

铜 2023 年度报告：

新一轮的估值压力，空长多短为御

对 2024 年铜市的十大判断：

1. 美联储降息触发或将被推迟至 2024 年 3 季度，在货币政策真空期，经济活力与市场消费信心逐步受挫；
2. 2024 年全球经济基本面筑底为主，中美共振补库但强度预计不大。此外，美国“廖化为先锋”，但新兴市场或将因全球需求疮口，出现经济增速大幅下滑危机；
3. 相对非美经济体的韧性表现，以及持续的缩表，将继续维护美元信用，即美元指数下跌受限；
4. 2024 年中国延续韬光养晦，消费增速回落，贸易增速则因全球经济节奏呈现前低后高走势；
5. 在美元走软的基础上，2024 年人民币有望迎来小幅反弹，沪铜涨跌幅限制减少，但在全球需求降温及经济弱复苏基调下，升值空间有限；
6. 2024 年全球矿铜产量同比增速约 3%，较 2023 年略有放缓，预计全球铜矿产量可新增 92 万吨。
7. 传统消费稳定项：电网投资增速达 4%，消费电子自底部开启主动补库但预计增速仅 2%。
8. 传统消费拖累项：家电消费受地产及全球需求下滑，行业增速放缓至 4%，汽车与铁路机车增长中枢下移，船舶则进入周期小年。
9. 新兴消费领域：2024 年光伏风电消费延续高景气发展，中国新能源车同比增速虽放缓至 23.5%，但基数效应可维持铜的新增需求。
10. 中美利差收窄，融资需求减弱，铜价与库存的关联性有望逐步回归。

展望 2024 年，价格中枢将在供需过剩的背景下移，而行价节奏受宏观逻辑切换变动，交易主线围绕“降息时点预期-经济软着陆与衰退博弈-全球经济复苏预期”展开，因此节奏上看大概率先低后高。整体铜价参考区间 60000-72000 元/7200-9000 美元。交易策略空长多短，根据节奏设损。

风险提示：中国经济超预期复苏、地缘冲突升级

沪铜 · 年度报告

分析师：张维鑫

邮箱：zhangweixin@csc.com.cn

电话：023-81157296

期货交易咨询从业信息：Z0015332

研究助理：虞璐彦

邮箱：yuluyan@csc.com.cn

期货交易咨询从业信息：F03124195

发布日期：2023 年 12 月 20 日

正文目录

一、2023 年市场回顾	5
（一）行情回顾	5
（二）供需回顾	6
二、2024 年宏观展望	7
（一）海外宏观展望	7
2.1.1 降息触发大概率将推迟	7
2.1.2 货币政策的真空期并非平安夜	9
2.1.3 2024 年主动补库力度有限	12
2.1.4 美元信用并不会被改变	14
（二）国内宏观展望	15
2.2.1 投资风格为兴基建、稳地产	15
2.2.2 消费若想稳健亟需政策底牌	16
2.2.3 贸易顺差大概率前低后高	17
2.2.4 汇率市场承压缓和	17
三、2024 年产业链与消费展望	18
（一）2024 年供应展望	18
3.1.1 原料供应增速持稳	18
3.1.2 铜矿现金成本难有大降	21
3.1.3 精铜冶炼产能扩张	22
3.1.4 再生铜成为供应长板	23
（二）2024 年传统需求展望	24
3.2.1 逆周期的电网投资继续回暖	24
3.2.2 东盟印度等地为基建出口蓝海	25
3.2.3 地产行业弱复苏的黎明未至	26
3.2.4 家电消费弹性因外需转弱而不足	27
3.2.5 交通领域增长中枢下移	28
3.2.6 消费电子行业补库力度有限	29
（三）2024 年增量需求展望	30
3.3.1 光伏与风电维持高景气发展	30
3.3.2 新能源车消费的基数效应	32
（四）2024 年供需平衡展望	33
四、行情展望与投资策略	34

图表目录

图表 1: 2023 年铜价走势与逻辑更替	5
图表 2: CFTC 美铜多空持仓 (万手)	6
图表 3: 沪铜期限结构 (元/吨)	6
图表 4: 全球交易所库存趋势变化 (万吨)	6
图表 5: 全球各大库存变化趋势转移情况 (万吨)	6
图表 6: CME Fedwatch 美联储加降息概率	7
图表 7: 美国通胀水平回落但离目标还有差距	7
图表 8: 历次暂停加息时经济数据对比	8
图表 9: 历次暂停加息至降息开启前经济数据与权益资产、商品表现	9
图表 10: 全球 GDP 年度增速预测	10
图表 11: 全球主要经济体制造业 PMI	10
图表 12: 全球主要经济体 GDP 同比增速	10
图表 13: 新兴市场经济增速与全球贸易增速的相关性	11
图表 14: 美国制造业库存周期	12
图表 15: 美国密歇根大学消费者指数	12
图表 16: 美国居民储蓄趋势	12
图表 17: 美国财政支出规模的逆周期性	13
图表 18: 美国批发商各细分品目库存增速趋势	13
图表 19: 加降息窗口美元走势	14
图表 20: 中国房地产开发与土地购置费累计同增速	15
图表 21: 中国新开工与竣工单月同比增速	15
图表 22: 中国 PPI 变化趋势	15
图表 23: 中国工业企业利润额累计同比增速	15
图表 24: 2021-2023 年中国 GDP 累计同比贡献率	16
图表 25: 中国制造业 PMI 新出口订单	17
图表 26: WTO 对于 2024 年全球出口的预测	17
图表 27: 中美利差与人民币汇率走势	17
图表 28: 2023 年全球 30 家铜矿巨头披露权益铜产量 (万吨)	18
图表 29: 原生铜矿干扰率	19
图表 30: 国内铜精矿现货 TC 与进口铜精矿 TC	19
图表 31: 2024 年全球扩建矿山项目 (含湿法铜 SX-EW) (万吨)	20
图表 32: 全球重要棕地与绿地项目梳理	20
图表 33: 2012-2023Q2 全球铜矿成本曲线	21
图表 34: 2022-2025 年全球铜冶炼产能预测 (千金属吨)	22
图表 35: 2022-2025 年中国主流企业铜冶炼新增产能预测 (千吨)	23
图表 36: 中国冶炼粗炼产能趋势 (万吨)	23
图表 37: 中国铜冶炼厂开工率	23
图表 38: 中国电网投资的逆周期性	24
图表 39: 中国电网、电源基本建设投资增速变化趋势	25

图表 40: 中国各电源投资增速变化趋势.....	25
图表 41: 中国基建投资与出口变化趋势.....	25
图表 42: 印度工业生产与信贷增速变化趋势.....	25
图表 43: 中国房地产投资、建筑工程与拿地购置费增速.....	26
图表 44: 中国新开工与竣工面积累计增速变化趋势.....	26
图表 45: 中国居民部门杠杆率水平.....	26
图表 46: 中国地产竣工面积与期房销售.....	26
图表 47: 中国家电产量累计增速变化趋势.....	27
图表 48: 中国竣工面积与空调产量同比增速变化趋势.....	27
图表 49: 中国汽车产销累计增速变化趋势.....	28
图表 50: 中国船舶和机车产量增速变化.....	28
图表 51: 中国汽车产量渗透率及增速变化.....	28
图表 52: 中国汽车出口数量同比增速.....	28
图表 53: 中国基础电子产量增速变化趋势.....	29
图表 54: 中国 3C 数码及韩国半导体出口增速变化趋势.....	29
图表 55: 中国光伏新增装机量及增速.....	30
图表 56: 中国风电新增装机量及增速 (GW, %).....	30
图表 57: 全球光伏市场发展趋势 (GW, %).....	31
图表 58: 全球风电新增装机量发展趋势 (GW, %).....	31
图表 59: 中国新能源车产量增速与渗透率变化趋势.....	32
图表 60: 中国新能源车销量及同比增速变化趋势.....	32
图表 61: 全球主要经济体新能源车产量渗透率变化趋势.....	32
图表 62: 2022-2024 年国内及全球铜供需平衡预测 (万吨).....	33
图表 63: 全球显性库存趋势 (万吨).....	34

一、2023 年市场回顾

（一）行情回顾

今年伦铜整体呈现震荡偏弱走势，自年初的 9550 美元回落至 7856-8600 美元区间，而沪铜则在 62690-71500 区间维持箱体震荡。年内汇率市场承压，导致内盘价格中枢较外盘未有明显下沉。

2023 年初，在国内疫情管控结束背景下，市场对经济修复的强预期推动铜价单边上涨，铜价站上年内最高点 71500 元/9335 美元。3 月美国银行业危机爆发打压市场风险偏好，内外各项经济数据疲软，强预期不敌弱现实，铜价承压回落。进入二季度，国内政策预期升温驱动铜价反弹，同时，人民币一度贬值到 7.34，沪铜因汇率市场承压出现了更强的涨幅。9 月下旬后，美联储加息周期进入尾声，但与此同时市场担忧美联储长期高息，铜价大幅走软。不过，受结束加息后的消费者信心指数、非农新增人数等强劲的经济数据影响，市场对经济软着陆信心提升，支撑铜价止跌企稳。

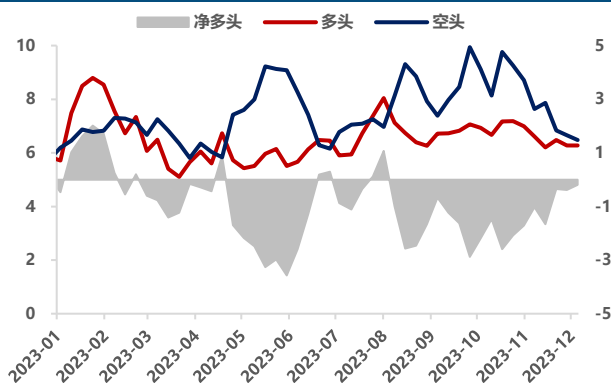
图表 1：2023 年铜价走势与逻辑更替



数据来源：Wind、中信建投期货

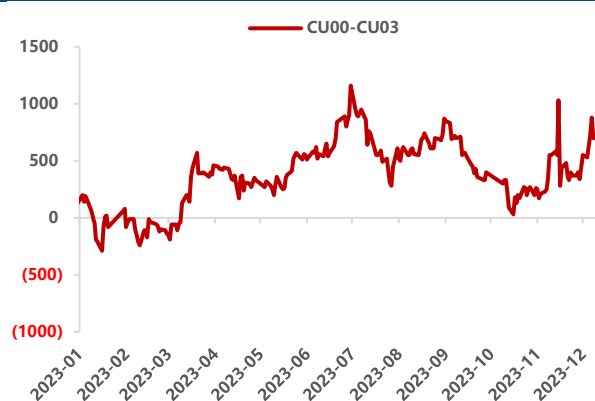
近月/连三合约期限结构自 contango 切换为 Back 并有所加深，美铜 CFTC 持仓结构整体空头占优，市场看空力量为主导，需求回落压力加剧，现货高升水趋于塌陷。

图表 2：CFTC 美铜多空持仓（万手）



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 3：沪铜期限结构（元/吨）



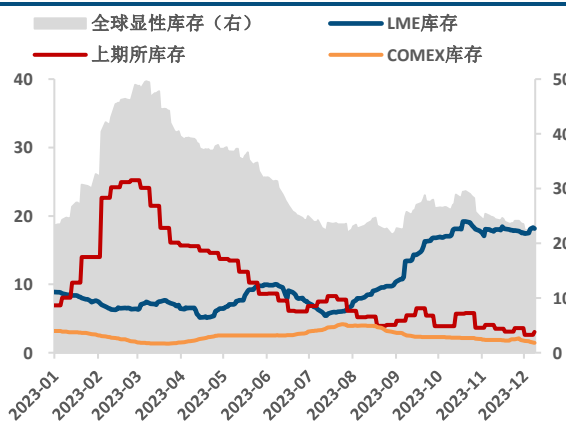
数据来源：WIND、中信建投期货

（二）供需回顾

全球铜供应增速持稳，而需求弹性放缓，供需由紧平衡向小幅过剩松动。据 WBMS，2023 年前三季度全球精炼铜供应过剩 3.51 万吨，而去年前三季度全球铜累计短缺近 74 万吨。原料方面，2023 年前三季度全球铜矿产量 1647.82 万吨，同比增长 3%。

