

宏观政策预期改善，关注二季度低吸机会

报告要点

2024 年初，投资者对宏观经济走势和政策预期较为乐观，美国经济软着陆的可能性在增加，美联储降息和放缓缩表可能将逐步展开，铜矿供应偏紧的问题也逐步传导到中国冶炼端，3 月中旬铜价出现极端性拉涨，不过国内现实需求端并不能支撑当前高铜价。我们看到伴随着高铜价进一步抑制国内消费复苏及美元指数震荡走高，铜价也自高位回落，我们认为二季度铜价仍有向下探的风险，不过站在全年或者跨年的角度来看，可以关注二季度低吸机会。预计二季度伦铜波动区间在 8200-9200 美元，沪铜主力合约波动区间在 68000-73500 元。

摘要：

主要观点：对于二季度的铜价，我们认为在美元震荡偏强且国内铜消费增长偏缓慢的背景下，铜价回落的压力较大，但站在全年的角度来看，如果下探，则可能是不错的低吸机会。预计二季度伦铜波动区间在 8200-9200 美元，沪铜主力合约波动区间在 68000-73500 元。

核心逻辑：

(1) 宏观上看，在高通胀放缓和欧美等央行降息预期背景下，美国以及一些大型新兴市场和发展中经济体呈现出比预期更强的韧性，中国财政支持也增添乐观预期。全球经济发生硬着陆的可能性已经降低。

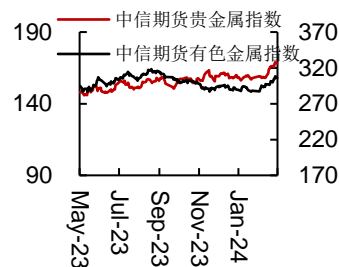
货币政策上，欧美央行释放了年内降息的信号，投资者对欧美央行降息期待较多，并且，美联储考虑减缓缩表，这意味着流动性收紧的预期将逐步面临转向，这对铜等商品来说长期是偏多的。不过，3 月 21 日，瑞士央行意外降息可能意味着欧洲经济偏弱，欧央行可能先于美联储降息，美元指数在二季度存在阶段性走强可能，人民币可能跟随，这对铜来说是偏承压的。

(2) 供应上看，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 70 万吨，预计同比增长 3.2%（去年底为 4%），全年还存在进一步下修的风险，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 4.4%和 3.7%（去年底为 4.6%和 3.8%）。就一季度来看，继去年底巴拿马第一量子旗下 Cobre 铜矿关停之后，南美厄瓜多尔武装动乱，巴西淡水河谷铜矿遭遇环保问题等等，这都对铜矿产量增长造成扰动，我们预计一季度全球铜矿产量增长 3.8%；全球精铜产量预计增长 3.3%，主要是国内高增带动，海外铜产量增长缓慢；二季度，海外供应抬升使得全球铜供应维持偏快增长，部分抵消中国精铜产量增长放缓的影响，预计全球铜供应增长 3.7%。

2023-03-24

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号



有色与新材料研究团队

研究员：

沈照明

021-80401745

Shenzhaoming@citicsf.com

从业资格号：F3074367

投资咨询号：Z0015479

李苏横

0755-82723054

lisuheng@citicsf.com

从业资格号：F03093505

投资咨询号：Z0017197

郑非凡

zhenfeifan@citicsf.com

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

张远

zhangyuan@citicsf.com

从业资格号：F03087000

投资咨询号：Z0019399

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。中信期货不会因为关注、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。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

（3）消费上看，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，终端消费可预期的亮点不多，国内铜消费增速大概率放缓，不过考虑到新能源电网消纳考核调整及设备更新换代政策，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 4.2%和 2.9%（去年底为 3.8%和 1.2%）。一季度全球铜需求整体表现不错，预计全球铜消费量增长 7.6%，主要是由国内带动，海外预计增长 1.8%；二季度中国消费增速预计放缓，海外铜消费平稳，预计全球铜消费同比增长 1.8%。

（4）就供需平衡和库存变动来看，2024 年全年预计铜市场过剩 21 万吨（去年底为 38 万吨）。基于对二季度供需的分析，我们预计二季度全球铜供需季节性趋向偏紧，但在中国部分终端复苏缓慢且铜价处于高位的背景下，实际去库进程可能会偏慢，绝对价格是关键因素。截止 3 月 22 日，四地铜库存约为 48.3 万吨，比去年同期高 8.6 万吨，较去年底增加 26.0 万吨。

投资建议：1、单边：当前价格偏高，关注沽空机会，区间下沿附近关注低吸布局多头机会

2、结构性机会：沪铜跨期正套；铜内外盘反套。

风险因素：国内经济复苏超预期（上行风险）；铜矿供应中断（上行风险）；宏观预期反复（双边波动风险）



目录

摘要: 1

一、2024 年一季度铜市回顾: 6

二、2024 年二季度铜市场观点和核心逻辑 6

三、宏观面-2024 年欧美央行大概率降息，经济软着陆可能性增加 7

 (一) 美国软着陆预期升温，IMF 上调 2024 年全球经济增长预期 7

 (二) 美联储 2024 年将降息，并且伴随着缩表预期放缓，流动性收紧预期改善 9

 (三) 美元指数维持高位震荡，人民币跟随 10

四、基本面-矿端偏紧成共识，供需过剩预期不断下调 11

 (一) 全球铜市场供需 12

 1.1 2023 年全球铜矿产出增速偏慢，2024 年铜矿产出预期高开低走 12

 1.2 2023 年全球精铜冶炼扰动较多，2024 年铜冶炼产能利用率可能下降 13

 1.3 2023 年全球铜消费韧性较强，2024 年消费预期增长放缓 14

 1.4 2023 年全球铜供需偏紧，2024 年预期略偏宽松，但过剩量有下修风险 16

 (二) 中国铜市场供需 16

 2.1 铜原料市场整体趋紧 16

 2.1.1 一季度铜精矿市场供应偏紧 16

 2.1.2 2023 年中国废铜进口继续高增长，24 年全年进口预期放缓，国产废铜预期维持高增 18

 2.1.3 2023 年阳极铜进口大幅萎缩，2024 年预期改善，但扰动仍在 19

 2.1.4 一季度铜原料供应偏紧张，二季度预期阶段性改善 20

 2.2 中国一季度精铜供应增长较快，二季度精铜供应预计增速放缓 20

 2.3 2024 年一季度消费复苏偏慢，二季度预期并不乐观，绝对价格是关键因素 21

 2.3.1 终端产品表现分化，传统汽车销售和房地产销售还有待改善 21

 2.3.2 2 月初端开工表现偏弱，3 月预计继续季节性回升势头偏慢 22

 2.4 中国铜供需平衡表 23

 (三) 现货与库存 24

 3.1 现货升贴水 24

 3.2 贸易升水与内外价差 24

 3.3 库存 25

五、资金面 26

免责声明 28

图表目录

图表 1: 沪铜连三和 LME3 个月铜 6

图表 2: 2024 年全球经济增长放缓 8

图表 3: OECD 综合领先指标 8

图表 4: 主要经济体消费者信心指数 8

图表 5: 摩根大通全球制造业 PMI 9

图表 6: 主要经济体制造业 PMI 9

图表 7: 美联储等主要央行资产负债表走势 10

图表 8: 美元指数与基金持仓 11

图表 9：中美 10 年期国债利差与汇率走势	11
图表 10：中国进口和出口增速	11
图表 11：中国进出口增速和贸易差额	11
图表 12：全球铜矿产量	12
图表 13：智利铜矿产量	13
图表 14：秘鲁铜矿产量	13
图表 15：全球精铜产量	13
图表 16：全球精铜消费	14
图表 17：美国房屋市场	15
图表 18：欧洲房屋市场	15
图表 19：全球汽车销量	15
图表 20：全球新能源汽车销量	15
图表 21：全球铜供需预测	16
图表 22：中国铜精矿产量	17
图表 23：铜精矿进口量	17
图表 24：中国现货铜精矿 TC	17
图表 25：铜精矿冶炼利润	17
图表 26：精炼铜和废铜价差	18
图表 27：废铜进口量	18
图表 28：中国进口 1#紫铜折扣	18
图表 29：国内废铜产量	18
图表 30：阳极铜进口量	19
图表 31：国内粗铜加工费	19
图表 32：中国精铜产量	20
图表 33：精炼铜进口量	20
图表 34：中国铜冶炼企业检修安排	21
图表 35：发电设备产量累计增速	22
图表 36：汽车产量累计增速	22
图表 37：空调产量累计增速	22
图表 38：房地产竣工累计增速	22
图表 39：铜材开工率	23
图表 40：铜杆线开工率	23
图表 41：铜管开工率	23
图表 42：铜板带箔开工率	23
图表 43：中国铜供需平衡表	24
图表 44：SMM 铜升水均价历年走势	24
图表 45：伦铜 Cash-3M 历年走势	24
图表 46：洋山铜月均价与长单价格	25
图表 47：铜现货进口月盈亏	25
图表 48：三大交易所和上海保税库库存	26
图表 49：铜库存消费比	26
图表 50：历年春节后沪铜累库	26
图表 51：历年二季度沪铜去库	26

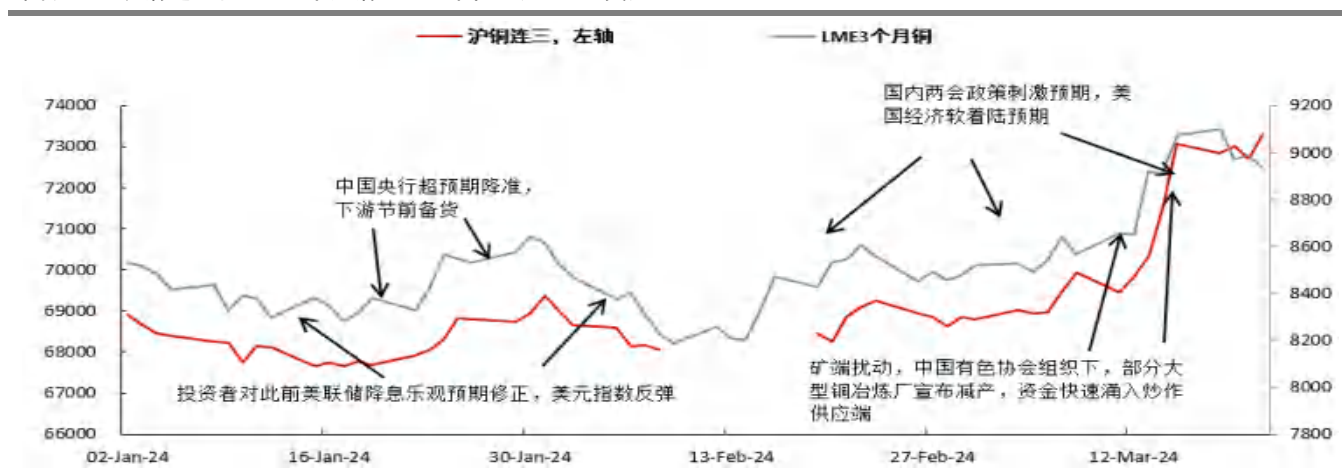


图表 52：Comex 铜基金持仓27

一、2024 年一季度铜市回顾：

2024 年 1 季度铜价震荡上涨，截止 3 月 20 日，伦铜涨幅超过 4%。1 月份，伦铜单边微涨 0.6%，主要是由于进入 2024 年后，投资者开始修复 2023 年底对美联储降息的乐观预期，并且这种情绪一直持续到 2 月中上旬，铜价整体偏承压；不过，好在中国央行在 1 月 24 日宣布超预期降准，并且，中国铜下游在铜价下跌过程中积极备货，这使得铜价逐步止跌回升。2 月份，伦铜单边下跌 1.6%，呈现探底回升的走势，降息预期修复背景下的美元反弹及中国房地产公司销售数据偏弱给市场增添负面压力，但投资者对中国两会政策面的良好预期逐步提振市场情绪。3 月份（截止 3 月 20 日），伦铜单边上涨约 6%，主要是由于中国风光电网消纳考核调整、政府鼓励装备更新换代、海外经济数据改善，投资者对国内需求正面预期抬升和海外需求预期改善，而中国有色协会在两会后组织部分大型冶炼厂减产的消息强化矿端偏紧向锭端收缩的传导，整体上看是供需改善预期推高了价格，但实际上资金快速堆积对推高价格功不可没。

