



让衍生品  
成为新的生产力

Make derivatives the  
new productivity

中辉期货研究院所  
交易咨询业务资格：  
证监许可【2015】75号

作者：肖艳丽

有色金属团队

侯亚辉 Z0019165  
肖艳丽 Z0016612  
陈焕温 Z0018790

## 供应干扰增加，铜重心上移

### 摘要

宏观上，全球经济增速放缓，美国经济尝试软着陆，海外日本央行退出负利率，瑞士央行抢跑降息，美联储鹰转鸽，6月降息概率走高。美元回落，铜上方压力减轻，但警惕美元降息开启初期铜反而因为经济预期走弱而下跌。国内经济弱复苏呈波浪式前进，居民和企业的资产负债表进一步修复，市场期待更多政策刺激。警惕2024年海外地缘政治风险和美国选举大年下中美关系再现波折。

基本面上，随着海外铜精矿干扰不断，进口铜精矿指数最新降至近几年新低，冶炼厂为了缓解原料紧张问题，计划在二季度提前检修，国内精炼铜或被迫减产5%-10%。需求方面，高铜价的负反馈效应愈发明显，下游追涨意愿不强，旺季成色不足。以风光电和新能源汽车为主的新动能维持高景气，房地产数据依旧不佳，基建和制造业表现超预期。

铜一季度行情如年报所预测，整体震荡偏强，创下近两年高点，二季度铜供应干扰增加，整体重心上移，预计铜价高位震荡，但若减产不及预期，铜或面临回调压力，建议高抛低吸，区间操作，中长期看，新型绿色需求铜需求强劲，铜下方空间亦有限，在需求证伪之前，中长期仍以逢低试多为主，二季度沪铜关注区间【67000，75000】元/吨，伦铜关注【8200，9200】美元/吨。

### 风险提示：

1. 全球经济衰退
2. 海外地缘政治风险
3. 需求不足

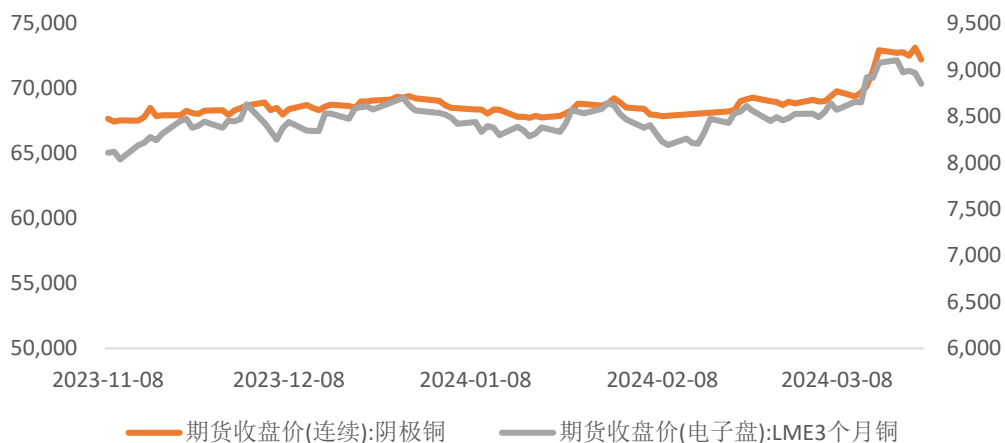
## 目 录

第一章	一季度行情回顾.....	3
第二章	宏观分析.....	3
2.1	美国经济软着陆，美联储或于6月降息 .....	3
2.2	两会策略弱于预期，市场期待更多政策刺激 .....	5
第三章	供应分析.....	6
3.1	全球铜精矿供应预期逆转，由过剩转为紧缺 .....	6
3.2	铜冶炼厂或联合减产，二季度供应担忧增加 .....	8
3.3	海内外库存分化，海外去库，国内累库超预期 .....	10
第四章	需求分析.....	11
4.1	新型绿色电力激发铜需求，电力投资高景气 .....	11
4.2	房地产竣工数据大跌，房地产对铜需求造成拖累 .....	12
4.3	家电消费保持韧性 .....	13
4.4	汽车内卷价格战，出口表现超预期 .....	13
4.5	基建和制造业表现超预期 .....	14
4.6	电解铜月度供需平衡表预测 .....	15
第五章	二季度行情展望.....	15
	.....	17

## 第一章 一季度行情回顾

2024 年一季度，铜的重心如期上移，符合我们年报一季度逢低试多的判断。1 月份，铜前期受美联储降息预期修正和国内春节前淡季消费不振的影响，于 1 月中下旬小幅回落至 67340 元/吨，LME 铜降至 8245 美元/吨。随着美联储放鸽，铜价冲高至 69980 元/吨，由于 2024 年春节假期过长，市场避险情绪走高，铜价再度回落触底 67690 元/吨，LME 铜降至 8127 美元/吨。春节假期后，2 月随着宏观情绪回暖和国内需求复苏，叠加两会预期不断走强，铜震荡上行冲高至 69540 元/吨。3 月，海外铜精矿干扰不断，国内铜冶炼厂为了应对原料紧张和加工费低迷，传出联合减产，叠加海外美联储放鸽，6 月降息概率走高，宏观和基本面共振下，铜突破上方重要阻力位，向上空间打开，摸高至 73900 元/吨，LME 铜冲高至 9164.5 美元/吨。后续随着金三银四旺季不旺，高铜价负反馈效应累积，铜再度回吐涨幅，截至收稿，沪铜主力报收 72500 元/吨，年初至今涨幅 5.09%，LME 铜报收 8880 美元/吨，年初至今涨幅 3.74%。

图 1：沪铜和伦铜价格走势（元/吨，美元/吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

## 第二章 宏观分析

### 2.1 美国经济软着陆，美联储或于 6 月降息

全球经济增速放缓，欧元区 3 月制造业 PMI45.7，德国制造业 PMI41.6，美国 Markit 制造业 PMI52.5。3 月，美国 Sentix 投资信心指数 16.9，升至 2 年来新高，美国经济表现超预期，市场认为美国经济大概率软着陆。

海外央行政策也逐步转向，日本退出负利率时代，瑞士央行意外宣布降息，将关

键政策利率下调 25 个基点，从 1.75% 降至 1.5%，打响了 G10 国家央行降息的“第一枪”。欧盟和英国也表态通胀得到了有效的控制，比如英国 2 月 CPI 同比增速降至 3.4%，较 1 月份的 4% 出现了明显回落，也低于预期的 3.5%，为近两年来最低。2024 年或是全球央行降息之年，而新兴经济体方面，为了刺激经济复苏，阿根廷和俄罗斯预计降息幅度最大。全球市场流动性释放，或推高大宗商品原材料价格。

