

2024 年报

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

有色金属研究组

鲍峰 高级分析师

从业/投资咨询证号:

F3037342/Z0014770

曾真 助理分析师

从业/投资咨询证号:

F03089009/Z0019781

电话: 0551-62839752

Email: tzzx@haqh.com

网址: www.haqh.com

华安期货温馨提示:

“期”待诚信

“货”真价实

供需平衡延续宽松，沪铜重心或下移

——2024 年铜市场展望

2023 年 12 月 31 日

要点提示:

1. 市场全面定价降息，警惕利好预期落空；
2. 超额储蓄趋于耗尽，居民收入增速放缓；
3. 地产库销比率偏低，行业景气度迎反弹；
4. 政策倾斜基建投资，电力行业稳定增长；
5. 保交楼将加快落实，地产竣工持续向好；
6. 空调出口表现亮眼，销售总量相对稳定；
7. 冶炼费三年来首降，铜矿供应增速减慢；
8. 炼厂精练产能扩大，进口或将维持下降。

市场展望与投资策略:

2021年全球精炼铜市场处于短缺状态，2022-2025年铜的供应增速整体或偏高，但需求增速也不弱，供需平衡稍有过剩，矛盾整体并不突出。

供应端，2024年中国粗铜产能同比增加约10%，但考虑到铜精矿供应增速仅为3.95%，预期明年国内电解铜的释放速度将小幅下滑。海外铜矿依然存在着地缘政治等压力，叠加增速放缓，矿端或将成为明年供应侧的重点关注对象。

明年的需求亮点可能来自：一绿色能源带来的耗铜增量，二海外降息预期带动的地产回暖。2024年风电、光伏等新能源装机及相配套的新型电力系统建设将带来约314万吨铜需求，年增速接近20%。市场对美联储政策转向预期升温，10年期美债收益率从峰值回落，抵押贷款利率也随之回落，建筑商对新建住宅的投资开始增加，这将有利于缓解房屋供应紧张，促使地产行业逐步回暖。

整体来看，预计2024年铜市供需平衡延续宽松，沪铜重心或下移。

目录

一、沪铜行情回顾.....	1
二、美国经济展望.....	1
2.1 市场全面定价降息，警惕利好预期落空.....	1
2.2 超额储蓄趋于耗尽，居民收入增速放缓.....	2
2.3 地产库销比率偏低，行业景气度迎反弹.....	4
三、中国经济展望.....	6
3.1 政策倾斜基建投资，电力行业稳定增长.....	7
3.2 保交楼将加快落实，地产竣工持续向好.....	8
3.3 空调出口表现亮眼，销售总量相对稳定.....	9
四、绿色能源需求.....	10
五、铜市供应分析.....	11
5.1 冶炼费三年来首降，铜矿供应增速减慢.....	11
5.2 炼厂精练产能扩大，进口或将维持下降.....	12
六、市场展望与投资策略.....	15
免责声明.....	17
联系我们.....	17

图表目录

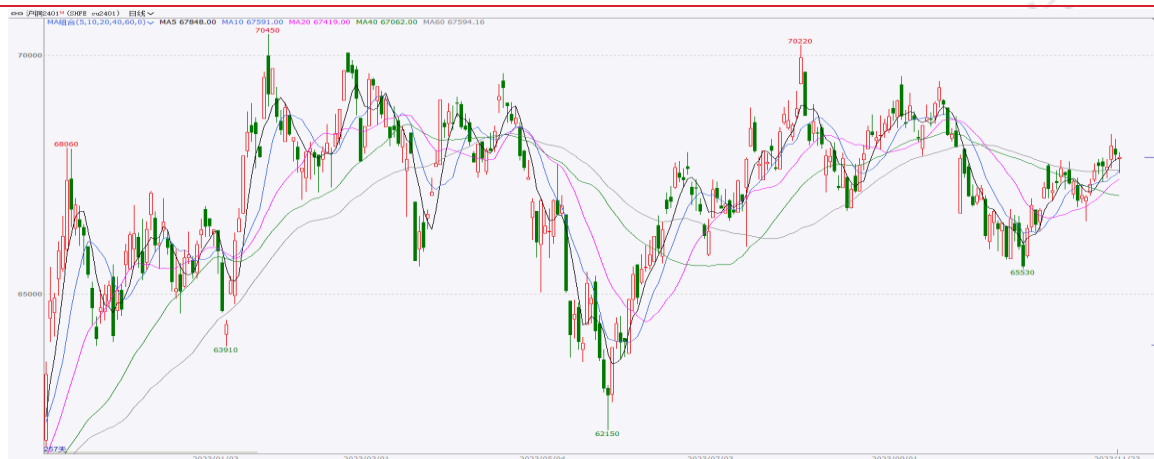
图表 1: 沪铜主连走势（元/吨）.....	1
图表 2: 美国核心商品和服务 CPI 同比（%）.....	2
图表 3: 美国核心商品和服务 CPI 环比（%）.....	2
图表 4: 美国二手车和卡车 CPI 同比及环比（%）.....	2
图表 5: 美国住房租金 CPI 同比及环比（%）.....	2
图表 6: 市场预期的美联储利息路径.....	2
图表 7: 美国有效联邦基金利率（%）.....	2
图表 8: 美国居民累积超额储蓄.....	3
图表 9: 美国信用卡违约率.....	3
图表 10: 美国新增非农就业和失业率（千人，%）.....	3
图表 11: 可支配收入和储蓄占比（十亿美元，%）.....	3
图表 12: 密歇根大学消费者信心指数.....	4
图表 13: 美国平均时薪及增速（美元，%）.....	4
图表 14: 美国 ISM 制造业和服务业 PMI.....	4
图表 15: 美国 ISM 制造业 PMI 分项.....	4
图表 16: 美国成屋销售折年数（万套）.....	5
图表 17: 美国新建住房销售折年数（万套）.....	5
图表 18: 美国成屋中位价（千美元）.....	5
图表 19: 美国新建住房中位价（千美元）.....	5
图表 20: 美国 30 年期抵押贷款固定利率.....	5
图表 21: 利率对抵押贷款能力的影响.....	5
图表 22: 美国已开工的新建私人住宅折年数（万套）.....	6
图表 23: 美国已获批准新建私人住宅折年数（万套）.....	6

图表 24: 国内电解铜实际消费 (万吨)	7
图表 25: 国内铜材产量 (万吨)	7
图表 26: 国内电力投资结构 (亿元)	8
图表 27: 国内精铜制杆产量 (万吨)	8
图表 28: 国内铜杆企业产能 (万吨)	8
图表 29: 国内铜杆企业产能利用率 (%)	8
图表 30: 国内房屋新开工/施工/竣工面积同比 (%)	8
图表 31: 国内百大城市土地成交情况 (万平方米, %)	8
图表 32: 国内空调计划产量 (万台)	9
图表 33: 国内空调产量/销量/库存 (万台)	9
图表 34: 绿色全球电解铜需求 (万吨)	10
图表 35: 全球/中国光伏市场新增装机量 (GW)	10
图表 36: 全球/中国光伏市场新增耗铜量 (万吨)	10
图表 37: 全球/中国风电市场新增装机量 (GW)	11
图表 38: 全球/中国风电市场新增耗铜量 (万吨)	11
图表 39: 全球/中国新能源车新增销量 (万辆)	11
图表 40: 全球/中国新能源车新增耗铜量 (万吨)	11
图表 41: 全球有色金属勘探投入 (亿美元, %)	12
图表 42: 全球铜精矿产能及利用率 (千吨, %)	12
图表 43: 全球铜精矿产量 (万金属吨)	12
图表 44: 国内铜冶炼厂现货粗炼费 (美元/吨)	12
图表 45: 全球铜精矿供需平衡表 (万金属吨)	12
图表 46: 中国矿产粗铜产量 (万吨, %)	13
图表 47: 中国矿产粗铜产量季节性图 (万吨)	13
图表 48: 国内电解铜产能利用率 (%)	13
图表 49: 国内电解铜产量 (万吨)	13
图表 50: 国内铜冶炼厂现货理论利润 (元/吨)	14
图表 51: 美元兑人民币中间价	14
图表 52: 上海洋山港仓单提单溢价对比 (美元/吨)	14
图表 53: 主力合约进口铜盈亏 (万吨)	14
图表 54: 国内铜精矿进口 (万吨)	14
图表 55: 国内主要港口铜精矿库存 (万吨)	14
图表 56: 国内废铜进口数量 (万吨)	15
图表 57: 国内废铜制杆产能利用率 (%)	15
图表 58: 全球/中国电解铜供需平衡表 (万吨)	15

一、沪铜行情回顾

2023 年美联储处于紧缩周期，预期通过降低消费支出抗击通胀，需求偏空成为海外宏观交易主旋律，但国内需求并不差，GDP、社消等数据显示我国国民经济持续恢复向好，高质量发展稳步推进，美元走强抵消了国内刺激政策所带来的支撑，沪铜总体波动有限。铜市基本面表现为高于往年的供给和相对较低的库存。

