

## 研究报告

### 深度专题：

### 供应托底铜价，期待宏微观共振

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836115

#### 摘要：

宏观面，我们认为美联储本轮加息已近尾声，2024 年下半年降息可期，参考近三轮周期，末次加息与降息时点平均相隔约 300 天，这期间全球经济仍有继续走弱压力，10 月份，IMF 预计 2023 年全球经济将增长 3%，2024 年将放缓到 2.9%，美元指数呈现高位震荡，铜价难有乐观表现；降息开启后，伴随经济再次逐步复苏，将为铜价带来利多驱动。国内方面，经济转型背景下难有强刺激，地产销售维持疲软，实体需求向上修复的弹性或比较有限，政策预期与现  
实经济数据仍将反复验证，影响铜价阶段性表现。

供需面，2024 年铜矿供应仍处于放量周期，但稳定性仍面临考验，粗铜产能逐步释放，对精炼铜干扰有所淡化，但再生铜对产业链供需影响仍将突出。需求端，新能源领域仍将成为拉动铜消费的主要增长点，其在铜整体消费占比将进一步提升，对铜价边际影响力也随之增强。预计整体供需偏过剩，但幅度不明显。铜矿供应长期紧缺预期将对价格形成底部支撑。

价格判断上，美联储加息末期至降息初期，整体经济仍面临走弱压力，铜价下行概率较大，但伴随降息的持续推进，经济再次步入复苏，将带动铜价重新走升。国内稳增长政策预期及铜矿长期偏紧预期将在价格下跌过程中形成底部支撑，预计 2024 年整体铜价表现先承压下跌，随后在震荡中孕育上行机会，全年沪铜主波动区间参考 65000-76000 元/吨；LME 铜主波动区间参考 8000-9500 美元/吨。

风险提示：海外经济衰退（下行风险）；国内政策超预期（上行风险）铜矿供应端干扰超预期（上行风险）；

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497 号

#### 联系信息

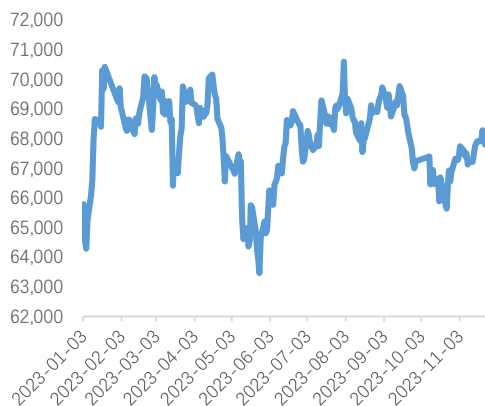
金属团队负责人 许克元

期货从业资格：F3022666

投资咨询资格：Z0013612

邮箱：xuky@gzf2010.com.cn

#### 沪铜主力日 K 线走势



#### 相关报告

## 目 录

一、2023 年行情回顾.....	1
二、全球经济仍有走弱压力，美联储降息可期 .....	3
（一）海外经济：美国通胀有望持续回落 .....	3
（二）海外经济：美国经济增速进入放缓阶段，迎接着陆 .....	4
（三）海外经济：欧洲通胀见顶回落，经济延续弱势但暂未衰退 .....	5
（四）海外经济：美联储进入加息末期 .....	6
（五）国内经济：政策预期与现实来回切换，关注地产数据表现 .....	8
三、铜矿供应稳定性仍面临考验，再生铜影响愈发突出 .....	10
（一）铜矿：增速放缓，有远虑无近忧 .....	10
（二）冷料：粗炼产能逐步释放，对精铜产出影响或淡化 .....	12
（三）精铜：产量高位，但供需仍受废铜影响 .....	14
四、微观需求：行业表现分化，整体弱稳运行 .....	15
（一）传统需求维持低增速，新兴需求占比抬升 .....	15
（二）铜加工行业开工率整体表现好于去年 .....	19
五、库存：维持偏低水平运行，24 年有望累增但幅度不大 .....	20
六、价格展望与投资建议.....	22
免责声明.....	23
研究中心简介.....	23
广州期货业务单元一览.....	24

## 图表目录

图表 1：沪铜主力价格走势.....	1
图表 2：国内主要地区铜现货升贴水季/年度均价 .....	2
图表 3：沪铜主力价格走势.....	2
图表 4：沪铜价差结构（当月-主力） .....	2
图表 5：LME0-3 升贴水.....	2
图表 6：洋山铜溢价.....	3
图表 7：电解铜进口盈亏（现货） .....	3
图表 8：美国 M2 与 CPI .....	4
图表 9：美国核心 CPI 与美国私人非农平均时薪 .....	4
图表 10：美国制造业 PMI .....	5
图表 11：美国 GDP.....	5
图表 12：美国零售 .....	5
图表 13：美国失业率 .....	5
图表 14：欧元区利率.....	6
图表 15：欧元区 CPI .....	6
图表 16：欧元区制造业 PMI .....	6
图表 17：欧元区 GDP.....	6
图表 18：近三轮周期中，末次加息与降息时点平均相隔约 300 天 .....	7
图表 19：美联储加息末期至降息初期铜价难有突出表现 .....	8
图表 20：美联储降息的必要条件是经济持续转弱 .....	8

图表 21: 中国 GDP 增速	9
图表 22: 30 城大中城市地产成交面积	9
图表 23: 固定资产投资增速	9
图表 24: 中国社会消费品零售总额增速	9
图表 25: 出口增速	9
图表 26: 铜价与行业资本开支	10
图表 27: 全球铜矿产量增速及资本支出	10
图表 28: 全球铜矿产量及增速	11
图表 29: 2022 年全球铜矿产量结构	12
图表 30: 进口现货铜精矿季度采购指导价	12
图表 31: 进口铜精矿现货指数 (美元/吨)	12
图表 32: 中国进口铜精矿长单 TC (美元/吨)	12
图表 33: 中国铜粗炼新扩建项目计划	13
图表 34: 粗铜加工费	13
图表 35: 中国阳极铜进口量 (月度)	13
图表 36: 精废价差	14
图表 37: 精废铜制杆周度开工率	14
图表 38: 中国废铜进口量	14
图表 39: 2023 年 1-10 月中国废铜进口分国别占比	14
图表 40: 中国铜冶炼利润	15
图表 41: 中国精炼铜产量	15
图表 42: 2023 年 1-10 月中国精铜进口分国别占比	15
图表 43: 中国精铜产量 (月度)	15
图表 44: 中国房地产相关数据	16
图表 45: 中国家用空调产销同比变化	17
图表 46: 中国家用空调内销及出口同比变化	17
图表 47: 中国基建投资同比变化	17
图表 48: 电网及电源投资同比变化	17
图表 49: 中国汽车产量累计同比变化	18
图表 50: 中国新能源汽车产量累计值及同比变化	18
图表 51: 中国太阳能新增装机	18
图表 52: 中国风电新增装机	18
图表 53: 绿色能源 (光伏+风电+新能源汽车) 铜消费增量测算	18
图表 54: 中国铜材企业月度开工率	19
图表 55: 中国精炼铜制杆开工率	19
图表 56: 中国铜管企业开工率	19
图表 57: 中国铜板带企业开工率	19
图表 58: 中国铜箔企业开工率	20
图表 59: 中国电线电缆企业开工率	20
图表 60: SHFE 铜库存	21
图表 61: LME 铜库存	21
图表 62: 三大交易所显性库存合计	21
图表 63: 全球显性库存可用天数	21
图表 64: 上海保税区库存	21
图表 65: 三大交易所+保税区库存合计	21
图表 66: 全球铜市场供需平衡	22

## 一、2023年行情回顾

2023年沪铜期价呈现上有顶下有底的高位震荡行情。

1月，疫后国内经济复苏乐观预期，叠加南美铜矿频繁扰动，共同推升铜价上涨至71000附近。

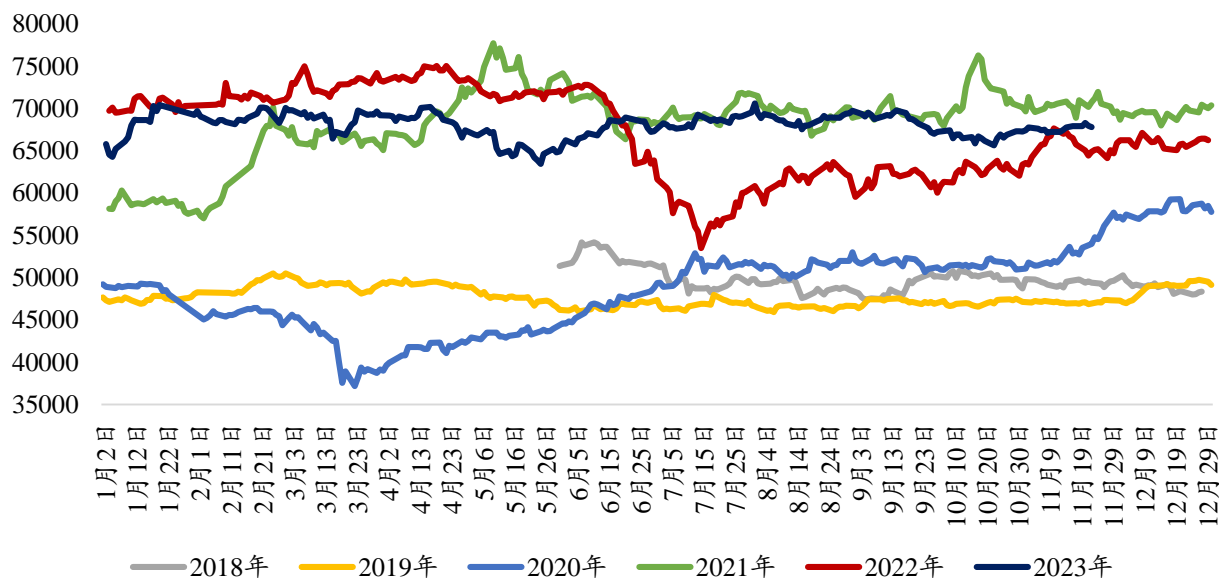
2-3月，铜价基本就是区间震荡行情，一方面，国内消费淡季需求未有明显体现，等待旺季验证；另外2月公布的美国1月CPI降幅不及预期，美联储货币政策鹰派预期升温驱动美元指数止跌回升，对铜价形成压制。

4月中后-5月底，国内经济数据全面走弱，且美国债务上限问题持续干扰，恐慌情绪再现，驱动铜价快速走跌至63000下方。

5月底-9月中，国内刺激政策陆续推出及美国经济软着陆预期，内外宏观共振，与此同时，精废价差大幅收窄后，精铜替代消费明显，低库存弹性被放大，价格止跌反弹并重回高位震荡区间内。

9月中-11月，铜价先跌后涨。传统旺季消费不及预期、美国CPI反弹且鹰派表态占优美联储加息预期卷土重来驱动美元指数再次走强压制铜价下跌至65000附近，进入11月，美联储议息会议中再次暂停加息，且10月CPI超预期回落，使得降息预期强化，美元指数高位快速回落，且国内传统淡季下市场关注点更多转向政策预期，共同驱动铜价再次反弹。

图表 1：沪铜主力价格走势



数据来源：文华财经 广州期货研究中心

国内现货方面，相对于2022年，2023年精炼铜市场供应已有明显缓解，市场多数反应今年并无买不到货的情况出现，全年现货升贴水及近远结构明显弱于2022年，不过现货阶段性紧张行情仍然存在，比如6月底上海现货升水高点逾600元/吨，11月底广东现货升水高点近700元/吨。截至12月1日，2023年上海地区1#电解铜现货平均升水为161元/吨，广东地区1#电解铜现货平均升水为137元/吨。

