

## 矿端偏紧逢银根松动，铜光闪耀静待降息

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

2024 年上半年，矿端偏紧引发市场对炼厂减产担忧，叠加美联储降息预期炒作，铜价突破历史新高，纽约铜逼仓炒作更是把铜价推向新的高度，随着市场传言部分空头玩家安排铜改道转运至美国，有效缓解了纽约市场的逼仓压力，铜价出现回调。进入下半年，矿端偏紧叠加美联储降息预期不变对铜价构成强支撑，但考虑到下游在逐步适应高铜价，我们预计铜价转向高位偏强震荡，预计下半年伦铜波动区间在 9400-11000 美元/吨，沪铜主力合约波动区间在 76000-88000 元/吨。

### 摘要：

**主要观点：**对于下半年铜价，矿端偏紧叠加美联储降息预期不变对铜价构成强支撑，但考虑到下游在逐步适应高铜价，我们预计铜价转向高位偏强震荡，预计下半年伦铜波动区间在 9400-11000 美元/吨，沪铜主力合约波动区间在 76000-88000 元/吨。

### 核心逻辑：

（1）宏观层面去看，随着高通胀态势的缓和、欧洲央行开启降息及美联储降息预期的升温，美国及多个大型新兴市场与发展中经济体展现出了较强的经济韧性。特别是在中国，强有力的财政政策支持进一步提振了市场的乐观情绪。**这些积极因素共同作用下，全球经济面临严峻衰退的风险已显著减小**，IMF 两次上调 2024 年全球经济增长预期。

**货币政策上，当前市场的争议焦点集中在美联储降息时机、年内降息频次及幅度的预判上，对于降息本身的预期已普遍达成共识。**瑞士、瑞典、加拿大和欧洲央行已率先相继迈入降息周期，而美联储在最近的六月议息会议中释放的信息暗示，年内或有 1 次降息，也强化了对美联储货币政策转向的市场讨论。美元指数在美联储降息前仍有阶段性走强施压铜价可能，但也会刺激非美地区尤其是家电等铜密集型产品对美出口。

（2）供应端：预计 2024/2025 年全球铜矿供应增量 53.6/65.9 万吨，同比增长 2.4%/2.9%，较 2023 年的 73.3 万吨出现一定程度收紧；高精废价差打开了废铜到粗铜流程利润空间，废铜高增阶段性补充了国内原料供应，预计全球、中国精炼铜供给在 2024/2025 年分别增长 3.0%/3.8%、3.2%/4.5%。就上半年而言，继去年底第一量子在巴拿马的 Cobre 铜矿关停之后，南美厄瓜多尔武装动乱，巴西淡水河谷铜矿遭遇环保问题等制约铜精矿供给，相比于冶炼端的大幅扩张，铜矿显得较为紧张。进入下半年，Kamoa-Kakula 铜矿三期选厂提前投料运行、Ero Copper 旗下的 Tucumá 项目顺利投产带

### 有色与新材料研究团队

研究员：

沈照明  
从业资格号：F3074367  
投资咨询号：Z0015479

李苏横  
从业资格号：F03093505  
投资咨询号：Z0017197

郑非凡  
从业资格号：F03088415  
投资咨询号：Z0016667

张远  
从业资格号：F03087000  
投资咨询号：Z0019399

何妍  
从业资格号：F03128282  
投资咨询号：Z0020224

白帅  
从业资格号：F03093201  
投资咨询号：Z0020543

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

来增量，但仍未逆转当前极端加工费现实，若低加工费延续至年底势必会影响 25 年长单加工费谈判，增加了 25 年冶炼端供应不确定性。此外，刚果（金）动荡持续增加了未来供应风险，全年还存在进一步下修的风险。

**（3）需求端：预计全球、中国需求在 2024/2025 年分别增长 3.2%/4.6%、4.5%/4.8%。**

就上半年而言，中国铜终端消费除地产外整体保持较强韧性，1-5 月发电设备、空调排产和汽车产量累计同比分别增长 7.7%、26.7%和 6.6%，地产竣工在预期内表现为下滑 20.1%；海外建筑板块和欧美制造业 PMI 延续弱复苏态势。进入下半年，中国政府仍在积极维稳房地产市场和化解地方债务，政策刺激以稳为主，在上半年高增速的基础上，国内铜消费增速大概率放缓；海外方面，欧元区开启降息周期，美联储降息预期仍在，或刺激消费和投资增长，印度 1-3 月铜消费累计同比增加 24%，海外铜消费整体表现超预期。整体而言，下半年铜消费增速或边际转弱，但考虑到上半年国内铜消费超预期增长，我们分别将中国和海外 2024 年铜消费预期分别上修 0.2 和 0.1 个百分点。

**（4）就供需平衡来看，预计全球、中国在 2024/2025 年分别表现为短缺 1/13、22/32 万吨。**2024 年一季度，下游加工企业季节性备库，消费淡季下全球铜供需表现为过剩，进入二季度后，矿端偏紧制约下叠加部分终端消费超预期，但高铜价也抑制了部分下游终端消费。站在当前，我们预计铜供需在九、十月份趋紧，就整个下半年而言，在中国部分终端复苏缓慢且铜价处于高位的背景下，实际去库进程可能会偏慢，绝对价格是关键因素。就库存变化来看，截止 6 月 14 日，四地铜库存约为 56.06 万吨，比去年同期高 29.2 万吨，较去年底增加 33.7 万吨。

**投资建议：**1、单边：仍以偏多思路对待铜价；2、结构性机会：沪铜跨期正套；铜内外盘正套。

**风险因素：**国内经济复苏超预期（上行风险）；铜矿供应中断（上行风险）；宏观预期反复（双边波动风险）

目录

摘要： ..... 1

一、2024 年上半年铜市回顾 ..... 6

二、2024 年半年度铜市场观点和核心逻辑 ..... 7

三、宏观面：软着陆预期下，美联储降息一延再延 ..... 8

    （一）美国软着陆预期升温，IMF 上调 2024 年全球经济增长预期 ..... 8

    （二）发达国家陆续开启降息，美联储上修通胀预测并暗含年内仅降息一次 ..... 10

    （三）美元指数维持高位震荡，人民币跟随 ..... 11

四、基本面：矿端偏紧成共识，下半年难改善 ..... 13

    （一）全球铜市场供需 ..... 13

        1.1 2024 年铜矿产出预期高开低走，预计下半年难明显改善 ..... 13

        1.2 2024 年全球冶炼新增产能较多，预计产能利用率将下降 ..... 16

        1.3 2024 年上半年铜消费表现超预期，下半年有增速放缓可能 ..... 16

        1.4 2024 年围绕矿紧锭松持续演化，下半年供需有收紧趋势 ..... 19

    （二）中国铜市场供需 ..... 19

        2.1 铜原料市场整体趋紧 ..... 19

            2.1.1 2024 年上半年铜精矿供应偏紧，下半年难改善 ..... 19

            2.1.2 2024 年下半年废铜进口预期放缓，国产废铜预期维持高增 ..... 21

            2.1.3 2024 年阳极铜进口大幅放缓，废铜流入粗铜改善供应 ..... 22

            2.1.4 2024 年上半年铜原料供需偏紧，下半年或有若改善但难实质性好转 ..... 23

        2.2 上半年在高铜价刺激下精铜增长较快，下半年矿端偏紧或显现压制释放 ..... 23

        2.3 2024 年上半年消费超预期，下半年有转弱预期，绝对价格是关键因素 ..... 26

            2.3.1 2024 年中国铜终端消费除地产外整体保持较强韧性 ..... 26

            2.3.2 5 月初端开工表现偏弱，6 月预计继续季节性回升势头偏慢 ..... 27

        2.4 中国铜供需平衡表 ..... 28

    （三）现货与库存 ..... 29

        3.1 现货升贴水 ..... 29

        3.2 贸易升水与内外价差 ..... 30

        3.3 库存 ..... 30

五、资金面 ..... 31

免责声明 ..... 32

图表目录

图表 1：沪铜连三和 LME3 个月铜 .....	6
图表 2：2024 年全球经济增长放缓 .....	9
图表 3：OECD 综合领先指标 .....	9
图表 4：主要经济体消费者信心指数 .....	9
图表 5：摩根大通全球制造业 PMI .....	10
图表 6：主要经济体制造业 PMI .....	10
图表 7：美联储等主要央行资产负债表走势 .....	11
图表 8：美元指数与基金持仓 .....	12
图表 9：中美 10 年期国债利差与汇率走势 .....	12
图表 10：中国进口和出口增速 .....	12
图表 11：中国进出口增速和贸易差额 .....	12
图表 12：全球铜矿新扩建产能 .....	14
图表 13：全球铜矿产量 .....	15
图表 14：智利铜矿产量 .....	15
图表 15：秘鲁铜矿产量 .....	15
图表 16：全球精铜产量 .....	16
图表 17：全球精铜消费 .....	17
图表 18：美国房屋市场 .....	18
图表 19：欧洲房屋市场 .....	18
图表 20：全球汽车销量 .....	18
图表 21：全球新能源汽车销量 .....	18
图表 22：全球铜供需预测 .....	19
图表 23：中国铜精矿产量 .....	20
图表 24：铜精矿进口量 .....	20
图表 25：中国现货铜精矿 TC .....	21
图表 26：铜精矿冶炼利润 .....	21
图表 27：精炼铜和废铜价差 .....	22
图表 28：废铜进口量 .....	22
图表 29：中国进口 1#紫铜折扣 .....	22
图表 30：国内废铜产量 .....	22
图表 31：阳极铜进口量 .....	23
图表 32：国内粗铜加工费 .....	23
图表 33：中国铜冶炼厂开工率 .....	24
图表 34：精铜产量 .....	24
图表 35：中国精铜进口 .....	24
图表 36：2024 年中国新增粗炼和精炼产能 .....	25
图表 37：2024 年冶炼企业下半年检修计划 .....	26
图表 38：发电设备产量累计增速 .....	27
图表 39：汽车产量累计增速 .....	27
图表 40：空调产量累计增速 .....	27
图表 41：房地产竣工累计增速 .....	27

图表 42：铜材开工率 .....

图表 43：铜杆线开工率 .....

图表 44：铜管开工率 .....

图表 45：铜板带箔开工率 .....

图表 46：中国铜供需平衡表 .....

图表 47：SMM 铜升水均价历年走势 .....

图表 48：伦铜 Cash-3M 历年走势 .....

图表 49：洋山铜月均价与长单价格 .....

图表 50：铜现货进口月盈亏 .....

图表 51：三大交易所和上海保税库库存 .....

图表 52：中国铜社会库存 .....

图表 53：Comex 铜基金持仓 .....

28

28

28

28

29

29

29

30

30

31

31

31

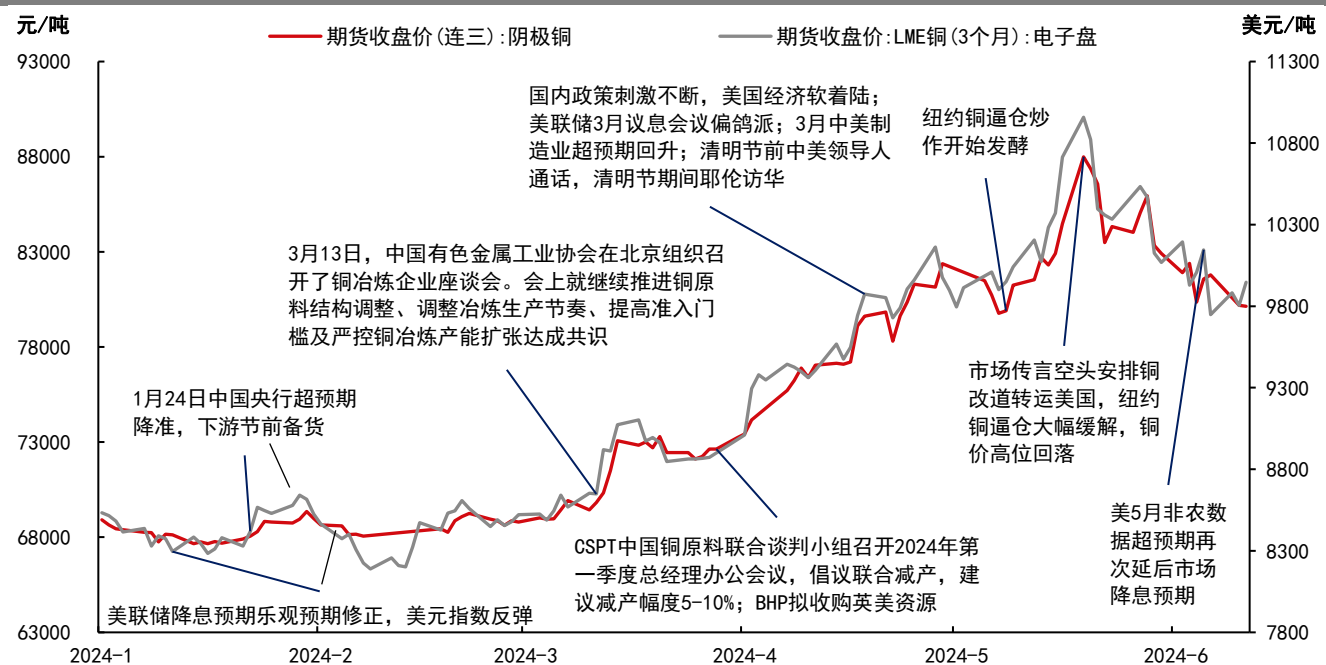
## 一、2024 年上半年铜市回顾

3 月 13 日，中国有色金属工业协会在北京组织的一场关键会议成为上半年铜市的转折点之一。在这次铜冶炼企业座谈会上，国内 19 家主要铜冶炼企业负责人与国家相关部委领导共聚一堂，深入讨论了行业面临的挑战与机遇，最终就一系列重要议题达成共识。会议强调继续推进铜原料结构调整、适时调整冶炼生产节奏以应对市场变化，同时提出要提高行业准入门槛，严格控制铜冶炼产能的无序扩张，以避免市场出现过度供给，这无疑为铜价走势奠定了一个相对紧缩的供应背景，铜价于 3 月 13 日开启了本轮趋势性的单边上涨行情。3 月 29 日，CSPT 中国铜原料联合谈判小组在第一季度召开的总经理办公会议上，面对市场动态，倡议成员企业采取联合减产措施，建议减产幅度在 5-10% 之间，以期通过控制产量稳定市场价格。此消息叠加矿业巨头 BHP 拟收购英美资源的消息，加剧了市场对铜供应端紧张情绪的猜测。

