

2024年以来铜行情复盘及展望

中信期货研究所有色与新材料组



2024年5月

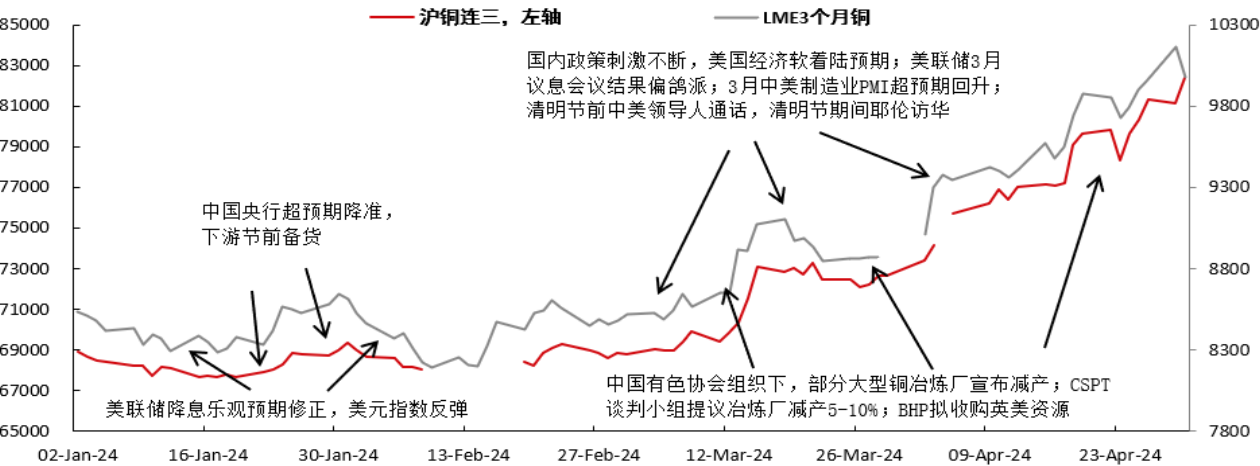
研究员：沈照明
Shenzhaoming@citicsf.com
从业资格号：F3074367
投资咨询号：Z0015479

何妍
heyanyan@citicsf.com
从业资格号：F03128282
投资咨询号：Z0020224

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。我司不会因为关注、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。

行情回顾：2024年以来铜价走势回顾-宏观政策面乐观预期和供应端紧缩预期推高铜价

图表：2024年以来铜价走势复盘 单位：美元/吨、元/吨



➢ 进入2024年以来，铜价走势主要围绕着两点：1、投资者对美联储政策转向预期变化，欧美经济表现超预期；2、2024年铜矿扰动较多，国内外冶炼产能新增较多，铜矿非常紧张。整体上看，**宏观政策面乐观预期和供应端紧缩预期推高铜价，这也使得2025-2026年供需偏紧预期的长逻辑炒作提前。**

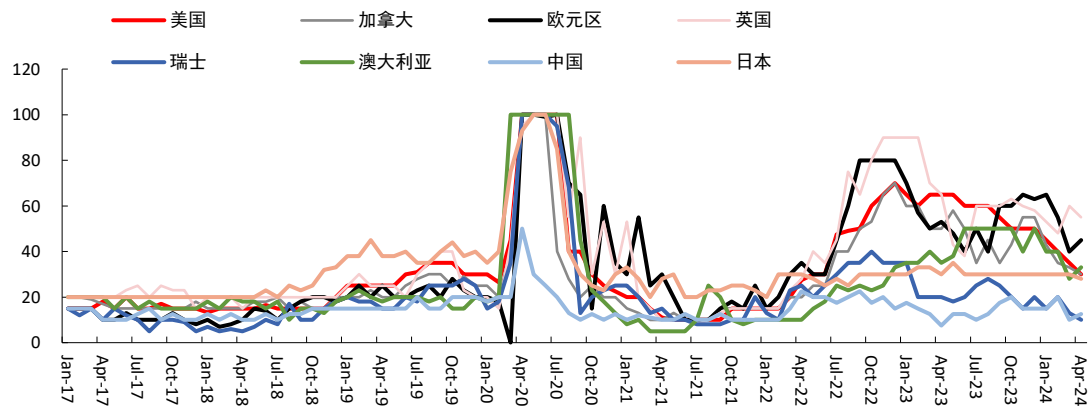
➢ 3月以来，铜股票和期货联动上涨，3月初紫金矿业的股票突破上行，资金持续流入沪铜。3月13日，沪铜持仓扩张到48.8万手，较春节前扩仓超过10万手；截至4月30日，沪铜持仓为61.7万手，相较于3月13日进一步扩仓12.9万手，资金介入较深，在3月19-27日沪铜调整过程中，沪铜持仓几乎没有太多下降，并且在3月28日之后铜价再上涨的过程中，沪铜持仓扩张放缓，但铜价涨势加速，这说明市场预期趋向一致。

图表：沪铜指数和紫金矿业走势对比 单位：元/吨、元

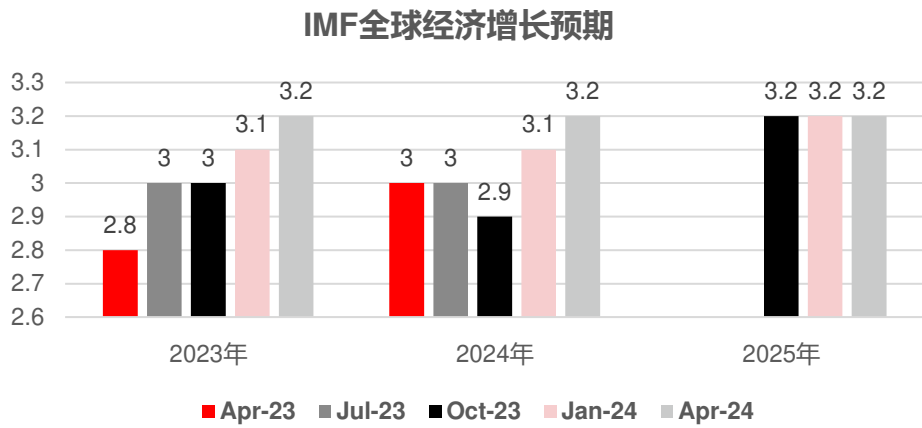


宏观：2月之后欧美经济从衰退预期转向软着陆预期；IMF上调2024年全球经济增长预期

图表：未来12个月不同经济体衰退概率 单位：%



图表：不同时段全球经济增长预期对比 单位：%



图表：IMF对全球经济增长预期 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

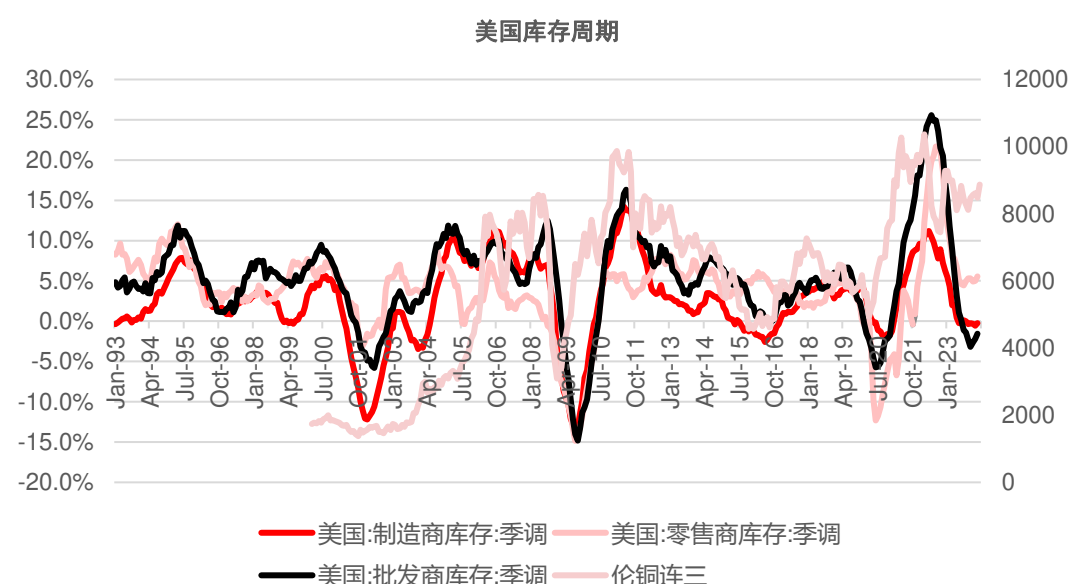
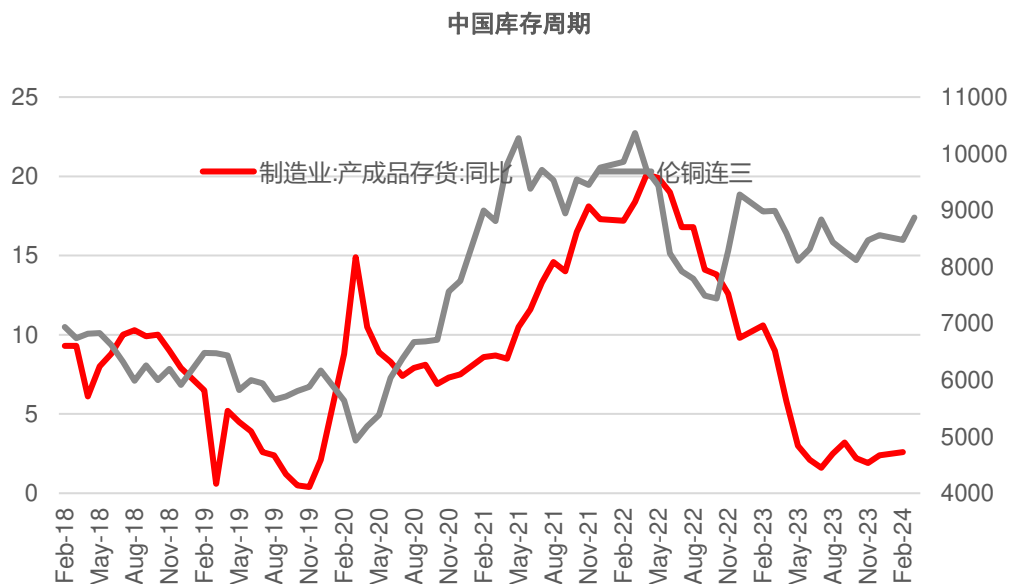
- 去年四季度以来，美国经济表现出较强韧性，美国经济衰退概率不断走低，今年2月后欧元区经济衰退概率也大幅回落，投资者对欧美经济的预期发生大的转向，市场开始交易美国经济软着陆预期。
- IMF1月和4月调升2024年全球经济增长预期，主要是基于通胀回落及欧美央行降息预期，中国政策表现较为积极。

宏观：去年底，权益市场对美国补库周期预期乐观，2024年一季度中美库存周期进入磨底阶段

- 中国制造业产成品库存逐步止跌回升。
- 美国制造业和批发商库存同比降幅收窄，零售商库存增速止跌回升。
- 在2023年底，权益市场便对美国补库周期预期乐观，2024年初美国库存周期有逐步启动迹象强化乐观预期。

美国去库周期接近尾声，即将进入补库周期

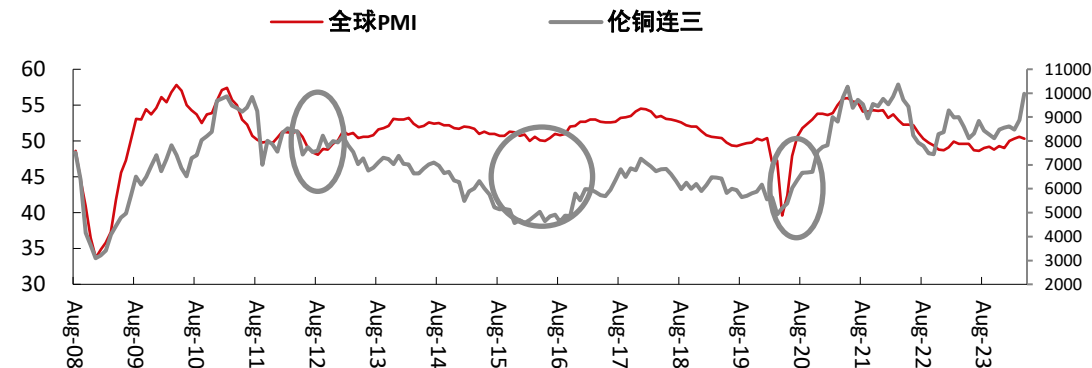
美国销售增速领先库存周期大约6个月



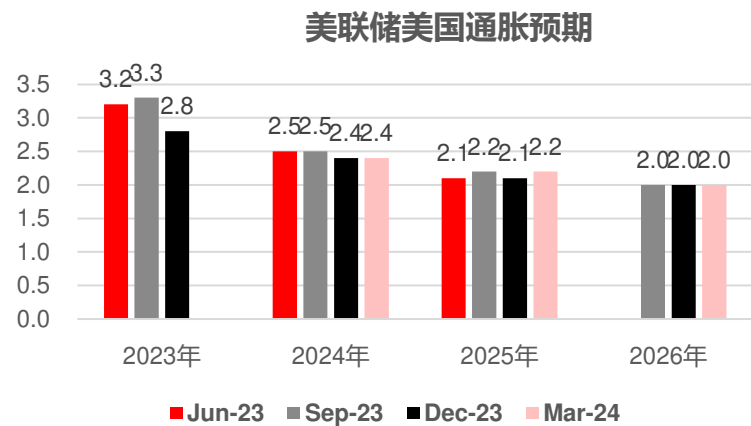
宏观：全球制造业PMI重回荣枯线证实欧美经济复苏；美联储6月将放缓缩表进度

- 2022年中-2023年底，全球制造业PMI持续维持在荣枯线附近。**进入2024年重回荣枯线之上。**
- 美国通胀高位回落且就业市场趋松，美联储降息预期一直存在，但通胀较为顽固对美联储政策转向有些制约。
- **5月美联储利率决议超预期鸽派，从6月开始，美联储将每月计划缩减的美国国债规模上限从600亿美元降至250亿美元。**