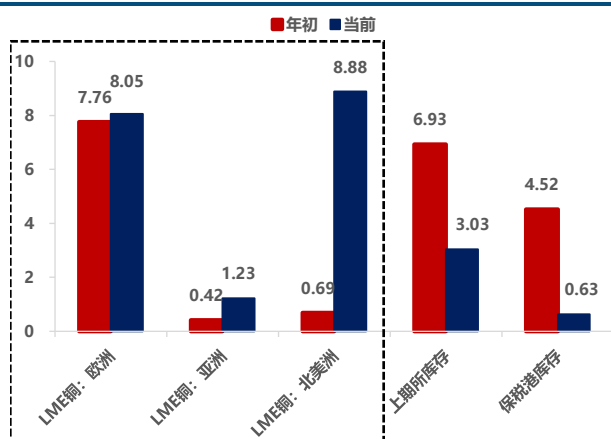
2023 年全球显性库存先增后降，不过至 12 月 8 日，全球显性库存水平较年初增加 1.5 万吨。今年铜基本面转向轻微过剩的主要原因是供应放量、需求下滑。今年铜精矿 TC 一度涨到 94，创近 5 年新高，原料供应增速显著，但因海外需求疲弱，而国内地产、汽车、电子消费增速回落，供需错配加剧，过剩矛盾凸显。

图表 4：全球交易所库存趋势变化（万吨）



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 5：全球各大库存变化趋势转移情况（万吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

二、2024 年宏观展望

（一）海外宏观展望

2.1.1 降息触发大概率将推迟

我们曾在《美元为锚：鉴知货币周期内的铜价》一文中指出，1989 年以来的四次降息周期里，触发降息的基本面条件需同时具备两个条件：经济增速出现明显下滑（如低频的 GDP、高频的消费支出与消费者信心指数）；就业市场出现明显的颓势（如低频的失业率出现快速且高位的反弹、高频的时薪水平出现大幅回落）。

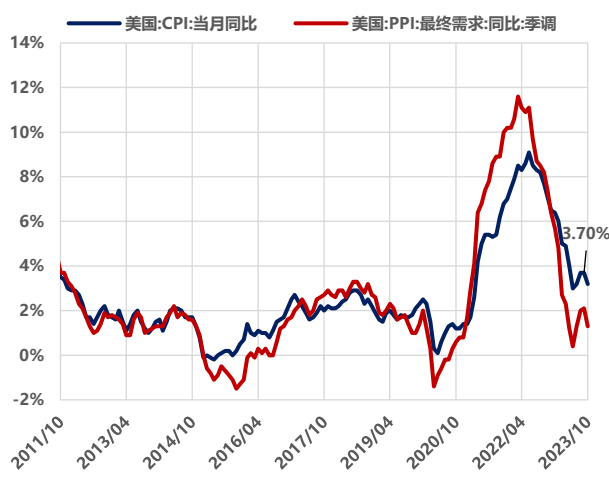
当下市场对明年中提前降息的预期依据来自于经济数据与就业市场的走弱，但美联储始终维持鹰派立场给乐观预期泼冷水。2023 年美国实体经济表现延续去年 10 月以来的低迷，但就业市场依旧火热，紧缩政策尚未对就业市场形成实质性影响，触发降息的时点或将在 2024 年 3 季度看到。

图表 6：CME Fedwatch 美联储加息概率

日期	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	94.4%	1.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	42.0%	55.4%	0.9%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	26.2%	50.1%	22.3%	0.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	17.4%	41.8%	32.0%	8.0%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	11.7%	33.5%	35.3%	16.1%	2.8%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.3%	8.5%	27.2%	34.8%	21.7%	6.7%	0.8%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.2%	5.1%	19.5%	31.7%	27.1%	12.8%	3.2%	0.4%	0.0%
2024/12/18	0.1%	3.7%	15.3%	28.2%	28.4%	17.0%	6.0%	1.2%	0.1%	0.0%

数据来源：CME Group、中信建投期货

图表 7：美国通胀水平回落但离目标还有差距



数据来源：WIND、中信建投期货

图表 8：历次暂停加息时经济数据对比

名目	1989. 5	1995. 2	2000. 5	2006. 6	2018. 12	2023. 11
GDP 同比	4. 32%	3. 48%	4. 22%	2. 97%	2. 13%	2. 93%
ISM 制造业 PMI	49. 30	46. 70	53. 20	52. 00	54. 30	46. 70
ISM 非制造业 PMI			59. 80	56. 90	58. 00	52. 70
Markit 制造业 PMI					53. 80	49. 40
Markit 非制造业 PMI					54. 40	50. 80
CPI 同比	5. 40%	3. 20%	3. 20%	4. 30%	1. 90%	3. 20%
消费者信心指数	90. 70	89. 80	110. 70	84. 90	98. 30	69. 40
个人消费支出增速	0. 00%	14. 75%	5. 97%	2. 19%	0. 94%	2. 37%
库销比（季调）		4. 75	4. 18	3. 84	4. 03	3. 64
新增就业人数（千人）	122. 00	(15. 00)	222. 00	81. 00	183. 00	199. 00
失业率	5. 20%	5. 60%	4. 00%	4. 60%	3. 90%	3. 70%
10Y 美债收益率	8. 80%	7. 66%	6. 43%	5. 22%	2. 77%	4. 23%
10Y-2Y 美债利差	-0. 16%	0. 33%	-0. 46%	0. 01%	0. 14%	-0. 48%

数据来源：Wind、中信建投期货

2.1.2 货币政策的真空期并非平安夜

在美国近四十年最严重的的通货膨胀、美联储最激进的加息周期中，美国经济正在减速，但由于非美经济体表现更糟糕，我们对美国的经济表现评价为“矮子里的将军”。

历次规律显示，在暂停加息至降息开启前，美国经济数据恶化概率较大。历史规律显示，在降息开启前，美国 ISM 制造业 PMI 均将大幅下滑。根据上文对降息触发时间的预测、结合市场当下对降息时点的乐观预期，美国制造业景气度将继续下降到 2023 年 H1。同时，市场消费信心指数均会出现规律性下滑、失业率基本回升，经济环境、就业市场均出现显著恶化。

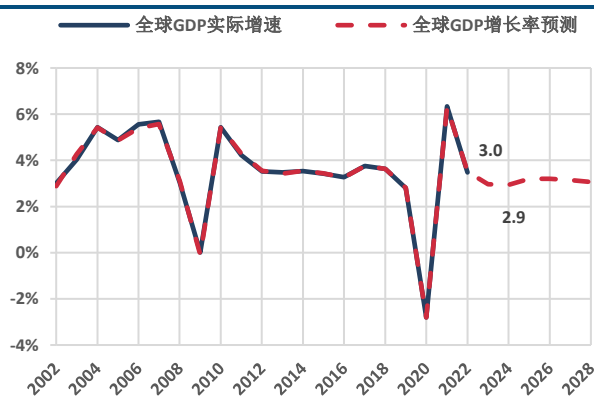
图表 9：历次暂停加息至降息开启前经济数据与权益资产、商品表现

最后一加至降息开启	1989.5.17-1989.6.6	1995.2.1-1995.7.6	2000.5.16-2001.1.3	2006.6.29-2007.9.18	2018.12.19-2019.8.1
降息幅度	25BP	25BP	50BP	50BP	25BP
ISM制造业PMI	-4.06%	-7.99%	-20.49%	-1.92%	-9.58%
消费者信心指数	-0.11%	-0.74%	-14.45%	-1.77%	-8.65%
失业率	1.92%	5.96%	5.90%	2.97%	5.13%
布油	-	-4.03%	11.17%	6.46%	1.31%
黄金	1.88%	2.10%	3.21%	1.30%	2.10%
伦铜	-7.35%	1.91%	5.84%	1.26%	3.30%
美元指数	0.60%	-7.27%	-0.84%	-7.86%	1.38%
10年期国债收益率	-5.00%	-21.02%	-20.06%	-13.79%	-31.41%
标普500	2.13%	7.77%	8.08%	9.40%	7.81%
标普500VIX指数	-	1.79%	2.29%	10.18%	30.14%
纳斯达克	2.15%	36.66%	29.61%	1.95%	2.21%
道琼斯工业指数	1.38%	1.22%	0.10%	2.77%	3.98%

数据来源：Wind、中信建投期货

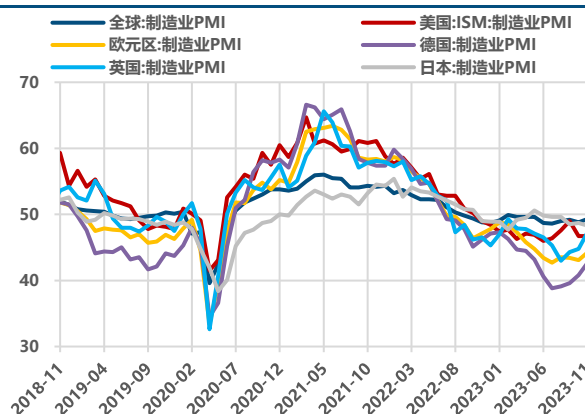
其次，制造业景气度回升至正常区间仍需漫长等待。在非华的全球制造业大国中，美国、德国、日本等国制造业 PMI 在 2023 年内长久处于收缩区间，除德国、英国制造业景气度有回升迹象外，其余经济体仍在持续降温。这也意味着我们在 2024 年经历的仍是全球经济基本面的筑底，而非触底回升。

图表 10：全球 GDP 年度增速预测



数据来源：IMF、中信建投期货

图表 11：全球主要经济体制造业 PMI

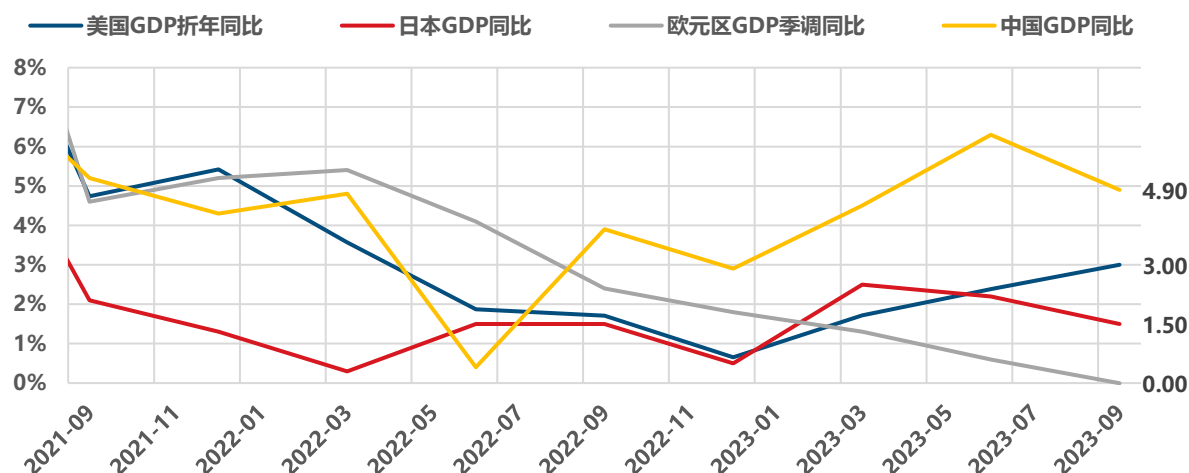


数据来源：Wind、中信建投期货

在 2024 年全球经济增速面临继续下行压力中，美国经济仍将表现韧性。在 2022-2023 年全球央行加息周期中，欧元区因能源价上升出现经济衰退危机，但美国在加息斜率放缓的 2023 年初 GDP 同比出现了明显的低速回升。