国内方面，一系列政策刺激措施的连续出台旨在稳定经济增长，而美国经济展现出了软着陆的迹象。值得注意的是，3 月美联储议息会议释放的鸽派信号，以及中美制造业数据的超预期回升，为市场注入了积极动能。此外，清明节前中美两国领导人的通话，以及清明节期间美国财政部长耶伦的访华行程，都为全球两大经济体之间的贸易关系和市场信心带来了正面影响，间接影响了铜等大宗商品的市场预期，为铜价上行提供了额外动力。

图表 1：沪铜连三和 LME3 个月铜

单位：元/吨 美元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

然而，市场情绪的骤变往往伴随着戏剧性事件。5 月，纽约铜市场的逼仓炒作开始发酵，这一事件直接推高了国内铜价，使其从 8 万元/吨左右迅速攀升至 8.8 万元/吨。但随后，随着市场传言部分空头玩家安排铜改道转运至美国，有效



缓解了纽约市场的逼仓压力，铜价随之从高位迅速回落，显示了市场情绪的敏感性和波动性。与此同时，宏观经济因素也对铜价产生了深远影响。美国 5 月非农就业数据的超预期表现，使得市场对于美联储降息的预期再度延后，这对依赖利率预期的商品市场，包括铜价，构成了短期压力。

整体而言，2024 年上半年铜价的走势是在国内外政策动态、市场预期调整、以及突发性事件共同作用下形成的趋势性上涨行情。尽管面临诸多不确定性，但行业自律、政策干预、宏观经济指标以及国际关系的微妙变化，共同塑造了铜市上半年的波动轨迹。

## 二、2024 年半年度铜市场观点和核心逻辑

**主要观点：**对于下半年铜价，矿端偏紧叠加美联储降息预期不变对铜价构成强支撑，但考虑到下游在逐步适应高铜价，我们预计铜价转向高位偏强震荡，预计下半年伦铜波动区间在 9400-11000 美元/吨，沪铜主力合约波动区间在 76000-88000 元/吨。

### 核心逻辑：

（1）宏观层面去看，随着高通胀态势的缓和、欧洲央行开启降息及美联储降息预期的升温，美国及多个大型新兴市场与发展中经济体展现出了较强的经济韧性。特别是在中国，强有力的财政政策支持进一步提振了市场的乐观情绪。这些积极因素共同作用下，全球经济面临严峻衰退的风险已显著减小，IMF 两次上调 2024 年全球经济增长预期。

货币政策上，当前市场的争议焦点集中在美联储降息时机、年内降息频次及幅度的预判上，对于降息本身的预期已普遍达成共识。瑞士、瑞典、加拿大和欧洲央行已率先相继迈入降息周期，而美联储在最近的六月议息会议中释放的信息暗示，年内或有 1 次降息，也强化了对美联储货币政策转向的市场讨论。美元指数在美联储降息前仍有阶段性走强施压铜价可能，但也会刺激非美地区尤其是家电等铜密集型产品对美出口。

（2）供应端：预计 2024/2025 年全球铜矿供应增量 53.6/65.9 万吨，同比增长 2.4%/2.9%，较 2023 年的 73.3 万吨出现一定程度收紧；高精废价差打开了废铜到粗铜流程利润空间，废铜高增阶段性补充了国内原料供应，预计全球、中国精炼铜供给在 2024/2025 年分别增长 3.0%/3.8%、3.2%/4.5%。就上半年而言，继去年底第一量子在巴拿马的 Cobre 铜矿关停之后，南美厄瓜多尔武装动乱，巴西淡水河谷铜矿遭遇环保问题等制约铜精矿供给，相比于冶炼端的大幅扩张，铜矿显得较为紧张。进入下半年，Kamoa-Kakula 铜矿三期选厂提前投料运行、Ero Copper 旗下的 Tucumá 项目顺利投产带来增量，但仍未逆转当前极端加工费现实，若低加工费延续至年底势必会影响 25 年长单加工费谈判，增加了 25 年冶炼端供应不确定性。此外，刚果（金）动荡持续增加了未来供应风险，全年还存在进一步下修的风险。

（3）需求端：预计全球、中国需求在 2024/2025 年分别增长 3.2%/4.6%、4.5%/4.8%。就上半年而言，中国铜终端消费除地产外整体保持较强韧性，1-5 月发电设备、空调排产和汽车产量累计同比分别增长 7.7%、26.7%和 6.6%，地产竣工在预期内表现为下滑 20.1%；海外建筑板块和欧美制造业 PMI 延续弱复苏态势。进入下半年，中国政府仍在积极维稳房地产市场和化解地方债务，政策刺激以稳为主，在上半年高增速的基础上，国内铜消费增速大概率放缓；海外方面，欧元区开启降息周期，美联储降息预期仍在，或刺激消费和投资增长，印度 1-3 月铜消费累计同比增加 24%，海外铜消费整体表现超预期。整体而言，下半年铜消费增速或边际转弱，但考虑到上半年国内铜消费超预期增长，我们分别将中国和海外 2024 年铜消费预期分别上修 0.2 和 0.1 个百分点。

（4）就供需平衡来看，预计全球、中国在 2024/2025 年分别表现为短缺 1/13、22/32 万吨。2024 年一季度，下游加工企业季节性备库，消费淡季下全球铜供需表现为过剩，进入二季度后，矿端偏紧制约下叠加部分终端消费超预期，但高铜价也抑制了部分下游终端消费。站在当前，我们预计铜供需在九、十月份趋紧，就整个下半年而言，在中国部分终端复苏缓慢且铜价处于高位的背景下，实际去库进程可能会偏慢，绝对价格是关键因素。就库存变化来看，截止 6 月 14 日，四地铜库存约为 56.06 万吨，比去年同期高 29.2 万吨，较去年底增加 33.7 万吨。

### 三、宏观面：软着陆预期下，美联储降息一延再延

#### （一）美国软着陆预期升温，IMF 上调 2024 年全球经济增长预期

2024 年 4 月份，国际货币基金组织（IMF）更新了其对全球经济增长的预测数据。根据发布的最新一期《世界经济展望报告》，IMF 预计 2024 年全球经济增长将达到 3.2%，这一数值较 1 月份的预测上调了 0.1 个百分点。这标志着 IMF 在 2024 年内第二次上调该年度的经济增长预期。IMF 维持 2025 年全球经济增长预期在 3.2%不变，显示出对中期经济前景的相对稳定预期。此外，IMF 上调了 2024 年及 2025 年美国经济的经济增长预期，分别调整至 2.7%和 1.9%，同时对欧元区的具体增长预测有所调整。关于通胀，IMF 预测全球总体通胀中位水平将从 2024 年底的 2.8%下降至 2025 年底的 2.4%，表明通胀压力有望缓解。IMF 认为，经济增长展现韧性，通胀快速下行，显示供应链情况有所改善，包括能源价格冲击的减缓，这对许多发达国家而言是积极的变化。这些调整反映出 IMF 对全球经济逐步实现软着陆的预期，尽管也提醒注意去通胀过程中可能遇到的金融脆弱性问题。



## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

图表 2：2024 年全球经济增长放缓 单位：%

	2022	2023	2024	2025		2022	2023	2024	2025
全球	3.5	3.2	3.2	3.2					
发达经济体	2.6	1.6	1.7	1.8	新兴经济体	4.1	4.3	4.2	4.2
美国	1.9	2.5	2.7	1.9	中国	3.0	5.2	4.6	4.1
日本	1.0	1.9	0.9	1.0	印度	7.2	7.8	6.8	6.5
欧元区	3.4	0.4	0.8	1.5	拉丁美洲	4.2	2.3	2.0	2.5
德国	1.8	-0.3	0.2	1.3	巴西	3.0	2.9	2.2	2.1
法国	2.5	0.9	0.7	1.4	墨西哥	3.9	3.2	2.4	1.4
意大利	3.7	0.9	0.7	0.7	俄罗斯	-1.2	3.6	3.2	1.8
英国	4.3	0.1	0.5	1.5	南非	1.9	0.6	0.9	1.2

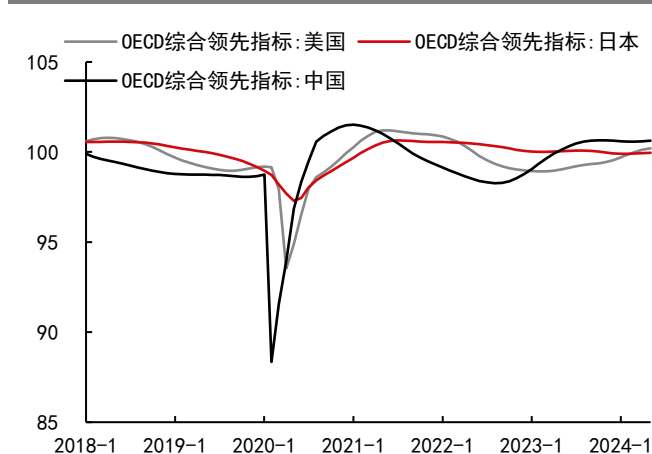
资料来源：IMF 中信期货研究所

2024 年 5 月，主要经济体 OECD 综合领先指数逐步回升，中国、美国和日本综合领先指数分别为 100.63、100.20 和 99.96，环比 4 月分别回升 0.03、0.02 和 0.08，表明主要经济体经济活动正在改善，经济增长的动力正在增加。

美国 6 月密歇根大学消费者信心指数 65.6，相比前一个月的 69.1 下降了 3.5 点，这是该指数 7 个月以来的最低水平，在高通胀和高利率环境下，消费者信心进一步修复受阻，反映出消费者对当前经济状况和未来展望的担忧加剧；欧元区 5 月消费者信息指数-14.3，环比 4 月进一步修复回升至近两年高位；日本 5 月消费者信心指数 36.7，环比回落 1.6；中国 4 月消费者信心指数回落 88.2，环比上月回落 1.2，反映出消费者对日本和中国的当前经济状况和未来展望仍缺乏信心。

图表 3：OECD 综合领先指标

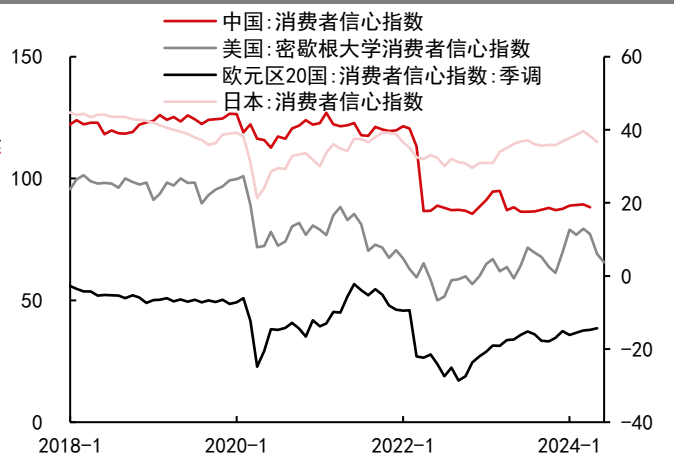
单位：数值



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 4：主要经济体消费者信心指数

单位：数值



资料来源：Wind 中信期货研究所

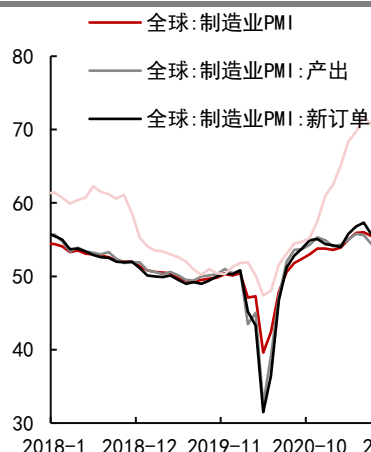
## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

图表 5：摩根大通全球制造业 PMI

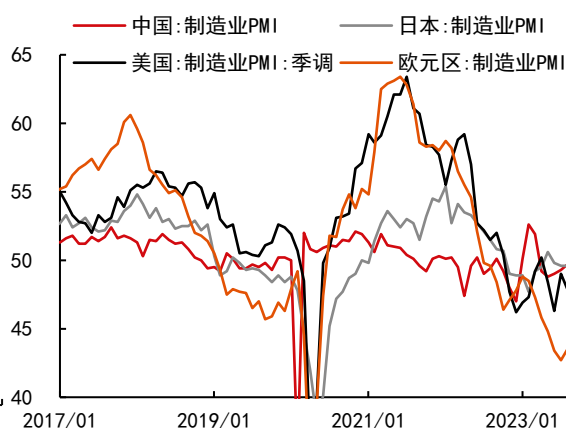
单位：%

图表 6：主要经济体制造业 PMI

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所



资料来源：Wind 中信期货研究所

2024 年 5 月摩根大通制造业 PMI 指数 50.9%，环比回升 0.6 个百分点，创出 2022 年 8 月以来新高，显示出全球制造业有所改善，主要由美国和日本制造业改善推动，欧元区制造业弱改善但仍处于荣枯线以下，中国 5 月官方制造业 PMI 重新回到荣枯线以下。5 月中国官方制造业 PMI、美国 Marit 制造业 PMI、欧元区 PMI 和日本制造业 PMI 分别为 49.5%、51.3%、47.3%和 50.4%，环比分别回落 0.9 个百分点、回升 1.3 个百分点、回升 1.6 个百分点和回升 0.8 个百分点。