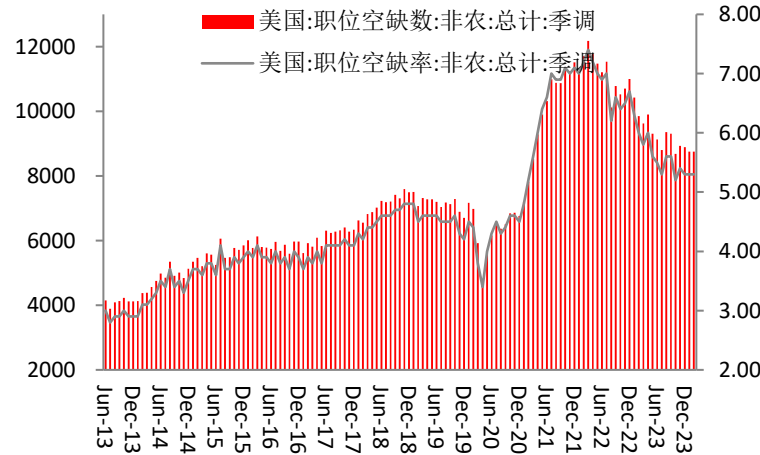
图表：全球制造业PMI与铜连三



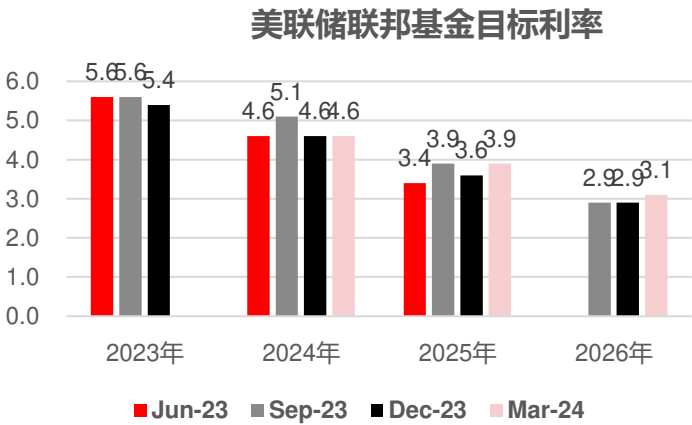
图表：美联储对美国CPI预期



图表：美国职位空缺人数 千人，%

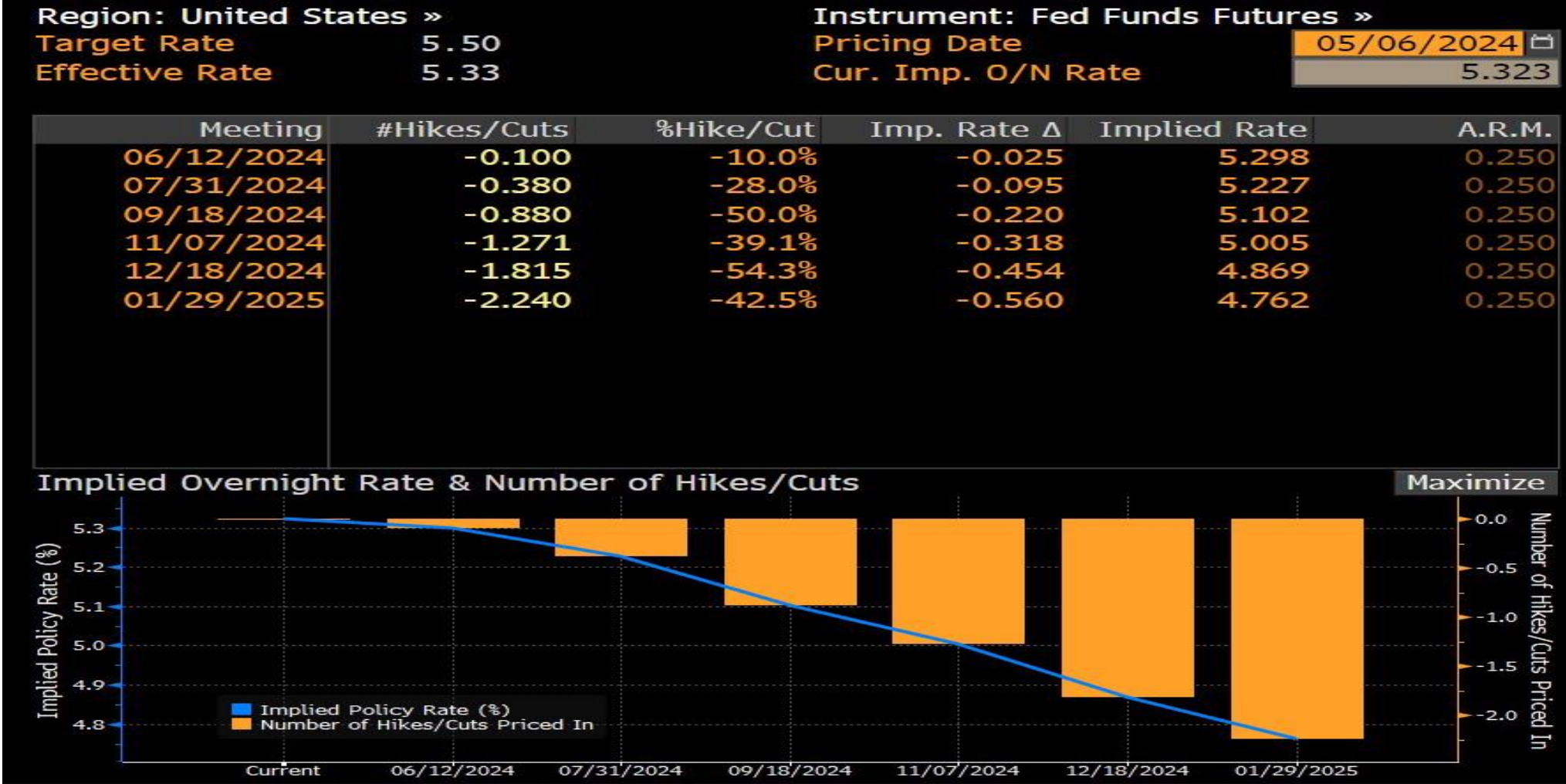


图表：美联储联邦基金目标利率



宏观：2024年美联储预计9月开始降息，年内预计降息2次

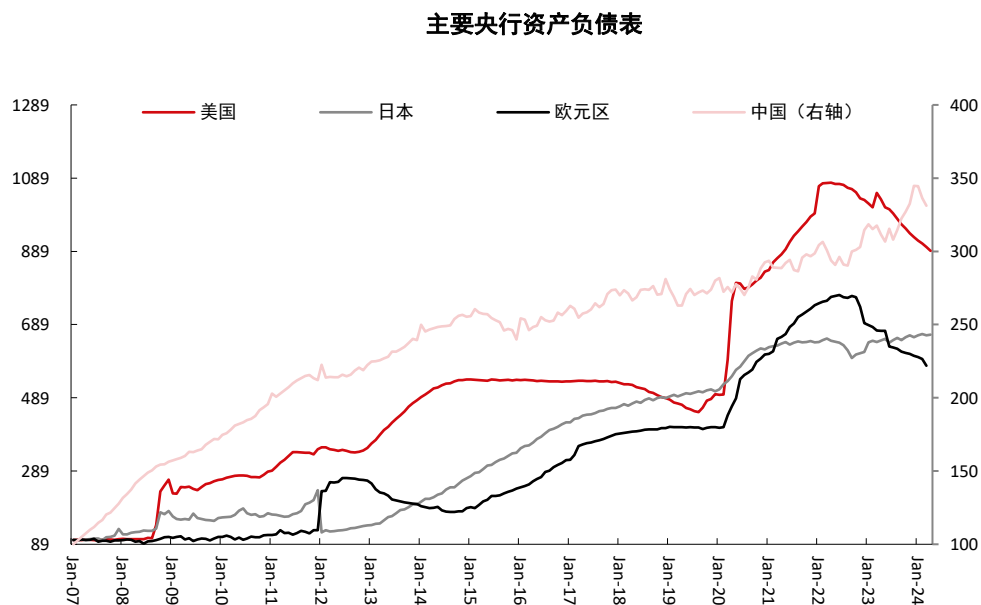
图表：美联储降息幅度与节奏预期



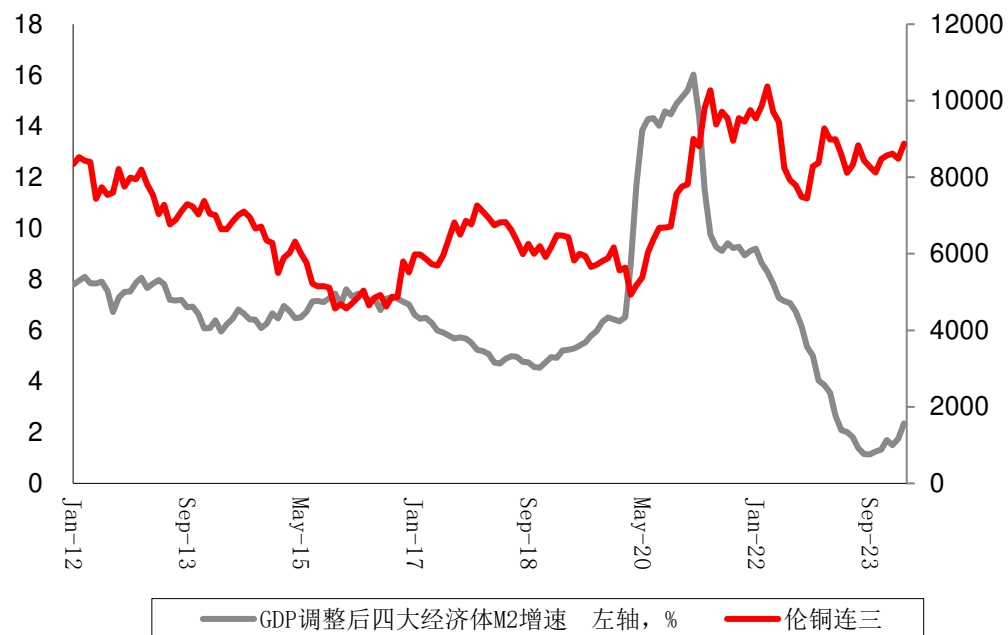
宏观：主要央行货币政策预期转向宽松，中国央行积极扩张资产负债表

- 主要央行货币政策预期转向宽松，美联储和欧洲央行资产负债表延续收缩，日本央行资产负债表维持高位，中国央行在2023年4季度进一步积极扩张资产负债表。
- 主要经济体经过GDP加权之后的M2增速在去年四季度已经见底回升，整体上看，流动性已经逐步边际转向宽松。

图表：主要央行资产负债表 2007年1月为基准



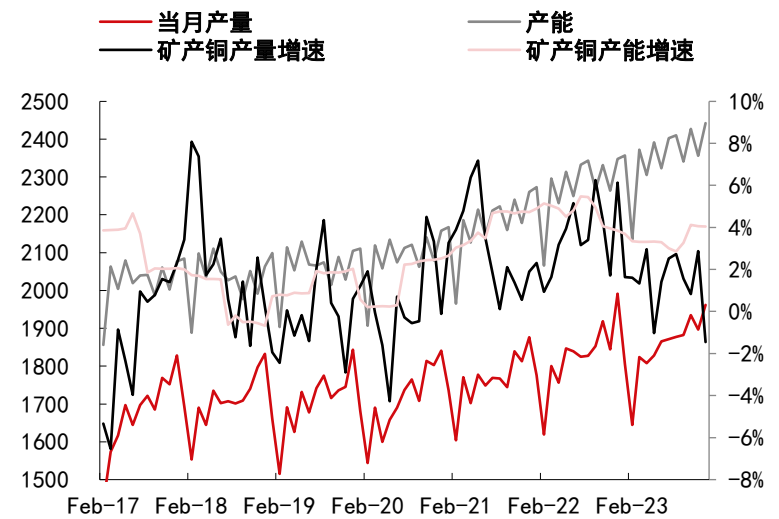
图表：主要经济体M2 GDP加权后增速与伦铜走势 %，美元/吨



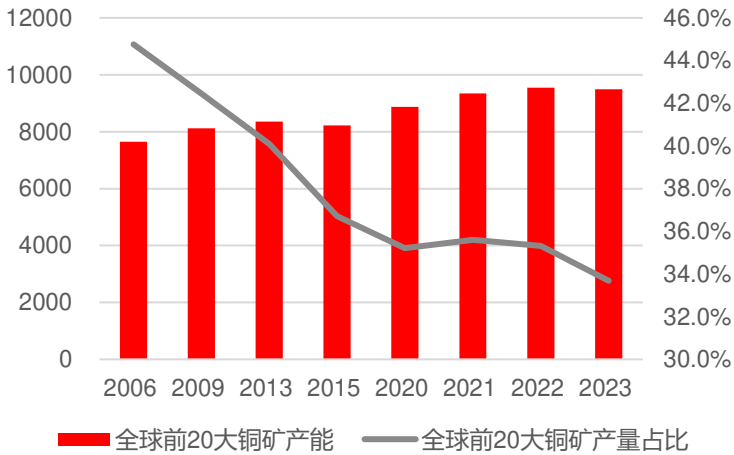
全球铜原料供应：全球铜矿产出增长缓慢

- 根据ICSG统计数据，2023年1-12月全球铜矿产量增长1.4%，产能增长4%。
- 2024年1月全球铜矿产量增长0.94%，产能增长3.6%。
- 2023年1-12月全球15家主要铜矿业公司产量（2023年产量占全球铜矿产量的53.7%）同比增长4.9%或者增加55.1万吨，中资矿企业产量增量贡献较大，海外传统矿企业产量增长乏力。
- 过去十来年，全球大型矿山产能也有所增长，但在全球铜矿产能占比份额却出现明显下降。

图表：全球铜矿产量增长缓慢 单位：千吨/%



全球前20大铜矿产能及占比



	Freeport	Coedlco	Antofagasta	BHP	RT	Glencore	Anglo	KGHM	Southern copper	泰克资源	淡水河谷	第一量子	紫金矿业	洛阳钼业	五矿资源	合计
增幅（%）	0.0%	-8.4%	2.2%	9.7%	7.8%	-4.5%	24.5%	0.9%	2.4%	9.6%	23.5%	-8.8%	15.1%	51.6%	27.6%	4.9%
增减（千吨）	1	(121)	14	106	41	(47)	162	4	21	26	62	(68)	133	143	75	551
2023:1-12	1911	1325	661	1199	563	1010	826	396	915	296	327	708	1010	420	346	11910
2022:1-12	1910	1446	646	1093	522	1058	664	392	894	270	264	776	878	277	271	11359



全球铜原料供应： 2024年全球铜矿生产扰动较多，2025-2026年铜矿产量增长缓慢

- 过去几年，主要铜矿企业热衷于并购，一方面是由于过去10年新发现的大矿很少，另外一方面是由于新开发铜矿面临不确定性因素较多，当前铜价处于记录高位，直接收购优质铜矿可以带来利润。
- 2023年底第一量子巴拿马Cobre铜矿意外关停，按产能排序，这是全球第13大铜矿，该矿的关停对全球铜矿供应冲击较大。因环保问题，巴西法院暂停淡水河谷旗下Sossego铜矿运营许可；赞比亚面临电力紧缺问题；刚果（金）的COMMUS SAS铜钴矿所生产的部分产品被查出辐射含量超标，导致该矿关停。**2024年铜矿生产扰动较多，BHP拟收购英美资源强化供应端担忧。**

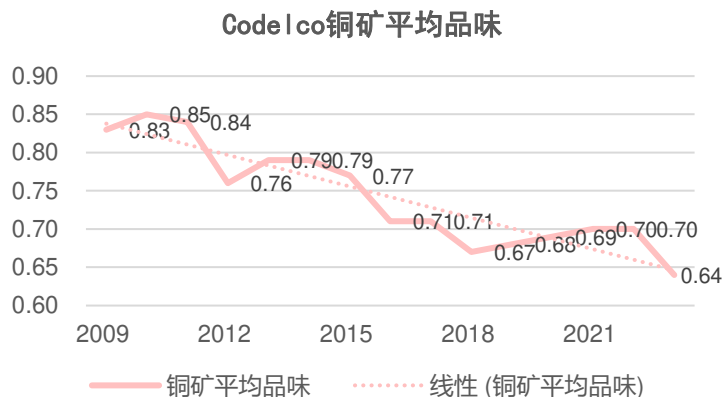
图表：重要矿业巨头并购意愿积极

收购方	被收购方	项目名称
BHP	OZ Minerals	整体收购
RT	绿松石山资源 (Turquoise Hill Resources)	提高控股权
紫金矿业	Xanadu Mines Ltd. (“仙乐都矿业”)	蒙古哈马戈泰铜金矿项目
Metal Acquisition Corp	Glencore	澳大利亚的Cobar
纽蒙特公司 (Newmont Corp)	纽克莱斯特矿业有限公司 (Newcrest Mining Ltd)	整体收购
Glencore	Teck	整体收购
South32	博茨瓦纳	Khoemacao铜矿
Lunding mining	JX Nippon Mining&Metals	Caserones多数股权
Metals Acquisition Corp	Glencore	澳大利亚新南威尔士CSA铜矿
BHP	Anglo American	整体收购

000't	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 Verdo	-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	60	61	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	-1	36	33
Udokan	5	42	87	124
Yulong Copper	-13	30	10	10
合计	737	475	605	393

