

美联储降息预期和铜精矿供给偏紧背景下 沪铜价格易涨难跌

报告摘要:

- **行情回顾:** 2024 年一季度沪铜价格重心有所上移, 主要包括两个阶段: 第一阶段为 1 月初至 2 月上旬, 美国经济与就业表现强劲使消费端通胀有所反弹, 促市场修正对美联储的激进降息预期, 叠加下游需求走弱推升国内电解铜社会库存量, 使沪铜价格有所回落。第二阶段为 2 月中旬至 3 月底, 美联储降息和放缓缩表及缩短美债持仓久期预期、美国财政部持续大规模发债, 引导美国消费端“二次通胀”预期, 叠加全球铜精矿供给预期偏紧、国内电解铜下游需求渐趋回暖, 使沪铜价格震荡上涨。
- **需求端:** 美联储和欧洲央行降息预期引导欧美经济增长“软着陆”预期, 中国推出更多经济稳增长与消费刺激政策, 支撑光伏与风电及新能源汽车等新能源领域甚至包括房地产等传统需求领域, 对铜需求存在乐观预期。
- **供给端:** 全球铜精矿供给偏紧预期难改, 叠加国内二季度大量铜冶炼厂开启检修, 将使国内电解铜供需预期从偏松转向趋紧。
- **2024 年铜行情展望:** 美联储降息和放缓缩表预期、全球各国推进债务货币化预期, 叠加全球铜精矿供给偏紧预期难改、国内二季度大量铜冶炼厂开启检修、中国经济稳增长政策持续加码, 或使沪铜价格重心仍将上移, 建议投资者以逢回落布局多单为主, 关注 70000/71000-72000 附近支撑位及 74000-75000/78000 附近压力位, 美铜在 3.9-4.0 附近支撑位及 4.35/4.5-5.0 附近压力位。
- **风险提示:** 美联储降息时间和幅度、欧美经济增长放缓程度、中国经济增长复苏程度

分析师: 王文虎 (F03087656, Z0019472)

宏源期货 研究所

金属研究室

Tel: 010-82293558

Email: wangwenhu@swyhsc.com

相关研究

《美联储货币政策存变数 贵金属市场等待新驱动》, 期货日报

《沪镍 重心将震荡下移》, 期货日报
《铜价重心下移但难回 2020 年以前水平》, 期货日报

《低库存使铜价下跌具有抵抗性》, 期货日报

《冲突螺旋式升级间接支撑有色金属》, 期货日报

《青山做空伦镍险遭百亿美元浮亏? 但镍价终将回归产业运行逻辑》, 腾讯财经

《全球镍仍在持续去库 短期供需仍然偏紧》, 金融界

《央行降准后结构性宽松仍可期》, 金融界

《避险需求支撑趋弱, 黄金中期中心将下移》, 期货日报

《两大因素主导金价走势》, 期货日报

《有色 重心逐步下移》, 期货日报

《沪铜: 谨慎追涨》, 期货日报

《黄金 中长线配置时点仍需等待》, 期货日报

目录

| | |
|------------------------------|----|
| 一、2024 年一季度全球铜行情回顾..... | 3 |
| 二、美联储降息和放缓缩表预期支撑有色金属价格..... | 3 |
| (1) 美联储和欧洲央行降息时点渐行渐近..... | 3 |
| (2) 美国经济增长强劲引导“软着陆”预期..... | 5 |
| (3) 国内经济稳增长政策持续加码..... | 7 |
| 三、铜精矿供给偏紧引导国内电解铜供需预期趋紧..... | 13 |
| (1) 海外铜精矿供给扰动引导供需预期偏紧..... | 13 |
| (2) 废铜供给暂时趋松难改长期预期偏紧..... | 14 |
| (3) 新增冶炼产能因原料供给问题或难完全释放..... | 15 |
| 四、国内外铜价差结构与多空持仓比例..... | 19 |
| 五、2024 年二季度全球铜行情展望..... | 20 |

一、2024 年一季度全球铜行情回顾

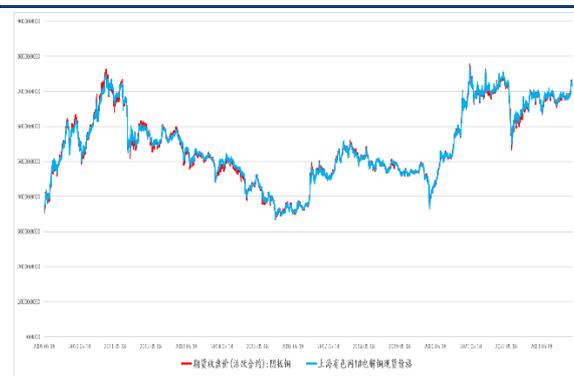
2024 年一季度沪铜价格重心有所上移。美国经济与就业保持强劲预期、美联储降息和放缓缩表预期、铜精矿供给持续偏紧预期，使沪铜价格宽幅震荡偏强。截止 3 月 29 日，沪铜收盘价为 72530 元/吨，较 2023 年 12 月 29 日收盘价 68989 元/吨上涨约 5.13%；LME 3 个月铜收盘价为 8872 美元/吨，较 2023 年 12 月 29 日收盘价 8562 美元/吨上涨约 3.62%；COMEX 铜收盘价为 4.0115 美元/盎司，较 2023 年 12 月 29 日收盘价 3.8915 美元/盎司上涨约 3.08%。具体而言，2024 年一季度全球铜价走势主要包括两个阶段：

第一阶段为 1 月初至 2 月上旬，美国经济与就业表现强劲使消费端通胀有所反弹，促市场修正对美联储的激进降息预期，叠加下游需求走弱推升国内电解铜社会库存量，使沪铜价格有所回落。

第二阶段为 2 月中旬至 3 月底，美联储降息和放缓缩表及缩短美债持仓久期预期、美国财政部持续大规模发债，引导美国消费端“二次通胀”预期，叠加全球铜精矿供给预期偏紧、国内电解铜下游需求渐趋回暖，使沪铜价格震荡上涨。

展望 2024 年二季度，美联储降息和放缓缩表预期、全球各国推进债务货币化预期，叠加全球铜精矿供给偏紧预期难改、国内二季度大量铜冶炼厂开启检修、中国经济稳增长政策持续加码，或使沪铜价格重心仍将上移。

图 1：国内电解铜期货与现货价格



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 2：LME 3 个月铜与 COMEX 铜价格



资料来源：WIND，宏源期货研究所

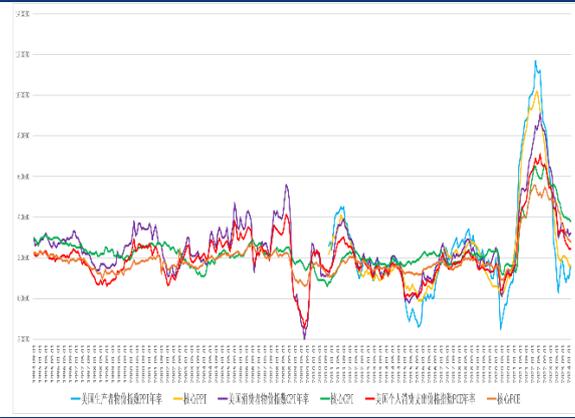
二、美联储降息和放缓缩表预期支撑有色金属价格

(1) 美联储和欧洲央行降息时点渐行渐近

自 2023 年 6 月美国共和党与民主党解决债务上限问题以来，美国未偿公共债务规模增加超过 3.11 万亿美元至 34.58 万亿美元。考虑到美联储银行定期融资计划 BTFP 已于 3 月 11 日到期不续且必须几周内偿还，美国中小型银行仍然面临较重的商业地产债务违约风险，叠加美联储隔夜逆回购规模 3 月 27 日已经降至 8727 亿美元左右，那么未来美国财政部继续大量发债和美联储继续保持当前缩表速度，将使美联储银行准备金余额快速下降而引发金融市场流动性问题，那么下半

年美联储仍有望开启降息并放缓缩表。

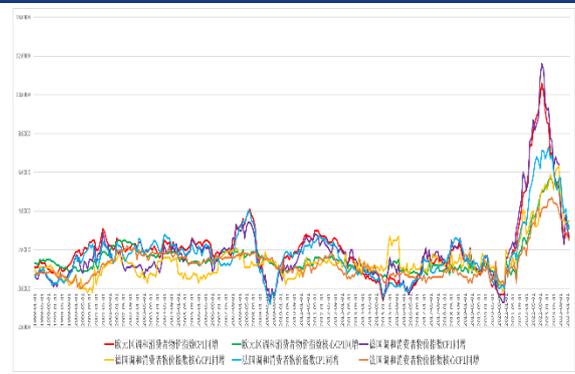
图 3: 美国生产与消费端通胀水平



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

欧洲央行 3 月维持主要再融资利率为 4.5%，资产购买计划 APP 以可预测的速度下滑，并考虑下半年以每月减少 75 亿欧元的速度退出将持续至 2024 年底的紧急抗疫购债计划 (PEPP) 再投资。欧元区 2 月调和消费者物价指数 CPI 年率为 2.6% 低于前值但高于预期，欧元区与德法 3 月 Markit 制造业 PMI 分别为 45.7/41.6/45.8 均低于预期和前值，叠加欧洲央行行长拉加德表示夏季或降息一次、瑞士央行 3 月意外降息 25 个基点至 1.5%，市场预期欧洲央行 6 月开启降息且年内或降息 4 次。