美国 2 月新增非农就业人口 27.5 万，较预期多增 7.5 万，但是 12 月和 1 月新增人口合计下修 16.7 万，失业率升至 3.9%，创两年来新高，整体表现喜忧参半。美国 2 月 CPI 同比增 3.2%，高于预期的 3.1%，前值为 3.1%，通胀粘性超预期。美联储 3 月利率决议公布如期继续保持按兵不动，在决议声明延续此前表述的情况下，点阵图维持年内降息 3 次的预期，鲍威尔表示不会对两次的意外过度反应，强劲就业不会增加通胀压力并推迟降息，鲍威尔态度偏鸽派，缓解了前期由于修正乐观降息预期带来的市场恐慌。

虽然美联储二季度降息板上钉钉，但是我们也要注意，降息周期开启，不一定意味着美元指数走弱，铜价上涨，回顾前期美元降息周期的铜表现历史，降息周期开始的初期，由于货币政策传导的滞后和惯性，市场反而会因为担忧经济下滑预期兑现而降低市场风险偏好。关键在于市场对经济预期差的修正方向，如果美国经济能顺利软着陆，美元降息，释放市场流动性，市场需求恢复，那么铜的叙事逻辑会偏正面，反之则不然。

图 2：美国 CPI 和 PCE（通胀指数）（%）

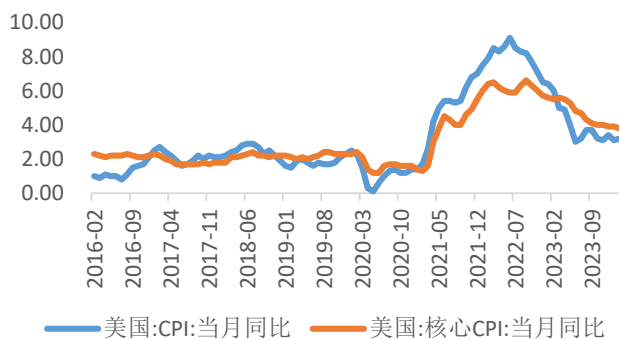


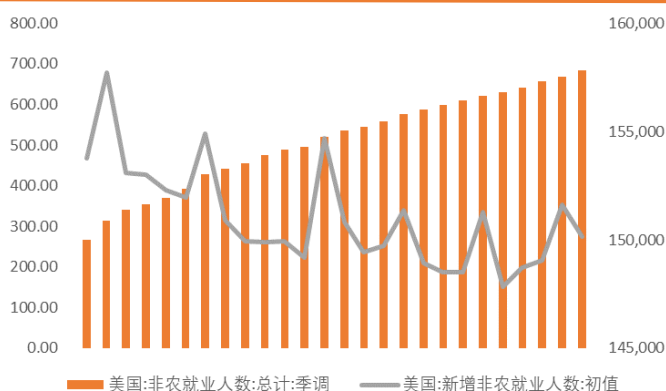
图 3：美国联邦基金目标利率（%）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 4：美非农就业数据（人）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 5：美元指数和铜价（美元/吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

## 2.2 两会政策略弱于预期，市场期待更多政策刺激

一季度，国内宏观经济数据喜忧参半，经济弱复苏。1-2 月份，国内制造业 PMI 分别为 49.2 和 49.1，连续低于荣枯线。全国规模以上工业增加值同比增长 7%，比上年 12 月份加快 0.2 个百分点。从需求看，市场销售继续恢复。社会消费品零售总额 81307 亿元，同比增长 5.5%。投资增速回升，全国固定资产投资同比增长 4.2%，比上年全年加快 1.2 个百分点。我国进出口总值 9308.6 亿美元，同比增长 5.5%。其中，出口 5280.1 亿美元，增长 7.1%，进口 4028.5 亿美元，增长 3.5%，贸易顺差 1251.6 亿美元，扩大 20.5%。就业形势总体稳定，全国城镇调查失业率平均值为 5.3%。2 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，比上月上升 0.1 个百分点，比上年同月下降 0.3 个百分点。

货币政策方面，3 月贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.45%，5 年期以上 LPR 为 3.95%，均跟上月保持不变。央行暗示后续仍有降准空间。2 月新增人民币贷款 14500 亿元，预期 14337 亿，前值 49200 万亿。社会融资规模增量为 15200 亿元，前值 65000 亿。2 月新增人民币贷款同比少增 3600 亿，低于去年 2023 年。新增居民短期贷款和房贷需求都较弱。居民贷款比去年同期大幅少增 5907 亿元，虽然外出消费增多，但是贷款活跃度不足。

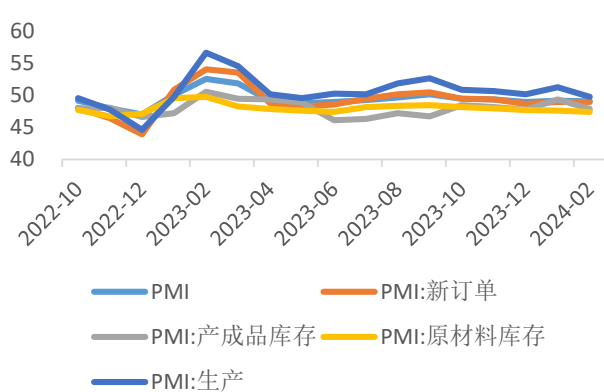
两会如期召开，政府工作报告给出的 2024 年的经济 GDP 增长目标是 5% 左右，虽然低于国内预期但是高于 IMF 预测。财政政策方面，3% 的赤字率高于去年的 2.8%，3.9 万亿的地方政府专项债高于以往。从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，

去年的一万亿特别国债叠加上今年的 1 万亿，财政政策给与较多的支持。CPI 目标是 3% 左右，2023 年的 CPI 下降了 0.7%，目前的情况与 3% 有较大的距离，市场预期或有“供给侧改革”拉动通胀，市场也期待有更大力度的货币政策和财政政策刺激。二季度国内政策或倾向观察和微调，同时也是居民消费的旺季和工业生产的淡季，在宏观和需求证伪之前，市场信心将逐步缓慢恢复。

