

消费端通胀回落促美联储开启降息背景下 沪铜价格重心或有所上移

报告摘要:

- **行情回顾:** 2023 年沪铜价格重心有所上移。美联储放缓加息预期和国内乐观需求预期支撑沪铜价格 1 月至 4 月中旬宽幅震荡偏强; 消费端通胀粘性担忧引导美联储继续加息预期使 4 月下旬至 5 月下旬沪铜价格震荡下跌; 美联储停止甚至降息预期升温、国内经济稳增长政策持续加码使 6 月初至今沪铜价格宽幅震荡偏强。
- **需求端:** 欧美经济增长渐趋放缓甚至衰退, 或将抑制欧美自身和中国出口对铜需求; 但是随着中国推出更多经济稳增长与消费刺激政策, 美联储与欧洲央行加息结束甚至开启降息周期, 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, 对铜需求或将逐步回暖。
- **供给端:** 海外铜精矿生产扰动引导供给偏紧预期, 倘若国内新增冶炼产能或因原料问题难以全部释放, 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:** 第一, 倘若消费端通胀回落促美联储开启降息、欧美经济增长实现软着陆、国内经济增长稳步好转、海外铜精矿生产或投产扰动加剧, 预计国内电解铜供需预期偏紧, 且 2024 年电解铜价格重心将有所上移; 第二, 倘若经济增长放缓甚至衰退促美联储开启降息, 欧美经济出现衰退将使国内经济增长承压, 巴拿马等海外铜精矿生产扰动消除, 预计国内电解铜供需预期偏松, 且 2024 年电解铜价格或先弱后强; 第三, 倘若消费端通胀反复致美联储迟迟未能开启降息, 美联储和欧洲央行保持高位利率时间越长, 欧美经济增长放缓甚至衰退概率越大, 届时国内经济增长亦将逐步承压, 预计国内电解铜供需预期紧平衡, 且 2024 年电解铜价格或先强后弱。关注沪铜价格在 (55000-60000) 65000-67000 附近支撑位及 70000-72000 附近压力位; COMEX 铜价在 (3.0-3.5) 3.7-3.8 附近支撑位及 3.9-4.0 (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、2023 年全球铜行情回顾	3
二、欧美保持高位利率更长时间终将抑制经济活动	4
(1) 消费端通胀反复或延缓美联储和欧洲央行降息时点	4
(2) 欧洲经济或先于美国经济出现衰退	5
(3) 内需刺激对冲外需趋降促国内经济缓慢复苏	7
三、海外铜精矿供给扰动引导国内电解铜供需预期趋紧	14
(1) 海外铜精矿供给扰动引导供需预期偏紧	14
(2) 再生铜供应量或延续增长但难定流向	15
(3) 新增冶炼产能或因原料供给问题而难完全释放	16
四、国内外铜价差结构与多空持仓比例	19
五、2024 年全球铜行情展望	20

一、2023 年全球铜行情回顾

2023 年沪铜价格重心有所上移。美联储放缓加息预期和国内乐观需求预期支撑沪铜价格 1 月至 4 月中旬宽幅震荡偏强；消费端通胀粘性担忧引导美联储继续加息预期使 4 月下旬至 5 月下旬沪铜价格震荡下跌；美联储停止甚至降息预期升温、国内经济稳增长政策持续加码使 6 月初至今沪铜价格宽幅震荡偏强。截止 12 月 22 日，沪铜收盘价为 69137 元/吨，较 2022 年 12 月 30 日收盘价 65838 元/吨上涨约 5.01%；LME 3 个月铜收盘价为 8596 美元/吨，较 2022 年 12 月 30 日收盘价 8374 美元/吨上涨约 2.65%；COMEX 铜收盘价为 3.9100 美元/盎司，较 2022 年 12 月 30 日收盘价 3.8200 美元/盎司下降约 2.36%。具体而言，2023 年铜价走势主要包括五个阶段：

第一阶段为 1 月至 4 月中上旬，中国解除新冠疫情防控措施引导乐观需求预期、保交楼与低利率刺激房地产销售、美国经济增长保持韧性和美联储放缓加息预期等，使全球铜价于 1 月 19 日创造上半年最高点（沪铜 71099 元/吨，LME 3 个月铜 9550.5 美元/吨，COMEX 铜 4.3550 美元/盎司）后保持高位宽幅震荡。

第二阶段为 4 月中下旬至 5 月中下旬，中国房地产与汽车销售边际放缓，美国政府债务上限问题引发美债违约担忧，美国 3 和 4 月消费端核心通胀粘性强引导美联储继续加息预期，使全球铜价震荡下降。

第三阶段为 6 月至 9 月中上旬，美联储 6 月暂停加息预期升温和拜登政府大规模发债推动美国经济与就业表现强劲，同时中国连续降低 7 天逆回购利率 OMO、常备借贷便利 SLF、中期借贷便利 MLF、贷款市场报价利率 LPR，叠加多家铜冶炼厂检修和进口窗口迟迟未能打开，需求支撑和供给扰动使全球铜价震荡上涨。

第四阶段 9 月中下旬至 10 月中旬，沙特和俄罗斯联手推动原油减产推升原油价格，引导美国消费端通胀预期回升，使美联储 9 月保留 11-12 月加息可能性并上调 24-25 年利率中位数，叠加中国“金九银十”呈现“旺季不旺”，使全球铜价有所下跌。

第五阶段为 10 月下旬至今，美联储停止加息甚至降息预期升温，美国经济与就业保持相对景气，中国经济仍在稳步复苏，全球电解铜库存量处于历史低位，支撑全球铜价震荡上涨。

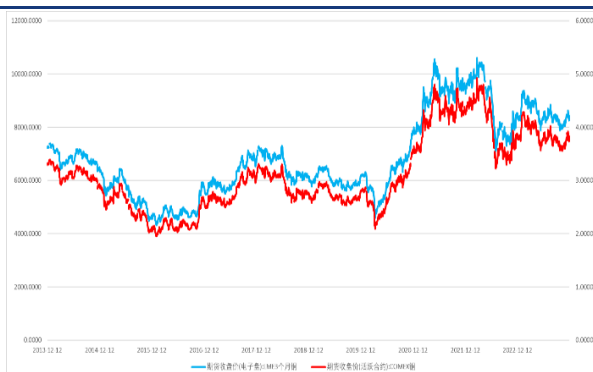
展望 2024 年，海外铜精矿生产扰动不断、美国经济软着陆预期增强、美联储开启降息预期增强、中国经济稳增长政策持续加码，或使沪铜价格重心有所上移。

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



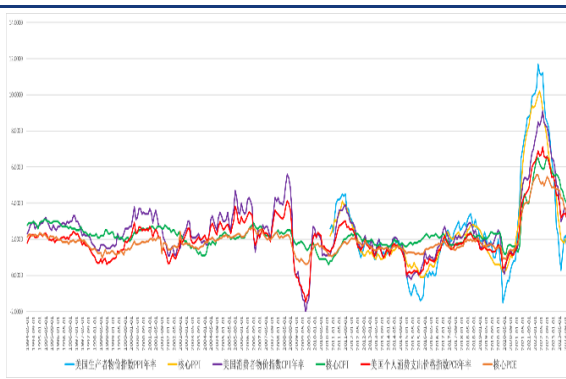
资料来源：WIND，宏源期货研究所

二、欧美保持高位利率更长时间终将抑制经济活动

(1) 消费端通胀反复或延缓美联储和欧洲央行降息时点

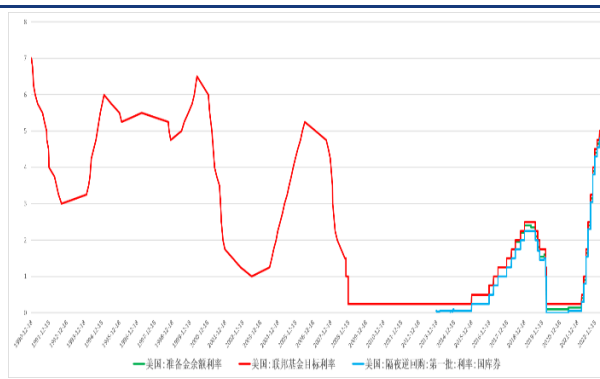
美国劳工部 12 月 12 日公布的 11 月消费者物价指数 CPI 同比上涨 3.1%持平预期但低于前值。剔除波动较大的食品和能源价格后，核心 CPI 同比上涨 4.0%持平预期和前值，但环比上涨 0.3%持平预期但高于前值。考虑到红海航运危机和厄尔尼诺现象推升大宗商品价格，叠加基数效应趋弱，或使美国消费端通胀出现反复。虽然当前市场预期美联储最早或于 24 年 3 月开启降息，但是消费端通胀反复和美国经济表现强劲或使美联储 24 年下半年才能开启降息。

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

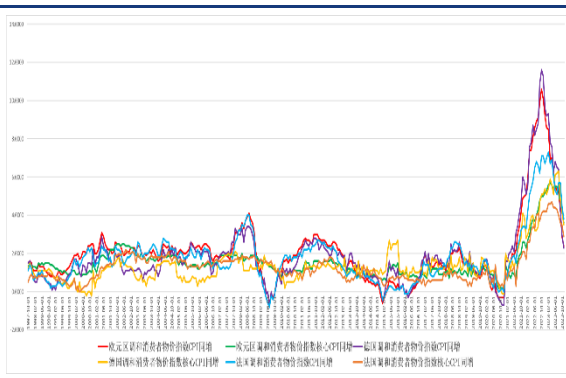
图 4：美国联邦基金目标利率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