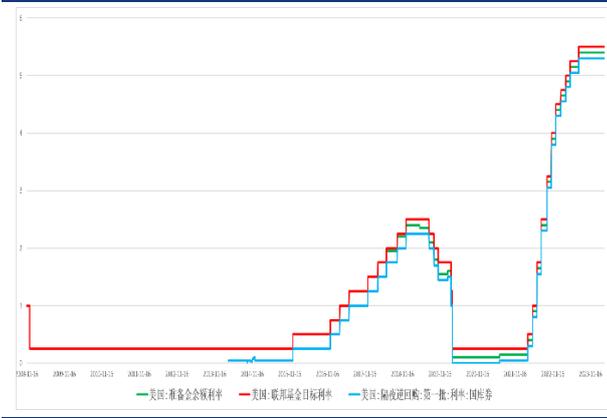
图 5: 欧元区与德法消费端通胀水平



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

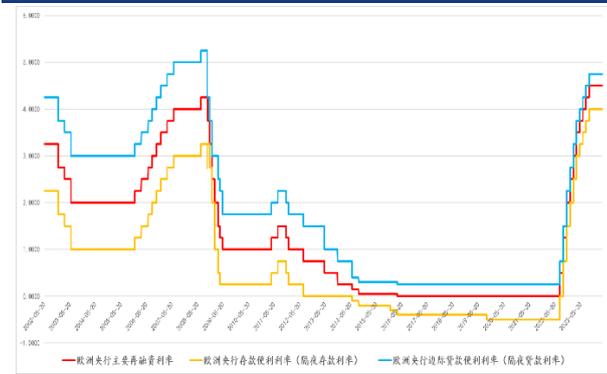
英国央行 3 月维持关键利率为 5.25%，贝利表示利率已处限制性区域但通胀仍处高位。英国 2 月消费者物价指数 CPI 和核心 CPI 年率为 3.4% 和 4.5% 均低于预期和前值，叠加 3 月 Markit 制造业 (服务业) PMI 为 49.9 (53.4) 高于预期和前值 (低于预期和前值)，使市场预期英国央行 6 或 8 月开启降息且年内或降息 3 次。

图 4: 美国联邦基金目标利率



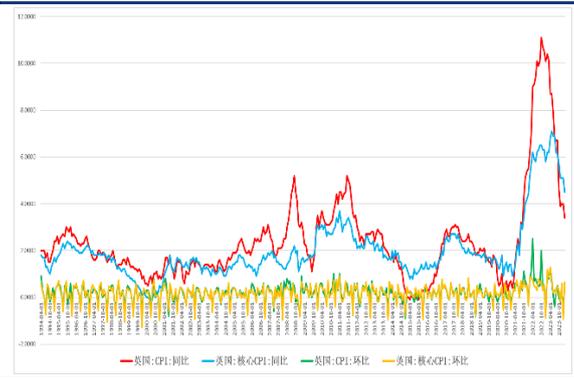
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 6: 欧洲央行主要基准利率水平



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 7：英国消费端通胀水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 8：英国央行基准利率

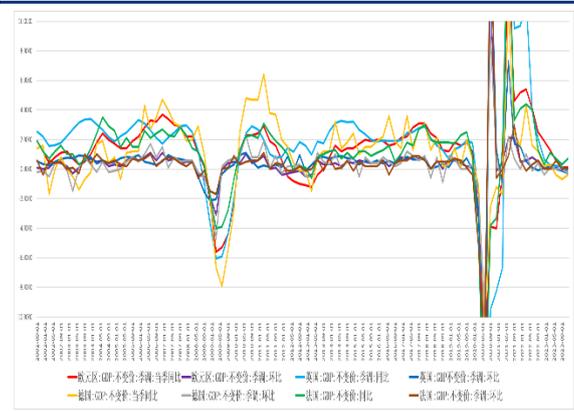


资料来源：WIND，宏源期货研究所

(2) 美国经济增长强劲引导“软着陆”预期

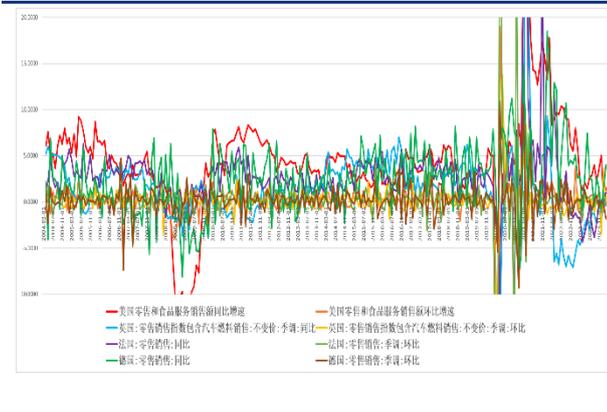
2023 年第四季度美国实际国内生产总值（GDP）按年率计算增长 3.2%，较首次预估数据下修 0.1 个百分点。美国商务部表示，主要反映了对私人库存投资等指标的下修，抵消了个人消费支出和非住宅类固定资产投资的增幅。具体来看，去年第四季度，占美国经济总量约 70% 的个人消费支出增长 3%，较此前数据上调 0.2 个百分点。反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资增长 2.4%，增幅上调 0.5 个百分点。当季，私人库存投资拖累经济 0.27 个百分点，而首次预估数据为提振经济增长 0.07 个百分点。商品和服务净出口提振经济增长 0.32 个百分点，较首次预估数据下调 0.11 个百分点。也就是说，个人消费支出、非住宅类固定资产投资以及州和地方政府支出提振了去年经济增长。

图 9：美英德法国内生产总值 GDP 增速



资料来源：WIND，宏源期货研究所

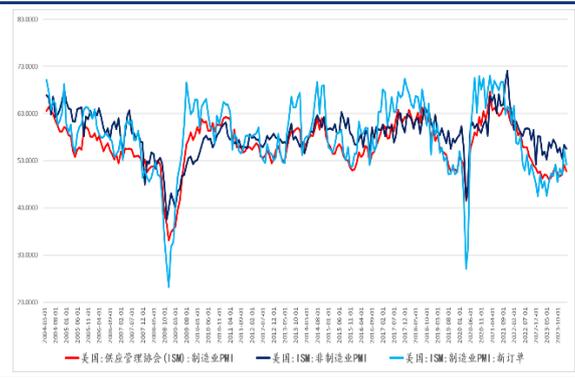
图 10：美英德法零售销售同环比增速



资料来源：WIND，宏源期货研究所

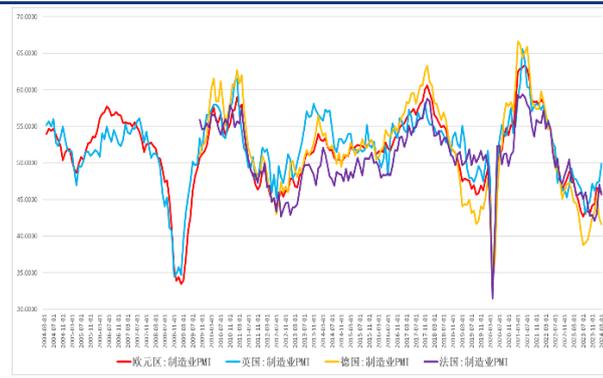
美国 2 月 ISM 制造业 PMI 为 47.8，低于前值 49.1，也低于预期值 49.5，且继续处于荣枯线之下。具体而言，2 月 ISM 产出指数为 48.4，低于前值 50.4；2 月 ISM 就业指数为 45.9，也低于前值 47.1；2 月 ISM 新订单指数为 49.2，同样低于前值 52.5。但是美国 3 月 Markit 制造业（服务业）PMI 为 52.5（51.7）高于预期和前值（低于预期和前值），说明补库周期推动美国制造业和服务业逐步回暖。

图 11: 美国 ISM 制造业与非制造业 PMI



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 12: 欧元区与英法德制造业 PMI

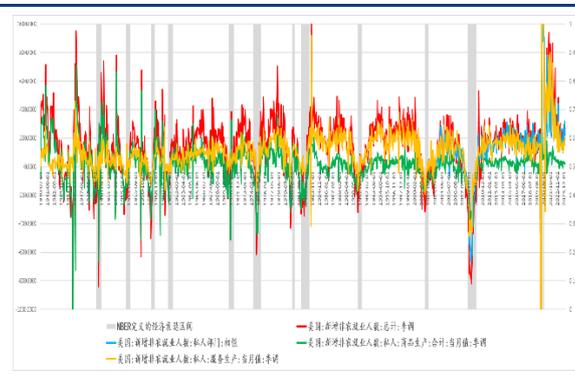


资料来源: WIND, 宏源期货研究所

美国 2 月份季调后非农就业人口增加 27.5 万人, 显著高于市场预期的 20 万人。不过, 劳工统计局将 2023 年 12 月份的数据从 33.3 万人下修至 29 万人; 1 月份数据从 35.3 万人下修至 22.9 万人。经过这些修正后, 12 月和 1 月新增就业人数合计较修正前减少 16.7 万人。美国 2 月失业率意外升至 3.9%, 为 2022 年 1 月来新高, 市场原先预计会维持在 3.7% 不变。就业参与率也维持在 62.5%, 市场原本预期会升至 62.6%; U6 失业率上升 0.1 个百分点至 7.3%, 平均每周工时如预期小幅升至 34.3。2 月平均时薪环比上涨 0.1%, 同比涨幅为 4.3%, 分别低于市场预期的 0.3% 和 4.4%。以上说明包括家庭调查在内的大多数其他劳动力市场指标都表明, 劳动力市场的紧俏程度要轻得多, 预计未来几个月的非农就业数据将越来越多地反映出这一点。