图 6：中国 GDP 增速和沪铜价格（%，元/吨）



图 7：中国制造业 PMI 和分项



数据来源：Wind，中辉期货研究院

数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 8：社融新增人民币贷款（亿元）

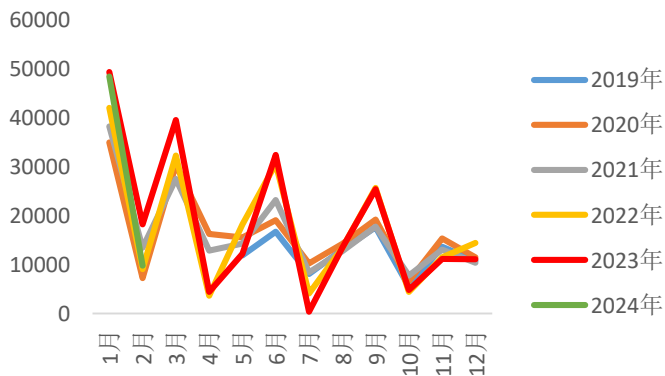
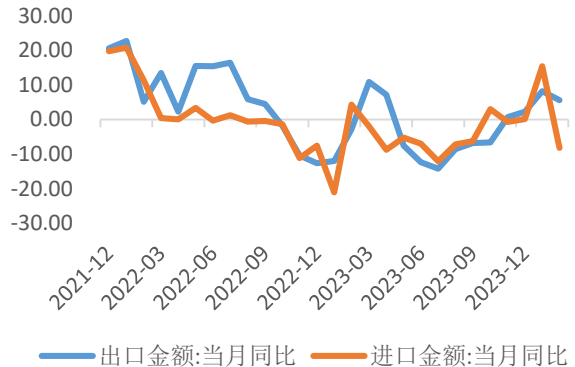


图 9：进出口金额当月同比（%）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

数据来源：Wind，中辉期货研究院

## 第三章 供应分析

### 3.1 全球铜精矿供应预期逆转，由过剩转为紧缺

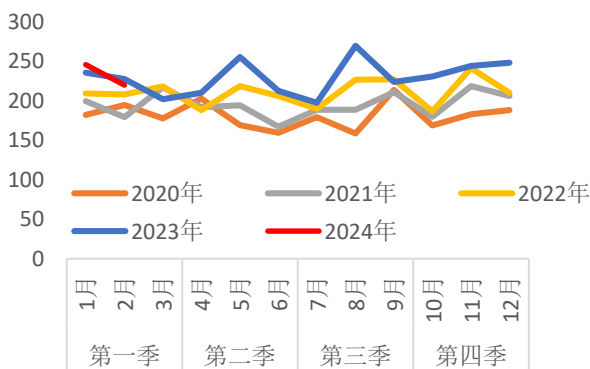
根据中国有色金属报数据，2022 年—2026 年，全球铜矿产能年均复合增长率 2.8%。ISCG 预测，全球的铜精矿产量将在 2025 年达到峰值，之后随着世界主要矿

山老龄化，品味下降，开采难度加大从而出现拐点。叠加铜矿投资的资本开支近十年处于低位，世界矿业巨头必和必拓警告市场铜正在面临前所未有的紧缺。

2024 年，随着非洲刚果（金）和我国西藏巨龙，驱龙铜矿等多个项目正式投产和新建，但是海外铜矿干扰不断，巴拿马第一量子矿业公司（First Quantum Minerals）的 Cobre Panamá 铜矿陷入停产风波，该铜矿占全球铜供应量的 1.5% 左右，年产 35 万吨左右，根据市场权威预估，如果巴拿马铜矿暂停运营或带来铜矿损失 16 万吨，全球最大的铜生产商 Codelco 的产量下滑 8.4% 至 142 万吨，是 25 年来的最低水平。英美资源发布报告显示，2023 年公司在智铜产量 50.72 万吨，同比下降 10%，特别是去年第四季度在智铜产量跌幅达 16%。除此之外，英美资源还下调了明年的产量预期，预计将达到 73 万至 79 万吨，比之前的预估减少 20%。秘鲁今年 1 月铜产量较去年同期下滑 1.2%。MMG 旗下 Las Bambas 矿场产量下滑 17%，自由港迈克墨伦（Freeport-McMoRan）旗下 Cerro Verde 矿场产量下滑 13.4%。

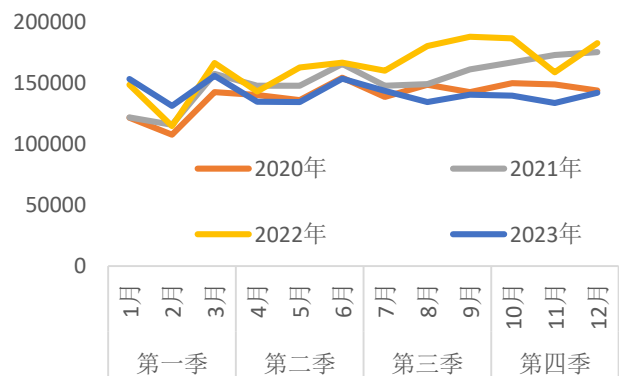
据 SMM 统计数据显示，2023 年中国铜精矿产量为 183 万吨，较 2022 年的 196 万金属吨下降 6.6%。SMM 预计 2024 年中国铜精矿产量为 191 万吨。全球铜精矿供应紧缺风险加大。1-2 月铜矿砂及其精矿进口量为 465.8 万吨，较上年同期增长 0.6%。国内未锻造铜及铜材进口总量为 90.2 万吨，累计同比增长 2.6%。整体而言，2024 年铜精矿的供需预期逆转，已经从过剩转为紧缺。

图 10：铜精矿月度进口数量（万吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 11：国内铜精矿产量（吨）



