

2024 年 7 月 8 日



矿端紧缺难解，铜价重心上移

核心观点及策略

- 随着逆全球化格局加深，地缘政治风险加剧，全球经济复苏前景面临挑战，在海外通胀尚具粘性的背景下，欧美央行难以提前兑现宽松的货币政策预期，预计美联储将在软着陆预期降温以后进行预防性降息，而欧央行则需要寻求宽松路径逐步走出衰退泥潭；上半年中国经济从平稳着陆走向企稳反弹，制造业加快转型升级，新能源产业发展较快，房地产新政切实有力，而国内消费和投资则尚待激活，财政政策的持续加码将托底下半年经济呈平稳运行态势。
- 供应方面，海外主要矿山的供应中断持续，现货 TC 降至负区间，预计下半年矿端紧缺格局将难以缓解，明年长协 TC 或显著下滑；上半年国内精铜减产不及预期，进口逐步恢复，预计三季度仍将维持高供应状态，四季度随着废铜库存的出清国内产量将遭遇瓶颈。
- 需求方面，预计下半年新能源汽车将维持高增速，家电用铜将保持韧性，光伏用铜增量尚可，电网投资将维持低增速，房地产竣工用铜难有起色，风电增速持续偏低，新兴产业用铜增速放缓但增量仍然可观，而传统行业消费仍将成为主要拖累，整体下半年国内精铜消费增速将小幅下滑。
- 预计矿端供应的长期扰动将逐步夯实铜价的中期底部，全球新能源产业的蓬勃发展将推动精铜中长期的消费增长预期。沪铜参考运行区间为 76000-90000 元/吨，伦铜主要运行区间为 9300-11200 美元/吨。
- 策略建议：逢低做多思路为主

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

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、上半年行情回顾.....	5
二、宏观经济分析	7
1、美国经济软着陆预期降温，欧元区逐渐走出衰退泥潭.....	7
2、美联储降息预期弱化，欧元区持续宽松预期减弱.....	7
3、财政政策发力维稳经济，房地产市场预期逐步修复.....	8
三、铜矿供应分析	9
1、全球矿端供应增速大幅下滑，现货 TC 创历史新低.....	9
2、下半年全球铜矿供应仍然偏紧.....	11
四、精铜供应分析	13
1、上半年精铜减产大幅不及预期.....	13
2、“双碳”目标严控产能扩张，下半年精铜产量将维持低增速.....	14
3、精铜进口将回归平稳.....	15
3、上半年精废价差创新高，下半年废料供应预期趋紧.....	17
4、全球库存大幅回升，下半年国内去库进程不畅.....	18
五、精铜需求分析	19
1、电网投资增速放缓，特高压推动新型电网系统建设.....	19
2、房地产新政陆续出台，下半年市场预期将逐步修复.....	20
3、空调产销延续高增速，下半年需求将保持韧性.....	20
4、新能源产销保持强劲增长，欧盟反补贴政策影响有限.....	21
5、光伏装机增速放缓，风电增速十分低迷.....	21
6、下半年精铜终端消费增速预期下滑.....	22
六、下半年行情展望	24

图表目录

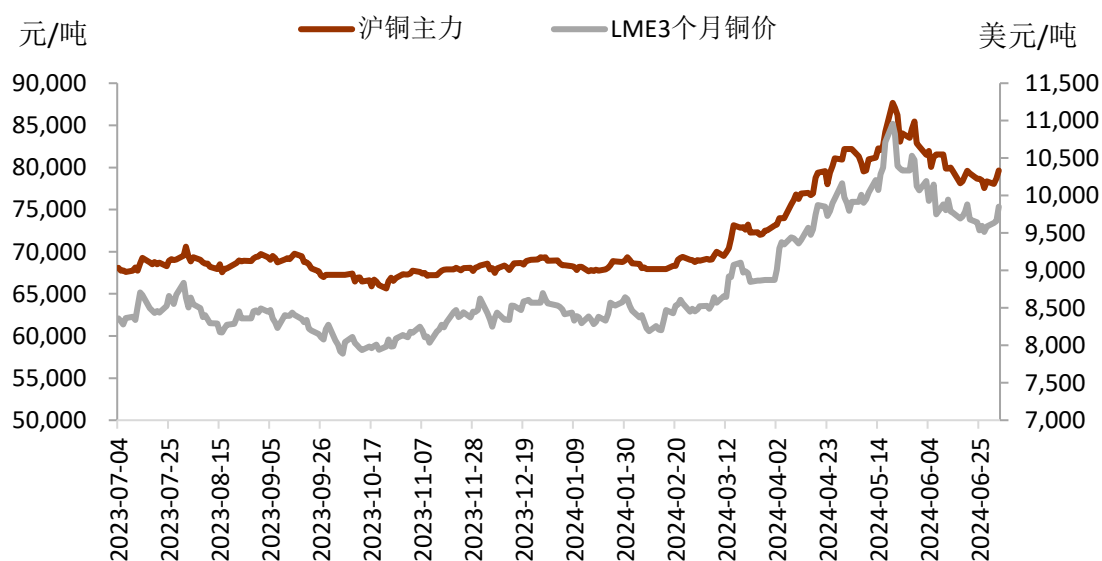
图表 1 铜期货价格走势.....	5
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	6
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	9
图表 4 欧美制造业 PMI 指数.....	9
图表 5 中国 GDP 分项增速.....	9
图表 6 中国 PMI 指数	9
图表 7 全球主要矿企 2024 年一季度产量情况（万吨）	10
图表 8 2023 年全球主要铜矿项目增量跟踪 （万吨）.....	12
图表 9 国内冶炼检修计划（万吨）	13
图表 10 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	15
图表 11 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	15
图表 12 中国铜精矿现货 TC 走势.....	16
图表 13 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	16
图表 14 中国铜材产量及增速变化.....	16
图表 15 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	16
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.....	17
图表 19 中国精炼铜出口量及增速变化.....	17
图表 20 中国废铜进口单月变化.....	18
图表 21 中国废铜进口累计变化.....	18
图表 22 全球显性库存变化情况.....	19
图表 23 SHFE 和保税区库存走势	19
图表 24 电网投资完成额.....	22
图表 25 房地产开工施工竣工增速.....	22
图表 26 空调产量.....	22
图表 27 家用空调库存.....	22
图表 28 汽车产销量.....	23

图表 29 新能源汽车销量.....	23
图表 30 全球铜供需平衡表预估（万吨）	23
图表 31 国内铜供需平衡表预估（万吨）	23

一、上半年行情回顾

2024 年上半年，铜价整体走势先升后降，价格重心逐步上移，年初到 3 月中旬以低位区间震荡为主，3 月中旬伊始铜价开启了一轮长达 2 个月周期的大幅上涨行情并创下近几年以来新高，5 月下旬到 6 月底铜价高位快速回落，整体上半年在市场情绪的推动下保持强势运行。进入 2024 年，伴随美国通胀的较强粘性，美联储难以延续去年年底转向宽松的姿态，进而保持相对鹰派的政策立场，市场风险偏好陷入低迷，年初铜价以低位区间震荡为主，沪铜一度跌至 67380 元/吨，创今年上半年价格低点；从 3 月中旬至 5 月下旬，由于美国二次通胀的预期持续升温，中美制造业进入积极的复苏周期，海外主要矿山的生产和供应中断，全球新能源产业和人工智能领域的蓬勃发展提振未来中长期的精铜消费增长预期，以及 COMEX 美铜市场挤仓情绪的推波助澜，铜价正式启动了一轮为期 2 个月的单边大幅上行走势，沪铜主力从 70000 元/吨一线最高涨至 88940 元/吨，累计涨幅高达 21.7%，创下近几年以来新高；而到了 5 月下旬以后，伴随美铜挤仓风险的逐步平息，美联储官员鹰派立场的延续令市场不断下修年内降息预期，中美制造业的复苏周期遭遇一定阻力，以及中国精铜终端消费的持续疲弱尤其是电网投资端的消费复苏迟滞，国内去库进程缓慢，令市场情绪转向悲观，沪铜高位快速回落回归下行通道，最终沪铜主力合约收于 78370 元/吨，较上半年最高点跌幅达 12%，但较去年底价格相比，上涨 9450 元/吨，涨幅多达 13.7%，上半年整体波动区间在 67380-88940 元/吨，波动幅度达到 32%。LME 伦铜较去年底价格相比，大幅上涨 1024 美元/吨，涨幅达 12%，整体波动区间在 8127-11104.5 美元/吨，波动幅度为 36.6%，伦铜上半年走势相对强于沪铜。

