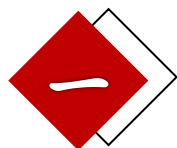


铜：上攻的羊群效应——2009年至今铜价复盘与展望



目录

Contents



以史为鉴：铜价逻辑梳理

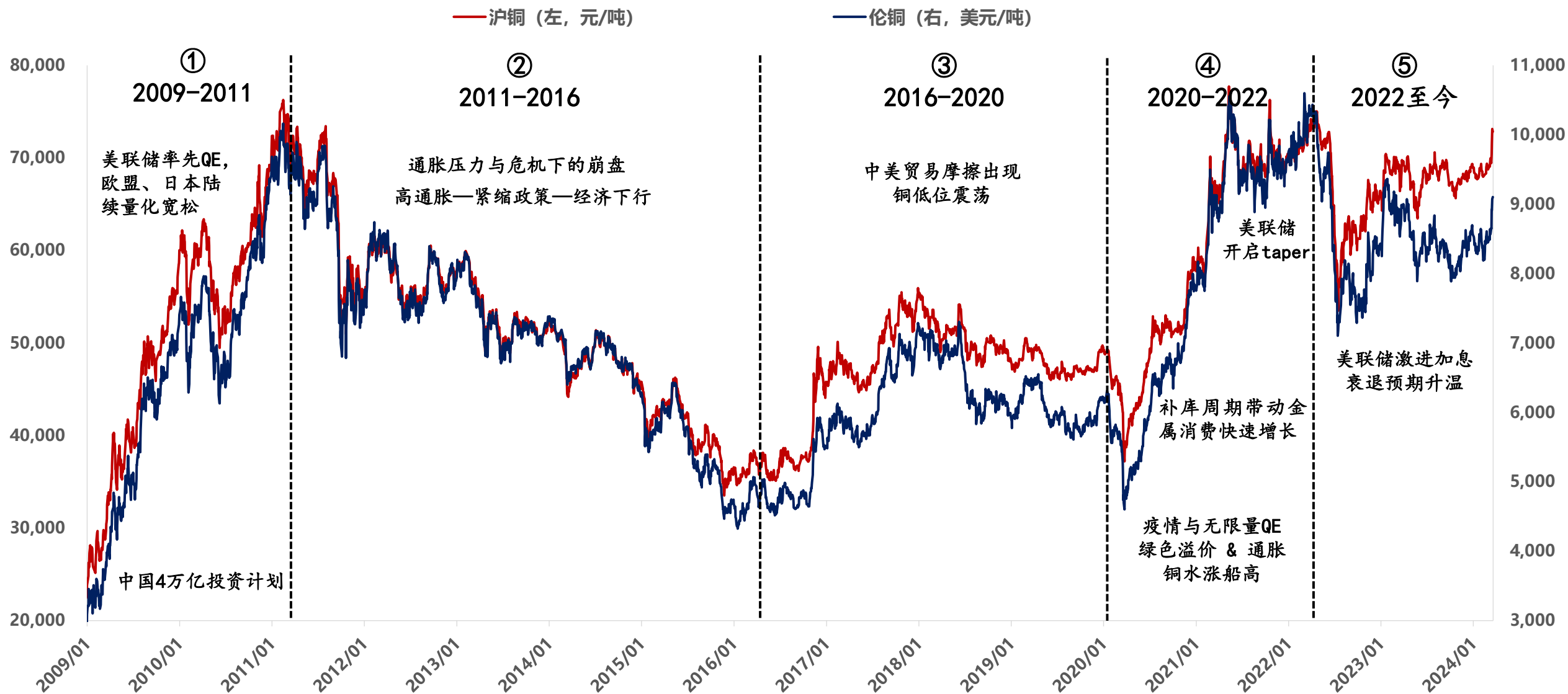


近期高价：上涨的羊群效应



总结与展望策略

一、2009年至今铜价走势逻辑概览



①2009年—2011年2月：次贷危机后+QE下的铜牛，需求复苏实现供需紧张

■ 沪铜涨幅217%，伦铜涨幅219%

✓ 2008—2010年美联储量化宽松：美联储首次公布将购买机构债和MBS，同时2009年奥巴马提出G2，中美协同加剧了财政货币政策的扩张效应

✓ 中国四万亿政策刺激：基建、电力投资增速以及房地产开工面积快速增长；

图表2：全球显性库存趋势



图表1：2009-2011年铜价

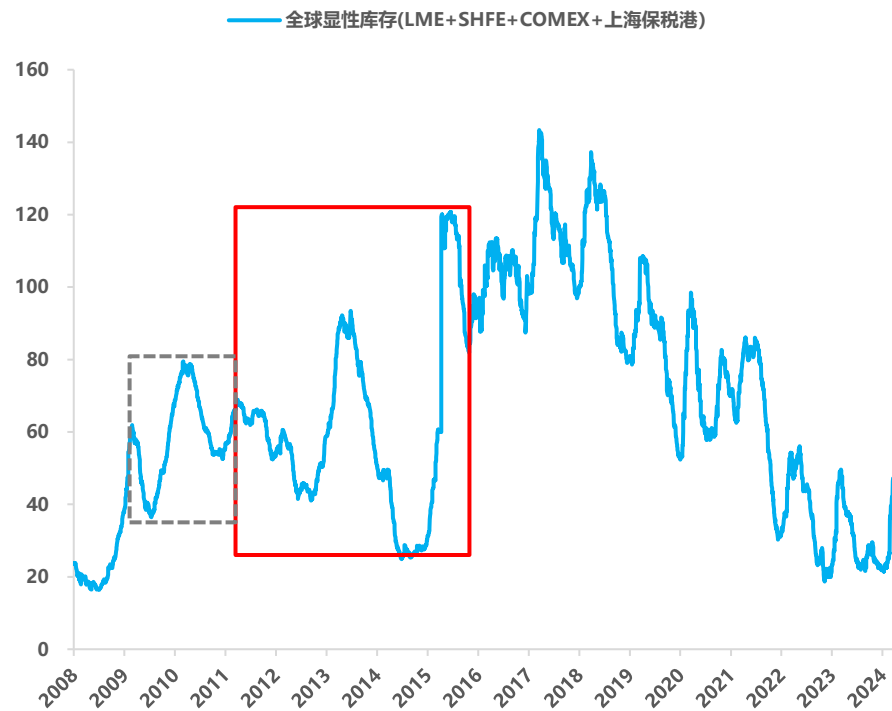


②2011年3月—2016年3月：高通胀与危机下的崩盘，矿山复产拖累铜价

■ 沪铜跌幅-51%，伦铜跌幅-52%

- ✓ 市场交易逻辑：高通胀—紧缩政策—经济下行
- ✓ 2011年初阿拉伯之春颜色革命带动油价飙升、欧债危机蔓延
- ✓ 2013年美联储Taper预期与中美经济下行压力
- ✓ 周期内矿山逐步复产，而需求趋于放缓，供需转向宽松

