

# 新周期开启，铜价有望步入上行通道

## 要点：

宏观方面，美国经济大概率软着陆，欧洲有望率先开启降息，并迎来经济触底回升；美联储降息周期即将开启，美元及作为大类资产定价锚的美债收益率均趋于下行，有利于大宗商品的估值提升。海外宏观及政策环境均改善，铜价上行空间将打开。

基本面来看，目前铜精矿现货恶化程度远超预期，部分炼厂已将检修提前至二季度，粗铜紧缺也将压制国内铜产量释放，原料短缺为中短期铜价上涨提供支撑。在全球双碳目标下，新能源为铜需求增长提供强劲动能，已成为铜消费中最亮眼的部分；预计 24 年新能源将延续高增长，国内铜消费亦将延续 2023 年的良好表现。虽然近几个月国内的季节性累库带来铜库存的小幅回升，但全球铜库存仍处于历史低位，接近疫情前铜价低点 2015 年的水平。低库存背景下，供应端扰动和需求端增长，均将提升铜价上涨的弹性。预计铜价有望步入上行通道。

## 1、 美国经济软着陆成共识，欧洲有望触底回升，美联储将迎来降息

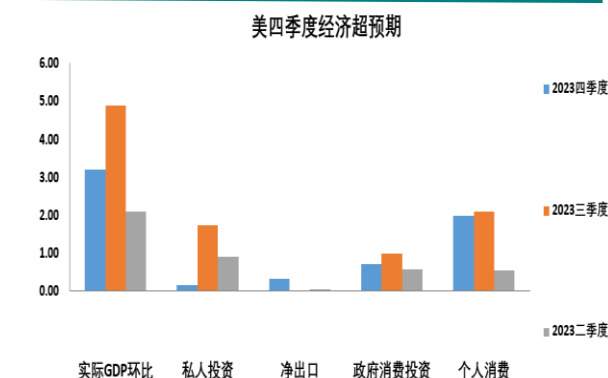
从美国宏观数据来看，当前美国经济仍呈现较强韧性。1 月美国新增非农就业人口为 353 万，远超市场预期，创近一年来新高。四季度 GDP 环比折年率达 3.3%，远超市场预期的 2.0%，经济意外指数也开始见底回升。同时美国通胀仍然维持了下行的趋势，1 月核心 PCE 同比延续下降至 2.85%。美联储加息或维持高利率的目的是为了抗通胀，而非把经济拖入衰退。目前看美国经济软着陆已基本达成市场共识。

对于欧元区来说，信用紧缩早已对经济造成压力。随着能源危机缓解与通胀回落，货币紧缩见顶，欧央行甚至是可能率先开启降息。将有助于欧洲经济筑底，并于 2024 年下半年开启回暖进程。目前欧洲制造业及服务业 PMI 均见底回升。

自 2023 年 12 月美联储议息会议开始讨论降息，便意味着美国本轮货币政策历史性的紧缩周期已经结束，美联储将开启降息周期。虽然目前市场对于降息的时点及幅度仍有分歧，但降息时代已来临。

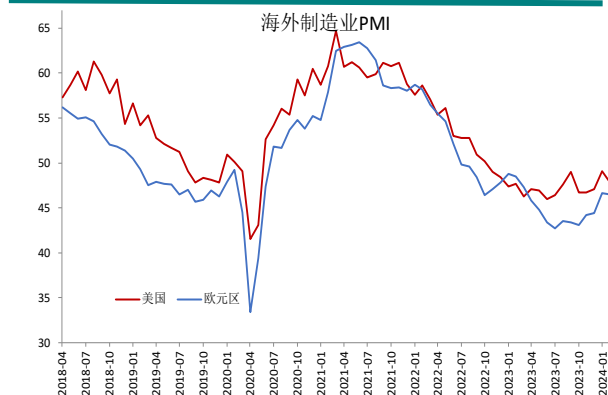
美国经济大概率软着陆，欧洲有望率先开启降息，并迎来经济触底回升；美联储降息周期即将开启，美元及作为大类资产定价锚的美债收益率均趋于下行，有利于大宗商品的估值提升。海外宏观及政策环境均改善，铜价上行空间将打开。