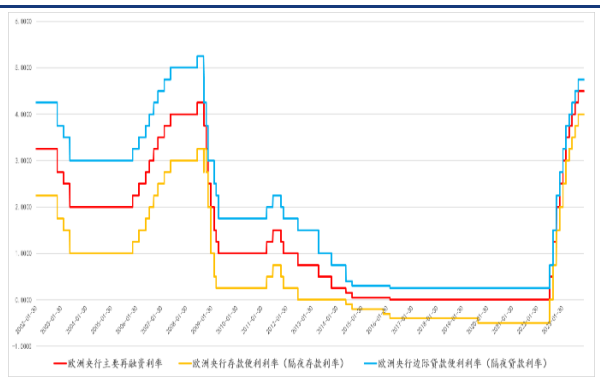
欧洲央行 12 月暂停加息使主要再融资利率保持 4.5%，且将在必要时间内维持足够限制性水平，资产购买计划 APP 以可预测的速度下滑，并考虑明年下半年以每月减少 75 亿欧元的速度退出将持续至 2024 年底的紧急抗疫购债计划（PEPP）再投资。欧元区德国 11 月消费者物价指数 CPI 年率分别为 2.4%和 3.2%均低于预期和前值，11 月 Markit 制造与服务业 PMI 连续低于 50，德国（欧元区）三季度国内生产总值 GDP 季率为-0.1%（-0.1%）高于预期但低于前值（低于预期和前值）四季度可能继续收缩，陷入技术性衰退，使市场预期欧洲央行最早或于 24 年二季度开启降息。欧元区 11 月综合 PMI 初值为 47.6，预期和初值均为 47.1，高于预期和初值，但是仍低于 50 的荣枯分界线；服务业 PMI 终值为 48.7，初值和预期均为 48.2。虽高于预期但服务业活动依然处于收缩趋势。除疫情封锁的几个月外，欧元区制造业、服务业及综合 PMI 已跌至 2013 年以来的最低水平。

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

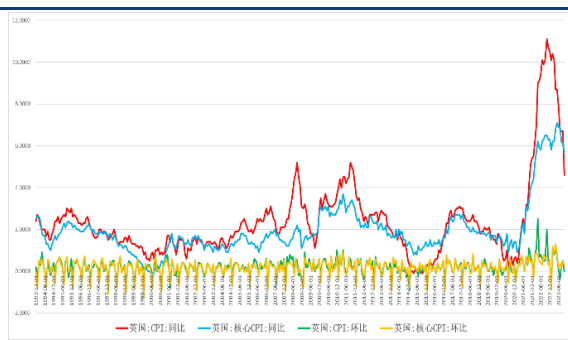
图 6：欧洲央行主要基准利率水平



资料来源：WIND，宏源期货研究所

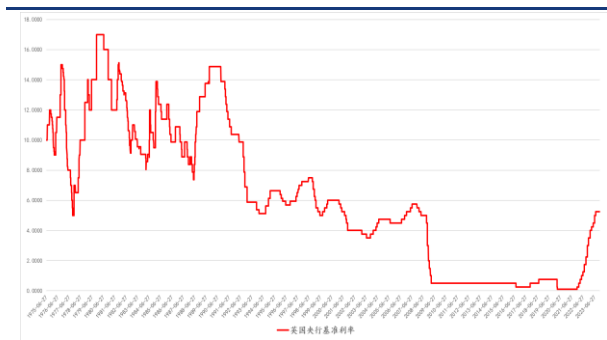
英国央行 11 月暂停加息而维持关键利率为 5.25%，将保持足够限制利率足够长时间并为未来留下加息空间。英国三季度国内生产总值 GDP 季率 0% 高于预期但低于前值，10 月消费者物价指数 CPI 和核心 CPI 年率分别为 4.6% 和 5.7% 低于预期和前值，使市场预期英国央行加息周期或已结束且最早将于 24 年二季度开启降息。

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）欧洲经济或先于美国经济出现衰退

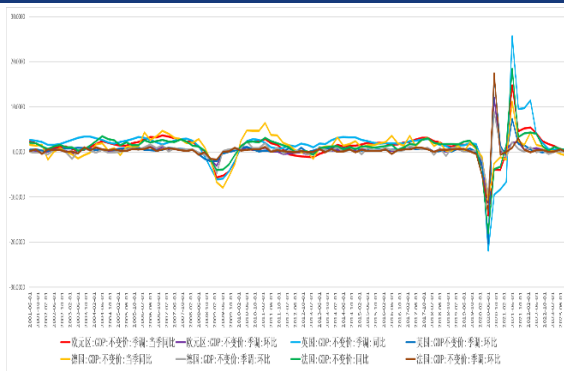
2023 年第三季度美国实际国内生产总值（GDP）按年率计算增长 4.9%，较此前公布的修正数据下调了 0.3 个百分点。第三季度占美国经济总量约 70% 的个人消费支出增长 3.1%，较此前数据下调了 0.5 个百分点。反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资上调 0.1 个百分点至增长 1.4%。私人库存投资提振经济增长 1.27 个百分点，商品和服务净出口提振经济增长 0.03 个百分点。美联储 12 月利率决议上调美国 2023 年 GDP 增长预期至 2.6%，9 月料增 2.1%；下调美国 2024 年 GDP 增长预期至 1.4%，9 月料增 1.5%；维持美国 2025 年 GDP 增长预期在 1.8%，9 月料增 1.8%；上调美国 2026 年 GDP 增速预期至 1.9%，9 月料增 1.8%；维持长期美国 GDP 增速预期为 1.8%。根据亚特兰大联储 GDPNow 模型预测，美国第四季度 GDP 增速高达 2.3%。美国经济在 2023 年颇具韧性，但高息环境和收紧的货币政策影响正逐渐显现，各项经济指标有所走弱，预计 2024 年美国经济增长热度回落的趋势不变。经济增速的预期差可能来自于美国财政赤字的幅度以及其内部板块事件性风险暴露的情况（如银行体系、商业地产等）。

从已经公布的数据来看，2023 年欧元区经济放缓的程度大大超出了欧洲央行的预期。2022 年四季度以来的四个季度中有三个季度的库存投资对 GDP 增长的贡献为负，表明欧元区仍处于去库存的周期中。欧元区采购经理人指 PMI 数显示，制造业已经连续一年多在 50 荣枯线下运行，综合 PMI 低于这一水平也已经有 7 个月之多。2023 年下半年出现技术性衰退（连续两个季度 GDP 环比下降，欧元区三季度 GDP 环比-0.1%，同比零增长）的可能性很大。欧洲央行预测欧元区 2023 年 GDP 增速将从前一年的 3.4% 回落至 0.6%。同时该央行还进一步下调了 2024 年的增长预期（0.8%），而且明确指出 2024 年欧元区经济复苏预期是建立在私人消费和出口增加，同时没有新的不利冲击、信心可能会恢复的前提下。德、法两个欧元区最大的经济体前景均不乐观。欧元区 2024 年不仅面临通胀回落的不确定性，金融体系也可能存在危机风险。欧洲经济增速明年将保持低位，GDP 增速预计仅为 0.7%，在较高的利率环境中制造业和服务业将持续低迷。

以上说明目前美国经济增长仍具有较强韧性，但是欧洲经济增长预期偏弱甚至部分国家经济已经出现衰退，叠加红海航运危机推升原油等进口商品价格、德国债务刹车或推升碳排放价格，消费端通胀反复担忧或使欧洲央行不得不保持高位利率更长时间，而这越可能使欧洲经济率先出现

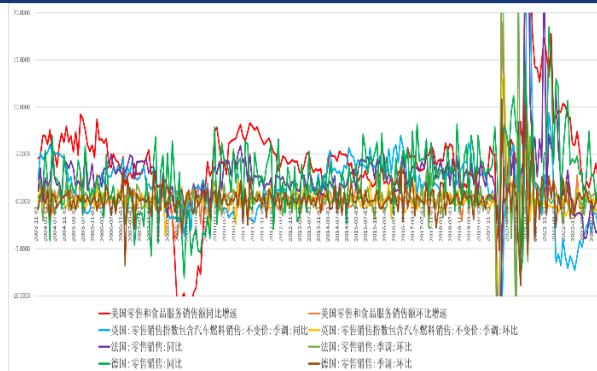
衰退。

图 9：美英德法国内生产总值 GDP 增速



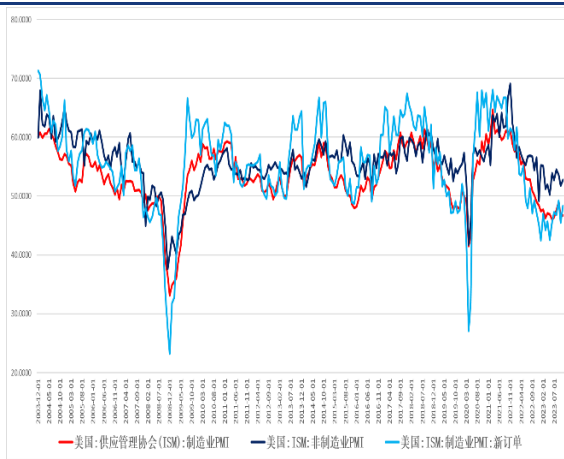
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 10：美英德法零售销售同环比增速