图表2：全球显性库存趋势



图表1：2011-2016年铜价

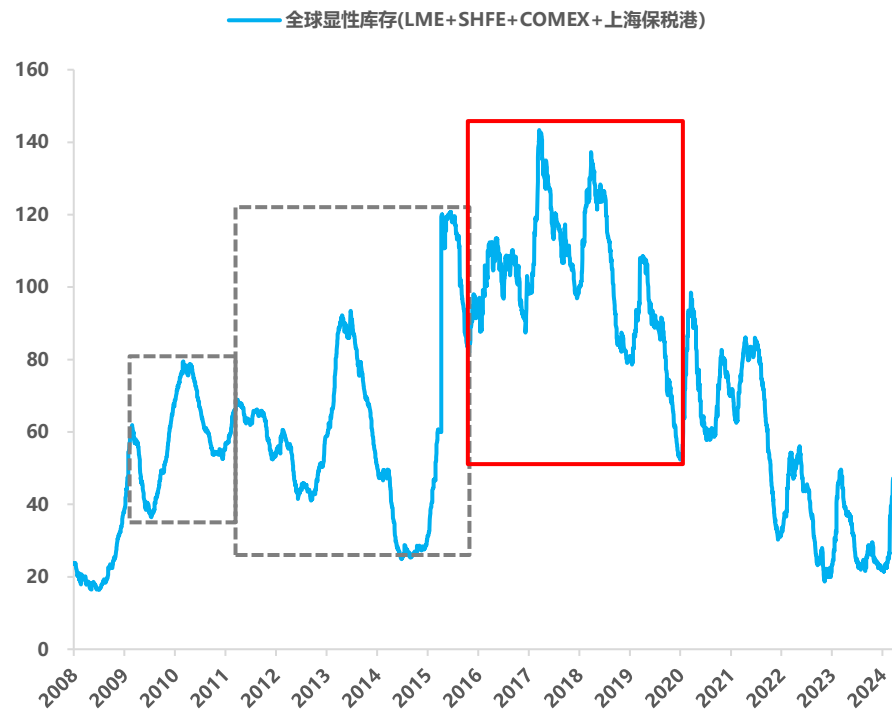


③2016年4月—2020年2月：中美贸易摩擦出现，需求不畅施压低位震荡

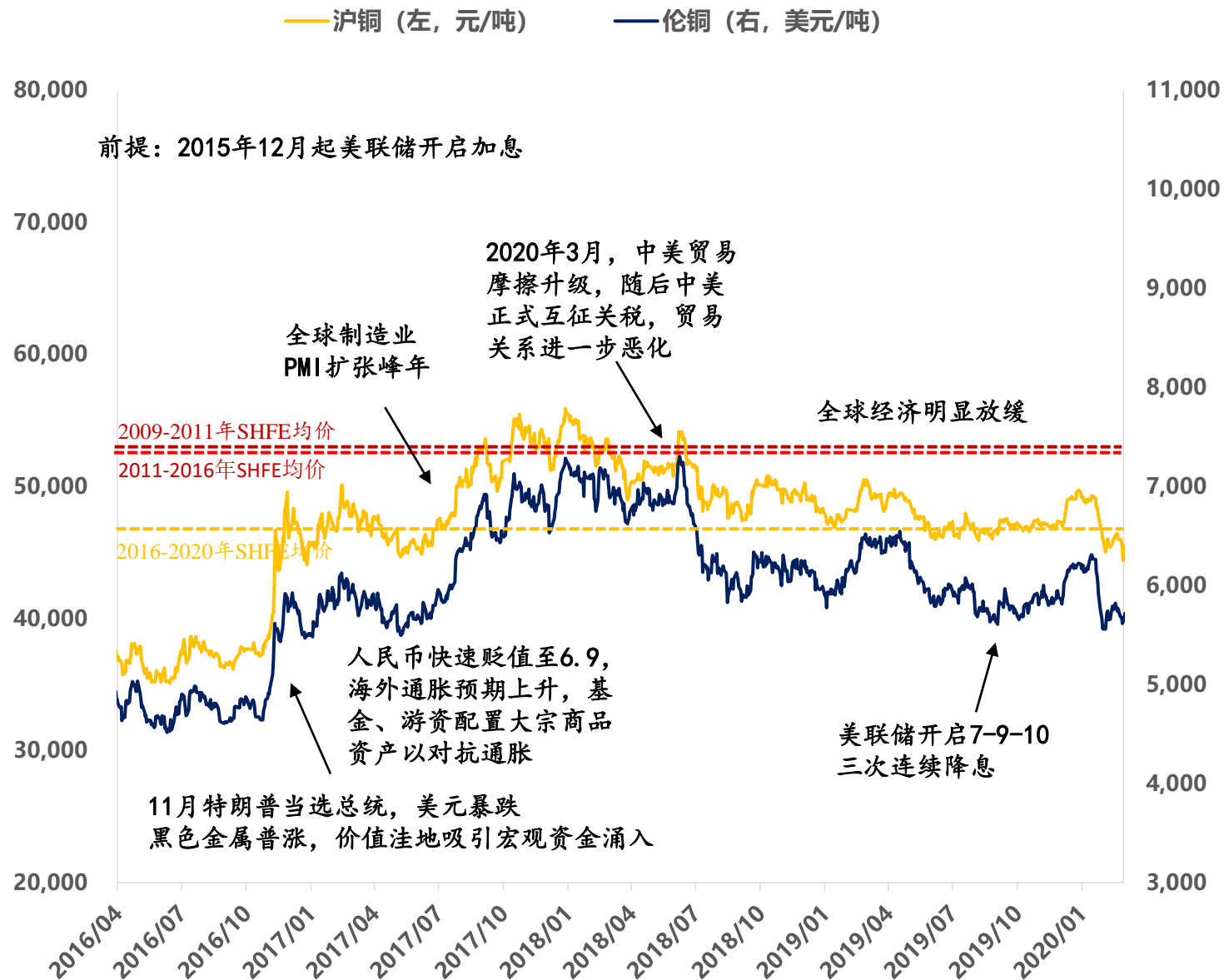
■ 沪铜涨幅20%，伦铜涨幅16%

- ✓ 加息周期开启，全球经济增速放缓
- ✓ 中美贸易摩擦升级，外贸环境趋紧
- ✓ 2019年末，美联储连续降息对冲，全球主要经济体企稳抬头

图表2：全球显性库存趋势



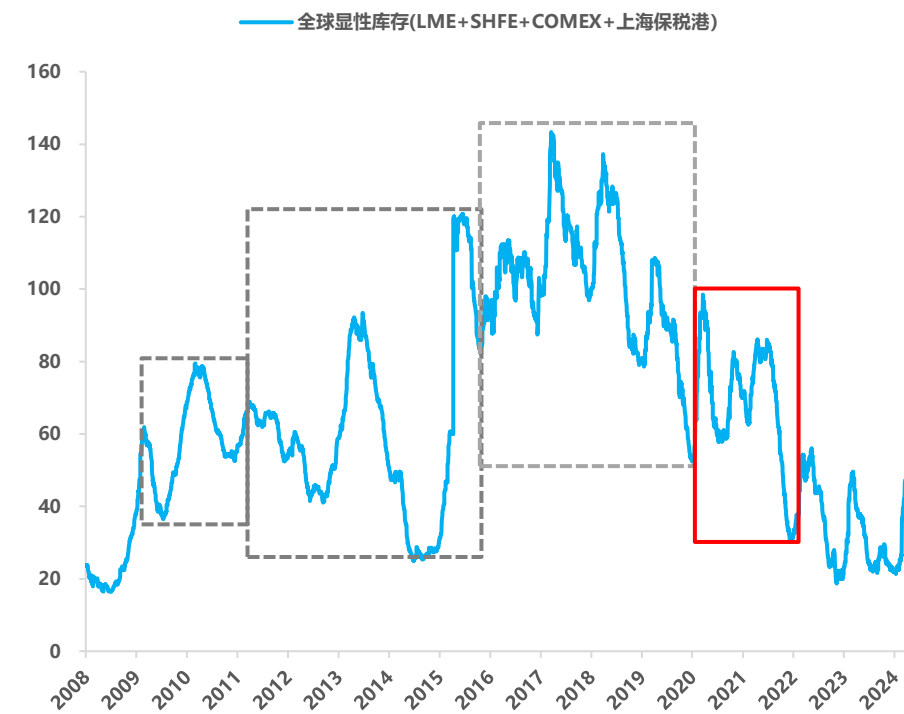
图表1：2016-2020年铜价



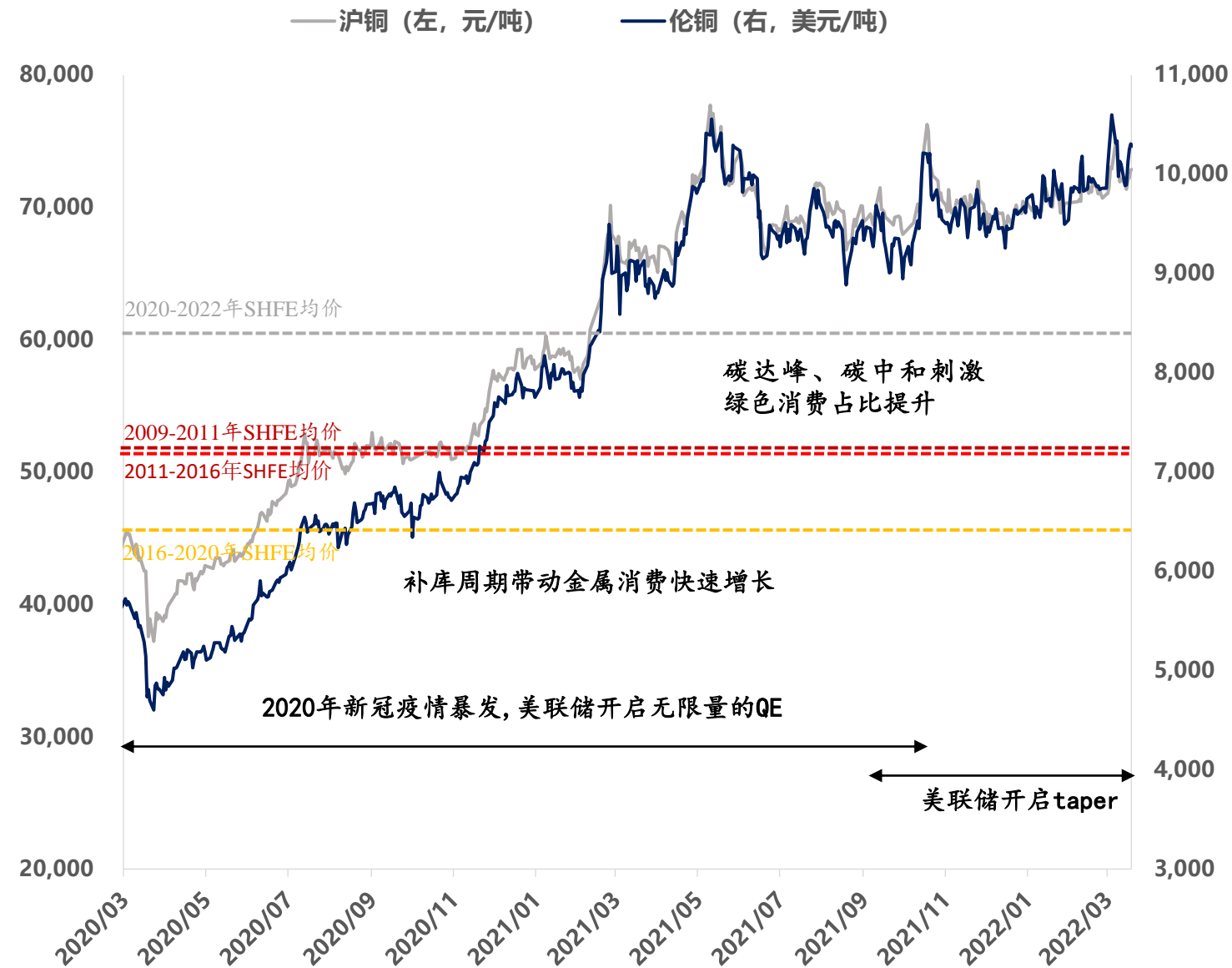
④2020年—2022年3月：疫情与无限量QE & 绿色溢价 & 通胀，铜水涨船高