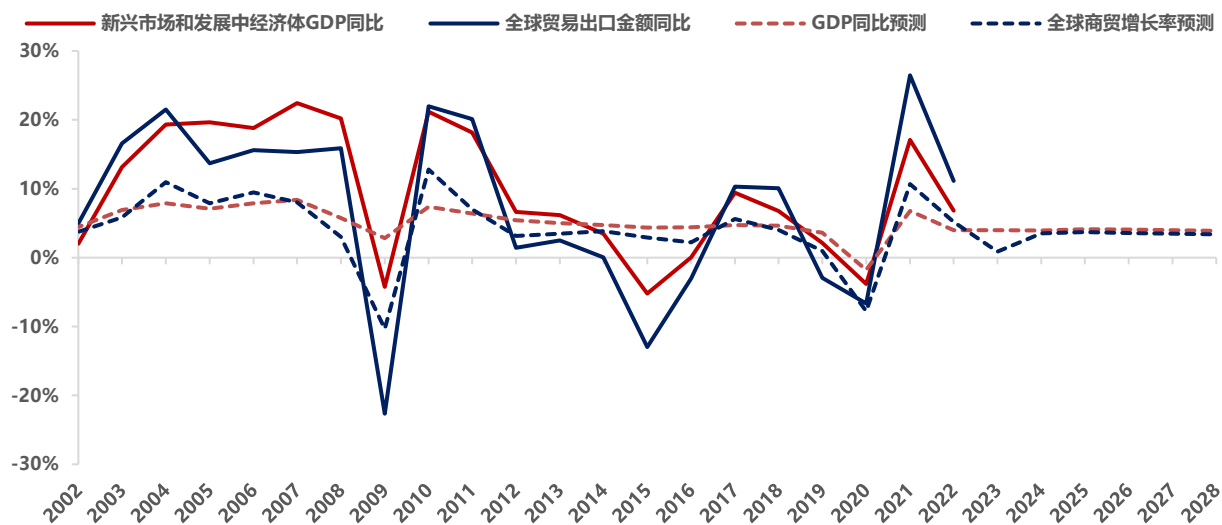
新兴市场将受全球贸易下行压力，出现经济增速更显著的下滑趋势。新兴市场经济表现得益于全球供应链重组，其经济增速与全球商贸增速呈现了较强的相关性（图 13）。展望 2024 年，新兴市场经济的弹性与其脆弱性决定了其在全球需求降温、地缘冲突的背景下，存在恶化的可能性。

图表 12：全球主要经济体 GDP 同比增速



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 13：新兴市场经济增速与全球贸易增速的相关性



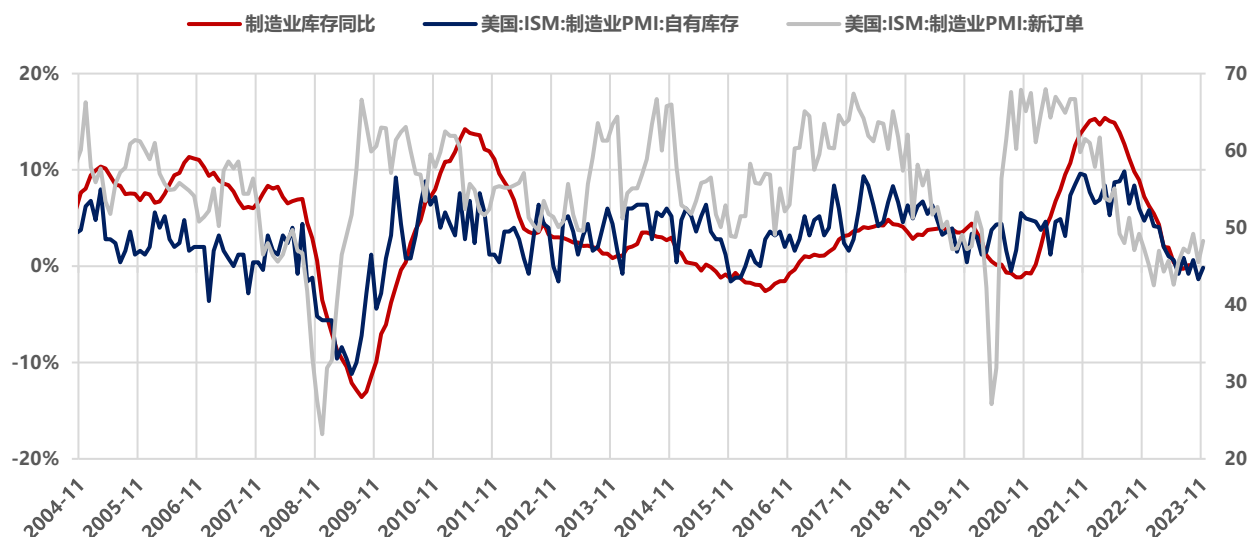
数据来源：Wind、IMF、中信建投期货

2.1.3 2024 年主动补库力度有限

当下美国制造业库存同比增速大幅回落，意味着库存水平已降至极低，而 ISM 制造业 PMI 新订单指数有所回升，预计 2024 年美国工业制造业即将结束被动去库，进入主动补库周期。

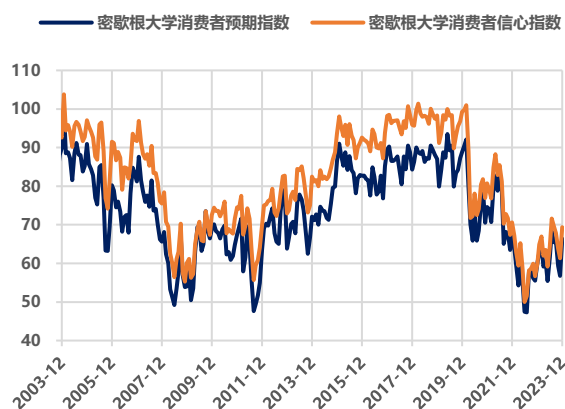
不过，财政支出规模削减、消费意愿不足将限制 2024 年美国主动补库的高度并不乐观。客观性上，尽管美国财政支出与经济增速存在负相关性，尤其疫情期间，美国联邦政府实施大规模的财政刺激居民消费，但是考虑到 2024 年金融将面对更多的不确定性、甚至肥尾效应，因此财政支出将存在规模上的约束。主观性上，当前消费者信心偏弱，居民储蓄减少到了疫情前的水平，工业制造业补库的力度受到消费意愿偏弱的限制。

图表 14：美国制造业库存周期



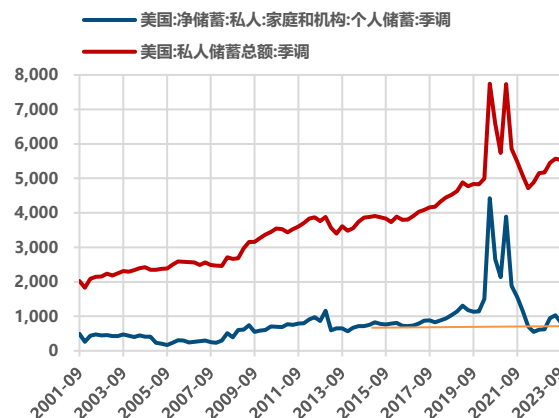
数据来源：Wind、中信建投期货

图表 15：美国密歇根大学消费者指数



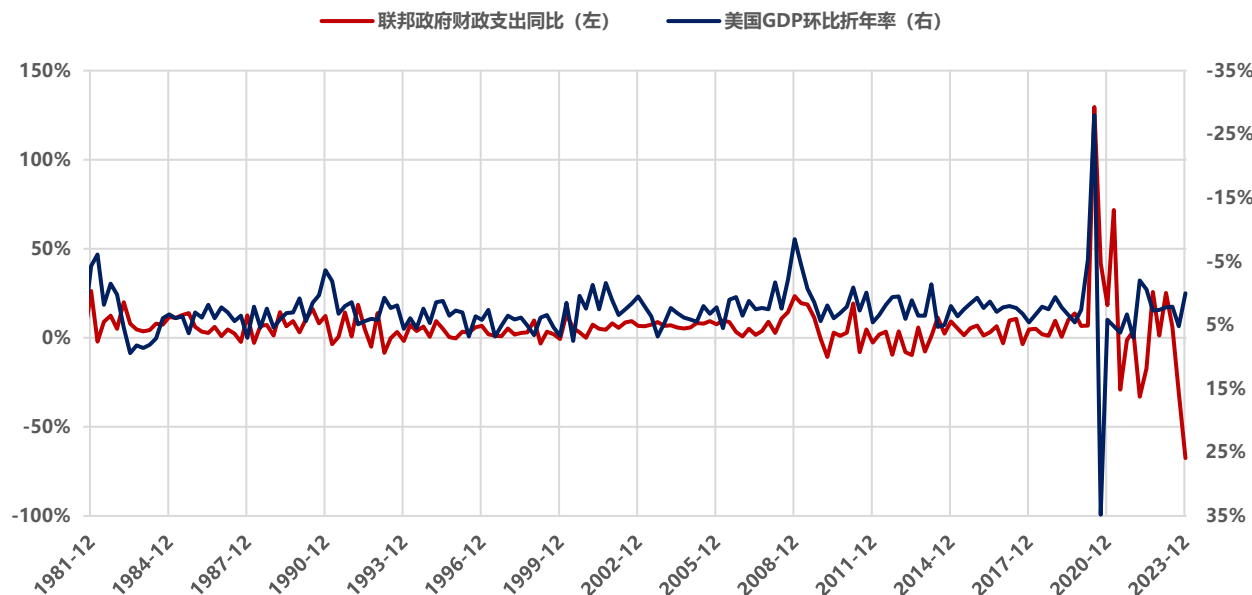
数据来源：Wind、中信建投期货

图表 16：美国居民储蓄趋势



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 17：美国财政支出规模的逆周期性



数据来源：Wind、中信建投期货

从美国批发商产品库存增速来看，当前不同产品库存同比增速中，非耐用用品的库存同比负增长最为显著，而耐用用品中家具与消费电子产品库存同比降幅较大。考虑到 2024 年美国补库周期或将开启，预计我国家装、消费电子、金属矿产原料出口至美国的数据有望得到改善。

图表 18：美国批发商各细分品目库存增速趋势

名目	2023 年		2022 年		2021 年	
	2023-10	2023-09	2022-10	2022-09	2021-10	2021-09
耐用用品库存同比	2.03%	2.85%	24.14%	25.80%	13.24%	11.51%
汽车及汽车零件和用品	12.83%	13.39%	32.15%	35.02%	-2.13%	-4.92%
家具及家居摆设	-15.17%	-16.29%	35.86%	42.75%	21.32%	18.26%
木材及其他建材	-8.33%	-8.21%	12.43%	14.95%	36.73%	37.26%
专业及商业设备和用品	-7.09%	-7.49%	16.25%	18.64%	16.64%	15.10%
电脑及电脑外围设备和软件	-15.10%	-17.22%	8.35%	14.87%	28.12%	21.16%
金属及矿产，石油除外	-5.68%	-5.19%	11.86%	18.63%	35.97%	26.58%
电气和电子产品	-3.29%	-4.09%	33.14%	33.95%	15.74%	18.70%
五金、水暖及加热设备和用品	-4.91%	-3.04%	31.46%	34.11%	21.68%	22.08%
非耐用用品库存同比	-8.87%	-7.59%	18.52%	21.13%	14.61%	14.03%
纸及纸制品	-19.35%	-19.24%	15.07%	15.79%	4.70%	5.79%
服装及服装面料	-20.28%	-20.33%	62.39%	71.63%	7.00%	0.63%
农产品原材料	-25.13%	-26.52%	0.85%	2.89%	24.85%	35.56%
化学品及有关产品	-13.23%	-12.91%	20.63%	26.27%	22.48%	16.49%
石油及石油产品	-15.27%	-4.07%	12.02%	17.52%	48.73%	28.47%

数据来源：Wind、中信建投期货

2.1.4 美元信用并不会被改变

暂停加息后至降息预期升温以来，美元指数明显见顶进入下行周期，但我们预计 2024 年美元指数下行幅度依然有限。从货币政策的角度来看，2024 年美联储由缩表切换至降息，美国在明年上半年仍然处于金融收紧环境中，而非彻底的流动性真空期，紧缩环境将继续维护美元信用。