图表 1：美国四季度经济超预期



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 3：海外制造业 PMI



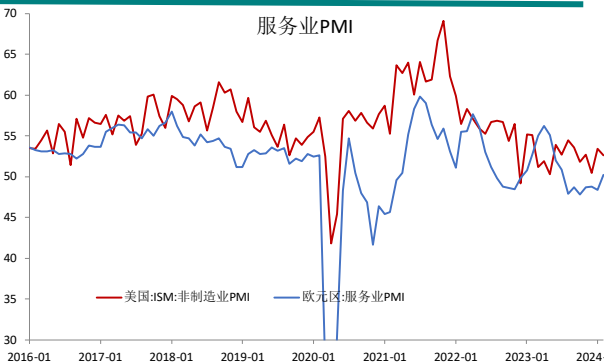
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 2：美国就业数据



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 4：海外服务业 PMI



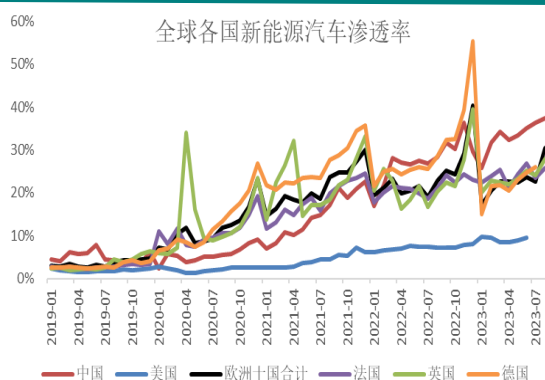
资料来源：WIND 新湖期货研究所

## 2、双碳目标下，新能源消费带动铜价开启新周期

为应对全球气候危机，碳减排已成为全球共识。全球多个国家纷纷提出“碳中和”远景。可再生能源发电以及新能源汽车领域成为全球实现碳减排的重要抓手，未来将延续高速增长，而新能源领域铜消费强度是传统领域的 4-6 倍，新能源将带来巨大的铜需求。自从 2020 年 9 月，中国向世界郑重宣布“双碳”目标以来，国内新能源汽车及可再生能源装机迎来了突飞猛进的发展，也带动了铜消费的快速增长。目前国内新能源领域铜消费已完全替代地产领域对铜消费的拖累，并提供了正增长。国内新能源领域铜消费占比已提升至 15%，绝对量已达到 250 万吨左右的体量。2023 年国内基建投资有 8.2% 的增速，而基建投资中电力、热力增速高达 27.3%，也就是说国家把更多的资金和力量投到了新基建领域；预计 2024 年将延续该趋势，国内铜消费亦将延续 2023 年的良好表现。

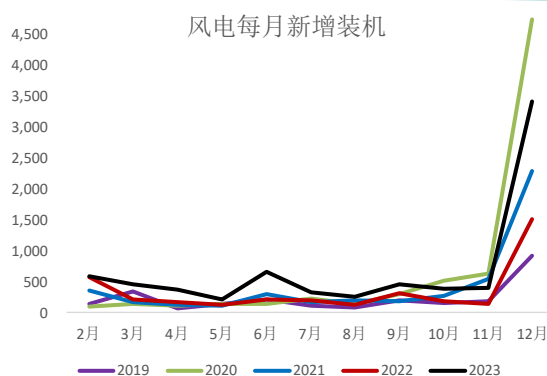
除去国内，欧洲及美国的新能源领域需求前景巨大，目前欧洲的新能源汽车渗透率有 20%，美国只有 10%。而且美国 70% 的电网接入和输配电设施已老化，美国近年通过的《两党基础设施法案》《通胀消减法案》累计提供上千亿美元的激励资金，用于部署商业和新兴清洁能源技术。此前铜价的上涨周期均有国内地产及基建的影子，长期来看，在全球双碳目标下，可再生发电、电网升级和设备更新，将为铜价上行带来更大的想象空间。