- 沪铜涨幅60%，伦铜涨幅83%
- ✓ 宏观背景：疫情后的无限量化宽松
- ✓ 全球需求回升：2020年中国精铜消费同比13%，抵消其他国家精铜消费减量；QE开启补库周期；中国双碳目标、全球绿色能源加速转型的加持。

图表2：全球显性库存趋势



图表1：2020-2022年铜价



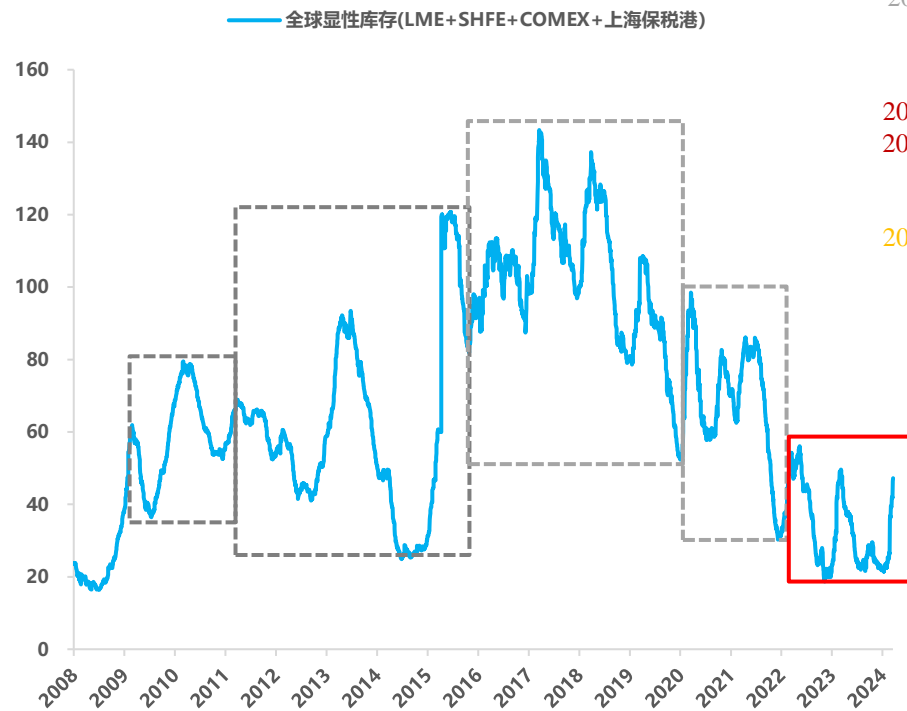
数据来源: Wind, 中信建投期货

⑤2022年3月至今：高通胀+绿色消费增速爆发，铜价获得高中枢支撑

■ 沪铜跌幅-0.47%，伦铜跌幅-13%

- ✓ 俄乌战争、西方对俄实施能源制裁，全球能源价格大涨
- ✓ 全球通胀压力加剧，美联储率先全球开启加息
- ✓ 后疫情时代全球经济弱复苏
- ✓ 绿色消费增速爆发，刺激供需持续收紧
- ✓ 中国汇率市场承压，沪铜产生抗跌性