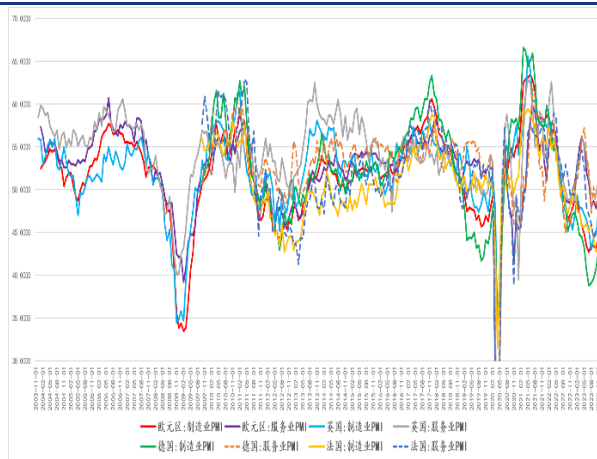
资料来源：WIND，宏源期货研究所

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与服务业 PMI



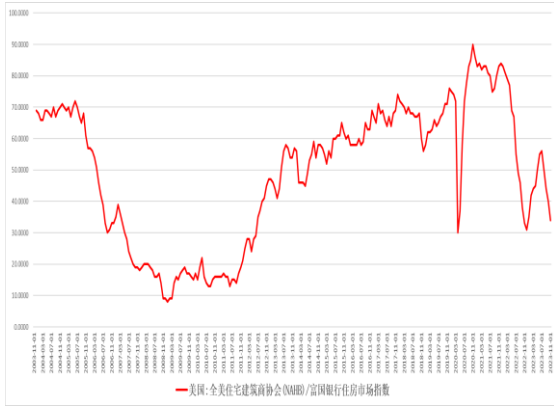
资料来源：WIND，宏源期货研究所

美国包括千禧一代（主要是婴儿潮的下一代）步入购房年龄段，再工业化进程和远程办公习惯固化可能分别带动区域间、区域内高低成本地区之间的人口重新分布，带来的新增建设需求。住房保有率与房屋空置率均运行到历史较低位置，与房龄的加速老化（约半数房屋已超过 40 年房龄），也可能催生更多建设需求。此外，住房按揭存量、居民杠杆率、开发商杠杆率在 2010 年以来都得到了较为充分的下行，尤其是开发商的资产负债表处在蓄势待发的状态。2024 年开始美国住房市场的活动水平将继续提升，或将支撑美国金融周期继续向上运行。

美国 10 月标普/CS20 个大中城市房价指数同比增速为 4.9%，较 9 月回升 1.0 个百分点，已连续 5 个月呈回升态势，使美国房地产行业短期仍面临住房的可负担性处在 80 年代以来几乎最低的位置（受房价和利率快速上升的双重影响）。倘若美国经济 2024 年出现浅衰退且货币政策开启常态化进程，则利率下行可以对可负担性进行较快调节，帮助供需释放（尤其是二手房），但节奏未必太快的原因，是房价很可能存在韧性，因此一定的观望情绪还可能伴随美联储降息逐步推进而持续存在。倘若美联储实际降息节奏和幅度不及市场预期，那么在供需关系继续偏紧的状态下，可负担性的调节就可能需要依靠实际收入的上涨来实现，市场成交量修复的节奏或更慢一些。

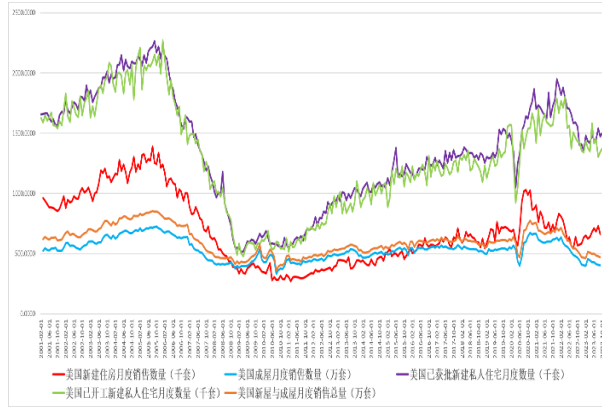
综上所述，伴随货币政策常态化调整的深入，各方面的摩擦成本会愈发明显的下降，以利供需两方的潜力释放更为充分。

图 13：美国标准普尔/CS 房价指数



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

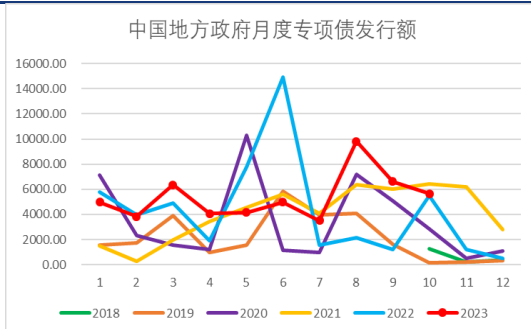
(3) 内需刺激对冲外需趋降促国内经济缓慢复苏

2023 年 1 至 11 月全国一般公共预算收入累计同比增长 7.9%，全国一般公共预算支出累计同比增长 4.9%。随着收入端约束边际缓解，叠加财政积极政策延续，财政支出对经济仍保持必要的支持强度。在广义财政方面，政府性基金收入当月同比增速回升，主因基数因素的影响。政府性基金预算支出当月同比增速边际回落，主因或在于新增地方专项债规模发行高峰已过，对政府性基金预算支出的支撑边际减弱。

12 月中央经济工作会议指出，“加大宏观调控力度”，“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”。积极的财政政策要“适度加力、提质增效”，用好财政政策空间。因此，预计 2024 年中国财政政策方向上仍是“积极”，但发力的力度和规模是“适度”的，不搞大规模刺激的政策，赤字率和专项债额度或“略微”抬升。但是仍需考虑到地方增量隐性债务的压降，要观察广义财政整体规模的变化。长期来看，“谋划新一轮财税体制改革”值得关注。

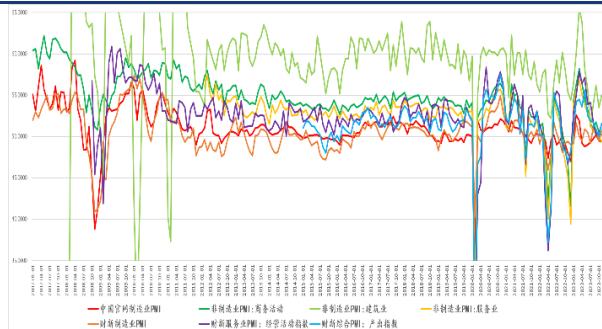
2023 年 12 月中国官方制造业 PMI 为 49.0%，比上月下降 0.4 个百分点。服务业、建筑业商务活动指数分别为 49.3%、56.9%，相比上个月，前者持平，后者上升 1.9 个百分点。12 月制造业 PMI 边际回落，降幅高于季节性，生产扩张放缓。海外订单减少和国内需求不足是企业面临的主要困难。或受此影响，制造业采购指数回落，去库仍在持续，主动补库可能要等到需求明显改善。但是 12 月高技术制造业和装备制造业保持扩张，在经济新旧动能转换阶段，结构性亮点值得关注。

图 15：中国地方政府月度专项债发行额



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

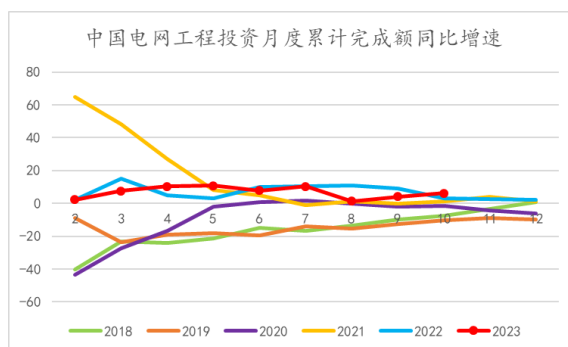


资料来源：WIND，宏源期货研究所

新旧电源发展齐头并进，新型电力系统初具规模。新能源方面，风光装机和电量发展已实现超预期快速增长。传统化石能源先前发展受到限制，但是缺电事件推动能源电力政策转向，火电投资额增长和项目核准开工同步超预期加快。因气温同比下降和上游来水恢复，2023 年“迎峰度夏”未发生严重缺电限电事件，但是火电投产潮受制于 2 年的建设周期，2024 年夏季缺电情况或将再次发生。火电核准开工潮全面提速，五大电力央企持续发力投建火电，煤炭企业与地方能源企业投建火电积极性超预期。

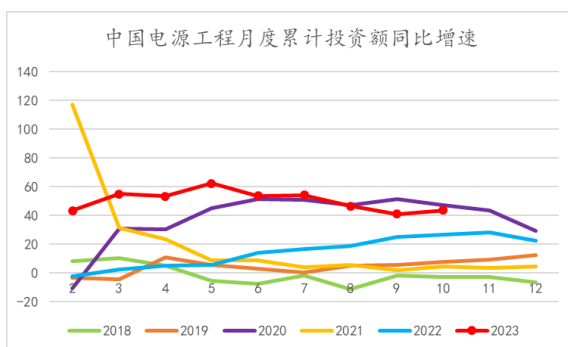
全国新能源消纳情况尚可，但部分西北中部风光大省省份弃电率持续走高。年内“负电价”事件频发，消纳问题逐步引发关注。解决消纳问题的本质是需要解决源荷的时间和空间错配，但电网投资额平缓增长，特高压建设进展慢于预期。近年来我国电网投资完成额增速显著放缓。虽 2023 年以来特高压迎来新一轮建设高峰期，但考虑其 1.5 年左右的建设周期，恐仍将滞后于风光大基地电源建设。同时，灵活性资源缺乏补偿激励，短时间内消纳问题难以得到显著改善。火电灵活性改造实际规模远低于目标；抽水蓄能建设进程不及预期，且建设周期受限；电化学储能受限于体量小、充放时间短和成本高企等问题，短期内难以实现大规模推广。

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

2023 年全国百城新建住宅价格累计上涨 0.27%，主要受政策管控及部分优质改善楼盘入市带动等因素影响，新房价格出现结构性上涨。百城二手住宅价格累计下跌 3.53%，跌幅较 2022 年扩大 2.76 个百分点，房价走势持续低迷，至 12 月，已连续 20 个月环比下跌，连续 7 个月环比下跌的城市数量超 90 个。重点 100 城新建商品住宅销售面积同比下降约 6%，1-11 月重点 15 城二手房销售规模同比增长 36%。50 个代表城市商品住宅批准上市面积同比下降超 10%，可售面积小幅回落但仍处高位，短期库存出清周期延长至 19.6 个月。

