，若欧元区去年第四季度的 GDP 继续萎缩，则欧元区已确定步入技术性衰退区间。

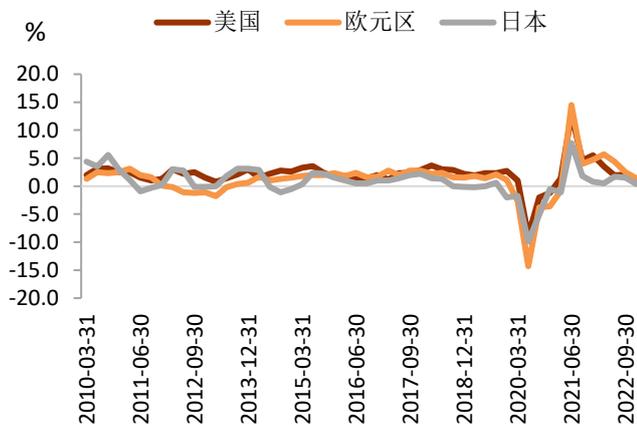
## 3、第三轮存款降息落地，经济复苏弱现实依旧

央行 12 月底第三轮存款降息落地，旨在进一步减轻银行端净息差的压力，同时为银行端加大扶持实体经济的发展注入活力，同时也为今年 LPR 的利率下调打开空间。2024 年的货币政策仍将维持灵活精准和有利的总基调，强化逆周期和跨周期调节，综合运用利率、准备金率和再贷款等工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险，为经济回升向好创造适宜的货币金融环境，更好地发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济良性循环。中央经济工作会议强调“以稳促进”，稳增长、稳就业、稳民生仍然是今年稳字当先的主旋律，与此同时，科技创新，推进新型高质量的工业化发展将是明年第二产业的核心目标，包括明年风电光伏项目配套大型储能的新型电力系统将是发展绿色清洁能源体系和实现“双碳目标”的首要途径，此外在扩大内需上要重点发展新型消费、绿色消费和数字消费，并保持扩大对外开放，强调培育外贸新动能，拓宽出口渠道，推进“城乡融合”新格局；稳妥推进金融“去地产化”，注重房企面临的流动性困局，合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围推进“三大工程”，构建保障房加商品房的地产新模式。整体今年宏观政策总基调仍以“稳”为主，我们预测以财政政策主导复苏逻辑下的中国经济短期或仍维持偏慢的复苏进程。

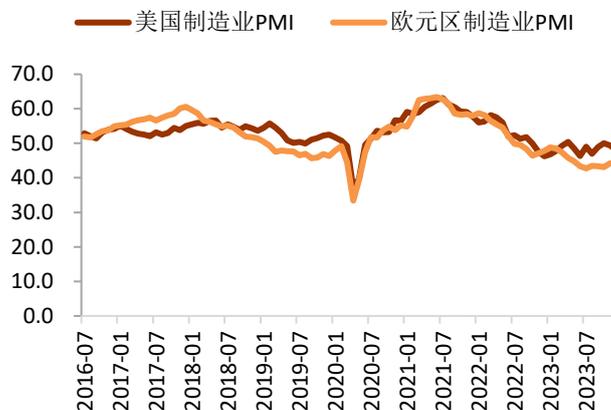
数据方面，中国 12 月官方制造业 PMI 录得 49，环比回落 0.4%，仍位于荣枯线下方，大型企业 PMI 降至临界点附近，受制造业终端需求动能不足影响，新订单指数大幅回落，主要原材料库存下降明显，工业企业用工景气度继续下滑，11 月工业企业利润修复更多来自于低基数和投资端收益集中到账的拉动，而 11 月的社融增速和城镇固定资产投资同样不及预

期，社零脉冲式的短暂释放过或将回归瓶颈，整体宽信用紧货币的现实环境仍难以拉动民间投资活力的提升，经济走向复苏正循环的道路上依然面临较大阻力。

图表3 发达国家 GDP 增速



图表4 美欧制造业 PMI

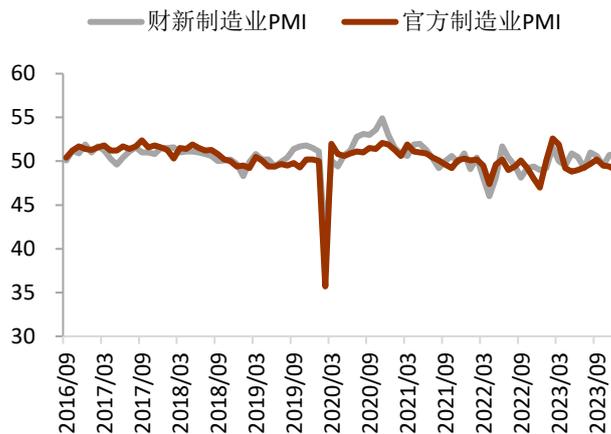


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、年底矿端干扰率上升，现货 TC 大幅回落

12月进口铜精矿现货加工费TC指数大幅回落，月底最低跌至62.6美元/吨，而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，但仍位于近年来的较高水平。短期TC的下滑主因巴拿马铜矿的生产和供应突发中断，全球矿端供应前景趋紧，叠加12月国内冶炼厂对原料需求持续增加，导致市场的缺货担忧不断升温。