图表 1：沪铜连三和 LME3 个月铜 单位：元/吨 美元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、2024 年二季度铜市场观点和核心逻辑

对于二季度的铜价，我们认为在美元震荡偏强且国内铜消费增长偏缓慢的背景下，铜价回落的压力较大，但站在全年的角度来看，如果下探，则可能是不错的低吸机会。预计二季度伦铜波动区间在 8200-9200 美元，沪铜主力合约波动区间在 68000-73500 元。

核心逻辑：

(1) 宏观上看，在高通胀放缓和欧美等央行降息预期背景下，美国以及一些大型新兴市场和发展中经济体呈现出比预期更强的韧性，中国财政支持也增添乐观预期。全球经济发生硬着陆的可能性已经降低。

货币政策上，欧美央行释放了年内降息的信号，投资者对欧美央行降息期待

较多，并且，美联储考虑减缓缩表，这意味着流动性收紧的预期将逐步面临转向，这对铜等商品来说长期是偏多的。不过，3 月 21 日，瑞士央行意外降息可能意味着欧洲经济偏弱，欧央行可能先于美联储降息，美元指数在二季度存在阶段性走强可能，人民币可能跟随，这对铜来说是偏承压的。

(2) 供应上看，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 70 万吨，预计同比增长 3.2%（去年底为 4%），全年还存在进一步下修的风险，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 4.4%和 3.7%（去年底为 4.6%和 3.8%）。就一季度来看，继去年底巴拿马第一量子旗下 Cobre 铜矿关停之后，南美厄瓜多尔武装动乱，巴西淡水河谷铜矿遭遇环保问题等等，这都对铜矿产量增长造成扰动，我们预计一季度全球铜矿产量增长 3.8%；全球精铜产量预计增长 3.3%，主要是国内高增带动，海外铜产量增长缓慢；二季度，海外供应抬升使得全球铜供应维持偏快增长，部分抵消中国精铜产量增长放缓的影响，预计全球铜供应增长 3.7%。

(3) 消费上看，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，终端消费可预期的亮点不多，国内铜消费增速大概率放缓，不过考虑到新能源电网消纳考核调整及设备更新换代政策，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 4.2%和 2.9%（去年底为 3.8%和 1.2%）。一季度全球铜需求整体表现不错，预计全球铜消费量增长 7.6%，主要是由国内带动，海外预计增长 1.8%；二季度中国消费增速预计放缓，海外铜消费平稳，预计全球铜消费同比增长 1.8%。

(4) 就供需平衡和库存变动来看，2024 年全年预计铜市场过剩 21 万吨（去年底为 38 万吨）。基于对二季度供需的分析，我们预计二季度全球铜供需季节性趋向偏紧，但在中国部分终端复苏缓慢且铜价处于高位的背景下，实际去库进程可能会偏慢，绝对价格是关键因素。截止 3 月 22 日，四地铜库存约为 48.3 万吨，比去年同期高 8.6 万吨，较去年底增加 26.0 万吨。

三、宏观面-2024 年欧美央行大概率降息，经济软着陆可能性增加

（一）美国软着陆预期升温，IMF 上调 2024 年全球经济增长预期

1 月份，IMF 更新了其对全球经济增长的预测数据，相较于 2023 年 10 月份预测，IMF 上调 2023 年经济增长 0.1 个百分点，至 3.1%，上调 2024 年经济增长 0.2 个百分点，至 3.1%。IMF 认为，在通胀放缓和欧美等央行降息预期背景下，美国以及一些大型新兴市场和发展中经济体呈现出比预期更强的韧性，中国财政

中信期货有色与新材料 2024 年二季度策略报告

支持也增添乐观预期。IMF 认为，全球经济发生硬着陆的可能性已经降低，全球经济增长面临的风险大致平衡。下行风险在于地缘政治风险或者供应扰动推高通胀，紧缩货币环境可能持续更久时间；另外中国房地产行业的困境也是一个重要的关注点。就美国来说，经济表现出较强的韧性，软着陆的预期在升温，IMF 上调了 2023 年经济增长 0.4 个百分点，至 2.5%，2025 年预期增长维持在 1.5%；美联储 3 月上调 2024-2026 年美国经济增长预期，凸显出美国经济有较强的韧性。

图表 2：2024 年全球经济增长放缓 单位：%

	2022	2023	2024	2025		2022	2023	2024	2025
全球	3.5	3.1	3.1	3.2					
发达经济体	2.6	1.6	1.5	1.8	新兴经济体	4.1	4.1	4.1	4.2
美国	1.9	2.5	1.5	1.8	中国	3.0	5.2	4.6	4.1
日本	1.0	1.9	0.9	0.8	印度	7.2	6.7	6.5	6.5
欧元区	3.4	0.5	0.9	1.7	拉丁美洲	4.2	2.5	1.9	2.5
德国	1.8	-0.3	0.5	1.6	巴西	3.0	3.1	1.7	1.9
法国	2.5	0.8	1.0	1.7	墨西哥	3.9	3.4	2.7	1.5
意大利	3.7	0.7	0.7	1.1	俄罗斯	-1.2	3.0	2.6	1.1
英国	4.3	0.5	0.6	1.6	南非	1.9	0.6	1.0	1.3

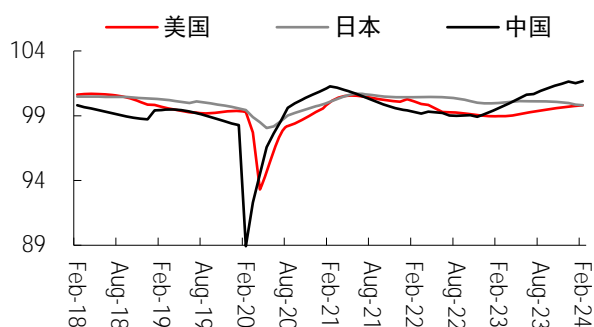
资料来源：IMF 中信期货研究所

主要经济体 OECD 综合领先指数表现分化，中美两国领先指标逐步回升，其中，2 月份中国、美国综合领先指数分别为 101.7 和 99.8，分别创出 2021 年初以来新高和创出 2022 年 4 月以来新高，2 月日本综合领先指数为 99.8，连续第九个月回落。

2 月美国密歇根大学消费者信心指数 76.5，环比回落 2.1，在美国通胀止跌回升的背景下，消费者信心进一步修复受阻，3 月该指标初值回落到 76.5，不过，整体上，美国消费者信心指数还是延续回升的节奏；2 月欧元区消费者信心指数 -15.5，维持在近两年高位，近几个月也表现出进一步修复放缓的迹象，3 月该指标初值回升到 -14.9；2 月日本消费者信心指数 38.6，环比回升 0.9，创出 2022 年以来新高；1 月中国消费者信心指数 88.9，环比回升 1.3，创出 2023 年 4 月以来新高，这说明中国消费者信心呈现弱修复状态。

图表 3：OECD 综合领先指标

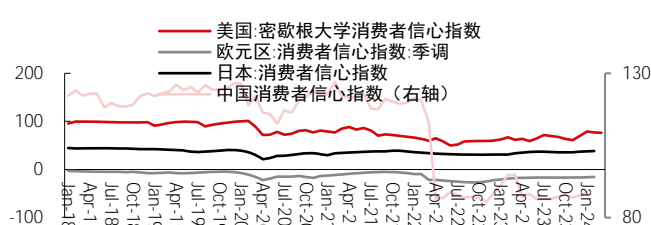
单位：数值



资料来源：Wind 中信期货研究所

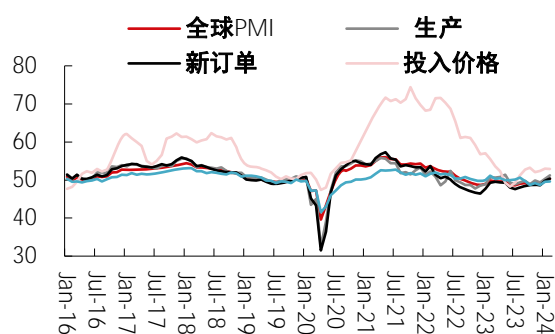
图表 4：主要经济体消费者信心指数

单位：数值



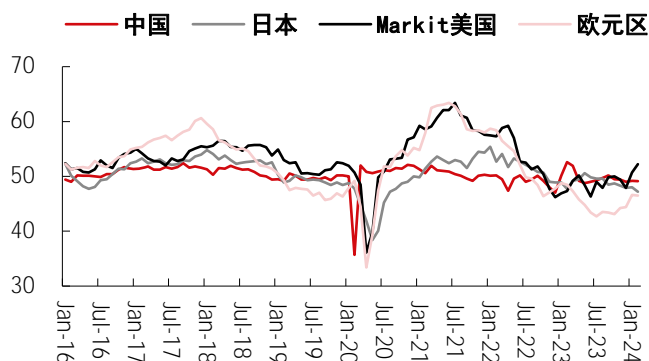
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 5：摩根大通全球制造业 PMI 单位：%



资料来源：Wind Markit 中信期货研究所

图表 6：主要经济体制造业 PMI 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

2 月摩根大通制造业 PMI 指数 50.3%，环比回升 0.3 个百分点，创出 2022 年 9 月以来新高，显示出全球制造业有所改善，主要由中国和美国制造业改善推动，欧元区制造业弱改善也有所贡献，日本制造业表现疲软。主要经济体制造业 PMI 走势略微分化，但整体上呈现改善的局面。2 月中国官方制造业 PMI、美国 Marit 制造业 PMI、欧元区 PMI 和日本制造业 PMI 分别为 49.1%、52.2%、46.5%和 47.2%，环比分别回落 0.1 个百分点、回升 1.5 个百分点、回落 0.1 个百分点和回落 0.8 个百分点。

从 OECD 全球综合领先指标、主要经济体消费者信心指数及制造业 PMI 指数走势来看，通胀放缓和降息预期对欧美经济有提振，但欧美消费者信心表现放缓说明进一步复苏势头并不顺畅，中国消费者信心弱复苏也可能会拖累经济进一步复苏。

（二）美联储 2024 年将降息，并且伴随着缩表预期放缓，流动性收紧预期改善

主要央行资产负债表表现分化，截止今年 2 月底，我们看到美联储和欧洲央行资产负债表均进一步快速收缩（相较于 2022 年 6 月高点分别下降 15%和下降 23%），而中国和日本央行资产负债表均进一步扩张，其中中国央行资产负债表抬升的斜率偏快。