从经济基本面对比来看，2024 年美强欧弱将进一步巩固美元强势地位。按历史规律，暂停加息至降息前美元走势并不是势必下跌，其走势与美国经济相对表现（尤其欧美经济对比）有关。本轮美联储的激进加息使得经济需要在短周期内快速降温，经济数据明显弱于其他几轮表现（见上表 8），不过相较于欧洲衰退危机，美国硬着陆风险较小，这意味着在外部经济降温的映衬下，美元难以有大降空间。

图表 19：加降息窗口美元走势

加息结束	开启降息	美元起点	美元终点	美元涨跌幅	迷你走势图
1995/2/1	1995/7/6	87.71	81.33	-7.27%	
1997/3/25	1998/9/29	95.48	95.82	0.36%	
2000/5/16	2001/1/3	111.31	110.38	-0.84%	
2006/6/29	2007/9/18	85.92	79.17	-7.86%	
2018/12/20	2019/8/1	96.45	98.37	1.99%	

数据来源：Wind、中信建投期货

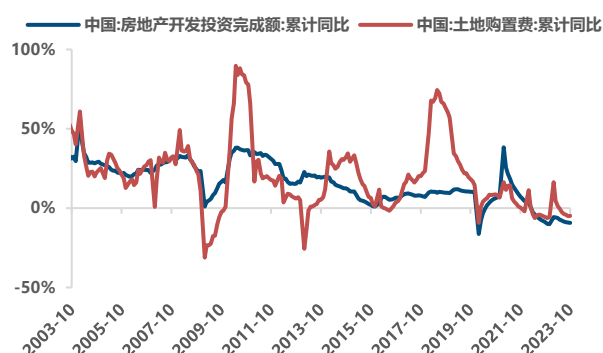
（二）国内宏观展望

2.2.1 投资风格为兴基建、稳地产

2024 年财政政策关键在基础设施投资与地产“三大工程”，基建投资是经济提振主力，而地产投资则是稳经济的抓手。今年 10 月末的万亿特别国债打破了预期目标 3% 的刚性赤字红线，预计 2024 年赤字率目标可能会继续小幅抬升，赤字率的绝对水平相较于全球其他国家赤字率仍偏低。从万亿国债基本投向水利基建、灾后重建的前瞻意义来看，预计 2024 年政府扩张的财政支出重心投放在基建上。

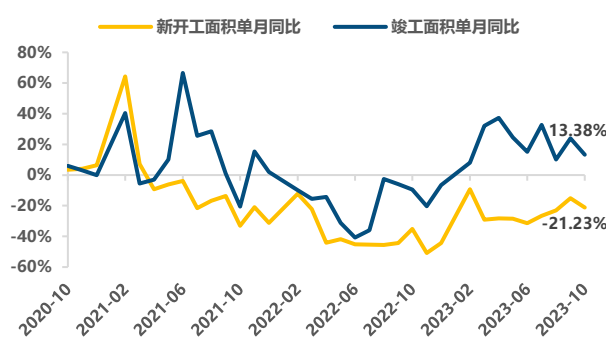
2024 年地产经济恢复的内生动能不足，在避免地产经济持续低迷的背景下，稳地产将是明年的关键，2024 年有望继续看到政策对于地产投资的直接刺激。中国房地产投资占比 GDP 高达 7% 左右，在“去地产化”的经济转型中，财政政策需要承上启下，稳住持续下行的地产经济，同时紧抓基建投资、加速其他两架马车对 GDP 的带动。运用 PSL 及长期资金，激活存量地产、稳定地产投资。

图表 20：中国房地产开发与土地购置费累计同比增速



数据来源：Wind、中信建投期货

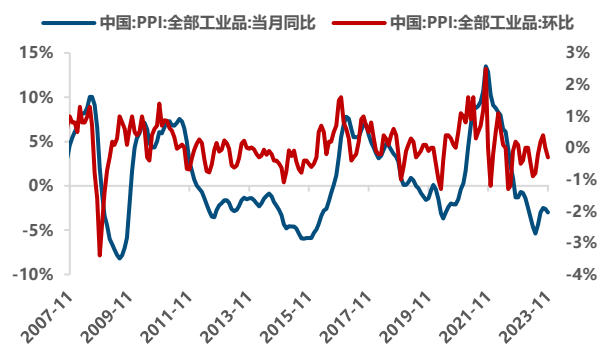
图表 21：中国新开工与竣工单月同比增速



数据来源：Wind、中信建投期货

此外，制造业投资在海外制造业补库周期、国内工业生产者价格指数低位企稳、工业企业利润回升的基础上，有望持稳。

图表 22：中国 PPI 变化趋势



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 23：中国工业企业利润额累计同比增速



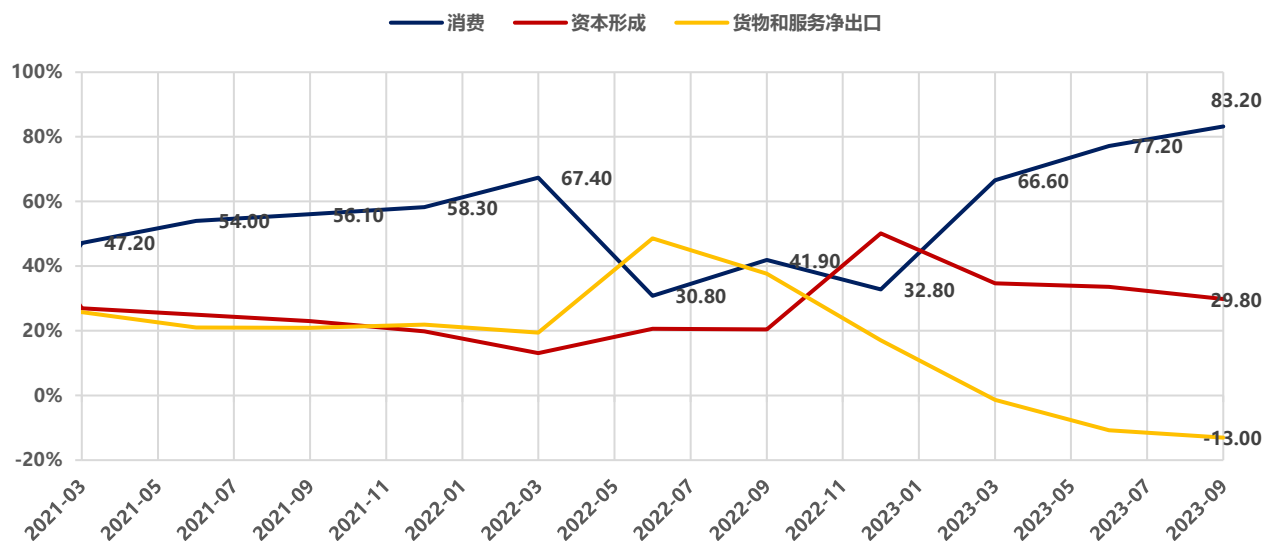
数据来源：Wind、中信建投期货

2.2.2 消费若想稳健亟需政策底牌

2023 年消费增速在疫情管控放开的背景下较为亮眼，为今年经济增速的主要拉动项，但超额储蓄并未有年初预期的量级释放。从整体节奏上来看，年内消费增速逐步放缓，大宗促消费、存量贷款利率调降、个人所得税专项扣除优惠政策，减轻了家庭部门现金流压力，但此类间接消费支持政策对于整体增速提振力度不大，增速环比逐步放缓。

从政策层面上来说，我们预计消费刺激政策的优先级落后于投资，乐观节奏来看也至少在 2024 年下半年。结合 12 月中旬中央经济工作会议的表述，预计 2024 年政策将继续侧重于基建投资、地产行业。但若在 2024 年下半年，投资逐步落地为实物、而消费信心依然不足，那么整体经济运行若想持稳、消费增速欲求稳健，对家庭部门的直接消费刺激的政策更有可能出现。

图表 24：2021-2023 年中国 GDP 累计同比贡献率



数据来源：Wind、中信建投期货

2.2.3 贸易顺差大概率前低后高

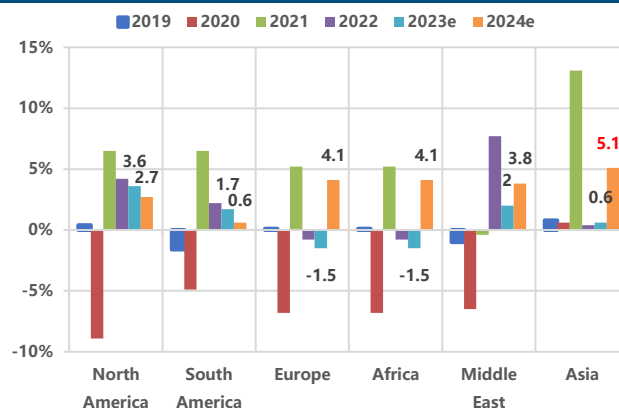
考虑 2022 年的低基数效应与全球经济节奏，2024 年国内出口有望实现前低后高的小幅正增长。今年在海外需求降温的压力下，出口增速持续下滑，贸易顺差有所收窄。展望 2024 年，考虑到海外经济在明年下半年面临下行压力、而补库高度又有限，预计 2024 年上半年出口订单改善幅度不大，贸易顺差有可能继续收紧。不过，下半年在流动性缓和的背景下，预计出口增速有望得到改善。

图表 25：中国制造业 PMI 新出口订单



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 26：WTO 对于 2024 年全球出口的预测



数据来源：WTO、中信建投期货

2.2.4 汇率市场承压缓和

2023 年，在美元走强的压力下，我国汇率市场持续承压。展望 2024 年，在美元走软、中美利差收窄的支撑下，2024 年人民币有望迎来小幅反弹。不过，在全球需求降温基调及国内经济弱复苏的影响下，预计人民币升值空间有限。

图表 27：中美利差与人民币汇率走势



数据来源：Wind、中信建投期货

三、2024 年产业链与消费展望

（一）2024 年供应展望

3.1.1 原料供应增速持稳

2023 年前三季度全球头部铜企将对总产量累计同比存在 3.05 个百分点的正增长贡献。我们统计了全球 30 家铜矿巨头的生产情况，其 2022 年矿铜权益产量占全球总产量比达 65%。根据 2023 年前三季度结果，13 家矿企累计产量同比下滑，其中仅 7 家矿企同比降幅超 5%。若以 2022 年上述 30 家铜矿巨头铜产量占比全球总产量为标准，线性假设当前矿山已出现的供应扰动将延续，预计 2023 年前三季度头部铜企将对全球铜产量累计同比存在 3.05 个百分点的提振。

据 WBMS，2023 年前三季度全球铜矿产量累计同比增速为 2.98%，结合上述头部铜企增速进行合理反向推演，可知 2023 年前三季度剩余占比全球铜产量约 35%的中小矿业公司产量累计增速对全球铜矿产量存在-0.07%的拖累（即 1.75%的负增长）。