2023年LME现货绝大部分时间维持贴水状态，主波动区间在-60~0，进入9月中后，贴水幅度明显走阔。

洋山铜溢价方面，1-7月进口铜绝大部分时间处于亏损状态，洋山铜溢价低位震荡，主波动区间在25-55美元/吨，进入8月进口窗口逐步打开，洋

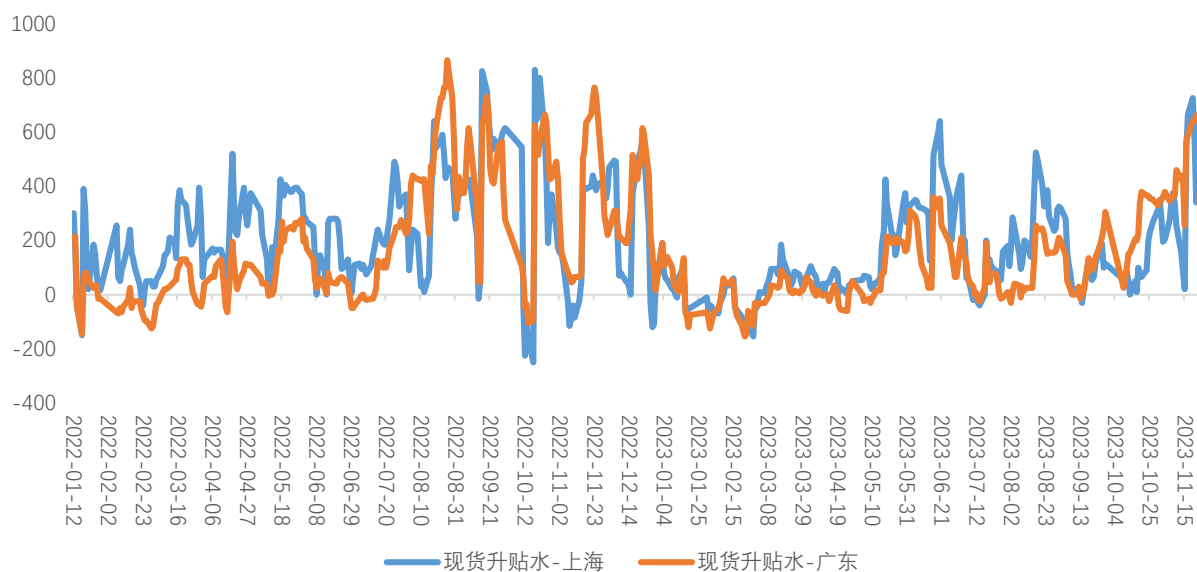
山铜溢价持续走升至11月24日的104美元/吨。

图表 2：国内主要地区铜现货升贴水季/年度均价

年份	上海1#电解铜升贴水					广东1#电解铜升贴水				
	一季度	二季度	三季度	四季度	年平均	一季度	二季度	三季度	四季度	年平均
2023	11	192	160	280	161	-4	90	88	374	137
2022	158	222	335	270	249	28	28	92	349	340
2021	22	-10	216	298	134	16	-61	129	254	86
2020	-41	115	67	99	61	-28	184	31	51	59

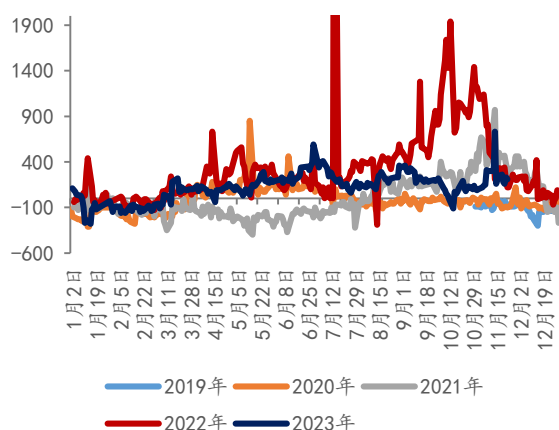
数据来源：SMM 广州期货研究中心

图表 3：沪铜主力价格走势

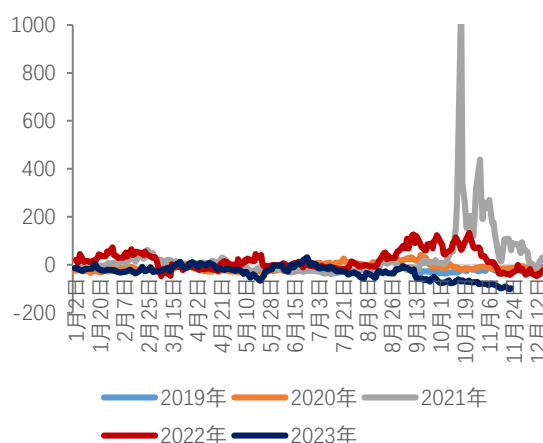


数据来源：SMM 广州期货研究中心

图表 4：沪铜价差结构（当月-主力）



图表 5：LME0-3 升贴水

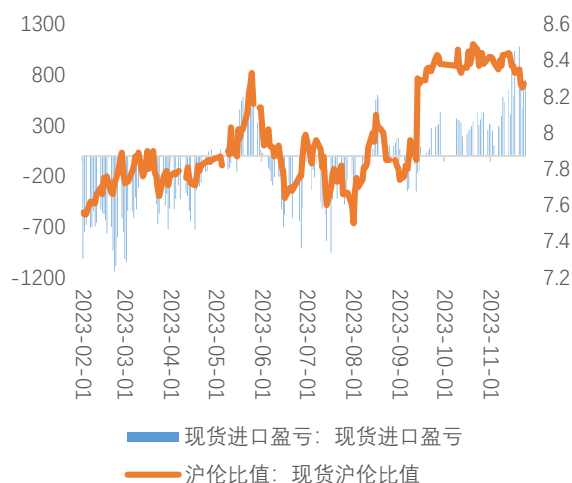


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 6: 洋山铜溢价



图表 7: 电解铜进口盈亏 (现货)



数据来源: Wind 广州期货研究中心

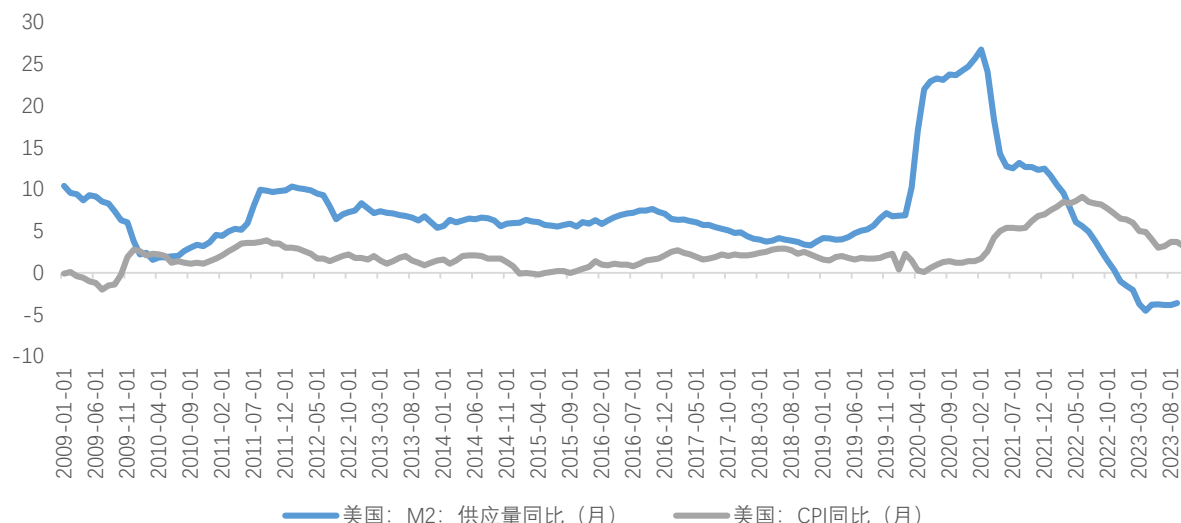
## 二、全球经济仍有走弱压力，美联储降息可期

### (一) 海外经济：美国通胀有望持续回落

2022年至今,美联储已进行11次加息,幅度共计525bp,利率升至5.25%。美国9月货币增速(M2)回落至低位(-3.6%),通胀的流动性基础转弱,且持续加息的累积效应和高利率将逐步对经济产生抑制,如果工资涨幅回落,将进一步缓解通胀压力,10月美国CPI为3.2%,核心CPI为4%。

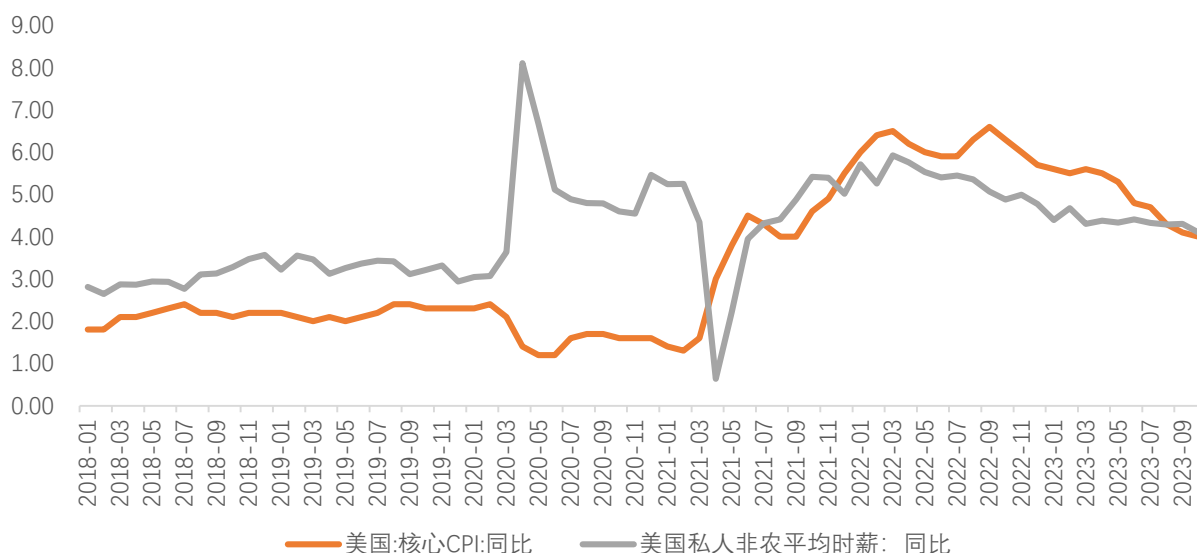


图表 8：美国 M2 与 CPI



数据来源：Mysteel 广州期货研究中心

图表 9：美国核心 CPI 与美国私人非农平均时薪



数据来源：Wind 广州期货研究中心

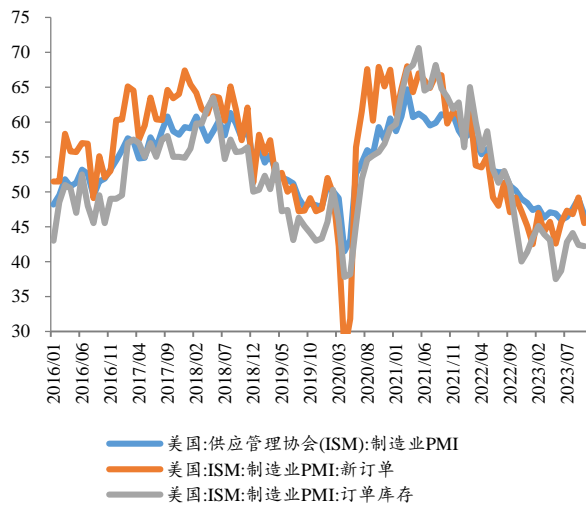
## （二）海外经济：美国经济增速进入放缓阶段

2023年经济的预期差在于预期着陆（无论软/硬）而实际走向近乎加速，23Q3美国实际GDP增速达到惊人的5.2%，背后有消费支出的韧性，也有投资端的超预期反弹。2024年，经济基本面有望修复这种方向性的偏差，经济增速进入放缓阶段，迎接着陆。**1、就业市场持续冷却。**表现为非农就业规模的增长放缓、薪资增速持续下行。10月非农新增15万人，低于市场预期的18万人，同时，前两个月非农数据再现下修，9月非农新增初值33.6万人，下修至29.7万人；8月非农新增从修正值22.7万人再度下调至16.5万人。在劳动参与率小幅下降至62.7%的情况下，10月失业率反弹至3.9%。时薪增速同比继续回落至4.1%（前值4.3%），环比0.2%（前值0.3%）。**2、消费支出放缓概率较大。**首先，收入增长趋势放缓。除了以上提及的劳动