3 月 7 日，欧洲央行维持三大利率不变，符合预期。欧洲央行表示，通胀已进一步下降，预计 2024 年通胀率为 2.3%（去年 12 月预期为 2.7%）；预计 2025 年通胀率为 2%（去年 12 月预期为 2.1%）。资产购买计划资产组合以可预测的速度下降，欧洲央行重申计划在下半年开始减少紧急抗疫购债计划（PEPP）投资组合，紧急抗疫购债计划（PEPP）再投资将持续到 2024 年底。

3 月 19 日，日本央行以 7:2 投票通过结束负利率，将政策利率设定在 0%-0.1% 区间，符合预期，这是自 2007 年以来首次加息，长达 8 年的负利率时代终结，持续约 11 年的大规模货币宽松政策迎来转折点。同时，日本央行取消收益率曲线控制（YCC）政策，将继续购买日本国债，规模与以前基本持平。

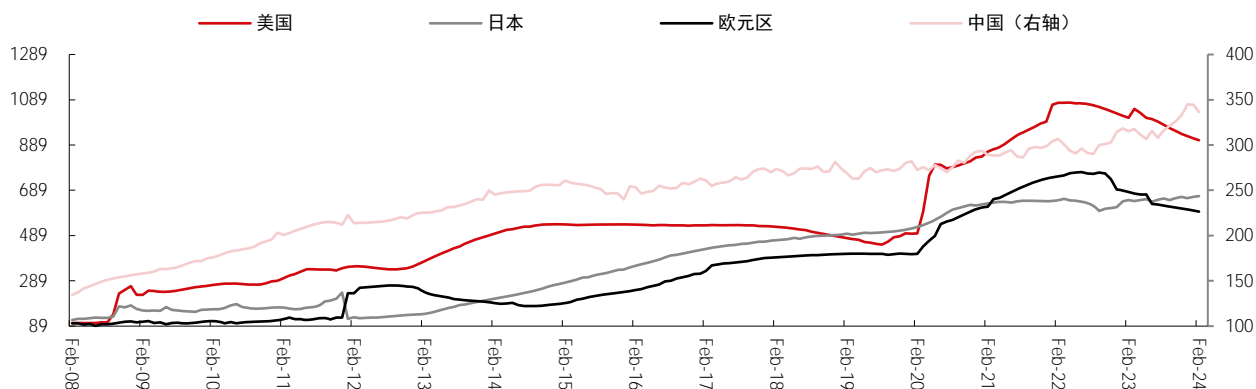
3 月 21 日，美联储将联邦基金利率保持不变，维持在 5.25%至 5.5%之间，符合预期。但点阵图显示，2024 年将降息 75 个基点，但降息的时间点仍不确定。在发布会中，鲍威尔称，美联储将很快放缓每月减少美债和 MBS 削减的节奏（美联储在 2022 年 6 月 1 日开始以“可预测的方式”缩减资产负债表，美国国债的缩减规模逐步扩大并稳定在 600 亿美元；机构抵押贷款支持证券缩减规模逐步扩大并稳定在 350 亿美元），并不代表着美联储资产负债表不会继续收缩，但会一定程度上减少货币市场流动性压力。此外，虽然美联储正在讨论有关放缓缩表的细节，但仍然没有做出具体决定。

当地时间 3 月 21 日，瑞士央行意外降息，将关键政策利率下调 25 个基点，至 1.5%。此前，经济学家曾预计，瑞士央行将会把利率维持在 1.75%，并认为其在 6 月之前不会降息。

整体上看，投资者对欧美央行降息期待较多，并且，美联储考虑减缓缩表，这意味着流动性收紧的预期将逐步面临转向，这对铜等商品来说是偏多的。

图表 7：美联储等主要央行资产负债表走势

单位：数值（2007 年 1 月为 100）



资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）美元指数维持高位震荡，人民币跟随

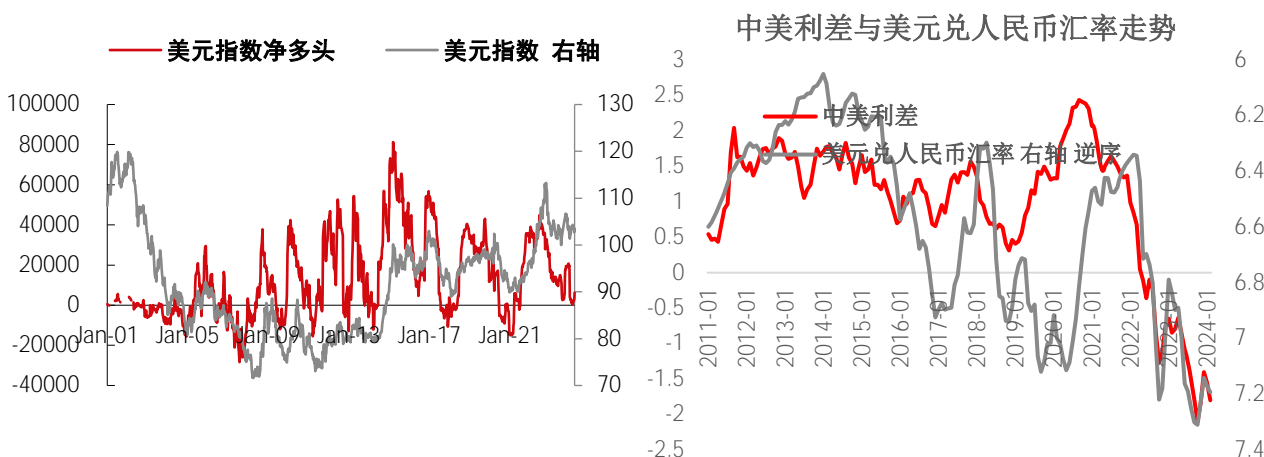
去年 12 月 13 日美联储议息会议时，美联储意外释放降息信号，投资者对降息的乐观预期推动美元利率阶段性快速下行，美元指数在去年底前迎来一波偏快下跌，最低跌至 101 以下。不过，进入 2024 年以来，我们发现美国就业市场表现出较强的韧性，1 月和 2 月非农就业新增人数比预期稍好且回升，同期，美国 CPI 延续震荡止跌，比预期稍高。在这个背景下，投资者对美联储降息预期不断修正，降息预期的时间点也从 3 月逐步推到 6 月，美元利率回升推高美元指数。当前美元指数已经重新回到 104 上方，我们认为美元指数将继续维持偏高位震荡，直到美联储开始降息和放缓缩表。主要是基于：1、美元相较于日元和欧元等货币利差仍处于高位；2、美国制造业等经济数据表现也强于欧元区和日本；3、瑞士央行意外降息，这说明欧洲整体经济偏弱，这意味着欧洲央行可能先于美联储降息；4、基金仍在阶段性做多美元。

图表 8：美元指数与基金持仓

单位：数值、手

图表 9：中美 10 年期国债利差与汇率走势

单位：数值、%



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

我们认为二季度美元兑人民币汇率将继续跟随美元指数走势，主要是基于以下两点：1、中美利差倒挂仍处于高位，并且还未有拐头迹象；2、中国货币政策偏宽松，1 月 24 日央行超预期降准，央行资产负债表呈现快速扩张的势头。2022 年和 2023 年中国贸易顺差收窄这个因素的影响在淡化，今年开年贸易数据表现较好，这对人民币有支撑。不过，除了以上因素，美国针对中国的制裁措施也是一个不容忽视的因素，尤其在美国大选的背景下。

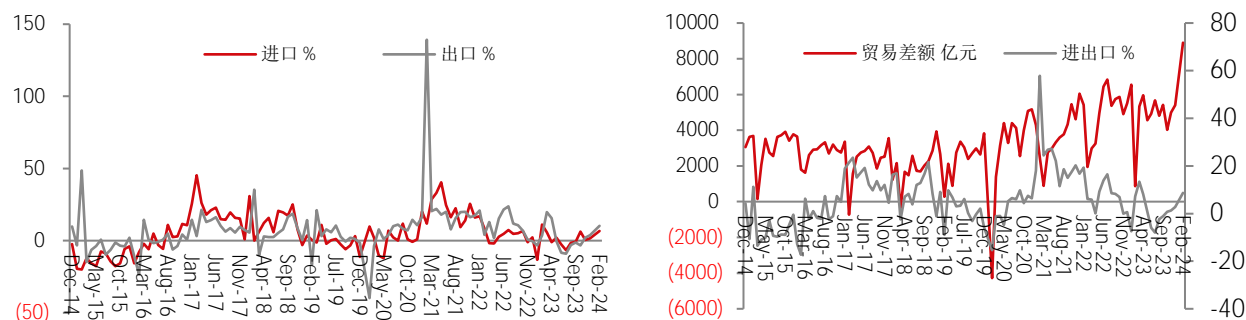
2024 年开年，中国对外贸易表现靓丽，1-2 月进出口金额、进口金额和出口金额分别增长 8.7%，增长 6.7% 和增长 10.3%，1-2 月贸易顺差 8900 亿元，比去年同期高 20%，整体上逆转了去年逐步放缓的势头。考虑欧美通胀很难很快降到欧美央行预期的水平，估计高利率还是持续稍长一些时间，这对欧美经济还是会有负面影响，并且美国针对中国的制裁措施不断，欧盟委员会发起针对中国电动汽车的反补贴调查，中国出口增长还是会面临一些压力，开年的良好势头能否延续还有待持续观察。

图表 10：中国进口和出口增速

单位：%

图表 11：中国进出口增速和贸易差额

单位：%、亿元



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

四、基本面-矿端偏紧成共识，供需过剩预期不断下

调

（一）全球铜市场供需

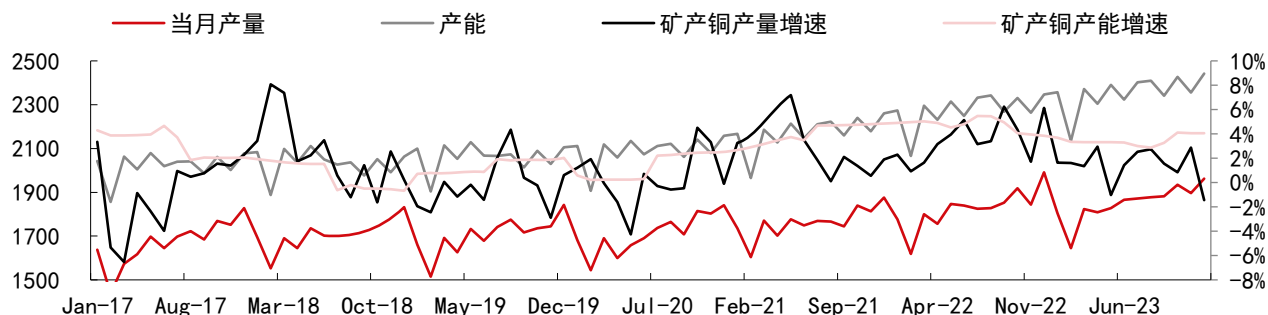
1.1 2023 年全球铜矿产出增速偏慢，2024 年铜矿产出预期高开低走

2022 年至 2024 年期间开始或扩大的主要项目包括刚果金的 Kamoa Kakula、Tenke，秘鲁的 Quellaveco 和 Torromochu，Quebrada Blanca，智利的 QB2 和俄罗斯的 Malmyzhskoye 和 Udokan。一些中小型项目和扩展也将增加产出。大多数项目是在这个时间段陆续释放产出的，理论上 2024 年全球铜矿产出也是增长偏快的一年，但是实际上供应扰动问题却不断出现。2023 年 11 月底巴拿马第一量子 Cobre 铜矿意外关停，至今仍未有复产消息，今年初厄瓜多尔武装动乱，投资者一度担心影响该国铜矿生产，因为环保原因，2 月中下旬淡水河谷第二大铜矿 Sossego 一度被暂停经营许可证，不过在 2 月底该公司证实环保没有问题。