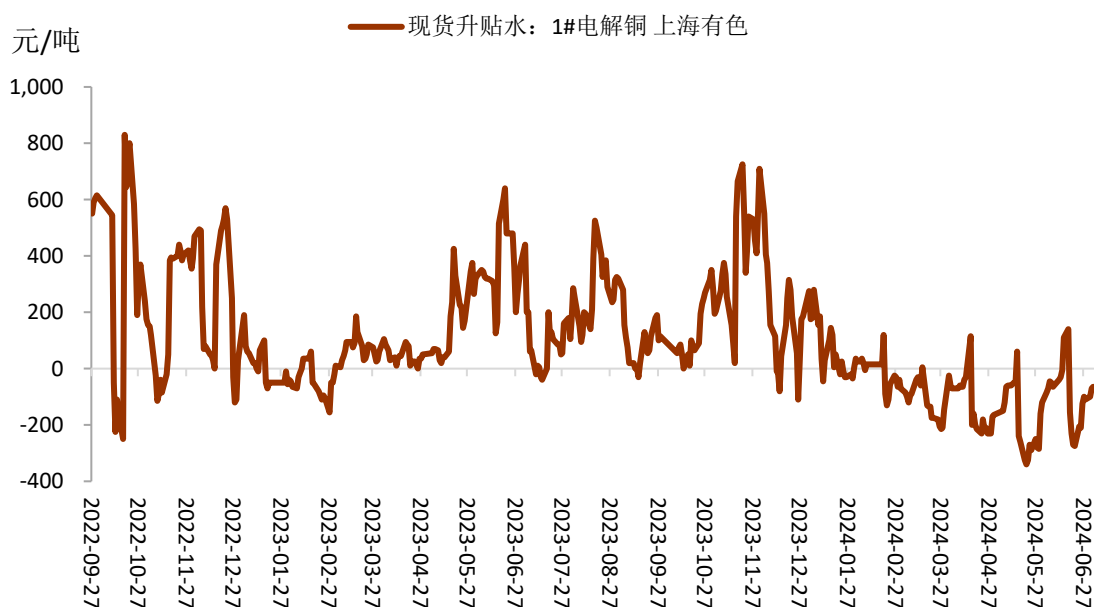
图表 1 铜期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2024 年上半年，国内库存持续累积，上期所总库存从年初的 5 万吨一路上行至 6 月底的 32 万吨呈现被动累库特征，主因年初传统消费淡季的累库周期叠加铜价大幅上行后消费消费复苏迟缓甚至陷入停滞，国内上半年现货升水走势长期位于贴水区间，进入二季度贴水幅度逐步深化，精铜减产不及预期和社会库存的持续高压令升贴水难有修复空间。进入 2024 年，国内铜材初端加工企业开工回升缓慢，一方面由于年初春节的提前放假停产因素，另一方面 3 月以来的铜价快速拉涨前下游企业对铜价存在悲观预期，普遍预计海外矿端的供应趋紧难以对国内精铜产量构成实质影响，铜价在 70000 元/吨一线的阻力较大，逢低补库仍是加工企业的主流策略，现货维持小幅贴水的状态，最低一度跌至 2 月底贴水-130 元/吨；进入 3 月份后铜价正式开启单边上行趋势，本轮上涨斜率较大且期间几无技术性调整，下游企业面对快速上行的铜价明显准备不足，部分中下游企业在本轮行情中积累了大量的采购未点价订单却找不到合理的点价时机，造成了原料成本的无形抬升和资金面的压力，而高昂的铜价也令铜材下游销售面临困境，彼时初端加工尤其是铜杆企业的主流电缆线杆加工费一度降至 200 元/吨的历史低位，电缆线产业链的初端加工和终端消费情绪降至冰点，而精铜社会库存却始终徘徊在 40 万吨的绝对高位，多重利空因素拖累现货贴水一度下滑至 5 月中旬的-320 元/吨，创下上半年最低点。5 月下旬后，随着铜价的高位快速回落，初端加工企业加工费的逐步修正，以及电缆线企业陆续执行前期未点价采购订单，初端加工消费边际略有好转，现货市场贴水幅度随机收窄，并在 6 月中旬一度接近平水，最高升至-5 元/吨，整体上半年初端加工的开工低迷导致现货市场长期维持贴水状态。

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、美国经济软着陆预期降温，欧元区逐渐走出衰退泥潭

今年上半年，国际货币基金组织上调 2024 年全球经济增速预期至 3.2%，较去年年底的预测值略微上调了 0.2%，总体认为全球经济仍然保持韧性，但增长并不均衡仍然面临较大挑战。海外方面，美国一季度 GDP 年化季环比终值增长 1.4%，较初值上修 0.1%，但环比去年四季度的 3.4% 已大幅放缓，创近两年以来的最小增幅。美国 6 月 ISM 制造业 PMI 初值录得 48.5，连续三个月陷入萎缩区间，其中新订单和生产指数双双回落，显示美国制造业生产和消费两端的扩张趋势同步放缓，而原材料和借贷的成本却在持续上升，企业对设备和人员的投资规模受限，消费者支出表现出不均衡，二季度制造业陷入疲软。6 月 ISM 服务业 PMI 超预期下滑至 48.6，主因商业活动的急剧放缓以及服务业消费的回落，其中 6 月商业活动指数骤降 11.6%，创近四年以来的最大跌幅，融资成本的上升导致商业活动急剧降温，消费者支出规模的减弱也在表明美国经济或逐渐失去动力，最新的亚特兰大联储预测工具显示美国二季度的 GDP 增速或仅为 1.7%，较此前 3% 左右的预期值大幅下滑。持续高利率的环境下美国经济软着陆预期持续降温。

欧元区一季度 GDP 季化环比终值增长 0.3%，同比终值增长 0.4%，均与前值一致。其中“火车头”德国一季度 GDP 环比增速从去年四季度的 -0.5% 上升至 0.2%，得益于能源密集型工厂的产出回升，西班牙成了前四大欧洲经济体中环比增速最高的国家达到了 0.7%，而法国在商业活动加快恢复以及消费者支出强劲的背景下今年一季度 GDP 环比增速也达到了 0.2%，意大利则为 0.3%，整个欧元区在服务业活动超预期扩张，净出口增速回升的支撑下逐渐走出衰退泥潭。尽管 6 月欧元区服务业 PMI 终值放缓至 52.8，为三个月新来的新低，但已连续 4 个月位于荣枯线上方，且几乎所有欧洲国家的综合 PMI 均步入扩张轨道。我们认为欧美之间的经济温差将逐步收窄，而在逆全球化和地缘政治冲突不断加剧的背景下，全球经济的复苏前景仍具有不确定性。

2、美联储降息预期弱化，欧元区持续宽松预期减弱

今年上半年，美联储没有如年初市场预期提前实施宽松，仍维持较高的限制性利率水平。一方面，今年一季度的美国通胀下行速率缓慢令美联储决策者担忧或将引发二次通胀的风险，另一方面上半年非农就业数据的全面超预期令美国经济软着陆的预期持续升温，劳动力市场的持续偏紧和私营部门强劲的消费支出成为了美联储维持鹰派立场的核心依据。6 月的议息会议纪要显示，多数美联储官员认为需要获得更多的信心印证通胀持续靠近 2%，高利率环境将会导致美国经济逐渐降温，劳动力市场可能比此前预期更快地出现疲软迹象，决策者会在未来合适的时机开启降息。数据层面上，美国的失业率已小幅回升至 4%，6 月私营部门新增就业人数超预期放缓至 15 万人，首申失业金人数 6 月底已升至 23.8 万人，持续申领

人数已增至 186 万人，表明美国就业市场已出现边际降温的迹象。作为美联储核心通胀考量指标的美国 5 月核心 PCE 同比放缓至 2.6%，为近三年以来的最低增速，5 月核心 CPI 同比降至 3.4%，同样低于预期和前值，但其中能源、住房和医疗保健等分项通胀数据仍然十分顽固，美联储决策者认可当前通胀取得的进展，但同时也担忧过早过快地放松货币政策或引发经济再度过热从而推升潜在通胀预期，未来的货币政策将更好地应对实现充分就业和物价稳定的双重使命时面临的风险和不确定性。我们认为，尽管美国劳动力市场偏紧状况放缓，经济活动的增长正在表露出降温痕迹，但仍不足以迫使美联储提前采取预防性降息，美国当前偏低的实际利率将导致其抗通胀进程的最后一公里充满阻力，整体预计美联储下半年的降息预期将趋于弱化。

欧央行今年 6 月下调了三大基准利率 25 个基点，时隔五年以来首次降息并领先于美联储。得益于限制性利率政策带来的欧元区通胀的显著放缓以及通胀前景的逐步改善，以及考虑到经济增长的不确定性，欧央行认为采取渐进式的降息是合理的，但与此同时，欧央行上调了 2024 年的欧元区通胀预期至 2.5%，主因薪资增速较快以及能源价格的中枢上移。而 5 月欧元区 CPI 终值同比意外反弹至 2.6%，表明留给欧央行未来连续降息的空间十分有限，欧央行或将重新评估通胀前景的不确定性，以进一步确认通胀是否能够重新回归下行轨道，拉加德表示欧央行不会预先承诺特定的利率路径，欧元区已经从疲软的经济增长预期中恢复过来。我们认为欧元区下半年或仍有 1-2 次的小幅降息空间，但连续宽松的预期将逐步减弱。

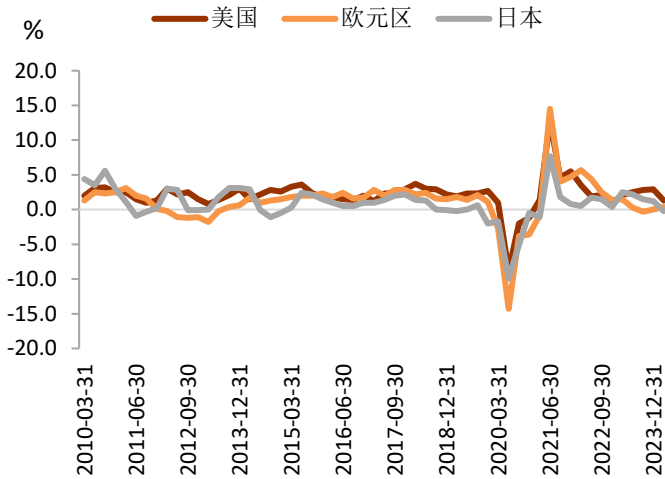
3、财政政策发力维稳经济，房地产市场预期逐步修复

上半年，中国经济正从平稳着陆走向企稳复苏，一季度 GDP 同比增速 5.3% 符合市场预期基本完成目标，工业生产实现较快增长企业利润增速转正，制造业加快转型升级激发经济活力，大规模的设备和耐用消费品以旧换新政策细则落地有效拉动内销扩大总需求，超长期国债发行扶持国家重点战略项目和薄弱环节，对“一带一路”沿线国家的出口增速和产品结构有了量的提升和质的飞跃，大力发展以高质量的特高压电网推动清洁能源产业的发展和新兴电力系统的建设，中国经济正在摆脱对欧美国家依存度较高的束缚转向良性的经济内循环新模式中，财政政策的持续发力将带动国内经济保持合理稳定健康的发展增速。

