

## 需求边际回落，铜价前高后低

2023 年 11 月 28 日

### 报告摘要

1、2023 年国内精铜供需总体呈现缺口。从数据上看，截至 11 月 21 日，2023 年国内精铜供需呈现 4.27 万吨缺口，较 22 年 1-11 月的 2.71 万吨过剩明显收紧。展望 2024 年，我们认为国内的精铜产量将继续增加，但增速可能受限。

2、截至 11 月底的海外精铜供需较 2022 年趋向宽松，平衡表中的海外供需自去年同期的短缺近 19 万吨转为过剩 3.9 万吨左右，主要受 23 年下半年需求走弱影响，22 年下半年海外市场则呈现明显短缺。2024 年我们认为海外市场将延续供需两弱的格局，主要的变量仍在国内市场的缺口情况。

3、综合原料市场的情况，当前国内精废价差呈现边际回落，可能暗示未来精铜的供需逐步走弱，24 年国内冶炼开工率重心可能下移。除此之外，23 年以来国内粗铜加工费基本延续低位，年初反弹后快速回落。中期粗铜供需趋向过剩的方向暗示加工费可能仍会有所承压。

4、2024 年，我们认为宏观环境对价格的影响预计呈现短多长空。短期在加息周期尾声和国内政策支撑的利多因素支持下，市场对铜的定价从前期的悲观情绪中回升，有修复需求。从全年的角度看，我们认为海外市场的风险则依然较大，尽管可能已经停止加息，但高利率对市场的压力依然持续。

### 投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

王云飞

有色金属研究员

wangyunfei@htfutures.com

从业资格号：F03097603

投资咨询号：Z0017562

### 分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 一、行情回顾

图 1：沪铜期货主力合约价格（元/吨）



数据来源：文华财经、海通期货投资咨询部

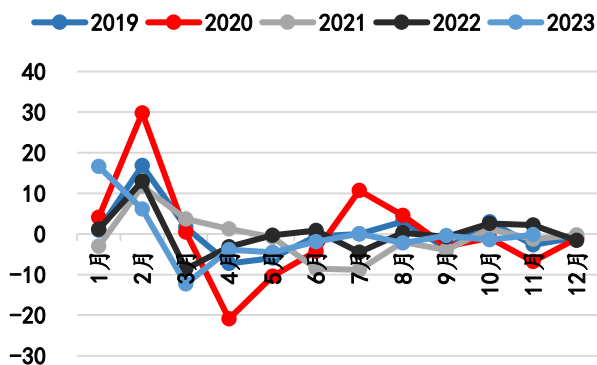
2023 年国内铜价整体呈现高位震荡。上半年随着市场预期的不断变化，铜价走势一波三折。年初在 22 年疫情解封后，市场对于国内需求的预期回升，叠加对于地产触底反弹的期待，铜价顶着美联储加息的压力持续走高，一季度上涨至 22 年高点的水平附近。3 月中旬开始由于美联储持续加息的影响，美国银行业出现了以硅谷银行为代表的中小银行流动性危机，并快速蔓延至欧洲，铜价在衰退预期快速攀升的背景下快速走弱，但在美联储救市后又迅速反弹。5 月国内经济数据走弱，年初预期落空给了铜价较大压力，市场同期开始炒作城投债问题；海外方面，美国债务上限问题持续发酵，增加了市场的避险情绪，铜价加速回落。6 月由于全球铜库存的回落以及地产故事的回归，叠加美联储停止加息的预期升温，铜价再次开启反弹。

下半年铜价多空博弈继续，7 月在需求回归和海外加息放缓的推动下冲高，8 月回调后又受到国内地产企业债务风险上升的影响持续下行。随着债务重组的进行以及国内地产利好政策陆续出台，8 月下旬铜价回归单边上行走势，市场预计旺季和地产回暖将带来需求回升。9 月铜价再次受到海外需求走弱影响下滑。10 月初国际油价大幅下行带动海外通胀预期回落，铜价承压下跌，但国庆假期后巴以冲突爆发，地缘政治危机扩大的可能性反而造成通胀预期回升，铜价再次企稳。10 月下旬美国经济数据持续强劲，中国经济数据回暖，在国内新发一万亿国债的消息发布后，需求继续走弱的可能性下降，铜价再次开启上涨模式。

## 二、精炼铜市场

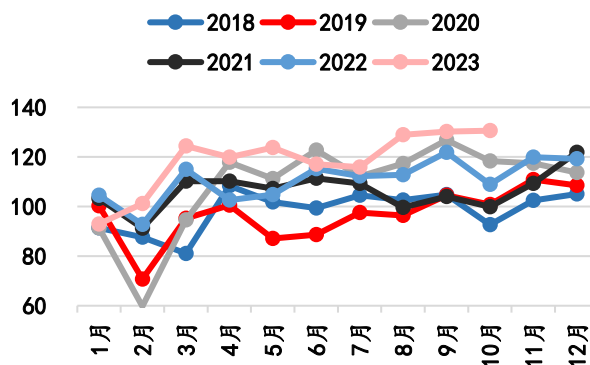
### 2.1 精炼铜（中国）

图 2：中国精炼铜平衡（万吨）



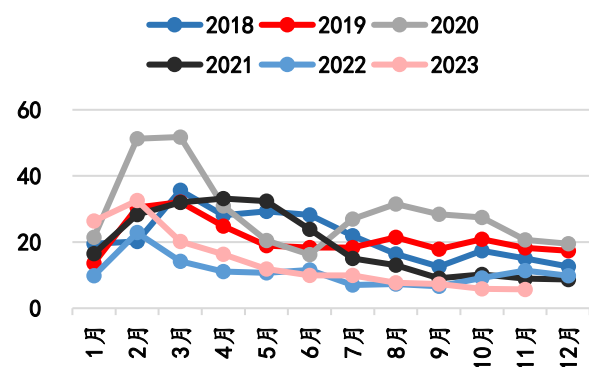
数据来源：SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

图 3：中国精铜表观消费（万吨）



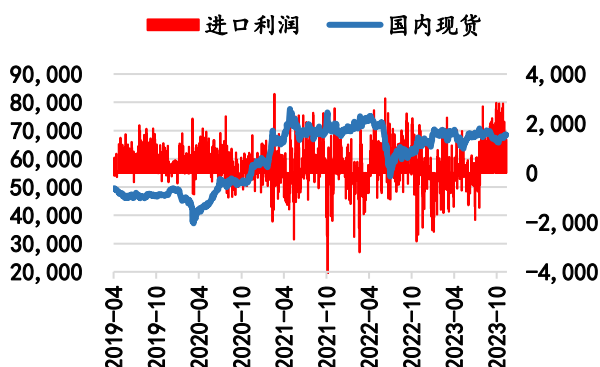
数据来源：SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

图 4：国内精铜库存（万吨）



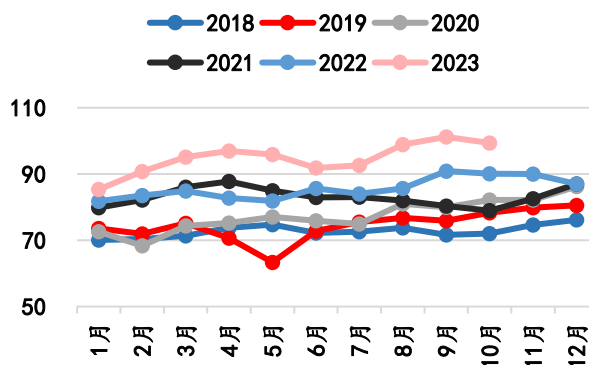
数据来源：SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

图 5：国内精铜基差&库消比（元/吨）



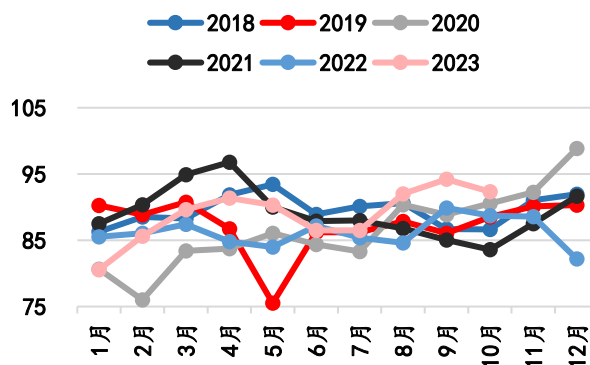
数据来源：SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