根据 ICSG 统计数据，2023 年 12 月全球铜矿产量 1962 千吨，同比下降 1.5%，当月铜精矿产能 2442 千吨，同比增长 4%，1-12 月铜矿产量累计 22199 千吨，同比增长 1.4%。2023 年 12 月铜矿产能利用率达到 80.3%，2022 年同期为 84.8%。从产能、产量增速及产能利用率来看，全球铜矿产出意外扰动较多，产能利用率偏低，这在一定程度上限制精铜产量增长。

图表 12：全球铜矿产量

单位：千吨、%



资料来源：Wind 中信期货研究所

根据外媒报道，3 月 20 日秘鲁矿产及能源部发布的数据显示，2024 年 1 月该国铜产量同比下降 1.2%，约为 205,375 吨。在此期间，MMG 公司旗下的 Las Bambas 矿场产量减少 17%，而自由港旗下的 Cerro Verde 矿场产量也下降了 13.4%。秘鲁矿业部长 Romulo Mucho 在本月初表示，预计 2024 年秘鲁铜产量将达到 300 万吨，相较于 2023 年的产量 276 万吨有所增长。

3 月 8 日智利铜业委员会发布的数据显示，2024 年 1 月智利铜产量总体保持稳定，为 43.38 万吨，同比小幅增长 0.51%，主要矿商的铜产量有增有减。其中，国家铜业公司产铜量为 10.7 万吨，同比下降 15.6%；必和必拓控股的埃斯孔迪达（Escondida）铜矿产量为 9.75 万吨，同比增长 4.5%；嘉能可和英美资源集团合

中信期货有色与新材料 2024 年二季度策略报告

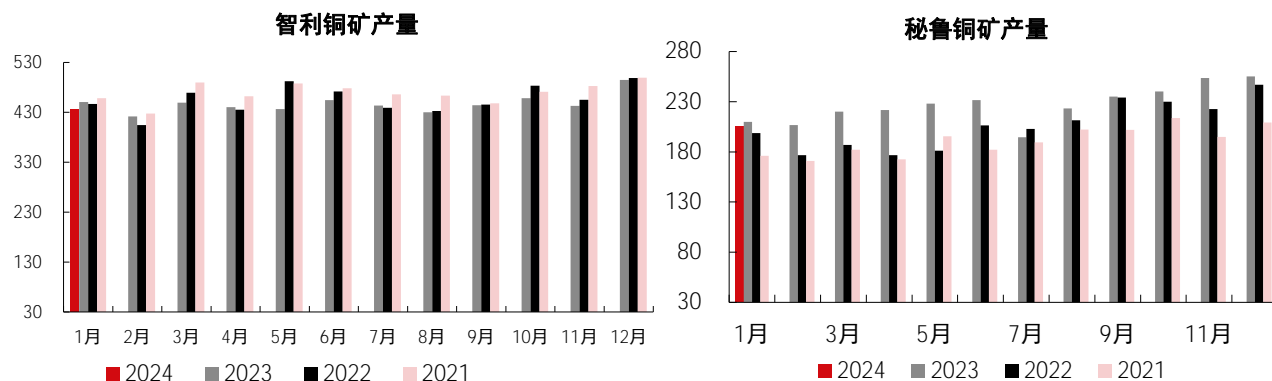
智利科拉华西 (Collahuasi) 铜矿产量为 5.22 万吨, 同比增长 21.6%。该国 2023 年铜矿产量约为 536.8 万吨, 同比下降 1.9%, 根据 1 月智利铜业委员会的预测, 2024 年智利国营铜业产量止跌回升将推升该国铜矿产量回升至 564 万吨。

图表 13: 智利铜矿产量

单位: 千吨

图表 14: 秘鲁铜矿产量

单位: 千吨



资料来源: INE 中信期货研究所

资料来源: INE 中信期货研究所

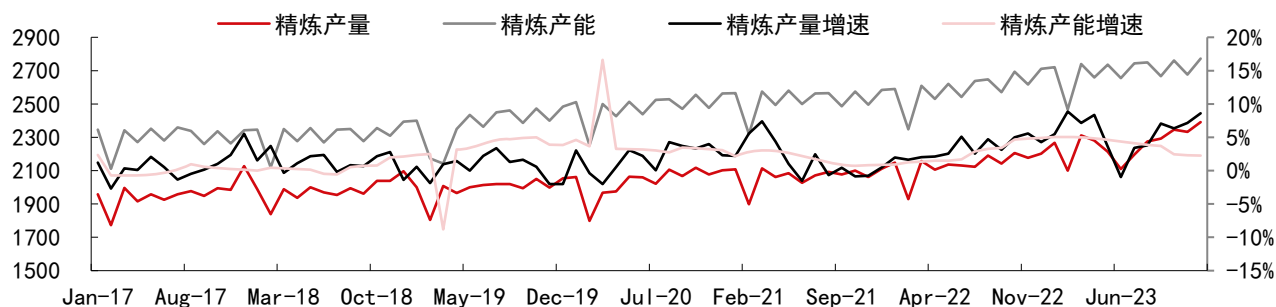
另外一个产铜大国刚果金 2023 年铜矿产出增长 13.3%, 至 254 万吨, 基于该国重要矿业公司的产量指引, 预计 2024 年该国产量将进一步回升至 274 万吨左右。2024 年矿端整体基调是偏紧, 市场关注点在于巴拿马 Cobre 铜矿能否复产, 何时复产仍不确定, 当前可以预期的时间点是该国 5 月大选。如果该国大选后仍不能复产, 那么我们对全球铜矿产量增长预期还将进一步下调, 一些悲观的机构, 在今年初直接抹去了巴拿马全年的铜矿产量。

1.2 2023 年全球精铜冶炼扰动较多, 2024 年铜冶炼产能利用率可能下降

2023 年全球精铜产能增长有所放缓, 实际产能利用率有所回升, 但冶炼端的干扰仍较多。不过跟 2022 年不同的是, 2023 年冶炼端干扰主要发生在国外, 比如: 智利 Chuquibambilla 冶炼厂在 2022 年底和 2023 年初进行了为期近 4 个月的检修 (环保原因); 而国内冶炼端较为平稳, 产能利用率非常高。进入 2024 年, 我们看到国内和国外铜冶炼厂新建产能规模均较大, 并且铜精矿加工费大幅回落, 估计冶炼产能利用率可能会下降。

图表 15: 全球精铜产量

单位: 千吨、%



资料来源: Wind 中信期货研究所

中信期货有色与新材料 2024 年二季度策略报告

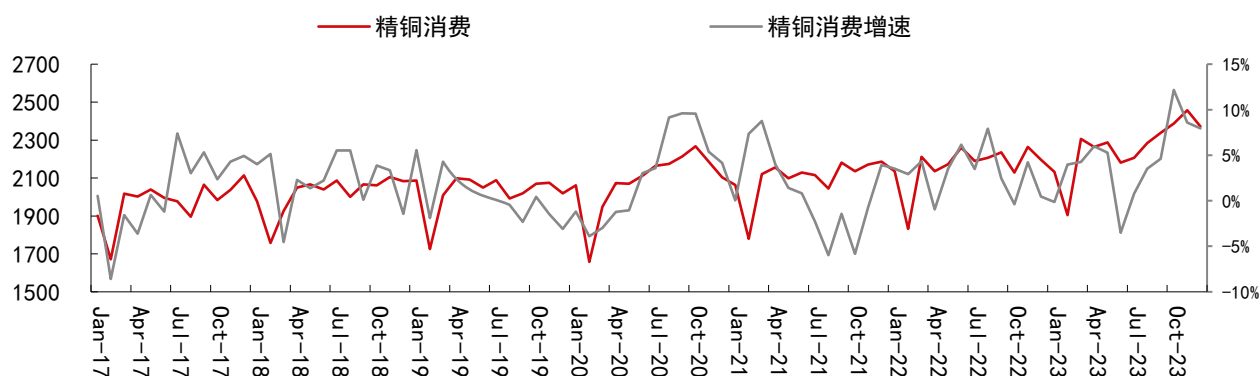
根据 ICSG 统计的数据,2023 年 12 月全球精铜产量 2391 千吨,同比增长 8.6%,1-12 月精铜产量累计 27115 千吨,同比增长 5.7%。2023 年 12 月全球精铜产能 2772 千吨,同比增长 2.3%,12 月全球精铜产能利用率为 86.3%,而 2022 年 12 月全球铜冶炼产能利用率为 81.2%,这说明 2023 年铜冶炼产能利用率较高,这主要是受益于国内冶炼产能利用率的提升。

1.3 2023 全球铜消费韧性较强,2024 年消费预期增长放缓

2023 年虽然年初投资者对欧美经济有衰退担忧,并且对中国房地产市场偏悲观,铜消费增长预期偏负面,但年末发现全球铜消费表现较好。主要是由于中国铜消费表现靓丽,全年消费增速在 5 个百分点以上,中国电力投资在电源投资的拉东西下增长强劲,家电和汽车产销量也表现不俗;海外消费没有预期的悲观,全年铜消费基本持平于上一年,欧美央行为了缓解银行等金融机构暴雷问题,主动放缓了加息节奏,并且通胀高位回落,紧缩的金融环境缓和为欧美经济增长创造了较好的条件,还要补充一句就是,2023 年是新能源汽车、光伏和风电铜消费大放异彩的一年,这对全球铜消费增长贡献巨大。进入 2024 年,欧美央行降息预期对经济有所提振,但通胀维持在偏高位背景下高利率持续时间更长,这将限制经济改善的高度,也会对海外铜消费构成制约;中国铜消费缺乏看点,虽然近期电源投资、家电等板块悲观预期有所好转,但全年上看,仍难看到大的亮点,房地产竣工转降背景下,家电和汽车等消费会受到拖累,整体来看,2024 年全球铜消费增长大概率放缓。

图表 16: 全球精铜消费

单位: 千吨、%



资料来源: Wind 中信期货研究所

2023 年 12 月全球精铜消费量 2391 千吨,同比增长 8%,1-12 月全球精铜累计消费 27120 千吨,同比增长 4.4%。就当下来看,中国房地产竣工和销售放缓背景下,家电和汽车产销预计会受到影响,设备更新换代对家电和汽车板块的拉动预计在下半年才会逐步显现,并且,在铜消费复苏的关键时间点,铜价大幅拉高,这在一定程度上抑制铜消费,因此,对二季度中国铜消费需谨慎;而就海外来看,1-2 月的制造业、汽车和房地产等方面的数据均指向消费复苏,但这是建立在通胀缓和和欧美央行降息预期的背景下,现在美联储降息时间点预期延后,并且美