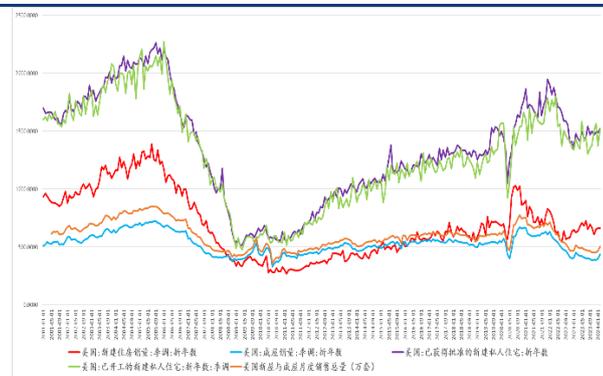
根据美国全国房地产经纪人协会 (NAR) 的数据, 美国 2 月成屋销售创一年新高, 远超预期, 主要受库存激增推动, 2 月成屋库存创 2020 年以来同期新高。具体而言, 美国 2 月成屋销售总数年化 438 万户, 创最近一年新高, 预期 395 万户, 1 月前值 400 万户。2 月成屋销售环比大涨 9.5%, 创 2023 年 2 月以来的最大月度涨幅, 预期为环比下跌 1.3%, 1 月前值为环比上涨 3.1%。2 月成屋销售同比下跌 3.3%。2 月成屋销售超过了媒体调查的所有经济学家的预测。截至 2 月底, 有 107 万户待售房屋, 同比大涨 10.3%。按照目前的销售速度计算, 需要约 2.9 个月的时间消耗掉市场上的供应量, 为约一年新低, 低于 5 个月的库销比, 表明虽然库存上涨, 但由于销售火爆, 市场供应仍紧张。当前美国房贷的成本仍是两年前的两倍, 这令许多已经锁定低贷款利率的房主不愿出售房屋, 因此市场上的房屋供应量低于正常水平。分析称, 最新成屋销售数据表明, 买卖双方正在适应较高的按揭贷款利率, 美国房地产市场正在摆脱近年来的低迷。强劲的需求推动房价上涨。成屋售价中位数同比上涨 5.7% 至 38.45 万美元, 这是自 1999 年有记录以来的任何 2 月份的最高水平。

图 13: 美国新增非农就业人数



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 14: 美国营建许可与新屋开工及新屋成屋销售



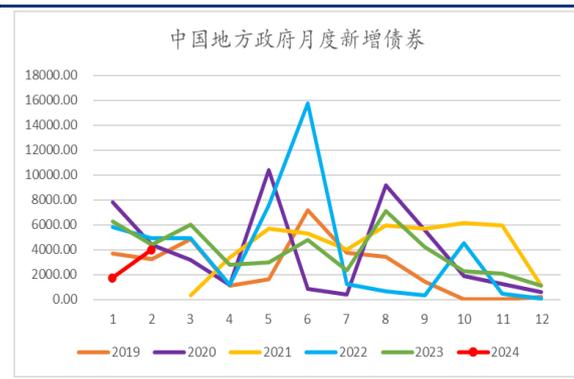
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

(3) 国内经济稳增长政策持续加码

2024 年一季度的国债与地方政府债发行额分别为 24500 亿和 15738.61 亿，说明今年一季度的国债发行大踏步的领先于地方债。近日公布的中央财政预算报表显示，政府性基金预算中，2024 年超长期特别国债收入预算数为 10000 亿元，支出预算数为 10000 亿元，其中中央本级支出暂安排 5000 亿元、对地方转移支付暂安排 5000 亿元。若今年特别国债在 7 月前发完，二季度的政府债供给压力在 6.02 万亿左右，预计 4、5、6 月的政府债发行规模分别为 1.95 万亿、1.86 万亿和 2.21 万亿，净融资压力或在 2.8 万亿。

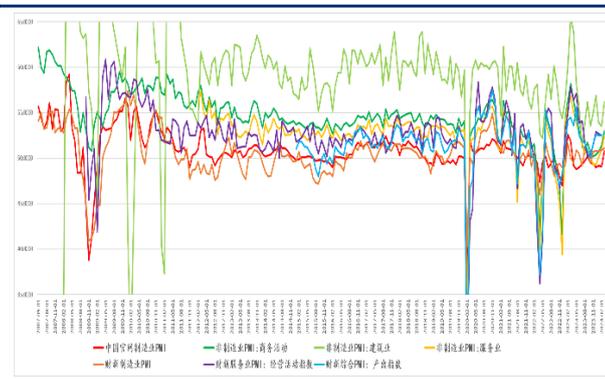
国家统计局服务业调查中心、中国物流与采购联合会 3 月 31 日发布的中国制造业采购经理指数 (PMI) 显示，3 月，制造业 PMI 达到 50.8%，连续 5 个月在 50% 以下运行后重返扩张区间。3 月，非制造业商务活动指数升至 53%，连续 4 个月上升，创 2023 年 7 月以来的新高。推进现代化产业体系建设、大规模设备更新和消费品以旧换新政策、推进高水平对外开放政策、发展低空经济等着眼于新质生产力的政策将为经济注入更强动力。经济自身的韧性也将继续发挥，消费市场进一步恢复向好，新动能平稳较快增长。

图 15: 中国地方政府月度新增债券额



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 16: 中国制造业与非制造业 PMI



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

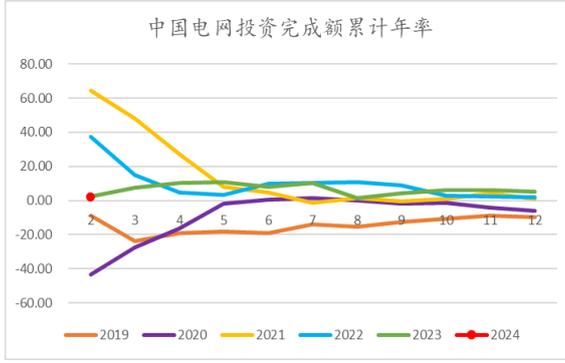
近日，国家电网公司对外透露，2024 年将继续加大数智化坚强电网的建设，促进能源绿色低碳转型，推动阿坝至成都东等特高压工程开工建设。围绕数字化配电网、新型储能调节控制、车网互动等应用场景，打造一批数智化坚强电网示范工程，预计电网建设投资总规模将超 5000 亿元。预计 24-25 年特高压招标有望维持高位。随着“大基地”建设的稳步推动，“十四五”中期调规和“十五五”规划有望陆续出炉，电网投资有望保持高景气。

据国家发改委官网 3 月 18 日公告，《全额保障性收购可再生能源电量监管办法》已于 2024 年 2 月 5 日第 9 次委务会议审议通过，自 2024 年 4 月 1 日起施行。将可再生能源发电项目的上网电量划分为保障性收购电量和市场交易电量。其中，保障性收购电量是指按照国家可再生能源消纳保障机制、比重目标等相关规定，应由电力市场相关成员承担收购义务的电量；市场交易电量是指通过市场化方式形成价格的电量，由售电企业和电力用户等电力市场相关成员共同承担收购责任。该文件改变了以往政策中可再生能源保障性收购电量“保量”、“保价”的描述，转为与国家可再生能源消纳保障机制关联。结合此前市场关于电网公司大概率放开 95% 消纳红线的声音，该文件实际上实际弱化了全额保障性收购制度。

可再生能源电量收购价格，由全部政府定价转变为部分政府定价，其余部分通过市场化交易形成价格的重大机制转变，明确可再生能源发电项目上网电量中市场化交易电量价格通过市场化方式形成。电网企业不再是保障性收购电量的唯一责任主体，而是转变为电网企业、电力调度机构

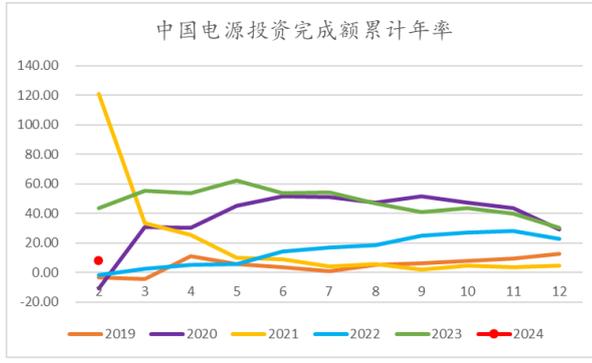
和电力交易机构等多元主体。

图 17: 中国电网工程累计投资完成额同增



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

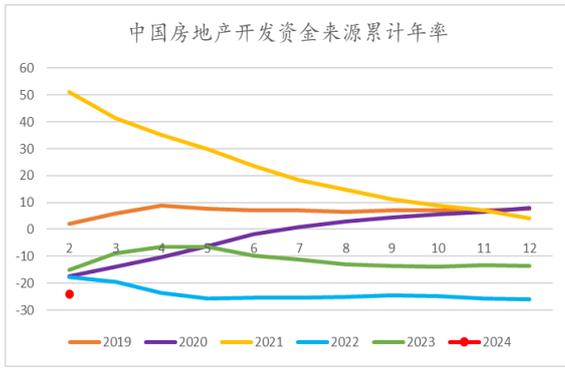
图 18: 中国电源工程累计投资完成额同增



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

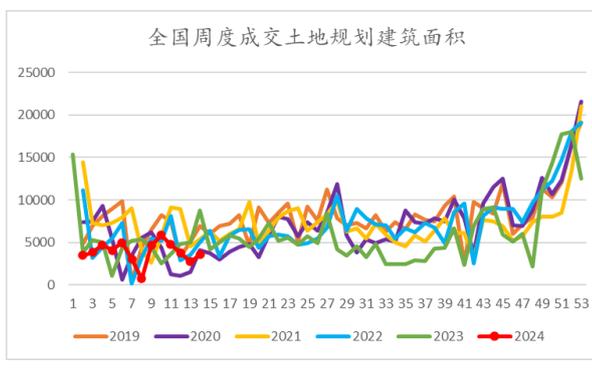
中国 1 和 2 月房地产开发企业房屋施工面积 666902 万平方米, 同比下降 11.0%; 房屋新开工面积 9429 万平方米, 下降 29.7%; 房屋竣工面积 10395 万平方米, 下降 20.2%。1 和 2 月全国房地产开发投资 11842 亿元, 同比下降 9.0%, 其中, 住宅投资 8823 亿元, 下降 9.7%。房地产开发投资指标呈现低开态势, 但总体风险可控, 有两个积极信号需要关注: 一是开发投资额同比跌幅有所收窄, 这意味着去年开发投资萎缩的状态有所遏制, 是供给端企稳的积极信号; 二是房企竞争结构持续调整, 目前有能力进行开发投资的企业更健康、财务能力更强。