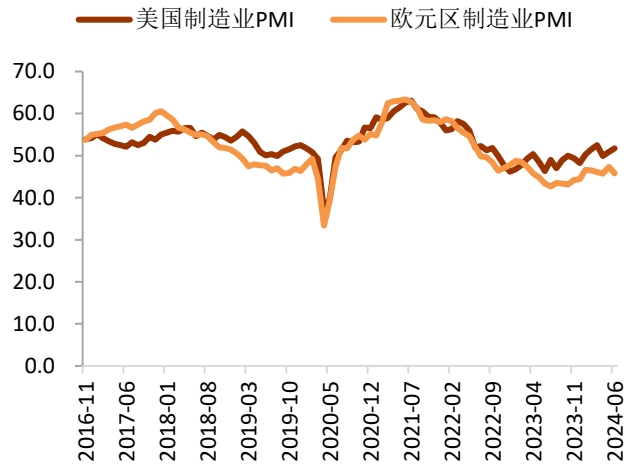
中央在上半年密集出台扶持楼市的政策组合拳，力求加快构建房地产市场新发展模式，研究储备新的去库存和稳定市场措施。其中在需求侧的限制性放松政策上，包括取消限购、降低首付比例和贷款利率、取消商品房商贷政策利率下限；在地方政府的主导收储行为上，推出 3000 亿的保障型住房再贷款基金，支持地方政府和国有企业以合理市场价格收购商品房库存，并转而用作租售两用的保障型住房；在防范和化解房企风险方面，进一步鼓励地方政府收购闲置的存量住宅用地，降低融资贷款门槛，全力帮助地产企业纾困缓解压力。6 月份的国常会强调房地产行业发展关系人民群众的切身利益，关系经济运行和金融稳定大局，要充分认识到房地产市场供求关系的新变化、顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动

已出台政策措施的落地见效，继续研究去库存稳市场政策措施。总体基调上，将对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。加快构建房地产发展新模式，继续完善“市场+保障”住房供应体系，促进房地产市场平稳健康发展，我们认为下半年房地产市场的预期将会逐步修复。

图表 3 发达国家 GDP 增速

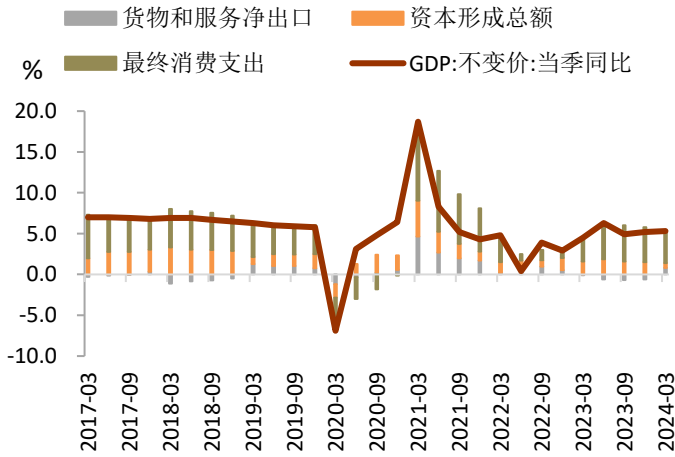


图表 4 欧美制造业 PMI 指数

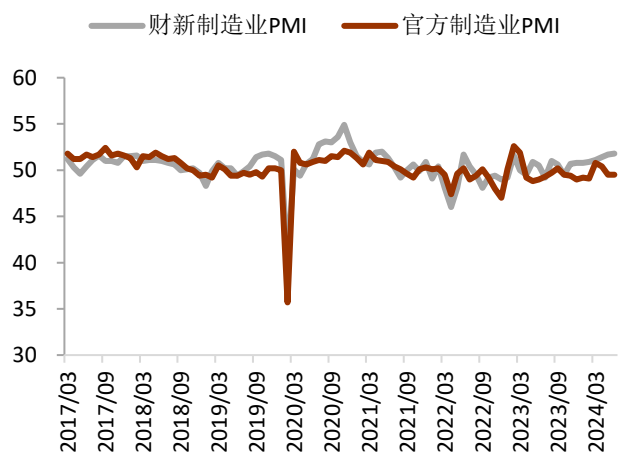


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、全球矿端供应增速大幅下滑，现货 TC 创历史新低

2024 年上半年，海外铜精矿供应持续趋紧，主因年产 33 万吨的第一量子旗下的巴拿马铜矿复产前景不明，虽然巴拿马大选以后第一量子积极寻求与新政府展开重启谈判，但新总

统近期排除了与第一量子重启谈判的可能，其表示除非第一量子放弃多项国际仲裁的程序（该诉讼旨在就矿山关闭导致的后果向政府索赔数十亿美元），直到发稿前巴拿马政府才声称计划对 Cobre Panama 铜矿进行环境审计，以决定其是否可以重新开采，截止目前该矿暂停运营已长达 10 个月之久，我们认为巴拿马铜矿的复产道路仍然相当漫长。而其余矿山的供应干扰同样频发，今年 3 月 Codelco 旗下位于智利的 Tomic(托米奇)铜矿因工人操作采掘车期货导致死亡，目前工人团队已决定无限期罢工，预计将影响产量 3 万吨；英美资源旗下位于智利的 Los Bronces 铜矿因矿龄老化导致开采品味下降，公司声称 2025 年该项目年产量将减少 30%，约 6.5 万吨；必和必拓旗下的 Cerro Colorado 铜矿因水资源紧张，矿山重启环保计划，目前处于停产维护阶段，预计今年将减产 3.5 万吨；此外，Codelco 旗下的另一特大矿山特恩尼特也因此前岩爆事故后用于生产的开放面积减少导致矿石加工量的不断下滑，预计将影响减产 4 万吨，我们预计 2024 年海外矿山各种干扰影响因素累计将带来 50 万吨左右的产量下滑，拖累上半年现货 TC 呈单边下降趋势并最低一度跌入负区间。

我们跟踪统计了海外 17 家大型矿企产量水平，2024 年 Q1 全球主要矿企铜产量累计达 325.1 万吨，同比+6.7%，主因去年同期基数较低。2024 年全球前 17 大主流矿企给出的指导产量的中值总和为 1325.6 万吨，环比 2023 年下降 2.5 万吨，其中前 17 大矿企中有 7 家下调了今年的产量预期，其中涉及减产的企业包括自由港、英美资源、第一量子、嘉能可、五矿资源以及波兰 KGHM 公司。

图表 7 全球主要矿企 2024 年一季度产量情况（万吨）

矿企	2024 年 Q1 产量	Q1 同比	2023 年产量	2024 年产量目标	年增量 E	年增量同比 E
智利国营	31.9	-9.40%	132.5	132.5-139	3.25	2.45%
必和必拓	46.59	15.00%	177.7	172-191	3.8	2.14%
自由港	49.21	12.40%	191.1	188.2	-6.9	-3.61%
英美资源	19.81	11.20%	82.6	73-79	-6.6	-7.99%
力拓	15.58	7.00%	62	66-72	7	11.29%
安托法加斯塔	12.94	-11.30%	66.1	67-71	2.9	4.39%
第一量子	10.1	-27.50%	70.8	37-42	-31.3	-44.21%
嘉能可	23.97	-2.00%	101	95-101	-3	-2.97%
南方铜业	24	7.60%	91.1	93.6	2.5	2.74%
紫金矿业	26.27	5.20%	100.73	111	10.27	10.20%
淡水河谷	8.19	22.20%	32.66	32-35.5	1.09	3.34%
泰克资源	9.9	74.00%	29.6	46.5-54	20.65	69.76%
洛阳钼业	14.75	122.86%	41.9	52	10.1	24.11%
五矿资源	6.71	-1.60%	34.73	31.9-36.4	-0.58	-1.67%
俄罗斯诺镍	11	3.00%	42.5	39.8-42.2	-1.5	-3.53%
波兰 KGHM	14.2	28.00%	71.1	56.92	-14.18	-19.94%
合计	325.12	6.70%	1328.12	1325.62	-2.5	-0.19%

资料来源：各大企业财务报告，铜冠金源期货

2、下半年全球铜矿供应仍然偏紧

据不完全统计,2024 年全球主流矿山项目今年将合计贡献的增量部分约为 106.4 万吨,得益于非洲刚果金和南美秘鲁等多个项目已经进入正式投产以及产能爬坡的关键阶段,但由于实际增量往往低于普遍的预期值,结合供应干扰的减量部分,我们预计今年新增产能的实际增量约为 40 万吨左右,供应增速将从此前预期的 3.6%降至 1.7%。

从今年主要矿山项目增产贡献来看,紫金矿业旗下的卡莫阿三期项目已提前半年建成投产,三期达产后,卡莫阿铜矿年矿产铜产量预计将提升至 60 万吨以上,将成为非洲最大、全球第四大铜矿,与此同时,基于一、二期产量和回收率均超预期,项目正在规划 80 万吨/年的铜产量目标,这将进一步推动卡莫阿成为全球最大的铜生产商之一。英美资源旗下的奎拉维克项目一季度产量达 7.2 万吨,2023 年增量高达 23 万吨,预计今年贡献的增量将环比显著放缓至 2 万吨。泰克资源的旗下位于秘鲁的 QB2 项目于去年三月份投产,今年一季度产量为 4.3 万吨,预计今年的总产量将达到 23-27.5 万吨,年增量在 8.5 万吨左右。洛阳钼业旗下两大混合湿法项目产能爬坡极为顺利,其中 TFM 项目 5 月产铜已突破 4 万吨,目前该项目拥有 5 条铜钴生产线,共计 45 万吨的年产铜能力,自去年 8 月中区混合矿生产线达产以来,TFM 月度产铜量从约 2.3 万吨逐步增长至目前的 4 万多吨,增幅达 77%,今年第一季度 KFM+TFM 两大项目累计产铜 14.75 万吨,全年指导产量在 52-57 万吨之间,预计今年贡献增量将在 15-20 万吨。力拓旗下的位于蒙古的 OT 铜金矿的地下矿床开采进程也在同步提速,2023 年 OT(地上+地下)累计产量为 16.8 万吨,今年第一季度该项目产量已达 4.6 万吨,预计今年将贡献 12 万吨增量,该项目在 5 年以后的铜年产量将达到 50 万吨。Udokan(乌多坎)旗下的铜精矿项目已于 2023 年第三季度投入运营,而湿法冶炼产能则延期到今年二季度投产,预计矿冶一体化的一期项目今年将贡献 8 万吨增量,到了 2028 年项目第二阶段启动后将会把年产量提升至 50 万吨左右。