图 6：中国精铜产量（万吨）



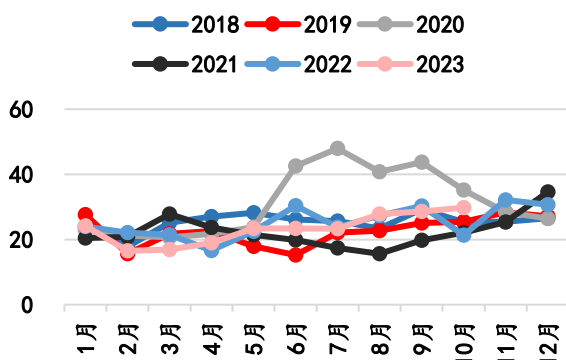
数据来源：SMM、通期货投资咨询部

图 7：中国精铜开工率（%）



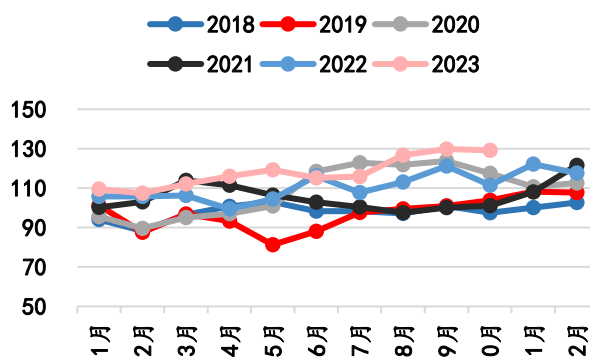
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图 8：中国精铜净进口（万吨）



数据来源：iFinD、海通期货投资咨询部

图 9：中国精铜供应（万吨）



数据来源：SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

2023 年国内精铜供需总体呈现缺口。从数据上看，截至 11 月 21 日，2023 年国内精铜供需呈现 4.27 万吨缺口，较 22 年 1-11 月的 2.71 万吨过剩明显收紧。从季节性出发，我们预计 12 月市场将继续呈现缺口，因此全年国内精铜的缺口预计将进一步扩大。

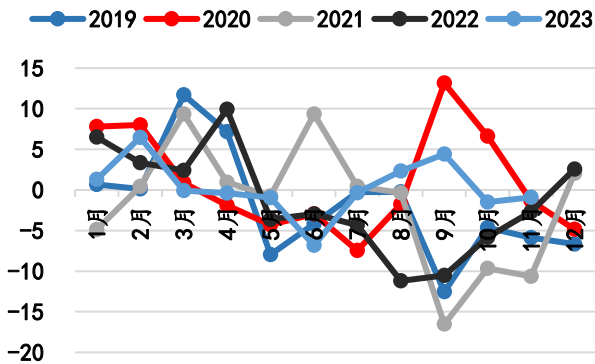
供应方面，国内精炼铜产量 23 年录得了明显的增长。数据显示，1-10 月国内精炼铜产量 948 万吨，较 2022 年同期增加 96.7 万吨，同比增速 11.4%。国内冶炼开工率 8 月以来攀升至同期高位。与产量增长相对的是 23 年精铜进口略有下滑，1-10 月国内精铜进口数量较 22 年同期减少约 6.8 万吨，主要或受到海外库存基数较低的影响。值得注意的是随着海外库存的累积以及进口利润的走高，8 月以来国内精铜进口数量较上半年明显增长。总体看来，2023 年 1-10 月国内精铜供应较 22 年同期继续增长，同比增速 8.2%，环比增长接近 90 万吨。从年底的冶炼开工和进口比价情况看，全年供应增长预计维持当前水平附近。

需求方面，2023 年 1-10 月国内精铜表观消费实现了较快增长，较 2022 年同期增长约 94 万吨至 1185 万吨，同比增速 8.6%。我们认为从当前的库存数据推算，年底国内的表观消费大概率维持高位，平均水平或高于 10 月，同比继续维持 5% 以上的增长。

展望 2024 年，我们认为国内的精铜产量将继续增加，但增速可能受限。首先 2023 年国内精铜冶炼开工水平较好，产量基数较高。其次 23 年全年原料供应并不充裕，一定程度上对产量增长形成瓶颈，而随着四季度加工费的下调，24 年冶炼利润预计重心同样下移，对冶炼厂的生产存在消极影响。最后从冶炼产能的情况看，24 年冶炼产能增量并不显著，据 SMM 调研数据显示约在 40 万吨/年，潜在产量增长或在 25-30 万吨。

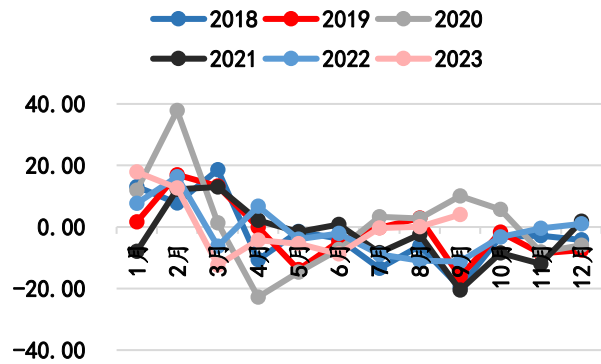
## 2.2 精炼铜（海外）

图 10：海外精铜平衡（万吨）



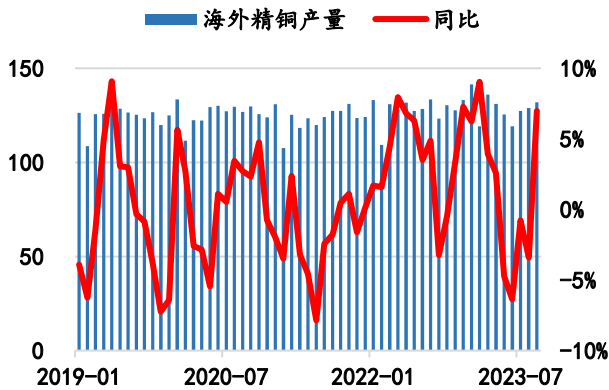
数据来源：SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

图 11：全球精铜平衡（万吨）



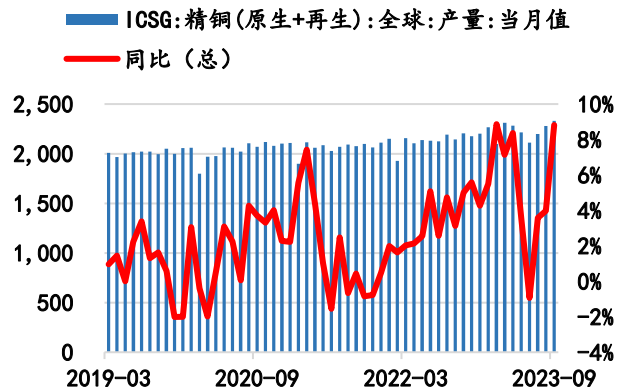
数据来源：SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

图 12：海外精铜产量（万吨，%）



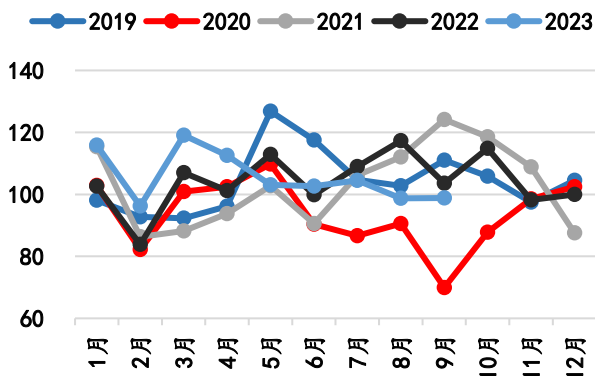
数据来源：SMM、iFinD、ICSG、海通期货投资咨询部

图 13：全球精铜产量（千吨，%）



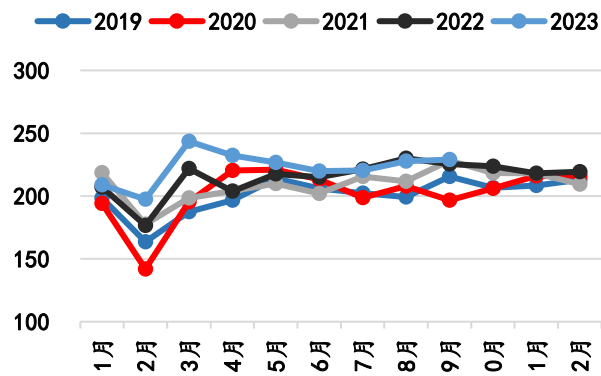
数据来源：iFinD、ICSG、海通期货投资咨询部

图 14：海外精铜表观消费（万吨）



数据来源：SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

图 15：全球精铜表观消费（万吨）



数据来源：SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

境外方面，截至11月底的海外精铜供需较2022年趋向宽松，平衡表中的海外供需自去年同期的短缺近19万吨转为过剩3.9万吨左右，主要受23年下半年需求走弱影响，22年下半年海外市场则呈现明显短缺。