图 19: 中国房地产开发投资同比增速



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

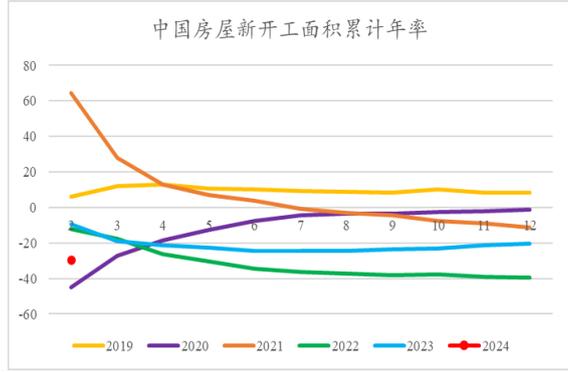
图 20: 中国成交土地规划建筑面积



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

当前各地房地产融资协调机制加快建立, 不少项目的资金正在到位, 有望进一步修复企业和居民端的市场预期。3 月以来核心城市政策效果持续显现, 多个城市二手房成交已达去年下半年以来的高位, 新房市场销售规模也在温和回升, 比如近期杭州全面取消二手房限购政策, 进一步提振了市场信心。

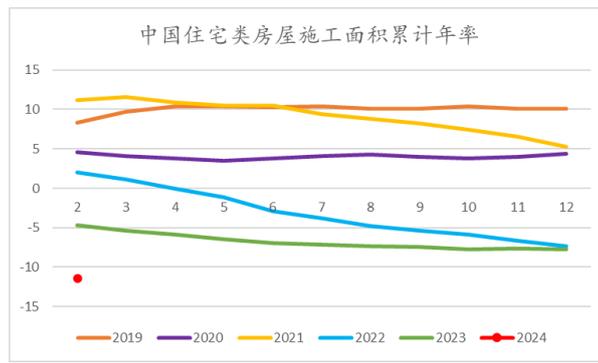
图 21: 中国房地产新开工面积同比增速



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

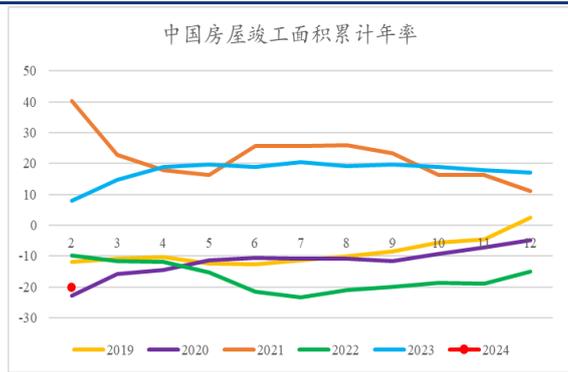
新房销售相比去年同期下降主要源于两个原因，一是受疫情期间积压的购房需求集中释放的带动，去年年初新房销售持续保持较高规模，去年 1—2 月新房销售面积处于历史高位。二是今年春节期间假期长，居民出游热情较高，在一定程度上影响了住房需求的入市节奏。1 和 2 月重点 25 城二手住宅成交面积同比下降 13.1%，降幅明显低于新房。这说明二手房市场保持了一定的活跃度，由此可见购房需求仍在稳步释放，而二手房交易活跃，未来有望为新房市场提供更多置换改善需求。

图 22: 中国房地产施工面积同比增速



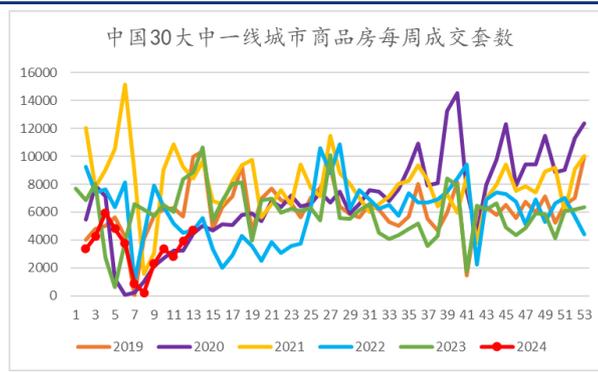
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 23: 中国房地产竣工面积同比增速



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

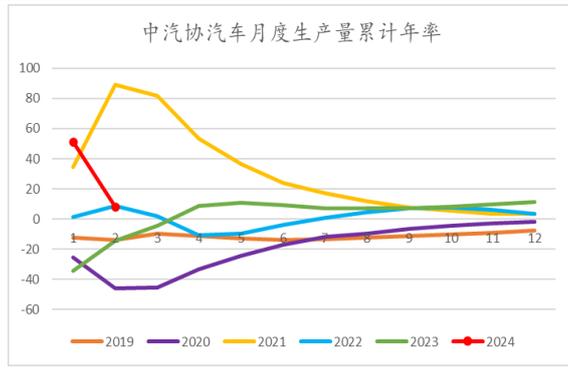
图 24: 中国 30 座大中城市商品房销售量



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

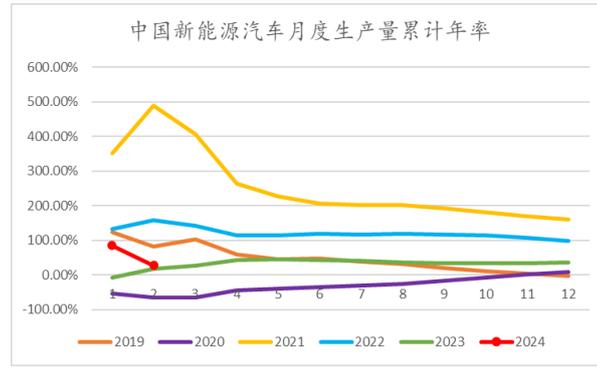
中国汽车工业协会发布数据，今年 2 月汽车产销量分别为 150.6 万辆和 158.4 万辆，环比分别下降 37.5% 和 35.1%，同比分别下降 25.9% 和 19.9%。同日，中国汽车流通协会发布 2 月份全国乘用车市场分析，称 1 月份的部分销量透支及春节后的价格战升温共同影响了 2 月份的销量走势，随着国家以旧换新政策的即将推出，市场淘汰更新和换购更新的消费潜力将逐步体现，预计 3 月份全国车市环比产销增长将较为迅猛。

图 25: 中国汽车月度生产量同比增速



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

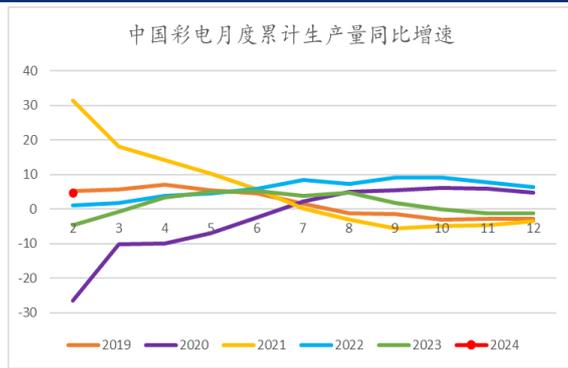
图 26: 中国新能源汽车月度生产量同比增速



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

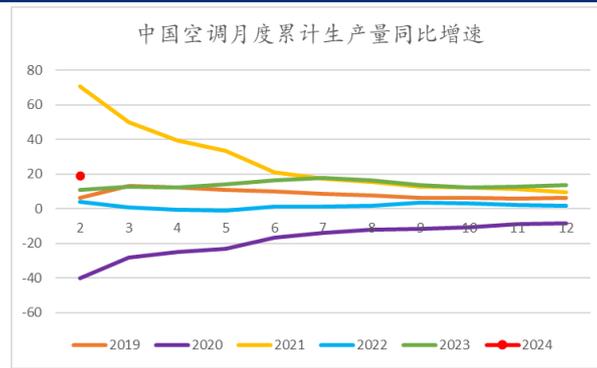
据产业在线最新发布的家用空调排产报告显示, 2024 年 4 月家用空调内销排产 1281 万台, 较去年同期内销实绩增长 20.9%, 5 月内销排产 1470 万台, 同比增长 16.3%, 6 月内销排产 1425 万台, 同比增长 13.5%。二季度整体排产来看, 较去年同期生产实绩有较大增长。对旺季高温天气及“以旧换新”政策的预期, 拔高了整体空调行业对于市场的期待。在高预期刺激下, 加之去年同期基数较低, 各企业生产备货计划表现出不同程度的激进增长; 此外在高涨的铜价刺激下, 部分企业发布涨价通知, 一定程度上也推动了经销商的提货打款速度。

图 27: 中国彩电月度生产量同比增速



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

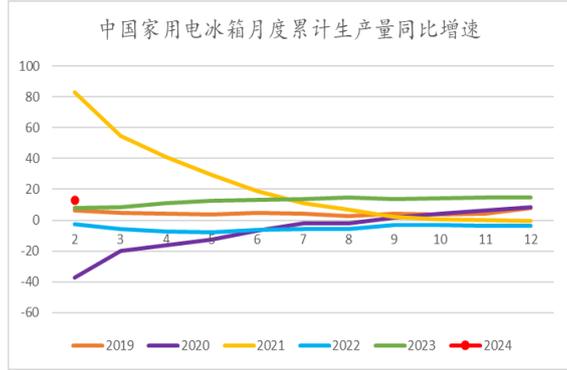
图 28: 中国空调月度生产量同比增速



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

今年以来, 中国家电出口保持高景气。根据海关统计, 前两个月, 我国家用电器出口额达到 1019.7 亿元, 同比增长 24%。小家电出口趋势积极, 预计今年上半年小家电出口向好态势或延续。展望 2024 年, 外销仍为中国家电企业重要增长极, 依托技术、创新效率和海外本土化运作, 品类升级和份额提升有望延续。同时, 欧美市场补库存和新兴市场需求上升, 也有助于外销增长势头的延续。