从 OECD 全球综合领先指标、主要经济体消费者信心指数及制造业 PMI 指数走势来看，通胀放缓和降息预期对欧美经济有提振，但欧美消费者信心表现放缓说明进一步复苏势头并不顺畅，中国消和日本费者信心下降也可能会拖累经济进一步复苏。

### （二）发达国家陆续开启降息，美联储上修通胀预测并暗含年内仅降息一次

主要央行资产负债表表现分化，截止今年 2 月底，我们看到美联储和欧洲央行资产负债表均进一步快速收缩（相较于 2022 年 6 月高点分别下降 15%和下降 23%），而中国和日本央行资产负债表均进一步扩张，其中中国央行资产负债表抬升的斜率偏快。

3 月 19 日，日本央行以 7:2 投票通过结束负利率，将政策利率设定在 0%-0.1% 区间，符合预期，这是自 2007 年以来首次加息，长达 8 年的负利率时代终结，持续约 11 年的大规模货币宽松政策迎来转折点。同时，日本央行取消收益率曲线控制（YCC）政策，将继续购买日本国债，规模与以前基本持平。

3 月 21 日，瑞士央行意外降息，将关键政策利率下调 25 个基点，至 1.5%。此前，经济学家曾预计，瑞士央行将会把利率维持在 1.75%，并认为其在 6 月之前不会降息。

5 月 8 日，瑞典央行将基准利率从 4.00%下调至 3.750%，符合市场预期，并表示如果通胀前景仍然保持不变，预计在下半年将再次降息两次。值得一提的是，

## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

这是瑞典央行自 2016 年以来首次降息，先于邻国欧元区采取行动，为受衰退困扰的瑞典经济提供支持。

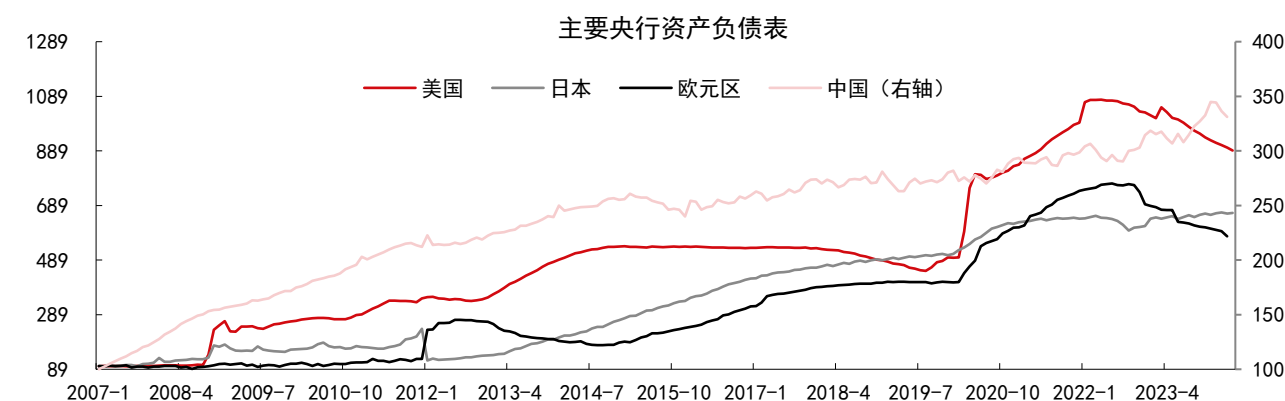
6 月 5 日，加拿大央行降息 25 个基点，从 5% 降至 4.75%，符合市场预期。加拿大央行行长暗示，如果通胀缓解，有理由预期进一步降息，加拿大成为首个降息的 G7 国家，开启宽松周期。加拿大央行的上一次利率行动是在去年 7 月，当时为加息 25 个基点。

6 月 6 日，欧洲央行决定将欧元区三大关键利率均下调 25 个基点，调整后的欧元区主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率将分别为 4.25%、4.5% 和 3.75%，该利率水平将于本月 12 日起生效。这是欧洲央行自 2019 年 9 月以来首次降息。

美国时间 2024 年 6 月 12 日，美联储 FOMC 会议维持利率不变，并公布最新经济预测，上修通胀预测，并暗含年内仅降息一次。在发布会中，鲍威尔的讲话整体而言比较中性，其中称不愿对于最新通胀数据过度兴奋等发言让市场感受偏鹰，但不能改变市场对 5 月通胀数据形成的宽松预期。

图表 7：美联储等主要央行资产负债表走势

单位：数值（2007 年 1 月为 100）



资料来源：Wind 中信期货研究所

### （三）美元指数维持高位震荡，人民币跟随

2023 年 12 月 13 日美联储议息会议时，美联储意外释放降息信号，投资者对降息的乐观预期推动美元利率阶段性快速下行，美元指数在去年底前迎来一波偏快下跌，最低跌至 101 以下。不过，进入 2024 年以来，我们发现美国就业市场表现出较强的韧性，5 月非农就业新增人数比预期稍好且回升，美国 CPI 延续震荡回落，低于市场预期。在这个背景下，投资者对美联储降息预期不断修正，降息预期的时间点也从 6 月逐步推到 9 月，美元利率回升推高美元指数。当前美元指数已经重新回到 104 上方，我们认为美元指数将继续维持偏高位震荡，直到美联储开始降息和放缓缩表。主要是基于：1、美元相较于日元和欧元等货币利差仍处于高位；2、美国制造业等经济数据表现也强于欧元区 and 日本；3、瑞士、瑞典、加拿大和欧元区央行先于美联储降息，这说明欧洲整体经济偏弱；4、基金仍在阶段性做多美元。

## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

图表 8：美元指数与基金持仓

单位：数值、手

图表 9：中美 10 年期国债利差与汇率走势

单位：数值、%



资料来源：Wind 中信期货研究所



资料来源：Wind 中信期货研究所

我们认为下半年美元兑人民币汇率将继续跟随美元指数走势，主要是基于以下两点：1、中美利差倒挂仍处于高位，并且还未有拐头迹象；2、中国货币政策偏宽松，1月24日央行超预期降准，央行资产负债表呈现快速扩张的势头。2022年和2023年中国贸易顺差收窄这个因素的影响在淡化，今年上半年贸易数据表现较好，这对人民币有支撑。不过，除了以上因素，美国针对中国的制裁措施也是一个不容忽视的因素，尤其在美国大选的背景下。

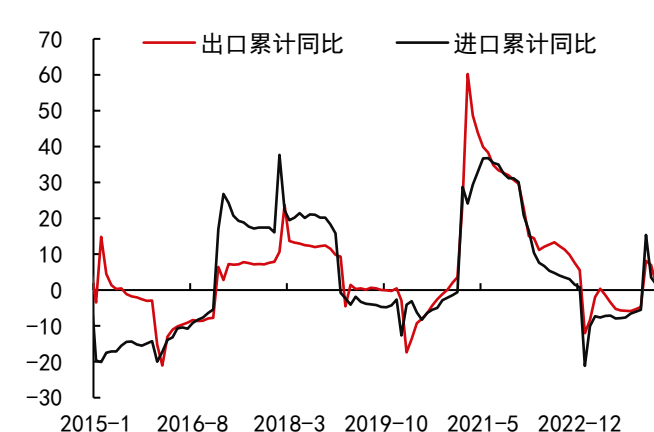
2024 年上半年来看，中国对外贸易表现靓丽，1-5 月进出口金额、进口金额和出口金额累计同比分别增长 2.8%、2.9%和 2.7%，1-5 月贸易顺差 3382.8 亿美元，比去年同期高 1.8%，较开年 1-2 月以来有放缓趋势。当前欧元区已经开启降息周期，美国通胀粘性叠加经济表现出较强韧性，市场预期美联储或于 9 月开启降息，短期对美国经济有一定负面影响，并且美国针对中国的制裁措施不断，欧盟委员会 6 月 12 号正式宣布，将对自中国进口的电动汽车征收从 17.4%-38.1% 不等的额外关税，中国出口增长还是会面临一些压力，当前持续弱复苏的势头能否延续还有待持续观察。

图表 10：中国进口和出口增速

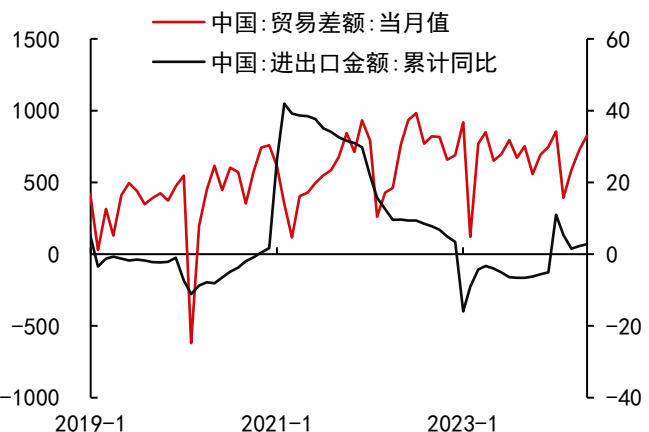
单位：%

图表 11：中国进出口增速和贸易差额

单位：%、亿元



资料来源：Wind 中信期货研究所



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 四、基本面：矿端偏紧成共识，下半年难改善

### （一）全球铜市场供需

#### 1.1 2024 年铜矿产出预期高开低走，预计下半年难明显改善

全球铜精矿供应面临多起重大扰动事件，综合影响了市场稳定与价格走势。2023 年年底，第一量子公司在巴拿马的 Cobre Panama 铜矿意外停产，至今仍未有复产消息，英美资源下调了 2024 年产量指引，这些直接导致产量预期减少约 40 万吨。今年初厄瓜多尔武装动乱，投资者一度担心影响该国铜矿生产，因为环保原因，2 月中下旬淡水河谷第二大铜矿 Sossego 一度被暂停经营许可证，不过在 2 月底该公司证实环保没有问题。秘鲁因抗议活动频发，严重影响矿产供应链，特别是铜精矿的输出能力。印尼政府于 6 月初延长了铜精矿的出口许可时限，但规定了 7.5% 的出口税率，这项规定即刻生效，且同样适用于目前豁免出口禁令的两家矿业公司——印尼自由港（Freeport Indonesia）和安曼矿业（Amman Mineral Internasional）。综上所述，这些停产、减产、运输障碍及政策不确定性共同构成了 2024 年铜精矿市场的复杂局面，引发供应短缺担忧，对全球铜市及下游产业构成显著挑战。

2022 年至 2024 年期间开始或扩大的主要项目包括刚果金的 Kamoa Kakula、Tenke，秘鲁的 Quellaveco 和 Torromochu，Quebrada Blanca，智利的 QB2 和俄罗斯的 Malmyzhskoye 和 Udokan。5 月 26 日，紫金矿业旗下刚果（金）卡莫阿铜矿三期选厂提前 6 个月投料运行，全面达产后，卡莫阿铜矿年矿产铜产量将提升至 60 万吨以上，晋升为非洲最大、全球第四大铜矿山。同时，一些中小型项目和扩展也将增加产出，如 Ero Copper 旗下位于巴西 Pará 的 Tucumá 项目在获得运营许可后，将于 2024 年 7 月投产，该铜矿铜产量预计将从 2024 年下半年的 1.7-2.5 万吨增加到 2025 年达到 5.3-5.8 万吨。MMG 计划投资 7 亿美元将位于博茨瓦纳的 Khoemachau 铜产量增加一倍，该铜矿的铜产量将从 6 万吨增加至 12-13 万吨，预计在 2025 年之后达产。



## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

图表 12：全球铜矿新扩建产能

单位：千吨

	2023	2024	2025	2026
Escondida	22	-8	-14	0
Buenavista Zinc	1	14	12	0
Olympic Dam	15	-9	-9	0
Chuquicamata Underground	0	32	20	0
Polar	-8	57	-10	-17
Cobre Panama	20	-380	100	200
Cerro Verde	-6	6	31	0
El Teniente	-53	71	5	0
Grasberg	0	25	25	25
Kansanshi	-21	23	17	4
Julong Copper	10	20	30	100
Kamoa-Kakula	60	100	80	10
Toromocho	-10	85	0	0
KFM	80	40	0	0
Timok	20	10	65	5
Oyu Tolgoi Underground	39	20	-1	-8
Quebrada Blanca Phase II	100	180	97	10
Quellaveco	217	3	58	20
Radomiro Tomic	14	7	-46	-101
Spence Growth Operation	15	20	22	12
Mount Isa	21	-11	-66	-54
Sabolo	53	36	18	6
TFM	85	127	11	13
Sossego	24	-24	46	1
Las Bambas	47	0	36	33
Udokan	5	42	87	124
Yulong Copper	-13	30	10	10
Tucumá	0	20	35	0
合计	737	536	659	393