图表 1：沪铜主连走势（元/吨）



数据来源：华安期货投资咨询部；文华财经

展望 2024 年，宏观在铜市的影响权重依然较大，海外主要把握高通胀和高利率对美国经济的影响，国内则需要重点讨论刺激性政策的兑现情况。

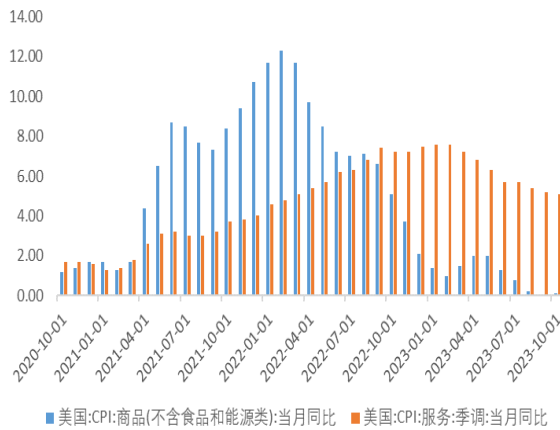
二、美国经济展望

2.1 市场全面定价降息，警惕利好预期落空

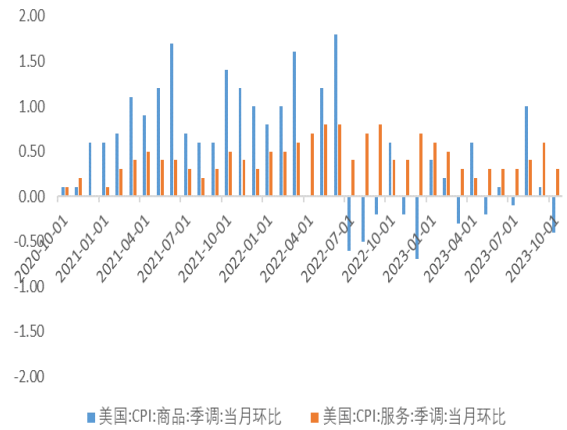
10 月美国 CPI 和核心 CPI 均低于市场预期，主因细分项能源价格下跌和住宅价格加速回落。二手车价格走弱已体现在数据中，剔除房租后与就业市场密切相关的核心服务同比增速已连续三个月回落，薪资放缓也有利于通胀降温的趋势建立。

市场已经对美联储在明年 5 月降息进行了全面定价，目前的预期是明年至少降息 125 个基点。但回看美联储 10 月货币政策会议，会议并未对何时降息给出指引，官员们认为货币政策立场必须保持足够的限制性，以使通胀随着时间推移回归 2% 的目标，主席鲍威尔最后表态依然为“猜测政策何时会放松”还为时过早。流动性层面，明年主要关注海外降息利好难及时兑现的风险。

图表 2：美国核心商品和服务 CPI 同比 (%)

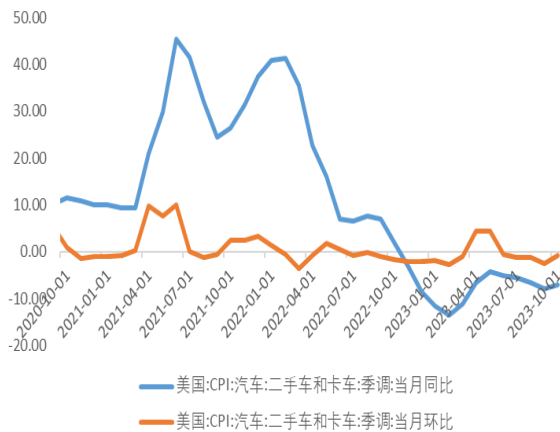


图表 3：美国核心商品和服务 CPI 环比 (%)

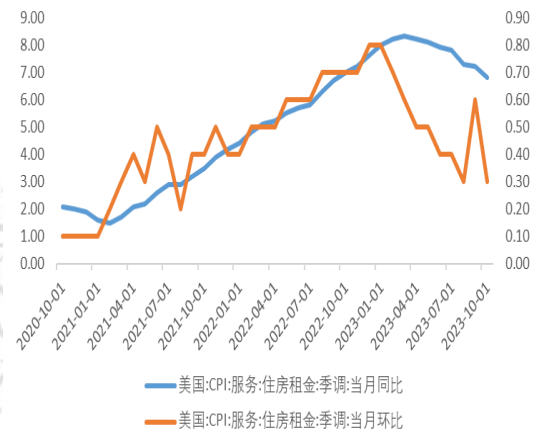


数据来源：华安期货投资咨询部；同花顺

图表 4：美国二手车和卡车 CPI 同比及环比 (%)



图表 5：美国住房租金 CPI 同比及环比 (%)

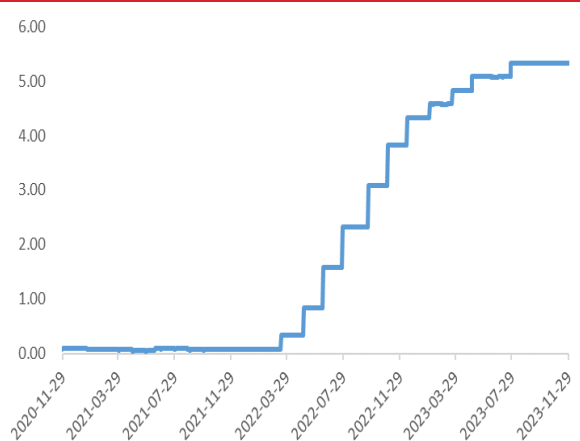


数据来源：华安期货投资咨询部；同花顺

图表 6：市场预期的美联储利息路径

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/12/13				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	95.4%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.9%	87.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	44.7%	49.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	28.9%	47.6%	20.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	21.0%	42.0%	28.5%	6.7%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	15.2%	35.8%	32.5%	13.2%	2.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.8%	11.5%	30.4%	33.4%	18.2%	5.0%	0.6%
2024/11/7	0.0%	0.5%	7.3%	23.0%	32.2%	24.2%	10.2%	2.4%	0.3%
2024/12/18	0.3%	5.2%	18.2%	29.4%	26.6%	14.5%	4.8%	0.9%	0.1%

图表 7：美国有效联邦基金利率 (%)



数据来源：华安期货投资咨询部；CME、同花顺

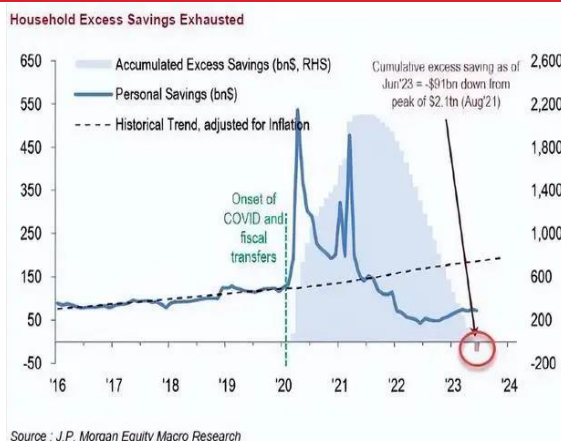
2.2 超额储蓄趋于耗尽，居民收入增速放缓

美国居民消费占 GDP 比重约 70%，2022 年重启以来美国经济表现好于预期的主要原因在于美国财政大规模刺激使居民形成了 2.4 万亿美元超额储蓄所带来的

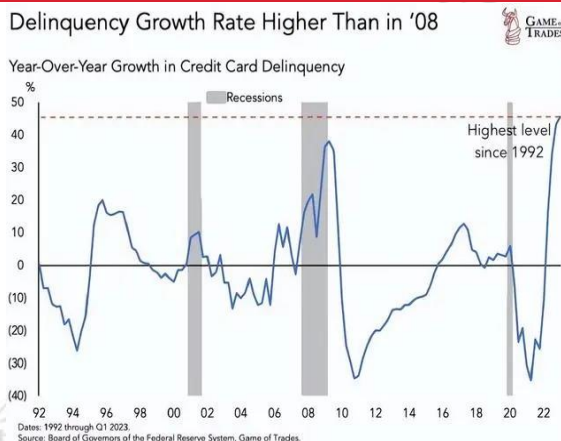
消费拉动。截至 2023 年 6 月，美国累积超额储蓄已下降至负 910 亿美元水平，随着财政转移收入的退出，未来支撑美国消费的最大动力将减弱。

从劳动力市场看，美国明年经济也有走弱的风险。2023 年 1-9 月，美国新增非农就业人数已累积下修 34 万人，连续 3 个月回落至 20.4 万人。职位空缺率下降至 5.7%，失业人数上涨至 651 万人，高于去年平均水平。10 月劳动力平均时薪同比 4.1%，低于上个月的 4.3%，环比继续放缓，近半年实际个人可支配收入平均环比增速为-0.17%。未来美国经济增长势头减弱或将在劳动力市场上体现更加明显。