图表 5：全球新能源汽车渗透率



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 7：国内风电装机



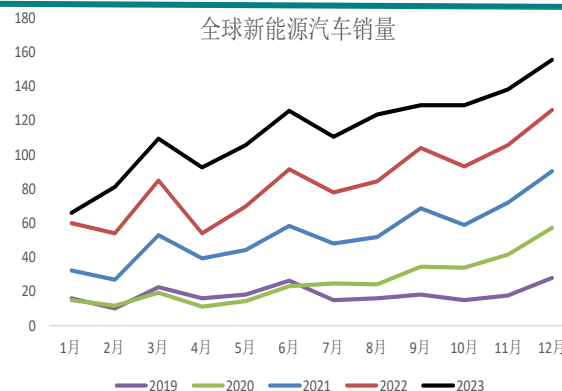
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 9：新能源领域已成为铜需求增长的强劲动能

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
新能源汽车销量 (万辆)	320	650	1040	1248	1560	1950	2438	3047	3656	4388	5265
光伏新增装机 (GW)	125.6	132.8	210.8	280	329.3	378.7	405.1	486.1	525.0	619.5	690.4
风电新增装机 (GW)	110.5	93.1	82.5	136.1	156.5	180.0	207.0	206.3	215.2	220.9	222.9
新能源汽车耗铜 (万吨)	25.0	50.7	78.0	93.6	117.0	146.3	182.8	228.5	274.2	329.1	394.9
光伏耗铜 (万吨)	50.2	53.1	84.3	112	131.7	151.5	162.0	194.4	210.0	247.8	276.1
风电耗铜 (万吨)	49.7	41.9	37.1	61.2	70.4	81.0	93.1	92.8	96.8	99.4	100.3
合计 (万吨)	124.9	145.7	199.4	266.8	319.2	378.7	438.0	515.8	581.0	676.3	771.3
增速	47.1%	16.7%	36.9%	33.8%	19.6%	18.7%	15.6%	17.8%	12.7%	16.4%	14.1%
增量 (万吨)	40.0	20.8	53.7	67.4	52.4	59.6	59.3	77.8	65.3	95.2	95.1

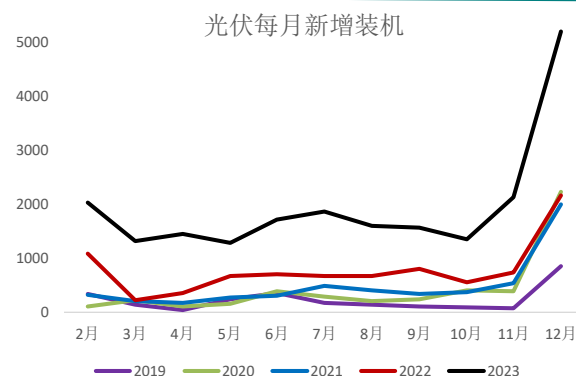
资料来源：公开资料 新湖期货研究所

图表 6：全球新能源汽车销量



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 8：国内光伏装机



资料来源：WIND 新湖期货研究所

### 3、加工费暴跌，矿端紧缺状况严峻，粗铜紧缺均将制约精铜产量

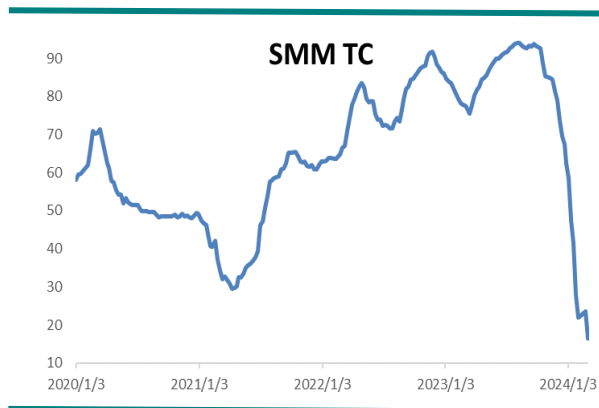
截至 3 月 1 日国内 SMM 铜精矿现货加工费已跌至 16.41 美元/吨，而 23 年 10 月份铜