产量方面，2023年1-9月海外精铜产量约1161万吨，环比2022年同期增加约15万吨，同比增速约1.34%。总供应方面受到中国进口减少影响，1-9月海外精铜实际供应较2022年同期增加约31万吨，增速3.30%，其中9月供应显著增加，同比增速超过11%。

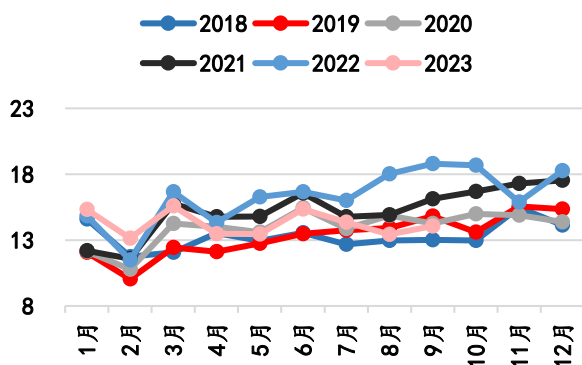
需求方面，2023年1-9月海外精铜消费小幅增加，同比增速1.51%，消费较22年1-9月增加约14万吨。在ICSG前期对产量数据修正后，2023年海外的供需格局逐步清晰，平稳的增长和消费数量对其平衡表影响相对有限，中国进口数量的变化是其23年供需转为过剩的重要因素。

2024年我们认为海外市场将延续供需两弱的格局，主要的变量仍在国内市场的缺口情况。从产量分析24年国内产量高位的同时精矿可能出现一定的紧张，因此对海外精铜的需求预计有所增长，或将导致境外平衡表较2023年收紧。尽管如此，我们仍需考虑24年精铜需求的边际下降的可能性以及潜在的经济收缩风险。综合看来24年海外的精铜供需预计不会出现大幅收紧，经济正常运行的情况下大概率会维持在平衡附近，出现衰退则将转为过剩。

### 三、铜原料

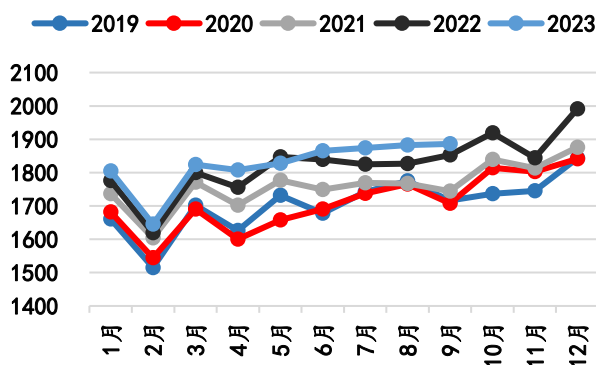
#### 3.1 铜精矿（国内）

图 16：国内铜精矿产量（万金属吨）



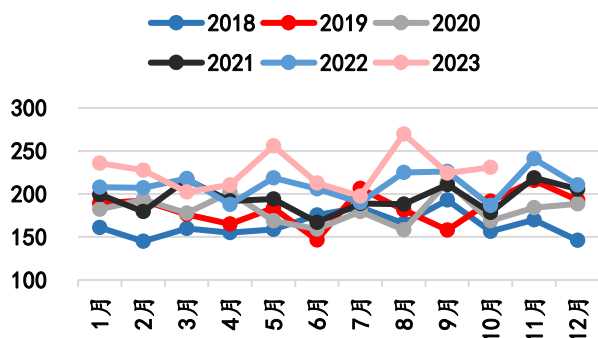
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图 17：全球铜精矿产量（千金属吨，%）



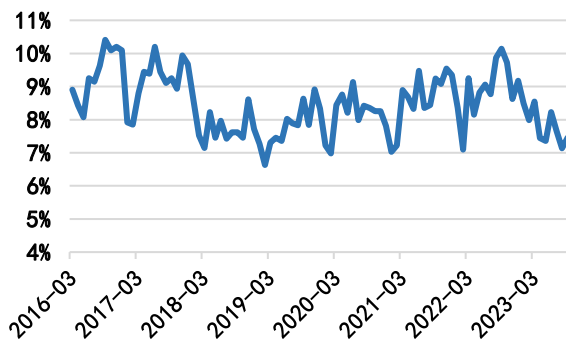
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 18: 铜精矿进口 (万吨)



数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 19: 国产矿占比 (%)



数据来源: SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

原料方面, 全球铜精矿产量 2023 年仅小幅增长, 增速大幅低于年初预期。据 ICSG 数据显示 2023 年 1-9 月全球铜精矿产量同比增长 1.70%, 环比 22 年 1-9 月增加约 27 万金属吨。三季度以来铜精矿产量增速有所抬升, 但较年初 3-4% 的预期仍然存在较大距离。

国内方面, SMM 数据显示 1-9 月国内铜精矿产量较 2022 年同比大幅回落超过 10% 至 128 万吨, 国产矿占国内原料比重下降至 8% 以下水平。进口方面, 2023 年国内铜精矿进口大幅增加, 1-9 月国内累计进口铜精矿约 2266 万实物吨, 同比增长 9.32%。总体看来 2023 年 1-9 月国内铜精矿供应量约 650 万吨, 环比增加 23 万金属吨, 同比增速约 3.7%, 呈现前高后低态势。

从加工费的趋势看, 23 年国内的精矿供应较冶炼未呈现明显紧张, 全年加工费先涨后跌, 整体在高位运行。考虑到 23 年冶炼增速高于矿石, 我们认为加工费高位运行主要或是受到 22 年国内过剩的基数影响。10 月开始的加工费走低主要受到冶炼采购增加影响, 从趋势上看我们认为 24 年冶炼过剩的趋势可能并不明显, 加工费预计仍有支撑。

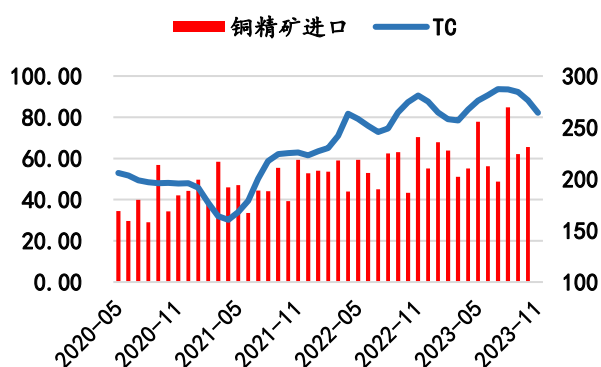
平衡方面, 1-11 月国内铜精矿呈现约 14.3 万金属吨的缺口, 较 22 年同期的 6.1 万吨过剩明显收紧。在 23 年增长不及预期的背景下, 彭博对于 24 年铜矿增长的初始预期在 65 万吨左右, 对应增速在 2.9%。考虑到 23 年增长滞后带来的基数下降等因素, 我们预计乐观情况下 24 年铜矿增长可能较初始预期有所抬升, 潜在增量或接近 90 万吨, 相应增速在 4%。对比国内冶炼增长情况来看, 24 年铜精矿的供需预计不会较 2023 年出现明显的收紧。