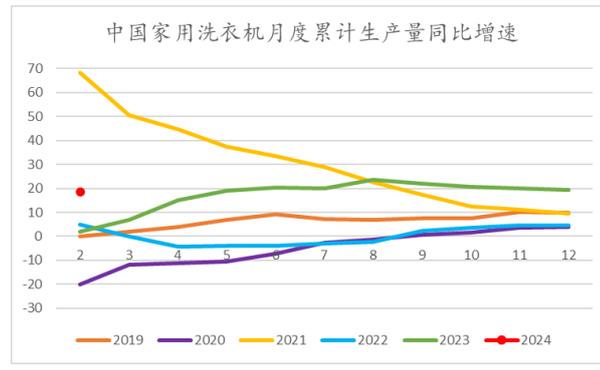
图 29: 中国电冰箱月度生产量同比增速



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

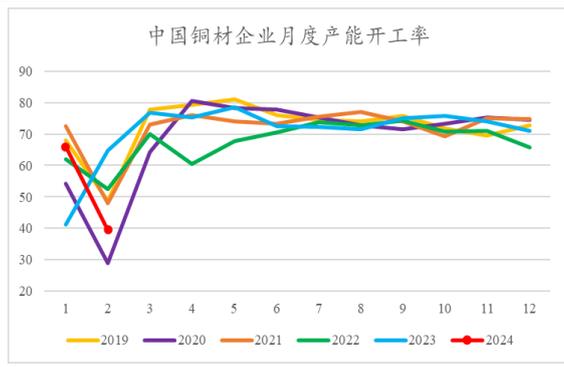
部分精铜杆企业停产降库后开始复产, 而且下游订单有一定增量; 再生铜杆经济效益明显但因价处高位致线缆企业刚需采购为主, 使精铜杆(再生铜杆)产能开工率较上周升高(升高); 新能源发电和国网订单表现尚可, 但是房地产和基建等工程类订单仍疲软, 或使 4 月铜材企业产能开工率环比下降。

图 30: 中国洗衣机月度生产量同比增速



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

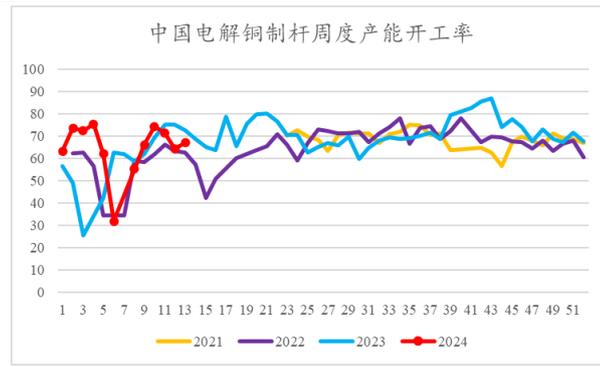
图 31: 中国铜材企业月度产能开工率



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

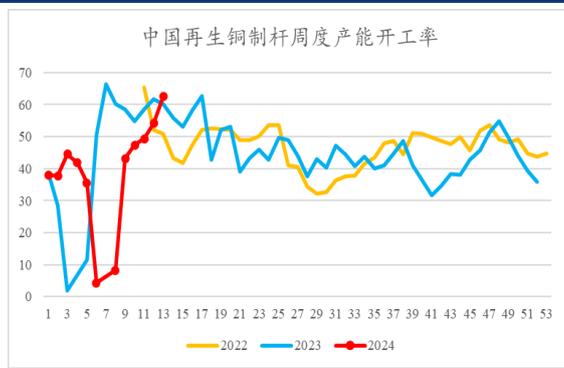
铜电线电缆(新能源发电类订单表现尚可, 国网类订单仍有增长, 推动铜电线电缆产能开工率较上周升高, 但房地产和基建等工程类订单仍然疲软, 使铜电线电缆企业成品库存增加) 4 月产能开工率或环比升高。

图 32: 中国电解铜制杆月度产能开工率



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

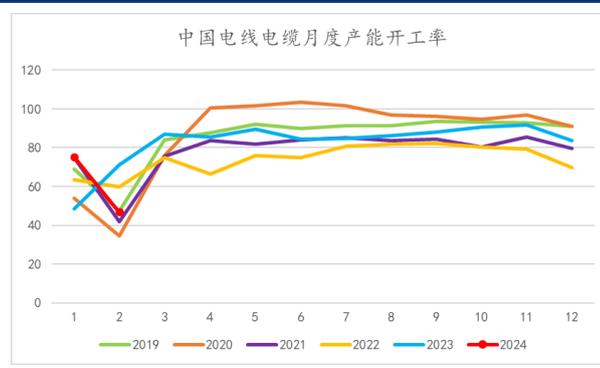
图 37: 中国再生铜杆月度产能开工率



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

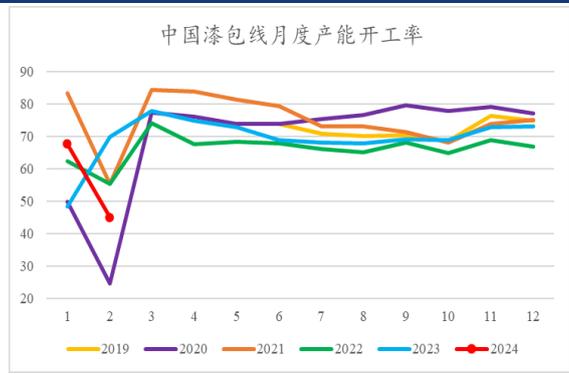
铜漆包线(多家企业表示订单恢复较慢且弱于往年同期, 下游资金压力较大抑制新增订单增长, 家电与工业电机及新能源汽车类订单表现良好但新增订单趋缓, 个别企业两轮和三轮电动车

图 38: 中国电线电缆月度产能开工率



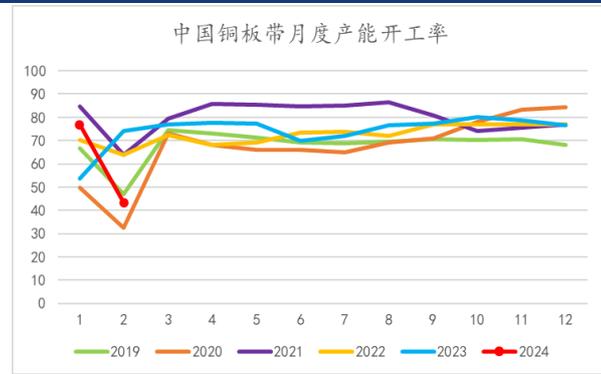
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

订单表现较好，电力变压器类需求稳定且订单积极排产）、铜板带（部分华东铜板带企业表示因新能源汽车降价促销，电池连接片和接插件等订单爆满）4月产能开工率或环比下降。

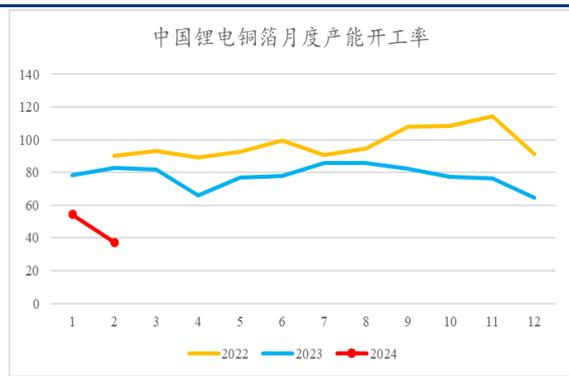
图 39：中国漆包线月度产能开工率


资料来源：SMM，宏源期货研究所

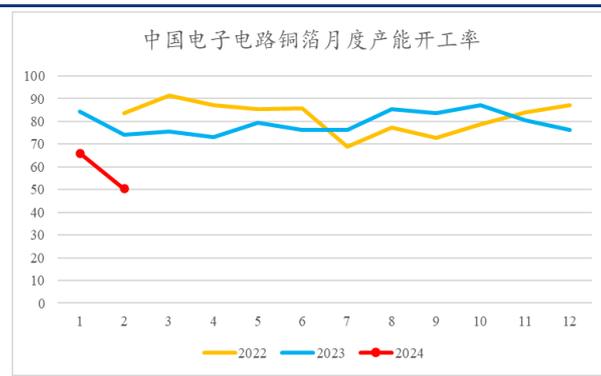
铜箔（2024 年全国铜箔产能或接近 200 万吨，新能源汽车价格战和储能端 330 并网信息推升市场活跃度但影响有限，海外动力订单有所回暖但部分铜箔企业仍以去库为主；多数企业表示电子电路铜箔新增订单源于主动下调加工费，实际 PCB 产业链需求仍然疲软且上半年或难见起色）4 月产能开工率或环比下降。

图 40：中国铜板带月度产能开工率


资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 33：中国锂电铜箔月度产能开工率


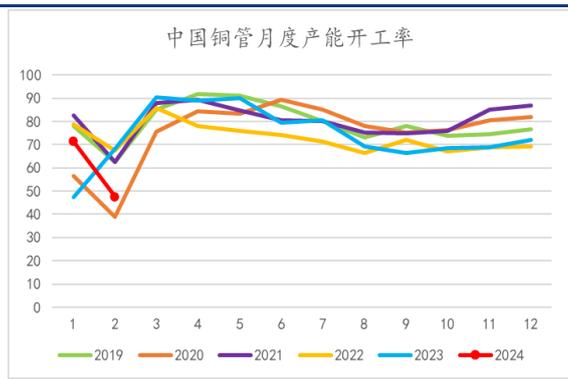
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 34：中国电子电路铜箔月度产能开工率


