



2023年3月4日

紧平衡预期升温，铜价高位震荡

核心观点及策略

- 宏观方面，美国抗通胀道路的崎岖以及软着陆的预期升温，令市场不断减弱对美联储今年降息的频率和幅度预期，而欧央行更担心地缘政治冲突和过早降息将带来新的通胀风险，海外央行政策立场偏谨慎；国内央行超预期降息，释放稳经济并托底地产强信号，国内宏观预期仍在持续修复之中。
- 基本面来看，国内产量淡季回落，进口环比下滑，供应有趋紧迹象。需求端，传统终端行业需求缓慢复苏，但二季度初国内炼厂有集中检修的预期，供需将转向紧平衡。库存结构来看，国内累库放缓，海外持续去库，对铜价形成一定支撑。
- 整体来看，海外央行整体维持谨慎的降息立场，将会维持一段时间的高利率水平；国内宏观预期持续修复，整体宏观内强外弱；与此同时，全球铜矿供应增速下滑，国内累库低于去年同期，叠加二季度初冶炼厂有集中检修的预期，国内预计将转向紧平衡结构，整体预计铜价将维持高位震荡的格局。
- 预计3月份铜价将高位震荡运行，沪铜主要波动区间在67000-71000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在8400-8800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

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

目录

一、2024年2月铜行情回顾.....	4
二、宏观经济分析.....	5
1、美联储降息预期减弱，欧央行维持谨慎立场.....	5
2、美国软着陆预期升温，欧元区制造业持续萎缩.....	6
3、降准降息超预期兑现，宏观预期边际不断修复.....	6
三、基本面分析.....	8
1、矿端干扰并未平息，现货TC大幅下滑.....	8
2、国内精铜产量维持高位.....	9
3、红海冲突和非洲滞港拖累1月进口量.....	12
4、国内进入慢累库周期，海外库存高位回落.....	13
5、传统行业淡季消费回落，新兴产业增速边际下滑.....	15
四、行情展望.....	18

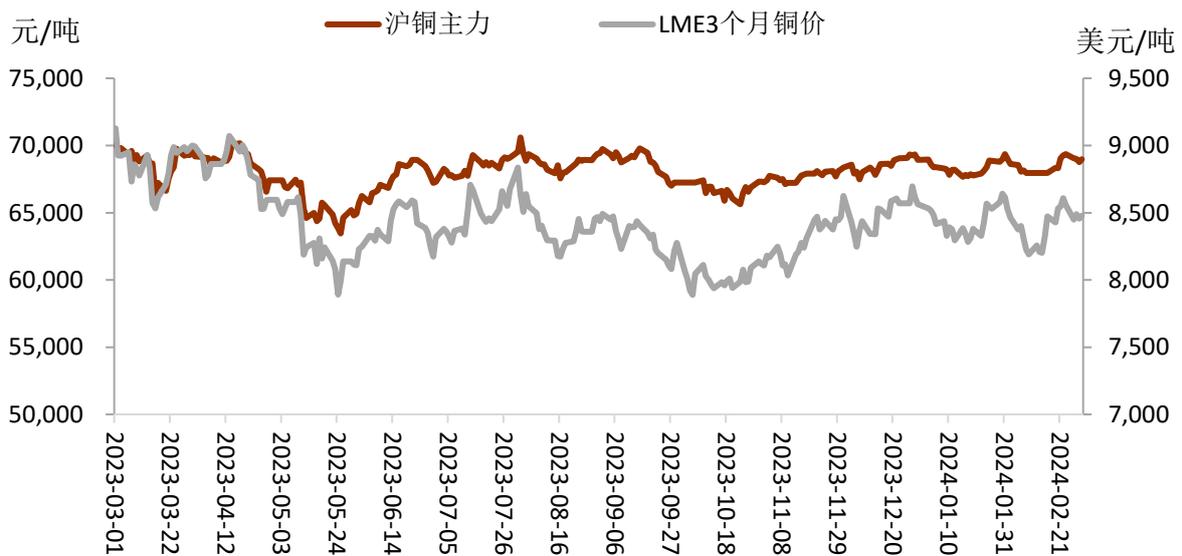
图表目录

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.....	10
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.....	11
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	11
图表 12 中国铜材产量及增速变化.....	11
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	11
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.....	12
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化.....	12
图表 18 中国废铜进口单月变化.....	13
图表 19 中国废铜进口累计变化.....	13
图表 20 全球显性库存变化.....	14
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.....	17
图表 24 电网投资完成额变化.....	17
图表 25 房地产开发投资增速变化.....	17
图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化.....	17
图表 27 空调产量增速变化.....	18
图表 28 家用空调库存变化.....	18
图表 29 汽车产量变化.....	18
图表 30 新能源汽车产量及销量变化.....	18

一、2024年2月铜行情回顾

2024年2月，铜价整体宽幅震荡运行。一方面，美国通胀数据的粘性以及经济数据的强劲表现令美国软着陆预期继续升温，同时市场对美联储今年降息频率和幅度的预期继续减弱；另一方面，央行超预期下调LPR利率，力求稳经济托底地产，市场仍对国内出台新政刺激经济抱有较强预期；基本面来看，国内产量环比回落，进口量小幅下滑，而终端处于淡季缓慢复苏的阶段，年后国内累库明显放缓，现货仍处于贴水区间，整体结构仍维持淡季弱平衡但未来有向紧平衡转移的趋势。截至2月底，伦铜报收于8478.5美元/吨，月度跌幅为1.6%；沪铜报收于68990元/吨，月度跌幅约0.5%。1月人民币兑美元汇率整体呈小幅贬值趋势主因美元因降息预期的推迟而走强，沪伦比上升至8.13附近，近期表现为内强外弱的格局。

图表1 铜期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2月以来，国内精铜因春节假期停工停产影响，维持季节性消费淡季，电网投资工程建设尚未全面启动，全国工地整体开工率截止月底仅恢复至40%，新能源汽车产销规模环比大幅下降，风光行业开年后新增装机容量增速明显放缓。初端加工来看，精铜制杆企业受电网发电等行业订单需求回落的拖累，开工率维持在7成以下；而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，开工率略高于70%，而铜箔企业则因产能过剩及年初新能源汽车的产销增速回落，平均开工率仅维持在5成左右，铜板带企业则因终端电气行业的变压器、冲压件和电力金具等订单降温，开工率小幅走弱至77%，整体终端消费维持淡季偏弱的状态。而国内社会库存春节期间累库近12万吨，但节后近两周