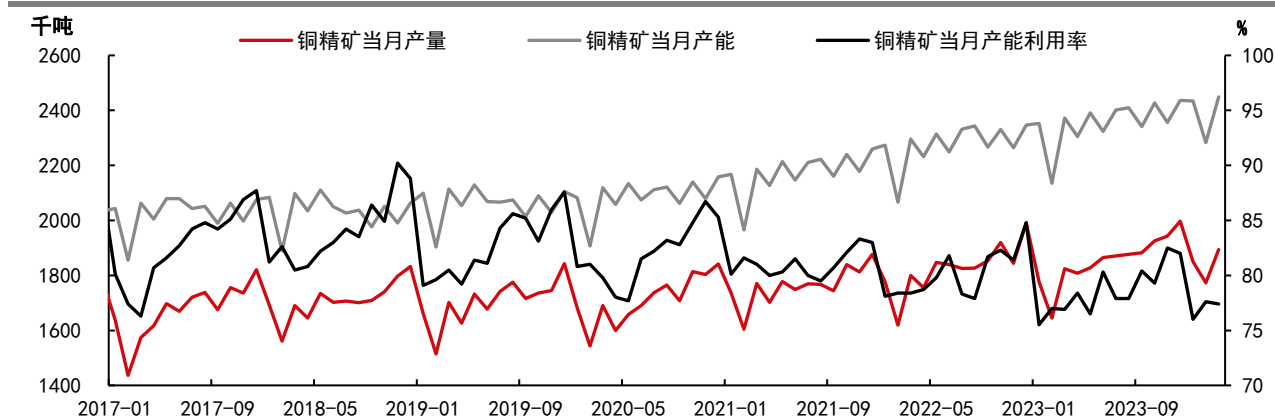
资料来源：ICSG SMM 彭博 中信期货研究所

根据 ICSG 统计数据,2023 年 3 月全球铜矿产量 1894 千吨,同比增加 3.84%,当月铜精矿产能 2449 千吨,同比增长 3.25%,1-3 月铜矿产量累计 5517 千吨,同比增长 4.6%。2024 年 3 月铜矿产能利用率降至 77.4%,较年初减少 4.6 个百分点。从产能、产量增速及产能利用率来看,进入 24 年以来全球铜矿产出意外扰动较多,产能利用率偏低,这在一定程度上限制精铜产量增长。

# 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

图表 13：全球铜矿产量

单位：千吨、%



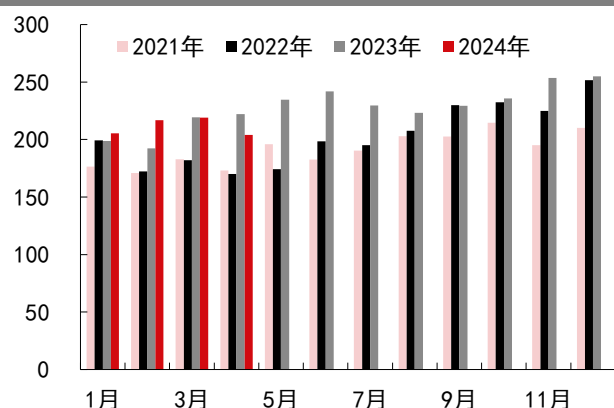
资料来源：同花顺 ICSG 中信期货研究所

据外媒 6 月 13 日报道，秘鲁矿产及能源部发布的数据显示，2024 年 4 月该国铜产量同比下降 8.2%，约为 20.4 万吨。2024 年 1-4 月秘鲁铜产量总计 84.5 万吨，同比小幅增长 0.4%。前四个月的累计产量主要得益于 Southern Copper 和英美资源旗下的 Quellaveco 铜矿增产。秘鲁矿业部长 Romulo Mucho 在 3 月初表示，预计 2024 年秘鲁铜产量将达到 300 万吨，相较于 2023 年的产量 276 万吨有所增长。

据外媒 6 月 7 日消息，智利铜业委员会发布的数据显示，2024 年 4 月智利铜产量环比下降 6.7% 至 40.6 万吨，较去年同期减少 2.55%，2024 年 1-4 月智利铜累计产量为 169.1 万吨，同比增加 1.56%。其中，智利国营矿业公司、全球最大的铜生产商智利国家铜业公司 (Codelco) 4 月份的铜产量与去年同期相比下降 6.1%，总产量为 9.51 万吨。必和必拓 (BHP) 控股的 Escondida 铜矿的铜产量降幅更大，当月产量减少 6.8%，至 9.8 万吨。由嘉能可公司 (Glencore) 和英美资源集团 (Anglo American) 联合经营的 Collahuasi 铜矿的数据显示，铜产量增长 1.9%，达到 4.23 万吨。该国 2023 年铜矿产量约为 536.8 万吨，同比下降 1.9%，根据 1 月智利铜业委员会的预测，2024 年智利国营铜业产量止跌回升将推升该国铜矿产量回升至 564 万吨。

图表 14：智利铜矿产量

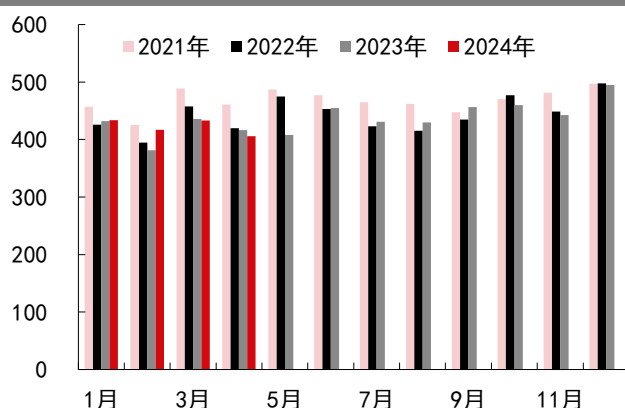
单位：千吨



资料来源：SMM 彭博 中信期货研究所

图表 15：秘鲁铜矿产量

单位：千吨



资料来源：SMM 彭博 中信期货研究所

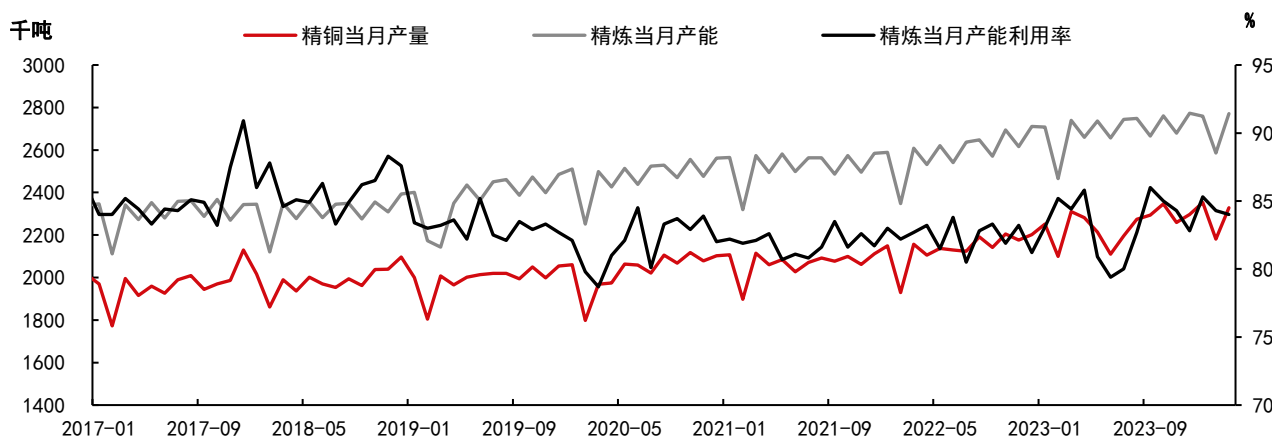
## 1.2 2024 年全球冶炼新增产能较多，预计产能利用率将下降

2024 年国内外铜冶炼产能新增较多，产能利用率可能会下降。2023 年全球精铜产能增长有所放缓，实际产能利用率有所回升，但冶炼端的干扰仍较多。不过跟 2022 年不同的是，2023 年冶炼端干扰主要发生在国外，比如：智利 Chuquibambilla 冶炼厂在 2022 年底和 2023 年初进行了为期近 4 个月的检修（环保原因）；而国内冶炼端较为平稳，产能利用率非常高。进入 2024 年，我们看到国内和国外铜冶炼厂新建产能规模均较大，并且铜精矿加工费大幅回落，估计冶炼产能利用率可能会下降。

根据 ICSG 统计的数据，2024 年 3 月全球精铜产量 2328 千吨，同比增长 0.74%，1-3 月精铜产量累计 6862.0 千吨，同比增长 2.76%。2024 年 3 月全球精铜产能 2771 千吨，同比增长 1.2%，3 月全球精铜产能利用率为 84.0%，而 2023 年 3 月全球铜冶炼产能利用率为 84.4%，这说明 2023 年铜冶炼产能利用率较高，这主要是受益于国内冶炼产能利用率的提升。

图表 16：全球精铜产量

单位：千吨、%



资料来源：同花顺 ICSG 中信期货研究所

## 1.3 2024 年上半年铜消费表现超预期，下半年有增速放缓可能

2024 年新能源领域持续爆发需求，印度铜消费受基础设施提振同比大增 24%。2024 年上半年，全球铜消费市场展现出先扬后抑的态势，一季度消费表现超出预期，主要得益于新能源领域持续爆发的需求、供应链紧张引发的库存担忧，以及各国政府对基础设施建设和新能源产业的政策扶持。特别是光伏和风电等可再生能源项目及新能源汽车行业在 2023 年高基数的基础上的蓬勃发展，显著推高了铜需求。此外，中国铜传统需求方面也表现较为亮眼，电网投资 1-4 月份累计同比增长 24.9%，地产端预期内整体表现较弱，而地产后周期的商品，如家电、汽车等受外需拉动整体表现超预期。分国别来看，印度铜消费受益于莫迪政府对基础设施建设投入，在全球主要经济体表现最为亮眼，据 ICSG 数据显示，2024 年一季度印度精炼铜消费累计同比增长 24%，而全球和中国精炼铜消费增速分别为 3.7%和 2.7%。进入二季度，消费增长略有回调，但仍维持在较高水平，这反映出

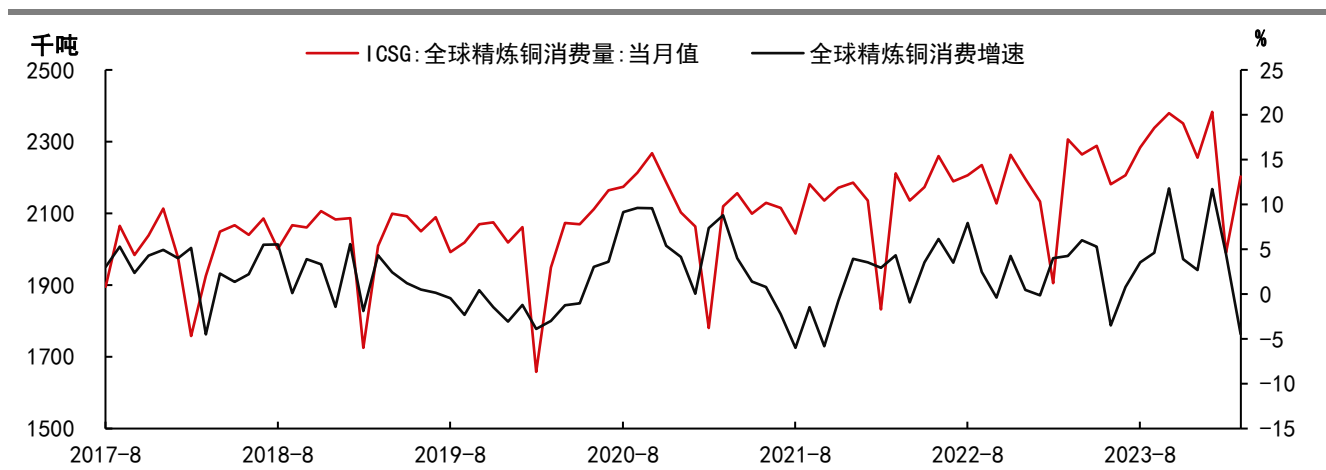
## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

市场在面对宏观经济不确定性时的韧性。

根据 ICSG 统计的数据，2024 年 3 月全球精炼铜消费量为 220.3 万吨，同比减少 4.47%，1-3 月全球精炼铜消费量 657.6 万吨，累计同比增加 3.7%。就国内需求而言，进入下半年，中国房地产竣工和销售放缓背景下，家电和汽车产销预计会受到影响，设备更新换代对家电和汽车板块的拉动预计在下半年才会逐步显现，家电、汽车等传统领域受到全球经济放缓趋势的影响或导致出口下降，加之季节性因素和需求淡季的到来，通常会导致精铜杆等下游产品开工率下滑。同时，国内消费动力虽在结构调整中维持稳定，却也难以完全弥补其他领域需求减缓的缺口。就海外需求而言，5 月欧美制造业 PMI 仍处于荣枯线以下且未摆脱继续回落迹象，进入 24 年以来，美联储降息预期摇摆并且降息时点一延再延，美国地产和汽车消费逐步呈现出转弱迹象，对于海外消费不应过度乐观。

图表 17：全球精铜消费

单位：千吨、%



资料来源：Wind 中信期货研究所

从海外铜下游来看，欧美房屋和汽车市场逐步显现疲态。美联储 6 月 FOMC 会议连续第 7 次维持利率在 5.25%-5.5% 不变，上修通胀预测并暗含年内仅降息一次，当前利率居高不下不利于美国购房需求的释放，2024 年 4 月，美国成屋、新屋销售折年数分别为 414 万套、63.4 万套，同比分别下降 3.3% 和 6.6%，环比分别下降 1.9% 和 4.7%。2024 年 3 月欧元区 19 国营建产出为 104.6 个点（2021 年 = 100），同比增加 0.1 个点，环比回升 0.1 个点，整体延续弱势。6 月 6 日，欧洲央行决定将欧元区三大关键利率均下调 25 个基点，这是欧洲央行自 2019 年 9 月以来首次降息，短期欧元区营建产出增长或存在一定的不确定性。