资料来源：SMM，宏源期货研究所

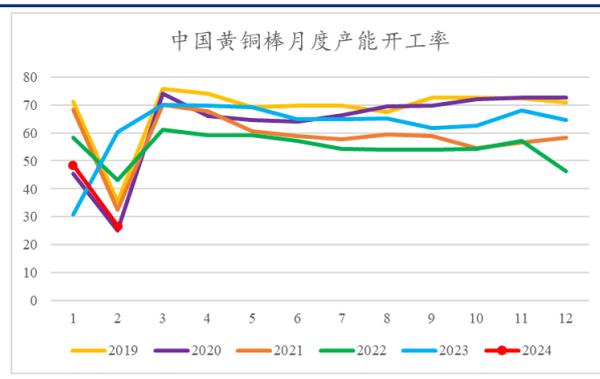
铜管（空调内销与出口预期乐观引导强劲排产，但铜管订单仍不旺盛且利润空间小而成品库存高企，使部分铜管企业担忧 5 月后新增订单或放缓）4 月产能开工率或环比升高；黄铜棒（制冷行业旺季但因原料价高和竞争订单及成品降价而利润空间缩小，水暖卫浴、汽配与电子及家电等传统行业订单表现较为平淡且后续难现明显增量）4 月产能开工率或环比下降。

图 35: 中国铜管月度产能开工率



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图 36: 中国黄铜棒月度产能开工率



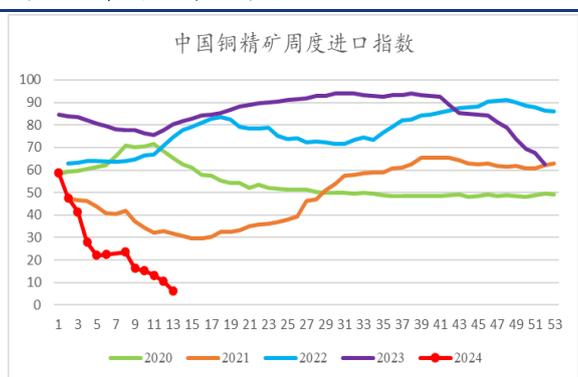
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

三、铜精矿供给偏紧引导国内电解铜供需预期趋紧

(1) 海外铜精矿供给扰动引导供需预期偏紧

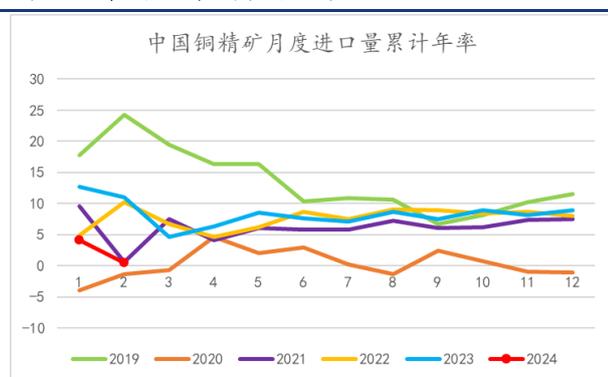
第一量子矿业的巴拿马 Cobre Panama 铜矿停产或影响 37 万金属吨但计划未来几周内出售港口 12 万吨铜精矿库存, 英美资源集团将 24 年铜生产量目标由 100 降至 73-79 万金属吨, 嘉能可 24 年铜生产量目标由 104 降至 95-101 万吨, 淡水河谷 24 年生产量预期 32.66 升至 32-35.5 万吨但第二大铜矿 Sossego 因环保问题被暂停运营或影响 6.68 万吨, 2024 年 Las Bambas 铜矿生产量约为 28-32 万吨或使秘鲁铜生产量由 276 升至 300 万吨, 洛阳钼业 KFM 铜钴矿已实现满产且全年生产量或由 11.37 万吨升至 52 万吨以上, 洛阳钼业 TFM 铜钴矿二季度或满产达标使全年生产量或由 28.03 升至 45 万吨, 智利国家铜业 Codelco 预计 24 年铜生产量由 132.5 增至 139 万吨但是旗下 Radomiro Tomic 铜矿因生产事故引发工人罢工停产, 印尼铜矿商 PT Amman 计划 2024 年铜精矿生产量由 54.19 升至 83.3 万实物吨, 印尼政府将于 5 月禁止铜精矿出口但印尼自由港因铜冶炼产能 5 月投产且 10 月满产而申请延续铜精矿出口, 使全球和中国铜精矿供给预期偏紧。

图 41: 中国铜精矿周度进口指数



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图 42: 中国铜精矿月度累计进口量



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

表 1: 全球主要矿山增产情况

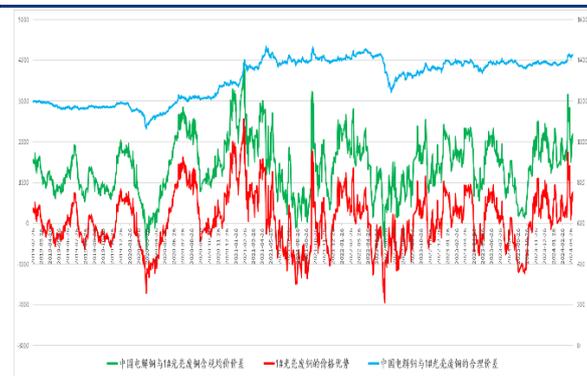
| 全球主要矿山增产情况 | | | |
|---------------|--------|--------|---------------------------------|
| 矿山名称 | 2024 年 | 2025 年 | 状态 |
| Quellaveco | 0 | 0 | 已投产 |
| QB2 | 6 | 9 | 待投产 |
| Kamoa-Kakula | 5 | 12 | 待投产 |
| TFM | 12 | 0 | 已投产 |
| KFM | 1 | 0 | 已达产 |
| Oyu Tolgoi | 11 | 5 | 已投产 |
| Julong | 3 | 9 | 扩产中 |
| Udokan | 5 | 5 | 待投产 |
| Chuquicamata | 6 | 6 | 已投产 |
| Escondida | 6 | 2 | 已达产 |
| Grasberg | 7 | 3 | 待投产 |
| Los Pelambres | 3 | 6 | 待投产 |
| Lonshi | 3 | 0 | 已投产 |
| Mantoverde | 6 | 0 | 待投产 |
| Salobo | 3 | 1 | 已投产 |
| Cobre Panama | 2 | 2 | 扩产中 |
| Spence | 1 | 1 | 已投产 |
| Bor | 2 | 2 | 已投产 |
| 总计 (万吨) | 82 | 63 | 备注: 2025 年增量乘以折算系数 0.8, 以反映不确定性 |

资料来源: SMM, 宏源期货研究所

(2) 废铜供给暂时趋松难改长期预期偏紧

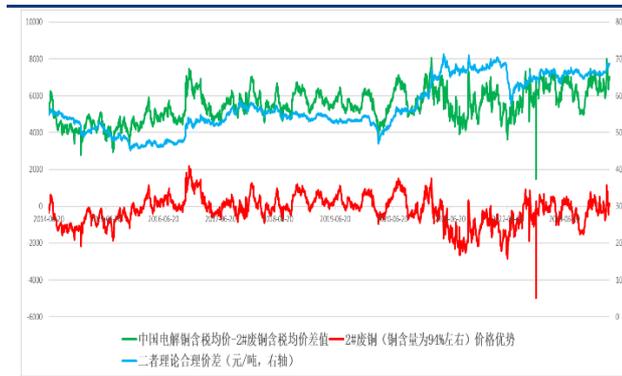
国内电解铜与光亮及老化废铜价差为正提振废铜经济性, 海外废铜回收量下滑和需求量增加及国内进口清关标准高使废铜进口仍处于亏损状态, 或使国内废铜 4 月进口和生产量环比下降, 废铜持货商担忧价格走弱而逢高出货但难改长期供给预期偏紧, 再生铜持货商积极出货致现货供给充足, 再生铜杆厂表示新增订单较差但为维持连续生产而积极采购以满足持续开工 3-4 天。

图 43: 中国电解铜与光亮废铜价差



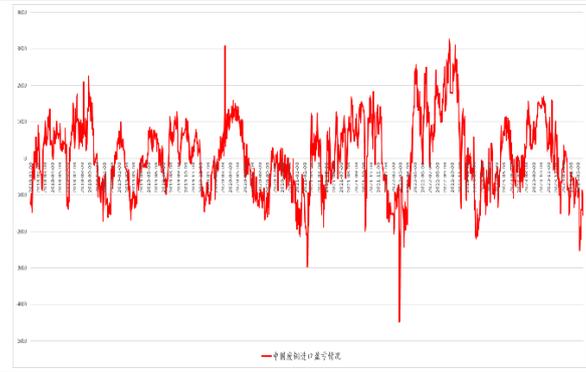
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图 44: 中国电解铜与老旧废铜价差