值得注意的是,主产国智利的铜产量逐渐走向低迷,虽然 5 月产量小幅回升,但 1-4 月的产量同比降幅仍接近 10%。这主要由于智利长期干旱的气候环境导致水资源的缺失,主流矿山矿龄老化导致的品位下滑以及地下开采深度的逐年上升导致的老矿开采难度加大以及成本上移,以及智利新建矿区项目的进程较为缓慢。其中 Code1co 旗下的丘基卡马塔地下开采项目因生产效率低下,设备故障以及安全违规等因素产能爬坡迟缓,而旗下的特恩尼特扩建项目原定于去年投产但目前建设进度明显慢于预期,2023 年该矿山发生岩爆事故,导致了用于生产的开放面积减少拖累矿石加工量下滑。主产国智利的产量递减也增加了未来几年矿端进入紧平衡甚至转向短缺的担忧。

中国主要铜冶炼厂(CSPT)与安托法加斯塔敲定 2025 年 50%的铜精矿长单 TC/RC 加工费为 23.25 美元/吨和 2.325 美分/磅,较去年的长协价格同比大幅下降 56.75 美元/吨和 5.675 美分/磅,创近 15 年以来的最低纪录。双方考虑到近几年在全球范围内世界级的大型铜矿新投产项目数量有限,且新投产的项目难以短期内带来精矿增量,而可供开发的大型铜矿项目

也寥寥无几，叠加未来全球粗炼产能的集中扩张趋势，矿端的基本面结构将出现较大的供需错位，明年精矿或将面临短缺风险。截止 6 月 28 日，SMM 周度铜精矿现货 TC 为-0.3 美元/吨，凸显海外铜精矿现货市场对原料紧缺的担忧。中国二季度冶炼厂整体减产规模大幅不及预期，主因去年签订的长协 80 美金/吨的原料采购比例仍然较高，而亏损产能则利用废铜等冷料回收投炉维持生产。而目前市场担忧明年的长协 TC 价格将显著下移，国内中小型冶炼厂在生产利润骤降的环境下或将被迫降负生产；我们认为 TC 的重心下移将在 2025 年以后对国内产量形成冲击，对下半年国内精铜产量的影响或较为有限。

图表 8 2023 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	5
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	0
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
Chuquibambilla	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	8
Escondida	智利	BHP	7	6
Cuajone	秘鲁	南方铜业	3	0
Motheo	博茨瓦纳	Sandfire Resources	1	3
合计			101.3	106.4

资料来源：SMM，矿企产量报告，铜冠金源期货

四、精铜供应分析

1、上半年精铜减产大幅不及预期

根据 SMM 统计数据，今年 5 月我国电解铜产量高达 100.86 万吨，环比增加 2.4%，同比增加 5.2%，1-5 月我国电解铜累计产量达 491.3 万吨，同比增长 5.86%。

上半年国内精铜产量连月维持高位，二季度产量维持高位，主要由于大冶老线仍然选择稳产量，积极采购精矿原料；中条山有色产能利用率逐步提高；白银 20 万吨新线开工率已超过 60%，以及在 4-5 月铜价大幅上行的过程中精废价差历史性地扩大到了 4500 元/吨以上，巨大的精废价差令市场废铜货源急剧增加，部分冶炼厂加大采购废铜和阳极板的力度以确保产量维持正常的水平。此外，由于国内大中型冶炼厂采购铜精矿的长协比例普遍在 60% 以上，今年的长单加工费 TC 高达 80 美元/吨，因此部分企业仅对亏损产能适当调低开工率，而多数亏损产能则利用废铜，光亮铜等废料冷料回收再投炉维持产量，叠加二季度国内炼厂的检修产能基本集中在粗炼端，得益于原料端的供应改善精炼端的开工率仍维持正常水平，4-5 月的单月产量均接近 100 万吨，总体二季度的减产幅度已大幅低于此前市场预期的 10-15 万吨。我们整体预计第三季度国内产量仍将维持高位，进入第四季度以后随着国内废铜库存的逐渐出清，铜价调整后精废价差的逐步回归将导致废铜供应陷入短缺，预计废料和冷料端的供应缺口将在四季度初开始显现。

图表 9 国内冶炼检修计划（万吨）

企业名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	预计结束时间	时长	备注
新疆五鑫	10	20	2024 年 5 月	2024 年 6 月	45 天	基本不影响产量
江铜富冶	15 (新)	20 (新)	2024 年 5 月下旬	2024 年 7 月	55 天	基本不影响产量
国投金城	10	10	2024 年 6 月	2024 年 6 月	20 天	预计减产 0.2 万吨
包头华鼎	20	3	2024 年 6 月	2024 年 6 月	25 天	预计减产 0.1 万吨
铜陵(双闪)	48	40	2024 年 5 月	2024 年 5 月	30 天	预计不影响产量
赤峰金通	30	25	2024 年 5 月底	2024 年 6 月底	25 天	预计减产 0.3 万吨
阳谷建发	40	50	2024 年 5 月上旬	2024 年 6 月	50-60 天	预计减产 1 万吨
中金岭南	25	40	2024 年 5 月中旬	2024 年 6 月中旬	30 天	预计减产 0.5 万吨
楚雄慎中有色	15	0	2024 年 7 月上旬	2024 年 8 月	20-25 天	预计减产 0.8 万吨
赤峰云铜	40	40	2024 年 7 月	2024 年 8 月	30 天	预计减产 2 万吨

飞尚铜业	10	0	2024 年 9 月	2024 年 9 月	10 天	基本不影响产量
江铜国兴	24	24	2024 年 9 月	2024 年 10 月	45 天	预计减产 1 万吨
豫光金铅	10	15	2024 年 10 月	2024 年 10 月	20 天	基本不影响产量
江铜富冶	15 (老)	15 (老)	2024 年 10 月下旬	2024 年 11 月	30-40 天	预计减产 1 万吨
中条山有色	13	13	2024 年 10 月	2024 年 11 月	30 天	预计减产 0.5 万吨
江铜(本部)	55	100	2024 年 10 月下旬	2024 年 11 月	30-40 天	预计减产 3 万吨
紫金铜业	25	40	2024 年 11 月	2024 年 11 月	15 天	预计减产 1.5 万吨
恒邦股份	10	10	2024 年 10 月	2024 年 11 月	30 天	预计减产 0.8 万吨
东南铜业	40	40	2024 年 12 月	2025 年 1 月	45 天	预计减产 2 万吨
昆鹏铜业	10	0	2024 年 12 月	2025 年 1 月	30 天	基本不影响产量

资料来源：SMM，铜冠金源期货

2、“双碳”目标严控产能扩张，下半年精铜产量将维持低增速

5 月国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》，其中提出将优化有色金属未来产能布局，严格控制铜、氧化铝等冶炼新增产能，大力发展再生金属行业，严格新增有色金属项目准入标准。我们认为在双碳目标总基调下，未来铜冶炼无论是粗炼还是精炼端的新扩建项目建设进度都将暂停或推迟，国内铜冶炼总体产能扩张规模将呈逐年递减趋势。

预计今年下半年国内精铜产量将呈现小幅增长，全年精铜产量将维持低增速。从今年新建项目的产能投放进度来看，今年最大的产量削减担忧来自于云铜旗下西南铜业的搬迁项目，目前西南铜业搬迁升级改造项目电解生产系统已全部成功送电，正式进入带负荷试车阶段，整体改造工程进度完成率约为 85%，预计将于今年年底进入爬产阶段，今年减产幅度或达 18 万吨。而今年的国内主要增量来自于大冶有色的新线阳新弘盛铜业的 33 万吨，江铜旗下的江西国兴和恒邦股份，以及中条山有色去年四季度投产的 18 万吨新线，以及白银有色的 20 万吨的粗炼+精炼扩建项目，整体预计 2024 年我国精炼铜产量将进一步升至 1200 万吨，同比增速约为 4.9%，较去年 11.3%的增速显著放缓。第二季度的国内炼厂密集检修主要集中在粗炼产能，铜价大幅上涨以后，精废价差快速扩大令市场废铜货源激增，粗略预计上半年约有 30 万吨左右的废铜流入了冶炼端，精炼产能的原料供应持续得到改善，因此整体密集检修期并未对产量造成较大影响。值得注意的是，由于海外精矿供应紧缺下半年仍将持续，在国内废铜贸易商库存逐渐出清的趋势下，市场冷料和废料的整体供应将出现紧缺，目前精废价差已回归至 1500 元/吨以下，精废价差大幅收缩将导致废铜供应下滑，预计第四季度以后原料端将真正面临供应紧缺的局面，整体来看，下半年精铜产量将维持低增速，预计全年国内精铜产量同比增速将回落至 5%。