中信期货有色与新材料 2024 年二季度策略报告

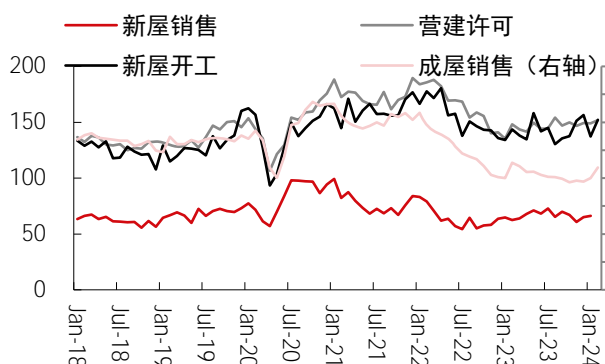
元利率维持在高位，这意味着二季度能否延续复苏还是继续取决于通胀表现，海外消费进一步改善存在不确定性。

图表 17：美国房屋市场

单位：万套

图表 18：欧洲房屋市场

单位：数值



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

从海外铜下游来看，欧美房屋和汽车市场有所改善。2024 年 2 月美国成屋销售折年数分别为 438 万套，同比分别下降 4%，环比回升 10%，1 月新屋销售折年数 66.1 万套，同比和环比均增长 2%。在美联储降息预期、房价下跌及高通胀缓解背景下，美国居民房屋购买能力逐步好转，这造成美国成屋和新屋销售低位回暖；2024 年欧洲营建产出 1 月为 104.5 个点，同比下降 7.9%，环比回升 0.5%（连续两个月环比回升），跟美国房地产市场表现类似，但稍弱一些。

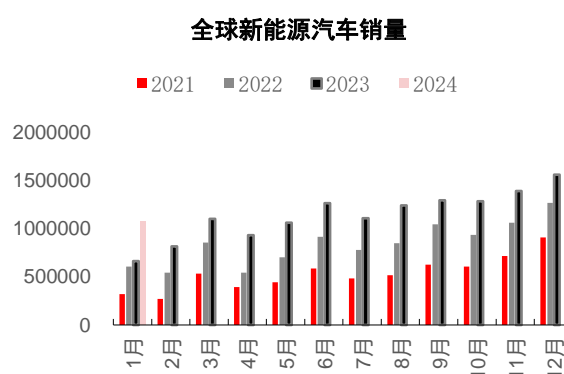
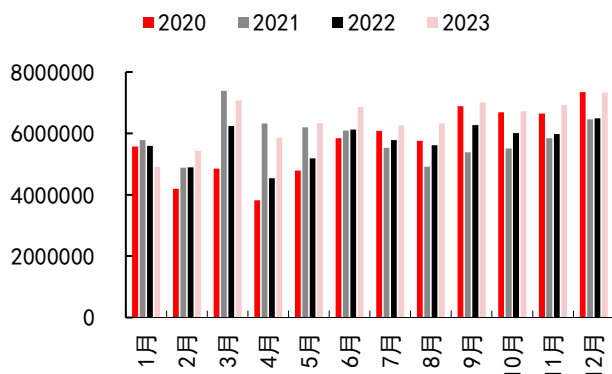
2023 年全球汽车市场销售增长超预期，传统车和新能源车销售表现均较为靓丽。根据彭博统计数据，2023 年 1-12 月全球汽车销量 7705 万辆，同比增长 12.2%，其中欧洲和美国 2023 年汽车销量分别增长 13.7% 和增长 13%。进入 2024 年全球汽车销售保持偏快增速，不过，过去两年居民储蓄率明显下降，进一步信用透支消费受限可能会制约汽车销量增长。根据 WardsAuto 数据，美国 1 和 2 月汽车年化销量分别同比增长-5% 和 6%；欧洲 2024 年 1 月份汽车销量同比增长 12%；中国 2024 年 1-2 月汽车销量同比增长 11%。

图表 19：全球汽车销量

单位：辆

图表 20：全球新能源汽车销量

单位：辆



资料来源：Bloomberg LMC 中信期货研究所

资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所

根据 CleanTech 等机构统计数据,2023 年全球新能源汽车销量 1367.4 万辆,同比增长 35.7%,其中中国新能源汽车销量增长 37.5%,欧洲新能源汽车销量增长 17.3%,美国新能源汽车销量增长约 50%。进入 2024 年,主要国家新能源汽车销量增长放缓,1 月全球新能源汽车销量 106.7 万辆,同比增长 61%,1-2 月中国新能源汽车销量增长 29%,欧洲 1 月新能源汽车销量增长 25.4%。

1.4 2023 年全球铜供需偏紧,2024 年预期略偏宽松,但过剩量有下修风险

2024 年全球铜矿生产扰动不断,根据彭博和有色网统计的数据,我们认为今年全球铜矿产量约 70 万吨,同比增长 3.2%,全年还存在进一步下修的风险。同时,今年国内新建粗炼和精炼产能提升到 100 万吨左右,海外冶炼新增产能超过 70 万吨,主要集中在印尼,2025 和 2026 年全球将迎来铜冶炼产能快速扩张期,有海外主导。我们认为 2024 年全球铜矿产量和精铜产量分别增长 3.2%和 3.7%。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,国内铜消费增速大概率放缓,不过考虑到新能源电网消纳考核调整及设备更新换代政策,中国铜消费预期有所改善;在高通胀缓解和欧美央行降息预期背景下,货币紧缩环境改善使得欧美经济呈现出一定韧性,我们上调了对海外铜需求的预估至 1%左右,我们认为 2024 年全球铜消费增长 2.9%。

就一季度来看,继去年底巴拿马第一量子旗下 Cobre 铜矿关停之后,南美厄瓜多尔武装动乱,巴西淡水河谷铜矿遭遇环保问题等等,这都对铜矿产量增长造成扰动,我们预计铜矿产量增长 3.8%;全球精铜产量预计增长 3.3%,主要是国内高增带动,海外铜产量增长缓慢,而需求端增速稍快,预计全球增长 7.6%,主要是由国内带动,海外预计增长 1.8%。整体上看,我们认为全球一季度供需小幅过剩;二季度中国消费增速预计放缓,海外铜消费平稳,预计全球铜消费同比增长 1.8%,海外供应抬升使得二季度全球铜供应维持偏快增长,预计全球铜供应增长 3.7%,二季度全球铜供需预计稳定。

图表 21: 全球铜供需预测

单位: 万吨、%

	2023	2024-Q1	2024-Q2	2024-Q3	2024-Q4	2024	2025
铜矿产量	2220	547	564	577	602	2290	2340
增速	1.4%	3.8%	2.5%	2.6%	3.8%	3.2%	2.2%
精铜产量	2711	690	685	699	738	2812	2892
增速	5.7%	3.3%	3.7%	3.3%	4.4%	3.7%	2.8%
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	7	0	7	8	21	-10

资料来源: ICSG IWCC 安泰科 中信期货研究所

(二) 中国铜市场供需

2.1 铜原料市场整体趋紧

2.1.1 一季度铜精矿市场供应偏紧

2023 年中国铜精矿产量下降 13.2%或减少 26 万吨,至 169.7 万金属吨,2023

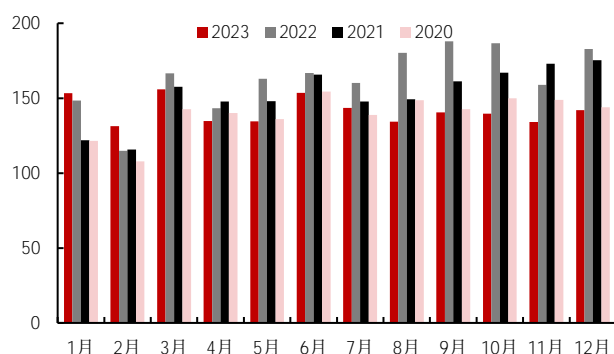
中信期货有色与新材料 2024 年二季度策略报告

年中国铜精矿进口量增长 8.9%或增加 226.5 万实物吨（折算 56.6 万金属吨），至 2758.8 万实物吨，其中，中国自智利和秘鲁进口铜精矿在中国总进口的比例为 56.9%，较上一年下降 1.4 个百分点（2024 年 1-2 月这两个国家铜精矿进口占比回升 3.1 个百分点，至 60%，另外还要说明的是，中国自澳大利亚进口铜精矿逐步恢复，2024 年 1-2 月进口占比已经达到 0.6%，还未恢复到往年 4%左右的正常水平），2023 年中国铜精矿供应合计增长约 30.6 万金属吨，2023 年中国铜冶炼产能增长 68 万吨，铜精矿供需趋紧。

进入 2024 年后，巴拿马第一量子旗下 Cobre 铜矿停产的影响开始逐步显现，1-2 月中国铜精矿进口 4658 千实物吨，同比增长 0.5%。而国内铜精矿现货加工费大幅回落，一方面是由于铜精矿供应收缩，另外一方面是国内铜精矿需求还在继续增加，开年以来恒邦 10 万吨冶炼产能投产和白银有色 20 万吨冶炼产能重新启动带来精矿需求增加；2024 年 1-2 月中国自秘鲁、智利、西班牙、澳大利亚、老挝和加拿大等国家的进口占比有所上升，但自蒙古、墨西哥、哈萨克斯坦、美国及其他地区的进口占比下降，其中其他地区占比降幅高达 2.6 个百分点。国内铜精矿供应持续紧张，2 月份国内进口铜精矿加工费已经降至 30 美元以下，3 月份进一步降至 10 美元左右。由于铜精矿现货加工费大幅下跌，铜冶炼厂现货矿冶炼利润亏损超过 1600 元，铜精矿长单冶炼利润仍维持在偏高水平，单吨盈利 1100 元左右。

图表 22：中国铜精矿产量

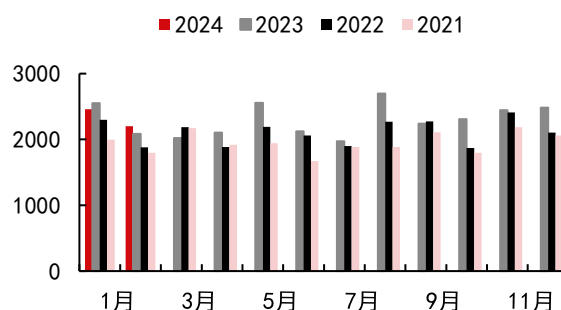
单位：千吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 23：铜精矿进口量

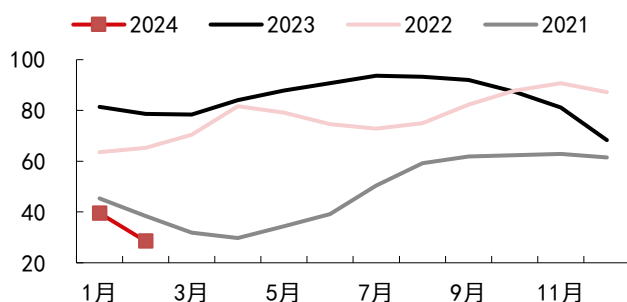
单位：千实物吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 24：中国现货铜精矿 TC