图表 8：美国居民累积超额储蓄

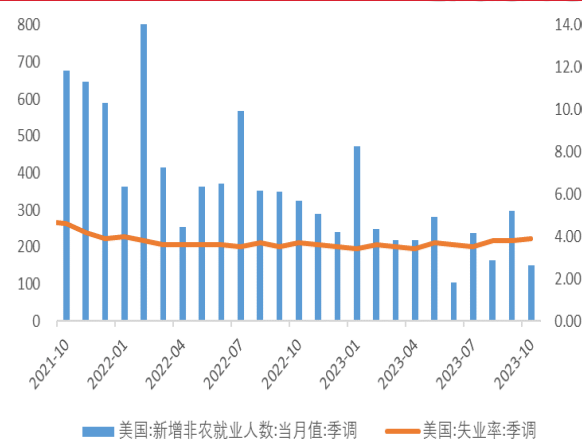


图表 9：美国信用卡违约率

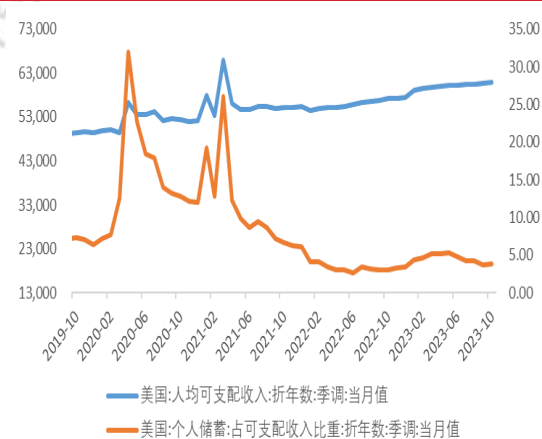


数据来源：华安期货投资咨询部；摩根大通研究、Game of Trades

图表 10：美国新增非农就业和失业率（千人，%）

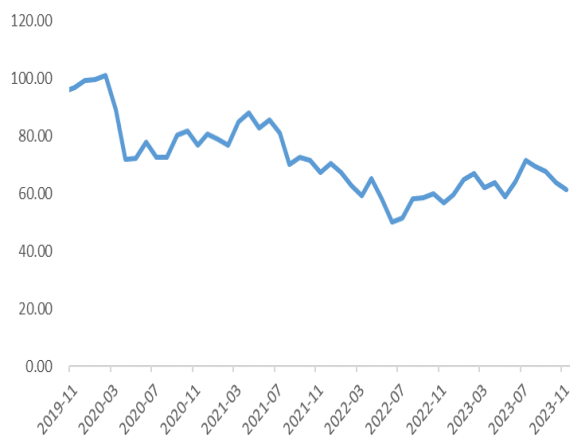


图表 11：可支配收入和储蓄占比（十亿美元，%）

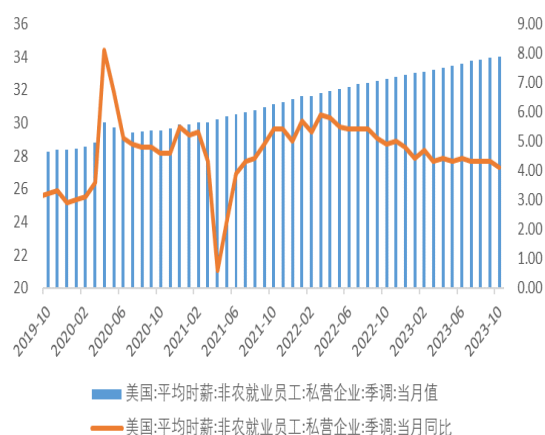


数据来源：华安期货投资咨询部；同花顺

图表 12: 密歇根大学消费者信心指数



图表 13: 美国平均时薪及增速 (美元, %)

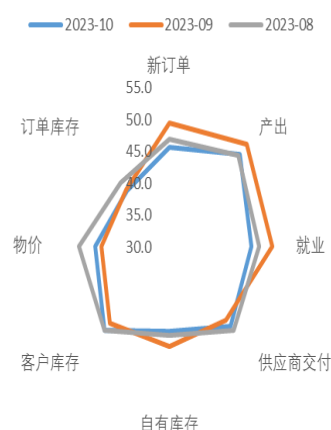


数据来源: 华安期货投资咨询部; 同花顺

图表 14: 美国 ISM 制造业和服务业 PMI



图表 15: 美国 ISM 制造业 PMI 分项



数据来源: 华安期货投资咨询部; 同花顺

2.3 地产库销比率偏低, 行业景气度迎反弹

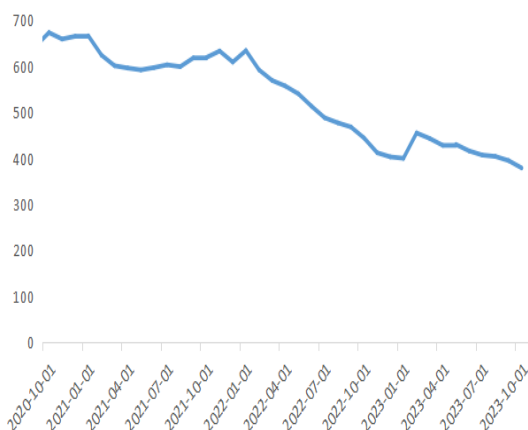
美国 30 年期固定抵押贷款利率在今年 10 月达到 8%, 触及 20 年来高位, 利率上升导致抵押贷款申请降至近 30 年最低水平, 10 月美国新屋销售降幅超市场预期, 环比下降 5.6% 至年化 67.9 万户。开发商为吸引购房推出了包括降价在内的优惠政策, 这也是 10 月美国新屋中位价环比下跌 17.6% 的原因。

美国 10 月成屋销售已连续第五个月下降, 创下近 13 年以来最低水平, 但 10 月成屋销售中位价为 39.18 万美元, 是有记录以来同期最高的价格, 这背后反应出的是成屋供应短缺。目前美国房地产市场有 115 万户待售房屋, 是有记录以来同期最低的库存水平。目前库销比率在 3.6, 表明需要 3.6 个月的时间消耗市场上的供应量。随着市场对美联储政策转向预期的升温, 10 年期美债收益率从峰值回落, 抵押贷款利率也随之回落, 10 月新屋开工和营建许可总数上升, 建筑商对新建住宅的投资开始增加, 这有利于缓解房屋供应紧张, 促使地产行业逐步回暖。

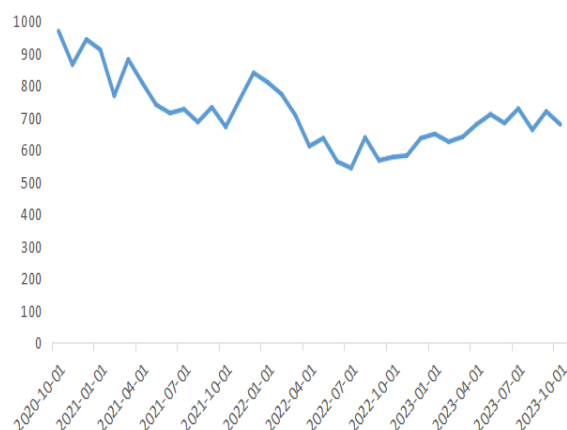
摩根士丹利预计美联储将在明年 6 月首次降息, 最终在后年年底将实际利率

降至 0.4%。基于以上降息节点的判断，美国地产或将在明年下半年出现改善。

图表 16: 美国成屋销售折年数 (万套)

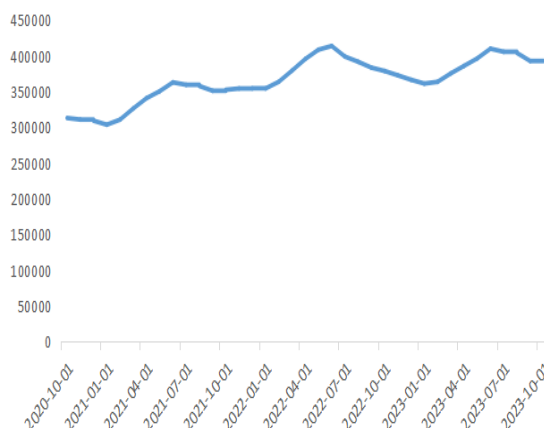


图表 17: 美国新建住房销售折年数 (万套)

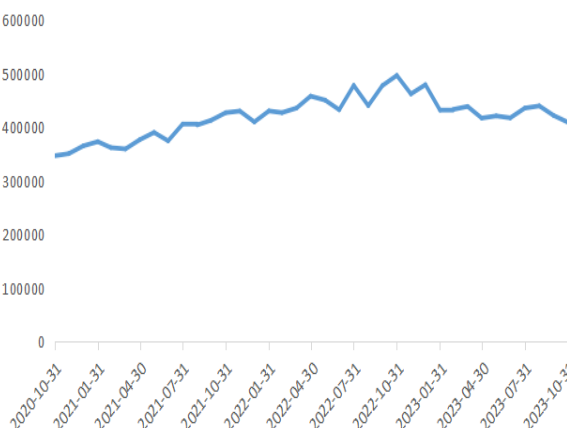


数据来源：华安期货投资咨询部；同花顺

图表 18: 美国成屋中位价 (千美元)