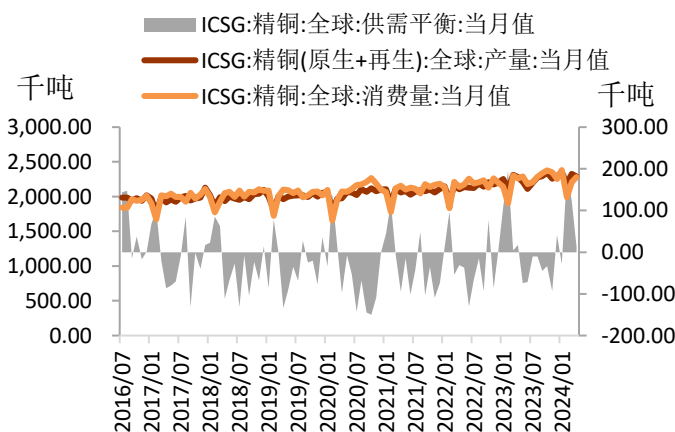
3、精铜进口将回归平稳

根据海关数据统计,2023 年 5 月份,我国精炼铜进口量达 226.4 万吨,同比下降 11.6%;1-5 月累计进口量为 151.5 万吨,累计同比增长 19.8%。此外,1-5 月份国内累计出口精铜 14.4 万吨,累计同比微降 1.8%。上半年,我国精铜进口现货进口在 6 月前基本处于亏损状态,其中在 5 月中旬的最大亏损幅度达到-1800 元/吨,主因在 3 月中旬以后铜价大幅上升的过程中伦铜的涨势基本领先于沪铜,且国内终端消费复苏缓慢导致现货贴水幅度较深,人民币在中美利差较大的影响下维持弱势运行,导致了上半年 1-4 月整体进口量陷入低迷,单月维持在 30 万吨左右,此外非洲湿法铜由于内陆建设施不完善导致发运地的大量滞港也加剧了上半年进口难有增量的预期;6 月以后,铜价高位大幅回落,沪伦比值重心逐步上升,现货进口窗口逐步打开,随着俄铜遭到欧美制裁被迫流入国内,非洲湿法铜开始陆续装船发运到港,5 月以后的精铜进口量环比大幅回升,并高于去年同期水平,预计 6 月进口量将逐步回升至 35 万吨左右,且在今年的精铜进口结构中刚果金、赞比亚和秘鲁等国家进口占比逐步提高但多为湿法铜,预计精铜下半年进口量将平稳恢复。

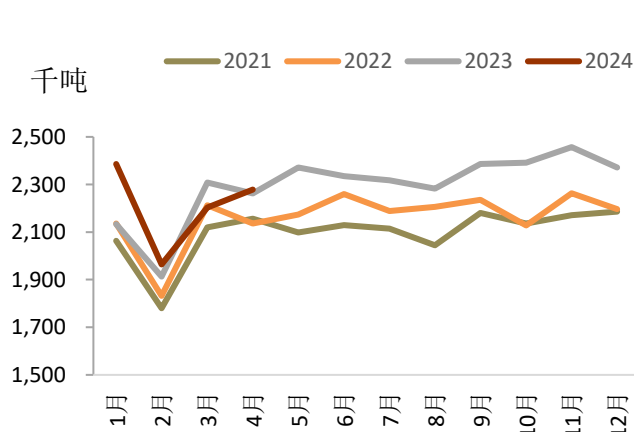
出口方面,由于今年 5 月中旬外盘铜价的快速拉升令国内部分冶炼企业提前锁定了出口 LME 交割套利的空间,以至于从 6 月中旬开始多家冶炼厂开始集中将国产精铜发运至 LME 亚洲库操作交仓,也导致了 5 月份的出口量急剧攀升至 7.3 万吨,创近几年以来单月出口量峰值,预计整体 6-7 月的国内出口交仓数量在 8-10 万吨,本轮 LME 亚洲库的累库周期将持续至 7 月中旬。

供应端总结来看,由于国内大中型冶炼厂的长单占比较高以及废料端的供应充足,矿端的供应趋紧并未影响明显传导到国内冶炼端产量,预计下半年随着国内废铜库存的逐步出清,四季度以后产量将遭遇瓶颈,而进口量预计将保持平稳恢复,整体下半年国内供应将转入低增速。