全球铜原料供应：南美铜矿品味长趋势下降及铜矿开采成本上升

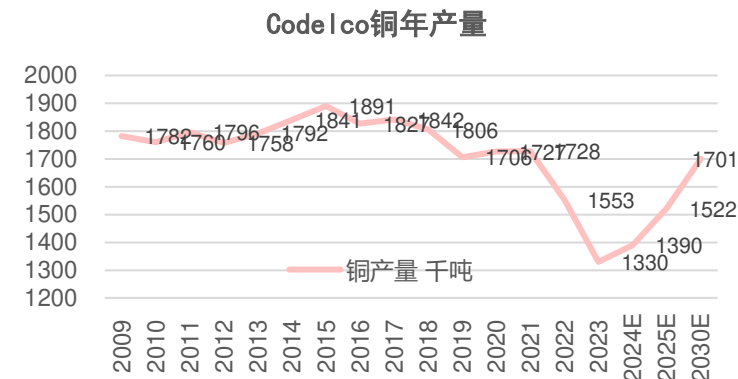
图表：Codelco铜矿品味长期下降 %



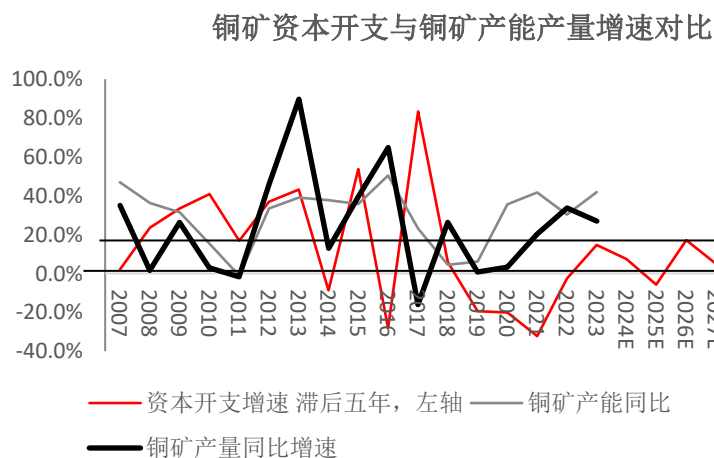
图表：Codelco铜矿现金成本抬升 美分/磅



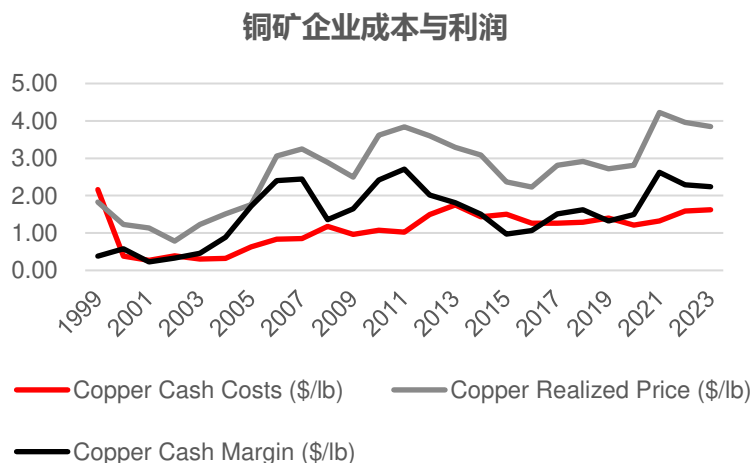
图表：Codelco铜矿年产量大幅下滑 千吨



图表：铜矿资本开支与产能和产量增速对比 %



图表：铜矿企业成本和利润 美分/磅

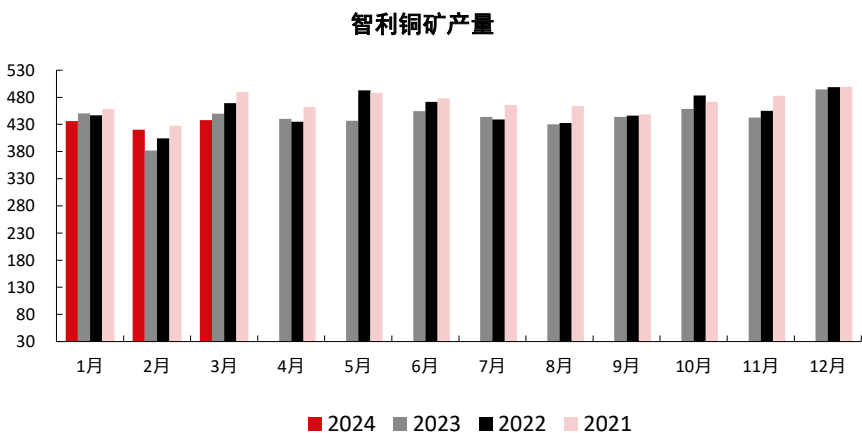


- 根据铜矿资本开支增速（滞后5年）来估算铜矿的产能增长，**2022年才抬升的资本开支增长意味着2027年才能拉动铜矿产能增速提升。**
- 并且，我们还看到铜矿企业资本开支增速明显低于2002年和2010年那两轮，**过去几年铜矿产量增速明显低于铜矿产能增长，主要是由于南美缺少、疫情、资源民族主义情绪抬头等方面的原因造成生产干扰加大。**
- 同时，**比较有代表性的Codelco铜矿品味趋势性下降驱动了成本抬升。**

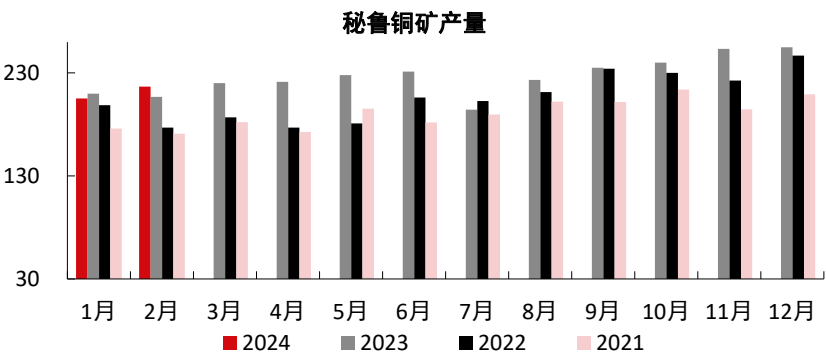
全球铜原料供应：2024年秘鲁、智利和刚果金铜矿产量均有增长预期

- 秘鲁2024年1-2月秘鲁铜矿产量42.2万吨，同比增长1.3%（+0.6万吨）。秘鲁能源与矿业部长Romulo Mucho在3月表示，秘鲁2024年铜产量预计300万吨（+28万吨）。
- 智利2024年智利1-3月铜矿产量为129.4万吨，同比增长1%（+1.2万吨），智利铜业委员会预计，2024年铜矿产量564万吨，同比增长5.7%（+27万吨）。
- 智利财政部长2023年12月初称，2024-2026年智利铜矿产量将增加100万吨。
- 刚果金2024年1月铜矿产量23万吨，同比增长10.2%（+2.1万吨）。基于对主要铜矿企业的指导量跟踪，我们2024年预计产量在274万吨（+20万吨）。

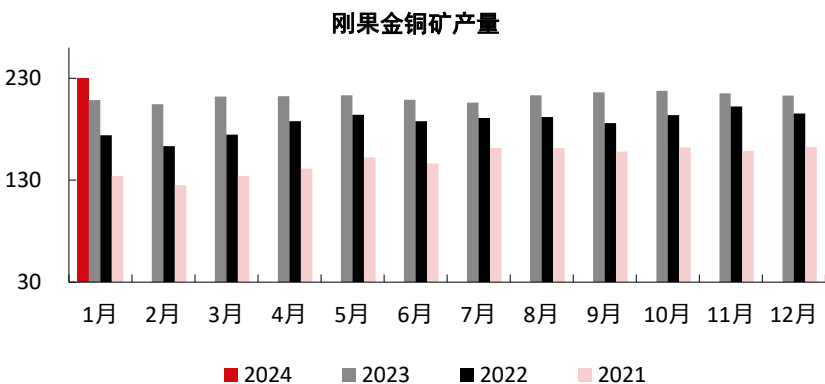
图表：智利铜矿产量 千吨



图表：秘鲁铜矿产量 千吨



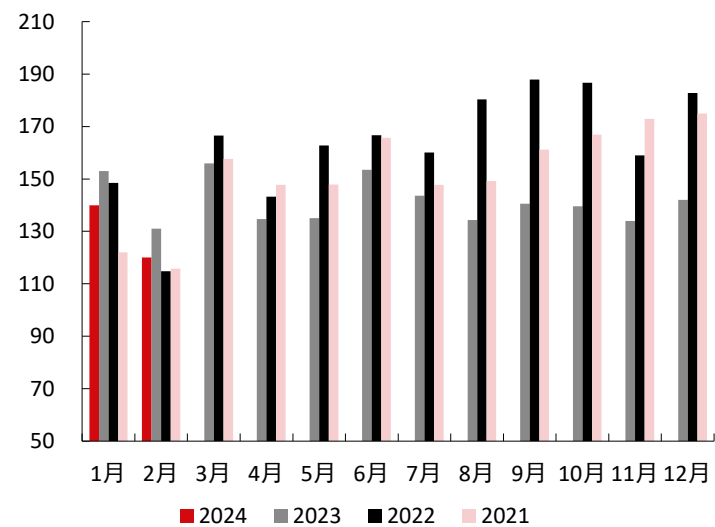
图表：刚果金铜矿产量 千吨



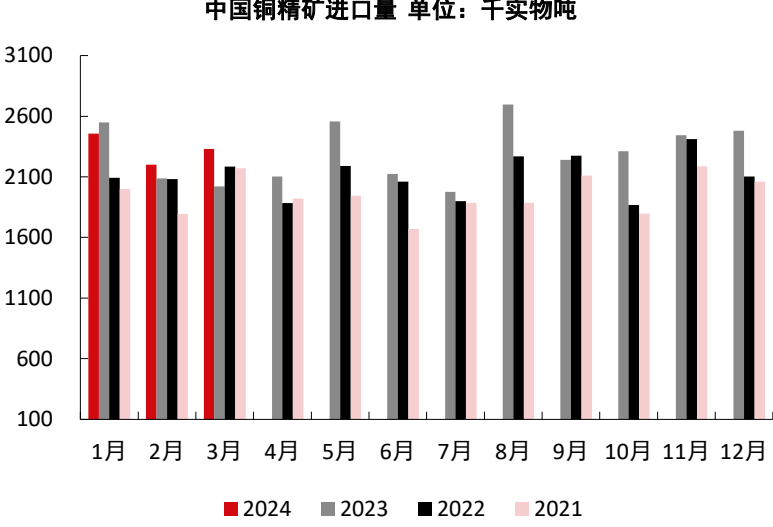
铜原料供应：中国铜精矿市场持续趋紧

- 2023年1-12月中国铜精矿产量1697千吨，同比下降13.4%（或减少26.2万吨）；2024年1-2月中国铜精矿产量26万吨，同比下降8%。
- 2023年1-12月中国铜精矿进口27588千实物吨，同比增长8.9%（或增加56.7万金属吨）。2024年1-3月中国铜精矿进口量6988千实物吨，同比增长5%。

图表：中国铜精矿产量回升 千吨



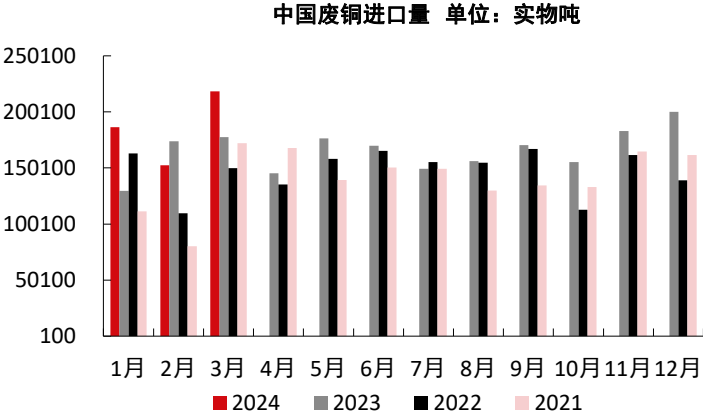
图表：中国铜精矿进口量偏稳 千实物吨



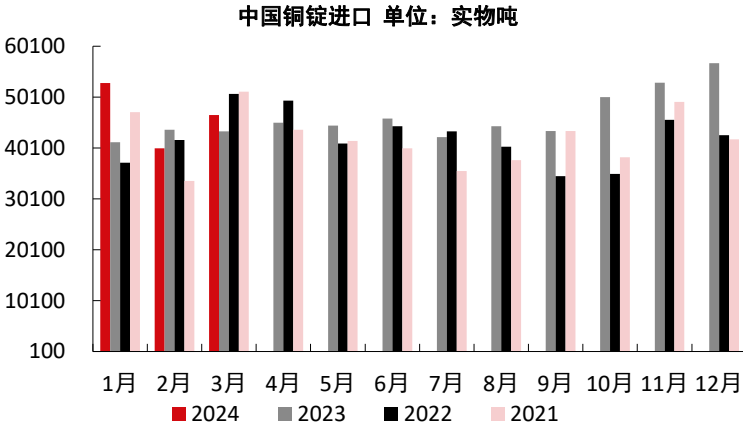
铜原料供应：废铜进口维持在高位

- 2023年1-12月中国废铜进口198.7万实物吨，同比增长12%增加21.5万实物吨（约17万金属吨）；2024年1-3月累计进口55.7万实物吨，同比增长16%。
- 2023年1-12月铜锭进口55.4万实物吨，同比增长9.4%或增长4.8万实物吨（约3.5万金属吨）；2024年1-3月累计进口13.96万实物吨，同比增长8.8%。

图表：废铜进口量 单位：实物吨



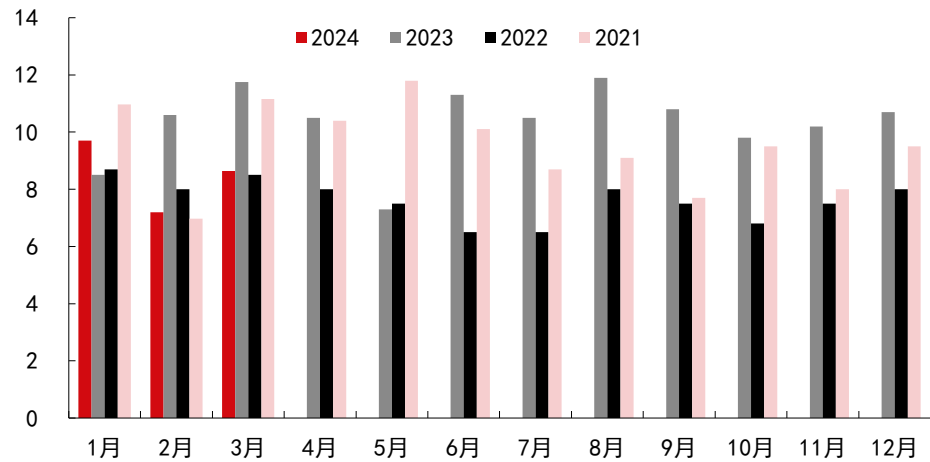
图表：铜锭进口量 单位：实物吨



铜原料供应：2024年以来废铜国内外供应偏宽松

- 2023年1-12月预计123.9万吨，同比增加32.4万吨或增长35%。
2024年1-3月中国废铜产量25.5万吨，同比下降17%。
- 2023年1-12月铜精废价差均值为1493元， 2024年1-4月下旬铜精废价差均值2163元。
- 2023年1-12月中国进口1#紫铜折扣均值9.665美分/磅， 2024年1-4月下旬折扣均值10美分/磅。

图表：中国废铜产量 万金属吨



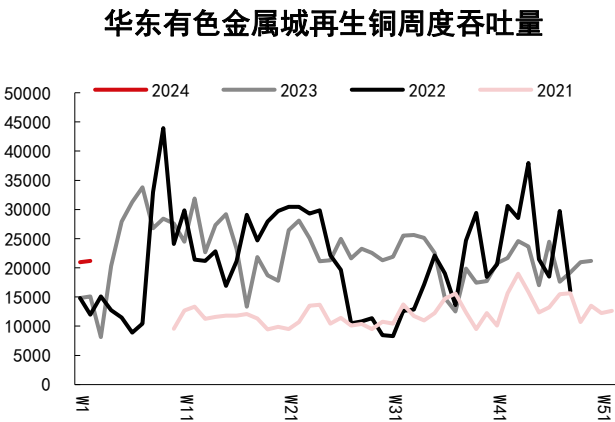
图表：铜精废价差 元/吨



图表：中国进口1#紫铜折扣 美分/磅



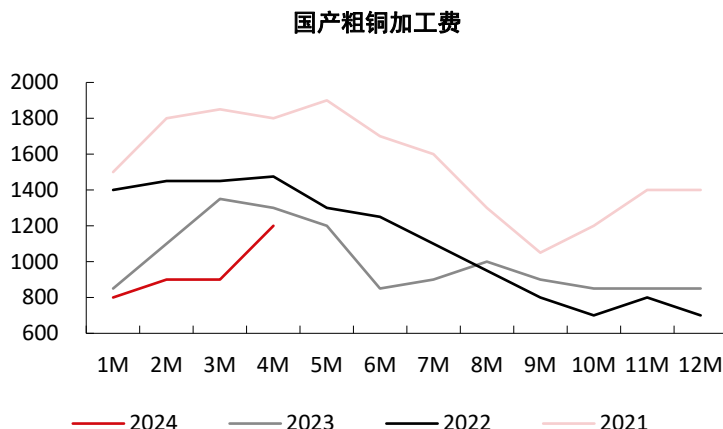
图表：华东金属城再生铜周度吞吐量 吨



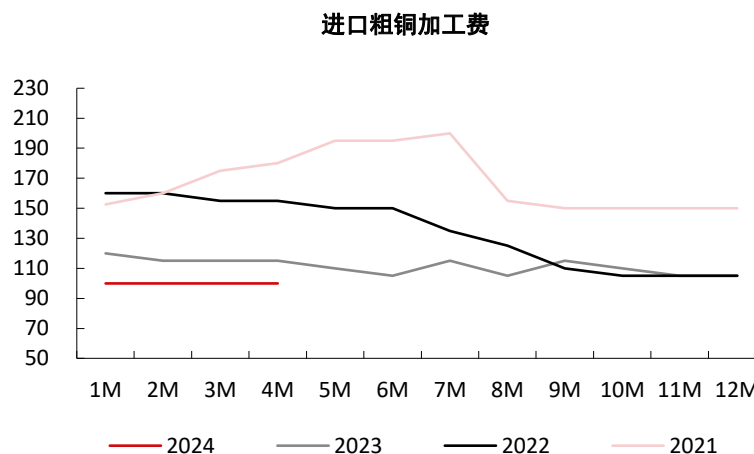
铜原料供应：近期国产粗铜供给偏宽松，加工费低位回升

- 2023年1-12月中国阳极铜进口100万吨，同比下降14.1%或者减少16.3万吨。2024年1-3月累计进口23.2万吨，同比下降19.8%，主要是受到交通运输这块的扰动。
- 2024年粗铜进口加工费年度长单价格是116美元，较去年回落9美元。粗铜加工费维持在低位。