累库速率明显放缓，一方面 2 月国内产量预计将继续回落，进口货源到港量下滑，供应端弱平衡的结构对显性库存的累积效应减弱，截止 2 月底国内社会库存维持 30 万吨左右，低于去年同期水平，月中现货贴水幅度一度达到-130 元/吨，整体重心环比今年 1 月继续下降；2 月以来，当月与次月的均维持较小幅度的 C 结构，主因国内淡季累库预期较强，社会库存持续上升；预计 3 月国内终端消费将逐渐复苏回暖，随着 3-4 月冶炼厂提前集中检修期的到来，供需逐渐转向紧平衡的阶段中，现货升贴水或出现一定程度的反弹。

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、美联储降息预期减弱，欧央行维持谨慎立场

美国 1 月 CPI 数据略超预期，其中核心 CPI 同比降幅放缓，1 月核心 PCE 数据整体符合预期，但剔除住房和能源的核心服务通胀仍在加速升温，显示美国当前抗通胀道路充满崎岖，美联储最为关注的核心指标并未充分提供通胀持续下行的有力证据，令政策制定者担忧通胀前景面临的持续风险。多位美联储官员表达鉴于当前美国经济和就业市场的弹性以及潜在通胀预期重燃的风险，短期没有必要急于降息，期望看到经济活动的进一步放缓来佐证通胀减速，认为今年夏季启动降息较为合适，在做出决定之前需要看到价格压力得到更为充分的环节，预期全年降息频率或为 2-3 次，整体维持谨慎温和的降息立场。利率互换市场目前对美联储今年降息幅度的定价已明显收窄，并对降息的开启时间推迟到了今年 6 月左右，海外投行最新预测今年美联储将降息 3 次左右，整体幅度或为 75 个基点。

欧央行 1 月会议纪要显示欧央行管委会成员普遍认为现在讨论降息尚早，如果过早降息将会面临较大风险。虽然欧元区近期的通胀数据持续低于市场预期，但当前欧元区面临因地缘政治冲突，红海航运干扰所带来的能源价格中枢上移的问题，或将拖累其抗通胀的进程并出现新的通胀压力；此外，近期薪资增速的高企将导致服务通胀的粘性强化，对欧元区的通胀下行路径产生较大的阻碍，而近期欧元区的经济数据和欧央行官员谨慎的政策立场都令市场逐渐降低对欧央行今年的降息预期，我们仍然预计欧元区或将在二季度末左右适当开启降息，很有可能不会早于美联储开启降息的时点。

2、美国软着陆预期升温，欧元区制造业持续萎缩

美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值超预期扩张至 51.5，创 1 年半以来新高，其中新订单指数大幅回暖，出口订单需求增速较快，而工厂产出增速创 10 个月以来的最高水平，显示制造业前景持续改善。2 月服务业 PMI 初值录得 51.3，略低于预期，整体服务业增长略有放缓，供应商对服务业未来发展前景预期有所下滑，主因美联储或将继续维持一段时间的限制性利率水平或对美国中期消费支出状况造成威胁；与此同时，2 月成本通胀持续降温，但产出通胀则再次提速，整体服务业的价格压力有进一步回落的趋势，整体来看，两大产业的同时扩张或将继续拉动美国一季度中期经济增速的继续回升，最新预期美国今年 GDP 年化增长率将达到 2% 左右，美国经济软着陆预期仍在持续升温 and 逐步兑现之中。

欧元区 1 月制造业 PMI 环比回落至 46.1，低于预期，但仍位于荣枯线下方，其中“火车头”德国制造业大幅回落成为主要拖累，2 月德国制造业意外加速萎缩至 42.3，明显低于预期，在其第一季勉强摆脱跌入技术性衰退区间后，短期经济仍面临明显的放缓压力，受到全球贸易格局放缓，国内铁路和航空领域罢工的影响，德国已经被 IMF 列为 2023 年表现最差的发达经济体。相比之下，法国经济已呈现复苏迹象，2 月两大产业 PMI 萎缩程度明显放缓，新订单降幅明显收窄，其中 2 月服务业 PMI 指数为 48，由于服务业占法国总产出的比重近 80%，因此法国服务业逐渐接近扩张区间令市场对法国经济实现正增长的预期显著升温。此外，欧元区企业情绪有所改善，新增就业数据逐步回暖，表明企业对欧元区中期的货币政策立场宽松以后的经济复苏抱有一定期待。整体来看，欧元区服务业抬升的势头部分抵消了制造业低迷带来的经济衰退预期，但短期欧元区经济的复苏道路仍将面临较大不确定性。

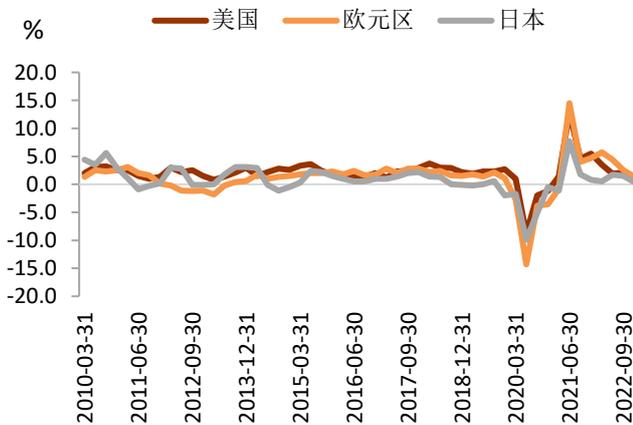
3、降准降息超预期兑现，宏观预期边际不断修复

央行继 1 月降准降息超预期落地以后，2 月再次超预期下调五年期 LPR 利率 25 个基点，此次非对称降息充分考虑短期人民币汇率贬值的压力以及内部货币政策灵活调整机制发挥空间的平衡性，并更倾向于稳定国内经济基本盘，更是为了救急和托底当前较为低迷的房地产行业，释放积极的货币政策信号，同时配合银行端的降准降低存款利率为其减负的同

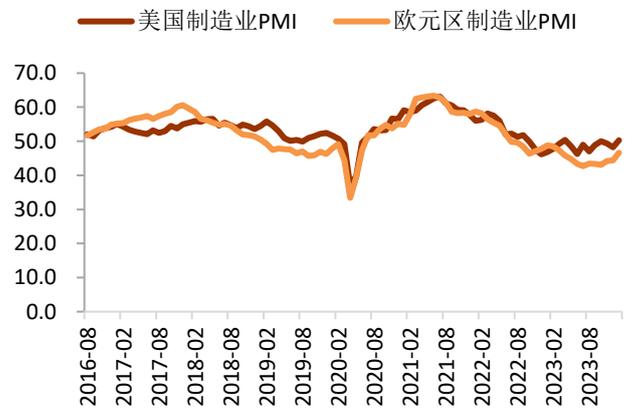
事，最大程度地减轻购房者的贷款负担，刺激市场刚需购房者的需求，同时配合主要一线城市一系列的楼市新政，包括放开限购限售、放松落户政策、推行房票制度、降低首套房和存量房贷利率以及持续推进PSL投向“三大工程”的融资规模，力求拉升国内楼市的短期需求和中长期市场对楼市信心的预期修复。在地产企业面临高额债务压力和较大销售困境的背景下，大力促进楼市短期的量价企稳，体现了中央“稳经济”、“保地产”的坚定决心和强烈诉求，在近期政策频繁落地和兑现的阶段中，国内资本市场的风险偏好持续回升。