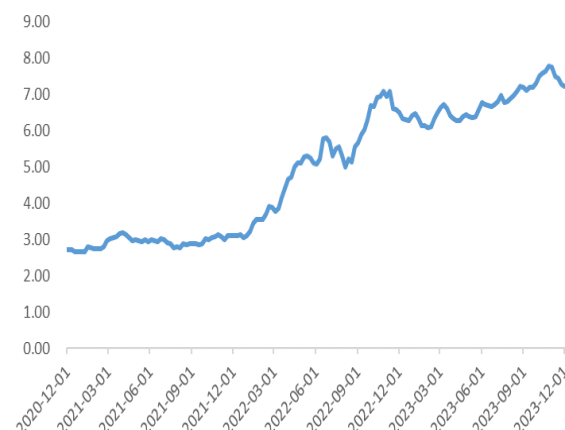


图表 19: 美国新建住房中位价 (千美元)

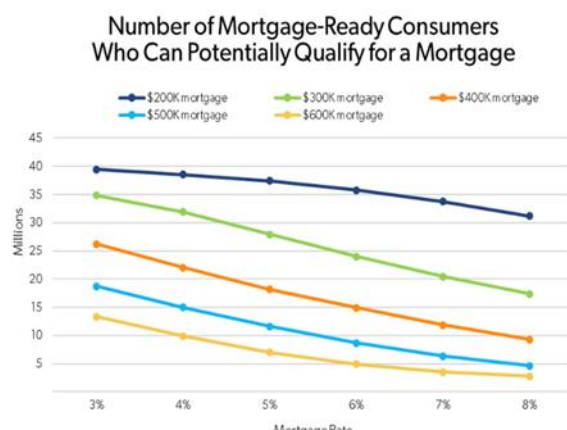


数据来源：华安期货投资咨询部；同花顺

图表 20: 美国 30 年期抵押贷款利率

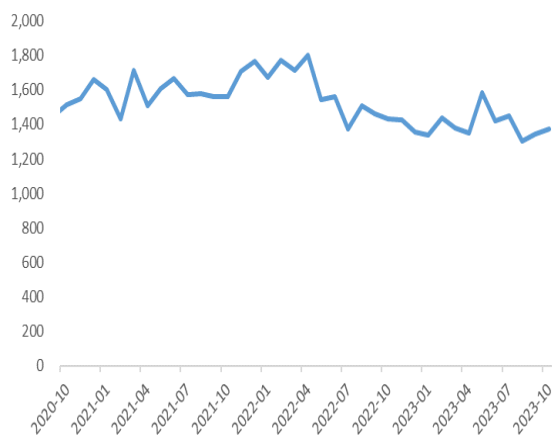


图表 21: 利率对抵押贷款能力的影响

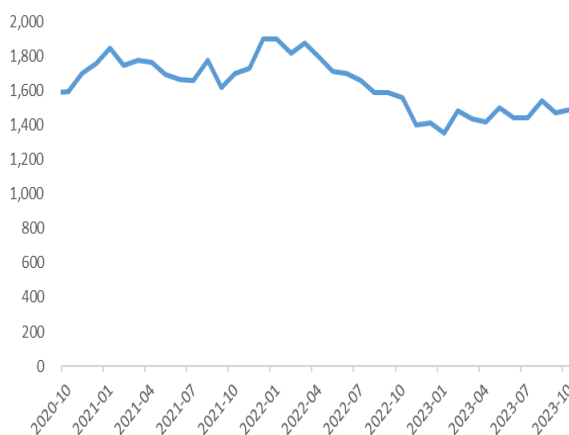


数据来源：华安期货投资咨询部；同花顺

图表 22: 美国已开工的新建私人住宅折年数(万套)



图表 23: 美国已获批准新建私人住宅折年数(万套)



数据来源: 华安期货投资咨询部; 同花顺

三、中国经济展望

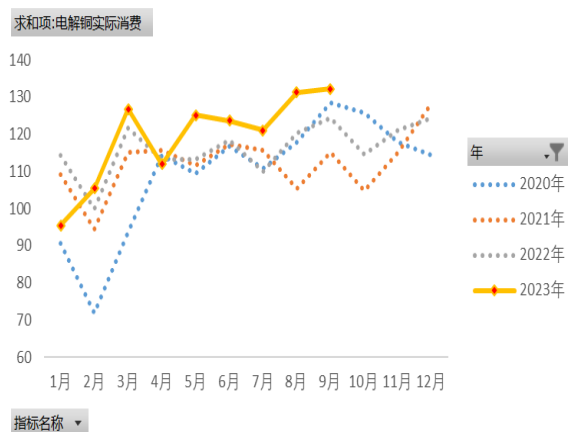
今年一季度我国 GDP 增长 4.5%，实现良好开局；二季度 GDP 增长 6.3%，延续恢复态势；三季度 GDP 增长 4.9%，企稳回升势头明显；前三季度 GDP 总值达 913,027 亿元，同比增长 5.2%，累计环比增速达 2.2%。1-10 月全国居民消费价格同比上涨仅 0.4%，物价相对稳定为政策发力提供了较为充足的空间。在前期积压需求释放、政策性力量支撑和低基数效应的共同作用下，中国宏观经济增长态势明显。

随着一系列扩大内需促进消费政策落地，居民消费成为 2023 年经济增长的主要驱动力。10 月国内社会消费品零售总额同比增长 7.6%，环比增速加快 2.1%，10 月全国服务业生产指数同比增长 7.7%。前三季度最终消费支出对经济增长贡献率达 83.2%，内需对经济增长贡献率提升至 113%。

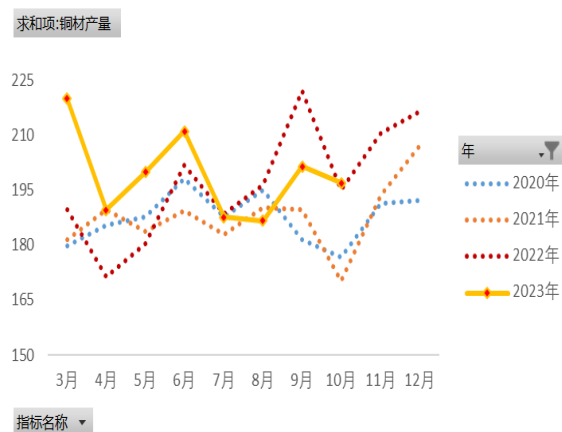
国际市场对明年中国经济看好仍然是主基调。经合组织（OECD）近日调高了对今明两年中国经济增长的预期，认为今年中国经济将增长 5.2%，仍将是亚太和全球经济增长的主要动力。国际货币基金组织（IMF）将今年中国经济增长预期上调至 5.4%。摩根大通、高盛、花旗、瑞银、德意志银行、澳新银行等多家金融机构也将今年中国经济增长预期上调至 5%到 5.5%之间。

去年年底召开的中央经济工作会议对宏观政策、扩大消费、产业发展等方面进行了部署，鉴于今年经济增速和消费支出的良好表现，预计恢复和扩大内需依然是明年国内经济重心，企业或将继续增加固定资产投资，基建和制造业投资或仍为稳增长抓手。而未来国内铜需求的进一步驱动，将有赖于经济政策向强现实的演变。

图表 24: 国内电解铜实际消费 (万吨)



图表 25: 国内铜材产量 (万吨)



数据来源: 华安期货投资咨询部; 钢联

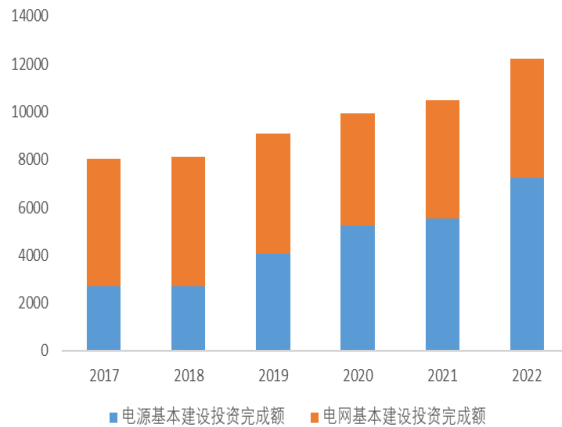
3.1 政策倾斜基建投资, 电力行业稳定增长

我国电解铜主要应用于电力、家电、交通运输、机械电子、建筑等领域。电力行业是用铜的主要领域, 2022 年电力耗铜占比达到 46%, 其次分别是家电 14.2%、交通运输 12.3%、建筑 8.2%。我国电力耗铜集中于电网和电源系统, 每亿元电网投资能带动 800-1000 吨铜消费, 电源投资能带动 200 吨铜消费。