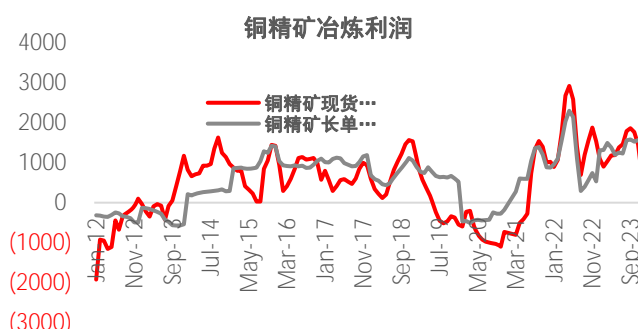
单位：美元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 25：铜精矿冶炼利润

单位：元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

2.1.2 2023 年中国废铜进口继续高增长，24 年全年进口预期放缓，国产废铜预期维持高增

2023 年欧美经济表现偏好，并且铜价处于高位，这些有利于海外废铜释放。2023 年中国废铜进口 198.7 万实物吨，同比增长 12.1%。从中国废铜主要进口来源国来看，主要国家占比变动不大，自发达国家进口占比普遍有所小幅回升，自马来西亚进口占比进一步下降 1.4 个百分点，至 10%。2024 年 1-2 月中国废铜进口 33.9 万实物吨，同比增长 11.6%，其中自美国进口废铜占比下降 0.1 个百分点，至 18.1%，自马来西亚进口废铜占比回升 0.3 个百分点，至 10.3%。整体上看，2021 年底马来西亚废铜进口政策调整，对中国废铜进口冲击有限，自马来西亚的下降被美国、泰国、英国和澳大利亚等国的上升所弥补。

展望 2024 年，预计海外废铜供应还将有小幅增长，毕竟海外经济呈现出较强韧性且铜价坚挺，这有利于释放。不过海外废铜的需求也在增加，比如：2023 年 11 月上旬，欧洲最大铜冶炼商 Aurubis 宣布，在美国佐治亚州的 Augusta 市建设回收材料冶炼厂，该公司称，预计该再生冶炼厂将在 2024 年下半年投产，届时将会出现和国内争抢废铜原料的情况。过去两年自美国进口废铜量上升贡献巨大，一旦下半年美国自身废铜需求上升，那么中国废铜进口将面临放缓压力。

图表 26：精炼铜和废铜价差

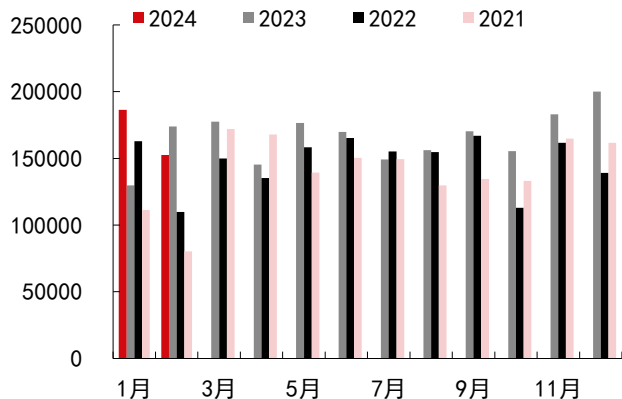
单位：元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 27：废铜进口量

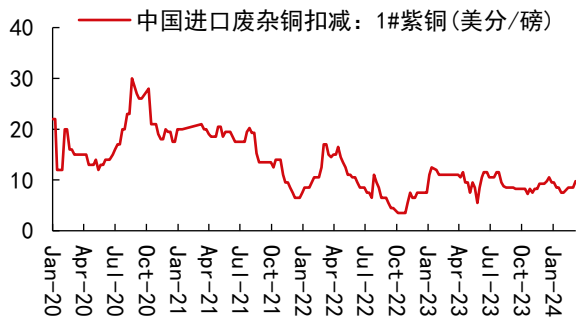
单位：实物吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 28：中国进口 1#紫铜折扣

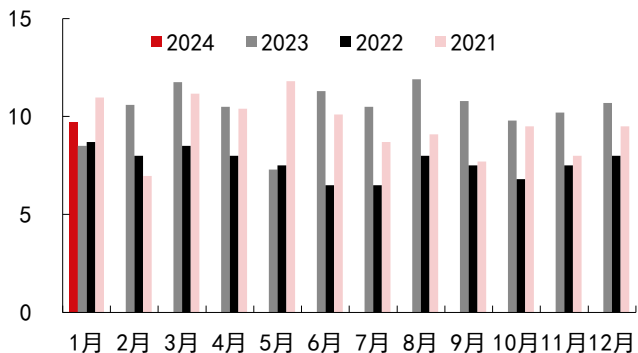
单位：美分/磅



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 29：国内废铜产量

单位：万金属吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

2024 年 1-3 月中旬铜精废价差均值为 1798.2 元, 低于去年同期的 1733.8 元, 这说明今年废铜供应偏宽松; 2024 年 1-3 月中旬中国进口 1#紫铜折扣均值 9 美分/磅, 去年同期为 11 美分/磅, 这说明今年进口废铜偏紧俏。根据 SMM 统计的数据, 2023 年中国国内废铜产量 123.9 万吨, 同比增长 35%或增加 32.4 万吨, 今年 1 月中国废铜产量 9.7 万吨, 同比增长 14%。考虑到今年铜价较为坚挺且国内铜存量仍处于偏快的报废周期内, 预计国内废铜供应将继续保持偏快增长, 全年废铜供应预计增长 15-20 万吨。

日前, 国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》(以下简称《行动方案》), 《行动方案》提出, 到 2027 年, 工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25%以上; 报废汽车回收量较 2023 年增加约一倍, 二手车交易量较 2023 年增长 45%, 废旧家电回收量较 2023 年增长 30%, 再生材料在资源供给中的占比进一步提升。如果考虑到《行动方案》执行后的拉动, 今年全年国内废铜供应释放量大概率会超我们的预期。

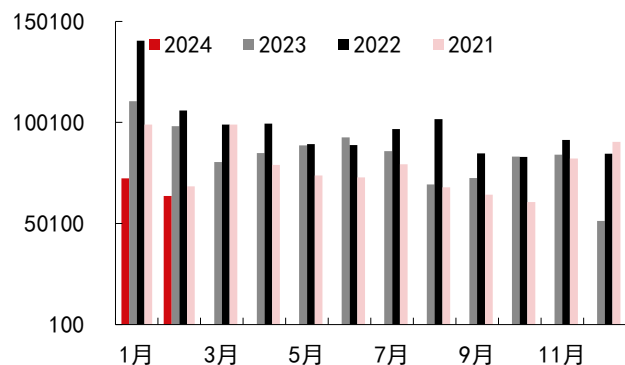
2.1.3 2023 年阳极铜进口大幅萎缩, 2024 年预期改善, 但扰动仍在

2023 年中国阳极铜进口偏弱, 自非洲和智利的进口量均明显下降, 智利这边跟该国整体产量下降有一定关系, 非洲这边除了极端降水造成部分冶炼厂产量下滑外, 交通运输不畅是一个很重要的原因, 并且持续至今。2023 年阳极铜进口 100 万吨, 同比下降 14%; 从中国阳极铜进口来源国来看, 2023 年自赞比亚进口占比下滑 3.9 个百分点, 刚果金进口占比提升 1.3 个百分点, 南非和坦桑尼亚进口占比分别下降 0.7 个百分点和上升 0.4 个百分点, 智利进口占比上升 0.1 个百分点, 巴基斯坦进口占比上升 1.6 个百分点。2024 年 1-2 月中国阳极铜进口 13.6 万吨, 同比下降 34.9%, 主要是由于赞比亚和巴基斯坦大幅下降所拖累。

进入到 2024 年中国粗铜供应并不宽松, 2 国内粗铜加工费均值 900 元, 环比回升 100 元, 3 月中旬周度粗铜加工费再度回落到 850 元, 这说明国内粗铜供需偏紧, 进口粗铜加工费今年以来一直维持在 100 美元窄幅波动, 整体上看粗铜供应偏紧俏。尽管对 2024 年阳极铜进口预期较为正面, 但实际改善却较为缓慢, 并且年初还意外大降, 主要还是受到运输这块问题的影响。

图表 30: 阳极铜进口量

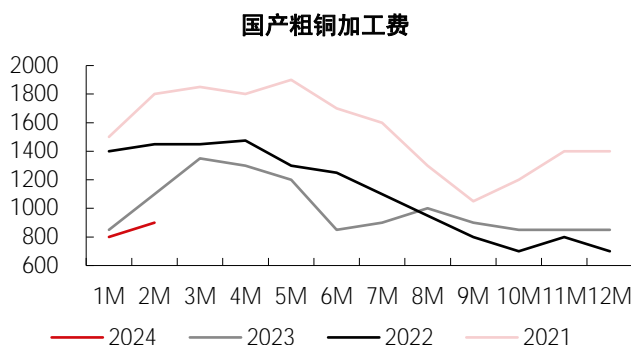
单位: 吨



资料来源: Wind SMM 中信期货研究所

图表 31: 国内粗铜加工费

单位: 元/吨 美元/吨



资料来源: Wind SMM 中信期货研究所

2.1.4 一季度铜原料供应偏紧张，二季度预期阶段性改善

根据我们的估算，2023 年中国铜原料（包括铜精矿产量、进口、废铜进口、铜锭进口及阳极铜进口）供应偏充裕，但相比于精铜产量，原料库存预期下降。2023 年中国铜原料供应增速约为 6%，远低于精铜产量 11.3% 的增速。2024 年一季度由于国内冶炼厂积极生产且有近 30 万吨冶炼产能投放，原料需求保持高增长，但原料供应增长放缓，主要是由于铜精矿进口放缓，并且阳极铜进口大幅收缩，铜原料供需偏紧张，但二季度伴随着冶炼厂检修规模加大，预计铜原料紧张局面将弱改善，但铜原料偏紧的局面难以出现实质性的好转。

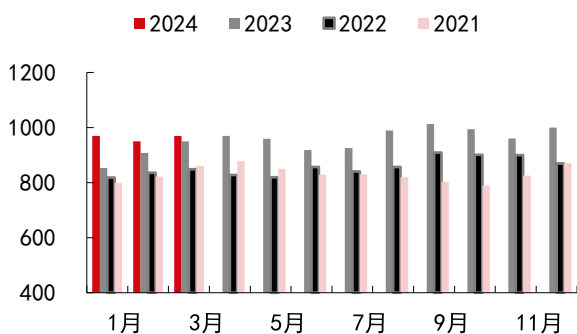
2.2 中国一季度精铜供应增长较快，二季度精铜供应预计增速放缓

2024 年一季度中国精铜产量增长明显提升，主要是受益于年初国内有近 30 万吨冶炼产能投产，包括白银有色 20 万吨铜冶炼产能重启和恒邦 10 万吨铜冶炼新增产能，并且 3 月铜检修较少，冶炼产能利用率处于偏高位，而由于春节前后进口窗口阶段性处于打开状态，这使得 1-2 月国内精铜净进口大幅增加。整体来看，我们预计一季度国内精铜供应增长较快，二季度国内冶炼厂检修规模比去年同期略高，伴随着进口亏损在 3 月逐步扩大，二季度国内精铜供应预计增速放缓。

2024 年 1-2 月 SMM 中国精铜累计产量 192 万吨，同比增长 9%。SMM 预计 3 月国内精铜产量为 97 万吨，同比增加 2%。海关总署统计，1-2 月中国未锻造铜与铜材进口 90.2 万吨，同比增长 2.6%，1-2 月中国精铜进口 61.1 万吨，同比增长 20.6%，同期累计出口 2.26 万吨，同比下降 59%。