图表 10 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

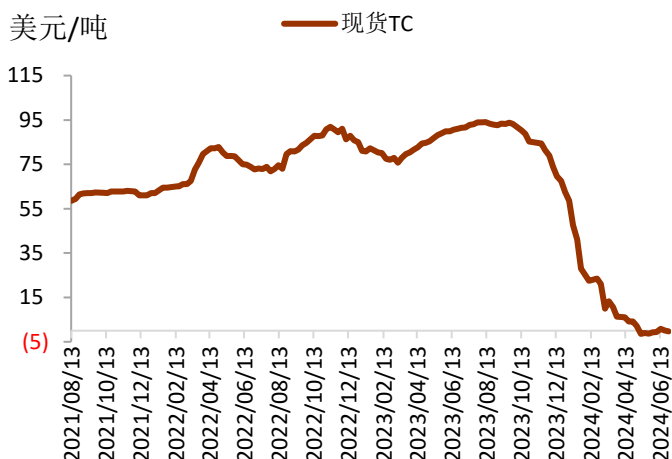


图表 11 ICSG 全球精炼铜消费变化

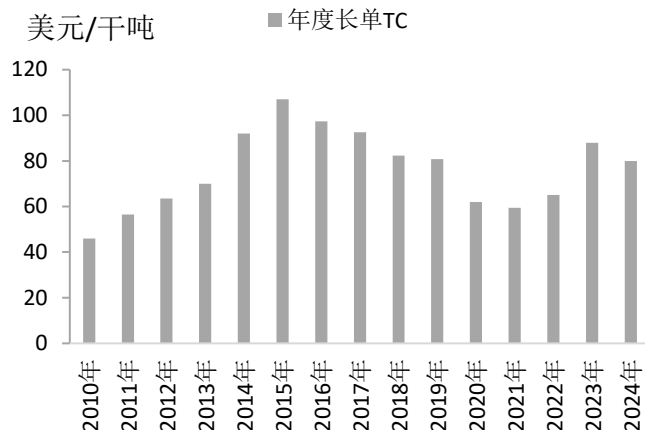


资料来源: Bloomberg, WBMS, ICSG, 铜冠金源期货

图表 12 中国铜精矿现货 TC 走势

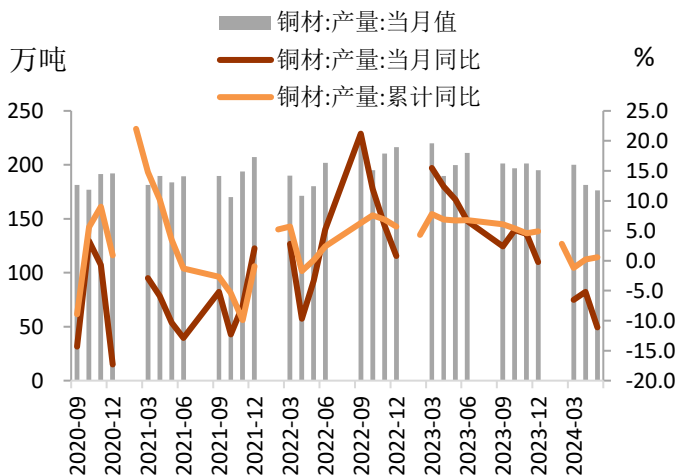


图表 13 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

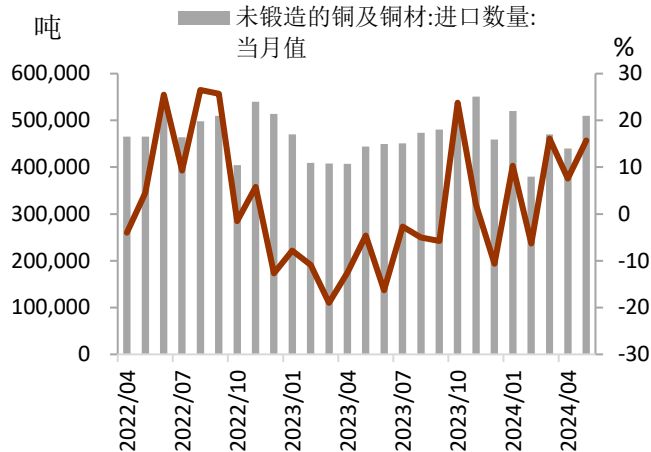


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国铜材产量及增速变化

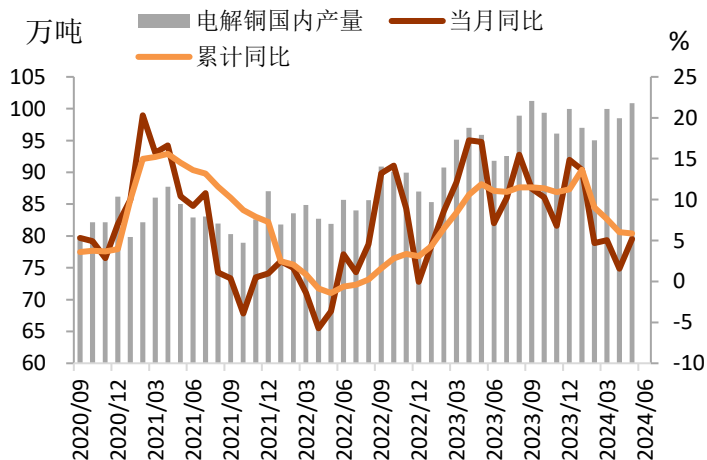


图表 15 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

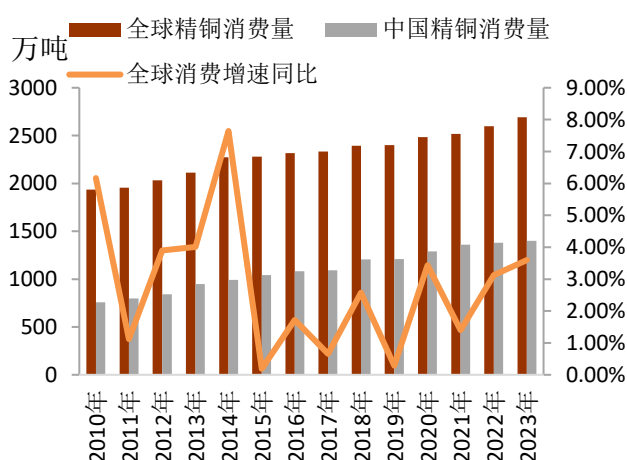


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 16 中国精炼铜产量变化

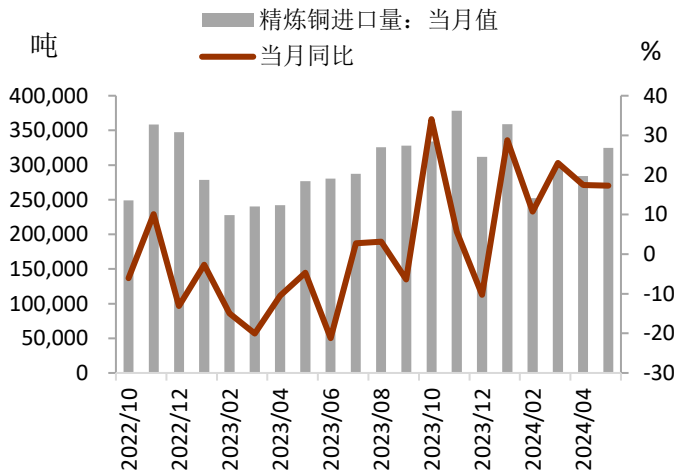


图表 17 中国精炼铜消费量变化

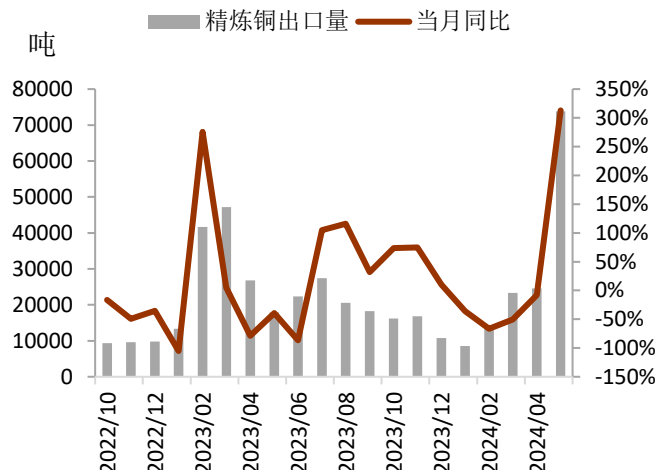


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

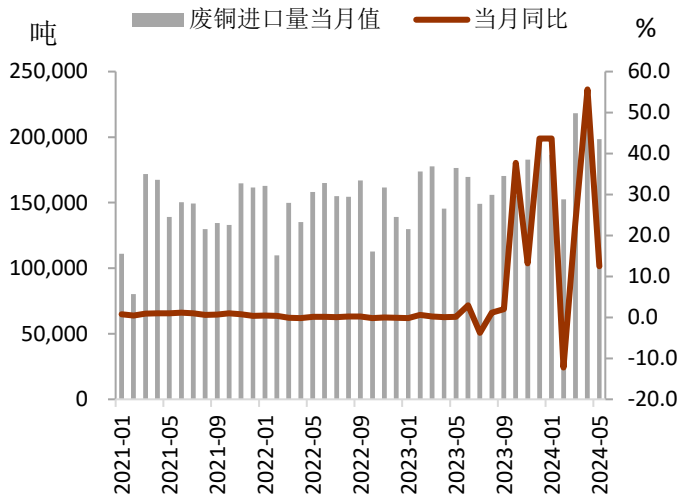
3、上半年精废价差创新高，下半年废料供应预期趋紧

海关总署统计数据，我国 1-5 月废杂铜进口量达 98.13 万吨，累计同比增长 22.3%。上半年废铜进口量增幅较大，主因精矿成本抬升幅度较大，国内炼厂为了积极采购废料端原料确保产量平稳，我们预计上半年约有超过 30 万吨的废铜流入冶炼端。4 月份以后，国内的精废价差从 1000 元/吨大幅上行至 4500 元/吨以上，粗通加工费上升至 2000 元/吨以上，创下历史新高，精废价差的扩大刺激贸易商大量收购废铜销售给冶炼企业，市场废铜供应量急剧增加，部分废铜杆厂甚至主动放弃加工费获取利润模式将低价位的废铜原料和废铜杆成品直接卖给冶炼厂，再叠加 4-5 月国内废铜充沛的进口量，二季度冶炼厂几乎没有受到精矿短缺带来的产量困扰。

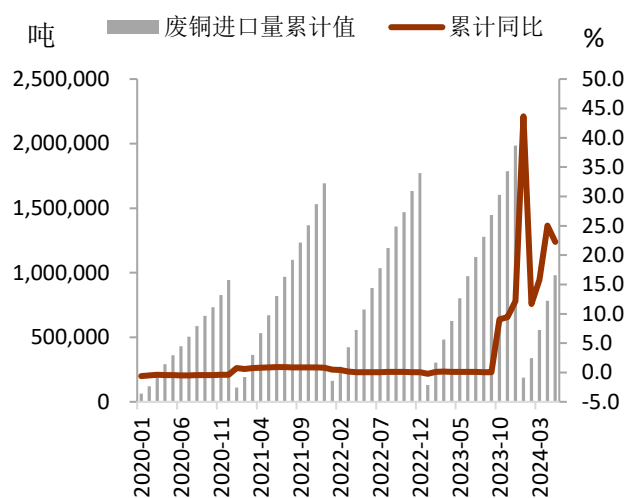
进入 6 月以后，随着铜价高位的大幅回落，精废价差大幅收缩至 1500 元/吨以下，废铜供给量随之趋紧。由于市场中废铜的持货商在铜价位于高位时逐步出清在手库存，下半年废铜的供应将逐步趋紧，下半年尤其是四季度以后国内冶炼厂可能会面临冷料供应不足的问题，冶炼厂想要继续增加废铜作为原料的供应比例的难度加大。

整体而言，我们认为下半年国内废铜市场仍转向供应趋紧的格局，废铜进口量将逐渐递减，国内拆迁产废和废旧拆解回收仍将保持正常水平，整体精废价差将回归合理区间。

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

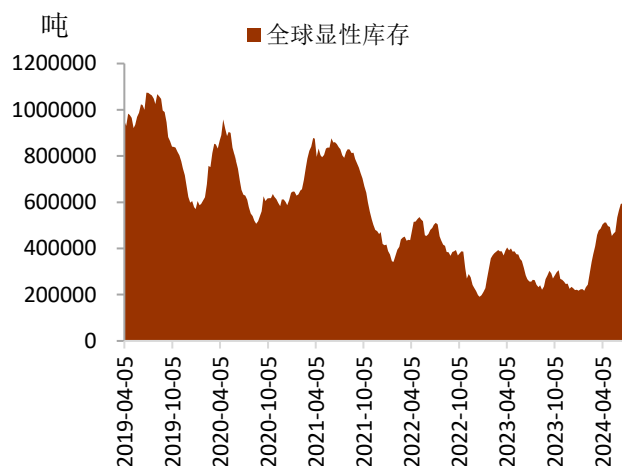
4、全球库存大幅回升，下半年国内去库进程不畅

截至 6 月 28 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 59.11 万吨，环比 2023 年年底增长 167%，同比去年上半年大幅增长 129%；其中上期所+上海保税区库存高达 39.7 万吨，同比去年上半年激增 140.7%，全球显性库存上半年进入大幅累库周期。海外 LME 总库存在 6 月前维持在 10-15 万吨区间波动，6 月以后随着国内炼厂积极操作签订锁定出口套利头寸的卖出交仓，LME 亚洲库尤其是台湾高雄库的库存快速上升，本轮国内炼厂交仓规模将达 8-10 万吨，累库周期可能持续至 7 月中旬。海外精铜新增产能来看，今年的全球的增量主要来自于非洲刚果的湿法项目以及印尼和俄罗斯等新冶炼项目，其中包括洛阳钼业旗下的 KFM 和 TFM 项目第一季度累计生产的 14.75 万吨湿法铜，预计今年产量有望达 55-60 万吨；俄罗斯的 Udokan 项目因去年年底发生火灾，一期冶炼工程推迟投产到今年二季度，预计今年将贡献增量 10 万吨，KPM 去年四季度扩建 5 万吨产能预计今年将逐步达产。火法方面，印尼的 Gresik 扩建项目仍在爬产中，印尼 Manyar 和 Amman 的 20 万吨新建产能于今年 5 月份才投产，预计今年贡献增量不足 5 万吨，此外印度的 Adani (安迪纳) 冶炼厂爬产缓慢预计今年增量约 5 万吨，再加上智利 Enami 的停产，韩国 ONSAN 一直断断续续的产量干扰，预计今年海外火法产量增量部分或在 10-15 万吨左右，海外产能增速偏慢也令 LME 欧美库存上行阻力较大。

