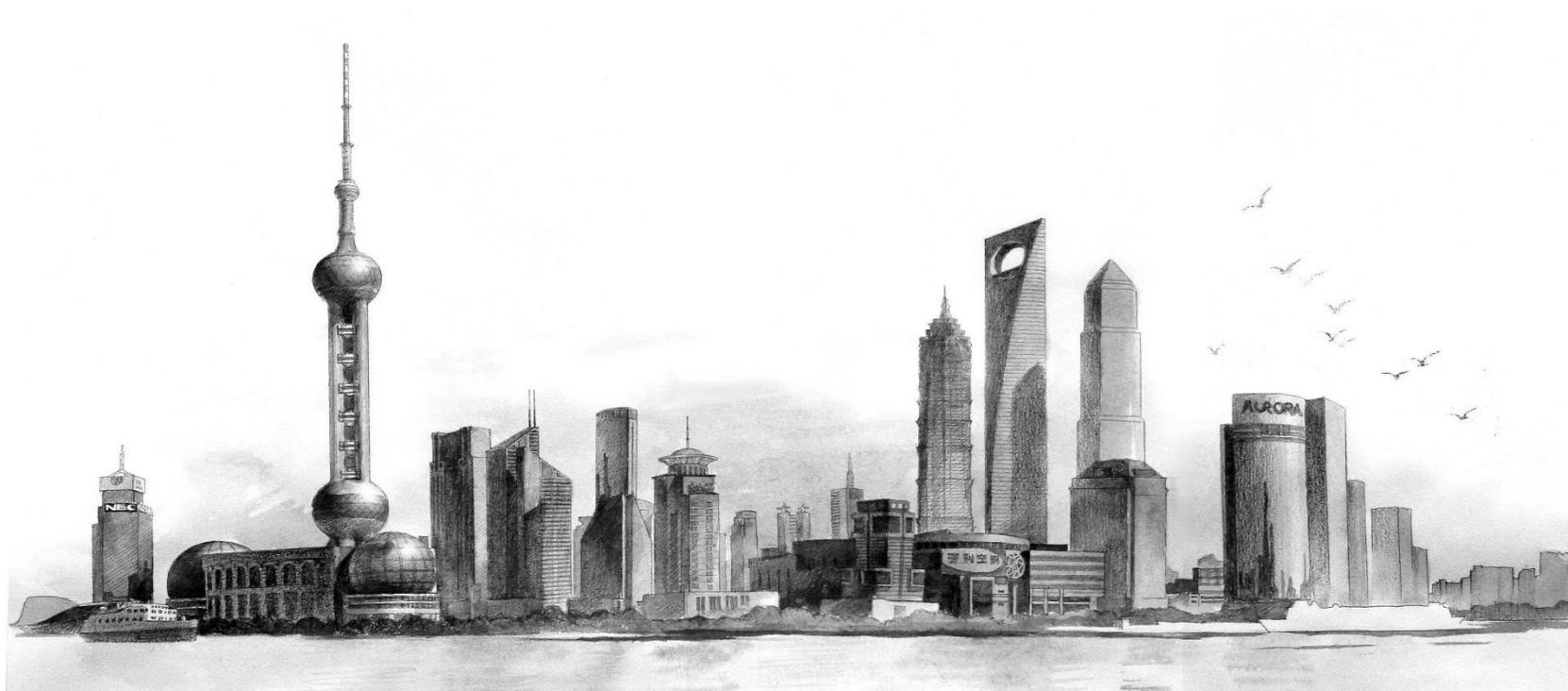


降息预期、矿冶矛盾仍存，铜价震荡偏强运行

海证期货研究所

2024年07月11日



➤ 宏观：1、美国制造业PMI的回落、失业率抬头等，或显示美国经济及劳动力有走弱迹象，这可能会推动美联储进行预防式降息。2、下半年美国大选将获得更多关注，内部矛盾向外转移是美国惯用手段，预计降息预期升温、美国经济滞涨与避险情绪放大可能同时或交替存在。3、中国二十届三中全会召开在即，其将对长期经济发展方向进行定调。待其落地后，市场有望重拾信心

➤ 中观：

供应：品位下滑+成本抬升+开采难度增加等，多家矿企或是关停或是下调产量预期，导致铜矿供应收缩，加工费也因此快速下行，传导至冶炼端致铜企生产亏损程度加深，冶炼厂仍存在减产风险。目前虽然有废铜作为原料以及进口精铜进行缓冲，但废铜供应的释放对价格及利润比较敏感，且原料获取难度大、拆解效率低、环保政策严格等方面存在约束，供应增加有瓶颈。进口精铜的补充也存在局限性。。

需求：年内加工材产能利用率不及去年同期，主要是传统需求房地产依旧低迷，不过在以旧换新、节能降碳等政策推动下，消费并不悲观，但若有亮眼表现仍需政策进一步加码。

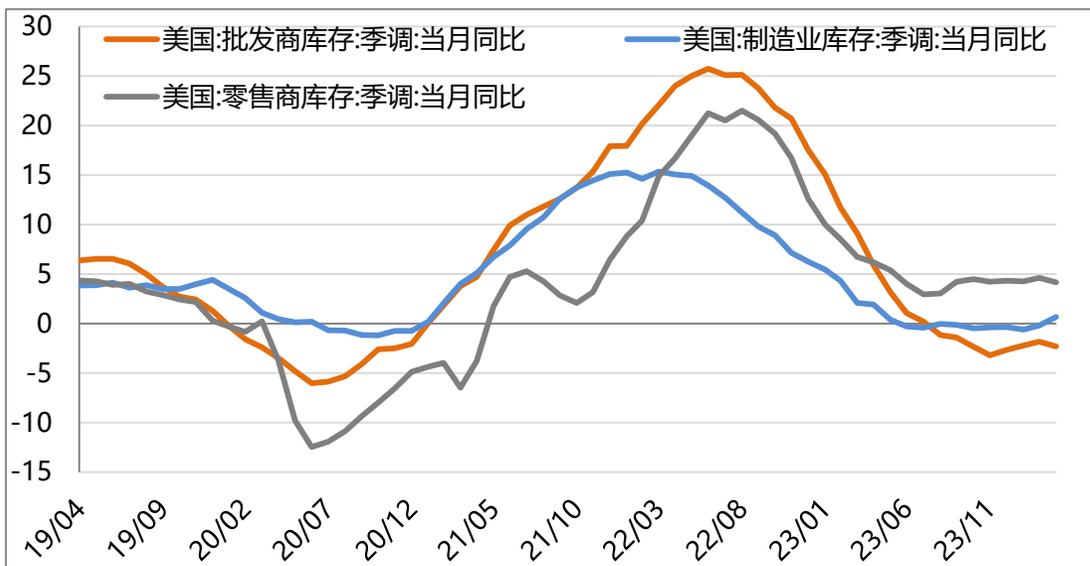
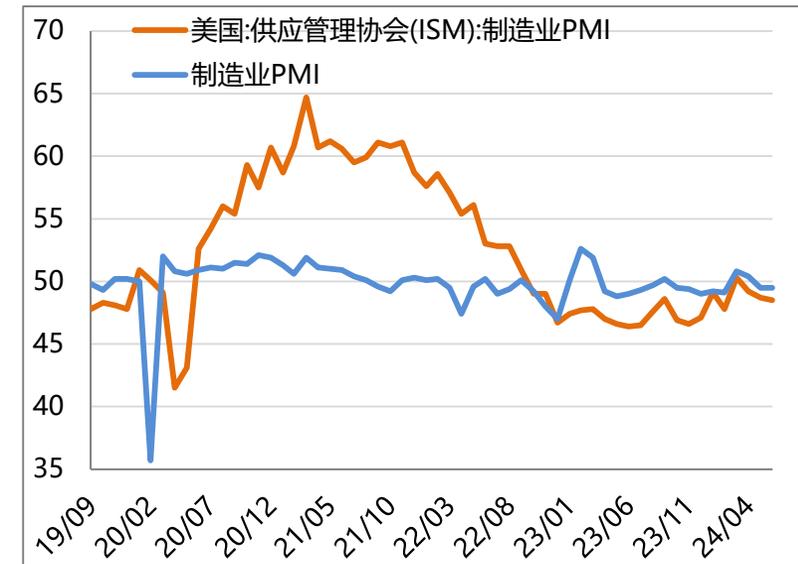
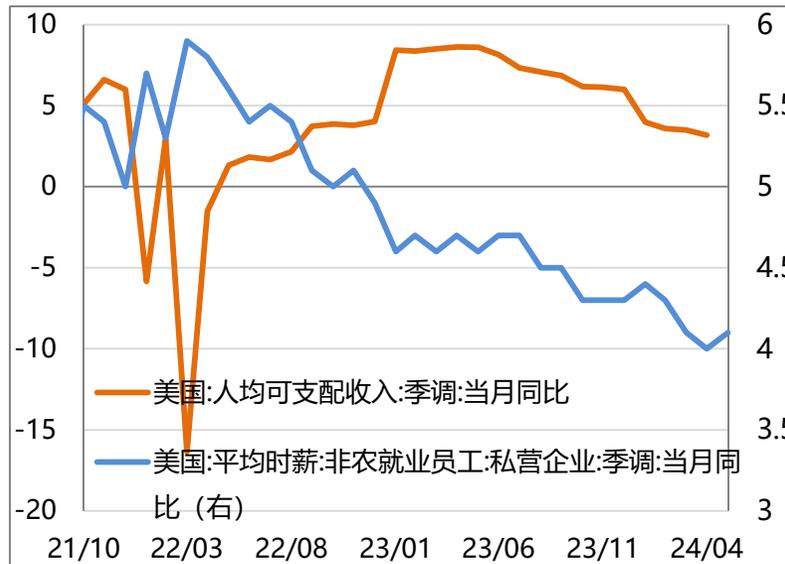
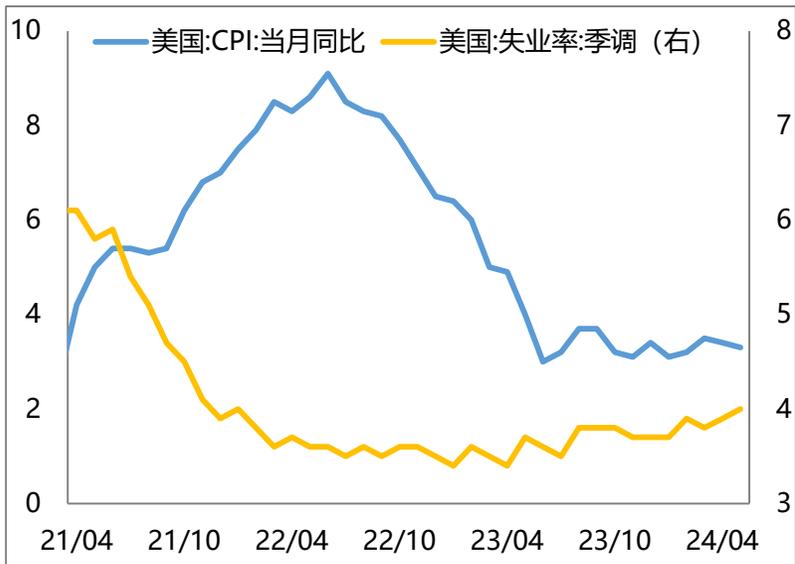
➤ 综合看，铜价宏观及中观利多因素并未消失，预计相较于上半年顺畅上涨的走势，下半年铜价呈震荡偏强运行，波动加大，需要把握好操作节奏。