报酬收入增长走弱以外，2023年收入增速的另一个补充贡献在于美国财政的超预期宽松，主要表现为个税下降，带来居民可支配收入（总收入-个税）加速上行。2024年伴随财政退坡，财政政策因素对居民收入的拉动也将消退。其次，超额储蓄见底，对消费支出的支撑将减弱。近期亚特兰大联储GDP模型显示四季度美国经济增速为1.2%，较前期预期1.8%进行了下调。

**3、高利率继续打击美国经济中的商品生产领域。**由于借贷成本高企和商品需求下降，迫使企业重新考虑资本支出计划，今年美国制造业陷入停滞。美国11月ISM制造业PMI为46.7，不及预期的47.6，为连续第13个月萎缩，创最近20年来最长萎缩周期；6月服务业PMI开始由升转降，且后续基本延续下行，我们认为这或是滞胀后期，逐步转向经济周期下一阶段——经济放缓的特征。

图表 10：美国制造业 PMI



图表 11：美国 GDP

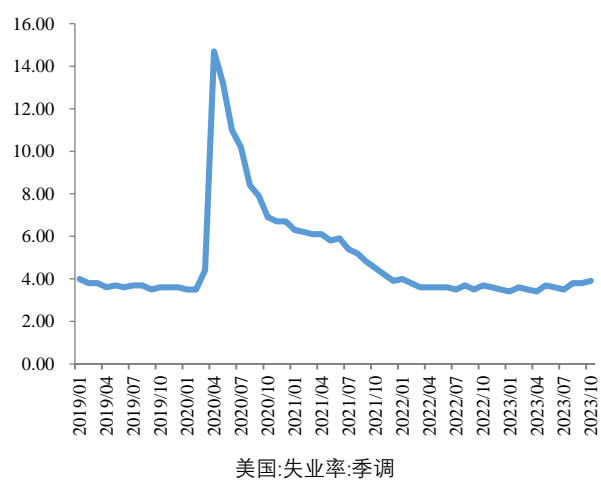


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 12：美国零售



图表 13：美国失业率



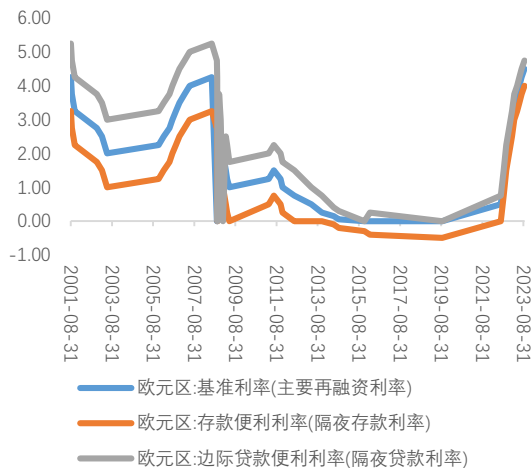
数据来源：Wind 广州期货研究中心

### （三）海外经济：欧洲通胀见顶回落，经济延续弱势但暂未衰退

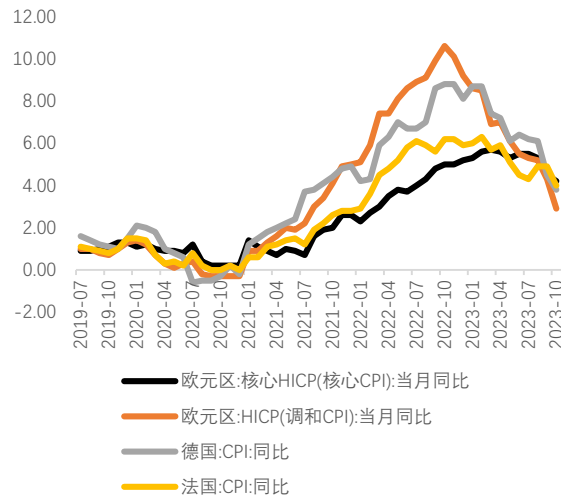


自2022年7月开启加息以来，欧元区结束了长达8年的负利率时代，已经连续加息10次，合计加息450BP，将存款利率上调至4.0%，主要再融资利率上调至4.5%，边际贷款利率上调至4.75%，通胀水平整体回落，10月欧元区调和CPI为2.9%，虽然部分通胀指标放缓，但核心通胀压力仍然较大，10月欧元区核心CPI为4.2%。2024年欧洲仍需要警惕通胀的反弹风险，预计高利率水平需至少保持到明年上半年。同时加息后的负面效应逐步显现，制造业PMI数据持续弱势，如何避免经济硬着陆，也需要考量，且重要性有所提升。

图表 14：欧元区利率

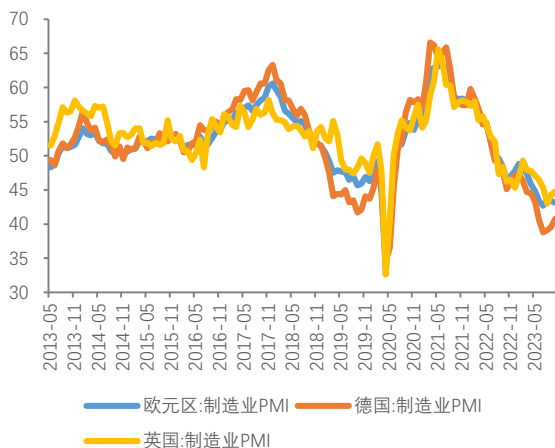


图表 15：欧元区 CPI



数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 16：欧元区制造业 PMI



图表 17：欧元区 GDP



数据来源：Wind 广州期货研究中心

#### （四）海外经济：美联储进入加息末期

当前美联储加息进入末期。2023年11月FOMC会议上，美联储继续暂停加息。鲍威尔表示，美联储官员认为他们已接近结束本轮加息周期。一方面，美国通胀在2023年下半年已经降低至3%至4%区间，通胀压力最大的时刻已经过去。另一方面，快速攀升的利率持续冲击金融系统，已经有多位美联储官员公开表示利率已经达到合适水平。12月初美联储最“鹰派”官员之一沃勒表示当前美联储货币政策位置良好，有利于经济放缓和通胀

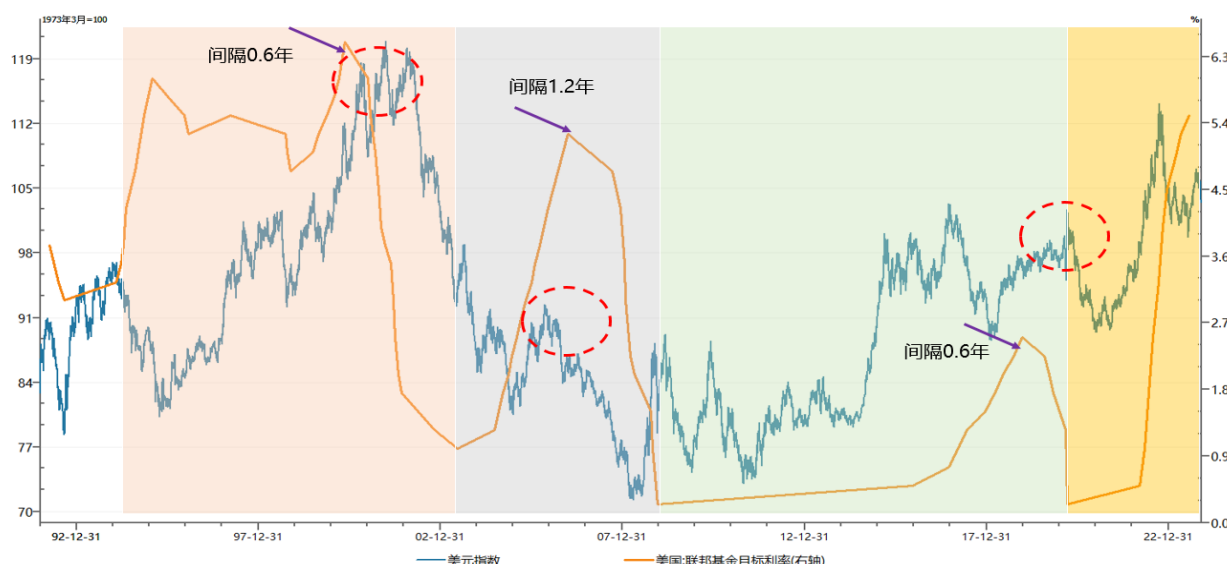
回归2%，这一表态显示，美联储进一步加息的门槛已大幅提高，不仅不会在12月FOMC会议上加息，如果没有超预期的数据，美联储会在较长时间内暂停加息，从另一个角度理解，美联储本轮加息周期或已结束。

但是从经济和通胀的角度来看，开启降息依然受到较强约束。一是，通胀预计在2024年上半年保持震荡，难以接近2%，且油价的上行压力也会给通胀同比读数带来压力；二是，美国经济软着陆迹象明显，短期难以出现较大的衰退风险。虽然市场对于明年美国经济“硬着陆”有所期待，但是目前劳动力市场依然处于相对短缺的状态，对薪资和居民收入增长带来支撑。

从过往三轮周期来看，降息的必要条件是经济转弱，一旦经济出现较大的衰退信号，无论是系统性的金融或经济危机，还是经济内生动能转弱，均会触发降息。2001年及2007年启动降息，主因美国经济受到冲击，出现系统性衰退风险；而2019年下半年降息则是为了对冲经济内生动能转弱、通胀走低，进行的三次“预防式降息”，幅度共计75bp。而后因为新冠疫情超预期冲击，美联储在2020年初连续两次快速降息150bp。

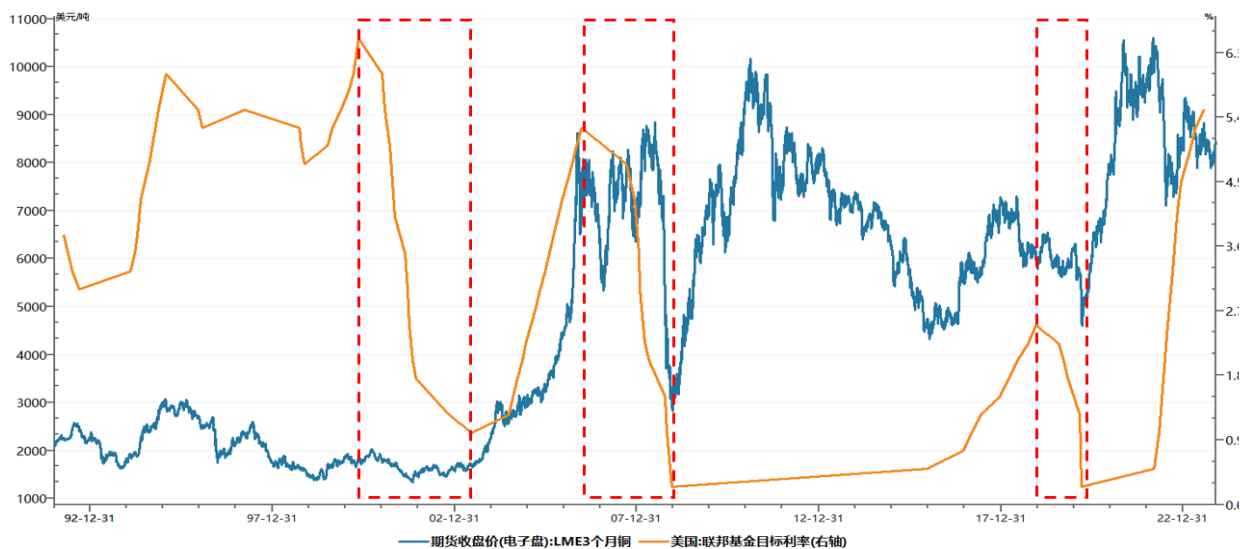
从近三轮加息到降息周期来看，末次加息与降息时点平均相隔约300天，在这期间美元指数呈现高位震荡，LME铜价呈震荡走跌态势。