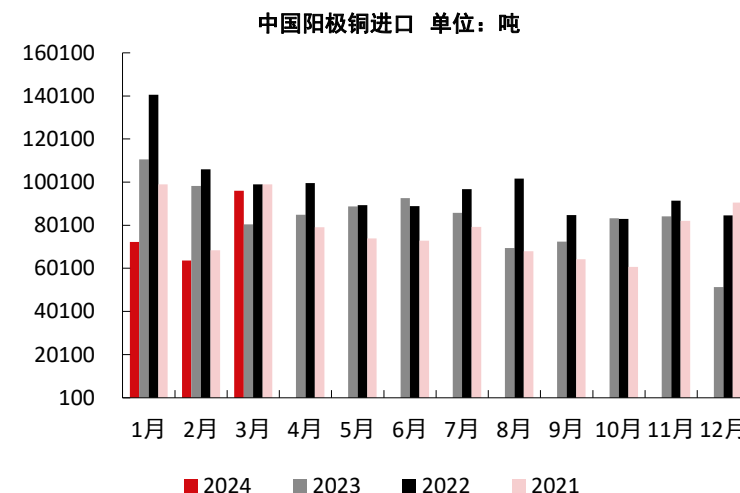
图表：国产粗铜加工费



图表：进口粗铜加工费



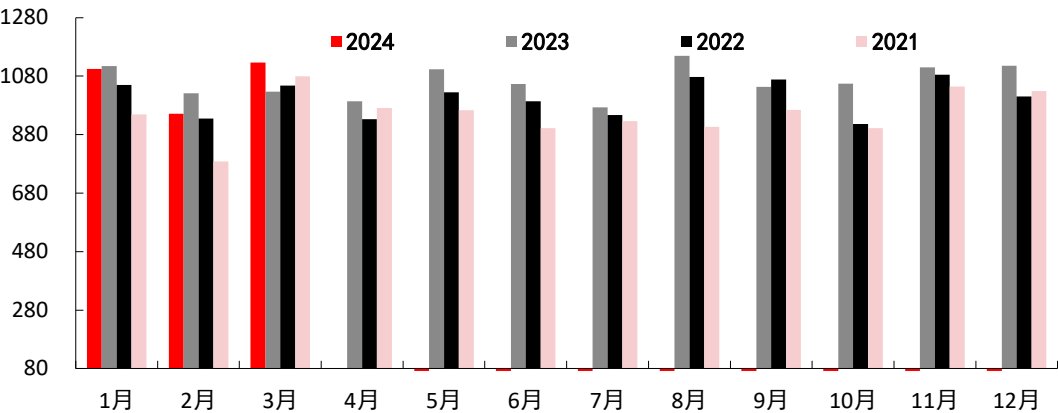
图表：阳极铜进口量



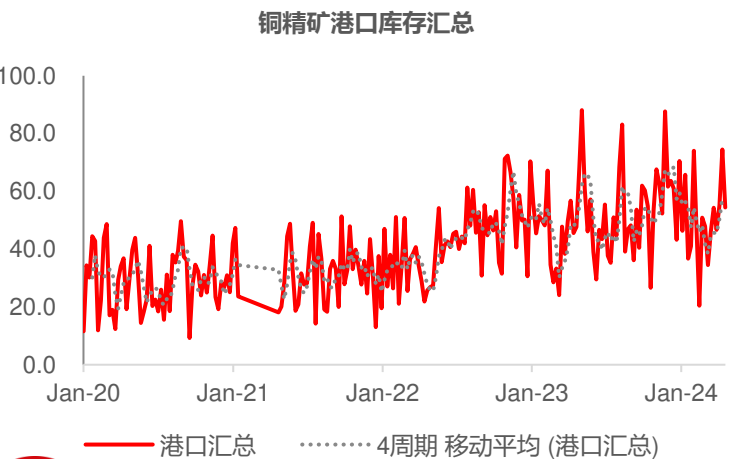
中国铜原料供应：2023年底以来铜精矿供应趋紧

- 2023年1-12月中国铜原料供应同比增长6%或者增加68.6万吨；2024年1-3月同比增长1%或增加2万吨。
- 2023年一季度CSPT地板价93美元，同比回升23美元；二季度CSPT地板价回落至90美元，三季度回升到95美元；四季度维持在95美元；2024年一季度为80美元。
- 2023年铜精矿长单Benchmark为88美元，2024年铜精矿长单TC为80美元，低于此前预期的84美元。

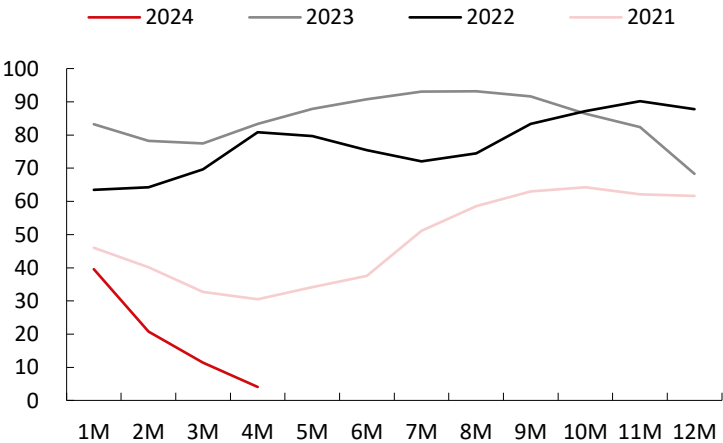
图表：中国铜原料供应量



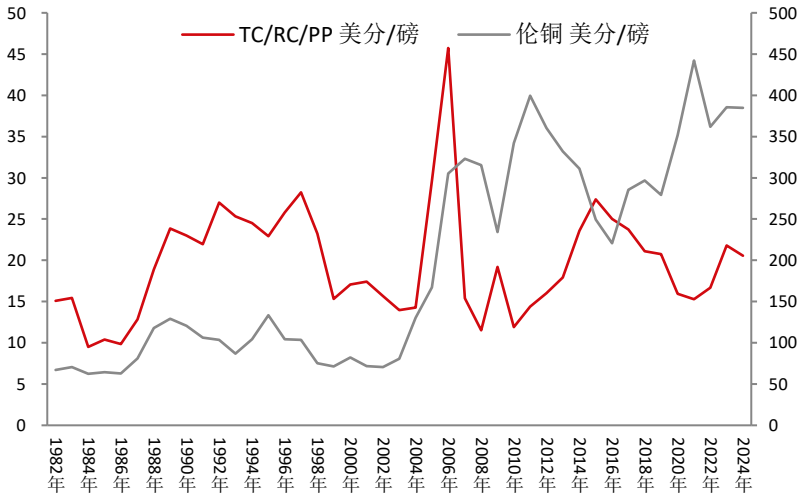
图表：铜精矿港口库存



图表：铜精矿现货月度TC



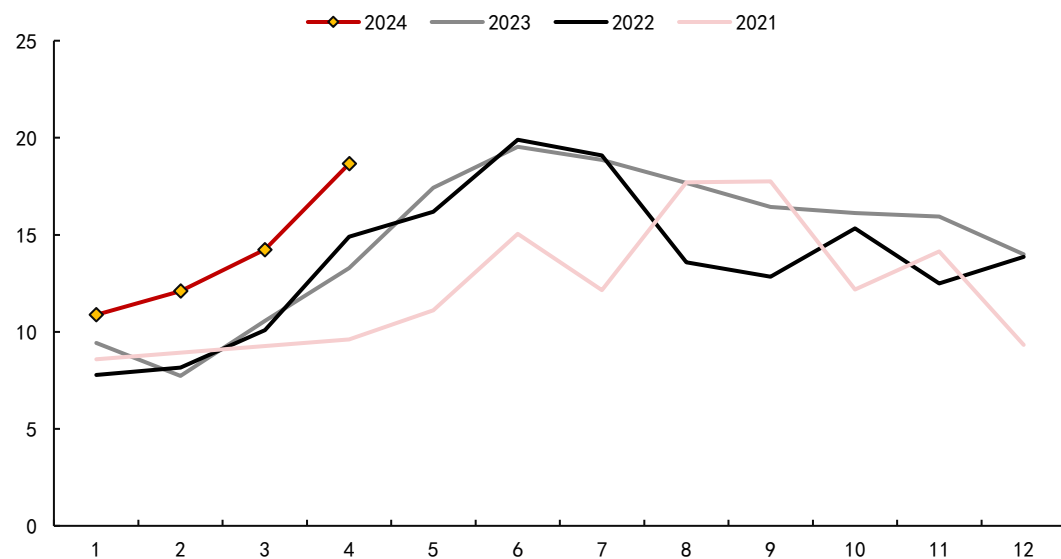
图表：铜精矿加工费与铜价



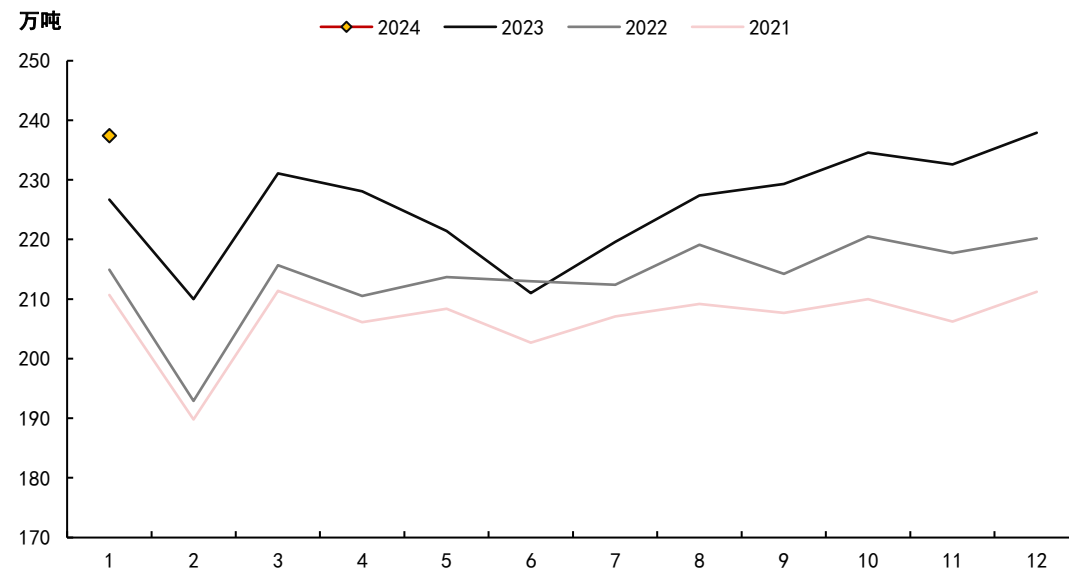
冶炼端：全球闲置产能指数和精铜产量均创历史新高

- **全球SAVANT铜闲置产能指数明显高于往年。** 2024年4月SAVANT铜全球闲置产能指数均值为18.66，环比3月增加4.42，同比去年增加5.38。
- **2024年精炼铜产量显著高于历史同期。** 据ICSG数据显示，2023年全球精炼铜产量为2709.7万吨，其中原生铜产量2258.1万吨（占比83.3），再生铜产量451.5万吨（占比16.7%）。2024年1月，全球精炼铜产量为237.4万吨，同比增加10.7万吨或4.72%，其中原生铜产量198.0万吨（占比83.4%），再生铜产量39.4万吨（占比16.6%）

SAVANT铜全球闲置产能指数



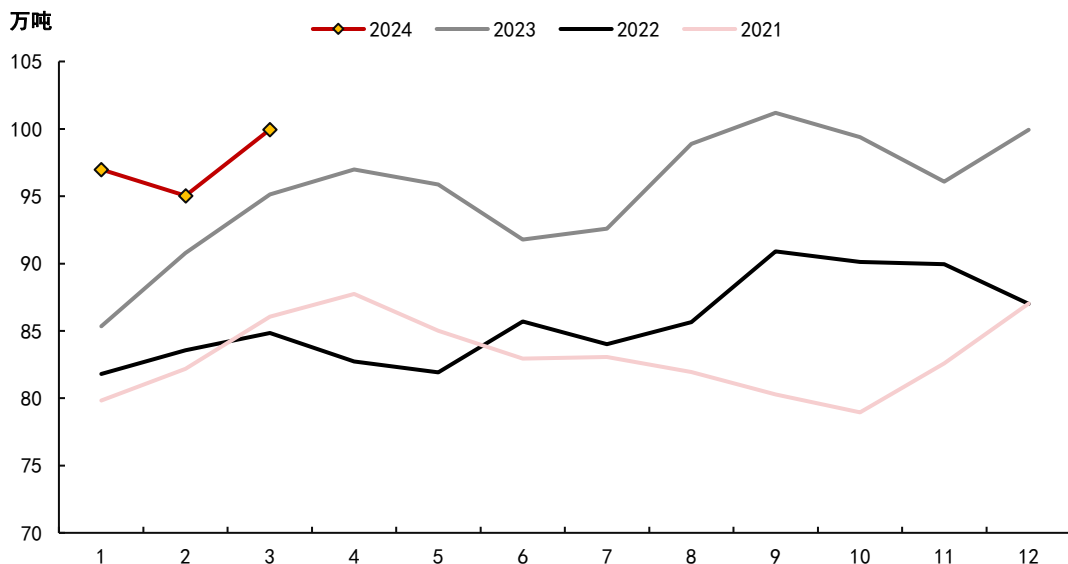
ICSG全球精炼铜产量(原生+再生)



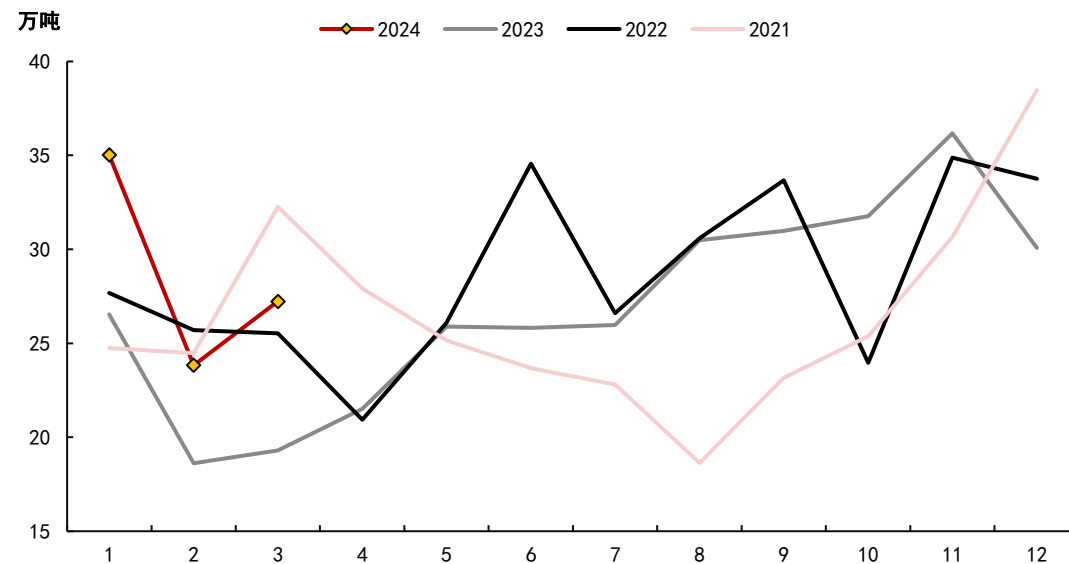
冶炼端：中国有色金属工业协会和CSPT小组号召减产增加精铜供应不确定性

- 3月13日，中国有色金属工业协会于北京组织召开铜冶炼企业座谈会，号召国内炼厂减产。
- 3月28日上午，CSPT小组在上海召开2024年第一季度总经理办公会议，CSPT小组再次倡议联合减产，建议产量减产幅度5-10%。
- **2024年1-3月，中国精炼铜产量累计同比增长20.7万吨或7.64%。**2024年3月中国电解铜产量为99.95万吨，环比增加4.92万吨，升幅为5.18%，同比增加5.06%，且较预期的97.02万吨增加2.93万吨。1-3月累计产量为291.96万吨，同比增加20.71万吨，增幅为7.64%。
- **2024年1-3月，中国精炼铜净进口量累计同比增长21.6万吨或33.55%。**3月中国精铜进口29.6万吨，环比增加17.1%，同比增加23.1%，1-3月累计进口319.9万吨，同比减少4.3%。3月中国精铜出口2.3万吨，环比增加65.8%，同比减少50.6%，1-3月累计出口4.6万吨，同比减少55.1%。

中国电解铜月度产量



中国电解铜月度净进口量



冶炼端：中国炼厂签订长单比例较高，预计产业内自发进行减产难度较大

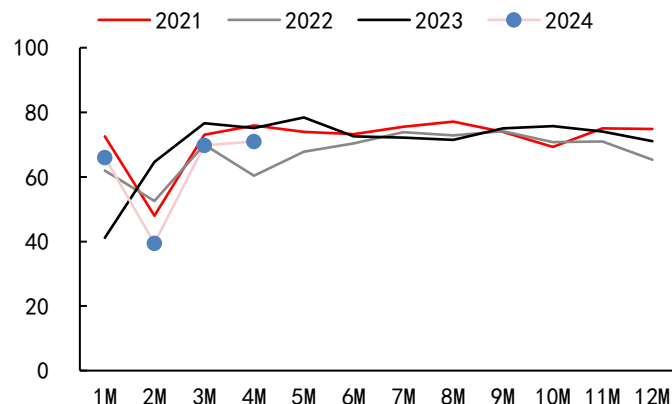
- 2024年二季度检修受影响的产能约469万吨，略高于2022-2023年同期水平，低于2021年同期水平。
- 中国有色金属工业协会和CSPT小组月中均倡议国内炼厂进行减产以应对加工费极端下降，但考虑到炼厂签订长单比例较高，预计产业内协调自发进行大规模减产难度较大。