美联储日程

月份	决议声明	发布会	点阵图	经济预测	纪要	褐皮书
2024年05月	✔ 05月01日	--	--	--	--	--
2024年06月	✔ 06月12日	✔ 06月12日	✔ 06月12日	✔ 06月12日	🕒 07月03日	✔ 05月28日
2024年07月	🕒 07月31日	--	--	--	--	--
2024年09月	🕒 09月18日	🕒 09月18日	🕒 09月18日	🕒 09月18日	🕒 10月09日	🕒 09月03日
2024年11月	🕒 11月06日	--	--	--	--	--
2024年12月	🕒 12月18日	🕒 12月18日	🕒 12月18日	🕒 12月18日	🕒 01月08日	🕒 12月03日

- 上半年美国降息预期起起伏伏，甚至有美联储理事表示，预期2024年不会有任何降息行动，将预期降息的时间推迟至2025年。
- 6月5日加拿大打响G7国家降息第一枪，利率下调25BP至4.75%，并表示继续宽松。6月6日欧央行也开启了5年来首次降息，不过对未来的降息路径未给出任何承诺。
- 截止目前，市场普遍认为9月会降息1次，据CME“美联储观察”7月6日数据显示，预期美联储9月降息概率为77.9%，11月降息概率为87.2%。年内至少降息2次的概率到达76.6%，甚至至少降息3次的概率接近30%。

宏观：美国降息预期仍存在不确定性



- 通胀数据具有粘性，阻碍了美国降息进度，后期美联储是否降息及降息次数，仍需时间观察通胀降温的可持续性。
- 虽然美国进入补库阶段，但高利率环境下，补库弹性或较弱。另外，美国制造业PMI的回落、失业率抬头，新增非农就业多次下调等，或显示美国经济增长有走弱迹象，这可能会推动美联储进行预防式降息。

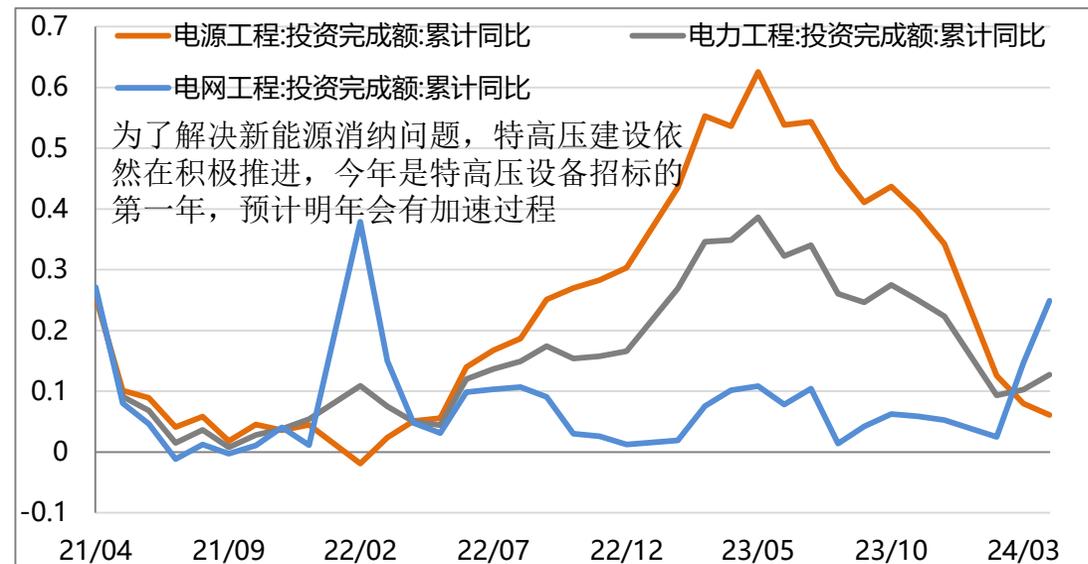
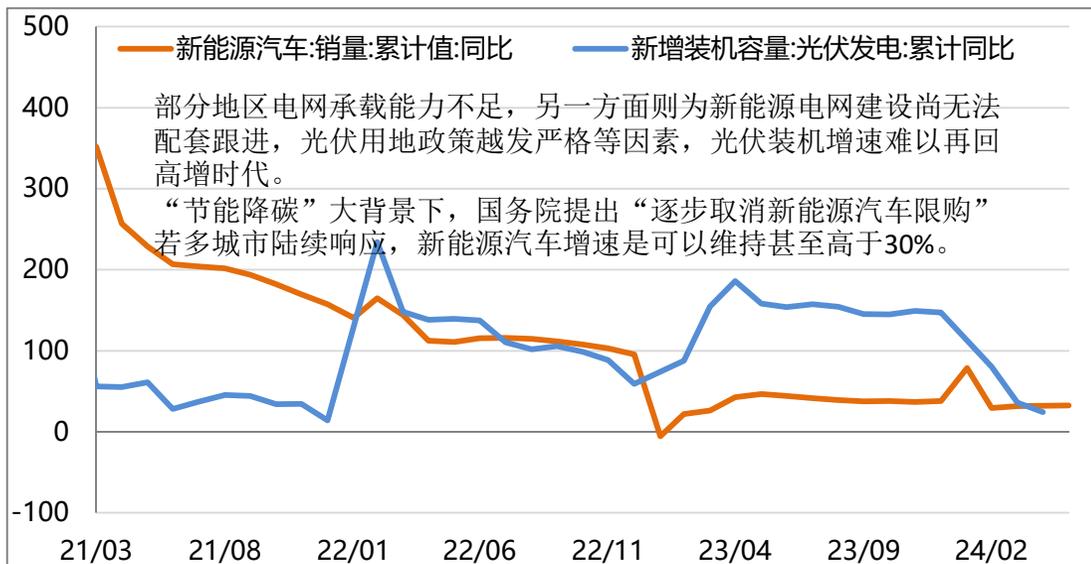
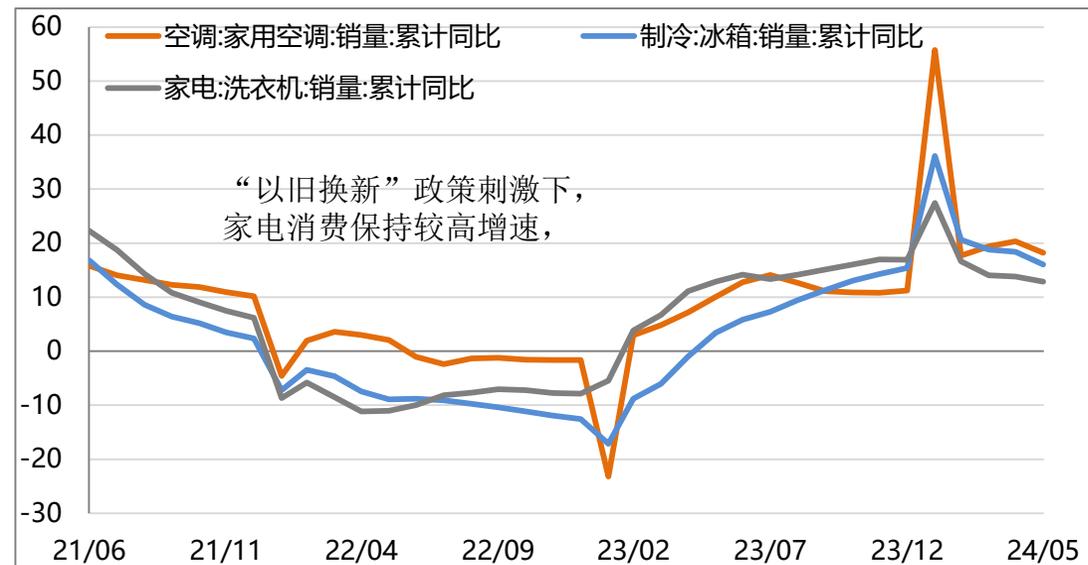
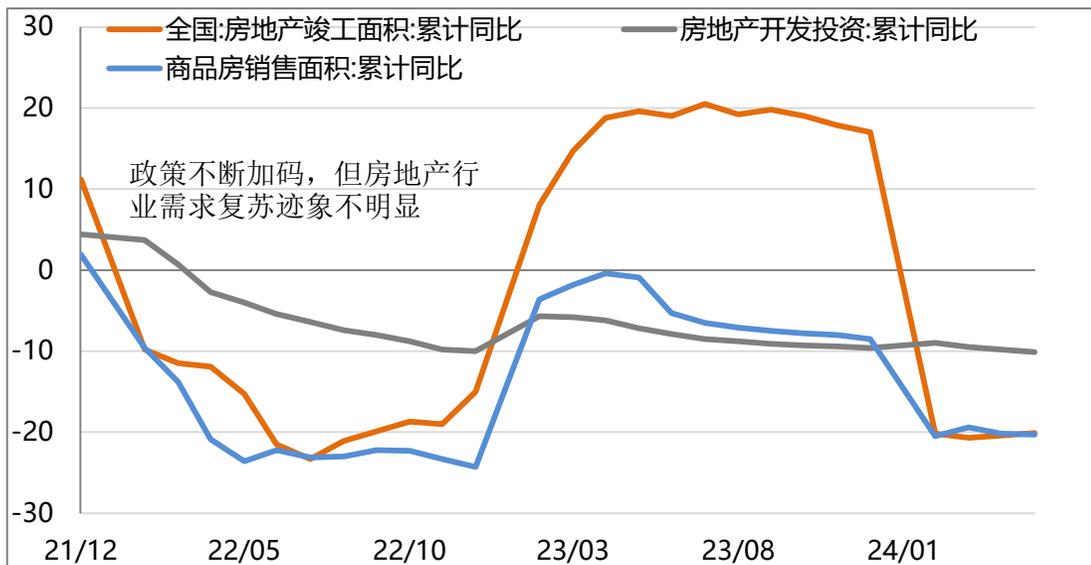
宏观：临近美国大选，两党博弈激烈，或加大行情波动