图表 18：近三轮周期中，末次加息与降息时点平均相隔约 300 天



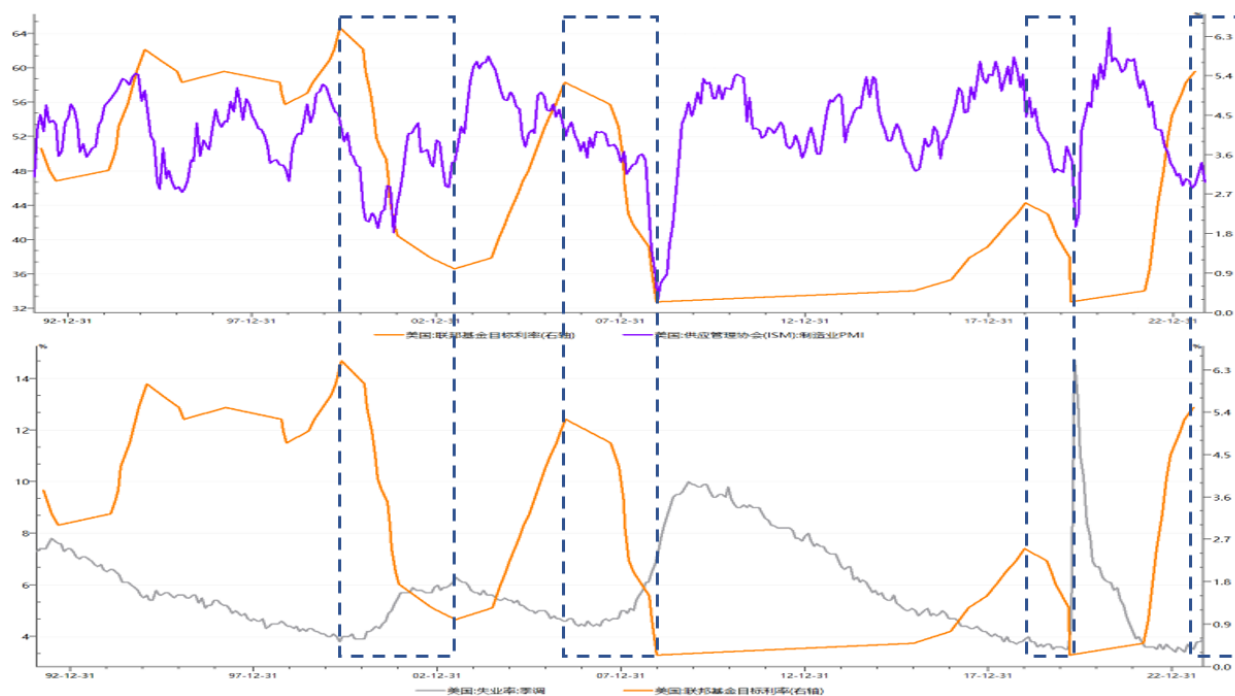
数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 19：美联储加息末期至降息初期铜价难有突出表现



数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 20：美联储降息的必要条件是经济持续转弱



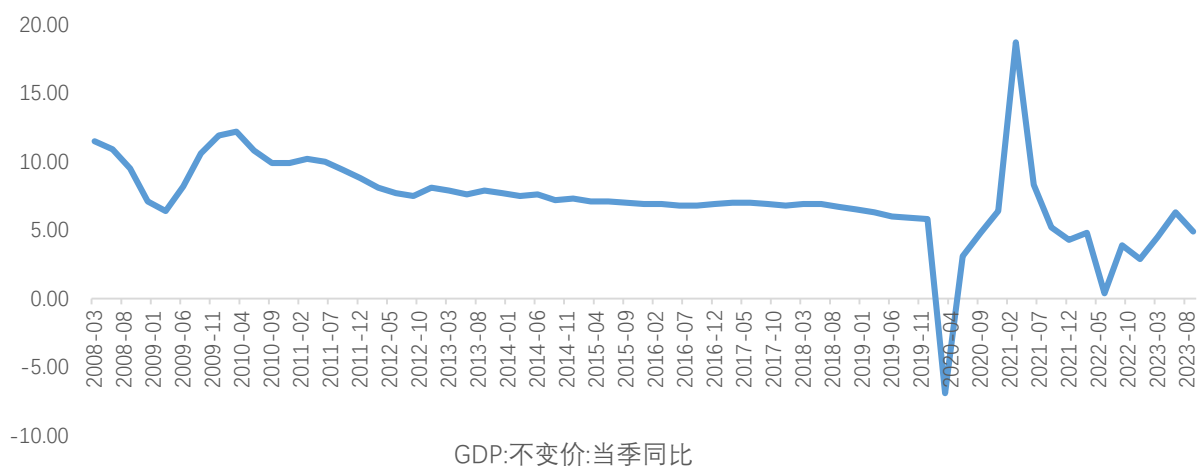
数据来源：Wind 广州期货研究中心

## （五）国内经济：政策预期与现实来回切换，关注

### 地产数据表现

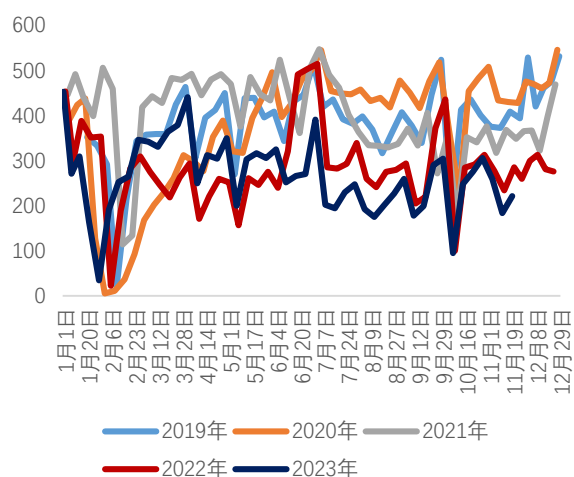
2023年国内稳增长政策持续推出，年内基本实现了疫情的平稳过渡前三季度GDP同比增速分别为4.5%、6.3%、4.9%。但经济整体恢复的内生动能不强，需求不足的问题比较突出，通胀数据偏低、地产表现疲弱、出口增速明显走差、人民币持续贬值等。政策预期与现实来回切换，对铜价走势产生阶段性影响，此种情况或在2024年延续，重点仍需关注地产政策及数据表现。

图表 21: 中国 GDP 增速

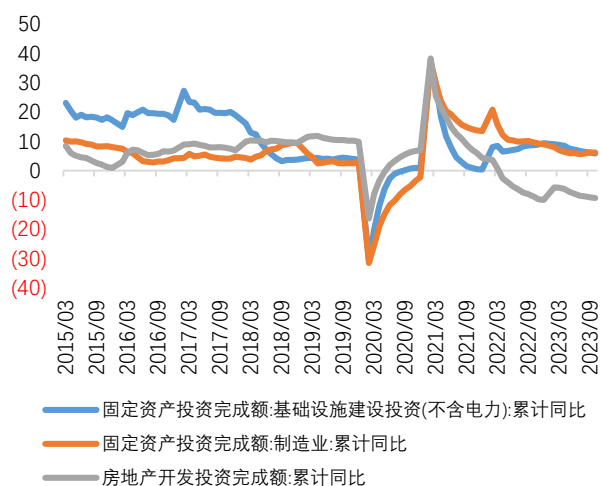


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 22: 30 城大中城市地产成交面积

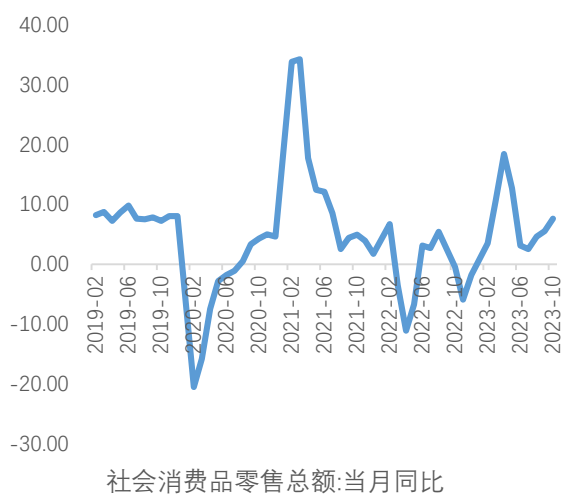


图表 23: 固定资产投资增速



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 24: 中国社会消费品零售总额增速



图表 25: 出口增速



数据来源: Wind 广州期货研究中心

### 三、铜矿供应稳定性仍面临考验，再生铜影响愈发突出

2023年铜矿供应偏宽松，粗铜偏紧缓解，精炼铜产量抬升至高位，再生铜供应弹性较大，对精炼铜供需双端均形成影响，使得阶段性现货偏紧从而拉高现货升水局面仍有出现。

展望2024年，铜矿端供应会继续趋松，但稳定性仍面临考验，粗铜产能逐步放量，对精炼铜干扰有所淡化，但再生铜对产业链供需影响仍将突出。

#### （一）铜矿：增速放缓，有远虑无近忧

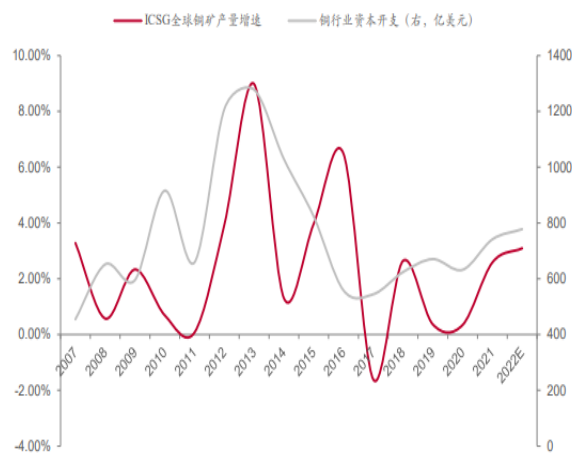
从历史来看，铜资本开支与铜价正相关性较好。而铜矿从最初可研到最终投产放量，平均需要约5年时间。2010年，铜价上涨正向刺激了矿企对矿山的投入与建设，2015-2020年，铜价较低，矿企投入资本的动力下降，铜矿资本开支亦处于低位。

考虑到全球疫情、社区事件带来的频繁罢工以及部分矿山品位下降的因素，部分铜矿被动放缓投产节奏，预计原定于2020-2021年放量的产量将被延后至2023-2024年逐步释放。但长期来看，由于2015年以后行业资本开支处于低位，铜精矿产量增量整体有限。预计中性情况下，2024-2025年铜矿产量增速约3%、2%，每年产量增量有限。

图表 26：铜价与行业资本开支

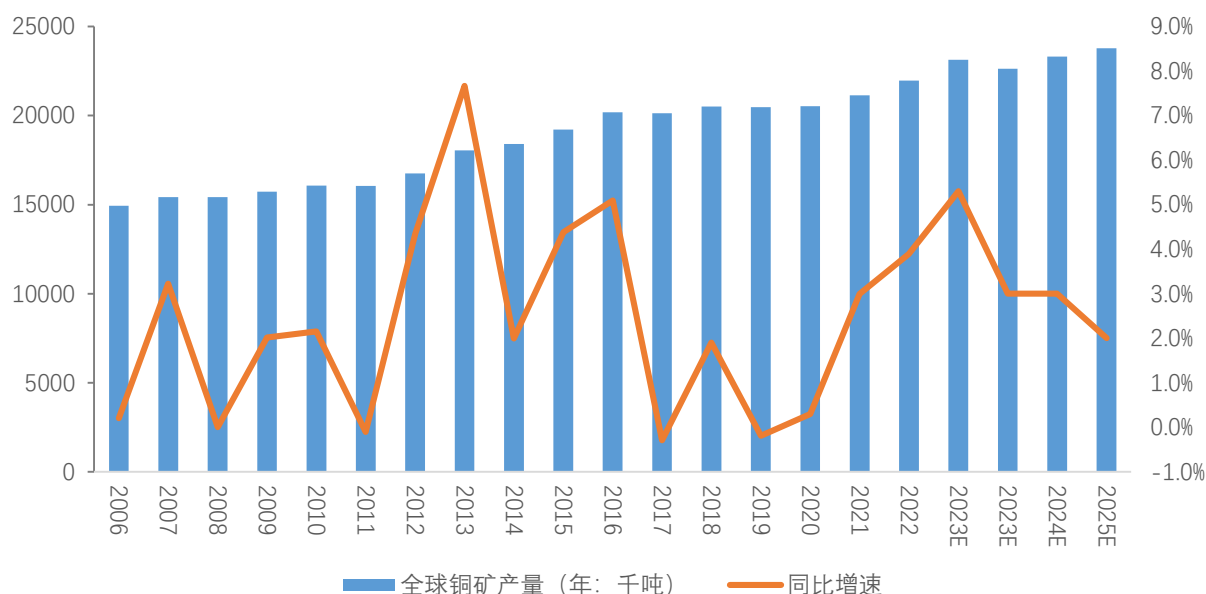


图表 27：全球铜矿产量增速及资本支出



数据来源：Wind 慧博资讯 广州期货研究中心

图表 28：全球铜矿产量及增速



数据来源：Wind 慧博资讯 广州期货研究中心

全球铜矿供给主要集中在智利、秘鲁、刚果金等，根据USGS，2022年三地铜矿产量在全球产量中的占比分别为24%、10%、10%，

三者铜矿端的扰动将直接影响全球铜矿供给。由于社会动荡导致一些矿山停工，铜生产在年初受到影响。二季度以来，几乎所有矿山都未遇到重大中断或社会抗议活动影响，这使得矿山能够持续增加产量。