敬请参阅最后一页免责声明

巴拿马贸易和工业部已正式下令终止第一量子旗下的 Cobre Panama 铜矿的所有业务，要求其必须终止该矿的开采、加工、精炼、运输、出口和销售等所有活动。由于抗议阻止了煤炭供应，导致没有电力，第一量子从 11 月底起对该矿进行维修工作。经过数月的抗议，巴拿马最高法院上个月裁定第一量子续签的长达 20 年的矿场运营合同违宪。2022 年该巴拿马矿产铜达 35 万吨，约占全球铜总产量的 1.5%，也占巴拿马全年生产总值的 5%，巴拿马停产以后，市场一度出现恐慌性抢货的局面，导致现货 TC 短期快速回落。

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，Panel0 于今年第一季度投产，Panel1 和 Panel2 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。

根据智利国家统计局数据显示，智利 11 月铜产量达 44.5 万吨，同比下降 3.1%，环比下降 4.2%。矿龄老化导致开采品位下降，长期干旱缺水以及全球最大矿企 Codelco 的产能恢复缓慢，都导致了全球最大铜生产国铜产量的日益下滑。

## 2、国内精铜产量维持高位

根据 WBMS(世界金属统计局)最新报告显示，2023 年 10 月全球精炼铜产量为 234.5 万吨，消费量为 235.3 万吨，供应短缺 0.79 万吨，去年 1-10 月全球精铜累计产量达 2273.3 万吨，消费量为 2265.4 万吨，供应过剩 7.94 万吨。

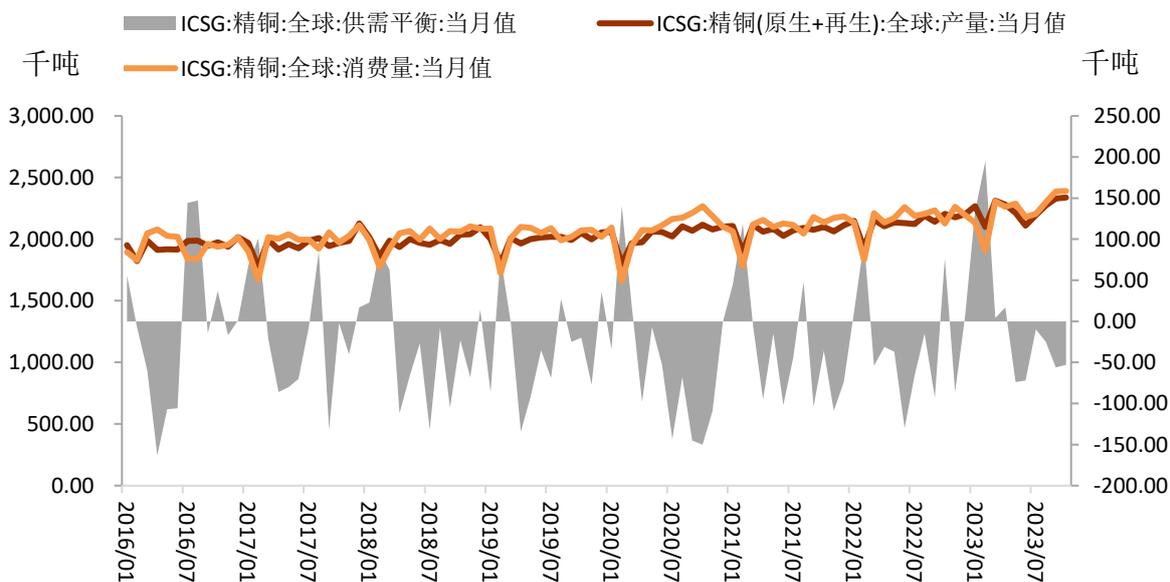
根据 SMM 调研数据显示，11 月我国精铜产量达 96.1 万吨，同比增长 6.8%，环比下降

3.3%，低于预期的 100.1 万吨。11 月份，国内冶炼厂产能利用率环比下滑至 82%，主因广西南国 11 月一期项目检修，大冶 10 万吨老线尽管结束了长达 8 个月之久的检修任务，但到 11 月底才开始投料复产，而中条山有色的 18 万吨新建精炼项目到 12 月中旬才有成品产出，包括张家港联合铜业从 11 月起进行自动化的升级改造项目，计划于今年第一季度末完工，期间电铜产量预计下降约 30%。此外，自从三季度以来，国内阳极铜的供应非常紧张，也一定程度上影响了国内冶炼厂的产量。