2024年中国铜冶炼企业检修明细及影响量					
公司名称	产能（万吨）	开始时间	结束时间	备注	SMM预估
葫芦岛宏跃北方铜业有限责任公司	10	2024/1/25	2024/2/12	18天	1.5
中原黄金冶炼厂	35	2024/3/20	2024/4/25	35-40天	2
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	2024/3/31	2024/6/30	90天	0
营口盛海化工有限公司	10	2024/4/1	2024/5/1	25天	0
青海铜业责任有限公司	10	2024/4/1	2024/5/1	30天	1
恒邦股份	10	2024/4/1	2024/5/1	30天	0.5
阳新弘盛铜业有限公司	40	2024年4月初	2024年5月初	30天	2.5
阜新博发铜业有限公司	10	2024年4月底	2024年5月底	30天	0
五矿铜业（湖南）有限公司	10	2024年4月中	2024年5月中	30天	1.2
铜陵有色金属集团股份有限公司金冠铜业分公司（双闪）	48	2024/5/1	2024/5/1	25-30天	
阳谷建发铜业有限公司	40	2024/5/1	2024/6/1	50-55天	
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	2024/5/1	2024/6/1	45天	1.2
阳谷建发铜业有限公司	40	2024/5/10	2024/6/1	50-55天	4
赤峰金通铜业有限公司	30	2024年5月底	2024年6月下旬	20-25天	2
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司（新线）	15	2024年5月下旬	2024/7/1	55天	2.5
山东中金岭南铜业有限责任公司（三厂）	25	2024年5月中旬	2024年6月中旬	30天	1
国投金城冶金有限责任公司	10	2024/6/1	2024/6/1	20天左右	0.7
包头华鼎铜业发展有限公司	20	2024/6/1	2024/6/1	25天	0
赤峰云铜有色金属有限公司	40	2024/7/1	2024/8/1	轮休	3.5
楚雄滇中有色金属有限公司	15	2024年7月上旬	2024/8/1	25天左右	0
江铜国兴（烟台）铜业有限公司	24	2024/9/1	2024/10/1	45天	2.2
飞尚铜业有限公司	10	2024/9/1	2024/9/1	5-10天	0
恒邦股份	10	2024/10/1	2024/11/1	30天	0.5
豫光金铅	10	2024/10/1	2024/10/1	20天	1
中条山有色金属集团有限公司（垣曲）	13	2024/10/1	2024/11/1	30天	0.8
江西铜业（本部）	55	2024年10月底	2024/11/1	35天	0
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司（老线）	15	2024年10月底	2024/11/1	35天	0.8
紫金铜业有限公司	25	2024/11/1	2024/11/1	15天	0.5
中铜东南铜业有限公司	40	2024/12/1	2025/1/1	45天	3
昆鹏铜业有限责任公司	10	2024/12/1	2025年1月中	30天	0

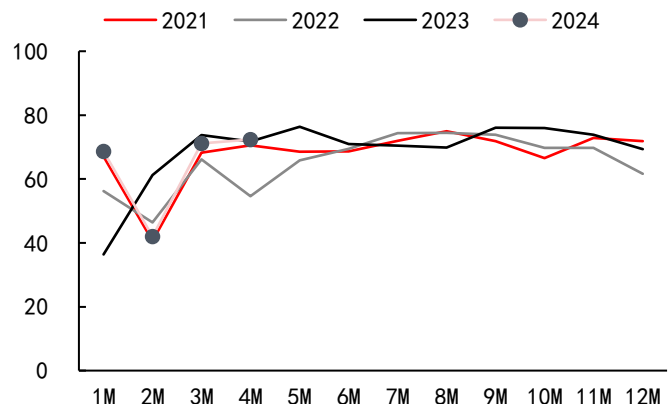


需求端：中国初端消费3月复苏态势较强，预计4月铜材企业开工稳中有增

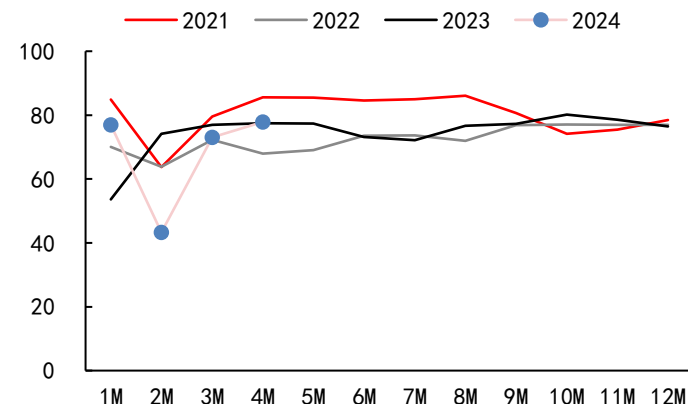
铜材企业开工率



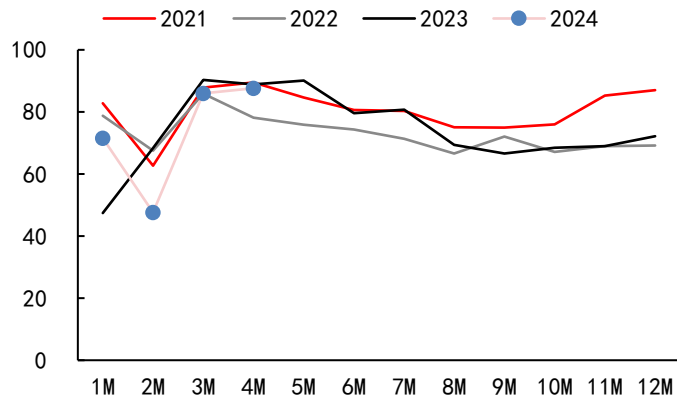
铜杆企业开工率



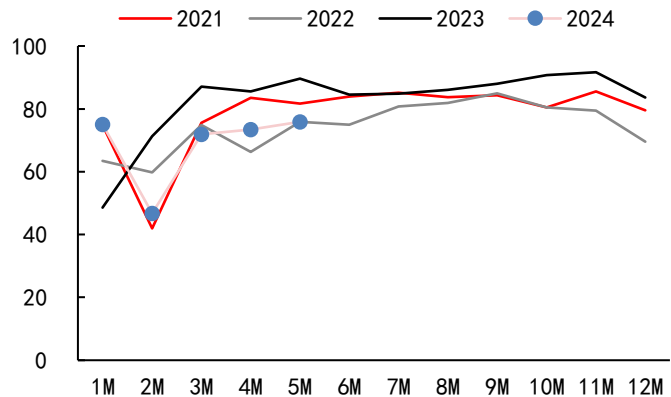
铜板带箔企业开工率



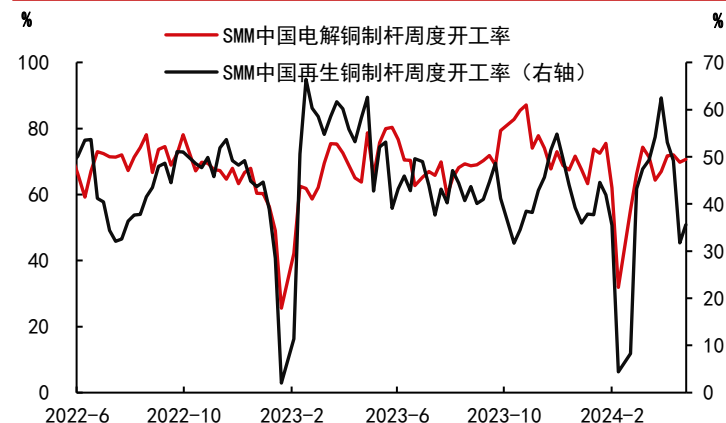
铜管企业开工率



线缆企业开工率



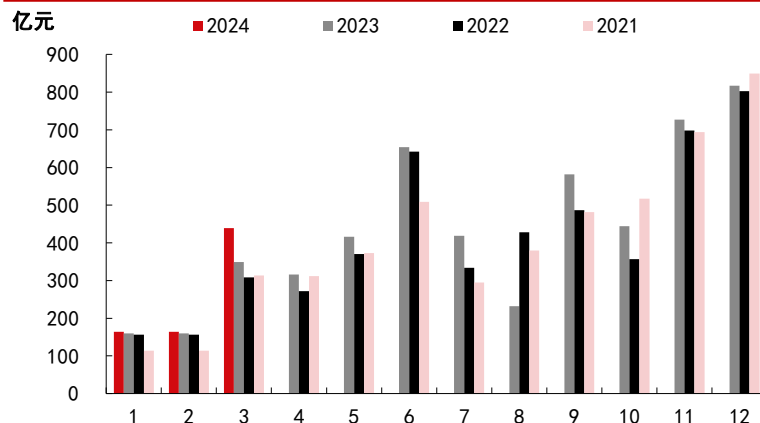
中国铜制杆企业周度开工率



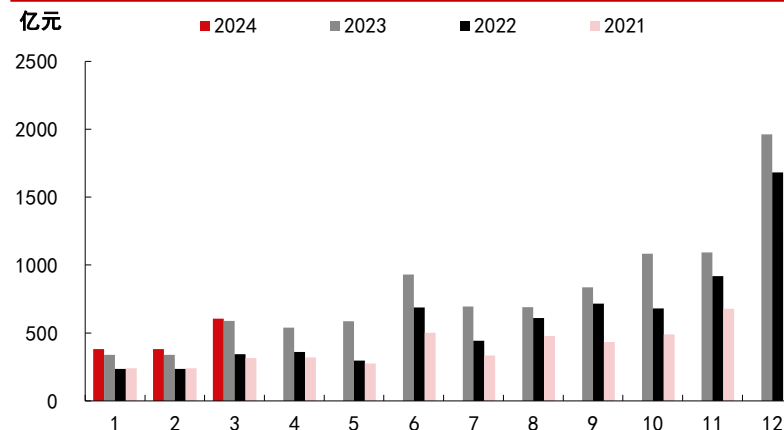
需求端：中国一季度电网投资超预期，光伏新增装机出现阶段性走弱

- 2024年1-3月，全国主要发电企业电源工程完成投资1365亿元，同比增长7.7%。
- 2024年1-3月，电网工程完成投资766亿元，同比增长14.7%。
- 2024年1-3月，风电累计装机量1550万千瓦，同比增长510万千瓦或49.04%。
- 2024年1-3月，光伏累计装机量4574万千瓦，同比增加1208万千瓦或35.89%。
- 整体来看，风电和光伏新增装机保持较快增长，但3月光伏新增装机明显放缓，主要是受到集中式并网节奏和产业链价格下行的扰动。

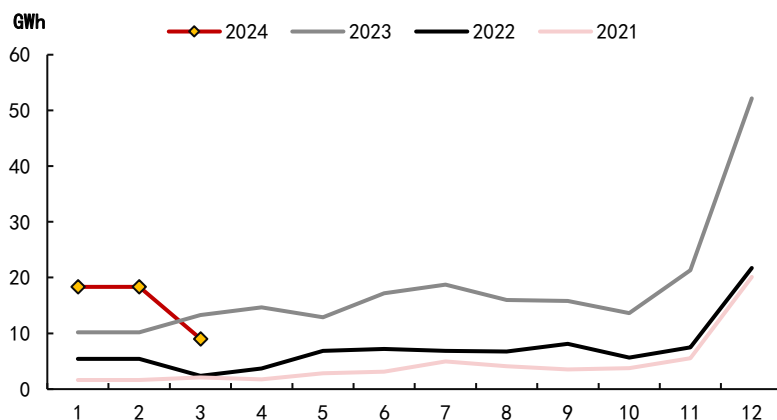
中国电网工程月度投资完成额



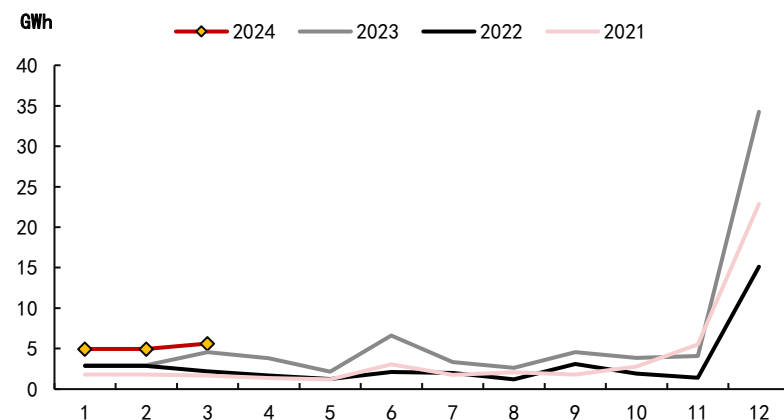
中国电源工程月度投资完成额



中国光伏月度新增装机容量



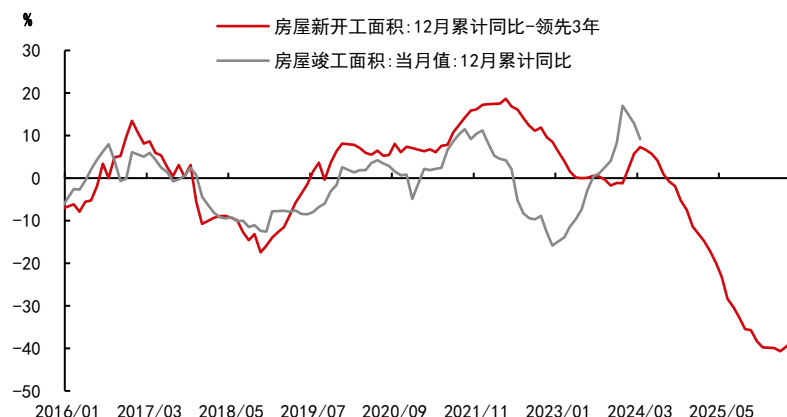
中国风电月度新增装机容量



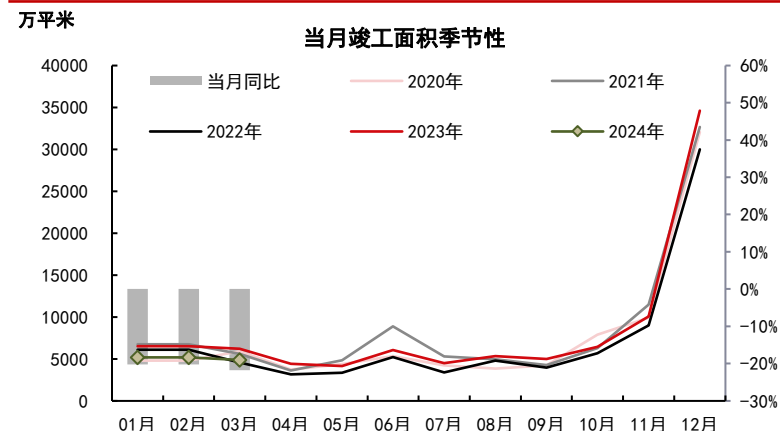
需求端：中国一季度地产下行趋势尚未扭转

- 销售端：2023年地产领域供给需求端均出台了多项政策，但从商品房成交来看，2024年1-3月下跌19.4%，并未出现明显好转，反映当下市场信心仍然比较脆弱，房市仍面临较大压力。
- 投资端：1-3月竣工面积同比-20.7%（前值-20.2%）；1-3月新开工当月同比-27.8%（前值-29.7%）。
- 根据新开工面积领先竣工面积3年的关系，2024年竣工面积将面临重大拐点，项目量或面临10%-20%的降幅。除此之外，项目资金偏紧同样影响竣工和新开工的落地。