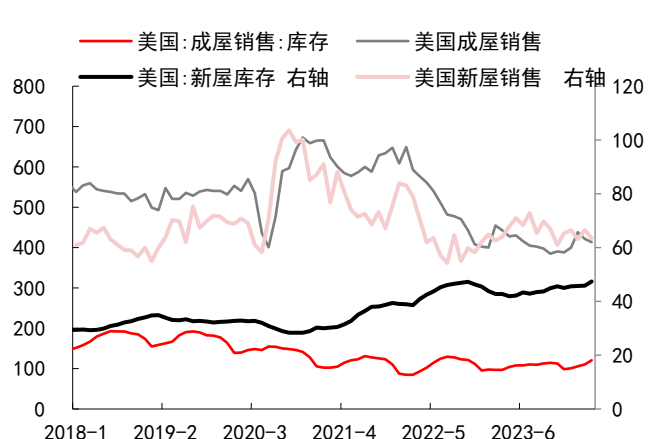
# 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

图表 18：美国房屋市场

单位：万套

图表 19：欧洲房屋市场

单位：数值 %



资料来源：Wind 中信期货研究所



资料来源：Wind 中信期货研究所

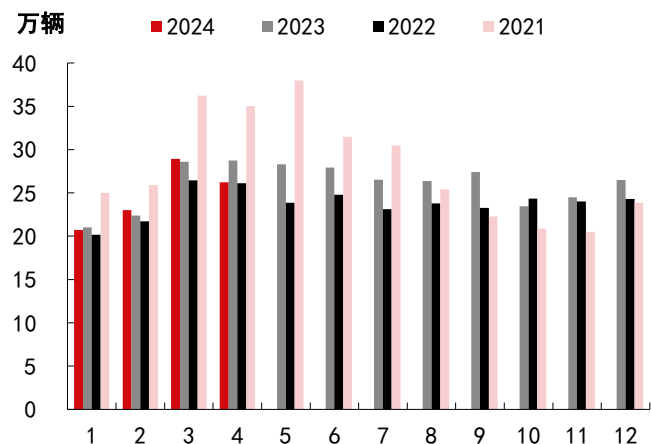
2023 年全球汽车市场销售增长超预期，传统车和新能源车销售表现均较为靓丽。根据彭博统计数据，2023 年 1-12 月全球汽车销量 7705 万辆，同比增长 12.2%，其中欧洲和美国 2023 年汽车销量分别增长 13.7% 和增长 13%。进入 2024 年全球汽车销售保持偏快增速，不过，过去两年居民储蓄率明显下降，进一步信用透支消费受限可能会制约汽车销量增长。根据美国经济分析局数据，美国 4 月汽车销量总计 26.2 万辆，同比下降 8.8%，环比下降 9.34%，1-4 月汽车累计销量 98.84 万辆，同比下降 1.9%；欧洲 2024 年 4 月份乘用车注册量同比增加 12.0%，环比下滑 21.9%，1-4 月累计注册量同比增加 6.5%；中国 2024 年 1-5 月汽车销量 1149.3 万辆，累计同比增长 8.3%。

图表 20：全球汽车销量

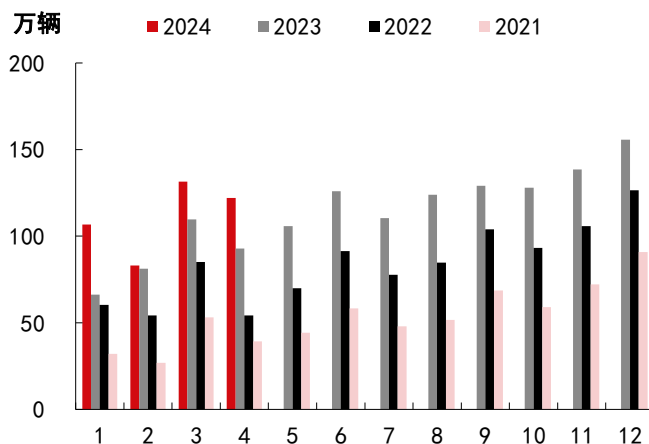
单位：万辆

图表 21：全球新能源汽车销量

单位：万辆



资料来源：Wind 美国经济分析局 中信期货研究所



资料来源：Wind EV Sales 中信期货研究所

根据 EV Sales 等机构数据统计，2024 年 4 月全球新能源汽车销量为 122.12 万辆，同比增加 31.49%，环比下降 7.11%，1-4 月全球新能源汽车累计销量 443.39 万辆，同比增长 26.65%。其中，中国 1-4 月新能源汽车累计销量 293.87 万辆，同比增加 32.26%；欧洲 1-4 月新能源汽车销量 91.73 万辆，同比增加 6.48%；除中国和欧洲外其他地区 1-4 月的新能源汽车销量 57.8 万辆，同比 38.4%。



#### 1.4 2024 年围绕矿紧锭松持续演化，下半年供需有收紧趋势

全球铜矿生产扰动不断，预计 2024 年全球铜矿供应增量 53.6 万吨，同比增长 2.4%，考虑到智利、秘鲁和刚果金等地铜矿生产条件，预计下半年难有明显改善，全年还存在进一步下修的风险。同时，今年国内新建粗炼和精炼产能提升到 100 万吨左右，海外冶炼新增产能超过 70 万吨，主要集中在印尼，2025 和 2026 年全球将迎来铜冶炼产能快速扩张期，由海外主导。考虑到部分废铜通过粗铜流程补充了铜原料供应，我们认为 2024 年全球铜矿产量和精铜产量分别增长 2.4% 和 3.0%。考虑到中国政府仍在积极维稳房地产市场和化解地方债务，政策刺激以稳为主，国内铜消费增速大概率放缓，不过考虑到新能源电网消纳考核调整及设备更新换代政策，中国铜消费预期有所改善；在高通胀缓解和欧美央行降息预期背景下，货币紧缩环境改善使得欧美经济呈现出一定韧性，我们上调了对海外铜需求的预估至 1.5% 左右，我们认为 2024 年全球铜消费增长 3.2%。

就上半年来看，继去年底巴拿马第一量子旗下 Cobre 铜矿关停之后，南美厄瓜多尔武装动乱，巴西淡水河谷铜矿遭遇环保问题和赞比亚及刚果金电力供应削减等等，这都对铜矿产量增长造成扰动，受益于一季度铜精矿增量继续释放，预计 2024 年 H1 全球铜精矿增长 3.1%，精炼铜供应增长 2.2%，而需求整体保持稳定增长 2.9%，供需整体呈现一季度宽松、二季度供需收紧趋势。就下半年而言，Kamoa-Kakula 铜矿三期选厂提前投料运行、Ero Copper 旗下的 Tucumá 项目顺利投产又带来增量，但在去年高基数下整体增速表现为增长 1.8%，而下半年炼厂新投产能增加，产能爬坡或推动下半年精炼铜供应整体增长 3.8%，而需求端延续复苏态势，预计全球消费增长 3.5%，2024 年精炼铜供需下半年整体呈现偏紧格局。

图表 22：全球铜供需预测

单位：万吨、%

	2023	2024-Q1	2024-Q2	2024-Q3	2024-Q4	2024	2025
铜矿产量	2227	552	559	572	597	2281	2347
增速	1.7%	4.6%	1.7%	1.7%	1.8%	2.4%	2.9%
精铜产量	2695	686	671	698	720	2776	2880
增速	5.0%	2.8%	2.6%	2.4%	3.3%	3.0%	3.8%
精铜消费量	2689	658	687	702	730	2777	2902
增速	3.4%	3.7%	1.8%	1.3%	1.2%	3.2%	4.6%
过剩量	6	29	-16	-4	-10	-1	-22

资料来源：ICSG IWCC Wind 安泰科 中信期货研究所

## （二）中国铜市场供需

### 2.1 铜原料市场整体趋紧

#### 2.1.1 2024 年上半年铜精矿供应偏紧，下半年难改善

2024 年 1-4 月，中国铜精矿产量 54.4 万金属吨，同比减少 3.1 万金属吨或下降 5.44%。2024 年 1-5 月，中国铜精矿进口 1160.0 万实物吨（折算 290 万金属吨），同比增加 2.5% 或 71.1 万实物吨（折算 17.8 万金属吨）。分进口国别来

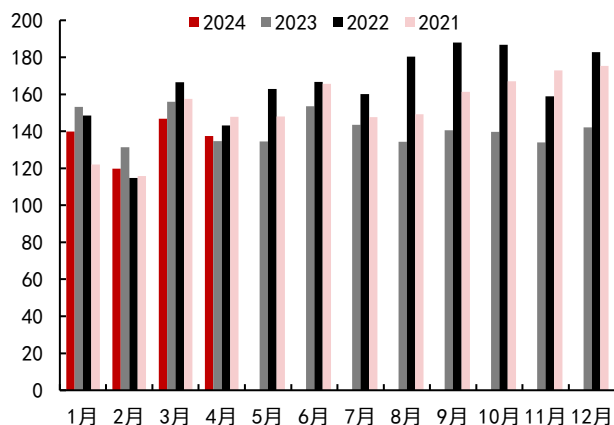
## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

看，1-4 月中国自智利和秘鲁进口铜精矿的比例为 57.6%，较去年同期增加 2.95 个百分点。此外，中国自澳大利亚进口铜精矿自去年 12 月已逐步恢复，1-4 月自澳大利亚进口 8.1 万实物吨，占比 0.86%。2024 年 1-4 月，中国铜精矿供应合计增长约 11.3 万金属吨，折年数约 34.2 万金属吨，而 2024 年中国铜粗炼产能增加约 91 万吨，叠加海外如印尼、印度和哈萨克斯坦等国家也在积极布局铜精矿下游冶炼及加工产能，国内铜精矿供需偏紧格局难逆转。

进入 2024 年后，巴拿马第一量子旗下 Cobre 铜矿停产、英美资源下调产量指引等供应端扰动的影响开始逐步显现，进口铜精矿现货加工费自去年底的 62.55 美元/吨大幅回落至 0.87 美元/吨，铜精矿供应收缩的同时还伴随着国内如恒邦 10 万吨冶炼产能投产、白银有色 20 万吨冶炼产能重新启动和金川集团 40 万吨/年智能铜电解项目顺利投产等铜精矿需求的继续增加。3 月 13 日，中国有色金属工业协会在北京组织召开了铜冶炼企业座谈会，国内 19 家铜冶炼企业主要负责人在会上达成继续推进铜原料结构调整、调整冶炼生产节奏和提高准入门槛及严控铜冶炼产能扩张等共识。3 月 28 日，CSPT 小组于在上海召开 2024 年第一季度总经理办公会议，再次倡议联合减产 5-10%，会议暂不设定二季度现货铜精矿采购指导加工费。由于行业内主要炼厂签订长单比例较高，铜精矿现货加工费大幅下跌趋势并未得到有效遏制，并于 5 月 10 日当周下跌到 -1.43 美元/吨的极端负值水平，铜冶炼厂现货矿冶炼利润亏损超过 2000 元，铜精矿长单冶炼利润仍维持在偏高水平，单吨盈利 1200 元左右。

图表 23：中国铜精矿产量

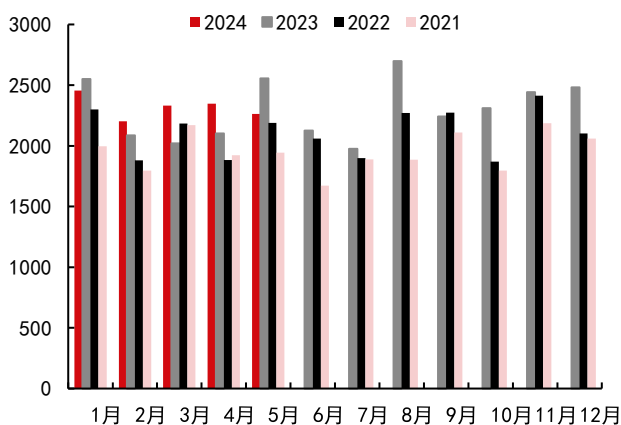
单位：千吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 24：铜精矿进口量

单位：千实物吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

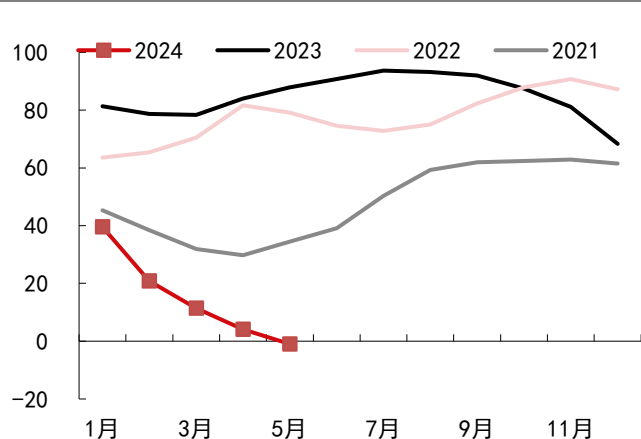
## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