图表 32：中国精铜产量

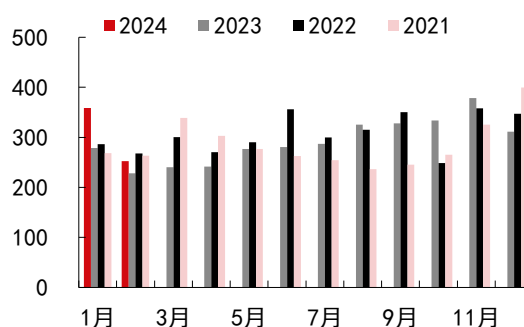
单位：千吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 33：精炼铜进口量

单位：千吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 34：中国铜冶炼企业检修安排 单位：万吨

公司名称	产能（万吨）	开始时间	结束时间	备注
葫芦岛宏跃北方铜业有限责任公司	10	2024-01-25	2024-02-12	18天
中原黄金冶炼厂	35	2024-03-20	2024-04-25	35-40天
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	2024-03-31	2024-06-30	90天
营口盛海化工有限公司	10	2024-04-01	2024-05-01	25天
青海铜业责任有限公司	10	2024-04-01	2024-05-01	30天
恒邦股份	10	2024-04-01	2024-05-01	30天
阳新弘盛铜业有限公司	40	2024年4月初	2024年5月初	30天
阜新博发铜业有限公司	10	2024年4月底	2024年5月底	30天
五矿铜业（湖南）有限公司	10	2024年4月中	2024年5月中	30天
铜陵有色金属集团股份有限公司金冠铜业分公司（双闪）	48	2024-05-01	2024-05-01	25-30天
阳谷建发铜业有限公司	40	2024-05-01	2024-06-01	50-55天
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	2024-05-01	2024-06-01	45天
阳谷建发铜业有限公司	40	2024-05-10	2024-06-01	50-55天
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
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司（新线）	15	2024年5月下旬	2024-07-01	55天
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
国投金城冶金有限责任公司	10	2024-06-01	2024-06-01	20天左右
包头华鼎铜业发展有限公司	20	2024-06-01	2024-06-01	25天

资料来源：SMM 中信期货研究所

一季度国内冶炼厂生产的积极性较高，并没有出现像市场预期的一样矿端偏紧向锭端传导，一方面是高比例长单背景下，铜冶炼利润尚可，现货矿冶炼亏损不至于让冶炼企业主动减产，毕竟地方增幅还面临稳经济的压力，另外一方面此前在两会前后，协会有传出组织冶炼厂集体应对铜精矿加工费过低的问题，所以3月很少有冶炼厂检修。

据中国有色金属协会官网，3月13日中国有色金属工业协会在北京组织召开铜冶炼企业座谈会，国内19家铜冶炼企业主要负责人参会。与会企业在调整冶炼生产节奏、严控铜冶炼产能扩张等方面达成共识。与会企业就调整现有生产线检修计划及压减生产负荷、新建产能推迟投运以及推迟达产达标时间等方面达成一致。

根据SMM统计数据，2024年二季度国内冶炼厂检修规模稍多，检修规模合计约469万吨，比过去两年要高，但低于2021年二季度的水平，这意味着二季度国内精铜产量增长可能放缓，考虑到今年有新增产能投放且冶炼厂长单比例较高，预计实际检修造成的减量不会明显超过2022/2023年同期，可能在20万吨左右。

2.3 2024 年一季度消费复苏偏慢，二季度预期并不乐观，绝对价格是关键因素

2.3.1 终端产品表现分化，传统汽车销售和房地产销售还有待改善

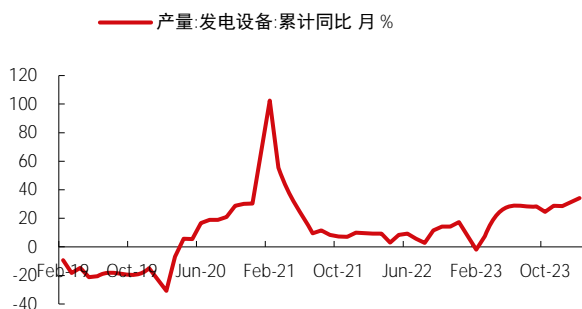
2024年中国铜终端消费缺乏亮点，国家电网投资放缓，风电投资预期放缓，房地产竣工和销售转降预期拖累家电和汽车消费。不过，近期这种预期略微好转，

风光电网消纳考核预期调整，这使得风光装机悲观预期好转；设备更新换代的政策使得家电和汽车消费增长预期好转。

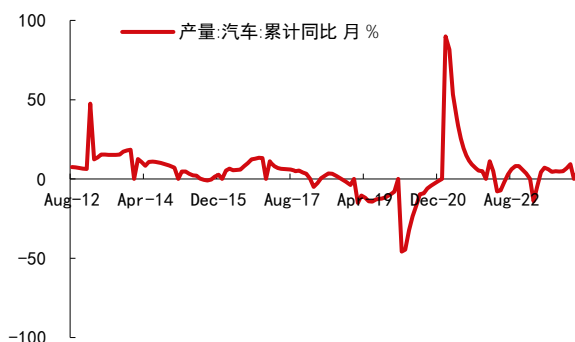
2024 年 1-2 月发电设备累计同比增长 34.1%。2024 年国家电网投资预算目标 5000 亿元, 低于 2023 年的目标 5200 亿元, 2023 年中国电网累计投资 5275 亿元, 同比增长 5.4%；电源投资 9675 亿元，同比增长 30.1%。2024 年 1-2 月电线电缆累计出口 41 万吨，同比增长 32.3%。

2024 年 1-2 月汽车产量 383.5 万辆, 累计同比增长 4.4%, 同期销量增长 11.1%, 1-2 月中国新能源汽车产量 118.9 万辆, 同比增长 25.6%, 同期销量增长约 29.4%；2024 年 1-2 月空调累计产量 3763.6 万台，累计同比增长 18.8%，同期冰箱和洗衣机累计产量同比分别增长 12.8% 和增长 18.5%；1-2 月房屋竣工面积累计 1.04 亿平米，累计同比下降 20.2%，销售面积同比下降 20.5%，竣工和销售疲软可能会拖累全年家电和汽车销售。

图表 35：发电设备产量累计增速 单位：%



图表 36：汽车产量累计增速 单位：%



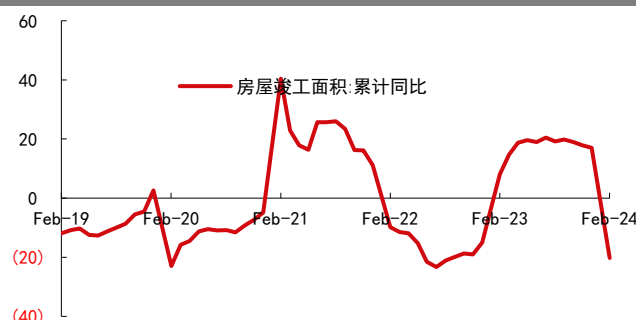
资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 37：空调产量累计增速 单位：%



图表 38：房地产竣工累计增速 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

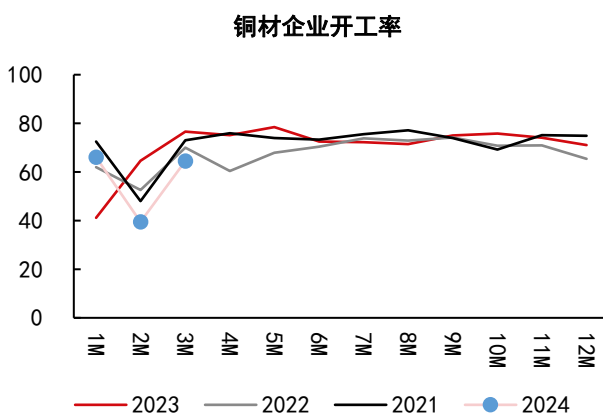
2.3.2 2 月初端开工表现偏弱，3 月预计继续季节性回升势头偏慢

2 月份国内铜初端加工环节普遍表现较差，甚至有一些超预期的回落，这是今年终端需求缺乏亮点的直观反应，跟房地产相关的初端板块表现偏弱。3 月预计铜材企业开工率季节性回升，但是回升力度弱于往年同期，除去终端消费疲软

的约束外，高铜价在 3 月中旬后对精铜制杆开工构成明显抑制。站在当下来看，如果铜价维持当前高位，那么二季度铜消费旺季不旺的概率较大。

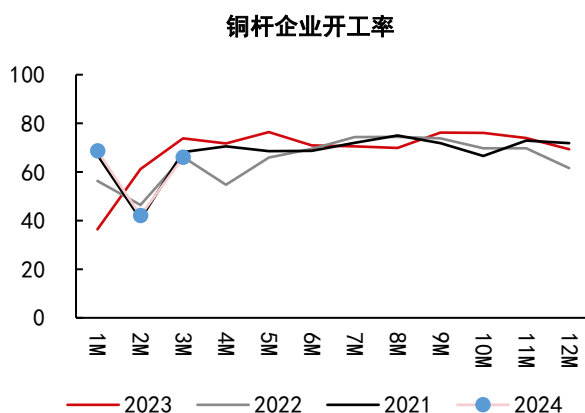
图表 39：铜材开工率

单位：%



图表 40：铜杆线开工率

单位：%

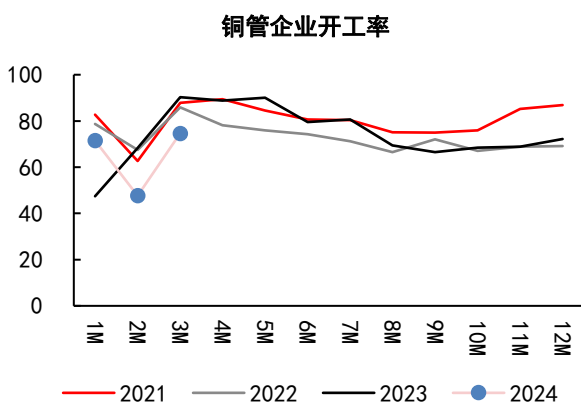


资料来源：SMM 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

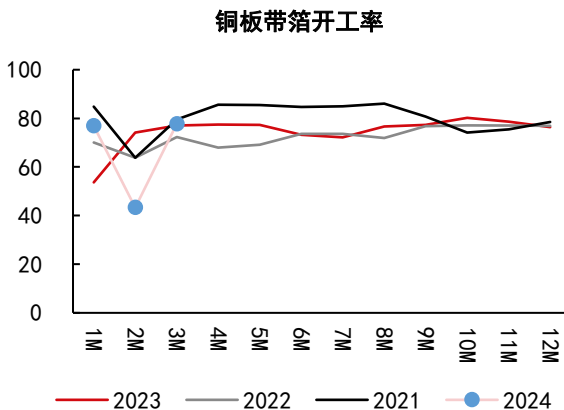
图表 41：铜管开工率

单位：%



图表 42：铜板带箔开工率

单位：%



资料来源：SMM 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

2.4 中国铜供需平衡表

一季度国内精铜产量保持高增长,主要是由于年初有 30 万吨冶炼产能投产,并且冶炼厂铜矿长单比例较高,现货矿亏损对冶炼厂负面影响有限;而 1 月进口窗口大部分时间打开且 2 月进口窗口间歇性打开,这为精铜进口创造了较好的条件,国内精铜供应大幅增长。而需求端受到去年偏低基数,国内 1-2 月终端出口超预期,电力投资、家电和汽车短期韧性较强等因素影响,铜消费增速偏高,但国内铜整体还是呈现偏过剩,库存累积量比往年同期偏多,这说明在终端需求全年看点不多的背景下,高铜价对需求有一定抑制。二季度来看,在冶炼厂加大检修和进口窗口封闭的状态下,预计精铜供应增速放缓;而需求增速也将回落,一方面是高铜价对消费有抑制,另外一方面是去年同期基数较高,政府万亿国债及设备更新换代的影响可能更多的体现在下半年;预计二季度国内铜供需转向季节性小幅去库。