表 1: 全球铜精矿增量预测

kilo ton	2032/12	2031/12	2030/12	2029/12	2028/12	2027/12	2026/12	2025/12	2024/12	2023/12
Afghanistan	-	10	10	30	150	-	-	-	-	-
Argentina	40	235	260	350	355	15	-	-	-	-
Australia	-	-	-	5	90	44	118	23	-	-
Botswana	-5	-	-5	10	5	45	15	5	-	23
Canada	10	120	210	110	130	105	90	-	-	-
Chile	141	6	308	689	550	582	730	275	135	281
DRC	-	-15	10	15	5	40	130	315	220	59
Ecuador	50	30	30	430	-	-	-	-	-	-
Indonesia	150	270	70	-	-	-	-	-	-	-
Iran	-5	-	-	-	5	65	65	25	-	-
Kazakhstan	10	-	40	30	-	-	-	-	-	-
Mexico	-20	10	20	110	210	40	20	-	5	15
Mongolia	-10	-50	-50	-30	90	90	170	70	100	16
Pakistan	-	-	20	110	50	-	-	-	-	-
Papua New Guinea	35	180	305	70	90	10	20	20	-	-
Peru	-45	-20	35	225	760	430	80	-20	45	226
Philippines	-20	-65	200	375	35	-	-	-	-	-
Russia	5	60	230	50	-	110	110	100	50	20
US	185	435	215	185	340	145	85	190	15	5
Uzbekistan	-	-	-	-	-	-	-	30	60	35
Zambia	35	35	10	40	30	30	65	50	15	5
Total	556	1241	1918	2804	2894	1751	1698	1083	645	685

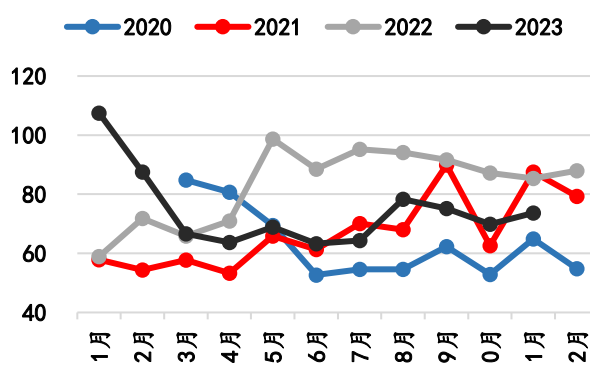
数据来源: Bloomberg、海通期货投资咨询部

图 20: 加工费&进口 (美元/吨, 万吨)



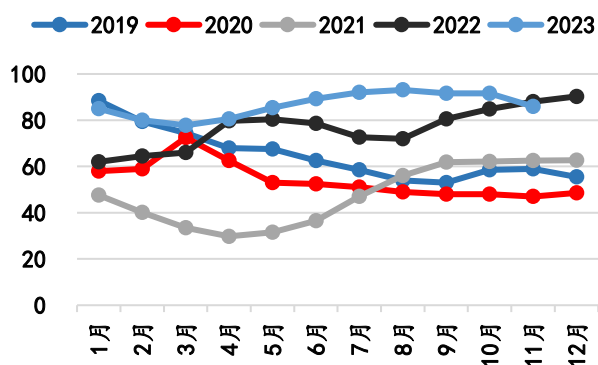
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 21: 港口铜精矿库存 (万吨)



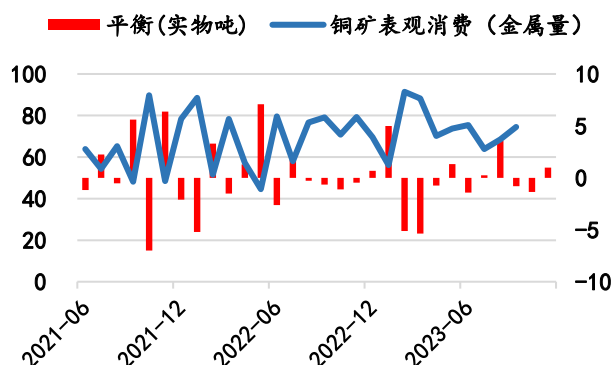
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 22: 铜精矿加工费 (美元/吨)



数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

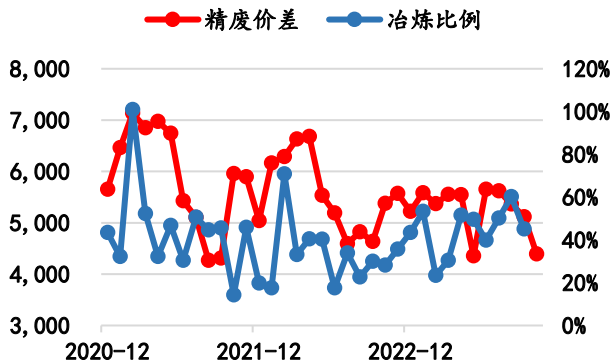
图 23: 铜精矿平衡 (万实物吨, 万金属吨)



数据来源: SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

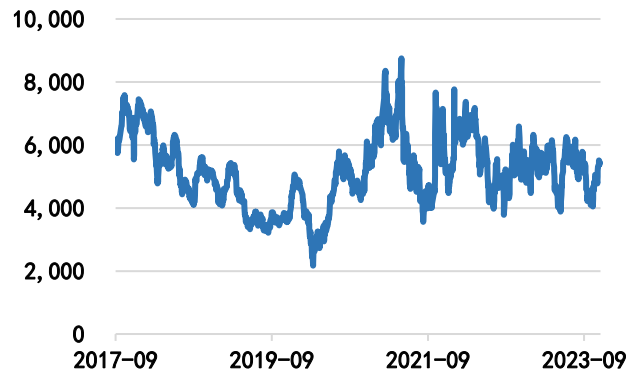
### 3.2 废铜&阳极铜（国内）

图 24：精废价差&冶炼比例（元/吨，%）



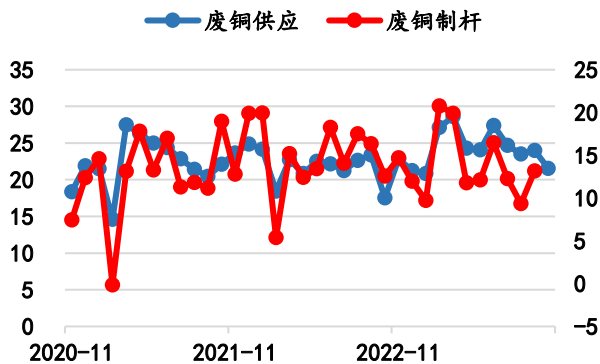
数据来源：SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

图 25：精废价差（元/吨）



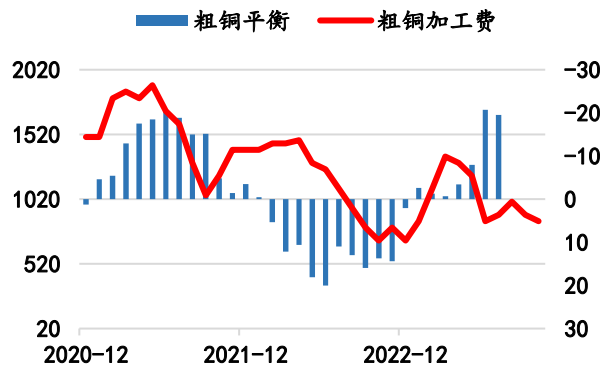
数据来源：iFinD、海通期货投资咨询部

图 26：废铜供应（万吨）



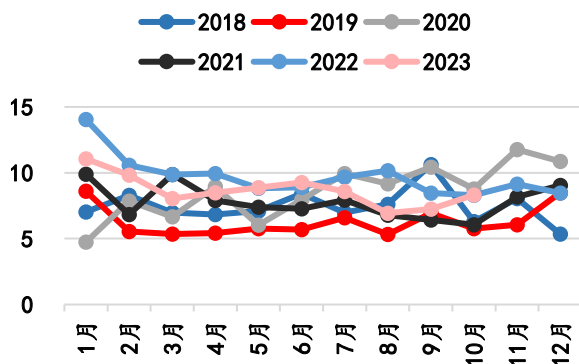
数据来源：iFinD、海通期货投资咨询部

图 27：粗铜供需趋势（元/吨，万吨）



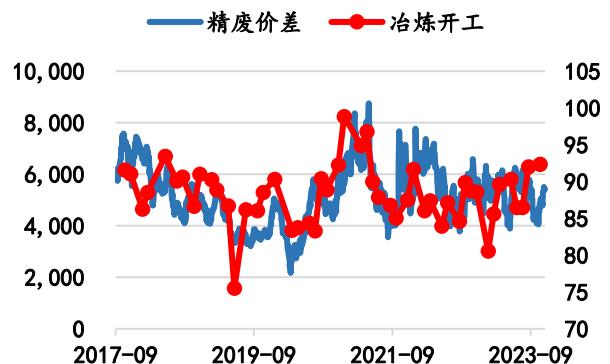
数据来源：iFinD、海通期货投资咨询部

图 28：阳极铜进口（万吨）



数据来源：iFinD、海通期货投资咨询部

图 29：精废价差&冶炼开工（元/吨，%）



数据来源：SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

全球精矿供应增速较低的背景下，2023 年精废价差整体延续高位，再生铜产量维持较快增长。ISCG 数据显示 1-9 月全球再生精铜产量较 22 年同期增加约 33 万吨，累计增速超过 10%，除 6 月单月增速较低外其余月份均维持在 9% 以上。