图表 25：中国现货铜精矿 TC

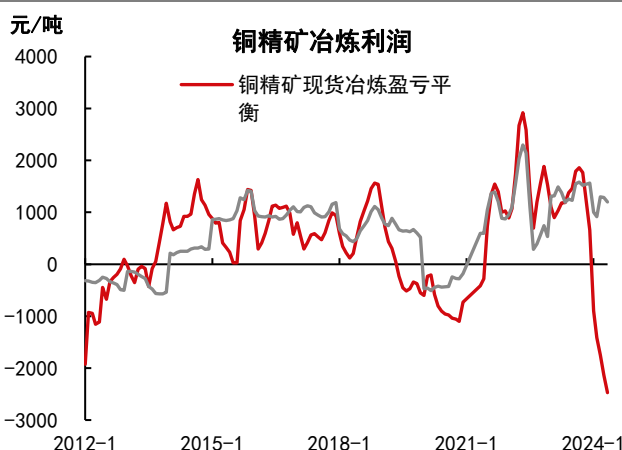
单位：美元/吨

图表 26：铜精矿冶炼利润

单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所



资料来源：SMM 中信期货研究所

### 2.1.2 2024 年下半年废铜进口预期放缓，国产废铜预期维持高增

3 月 13 日以来，铜价自低位快速上涨，高铜价下利于海外废铜释放。2024 年 1-4 月，中国累计进口废铜 78.3 万吨，同比增长 25.0%。其中，3 月和 4 月合计进口废铜 44.4 万吨，占总废铜进口的 56.7%。分国别来看，1-4 月自美国进口废铜较去年增加 4.15 万吨，自日本进口废铜较去年增加 1.99 万吨，中国自发达国家进口废铜普遍有所回升。展望 2024 年，预计海外废铜供应还将有小幅增长，毕竟海外经济呈现出较强韧性且铜价坚挺，这有利于释放。不过海外废铜的需求也在增加，比如：2023 年 11 月上旬，欧洲最大铜冶炼商 Aurubis 宣布，在美国佐治亚州的 Augusta 市建设回收材料冶炼厂，该公司称，预计该再生冶炼厂将在 2024 年下半年投产，届时将会出现和国内争抢废铜原料的情况。过去两年自美国进口废铜量上升贡献巨大，一旦下半年美国自身废铜需求上升，那么中国废铜进口将面临放缓压力。

进入 2024 年以来，一季度铜精废价差均值为 1838.8 元/吨，二季度铜精废价差均值增加 1536.4 元/吨至 3375.1 元/吨，精铜快速上涨后导致废铜需求增加，然而，一季度中国进口 1#紫铜折扣均值为 8.8 美分/磅，二季度中国进口 1#紫铜折扣均值增加 12.5 美分/磅至 21.4 美分/磅，高铜价下促进了海外废铜释放，同时，高精废价差打开了废铜到粗铜流程的利润空间，废铜供需阶段性转为宽松。根据最新数据显示，6 月 14 日，铜精废价差自前期高点 5477.2 元/吨已经回落至 1861.7 元/吨，中国进口 1#紫铜折扣也自前期高点 31 美分/磅回落至 26 美分/磅，废铜供应有逐步收紧趋势。根据 SMM 统计的数据，2024 年 1-5 月中国国内废铜产量 48.2 万吨，同比减少 1%或 0.4 万吨，今年 5 月中国废铜产量 10.3 万吨，同比增长 41%。考虑到今年铜价较为坚挺且国内铜存量仍处于偏快的报废周期内，预计国内废铜供应将继续保持偏快增长，全年废铜供应预计增长 15-20 万吨。

日前，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》（以下简称《行动方案》），《行动方案》提出，到 2027 年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25%以上；报废汽车

## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

回收量较 2023 年增加约一倍，二手车交易量较 2023 年增长 45%，废旧家电回收量较 2023 年增长 30%，再生材料在资源供给中的占比进一步提升。如果考虑到《行动方案》执行后的拉动，今年全年国内废铜供应释放量大概率会超我们的预期。

图表 27：精炼铜和废铜价差

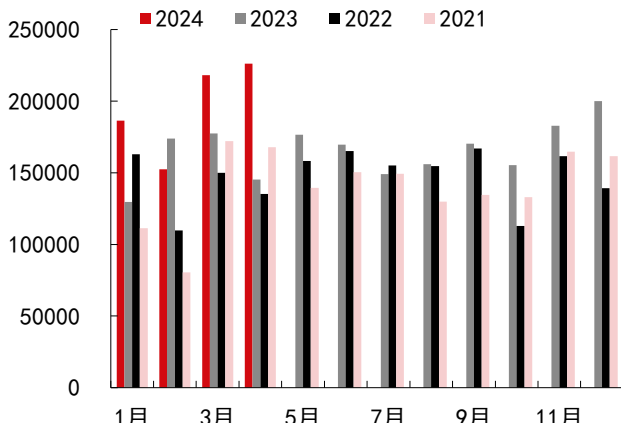
单位：元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 28：废铜进口量

单位：实物吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 29：中国进口 1#紫铜折扣

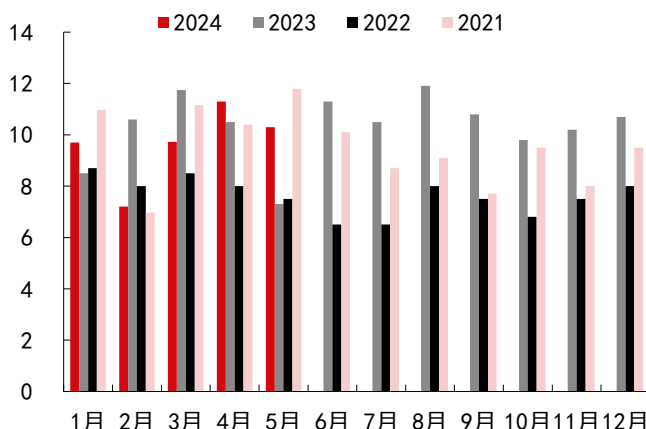
单位：美分/磅



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 30：国内废铜产量

单位：万金属吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

### 2.1.3 2024 年阳极铜进口大幅放缓，废铜流入粗铜改善供应

2024 年 1-4 月，中国累计进口阳极铜 29.7 万吨，同比减少 20.6%或 7.7 万吨，整体表现偏弱，自非洲和智利的进口量均明显下降，智利这边跟该国整体产量下降有一定关系，非洲这边除了极端降水造成部分冶炼厂产量下滑外，交通运输不畅是一个很重要的原因，并且持续至今。从中国阳极铜进口来源国来看，2024 年 1-4 月自赞比亚进口占比上升 0.96 个百分点，自刚果金进口占比下降 0.48 个百分点，自南非进口占比下降 1.93 个百分点，自坦桑尼亚进口占比上升 3.57 个百分点，自智利进口占比下降 1.36 个百分点，自巴基斯坦进口占比下降 0.6 个百分点。

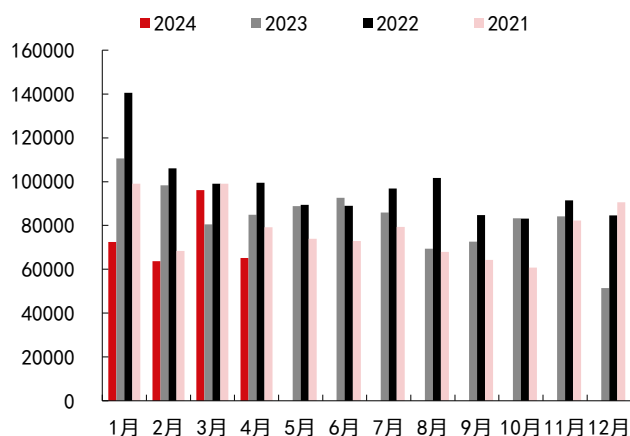
进入到 2024 年中国粗铜供应有逐步转松趋势，5 国内粗铜加工费均值 1650

## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

元，环比回升 450 元，处于历史同期偏高水平（仅低于近五年内的 2021 年，2021 年 5 月为 1900 元/吨），6 月中旬周度粗铜加工费继续上升到 2100 元/吨，这说明国内粗铜供需偏宽松，进口粗铜加工费今年以来一直维持在 100 美元窄幅波动，6 月中旬 CIF 进口粗铜周度均价为 120 美元/吨，整体上看粗铜供应偏宽松，主要原因是高精废价差下导致废铜作为原料流入粗铜缓解，当前高精废价差已经回落，预计废铜流入粗铜环节量将会有所下降。

图表 31：阳极铜进口量

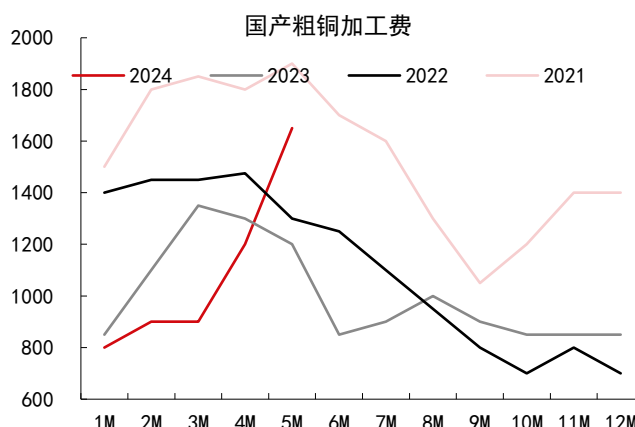
单位：吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 32：国内粗铜加工费

单位：元/吨 美元/吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

### 2.1.4 2024 年上半年铜原料供需偏紧，下半年或有若改善但难实质性好转

根据我们的估算，2024 年中国铜原料（包括铜精矿产量、进口、废铜进口、铜锭进口及阳极铜进口）供应偏充裕，但相比于精铜产量，原料库存预期下降。2024 年 1-4 月中国铜原料供应增速约为 3.1%，远低于精铜产量 6.0% 的增速。2024 年上半年由于国内冶炼厂积极生产且有近 30 万吨冶炼产能投放，原料需求保持高增长，但原料供应增长放缓，主要是由于铜精矿进口放缓，并且阳极铜进口大幅收缩，铜原料供需偏紧张，但二季度伴随着冶炼厂检修规模有所增加，同时废铜流入粗铜环节改善了原料供应，铜原料供需偏紧在一定程度上得到缓解。进入下半年，铜原料紧张局面将弱改善，但精废价差已经自高位回落，铜原料偏紧的局面难以出现实质性的好转。

### 2.2 上半年在高铜价刺激下精铜增长较快，下半年矿端偏紧或显现压制释放

2024 年上半年中国精铜产量增长明显提升，主要是受益于年初国内有近 30 万吨冶炼产能投产，包括白银有色 20 万吨铜冶炼产能重启和恒邦 10 万吨铜冶炼新增产能，并且上半年铜检修较少，冶炼产能利用率处于偏高位，而由于春节前后进口窗口阶段性出于打开状态，这使得 1-2 月国内精铜净进口大幅增加。整体来看，一季度国内精铜供应增长较快。进入二季度，高铜价叠加消费旺季刺激下精铜继续释放，金川集团 40 万吨/年智能铜电解项目于 6 月顺利投产，下半年精铜放量或继续维持高位。

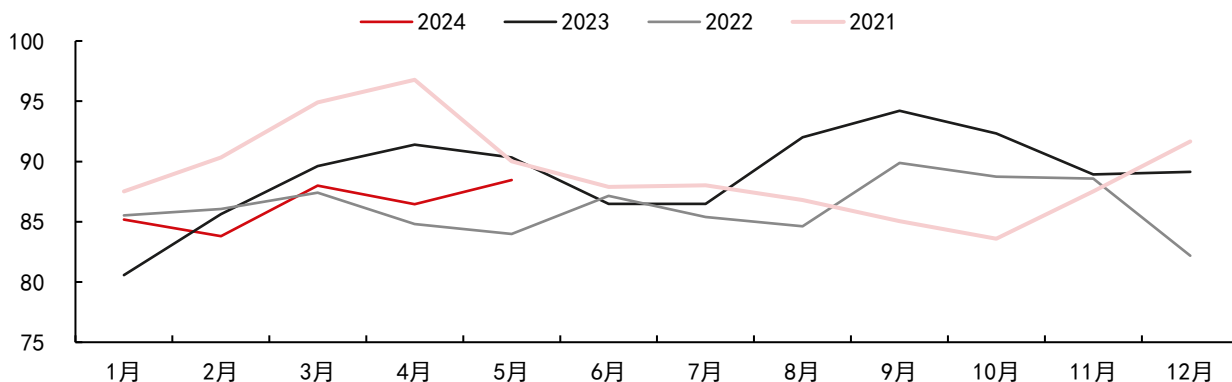
2024 年 1-5 月 SMM 中国精铜累计产量 491.3 万吨，同比增长 5.9%。SMM 预计



## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

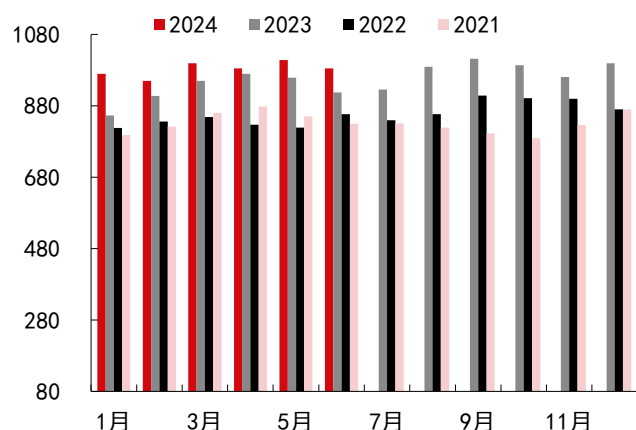
6 月国内精铜产量为 98.5 万吨，同比增加 7.31%。海关总署统计，1-5 月中国未锻造铜与铜材进口 232.6 万吨，同比增长 8.8%，1-4 月中国精铜进口 98.9 万吨，同比下滑 12.1%，同期累计出口 7.04 万吨，同比下降 45.4%。