	特朗普		拜登			
	详情	通胀	增长	详情	通胀	增长
税收	继续推进大规模减税： 1) 推进2018年税改法案永久化，其中部分个税减免条款即将到期 2) 将企业所得税从当前的21%进一步降低至15%，激励企业加大资本支出和生产	↑	↑↑	整体加税，尤其是针对富人阶级： 1) 将企业税率提高到28%；提升大公司和跨国企业海外税收 2) 免除石油天然气、地产、加密货币交易的补贴 3) 提升高收入个人（超40万）和高净值群体（超1亿）的个人所得税	↓	↓
贸易	坚持美国优先（American First）的贸易政策： 1) 向任何对美国征收出口关税的国家征收同标准的“互惠关税” 2) 可能对进入美国的所有商品征收无差别的10%基准关税，并对中国加征60%或更高的关税 3) 拒绝TPP协定，战略性追求《美墨加协定》等条款	↑↑	↓	加强对中国的进口关税，但对盟友较为友善： 1) 加征对中国的关税，包括将新能源车从25%加征至100%，半导体和太阳能电池从25%增加至50%，钢铁、非新能源车锂电池加征至25%等，但部分加征要求暂缓执行 2) 增强和盟友贸易，降低对中国的依赖度，强化美国供应链韧性	↑	↓
基础建设	支持基础设施建设，但暂无明确支出计划： 1) 基建投资仍然瞄准道路、桥梁、海港和新兴技术以来的基础设施 2) 确保基建投资真正用于“基础”设施，而非社会福利支出等	↑	↑↑	继续支持基建投资（Bipartisan Infrastructure Law）： 1) 交通：修缮美国1/5的道路和超过45000个“状况不佳”的桥梁；对铁路等交通设施进行重建和再投资等；总规模近5700亿美元 2) 气候能源和宽带建设等；合计投资规模约1400亿美元	↑	↑↑
环境与能源	回归传统化石能源，寻求美国能源自主： 1) 加快发放石油、天然气勘探许可，增产传统能源； 2) 为关键矿物和稀土元素建立能源独立途径，并再度退出巴黎协定	↓	↑	支持发展清洁能源和削减碳排放： 1) 在美国发展新核电厂，推动2035年以前实现无碳化电力产业的目标 2) 规范化自愿碳市场建设并继续扩大特定领域的投资补贴	↑	↑
美国制造	支持美国制造： 1) 取缔工人竞业协议并承认州外专业执照，促进劳动力流动 2) 加强制造业回流和近岸外包，构建以美国和盟友为主的供应链体系	↑	↑↑	支持美国制造： 1) 投资美国（Investing in America）：增加私营部门投资以创造就业岗位 2) 继续支持购买美国货（Buy American），更好地利用联邦采购资金来加强关键产品的和供应链的国内采购 3) 加强供应美国（supply America），设立供应链弹性委员会，共享相关数据以改善供应链监测和战略；规划长期工业韧性和供应链投资	↑	↑↑
美元与汇率	主动压低美元以提振出口： 1) 依靠主动且大幅贬值美元以改善美国贸易赤字，实现贸易平衡目标	↑↑	↑	无明确以汇率为目标的表态，但称“可以接受/不担心强势的美元”，长期美元或将维持强势。		
移民和边境安全	或推出“史上最严苛移民政策”： 1) 暂停各类援助计划、加强移民意识形态筛查，并可能恢复建设边境墙 2) 可能终止非法移民子女自动获得美国身份，禁止生育旅游	↑	↓	整体更为温和（提高难民接受上限等）；但近期非法移民激增，正计划推出一项允许总统暂时对移民关闭南方边境的法案	↓	↑

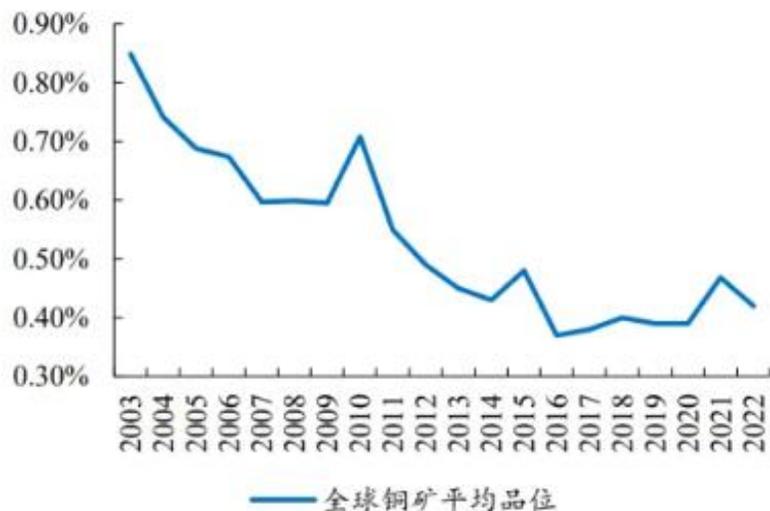


➤ 美东时间6月27日，美国举行了首场总统候选人辩论，辩论结束后的民调显示，特朗普支持率升至67%，拜登支持率则降至33%。而在6月25日，16位诺贝尔经济学奖得主联名签署了一封公开信，信中明确指出，特朗普的经济计划可能加剧通胀，特别是他承诺对中国进口商品征收更严厉的关税，这将直接导致美国消费者购买的商品价格上升。美国通胀存在重新抬升的风险，届时经济承压与高通胀并行下，滞涨担忧或再次吸引资金多配有色金属。

宏观：期待7月重要会议释放积极信号，提振市场信心



- 当前环境对铜资本开支并不友好，所以资本开支呈下滑态势，矿端存在的问题包括：
- **矿山品位下滑、通货膨胀及资源开发地愈加偏远**，不仅抬高了铜企C1成本，也使得当下铜矿初始单吨资本开支持续抬升。全球铜矿平均品位快速下行，由2003年的0.85%下降至2022年的0.42%。
- 在2000年开发一个新的铜矿初始资本开支仅在4000-5000美元/吨，2012年突破10000美元/吨，目前已经要12000美元/吨。根据World Copper 公告和RFC Ambrian数据，最低的初始单吨资本开支是Santo Domingo项目达7243美元/吨，而初始单吨资本开支最高的为Pebble项目突破40000美元/吨，初始单吨资本开支的均值约为17700美元/吨。