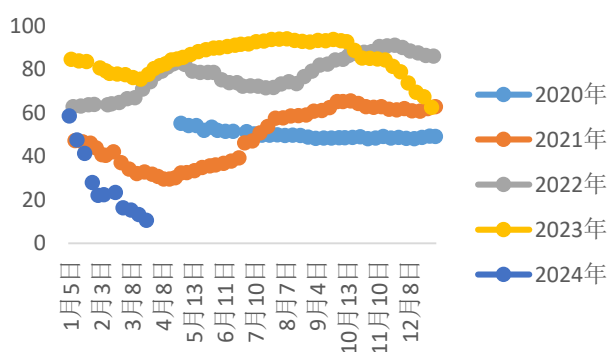
数据来源：Wind，中辉期货研究院



### 3.2 铜冶炼厂或联合减产，二季度供应担忧增加

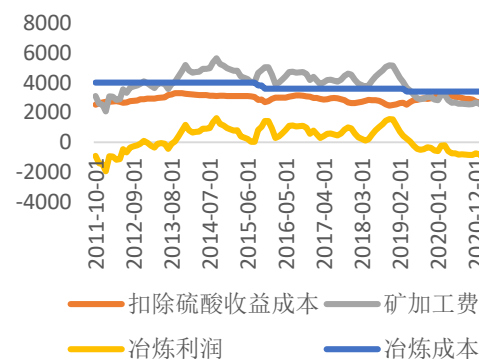
2月国内铜冶炼厂月度开工率85.39%，前值85.18%。截至2月29日，国内冶炼厂扣除硫酸收益成本为2550元/吨，而矿加工费仅为1583元/吨，铜精矿现货冶炼亏损1417元/吨，铜精矿长单冶炼盈利918元/吨。截止至3月22日，SMM进口铜精矿指数(周)报10.63美元/吨，创下近年新低。进口和国产粗铜加工费分别为100美元/吨和900元/吨，处于历史同期低位。近日国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，铜冶炼厂或面临供给侧改革。3月初，中国大型铜冶炼厂在行业近期重要会议上同意削减一些亏损工厂的产量，以应对原材料供应短缺。近日，CSPT小组在上海召开2024年第一季度总经理办公会议上再次倡议联合减产，建议减产幅度5-10%。

图 12：进口铜精矿加工费（美元/吨）



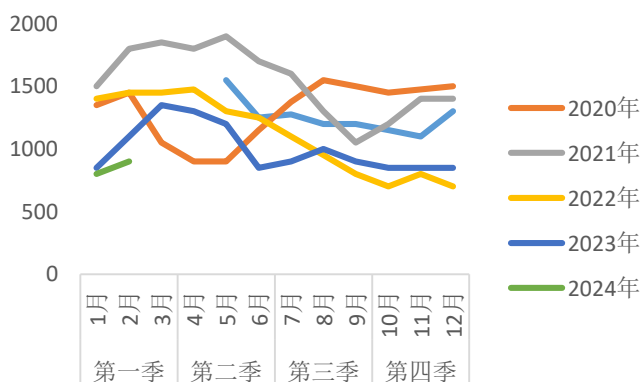
数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 13：国内铜矿加工成本和利润（元/吨）



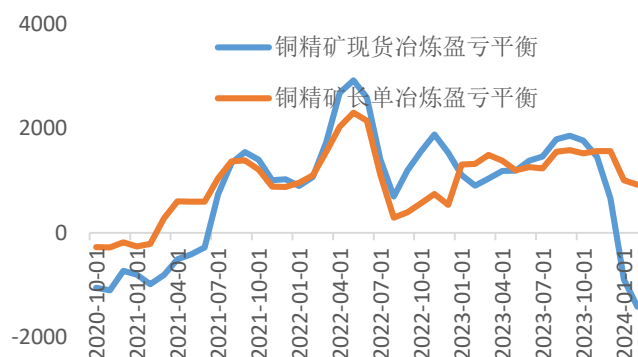
数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 14：国产粗铜加工费（元/吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 15：铜精矿现货冶炼盈亏平衡（元/吨）

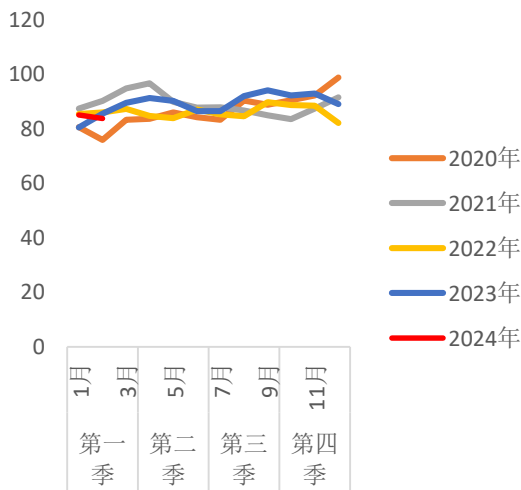


数据来源：Wind，中辉期货研究院



2月SMM中国电解铜产量为95.03万吨，环比下降1.95万吨，降幅为2.01%，同比增加4.68%，且较预期的95.94万吨减少0.91万吨。1-2月累计产量为192.01万吨，同比增加15.90万吨，增幅为9.03%。预计3月国内电解铜产量为97.02万吨，环比增加1.99万吨升幅为2.09%，同比增加1.88万吨升幅为1.98%。预计3月产量将是上半年高点。进口方面，1-2月，电解铜累计进口61.1万吨，同比增长10.71%。进口窗口大部分时间关闭，进口铜补充有限。二季度国内冶炼厂集中在4-6月检修，但我们也关注到，国内冶炼厂暂时还没有具体的减产数据，需要警惕减产检修不及预期。