智利：Cochilco的数据显示，9月份，智利铜产量为44.4万吨，同比增长2.2%。前三季度，智利铜产量累计为382.68万吨，同比下降1.9%。主要受矿石品级下降、干旱缺水、设备检修等问题的干扰。

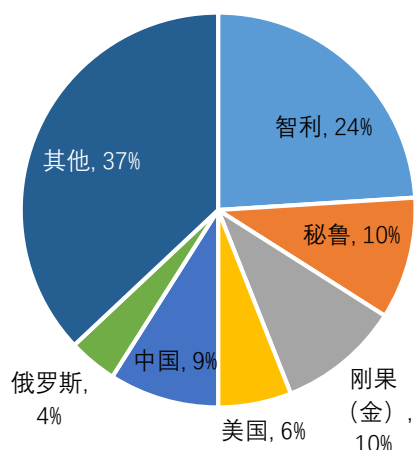
秘鲁：秘鲁能矿部的数据显示，9月份铜生产正常，产量为235178吨，环比增长18%，同比增长2.5%。前三季度，秘鲁铜产量超过了200万吨，同比增长16%。三季度月平均产量为229333吨。秘鲁矿业协会负责人表示，2023年产量预计将为260-270万吨，明年料增至270-280万吨。

从TC/RC表现来看，23年铜矿供应仍处于相对宽裕，进口铜精矿现货指数从年初的80美金附近持续走升至6月的90美金上方并维持到10月中旬，之后高位回落至11月24日的82美金附近。2023年全年均价为86.8美金，相较2022年的77.6美金呈现进一步抬升。同时，CSPT进口现货铜精矿季度采购指导价分别为93美金、90美金、95美金、95美金。

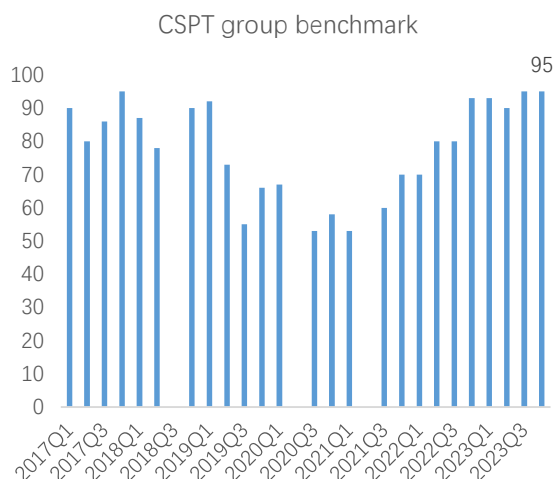
据SMM了解，北京时间12月1日晚，江西铜业、铜陵有色、中国铜业与Freeport敲定2024年铜精矿长单加工费Benchmark为80美元/吨与8.0美分/磅。2023年铜精矿加工费长单Benchmark为88美元/吨与8.8美分/磅。



图表 29：2022 年全球铜矿产量结构



图表 30：进口现货铜精矿季度采购指导价

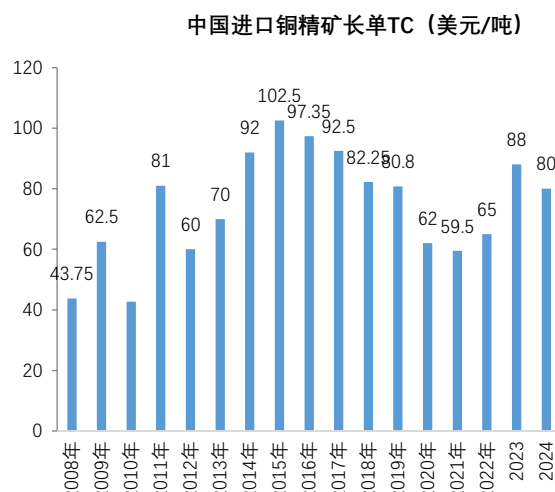


数据来源：SMM 广州期货研究中心

图表 31：进口铜精矿现货指数（美元/吨）



图表 32：中国进口铜精矿长单 TC（美元/吨）



数据来源：SMM 广州期货研究中心

## （二）冷料：粗炼产能逐步释放，对精铜产出影响

### 或淡化

近两年粗炼产能项目相对有限，在冷料持续紧张的局面下，导致国内虽然呈现铜精矿供应相对过剩的局面，但是没有充足的粗炼产能将过剩的铜精矿有效地转化为精炼铜，对于电解铜的供给端形成扰动。据SMM数据，随着我国粗铜产能的投产，2023-2024年粗铜产能瓶颈有望逐步淡化。

2023年粗铜加工费整体走势较2022年重心上移，年度高点在3月达到1400左右，7月下行至800附近，8月反弹到1000，11月再次回落到850左右。反应2023年粗铜供应较2022年有所缓解，但仍不宽裕，阶段性紧张仍有出现。

阳极铜进口方面，2023年进口量持续处于低位，一方面因1-7月进口窗口持续关闭，另一方面因非洲地区物流紧张所致。1-10月，阳极铜累计进口量为86.6万吨，相较于去年同期98.9万吨，减少12.3万吨或12.4%。分国

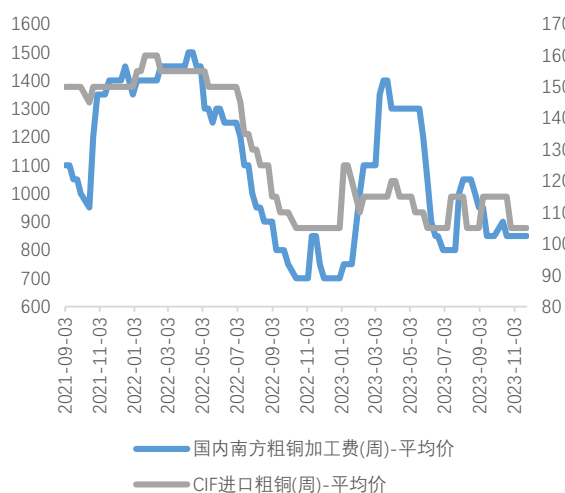
别看，1-10月从赞比亚进口35.1万吨，同比-21.1%；从智利进口12.7万吨，同比-5.8%；从刚果（金）进口14.6万吨，同比-11.1%；从南非进口6.9万吨，同比-19.8%；从巴基斯坦进口5.1万吨，同比+92.1%。

图表 33：中国铜粗炼新建项目计划

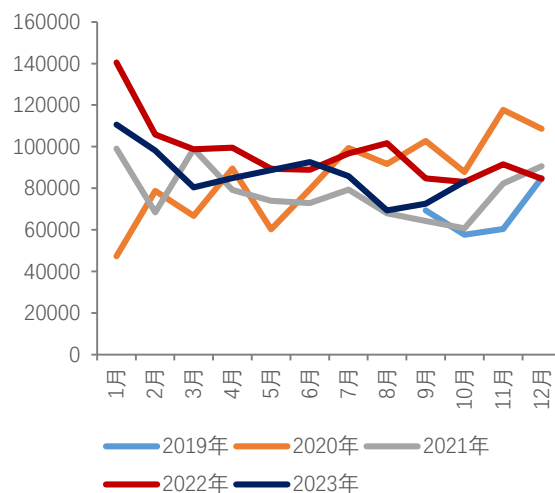
公司名称	新增产能	新增后总产能	使用原料	投产年月
恒邦股份	10	30	铜精矿	2024年Q1
白银有色（重启）	20	40	铜精矿	2024年Q1
葫芦岛宏跃北方铜业	5	15	铜精矿	2024年Q2
金川集团（本部）	30	50	铜精矿	2024年12月
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	12	铜精矿	2024年6月底
金川集团（防城港）	30	75	铜精矿	2025年
赤峰金通铜业有限公司	30	60	铜精矿	2025年
铜陵有色金属集团股份有限公司	50	50	铜精矿	2026年
营口建发盛海（一期）	30	30	铜精矿	2026年
西南铜业（搬迁扩建）	15	40	铜精矿	2026年
五矿铜业（湖南）有限公司	20	30	铜精矿	尚不明确
昆明金水铜冶炼有限公司	10	20	铜精矿	尚不明确
安徽和正铜业有限公司	60	60	铜精矿	尚不明确
小计	316	512		

数据来源：SMM 广州期货研究中心

图表 34：粗铜加工费



图表 35：中国阳极铜进口量（月度）

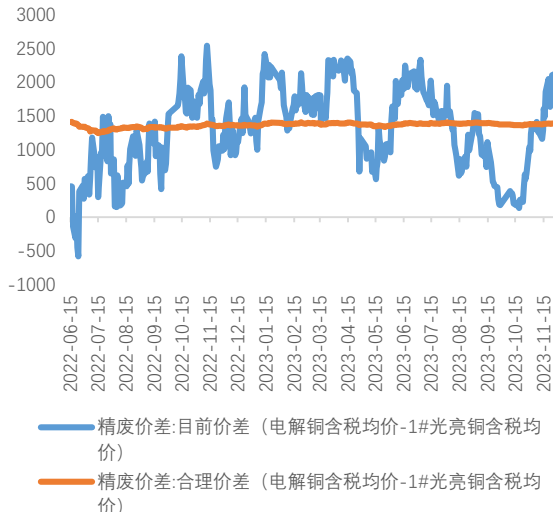


数据来源：SMM Wind 广州期货研究中心

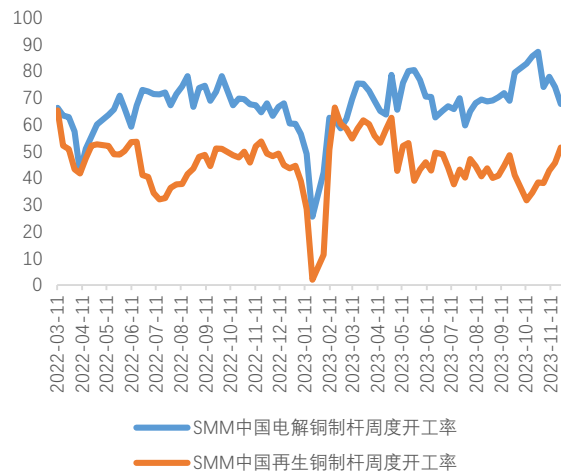
废铜方面，2023年因疫情防控放开，废铜供应流通量较2022年有所增加，但依旧保持相对偏紧状态，且跟随精废价差变化呈现阶段性调整。在精废价差维持高位时，废铜供应增加；精炼价差明显走低时，废铜惜售，供应减少，从而对精炼铜供需均产生影响。

进口方面，2023年1-10月，废铜进口量累计为约160.3万吨，相较于去年同期的147万，增加约13.3万吨或9%。分国别看，1-10月从美国进口约29万吨，同比+9%；从日本进口22.6万吨，同比+13.7%；从马来西亚进口约16.4万吨，同比-3.7%。