数据方面，2月官方制造业PMI为49.1，环比下降0.1，新订单指数持平，生产指数小幅回落，大型企业PMI维持在50.4，整体制造业短期运行保持平稳，2月综合PMI产出指数为50.9，继续位于荣枯线上方，显示我国企业生产经营活动总体呈缓慢扩张的态势。

图表3 发达国家 GDP 增速

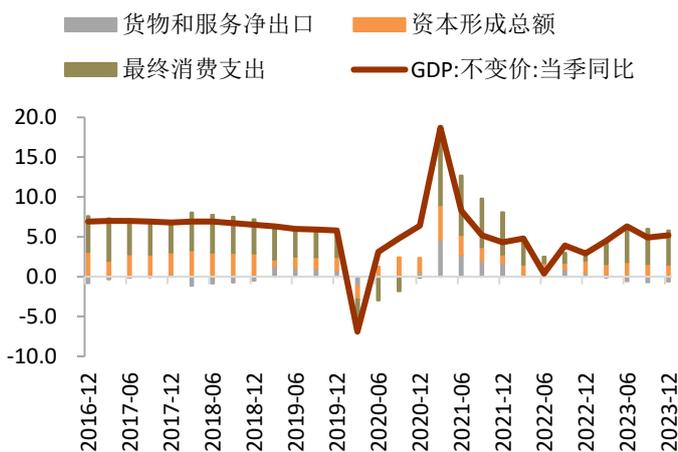


图表4 美欧制造业 PMI



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、矿端干扰并未平息，现货 TC 大幅下滑

2月进口铜精矿现货加工费 TC 指数低位运行，月底最低跌至 22.4 美元/吨，主因巴拿马铜矿供应中断持续，乐观预计复产时间接近今年年中，以及英美资源下调了今年旗下 6-8 万吨的铜产量预期，Codelco 去年总产量同比下降 8.3%，全球多家主力矿山的矿龄老化问题日益严重，或将导致今年全球铜精矿的供应增速预期下调近 1%，而国内冶炼厂当前对精矿需求平稳，导致全球精矿市场仍将面临紧缺以及中期供应趋紧的预期。

去年 11 月，巴拿马贸易和工业部已终止第一量子旗下的巴拿马铜矿的所有业务，此前当地爆发了反对该矿运营的抗议活动，目前该项目的重启时间未定，由于巴拿马新一届总统大选将于今年 5 月落下帷幕，而该矿的恢复运营合同谈判大概率要在新政府上任以后进行，这将导致这座年产逾 30 万吨，约占全球铜精矿供应总量 1.5% 的大型矿山将关闭长达半年之久，将对 2024 年矿端供应产生直接影响，而从地缘政治环境来看，该国频繁调整矿业政策将导致矿业投资环境日益恶化，将影响海外矿企投资开发的积极性，我们乐观预计巴拿马铜矿将于今年年中复产，今年该矿山减产幅度或达 15-18 万吨。

第一量子公布季报称，其 2023 年四季度产铜 16 万吨，同比下降 22.2%，环比下降 27.7%，2023 年第一量子累计产量达 70.8 万吨，同比下降 8.8%，并大幅下降 2024 年产量预期至 37-42 万吨，主因旗下 Cobre Panama 处于停产状态，而 Kansanshi 和 Sentienl 铜矿的产量也将继续下滑。2023 年第四季度巴拿马铜矿铜产量为 6.3 万吨，环比下降了 44.5%，同比下降 30.2%。主要是因为 2023 年 11 月底，Punta Rincón 港口和通往厂区的道路遭到非法封锁，发电厂运营所需的物资无法运达，导致生产暂停。由于巴拿马项目目前仍处于无限期停产阶段，该项目 2024 年的生产指标已暂停执行。

泰克资源公布季报，其 2023 年第四季度铜综合产量达 10.3 万吨，同比增长 58.1%，环比增长 43.8%，2023 全年 TECK 累计铜产量达 29.6 万吨，同比增长 9.8%，主要得益于旗下位于智利 QB2 项目的产能快速爬坡，Highland Valley Copper 的选矿厂吞吐量增加，以及旗下位于秘鲁的 Antamina 铜品位的提高。其中去年第三季度投产的 QB 新项目 2023 年累计产铜 5.5 万吨，今年预计的指导产量为 23-27.5 万吨，将成为今年全球铜矿主要的供应增量，去年三季度投产后其产能爬坡速度较快；旗下位于秘鲁的安塔米纳铜矿去年四季度产铜 12 万吨，全年产铜 42.5 万吨，同比下降 6.6%，主因原矿石品味的逐步提高，2022 年安塔米纳向秘鲁监管机构提交了环境影响评估修改法案，将矿山寿命由 2028 年延长至 2036 年。

Kaz Minerals 公布季报称，其 2023 年第四季度铜产量为 10.1 万吨，同比增长 4.5%，环比增加 0.5%，2023 年全年累计产铜 40.3 万吨，同比增加 6.2%。旗下位于哈萨克斯坦的 Aktogay 铜矿第四季度产铜 6.04 万吨。其中铜精矿产量为 5.77 万金属吨，阴极铜产量为

0.53 万吨。铜总产量同比增加 1.2%，环比减少 7.6%。环比减少主要是因为检修计划。四季度铜品位从 0.49% 下降到 0.48%，而回收率从第三季度的 87.2% 提升到了 88.3%，旗下 Bozshakol 四季度铜总产量为 2.71 万吨。同比增加 12.0%，环比减少 0.7%，受益于该矿山通过优化矿石研磨粒度，提高回收率，及将矿石品位从去年同期的 0.42% 提高至 0.43%。

智利国家统计局发布报告，智利 2024 年 1 月铜产量达 43.5 万吨，同比微增 0.1%，而去年 11 月产量则跌至 44.5 万吨，同比下降 3.1%，位于多年同期最低纪录，去年全年全球最大铜生产国的产量受限，主因矿石品位下降、水资源短缺、劳动力问题和不确定的财政制度等都对产量产生了负面影响，全球最大铜生产商 Codelco 预计其去年产量仅为 132.5 万吨，创 25 年以来的最低水平，最近国内进口铜精矿加工费低位运行，反应了全球矿端供需趋紧的局面。