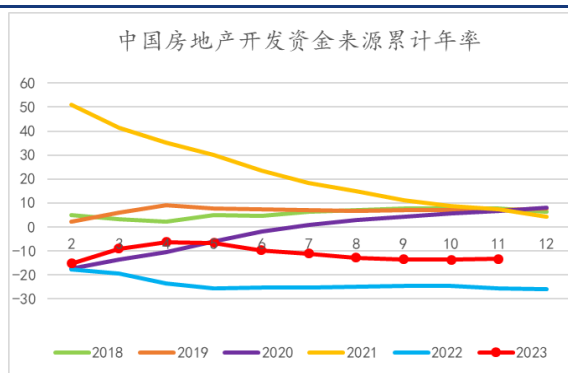
2023 年以来，改善性住房需求仍为新房市场关键支撑，30 个代表城市中多数城市套总价均值、中位数和各价位门槛值均高于上年同期。面积段来看，90-120 平方米产品仍占据市场主流地位，伴随着各城市逐渐取消或优化楼市调控政策，再改、高端改善需求得以释放，改善市场表现出一定韧性。

2023 年全国 300 城住宅用地推出、成交面积同比均下降超 20%，仅部分城市或个别地块热度较高，整体低迷态势未改。重点 22 城方面，优质地块成交量增加，央国企为拿地主力，拿地金额占比达 49%，民企投资力度仍不足。至 2023 年 12 月末，除北京、上海、深圳外，多数城市已取消土地最高限价，但仅少量核心城市优质地块拍出高溢价，整体热度仍较低。

自 2021 年中央经济工作会议上首次提及“房地产新模式”，已有两年时间，伴随着房地产市场供求关系发生变化，探索新模式的必要性和紧迫性进一步加大。2023 年 11 月，住建部部长倪虹在接受新华社采访时首次详解“房地产发展新模式”，其中提到“构建房地产发展新模式，这是破

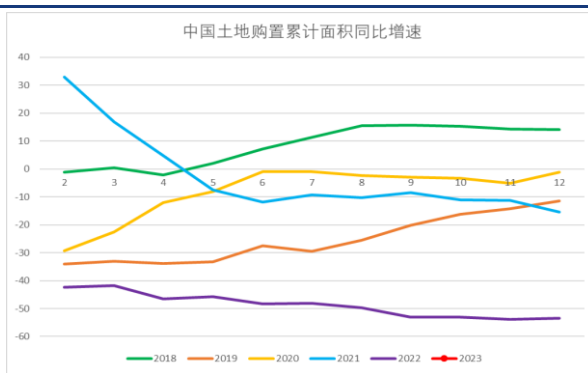
解房地产发展难题、促进房地产市场平稳健康发展的治本之策”“过去在解决“有没有”时期追求速度和数量的发展模式，已不适应现在解决“好不好”问题、高质量发展阶段的新要求，亟需构建新的发展模式”。在理念上，要始终坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，以满足刚性和改善性住房需求为重点，努力让人民群众住上好房子。在体制机制上，提及“建立‘人、房、地、钱’要素联动的新机制”，也提到“改革开发方式、融资方式、销售方式”等；在落实上，进一步明确要实施好规划建设保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。同时，落实中央金融工作会议精神，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进金融与房地产良性循环。12月中央经济工作会议召开，对于明年房地产市场的定调，会议再次提出，完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。

图 19：中国房地产开发投资同比增速



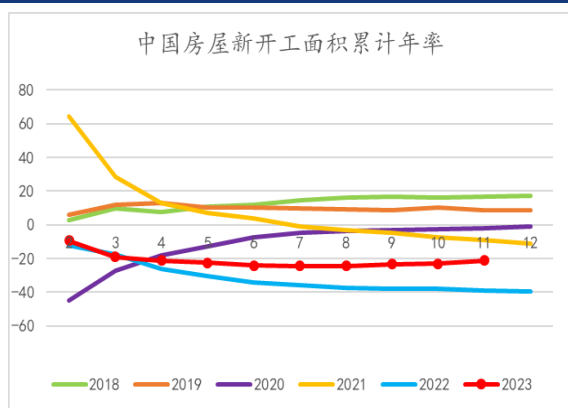
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 20：中国土地购置面积同比增速



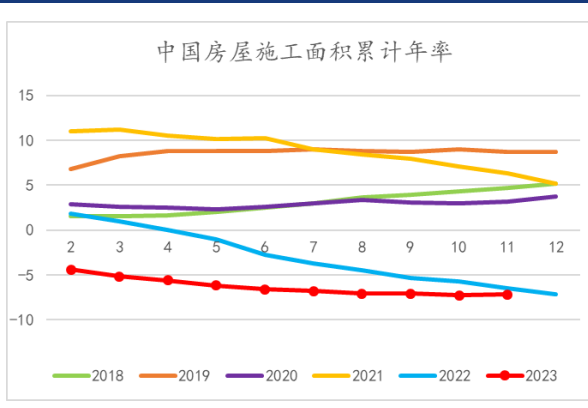
资料来源：WIND，宏源期货研究所

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

图 22：中国房地产施工面积同比增速

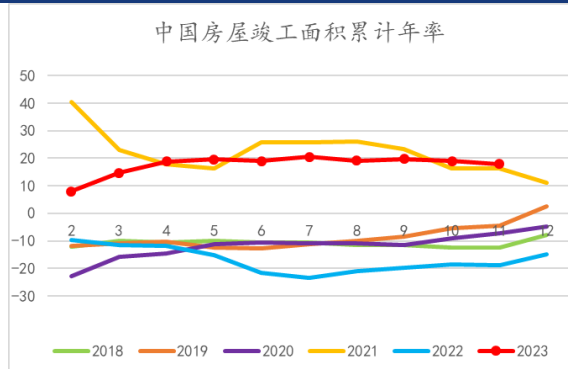


资料来源：WIND，宏源期货研究所

需求端，一线城市有望因需、因区施策优化限购；核心二线城市或全面取消限购；更多低能级城市或通过发放购房补贴等方式促进购房需求释放。供给端，企业端资金支持政策有望继续细化落实，“三个不低于”等政策若能实质性落地将有助于改善企业融资环境；“保交楼”资金和配套举措或进一步跟进，各地土拍规则预计将继续放宽；另外，“三大工程”建设相关政策有望加速落地。根据“中国房地产业中长期发展动态模型”测算，2024年全国房地产市场将呈现“销售规模仍有下行压力，新开工面积、开发投资或继续回落”的特点。中性情形下，预计2024年全国商品房销售面积同比下降4.9%；乐观情形下，2024年宏观经济持续恢复，居民置业意愿有所好转，叠加城中村改造如期推进，全国商品房销售面积或可实现小幅增长，但新开工、投资受多项不利因素影响，或将延续下行态势。悲观情形下，2024年新开工面积同比降幅在10%左右，新开工规模低

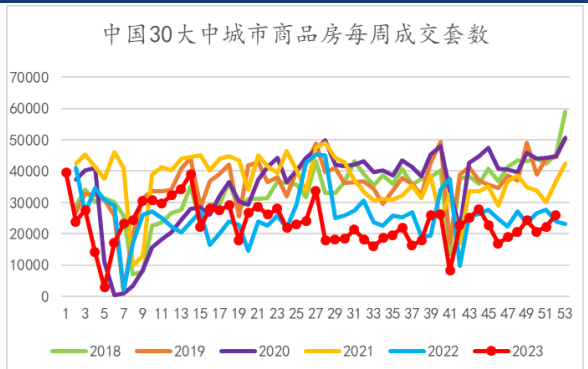
于 9 亿平方米；房地产开发投资额同比下降 6.1%。

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



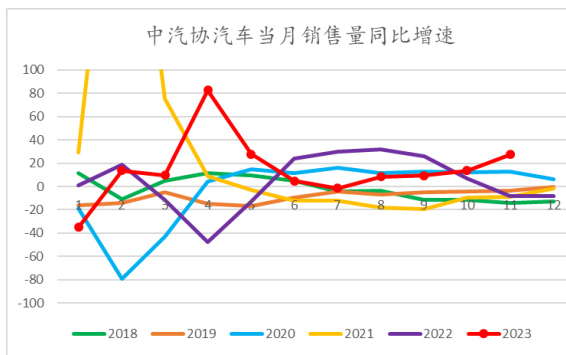
资料来源：WIND，宏源期货研究所

根据最新住户调查结果，2023 年前三季度居民人均消费支出累计同比增速为 9.2%，其中教育、文化娱乐、医疗保健、交通通信分项增速分别为 16.4%、15.0%、11.3%，均明显高于社零增速的 6.8%，说明服务类消费对 2023 年国内消费起到了明显的拉动作用。此外，从假期出行及消费数据看，旅游消费确实在修复，支撑服务类消费复苏。2023 年国庆节人均旅游收入及旅游人次均已高于 2017-2019 年的均值水平，出行显著修复带动 2023 年服务类消费持续复苏。针对 2023 年来服务消费表现更强的现象，为了更全面地反映消费市场的变化情况，国家统计局从 2023 年 8 月起增加发布服务零售额数据，2023 年前 10 月服务零售额累计同比增长 19.0%，明显高于同期社零增速 6.9%，显示 2023 年防控转段以后，经济运行恢复常态，服务消费恢复明显较快。

