

铜价大涨驱动观察及后市分析

2024 年 4 月 7 日

报告摘要

1、总体看来，12 月以来加工费的大幅下行既有铜矿增速放缓的影响，但更多可能还是冶炼产能快速攀升所导致。考虑到未来冶炼的增速远高于矿石增长，铜精矿原料供不应求的情况大概率会延续较长时间，冶炼厂如果减产只会单纯的造成市场份额流失，因此我们认为国内冶炼企业进行长期减产的可能性非常低，后续大概率仍将继续祭出“检修”大旗来调节需求。

2、我们并不怀疑铜矿短期产量将维持偏低，但铜矿增长乏力对年内平衡表的实际影响则有待商榷。从 23 年的市场情况看，尽管铜矿供应增速大幅回落，但全球精铜缺口却并没有扩大反而较 22 年大幅收窄，其中一个主要的因素在于再生精铜产量的快速增长。从历史数据看全球再生铜产量总体稳定，但在某些年份又具有较大的弹性，24 年预计受到国内进入回收周期影响供应保持较好增长。

3、从需求的结构看，除 21 年海外疫情恢复后境外需求占比有所回升外，国内铜消费占比始终处于扩大的趋势。从 1 月铜消费情况分析，预计 24 年全球铜需求大概率仍以国内为主。而从经济周期出发，随着美联储加息结束和降息的临近，美国 GDP 的增长大概率逐步触顶，全球经济同样面临下行压力，因此笔者总体上对年内全球铜需求的增长前景保持谨慎。短期内 AI 用铜的增量较低，影响非常有限。

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。

事件：

图 1：沪铜加权合约走势（元/吨）



数据来源：文华财经、海通期货投资咨询部

铜价 2 月以来重心逐步上移，3 月初振幅收窄后再次冲击前高，3 月中旬在冶炼减产预期的刺激下突破走高，资金大量涌入，价格呈现大幅上涨。截至 4 月 3 日收盘，沪铜加权合约价格突破 74000 元/吨的重要压力。假日期间，外盘铜价继续走高至 9348 美元/吨，较 4 月 3 日国内收盘时的 9079 美元/吨再涨 2.96%，国内铜价节后预计大幅高开。

从价格上涨的原因看，最直接的导火索是 3 月 13 日国内主要冶炼企业在北京召开会议商议减产事宜。此外，铜精矿供应收紧、需求回暖预期配合 AI 用铜前景增长以及美联储降息预期回升是铜价上涨的主要背景因素。据此，我们希望在铜价当前的强势中再次审视推动铜价上涨的主要因素，判断当前位置的风险与机会，并提供相应的应对策略作为参考。

一、冶炼减产

本轮冶炼减产始于现货铜精矿加工费的持续走弱，反应的是冶炼相对于矿石供应的过剩，冶炼的增长或者矿石的减少均会导致加工费的下行。在讨论冶炼减产影响的时候，我们认为应该弄清楚以下问题：

1、本轮加工费的下行到底是冶炼过剩还是矿石收紧导致？

2、冶炼目前有没有减产？未来有多少可能减产？

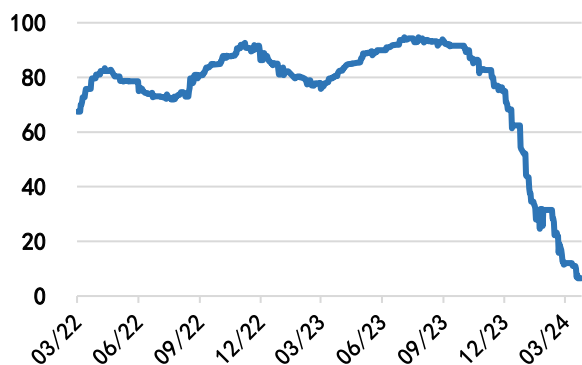
首先看第一个问题，当前加工费走低的问题在哪里？从加工费的趋势看，本轮加工费的下行始于23年10月中旬，12月开始了加速下行的通道，截至4月初已经自去年高点的超过90美元/吨下跌至6.5美元/吨，总体上看12月是加工费走低的重要时间点。

铜矿方面，ICSG数据显示2023年全球铜矿产量约2200万吨，同比22年增加1.12%，23年10月至24年1月的铜矿产量增速有所回落，同比下降至0.76%，主要受到基数效应以及11月开始Cobre矿山减产造成的产量下降影响。