图表 36：精废价差

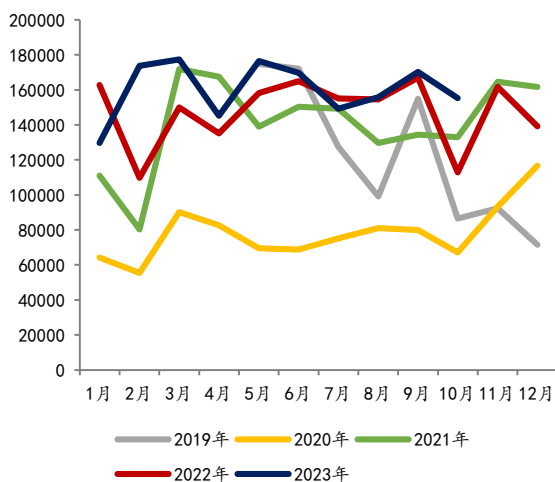


图表 37：精废铜制杆周度开工率

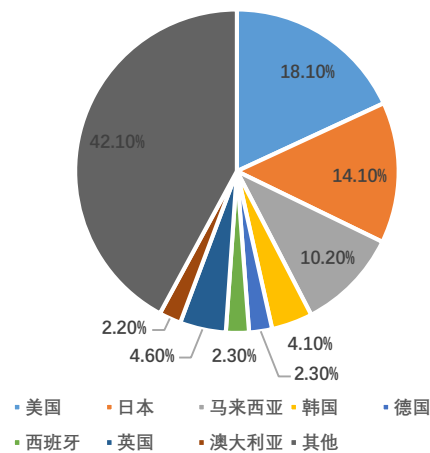


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 38：中国废铜进口量



图表 39：2023年1-10月中国废铜进口分国别占比



数据来源：Wind 广州期货研究中心

### （三）精铜：产量高位，但供需仍受废铜影响

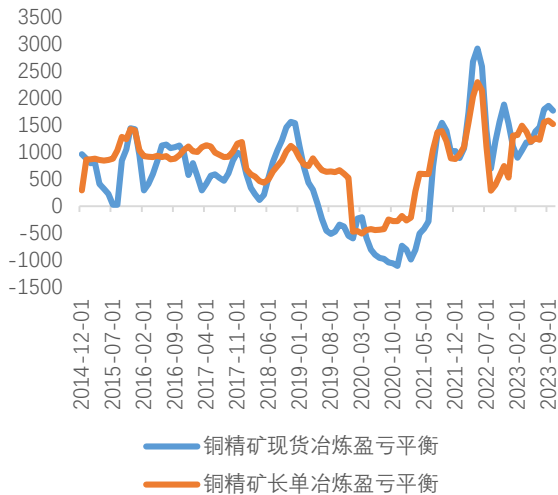
2023年精炼铜产量逐步抬升至高位，1-7月冶炼厂检修较为集中，精炼铜产量受到一定影响，月产量波动在85-92万吨，8月后检修基本结束，产量快速上升100万吨附近/月。1-10月均产量94.8万吨，明显大于2022年月均产量为85.7万吨。2023年1-10月累计产量为947.99万吨，同比增加96.74万吨，增幅为11.36%。

进口方面，2023年由于进口窗口的长时间关闭、“融资铜”及进口长单量的下降令中国电解铜进口量减少明显。不过9月后随着进口窗口的开

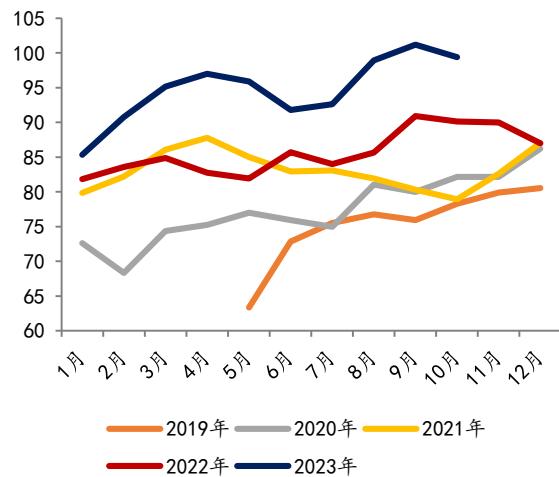
启，进口量有所增加。

2023年1-10月，中国进口精炼铜总量为300万吨，相较2022年同期，减少14万吨或-4.5%。分国别看，1-10月从刚果（金）进口约69.7万吨，同比+17.9%；从智利进口57.8万吨，同比-19.4%；从哈萨克斯坦进口20.1万吨，同比-11.9%；从澳大利亚进口16.1万吨，同比+30.4%；从日本进口16.3万吨，同比-14.1%；从韩国进口14万吨，同比-19.1%；从秘鲁进口11.8万吨，同比-5%。

图表 40：中国铜冶炼利润

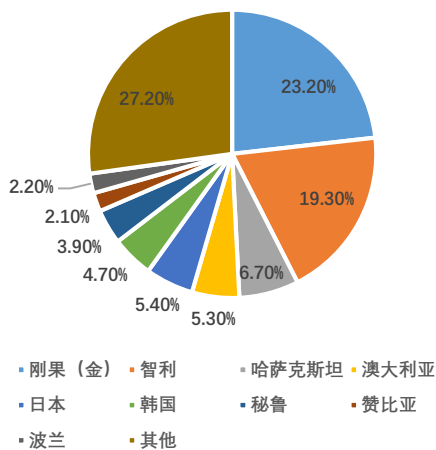


图表 41：中国精炼铜产量

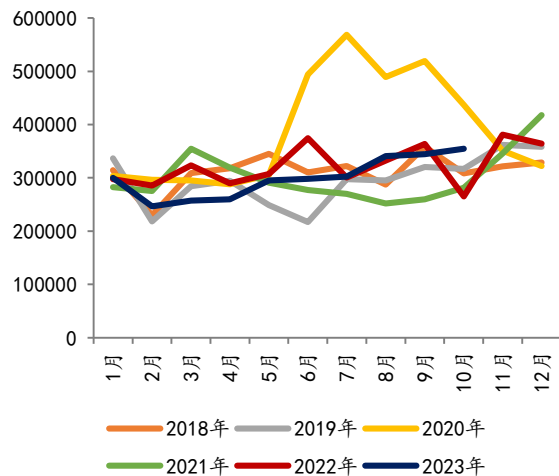


数据来源：SMM 广州期货研究中心

图表 42：2023 年 1-10 月中国精铜进口分国别占比



图表 43：中国精铜进口量（月度）



数据来源：SMM Wind 广州期货研究中心

## 四、微观需求：行业表现分化，整体弱稳运行

### （一）传统需求维持低增速，新兴需求占比抬升

消费端，中国消费增长是全球消费增长的主要驱动力。全球2023年1-8月精炼铜消费量为1758.80万吨，同比增长2.59%。根据ICSG 报告，其中

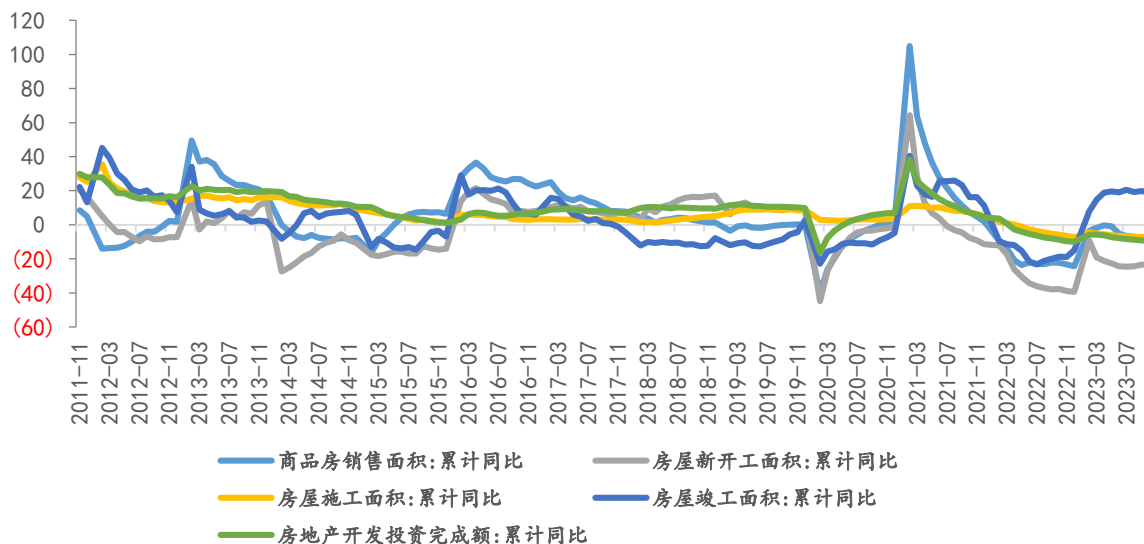
中国表观消费量增长约5%，欧洲、日本、美国负增长，导致除中国以外的地区的消费量同比下降约3%。

中国作为基建和制造业大国，铜消费占全球近50%，其次是美国、德国、日本等发达国家。我国铜消费领域较为集中，大规模电网建设使得电力领域铜消费占国内铜消费总量近一半，其次是空调制冷、汽车制造业和建筑业施工等，以上四个行业耗铜量合计占比可达80-90%；全球范围内铜消费领域分布较为均衡，主要是电力、建筑、交通等领域。从铜的最终使用形态来看，主要是利用铜良好的导电性，电力传导占总量60%，这也决定了铜在涉及电力的新兴领域有着广阔的应用前景，如新能源汽车、光伏、大数据中心等。

2023年8月底以来地产政策密集出台，形成了覆盖保障房建设、城中村改造、认房不认贷、首付比例、房贷利率下限、存量贷款利率的一揽子组合拳，但实际来看地产数据却改善不明显。7-9月地产投资当月同比增速为-12.2%、-11.0%、-11.3%，地产投资仍处于低谷徘徊。10月30日至31日中央金融工作会议指出“加快保障性住房等‘三大工程’建设，构建房地产发展新模式”，11月2日央行和外管局扩大会议延续了该会议精神。预计2024年城中村改造、保障房、“平急两用”基础设施将承担重要的稳增长作用，有利于缓解地产投资端的下行态势。

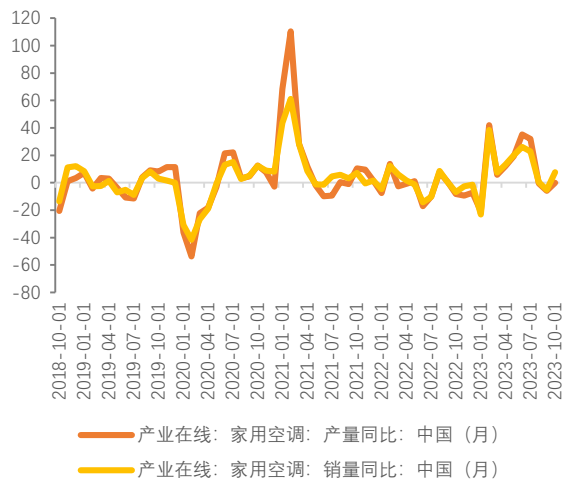
2023年受益于地产竣工高增速，1-7月空调产销保持较高增速，内销表现明显好于外销，8月后内销处于传统淡季市场，需求动力不足，地产竣工逐步回落给市场的拉动效应也递减，全年看内销市场呈现前高后低的发展格局。8月出口的大环境偏利好，补库需求、炎热天气让出口超预期增长，但是长期看出依然面临不确定性因素，海外需求仍然缺少确定性的增长点。另外由于国内市场明年压力较大，导致企业或将侧重出口市场，竞争程度持续加大。