图表2：全球显性库存趋势



图表1：2022年至今铜价



目录

Contents



以史为鉴：铜价逻辑梳理



近期高价：上涨的羊群效应



总结与展望策略

(二) 近期高铜价：上涨的羊群效应

■ 高位震荡

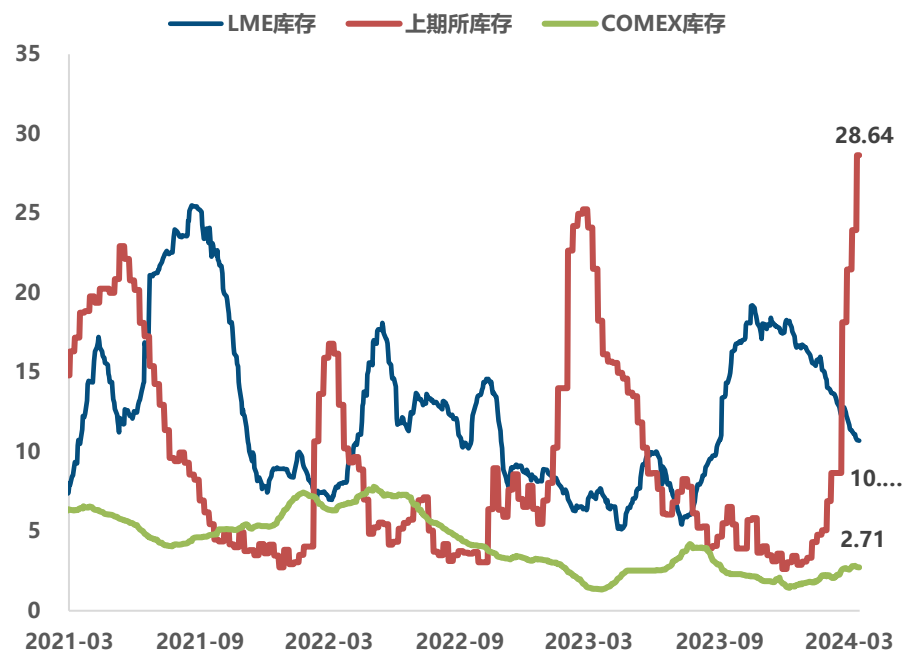
- 减产预期主导；
- 海外降息与政策预期提振；
- 底层绿色消费支撑。

□ 涨幅受限

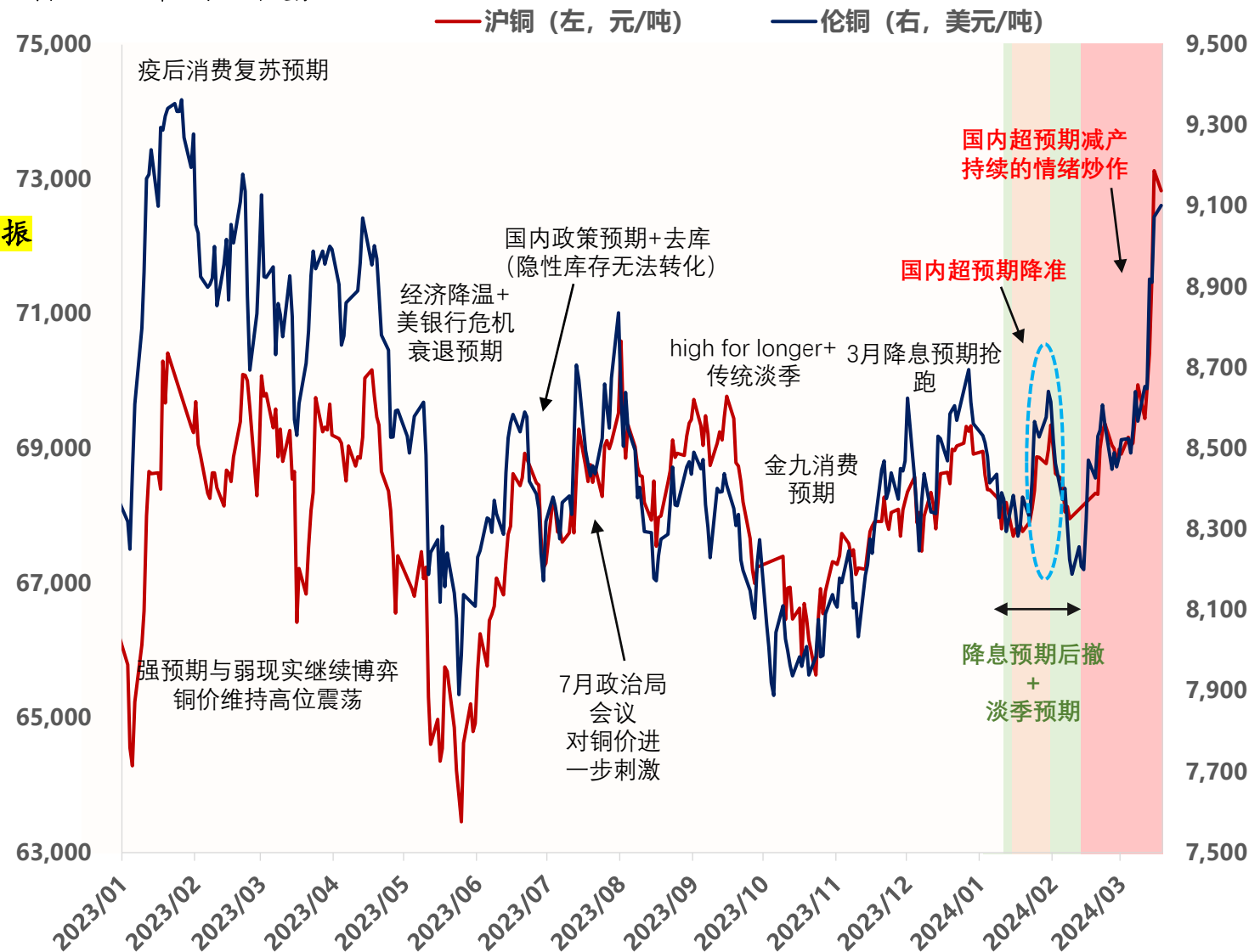
- 经济前景的不确定性；
- 需求增速放缓限制高度；
- 传统淡季，供需宽松。

当前并不具备①（2009—2011年）、④（2020—2022年）冲高共振

图表2：全球显性库存趋势



图表1：2023年至今铜价走势



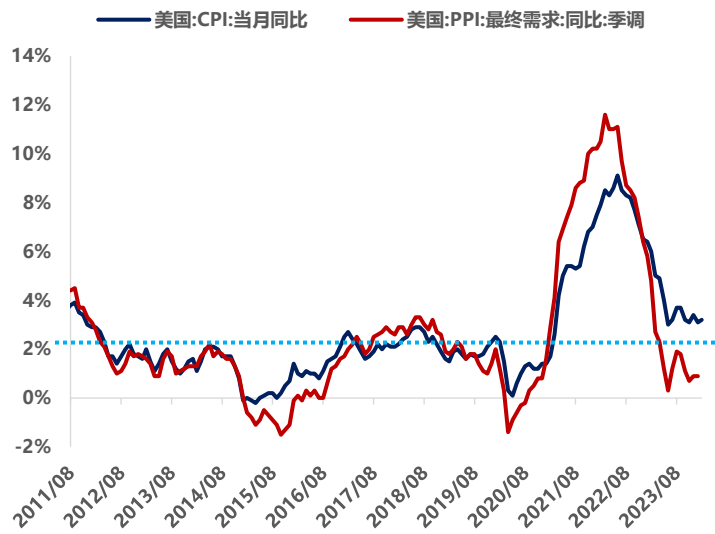
◆ 降息预期：短期仍是利多支撑，触发因素为最大的利空

- 软着陆是大概率事件，短期降息关注需求复苏预期，降息触发或为最大的利空
- ①降息在夏季开启：经济数据降温，供需错配基本结束。——降息预期落地，面临经济增速放缓现实，涨势受限。
- ②降息延后的原因：经济表现强劲，预防式降息减弱对冲次数。——降息预期落空，同时推迟降息使得危机爆发的风险加剧。

◆ 经济前景：数据表现与风险事件

- 风险：1月FOMC删去“美国银行体系健全且有韧性”、“家庭和企业面临更为收紧的金融和信贷环境可能会对经济活动、就业和通胀造成压力”
- 美国纽约社区银行因商业房地产贷款损失，四季报业绩亏损严重并宣布削减股息，穆迪、惠誉下调纽约社区银行的信用评级至“垃圾级”
- 鲍威尔在其提交的半年度货币政策报告中，保留了对美国经济前景不确定性的担忧