从国内新建项目进度来看，大冶阳新弘盛新线进度良好，阳极铜产量已超过了精炼产能，预计全年产量将达 34 万吨；老线复产方面，祥光铜业年产量将同比增加 10 万吨达 36 万吨，而中金岭南旗下的东营方圆产量也提升 11 万吨至 40 万吨，白银有色的 10 万吨精炼项目将于今年年初投料生产。目前除了钢联铜业的检修计划外，其余炼厂短期并无明显检修任务。

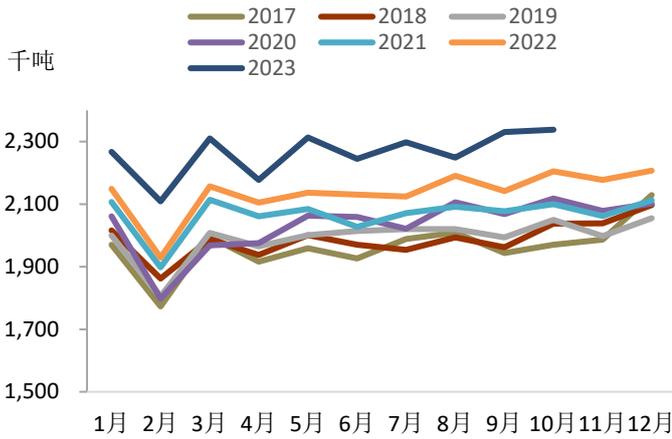
整体来看，新老产能项目的顺利推进将会推动 12 月的精铜产量维持高位，预计 12 月产量将恢复至 100 万吨左右，全年国内精铜产量将达 1145 万吨。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