图表 33：中国铜冶炼厂开工率 单位：%



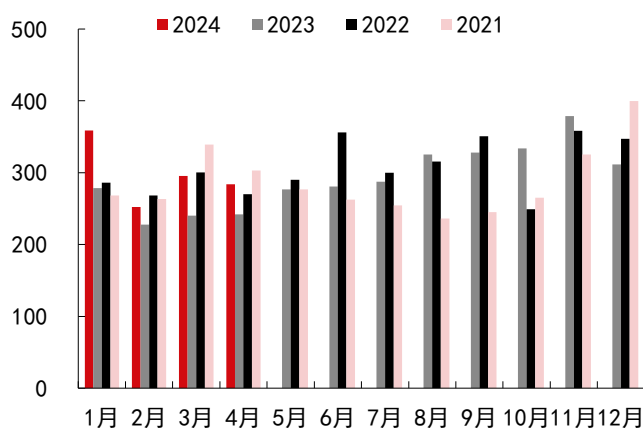
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 34：精铜产量 单位：千吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 35：中国精铜进口 单位：千吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

图表 36：2024 年中国新增粗炼和精炼产能

单位：万吨

公司名称	粗炼新增	精炼新增	所用原料	投产日期
山东烟台国兴铜业	8	8	铜精矿	2023-9
广西南国铜业	40	40	铜精矿	2023-4
中条山有色金属	18	18	铜精矿	2023-10
江西鑫科	10		废杂铜	2023-3
2023年小计	76	66		
白银有色（重启）	20	20	铜精矿	2024-Q1
富邦铜业	6		铜精矿	2024-6
葫芦岛宏跃北方铜业	5		铜精矿	2024-Q2
恒邦铜业	10	10	铜精矿	2024-Q1
五矿铜业（湖南）	20	5	铜精矿	不确定
楚雄滇中有色金属		20	铜精矿	2024
安徽友进冠华新材料		15	铜精矿	2024
包头华鼎铜业		7	铜精矿	2024
金川本部	30		铜精矿	2024-12
广西南国铜业		40	铜精矿	2024
巴彦淖尔西部铜业		5	铜精矿	2024下半年
2024年小计	91	122		
金川集团（本部）		40	铜精矿	2025
金川集团（防城港）	30		铜精矿	2025
赤峰金通铜业	30	30	铜精矿	2025
安徽友进冠华新材料		15	铜精矿	2025
梁山矿业		13	铜精矿	2025
铜陵有色	50		铜精矿	2025
西南铜业（搬迁扩建）	15		铜精矿	2025
2025年小计	125	98		
营口建发盛海（一期）	30	30	铜精矿	2026
铜陵有色金属集团		50	铜精矿	2026
2026年小计	30	80		

资料来源：SMM 中信期货研究所

上半年国内冶炼厂生产的积极性较高，并没有出现像市场预期的一样矿端偏紧向锭端传导，一方面是高比例长单背景下，铜冶炼利润尚可，现货矿冶炼亏损不至于让冶炼企业主动减产，毕竟地方政府还面临稳经济的压力，另外一方面此前在两会前后，协会有传出组织冶炼厂集体应对铜精矿加工费过低的问题，所以3月很少有冶炼厂检修。

据中国有色金属协会官网，3月13日中国有色金属工业协会在北京组织召开铜冶炼企业座谈会，国内19家铜冶炼企业主要负责人参会。与会企业在调整冶炼生产节奏、严控铜冶炼产能扩张等方面达成共识。与会企业就调整现有生产线检修计划及压减生产负荷、新建产能推迟投运以及推迟达产达标时间等方面达成一致。

根据SMM统计数据，2024年二季度国内冶炼厂检修规模稍多，检修规模合计约469万吨，比过去两年要高，但低于2021年二季度的水平，这意味着二季度国内精铜产量增长可能放缓。进入到下半年，考虑到今年有新增产能投放且冶炼

## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

厂长单比例较高，预计实际检修造成的减量不会明显超过 2022/2023 年同期，可能在 20 万吨左右。

图表 37：2024 年冶炼企业下半年检修计划 单位：万吨

公司名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	结束时间	备注	预估影响精铜产量
阳谷建发铜业有限公司	40	50	2024-05	2024-06	50-55 天	4
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	2024-07	55 天	2.5
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	30 天	1
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	20	2024-05	2024-06	45 天	1.2
赤峰金通铜业有限公司	30	25	2024-06	2024-06	20 天	1.5
国投金城冶金有限责任公司	10	10	2024-06	2024-06	20 天左右	0.7
包头华鼎铜业发展有限公司	20	3	2024-06	2024-06	25 天	0
楚雄滇中有色金属有限责任公司	15	0	2024 年 7 月上旬	2024-08	25 天左右	0
赤峰云铜有色金属有限公司	40	40	2024-07	2024-08	轮休	3.5
飞尚铜业有限公司	10	0	2024-09	2024-09	5-10 天	0
江铜国兴（烟台）铜业有限公司	24	24	2024-09	2024-10	45 天	2.2
豫光金铅	10	15	2024-10	2024-10	20 天	1
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	2024-11	35 天	0.8
中条山有色金属集团有限公司（垣曲）	13	13	2024-10	2024-11	30 天	0.8
江西铜业（本部）	55	100	2024 年 10 月底	2024-11	35 天	0
广西金川有色金属有限公司	45	47	2024-11	2024-11	15 天	0
紫金铜业有限公司	25	40	2024-11	2024-11	15 天	0.5
恒邦股份	10	10	2024-10	2024-11	30 天	0.5
中铜东南铜业有限公司	40	40	2024-12	2025-01	45 天	3
昆鹏铜业有限责任公司	10	0	2024-12	2025 年 1 月中	30 天	0

资料来源：SMM 中信期货研究所

## 2.3 2024 年上半年消费超预期，下半年有转弱预期，绝对价格是关键因素

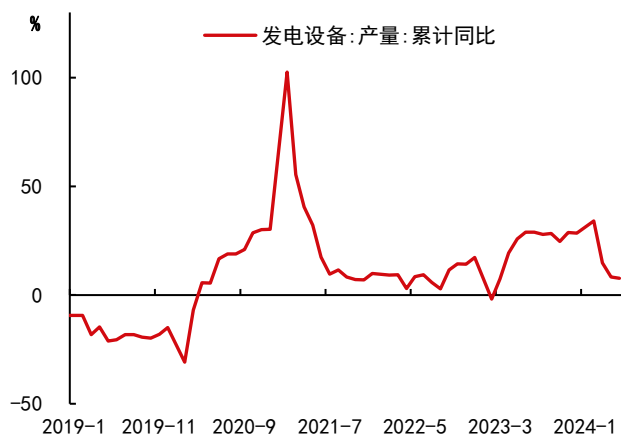
### 2.3.1 2024 年中国铜终端消费除地产外整体保持较强韧性

从传统需求板块来看，上半年除地产竣工预期内表现为下滑以外，1-5 月地产竣工同比下滑 20.1%，其余板块表现均超预期。电网端，2024 年国家电网投资预算目标 5000 亿元，低于 2023 年的目标 5200 亿元，市场基于国家电网投资预算目标，预期电网投资或表现偏弱，中国 1-4 月电网工程投资完成额同比超预期增长 24.9%，表现出较强韧性，发电设备产量 1-5 月累计同比增加 7.7%。房地产竣工和销售转降预期拖累家电和汽车消费，然而受益于外需表现，空调 1-4 月产量累计同比增长 17.6%，汽车 1-5 月产量累计同比增长 6.5%，表现均超预期。

## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

从新兴需求板块来看，风光电网消纳考核预期调整，这使得风光装机悲观预期好转，1-2 月光伏和风电在去年高基数的基础上分别同比上涨 80.3% 和 69.4%，3 月和 4 月有所走弱，但 1-4 月仍维持较高水平，分别表现为同比增长 24.4% 和 18.6%。新能源汽车销量在上半年同样表现不俗，1-4 月份累计销量同比增长 32.3%。

图表 38：发电设备产量累计增速 单位：%



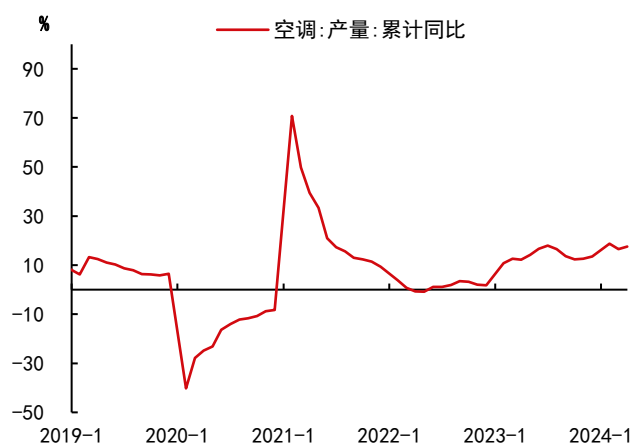
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 39：汽车产量累计增速 单位：%



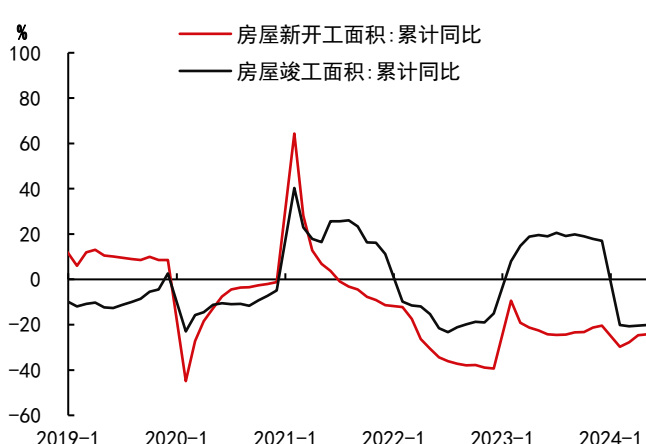
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 40：空调产量累计增速 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 41：房地产竣工累计增速 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 2.3.2 5 月初端开工表现偏弱，6 月预计继续季节性回升势头偏慢

5 月份国内铜初端加工环节普遍表现较差，甚至有一些超预期的回落，这是因为进入 5 月以来，淡季效应叠加高铜价明显压制下游开工，同时房地产相关的初端板块表现偏弱。6 月预计铜材企业开工率在铜价回落或有提振，但是回升力度弱于往年同期，除去终端消费疲软的约束外，高铜价在二季度对精铜制杆开工构成明显抑制。站在当下来看，如果铜价维持当前高位，那么下半年铜消费或延续弱势。

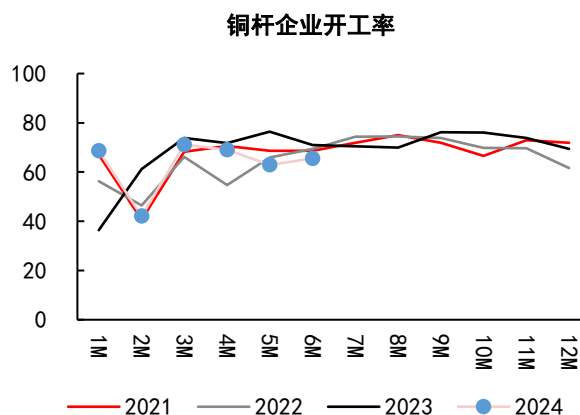
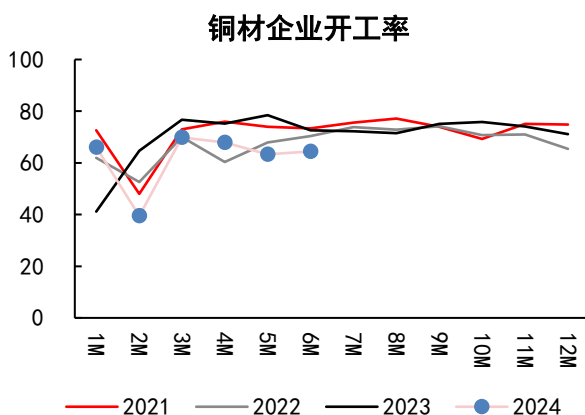
## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

图表 42：铜材开工率

单位：%

图表 43：铜杆线开工率

单位：%



资料来源：SMM 中信期货研究所

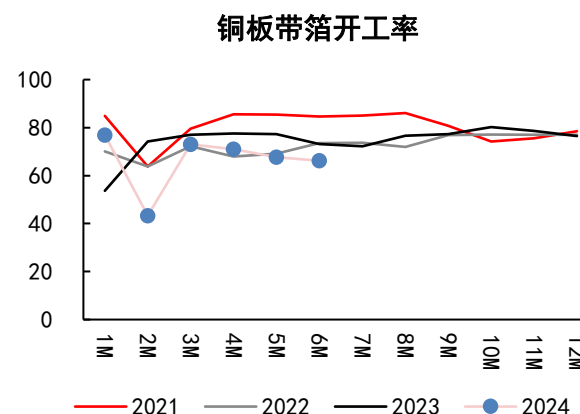
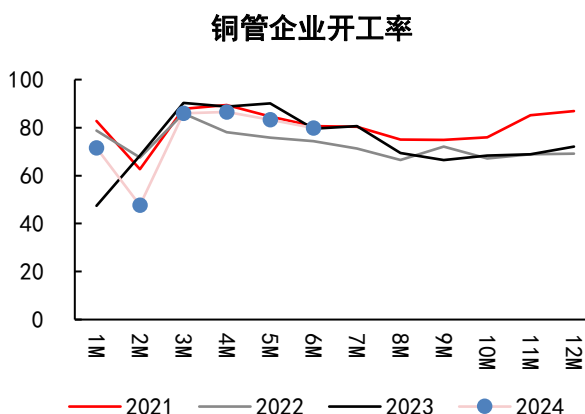
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 44：铜管开工率