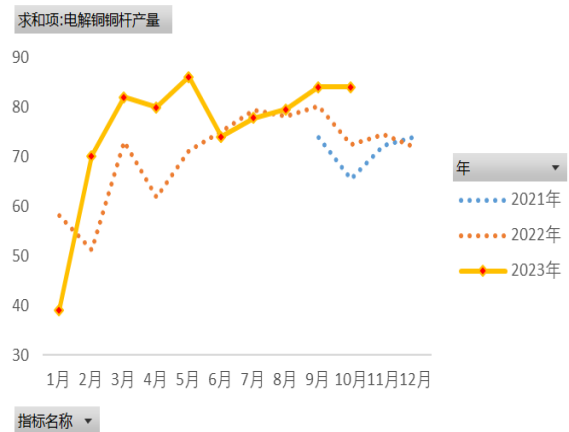
今年 1-10 月, 全国主要发电企业电源工程完成投资 6621 亿元, 同比增长 43.7%。其中, 太阳能发电 2694 亿元, 同比增长 71.2%; 风电 1717 亿元, 同比增长 42.5%; 核电 670 亿元, 同比增长 41.5%。电网工程完成投资 3731 亿元, 同比增长 6.3%。

在地产寻求新平衡的背景下, 基建投资作为对冲经济波动的重要手段, 继续获得政策倾斜的确定性较强。国家电网出版的《新型电力系统与新型能源体系》一书指出, 新型电力系统产业发展将推动电力产业规模和市场规模持续扩大, 预计 2020 至 2060 年我国电力产业投资规模将超过 100 万亿元, 储能、综合能源、能源互联网等产业规模都将达到万亿元级别。“十四五”期间电力投资近 3 万亿元, 高于“十三五”期间 2.57 万亿元和“十二五”期间 2 万亿元, 平均年投资增速约 3%。电力行业的稳定增长有利于为铜需求提供支撑。

图表 26: 国内电力投资结构 (亿元)

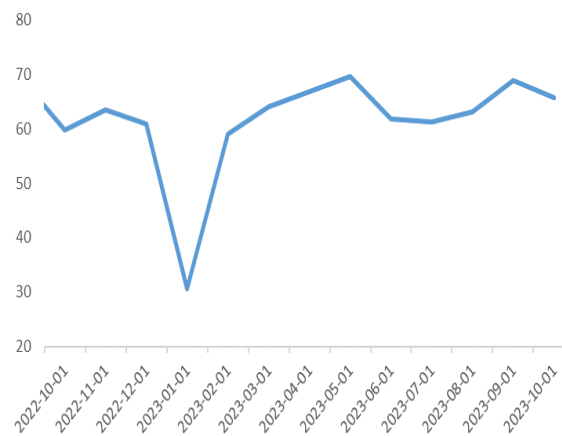


图表 27: 国内精铜制杆产量 (万吨)

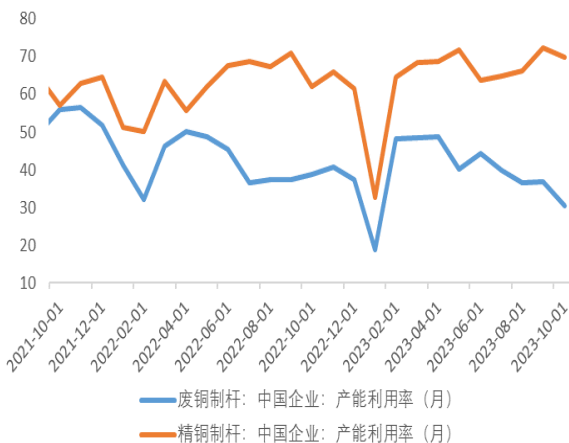


数据来源: 华安期货投资咨询部; 同花顺、钢联

图表 28: 国内铜杆企业产能 (万吨)



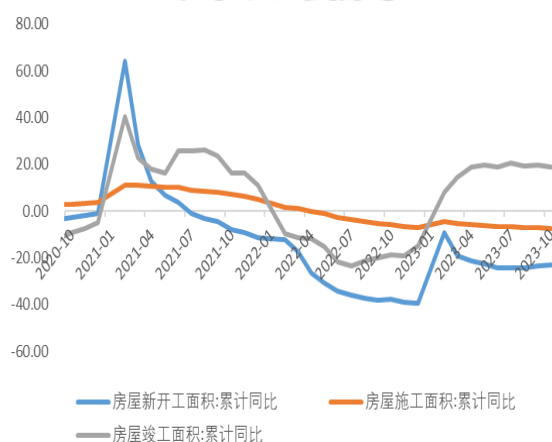
图表 29: 国内铜杆企业产能利用率 (%)



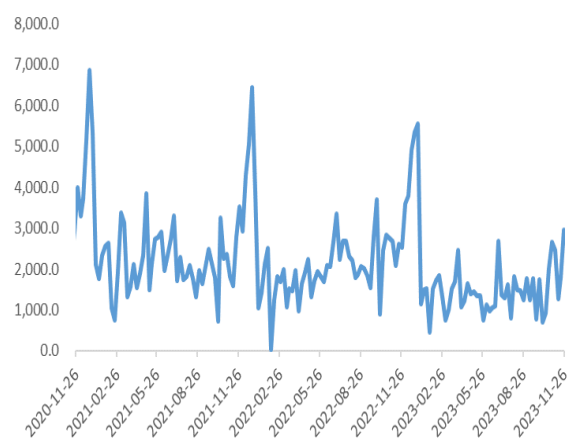
数据来源: 华安期货投资咨询部; 钢联

3.2 保交楼将加快落实, 地产竣工持续向好

图表 30: 国内房屋新开工/施工/竣工面积同比 (%)



图表 31: 国内百大城市土地成交情况 (万平方米, %)



数据来源: 华安期货投资咨询部; 同花顺

2023 年 1-10 月全国累计商品房销售金额 97161 亿元, 同比下降 10.7%; 全国累计商品房销售面积 92579 万平方米, 同比下降 16.7%; 商品房销售均价为 10495

元/平方米，同比上升 7.2%。施工方面，1-10 月房地产累计新开工面积 79177 万平方米，同比下降 23.2%，降幅较上月收窄 0.2 个百分点，10 月单月房地产新开工面积 7053 万平方米，环比下降 14.3%，同比下降 21.2%。开发投资方面，2023 年 1-10 月房地产投资开发实际到位资金 168648 亿元，同比下降 14.2%。

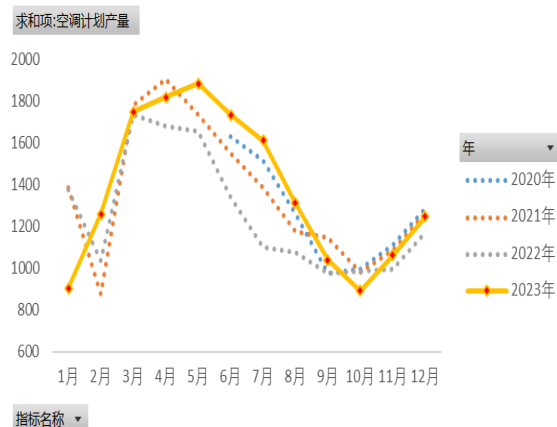
房地产前后端出现分化。竣工方面，1-10 月房地产累计竣工面积 55151 万平方米，同比上升 19.1%，10 月单月房地产竣工面积 6446 万平方米，环比上升 29.5%，同比上升 13.4%，主因“保交楼”工作加快落实。2022 年 7 月，中央政治局会议首提“保交楼”政策，同年 12 月中央经济工作会议再次指出要扎实做好“保交楼、保民生、保稳定”等各项工作。中国人民银行的数据显示，2022 年中国人民银行一共推出 3500 亿元的保交楼专项借款，设立了 2000 亿元保交楼贷款支持计划。

近期中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开座谈会，研究房地产金融、信贷投放、融资平台债务风险化解等重点工作，会议强调各金融机构要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷。预计在政策作用下，明年商品房销售面积、房地产开发投资额、新开工面积等前端数据的降幅将收窄，地产竣工面积将继续释放。

