

原料矛盾支撑，等待宏观风来

——金瑞期货铜半年报

2024 年 7 月 9 日

核心观点：

□ 宏观支撑尚未消退：海外流动性宽松延续+软着陆 VS 国内 强政策预期+弱现实

- 海外：流动宽松延续。H2 流动性有支撑，一是年内 1 次降息预期，二是缩表减量，限制减弱。需警惕美国大选期间财政支出面临政治不确定性。美国软着陆仍是基准。美国经济具有“强现实”+“风险提升”特征，需警惕超额储蓄耗尽后经济增速放缓超预期风险。
- 国内：“强政策预期”有望兑现。强政策预期一是来自 H1 明显转向地产政策。二是地方债存提速预期。兑现节点关注 7 月中下旬三中全会及政治局会议。“弱现实”改善待政策发力。国内信用收缩，内需受抑主因居民就业承压，收入信心不足以及地产行业持续拖累。

□ 现货关键变量：年内原料矛盾兑现、矛盾缓和需见更高铜矿利润/低利润大幅压降冶炼产能

- H2 原料矛盾对电铜产量限制将兑现。H2 原料：铜精矿（12wt）、湿法矿（4wt）、再生原料（6wt），合计 22wt，对应供应增速仅 1.6%。
- 结构角度国内原料矛盾更突出。考虑国内外冶炼扩产项目、自有矿情况以及海外各地区原料进口边际变化，基准假设下 H2 海外+20wt（含湿法 4wt，增速+2.8%），国内+2wt（+0%）。但考虑到国内炼厂成本优于海外，根据历史减产情形，海外或有额外 7W 减量，即海外国内为+13W/+9W。
- 远期演绎：矛盾缓和需见更高铜矿利润/低利润大幅压降冶炼产能。本轮铜价上行对矿山利润的增厚低于以往（以往 50%利润空间 VS 本轮 28%），令矿企资本开支增速相对温和（以往增速 27% vs 本轮 11%），结合储备项目梳理，未来 2 年铜矿产量增速平均在 2.7%左右，节奏上前低后高。冶炼端虽然已有 110 万吨产能扩张项目延期，但储备项目仍充裕（300 万吨），折算铜矿需求增速可至 7%，仍远高于铜矿增速。

□ 现货供需：电铜紧平衡附近，关注结构性差异

- H2 电铜过剩幅度预计显著削弱。全球平衡 H1+35wt（+2.7%）VS H2+6wt（+0.4%）。结构上国内强于海外，H2 国内小幅去库-6wt，海外延续累库+12wt。
- 消费：新旧动能此涨彼消，全球中枢偏稳，H1+2.3% VS H2+2.2%。其中国内外需放缓，光伏、家电拉动放缓影响，边际走弱，H1+3.8% VS H2+2.0%。海外因补库周期、新能源驱动，温和复苏，H1+0.9% VS H2+2.4%。
- 供应：原料限制兑现，全球增速放缓，H1 4% VS H2 1.6%。其中国内增速明显放缓，H1 +7% VS H2 +0%。海外增量项目集中，H1 +2.6% VS H2 +2.8%。
- 特别关注：美国地区现货偏紧或延续。主因智利电铜生产减少，不利供应稳定性，目前 Comex 市场虚实比仍在高位，库存未见改善，如果自南美出口至美国的现货物流迟迟不能兑现，区域矛盾有放大可能。非洲地区则观察到运力改善迹象，下半年隐性库存有流出可能（+3wt）。

□ 价格与策略：前高可期，等待风来

- 单边：宏观支撑叠加原料矛盾年内难以缓和，铜价偏多对待。H2LME 铜核心价格区间【9500，11000】美元/吨，对应沪铜【77000，89000】元/吨。关键节奏指向 Q3 中期（临近 9 月降息节点，国内政策集中兑现期，国内炼厂原料转紧关键节点）。H2 LME 铜均价预计 10200 美元/吨，沪铜均价 83000 元/吨。综上原料采购方面建议 81000 下方分批买入，80000 下方的采购安全边际更高。库存保值方面建议谨慎。期权策略可考虑持续卖出 78000 目标价的看跌期权。
- 跨市：平衡角度支持跨市反套和沪市 borrow，但单边价格上行风险削弱策略盈利效果，建议等待单边价格达到高位再行参与。

□ 风险点：美国经济走弱超预期，国内政策力度与预期不符，矿山爬产不及预期等

撰写人：

金瑞期货铜研究组

龚 鸣

F3051978 Z0016980

孟 昊

F03099565 Z0020948

吴梓杰

F03092033 Z0019937

林 泓

F03124785

联系人：吴梓杰

电 话：0755-82712945

期货交易咨询资格：

证监许可字【2013】201 号

正文目录

一、行情回顾：流动性宽松背景下原料矛盾的预期抢跑.....	6
二、宏观有支撑：流动性宽松延续，经济合力仍是向上.....	7
2.1 海外：“宽松延续”+“软着陆”，软着陆仍是基准情形	7
2.1.1 流动性暂有支撑	7
2.1.2 软着陆仍是基准	10
2.1 国内：“强政策预期”+“弱现实”	11
2.2.1 强政策预期有望逐步兑现.....	11
2.2.2 内需不足，有待提振.....	12
三、关键变量：原料矛盾如何演绎	13
3.1 原料限制兑现节奏——电铜增速 Q3 2%，Q4 1%	13
3.1.1 原料 1：铜精矿供应增速回落：H1 1.8%→ H2 1.2%	13
3.1.2 原料 2：再生贡献弹性减弱，政策加剧紧缩风险 H1 19W→ H2 6W	14
3.1.3 节奏：电铜增速预计 Q3 2%，Q4 1%	16
3.2 原料限制兑现结构——海外+20 万吨 VS 国内+2 万吨	17
3.2.1 项目角度的基准预期——国内项目兑现增量缺乏保障.....	17
3.2.2 利润角度考量，海外或有额外减产（欧洲已兑现原料进口减量）	18
3.3 远期演绎：矛盾缓和需见更高铜矿利润/低利润大幅压降冶炼产能。	19
3.3.1 矿山利润和资本开支不及以往周期，铜矿高速扩张需更高铜价.....	19
3.3.2 冶炼待投放项目已有延后(110wt 产能)，但储备项目充裕（300wt 产能）	21
四、现货供需：电铜紧平衡附近，关注结构性差异.....	23
4.1 特别关注：区域性矛盾——美国 & 非洲.....	23
4.1.1 美国：显性库存尚未累积，关注未来物流变化	23
4.1.2 非洲：运力改善，H2 隐性库存有流出可能.....	24
4.2 消费：新旧动能此涨彼消，中枢偏稳——H2 2.2%	25
4.2.1 国内：弹性取决于政策强度，出口景气度或边际走弱——H2：2.0%	25
4.2.2 海外：由新能源驱动，H2——2.4%	27
4.3 供应：原料限制逐步兑现，H1 4%→H1 1.6%.....	28
4.3.1 国内：原料短缺下，H2 +2wt (+0%)	28
4.3.2 海外：扩产炼厂有资源保障，项目兑现确定性较高，H2+20wt (+2.8%)	30
4.4 平衡：过剩显著削弱——H1+2.7%→H2+0.4%.....	31
五、价格展望和策略	33
5.1 单边策略：偏多对待，前高可期	33
5.2 相对价格：价格上行风险削弱反套和 borrow 兑现效果	33

图表目录

图表 1 今年铜价表现.....	6
图表 2 全球铜库存.....	6
图表 3 进口盈亏.....	6
图表 4 现货升贴水.....	6
图表 5 流动性持续宽松.....	8
图表 6 通胀边际回落，降息掣肘已有改善.....	8
图表 7 职位空缺显著减少，就业韧性预计回落.....	8
图表 8 点阵图显示年内降息 1 次.....	9
图表 9 利率长短端倒挂.....	9
图表 10 美联储每月缩表约 800 亿.....	9
图表 11 联储已经缩表 1.7 万亿.....	9
图表 12 美国财政支出开始降速.....	9
图表 13 美国职位紧缺仍未缓解.....	10
图表 14 美国失业率维持低位.....	10
图表 15 薪资增速保持高位.....	10
图表 16 消费仍保持韧性.....	10
图表 17 21 年开始超额储蓄转为净消耗.....	11
图表 18 截至 Q1 超额储蓄消耗完毕.....	11
图表 19 地方政府债券发行累计同比-20%.....	11
图表 20 专项债累计同比-17%.....	11
图表 21 国内经济数据显示内需整体偏弱.....	12
图表 22 居民对收入及消费缺乏信心.....	12
图表 23 今年居民贷款增加值明显偏弱.....	12
图表 24 1-5 月销售与新开工同比跌幅 20%以上.....	13
图表 25 30 大中城市商品房销售面积并未改善.....	13
图表 26 全球 14 大矿企季度铜产量.....	14
图表 27 一季度不及以往预期约 5wt.....	14
图表 28 智利铜矿产量季节性.....	14
图表 29 秘鲁铜矿产量季节性.....	14
图表 30 今年铜矿增量贡献.....	14
图表 31 今年 H2 铜矿增速相对 H1 更为有限.....	14
图表 32 上半年矿紧张但精铜产量仍高增 35wt.....	15
图表 33 估算上半年有 19wt 再生冶炼贡献.....	15
图表 34 铜价回落后再生原料明显转紧.....	15
图表 35 今年 H2 再生贡献放缓.....	15
图表 36 H1 国内原料平衡一览.....	16
图表 37 H1 再生原料平衡一览.....	16
图表 38 海外季度供应增量预期.....	16
图表 39 海外季度供应增量预期.....	17

图表 40 原料缺口主要是亚欧地区.....	17
图表 41 海外新增冶炼有矿山.....	17
图表 42 海外季度供应增量预期.....	18
图表 43 全球火法供应增量预期.....	18
图表 44 亚欧主要冶炼厂成本曲线估算.....	18
图表 45 低 TC 历史欧洲和日本有减产.....	18
图表 46 欧洲 1-4 月原料进口少约 3wt	19
图表 47 日本原料进口尚未减少.....	19
图表 48 铜价与资本开支.....	19
图表 49 资本开支与铜矿增速.....	19
图表 50 本轮利润空间不及以往.....	20
图表 51 未来矿增速预计温和.....	20
图表 52 明年矿增量贡献预期.....	20
图表 53 远期铜精矿项目增量预期.....	20
图表 54 铜价上涨以来铜矿增速预期已有上修.....	20
图表 55 高成本矿山在铜价大涨后平均增 4-5wt	20
图表 56 SQM 将与智利国企公私合营	21
图表 57 合计 110 万吨冶炼项目有所延后.....	21
图表 58 冶炼增速 vs 铜矿增速.....	21
图表 59 境内外铜平衡差异.....	22
图表 60 库存比与除汇比.....	22
图表 61 境内季度平衡/基差.....	22
图表 62 沪铜当月-次月基差季节性.....	22
图表 63 沪铜月差.....	22
图表 64 国内现货升水.....	22
图表 65 LME 0-3 季节性	22
图表 66 中国精炼铜净进口量(万吨).....	22
图表 67 美国进口智利精铜占比接近 7 成.....	23
图表 68 智利出口美国 1-5 月同比少 10wt	23
图表 69 COMEX 库存持续去库	24
图表 70 COMEX 铜主力和总持仓虚实比	24
图表 71 非洲铜矿产量预期.....	24
图表 72 各国进口非洲铜元素同比增 15wt	24
图表 73 非洲全铜元素运力或有明显提升.....	25
图表 74 表消 1-6 月累计同比增速 4%，与终端消费增速基本持平	25
图表 75 地产竣工.....	26
图表 76 房企到位资金显著下滑拖累竣工.....	26
图表 77 新能源装机.....	26
图表 78 空调排产.....	26
图表 79 汽车/新能源汽车产量.....	27
图表 80 工业电动机产量.....	27
图表 81 美国地产相对有韧性.....	28
图表 82 美国以外欧洲日本地产表现均弱.....	28

图表 83 美国处于补库周期.....	28
图表 84 欧洲库存周期.....	28
图表 85 铜精矿 TC 长单.....	29
图表 86 铜精矿现货 TC	29
图表 87 精废价差/粗铜加工费验证.....	29
图表 88 冶炼副产品硫酸价格.....	29
图表 89 国内新增项目充足，但面临原料问题.....	30
图表 90 国内精铜产量季节性.....	30
图表 91 海外样本国家精铜产量跟踪.....	30
图表 92 智利精铜产量.....	30
图表 93 日本精铜产量.....	31
图表 94 印度精铜产量.....	31
图表 95 加拿大精铜产量跟踪.....	31
图表 96 哈萨克斯坦精铜产量.....	31
图表 97 波兰精铜产量跟踪.....	31
图表 98 海外冶炼项目增量.....	31
图表 99 LME 铜价走势图	33
图表 100 境内外铜平衡差异.....	34
图表 101 库存比与除汇比.....	34
图表 102 境内季度平衡/基差.....	34
图表 103 沪铜当月-次月基差季节性.....	34
图表 104 沪铜月差.....	34
图表 105 国内现货升水.....	34
图表 106 LME 0-3 季节性	35
图表 107 中国精炼铜净进口量(万吨).....	35

表格目录

表格 1 去年年底以来研报观点和行情验证.....	7
表格 2 《条例》施行影响调研实录.....	16
表格 3 国内终端增速预期	27
表格 4 海外终端增速预期	28
表格 5 全球铜平衡	32
表格 6 国内铜平衡	32
表格 7 海外铜平衡	32

一、行情回顾：流动性宽松背景下原料矛盾的预期抢跑

绝对价格方面，流动性宽松背景下，基本面铜矿供应紧张预期发酵，铜价出现明显单边上行，并且运行重心上移。今年海外流动性保持宽松，并且一季度市场对美联储降息预期较为积极，宏观整体驱动偏多。此外，铜在基本面同样有利多因素，矿扰动频发令 TC 连续大幅下跌，市场对未来冶炼减产预期有发酵。因此，宏观基本面合力刺激铜价启动上涨。此外，美国消费韧性和物流缓慢引发的低库存矛盾暴露，令 COMEX 带动全球铜价超预期上涨。二季度以来降息预期有所回调，但流动性维持宽松，国内政策持续托底，并且原料问题即将兑现实际影响，令铜价回调后仍在高位，整体运行区间上移。