图 16：国内冶炼厂开工率（%）



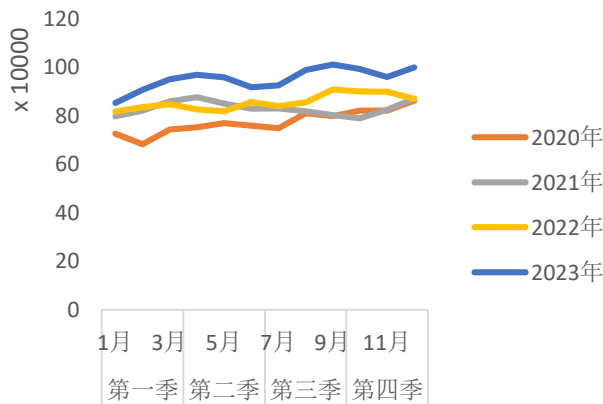
数据来源：Wind，中辉期货研究

图 17：2024 年国内冶炼厂二季度检修（万吨）

指标名称	公司名称	产能	开始时间	结束时间	备注	预估影响产量
2024	铜陵有色金属集团股份有限公司金冠铜业分公司（双闪）	48	2024/5/1	2024/5/1	25-30天	
2024	阳新弘盛铜业有限公司	40	2024年4月初	2024年5月初	30天	2.5
2024	山东中金岭南铜业有限公司（三厂）	25	2024年5月中旬	2024年6月中旬	30天	1
2024	国投金城冶金有限责任公司	10	2024/6/1	2024/6/1	20天左右	0.7
2024	新疆五鑫铜业有限公司	10	2024/5/1	2024/6/1	45天	1.2
2024	营口盛海化工有限公司	10	2024/4/1	2024/5/1	25天	0
2024	青海铜业责任有限公司	10	2024/4/1	2024/5/1	30天	1
2024	恒邦股份	10	2024/4/1	2024/5/1	30天	0.5
2024	浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司（新线）	15	2024年5月下旬	2024/7/1	55天	2.5
2024	浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司（老线）	15	2024年10月底	2024/11/1	35天	0.8
2024	赤峰金通铜业有限公司	30	2024/6/10	2024/6/1	20天	1.5
2024	赤峰云铜有色金属有限公司	40	2024/7/1	2024/8/1	轮休	3.5
2024	包头华鼎铜业发展有限公司	20	2024/6/1	2024/6/1	25天	0
2024	五矿铜业(湖南)有限公司	10	2024年4月中	2024年5月中	30天	0.8
2024	阳谷建发铜业有限公司	40	2024/5/10	2024/6/1	50-55天	4
2024	阜新博发铜业有限公司	10	2024年4月底	2024年5月底	30天	0
2024	楚雄滇中有色金属有限公司	15	2024年7月上旬	2024/8/1	25天左右	0

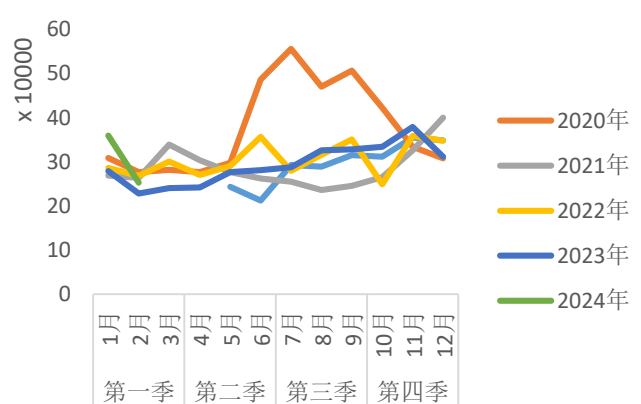
数据来源：Wind，中辉期货研究

图 18：电解铜产量（吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

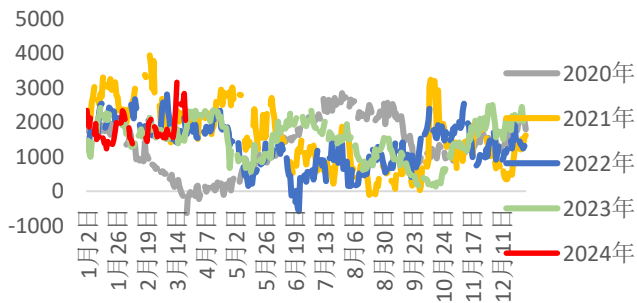
图 19：电解铜进口数量（吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

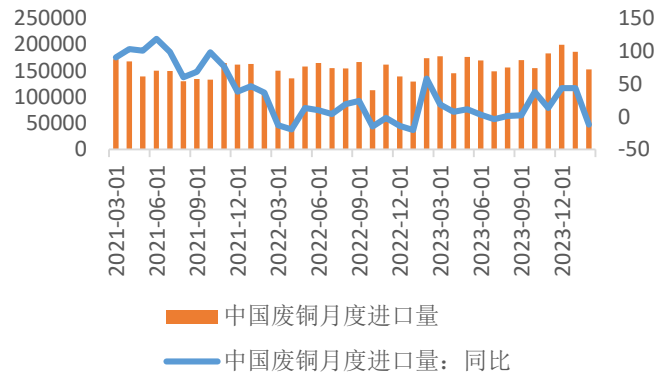
国内 17%的电解铜原材料来自废铜，铜材加工中 10%的原材料也来自废铜，废铜作为铜产业链的重要环节意义重大。2024 年 1-2 月累计进口废铜 33.9 万吨，累计同比增长 11.64%吨。一季度，铜价重心上移，精废价差走阔，废铜替代效应明显，废铜供应商逢高出货，市场成交积极，废铜供应增加也缓解了市场对精炼铜供应的担忧。

图 20：铜精废价差（元/吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 21：废铜进口数量（金属吨）

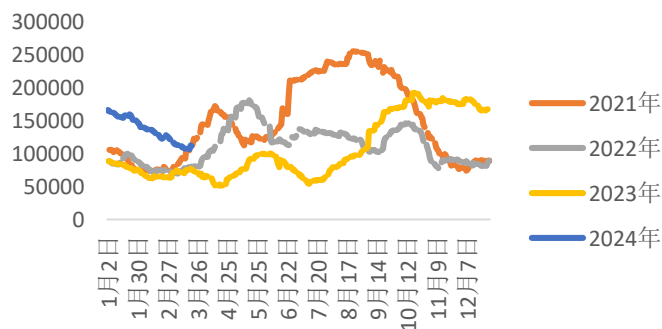


数据来源：Wind，中辉期货研究院

### 3.3 海内外库存分化，海外去库，国内累库超预期

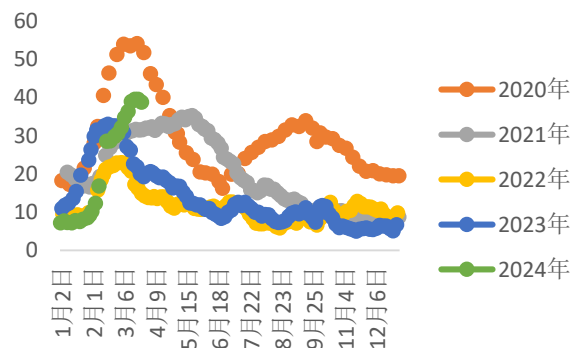
2024 年铜海内外库存分化，LME 铜库存连续去化，较年初减少 52600 吨至 113100 吨，COMEX 铜库存小幅上升 11495 吨至 30504 吨，国内铜库存受春节假期和传统淡季累库影响，处于历史同期高位，上期所库存增加 254185 吨至 285090 吨，社会库存较年初增加 32.09 万吨至 38.73 万吨。

图 22：LME 铜库存（吨）



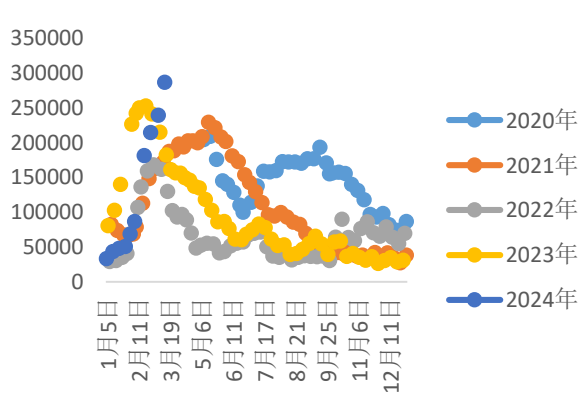
数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 23：国内铜社会库存（万吨）