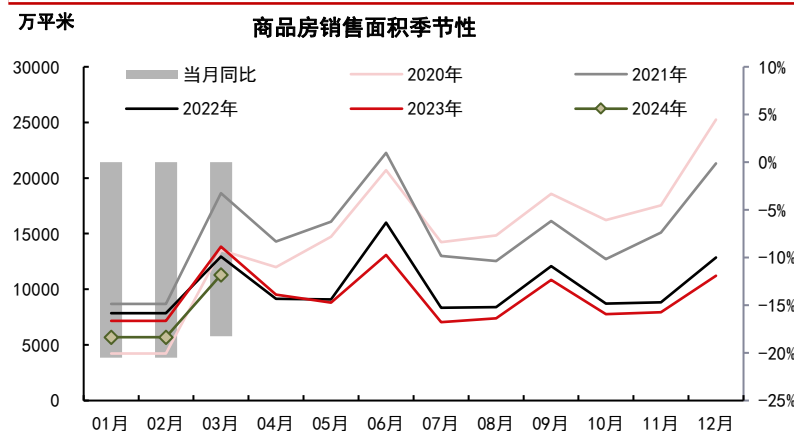
中国房地产新开工和竣工累计同比



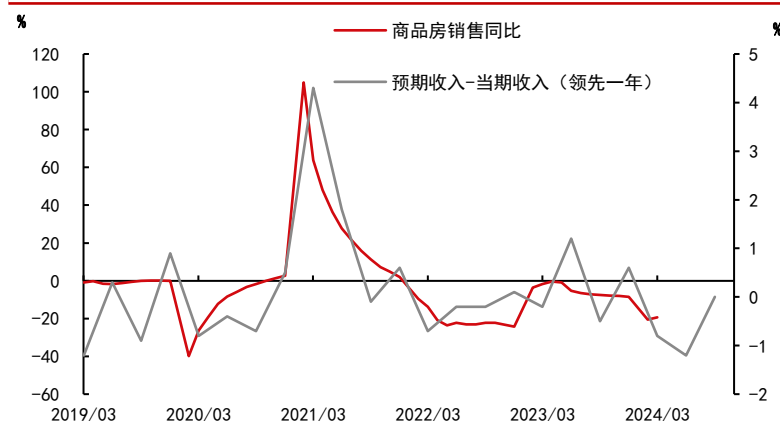
房地产竣工进入负增长



商品房销售面积



居民收入信心领先商品房销售

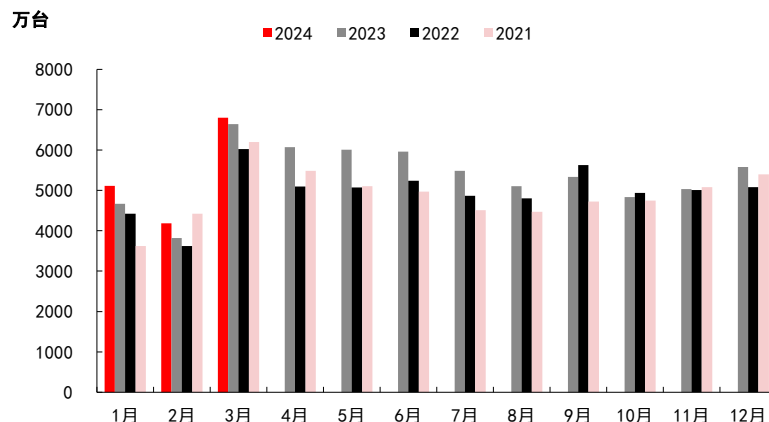


需求端：中国地产后周期商品（家电、汽车）外需和内需保持较高期望

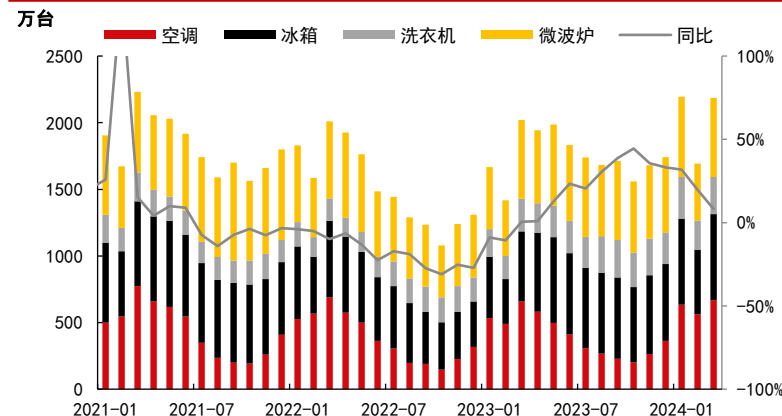
■ 2024年3月份国内家电产量增速有所放缓；家电出口同比增速也有所回落，但整体上增速仍偏快。统计局数据显示，2023年3月家电（包括空调、冰箱、洗衣机和彩电，下同）产量6801万台，同比增长2%，1-3月累计同比增长6.4%。海关数据显示，3月中国家电出口2186万台，同比增长8%，1-3月累计同比增长19.1%。

■ 中国汽车库存水平逐步好转，新能源汽车出口再上新台阶。2024年3月中国汽车销量269万辆，同比增长10%，1-3月累计同比增长10.5%。2024年3月份汽车经销商综合库存系数为1.56，环比下降0.18，同比下降0.22，汽车库存水平逐渐好转。2024年3月中国汽车出口50.2万辆，同比增加37.9%，1-3月累计同比增长33%，其中新能源车出口占比23.3%，3月份新能源车出口再上新台阶。

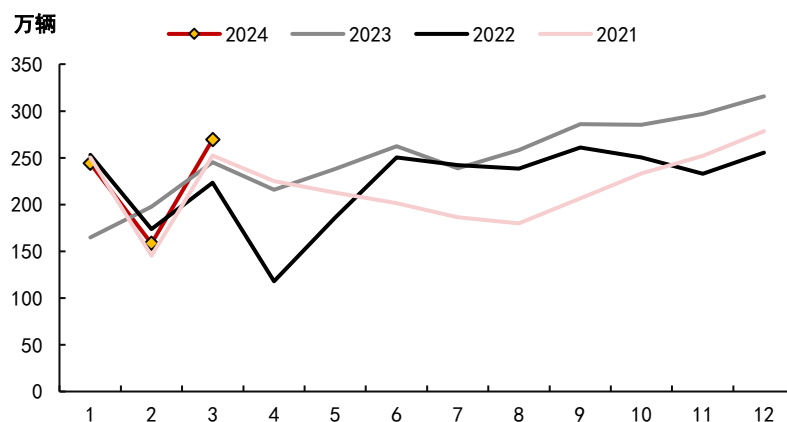
中国家电产量



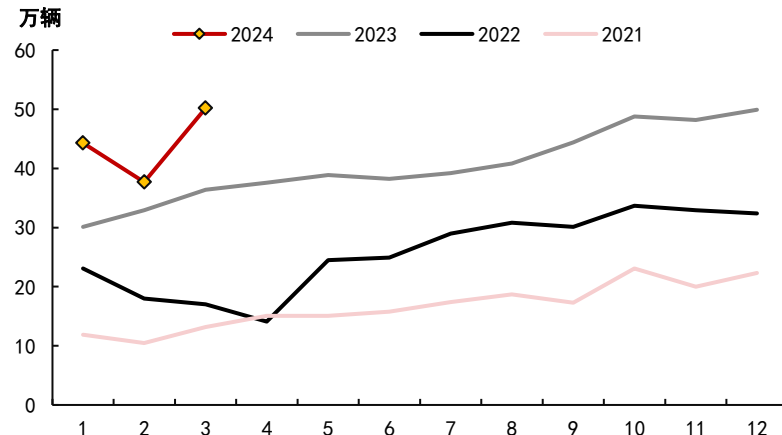
中国家电出口



中国汽车销量



中国汽车出口量

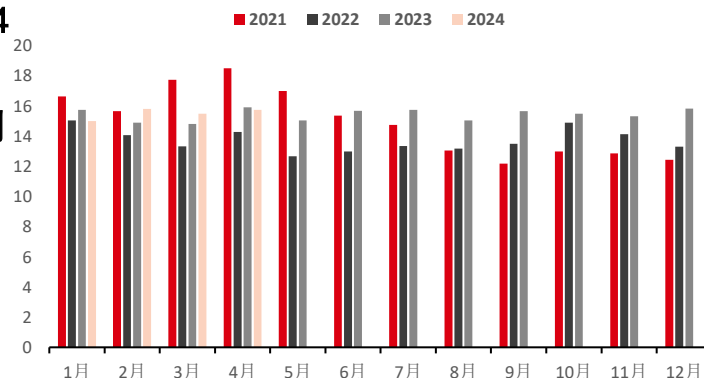


精炼铜需求：美国房地产略有改观，欧美汽车市场表现分化

- ICSG数据，2023年1-12月全球铜消费增长4.4%，2024年1月全球精铜消费增长7.4%。
- 2023年12月年化销售1583万辆，同比增长19%；2024年4月年化销售1574万辆，同比下降1%。
- 2023年1-12月欧洲汽车销量同比增长14%，2024年1-3月欧洲汽车销量同比增长5%。
- 美国房地产年初有所改善，但3月之后再度走弱。

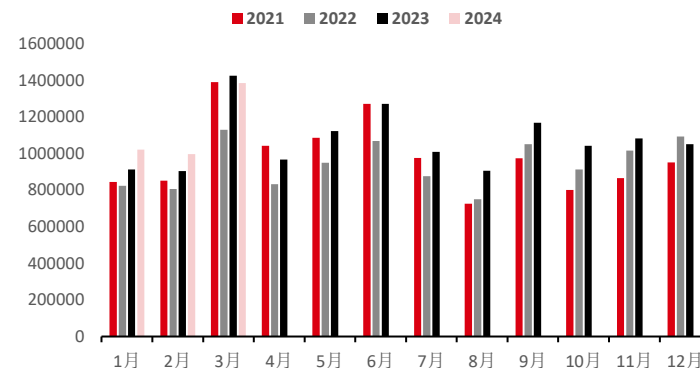
图表：美国汽车销量

单位：百万辆



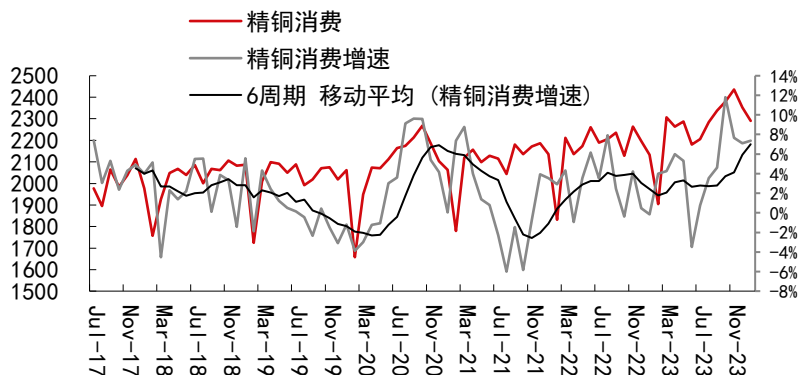
图表：欧洲汽车销量

单位：辆



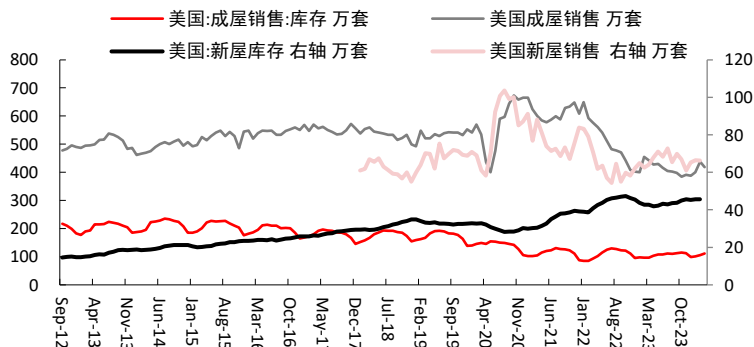
图表：全球精铜消费

单位：千吨/%



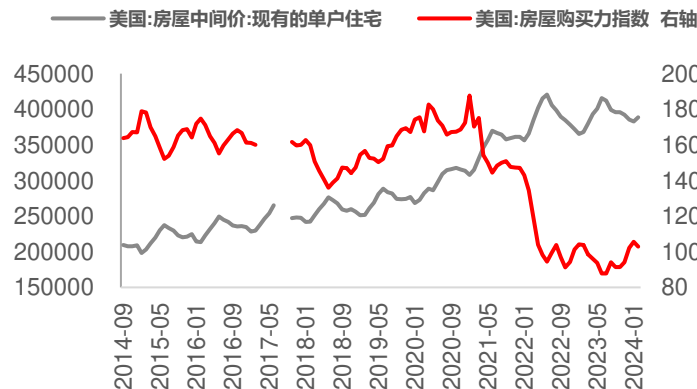
图表：美国房地产市场

单位：万套



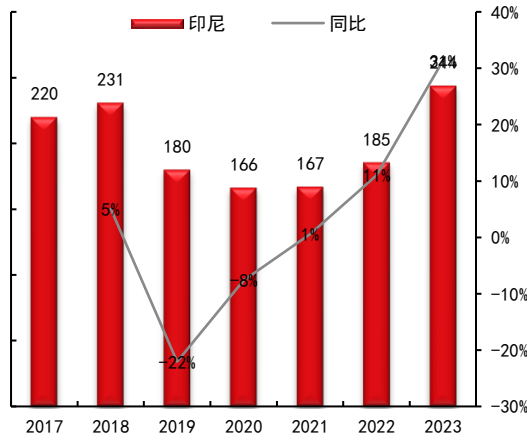
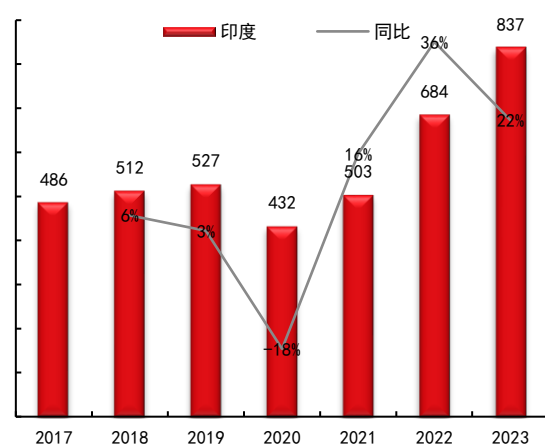
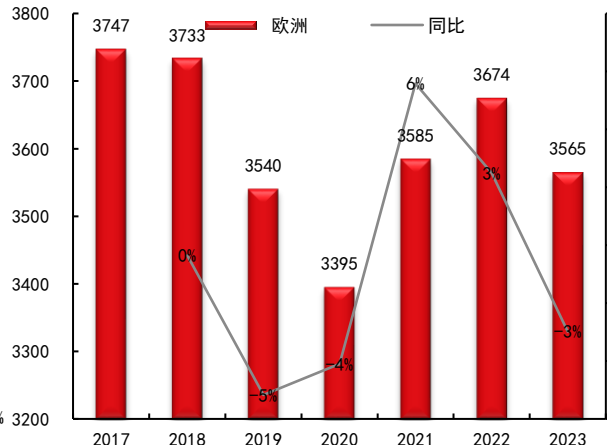
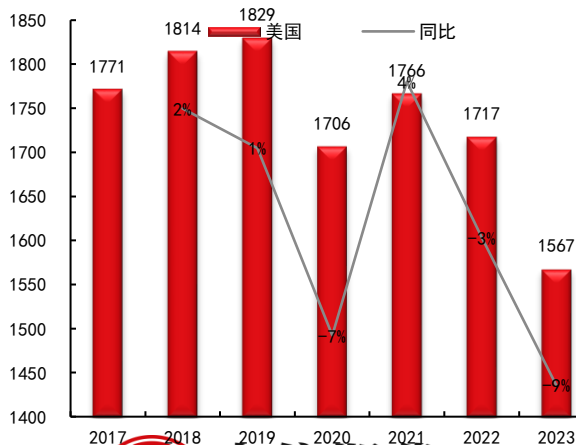
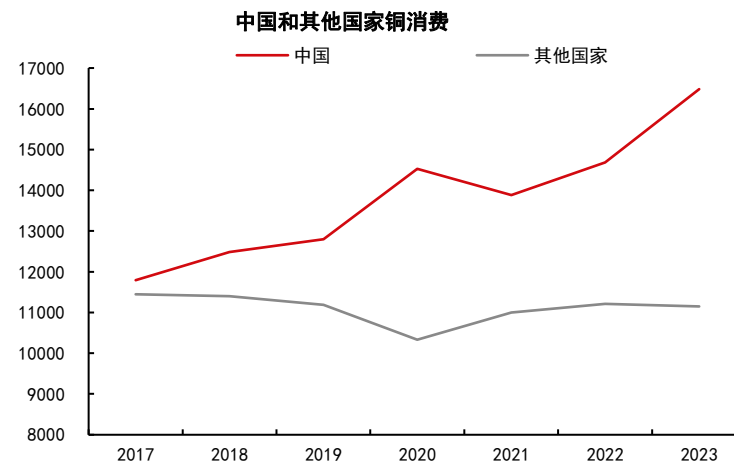
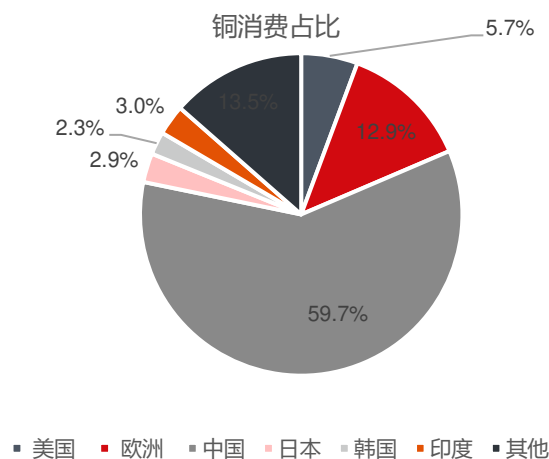
图表：美国居民购买力及房价中位数