短期视角下，当下我国居民消费能力、意愿已有改善，或有望支撑我国消费总量在未来进一步修复。首先，今年三季度居民就业形势总体平稳，城镇调查失业率进一步下降，前三季度全国城镇调查失业率平均值为 5.3%。9 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，比 8 月下降 0.2 个百分点，连续 2 个月下降。前三季度全国居民人均可支配收入 29398 元，同比名义增长 6.3%；扣除价格因素实际增长 5.9%，比上半年加快 0.1 个百分点。前三季度，相较实际 GDP 累计同比 5.2%、两年平均增速 4.1%，居民人均可支配收入累计同比增长 5.9%、两年平均 4.5%，增长明显更快。除了消费能力存在边际修复，我国居民的边际消费倾向同样在改善当中，今年前三季度居民人均消费支出占可支配收入的比重已经达到 66%，为疫情后同期最高值。此外，今年市场在讨论消费影响因素时，居民资产负债表衰退是时常被提及的命题，例如，部分观点认为今年社消零售的弱修复主要源自于居民主动寻求负债最小化，出现提前还贷行为等行为。参考 RMBS 条件早偿率指数（由个人住房抵押贷款支持证券构成，旨在刻画其基础资产池整体条件早偿率变化情况），可以发现该指数在今年 2 月后持续走高，直至 6 月创下 2021 年以来新高，但此后在三季度该指数开始出现明显下降，一定程度上说明居民提前还贷的情况已在整体改善。长期来看，高质量发展道路将有助于同时推动我国国民收入及分配方式共同优化，进而提高我国居民的收入水平及消费意愿。从短期视角来看，近期我国居民的消费能力及意愿已经出现持续改善的迹象。

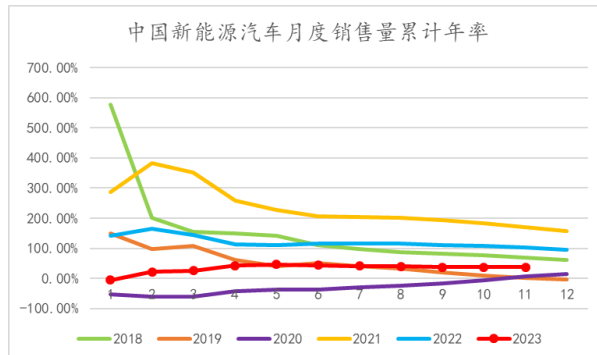
展望 2024 年，我国积极的财政政策仍有一定的发力空间，随着国内经济运行稳中向好，我国居民的收入预期和消费倾向有望迎来更持续性的修复，为国内消费市场注入更强的动能，我国消费修复的潜力有望进一步释放，预计 2024 年国内社消零售增速有望达到 5.5% 左右。

图 25：中国汽车月度生产量同比增速



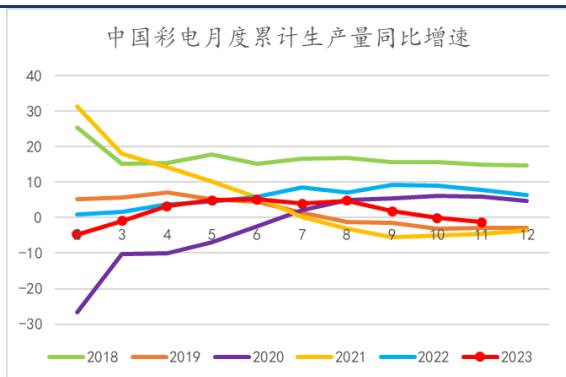
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 26：中国新能源汽车月度生产量同比增速



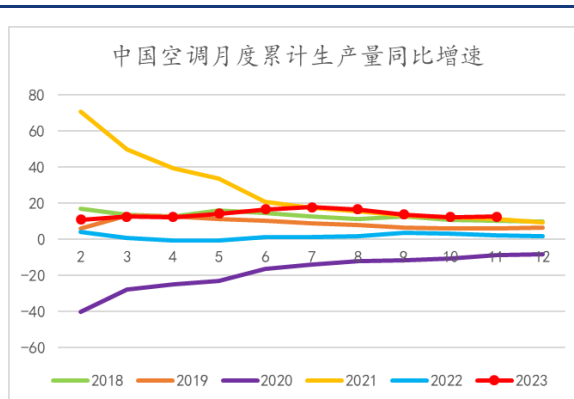
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 27：中国彩电月度生产量同比增速



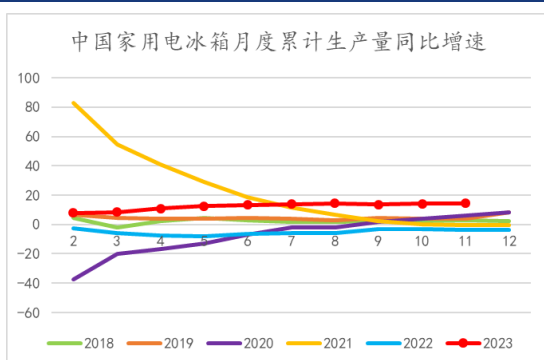
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 28：中国空调月度生产量同比增速



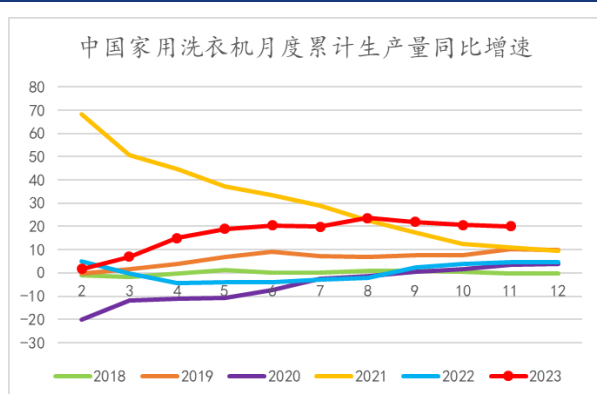
资料来源：WIND，宏源期货研究所

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

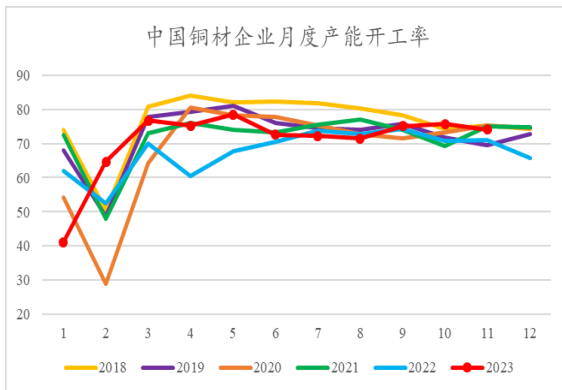
图 30：中国洗衣机月度生产量同比增速



资料来源：WIND，宏源期货研究所

传统消费淡季致下游需求偏弱而订单明显减弱，冀豫多家精铜杆厂因雾霾天气而减停产至 1 月 4 号左右，再生铜杆厂因下游或大型贸易商资金紧缺暂停提货而控制生产量，使精铜杆（再生铜杆）产能开工率较上周下降（下降），但是河北再生铜杆厂或将恢复生产且下游电线电缆和贸易商亦将恢复提货。

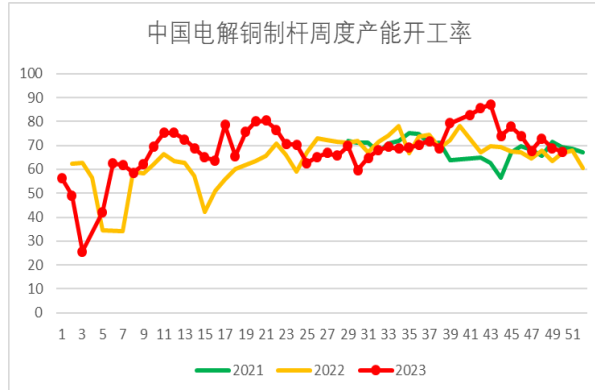
图 31：中国铜材企业月度产能开工率



资料来源：SMM，宏源期货研究所

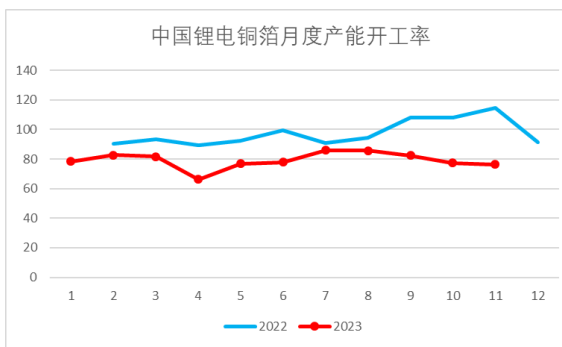
铜箔（动力电池实际需求仍未明显改善，储能电池因年末并网实际表现不及预期而成品库存较高，使部分锂电池厂因新增订单不足出现减产而仍以优先消化库存为主，甚至少部分企业原料库存已排产至明年一季度；因终端消费电子订单疲软而覆铜板企业排产与提货放缓致部分电子电路铜箔企业主动下调加工费）1月产能开工率或环比下降。

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

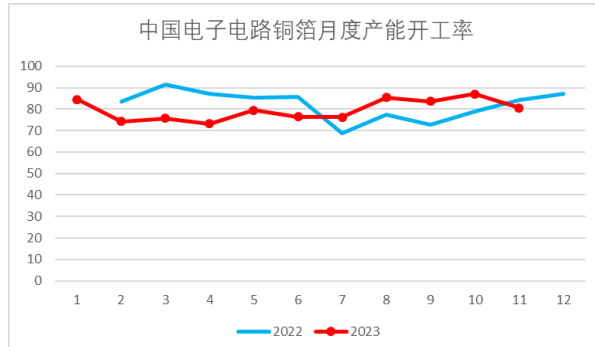
图 33：中国锂电铜箔月度产能开工率



资料来源：SMM，宏源期货研究所

铜板带（引线框架、电子屏蔽罩、外贸服辅料及耐火电缆铜护套等终端需求订单维持强劲，电池连接片、插片及光伏接线盒订单增量表现客观，服装装饰用黄铜板带订单亦有增长）1月产能开工率或环比下降。