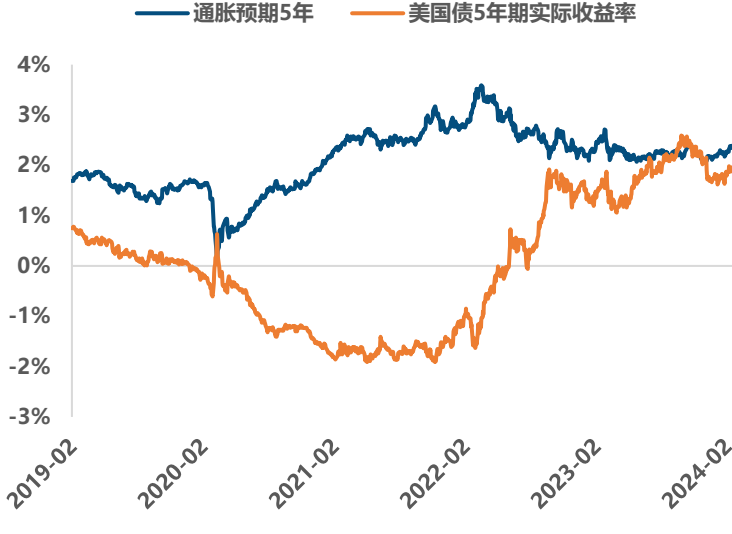
图表1：美国通胀情况



图表2：美国CME FedWatch降息预期押注

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	99.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	8.6%	91.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	50.7%	44.8%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	23.6%	48.3%	26.3%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	17.0%	40.9%	32.9%	7.9%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	8.9%	28.5%	37.0%	20.9%	4.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.4%	5.9%	21.4%	34.0%	26.7%	10.1%	1.5%
2025/1/29	0.0%	0.2%	3.1%	13.7%	27.7%	30.3%	18.4%	5.8%	0.7%
2025/3/19	0.1%	1.7%	8.4%	20.7%	29.0%	24.4%	12.1%	3.3%	0.4%

图表3：美国国债通胀预期与收益率



数据来源：Wind、CME FEDWATCH, 中信建投期货

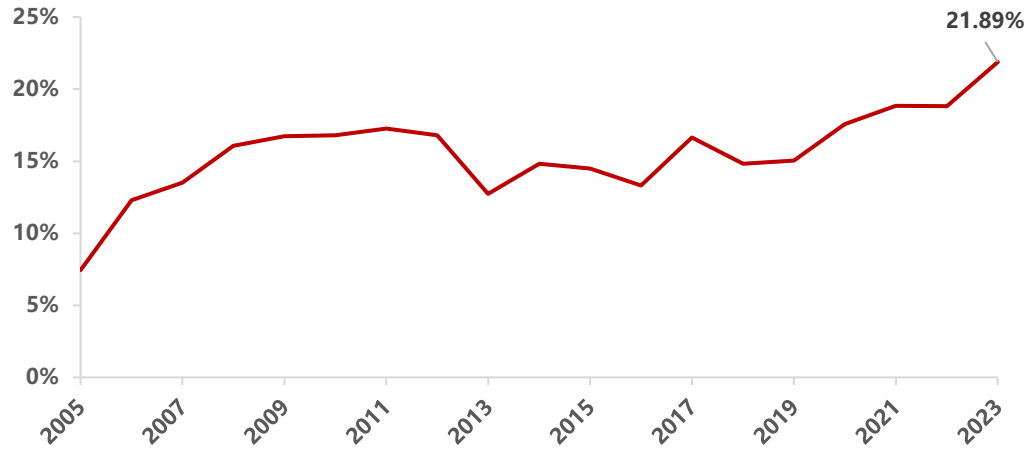
■ 2024年铜矿供应增速或放缓至约2~3%

- 中性假设认为，巴拿马铜矿带来的减量约11-13万吨
- 老旧矿山扩建及临近投产的矿山项目能够贡献约53万吨的新增量
- 改建项目（如从露天矿山转为地下矿山带来）带来的新增量约17万吨
- 但若精铜供需转为紧张，至少停产至8月

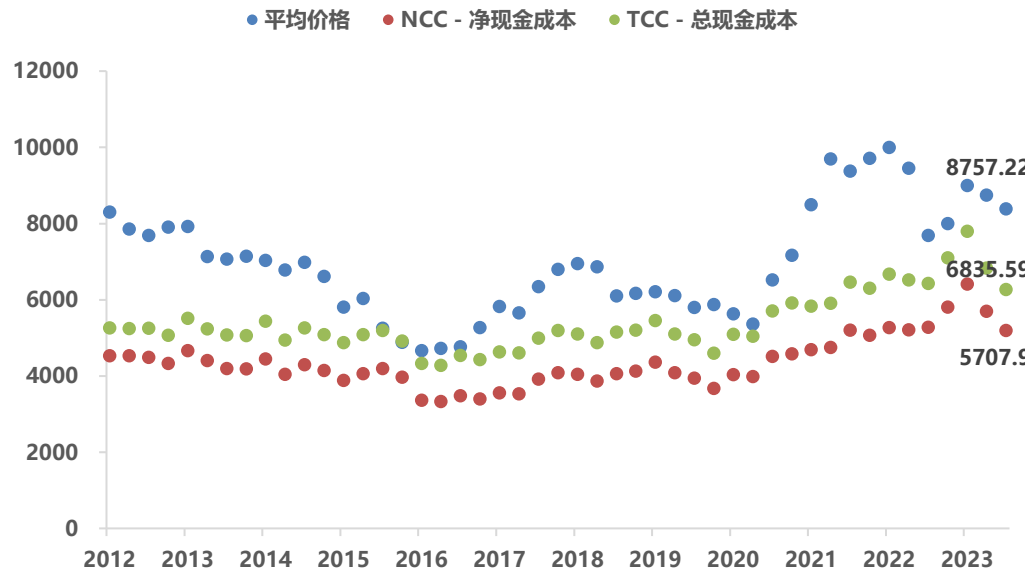
图表2：2024年全球扩建矿山项目（含湿法铜SX-EW）/万吨

矿企	矿山	地点	2022	2023	2024e
智利国家铜业	Chuquibambata	智利	28.0	33.0	35.0
	Salvador		3.2	4.0	6.0
安托法加斯塔	Centinel	智利	24.8	24.0	24.0
	Los Pelambres		27.5	32.7	35.9
紫金矿业	巨龙	中国	11.5	15.2	20.0
	丘卡卢-佩吉&博尔铜金矿	塞尔维亚	20.4	24.0	28.5
洛阳铜业	TFM	刚果（金）	25.4	31.0	46.0
	KFM		-	8.0	13.0
南方铜业	Pilares	墨西哥	1.8	3.5	3.5
	Buenavista zinc		-	0.7	2.0
	El Pilar		-	0.0	3.6
必和必拓	Spence growth option	智利	12.0	21.0	23.0
五矿资源	Las Bambas	秘鲁	25.5	28.5	38.0
淡水河谷	Salobo	巴西	12.8	15.6	18.6
第一量子	Cobre Panama	巴拿马	35.0	36.5	38.5
自由港	Grasberg	印尼	71.8	68.0	69.4
力拓	Oyu Tolgoi	蒙古	13.0	16.5	25.0
泰克资源	Quebrada Blanca (2)	智利	-	9.0	28.5
英美资源	Quellaveco	秘鲁	10.2	33.0	30.0
艾芬豪	Kamoa-Kakula	刚果（金）	33.3	42.3	50.0
合计			356	447	539