美元



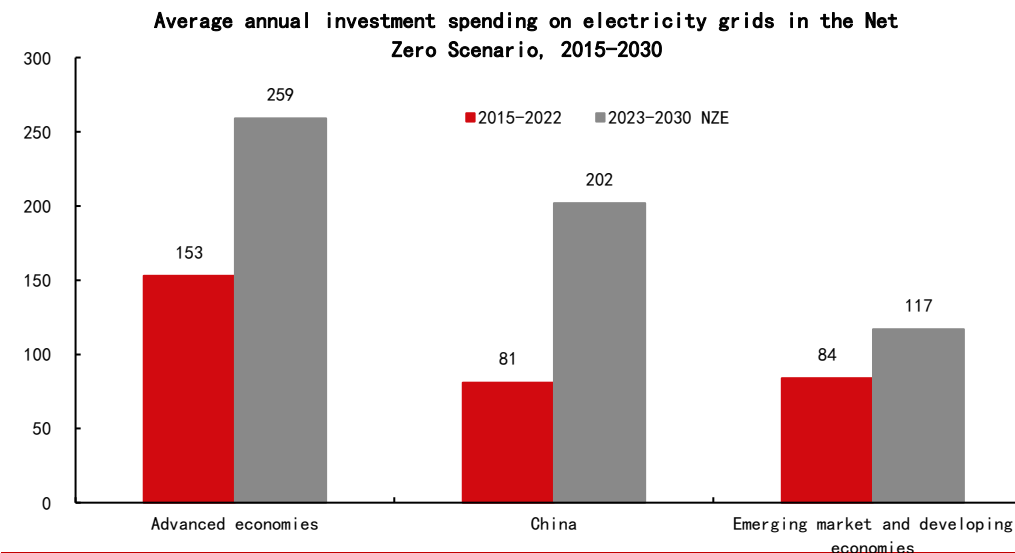
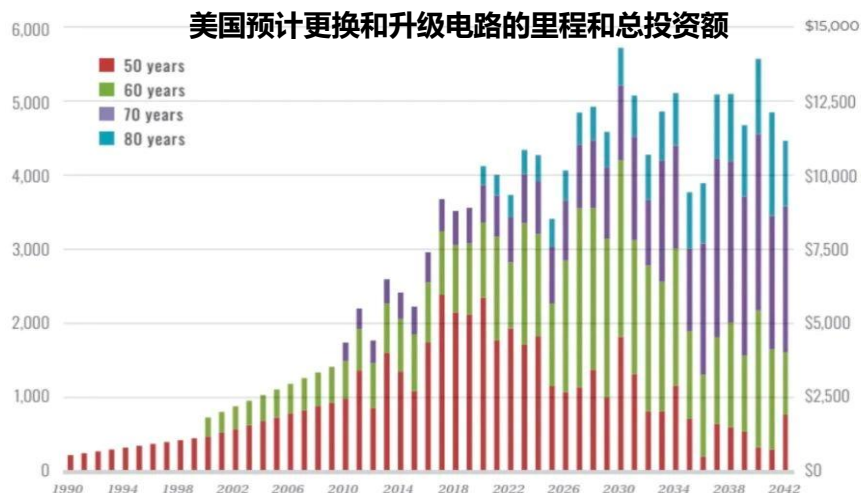
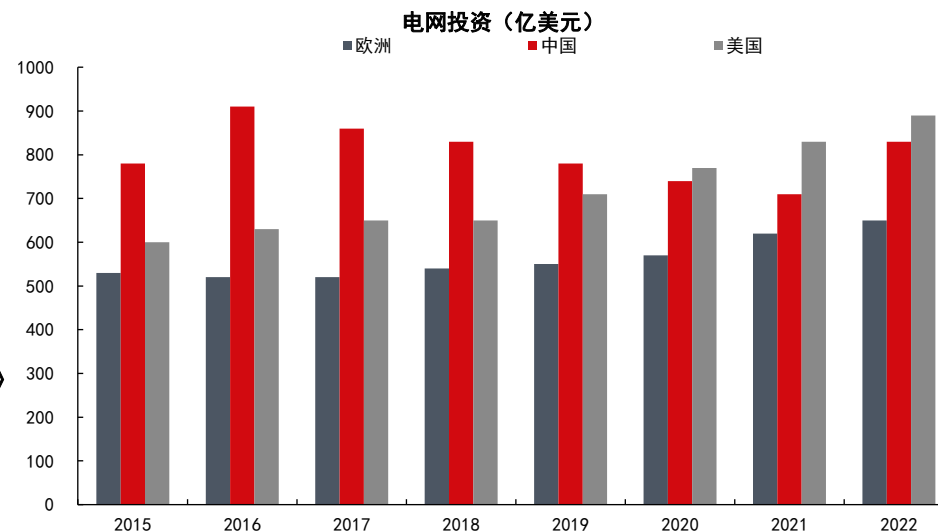
精炼铜需求：海外消费相对平稳，地区表现分化

- 中国铜消费维持较高增速，在全球需求占比由2017年的约50%上升至2023的59.7%，其他国家整体需求相对平稳。
- 欧美等发达经济体精炼铜消费量呈下滑态势，东南亚等新兴市场国家需求增速较高。其中，2023年印度铜需求83.7万吨，增速22%。



精炼铜需求：全球电网投资上行

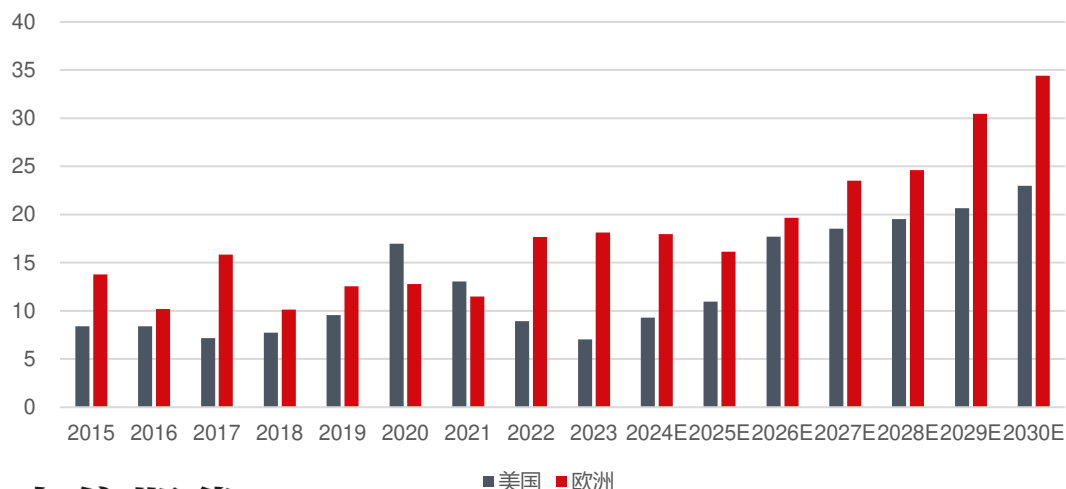
- 发达国家面临着老化电网的问题，更新换代需求逐步加强。欧盟委员会指出，约40%的配电网已经使用超过40年。根据Hoffman&Bryan的报告，美国已有70%的大型变压器使用超过了25年。
- 欧盟委员会计划2020-2030年合计投入5840亿欧元，完成电网基础设施现代化改造。参考IEA统计，2015-2020年欧洲地区电网投资总额稳定在520-570亿美元，2021、2022年小幅增长分别达620、650亿美元，假设欧盟电网投资占欧洲75%，则欧洲整体电网投资规划约835亿美元/年。
- 美国制造业回流带动电力基础设施需求高增，美国《基础设施投资和就业法案》(IIJA)包括650亿美元用于升级和扩大国家电力基础设施。
- 在英国，国家电网几十年来首次启动了一项改造网络的行动计划，在2022年至2026年期间投资超过160亿英镑(201.6亿美元)进行升级。
- 新兴市场电网建设需求与用电量增长正相关，由社会经济发展带动。



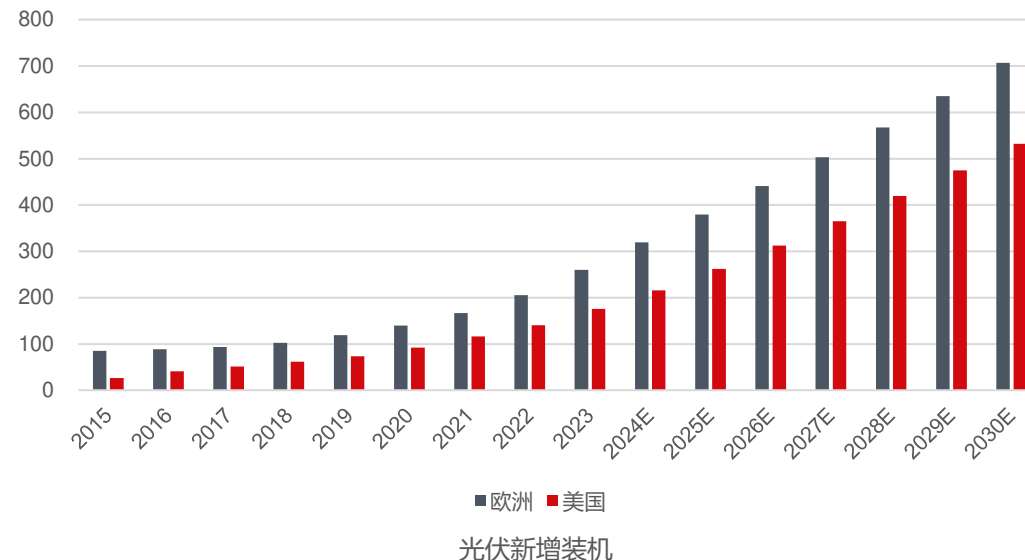
精炼铜需求：欧美风光装机平稳增长

- 根据彭博数据，2023年欧洲和美国光伏新增装机54.4和35.2Gw，同比增速41.9%和49.2%。2024年预计欧洲和美国光伏新增装机59.65和40.55Gw，分别同比增长9.6%和15.1%
- 根据彭博数据，2023年欧洲和美国风电新增装机18.13和7.03Gw，同比增速2.5%和-21.2%。2024年预计欧洲和美国光伏新增装机17.97和9.3Gw，分别同比增长-0.9%和32.3%

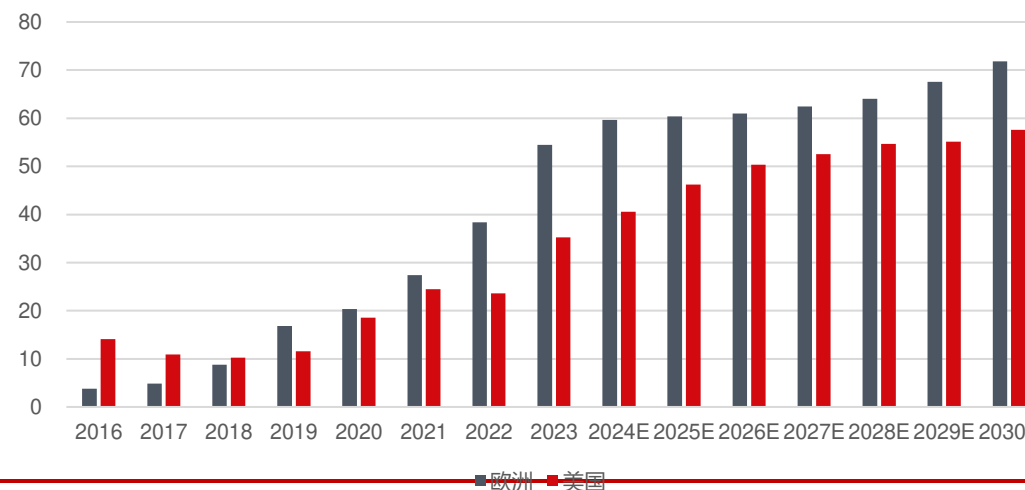
风电新增装机



光伏累计装机



光伏新增装机



铜清洁能源需求：2023年清洁能源需求大爆发，不断垫高全球铜消费增速

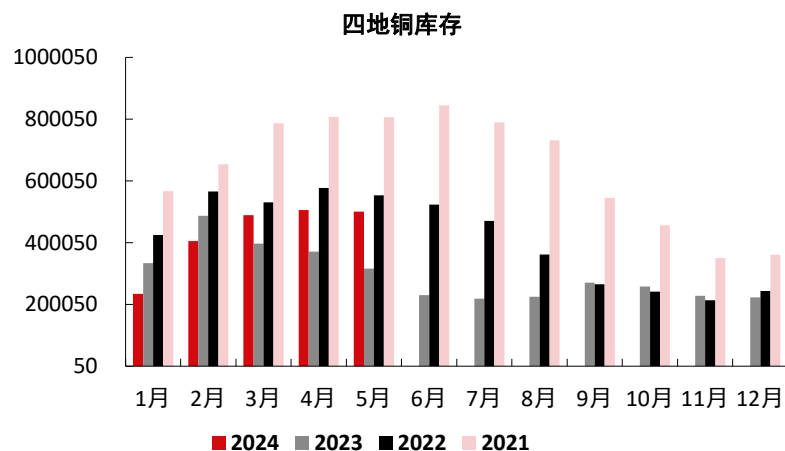
图表：全球清洁能源相关耗铜量（光伏、风电、新能源汽车、充电桩及储能）单位:万吨、%

清洁能源及相关合计耗铜量（光伏、风电、新能源汽车、充电桩及储能）										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
中国	35.5	70.8	79.4	115.9	190.7	221.9	244.4	275.5	298.5	326.2
增速		99.2%	12.2%	45.9%	64.6%	16.3%	10.1%	12.7%	8.3%	9.3%
其他地区	57.8	69.9	86.0	92.9	119.5	137.2	161.4	197.3	220.9	253.0
增速		20.9%	23.1%	7.9%	28.7%	14.8%	17.6%	22.3%	12.0%	14.5%
全球	93.4	140.7	165.4	208.7	310.3	359.1	405.7	472.8	519.4	579.2
增速		50.7%	17.6%	26.1%	48.7%	15.7%	13.0%	16.5%	9.9%	11.5%
清洁能源铜消费占比	3.7%	5.6%	6.4%	7.9%	11.4%	12.9%	14.2%	16.1%	17.1%	18.5%

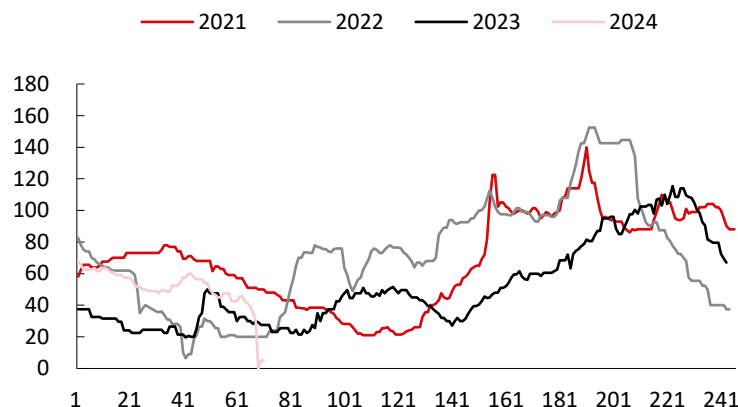
- 2023年，由于全球光伏新增装机大增、新能源汽车销量井喷，清洁能源相关板块对铜需求的拉动大幅增长超过100万吨，对全球铜消费增速拉动近4个百分点。
- 基于对光伏、风电和新能源汽车等板块增长前景的乐观预期，2024-2026年清洁能源相关板块铜需求年均增量约40-60万吨，相当于全球铜消费总量的2%。一旦主要央行货币政策转向宽松，全球传统经济恢复正常，清洁能源板块将明显垫高全球铜消费增速，这也是权益市场资金非常对长期供需非常乐观的原因。