冶炼方面，全球原生铜产量23年四季度以来持续增长，10、11、12月产量增速分别在6.42%、7.7%、7.73%，24年1月产量增速4.65%，对比看远高于同期铜矿供应增速。中国方面，SMM数据显示12月国内冶炼产能快速增加，环比11月提升超过100万吨/年至1345万吨/年，1月环比再增20万吨/年至1366万吨/年，同比增速分别为5.9%、7.5%。产能增加的同时，国内精铜产量也在快速释放，23年12月、24年1月产量增速分别达到14.87%、13.65%，24年2、3月增速明显回落，但仍在4.68%、5.06%，显著高于铜矿增速。

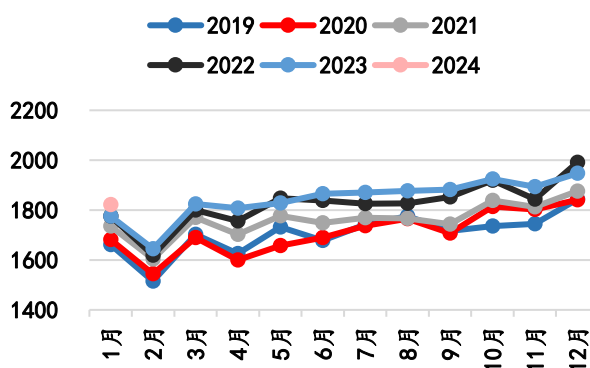
因此总体看来，12月以来加工费的大幅下行既有铜矿增速放缓的影响，但更多可能还是冶炼产能快速攀升所导致。

图 2: 铜精矿加工费 (美元/吨)



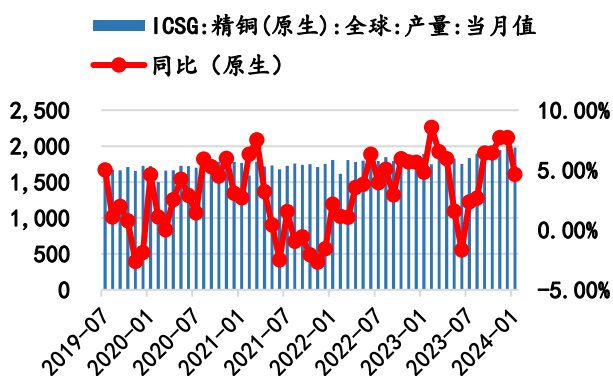
数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 3: 全球铜矿产量 (千吨)



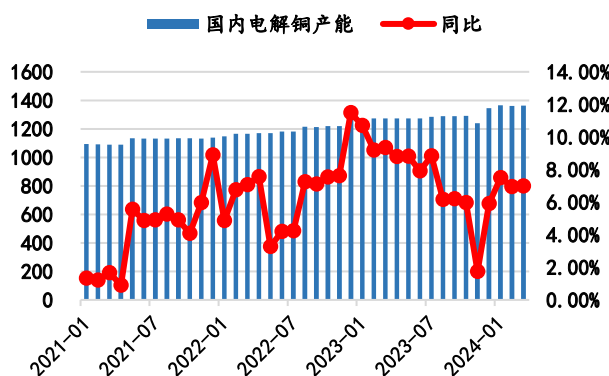
数据来源: iFinD、ICSG、海通期货投资咨询部

图 4: 全球原生铜产量 (千吨)



数据来源: iFinD、海通期货投资咨询部

图 5: 中国冶炼产能 (万吨)



数据来源: SMM、海通期货投资咨询部

市场关心的第二个问题是冶炼厂目前是否减产? 未来有多少可能减产?