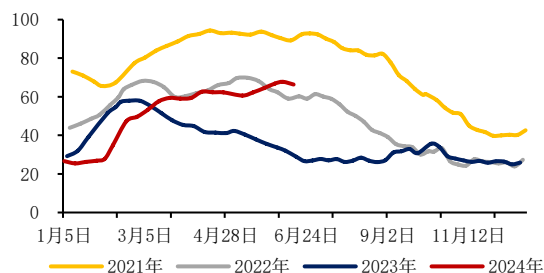
相对价格方面，国内结构表现偏弱，大多数时间进口处于亏损状态，期限结构由去年高 back 转入 contango。今年铜价出现上行后，由于原料阶段性流出，令国内供应高增，消费受到高铜价限制，国内累库幅度和时间再度超过往年淡季平均水平，令国内比价持续走弱，并且现货表现为大幅贴水。随着出口窗口大幅打开，现货出口物流兑现，进口亏损和现货贴水逐步收窄。

图表 1 今年铜价表现



数据来源：iFind，金瑞期货

图表 2 全球铜库存



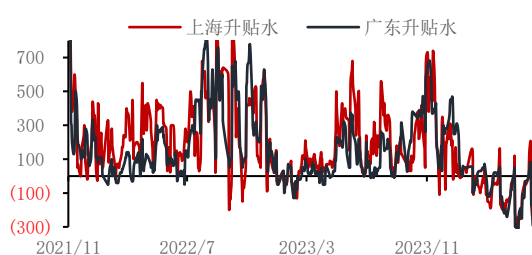
数据来源：iFind，SMM，金瑞期货

图表 3 进口盈亏



数据来源：SMM，金瑞期货

图表 4 现货升贴水



数据来源：SMM，金瑞期货

表格 1 去年年底以来研报观点和行情验证

日期	报告	主要观点	市场走势
2023/12/12	24 年年报	合力缓修复下的平衡过剩，价格有限乐观	冲高回落
2024/1/6	2024 年 1 月报	积极宏观驱动难持久，现货支撑延续缓回调	震荡僵持
2024/2/3	2024 年 2 月报	淡季且宏观偏空，铜价或偏弱运行	震荡僵持
2024/3/2	2024 年 3 月报	政策关键节点+淡季缺乏指引，铜价预计延续僵持	前期僵持，后上行高位震荡
2024/3/30	2024 年 4 月报	TC 尚未止跌，价格回调有度	震荡上行
2024/5/11	2024 年 5 月报	高铜价促进平衡重构，价格向上驱动钝化	前期小幅下跌，后冲高回落
2024/6/1	2024 年 6 月报	去库落空宏观转弱，价格短期预计回调	震荡下行

数据来源：金瑞期货

二、宏观有支撑：流动性宽松延续，经济合力仍是向上

海外：流动性宽松延续。上半年海外流动性极宽裕支撑商品走强，H2 需密切关注流动性边际变化。基准情形下 H2 流动性有支撑，一是年内存降息 1 次的预期，二是缩表放缓，限制减弱。需警惕美国大选期间财政支出面临政治不确定性。

美国经济当前具有“强现实”+“风险提升”的特征，以此看降息预期下软着陆仍是 H2 基准情形。但需警惕超额储蓄耗尽后经济增速超预期放缓的风险。

国内：“弱现实”+“强政策”。弱现实来自于就业承压，收入信心不足以及地产行业的持续拖累，国内信用收缩，内需受抑。

但目前政策预期较强。上半年“517”地产政策组合拳后，除一线城市外几乎所有城市均放开限购，地产政策已经显著发力。下半年财政政策有望进一步发力，地方债有提速预期，预计将呵护经济温和回升。关键政策节点建议重点关注 7 月中下旬三中全会及政治局会议。

综上 H2 流动性环境预计延续宽松，中美经济合力或仍保持向上。

2.1 海外：“宽松延续”+“软着陆”，软着陆仍是基准情形

上半年海外流动性极宽裕支撑商品走强，H2 需密切关注流动性边际变化。基准情形下流动性有支撑，一是综合考虑降息条件、缓和利率倒挂导致金融体系压力、美联储表态等因素，年内大概率降息 1 次，二是缩表放缓，限制减弱。但需警惕美国大选期间财政支出面临政治不确定性。

美国经济当前具有“强现实”+“风险提升”的特征，以此看降息预期下软着陆仍是 H2 基准情形。但需警惕超额储蓄耗尽后经济增速放缓超预期的风险。

2.1.1 流动性暂有支撑

今年以来，美国金融条件指数显示海外流动性保持极宽松水平。展望 H2，在降息落地预期以及缩表放缓，限制减弱的推动下，下半年流动性宽松预计延续。

图表 5 流动性持续宽松



数据来源：iFinD，金瑞期货

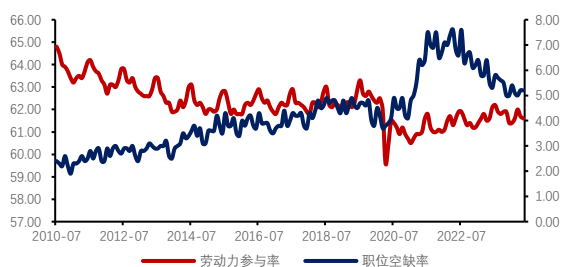
流动性支撑一方面来自年内降息预期。一是从降息条件来看降息掣肘减弱。通胀边际持续回落，降息掣肘已有改善，且职位空缺显著减少，就业韧性也有回落预期。二是修正倒挂的利率，金融系统压力提升美联储降息必要性。目前美国国债长短端利率倒挂已经超过 25 个月，创历史记录。长短端利率的倒挂使得银行资产负债端出现错配，截至 24 年 Q1 美国商业银行所持证券的“未实现损失”环比第四季度增加了 390 亿美元，累计损失达 5170 亿美元，占这些银行持有的 5.47 万亿美元证券的 9.4%。目前美联储需要通过降息去修正长短端倒挂利率，降低金融系统性风险。三是从美联储表态倾向于年内降息。6 月 FOMC 会后公布的点阵图显示 80% 的官员预计今年将会至少降息 1 次。而从 fedwatch 工具来看，目前投资者倾向于联储将会从 9 月开始降息。此外长短端利率的倒挂加剧金融系统压力，增加了美联储降息的必要性。

图表 6 通胀边际回落，降息掣肘已有改善



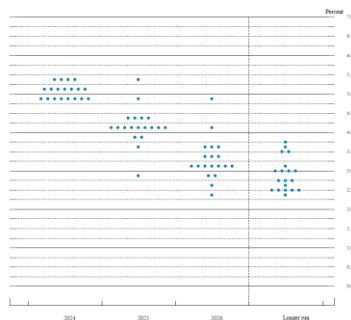
数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 7 职位空缺显著减少，就业韧性预计回落



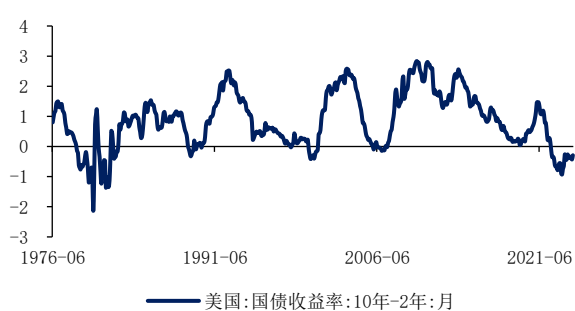
数据来源：Fed，iFinD，金瑞期货

图表 8 点阵图显示年内降息 1 次



数据来源: Fed, 金瑞期货

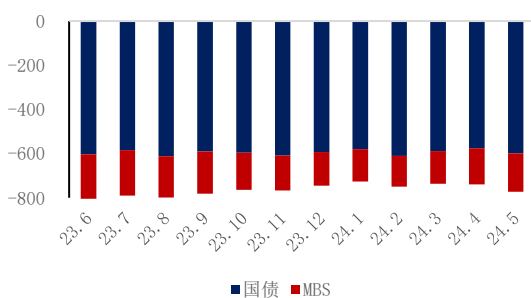
图表 9 利率长短端倒挂



数据来源: iFind, 金瑞期货

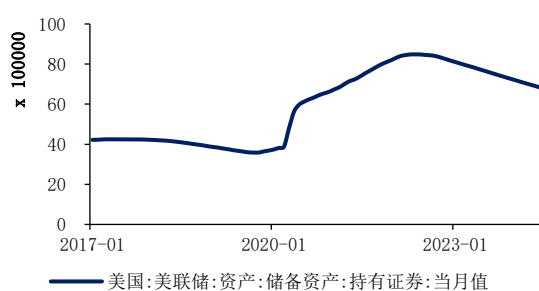
流动性支撑另一方面来自于缩表放缓, 流动性限制缓和。6 月开始美联储国债缩表规模将从 600 亿减少至 250 亿, 对流动性的限制有所缓和。美联储自 22 年 7 月启动缩表至今累计缩表规模已达 1.7 万亿美元。从 6 月开始, 美联储将把每月国债缩表规模从此前的 600 亿减少至 250 亿, 缩表所带来的流动性限制将被进一步缓和。

图表 10 美联储每月缩表约 800 亿



数据来源: iFind, 金瑞期货

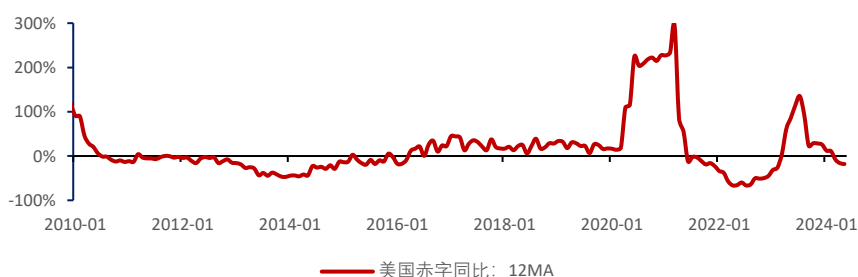
图表 11 联储已经缩表 1.7 万亿



数据来源: iFind, 金瑞期货

但需警惕美国大选令财政支出面临政治风险。今年恰逢总统大选年, 两党在税收、财政支出等方面有较大的争议, 因而大选期间政府的政策方向和优先级可能会出现重大变化, 这会导致财政支出计划存在较大的不确定性。考虑到财政支出是近年来美国市场流动性的主要提供方, 也是经济保持强劲的一个重要原因, 需警惕年内大选可能会对财政支出构成扰动所带来的风险。

图表 12 美国财政支出开始降速



数据来源: iFind, 金瑞期货

2.1.2 软着陆仍是基准

美国经济目前具有“强现实”+“风险提升”的特征，以此看经济增长大概率将实现软着陆。但需警惕超额储蓄耗尽后美国经济增速放缓超预期的风险。

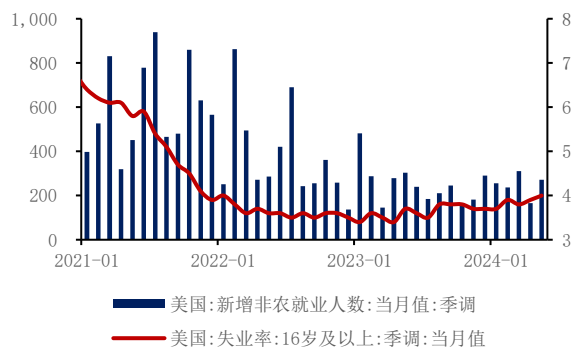
美国经济具有“强现实”的特征，有利于软着陆的兑现。目前美国的就业市场供需矛盾仍未缓和，特别是服务业职位紧缺的状况依旧存在，预计下半年就业市场仍能保持繁荣。逻辑上，只要劳动力供需矛盾尚未缓和，美国居民的失业率就能维持在较低水平，且居民薪资增速也能得到保障。充分就业以及薪资持续上涨对居民的消费起到了支撑，也有助于美国实现经济软着陆。

图表 13 美国职位紧缺仍未缓解



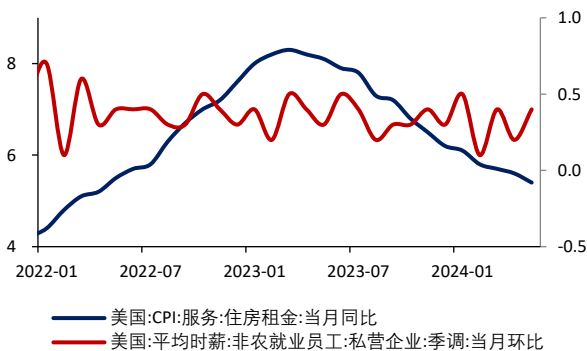
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 14 美国失业率维持低位



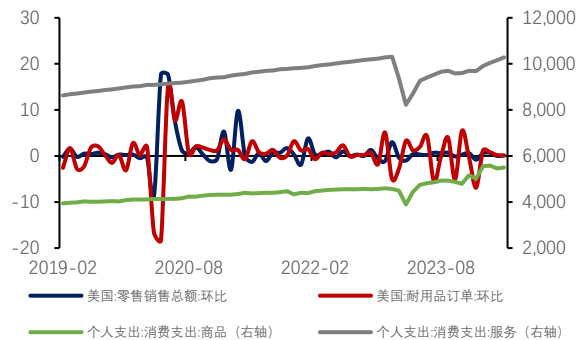
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 15 薪资增速保持高位