2、国内精铜产量维持高位

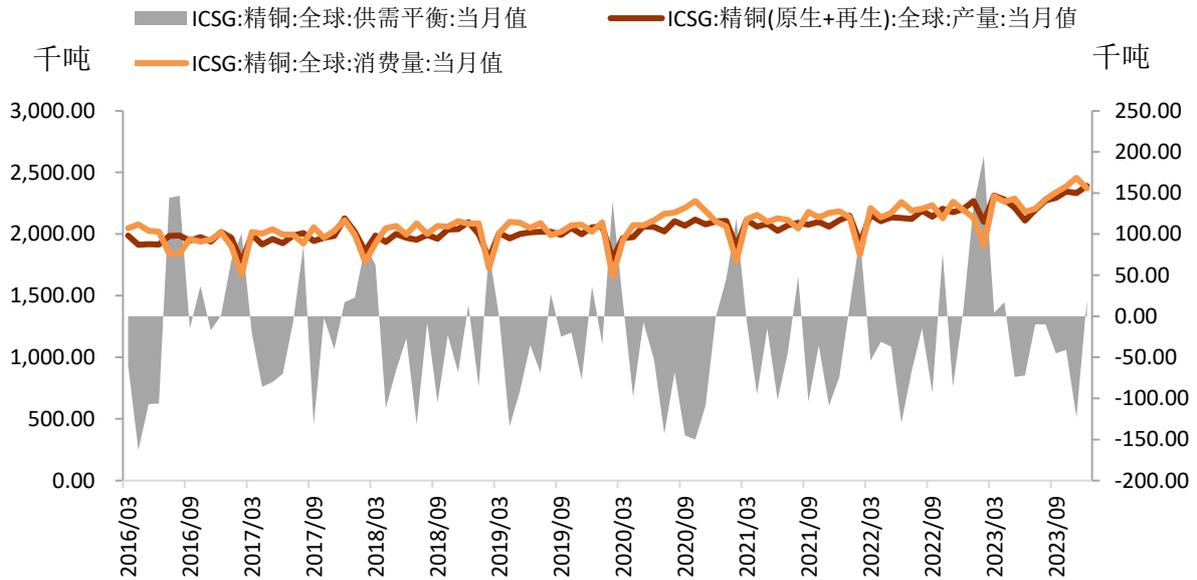
根据 ICSG(国际铜研究小组)报告显示，2023 年 12 月全球精炼铜产量为 239 万吨，消费量约为 237 万吨，供应过剩 2 万吨，而去年 1-12 月全球精炼铜市场供应短缺 8.7 万吨，2022 年为供应短缺 43.4 万吨。

SMM 数据显示，今年 1 月我国精铜产量达 96.98 万吨，同比增长 13.6%，环比下降 3%，略高于预期的 95.36 万吨。1 月份，全国主要冶炼厂的产能利用率环比降至 81.6%，年初产量环比下滑，主要由于 1 月西南铜业因整体搬迁已全面停产；去年 10 月投产的中条山有色因寒潮天气影响，产量始终不及预期；而张家港联合铜业技术改造导致产能利用的下降；富邦铜业则计划 3 月停产技术改造，预计 7-8 月份复产并从 5.5 万吨扩产至 10 万吨。节后多数冶炼厂产能爬坡缓慢，将导致 2 月份产量继续回落至 95 万吨左右。

由于精矿供应短缺，现货 TC 大幅回落至 25 美元/吨，由于短期铜精矿价格涨幅较大，多家冶炼厂计划将第二季度的检修计划提前到今年的 3,4 月份，二季度初国内将迎来集中检修期，例如大冶新线弘盛铜业 3 月份开始检修，预计将长达 2 个月，预计将减产三分之一；河南中原黄金检修 40 天，预计减产 4 万吨；金冠铜业 4 月检修 25 天，因此二季度精铜有供应偏紧的预期，预计第二季度的月均产量将回落到 93-95 万吨。海外方面，洛钼旗下的 KFM 和 TFM 两大湿法项目继续爬产，预计新增 19 万吨；KPM 去年新增 5 万吨，预计今年达产；俄罗斯乌多坎湿法冶炼今年投产，缅甸莱比塘项目有复产预期，整体湿法产能将增加 20-30 万吨；火法方面，印尼的 Gresik 扩建项目，印尼 Manyar 的 50 万吨和阿曼的 Amman 的 20 万吨新建项目都将于今年年中建成，但智利的 Enami 停产以及美国的 Miami 大修，实际火法供应增量有限。

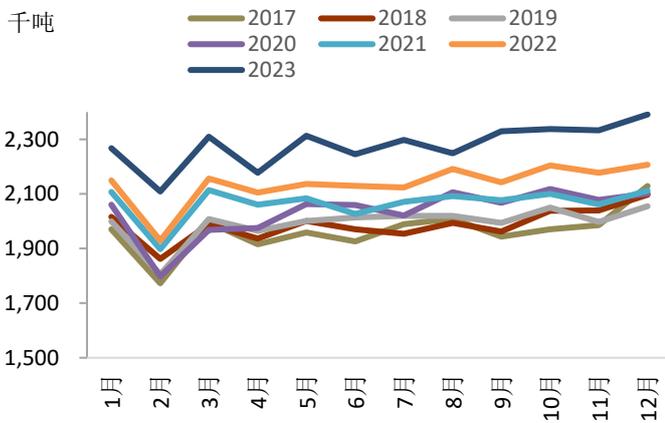
整体来看，年初精铜产量将随着终端消费并未全面复苏以及国内部分炼厂的停减产计划而逐步回落，二季度国内将迎来炼厂的集中检修期，预计 2 月国内精铜产量将进一步降至 95 万吨附近。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