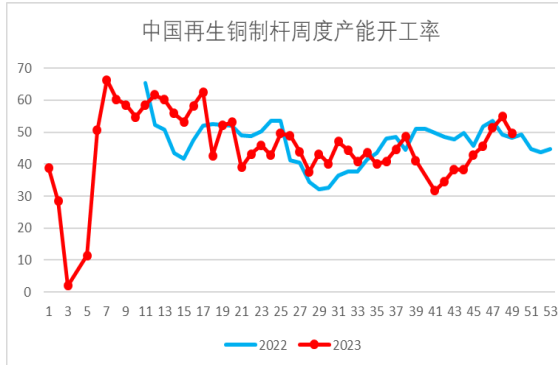
图 34：中国电子电路月度产能开工率



资料来源：SMM，宏源期货研究所

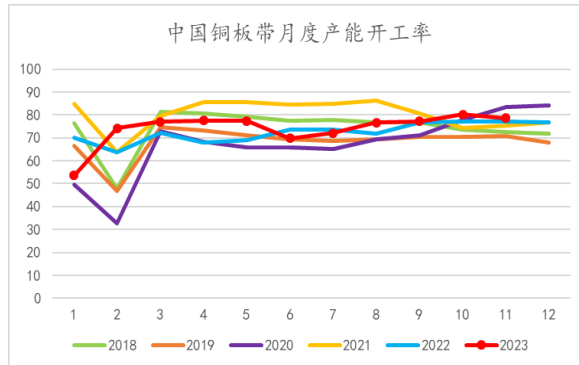
铜管（国内大型主机厂和渠道商空调成品库存不低，但是海外销售强劲且开始布局 24 年销售计划，部分企业订单已经排至明年初）、黄铜棒（连铸棒是铜棒市场主流，铜价波动较大影响客户下单积极性，但海外订单增量或使下游 1 月释放更多备货需求）1 月产能开工率或环比升高。

图 35：中国再生铜制杆月度产能开工率



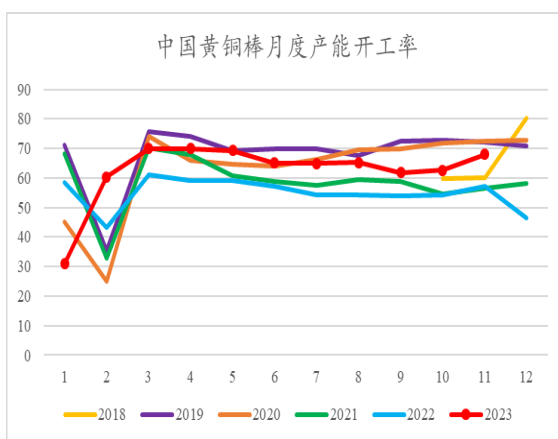
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 36：中国铜板带月度产能开工率



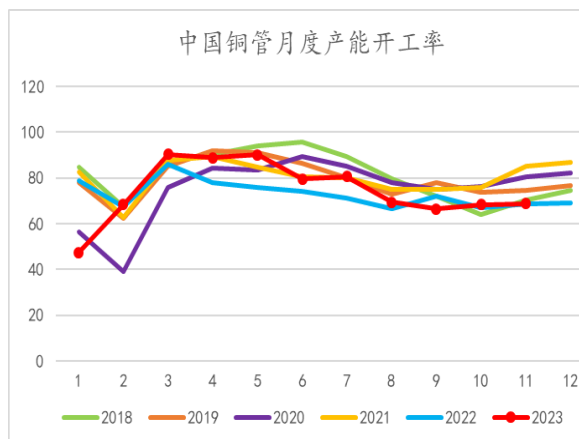
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 37：中国黄铜棒月度产能开工率



资料来源：SMM，宏源期货研究所

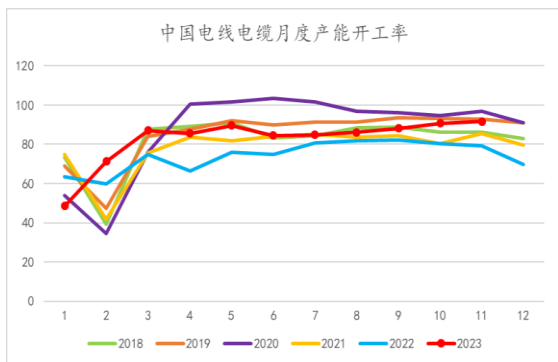
图 38：中国铜管月度产能开工率



资料来源：SMM，宏源期货研究所

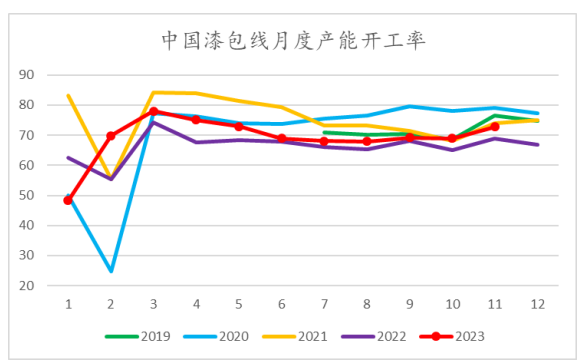
铜电线电缆（临近年底铜线缆企业对资金回笼和发货情况趋严，中大型铜线缆企业主动调整生产和发货动作，而且下游年底冲刺销量已近尾声而订单正常回落）、铜漆包线（变压器订单超预期使某大型企业产品供不应求而订单排产至明年中下旬，新能源汽车类订单保持稳步增加，部分家电企业为年底销售提前备货但存铝锭铜现象）1月产能开工率或环比下降。

图 39：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

图 40：中国漆包线月度产能开工率



资料来源：SMM，宏源期货研究所

三、海外铜精矿供给扰动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

2023 年 6 月 20 日印度尼西亚总统佐科·维多多表示，该国很快将不再出口原铜，因为这一金属将在国内加工成阴极铜。印尼自由港公司（Freeport Indonesia）和安曼矿业（Amman Mineral Internasional）将于 2024 年 5 月完成冶炼厂建设并开始投产，届时印尼将停止出口铜精矿。

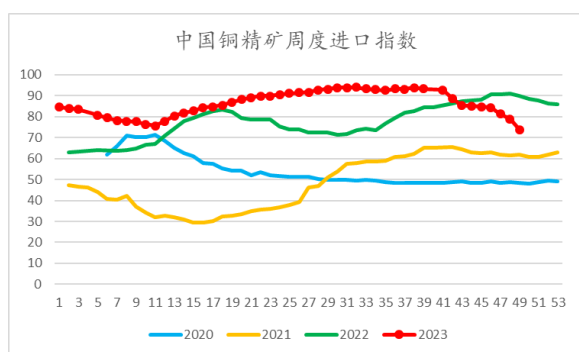
10 月，智利国会众议院以通过了参议院修改的《权利金法案》，这是智利政府对矿业行业进行改革的一项重要举措。该法案针对年铜产量超过 5 万吨的矿山按年铜销售额 1% 的标准征收从价税，并按经营利润的 8%-26% 征收附加税，此外还设定了最大潜在税负。该改革法案将可能导致智利每年减少约 100 万吨的铜产量，这相当于全球产量的 4% 左右。智利是我国最大的铜矿砂及精矿的供应国，该法案的生效或将持续影响我国铜精矿的供应

Cobre Panama 铜矿是巴拿马唯一的铜矿。10 月底，一些抗议示威人士闯入了巴拿马科隆省北部的 Punta Rincón 港口进行抗议活动，巴拿马政府计划于 12 月 17 日举行全民公投，并宣布暂停新的采矿项目。11 月初，巴拿马立法机构通过一项法案，修改后的法律禁止了未来所有的采矿特许权，包括矿产的勘探、开采和运输，以及在巴拿马续签合同。这一决定对 Cobre Panama 铜矿产生了重大影响。11 月中旬，由于抗议活动导致港口封锁，影响了能源原料的供应，进而影响了 Cobre Panama 铜矿发电厂的工作。最终 Cobre Panama 铜矿停止了生产活动。

外媒 12 月 10 日消息，英美资源集团将 2024 年铜产量目标从 100 万吨下调至 73 万吨至 79 万吨之间，相当于减少了一家大型铜矿。2025 年的产量将会进一步下降 3%，然后在 2026 年开始再次回升。有矿业高管认为，铜供应短缺迫在眉睫。投行杰富瑞表示：“铜供应中断明显增加，供应短缺的可能性越来越大。”

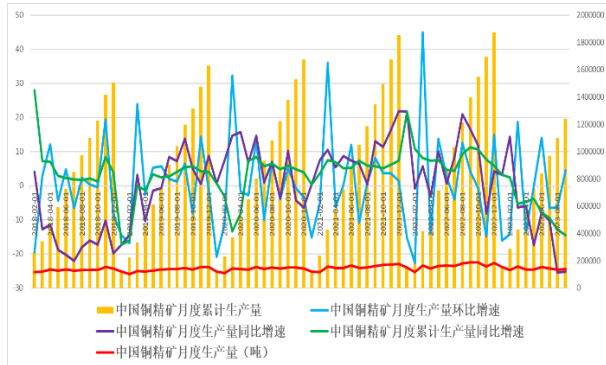
综上所述，第一量子矿业的巴拿马 Cobre Panama 铜矿因民众抗议活动和合同被裁违宪而暂停全部矿石加工线或影响每年 40 万金属吨产量，英美资源集团将 24 年铜生产量目标由 100 降至 73-79 万金属吨，引导全球铜精矿供需预期趋紧。

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 Pannama	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）再生铜供应量或延续增长但难定流向

再生原料对供应的影响加大。从电铜产量的原料结构来看，今年国内进入冶炼端增长量级在 60 万吨左右，对于供应影响加大，如果明年相对紧张也会限制供应的兑现。今年国内电铜增量 110 万吨中，铜精矿原料及其库存变化的贡献度只能解释其中的 50%，剩余 50-60 万吨的缺口需要再生原料增量贡献。