数据来源: iFinD, 金瑞期货

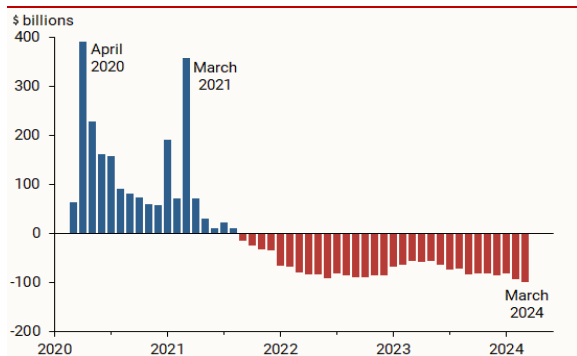
图表 16 消费仍保持韧性



数据来源: iFinD, 金瑞期货

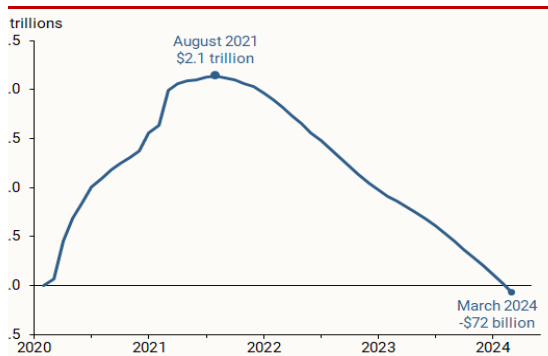
但需警惕美国居民超额储蓄耗尽，经济增速放缓可能超预期。疫情以来，美国财政补贴为居民带来了约 2.1 万亿美元的超额储蓄。这一规模庞大的超额储蓄也是美国经济以及居民消费可以从疫情中快速恢复，并一直维持经济保持较高增速的主要原因之一。而根据旧金山联储最新的研究显示，截至 24 年一季度，美国居民的超额储蓄已经耗尽，这可能造成美国居民消费潜力的走弱，为美国经济带来额外的不利因素。

图表 17 21 年开始超额储蓄转为净消耗



数据来源: San Francisco Fed, 金瑞期货

图表 18 截至 Q1 超额储蓄消耗完毕



数据来源: San Francisco Fed, 金瑞期货

2.1 国内：“强政策预期”+“弱现实”

“强政策预期”有望兑现。强政策预期一是来自 H1 明显转向的地产政策。二是地方债 H2 提速预期。兑现节点建议重点关注 7 月中下旬三中全会及政治局会议。“弱现实”改善待政策发力。国内信用收缩，内需受抑主因居民就业承压，收入信心不足以及地产行业的持续拖累。

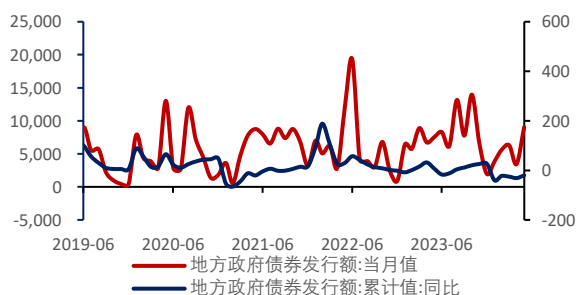
2.2.1 强政策预期有望逐步兑现

“强政策预期”一是来自上半年明显转向的地产政策。二是地方债 H1 落地节奏偏慢，H2 提速预期。兑现节点建议重点关注 7 月中下旬的三中全会及政治局会议。

地产政策明显转向，增强 H2 政策信心。上半年“517”地产政策组合拳后，除一线城市外几乎所有城市均放开限购，地产政策已经显著发力。

上半年专项债落地节奏偏慢，H2 存提速预期。上半年受化债等因素的约束，地方政府专项债落地节奏偏慢；截至今 5 月，地方政府债务发行额累计 2.82 万亿，同比-20.25%；专项债累计发行额度 1.94 万亿，同比-17%；较往年同期明显偏弱。4 月政治局会议强调“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度”，预计地方债融资有望在三季度迎来加速。

图表 19 地方政府债券发行累计同比-20%



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 20 专项债累计同比-17%



数据来源: iFind, 金瑞期货

政策节点重点关注三中全会及政治局会议。7 月将召开二十届三中全会，作为聚焦经济改革的重大会议，此次三中全会预计聚焦全面深化改革主题，进一步推进中国式现代化，或可能释放长期政策利好。此外，7 月即将召开的政治局会议也是重要的政策落地节点。每年 7 月政治局会议一般回顾上半年经济发展并为下半年定调，届时可能会有进一步的政策利好落地。

2.2.2 内需不足，有待提振

今年以来国内经济数据整体偏弱，显示出国内内需不足的特征。主要受两点原因拖累，一是就业及收入承压，抑制了居民加杠杆意愿。二是地产行业表现偏弱，持续拖累投资和上下游产业经营。

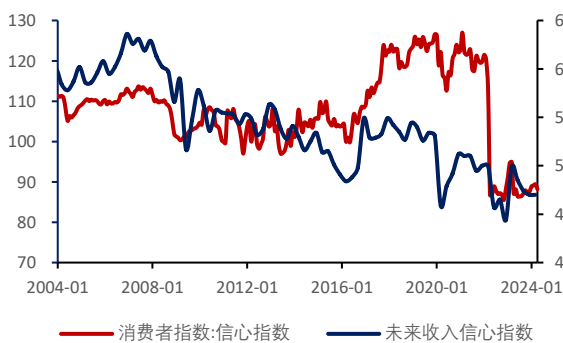
图表 21 国内经济数据显示内需整体偏弱

	实际 GDP	社零	固定资产投资	房地产投资	制造业投资	基建投资	地产销售面积	新开工面积	施工面积	竣工面积	工业增加值	服务业生产指数	失业率	出口同比	进口同比	当月社融	制造业 PMI	CPI	核心 CPI	PPI
	当月%	当月%	累计%	累计%	累计%	累计%	累计%	累计%	累计%	累计%	当月%	当月%	当月%	当月%	当月%	当月%	当月%	当月%	当月%	当月%
趋势																				
2024-04		2.3	4.2	-9.8	9.7	7.8	-20.2	-24.6	-10.8	-20.4	6.7	3.5	5.0	1.5	8.4	-0.1	50.4	0.3	0.7	-2.5
2024-03	5.3	3.1	4.5	-9.5	9.9	8.8	-19.4	-27.8	-11.1	-20.7	4.5	5.0	5.2	-7.5	-1.9	4.8	50.8	0.1	0.6	-2.8
2024-02		5.5	4.2	-9.0	9.4	8.9	-20.5	-29.7	-11.0	-20.2	-12.7	0.0	5.3	5.4	-8.1	1.5	49.1	0.7	1.2	-2.7
2024-01											26.3		5.2	8.1	15.4	6.5	49.2	-0.8	0.4	-2.5
2023-12	5.2	7.4	3.0	-9.6	6.5	8.2	-8.5	-20.4	-7.2	17.0	6.8	8.5	5.1	2.1	0.3	1.9	49.0	-0.3	0.6	-2.7
2023-11		10.1	2.9	-9.4	6.3	8.0	-21.2	-27.2	17.9	6.6	9.3	5.0	0.7	-0.6	2.5	49.4	-0.5	0.6	-3.0	
2023-10		7.6	2.9	-9.3	6.2	8.3	-7.8	-23.2	-7.3	19.0	4.6	7.7	5.0	-6.6	3.0	1.8	49.5	-0.2	0.6	-2.6
2023-09	4.9	5.5	3.1	-9.1	6.2	8.6	-7.5	-23.4	-7.1	19.8	4.5	6.9	5.0	-6.9	-6.3	4.1	50.2	0.0	0.8	-2.5
2023-08		4.6	3.2	-8.8	5.9	9.0	-7.1	-24.4	-7.1	19.2	4.5	6.8	5.2	-8.6	-7.2	3.1	49.7	0.1	0.8	-3.0
2023-07		2.5	3.4	-8.5	5.7	9.4	-6.5	-24.5	-6.8	20.5	3.7	5.7	5.3	-14.3	-12.1	0.5	49.3	-0.3	0.8	-4.4
2023-06	6.3	3.1	3.8	-7.9	6.0	10.1	-5.3	-24.3	-6.6	19.0	4.4	6.8	5.2	-12.4	-7.1	4.2	49.0	0.0	0.4	-5.4
2023-05		12.7	0.5	-8.5	6.2	9.5	-6.2	-24.3	-6.6	19.0	4.4	6.8	5.2	-7.6	-5.3	1.6	48.8	0.2	0.6	-4.6
2023-04		18.4	4.7	-6.2	6.4	9.8	-0.4	-21.2	-5.6	18.8	5.6	13.5	5.2	7.1	-8.8	1.2	49.2	0.1	0.7	-3.6
2023-03	4.5	10.6	5.1	-5.8	7.0	10.8	-1.8	-19.2	-5.2	14.7	3.9	9.2	5.3	10.8	-2.0	5.4	51.9	0.7	0.7	-2.5
2023-02		3.5	5.5	-5.7	8.1	12.2	-3.6	-9.4	-4.4	8.0	18.8	0.0	5.6	-2.9	4.2	3.2	52.6	1.0	0.6	-1.4

数据来源：iFind，金瑞期货

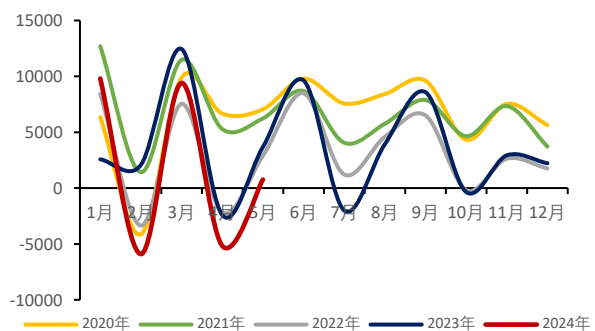
当前我国居民收入和消费信心偏弱。从公布的统计数据可以看到，目前我国居民对于未来收入和消费预期偏向悲观，信心指数保持低位徘徊。

图表 22 居民对收入及消费缺乏信心



数据来源：iFind，金瑞期货

图表 23 今年居民贷款增加明显偏弱



数据来源：iFind，金瑞期货

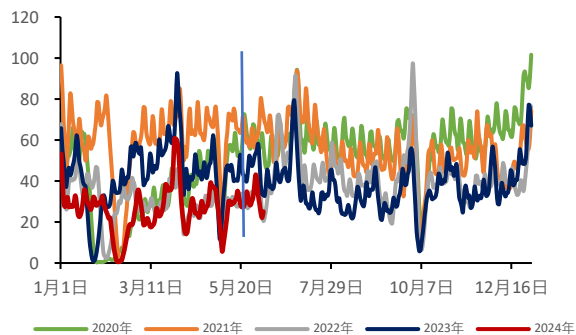
地产行业表现持续偏弱，对经济构成进一步的拖累。今年 1-5 月，地产销售面积与新开工面积同比跌幅基本维持在 20%以上，地产板块进一步走差；从高频数据来看，517 地产新政落地以后，30 大中城市商品房销售数据并未见到明显起色。地产板块的走差对经济构成了进一步的利空。

图表 24 1-5 月销售与新开工同比跌幅 20%以上



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 25 30 大中城市商品房销售面积并未改善



数据来源: iFind, 金瑞期货

收入信心减弱+地产行业拖累抑制了内需和经济内生性的修复动力。从央行社融数据来看,今年 1-5 月住户人民币贷款当月增加额累计 8891 亿元,同比少增 9470 亿元,表明居民加杠杆消费意愿明显偏低。未来预期偏弱以及加杠杆意愿的不足,使得目前我国经济的内生性动力较弱。

三、关键变量：原料矛盾如何演绎

下半年原料瓶颈对电铜产量的限制预计将逐步兑现。原料中铜精矿 Q3、Q4 预计分别增 6 万吨, 6 万吨。再生原料 Q3、Q4 预计分别增 4 万吨, 2 万吨。湿法矿预计 Q3、Q4 预计分别增 3 万吨, 1 万吨。以此测算电铜增速 Q3、Q4 预计分别增 13 万吨, 9 万吨, 对应增速 2%, 1%。

从结构来看, 综合考虑国内及国外的冶炼扩产项目、自有矿情况以及海外各地区原料进口边际变化, 基准假设下半年供应增量结构为海外+20 万吨(含湿法 4 万吨), 国内+2 万吨。但考虑到国内炼厂成本优于海外, 根据历史减产情形, 海外炼厂减量规模或被低估, 海外增量中有 7 万吨存在不及预期的风险。

原料矛盾明年有望缓和。综合考虑资本开支扩张节奏以及高铜价对铜矿的激励作用带来的增量释放, 基准假设下 2025、2026、2027 年铜矿增速中枢分别为 2.9%, 2.5%, 4%。而冶炼端虽然储备粗炼扩张项目仍然充裕, 但是已经有部分项目投产有延后的迹象。铜矿增速、冶炼增速有望因利润严重失衡而出现再平衡。

3.1 原料限制兑现节奏——电铜增速 Q3 2%, Q4 1%

下半年原料瓶颈对电铜产量限制预计将逐步兑现。原料中铜精矿 Q3、Q4 预计分别增 6 万吨, 6 万吨。再生原料 Q3、Q4 预计分别增 4 万吨, 2 万吨。湿法矿预计 Q3、Q4 预计分别增 3 万吨, 1 万吨。以此测算电铜增速 Q3、Q4 预计分别增 13 万吨, 9 万吨, 对应增速 2%, 1%。

3.1.1 原料 1: 铜精矿供应增速回落: H1 1.8%→ H2 1.2%

今年铜矿供应持续受干扰, 全年预计仅增 28wt (1.5%), 其中上半年 16wt (1.8%) /下半年 12wt (1.2%)。除巴拿马铜矿全年预计无法复产外, 一季度其他样本矿企产量较此前预期减产 5wt 左右, 主要是品位和开发维护问题影响, 若无对应解决措施, 高干扰率背景下或无法完成其

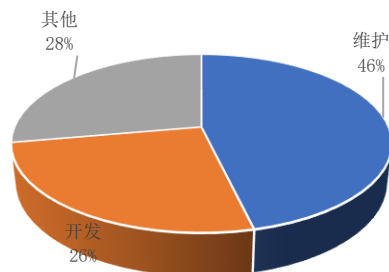
年度产量目标，因此并未预期该部分产量能够在后期弥补。展望下半年，铜矿增量贡献主要将由卡莫阿、QB2、Oyu Tolgoi 和 Rajo Inca 等铜矿贡献。