铜库存与现货升水：全球铜库存大幅回升，但绝对库存水平偏低

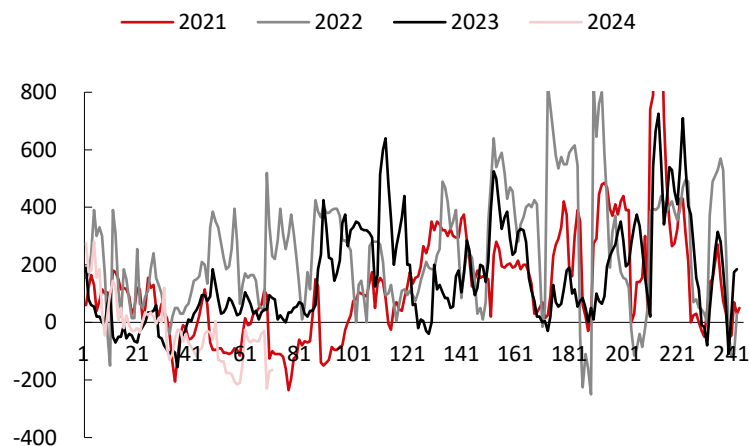
图表：三大交易所+上海保税库铜库存 单位：吨



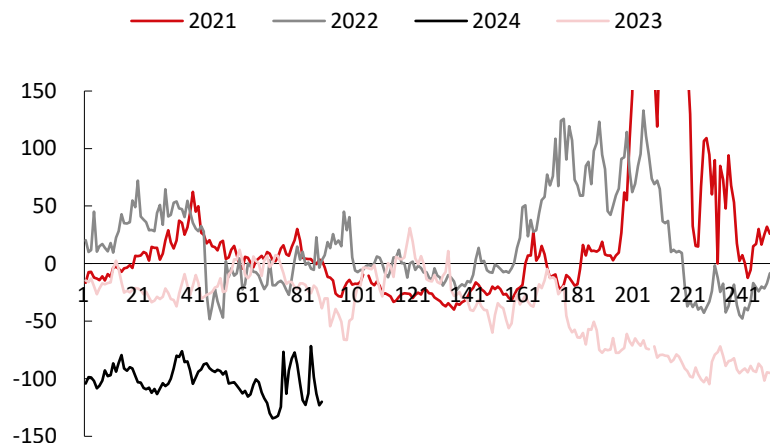
图表：洋山港铜溢价走势



图表：SMM铜升水均价历年走势 单位：元/吨

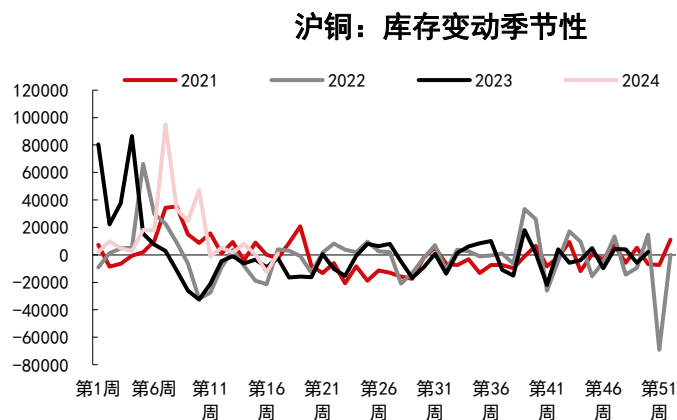
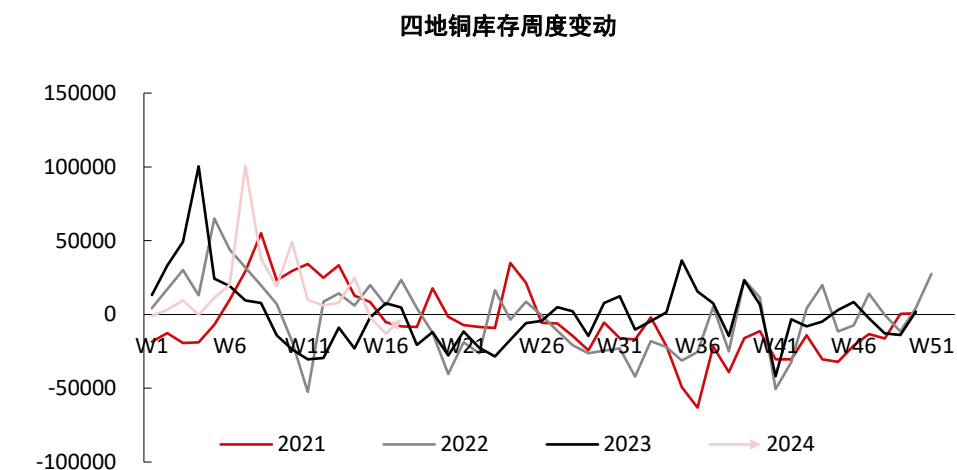
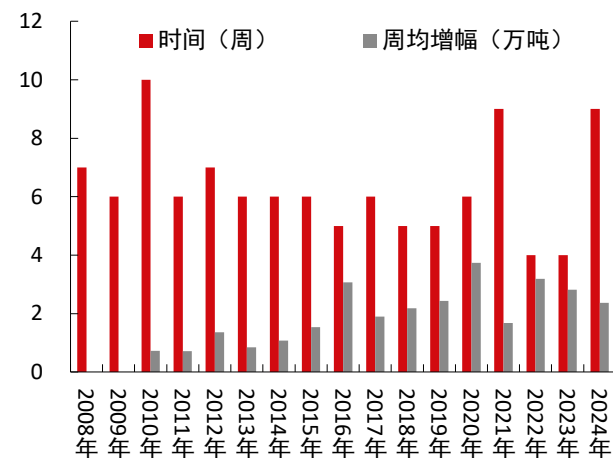
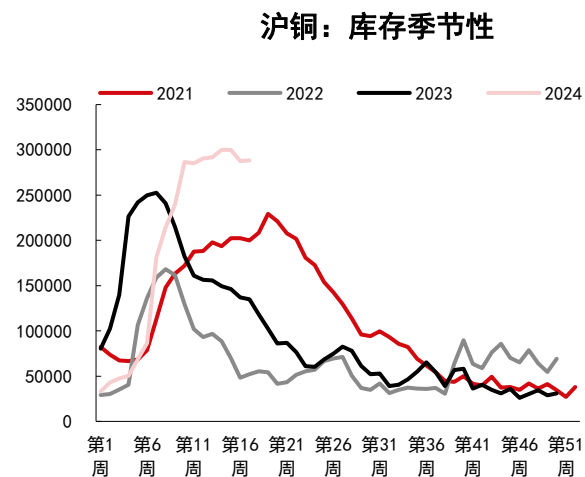
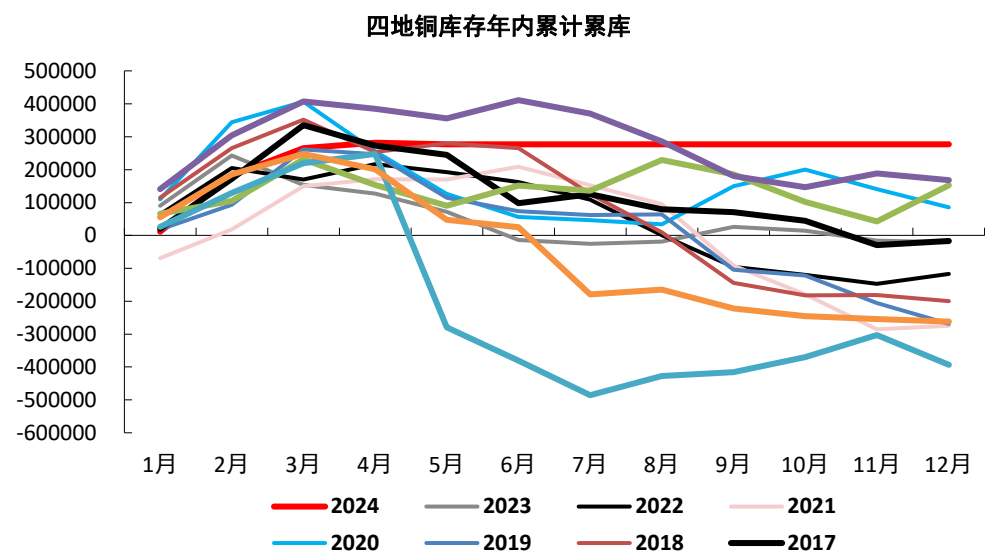


图表：伦铜Cash-3M历年走势 单位：美元/吨



- 截止4月30日，三大交易所+上海保税库铜库存合计50.7万吨，较去年底增加28.3万吨，其中上海交易所+上海保税库铜库存增加32.9万吨，LME和Comex铜库存分别减少5.1万吨和增加0.6万吨。
- 国内偏高库存背景下，铜现货升水明显承压，当前铜现货升水处于几年偏低水平，略低于2021年同期。
- 就绝对库存水平来看，过去十来年三大交易所+上海保税库铜库存较低的水平在60-80万吨，**当前库存水平虽然较低位大幅回升，但仍处于历史偏低位，这也是多头信心满满的原因。**

铜库存与现货升水：2024年以来铜显性库存累积偏多，当前沪铜库存季节性拐点隐现

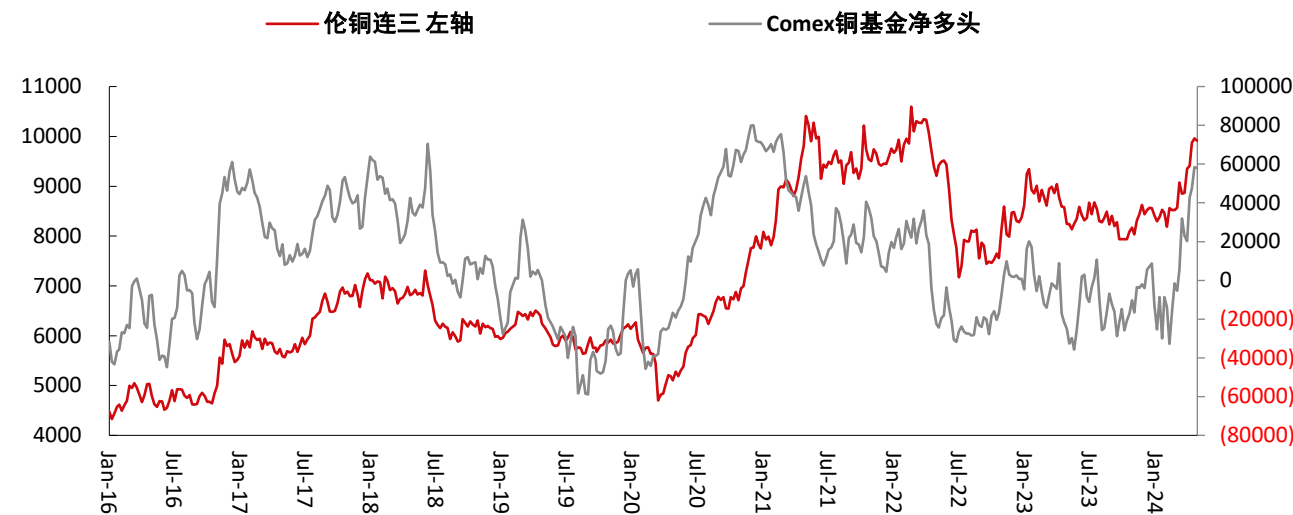


- 截止4月30日，四地铜库存累积幅度创2018年以来同期最高水平；沪铜春节后累库节奏基本和2021年类似。
- 五一前后，我们看到铜库存开始松动，沪铜库存季节性拐点隐现。

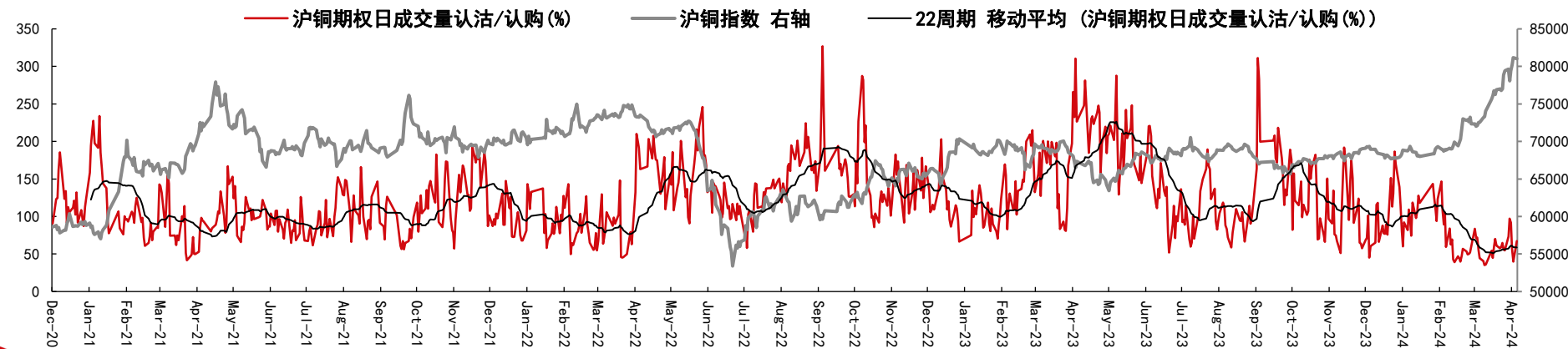
资金面：宏观面预期乐观，基金快速翻多

- 进入2024年，年初基金对海外宏观面预期偏负面，美联储降息预期修复，Comex铜基金净持仓维持在0下方波动；但3月中旬后，随着欧美经济预期由负面转向正面，美联储货币政策宽松预期较为乐观，基金快速空翻多。
- 从国内铜期权市场表现来看，3月以来，国内政策面预期较为乐观，沪铜期权认沽/认购成交比值维持在低位。

图表：Comex铜基金持仓



图表：沪铜期权成交量认沽/认购比值与铜价



铜供需平衡表：2024/25年预计全球铜市场紧平衡

- 供应端，2024年全球铜矿生产扰动不断，我们认为今年全球铜矿产量增量约50万吨，预计同比增长2.3%（去年底为4%），相比于冶炼端的大幅扩张，铜矿显得较为紧张。**2024年中国和全球精铜产量同比增速预计分别为3.2%和3%（去年底为4.6%和3.8%）。**
- 消费端，海外经济表现出较强的韧性，年初制造业、房地产和交通板块都表现出复苏势头；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，不过考虑到设备更新换代政策，中国铜消费预期有所改善；我们上调了对海外和中国铜需求量增长的预期。**2024年中国和全球精铜消费量同比增速分别为4%和2.9%（去年底为3.8%和1.2%）。**
- 2025年铜矿供需预期偏紧，矿端供应低增长，需求增速有望提升。

图表：全球铜市供需

单位:万吨

	2023	2024-Q1	2024-Q2	2024-Q3	2024-Q4	2024	2025
铜矿产量	2220	543	559	573	597	2272	2330
增速	1.4%	2.9%	1.7%	1.8%	3.1%	2.3%	2.6%
精铜产量	2711	692	678	692	730	2793	2880
增速	5.7%	3.6%	2.6%	2.4%	3.3%	3.0%	3.1%
精铜消费量	2712	683	685	692	730	2791	2902
增速	4.4%	7.6%	1.8%	1.3%	1.2%	2.9%	4.0%
过剩量	-1	9	-7	0	0	2	-22

图表：中国铜市供需

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	3.1%	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	0						
精铜消费量	1482	355	383	396	407	1541	1602
增速	7.4%	12.0%	1.1%	2.2%	2.0%	4.0%	4.0%
过剩量	-15	25	-9	-19	-14	-16	-23

总结：多因素共振，长期供需偏紧逻辑提前炒作，铜价跨年多头行情已经启动

- 今年3月中旬以来，沪铜突破7万后加速上涨，这是多方面因素共振造成的结果，我们认为主要有以下几点：
 - 1、宏观经济预期发生较大转变，从年初欧美衰退担忧转向美国经济软着陆预期，欧美制造业PMI回升印证经济复苏，中美转向补库周期预期较为乐观；主要央行货币政策转向宽松预期，中国央行资产负债表大幅扩张，美联储快速放缓缩表进程，全球流动性逐步转向宽松。
 - 2、2024年铜矿生产扰动较多。全球第13大铜矿在2023年底意外关停，巴西法院暂停淡水河谷旗下Sossego铜矿运营许可；赞比亚面临电力紧缺问题；刚果（金）的COMMUS SAS铜钴矿所生产的部分产品被查出辐射含量超标，导致该矿关停，4月下旬BHP拟收购英美资源强化供应端担忧。3月13日，中国有色金属工业协会于北京组织召开铜冶炼企业座谈会，号召国内炼厂减产。3月28日CSPT小组再次倡议联合减产。两次公开喊话减产强化矿端偏紧往冶炼端传导的预期。2024-2026年全球铜矿新增产量偏少，国内外铜冶炼新增产能规模较大，铜矿重回趋势性偏紧状态。
 - 3、伴随着通胀回落且欧美央行预期降息，全球经济复苏预期较为乐观，铜传统需求有改善预期，清洁能源板块铜消费维持偏快增长，2024-2026年年均拉动全球铜消费2个百分点，不断垫高全球铜消费增速。
 - 4、春节后，国内权益市场迎来难得偏强环境，有色板块股票获得资金青睐，并且该板块有大量长线资金关注，有色板块股票上涨带来的外溢资金涌入沪铜期货市场，最终形成铜股期联动上涨。

整体来看，虽然3月以来铜价快速大幅上涨对消费有一定抑制，尤其部分初端环节，但从终端预期上来看，整体仍偏正面，我们认为铜价震荡整理后，被延期的消费还是会回补。矿端偏紧对供应端的约束未来1-2年难以解决。我们认为主要央行货币政策宽松预期及供应端扰动已经驱动了铜跨年多头行情提前启动，未来铜价可能在8万这个平台继续向上拓展空间，远期往10万靠拢的可能性比较大。产业链下游企业应及时调整思路，充分运用好各种风险管理工具，规避进一步极端行情的风险。

风险因素：供应中断；欧美经济硬着陆；美联储鸽派不及预期；地缘政治风险

小程序【中信期货机构服务】重磅上线

首页投研讯息合集

- 今日晨报、热点推荐等
- 金牌首席团队亮相
- 近期研报、活动集合

研报多维度展示

- 自定义我的订阅
- 顶部迅速检索和筛选
- 研报合集分类打包

路演会议入口

- 滑动日历展示
- 预约分享回放等多功能

定制投研小天地

- 一键收藏和关注
- 研报、路演关联至人



立刻扫描二维码，
开启您的高质量投研之旅吧！

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）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，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。



中信期货
CITIC Futures

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

致
謝