图表 44：中国房地产相关数据

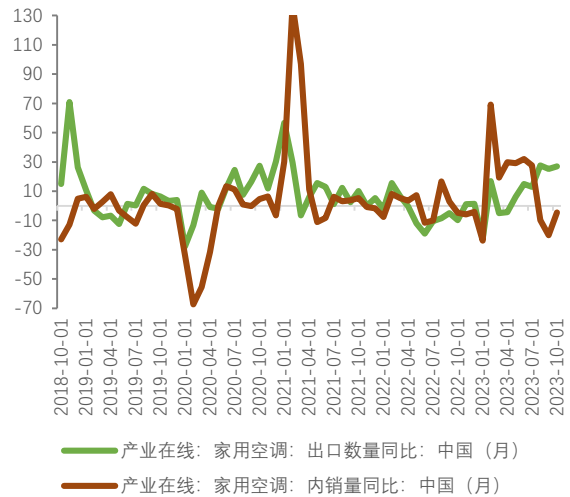


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 45：中国家用空调产销同比变化



图表 46：中国家用空调内销及出口同比变化



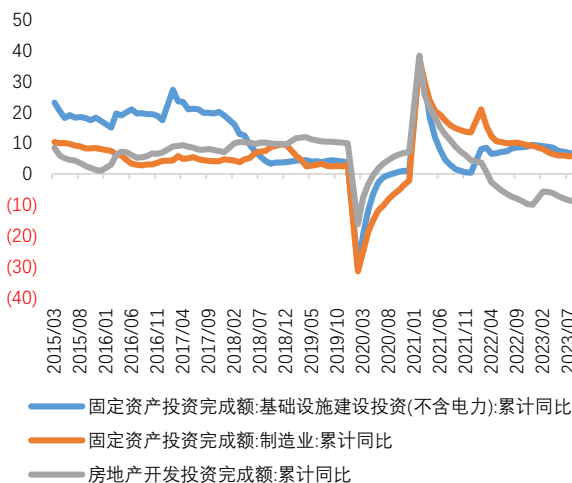
数据来源：Wind 广州期货研究中心

基建投资方面，考虑2023年四季度增发的一万亿国债，其对基建的支撑效应大概率在2024年释放。2024年预计仍将是“逆周期”调控的发力年，基建、电网仍有望保持较高增速。基建拉动铜需求较为明显的是电力行业相关投资。受益于新能源领域爆发，近年来增长最快的是电源建设，尤其是光伏、风电、储能等项目的规模化建设。2023年1-10月光伏新增装机142.6GW，累计同比+144.8%；1-10月风电新增装机37.3GW，累计同比+76.49%。展望2024年，新能源领域仍将成为拉动铜消费的主要增长点，其在铜整体消费占比将进一步提升，对铜价边际影响力也随之增强。

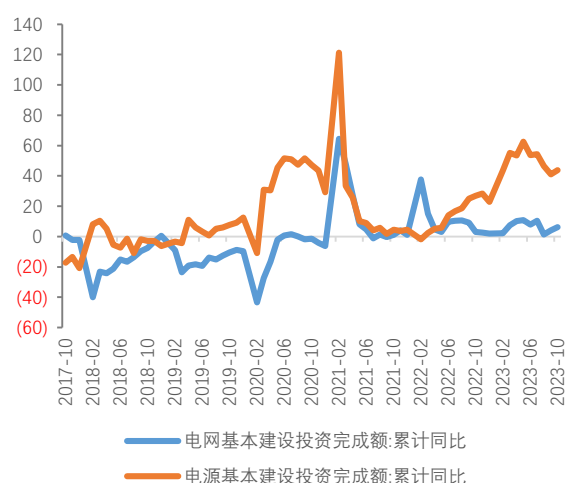
制造业投资方面，2023年上半年出口回落和地产疲弱、盈利转负一度对企业扩产意愿构成拖累。下半年以来，随着融资成本回落、工业库存走低、企业盈利跌幅收窄、海外需求企稳，制造业投资保持温和增长。考虑到明年国内外均有望进入补库区间，预计将对制造业投资带来支撑。

汽车方面，2023年整体汽车产量增速保持相对稳定，新能源汽车延续高增速，但增速相对2022年有所放缓。1-10月汽车产量累计2366.3万辆，同比+4.9%；1-10月新能源汽车累计产量为699.8万辆，同比+26.7%。

图表 47：中国基建投资同比变化



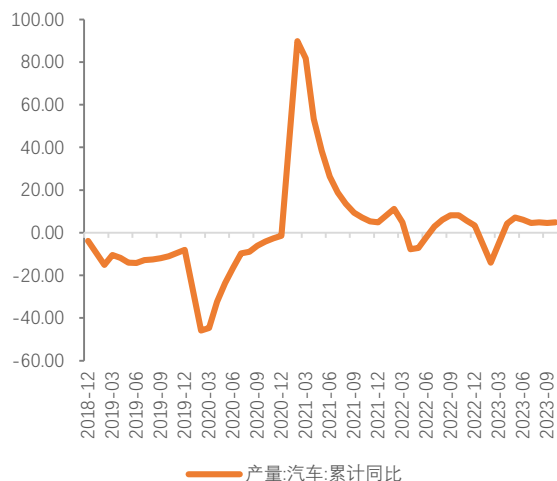
图表 48：电网及电源投资同比变化



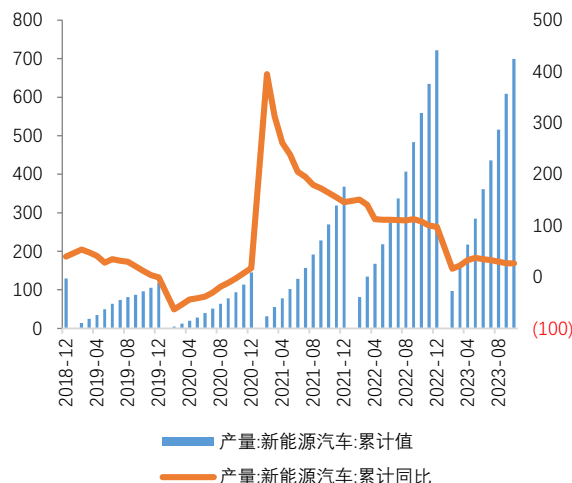
数据来源：Wind 广州期货研究中心



图表 49：中国汽车产量累计同比变化

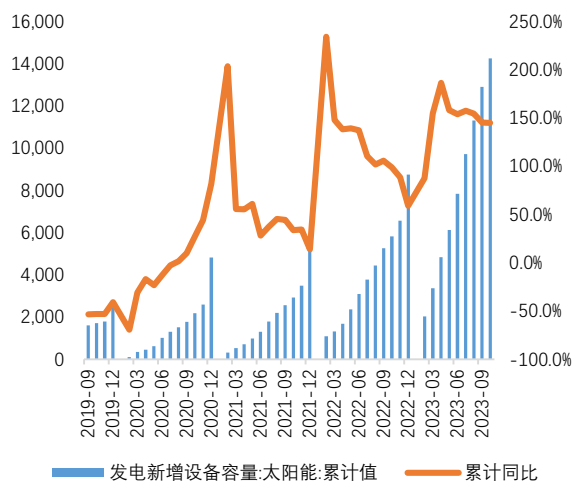


图表 50：中国新能源汽车产量累计值及同比变化

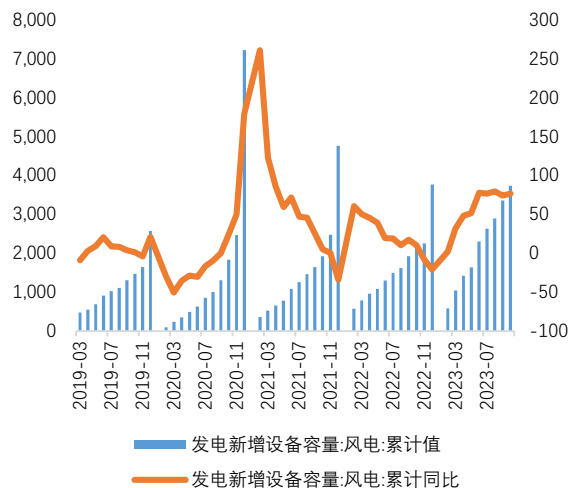


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 51：中国太阳能新增装机



图表 52：中国风电新增装机



数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 53：绿色能源（光伏+风电+新能源汽车）铜消费增量测算

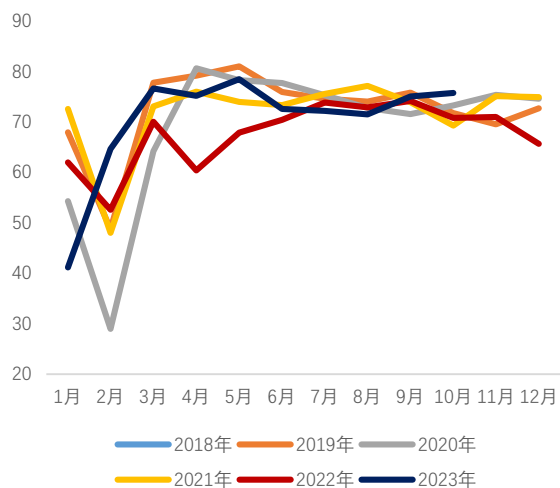
	万金属量	2021	2022	2023E	2024E	2025E
光伏	中国	24	38	73	90	105
	中国以外	52	61	95	112	143
风电	中国	37	27	40	47	52
	中国以外	25	16	25	25	30
新能源汽车	中国	28	55	62	78	90
	中国以外	23	29	38	57	78
总计	中国	89	120	176	216	246
	中国以外	100	106	157	194	251
绿色能源铜消费量		188	226	333	409	497
全球铜消费量		2415	2452	2547	2630	2755
绿色能源耗铜占比		8%	9%	13%	16%	18%

数据来源：SMM 广州期货研究中心

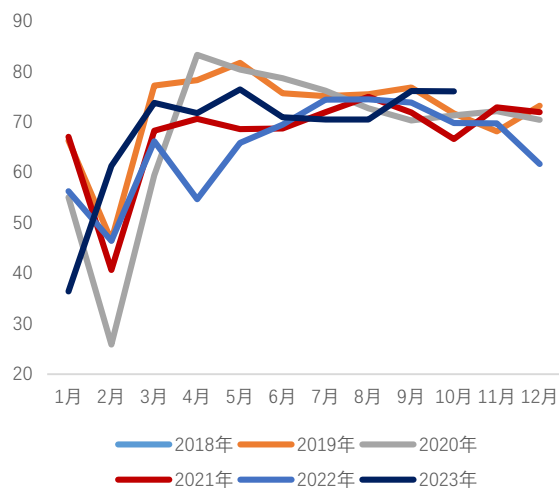
## （二）铜加工行业开工率整体表现好于去年

2023年整体铜材企业月度开工率表现好于去年，传统消费行业尤其房地产前端对铜需求有拖累，新能源领域仍有亮点，尤其光伏呈高速增长，铜管开工率1-7月偏高位运行，主要受益于保交楼政策下竣工维持高增速，但8月后竣工放缓，空调内销明显受阻，出口虽转好，但整体维持疲弱态势，拖累铜管开工率。据SMM数据，全年铜材平均开工率为70.3%；电解铜制杆平均开工率68.4%；铜管平均开工率74.9%；铜箔平均开工率79.4%；铜板带平均开工率73.6%。