国内方面，2023 年 1-10 月国内废铜供应较 22 年同期增长约 31 万金属吨，同比增速 14% 左右。从构成看，23 年 1-11 月国内进口废铜数量增长约 9%，增量在 13 万吨左右，国内废铜产量增长约 17 万吨，增速超过 20%。

阳极铜方面，1-11 月国内阳极铜产量录得较快增长，同比 2022 年同期增加约 73.5 万吨，同比增速 8.7%。与此同时年内阳极铜进口明显下降，1-10 月阳极铜累计进口约 87 万吨，环比减少 12 万吨。从加工费看，截至 11 月国内粗铜加工费仍在低位运行，预计年底精铜产量受此影响将有回落。展望 24 年，境外冶炼产能预计增加，但增量有限，全球范围内冶炼相对精矿规模或有抬升，小幅利空铜精矿加工费。

综合原料市场的情况，当前国内精废价差呈现边际回落，可能暗示未来精铜的供需逐步走弱，24 年国内冶炼开工率重心可能下移。除此之外，23 年以来国内粗铜加工费基本延续低位，年初反弹后快速回落。中期粗铜供需趋向过剩的方向暗示加工费可能仍会有所承压，24 年国内精炼铜的产量增速相应可能放缓。

表 2：全球冶炼产能规划（万吨）

单位：万吨	2025-12-31	2024-12-31	2023-12-31	2022-12-31	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31
中国	1098	1058	968	932	885	869	842
亚洲（不含中国）	400	399	356	347	339	337	333
非洲	146	133	133	132	130	127	120
独联体	164	164	164	152	154	159	159
欧洲	271	271	271	259	259	258	250
南美洲	216	216	216	216	216	216	216
北美洲	107	107	107	107	103	102	102
大洋洲	49	49	49	49	49	49	49
合计	2451	2397	2264	2194	2136	2117	2072

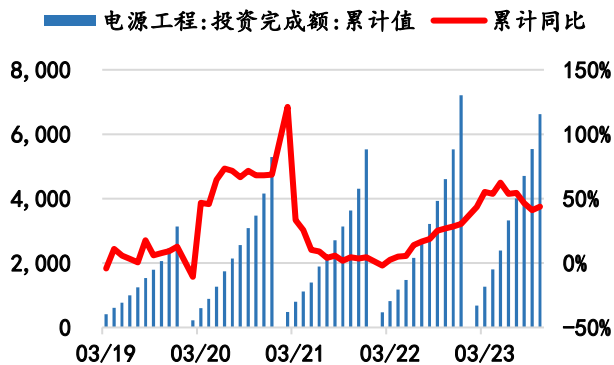
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

## 四、需求分析

### 4.1 中国消费

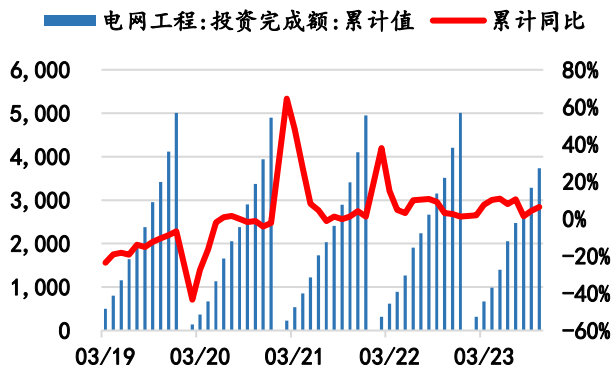
#### 4.1.1 电力 (50%)

图 30: 电源基本建设投资完成额 (亿元, %)



数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 31: 电网基本建设投资完成额 (亿元, %)



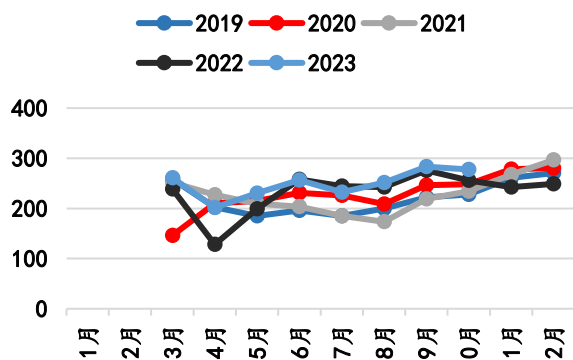
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

作为铜最主要的下游，电力消费占据了国内铜下游接近一半的消费需求。2023 年 1-10 月国内电源、电网投资整体继续呈现增长，增速较 22 年明显抬升。具体来看：1-10 月国内电源基本建设投资增速增长 43.72%，10 月增速边际回暖，电网基本建设投资 1-10 月累计投资完成额同比增长约 6.27%。

2023 年 1-10 月国内电力相关投资呈现前高后低，部分受到 22 年基数影响。通过对相关数据的测算，我们预计 23 年 1-10 月电力领域新增需求或在 55 万吨左右，全年可能接近 70 万吨。24 年电力需求预计仍将是国内铜消费增长的主要动力所在。

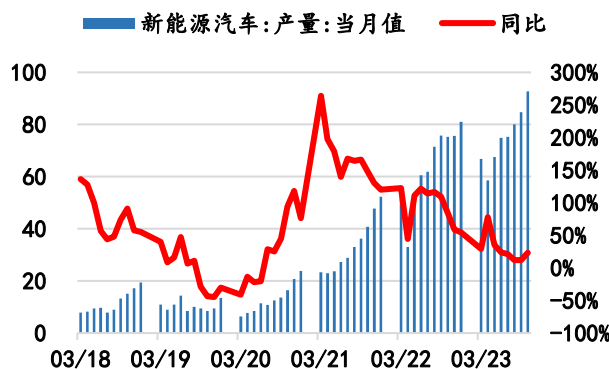
## 4.1.2 汽车 (17%)

图 32: 汽车产量 (万辆)



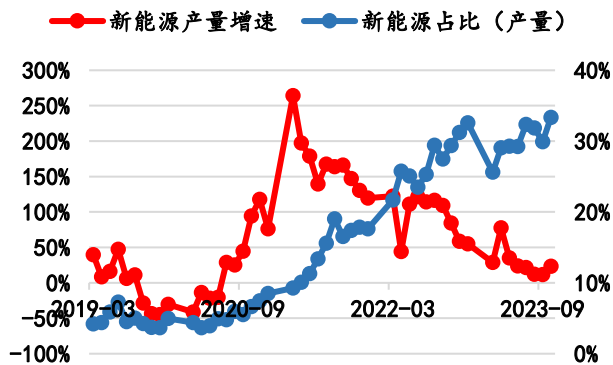
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 33: 新能源汽车产量 (万辆, %)



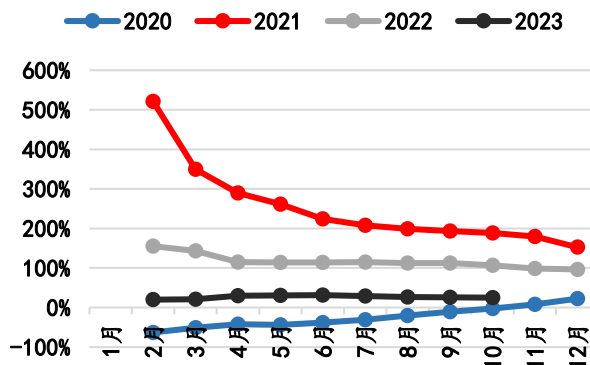
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 34: 新能源汽车产量增速&amp;占比 (%)