2023年主要铜企现金成本

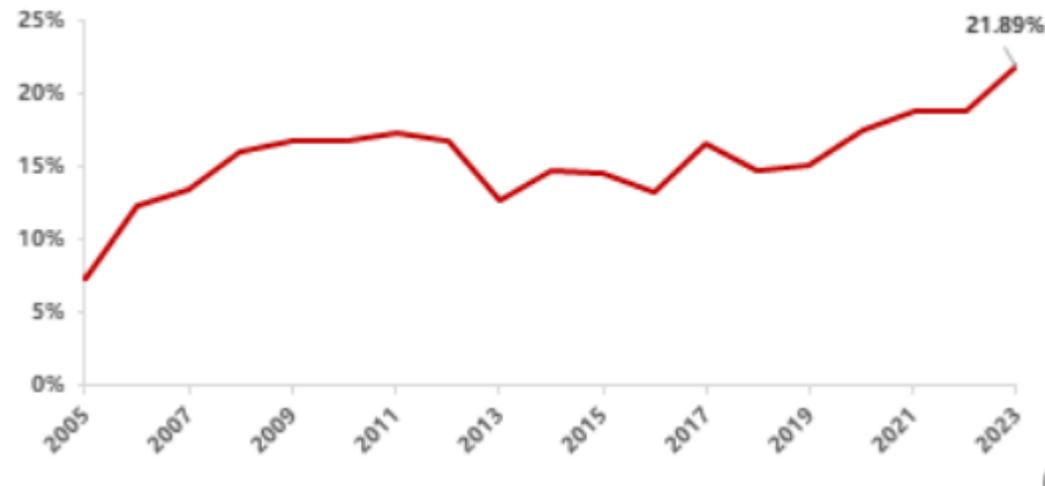
单位：美元/磅	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q3VS2022
波兰铜业	1.59	1.81	1.70	1.59	1.96	2.20	2.95	2.94	34%	
南方铜业	0.92	0.87	0.88	0.69	0.67	0.78	0.76	1.12	0.98	26%
泰克资源	1.33	1.23	1.39	1.28	1.39	1.56	1.83	1.92	1.87	20%
智利国铜业	1.36	1.39	1.41	1.29	1.33	1.65	2.13	2.05	24%	
第一量子	1.70	1.70	1.61	1.40	1.44	1.76	2.24	1.98	1.42	-19%
中金黄金国际甲玛矿	2.05	2.25	2.51	2.14	2.44	2.47	3.26	/	/	32%
嘉能可	0.87	1.04	1.48	0.94	0.67	0.80	1.45	/	/	81%
自由港	1.20	1.07	1.74	1.48	1.34	1.50	1.76	1.47	1.73	15%

- ▶ 潜在资源集中在非洲及南美等地缘政治风险较高的国家及地区。地缘政治风险、社区问题及生产安全事故频发，所需投资回报期愈发苛刻。比如：五矿资源旗下Las Bambas矿山于2023年11月或再次受到工人罢工及封锁主要运输道路影响，主要由于该矿未能提供有关利润分享协议的信息，罢工同样影响嘉能可旗下的Antapaccay，Hudbay旗下的Constancia。2023年11月28日，巴拿马最高法院裁定政府与第一量子矿业方面续签的Cobre铜矿20年运营合同违宪，勒令该矿停止开采。
- ▶ 高资源税下，企业现金流利润承压，资本开支愈发艰难。地区间资源税负差异较大，项目间税负也存在差异。而在资源禀赋较好的地区例如智利，税率突破40%，这意味着在智利开采新的项目需要更高的铜价进行经济性刺激。
- ▶ 高利率背景下，项目需求回报率或将进一步提升。在这些因素干扰下，即使是高铜价也无法刺激企业增加资本开支。
- ▶ ICSG口径下全球铜矿干扰率已上升至22%。

铜矿风险及事故统计

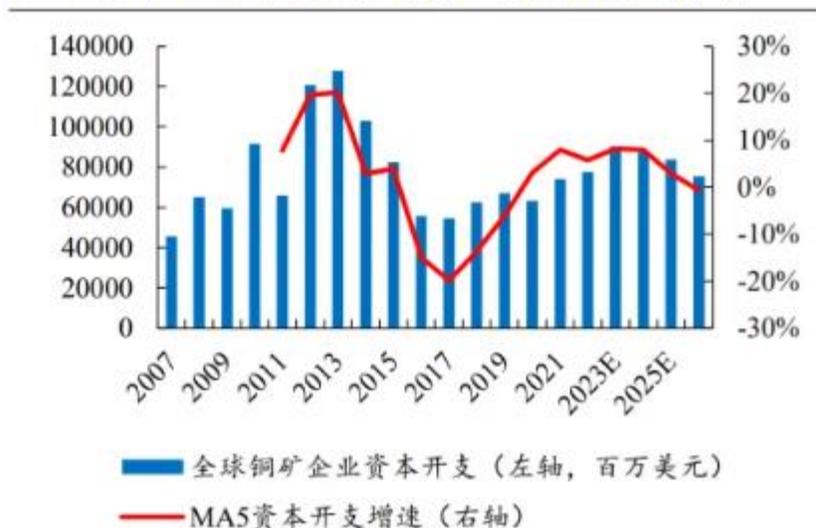
时间	矿山	事件
2024年4月	Sossego	淡水河谷和巴西帕拉州表示，巴西一家地方法院再次暂停了该公司旗下Sossego铜矿的运营许可。（6月恢复）
2024年4月	赞比亚地区矿山	持续干旱导致的轮流停电，计划要求矿业公司削减五分之一的用电需求
2024年3月	Radomiro Tomic露天矿	智利国家铜业Radomiro Tomic露天矿山发生事故后，矿工封锁了通往矿床的入口道路，并完全停止了生产（预计5月逐步恢复）
2023年11月	Las Bambas	社区工人罢工，主要运输道路遭工人封锁
2023年9月	Cobre Panama	社区工人因利润分配及薪资等问题罢工
2023年4月	Udokan	作为限制俄罗斯在俄乌冲突中的资金能力，美国对Udokan实控人实施制裁

图表1: ICSG口径下全球铜矿干扰率 (1-产量/产能)

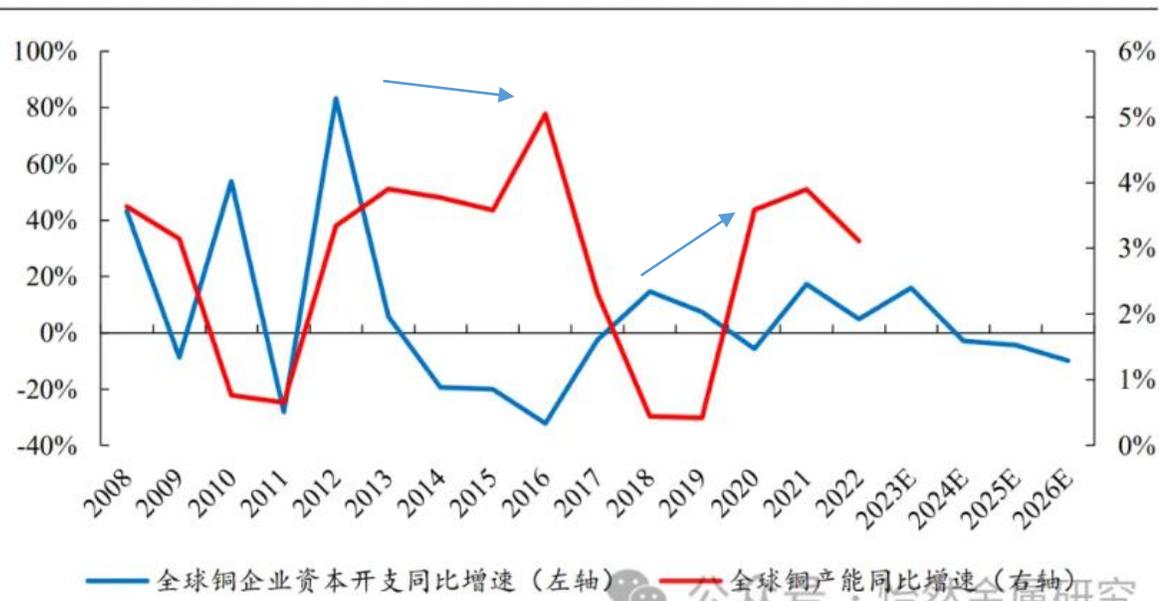


- 一般来说，矿山项目从勘探开发至投产约5-8年（甚至更长），从下图中可见，上一轮铜矿资本开支增速在2012年触顶后回落，铜矿产出在2012-2017年之间仍保持正增长，也就是说这部分铜矿增量主要由此轮资本开支高峰所贡献，而2017年之后铜矿产量出现了近2年的下滑。
- 据Bloomberg预计，全球铜矿企业资本开支2023见顶并快速下滑。铜矿企业资本开支同比增速领先全球铜矿产能增速3-4年，据彭博数据预计，本轮周期铜矿企业资本开支同比增速于2024年转负后，至2026年持续负增长，预计全球铜矿产能增速2026年后开始转负并将持续至2029年。