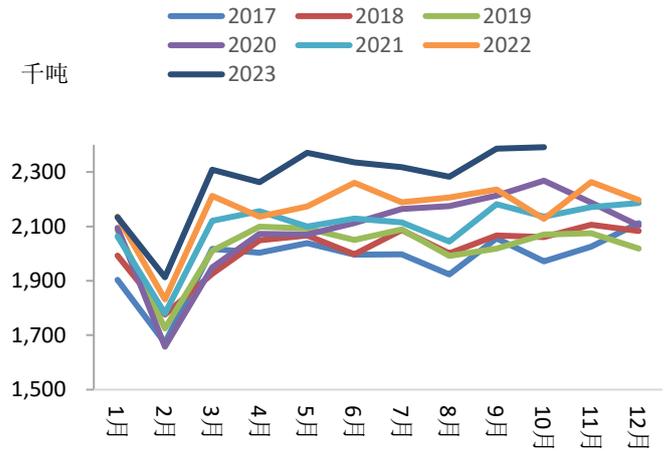


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化

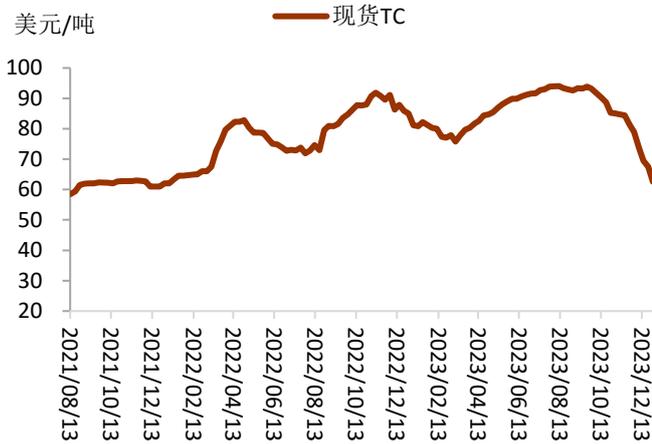


图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

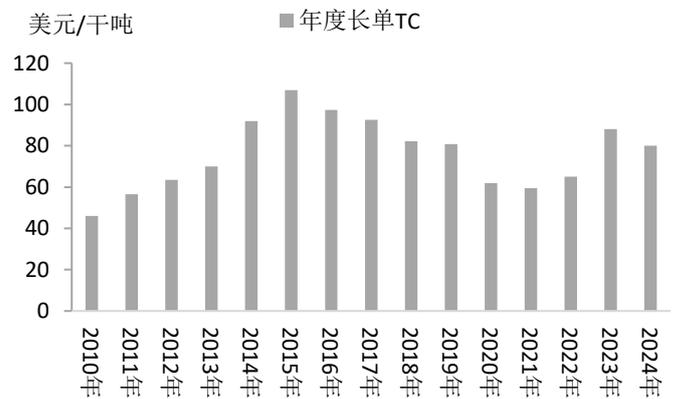


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

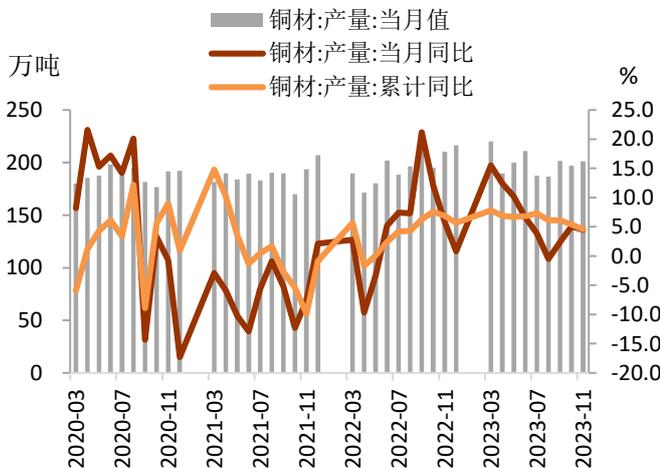


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

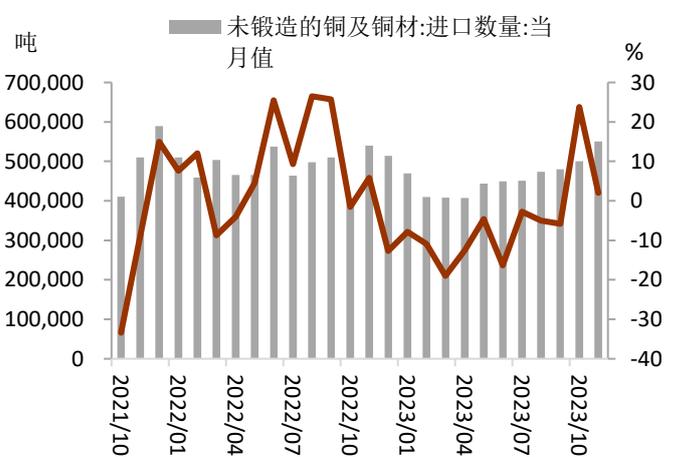


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

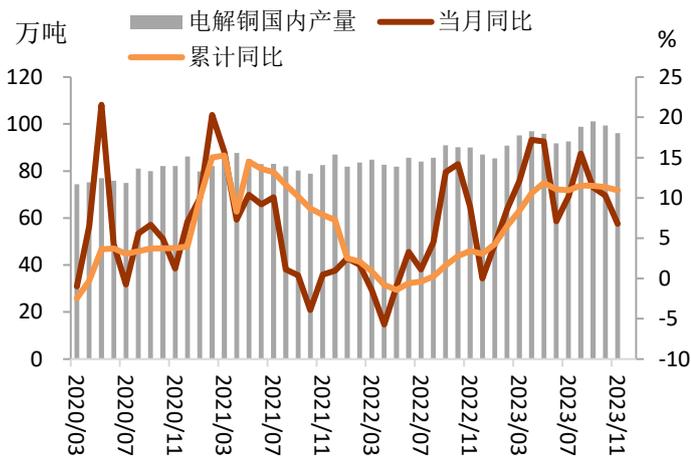


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

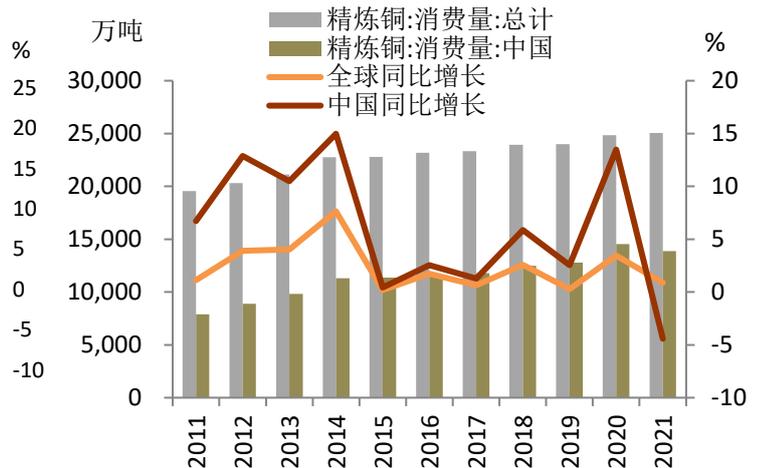


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化



图表 15 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 16 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 17 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、12月进口量仍将持续增长