数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 35: 新能源汽车产量增速 (%)



数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

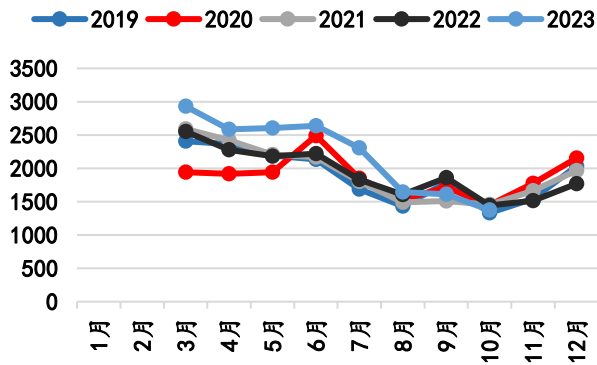
2023 年以来国内汽车产量整体处于高位。据统计, 1-10 月国内汽车产量 2366 万辆, 对比 2022 年同期增加约 99 万辆, 同比增速 4.39%, 三季度以来增速持续回升。

新能源汽车方面, 2023 年 1-10 月国内新能源汽车累计产量 700 万辆, 环比 2022 年 1-10 月多生产约 140 万辆, 同比增速 25.19%, 三季度以来增速持续回落。2023 年国内新能源汽车产量增速曲线进一步趋于平缓, 新能源汽车占汽车整体产量比例围绕 30% 附近波动, 结束了 22 年的快速爬坡势头。

用量方面, 按照国际铜业协会的数据计算, 2023 年 1-10 月国内汽车直接用铜量大致为 92 万吨。相比 2022 年同期增加约 10 万吨。在产量增速逐步企稳的预期下, 全年汽车用铜量预计较 2022 年增加约 10-15 万吨。24 年尽管预计仍有增量, 但汽车直接用铜对需求的拉动效应或逐步减弱, 对平衡表变化的影响预计下降。

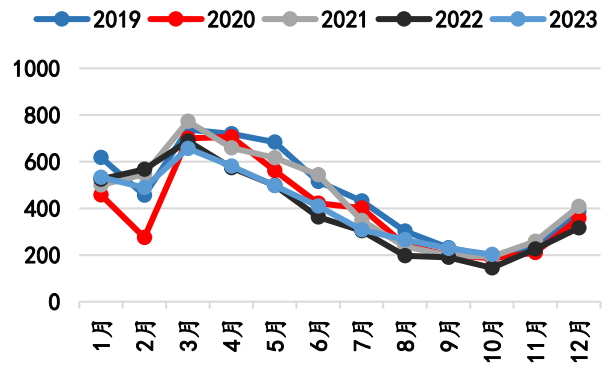
### 4.1.3 家电 (10%)

图 36: 空调产量 (万台, %)



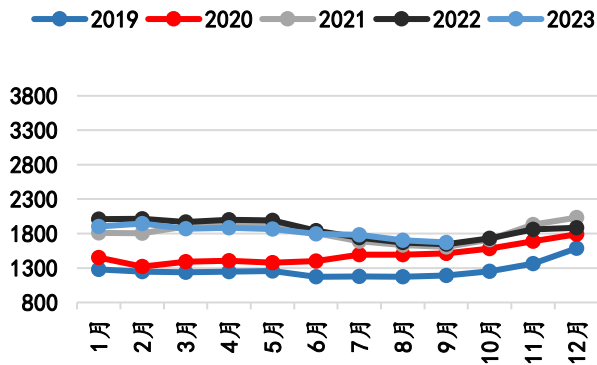
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 37: 空调出口 (万台)



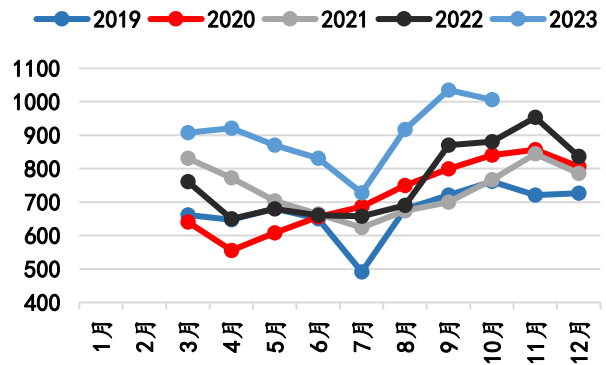
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 38: 空调库存 (万台)



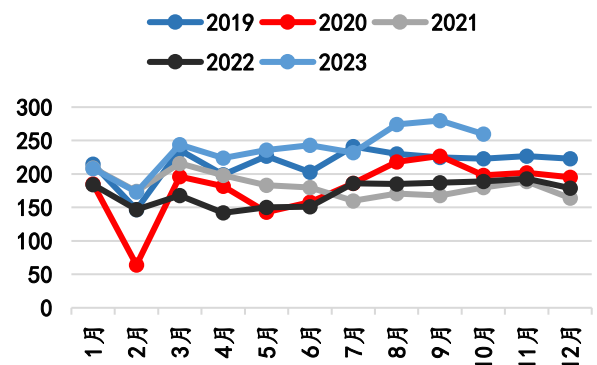
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 39: 洗衣机产量 (万台)



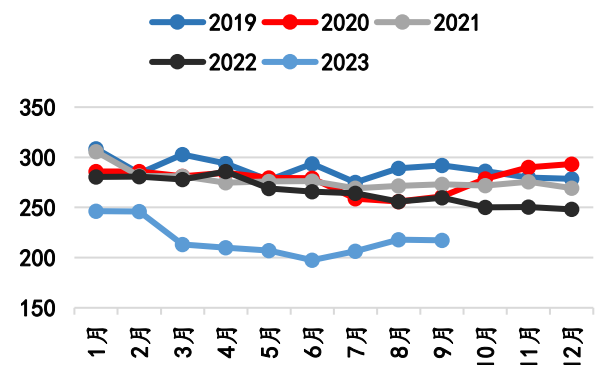
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 40: 洗衣机出口 (万台)



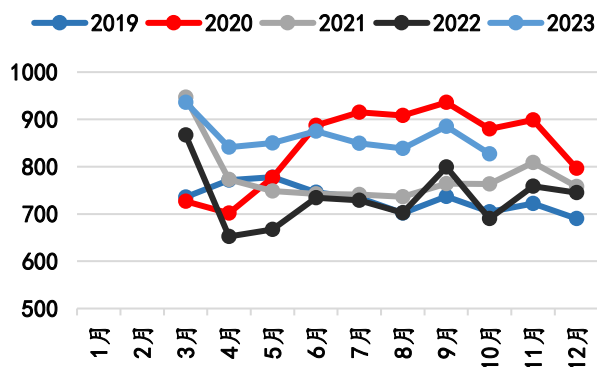
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 41: 洗衣机库存 (万台)



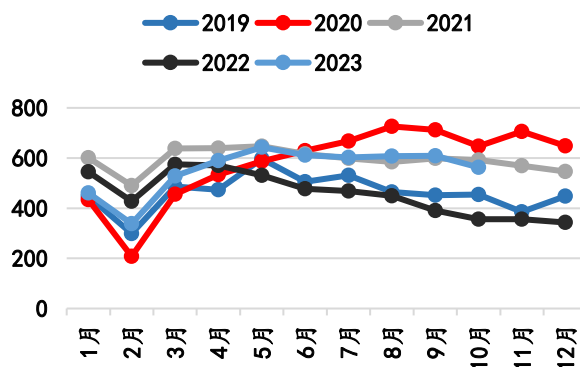
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 42: 冰箱产量 (万台)



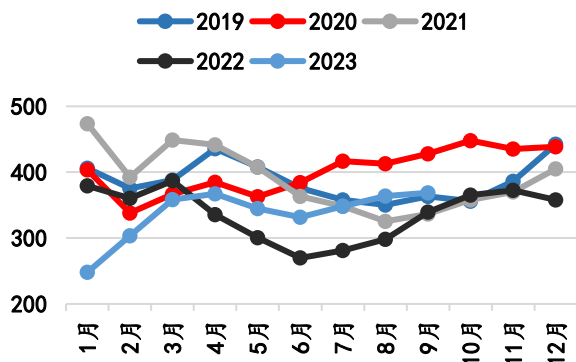
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 43: 冰箱出口 (万台)