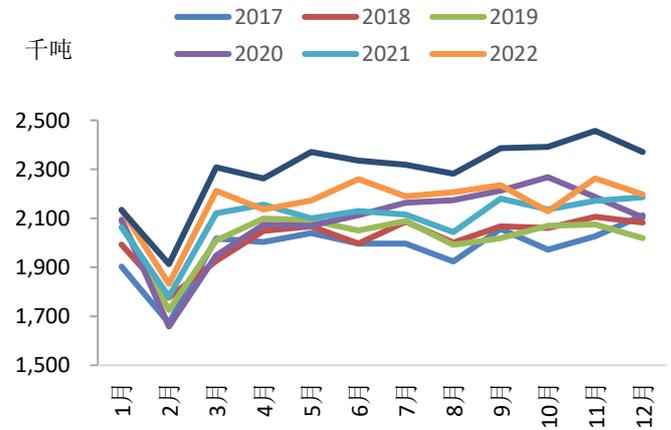


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

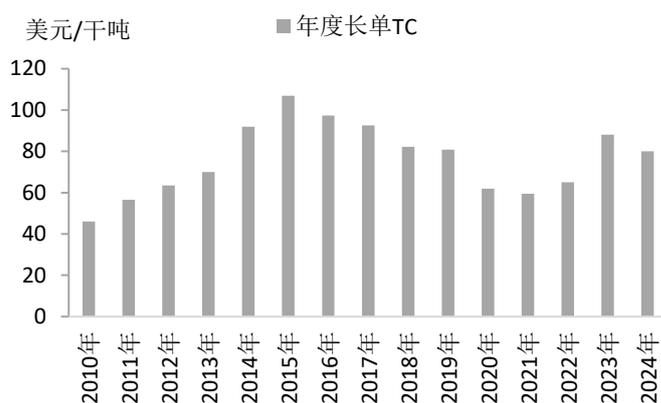


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

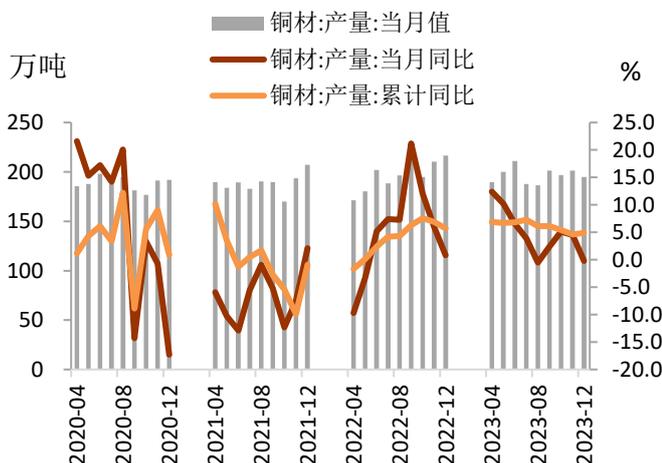


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

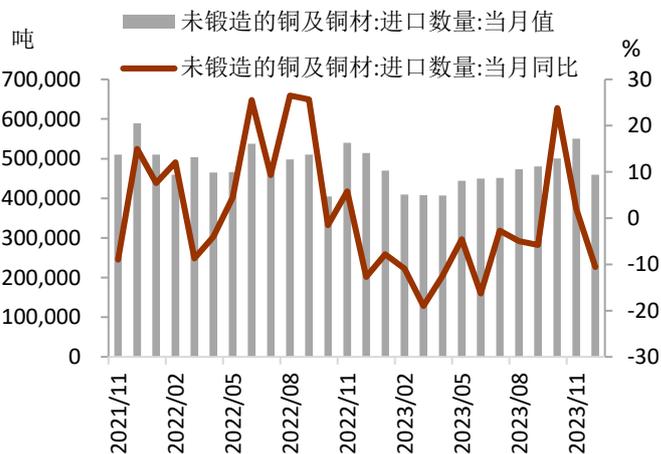


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

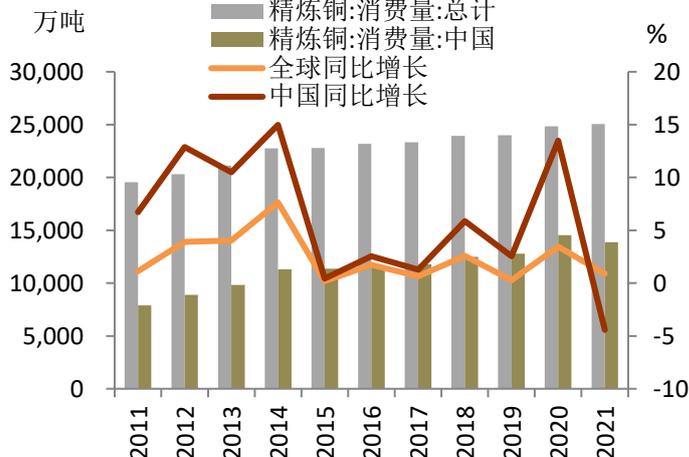


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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



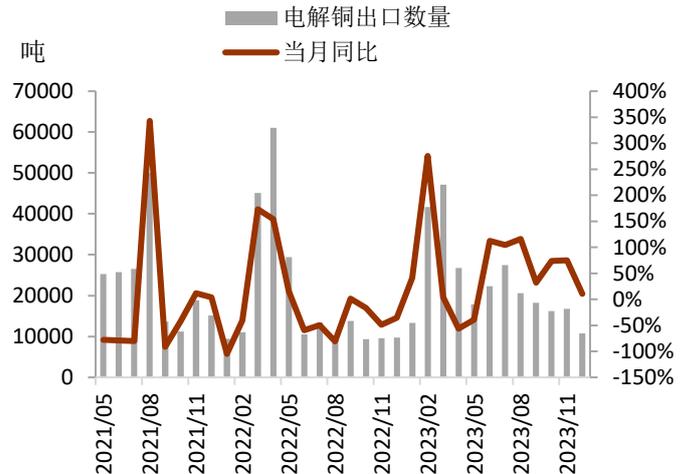
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

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



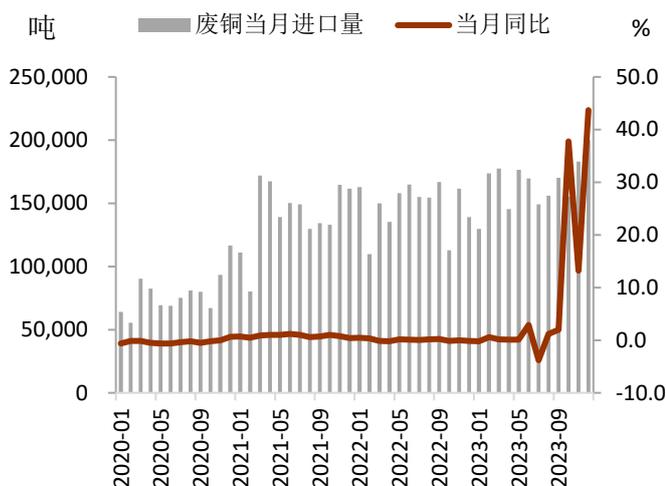
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、红海冲突和非洲滞港拖累 1 月进口量