图表 26 全球 14 大矿企季度铜产量



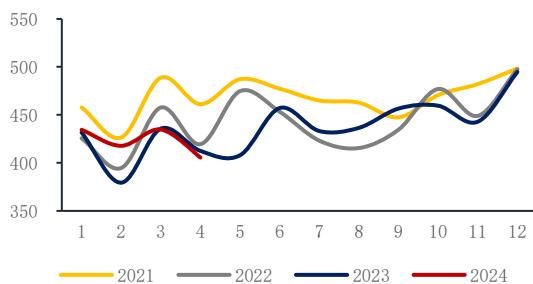
数据来源：公司财报，金瑞期货

图表 27 一季度不及以往预期约 5wt



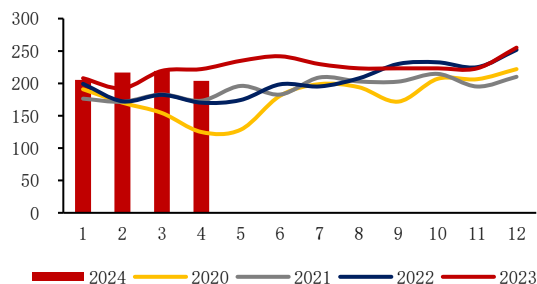
数据来源：公司财报，金瑞期货

图表 28 智利铜矿产量季节性



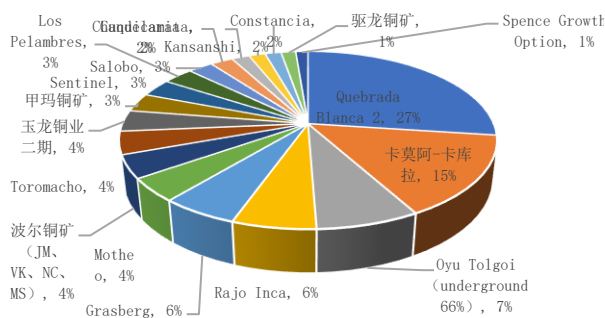
数据来源：智利统计局，金瑞期货

图表 29 秘鲁铜矿产量季节性



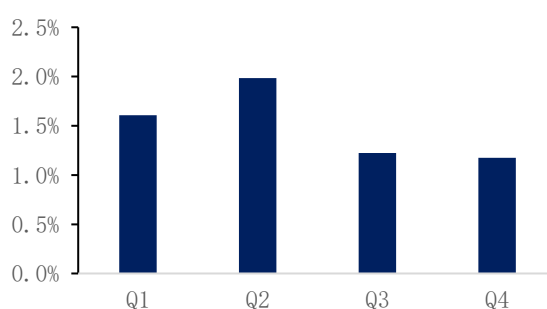
数据来源：秘鲁统计局，金瑞期货

图表 30 今年铜矿增量贡献



数据来源：公司财报，金瑞期货

图表 31 今年 H2 铜矿增速相对 H1 更为有限



数据来源：公司财报，金瑞期货

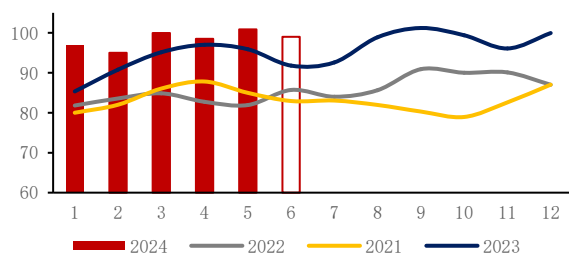
3.1.2 原料 2：再生贡献弹性减弱，政策加剧紧缩风险 H1 19W→ H2 6W

上半年再生冶炼贡献在 19wt 左右，下半年预计将放缓。今年以来 TC 持续回落，但国内冶炼厂并未减产，上半年同比增 35wt（7%）。以铜精矿产量、库存变化和实际精铜产量估算，上半年

再生原料贡献在 19wt 左右，在二季度集中流出。需注意再生增量是在去年再生大量流出高基数下的增量，因此下半年弹性预计将显著削弱。这从 6 月铜价在高位回落后，再生原料已经明显转紧，精废价差与粗铜加工费同步回落中能得到验证。考虑再生弹性、原料平衡，预计下半年再生对产量的贡献将明显放缓至 6wt 左右

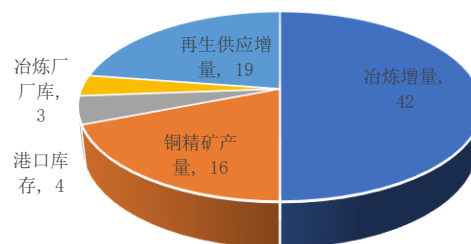
另需关注再生原料的政策风险。此外，三季度后“反向开票”、“公平竞争条例”等政策开始逐步落地执行，对原料供应产生一定影响，江西、安徽等地企业反馈收货难度加大，补贴退坡令企业将面临亏损，陆续减产，国内再生原料增量兑现的难度加大。

图表 32 上半年矿紧张但精铜产量仍高增 35wt



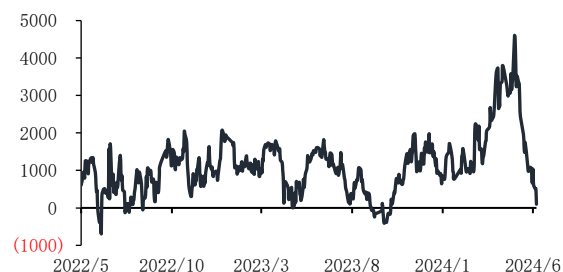
数据来源：SMM，金瑞期货

图表 33 估算上半年有 19wt 再生冶炼贡献



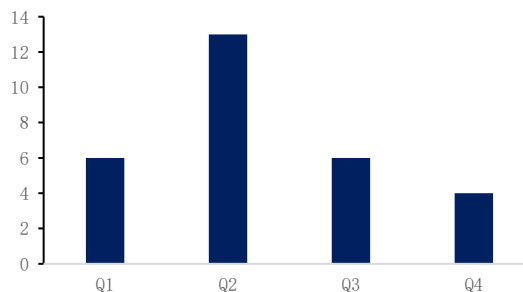
数据来源：金瑞期货

图表 34 铜价回落后再生原料明显转紧



数据来源：金瑞期货

图表 35 今年 H2 再生贡献放缓



数据来源：金瑞期货

表格 2 《条例》施行影响调研实录

企业	调研情况
北方炼厂	6 月下旬起自安徽地区收货难度加大
江西阳极板供应商	下调 7 月供货量级 50%
江西贸易商	地方政府将召开会议研讨相关政策落地情况
江西贸易商	江西、浙江近期对税收相关审查从严，甚至要倒查 2 年
安徽再生铜杆企业	不敢报价太多，怕本月收不到返还，面临亏损
江西再生铜杆企业	因政策调整，暂缓报价
江西再生铜杆企业	地方政府说明有可能 8 月开始取消返还
湖北再生铜杆企业	未听说相关政策影响
华南再生贸易商	广东本身未有财税补贴，影响不大

数据来源：金瑞期货

图表 36 H1 国内原料平衡一览

2024年H1国内原料平衡一览			
		Q1	Q2
=	国内电铜产量变化	21	14
+	铜精矿进口	8.29	-0.2
+	国内铜精矿产量	-1.2	3.2
-	港口库存	-7	4.6
-	炼厂矿库存	-5	0
	矿供应	19.09	-1.6
+			
+	进口粗铜	-5.7	-2.3
+			
+	再生进冶炼量	7.61	17.9
则:	X+Y	7.61	17.9

数据来源：金瑞期货

图表 37 H1 再生原料平衡一览

再生原料平衡			
供应:	进口再生	5.7	10
	国内再生拆解贡献	-1	7
需求:	消费	-3	-0.8
	进冶炼	7.61	17.9

数据来源：金瑞期货

3.1.3 节奏：电铜增速预计 Q3 2%，Q4 1%

图表 38 海外季度供应增量预期

2024年全球供应增长与原料预期						
		Q1	Q2	Q3	Q4	合计
合计	火法变化合计	22	19	10	8	59
	湿法	6	6	3	1	16
	全球供应变化	28	25	13	9	75
	供应增速	0	0	2%	1%	3%
原料	铜精矿增量	7	9	6	6	28
	铜精矿	-7	3			
	冶炼厂厂库	-3	0			
	铜精矿供应	17	6			
再生	再生供应增量	5	13	4	2	24
湿法	湿法矿	6	6	3	1	16

数据来源：公司财报，金瑞期货

从原料限制角度供应增速将显著回落（H1 4% → H2 1.6%）。综上，下半年从原料维度来看供应仅有 22 万吨增量空间，Q3、Q4 电铜供应分别增 13、9 万吨，同比增速预计回落到 1.6%。特别需要注意的是，如果再生供应因为再生政策、产业库存等其他原因导致失去弹性空间，下半年供应增量或仅有 16 万吨，对应供应增速仅 1.2%。

3.2 原料限制兑现结构——海外+20 万吨 VS 国内+2 万吨

综合考虑国内及国外的冶炼扩产项目、自有矿情况以及国内外炼厂成本差异，基准假设下半年供应增量结构为海外+20 万吨（含湿法 4 万吨），国内+2 万吨。

图表 39 海外季度供应增量预期

2024年全球供应增长与原料预期		Q1	Q2	Q3	Q4
国内	国内电铜产量变化	21	14	7	(5)
海外	海外电铜产量变化（火法	1	5	4	13
	火法变化合计	22	19	10	8
湿法（海外）	湿法	6	6	3	1
合计	全球供应变化	28	25	13	9
	供应增速	4%	4%	2%	1%

数据来源：金瑞期货

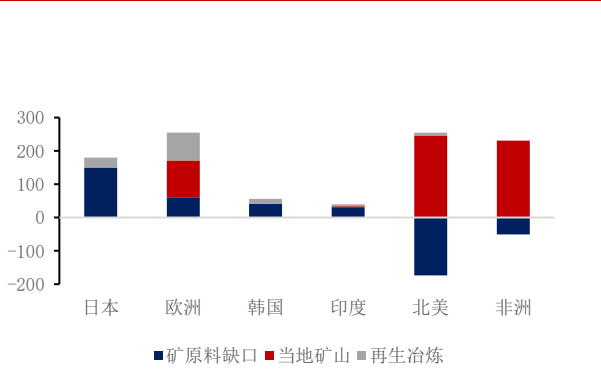
3.2.1 项目角度的基准预期——国内项目兑现增量缺乏保障

下半年海外新增冶炼因有矿山，火法冶炼增量兑现相对可靠，国内储备项目足，但原料问题或导致增量无法兑现。

海外项目以新增矿山配套冶炼为主，产量增量兑现概率更高。今年下半年粗炼项目中印尼的两个炼厂扩产有 Grasberg 矿山爬产的增量保障，美国的 Kennecott 炼厂也不存在铜矿缺口，因此爬产复产兑现增量的概率较高。

国内方面，待投放的冶炼项目仍充足，实际或持平于去年。国内冶炼项目预计可提供 32wt 增量，但面临较严峻的原料问题。三季度或仍有部分再生阳极板库存流出，仍可实现产量小幅增加（+7wt）。但四季度海外大型矿山配套的冶炼厂放量后，预计国内原料问题将更为严峻，同比去年预计转负（-5wt），下半年整体产量预计大致持平。

图表 40 原料缺口主要是亚欧地区



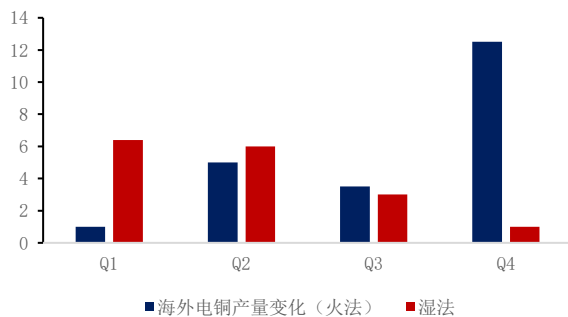
数据来源：公司财报，金瑞期货

图表 41 海外新增冶炼有矿山

海外增量项目	新增产能	投产时间	自有矿
印尼 freeport	40	2024 年下半年	是
印尼 amman	20	2024 年下半年	是
印度阿达尼	40		否
力拓美国 Kennecott		恢复	是

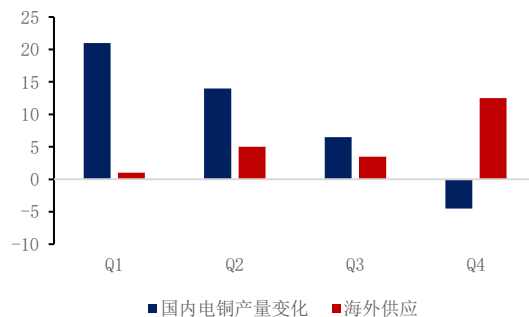
数据来源：公司财报，金瑞期货

图表 42 海外季度供应增量预期



数据来源：公司财报，金瑞期货

图表 43 全球火法供应增量预期



数据来源：公司财报，金瑞期货

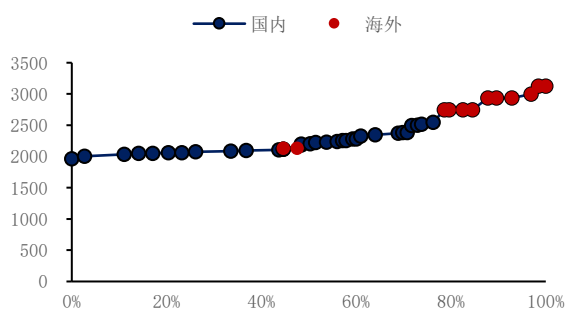
3.2.2 利润角度考量，海外或有额外减产（欧洲已兑现原料进口减量）

冶炼成本对比，国内优于海外。梳理亚欧地区冶炼厂工艺，结合能源成本差异对工艺成本进行调整，绘制出冶炼成本曲线。国内冶炼成本分布在 1900-2500 元/吨，海外成本相对高于国内，分布在 2100-3100 元/吨。国内外冶炼盈亏平衡 TC 估算值分别为 40 和 50 美元/吨，海外面临更高的减产风险。