判断当前的产能运行情况最直观的指标应该还是加工费。从 3 月 13 日的北京会议开始到 28 日 CSPT 上海会议至今, 铜精矿加工费的下行趋势仍在延续, 截至 4 月初国内现货铜精矿加工费已经下跌至 6.5 美元/吨, 较 23 年高峰超过 90 美元/吨的加工费下跌超过 90%, 从加工费走势出发截至 4 月初冶炼厂仍未有减产动作出现。

那么冶炼厂未来减产的可能性如何? 从利润出发当前的加工费已经造成冶炼企业的全面亏损, 但是考虑到上半年 80 美元/吨的长单加工费以及国内大型冶炼厂约 60% 的长单比例, 短期冶炼的实际亏损情况并不明显, 但长单比例较低的小冶炼厂压力较大。回顾近期的两次冶炼行业会议, 在亏损压力增加的情况下国内企业依然拒绝了强制减产, 执行倡议的 5-10% 减产可靠性并不高。根据我们从市场了解的信息看, 大型冶炼厂对于减产动力不足, 相反可能年内可能会继续扩张产能。江西

铜业就在近期的财报中表示计划将 24 年的精铜产量提高 11%至 232 万吨，铜陵有色也计划在 2026 年将产能提升超过 200 万吨。

另一方面，24 年海外的冶炼产能同样开始扩张。3 月底印度的阿达尼公司（Adani）就表示其投资 12 亿美元的库奇铜冶炼厂首套设备已经开始运行，初期产能 50 万吨/年，二期产能预计翻倍。除此之外的其他项目还包括自由港位于印尼的 Manyar 冶炼厂，该厂 24 年投产后的年处理精矿能力约 170 万吨，折合铜金属约 35-40 万吨。安曼矿业国际公司（PT Amman Mineral International）同样将于年内在印尼新建冶炼厂，预计 5 月完工，预计该厂将有能力处理铜精矿 90 万吨/年。

考虑到未来冶炼的增速远高于矿石增长，铜精矿原料供不应求的情况大概率会延续较长时间，冶炼厂如果减产只会单纯的造成市场份额流失，因此我们认为国内冶炼企业进行长期减产的可能性非常低，后续大概率仍将继续祭出“检修”大旗来调节需求。根据 SMM 统计：4 月国内约有 7 家企业 121 万吨/年粗炼产能进入检修，5、6 月的检修规模预计分别达到 184 万吨/年和 156 万吨/年，折月度产量约在 10、15、13 万吨，阳极铜供应可能更加趋于紧张。

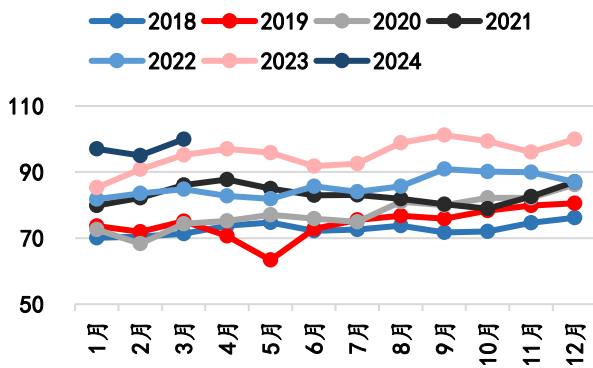
表 1：年内冶炼检修计划（万吨）

公司名称	粗炼产能(万吨)	精炼产能（万吨）	开始时间	结束时间	检修环节	备注	预估影响精铜产量	实际影响精铜产量（万吨）
葫芦岛宏跃北方铜业有限责任公司	10	15	2024年1月25日	2024年2月12日	粗炼	18天	1.50	
广西南国铜业有限责任公司（一期）	30	30	2023年11月	不详	粗炼			
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	0	2024年3月31日	2024年6月30日	粗炼	90天	0.00	
青海铜业责任有限公司	10	15	2024年4月	2024年5月	粗炼	30天	1.00	
阳新弘盛铜业有限公司	40	40	2024年4月初	2024年5月初	粗炼	25天	2.00	
中原黄金冶炼厂	35	40	2024年3月20日	2024年4月25日	粗炼	35-40天	2	
五矿铜业(湖南)有限公司	10	10	2024年4月中	2024年5月中	粗炼	30天	0.80	
营口盛海化工有限公司	10	0	2024年4月	2024年5月	粗炼	25天	0.00	
恒邦股份	10	15	2024年4月	2024年5月	粗炼	30天	0.50	
阜新博发铜业有限公司	10	0	2024年4月底	2024年5月底	粗炼	30天	0.00	
铜陵有色金属集团股份有限公司金冠铜业分公司（双闪）	48	40	2024年5月	2024年5月	粗炼	25-30天	2.50	
阳谷建发铜业有限公司	40	50	2024年5月10日	2024年6月	粗炼	50-55天	4.00	
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15（新线）	20（新线）	2024年5月下旬	2024年7月	粗炼	55天	2.50	
山东中金岭南铜业有限责任公司（三厂）	25	40	2024年5月中旬	2024年6月中旬	粗炼	30天	1.00	
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	20	2024年5月	2024年6月	粗炼	45天	1.20	
赤峰金通铜业有限公司	30	25	2024年6月10日	2024年6月	粗炼	20天	1.50	