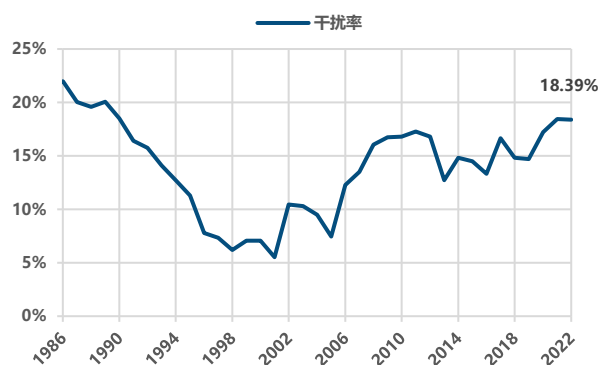
图表 28：2023 年全球 30 家铜矿巨头披露权益铜产量（万吨）

矿企	2022 年	占当年总供应比例	2023YTD	2023YTD 同比	2023e
Codelco 智利国家铜业	155.27	7.07%	103.90	-8.54%	138.50
Freeport-McMoRan	190.97	8.70%	141.38	-0.73%	184.16
Glencore 嘉能可	105.81	4.82%	73.58	-4.50%	104.03
BHP 必和必拓	157.40	7.17%	171.70	9.09%	171.70
SCC 南方铜业	89.47	4.08%	67.69	3.60%	91.77
First quantum 第一量子	77.60	3.54%	54.21	-4.88%	80.50
Rio Tinto 力拓	52.11	2.37%	41.62	7.00%	61.50
Anglo American plc 英美资源	66.45	3.03%	59.60	41.90%	85.00
Antofagasta plc 安托法加斯塔	43.82	2.00%	30.14	3.90%	65.50
紫金矿业	87.70	4.00%	75.42	13.21%	95.00
KGHM 波兰铜业	39.25	1.79%	30.32	2.68%	38.92
Nornickel 诺镍	43.30	1.97%	30.40	-4.00%	42.90
MMG 五矿资源	30.51	1.39%	22.19	22.00%	34.05
Kaz 哈萨克矿业	37.90	1.73%	30.12	6.85%	42.79
Vale 淡水河谷	25.30	1.15%	22.69	21.80%	32.00
Teck Resources Limited 泰克资源	27.05	1.23%	19.30	-8.96%	34.25
Lundin Mining Co. 伦丁矿业	24.97	1.14%	21.15	9.50%	24.99
江西铜业	20.44	0.93%	9.98	-1.77%	20.05
云南铜业	6.26	0.29%	3.18	-1.24%	6.33
Barrick Gold Co. 巴里克黄金	19.96	0.91%	13.93	13.93%	20.18
洛阳钼业	27.70	1.26%	28.62	40.09%	44.10
Capstone Mining Crop	11.03	0.50%	8.53	7.30%	13.10

NewCrest Mining Ltd	12.07	0.55%	13.31	10.32%	13.00
中国黄金国际	8.50	0.39%	2.00	-69.06%	8.65
Ivanhoe Mines 艾芬豪	33.35	1.52%	30.13	25.17%	41.00
西部矿业	14.40	0.66%	6.01	-10.49%	13.30
铜陵有色	5.16	0.24%	-	-	5.00
Boliden	10.90	0.50%	6.85	-20.65%	10.90
PT Merdeka Copper Gold Tbk	1.96	0.09%	1.10	-28.04%	1.10
Pan American Silver	0.53	0.02%	3.70	-7.50%	4.60
上述 30 家铜企合计	1427.11	65.03%	1122.76	-	1517.97
全球矿铜产量	2194.70	100.00%	-	-	-

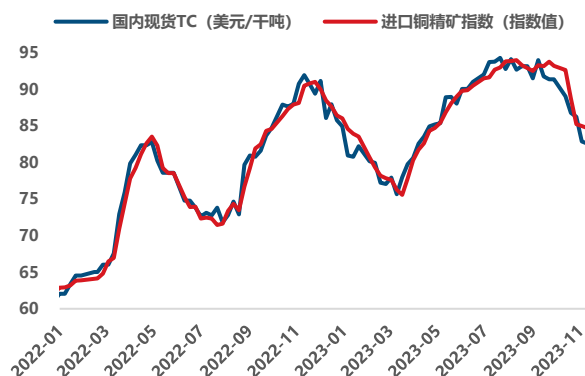
数据来源：公司定期报告、中信建投期货

图表 29：原生铜矿干扰率



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 30：国内铜精矿现货 TC 与进口铜精矿 TC



数据来源：Wind、中信建投期货

2023 年铜矿扰动事件虽不多，但均对产量预期存在较深影响：一季度五矿 Las Bambas 精矿运输遭切断、三季度中国黄金甲玛矿区因尾矿库尾砂外溢停产、四季度第一量子 Cobre 矿山因税收与特许权使用费争议进入了矿山停产阶段。至目前，甲玛矿区、Cobre 铜矿均未复产，2022 年铜矿产量分别达到 8.5 万吨、35 万吨，占比全球铜矿产量约 0.4%、1.6%。对于 Cobre，考虑到其收入能够为巴拿马 GDP 创造 5% 的增长贡献，其矿产出口占比当地商贸金额的 75%，预计该铜矿长期停产概率不大，有望在 2024 年 5 月巴拿马将选举总统新选后复产。

站在 2023 年偏高的原料供应基数上，综合考虑巴拿马铜矿事件扰动、其余矿山产量维持增长，预计 2024 年整体供应增速仅略有放缓，预计全球铜矿产量可新增 92 万吨。其中，2024 年老旧矿山扩建及临近投产的矿山项目能够贡献约 75 万吨的新增量，而改建项目（如从露天矿山转为地下矿山带来）带来的新增量约 17 万吨。从分布上看（图 32），2024 年有潜力的绿地项目地集中在美洲，而铜产量值得期待的棕地项目主要集中在非洲（刚果金）、亚洲（蒙古与印尼）地区。

图表 31：2024 年全球扩建矿山项目（含湿法铜 SX-EW）（万吨）

矿企	矿山	地点	2022	2023e	2024e
智利国家铜业	Chuquibambata	智利	28.0	33.0	35.0
	Salvador		3.2	4.0	6.0
安托法加斯塔	Centinela	智利	24.8	24.0	24.0
	Los Pelambres		27.5	32.7	35.9
紫金矿业	巨龙	中国	11.5	15.2	20.0
	丘卡卢-佩吉&博尔铜金矿	塞尔维亚	20.4	24.0	28.5
洛阳钼业	TFM	刚果（金）	25.4	31.0	46.0
	KFM		-	8.0	13.0
南方铜业	Pilares	墨西哥	1.8	3.5	3.5
	Buenavista zinc		-	0.7	2.0
	El Pilar		-	0.0	3.6
必和必拓	Spence growth option	智利	12.0	21.0	23.0
五矿资源	Las Bambas	秘鲁	25.5	28.5	38.0
淡水河谷	Salobo	巴西	12.8	15.6	18.6
第一量子	Cobre Panama	巴拿马	35.0	36.5	38.5
自由港	Grasberg	印尼	71.8	68.0	69.4
力拓	Oyu Tolgoi	蒙古	13.0	16.5	25.0
泰克资源	Quebrada Blanca (2)	智利	-	9.0	28.5
英美资源	Quellaveco	秘鲁	10.2	33.0	30.0
艾芬豪	Kamoa-Kakula	刚果（金）	33.3	42.3	50.0
合计			356	447	539

数据来源：公司定期报告、中信建投期货

图表 32：全球重要棕地与绿地项目梳理



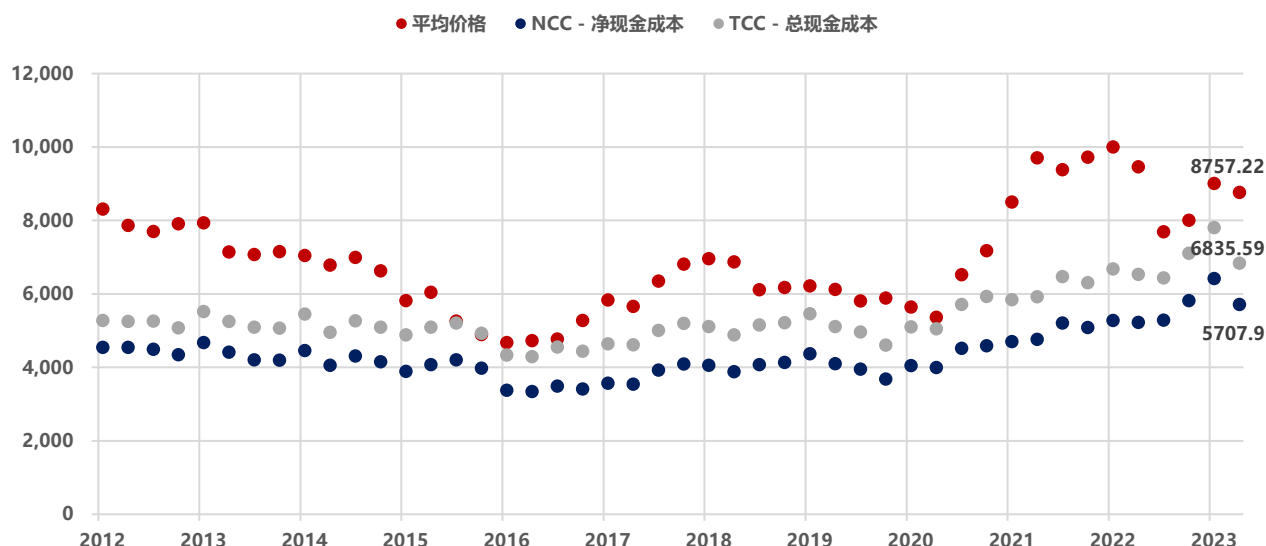
数据来源：中信建投期货绘制

3.1.2 铜矿现金成本难有大降

2023 年 Q2 全球 66 座铜矿山 C1 约 5707.9 美元，C3 约 6835.6 美元。而据 Wood Mackenzie，Q123 全球铜矿现金成本 90 分位高达 5200-5300 美元/吨，75 分位、50 分位分别在 4200-4300 美元/吨、3100-3200 美元/吨。以 Total cash+Capex 成本模型分类，全球铜矿成本 90 分位约 7100-7200 美元/吨，75 分位、50 分位则分别在 5900-6000 美元/吨、4900-5000 美元/吨。

2023 年 1 季度铜矿成本的抬升受两方面的影响：通胀使得货币升值显著，以及能源价格、副产品硫酸、辅助生产炸药、关键设备部件等消耗品与服务的成本抬升。而 2 季度现金成本有所回落，不过因全球铜矿品位下降，预计未来铜矿现金成本水平仍处于历史高位。

图表 33：2012-2023Q2 全球铜矿成本曲线



数据来源：Refinitiv、中信建投期货

3.1.3 精铜冶炼产能扩张

2024、2025 年，全球有望新增 133.2 万吨、54.2 万吨精铜产能可释放。从地区分布看，2023-2025 年全球冶炼产能仍聚集于亚洲，亚洲铜冶炼产能占据明显优势，占比全球约 60-62%，冶炼产能主要分布在中国、日本、印度和韩国等；欧洲铜冶炼产能仅次于亚洲，占比全球约为 12%，产能主要分布在俄罗斯、波兰和德国；南美洲铜冶炼产能主要分布在智利和秘鲁；产能主要分布在赞比亚、刚果（金）；北美洲铜冶炼产能集中在美国、加拿大、墨西哥。

图表 34：2022-2025 年全球铜冶炼产能预测（千金属吨）

产能	2022	2023E	2024E	2025E
亚洲	12,794	13,239	14,569	14,979
中国	9,320	9,680	10,580	10,980
亚洲除中国	3,474	3,559	3,989	3,999
非洲	1,315	1,325	1,327	1,459
刚果（金）	353	363	365	365
赞比亚	810	810	810	940
南非	92	92	92	94
纳米比亚	60	60	60	60
北美洲	1,070	1,070	1,070	1,070
美国	620	620	620	620
墨西哥	250	250	250	250
加拿大	200	200	200	200
南美洲	2,160	2,160	2,160	2,160
智利	1,560	1,560	1,560	1,560
秘鲁	320	320	320	320
巴西	280	280	280	280
欧洲	2,593	2,713	2,713	2,713
其他	1,520	1,520	1,520	1,520
俄罗斯	920	920	920	920
哈萨克斯坦	430	430	430	430
乌兹别克斯坦	170	170	170	170
全球冶炼产能合计	21,452	22,027	23,359	23,901

数据来源：SMM、中信建投期货

未来两年，国内冶炼产能增速有所放缓。据 SMM，2023、2024 年国内新增冶炼产能有望分别达到 46 万吨、90 万吨。整体来看，2023 年国内粗炼产能与精炼产能分别达到 1330 万吨、995 万吨，预计 2024 年将继续爬升至 1405 万吨、1040 万吨。2023 年 9 月，国内不少炼厂取消检修停产并延期至 2024 年，因此今年下半年炼厂整体开工率远高于历史同期水平。预计 2024 年企业开工率或有所下滑。