回顾历史低 TC 时，欧洲、日本均有减产。参照历史上低 TC 环境的经验，有一定铜消费需求 and 冶炼能力，却缺乏铜资源的国家和地区，确实曾有低 TC 环境下冶炼减产的现象，主要是亚洲和欧洲地区。其中，亚洲冶炼原料最大缺口在国内，另外是日韩和印度地区。而美洲和非洲等地冶炼原料相对过剩，作为铜元素出口地。历史上低 TC 阶段欧洲有 7wt 减产，日本有 7wt 减产。

欧洲原料进口同比下降，欧洲减产预期兑现概率大。以原料进口情况看，欧洲已经开始有降低迹象，1-4 月同比减少近 3wt，而日本进口维持小幅正增长。基准假设下欧洲有减产风险，减量预计约 7wt。综上，考虑新增冶炼和其他地区减产，海外火法冶炼预计仍可增 16wt。

图表 44 亚欧主要冶炼厂成本曲线估算



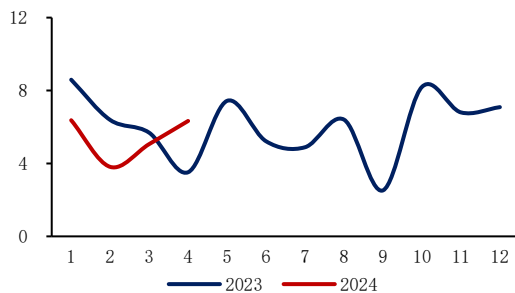
数据来源：金瑞期货

图表 45 低 TC 历史欧洲和日本有减产



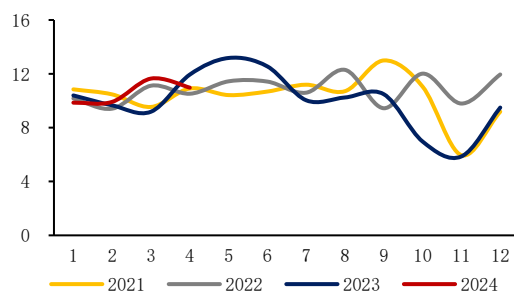
数据来源：金瑞期货

图表 46 欧洲 1-4 月原料进口少约 3wt



数据来源：欧盟统计局，金瑞期货

图表 47 日本原料进口尚未减少



数据来源：日本统计局，金瑞期货

3.3 远期演绎：矛盾缓和需见更高铜矿利润/低利润大幅压降冶炼产能。

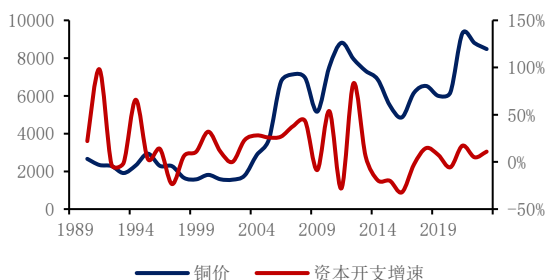
矛盾缓和需见更高铜矿利润/低利润大幅压降冶炼产能。本轮铜价上行对矿山利润的增厚低于以往（以往 50% 利润空间 VS 本轮 28%），令矿企资本开支增速相对温和（以往增速 27% vs 本轮 11%），结合储备项目梳理，未来 2 年铜矿产量增速平均在 2.7% 左右，基准假设下 2025、2026、2027 年铜矿增速中枢分别为 2.9%，2.5%，3.5%。而冶炼端虽然已经有 110 万吨产能扩产粗炼项目有延后的迹象，储备粗炼扩张项目仍然充裕（2024-2025 年 300 万吨），折算铜矿需求增速可至 7%，仍远高于铜矿增速。因此未来原料矛盾缓和需见更高铜矿利润或低利润大幅压降冶炼产能。

3.3.1 矿山利润和资本开支不及以往周期，铜矿高速扩张需更高铜价

以往周期通常有铜价上行大幅增厚矿企利润，刺激资本开支并形成铜矿产出。长周期价量关系驱动：铜价上涨→矿企利润增加→资本开支增加→最终投产矿产项目。参考以往铜矿迅速扩张的周期，主要是 2004-2005、2013-2016 以及 2017-2019 年，以铜价和矿山成本估算利润率均在 50% 以上。因此，这前三轮周期矿企资本开支平均增速在 27%，并最终实现年均 5%-6% 的铜矿产量增长。

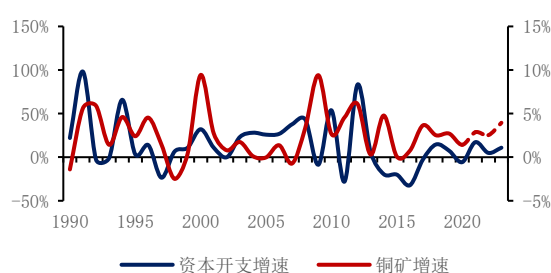
本轮周期下，利润率相对以往周期更低、矿企资本开支温和，预计铜矿无法高速扩张。考虑成本抬升，以目前铜价在 10000 美元/吨左右估算，利润率在 28% 左右，与前几轮周期相比空间尚有限，同时观察到近三年资本开支增速仅为 11%。因此，以长周期价量关系的角度看，未来铜矿增速将相对中性，目前看难以达到以往周期的高速扩张。

图表 48 铜价与资本开支



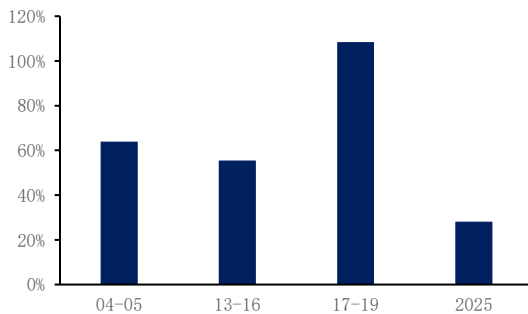
数据来源：Bloomberg，金瑞期货

图表 49 资本开支与铜矿增速



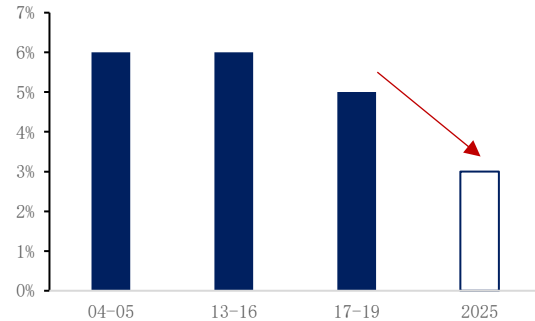
数据来源：Bloomberg，金瑞期货

图表 50 本轮利润空间不及以往



数据来源: Bloomberg, 金瑞期货

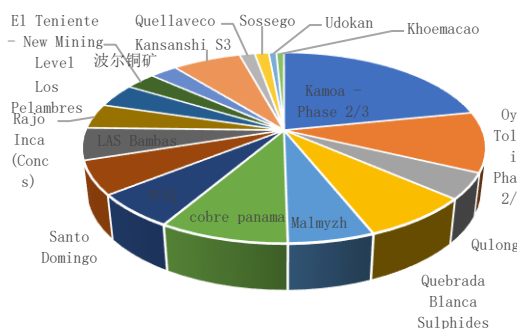
图表 51 未来矿增速预计温和



数据来源: 金瑞期货

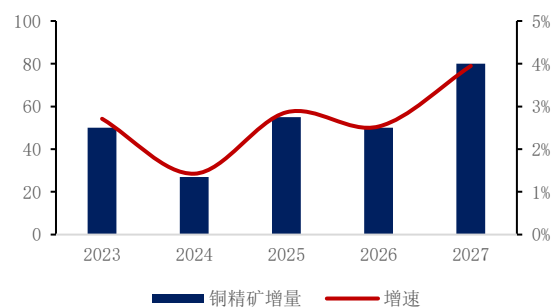
以铜矿项目看, 2025/2026 年铜矿增量分别为 55wt (2.9%) 和 50wt (2.5%), 2027 年铜矿增量可至 80wt 左右 (4%)。铜价重心上移后, 矿企远期项目开始有所兑现。此外, 以往铜价大涨周期高成本矿山平均能贡献 4-5wt 增量。综上, 矿企储备的矿山项目显示在 2025-2026 铜矿增速相对中性, 而 2027 年增速有望提升至 80wt (4%) 左右。

图表 52 明年矿增量贡献预期



数据来源: 公司财报, 金瑞期货

图表 53 远期铜精矿项目增量预期



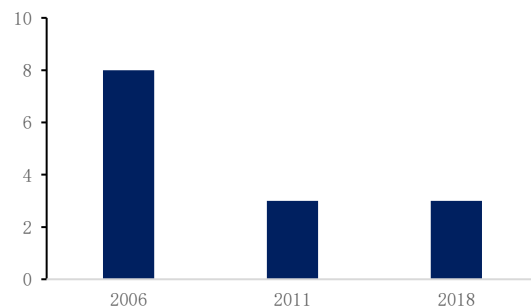
数据来源: 公司财报, 金瑞期货

图表 54 铜价上涨以来铜矿增速预期已有上修

日期	铜矿新闻详情	2025年铜矿增量
5月31日	Gibraltar 矿年产量大约为 5.6 万吨铜, 罢工发生在 6 月初, 影响仅半个月	0.2
6月13日	五矿资源有限公司 (MMG) 完成了对博茨瓦纳 Khoemacau 铜矿的收购, 预计 2024 年全年的铜产量将达到 4-5 万吨。2026 年铜产量预计将提升至 6 万吨。	1
6月24日	巴西矿业公司淡水河谷 (Vale) 预计, 通过对加拿大萨德伯里 (Sudbury) 项目和巴西洛博 (Salobo) 项目的 8 亿美元投资, 预计 2026 年的铜产量将比 2023 年 12 月预测的 35.7-41 万吨增加 5%。	2
合计		3.2

数据来源: 金瑞期货

图表 55 高成本矿山在铜价大涨后平均增 4-5wt



数据来源: 公司财报, 金瑞期货

需注意，部分核心矿产国资源民族主义和左翼思潮泛滥，可能对铜矿稳定性构成潜在威胁。资源民族主义和左翼思潮在拉美等核心矿产国愈演愈烈，比如智利此前发布国家锂资源开发战略，宣布国家将参与锂资源开发全流程并在相关矿产企业中占据主导地位，对我国在当地投资的矿产公司利益以及矿产供应造成的潜在的影响。此外，受左派思潮影响，智利同样正在推动限制冰川地区矿产资源的开发，秘鲁、巴拿马等政府则在处理矿业抗议和停产问题上面临来自左翼政党的挑战。这些来自政治因素的扰动在未来仍有进一步发酵的风险，并对铜矿的供应和物流运输造成潜在扰动。

图表 56 SQM 将与智利国企公私合营

全球最大在产锂盐湖前途已定：SQM将与智利国企公私合营

财联社12月28日讯（编辑 刘璐）当地时间周三，全球第二大锂生产商SQM发布声明称，在经过数月的谈判后，该公司与智利国有企业智利国家铜业公司（Codeco）达成了一项框架协议，SQM将将其Atacama盐湖资产的多数股权转让给Codeco，以换取其业务再延长30年至2060年。

该协议将达成的公私伙伴关系，并继续推进对盐湖的生产和投资。这也是智利政府在能源转型过程中，为锂矿开采业务开辟新模式迈出的关键一步。

消息宣布后，在美股市场上，SQM股价在盘后交易中大幅上涨，截至发稿上涨了6.6%。

全球最大在产盐湖将由国家控股

公开资料显示，智利Atacama盐湖位于智利北部的安托法加斯塔省，是全球产能最大的在产盐湖项目，智利全国超过90%的锂资源都集中于此。

今年4月，智利总统公布了一项发展锂产业的新模式。他提到，未来，国家应在具备战略重要性的锂矿公私合作项目中持有控股权，并要求让国有铜业巨头Codeco负责谈判条款。包括与两家现有锂生产商SQM和Albemarle Corp.进行谈判。

SQM在Atacama的运营合同原本将在2030年到期，而两家公司的新声明称，经过几个月的谈判，由SQM首席执行官Ricardo Ramos和Codeco董事长Maximo Pacheco领导的两个谈判小组就2025-2060年开发Atacama盐湖达成了初步协议。

由Codeco拥有多数股权的新运营公司将于2025年1月开始运营，它将承租SQM目前的合同，直到2030年12月的原始到期日，然后过渡到截至2060年的新合同。Codeco将从一开始就分享利润，从2031年开始，Codeco的利润占比将增加至50.01%。

尽管该协议显然有利于Codeco，但考虑到SQM目前的合同将于2030年到期，这份协议有望帮助其延长业务至2060年，SQM的投资者也可以从中得到一些安慰。该公司股价今年已累计下跌逾20%。

这份协议还意味着智利政府在锂资源开发中成功探索出公私合营的新模式，并有望为其他盐湖建立类似的公私伙伴关系提供范本。

数据来源：财联社，金瑞期货

3.3.2 冶炼待投放项目已有延后(110wt 产能)，但储备项目充裕（300wt 产能）

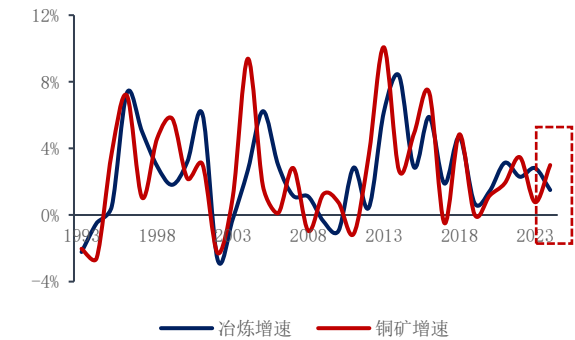
当前铜价与 TC 走势出现背离，矿山和冶炼厂利润失衡。该背景下，铜精矿平衡的重构将由矿产量增速提升和冶炼增速下降进行。历史数据显示，当 TC 处于低位时，铜冶炼增速也将放缓。结合调研反馈，今年已有部分冶炼厂投产进度放缓，以及建设完工后投产增量不确定等情况出现。