国投金城冶金有限责任公司	10	10	2024年6月	2024年6月	粗炼	20天左右	0.70
包头华鼎铜业发展有限公司	20	3	2024年6月	2024年6月	粗炼	25天	0.00
楚雄滇中有色金属有限责任公司	15	0	2024年7月上旬	2024年8月	粗炼	25天左右	0.00
赤峰云铜有色金属有限公司	40	40	2024年7月	2024年8月	粗炼	轮休	3.50
飞尚铜业有限公司	10	0	2024年9月	2024年9月	粗炼	5-10天	0.00
江铜国兴(烟台)铜业有限公司	24	24	2024年9月	2024年10月	粗炼	45天	2.20
豫光金铅	10	15	2024年10月	2024年10月	粗炼	20天	1.00
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15 (老线)	15 (老线)	2024年10月底	2024年11月	粗炼	35天	0.80
中条山有色金属集团有限公司(垣曲)	13	13	2024年10月	2024年11月	粗炼	30天	0.80
江西铜业(本部)	55	100	2024年10月底	2024年11月	粗炼	35天	0.00
广西金川有色金属有限公司	45	47	2024年11月	2024年11月	粗炼	15天	0.00
紫金铜业有限公司	25	40	2024年11月	2024年11月	粗炼	15天	0.50
恒邦股份	10	10	2024年10月	2024年11月	粗炼	30天	0.50
中铜东南铜业有限公司	40	40	2024年12月	2025年1月	粗炼	45天	3.00
昆鹏铜业有限责任公司	10	0	2024年12月	2025年1月中	粗炼	30天	0.00

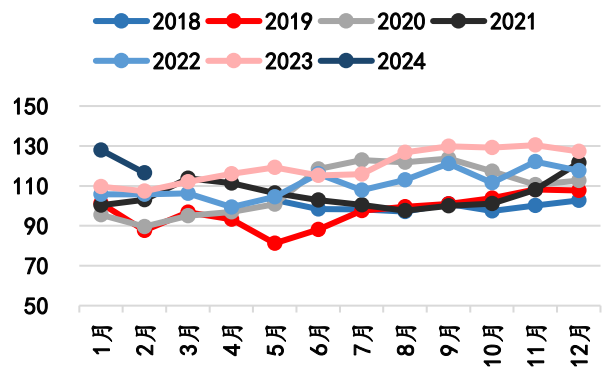
数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图 6：国内精铜产量（万吨）



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图 7：国内精铜供应（万吨）



数据来源：iFind、SMM、海通期货投资咨询部

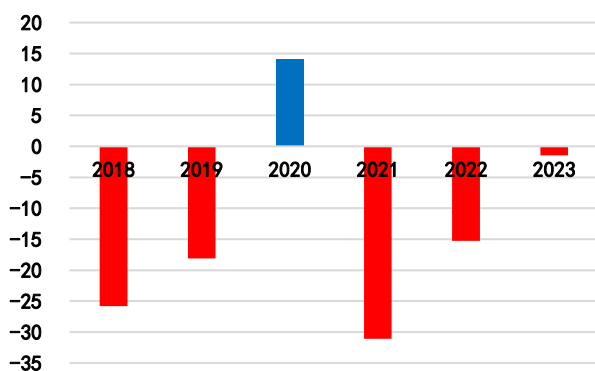
二、铜矿供应收紧影响

减产之外，资本市场当前关注较多的就是铜矿长期供应不足的问题。2月1日彭博社发表文章称“随着铜供应的冲击，对冲基金加大对铜的投注”，其中多位基金经理认为铜股被低估，并预计由于供应紧张和需求稳定，铜价将在2024年上涨。其中有些人表示：在新项目资本支出极少的市场中，在过去十年中甚至在维持和维护现有业务方面都是一个挑战。