精矿加工费还在 90 美元/吨以上，现货铜精矿恶化程度远超预期。

因涉嫌违宪，First Quantum 在 11 月底关闭了其在该国的 Cobre Panama 铜矿山，该铜矿 2022 年产量为 35 万吨。23 年底英美资源表示将 2024 年的铜产量目标调降 20 余万吨。23 年底部分华北和西北地区冶炼厂因冬储原因需要一季度的现货，再叠加春节假期原因需要提前备货共同导致当下现货需求较大，但是贸易商现货头寸寥寥并没有多余的货物可供报盘，形成矿端现货供紧需旺的局面。为了应对快速下行的铜精矿现货加工费部分炼厂计划将检修期提前至 2 季度进行检修，更有甚者下半年会出现部分冶炼厂因原料短缺造成被动减产的结果。除此之外，目前国内粗铜加工费也处于低位，粗铜紧缺也将限制国内炼厂产量。

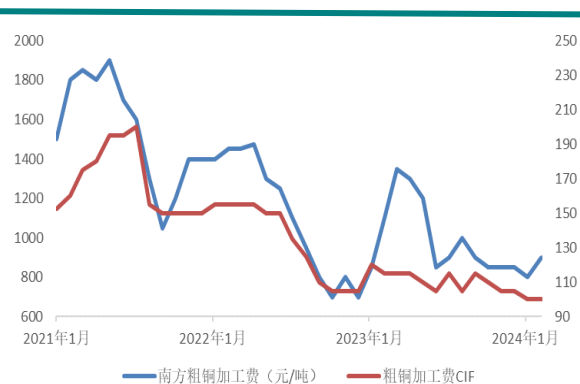
铜矿紧缺、粗铜紧缺叠加炼厂检修，二季度国内或将出现精铜现货紧缺的局面。

图表 10：铜矿加工费



资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 11：粗铜加工费



资料来源：SMM 新湖期货研究所

**图表 12：国内炼厂检修计划**

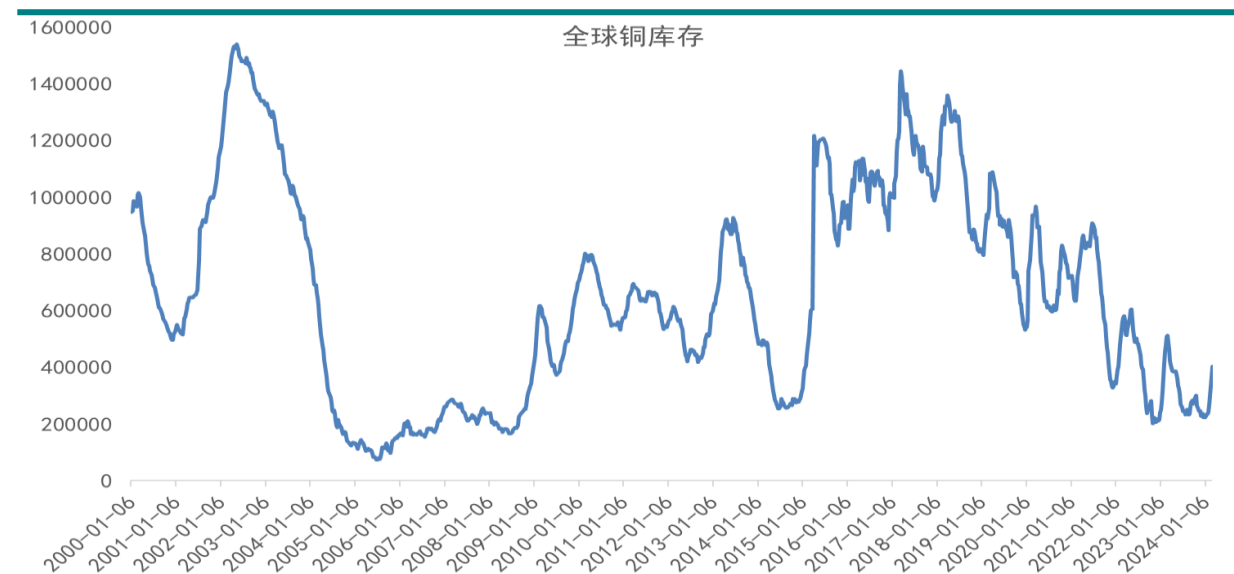
企业	粗炼产能（万吨）	开始时间	结束时间	检修天数（天）
广西南国（一期）	30	2023年11月	不详	新产线上线后旧产线进入暂时停产状态
云南铜业	30	12月末	6月	厂房搬迁
葫芦岛北方宏跃	10	1月29日	2月8日	原定2月，提前至1月
阳新弘盛铜业	40	3月	4月	检修2个月
中原黄金冶炼厂	35	3月20日	4月25日	35-40天
山东中金岭南铜业（三厂）	25	4月	5月	30天
恒邦股份	10	4月	5月	30天
铜陵有色金冠（双闪）	48	5月	5月	25-30天
阳谷建发铜业	40	5月	6月	30天
五矿铜业（湖南）	10	5月25日	6月25日	30天
江铜富冶和鼎	15（新线）	5月下旬	7月	55天
赤峰金通铜业	30	5月底	6月下旬	20-25天
包头华鼎	10	6月	6月	25天
赤峰云铜	40	8月	9月	轮休