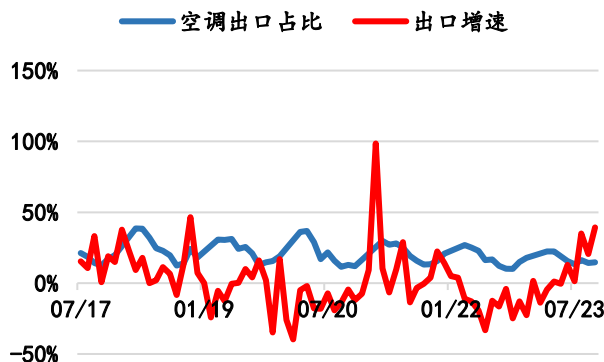
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 44: 冰箱库存 (万台)



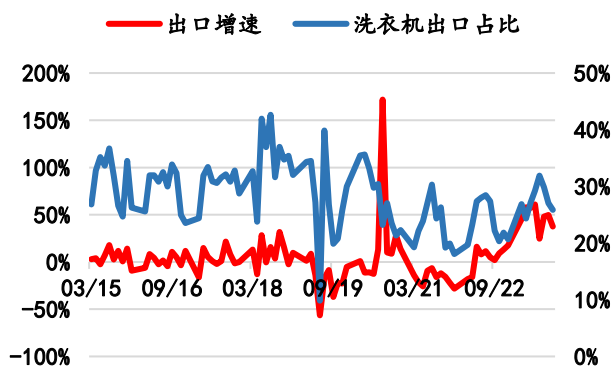
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 45: 空调市场 (%)



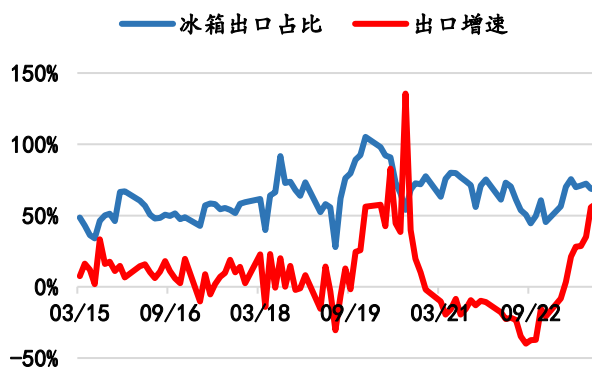
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 46: 洗衣机市场 (%)



数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 47: 冰箱市场 (%)



数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

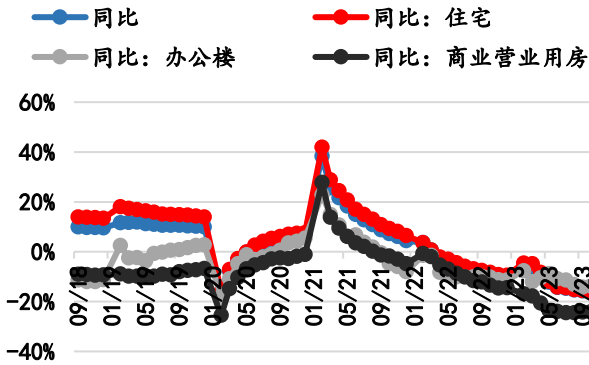
家电方面, 2023 年 1-10 月国内家电产量较 22 年同期明显增加。据 iFinD 数据显示 2022 年 1-10 月国内空调产量 2.07 亿台, 同比增长 9.38%; 电冰箱产量 0.8 亿台, 增速 11.70%; 洗衣机产量 0.85 亿台, 同比增长 16.16%。

出口方面, 23 年家电的出口呈现季节性变化, 三季度出口增速总体回升。从库存看除了空调库存水平较高, 冰箱、洗衣机均处于低位。预计随着国内地产政策的调整以及销售的逐步回暖, 家

电需求将保持稳定。据海通期货测算，23 年 1-10 月国内家电产量增长带来的铜增量需求约 11 万吨，主要是空调需求拉动，全年家电可能拉动铜需求增长 13-15 万吨。受国内外的经济形势影响，24 年家电消费可能有所回落。

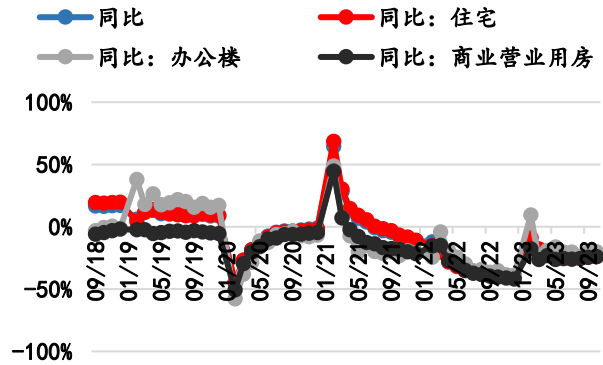
#### 4.1.4 房地产&基建 (8%)

图 48: 房地产开发投资完成额 (%)



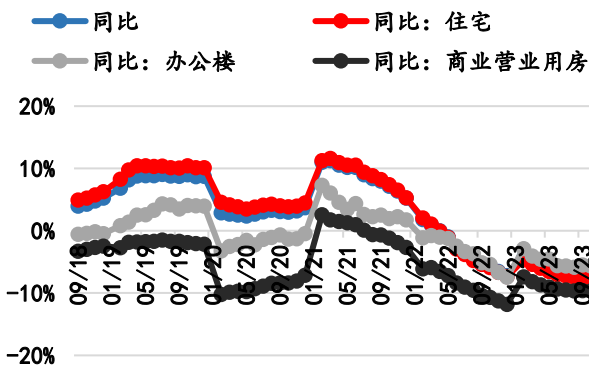
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 49: 房屋新开工面积 (%)



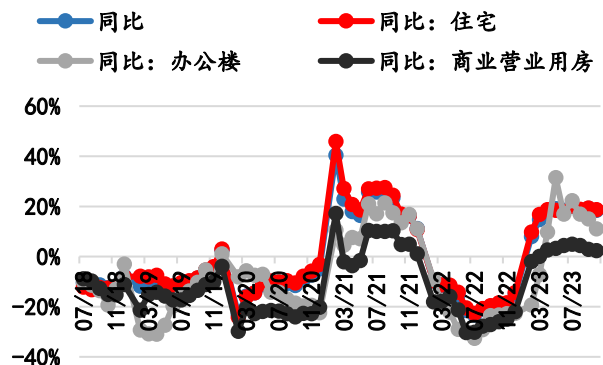
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 50: 房屋施工面积 (万平方米, %)



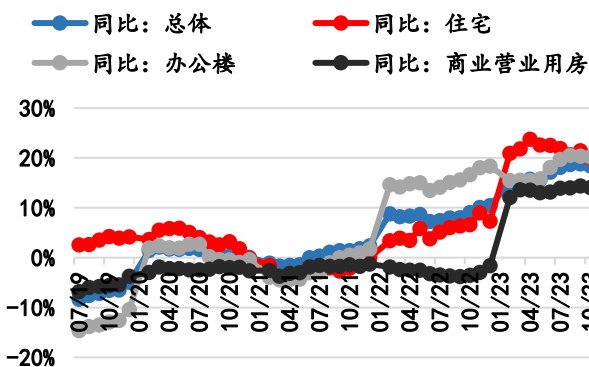
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 51: 房屋竣工面积 (%)



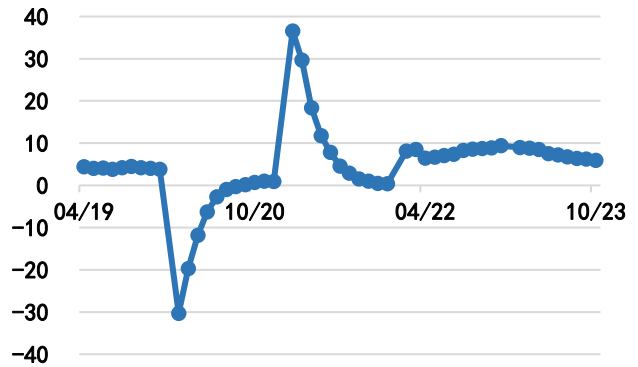
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 52: 商品房待售面积 (%)