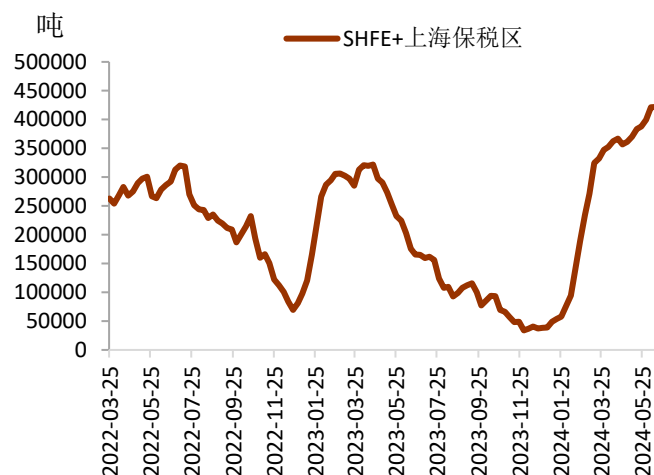
国内方面，上期所库存上半年持续累库，幅度高达 30 万吨，随着春节后下游终端消费呈现弱复苏格局，上期所总库存逐步进入累库阶段，3 月份逐步升至 20 万吨上方，3 月中旬至 5 月中旬，随着铜价重心的大幅抬升下游终端消费陷入疲态，电缆线产业链下游企业订单陷入低迷甚至停滞，市场出现旺季不旺的反季节特征，6 月初以后铜价虽然有所回落，但整体价格运行区间仍然脱离下游企业的心理预期，国内库存反弹至 40 万吨上方。

整体预计下半年海外市场库存将会持续走低，预计 LME 库存难有大幅上行的空间。而由于铜价重心的逐步抬升，国内终端消费复苏预期迟缓，国内整体去库节奏将偏慢，高库存现实仍将贯穿整个三季度，四季度以后国内库存将逐步回归合理区间。

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、电网投资增速放缓，特高压推动新型电网系统建设

2024 年我国电网投资计划总额将超过 5000 亿元。今年 1-5 月，我国电网投资累计完成总额达 1703 亿元，同比增速 21.6%，整体同比增速较快主因原材料价格的大幅上涨，并非电网工程数量的绝对增加。国家电网公司 6 月召开特高压工程高质量建设推进大会，指出将大力建设以特高压高质量建设推动新能源体系、新型电力系统以及新型电网发展，市场预计 2024 年特高压设备投资规模将超过 400 亿元。

5 月电缆线企业开工率降至 67.9%，同比下降 21.7%，创近几年来新低，上半年电缆企业开工率均在低位运行，主因铜在电缆线中的成本占比超过 70%，铜价短期涨幅过快导致下游企业成本压力急剧增加，5 月电网工程建设项目进度偏慢，工程和地产类的订单陆续减少，轨道交通订单表现稳定但增量有限，外加部分企业青睐使用铝芯电缆线在风力发电和短距离运输场景，其对铜电缆线的替代性逐步增强，5 月下旬南网和国网陆续开展项目招标，预计将拉动 6 月下半年月线缆开工率将缓慢回升至 70% 以上。此外，铜电缆线消费较大的产品类型逐渐集中在中低压电缆，而特高压工程建设进度的加快也将制约纯铜电缆线的需求增速，整体预计下半年电网投资增速将逐步提速，而由于上半年行业发展势头偏慢，全年的行业增速将由我们此前预期的 4% 降至 3% 左右。

2、房地产新政陆续出台，下半年市场预期将逐步修复

国家统计局数据显示，1-5 月我国房地产开发投资累计总额 4.06 万亿，累计同比下降 10.1%。1-5 月我国商品房销售面积累计达 3.66 万平方米，同比下降 20.3%，其中住宅销售面积为 3.07 万平方米，同比下降 23.6，房地产新开工面积累计为 3.01 万平方米，同比降幅继续扩大至 24.2%，房地产竣工面积达 2.22 万平方米，累计同比降幅维持在 20.1%。5 月 70 个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降 4.3%。

总体来看，中央在上半年密集出台扶持楼市的政策组合拳，力求加快构建房地产市场新发展模式，研究储备新的去库存和稳定市场措施。其中从需求侧的限制性放松政策上，包括取消限购、降低首付比例和贷款利率、取消商品房商贷政策利率下限；在地方政府的主导收储行为上，推出 3000 亿的保障型住房再贷款基金，支持地方政府和国有企业以合理市场价格收购商品房库存，并转而用作租售两用的保障型住房；在防范和化解房企风险方面，进一步鼓励地方政府收购闲置的存量住宅用地，降低融资贷款门槛，全力帮助地产企业纾困缓解压力。6 月份的国常会强调房地产行业发展关系人民群众的切身利益，关系经济运行和金融稳定大局，要充分认识到房地产市场供求关系的新变化、顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台政策措施的落地见效，继续研究去库存稳市场政策措施。总体基调上，将对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。加快构建房地产发展新模式，继续完善“市场+保障”住房供应体系，促进房地产市场平稳健康发展，我们认为下半年房地产市场的预期将会逐步修复。

3、空调产销延续高增速，下半年需求将保持韧性

根据产业在线数据，2024 年 1-5 月我国空调总产量 12880.7 万台，累计同比增长 16.7%。1-5 月我国空调出口累计达 3230 万台，累计同比大增 39.5%。1-5 月我国家用空调累计销量 9453.2 万台，同比增长 10%，截止 5 月底，我国家用空调库存 1672 万台，同比下降 10.4%。

今年空调产销同比实现双位数高增长，一方面夏季高温天气如期兑现成为市场需求的新驱动，618 促销优惠政策引领中低端机型展开以价换量的销售模式，国家推行的大规模设备和耐用消费品以旧换新政策细则陆续出台，绿色节能家电补贴仍在实施当中，此外存量市场的产品更新换代需求也成为了二季度空调产销双双提速的重要原因。出口方面的表现则更加亮眼，二季度空调出口增长展现出极强韧性，一方面我国对“一带一路”沿线国家的消费品出口总额逐月递增，二季度以来泰国、越南和菲律宾等国家的极端气温超过 40 度，在持续高温的刺激作用下，东南亚和中东市场需求呈现井喷式增长趋势，由于国内产量的增加以及铜价占空调中的比重不足 20%并未导致成本端的显著抬升，出口端对亚非拉国家仍有较大的利润空间，在欧美市场外需遭遇瓶颈的背景下，发展中国家和欠发达国家的需求增长成为了我国空调行业下半年出口保持持续增长的主要驱动力。

整体来看，随着排产旺季的离去，下半年空调产销将逐渐回归正常水平，但整体第三季度的排产仍有同比 10%左右的增速，铜管行业仍将维持较高的开工率，预计下半年空调用铜仍

将维持较快的增长率。

4、新能源产销保持强劲增长，欧盟反补贴政策影响有限

中汽协数据显示，5月新能源汽车产量和批发销量达94万辆和95.5万辆，同比分别增长32%和33%，市场渗透率为39.5%，其中5月内销85.6万吨，同比+40.8%，出口达9.9万吨，同比-9%。1-5月累计销量389.5万吨，增速较去年放缓至32.5%。

5月我国铜箔产量升至10.2万吨，同比+27%，企业开工率回升至69.1%，主要二季度以来我国新能源汽车产销量回归正轨，内销和出口增速快速回升，市场占有率逐步提高，传统电子铜箔在印制电路板和覆铜板的需求也在回升，应用于新能源汽车的逆变器、车载电脑等大功率高电流的基板制造中的消费总量也在不断增加。

政策面来看，主要为商务部印发《推动消费品以旧换新行动方案》，提供一次性购车优惠、金融贷款支持以及油电置换补贴。此外，5月国务院印发《2024-2025节能降碳行动方案》，将从因地制宜优化汽车限制措施调整为逐步取消各地新能源汽车购买限制，落实便利新能源汽车通行，新能源汽车享受优惠车船税等，都将驱动新能源汽车的消费维持高增速。国内车企降价去库进行价格战的策略还在持续，近期欧盟委员会决定对来自中国的电动汽车进口征收临时反补贴税且税率较高，具体为比亚迪17.4%，吉利19.9%，上汽37.6%，其他合作但未被抽样的中国生产商将被征收20.8%的加权平均关税，而未合作的电动汽车制造商税率为37.6%。这将一定程度对我国新能源汽车出口海外市场形成一定阻力，但目前出口占新能源汽车总销量的比重仍然较低。我们预计下半年的产销增速仍将维持在25%以上，而中汽协预计2024年新能源汽车销量将达1150万辆，较2023年增量为205万辆。

5、光伏装机增速放缓，风电增速十分低迷

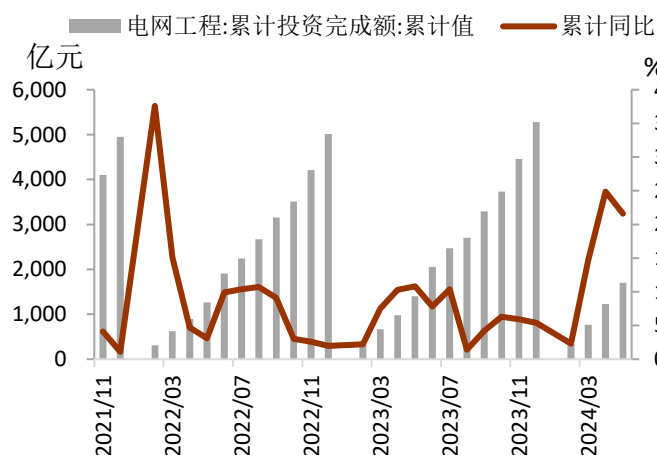
国家统计局数据显示，今年5月我国新增光伏装机量为19.04GW，1-5月累计装机量达79.15GW，累计同比增长29.31%，2023年同期累计增幅却达158.2%；今年5月我国风电新增装机量2.92GW，1-5月累计装机量仅为19.76GW，根据中国光伏工业协会预计今年光伏新增装机将达220GW，而海风陆风装机合计将达83GW，全年风光行业新增耗铜量将达124.3万吨，环比去年约增加6万吨，同比增速放缓至5.1%。总体来看，风光行业用铜增速已显著放缓但增量尚可。