根据海关数据，我国 11 月我国未锻造铜及铜材进口量达 55.1 万吨，同比增长 2%；铜矿砂及精矿进口量为 244.3 万吨，同比上升 1.5%；11 月精炼铜进口量继续反弹至 37.8 万吨，同比涨幅高达 5.7%，今年 1-11 月累计进口量已达 320 万吨，累计同比降幅收窄至-3.75%，四季度以来的进口增量如期兑现不断修复了今年总量短缺的担忧。

进入 11 月以后，国内终端消费富有韧性，初端加工开工率整体维持在往年同期较高水平，11 月进口量超预期反弹，主因今年二季度以来非洲刚果金和塞尔维亚铜等地区矿冶一体项目的集中投产，洛阳钼业旗下的两大湿法混合项目均有阶段性的隐性库存积压，但三季度后均已完成规模化出口，且在 11 月进口亏损程度较小甚至出现进口盈利短暂开启的情

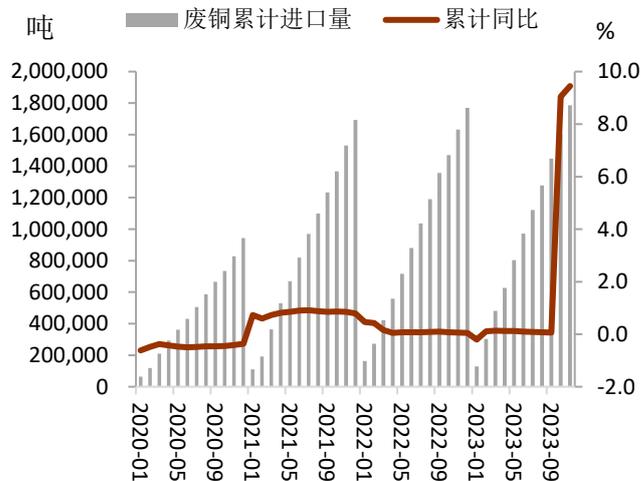
敬请参阅最后一页免责声明

况下，多数货源选择发往国内，且部分货源到港后并未进入交割品仓库和保税库而选择直接发往终端下游，因此对国内显性库存的贡献作用不明显。11月现货进口亏损运行区间在-500至200元/吨之间，剔除人民币汇率的因素以后，伦铜跌幅较沪铜而言相对更大，沪伦比值重心上移并一度升至8.4附近，进口窗口出现短暂开启，主因两地市场库存结构的分化，国内始终维持低库存结构，而伦铜则维持高位区间震荡。预计12月进口窗口仍有阶段性的打开空间，12月进口量将延续边际回升态势，单月进口量或将达到38万吨以上。11月我国废铜进口量达15.6万吨，同比增长1.17%，主要来源仍是日美及东南亚地区，预计12月废铜进口量仍将保持平稳。

图表 18 中国废铜进口单月变化



图表 19 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

#### 4、国内进入慢累库周期，海外库存高位回落

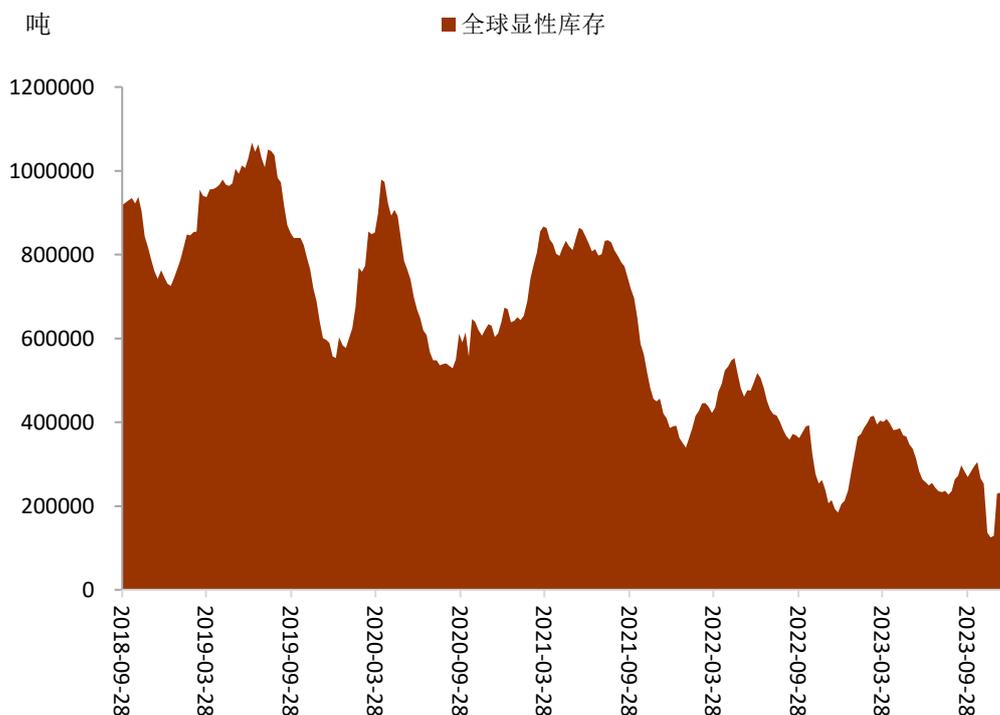
进入12月份，国内出现了季节性淡季的累库迹象，但整体累库速率偏慢，而海外库存高位持续回落，内外库存走势出现分化，但全球显库存仍在低位徘徊。随着国内库存重心的逐步上移，近月BACK结构大幅收窄并接近平水，而LME的0-3因海外融资成本的上升和精铜现货需求的疲弱维持着较大的C结构。