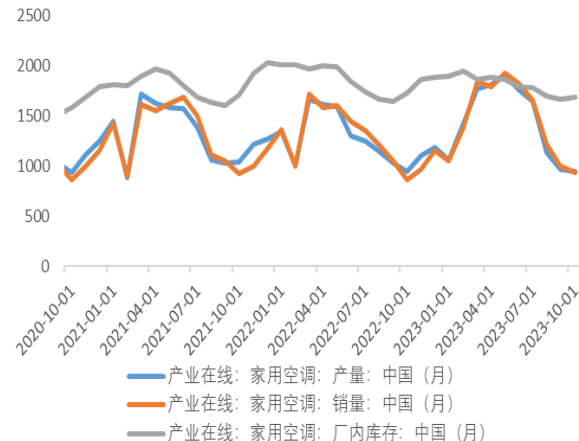
3.3 空调出口表现亮眼，销售总量相对稳定

除了竣工端，地产后周期耗铜也包括家电板块，空调耗铜约占家电板块的 60%，每百台空调用铜量约为 1 吨。据产业在线报告显示，2023 年 10 月家用空调生产 949.6 万台，同比下降 0.1%；销售 933.2 万台，同比增长 7.7%，其中内销量 506.7 万台，同比下降 4.5%，出口量 426.5 万台，同比增长 26.9%。10 月国内空调销售进入季节性淡季，因此企业在出口订单有所倾斜，汇率利好及海运价格的降低，也让国内空调出口价格相较于国外空调更有竞争力。今年 1-10 月中国空调出口总量达到 5808.1 万台，同比增长 5.1%。

图表 32：国内空调计划产量（万台）



图表 33：国内空调产量/销量/库存（万台）



数据来源：华安期货投资咨询部；钢联

家电内销的主逻辑还是地产竣工面积，明年内销有望维持相对稳定，外销受海外地产景气度的好转或将在下半年增速提高。

四、绿色能源需求

《“十四五”现代能源体系规划》提出推动风电、光伏等新能源装机及相配套的新型电力系统建设，绿色能源行业是未来铜需求的主要增量。到 2025 年，全球电解铜绿色需求预期将达到 381.79 万吨，年增速在 21.4%，占下游总需求占比由 2021 年的 7% 提高至 14.2%。

图表 34：绿色全球电解铜需求（万吨）

	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E
电解铜需求	2415	2452	2522	2603	2685
增速	-	1.5%	2.9%	3.2%	3.2%
其中：绿色能源需求	170.11	217.12	263.92	314.53	381.79
增速	-	27.6%	21.6%	19.2%	21.4%
绿色能源需求占比	7.0%	8.9%	10.5%	12.1%	14.2%

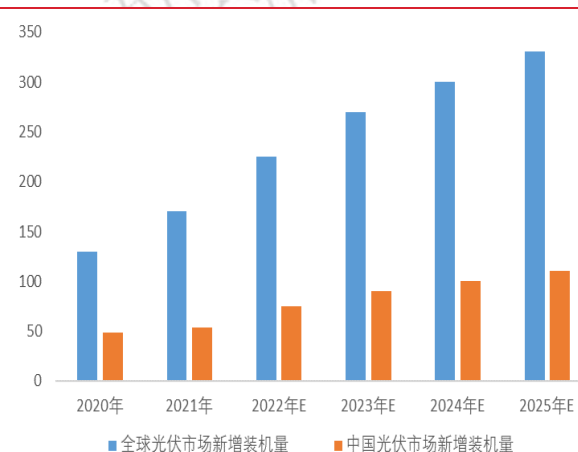
数据来源：华安期货投资咨询部；SMM、WoodMackenzie

铜在光伏产业主要用于连接器、电缆和逆变器等。2021 年全球光伏市场新增装机量 170GW，耗铜量为 69 万吨，光伏领域单位耗铜量为每兆瓦 4 吨，预计 2025 年全球光伏市场新增装机量将达到 286GW，耗铜量 114.4 万吨。

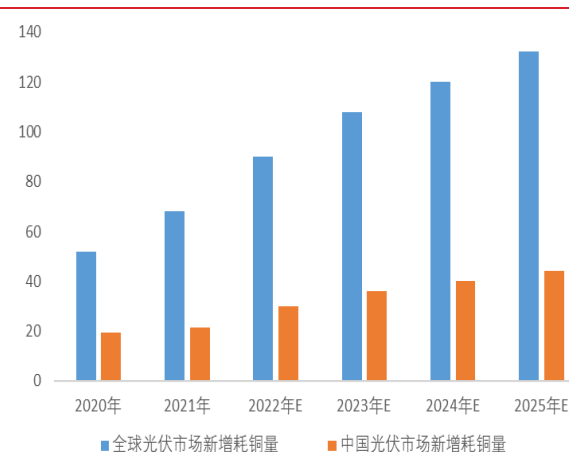
铜在风电产业主要用于电缆、发电机和变压器等。2021 年全球风电市场新增装机量 40GW，耗铜量为 24 万吨，风力发电机组单位耗铜量为每兆瓦 6 吨，预计 2025 年全球风电新增装机量 112GW，耗铜量 67.2 万吨。

铜在新能源汽车产业主要用于电池、电机和充电桩等。2021 年全球新能源汽车销量 625 万辆，耗铜量为 51.88 万吨，新能源汽车单位耗铜量为每辆 83 千克，预计 2025 年全球新能源汽车销量 1800 万辆，耗铜量为 331 万吨。

图表 35：全球/中国光伏市场新增装机量（GW）

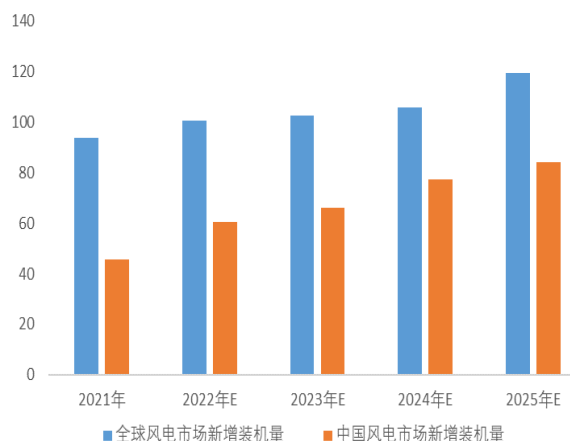


图表 36：全球/中国光伏市场新增耗铜量（万吨）

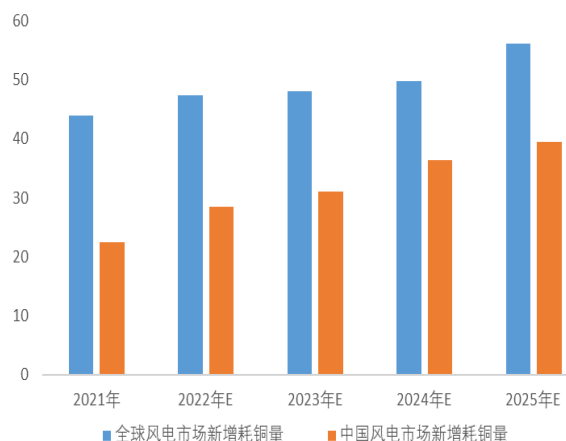


数据来源：华安期货投资咨询部；CPIA

图表 37：全球/中国风电市场新增装机量（GW）

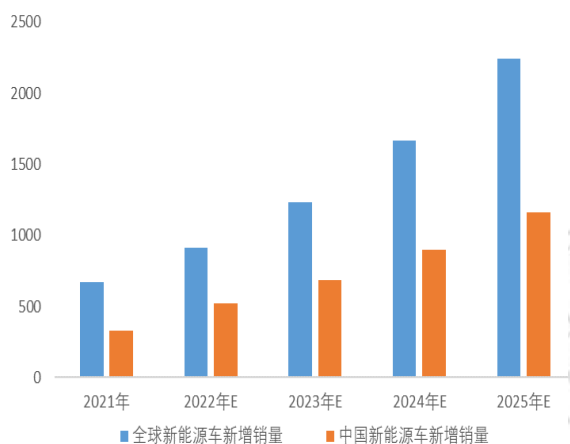


图表 38：全球/中国风电市场新增耗铜量（万吨）

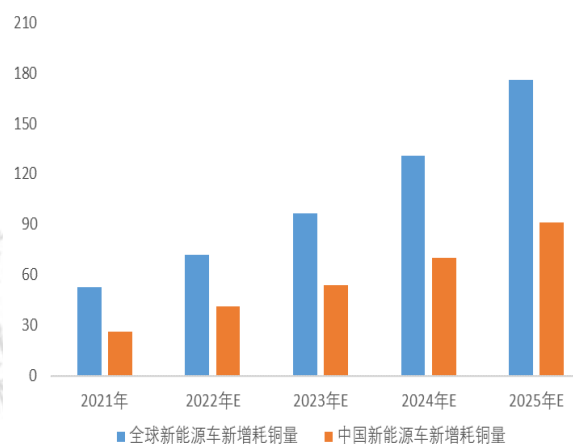


数据来源：华安期货投资咨询部；CWEC、IEA

图表 39：全球/中国新能源车新增销量（万辆）



图表 40：全球/中国新能源车新增耗铜量（万吨）



数据来源：华安期货投资咨询部；中汽协

五、铜市供应分析

5.1 冶炼费三年来首降，铜矿供应增速减慢

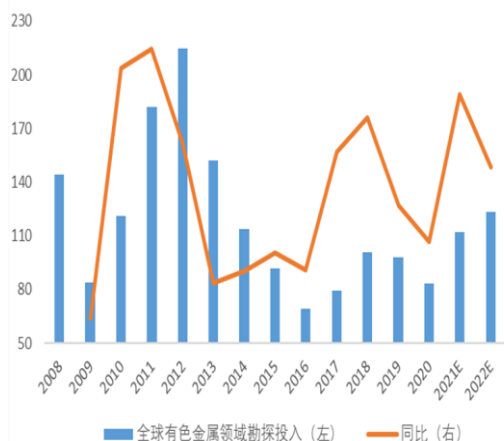
一般来说，即期铜价影响当期矿企资本开支及 5 年后铜矿产出，2016-2019 年全球有色金属勘探投入小幅爬坡，理论上未来几年都将有新增铜矿释放。根据上海有色数据，2022-2025 年全球铜矿供应分别将达 1868 万、1960.7 万、2038.2 万和 2112.4 万金属吨，增速分别达 4.95%、3.95%和 3.64%。