目前光伏组件已全面走向N型化，而今年光伏产业链发展“失速”几乎已成定局，产业链上下游各环节利润大幅收缩，而终端上半年集中式项目并网节点陆续开启时间偏晚，而分布式项目并网进程加快但短期因电价下调以及对市场预期下滑等因素影响居民端装机热情，5月份的终端装机中集中式项目占比为47%，分布式项目占比为53%。6月中下旬以后，国内集中式项目持续推进，江西、河南等省份近日出台对存量分布式光伏项目集中并网推进的相关政策，优化工作流程且要求尽快并网，对短期内分布式装机利好。海外，欧洲市场即将迎来夏休，虽然用电需求激增，但是电价波动和传统能源价格下降致使欧洲光伏装机同比下滑明显，需求增长缓慢。而风电增速较低主因当前设备较高的建设和维护成本，应用场景的受限和发电量的不稳定性是行业增速放缓的主要因素，预计下半年风电装机量将维持低增速。

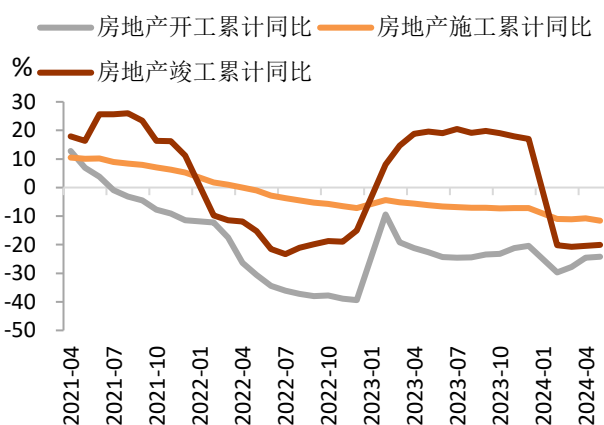
6、下半年精铜终端消费增速预期下滑

综合来看，在逆全球化加剧的背景下，中美制造业复苏周期充满不确定性，中国工业生产逐步恢复但制造业市场需求却呈现边际走弱迹象，房地产新政虽然切实有力，但市场预期的修复仍需时间，基建投资增速放缓预期也在逐渐兑现。从国内终端用铜需求来看，新能源汽车产销将保持强劲增长，光伏用铜增速放缓但增量尚可，空调用铜将维持较强韧性，而电网投资端预计将维持低增速，但房地产竣工表现相对乏力市场预期有待修正，风电增速十分低迷，传统行业进入低增速的发展周期，新兴产业用铜增速边际放缓但总体增量尚可，整体预计国内精铜终端消费增速将小幅下滑。

图表 24 电网投资完成额

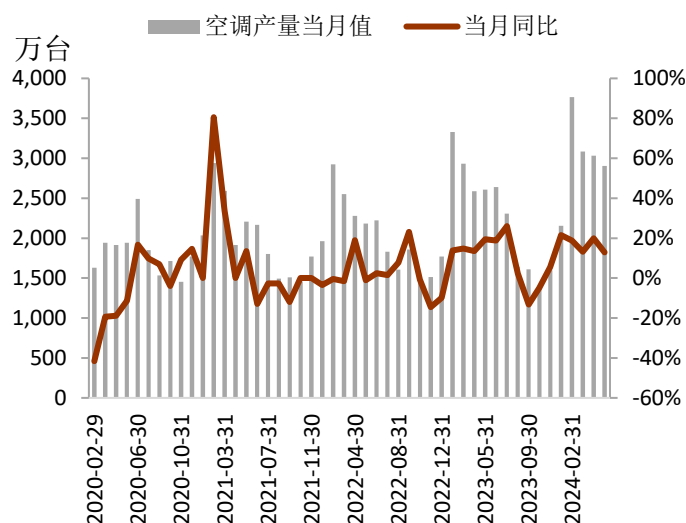


图表 25 房地产开工施工竣工增速

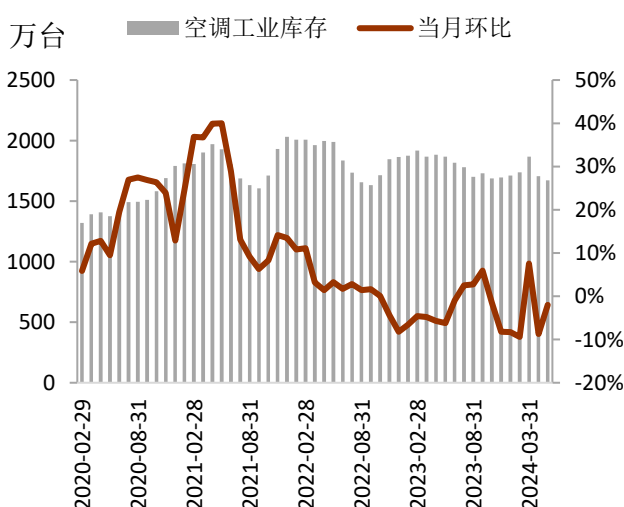


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 26 空调产量

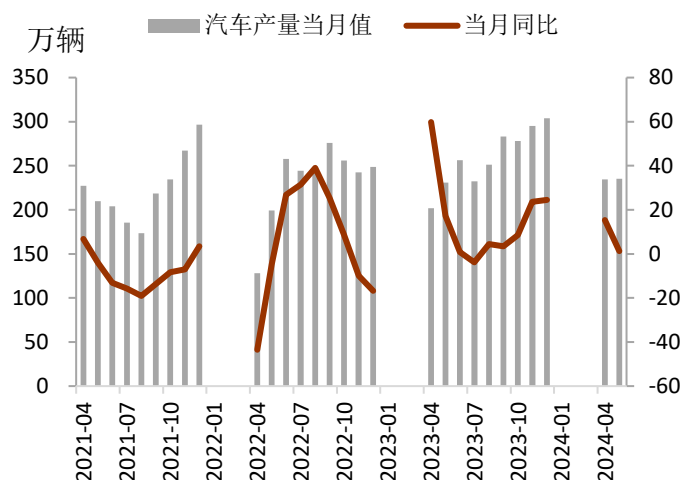


图表 27 家用空调库存

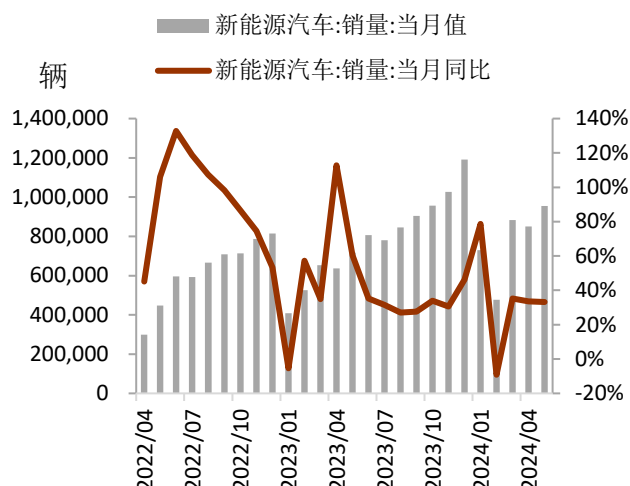


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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 全球铜供需平衡表预估（万吨）

	2022	2023	2024E	2025E
全球铜精矿产量	2189.6	2224	2266	2293
同比增速	3.5%	1.57%	1.89%	1.19%
全球精炼铜产量	2564.8	2654.7	2710	2740
同比增速	3.4%	3.5%	2.08%	1.11%
全球精炼铜消费量	2596.6	2654.9	2716	2760
同比增速	3.1%	2.25%	2.3%	1.62%
过剩/短缺	-31.8	-0.2	-6	-20

资料来源：IFIND，CRU，SMM，铜冠金源期货

图表 31 国内铜供需平衡表预估（万吨）

	2022	2023	2024E	2025E
国内精铜产量	1028.2	1144	1170	1195
净进口量	343.9	323	340	350
精铜消费量	1334.5	1445	1480	1540
废铜消费量	104	110	130	130
总耗铜量	1438.5	1555	1620	1685
消费增速	0.5%	4.86%	4.18%	4.01%
库存变化	-8	22	20	-5

资料来源：IFIND，CRU，SMM，铜冠金源期货

六、下半年行情展望

随着逆全球化格局加深，地缘政治风险加剧，全球经济复苏前景面临挑战，在海外通胀尚具粘性的背景下，欧美央行难以提前兑现宽松的货币政策预期，预计美联储将在软着陆预期降温以后进行预防性降息，而欧央行则需要寻求宽松路径逐步走出衰退泥潭；上半年中国经济从平稳着陆走向企稳反弹，制造业加快转型升级，新能源产业发展较快，房地产新政切实有力，而国内消费和投资则尚待激活，财政政策的持续加码将托底下半年经济呈平稳运行态势。

供应方面，上半年海外主要矿山的生产和供应中断持续，现货 TC 降至负区间，预计下半年矿端紧缺格局将难以缓解，明年长协 TC 或显著下滑；上半年国内精铜减产不及预期，进口逐步恢复，社会库存持续上行，预计三季度仍将维持高供应状态，四季度随着废铜库存的出清国内产量将遭遇瓶颈。

需求方面，上半年传统行业用铜增速下滑，新兴产业总体需求稳定，预计下半年新能源汽车将维持高增速，家电用铜将保持韧性，光伏用铜增量尚可，电网投资将维持低增速，房地产竣工用铜难有起色，风电增速持续偏低，新兴产业用铜增速放缓但增量仍然可观，而传统行业消费仍将成为主要拖累，整体下半年国内精铜消费增速将小幅下滑。

预计矿端供应的剧烈扰动将逐步夯实铜价的中期底部，全球新能源产业的蓬勃发展将助推精铜中长期的消费增长预期。沪铜参考运行区间为 75000-90000 元/吨，伦铜主要运行区间为 9300-11200 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

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

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

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。