截止12月29日，LME、COMEX和SHFE三大交易所的库存分别为16.73万吨、1.88万吨和3.08万吨，合计21.4万吨，月环比下降4%，全球显性保持低位运行，LME注销仓单比例稳步回升至16%，伦铜0-3升水结构维持100美金左右的C结构，但当前的C结构水平仍难以覆盖持货商做正套的资金成本，并没有出现无风险套利空间。尽管LME亚洲库库存增长约0.8万吨至1.22万吨，但LME的北美地区库存单月大幅下滑逾2万吨，拖累LME库存高位持续下滑。

截止12月29日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）为3.67万吨，环比11月小幅增加0.4万吨。其中SHFE总库存升至3.08万吨，环比11月增加0.47万吨，上海保税区

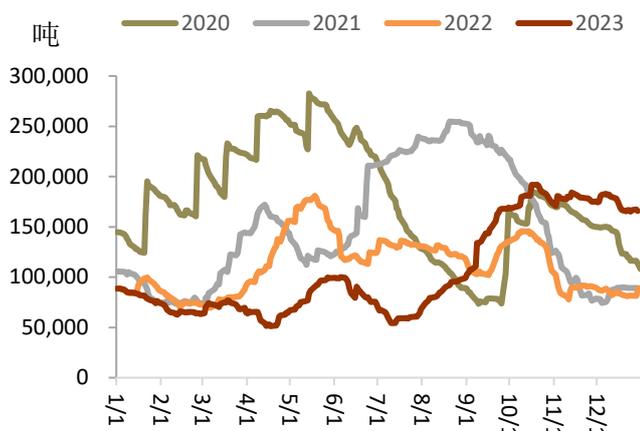
跌至 0.58 万吨，环比 11 月下滑 0.07 万吨，国内保税区的库存已接近见底且无明显修复迹象，主因国内融资套利铜的需求日益下滑。虽然 11 月国内产量边际小幅下滑，但进口增量的如期兑现有效支撑了消费旺季国内的低库存水平。目前海外精铜供应已边际回升，除了印尼的 Gresik 和缅甸的莱比塘项目意外，包括韩国的 ONSAN 等均已复产，美国肯尼科特重建工作也已完成，在进口亏损较小并出现短暂开启的条件下，大多数的进口湿法铜货源纷纷选择直接发往中国，由于部分货源没有注册资格进入交割库和以及融资铜需求的减弱也没有选择入进入保税，因此保税区库存还在继续探底，在整体显性库存较低的格局下，沪铜月差结构大幅收窄甚至接近平水，LME 亚洲库同样维持长时间的低库存状态。由于春节前铜下游往往需要集中补库以备长假生产需要，且随着消费淡季的来临，国内将会转入供大于求的中期格局，今年年初将会进入缓慢累库周期，而海外库存则会维持欧美市场偏高而亚洲地区偏低的格局。

图表 20 全球显性库存变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 LME 铜库存



图表 22 SHFE 和保税区库存走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 5、传统行业淡季具有韧性，新兴产业增速边际回落

### 电网投资增速保持平稳

国家统计局数据显示，1-11 月我国电网投资完成额 4458 亿，同比增长 5.9%。1-11 月我国电源工程投资完成额 7713 亿，同比增长 39.6%，其中，太阳能发电 3209 亿元，同比增长 60.5%，核电 774 亿元，同比增长 45.3%，风电 2020 亿元，同比增长 33.7%，2023 年特高压和储能电网订单增速明显，中低压电网订单增速稍显乏力，由于线缆用铜量大多集中在中低压，整体电网投资增速对精铜消费的提振或较为有限，2024 年整体电网的发展方向将更加聚焦于特高压、储能和数字化配网等新领域，西部地区的风光大基地项目仍需要大规模电网系统的电力外输配送能力，整体预计 2024 年电网投资总额增速约 4.1%，电网端的用铜增速将保持平稳。