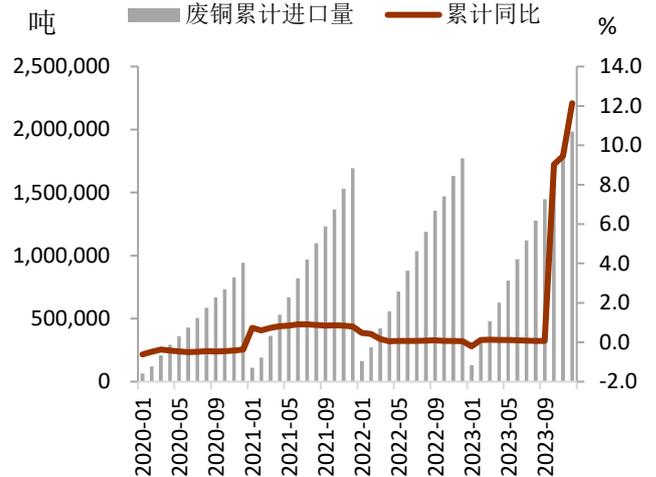
根据海关数据，我国 12 月我国未锻造铜及铜材进口量达 45.9 万吨，同比下降 10.6%；铜矿砂及精矿进口量为 248.1 万吨，同比大增 17.9%；12 月精炼铜进口量回落至 31.1 万吨，同比下降 10.3%，2023 年全年累计进口量已达 351 万吨，累计同比降幅为-4.4%，去年四季度以来的进口增量兑现对去年下半年精铜供应形成了有效的支撑。

开年以来，国内终端消费进入季节性淡季，初端加工开工率稳步下移，进口敞口开启时间段且幅度较小，且近期现货跌入贴水区间，中美利差持续高挂导致贸易企业融资需求持续减弱，多方面因素拖累年初进口量随之明显走弱，因红海航运干扰影响，俄铜，塞尔维亚铜的进口量都有所下降；另一方面，目前非洲刚果的隐性库存很高，由于当地基础设施落后，内陆主要以公路运输为主，货物从刚果矿场到南非港口需要 50 天左右的时间，目前已有约 70000 个集装箱滞留在港口，保守估计约有 30 万吨铜堆积在了刚果境内，短期国内进口量或受到非洲当地疏港能力的影响而小幅下滑。目前现货进口盈亏运行区间在-300 至 200 元/吨之间，剔除人民币汇率的因素以后，沪伦比值重心回升至 8.13 一线附近，进口窗口在盈亏平衡线附近徘徊，主因两地市场库存结构的分化，国内进入缓慢的累库周期，而伦铜则保持高位持续回落，且整体库存的边际变化开始缩小，预计 1-2 月我国进口量将继续回落至 30 万吨左右。12 月我国废铜进口量达 19.9 万吨，同比增长 43.7%，主要来源仍是美国、日本及东南亚地区，预计今年 1 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

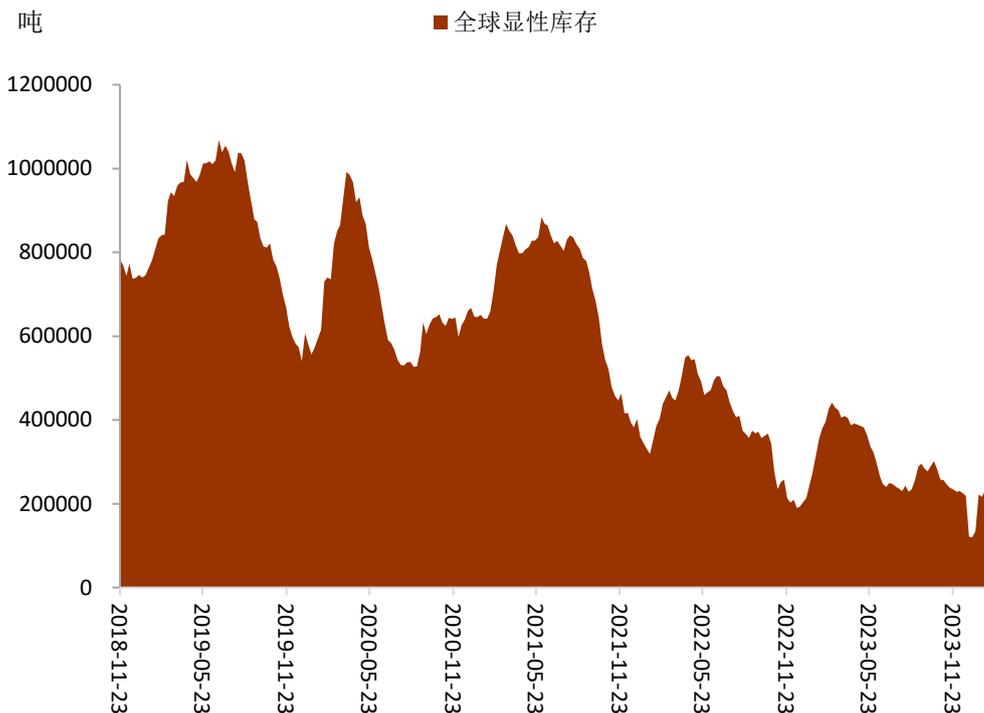
2 月份以来，国内进入了传统季节性的累库周期，春节期间国内社会库存大幅累库 11.7 万吨，而节后累库速度又明显放缓，而海外库存高位持续回落，内外库存走势出现分化，但全球显现库存目前仍在慢累库阶段之中。随着国内库存重心的逐步上移，以及二季度炼厂提前集中检修的预期升温，近月月差维持较小幅度的 C 结构，而 LME 的 0-3 因海外融资成本的高企和精铜现货需求的乏力重新走扩。

截止 2 月 23 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 12.3 万吨、2.86 万吨和 18.1 万吨，合计 33.26 万吨，月环比大幅增加 47%，全球库存低位大幅反弹，LME 注销仓单比例回落至 15%，伦铜 0-3 升水结构维持 100 美金上下的 C 结构，但并没有出现无风险的正套空间。LME 亚洲库库存增长约 0.26 万吨至 2.04 万吨，LME 欧洲和北美地区的库存分别下降 0.3 万吨左右。

截止 2 月 23 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）为 21.3 万吨，环比 1 月大幅增加 15.5 万吨。其中 SHFE 总库存升至 18.1 万吨，环比 1 月增加 13.08 万吨，上海保税区升至 3.2 万吨，环比 1 月上升 2.42 万吨，保税区库存缓探底回升，主因淡季需求减弱且进口货源持续到港，属于季节性累库，但整体累库高度有限。1 月国内产量保持平稳，虽然红海航运问题导致海外船期延误，但总体供需双弱的格局持续推动国内库存重心回升。目前海外精铜供应已逐步恢复，美国肯尼科特重建工作也已完成并进入复产阶段，洛钼旗下的刚果两大湿法混合项目 KFM 和 TFM 三条线均已投产，KPM 去年扩建产能 5 万吨，俄罗斯乌多坎铜矿和湿法铜项目预计二季度末投产，全球今年湿法产能增量将达到 20 万吨，而印尼的 Gresik 扩建项目和 Adani 新建项目投产可能接近年中，再加上智利的 Enami 停产，因此今年火法的增量可能比较有限，整体海外精铜供应仍维持平稳。