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图 45: 中国废铜月度进口盈亏情况



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图 46: 中国废铜月度库存周转天数

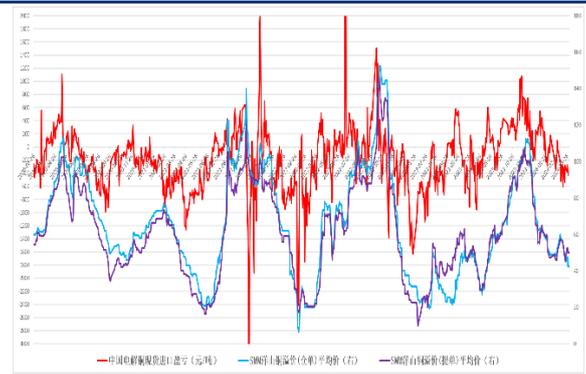


资料来源: SMM, 宏源期货研究所

(3) 新增冶炼产能因原料供给问题或难完全释放

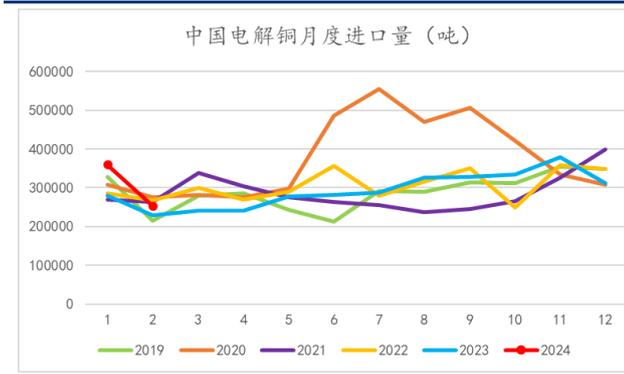
赞比亚 Chambishi 铜冶炼厂因干旱缺电致 25 万吨产能缩减 20%或减少阳极铜出口, 矿(废)产粗铜供给偏紧(趋松)使中国北方(南方)粗铜周度加工费环比下降(升高), 但因铜冶炼厂或有 125 万吨粗炼产能 4 月处于检修状态, 将使国内粗铜 4 月生产量(进口量)环比下降(增加)而供给预期趋紧; 云南铜业升级搬迁的电解与火法系统或分别于 5 和 8 月投产而减少生产量约 20 万吨, 山东多家铜冶炼厂因与下游签有大比例长单而库存出货压力不大, 中国有色金属工业协会召开铜冶炼座谈会确定调整现有生产线检修计划并压减亏损产能、新建产能推迟运行和达产时点等, 中国铜原料联合谈判小组倡议联合减产 5-10%, 铜冶炼厂二季度检修预期或使国内 4 月电解铜生产和进口量环比下降。

图 47: 中国进口铜长单溢价



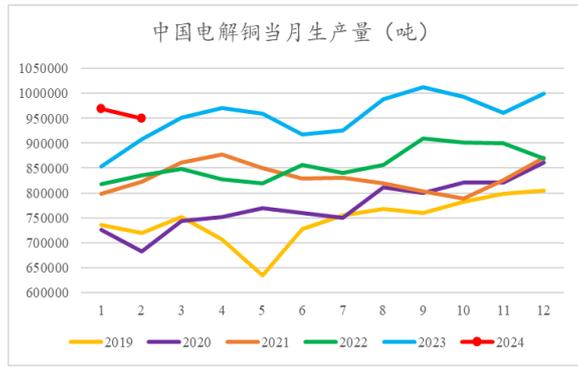
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图 48: 中国电解铜月度进口量



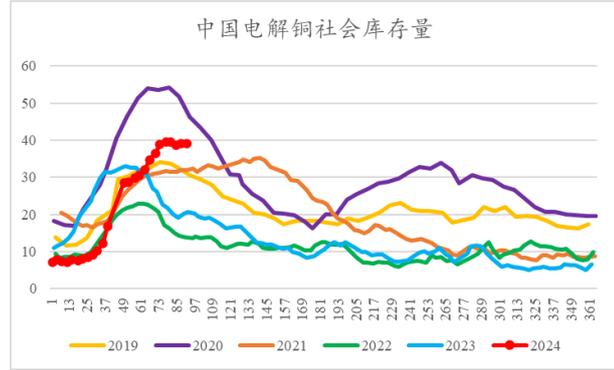
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图 49: 中国电解铜月度生产量



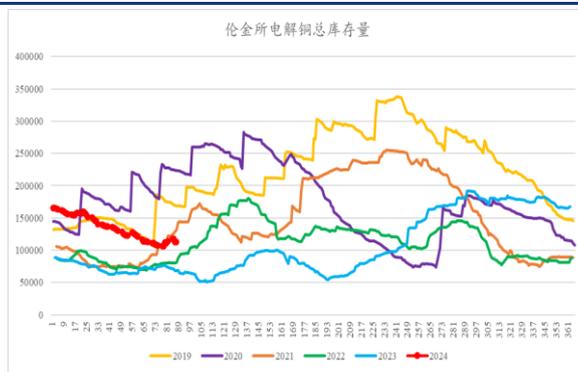
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图 50: 中国电解铜社会库存量



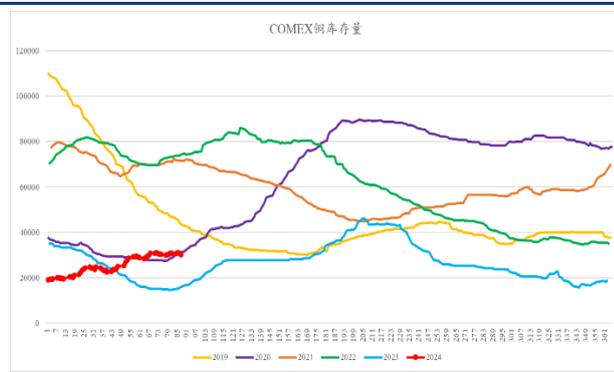
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图 51: 伦金所电解铜库存量



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图 52: COMEX 电解铜库存量



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

表 2: 2023-2026 年国内新增铜粗炼产能情况

| 指标名称 | 企业名称 | 新增粗炼产能 | 新增后粗炼总产能 | 生产使用原料 | 投产年份 | 备注 |
|------|----------------|--------|----------|--------|------|------|
| 2026 | 营口建发盛海(一期) | 30 | 30 | 铜精矿 | 2026 | |
| 2025 | 金川集团(防城港) | 30 | 75 | 铜精矿 | 2025 | |
| 2025 | 赤峰金通铜业有限公司 | 30 | 60 | 铜精矿 | 2025 | |
| 2025 | 铜陵有色金属集团股份有限公司 | 50 | 50 | 铜精矿 | 2025 | |
| 2025 | 西南铜业(搬迁扩建) | 15 | 40 | 铜精矿 | 2025 | |
| 2024 | 恒邦股份 | 10 | 30 | 铜精矿 | 2024 | 2024 |
| 2024 | 白银有色(重启) | 20 | 40 | 铜精矿 | 2024 | 2024 |
| 2024 | 葫芦岛宏跃北方铜业 | 5 | 15 | 铜精矿 | 2024 | 2024 |
| 2024 | 金川集团(本部) | 30 | 50 | 铜精矿 | 2024 | 12月 |
| 2024 | 赤峰富邦铜业有限责任公司 | 6 | 12 | 铜精矿 | 2024 | 6月底 |
| 2024 | 五矿铜业(湖南)有限公司 | 20 | 30 | 铜精矿 | 2024 | 尚不明确 |

| | | | | | | |
|------|--------------|----|----|-----|--|------|
| 2024 | 安徽和正铜业有限公司 | 60 | 60 | 铜精矿 | | 尚不明确 |
| 2024 | 昆明金水铜冶炼有限公司 | 10 | 20 | 铜精矿 | | 尚不明确 |
| 2023 | 安徽和正铜业有限公司 | 60 | 60 | 铜精矿 | | 尚不明确 |
| 2023 | 昆明金水铜冶炼有限公司 | 10 | 20 | 铜精矿 | | 尚不明确 |
| 2023 | 五矿铜业（湖南）有限公司 | 20 | 30 | 铜精矿 | | 尚不明确 |

资料来源：SMM，宏源期货研究所

表 3：2023-2026 年国内新增铜精炼产能情况

| 指标名称 | 企业名称 | 新增精炼产能 | 新增后精炼总产能 | 生产使用原料 | 备注 | 投产年份 |
|------|-------------------|--------|----------|--------|------|------|
| 2026 | 营口建发盛海（一期） | 30 | 30 | 铜精矿 | | 2026 |
| 2026 | 铜陵有色金属集团股份有限公司 | 50 | 50 | 铜精矿 | | 2026 |
| 2025 | 凉山矿业股份有限公司 | 12.5 | 13 | 铜精矿 | | 2025 |
| 2025 | 安徽友进冠华新材料科技股份有限公司 | 15 | 15 | 铜精矿 | | 2025 |
| 2025 | 赤峰金通铜业有限公司 | 30 | 55 | 铜精矿 | | 2025 |
| 2025 | 金川集团（本部） | 40 | 100 | 铜精矿 | | 2025 |
| 2024 | 恒邦股份 | 10 | 35 | 铜精矿 | 一季度 | 2024 |
| 2024 | 楚雄滇中有色金属有限责任公司 | 20 | 20 | 铜精矿 | | 2024 |
| 2024 | 广西南国铜业有限公司 | 40 | 70 | 铜精矿 | | 2024 |
| 2024 | 巴彦淖尔西部铜业有限公司 | 5 | 10 | 铜精矿 | 下半年 | 2024 |
| 2024 | 包头华鼎铜业发展有限公司 | 7 | 10 | 铜精矿 | | 2024 |
| 2024 | 五矿铜业(湖南) | 5 | 15 | 铜精矿 | | 2024 |
| 2024 | 金川集团（防城港） | 30 | 77 | 铜精矿 | | |
| 2024 | 五矿铜业(湖南)有限公司 | 20 | 35 | 铜精矿 | | |
| 2024 | 安徽和正铜业有限公司 | 60 | 60 | 铜精矿 | | |
| 2023 | 安徽和正铜业有限公司 | 60 | 60 | 铜精矿 | 尚不明确 | |