从数据出发，2023年全球铜矿供应的增长显然是大幅不及市场预期的，略高于1%的增速距离年初主要机构3-4%的判断距离较远。2024年从彭博此前给出的数据看，全球矿山供应增长预计在2.8%左右，且25、26年的铜矿产出预计继续提升。但考虑到去年年底Cobre矿山的关停以及Codelco等主要矿山下调产量预期，24年实际铜矿供应可能继续维持低增长。

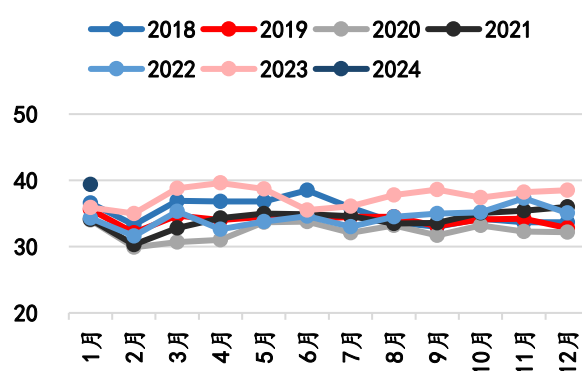
此处我们并不怀疑铜矿短期产量将维持偏低，但铜矿增长乏力对年内平衡表的实际影响则有待商榷。从23年的市场情况看，尽管铜矿供应增速大幅回落，但全球精铜缺口却并没有扩大反而较22年大幅收窄，其中一个主要的因素在于再生精铜产量的快速增长。据ICSG数据2023年全球再生精铜产量约450万吨，同比增长9.17%，环比22年增加约38万吨，增速较22年的0.66%大幅抬升。从历史数据看全球再生铜产量总体稳定，但在某些年份又具有较大的弹性，24年预计受到国内进入回收周期影响供应保持较好增长。

图8：全球精铜平衡（万吨）



数据来源：SMM、海通期货投资咨询部

图9：全球再生铜产量（万吨）

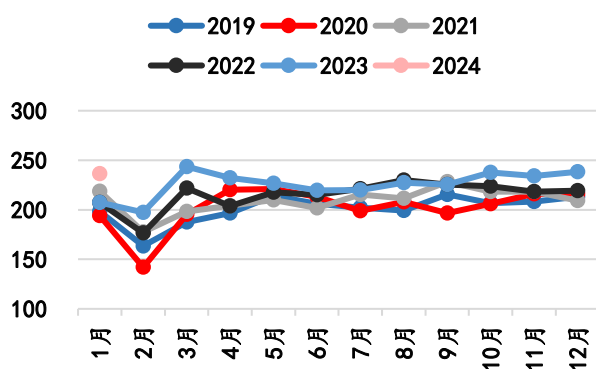


数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

三、需求前景

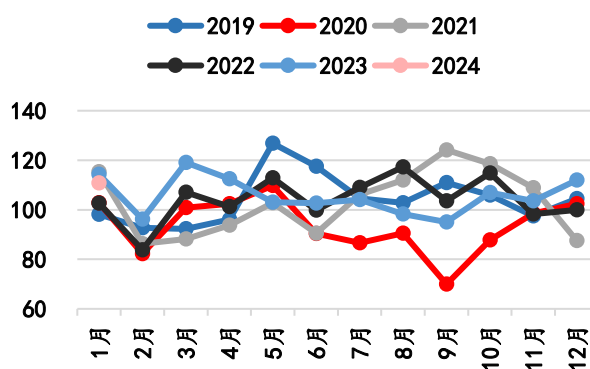
需求方面，当前市场的话题主要是海外消费回暖以及 AI 用铜的增加。从 23 年的数据看，受到中国疫情后解封带来的需求回暖拉动，去年全球精铜消费较 22 年增长较为明显，增速超过 5%，但海外消费增长则继续保持了较低的增速，仅 1.4%，较 22 年的 1.3%略有抬升。从需求的结构看，除 21 年海外疫情恢复后境外需求占比有所回升外，国内铜消费占比始终处于扩大的趋势，结合 1 月铜消费情况分析，预计 24 年全球铜需求增长大概率仍以国内为主。而从经济周期出发，随着美联储加息结束和降息的临近，美国 GDP 的增长大概率逐步触顶，全球经济同样面临下行压力，因此笔者总体上对年内全球铜需求的增长前景保持谨慎。