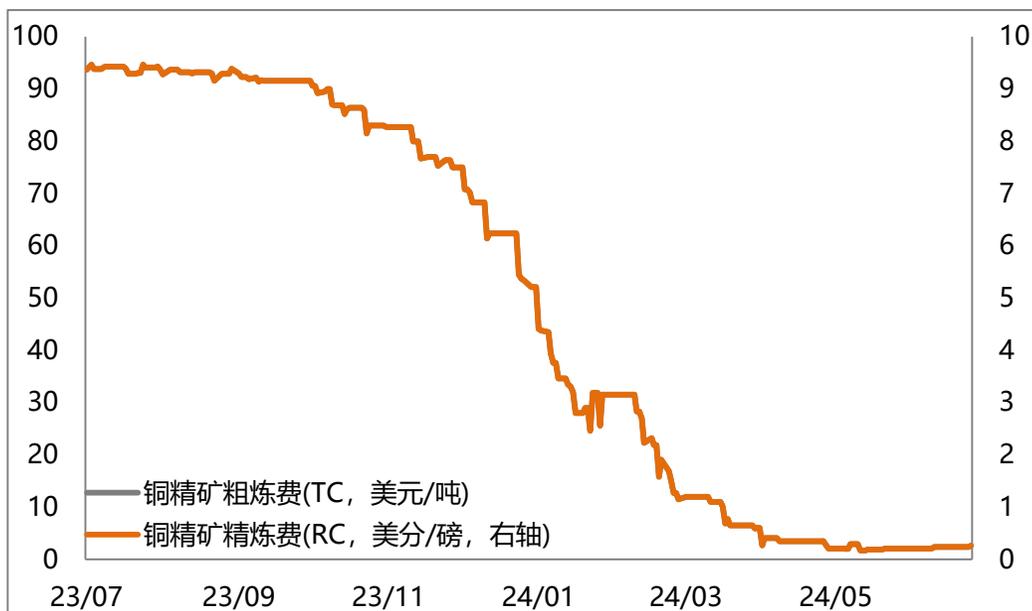
全球铜矿资本开支



铜矿资本开支领先全球铜产能3-4年



- 2023年10月之前铜矿加工费还能维持在80-90的高位，但之后加工费快速下滑，截止2024年7月5日粗炼费已降至2.6美元/吨，虽然较最低位有所回升，但依然处于极低水平。
- 持续下滑的加工费说明了铜矿供应快速收缩并走向短缺。据统计，2023年主要的减量国家包括智利-33万吨、中国-24万吨、美国3万吨、印尼0万吨；这就导致对2023年铜矿产量预期持续下调，从最初的增116万吨到最后实际只增了11万吨。



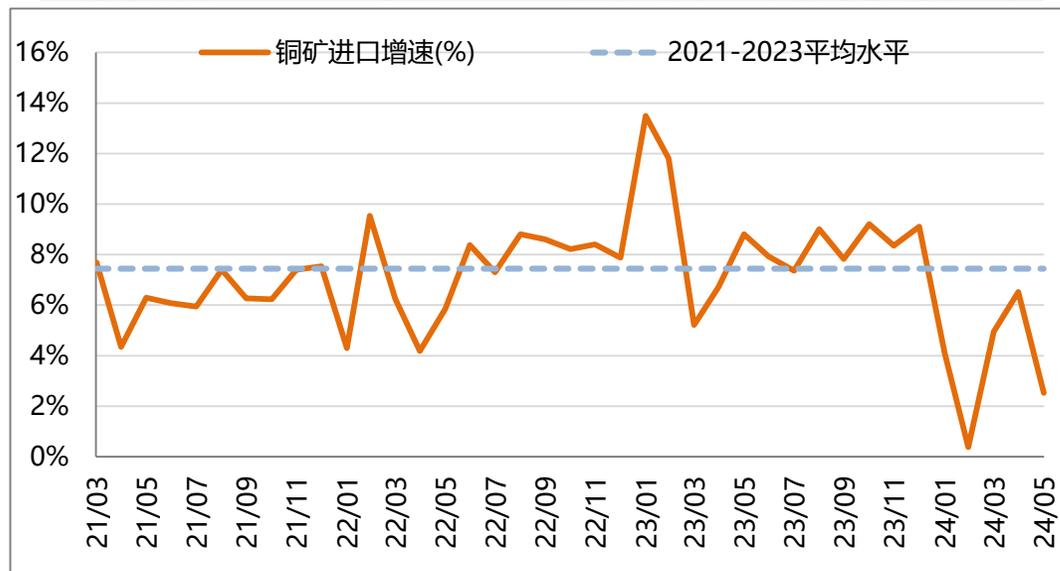
铜矿产量	调整前			调整后 (干扰率)		
	2022	2023	增减	2022	2023	增减
2022-5	2279	2448	169	2225	2332	107
2022-10	2201	2367	166	2190	2306	116
2023-4	2192	2313	121	2192	2258	66
2023-10	2194	2247	53	2194	2236	42
2024-2	2195	2206	11	2195	2206	11

2023年全球十大铜矿生产国产量及占比

国家	2023年产量 (万金属吨)	占比	数据来源
智利	533		智利铜业委员会 (Cochilco)
智利	500	23%	美国地质勘探局 (USGS)
刚果民主共和国	284		刚果央行
刚果民主共和国	250	11%	美国地质勘探局 (USGS)
秘鲁	276		秘鲁矿业能源部
秘鲁	260	12%	美国地质勘探局 (USGS)
中国	183		上海有色网 (SMM)
中国	170	8%	美国地质勘探局 (USGS)
美国	110	5%	美国地质勘探局 (USGS)
俄罗斯	91	4%	美国地质勘探局 (USGS)
印度尼西亚	84	4%	美国地质勘探局 (USGS)
澳大利亚	81	4%	美国地质勘探局 (USGS)
赞比亚	76	3%	美国地质勘探局 (USGS)
墨西哥	75	3%	美国地质勘探局 (USGS)
全球铜矿产量	2236.41		世界金属统计局 (WBMS)
全球铜矿产量	2200		美国地质勘探局 (USGS)

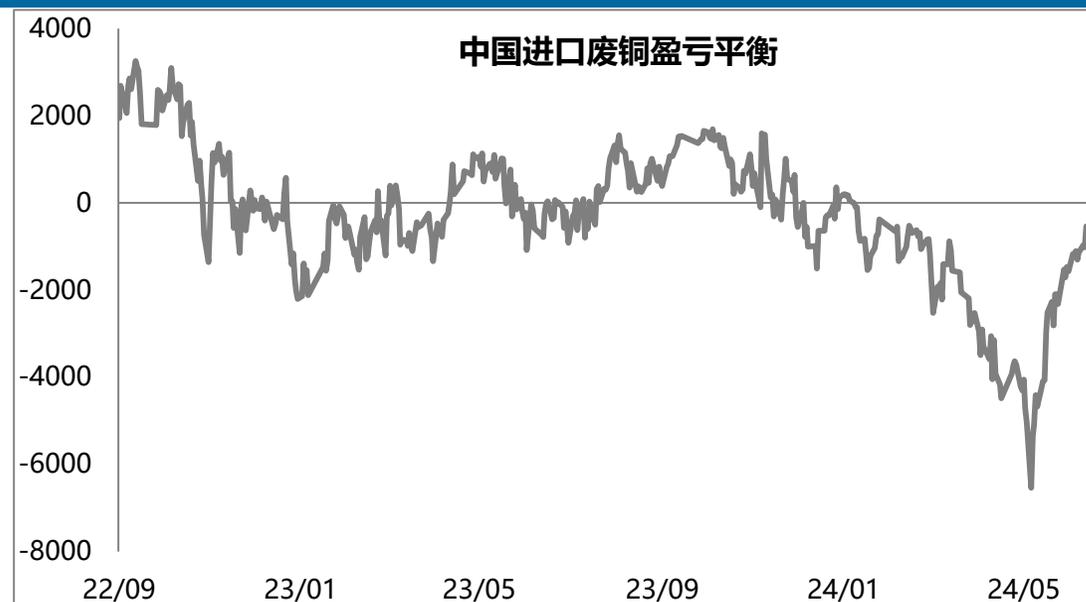
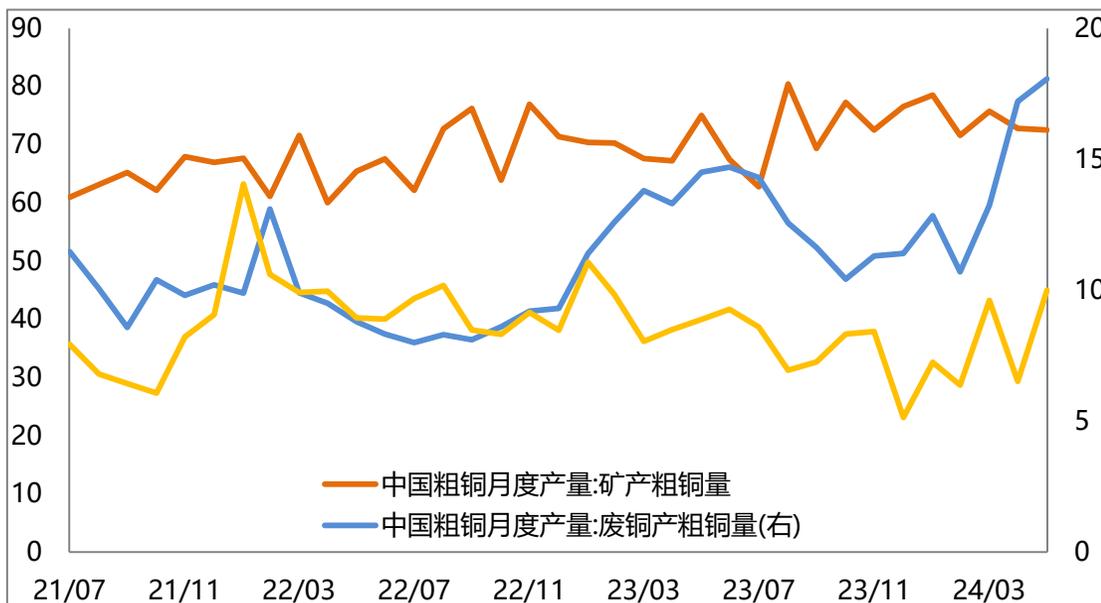
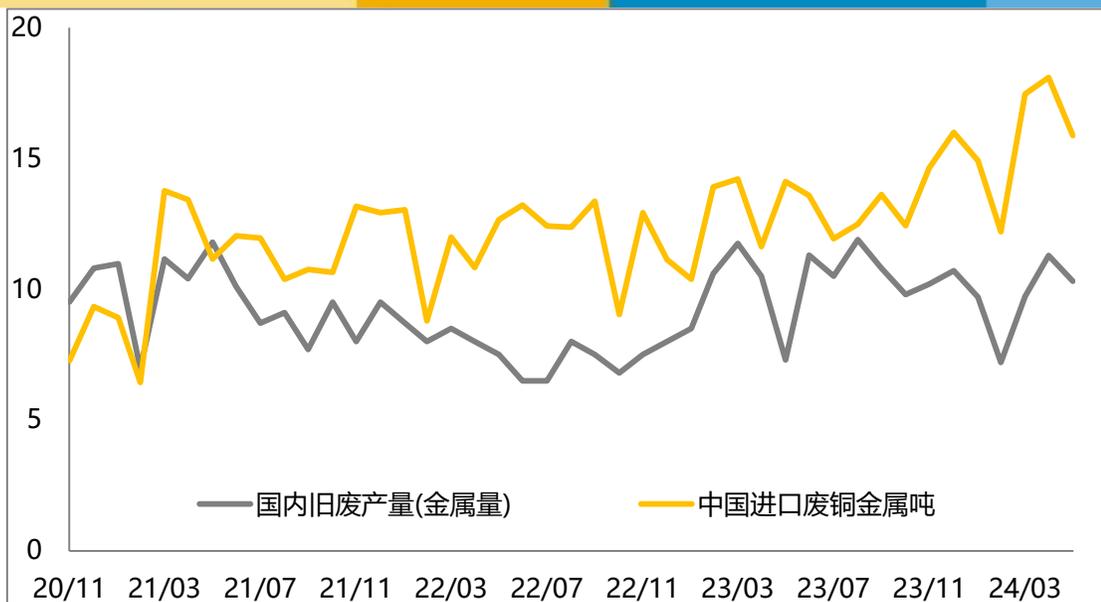
表：铜矿龙头铜产量及产量规划 (万吨)