### 光伏终端装机量平稳，风电增速低迷

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 160GW，11 月我国新增装机量达 21.3GW，1-11 月累计完成 163.8GW，同比增长 149%，已提前超额完成计划目标。临近年底居民端分布式小型光伏项目装机量有所回升，而大型集中式项目装机增速放缓，2023 年过快的装机进程或拖累今年光伏产业链的发展增速，有市场传言部分下游龙头企业将实行减产和裁员动作。我国 11 月新增风电装机量 4.1GW，1-11 月累计新增装机量 41.4GW，累计同比增长 83.7%，低基数带动累计同比增速回升，但目前陆风装机受黑色成本高企拖累利润空间较小，而海风的投资建设周期长、成本高，且投资回报率不确定性偏高，西部地区一度出现了弃风弃光的现象。整体来看，今年光伏受产业链发展增速回落已形成较强的市场预期，而风电行业或呈现低增速的格局。

### 楼市新政对领先数据的传导弹性减弱

国家统计局数据,1-11月我国房地产开发投资累计总额10.4万亿,累计同比下降9.8%。1-11月我国商品房销售面积累计达10万平方米,同比降幅扩大至8%,其中住宅销售面积为8.59万平方米,同比降幅扩大至7.3%,房地产新开工面积累计为8.74万平方米,同比下降24.4%,房地产竣工面积达6.52万平方米,累计同比收窄至17.9%。

12月部分一线城市楼市调控政策继续松绑,首套和二套购房首付比例均大幅下调,同时配合年底的降息预期落地,银行端的负债端压力减轻以后,将能够更有利于为居民端和实体经济提供较低的借贷利率,引导和支持居民端寻求主动加杠杆的空间。而中央经济工作会议强调满足房企合理的融资需求,加快推进三大工程(保障房,公共设施,城中村改造),统筹化解地方债务的风险,一线城市下降首付比例。中期来看,居民端将进入消费去杠杆的阶段,国内城镇化的速度放缓,人口负增长以及对楼市金融属性预期的转变,我们认为近期的楼市新政对地产领先数据的传导弹性还在减弱,预计年初地产销售将仍然保持低迷。

### 空调冷年销售转淡,24年或仍将维持高增速

国家统计局数据显示,2023年11月我国空调总产量达1595.7万台,同比增长12.8%,11月家用空调销量为1066.6万台,同比增长9.9%,其中内销523万台,同比增长3.5%,出口回升至544万台,同比增长16.8%,截止11月底,全国家用空调工业库存为1695万台,同比微增0.4%。

产业在线数据显示,前11个月,我国家用空调总销售规模已达1.57亿台,同比增长10.8%,12月进入空调内销的传统淡季,房地产的长期筑底和竣工端的边际收益递减,拖累国内家电销售,从排产来看,12月厂商整体侧重于外销。目前欧美和一带一路等核心出口市场的库存压力较低,补库需求明显回升,新兴市场的订单增长较快,叠加近期国际运费的下降,整体对出口市场较为有利,预计全年空调产业呈前高后低走势,尽管短期销售面临下行压力但同比去年仍有较高增速,且厄尔尼诺天气的持续影响仍然使市场对今年的空调消费抱有较强的增长预期。

### 汽车产量平稳,新能源车销量延续高增长

中汽协数据显示,我国11月新能源汽车产销量分别为107.4万辆和102.6万辆,同比分别增长39.2%和30%,11月市场占有率攀升至34.5%,其中混动车型销量32.3万辆,销售占比31.5%。1-11月新能源汽车销量累计达830.4万辆,同比增长36.7%。1-11月我国汽车总产量达2711万辆,同比增长10%。

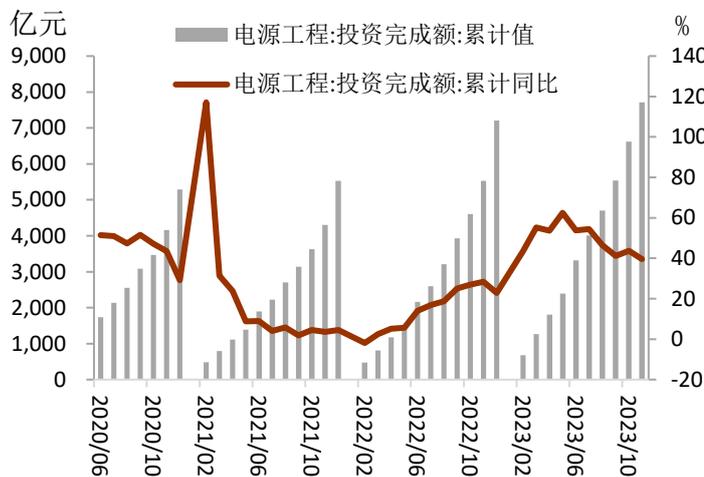
在国家“扩大内需”、促进汽车消费政策以及车企降价优惠的双重驱动下,购车需求进一步释放,随着恢复和扩大消费的政策逐步落地,车企降价促销以及购车优惠补贴的活动持续发力,外加企业年底的生产节奏加快,以及银行端在金融扶持汽车消费的力度加强,