图表 57 合计 110 万吨冶炼项目有所延后

冶炼厂	延后情况说明
非洲某炼厂	投产自2024Q4延后至2025年Q1
华北某炼厂	H2的扩产照常，但降低生产率
华南某炼厂	2025年Q1投产存在一定不确定性

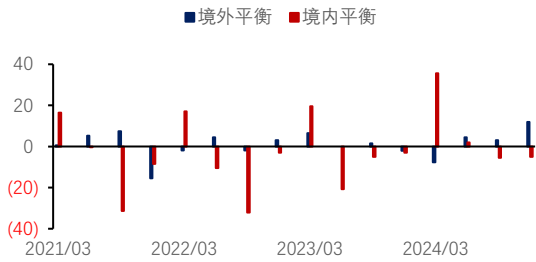
数据来源：金瑞期货

图表 58 冶炼增速 vs 铜矿增速



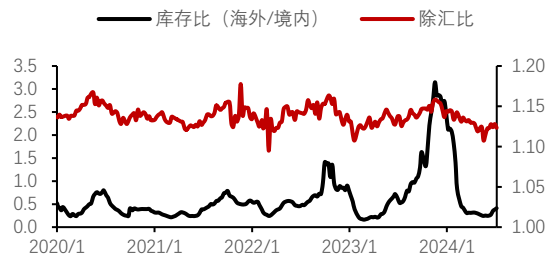
数据来源：Bloomberg，金瑞期货

图表 59 境内外铜平衡差异



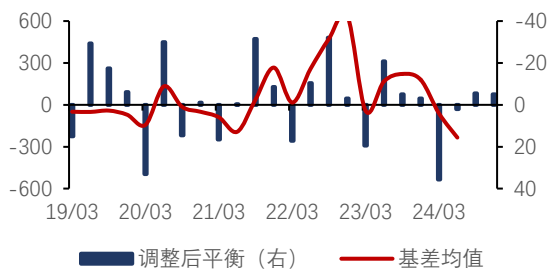
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 60 库存比与除汇比



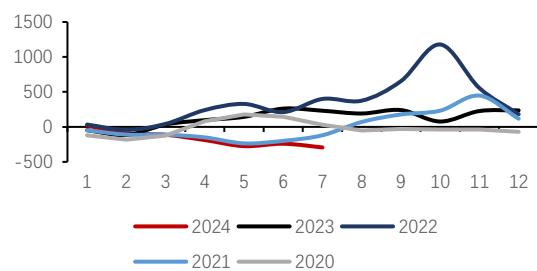
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 61 境内季度平衡/基差



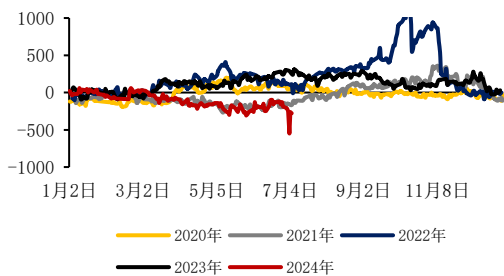
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 62 沪铜当月-次月基差季节性



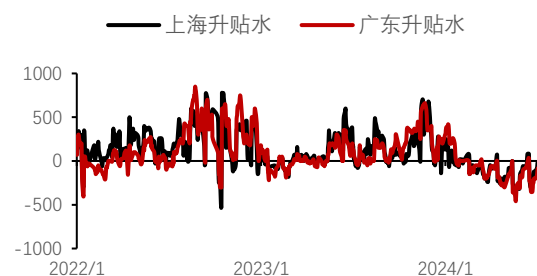
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 63 沪铜月差



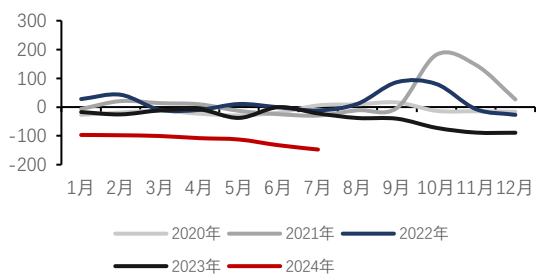
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 64 国内现货升水



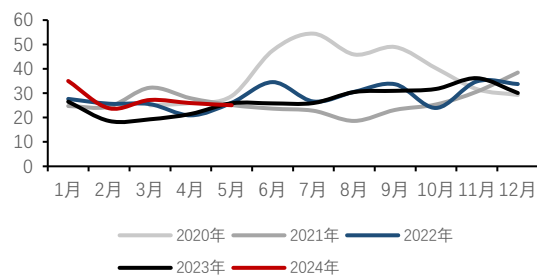
数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 65 LME 0-3 季节性



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 66 中国精炼铜净进口量(万吨)



数据来源: iFinD, 金瑞期货

四、现货供需：电铜紧平衡附近，关注结构性差异

H2 电铜过剩幅度预计显著削弱。全球平衡 H1+35 万吨（+2.7%） VS H2+6 万吨（+0.4%）。结构上国内强于海外，H2 国内有望小幅去库-6 万吨，海外则有所累库+12 万吨。

消费：新旧动能此涨彼消下，全球消费中枢偏稳，H1+2.3% VS H2+2.3%。其中国内受外需放缓，光伏、家电拉动减弱影响，消费边际走弱，H1+3.8% VS H2+2.0%。海外则因补库周期以及新能源驱动，消费温和复苏，H1+0.9% VS H2+2.4%。

供应：原料限制兑现下，全球供应增速边际回落，H1 4% VS H2 1.6%。其中国内供应增速显著回落，H1 7% VS H2 +0%。海外则由于增量项目集中爬产，供应增速边际小幅提振，H1 2.5% VS H2 2.8%。

此外下半年现货供需角度上需要特别关注美国和非洲的区域性矛盾。美国地区主因智利电铜生产减少，不利供应稳定性，目前 Comex 市场虚实比仍在高位，库存未见改善，如果自南美出口至美国的现物流迟迟不能兑现，区域矛盾仍有放大可能。非洲地区则观察到运力改善的迹象，下半年隐性库存有流出的可能性（+3 万吨）。

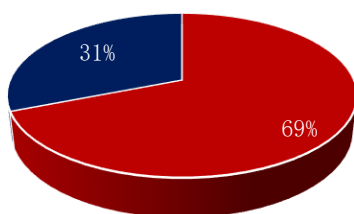
4.1 特别关注：区域性矛盾——美国 & 非洲

4.1.1 美国：显性库存尚未累积，关注未来物流变化

智利生产结构变化叠加巴拿马运河运力问题，美国供应受干扰。美国自智利进口占总进口比例近 7 成。但今年智利地区由于低 TC，加大了铜精矿的出口，减少了境内的电铜冶炼，从数据看，今年 1-5 月份智利出口至美国的精铜同比去年少约 12wt，叠加巴拿马运河航道检修，导致美国供应受到干扰。此外美国消费保持韧性，因此 5 月美国阶段性现货紧张，comex 市场盘面上出现了逼仓的情况。

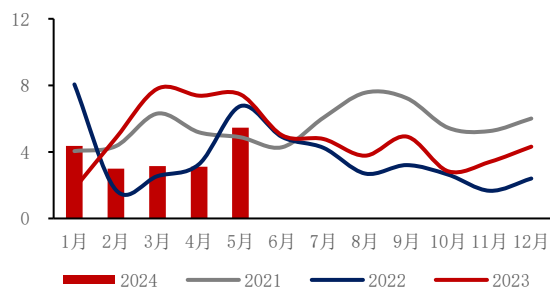
目前美国库存持续未见拐点出现，关注未来物流的变化。5 月份 COMEX 铜价相对其他市场大幅走强后，市场有消息称南美等地区有 6-8 万吨交割现货运往美国交仓，并且观察到 5 月份智利出口环比有所增加。但目前美国库存持续回落，未见转口物流兑现，建议持续关注后续变化。目前 Comex 虚实比仍在高位，如果现物流迟迟不能兑现，区域矛盾仍有放大可能。

图表 67 美国进口智利精铜占比接近 7 成



数据来源：美国海关数据，金瑞期货

图表 68 智利出口美国 1-5 月同比少 10wt



数据来源：智利统计局，金瑞期货

图表 69 COMEX 库存持续去库



数据来源: iFinD, 金瑞期货

图表 70 COMEX 铜主力和总持仓虚实比



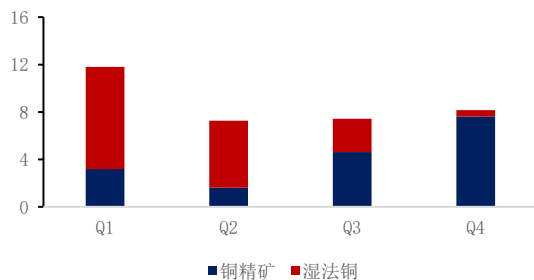
数据来源: iFinD, 金瑞期货

4.1.2 非洲：运力改善，H2 隐性库存有流出可能

H1 非洲流出电铜增量大致与估算产量增量相当，隐性库存没有流出。H1 非洲铜精矿增量 5W 吨，出口同比持平。粗铜出口同比减少 5 万吨（1-5 月+4 万吨），湿法铜增量 14 万吨，合计 24 万吨增量。与中美欧印四国进口非洲电铜同比增加 24 万吨（1-5 月+19 万吨）相当。以此估算非洲地区隐性库存并未流出，今年产量增量顺利兑现在产业当中。

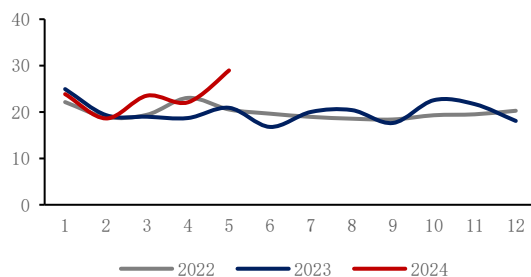
需要注意的是非洲运力或有改善，下半年隐性库存有流出可能（3 万吨）。2023 年非洲全铜元素出口合计 240 万吨，同比 2022 年基本持平，因此在 2023 年非洲增产背景下，非洲有一定铜元素的隐性库存形成。全铜元素口径非洲地区出口 1-5 月同比增加 15 万吨，年化估算全年同比增量可至 35 万吨。下半年非洲地区原料角度电铜增量最大可至 15.4 万吨，运力角度仍有 3 万吨左右空间，或有隐性库存流出可能。

图表 71 非洲铜矿产量预期



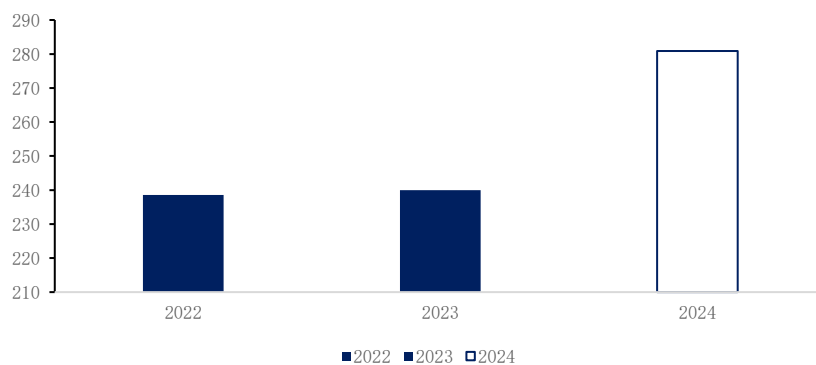
数据来源: 公司财报, 金瑞期货

图表 72 各国进口非洲铜元素同比增 15wt



数据来源: 各国海关数据, 金瑞期货

图表 73 非洲全铜元素运力或有明显提升



数据来源：海关，金瑞期货

4.2 消费：新旧动能此涨彼消，中枢偏稳——H2 2.2%

4.2.1 国内：弹性取决于政策强度，出口景气度或边际走弱——H2：2.0%

上半年回顾：表消 1-6 月累计同比 4%，与终端 H1 消费同比增速 3.8%基本相当。整体上看，今年上半年外需显著好于内需。4%消费增速中有 2.8%由出口贡献。