公司	2022财年	2023财年	2024财年规划	2023同比增速	2024中值同比增速
Freeport	191.1	191	186	0%	-3%
BHP	157.4	171.7	172-191	9%	6%
Codelco	155.3	132.5	135.3	-15%	2%
Glencore	105.8	101	95-101	-5%	-3%
紫金矿业	91	101	111	11%	10%
Southern Copper	89.5	91.1	93.6	2%	3%
Anglo American	66.4	82.6	73-79	24%	-8%
KGHM	73.3	71.1	-	-3%	-
First Quantum	77.6	70.8	37-42	-9%	-44%
Antofagasta	64.6	66.1	67-71	2%	4%
洛阳钼业	27.7	42.0	52-57	51%	30%
合计 (不含KGHM)	1026	1050	1044	2%	-0.5%



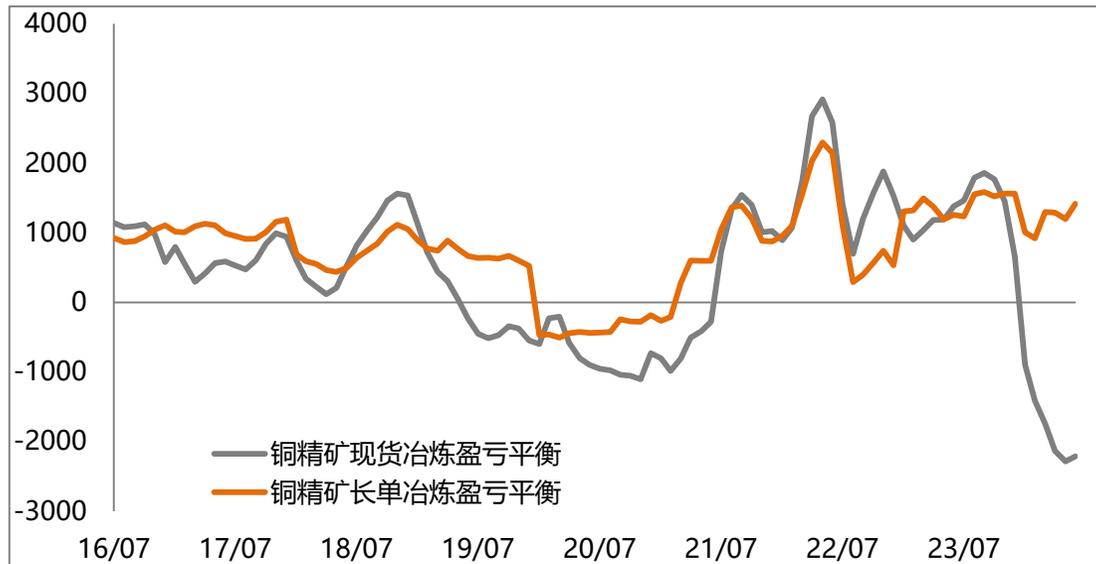
- 另外，2023年全球主要矿企产量1050万吨，同比只增长2%。2024年预计减少0.5%，从而拖累全球铜矿供应。
- 多家铜矿下调产量预期或是减停产。1、英美集团宣布大幅下调铜产量预期，预计2024年产量为73-79万吨；2、第一量子旗下Cobre Panama铜矿是全球最大的露天铜矿之一，在巴拿马全国范围的抗议活动之后，巴拿马最高法院裁定其合同违宪，关停前这座矿山月产量已达到4.15万吨。预计这2家铜矿企业24年规划产量中值较23年下降38万吨。
- 就中国而言，虽然铜矿进口量逐年增加，但增速已经由21-23年平均水平7.4%，下降至24年2.5%左右。

中观：废铜可对铜矿原料有替代，但量级有限

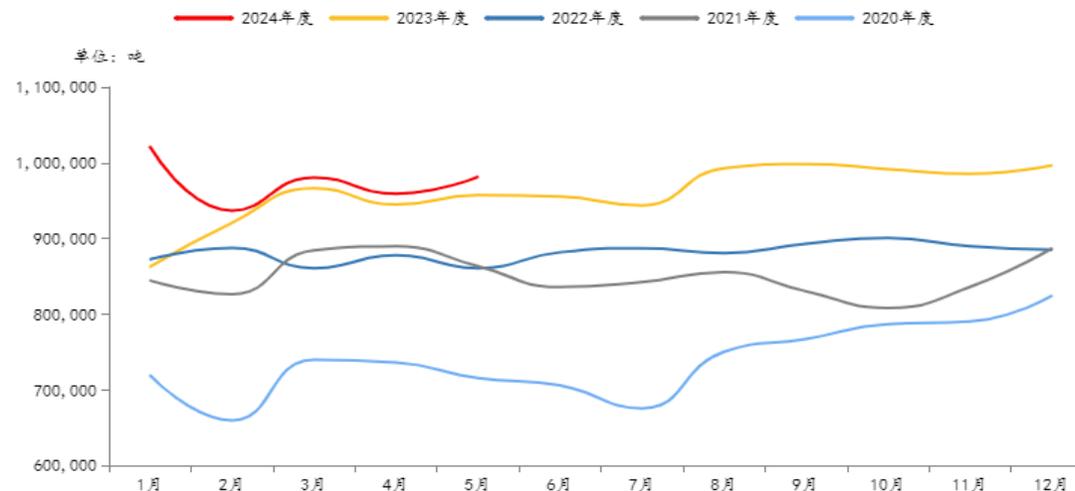


- 由于精矿紧缺，冶炼厂转用粗铜代替矿作为原料，今年废铜产粗铜的量增加，对原料供应有补充。
- 废铜供应来源：国产40%+进口60%，国产废铜产量较为稳定，进口废铜量稳步攀升，2024年出现明显增加。
- 但废铜供应的释放对价格及利润比较敏感，且原料获取难度大、拆解效率低、环保政策严格等方面存在约束，供应增加有瓶颈，再加上进口废铜处于亏损状态，可能会限制废铜供应增量。