图 10：全球精铜消费（万吨）



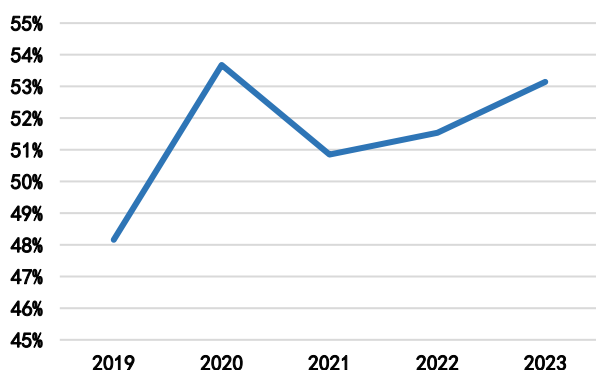
数据来源：SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

图 11：海外精铜消费（万吨）



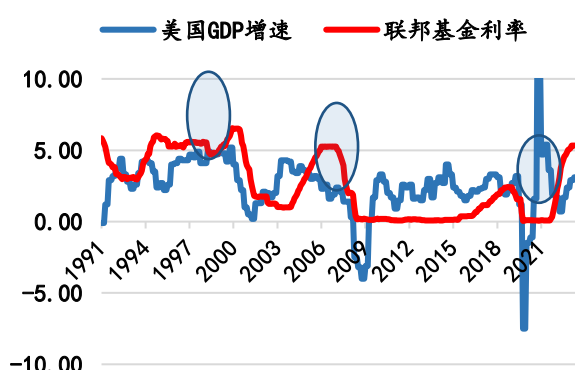
数据来源：SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

图 12：中国精铜消费占全球比重



数据来源：SMM、iFinD、海通期货投资咨询部

图 13：联邦基金目标利率&美国 GDP (%)



数据来源：iFinD、海通期货投资咨询部

AI 用铜方面，随着英伟达在 GTC 大会上提出高速连接器概念，AI 用铜前景为铜价再次打开想象的空间。据称英伟达面向企业提供的 GB200 NVL72 服务器内部使用的电缆长度累计接近 2 英里，共有 5000 条独立铜缆。大摩在近期的报告中称 AI 用铜的主要领域在数据中心，其中电力分配设备

（约占 75%）和接地与互联（约占 22%）是主要消费领域。大摩表示随着 AI 技术快速发展铜需求将显著增长，2024 年-2027 年全球 AI 数据中心对电力的需求将以 18% 的复合年增长率增长。AI 数据中心的铜需求或将从 2023 年的每年 20 万吨-50 万吨增长至 2027 年的 50 万吨-120 万吨，复合年增长率达到 26%。从大摩的报告中我们可以看到的是即使预期兑现，短期内 AI 用铜的增量预计在 4-10 万吨/年，拉动全球消费的比重 0.15%-0.4% 左右，影响非常有限。

四、价格分析

在回顾了近期的主要问题后，简单总结如下：

- 1、短期冶炼减产尚未发生，受全球产能扩张影响冶炼长期减产可能性较低。尽管二季度检修可能会影响短期国内产量，但预期总体可控。
- 2、铜精矿供应 24 年预计保持低位对铜价形成支撑，但再生铜的供应弹性仍然值得关注。
- 3、需求端 24 年预计仍以国内为主，AI 用铜可能言之过早，需要关注经济下行周期带来的需求回落压力。

考虑到近期有色金属价格的普涨，铜价走高显然不是仅仅受到供应层面冶炼减产消息和矿石低增长预期的拉动，市场对于节后需求回暖的炒作应该是资金增加金属配置的另一个重要原因。从当前的库存和现货走势看，冶炼下游的采购积极性受高价影响明显减弱，即使后续被迫接货大概率仍会按需采购为主，因此在价格适当回落前库存预计难以出现大幅回落，基差也可能在深度贴水至平水附近波动，消费表现不排除持续低于预期。

交易层面，铜价短期强势，成交量再次出现放大的迹象，如果单边持仓较多可以考虑适当减仓降低风险或买入看涨期权进行保护。尽管如此，笔者仍然认为当前铜价可能已经接近年内高点，在不出现大幅去库的情况下面临下行风险，建议空单仍可适量持有。此外如果前期持有贵金属多头头寸的投资者也可以考虑适当空配铜来对冲可能的利润回撤风险。

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。