数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 53: 基建投资增速 (%)



数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

2023 年前三季度国内房地产市场整体下行，8 月下旬开始，房地产市场连续出台利好政策，包括降低首付比例以及贷款利率等等，对房地产的下行趋势形成一定的对冲作用，但从截至 11 月底的市场表现看，房地产市场的完全回暖依然困难。

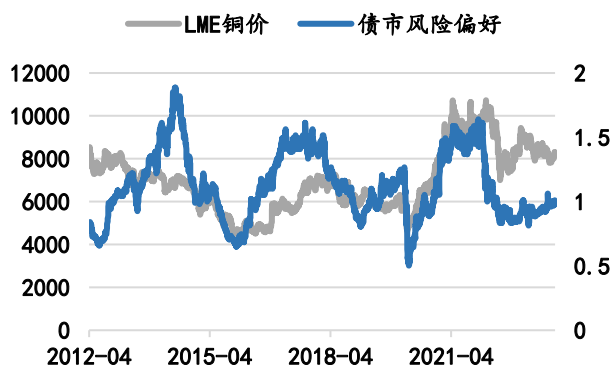
具体来看：2023 年房屋新开工面积的下降速度在 2 月短暂回升后持续走低，截至 7 月跌至-25.11%，8 月增速再次企稳在-24.89%，10 月回升至-23.66%。尽管数据企稳，但可以看到即使在政策的助推下，房地产开工的反弹力度依然有限。

其它数据方面：国内房地产投资完成额、施工面积 10 月跌幅则继续扩大，1-10 月同比增速分别在-15.82%和-7.42%，均为年内新低。竣工方面，受保交楼政策影响 2023 年房屋竣工面积同比由负转正，1-10 月国内累计竣工面积 5.52 亿平米，同比增长约 18.44%，近几个月增速基本稳定在同比 18-20%的增长。销售方面，2023 年 1-10 月国内商品房销售面积同比负增长，10 月降幅创年内新低。数据显示 1-10 月国内商品房累计销售 9.26 亿平米，同比下降 16.73%。国内 10 月商品房待售面积 6.48 亿平方米，同比增加 18.45%，增速较 9 月回落，显示销售端可能逐步企稳。

总体看来尽管存在较大压力，但经历了 22 年的低点后，在上半年“保交楼”以及下半年地产政策回暖的背景下，24 年的房地产下行趋势预计放缓，但可能仍难出现明显的增长。基建方面，2023 年 1-10 月国内不含电力的基础设施建设投资继续温和增长，平均增速同比 2022 年增长约 5.9%，整体较为温和，且增速继续呈现边际回落的态势，24 年预计整体平稳为主，同样难有明显抬升。

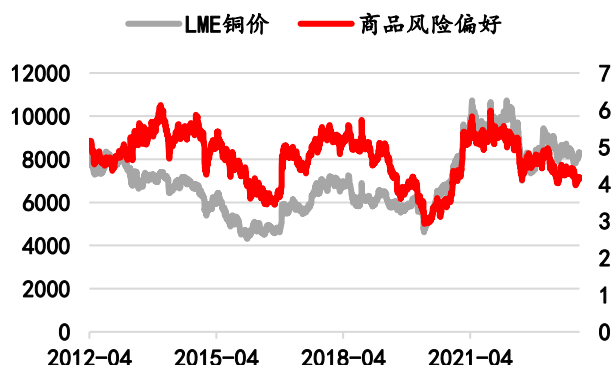
## 4.2 宏观环境

图 54：铜价&债市流动性（美元/吨）



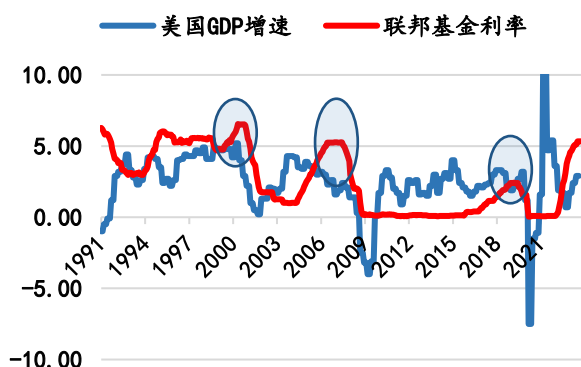
数据来源：iFinD、海通期货投资咨询部

图 55：铜价&商品风险度（美元/吨）



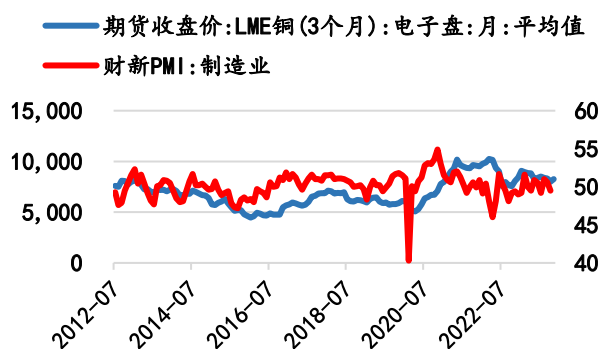
数据来源：iFinD、海通期货投资咨询部

图 56: 美国经济增长 (%)



数据来源：iFinD、海通期货投资咨询部

图 57: 中国制造业指数 (美元/吨)



数据来源：iFinD、海通期货投资咨询部

2023 年全球宏观市场围绕着美联储加息带来的衰退预期与精铜供需不足的现实博弈，加息压力和宏观经济的变化是影响铜价波动的核心因素。从截至 11 月底的市场情况看，美联储加息已经基本结束，美国经济数据总体稳定，尽管近两个月美国的非农就业数据有所下滑、通胀回落，但尚不足以引发衰退的担忧。中国方面，上半年财政表现克制，导致市场对经济下行的预期较重，但下半年随着地产和地方债的问题升温，政策层面对冲经济下行的举措陆续出台，短期国内经济衰退预期同样减弱。从市场的高频指标看，当前无论是债券还是商品市场的风险偏好都处在偏低位置，在整体环境较为稳定的背景下短期抬升的可能性预计大于向下的可能，因此对价格影响偏多。

展望 2024 年，我们认为宏观环境对价格的影响预计呈现短多长空。短期在加息周期尾声和国内政策支撑的利多因素支持下，市场对铜的定价从前期的悲观情绪中回升，有修复需求。从全年的角度看，我们认为海外市场的风险则依然较大，尽管可能已经停止加息，但高利率对市场的压力依然持续。回顾近三轮美国的经济运行周期，美国经济增速在美联储加息至高点后一段时间无一例外出现衰退，本轮的衰退大概率也难以避免。因此我们判断 24 年市场需求在本轮经济周期结束前仍将面临持续的下行压力。

## 五、总结与展望

供需层面，23 年全年全球精铜供需预计在平衡附近，其中国内小幅缺口，境外小幅过剩。供需从短缺逐步转向平衡的主要原因在于消费的下降，尤其是下半年海外的表观消费减少导致全球消费较 2022 年几乎停滞。23 年精铜供应同样内热外冷，受原料进口和产量增加的影响，23 年国内精铜供应增速超过 8%，显著高于境外的 3% 左右。24 年从原料出发，我们认为潜在的供应增速可能达到 4-5%，具体数据视需求变化而定，但短缺的风险不大。

价格方面，我们认为考虑到需求的季节性、周期性以及市场情绪的影响，年底有色金属价格大幅走弱的可能性不高，市场价格明年一季度则可能受国内经济政策发力带来的经济回暖影响震荡回升。而站在长期角度，我们认为有色金属价格承压的局面会维持，因此未来上方或难以突破 23 年价格高点。我们预计铜价 24 年二季度可能开启下行趋势并进入全球衰退的交易之中。

基差方面，年底阶段受到库存绝对水平低位的影响，上海地区铜基差上涨至 500-700 元/吨高位，但我们认为随着供需关系的逐步趋松，24 年铜的基差水平重心预计下移。尽管在 24 年春节累库前国内精铜基差可能会保持韧性，但明年春节累库后市场的去库可能会较往年放缓，基差重心则可能逐步回落至平水附近。

**法律声明：**

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，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。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

**郑重声明：**

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。