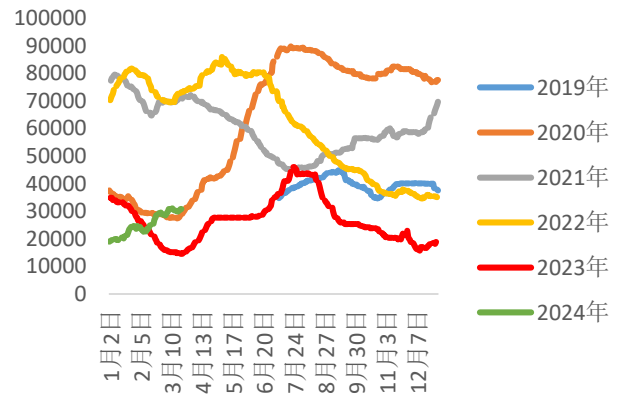
数据来源：Wind，中辉期货研究

图 24：SHFE 铜库存（吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 25：COMEX 铜库存（吨）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

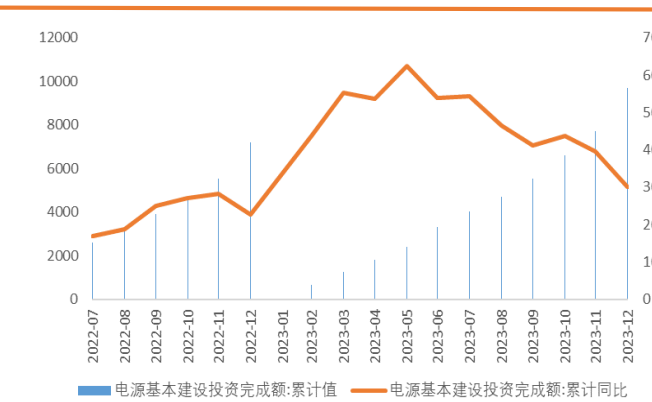
## 第四章 需求分析

### 4.1 新型绿色电力激发铜需求，电力投资高景气

美国能源部于 2023 年发布《通胀削减法案》，将铜列为关键材料清单，认为铜对于美国经济和国家安全非常重要，在绿色能源转型，电动化和清洁水基础设施推动下，2035 年预计铜需求将增至一倍，铜在发电，输送和配给方面极端重要，缺少电力将使国家面临极大风险。国家电网在“十四五”期间年均投资规模将不低于 5000 亿元，2024 年电网投资将超过 5200 亿元，同比增长约 4%。双碳目标下，以风光电，特高压，智能电网改造的投资项目力度空前。除此之外，人工智能的电力需求暴增，据悉目前 ChatGPT 日耗电超 50 万度，相当于美国家庭每天用电量的 1.7 万多倍。未来 AI 浪潮下对算力的需求爆发也意味电力的紧缺，叠加厄尔尼诺现象下的极热和极寒天气频繁出现，电力将成为经济发展和科技革命的重要制约，从而倒逼更多电力投资，刺激相关铜金属需求暴增。

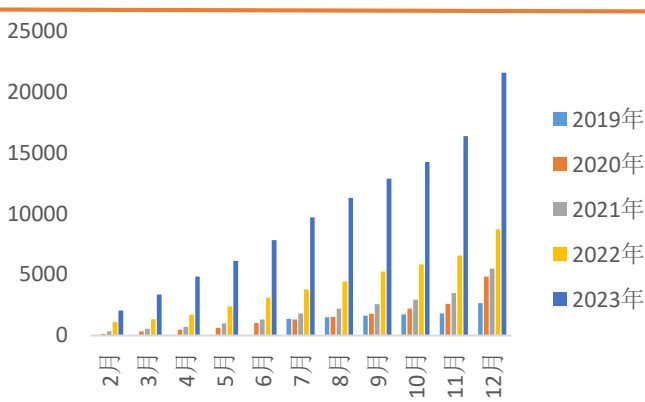
2023 年 12 月，电网基本建设投资累计同比增长 5.4%，电源基本建设投资累计同比增长 30%，5G 基站累计（建设）337.77 万个，新能源汽车充电桩保有量达到 283 万个。国家能源局发布 1-2 月份全国电力工业统计数据，其中，光伏新增装机 36.72GW。截至 2 月底，全国累计发电装机容量约 29.7 亿千瓦，同比增长 14.7%。

图 26：电源基本建设投资完成额累计值和累计同比（亿元，%）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 27：2019-2023 年光伏新增装机容量对比（万千瓦）