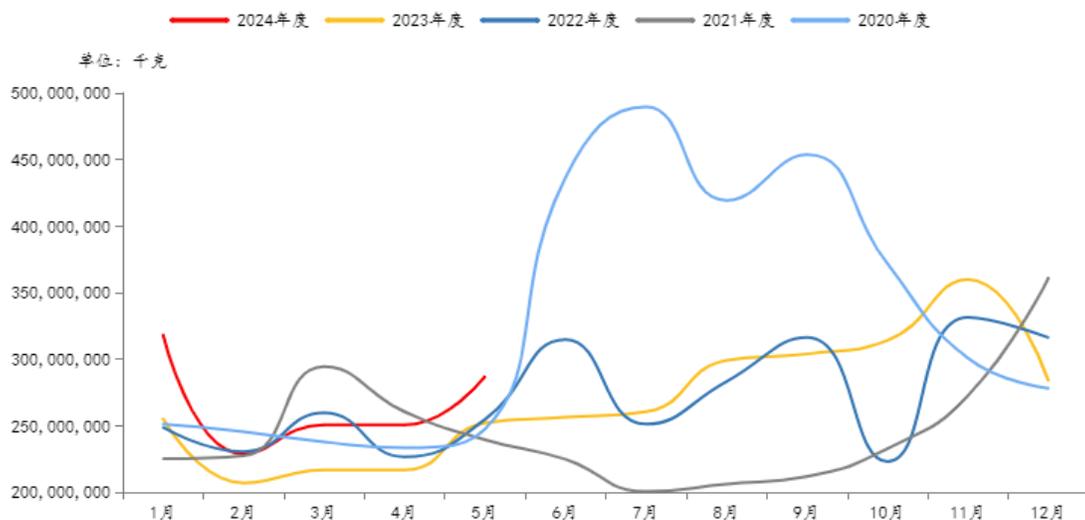
中观：冶炼厂生产亏损严重，减产风险仍存



我的有色网：电解铜：产量：中国（月）



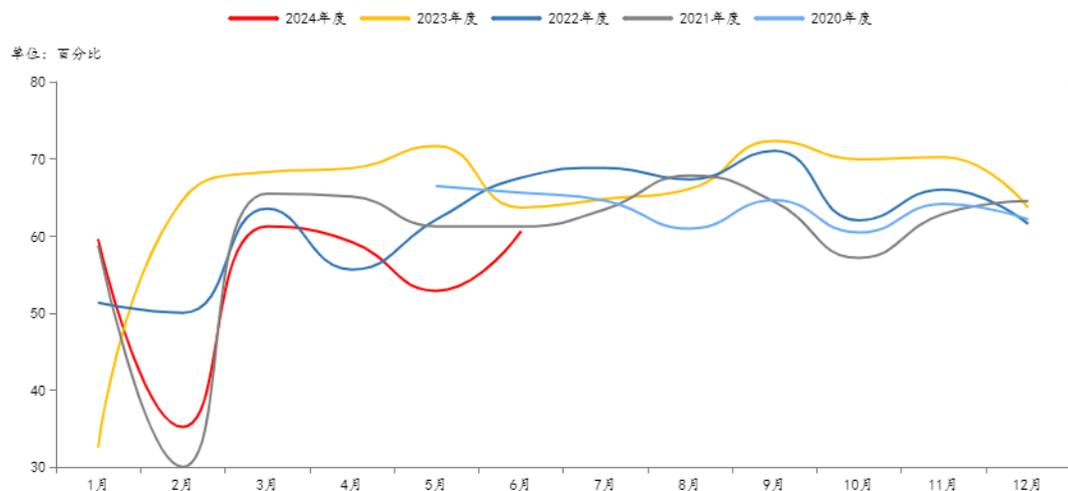
未轧制铜含量>99.9935%的精炼铜阴极：进口数量合计：中国（月）



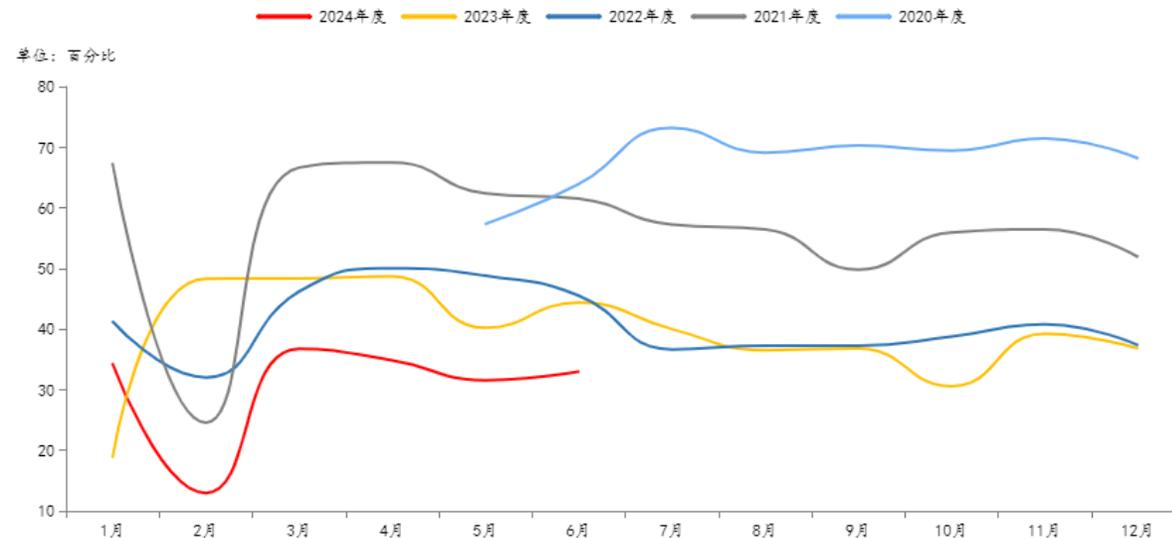
- 可以看到除了铜精矿长单冶炼利润还可以，现货冶炼利润亏损程度超2000元/吨。1-6月中国电解铜产量合计592万吨，同比+6%，较去年同期增速减少5pct。目前矿端紧张在冶炼端体现并不明显，但随着矿石供应紧张程度加深，冶炼厂仍存在减产风险。
- 2022年同比+7%，2023年同比-4%，2024年1-5月进口133万吨，同比+16.3%，占到总供应量21%，是重要的供应来源。除去2020年的其余年份，月度进口最高是在36万吨，较当前高7万吨，若未来冶炼厂月减产量超过7万吨，可能会出现进口无法弥补减量的情况。

中观：加工材产能利用率不及去年同期水平

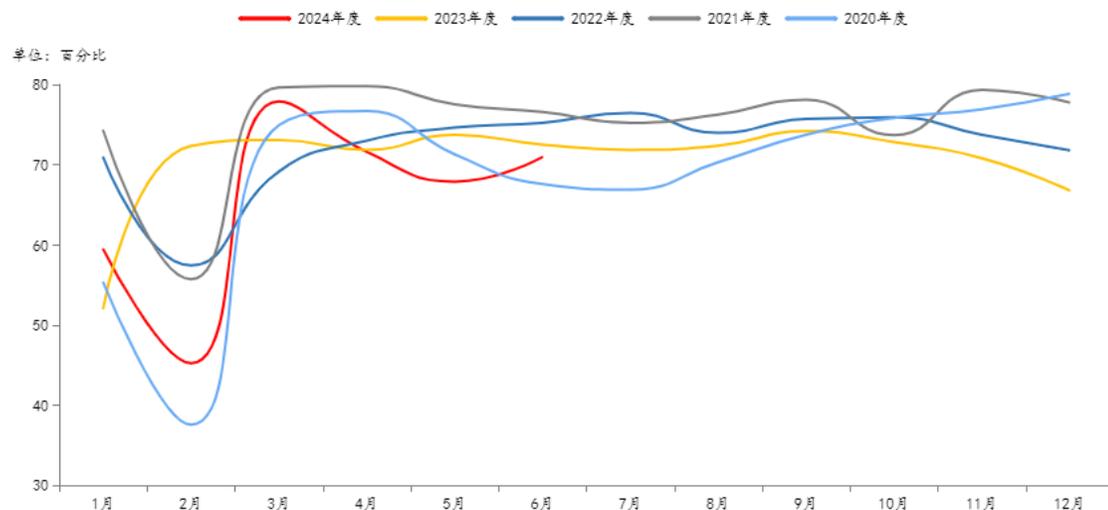
精铜制杆：中国企业：产能利用率（月）



废铜制杆：中国企业：产能利用率（月）



铜板带企业：平均产能利用率：中国（月）



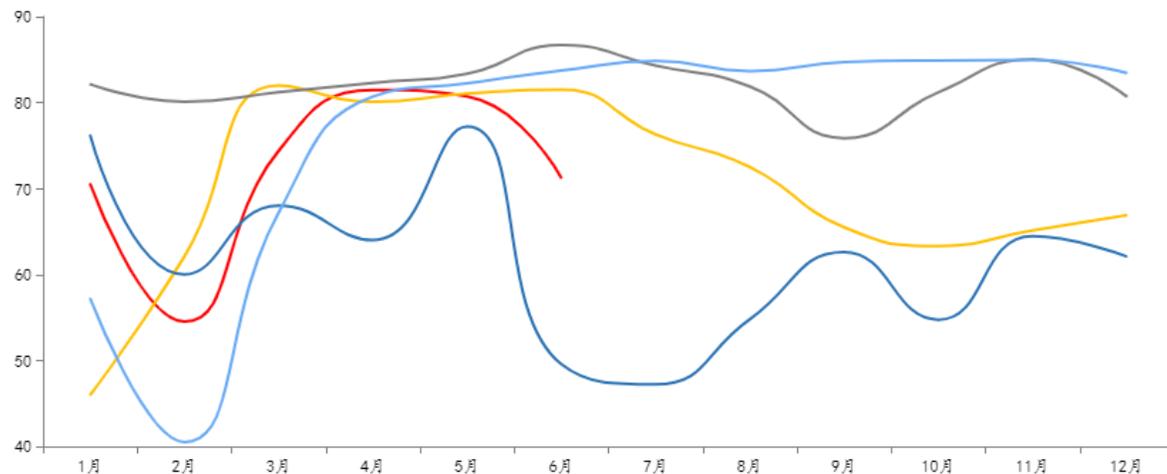
➤ 根据SMM数据，铜杆产量约占铜材产量的45%，铜板带、铜管、铜棒、铜箔占比依次为16%、15%、14%和2%，其他不常见形式合计占约8%。