单位：%

图表 45：铜板带箔开工率

单位：%



资料来源：SMM 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

### 2.4 中国铜供需平衡表

上半年国内精铜产量保持高增长,主要是由于年初有 30 万吨冶炼产能投产,并且冶炼厂铜矿长单比例较高,现货矿亏损对冶炼厂负面影响有限;而 1 月进口窗口大部分时间打开且 2 月和 3 月进口窗口间歇性打开,这为精铜进口创造了较好的条件,国内精铜供应大幅增长。而需求端受到去年偏低基数,国内一季度终端出口超预期,二季度高铜价对下游消费抑制明显,电力投资、家电和汽车短期韧性较强等因素影响,铜消费增速偏高,但国内铜整体还是呈现偏过剩,库存累积量比往年同期偏多。就下半年来看,就当前而言,铜进口窗口接近打开,国内冶炼厂加大检修,铜原料紧张局面将弱改善,但精废价差已经自高位回落,铜原料偏紧的局面难以出现实质性的好转。



## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

图表 46：中国铜供需平衡表

单位：万吨，%

	2023	2024-Q1	2024-Q2	2024-Q3	2024-Q4	2024	2025
精铜产量	1144	292	293	296	300	1181	1234
增速	11.3%	7.6%	2.9%	1.1%	1.6%	3.2%	4.5%
净进口量	323	88	81	81	93	343	345
抛储							
精铜消费量	1470	350	385	396	406	1537	1611
增速	6.5%	12.0%	1.1%	2.2%	2.0%	4.5%	4.8%
过剩量	-3	30	-11	-18	-13	-13	-32

资料来源：SMM Wind 中信期货研究所

### （三）现货与库存

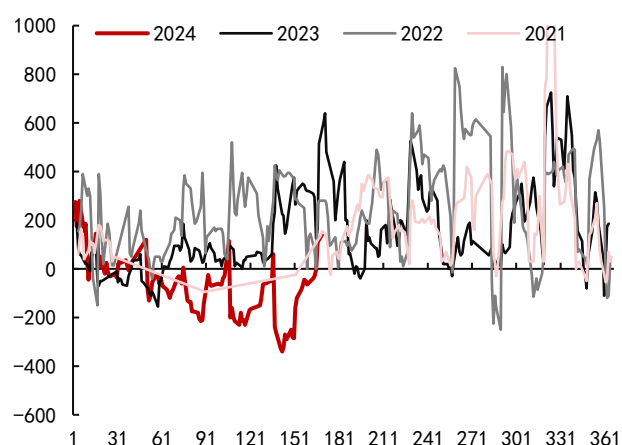
#### 3.1 现货升贴水

2024 年一季度，上海铜现货升水处于最近几年偏下沿，投资者对美联储降息的乐观预期和供应扰动推高了价格，但春节后消费偏弱，同期超季节性累库压制现货表现，这跟去年比较相似，但又并不完全相同。二季度，铜价在宏观预期炒作叠加矿端扰动驱动下快速大幅拉涨，而现实端特别是下游对铜价拉涨较为抵抗，终端需求如光伏和风电也有所转弱，现货贴水有逐步转弱趋势。就下半年而言，我们认为供应增长放缓，而需求端改善受到部分终端制约，铜价绝对价格是决定因素，若铜价有所调整，那么铜现货升水预计会继续好转，估计现货升水在 -100-150 元之间波动。

伦铜 Cash-3M 价差在上半年大部分时间处于大 Contango 状态，处于最近几年的区间最下沿，一方面是由于海外真实消费偏弱，另外一方面是由于美元利率处于高位，持货成本过高，这是造成现货大贴水的根本原因，我们认为下半年伦铜 Cash-3M 价差大 Contango 的状态难有明显改观。

图表 47：SMM 铜升水均价历年走势

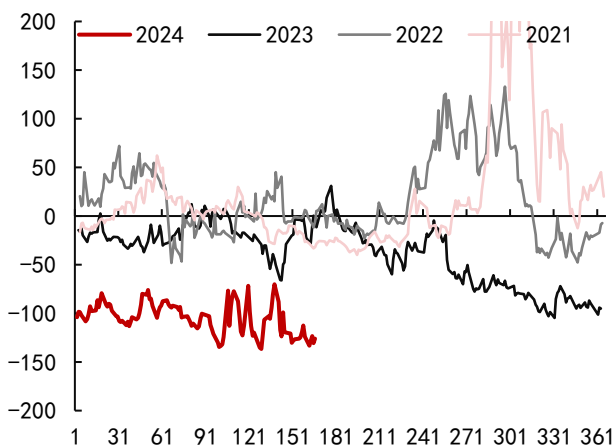
单位：元/吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 48：伦铜 Cash-3M 历年走势

单位：美元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 3.2 贸易升水与内外价差

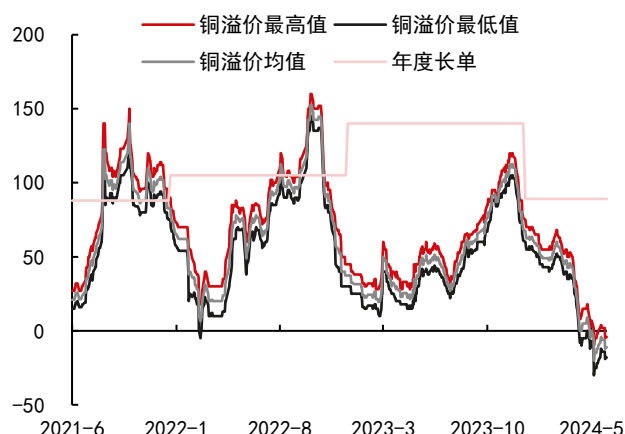
2024 年 CodeIco 发往中国的铜贸易升水长单下降 51 美元，至 89 美元，主要是由于中国铜融资性需求大幅萎缩，一方面中国政府严控融资性贸易，美元利率高位且人民币偏弱，融资性贸易成本过高，另外一方面中国房地产不景气，中国缺乏新的低风险且高收益的实体融资性需求。在这种背景下，中国铜进口贸易逐步恢复实际需求的本源诉求。从开年以来，中国洋山港铜溢价持续走低，当前出现了见底的迹象。考虑到当前国内铜社库绝对数字偏高，并且消费复苏还受到高价抑制，预计今年下半年洋山港铜溢价进一步抬升的节奏可能偏慢。

图表 49：洋山铜月均价与长单价格

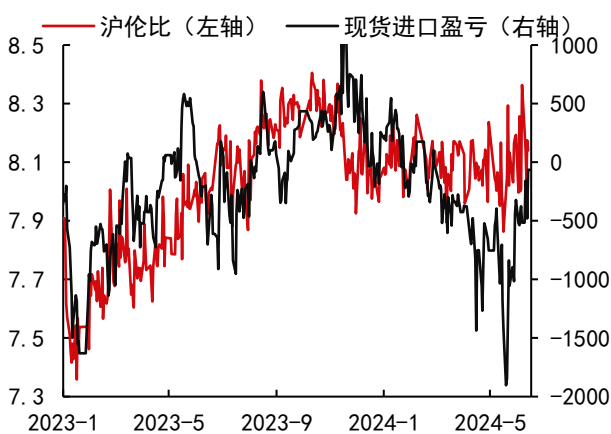
单位：美元/吨

图表 50：铜现货进口月盈亏

单位：数值 元/吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所



资料来源：Wind 中信期货研究所

就内外价差来看，今年铜进口盈亏的表现明显异于往年同期，1 月份大部分时间进口窗口是打开状态，2 月和 3 月进口窗口间歇性打开，之所以出现这种情况，主要是由于春节前铜价整体表现偏弱一些，这给了下游企业节前备货的机会，同时，春节前国内铜社会库存绝对数字非常低。3 月份铜价阶段性脉冲上涨进口盈亏也没有出现极端化，主要是由于行情由国内资金驱动，这些资金对矿端偏紧到精铜收缩的预期炒作较为一致，这才造成了这次极为罕见的情况。就算是 3 月铜价阶段性脉冲上涨，也没有出现阶段性极端的内外负价差。4 月份以来，外盘铜炒作美联储降息和海外矿端供应扰动，叠加纽约铜逼仓炒作，导外盘拉涨，进口窗口短暂关闭，当前随纽约铜逼仓炒作缓和，进口窗口重新打开。展望下半年，矿端供应偏紧和美联储降息预期不变，“金九银十”消费旺季预期和冶炼厂减产都是可以炒作的点，但在缺乏精铜出口机会的背景下，国内铜库存去化可能需要更长的时间，内外价差可能还是在偏窄的区间内波动。

### 3.3 库存

截止 6 月 14 日，四地铜库存约为 56.06 万吨，比去年同期高 29.2 万吨，较去年底增加 33.7 万吨，四地铜库存增幅由国内贡献，上海保税库+上期所铜库存年内累积 38 万吨，伦敦和纽约铜库存年内分别下降 3.3 万吨和 0.9 万吨。分区域来看，跟去年同期类似，纽约铜和伦敦铜库存均处于偏低水平，或者说处于历

## 中信期货有色与新材料 2024 年半年度策略报告（铜）

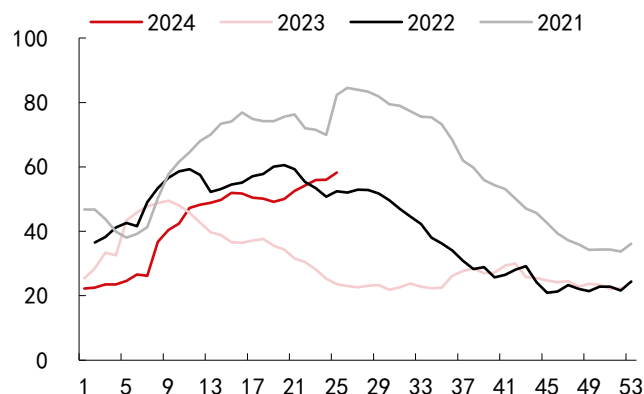
史极低水平，这是上半年铜价非常重要的支撑，也是投资者对铜价远期走势较为乐观的一个非常重要的原因。然而，就国内库存而言，二季度继续累库导致铜社会库存超越历史同期处于高位，近期出现去库趋势。

图表 51：三大交易所和上海保税库库存

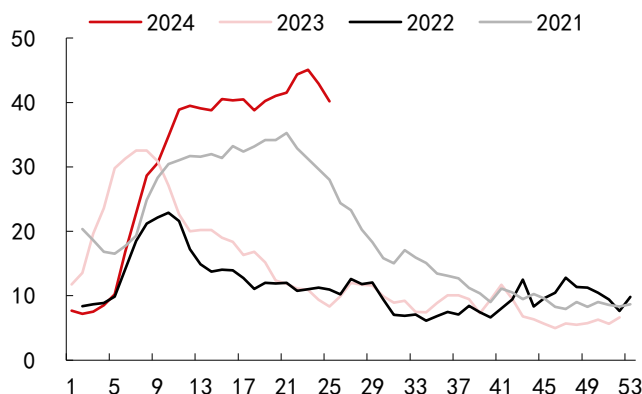
单位：万吨

图表 52：中国铜社会库存

单位：万吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所



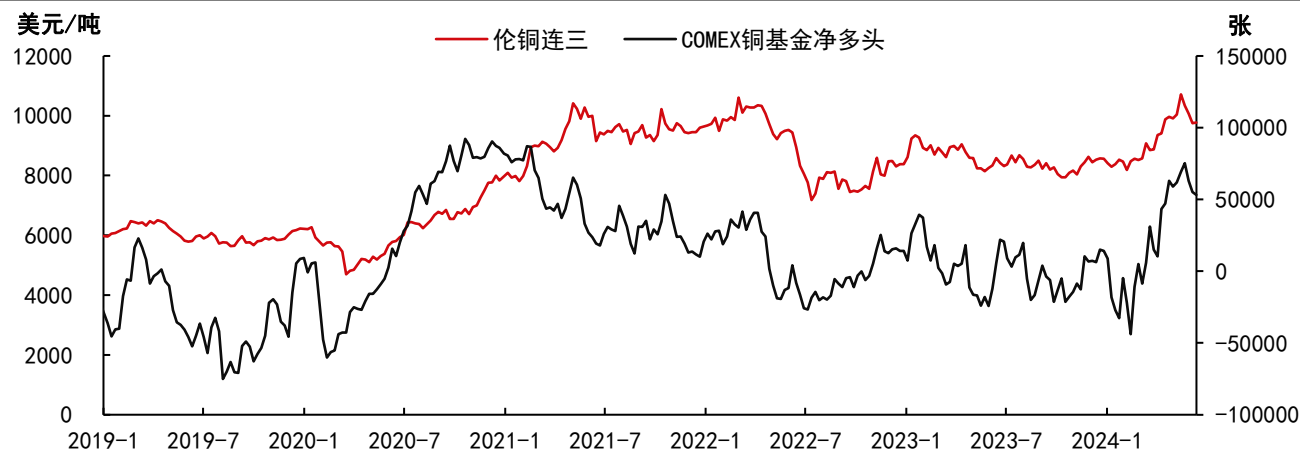
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

## 五、资金面

2023 年年初，投资者对国内经济复苏预期和美联储加息节奏放缓预期较为乐观，我们看到基金快速空翻多一度推动铜价大幅走高，但是随后的时间基本上呈现出基金跟随宏观预期反复而频繁多空切换。进入 2024 年，虽然投资者对美国经济软着陆预期有所好转，但是基金在铜上面的操作仍较为谨慎，今年 1-2 月 Comex 铜基金净持仓维持净空状态，不过 3 月中旬，中国铜冶炼厂减产和美国经济软着陆预期炒作共振，Comex 铜基金快速空翻多，进入 5 月，纽约铜逼仓情绪上升导致 Comex 铜基金多头持仓快速堆积，5 月 21 日净多头持仓攀升至 75307 手，后续随着市场传言部分空头玩家安排铜改道转运至美国，有效缓解了纽约市场的逼仓压力，净多头持仓有所回落，铜价也见顶出现回调。整体上看，在美联储没有真正降息前，投资者对宏观面的预期还会不断反复。

图表 53：Comex 铜基金持仓

单位：张、美元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层  
1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>