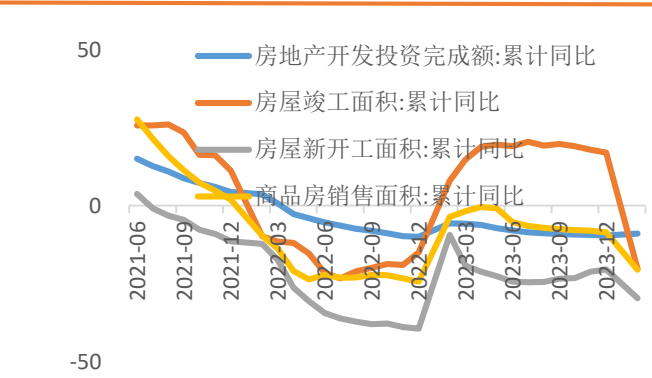


数据来源：Wind，中辉期货研究院

## 4.2 房地产竣工数据大跌，房地产对铜需求造成拖累

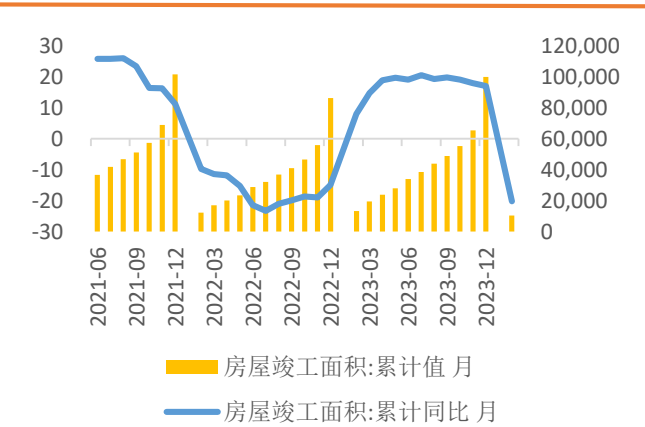
统计局最新数据,2024 年,1-2 月房地产投资累计增速下降 9%,前值下降 9.6%,跌幅小幅收窄。但是房地产施工数据继续下滑,房屋施工面积累计增速跌幅扩大 3.8 个百分点至 11%。新开工面积累计同比扩大 9.3 个百分点至下跌 29.7%。而随着“保交楼”政策进入尾声,房地产竣工面积累计同比下降 20.2%,环比上个月巨幅回落,跌至 16 个月的低位。3 月国内 LPR 按兵不动,市场对后续国内出台新的刺激政策耐受期延长,挤牙膏式的缓慢救市政策反而使得购房者持币观望。一季度,国内城市进一步解绑限购政策,减免税费,短期或刺激置换改善需求释放,但收效甚微,楼市小阳春失期,房地产整体对铜需求造成拖累。

图 28：国内房地产表现（%）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 29：房屋竣工面积累计值和累计同比（万平方米，%）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

### 4.3 家电消费保持韧性

2月,空调,冰箱,洗衣机出口分别累计同比增长40%,增长41.9%,增长17.2%。  
空调,冰箱,洗衣机产量分别累计同比增长18.8%,12.8%,18.5%。家电出口和生  
产增长超预期,产销两旺。权威气象部门预测2024年仍将是厄尔尼诺大年,极端  
高温天气或再次出现,叠加国内保交楼进入尾声,大量房屋进入交付环节,以及家  
电以旧换新和家电下乡等消费政策刺激,市场对家电消费维持乐观预期。

图 30: 空调,冰箱,洗衣机产量同比(%)

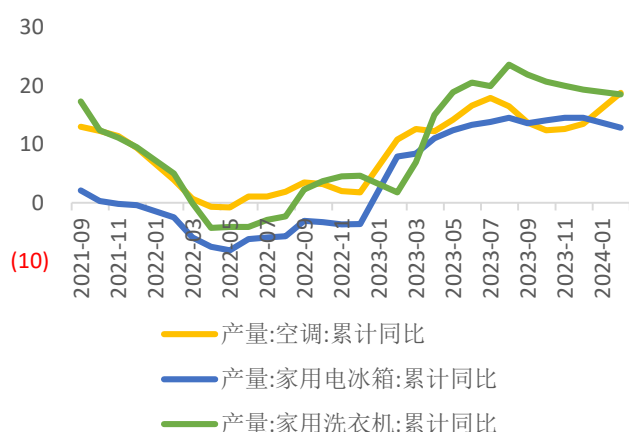
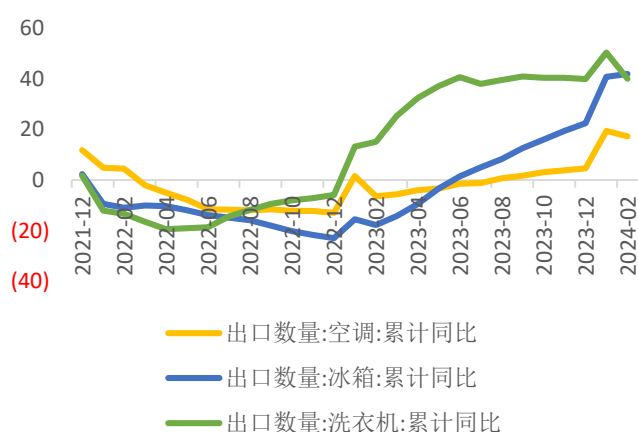


图 31: 空调,冰箱,洗衣机出口数量同比(%)



数据来源: Wind, 中辉期货研究院

数据来源: Wind, 中辉期货研究院

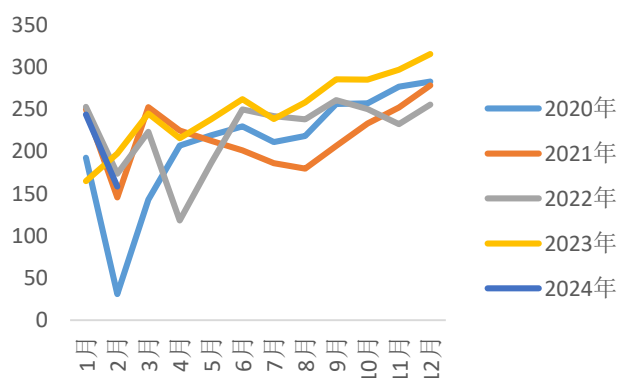
### 4.4 汽车内卷价格战, 出口表现超预期

1-2月,汽车累计产量391.9万辆,同比增长8.1%。1-2月汽车累计销量402.6万辆,累计同比增长11.1%。1-2月,新能源汽车累计产量118.9万辆,同比增长25.6%。乘联会发布的数据显示,3月1-24日,乘用车市场零售102.8万辆,同比去年同期增长11%,较上月同期增长25%,今年以来累计零售417万辆,同比增长16%,新能源车市场零售49万辆,同比去年同期增长39%,较上月同期增长84%,今年以来累计零售155万辆,同比增长38%,3月累计零售的新能源车渗透率47%,燃油车市场回暖仍慢于预期,新能源市场纯电动环比有所改善。

虽然1-2月受春节假期和传统消费淡季影响,汽车销量环比回落,但是汽车出口表现仍不错,2月,汽车出口37.72万辆,同比增长14.66%。但今年美国和欧洲先后出台的对华汽车的反倾销和禁令,或对汽车出口造成不利影响。国内以比亚迪为首的新能源汽车开启价格战,也说明汽车进入存量博弈。2024年购置税减免和车

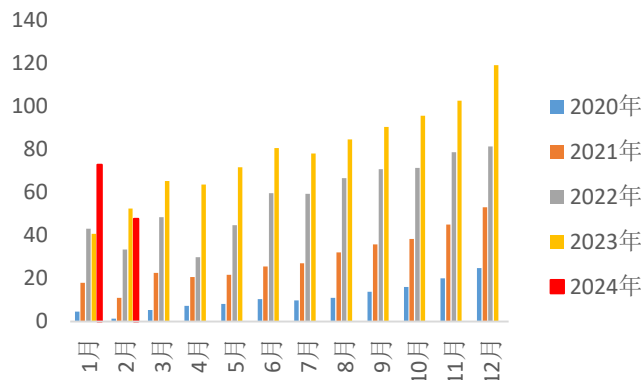
牌赠送，地方补贴等延续，新能源汽车全年销量有望突破千万辆，对铜需求起到重要支撑作用。