再生铜流向的结构上，冶炼环节与加工环节对于再生原料的博弈加大，今年体现为进入冶炼端显著增加，进入消费端小幅减少。以机构再生铜杆产量粗略估算，流向加工今年国内减少约 15 万吨，与冶炼端合计共增加量级在 50 万吨左右。从产业机构来看，再生原料进入产业链有直接加工与进入冶炼两种路径。去年以来，许多企业扩大产线，同时具备冶炼制粗铜/阳极板以及直接加工生产再生铜杆产线，因此能够自主进行冶炼和直接加工的调整，冶炼环节与加工环节对于再生原料的博弈更加明显。今年体现为进入冶炼端显著增加，进入消费端小幅减少。

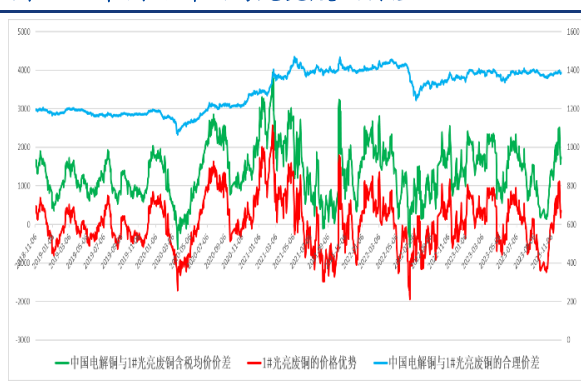
明年再生铜流向仍有冶炼环节与加工环节博弈问题，仍需关注其是否会对供应产生限制。我们尝试测算再生冶炼和加工两种路径的利润差异，找到其进行转换的临界点，作为对明年再生铜资源利用的判断依据。通过计算可以得出，再生铜流向加工相对于流向冶炼的利润，正比于粗铜加工费和精废价差，即粗铜加工费越低、精废价差越小，越有利于再生铜流向冶炼环节；反之，粗铜

加工费越高、精废价差越大，越有利于再生铜流向加工环节。

展望明年，再生总量预计延续增长。国内经济延续温和复苏，再生原料供应有望持续增长。进口再生铜方面，明年预计与今年持平。今年预计进口再生铜同比增加 12 万金属吨。虽然从主要再生原料出口国美欧日来看，再生原料出口总量同比去年持平，但出口至中国的量级明显增长。今年美欧日出口至中国的比例 42% 提升至 48%。展望明年，高利率环境下美欧经济增速预计进一步放缓，因此出口再生原料总量有下行风险，但根据进口贸易商调研反馈，出口至中国比例预计保持高位，因此总量预计与今年持平。

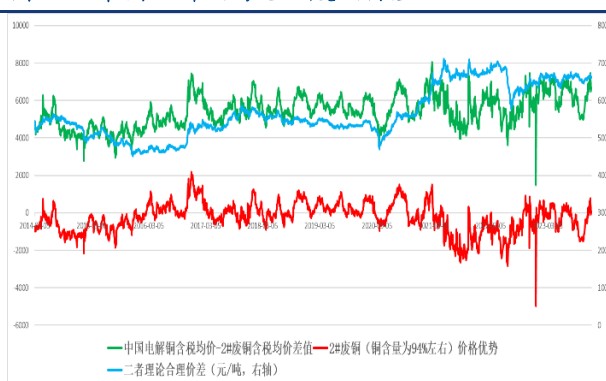
结构仍有利于流向冶炼。在明年长单 TC/RC 分别由 88 美元/吨和 8.8 美分/磅降低至 80 美元/吨和 8.0 美分/磅背景下，以上文公式来看，仅考虑粗铜加工费下降情况下，加工环节利润相对于冶炼环节利润将降低，即仍有利于明年再生铜更多流向冶炼环节。

图 43：中国电解铜与光亮废铜价差



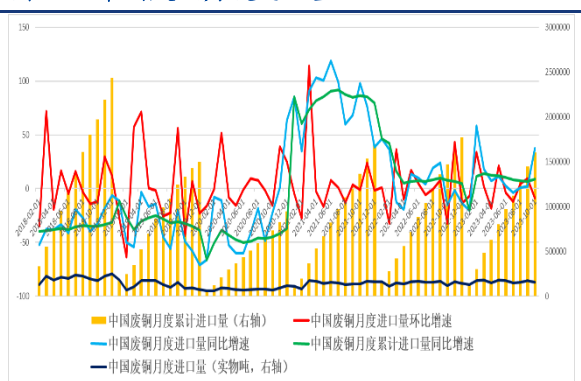
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 44：中国电解铜与老旧废铜价差



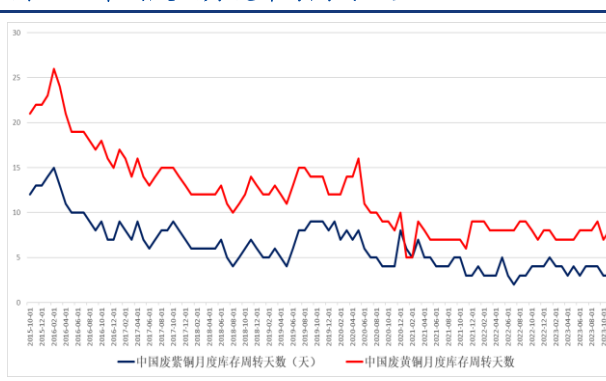
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 45：中国废铜月度进口量



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

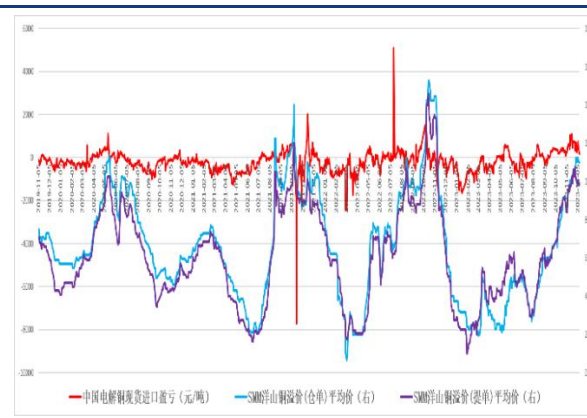
（3）新增冶炼产能或因原料供给问题而难完全释放

10 月 ICSG 预计 2023 年全球精炼铜产量增长 3.8%，2024 年增长 4.6%；相比 4 月份时，增速均有上调。由此计算 2023 年、2024 年增量分别为 96 万吨、121 万吨。国内 2023 年精炼铜产量预估累计为 1148 万吨，增量为 120 万吨。2023 年境外冶炼厂检修减产有 30 万吨左右，智利、美国、印尼等国家都有停产及减产的情况，但是海外二季度以后新增铜冶炼产能投产比较集中。

2023 年海外新增铜冶炼产能较少，但 2024 年期新增铜冶炼产能有明显增加，2024 年新增冶炼产能 68 万吨，Gresik 新增 40 万吨产能，将于 2024 年 5 月投产，PT Amman 在印尼的 20 万吨铜冶炼产能预计将于 2024 年完成。印度 Adani 40 万吨新建精炼产能、Kamoa 铜业 50 万吨铜冶炼等项目预计在 2025-2026 年相继落地。智利国家铜业公司 Codelco 将在 2024 年为中国主要客户实施每吨 89 美元的长单溢价，较 2023 年 140 美元/吨下跌 36%，而这亦能部分说明全球铜冶炼产能较为宽松。

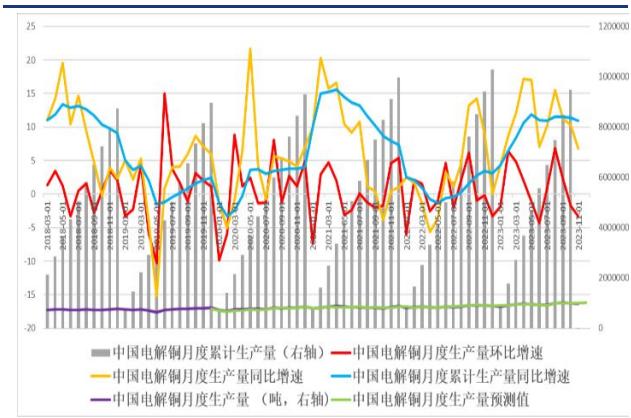
2023 年国内铜产量增速明显，主要原因是 2022 年投产的大冶有色 30 万吨产量释放以及祥光铜业和东营方圆的复产。2023 年国内新增粗炼产能 76 万吨，新增精炼产能 66 万吨；2024 年新增粗炼产能 41 万吨，新增精炼产能 67 万吨。2023 年新上马项目预计在 2024 年爬产，预计 2024 年国内精铜产量增量为 85 万吨，盈利持续偏高对铜冶炼厂刺激依然较强，弹性则取决于客观扰动的相对强弱，扰动因素包括阳极铜再次转为紧张、硫酸库存偏高等因素。

图 47：中国进口铜长单溢价



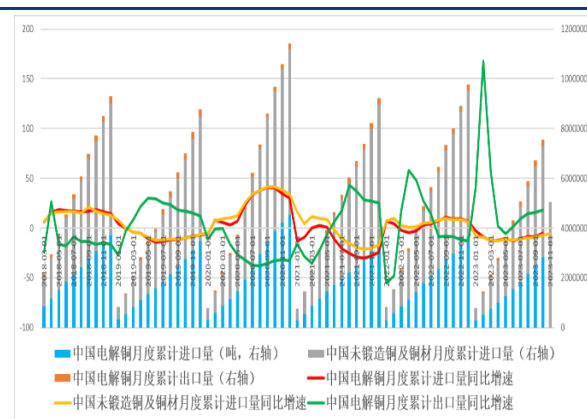
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 48：中国电解铜月度生产量