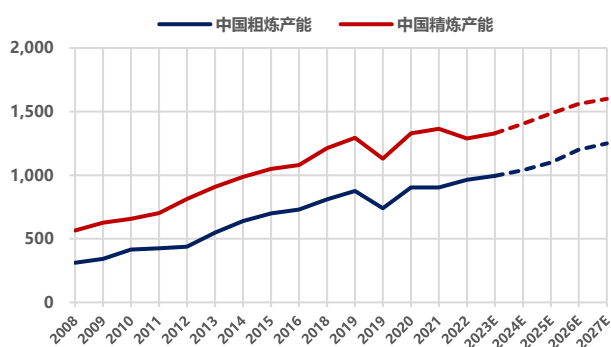
图表 35：2022-2025 年中国主流企业铜冶炼新增产能预测（千吨）

新增产能	2023E	2024E	2025E
白银有色	200		
北方铜业	180		
烟台国润	80		
金川集团		400	
山东恒邦		300	
广西南国		200	
广西金川			300
国内冶炼产能合计	460	900	300

数据来源：SMM、中信建投期货

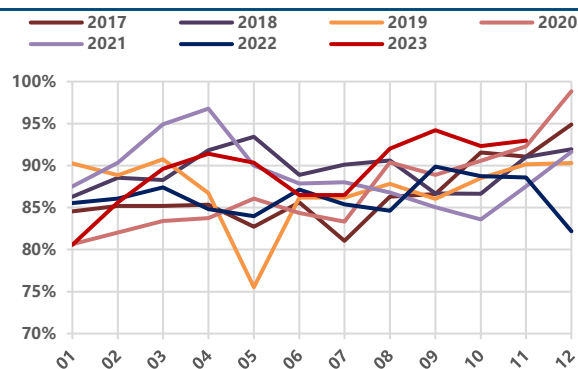
*国内其他中小炼厂在 2023、2025 年分别有 10 万吨的小规模减产、6 万吨小规模增产计划

图表 36：中国冶炼粗炼产能趋势（万吨）



数据来源：SMM、中信建投期货

图表 37：中国铜冶炼厂开工率



数据来源：SMM、中信建投期货

3.1.4 再生铜成为供应长板

2023 年，受国内疫情管控结束、铜价高位震荡，废铜供应有所恢复，预计 2024 年再生铜供应有望持稳。据 CMRA（中国有色金属工业协会再生金属分会），2022 年中国再生铜产量 375 万吨、进口再生铜（包括再生黄铜）177 万吨，而 2023 年上半年，国内再生铜产量已达 190 万吨，同比增长 5.6%；前三季度进口再生铜已达 145 万吨，预计全年进口约 190 万吨，同比增长 8.6%。

根据国务院《“十四五”循环经济发展规划》要求，2025 年国内再生铜产量需达到 400 万吨，预计“十四五”对再生铜的规划目标能够提前实现。2024 年，在国内经济温和复苏、海外经济下行风险下，预计整体废铜供应增速有望持稳。

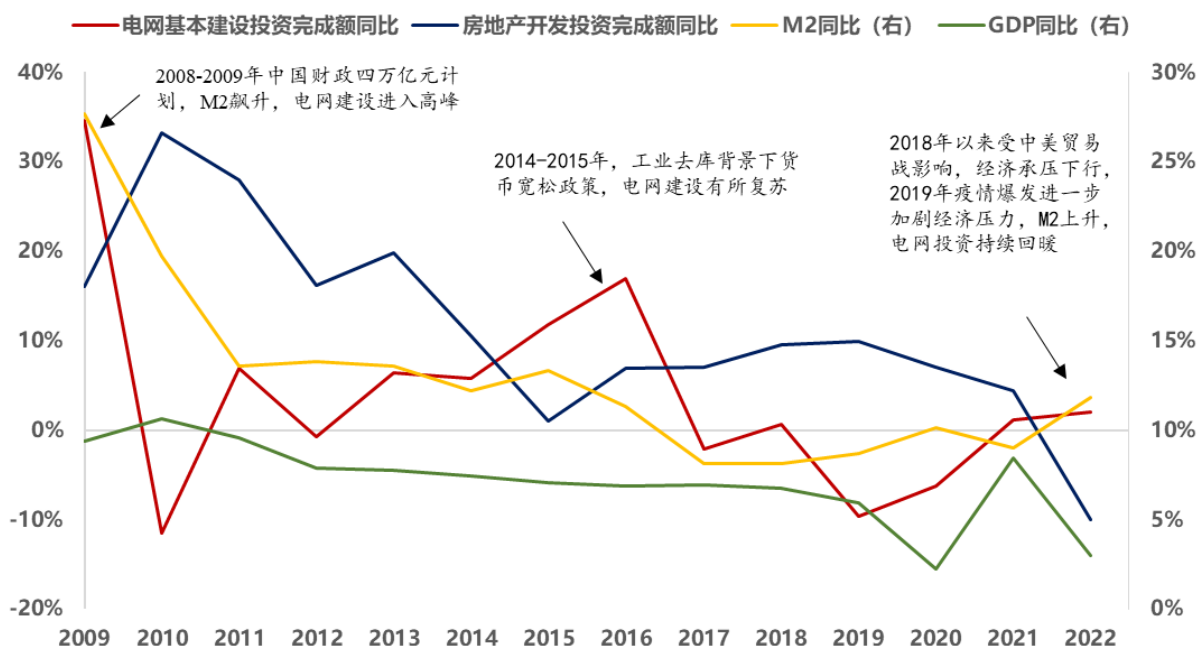
（二）2024 年传统需求展望

3.2.1 逆周期的电网投资继续回暖

电力建设兼具逆周期与新能源，有望在 2024 年经济承压周期中继续发力，成为消费重点。电网投资的逆周期性，指在经济放缓压力较大时，电网投资为经济发展的重点，因此电网投资增速会与经济增速出现负相关性（图 38）。基于 2024 年经济承压运行基调，预计电网投资增速或将回升至 4%。

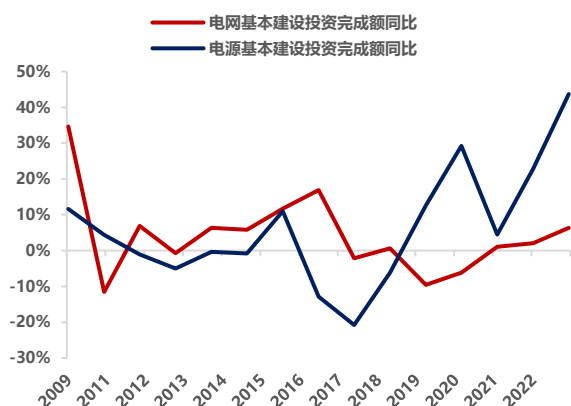
电源投资在 2018-2022 年连续四年正增长，2023 年前 10 月累计同比 43.7%，在高基数效应下，预计 2024 年电源建设投资额同比增速整体下滑至 30%。从发电方式来看，火电、风电在经过前 2 年投资下滑后，2023 年反弹，预计 2024 年有望继续反弹，水电、核电投资增速在 2023 年高基数效应下或将小幅下滑，而太阳能投资虽能继续保持高速增长，但结合行业发展趋势，预计 2024 年增速将放缓至约 50%。

图表 38：中国电网投资的逆周期性



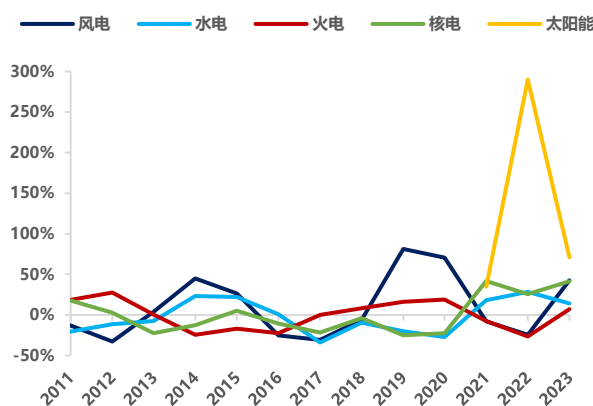
数据来源：Wind、中信建投期货

图表 39：中国电网、电源基本建设投资增速变化趋势



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 40：中国各电源投资增速变化趋势

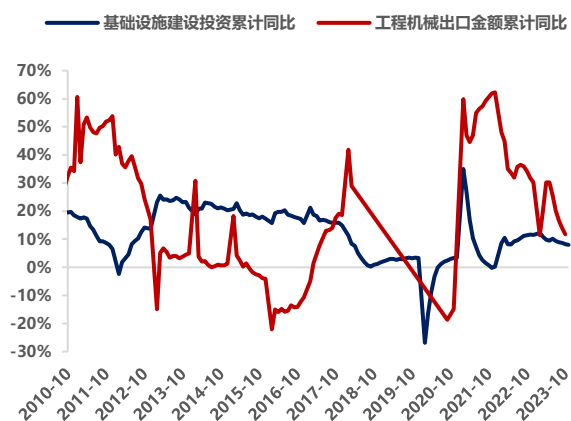


数据来源：Wind、中信建投期货

3.2.2 东盟印度等地为基建出口蓝海

2023 年前 11 月，我国基建工程机械出口金额累计同比增速达 11.76%。从出口方向来看，东盟及一带一路沿线国家仍有较大的铁路交通、网络基站、新能源发电等基础设施及配套建设需求。此外，印度作为全球第五大铜消费国，2022 年消费量占比全球 3.9%，且其主要需求领域为传统的电力、建筑与汽车消费。从印度制造业生产指数上趋性及银行信贷同比增速扩大来看，未来东盟与印度仍然是我国基建与制造业出口的重点区域。综合来看，预计 2024 年基建出口有望带动电力基建用铜消费增速。

图表 41：中国基建投资与出口变化趋势



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 42：印度工业生产与信贷增速变化趋势

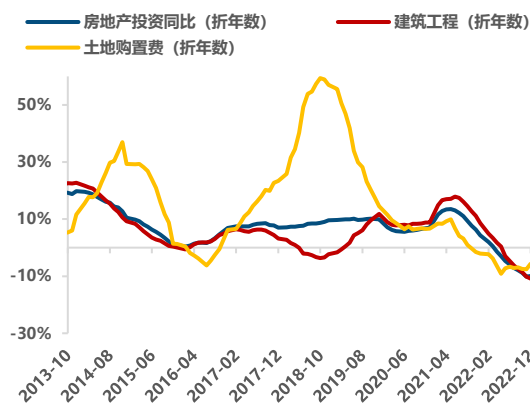


数据来源：Wind、中信建投期货

3.2.3 地产行业弱复苏的黎明未至

新屋开工的负增长有望改善，但投资、竣工及销售或将延续低迷。2023 年，我国地产投资、开工、销售面积大幅下滑。在保交付的支持及房企竣工滞后销售 2-3 年的周期来看，前 11 个月竣工面积累计同比增长 17.11%，年化增长 8.36%；但 1-11 月新开工面积累计同比减少 21.66%，年化减少 24.5%。虽然 2023 年我国出台了一系列地产支持政策刺激投资与消费，但考虑到目前房地产行业并未进入主动补库阶段，预计 2024 年开工面积增速回升至-8%；竣工面积增速则在 2023 年的高基数效应下放缓至 4%，而房地产投资在土地购置费偏紧、施工面积增速放缓、以及施工意愿不足的情况下，预计同比增速约-5%。