图表1：ICSG口径下全球铜矿干扰率（1-产量/产能）



图表3：全球铜矿成本（美元/吨）



■ 原料端，大型冶炼企业（CSPT）长单为主、中小企业抢矿为主

- ✓ 过去两年国内长单签单比例大概在80-90%，2024年长单铜精矿加工费80美元/吨，高于65美元的冶炼厂盈亏均衡价格
- ✓ 假设签单80%，CSPT产能占90%，相当于国内约72~81%的冶炼产量已锁定铜矿长单价格，整体减产风险不大
- ✓ 即使减产也不全是CSPT内的小组成员，10%不到的尾部产能

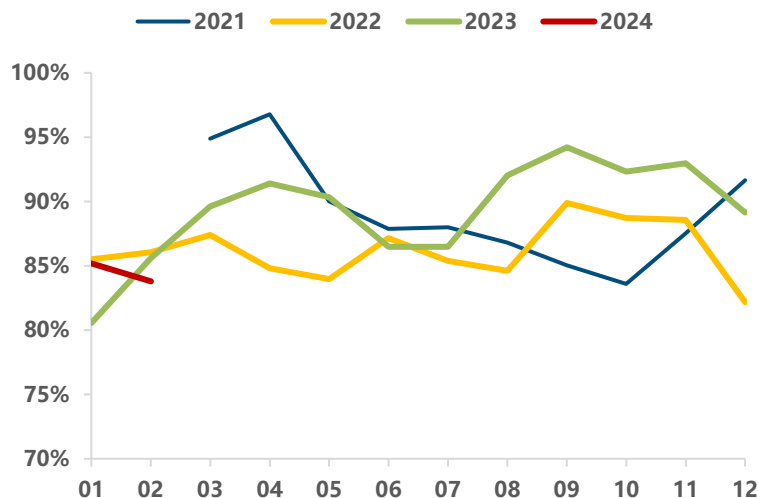
■ 生产端，冶炼厂一季度报检修数不多，上半年小规模减停产对整体供应影响有限。

- ✓ 2007年CSPT小组宣布削减全国10%—15%的电解铜冶炼产能，折合削减了约24万吨精铜产量。
- ✓ 2015年江西铜业等10家中国铜冶炼骨干企业召开会议一致同意将减少精铜产量35万吨。
- ✓ 2019年12月，CSPT小组召开闭门会商谈减产事宜，但未有实质性减限产兑现。

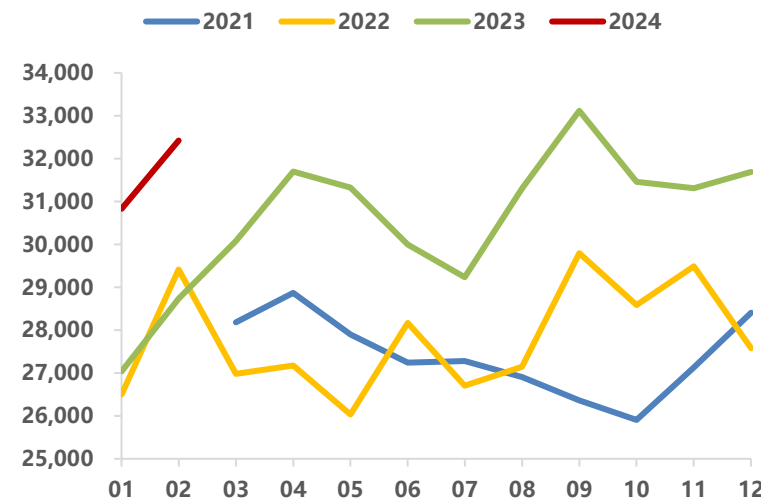
图表1：铜精矿TC大幅回落



图表2：SMM中国铜冶炼厂开工率



图表3：SMM中国铜冶炼厂日产量/吨



◆ 季节性特征：上半年消费偏淡，下半年供需收紧

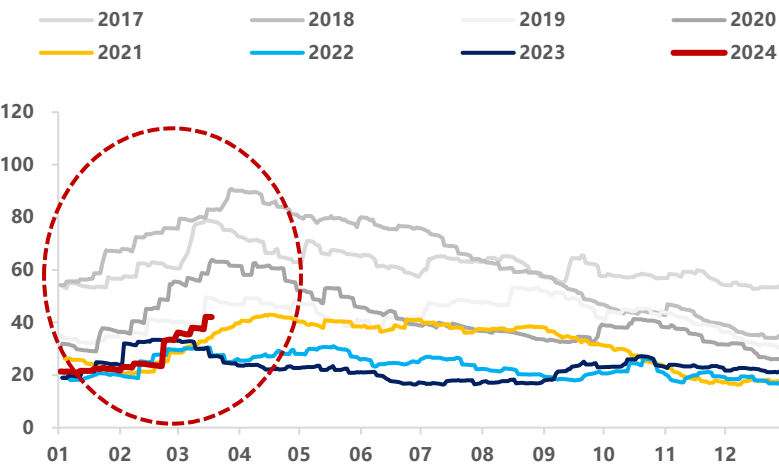
- 1Q淡季成色突出，超预期累库。2Q下游生产旺季开启，关注电网、家电、汽车行业。

◆ 需求结构：消费韧性不足

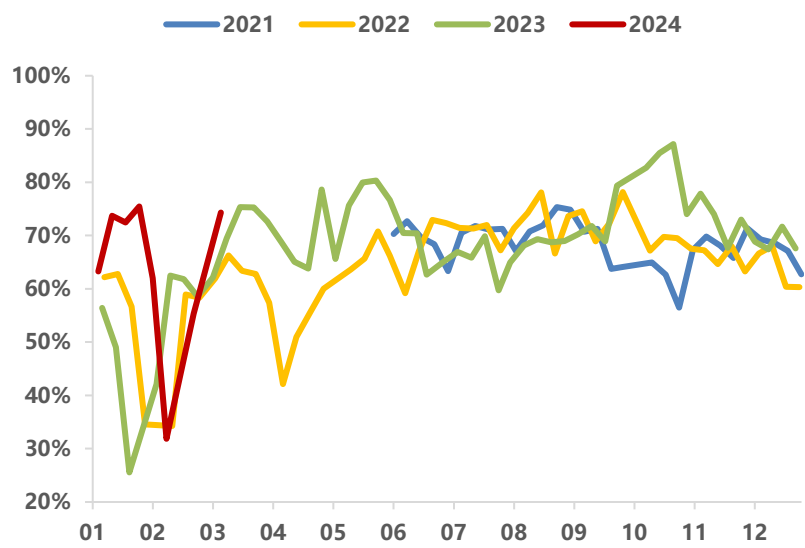
➤ 2024年电网目标投资额超5000亿元，符合“逆周期性”发展规律，不过用铜高峰预计在5-6月。

- 空调产量增速大概率也会出现下滑，增速预计放缓至4%（前值13.5%）
- 交通领域增长中枢下移，汽车与铁路机车消费增速放缓，船舶行业进入“小年”
- 消费电子行业开启补库，2024年国内铜箔新增产能预计为27万吨