2022 年全球前 10 大矿企产量增量仅为 8 万吨，增速为 0.8%，主要受干旱和矿山老化影响。12 月中国铜冶炼厂代表江铜、铜陵、中铜与 Freeport 敲定 2024 年铜精矿长协 TC/RC 为 80.0 美元每干吨/8.0 美分每磅，环比 2023 年长协基准价下滑 8 美元每干吨/0.8 美分每磅。今年智利矿商安托法加斯塔公司和国内炼厂金川集团签订的 2024 年铜精矿加工费比今年低 9%。当前铜精矿现货最新加工费报 77 美元/吨，环比延续小幅走弱，主因海外矿山扰动增加。今年 10 月下旬，刚果

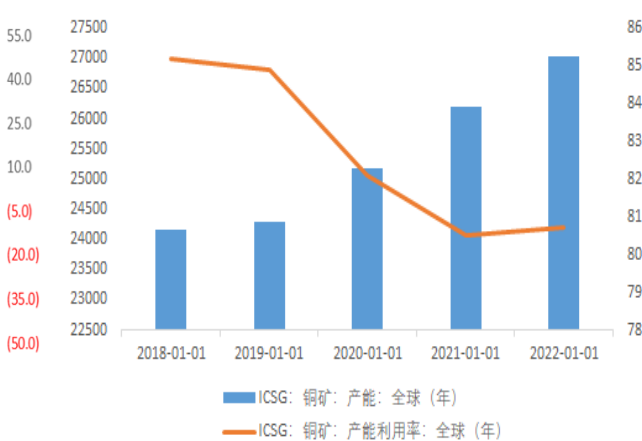
(金)发生卡车司机罢工，有铜滞留在刚果 Kolwezi 地区，11 月中旬巴拿马抗议活动导致港口封锁，第一量子减少 Cobre Panama 矿山的铜矿石处理量。

铜矿存在着地缘政治、集装箱紧张、极端天气等压力，叠加总体供应增速放缓，矿端或将成为明年供应侧的重点关注对象。

图表 41：全球有色金属勘探投入（亿美元，%）

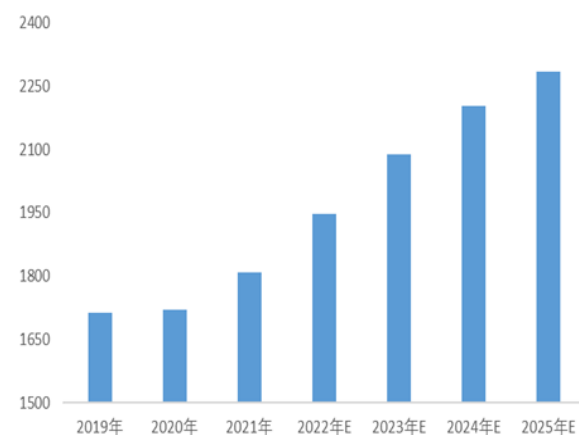


图表 42：全球铜精矿产能及利用率（千吨，%）



数据来源：华安期货投资咨询部；钢联

图表 43：全球铜精矿产量（万金属吨）



图表 44：国内铜冶炼厂现货粗炼费（美元/吨）



数据来源：华安期货投资咨询部；SMM

图表 45：全球铜精矿供需平衡表（万金属吨）

	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E
铜精矿产量	1784.8	1868	1960.7	2038.2	2112.4
冶炼损失	36.1	38.5	31.3	33	34.2
铜粗炼量	1747.2	1824.7	1901.2	1988.6	2087.6
埋没库存量	4.1	6.2	6.6	5.9	5.5
全球铜精矿供需平衡	-2.6	-1.4	21.6	10.7	-15

数据来源：华安期货投资咨询部；SMM

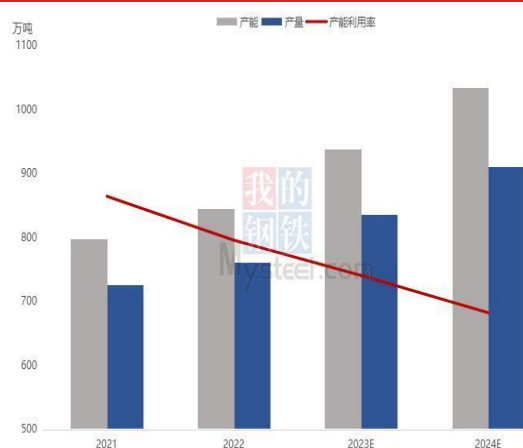
5.2 炼厂精练产能扩大，进口或将维持下降

粗铜产量可以反应铜精矿投料量和推测精炼铜产量。据 Mysteel 统计，2024

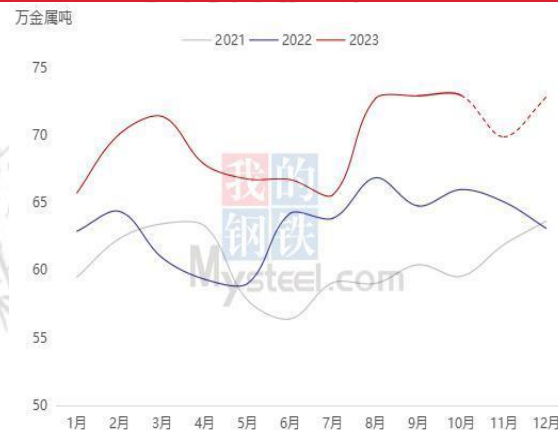
年中国粗铜产能约 1033 万吨，同比增加约 10.1%，粗铜产量约 910 万吨，同比增加约 8.9%，粗铜产能利用率将达 88.0%，增长率减少 1 个百分点，增量主要来自于今年部分大修炼厂的复产及四季度新投冶炼产能的陆续爬坡。今年 10 月中国电解铜产量 113.1 万吨，同比增长 13.3%，1 月-10 月份累计精炼铜（电解铜）产量 1069.2 万吨，同比增长 13.6%。因此，预计明年国内电解铜的释放速度环比降小幅度下滑。

进口方面，2023 年 1-10 月上海美金铜仓单溢价平均 35 美元/吨，较去年同期减少 50%；提单溢价平均减少 40%。美金铜溢价下降主要原因在于进口亏损严重，全年盈利机会有限。海外库存偏低也是导致近年国内电解铜进口保持下降趋势的主要原因。截止 12 月 4 日，LME 铜库存录得 17.49 万吨，自 2020 年 12 月 7 日以来，LME 铜库存最高为 25.48 万吨，最低为 5.12 万吨，均值录得 12.13 万吨，当前库存较均值增加 30.62%。