图表 43：中国房地产投资、建筑工程与拿地购置费增速



数据来源：Wind、中信建投期货

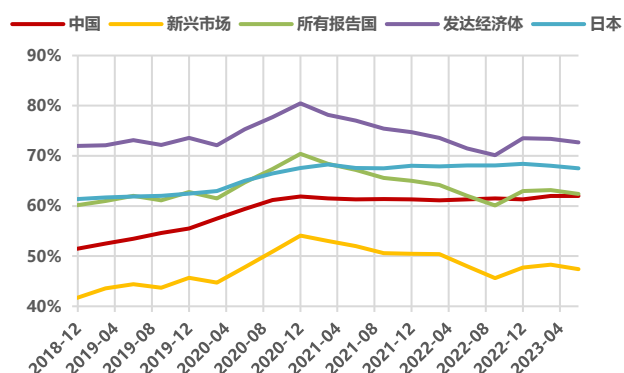
图表 44：中国新开工与竣工面积累计增速变化趋势



数据来源：Wind、中信建投期货

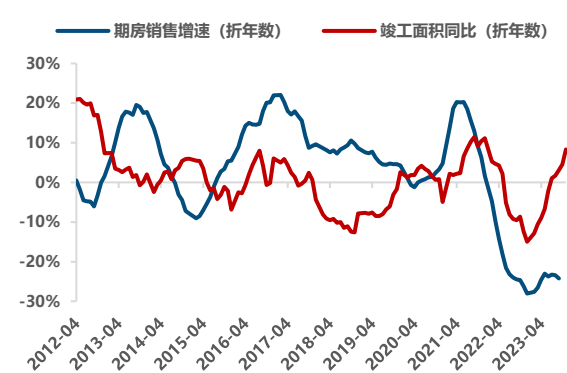
从居民消费视角上看，2024 年购房需求预计仍偏弱。2023 年初疫情期间积压的购房需求集中释放后，国内商品房成交升温，但随后成交仍是大幅降温。虽然当前居民杠杆率有所提升，但仍然处于全球居中水平，居民购房需求偏弱，预计 2024 年地产销售面积同比增速约-3%。

图表 45：中国居民部门杠杆率水平



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 46：中国地产竣工面积与期房销售



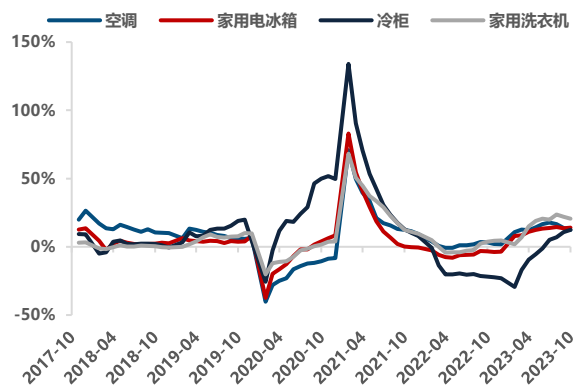
数据来源：Wind、中信建投期货

3.2.4 家电消费弹性因外需转弱而不足

2023 年在地产行业低迷的背景下，家电消费韧性超预期，1-10 月空调产量同比增长 12.4%，家用冰箱同比增长 14.1%，家用洗衣机同比增长 20.7%。从消费结构来看，外需支撑了家电行业消费韧性。1-10 月，空调、冰箱、洗衣机产量出口累计同比增速分别为 3.1%、15.9%、40.4%。

根据过去 6 年的数据规律，我国竣工面积与空调产量增速存在明显的同步性，结合上文对 2024 年地产竣工面积增速的预测，明年空调产量增速大概率也会出现下滑。从客观经验来看，即使 2024 年地产增速有所修复，但家电实际消费仍需滞后 2 个季度左右。综合来看，相较于 2023 年外需赋予家电消费的韧性，2024 年在海外需求降温、国内竣工增速放缓的拖累下，家电行业消费增速或将大幅放缓至 4%。

图表 47：中国家电产量累计增速变化趋势



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 48：中国竣工面积与空调产量同比增速变化趋势



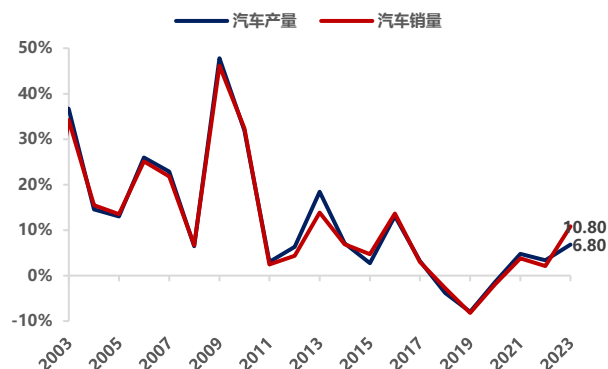
数据来源：Wind、中信建投期货

3.2.5 交通领域增长中枢下移

2024 年汽车与铁路机车消费增速均有回落，而船舶消费则转为拖累，交通领域作为整体对国内铜消费的带动减弱。在消费政策支持下，2023 年 1-11 月中国汽车产销累计同比增长分别为 6.8%、10.8%，但汽车高增长接近结束，预计 2024 年汽车销量(含出口)3129.3 万辆，增长 5.67%，长期行业增速中枢或下移至约 3%。2023 年预计船舶累计同比增速缓慢回升至 5%左右，铁路机车产量累计同比增速下滑至约-16%。

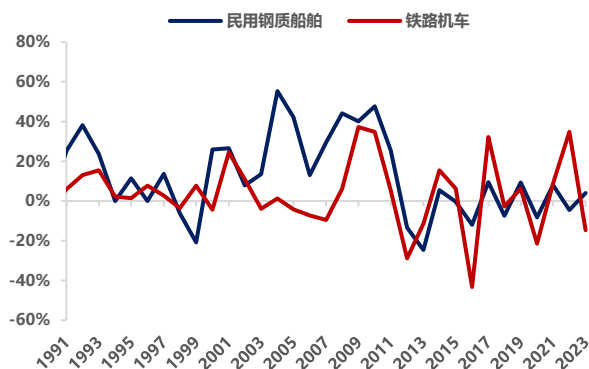
根据历史规律，近 10 年我国铁路机车与船舶行业均存在典型的周期性（即“大小年”），结合 2024 年全球经济前低后高的发展趋势，预计 2024 年铁路机车“大年”产量同比增速回升受限；船舶行业则进入发展小年，产量同比增速回落。

图表 49：中国汽车产销累计增速变化趋势



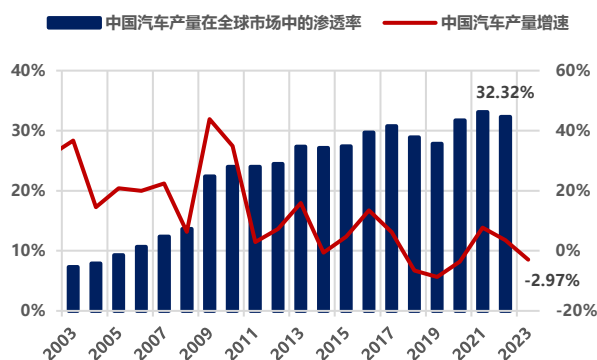
数据来源：Wind、中信建投期货

图表 50：中国船舶和机车产量增速变化



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 51：中国汽车产量渗透率及增速变化



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 52：中国汽车出口数量同比增速

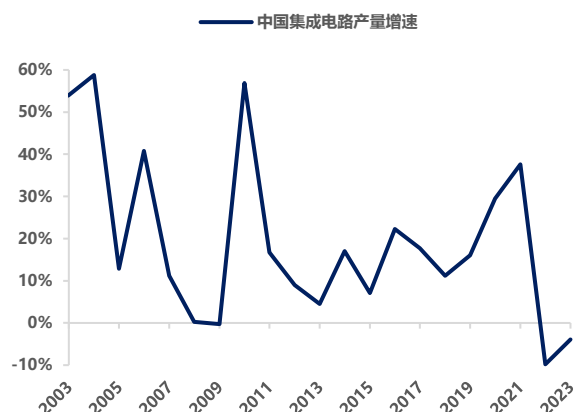


数据来源：Wind、中信建投期货

3.2.6 消费电子行业补库力度有限

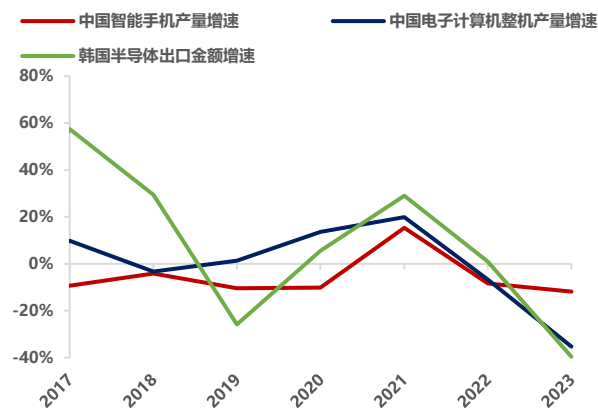
2024 年消费电子或将开启补库，但动能及力度均不足。2023 年 10 月，国内集成电路累计产量同比扭正，1-11 月产量累计同比达 3.7%，预计全年累计增速不到 5%。从行业周期上看，今年消费电子处于主动去库向被动去库的阶段，年末行业出现复苏迹象，预计 2024 年行业正式进入主动补库阶段，但在需求前景偏弱的压力下，预计补库斜率暂时较低，年同比增速约 2%。

图表 53：中国基础电子产量增速变化趋势



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 54：中国 3C 数码及韩国半导体出口增速变化趋势



数据来源：Wind、中信建投期货

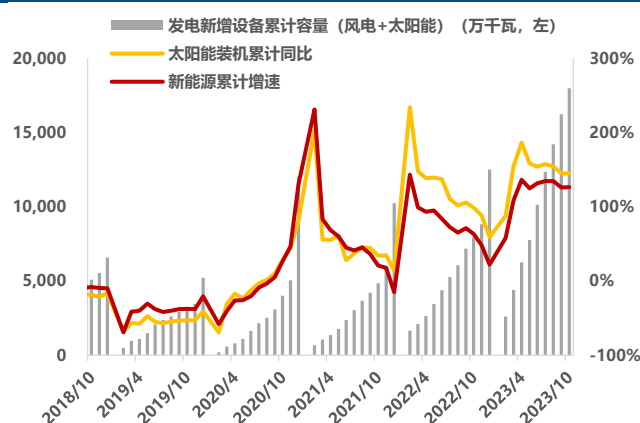
（三）2024 年增量需求展望

3.3.1 光伏与风电维持高景气发展

2023 年光伏行业新增装机再创历史新高，今年前 10 月新增装机累计同比增长达 145%。不过，受电力市场交易化发展、源网建设进度等影响，光伏发电市场不确定性加强。据 CPIA、BNEF 预测，2023-2024 年中国光伏新增装机容量分别为 180GW、208GW，这意味着 2023-2024 年中国光伏领域新增用铜量分别可达 72 万吨、83 万吨。

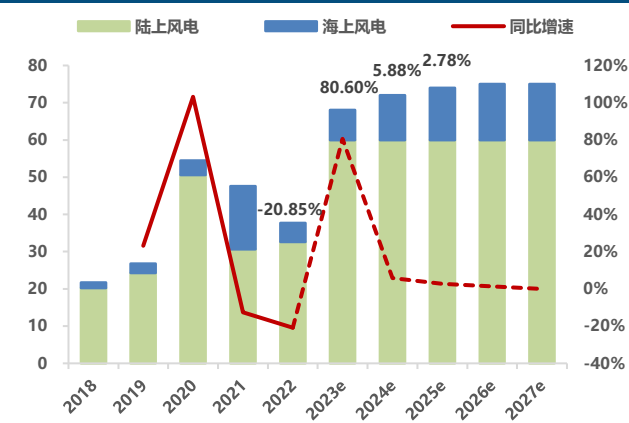
2023 年中国是全球风电新增装机量最大的国家。GWEC 预计 2023-2025 年中国风电新增装机容量分别为 68GW、72GW、74GW，这意味着 2023-2025 年中国风电领域用铜量分别达 44.64 万吨、50.76 万吨、53.8 万吨。