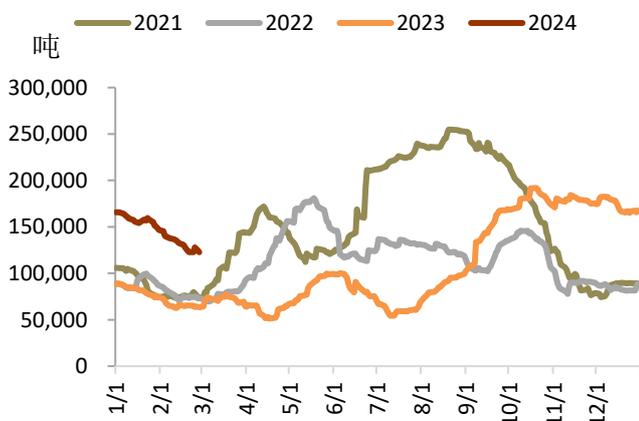
在进口盈亏持续处于平衡点附近波动的情况下，多数海外的进口湿法铜货源纷纷选择直接发运至中国，叠加下游消费的季节性转弱，国内显性库存重心抬升，而 LME 亚洲库存作为国内显现库存的领先指标，其也在 2 月进入累库周期。随着节后下游消费复苏偏慢，国内维持弱平衡的供需结构，2 月国内将继续进入缓慢累库的阶段，但预计累库的速度和幅度低于往年同期，而海外库存则因为全球火法冶炼产能增量有限而继续回落。

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、传统行业淡季消费回落，新兴产业增速边际下滑

电网投资增速保持平稳

国家电网预计，2024 年我国电网投资工程建设总额将超过 5000 亿元，围绕数字化配电网，新型储能调节控制以及车网互联等新型应用领域的快速拓展，整体发展将继续向“数智华”坚强电网的方向运作，而特高压工程建设仍是今年的重中之重。国家统计局数据显示，2023 年 1-12 月我国电网投资完成额 5275 亿，同比增长 5.4%，超额完成计划的 5200 亿，完成率达 101.4%。去年 1-12 月我国电源工程投资完成额 9675 亿，同比增长 30.1%，太阳能发电装机容量约 6.1 亿千瓦，同比增长 55.2%；风电装机容量约 4.4 亿千瓦，同比增长 20.7%。2023 年，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用 3592 小时，比上年同期减少 101 小时。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，在特高压为今年电网建设重心的背景下，预计电网端铜芯缆线的需求增速将保持平稳，今年电网投资用铜增速将达 4-5%。

风光用铜增速预计放缓

中国光伏工业协会的预计，2023 年 12 月我国新增光伏装机容量达 34.3GW，全年累计新增装机总量达 216GW，同比增长 147%，去年光伏用铜总量可达 118.3 万吨，今年国家能源局预计 2024 年我国风光新增装机容量将达 200GW 的总量有些偏低，我们预计今年光伏装机总量将达 220GW，陆风加海风的装机容量达到 80GW，预计今年风光行业用铜增量将达 124.3 万吨，同比增速为 5.1%，虽然增量仍然可观，但增速明显放缓。年初大型集中式项目装机增速明显放缓，2023 年过快的装机进程或拖累今年光伏产业链的发展增速，在光伏发电端的用铜单耗也有逐年下降的趋势，铝对铜的替代性逐步加强主要由于成本端的优势，近 3 年光伏发电端用铜单耗已经从每兆瓦 3.7 吨降至 2.7 吨左右。12 月我国新增风电装机量 5.2GW，去年全年累计新增装机量 75.6GW，累计同比增长 101%，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，今年光伏装机增量可观但增幅放缓，而风电行业的发展低迷则需要成本端的下移以及更多的行业政策补贴支持。

楼市政策组合拳托底楼市

国家统计局数据，去年 1-12 月我国房地产开发投资累计总额 11.1 万亿，累计同比下降 9.6%。1-12 月我国商品房销售面积累计达 11.2 万平方米，同比降幅扩大至 8.5%，其中

住宅销售面积为 9.48 万平方米，同比降幅扩大至 8.2%，房地产新开工面积累计为 9.54 万平方米，同比下降 20.4%，房地产竣工面积达 9.98 万平方米，累计同比降至 17%。

由于今年 1-2 月地产销售不佳，竣工增速放缓，央行年初降准降存款利率缓解银行压力，随后超预期下调 LPR 利率刺激购房需求，减轻居民贷款负担，充分显示央行托底楼市的决心，在保汇率和稳经济的选择题上毅然选择了后者。今年大方向上将加快推进三大工程(保障房，公共设施，城中村)，化解地方债务的风险，政策上推行房票制度，定向投放 PSL(棚改建专项贷款)，其承担了“财政发力+定向宽松”的双重任务，去年 12 月 PSL 净增了 3500 亿元，市场预计今年 PSL 规模将达 1-1.5 万亿元。中期来看，楼市政策的组合拳仍在持续加码，逐步放开限购、限售，调低贷款利率，PSL 的累计投放将形成从量变到质变的正反馈，央行逐步拓宽地产企业的融资渠道，推动市场形成中长期对楼市信心的修复。我们预计今年建筑业用铜增速将回升至 2.9%。

空调冷年销售清淡

国家统计局数据显示，2023 年 12 月我国空调总产量达 2153 万台，同比超预期增长 26.9%，12 月家用开空调销量为 1343.5 万台，同比增长 16%，截止 12 月底，全国家用空调工业库存为 1710 万台，同比微增 0.88%。

产业在线数据显示，今年 2 月我国家用空调内销排产 588 万台，较去年同期的实绩销量下降 16.1%，主因春节长假抵押厂家排产周期，部分企业的生产计划已前置到今年 1 月，导致 2 月出现了高基数下的同比回落，整体今年一季度的排产计划总量仍然高于去年同期，更多的是来自于今年空调的销售增长压力驱动，多数厂商对今年的行业前景感到乐观。2 月空调出口排产量达 615 万台，较去年同期实绩下降 10.2%，高基数下的回落也在预期之内，整体海外发达经济体的高利率环境抑制消费增速上升的局面将有所改观，海外家电市场的刚性需求将得到充分回归，目前红海危机仍然导致全球海运运力紧张，海运费日益增加，多数企业为提前锁定采购成本，纷纷追加了对原有订单的采购量，海外央行若提前放松货币政策刺激经济增长将在一定程度上提振我国的空调出口规模。