飞尚铜业	10	9月	9月	5-10天
江铜富冶和鼎	15（老线）	10月底	11月	35天
中条山有色	13	10月	11月	30天
紫金铜业	25	11月	11月	15天
恒邦股份	10	10月	11月	30天

资料来源：SMM 新湖期货研究所

#### 4、 全球铜库存处于历史低位

疫情以来全球铜矿的供应干扰，以及海外大量放水带来的全球经济增长和全球新能源领域的高增速带来的铜消费的攀升；供应和需求端的双重作用带来全球铜库存的持续下行，虽然近几个月国内铜的季节性累库带来铜库存的小幅回升，但全球铜库存（三大交易所库存+国内保税区）仍处于历史低位，接近疫情前铜价低点 2015 年的水平。而且预计经过国内二季度消费旺季来临库存的消耗，全球铜库存有望继续走低。低库存背景下，供应端扰动和需求端增长，将提升铜价上涨的弹性。

图表 13：全球铜库存



资料来源：WIND 新湖期货研究所

## 5、新周期开启，铜价有望步入上行通道

宏观方面，美国经济大概率软着陆，欧洲有望率先开启降息，并迎来经济触底回升；美联储降息周期即将开启，美元及作为大类资产定价锚的美债收益率均趋于下行，有利于大宗商品的估值提升。海外宏观及政策环境均改善，铜价上行空间将打开。

基本面来看，目前铜精矿现货恶化程度远超预期，部分炼厂已将检修提前至二季度，粗铜紧缺也将压制国内铜产量释放，原料短缺为中短期铜价上涨提供支撑。在全球双碳目标下，新能源为铜需求增长提供强劲动能，已成为铜消费中最亮眼的部分；预计 24 年新能源将延续高增长，国内铜消费亦将延续 2023 年的良好表现。虽然近几个月国内的季节性累库带来铜库存的小幅回升，但全球铜库存仍处于历史低位，接近疫情前铜价低点 2015 年的水平。低库存背景下，供应端扰动和需求端增长，均将提升铜价上涨的弹性。预计铜价有望步入上行通道。

分析师：李瑶瑶

审核人：孙匡文

执业资格号：F3060236

投资咨询资格号：Z0014443

电话：021-22155569

E-mail: liyaoyao@xhqh.net.cn



## 【免责声明】

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。