图 32： 汽车销量（万辆）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 33： 新能源汽车产量（万辆）

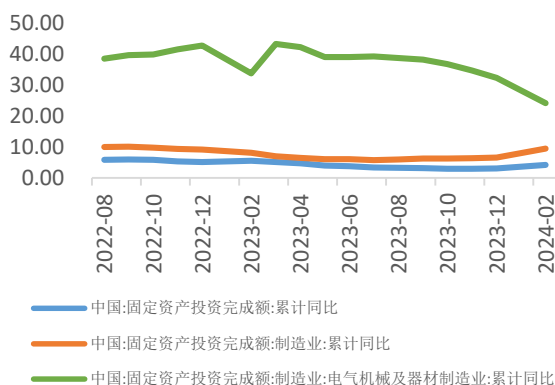


数据来源：Wind，中辉期货研究院

## 4.5 基建和制造业表现超预期

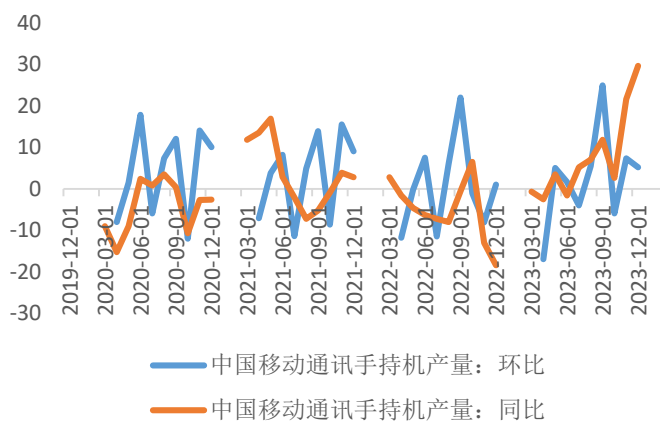
2024 年 2 月电气机械及器材制造业的固定资产投资完成额累计同比 24.1%，通用设备制造业累积同比 11.3%，固定资产投资完成额的累计同比 4.2%。1-2 月份全国规模以上工业企业实现利润总额 9140.6 亿元，同比增长 10.2%，利润由上年全年下降 2.3% 转为正增长。国家统计局表示，今年 1-2 月份延续恢复向好态势，工业企业效益起步平稳。制造业、电气水业增长较快，装备制造业、高技术制造业利润明显回升，新质生产力培育壮大，多数行业利润实现增长。

图 34： 固定资产投资完成额累计同比（%）



数据来源：Wind，中辉期货研究院

图 35： 中国移动通讯手持机产量同比和环比



数据来源：Wind，中辉期货研究院



4.6 电解铜月度供需平衡表预测

进入二季度后，国内电解铜冶炼厂或提前检修，停产亏损的生产线，市场对后续供应担忧增加，金三银四传统消费旺季期待逐步落地，观察国内高库存去化和需求证实情况。预计国内供需整体仍维持紧平衡，当下铜价部分透支了后期涨幅，二季度如果冶炼厂减产不如预期，或者需求疲软，铜价或有回调压力。但如果冶炼厂减产超预期，需求淡季不淡，铜价或再拾涨势。

图 36：2024 年电解铜月度供需平衡表（万吨）

2024年国内精炼铜月度平衡表（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	2023年
实际消费量	105.00	102.00	125.00	125.00	125.00	125.00	123.00	132.00	132.00	133.00	133.00	130.00	1490.00
实际供应量	126.68	117.03	122.02	117.00	121.00	123.00	123.00	125.00	128.00	131.00	131.00	131.00	1496.73
产量	96.98	95.03	97.02	95.00	96.00	98.00	98.00	99.00	99.00	99.00	99.00	99.00	1171.03
净进口	29.70	22.00	25.00	22.00	25.00	25.00	25.00	27.00	29.00	32.00	32.00	32.00	325.70
缺口/过剩	21.68	15.03	-2.98	-8.00	-4.00	-2.00	0.00	-7.00	-4.00	-2.00	-2.00	1.00	6.73

数据来源：Wind，中辉期货研究院

第五章 二季度行情展望

宏观上，全球经济增速放缓，美国经济尝试软着陆，美国通胀粘性较强，就业数据连续超预期，全球央行政策转向，海外日本央行退出负利率，瑞士央行抢跑降息，美联储鹰转鸽，6 月降息概率走高。美元回落，铜上方压力减轻，但警惕美元降息开启初期铜反而因为经济预期走弱而下跌。国内经济弱复苏呈波浪式前进，居民和企业的资产负债表进一步修复，两会策略略弱于预期，国内宏观数据喜忧参半，市场期待更多政策刺激。此外，中东冲突和俄乌战争变数较多，关注 2024 年海外地缘政治风险和美国选举大年下中美关系再现波折。

基本面上，海外铜精矿干扰不断，进口铜精矿指数降至近几年新低，国内冶炼厂为了缓解原料紧张问题，计划在二季度提前检修，国内精炼铜或被迫减产 5%-10%，虽然暂时没有实质性的减产量出现，但预计 3 月精炼铜产量或是上半年的高点。需求方面，高铜价的负反馈效应愈发明显，下游追涨意愿不强，金三银四旺季需求一般。一季度，以风光电和新能源汽车为主的新动能维持高景气，房地产数据依旧不佳，基建和制造业表现超预期。



铜一季度行情如年报所预测，整体震荡偏强，创下近两年高点，二季度海内外铜供应干扰增加，国内冶炼厂或联合减产，需要关注后续实际减产量和需求恢复情况，6月美联储或开启降息周期，国内需求弱复苏。高铜价负反馈效应和库存去库缓慢，强预期和弱现实博弈加剧。

二季度预计铜价高位震荡，但若减产不及预期，铜或面临回调压力，建议高抛低吸，区间操作。中长期看，新型绿色需求铜需求强劲，铜下方空间亦有限，在需求证伪之前，中长期仍以逢低试多为主，二季度沪铜关注区间【67000, 75000】元/吨，伦铜关注【8200, 9200】美元/吨。风险提示：全球经济衰退，海外地缘政治风险，需求不足

## 免责声明：

本报告由中辉期货研究院编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

中辉研究院 有色金属团队

侯亚辉

Z0019165

肖艳丽

Z0016612

陈焕温

Z0018790