资料来源：SMM，宏源期货研究所

表 4：2024 年国内铜冶炼厂预计检修日期及预计影响产量

| 指标名称 | 公司名称 | 产能 | 开始时间 | 结束时间 | 备注 | 预估影响产量 |
|------|---------------------------|----|--------------|--------------|---------|--------|
| 2024 | 葫芦岛宏跃北方铜业有限责任公司 | 10 | 2024/1/25 | 2024/2/12 | 18 天 | 1.5 |
| 2024 | 铜陵有色金属集团股份有限公司金冠铜业分公司（双闪） | 48 | 2024/5/1 | 2024/5/1 | 25-30 天 | |
| 2024 | 阳新弘盛铜业有限公司 | 40 | 2024 年 4 月初 | 2024 年 5 月初 | 30 天 | 2.5 |
| 2024 | 中原黄金冶炼厂 | 35 | 2024/3/20 | 2024/4/25 | 35-40 天 | 2 |
| 2024 | 山东中金岭南铜业有限责任公司（三厂） | 25 | 2024 年 5 月中旬 | 2024 年 6 月中旬 | 30 天 | 1 |
| 2024 | 中铜东南铜业有限公司 | 40 | 2024/12/1 | 2025/1/1 | 45 天 | 3 |
| 2024 | 恒邦股份 | 10 | 2024/10/1 | 2024/11/1 | 30 天 | 0.5 |
| 2024 | 江西铜业（本部） | 55 | 2024 年 10 月底 | 2024/11/1 | 35 天 | 0 |
| 2024 | 豫光金铅 | 10 | 2024/10/1 | 2024/10/1 | 20 天 | 1 |
| 2024 | 江铜国兴（烟台）铜业有限公司 | 24 | 2024/9/1 | 2024/10/1 | 45 天 | 2.2 |
| 2024 | 飞尚铜业有限公司 | 10 | 2024/9/1 | 2024/9/1 | 5-10 天 | 0 |
| 2024 | 国投金城冶金有限责任公司 | 10 | 2024/6/1 | 2024/6/1 | 20 天左右 | 0.7 |
| 2024 | 新疆五鑫铜业有限责任公司 | 10 | 2024/5/1 | 2024/6/1 | 45 天 | 1.2 |
| 2024 | 营口盛海化工有限公司 | 10 | 2024/4/1 | 2024/5/1 | 25 天 | 0 |
| 2024 | 青海铜业责任有限公司 | 10 | 2024/4/1 | 2024/5/1 | 30 天 | 1 |
| 2024 | 赤峰富邦铜业有限责任公司 | 6 | 2024/3/31 | 2024/6/30 | 90 天 | 0 |
| 2024 | 恒邦股份 | 10 | 2024/4/1 | 2024/5/1 | 30 天 | 0.5 |
| 2024 | 浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司（新线） | 15 | 2024 年 5 月下旬 | 2024/7/1 | 55 天 | 2.5 |
| 2024 | 浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司（老线） | 15 | 2024 年 10 月底 | 2024/11/1 | 35 天 | 0.8 |
| 2024 | 紫金铜业有限公司 | 25 | 2024/11/1 | 2024/11/1 | 15 天 | 0.5 |
| 2024 | 赤峰金通铜业有限公司 | 30 | 2024/6/10 | 2024/6/1 | 20 天 | 1.5 |
| 2024 | 赤峰云铜有色金属有限公司 | 40 | 2024/7/1 | 2024/8/1 | 轮休 | 3.5 |
| 2024 | 包头华鼎铜业发展有限公司 | 20 | 2024/6/1 | 2024/6/1 | 25 天 | 0 |
| 2024 | 五矿铜业(湖南)有限公司 | 10 | 2024 年 4 月中 | 2024 年 5 月中 | 30 天 | 0.8 |
| 2024 | 阳谷建发铜业有限公司 | 40 | 2024/5/10 | 2024/6/1 | 50-55 天 | 4 |
| 2024 | 中条山有色金属集团有限公司（垣曲） | 13 | 2024/10/1 | 2024/11/1 | 30 天 | 0.8 |
| 2024 | 阜新博发铜业有限公司 | 10 | 2024 年 4 月底 | 2024 年 5 月底 | 30 天 | 0 |

| | | | | | | |
|------|--------------|----|--------------|-------------|--------|---|
| 2024 | 楚雄滇中有色金属有限公司 | 15 | 2024 年 7 月上旬 | 2024/8/1 | 25 天左右 | 0 |
| 2024 | 昆鹏铜业有限责任公司 | 10 | 2024/12/1 | 2025 年 1 月中 | 30 天 | 0 |

资料来源: SMM, 宏源期货研究所

表 5: 2023-2026 年国外新增铜冶炼产能情况

| 国外新增铜冶炼产能情况 | | |
|-------------|-------------|-----------|
| 时间 | 项目 | 新增产能 (万吨) |
| 2023 年 | Bor | 12 |
| | Almalyk | 12 |
| | PT smelting | 5 |
| 2024 年 | New Gresik | 40 |
| | Reco | 8 |
| | PT Amman | 20 |
| 2025-2026 年 | Kansanshi | 12 |
| | Adani | 40 |
| | Kamoa | 50 |

资料来源: SMM, 宏源期货研究所

表 6: 中国电解铜 2024 年供需平衡表

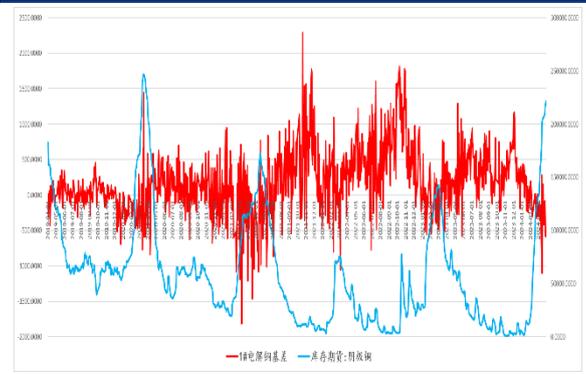
| 国内电解铜供需平衡表 (单位: 万吨) | | | | | | | | | | | | |
|---------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|------|
| 时间 | 1 月 | 2 月 | 3 月 | 4 月 | 5 月 | 6 月 | 7 月 | 8 月 | 9 月 | 10 月 | 11 月 | 12 月 |
| 总生产量 | 102 | 95 | 97 | 95 | 96 | 97 | 100 | 105 | 105 | 104 | 105 | 99 |
| 国家抛储 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 总进口量 | 29 | 29 | 29 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 总出口量 | 2 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 总供应量 | 129 | 122 | 123 | 120 | 121 | 122 | 125 | 130 | 130 | 129 | 130 | 124 |
| 总需求量 | 122 | 101 | 118 | 128 | 132 | 130 | 126 | 128 | 135 | 134 | 130 | 124 |
| 供需平衡 | 7 | 21 | 5 | -8 | -11 | -8 | -1 | 2 | -5 | -5 | 0 | 0 |

资料来源: SMM, 宏源期货研究所

四、国内外铜价差结构与多空持仓比例

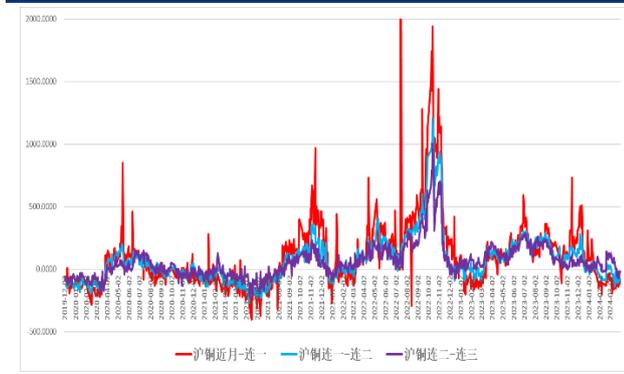
截至 3 月 29 日，沪铜基差和月差均为负且处于相对低位，究其原因是下游需求恢复缓慢使国内电解铜社会库存量仍在累积，但是中国经济稳增长政策引导乐观需求预期，铜精矿供给偏紧引导国内铜冶炼厂二季度大量检修预期。

图 53：沪铜基差



资料来源：上期所，宏源期货研究所

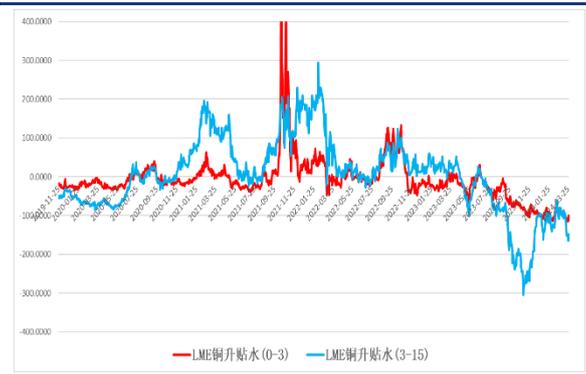
图 54：沪铜近远月合约价差



资料来源：上期所，宏源期货研究所

LME 铜(0-3)和(3-15)合约价差为负且处于相对低位，沪伦铜价比值接近近五年 90%分位数，而这源于欧洲 3 月 Markit 制造业 PMI 仍全部低于 50，但美联储和欧洲央行降息预期引导未来经济软着陆预期，叠加全球铜精矿供需预期偏紧，使 LME 铜近远月价差处于相对低位。

图 55：伦铜近远月合约价差



资料来源：LME，宏源期货研究所

图 56：COMEX 铜多空持仓比例



资料来源：COMEX，宏源期货研究所

五、2024 年二季度全球铜行情展望

美联储降息和放缓缩表预期、全球各国推进债务货币化预期，叠加全球铜精矿供给偏紧预期难改、国内二季度大量铜冶炼厂开启检修、中国经济稳增长政策持续加码，或使沪铜价格重心仍将上移，建议投资者以逢回落布局多单为主，关注 70000/71000-72000 附近支撑位及 74000-75000/78000 附近压力位，美铜在 3.9-4.0 附近支撑位及 4.35/4.5-5.0 附近压力位。

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

风险提示：期市有风险，投资需谨慎

分析师简介：**王文虎**，西安交通大学管理学博士，现任宏源期货研究所有色与贵金属分析师。