图表 46：中国矿产粗铜产量（万吨，%）

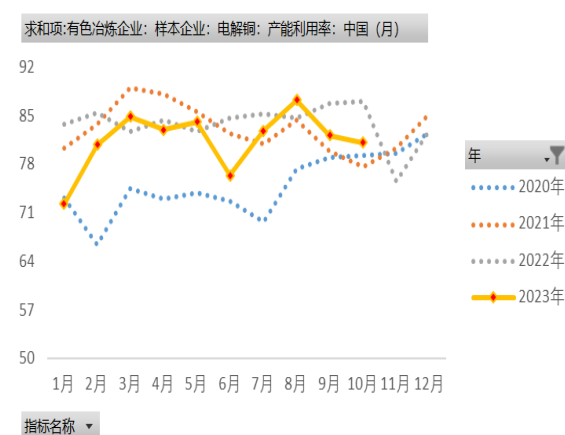


图表 47：中国矿产粗铜产量季节性图（万吨）

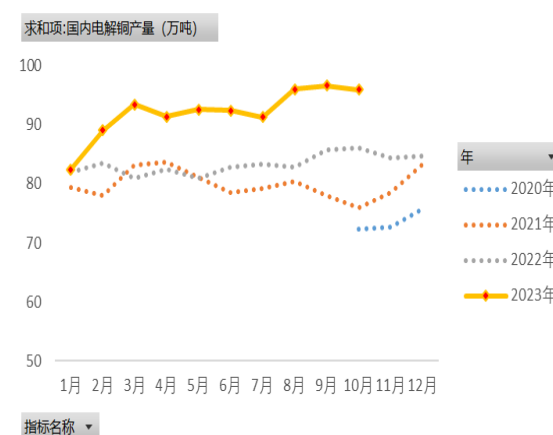


数据来源：华安期货投资咨询部；Mysteel

图表 48：国内电解铜产能利用率（%）

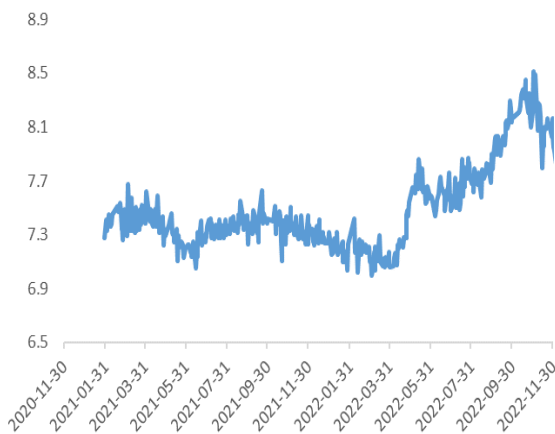


图表 49：国内电解铜产量（万吨）

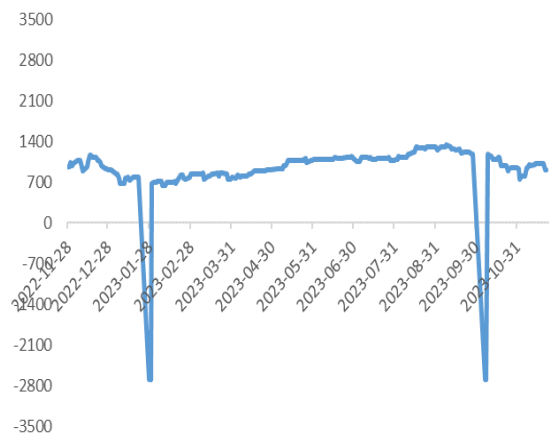


数据来源：华安期货投资咨询部；钢联

图表 50: 国内铜冶炼厂现货理论利润 (元/吨)



图表 51: 美元兑人民币中间价

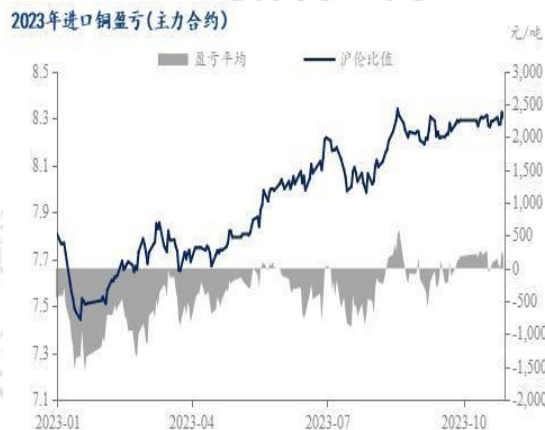


数据来源: 华安期货投资咨询部; 钢联

图表 52: 上海洋山港仓单提单溢价对比 (美元/吨)

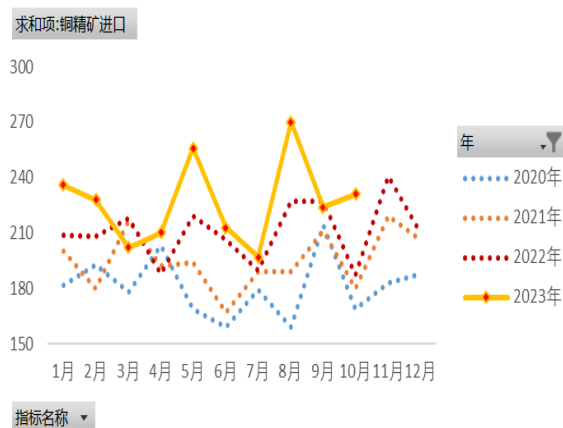


图表 53: 主力合约进口铜盈亏 (万吨)

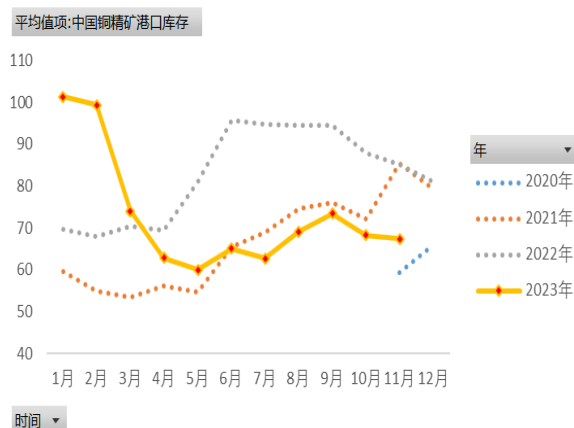


数据来源: 华安期货投资咨询部; Mysteel

图表 54: 国内铜精矿进口 (万吨)

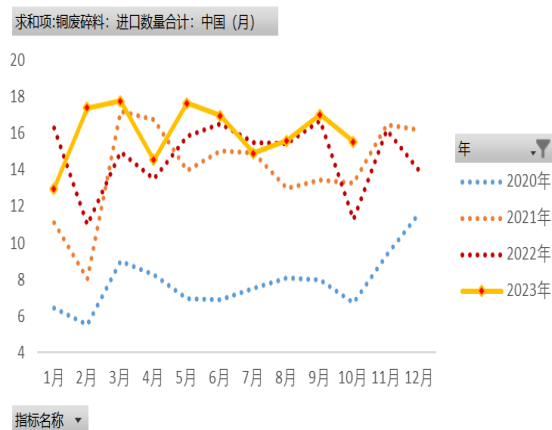


图表 55: 国内主要港口铜精矿库存 (万吨)

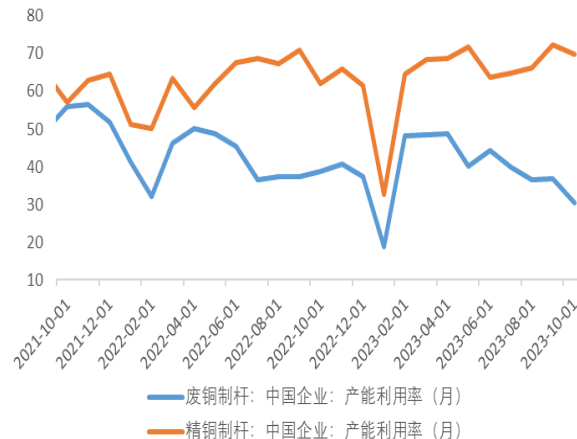


数据来源: 华安期货投资咨询部; 钢联

图表 56: 国内废铜进口数量 (万吨)



图表 57: 国内废铜制杆产能利用率 (%)



数据来源: 华安期货投资咨询部; 钢联

从供需平衡角度看, 2021 年全球精炼铜市场处于短缺状态, 2022-2025 年铜的供应增速整体偏高, 但需求增速也不弱, 仅略低于供给增速, 供需平衡稍稍有过剩, 矛盾整体并不突出。

图表 58: 全球/中国电解铜供需平衡表 (万吨)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
电解铜产量	2413	2465	2552	2618	2690
中国	998	1042	1122	1157	1205
除中国外	1415	1423	1430	1461	1485
电解铜需求	2415	2452	2522	2603	2685
中国	1361	1390	1418	1441	1461
除中国外	1054	1063	1104	1162	1224
电解铜供需平衡	-2	13	30	15	5

数据来源: 华安期货投资咨询部; SMM

六、市场展望与投资策略

2021 年全球精炼铜市场处于短缺状态, 2022-2025 年铜的供应增速整体或偏高, 但需求增速也不弱, 供需平衡稍稍有过剩, 矛盾整体并不突出。

供应端, 2024 年中国粗铜产能同比增加约 10%, 但考虑到铜精矿供应增速仅为 3.95%, 预期明年国内电解铜的释放速度将小幅下滑。海外铜矿依然存在着地缘政治等压力, 叠加增速放缓, 矿端或将成为明年供应侧的重点关注对象。

明年的需求亮点可能来自: 一绿色能源带来的耗铜增量, 二海外降息预期带动的地产回暖。2024 年风电、光伏等新能源装机及相配套的新型电力系统建设将带来约 314 万吨铜需求, 年增速接近 20%。市场对美联储政策转向预期升温, 10 年期美债收益率从峰值回落, 抵押贷款利率也随之回落, 建筑商对新建住宅的投资开始增加, 这有利于缓解房屋供应紧张, 促使地产行业逐步回暖。

整体来看，预计 2024 年铜市供需平衡延续宽松，沪铜重心或下移。

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。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。

联系我们

华安期货有限责任公司

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心超高层写字楼 40、41 层

电话：400-882-0628、62839752