图表 55：中国光伏新增装机量及增速



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 56：中国风电新增装机量及增速（GW，%）

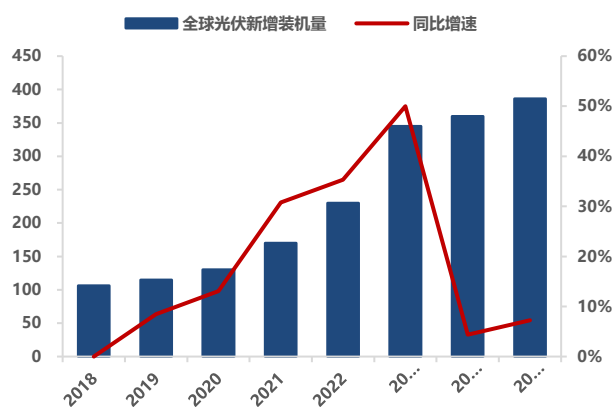


数据来源：GWEC、中信建投期货

根据 CPIA，预计 2023-2024 年全球光伏新增装机量将达到约 390GW、500GW，海外新增主要为美国、印度、巴西等地区，这意味着 2023-2024 年全球光伏领域新增装机容量可带动铜消费量的 138 万吨、200 万吨。

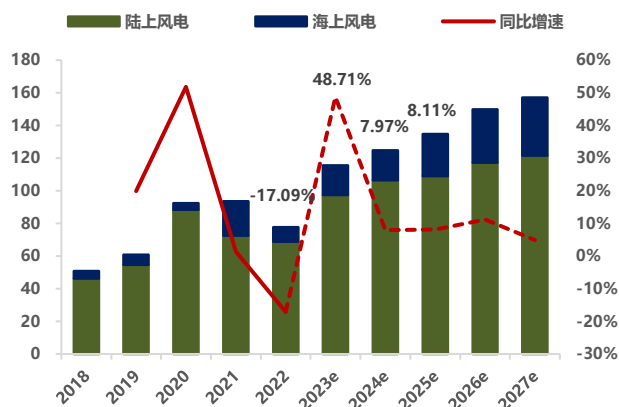
在欧洲能源系统改革、俄乌冲突加速可再生能源取代化石燃料应用、我国大力发展促进可再生能源应用，以及美国 IRA 法案的推动下，2022 年，全球新增风电装机容量为 77.6GW，风电总装机容量达到 906GW，同比增长 9%。据 GWEC（全球风能协会）预测，2024 年全球风电新增装机容量为 124.6GW，2023-2027 年，全球风电新增装机容量累计可达 680GW。从地区分布来看，未来五年北美新增的 60GW 陆上风电装机容量有 92%将在美国建设，其余在加拿大建设；2024 年欧洲陆上风电维持高景气发展，新增装机容量增速达 22.75%。这意味着 2023-2025 年全球风电领域新增用铜量可达 80.14 万吨、85.3 万吨、98.18 万吨。

图表 57：全球光伏市场发展趋势（GW，%）



数据来源：CPIA、中信建投期货

图表 58：全球风电新增装机量发展趋势（GW，%）



数据来源：GWEC、中信建投期货

3.3.2 新能源车消费的基数效应

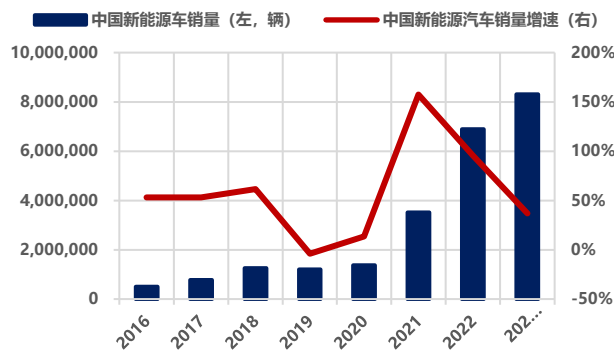
2023 年在国补政策结束、原料价格下跌压力下，新能源车增速有所放缓，预计 2024 年我国新能源车增速或将继续收敛。2023 年 11 月，我国新能源车累计同比增速高达 27.7%，累计销量 830.4 万辆，同比增速为 36.88%。2023 年新能源车购置补贴政策结束，前 11 月份渗透率继续仅上行至 30.19%，较去年同期增长了 4.81 个百分点，但环比年初仅提升 3.64 个百分点，这说明当前渗透率已经达到了一个比较高的水平，行业扩张增速正在逐步放缓。据中汽协预测，2023-2025 年我国新能源汽车销量分别可达 918 万辆、1134.1 万辆、1500 万辆，同比增长 33.4%、23.5%、32.3%。

图表 59：中国新能源车产量增速与渗透率变化趋势



数据来源：Wind、中信建投期货

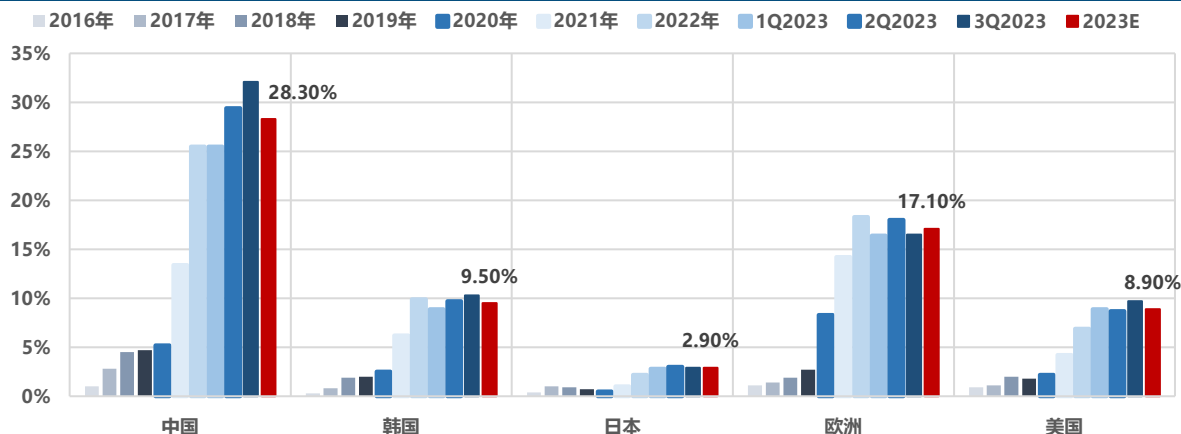
图表 60：中国新能源车销量及同比增速变化趋势



数据来源：Wind、中信建投期货

2023 年 1-11 月，欧洲 12 国新能源汽车销量同比增长 17%，渗透率达 22.5%，预计 2023 年、2024 年欧洲地区新能源汽车销量将达到 310 万辆、340 万辆，整体渗透率约 24%。此外，美国前 11 个月新能源车销量突破 120 万辆，预计全年新能源汽车销量将增长 50.2%至 138.2 万辆。2024 年美国新能源汽车销量预计将增长至约 193 万辆。综合而言，2023、2024 年全球新能源汽车销量或达到约 1418.2 万辆、1759.2 万辆。

图表 61：全球主要经济体新能源车产量渗透率变化趋势



数据来源：乘联会、中信建投期货

（四）2024 年供需平衡展望

根据上述对基本面的分析与展望，预计 2024 年中国/全球铜市供需存在 8 万吨/9 万吨的过剩。

原料方面，在纳入了对巴拿马铜矿明年 5 月复产的中性偏悲观判断基准上，预计 2024 年全球矿铜产量同比增速约 1.59%，较 2023 年增幅缩减 1.46 个百分点。

传统消费方面，2024 年传统消费稳定项为电力基建与消费电子。其中，电网投资增速达 4%；消费电子自底部开启主动补库但预计增速仅 2%。而明年家电与交通领域存在不同程度的拖累：家电行业增速放缓至 4%；汽车与铁路机车增长中枢下移；船舶则进入周期小年。

新兴消费方面，2024 年光伏风电消费延续高景气发展，新能源车同比增速虽放缓至 23.5%，但基数效应可维持铜的新增需求。

图表 62：2022-2024 年国内及全球铜供需平衡预测（万吨）

	2022	2023E	1Q	2Q	2024E 3Q	4Q	合计	2025E
中国								
铜矿产量	199.71	202.75	49.20	52.00	53.64	54.24	209.08	215.35
精铜产量（原生+再生）	1372.00	1413.18	345.70	365.39	376.91	381.09	1469.09	1527.27
精铜净进口（原生+再生）	336.04	347.73	84.45	89.25	92.07	93.09	358.86	371.42
总供应	1708.04	1760.91	430.15	454.64	468.98	474.18	1827.95	1898.68
中国传统消费	1547.59	1576.52	352.52	390.47	415.89	432.70	1591.58	1639.33
中国新兴消费	166.90	192.83	50.55	55.99	59.62	61.93	228.09	256.02
总需求	1714.49	1769.25	403.07	446.46	475.51	494.63	1819.67	1895.35
中国供需平衡	-6.45	-8.44	27.08	8.18	-6.53	-20.45	8.28	3.33
全球								
全球铜矿产量	2194.60	2261.56	538.39	570.83	590.94	597.46	2297.62	2343.57
精铜供应（原生+再生）	2539.50	2615.72	638.35	676.80	700.65	708.37	2724.17*	2805.89
总供应	2539.50	2615.72	638.35	676.80	700.65	708.37	2724.17*	2805.89
全球传统消费	2221.97	2258.62	505.77	560.21	596.69	620.80	2283.47	2348.62
全球新兴消费	326.45	353.85	95.53	105.82	112.71	117.26	431.32	467.36
总需求	2548.42	2612.47	601.30	666.03	709.40	738.06	2714.26	2815.98
全球供需平衡	-8.92	3.25	37.04	10.77	-8.75	-29.69	9.38	-10.08

数据来源：中信建投期货

*：2024 年全球供应中性假设 Cobre 铜矿在 2024 年 5 月巴拿马总统选举后复产，则 1-4 月全球铜供应减量共 11 万吨

过去几年，供需收紧叠加中美利差强化融资铜需求，全球显性库存不断走低。至 2023 年 12 月中，LME+SHFE+COMEX+上海保税港总库存仅 23 万吨，较 2019 年中至 2021 年中的库存中枢降幅约 70%，更远低于 2019 年以前 100 万吨左右的总库存水平。

图表 63：全球显性库存趋势（万吨）



数据来源：Wind、中信建投期货

四、行情展望与投资策略

总结而言，我们对明年铜市的判断可从 10 个角度解读：

第一，货币周期上，美联储降息触发或将被推迟至 2024 年 3 季度，在货币政策真空期，经济活力与市场消费信心逐步受挫；这意味着前三季度铜价承压为主。

第二，经济基本面上，2024 年全球经济基本面筑底为主，中美共振补库但强度预计不大。此外，美国“廖化为先锋”，但新兴市场或将因全球需求疮口，出现经济增速大幅下滑危机；强化铜价整体承压基调。

第三，美元与铜价的机械对立上，由于相对非美经济体的韧性表现、持续的缩表影响，美元信用格局难以被扭转，即美元指数下跌受限；这意味着铜价即使有美元单边走软的提振，但反弹高度也不乐观。

第四，2024 年中国延续韬光养晦，消费增速回落，贸易增速因全球经济节奏呈现前低后高走势。

第五，在美元走软的基础上，2024 年人民币有望迎来小幅反弹，沪铜涨跌幅限制减少，但在全球需求降温及经济弱复苏基调下，升值空间有限；这意味着沪铜会逐步补跌、回归正常比价。

第六，2024 年全球矿铜产量同比增速约 3%，较 2023 年略有放缓，预计全球铜矿产量可新增 92 万吨。

第七，2024 年传统消费稳定项为电力基建+消费电子。其中，电网投资增速达 4%；消费电子自底部开启主动补库但预计增速仅 2%。

第八，2024 年传统消费中的拖累项为家电+交通。其中，家电消费受地产及全球需求下滑，行业增速放缓至 4%；汽车与铁路机车增长中枢下移，船舶则进入周期小年。

第九，2024 年光伏风电消费延续高景气发展，新能源车同比增速虽放缓至 23.5%，但基数效应可维持铜的新增需求。

第十，2024 年中美利差收窄，融资需求减弱，铜价与库存的关联性有望逐步回归。

展望 2024 年，价格中枢将在供需过剩的背景下移，而行价节奏受宏观逻辑切换变动，交易主线围绕“降息时点预期-经济软着陆与衰退博弈-全球经济复苏预期”展开，因此节奏上大概率先低后高。整体铜价参考区间 60000-72000 元/7200-9000 美元。

交易策略布空占优，控制仓位，根据节奏设损。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相

关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。