预计全年汽车总销量有望冲击 3000 万辆。而 2023 年的新能源汽车增速或将超过 30%，汽车整体产销规模超出 10%，将对今年新兴产业用铜增速形成超预期的强支撑。

### 传统行业消费有韧性，新兴产业增速边际回落，宏观政策对拉动总需求效用有限

整体需求端来看，新能源汽车将保持高增长，传统汽车产销平稳，电网和电源工程投资持续冲刺；房地产政策传导弹性减弱或将持续筑底，但白色家电冷暖销售转淡，基建和机械制造等用铜淡季需求回落，风光用铜需求略有减速，整体传统行业旺季消费韧性较强，新兴产业增速边际回落，整体 12 月终端消费仍有较强的韧性表现，但国内宏观利好政策对精铜总需求的拉动作用有限，且年初整体终端需求将转入季节性淡季，预计今年 1 月份精铜消费将呈现稳步回落的态势。

图表 23 电源投资完成额变化



图表 24 电网投资完成额变化

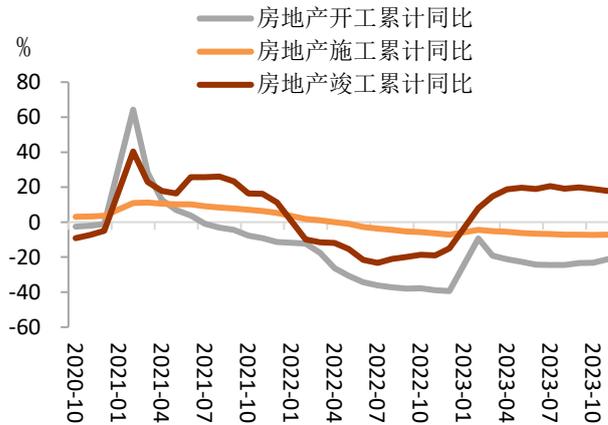


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 25 房地产开发投资增速变化



图表 26 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 27 空调产量增速变化



图表 28 家用空调库存变化

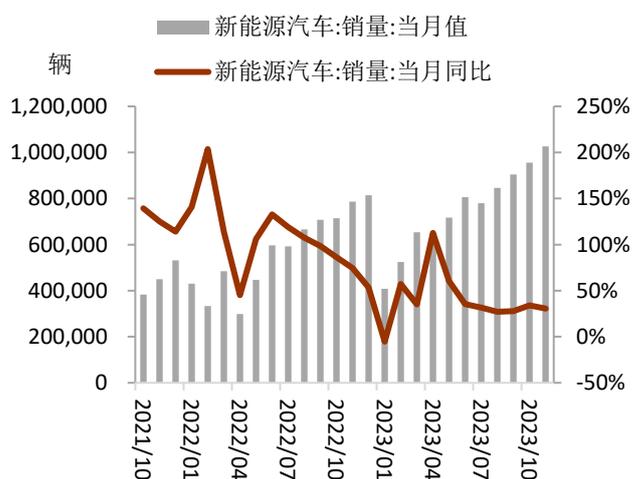


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 汽车产量变化



图表 30 新能源汽车产量及销量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

#### 四、行情展望

宏观方面，12月美联储会议释放转“鸽”信号，但软着陆预期升温或打压市场超前交易美联储提前降息的情绪，美元指数剧烈下挫后反弹；央行年底降息落地，制造业景气度回落，楼市新政未能快速有效总需求回暖，中央经济工作会议总基调仍以“稳”为主。

基本面来看，国内产量维持高位，进口增量边际回升，供应格局趋稳。需求端，传统行业淡季需求韧性较强，新兴产业增速边际回落，预计1月需求将平稳回落。库存结构来看，国内或结束低库存周期，对铜价的支持力度有所减弱。

整体来看，美联储中期货货币政策路径的转向令市场风险偏好回升，但“软着陆”升温仍在降低提前降息的可能性；而国内宏观经济数据仍处于弱修复阶段，财政政策的发力或对

精铜总需求的拉动效用略显滞后，与此同时，矿端供应前景趋紧仍是短期支撑因素，但国内将进入淡季累库周期，整体预计铜价将转入震荡走弱格局。

预计 1 月份铜价将震荡偏弱运行，沪铜主要波动区间在 67000-69000 元/吨之间，伦铜的主要波动区间在 8200-8600 美元/吨之间。

风险点：欧美经济衰退超预期，海外央行提前降息。

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

### 江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室  
电话：025-57910813

### 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

### 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

### 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B  
电话：0411-84803386

### 杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室  
电话：0571-89700168



## 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。