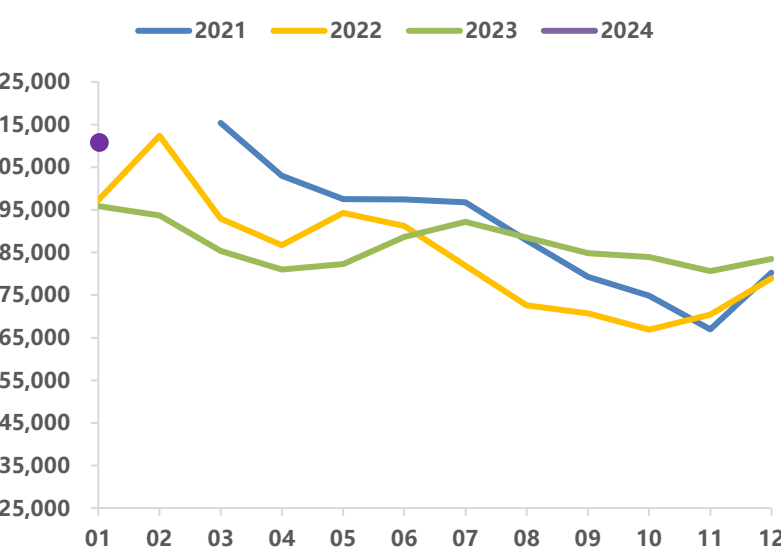
图表1：全球库存季节性规律



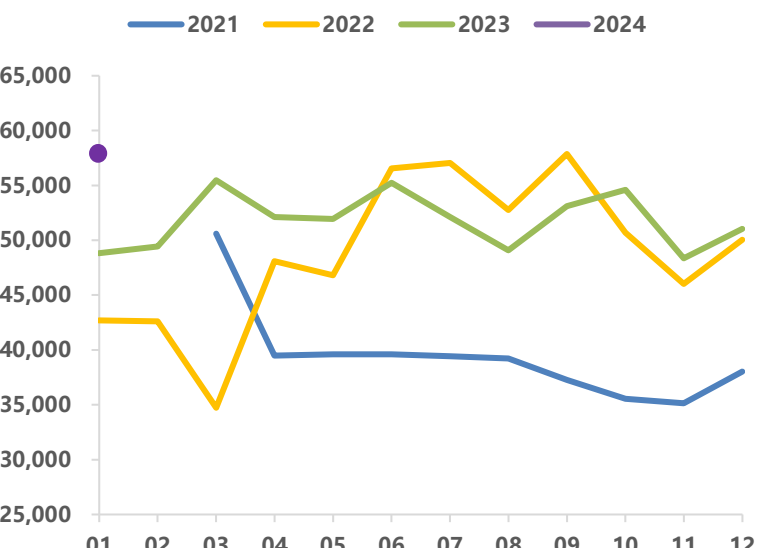
图表2：SMM中国电解铜制杆周度开工率



图表3：SMM中国电解铜制杆月度样本成品库存量



图表4：SMM中国电解铜制杆月度样本原料库存量



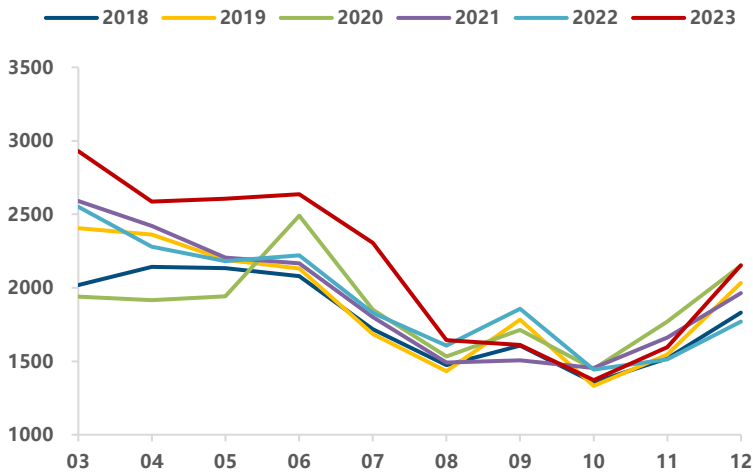
◆ 季节性特征：上半年消费偏淡，下半年供需收紧

- 1Q淡季成色突出，超预期累库。2Q下游生产旺季开启，关注电网、家电、汽车行业。

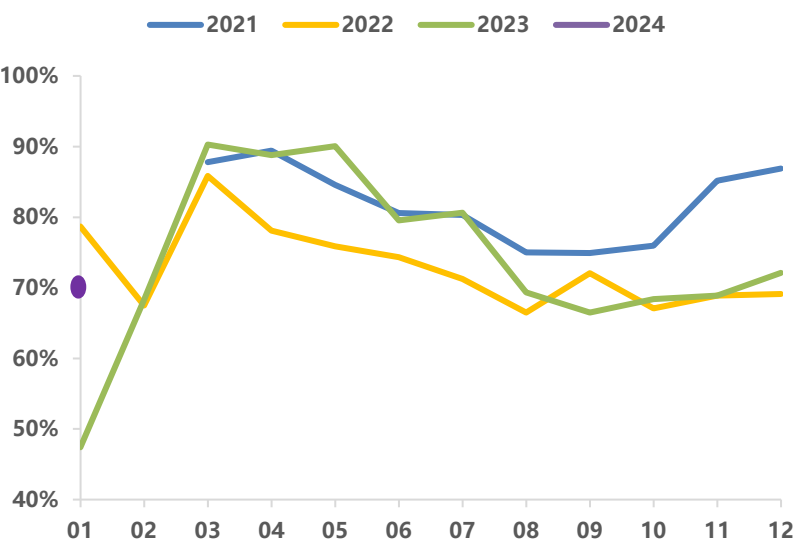
◆ 需求结构：消费韧性不足

- 2024年电网目标投资额超5000亿元，符合“逆周期性”发展规律，不过用铜高峰预计在5-6月。
- 空调产量增速大概率也会出现下滑，增速预计放缓至4%（前值13.5%）
- 交通领域增长中枢下移，汽车与铁路机车消费增速放缓，船舶行业进入“小年”
- 消费电子行业开启补库，2024年国内铜箔新增产能预计为27万吨