中观：加工材产能利用率不及去年同期水平

铜管：有色冶炼企业：产能利用率合计：中国（月）

— 2024年度 — 2023年度 — 2022年度 — 2021年度 — 2020年度

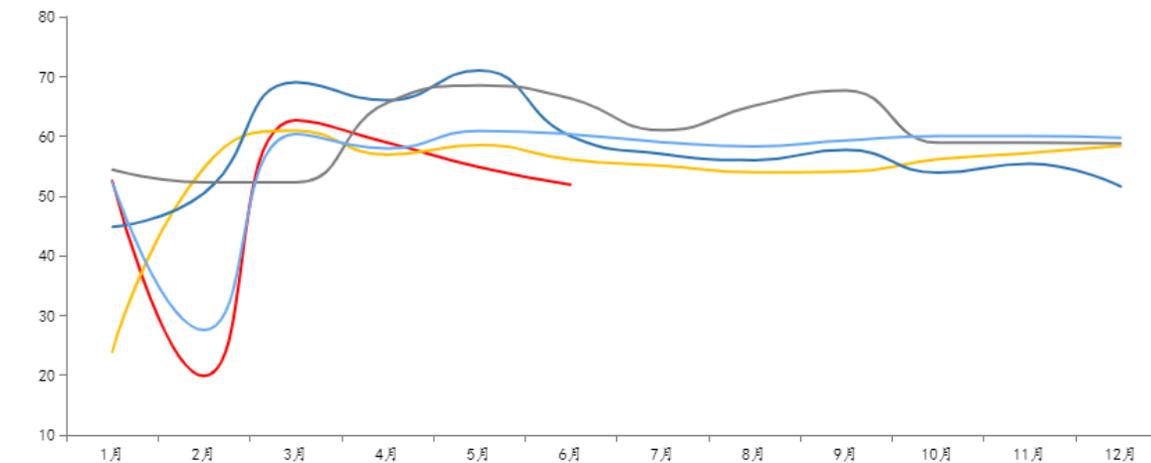
单位：百分比



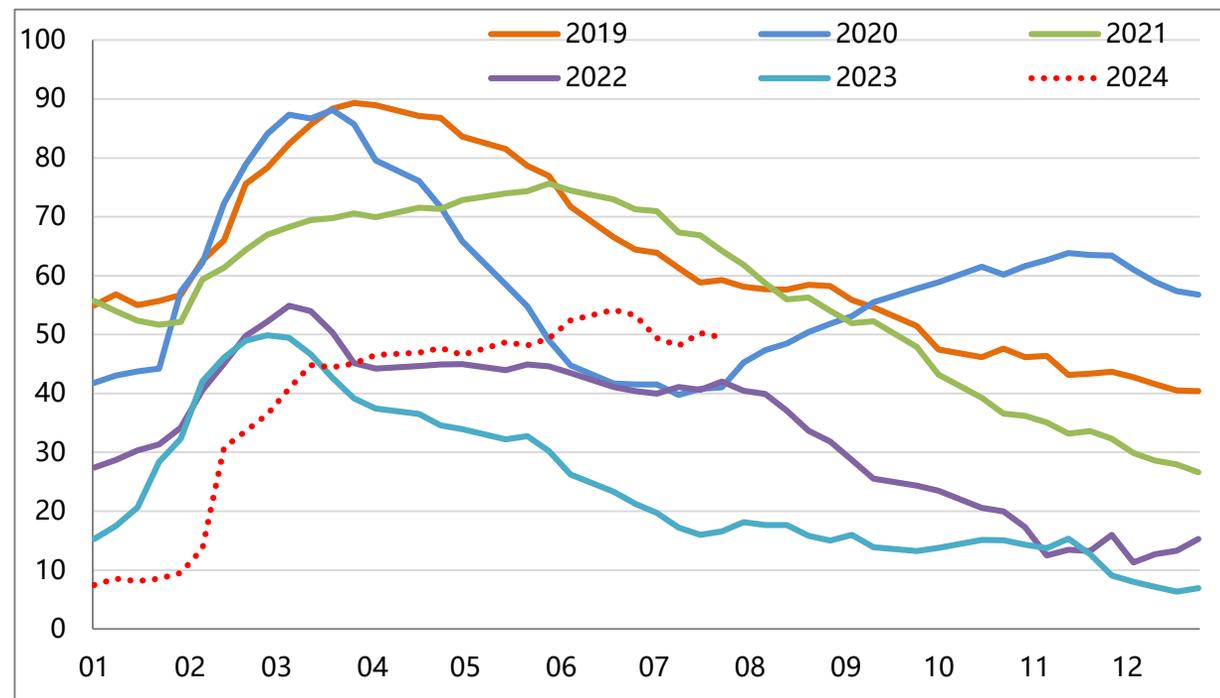
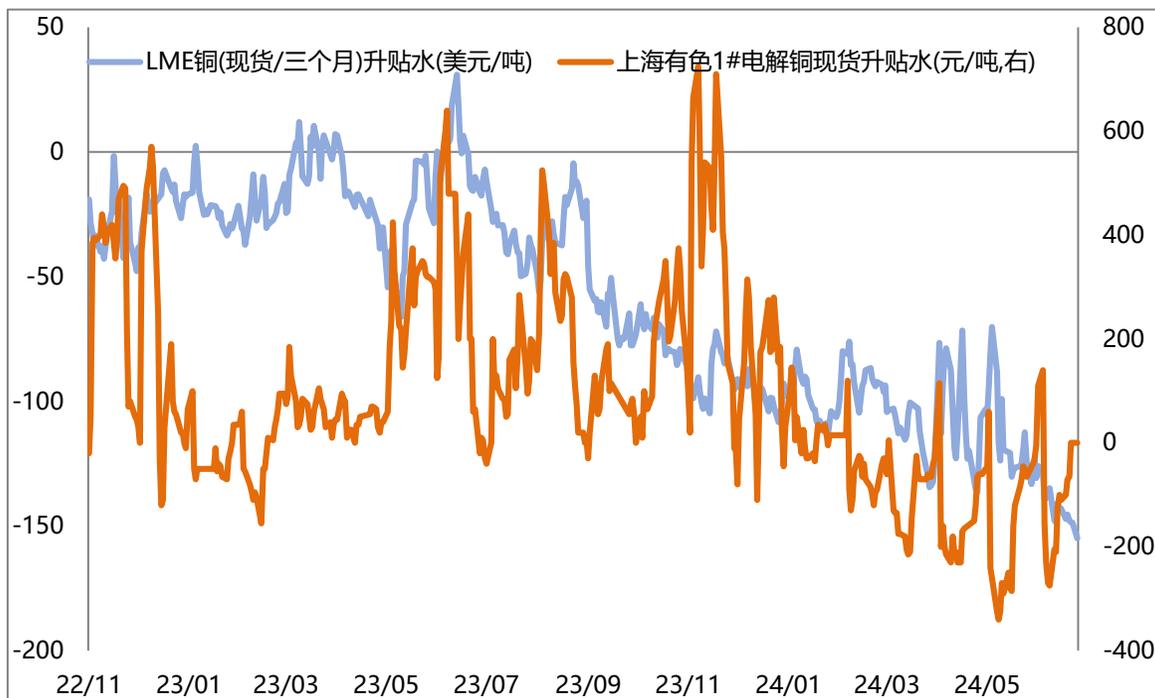
铜棒：有色冶炼企业：产能利用率：中国（月）

— 2024年度 — 2023年度 — 2022年度 — 2021年度 — 2020年度

单位：百分比



- 铜价高位一定程度降低下游补库积极性，加工材多数板块产能利用率未达到去年同期水平，铜现货贴水幅度加深，库存也一直难以去化。
- 不过6月铜价顶部回落后，畏高情绪缓解，精铜制杆的需求有所回升，其他板块有望在政策加码支持下边际好转。



樊丙婷（交易咨询号：Z0019571）：海证期货研究所有色及新能源金属研究员，统计学硕士，主要负责铜、铝有色金属，以及镍、工业硅及碳酸锂能源金属等品种的研究。擅长基于品种研究框架，结合基本面定性分析与数据定量分析以研判行情走势。具有丰富的产业价格风险管理服务经验，为多家有色金属企业提供定制化套保方案。

未来 因您而为



法律声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为海证期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

Thanks!

海证期货有限公司

HICEND FUTURES CO., LTD.

|全国统一客服热线| 400-880-8998

www.hicend.com.cn