图表 74 表消 1-6 月累计同比增速 4%，与终端消费增速基本持平

	年月	进口	出口	净进口	累计净进口	累计同比	产量	累计产量	累计同比	社库变动	保税	表观消费	表观同比	表观环比	表观累计	累计同比
2023/2/28	20232	22.8	4.2	18.6	45.2	-15.4%	90.8	176.1	6.5%	12.9	3.8	94	2.7%	-3.9%	136.6	1.4%
2023/3/31	20233	24.0	4.7	19.3	64.5	-18.3%	95.0	271.1	8.7%	-12.4	6.0	124	6.8%	32.8%	321.1	3.4%
2023/4/30	20234	24.2	2.7	21.5	86.0	-13.9%	95.0	366.1	10.1%	-3.8	7.7	119	12.2%	-4.7%	439.7	5.6%
2023/5/31	20235	27.7	1.8	25.9	111.8	-11.2%	93.0	459.1	10.8%	-4.5	9.3	122	10.4%	2.6%	561.5	6.6%
2023/6/30	20236	28.1	2.2	25.8	137.7	-14.2%	93.5	552.6	10.5%	-1.9	9.5	121	-15.8%	-0.6%	682.6	1.8%
2023/7/31	20237	28.7	2.7	26.0	163.7	-12.5%	92.6	645.2	10.5%	0.0	5.9	122	6.4%	0.9%	804.7	2.5%
2023/8/31	20238	32.5	2.1	30.5	194.1	-10.8%	98.9	744.1	11.1%	-2.5	5.8	132	13.8%	8.0%	936.7	3.9%
2023/9/30	20239	32.8	1.8	31.0	225.1	-10.4%	100.0	844.1	11.0%	-0.1	4.4	133	4.6%	0.4%	1069.3	4.0%
2023/10/31	202310	33.4	1.6	31.8	256.9	-6.7%	99.4	943.5	10.9%	-0.5	2.3	134	16.6%	0.9%	1203.0	5.3%
2023/11/30	202311	37.8	1.7	36.2	293.0	-5.5%	96.0	1039.5	10.5%	-1.1	1.2	134	9.8%	0.5%	1337.3	5.7%
2023/12/31	202312	31.2	1.1	30.1	323.1	-6.0%	99.0	1138.5	10.5%	0.9	0.8	129	2.6%	-4.3%	1465.9	5.4%
2024/1/31	20241	35.9	0.9	35.0	358.0	32.0%	97.0	1235.5	13.7%	1.9	1.0	130	26.3%	1.1%	1600.0	26.3%
2024/2/29	20242	25.2	1.4	23.8	58.9	30.3%	95.0	1330.5	9.0%	20.1	3.8	96	2.3%	-26.2%	225.9	14.9%
2024/3/31	20243	29.6	2.3	27.2	86.1	33.5%	100.0	1430.5	7.7%	10.5	6.0	115	-8.0%	19.4%	340.4	6.0%
2024/4/30	20244	28.4	2.5	25.9	112.0	30.3%	98.5	1529.0	6.7%	1.4	7.7	121	2.3%	6.0%	461.8	5.0%
2024/5/31	20245	32.5	7.4	25.1	137.1	22.6%	100.9	1629.9	7.0%	3.9	9.3	120	-1.1%	-0.8%	582.2	3.7%
2024/6/30				23.0	160.1	16.3%	100.5	1730.4	7.1%	-4.4	9.5	128	5.5%	6.1%	710.0	4.0%

数据来源：金瑞期货

国内终端消费新旧动能大致相抵，整体增速在 2.0%左右。展望下半年国内终端消费，传统领域地产拖累有望放缓，但空调排产增速同样回落，预计拖累铜消费约 2.3%。新动能领域，光伏和新能源汽车由于并网消纳、土地资源、电力市场化以及新能源车渗透率提升空间有限等问题，增速预计有所下降，整体贡献约 2.8%。新旧动能大致相抵，国内整体终端增速在 2.0%左右。

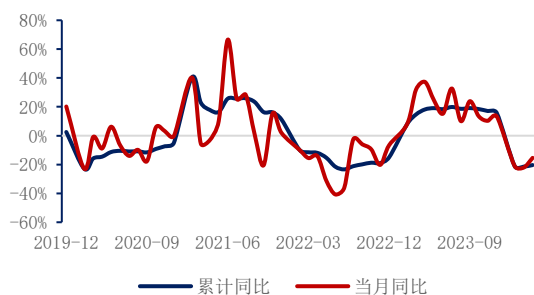
传统领域预计拖累 2.3%。地产竣工方面，我们认为竣工端有以下利好因素：一是地方融资协调机制落地预计将协助部分历史停竣工项目恢复开工并陆续竣工，对竣工形成阶段性的支撑；二是随着房地产销售端利好政策发挥作用，房企销售回款压力或有望减轻。综上，房企资金压力有望缓解，有助于原有竣工项目的落地。因此，我们认为 2024 年下半年房屋竣工面积同比跌幅或有望收窄至-12%，拖累铜消费约 3%。**家电方面**，国内家电终端需求预计将有所改善，但考虑到目前渠道库存整体偏高，结合三大白电的内销排产数据，我们认为下半年国内家电批发销量同比增速将

不及上半年，节奏上看 Q4 表现预计将好于 Q3，出口方面考虑到海外本轮补库周期偏弱以及天气因素或有望解除，结合三大白电出口排产数据，我们预计海外整体家电需求仍较乐观，但增速较上半年预计有所回落，家电板块整体贡献铜消费约 0.7%。

新动能预计提振 2.8%。新能源汽车方面，以旧换新政策发力，新能源车购置成本优势较明显的背景下，中国新能源车零售销量预计仍有望保持较高的同比增速。但考虑到 2023 年下半年高基数的影响，以及目前零售端渗透率已达 50%，新能源车销量继续快速提升的空间较为有限，中国新能源车销量同比增速预计将小幅下滑。预计整体汽车行业 H2 用铜约+10%，贡献铜消费增速 0.8%。**发电装机方面**，上半年光伏大型地面项目招标量较高，下半年有望迎来集中式光伏的装机高峰期；同时组件价格持续下降的背景下，工商业分布式光伏发电成本优势凸显，将有望提升企业装机意愿，支撑下半年国内分布式光伏的新增装机量。但并网消纳问题，土地资源问题以及电力市场化交易预期等因素预计将继续对下半年国内光伏装机需求形成压制，基准情形下国内 H2 光伏装机量 160GW，基建电源端对铜消费贡献约 2%。

此外，因海外消费韧性，上半年出口贡献较大（+2.8%），下半年预计有所收窄（+0.2%）。上半年尤其是一季度，国内电线电缆出口明显增加，1-5 月电线电缆出口 107wt，同比增 17%。考虑环比趋势已有所放缓，结合低基数效应减弱，预计下半年出口对铜消费贡献将放缓至 0.2%左右。

图表 75 地产竣工



数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 76 房企到位资金显著下滑拖累竣工



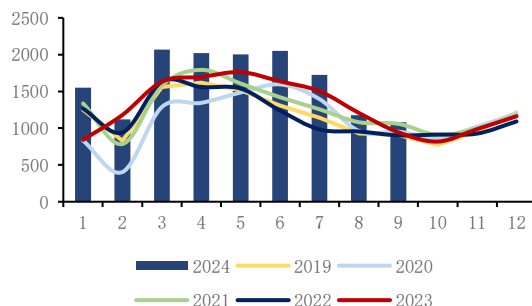
数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 77 新能源装机



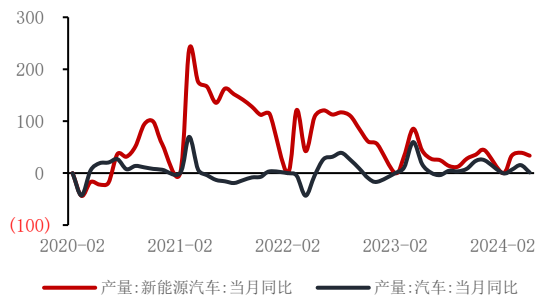
数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 78 空调排产



数据来源：产业在线，金瑞期货

图表 79 汽车/新能源汽车产量



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 80 工业电动机产量



数据来源: iFind, 金瑞期货

表格 3 国内终端增速预期

	占比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024
地产	26%	-21%	-16%	-12%	-12%	-14%
电源基建	10%	35%	13%	26%	14%	20%
汽车	8%	11%	12%	12%	8%	11%
空调	18%	10%	10%	5%	5%	8%
电子	10%	8%	10%	10%	10%	8%
工业	4%	-16%	-10%	0%	0%	7%
其他交运	6%	25%	12%	5%	5%	5%
出口	16%	22%	12%	3%	0%	10%
终端		5.7%	3.8%	2.8%	1.3%	1.8%

数据来源: 金瑞期货

4.2.2 海外: 由新能源驱动, H2——2.4%

综合考量新能源、传统领域及耐用品消费方面消费贡献, 海外消费下半年预计 2.4%。海外新能源板块预计持续拉动铜消费, 预计对铜消费整体拉动 2.2%。考虑到随着光伏组件价格的快速下跌, 光伏发电成本优势明显, 海外整体光伏装机预计仍将保持较高增速, 预计令电力领域提振铜消费约 1.7%。新能源汽车方面受新车型上市较慢, 补贴政策退坡, 需求疲软等因素的影响, 上半年欧美新能源车增速放缓, 下半年生效的关税政策预计将对新能源车销售形成一定冲击, 需求预计难见明显好转, 增速预计保持温和, 对铜消费贡献约 0.5%。综上, 新能源板块在下半年仍是海外铜消费主要驱动, 整体贡献约 2.2%。

地产等传统领域预计贡献 0.2%, 美国韧性环比减弱, 欧洲预计有所复苏。地产方面, 美国相对有韧性, 而欧洲和日韩等表现均有拖累。美国按揭利率在去年四季度开始回落, 带来积压需求有所释放, 令美国一季度地产表现相对优于海外其他国家。而欧洲经济表现弱于美国, 库存周期持续去化, 但欧央行已宣布进行降息, 有利于未来经济景气度回升。综合来看, 美国仍是大概率软着陆, 欧洲方面随政策拐点而有望见底回升, 预计整体海外地产铜消费拖累将逐步放缓。

耐用品消费方面, 美国韧性减弱但欧洲预计复苏, 下半年增速有望维持。美国在补库周期和超额储蓄尚未用尽的背景下, 一季度消费体现较好支撑, 但随超额储蓄临近耗尽, 以及后续季度基数效应将出现一定限制, 耐用品消费预计将出现走弱。欧洲方面去库存周期有出现尾声迹象,

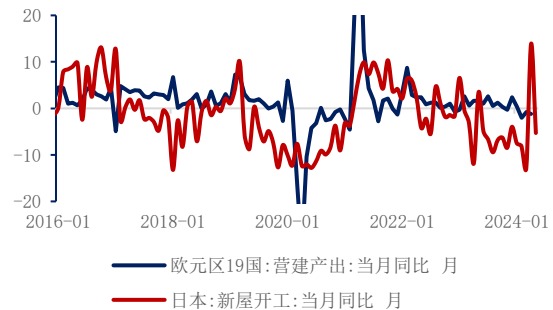
并且工资增速已高于通胀增速，实际薪资增速转正，预计将会支撑欧元区耐用品消费进入复苏。因此，美国下半年消费韧性或减弱，但欧洲有望接续，预计整体海外耐用品消费大致维持上半年水平。

图表 81 美国地产相对有韧性



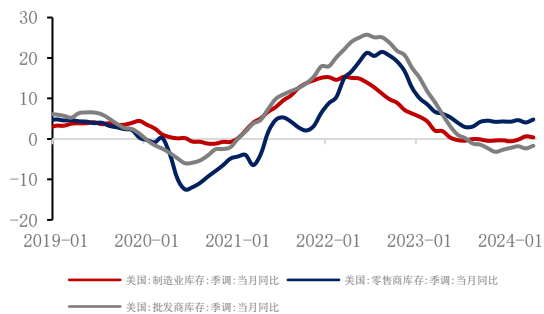
数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 82 美国以外欧洲日本地产表现均弱



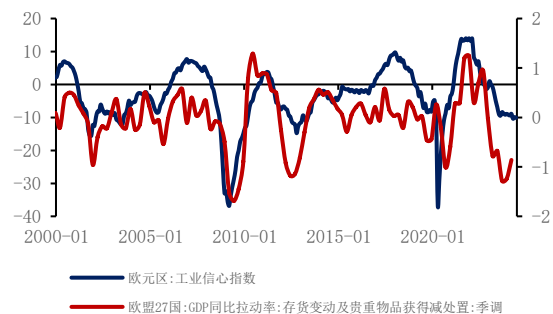
数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 83 美国处于补库周期



数据来源：iFinD，金瑞期货

图表 84 欧洲库存周期



数据来源：iFinD，金瑞期货

表格 4 海外终端增速预期

2024 境外消费	占比	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024
建筑	33%	-8.0%	-1.5%	-1.0%	-1.0%	-0.5%	-1%
工业	16%	-3.0%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	1%
消费品	15%	-4.3%	1.0%	1.3%	1.2%	1.3%	1%
交通	12%	15.0%	2.0%	3.0%	4.0%	4.0%	3%
电力通信	11%	19.0%	12.0%	12.0%	15.0%	16.0%	14%
其他	13%	-3.0%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	1%
合计	100%	-0.3%	1.6%	1.9%	2.3%	2.6%	2%

数据来源：金瑞期货

4.3 供应：原料限制逐步兑现，H1 4%→H1 1.6%

4.3.1 国内：原料短缺下，H2 +2wt (+0%)

受长单利润保障叠加副产品盈利，H1 国内供应同比高增 35wt（7%）。前文中已写到，上半年 TC 已经开始大幅回落，但国内冶炼生产实现较高增速。原料角度看，由冶炼厂和港口矿库存，以及再生铜冶炼贡献。利润角度看，去年长单 TC 为 80 美元，以长单弥补现货冶炼亏损。此外，冶炼副产品硫酸价格总体表现为企稳回升，同时贵金属价格表现强势，对冶炼厂利润进行一定弥补。

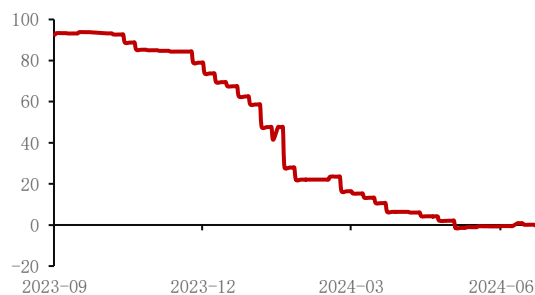
然而未来原料矛盾逐步兑现，下半年国内供应预计+0%。冶炼厂原料库存已经去至较低水平，极限状态下仍有空间，但基准假设下未考虑继续压低原料库存。因此，虽然增量冶炼项目储备充足，但实际兑现预计将受到原料限制，基准情形下半年+2wt（+0%）。若不考虑原料限制条件，项目增量可至 32wt 左右，主要是已投产项目继续爬产，新项目投放进度因原料问题而有所放缓。