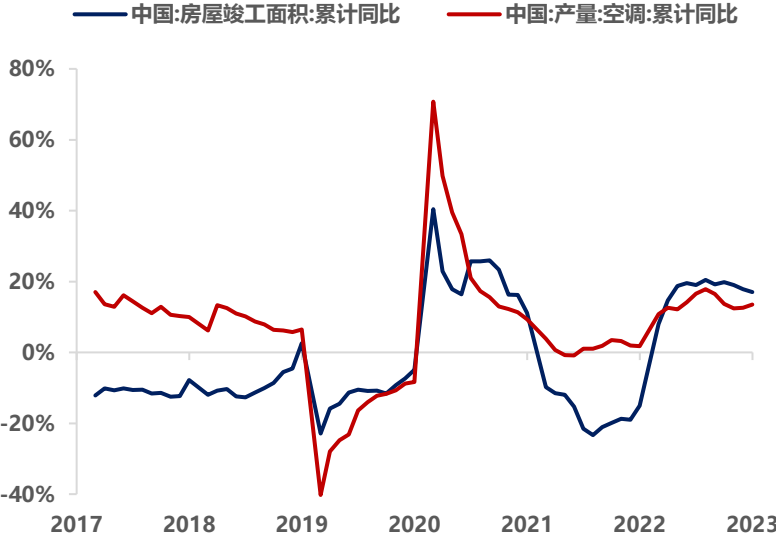
图表1：我国空调产量季节性规律



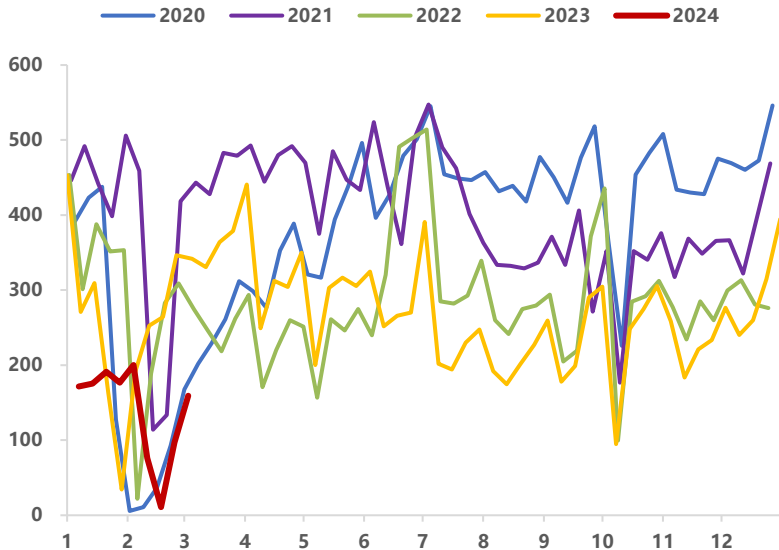
图表2：SMM铜管月度开工率



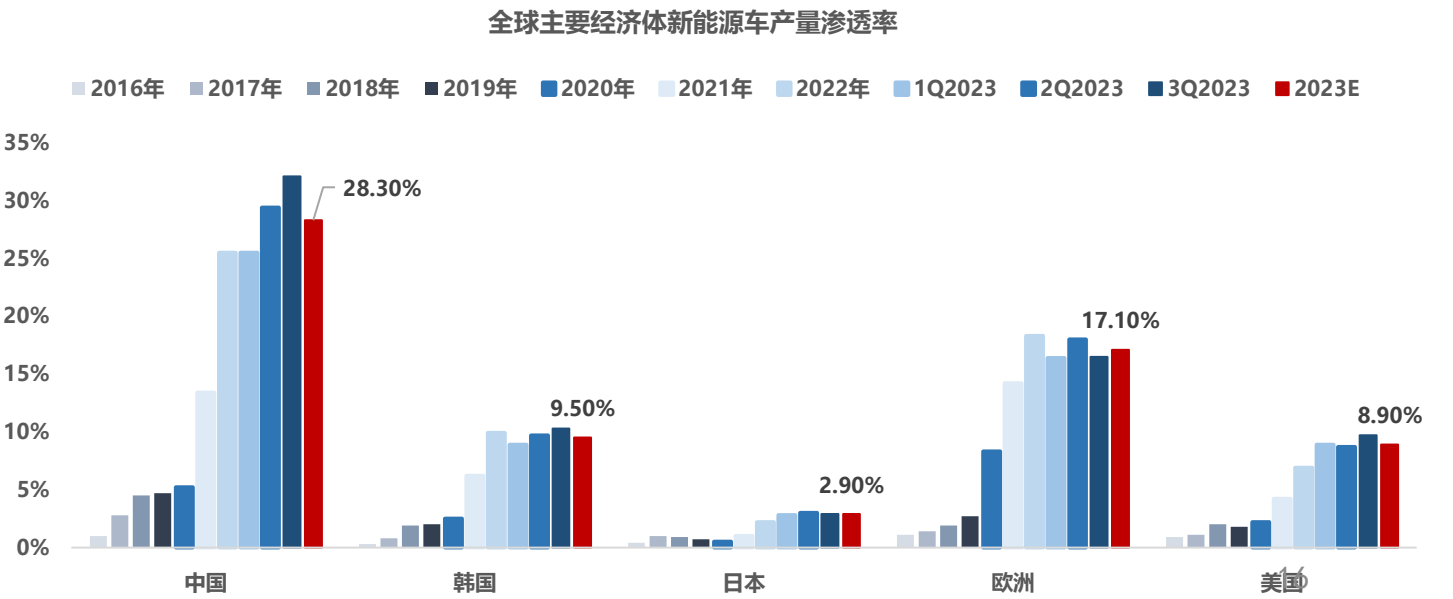
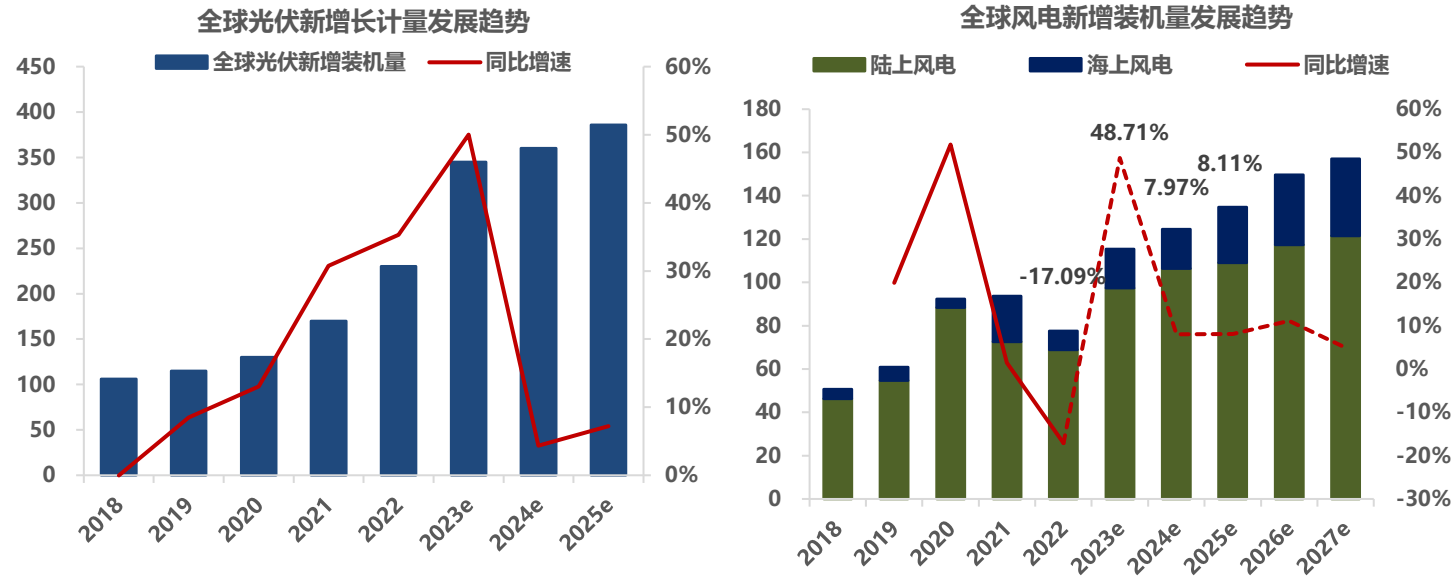
图表3：中国竣工面积与空调产量同比增速变化趋势



图表4：30大中城市商品房成交套数减少，地产未进入主动补库阶段



- ◆ 全球风光维持高景气发展，占比总消费的10%
 - 预计2024年全球光伏新增装机量将达到约500GW，对应铜消费量200万吨（同比+45%），其中中国占比约41.5%。
 - 预计2024年全球风电新增装机容量为124.6GW，对应用铜量85.3万吨（同比+6.4%），其中中国占比约59.5%。
- ◆ 国内新能源车增速放缓，海外渗透率有望扩张
 - 2024年欧洲地区新能源汽车销量有望达340万辆（同比+9.67%），整体渗透率约24%（同比+6%）
 - 2024年美国新能源汽车销量增至约193万辆，同比+39.65%。
 - 全球新能源车用铜消费占总消费的5%



目录

Contents



以史为鉴：铜价逻辑梳理



近期高价：上涨的羊群效应



总结与展望策略

➤ ①短期（1个月）高位震荡

- ✓ 海外降息交易
- ✓ 国内政策预期
- ✓ 铜矿紧缺担忧

➤ ②中期（2-3季度）回调为主

- ✓ 降息触发为宏观最大利空
- ✓ 美工业弱补库，国内制造业景气度下行
- ✓ 全球最大的冶炼国传统密集检修期，减产程度有待验证

➤ ③长期（第4季度）低位盘整与回升

- ✓ 降息路径下需求复苏
- ✓ 国内政策工具形成实物量，落地铜实际消费量

■ 策略建议：①多单可继续持有，不宜过分看涨，设好止盈。②下游企业买入套保继续持有，等待年中回调后在中期(Q2-3或主力跌至65000附近)，根据外采比例确定保值比例。③上游企业等待高点积极布局卖出套期保值。

■ 风险提示：①超预期减产。②需求复苏超预期。③海外地缘冲突。

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