图表 54：中国铜材企业月度开工率

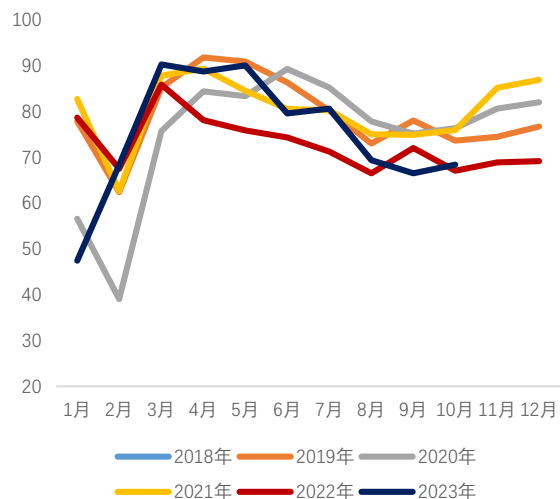


图表 55：中国精炼铜制杆开工率

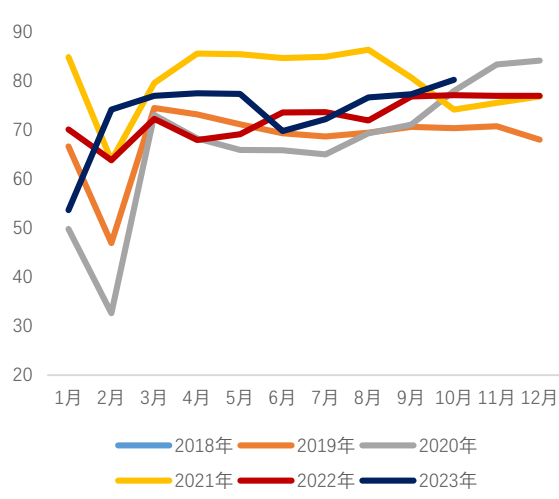


数据来源：SMM 广州期货研究中心

图表 56：中国铜管企业开工率

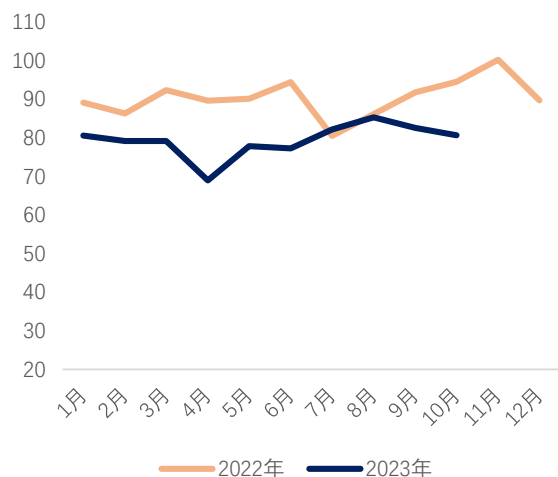


图表 57：中国铜板带企业开工率

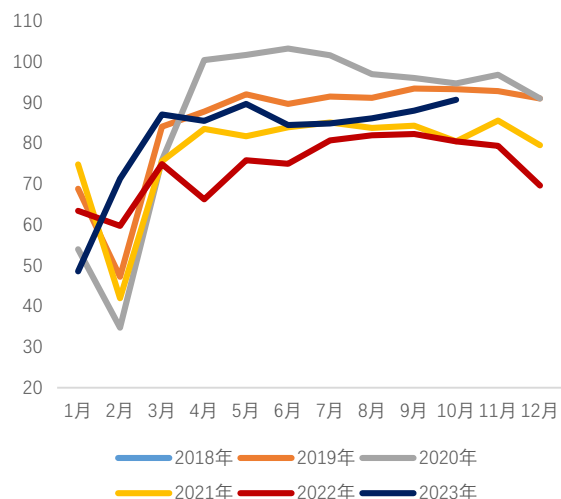


数据来源：SMM 广州期货研究中心

图表 58：中国铜箔企业开工率



图表 59：中国电线电缆企业开工率



数据来源：SMM 广州期货研究中心

## 五、库存：维持偏低水平运行，24年有望累增但幅度不大

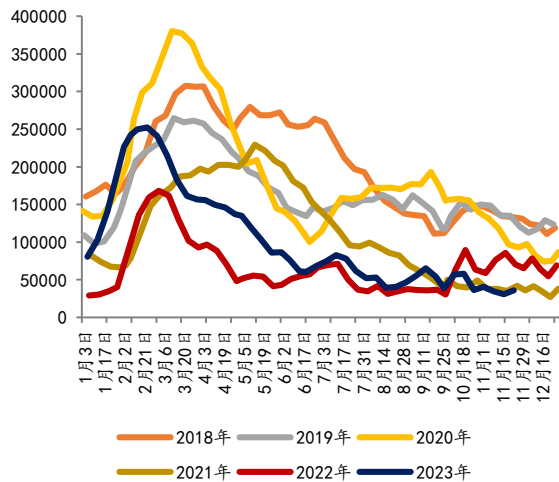
2023年以来，SHFE铜库存在春节前后季节性快速累增，随后开始持续去化至低位，8月后基本维持低库存状态运行。LME铜库存从年初后持续走低，但8月中后快速增加至阶段性高位；保税区库存3月后持续去化至历史绝对低位水平。全年来看，1-8月三大交易所显性库存持续处于历史同期低位运行，9月后温和累增，但偏低位，暂时未给铜价带来明显负面压力。

截至2023年12月01日，三大交易所加保税库的铜库存约为22.8万吨，较2022年底的24.1万吨，减少约1.3万吨。分区域来看，LME铜库存约为17.4万吨，较去年底的8.9万吨增加约8.5万吨；COMEX铜库存约为1.9万吨，较去年底的3.5万吨减少约1.6万吨；SHFE铜库存约为2.6万吨，较去年底的6.9万吨减少约4.3万吨；保税区库存约0.9万吨，较去年底的4.8万吨减少约3.9万吨。

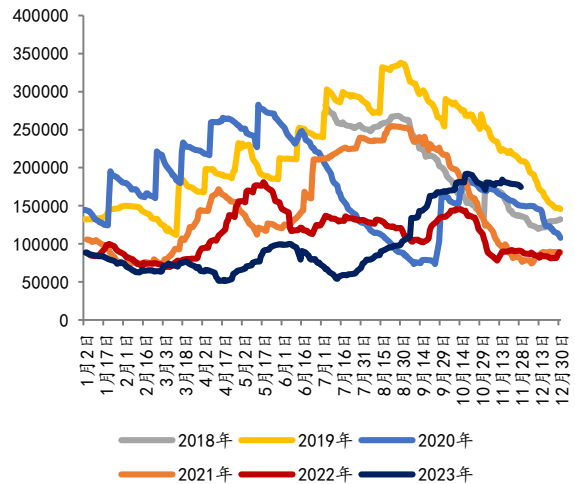
按Wood Mackenzie公布的2022年全年精铜消费量2515万吨，全球每天平均消费量约6.99万吨，以目前三大交易所+保税区库存合计22.8万吨计算，库存可消费天数约3天，库存消费比处历史低位水平。

展望2024年，铜矿和精炼铜产量预计保持偏高位，但废铜供应弹性仍较大，持续对精炼铜供需端产生影响，库存有望逐步累积，但预计幅度不大。

图表 60: SHFE 铜库存

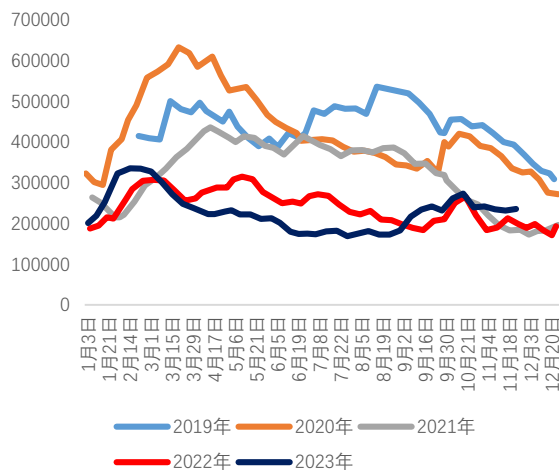


图表 61: LME 铜库存

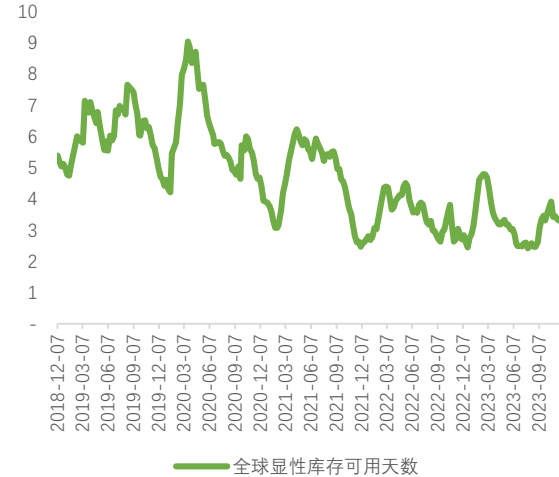


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 62: 三大交易所显性库存合计

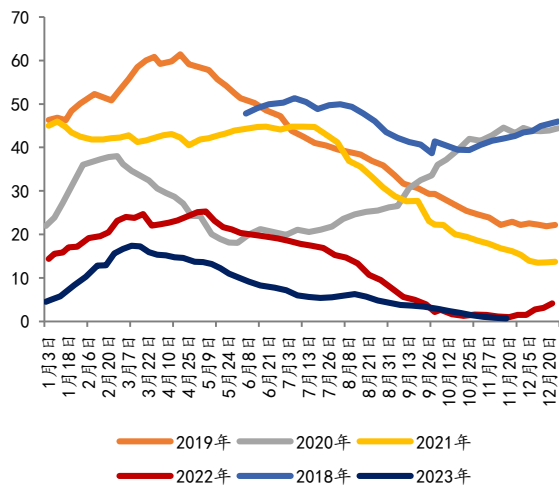


图表 63: 全球显性库存可用天数

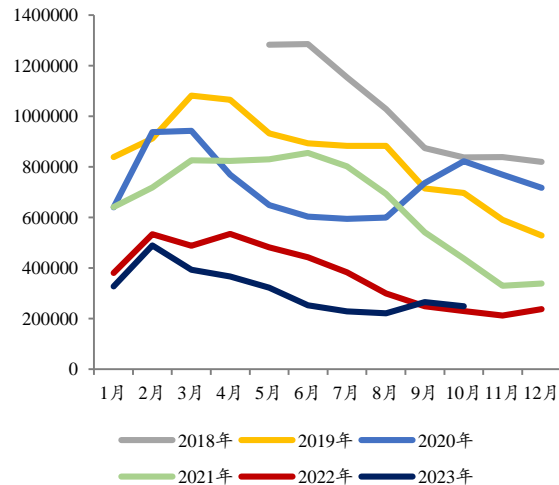


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 64: 上海保税区库存



图表 65: 三大交易所+保税区库存合计



数据来源: Mysteel 广州期货研究中心

## 六、价格展望与投资建议

图表 66：全球铜市场供需平衡

单位：千吨	2021	2022	2023E	2024E	2025E
铜矿产量	21129	21469	22113	22776	23231
同比变化 (%)	2.10	1.60	3.0	3.0	2.0
精炼铜产量	24311	24762	25648	26827	27900
同比变化 (%)	3.0	1.90	3.60	4.60	4.0
精炼铜需求量	24556	25120	25748	26726	27741
同比变化 (%)	4.40	2.3	2.5	3.8	3.8
供需平衡	<b>-245</b>	<b>-358</b>	<b>-100</b>	<b>101</b>	<b>159</b>

数据来源：ICSG Wood Mackenzie 广州期货研究中心

宏观面，我们认为美联储本轮加息已近尾声，2024年下半年降息可期，参考近三轮周期，末次加息与降息时点平均相隔约300天，这期间全球经济仍有继续走弱压力，10月份，IMF预计2023年全球经济将增长3%，2024年将放缓到2.9%，美元指数呈现高位震荡，铜价难有乐观表现；降息开启后，伴随经济再次逐步复苏，将为铜价带来利多驱动。国内方面，经济转型背景下难有强刺激，地产销售维持疲软，实体需求向上修复的弹性或比较有限，政策预期与现实经济数据仍将反复验证，影响铜价阶段性表现。

供需面，2024年铜矿供应仍处于放量周期，但稳定性仍面临考验，粗铜产能逐步释放，对精炼铜干扰有所淡化，但再生铜对产业链供需影响仍将突出。需求端，新能源领域仍将成为拉动铜消费的主要增长点，其在铜整体消费占比将进一步提升，对铜价边际影响力也随之增强。预计整体供需偏过剩，但幅度不明显。铜矿供应长期紧缺预期将对价格形成底部支撑。

价格判断上，美联储加息末期至降息初期，整体经济仍面临走弱压力，铜价下行概率较大，但伴随降息的持续推进，经济再次步入复苏，将带动铜价重新走升。国内稳增长政策预期及铜矿长期偏紧预期将在价格下跌过程中形成底部支撑，预计2024年整体铜价表现先承压下跌，随后在震荡中孕育上行机会，全年沪铜主波动区间参考65000-76000元/吨；LME铜主波动区间参考8000-9500美元/吨。

风险提示：海外经济衰退（下行风险）；国内政策超预期（上行风险）；铜矿供应端干扰超预期（上行风险）；

## 免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但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。

我们已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，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

## 研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的企业精神和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及衍生品投资者，回报客户、回报员工、回报股东、回报社会。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

### 研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：(020) 22836116

金属研究团队：(020) 22836117

化工能源研究团队：(020) 22836104

创新研究团队：(020) 22836114

农产品研究团队：(020) 22836105

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627



## 广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

### 广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	苏州营业部	上海陆家嘴营业部
联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
清远营业部	肇庆营业部	北京分公司	湖北分公司
联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端州区星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A	联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江阳区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号
山东分公司	郑州营业部	青岛分公司	四川分公司
联系电话：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号	联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号
机构业务部	机构事业一部	机构事业二部	机构事业三部
联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业四部	广期资本管理（上海）有限公司		
联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室		