图表 85 铜精矿 TC 长单



数据来源：SMM，金瑞期货

图表 86 铜精矿现货 TC



数据来源：SMM，金瑞期货

图表 87 精废价差/粗铜加工费验证



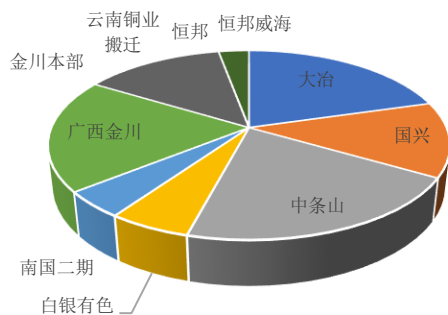
数据来源：SMM，金瑞期货

图表 88 冶炼副产品硫酸价格



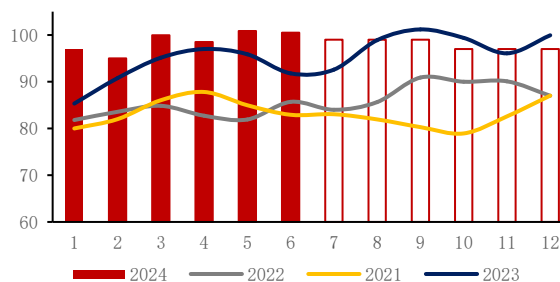
数据来源：SMM，金瑞期货

图表 89 国内新增项目充足，但面临原料问题



数据来源：iFind，金瑞期货

图表 90 国内精铜产量季节性



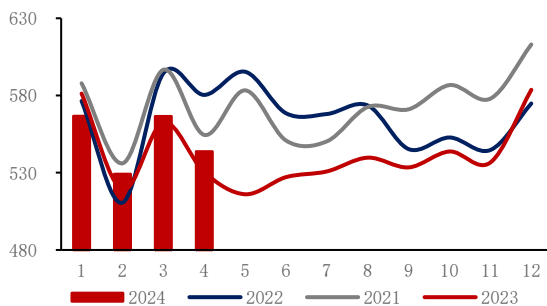
数据来源：SMM，金瑞期货

4.3.2 海外：扩产炼厂有资源保障，项目兑现确定性较高，H2+20wt（+2.8%）

海外上半年+18w，主因湿法。海外上半年供应项目同比+18wt（2.5%），贡献主要来源于非洲湿法铜，约 14wt。其他常规跟踪样本国家产量大致持平，智利有小幅减量，日本、哈萨克斯坦等有小幅增量。

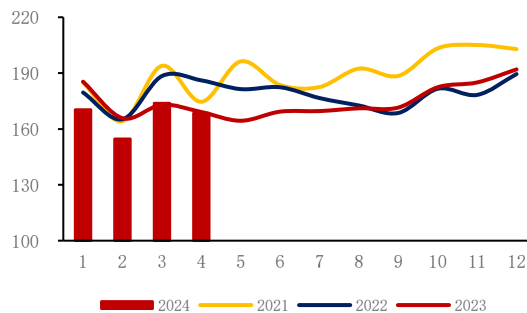
下半年冶炼投放确定性较高，预计+20w。其中火法 16wt，湿法 4wt。主因印尼有大型冶炼厂投产，并且有自给矿山，冶炼项目兑现确定性较高。此外，海外火法增量预期的基准情形已经考虑其他地区减产风险，以原料进口看欧洲1-4月份进口原料同比少近3wt，未来有一定减产风险。日本进口原料尚未减少，冶炼减产风险相对小。

图表 91 海外样本国家精铜产量跟踪



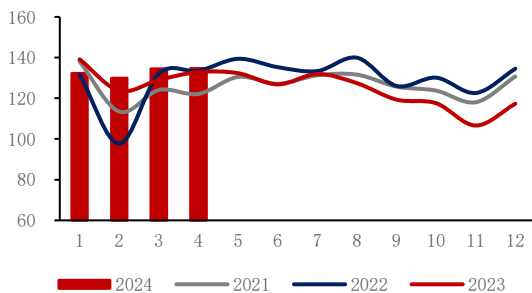
数据来源：各国统计局，金瑞期货

图表 92 智利精铜产量



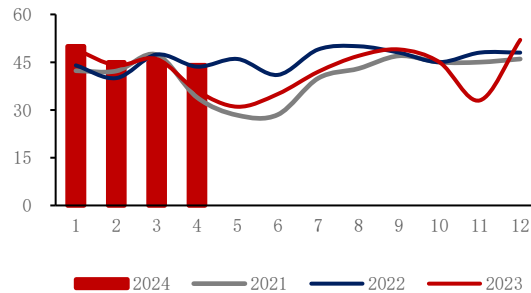
数据来源：智利统计局，金瑞期货

图表 93 日本精铜产量



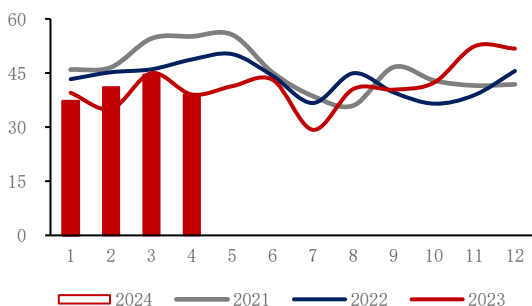
数据来源：日本统计局，金瑞期货

图表 94 印度精铜产量



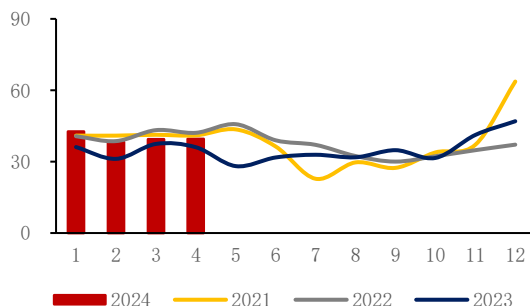
数据来源：印度统计局，金瑞期货

图表 95 加拿大精铜产量跟踪



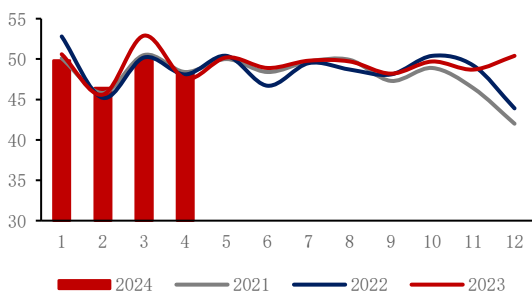
数据来源：加拿大统计局，金瑞期货

图表 96 哈萨克斯坦精铜产量



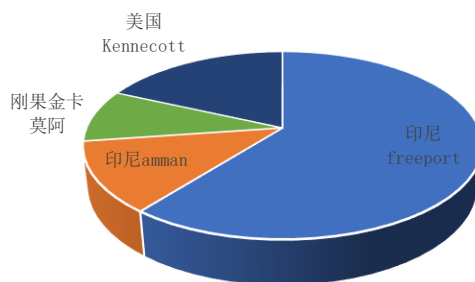
数据来源：哈萨克斯坦统计局，金瑞期货

图表 97 波兰精铜产量跟踪



数据来源：KGHM，金瑞期货

图表 98 海外冶炼项目增量



数据来源：智利统计局，金瑞期货

4.4 平衡：过剩显著削弱——H1+2.7%→H2+0.4%

电铜过剩幅度预计显著削弱。全球平衡 H1+35 万吨（+2.7%） VS H2+6 万吨（+0.4%）。内外平衡差异上，国内强于海外，H2 国内有望小幅-6 万吨，海外则有所累库+12 万吨。

表格 5 全球铜平衡

全球平衡	2024				2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	
铜精矿供应	443	462	497	517	1919
铜精矿需求	477	464	492	515	1947
铜精矿平衡	(34)	(1)	5	2	(27)
精炼铜产量	655	660	662	672	2648
精炼铜消费	627	653	662	665	2609
平衡	28	7	(1)	7	41
废铜加工领域使用变化 国储库存变化					
电铜调整后平衡	28	7	(1)	7	41

数据来源：金瑞期货

表格 6 国内铜平衡

境内平衡	2024				2024E
	Q1	Q2	Q3	Q4	
终端铜消费	340	373	390	385	1488
产业库存变化	2	(4)			(2)
电铜实际消费	342	369	390	385	1486
精铜产量	292	297	299	289	1176
精铜净进口	86	75	90	91	342
废铜加工领域使用变化 国储库存					0 0
调整后平衡	36	2	(1)	(5)	32

数据来源：金瑞期货

表格 7 海外铜平衡

境外平衡	2024				2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	
精铜产量	363	363	363	383	1472
精铜消费	285	284	273	280	1122
精铜净出口	86	75	90	91	342
废铜加工领域使用变化 产业库存变化					0
平衡	(8)	5	0	12	9

数据来源：金瑞期货

五、价格展望和策略

5.1 单边策略：偏多对待，前高可期

宏观支撑叠加原料矛盾年内难以缓和，铜价偏多对待。H2LME 铜核心价格区间【9500，11000】美元/吨，对应沪铜【77000，89000】元/吨。节奏预计高位偏强震荡，向上空间更大，关键节奏指向 Q3 中期，一是临近 9 月关键降息节点，降息预期或反复。二是 7 月三中全会、政治局会议后国内政策集中兑现期将至。三是恰逢国内冶炼厂原料转紧关键节点。H2LME 铜均价预计 10200 美元/吨，沪铜均价 83000 元/吨。

综上原料采购方面建议 81000 下方分批买入，80000 下方的采购安全边际更高。库存保值方面建议谨慎。期权策略可考虑持续卖出 78000 目标价的看跌期权。

图表 99 LME 铜价走势图



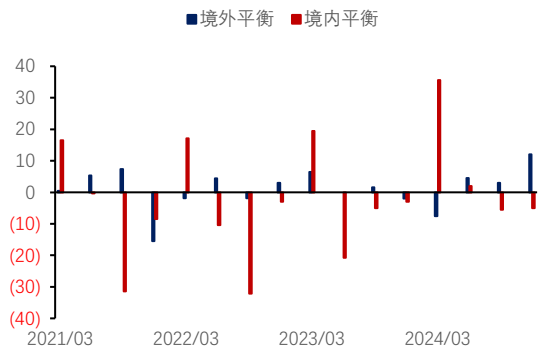
数据来源: wind, 金瑞期货

5.2 相对价格：价格上行风险削弱反套和 borrow 兑现效果

跨市方面，国内平衡强于海外，Q4 矛盾大于 Q3，因此方向上以反套为主。但单边趋势的上行或令反套难以兑现（参考 Q2 反套多数时间无法盈利，直至价格回落）。因此反套配置建议等待绝对价格上行至高位，价格上行阶段反而有正套盈利机会。

跨期方面，也有类似情况。基准情形下 H2 国内逐季去库，但如果单边价格大幅上行可能削弱去库幅度，因此 borrow 建议观望。

图表 100 境内外铜平衡差异



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 101 库存比与除汇比



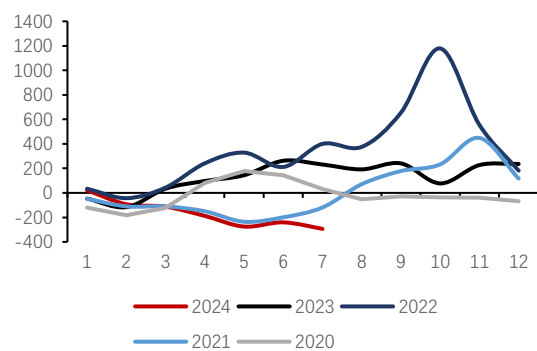
数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 102 境内季度平衡/基差



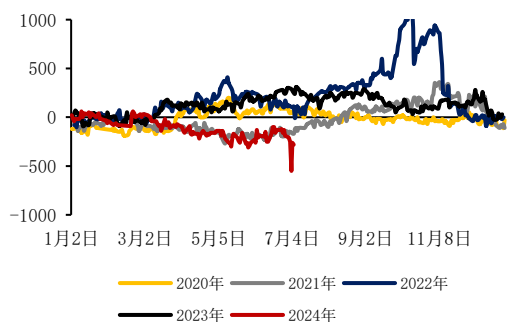
数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 103 沪铜当月-次月基差季节性



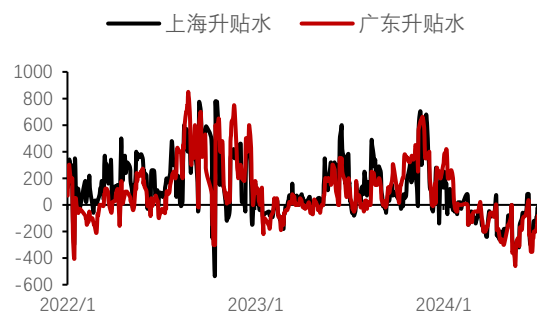
数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 104 沪铜月差



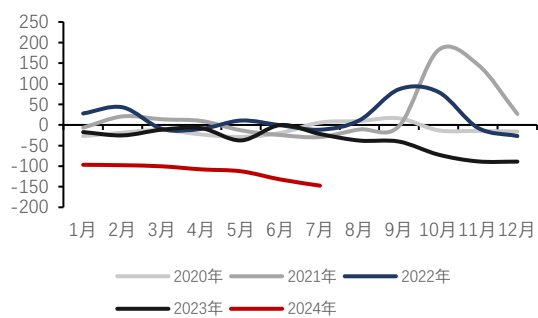
数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 105 国内现货升水



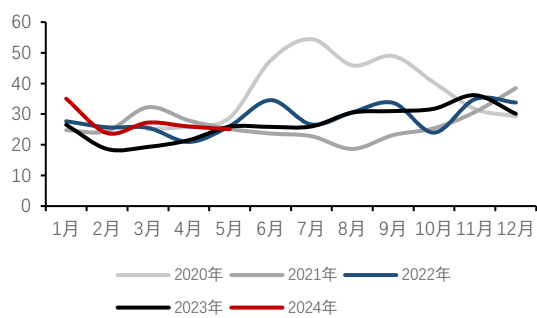
数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 106 LME 0-3 季节性



数据来源: iFind, 金瑞期货

图表 107 中国精炼铜净进口量(万吨)



数据来源: iFind, 金瑞期货

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人受到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市彩田路东方新天地广场 A 座 32 层

电话：400-888-8208