新能源汽车淡季产销大降，今年增量可观增速放缓

中汽协数据，1 月新能源汽车产销分别完成 78.7 万辆和 72.9 万辆，环比分别下降-32.9% 和-38.8%，同比去年 1 月销量+78.8%，市场占有率回落至 29.9%。其中内销 62.9 万辆，环比-41.8%；出口 10.1 万辆，环比-9.8%。车企降价去库的策略还在持续，但新能源汽车销售进入淡季，锂电铜箔开工率大幅回落，2 月多数电池厂减产幅度明显。1 月新能源汽车销量环比大幅走弱，储能并网订单也低于预期，对锂电铜箔需求形成拖累。预计 2 月新能源汽车产销仍将维持偏弱状态，中汽协预计 2024 年新能源汽车销量将达 1150 万辆，增量约为 205 万辆，同比增速放缓至 21.7%。我们估算交通行业的用铜增速将从 8.3% 回落至 6.1%。值得注意的是，受电池铜箔轻量化的趋势影响，电动汽车更少布线的内部电压系统以及小

型电动车的普及，纯电动汽车单车耗铜量也呈逐年递减的态势。

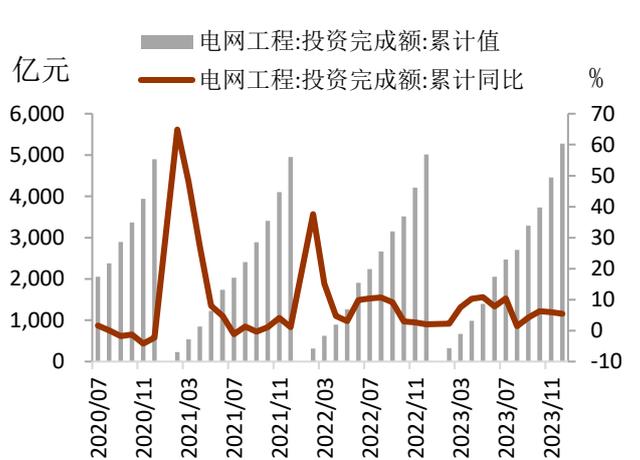
传统行业淡季需求缓慢复苏，新兴产业用铜增速回落

整体需求端来看，新能源汽车淡季销售回落，电网投资工程项目尚未全面启动；房地产低位运行但政策持续托底，白色家电淡季销售偏冷，风光用铜增速下降确定性较强，春节以后，传统行业进入缓慢复苏的周期，新兴产业用铜增速边际下滑，虽然现实偏弱，但预计3月份精铜消费将随着终端需求的回暖呈现较快的复苏势头。

图表 23 电源投资完成额变化



图表 24 电网投资完成额变化

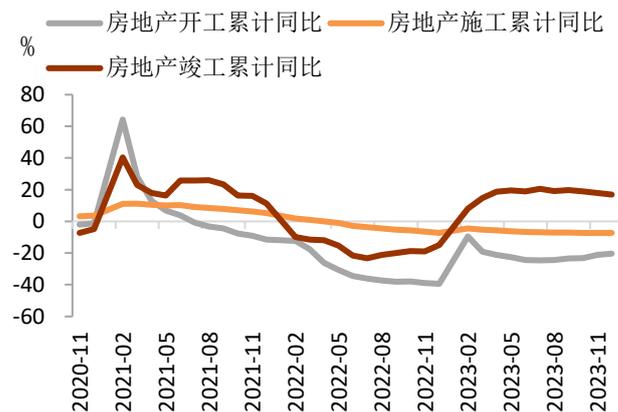


资料来源：iFinD，铜冠金源期

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

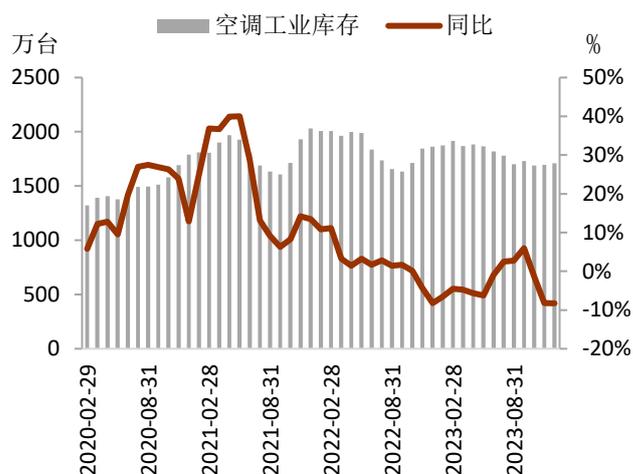


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 27 空调产量增速变化

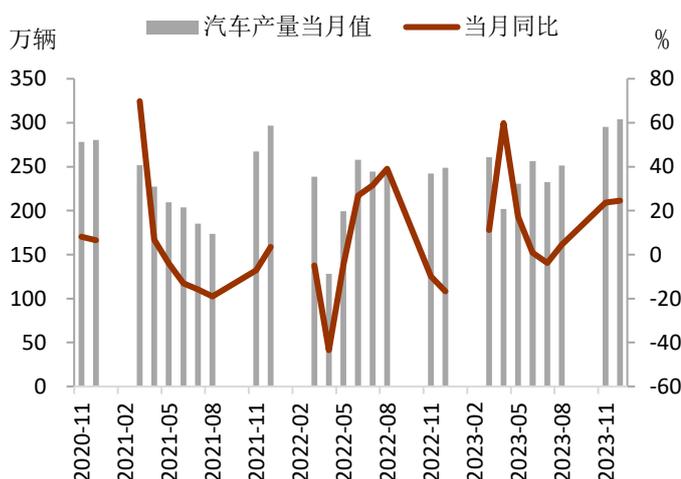


图表 28 家用空调库存变化



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，美国抗通胀道路的崎岖以及软着陆的预期升温，令市场不断减弱对美联储今年降息的频率和幅度预期，而欧央行更担心地缘政治冲突和过早降息将带来新的通胀风险，海外央行政策立场偏谨慎；国内央行超预期降息，释放稳经济并托底地产强信号，国内宏观预期仍在持续修复之中。

基本面来看，国内产量淡季回落，进口环比下滑，供应有趋紧迹象。需求端，传统终端行业需求缓慢复苏，二季度初国内炼厂有集中检修的预期，供需将转向紧平衡。库存结构来看，国内累库放缓，海外持续去库，对铜价形成一定支撑。

整体来看，海外央行整体维持谨慎的降息立场，将会维持一段时间的高利率水平；国内

宏观预期持续修复，整体宏观内强外弱；与此同时，全球铜矿供应增速下滑，国内累库低于去年同期，叠加二季度初冶炼厂有集中检修的预期，国内预计将转向紧平衡结构，整体预计铜价将维持高位震荡的格局。

预计 3 月份铜价将进入高位震荡区间运行，沪铜主要波动区间在 67000-71000 元/吨之间，伦铜的主要波动区间在 8400-8800 美元/吨之间。

风险点：欧美经济超预期衰退，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。