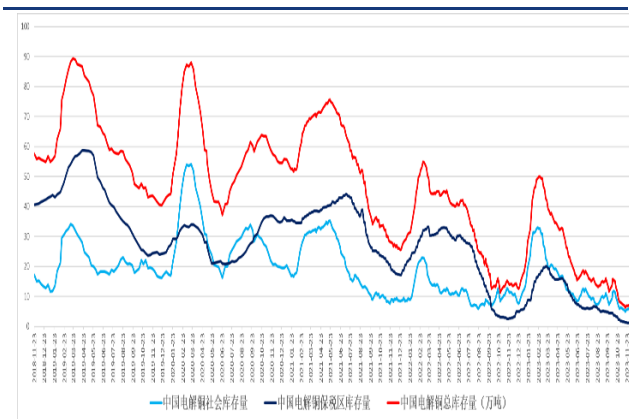
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 49：中国电解铜月度进出口量



资料来源：SMM，宏源期货研究所

图 50：中国电解铜社会库存量

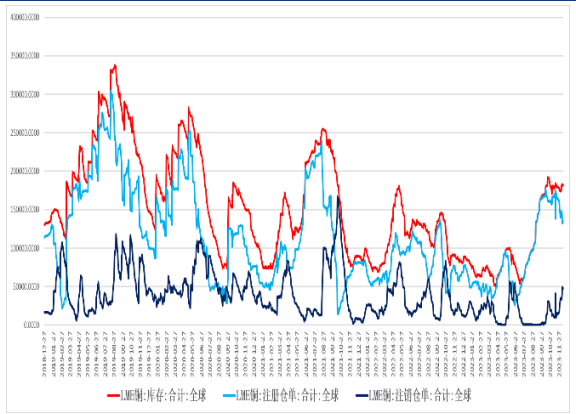


资料来源：SMM，宏源期货研究所

2024 年铜精矿长期协议粗炼加工费 TC 在 80 美元，较 2023 年小幅下滑 8 美元，可能与近期海外铜精矿供给扰动有关。但是在此加工费下，冶炼厂利润仍较为可观。2023 年中国电解铜增量原料来源结构中增量主要来自于废铜和矿产粗铜，进口阳极铜没有贡献。2023 年-2025 年粗铜（精铜）产能增量是逐步高于铜精矿增量的，所以铜精矿长协 TC 会逐年下降，预计 2025 年精矿长协 TC 会降至 70 美元，这会限制矿产粗铜的增量，精铜产量要维持平稳增长只能依靠废铜以及进口阳

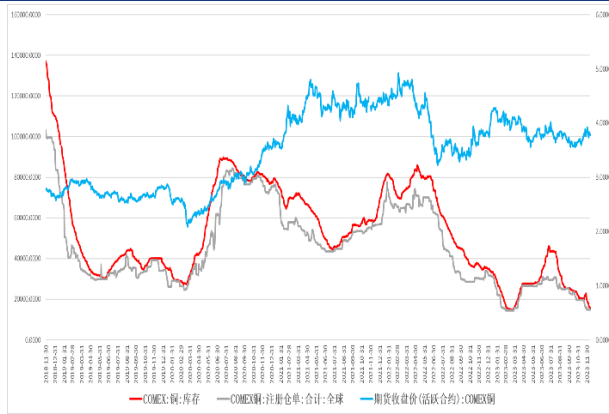
极铜。矿产粗铜增速下来的话，硫酸胀库风险会下降，废铜市场更关注精、废之间经济性的比较，废铜供应不如铜精矿那样稳定，2024 年仍要重点关注废铜及阳极铜对精铜产量的扰动。

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 2：2023-2025 年国内新增铜冶炼产能情况

国内新增铜冶炼产能情况				
公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	原材料	投产时间
烟台国兴	8	8	铜精矿	2023 年 9 月
广西南国	40	40	铜精矿	2023 年 4 月
中条山有色	18	18	铜精矿	2023 年 10 月
降息鑫科	10		废杂铜	2023 年 3 月
白银有色	20	20	铜精矿	2024 年
富邦铜业	6		铜精矿	2024 年 6 月
宏跃北方铜业	5		铜精矿	2024 年四季度
恒邦铜业	10		铜精矿	2024 年
五矿铜业		5	铜精矿	2024 年
滇中有色		20	铜精矿	2024 年
冠华新材料		15	铜精矿	2024 年
华鼎铜业		7	铜精矿	2024 年
金川（本部）	40	40	铜精矿	2025 年
金川（防城港）	30		铜精矿	2025 年
金通铜业	30	30	铜精矿	2025 年

资料来源：SMM，宏源期货研究所

表 3：2023-2026 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

2024 年	PT smelting	5
	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 4：中国电解铜 2024 年供需平衡表

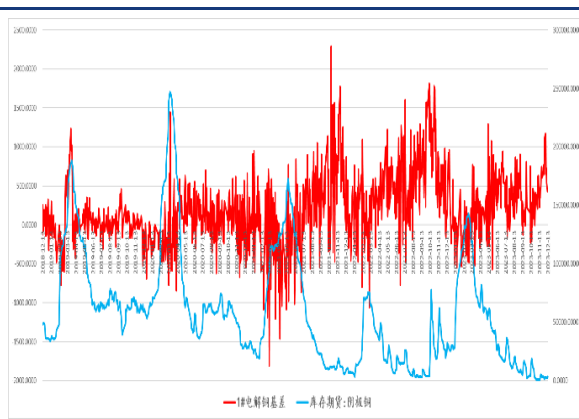
国内电解铜供需平衡表（单位：万吨）												
时间	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
总生产量	97	93	99	100	101	99	92	99	98	99	100	99
国家抛储	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
总进口量	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28
总出口量	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
总供应量	123	119	125	126	127	125	117	125	124	125	126	125
总需求量	99	98	124	128	132	126	118	132	128	129	126	124
供需平衡	24	21	1	-2	-5	-1	-1	-7	-4	-4	0	1

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

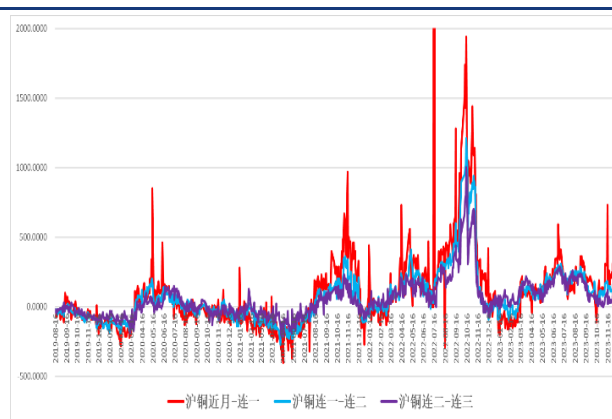
截至 12 月 22 日，沪铜基差呈现 Back 结构，沪铜近远月合约之间价差呈现 Back 结构，COMEX 铜近远月合约价差呈现 Contango 结构，COMEX 铜非商业多头与空头持仓比例升至 1.03 且略低于均值。而这与欧美央行加息渐近尾声、欧美经济衰退担忧引导降息预期、中国经济增长仍存隐忧等息息相关。

图 53：沪铜基差



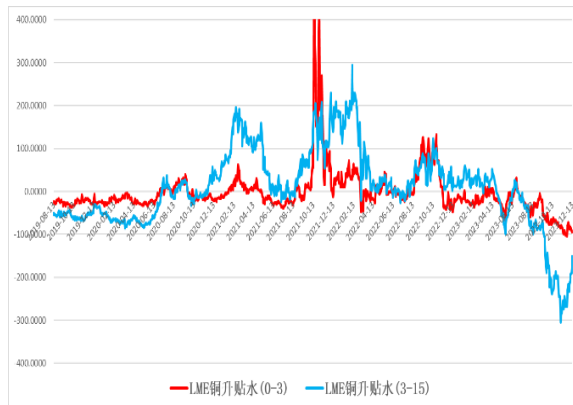
资料来源：上期所，宏源期货研究所

图 54：沪铜近远月合约价差



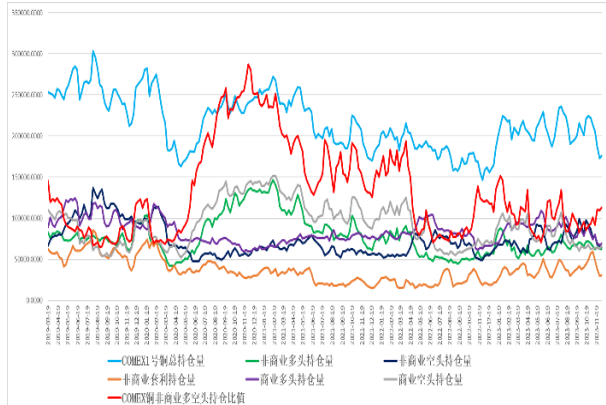
资料来源：上期所，宏源期货研究所

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 年全球铜行情展望

中国与欧美经济增长前景及财政与货币政策对全球铜价走势具有重要影响，或使 2024 年全球铜价走势出现以下几种情况：

第一，倘若消费端通胀回落促美联储开启降息、欧美经济增长实现软着陆、国内经济增长稳步好转、海外铜精矿生产或投扩产扰动加剧，预计国内电解铜供需预期偏紧，且 2024 年电解铜价格重心将有所上移；

第二，倘若经济增长放缓甚至衰退促美联储开启降息，欧美经济出现衰退将使国内经济增长承压，巴拿马等海外铜精矿生产扰动消除，预计国内电解铜供需预期偏松，且 2024 年电解铜价格或先弱后强。

第三，倘若消费端通胀反复致美联储迟迟未能开启降息，美联储和欧洲央行保持高位利率时间越长，欧美经济增长放缓甚至衰退概率越大，届时国内经济增长亦将逐步承压，预计国内电解铜供需预期紧平衡，且 2024 年电解铜价格或先强后弱。

综上所述，海外铜精矿供给扰动可能增大或缩小欧美经济增长放缓程度对全球铜价影响程度，建议关注沪铜价格在（55000-60000）65000-67000 附近支撑位及 70000-72000 附近压力位；COMEX 铜价在（3.0-3.5）3.7-3.8 附近支撑位及 3.9-4.0（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。