中信期货有色与新材料 2024 年二季度策略报告

图表 43：中国铜供需平衡表

单位：万吨，%

	2023	2024-Q1	2024-Q2	2024-Q3	2024-Q4	2024	2025
精铜产量	1144	290	298	301	305	1194	1248
增速	3.1%	7.0%	4.7%	2.7%	3.4%	4.4%	4.5%
净进口量	323	85	81	81	93	340	345
抛储	0						
精铜消费量	1480	355	385	396	407	1543	1614
增速	7.4%	12.0%	1.7%	2.2%	2.0%	4.2%	4.6%
过剩量	-13	20	-7	-14	-8	-9	-21

资料来源：SMM Wind 中信期货研究所

（三）现货与库存

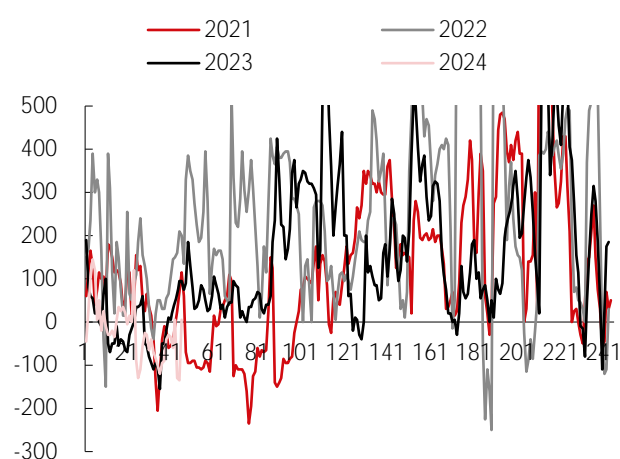
3.1 现货升贴水

2024 年一季度，上海铜现货升水处于最近几年偏下沿，投资者对美联储降息的乐观预期和供应扰动推高了价格，但春节后消费偏弱，同期超季节性累库压制现货表现，这跟去年比较相似，但又并不完全相同；展望二季度，我们认为供应增长放缓，而需求端改善受到部分终端制约，铜价绝对价格是决定因素，若铜价有所调整，那么铜现货升水预计会继续好转，估计现货升水在-100~150 元之间波动。

伦铜 Cash-3M 价差在 1-3 月大部分时间处于大 Contango 状态，处于最近几年的区间最下沿，一方面是由于海外真实消费偏弱，另外一方面是由于美元利率处于高位，持货成本过高，这是造成现货大贴水的根本原因，我们认为二季度伦铜 Cash-3M 价差大 Contango 的状态难有明显改观。

图表 44：SMM 铜升水均价历年走势

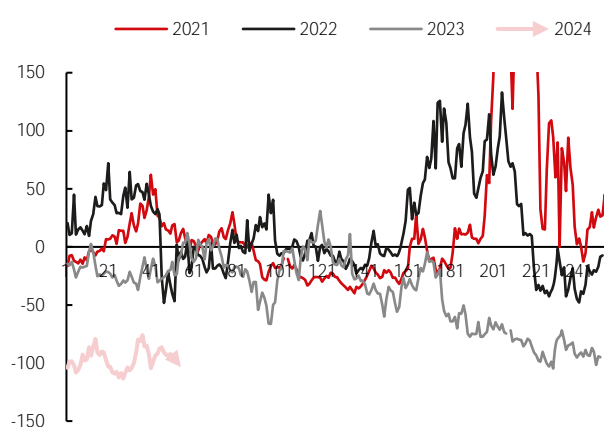
单位：元/吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 45：伦铜 Cash-3M 历年走势

单位：美元/吨



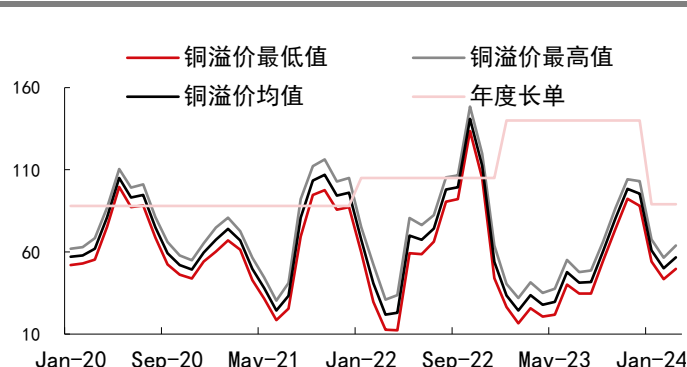
资料来源：Wind 中信期货研究所

3.2 贸易升水与内外价差

2024 年 CodeIco 发往中国的铜贸易升水长单下降 51 美元，至 89 美元，主要是由于中国铜融资性需求大幅萎缩，一方面中国政府严控融资性贸易，美元利率

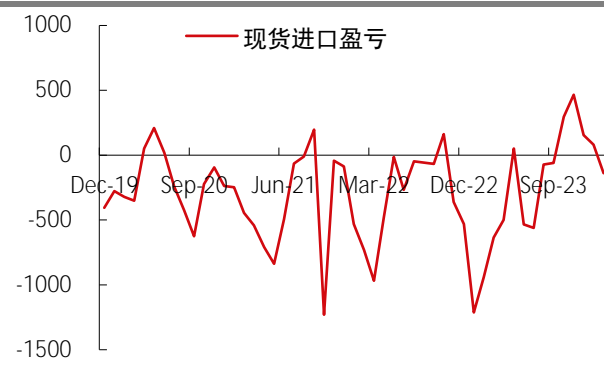
高位且人民币偏弱，融资性贸易成本过高，另外一方面中国房地产不景气，中国缺乏新的低风险且高收益的实体融资性需求。在这种背景下，中国铜进口贸易逐步恢复实际需求的本源诉求。从开年以来，中国洋山港铜溢价走势来看，再度重复了去年的节奏，只不过今年洋山港铜溢价表现偏强，不仅见底时间比去年早了 2 个月，而且今年绝对数字比去年高 20 美元以上，这说明年初中国精铜进口需求偏强，这跟今年 1-2 月精铜进口同比增长 2 成相一致。考虑到当前国内铜社库绝对数字偏高，并且消费复苏还受到高价抑制，预计今年二季度洋山港铜溢价进一步抬升的节奏可能偏慢。

图表 46：洋山铜月均价与长单价格 单位：美元/吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 47：铜现货进口月盈亏 单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

就内外价差来看，今年铜进口盈亏的表现明显异于往年同期，1 月份大部分时间进口窗口是打开状态，2 月进口窗口间歇性打开，就算是 3 月铜价阶段性脉冲上涨，也没有出现阶段性极端的内外负价差。之所以出现这种情况，主要是由于春节前铜价整体表现偏弱一些，这给了下游企业节前备货的机会，同时，春节前国内铜社会库存绝对数字非常低。3 月份铜价阶段性脉冲上涨进口盈亏也没有出现极端化，主要是由于行情由国内资金驱动，这些资金对矿端偏紧到精铜收缩的预期炒作较为一致，这才造成了这次极为罕见的情况。展望二季度，消费旺季预期和冶炼厂减产都是可以炒作的点，但在缺乏精铜出口机会的背景下，国内铜库存去化可能需要更长的时间，内外价差可能还是在偏窄的区间内波动。

3.3 库存

截止 3 月 22 日，四地铜库存约为 48.3 万吨，比去年同期高 8.6 万吨，较去年底增加 26.0 万吨，四地铜库存增幅由国内贡献，上海保税库+上期所铜库存年内累积 30.1 万吨，伦敦和纽约铜库存年内分别下降 5.3 万吨和增加 1.2 万吨。分区域来看，跟去年同期类似，纽约铜和伦敦铜库存均处于偏低水平，或者说处于历史极低水平，这是一季度铜价非常重要的支撑，也是投资者对铜价远期走势较为乐观的一个非常重要的原因。

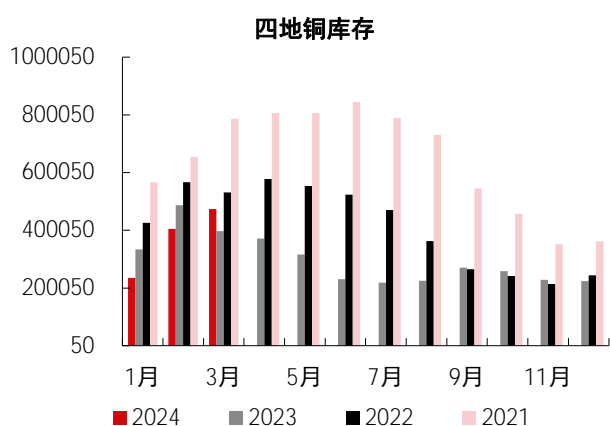
从交易所铜库存消费比和交易所库存+保税库铜库存消费比来看，可以直观的看出这俩指标仍处于近 10 年非常低的水平，截止 3 月 22 日，这两个指标分别为 0.75 周和 0.84 周，3 大交易所铜库存消费比仍低于一周的水平，这对铜来说

中信期货有色与新材料 2024 年二季度策略报告

是很强的一个支撑。

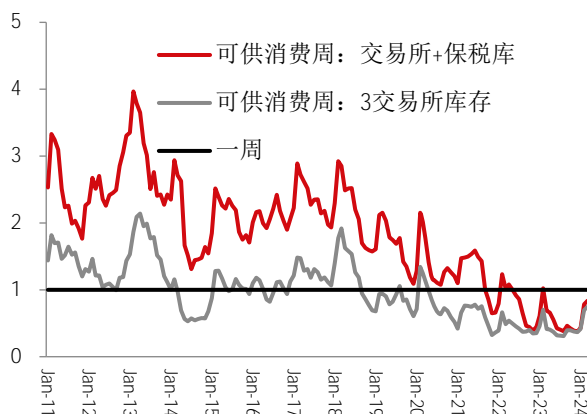
今年春节后沪铜季节性累库时间预计将超过 2022 年和 2023 年持续的时间，并且累库强度非常大。截止 3 月 22 日，春节后沪铜持续累库 4 周，本周微降，如果按社会库存算，仍处于累库状态中，春节后 4 周周均累库 5 万吨，远高于 2020 年的 3.74 万吨。进入二季度，沪铜将大概率会去库，但是今年库存拐点估计会偏慢，并且去库节奏预计也会偏缓慢，至少相比于往年同期，今年缺少了冶炼厂积极的出口的配合。

图表 48：三大交易所和上海保税库存 单位：吨



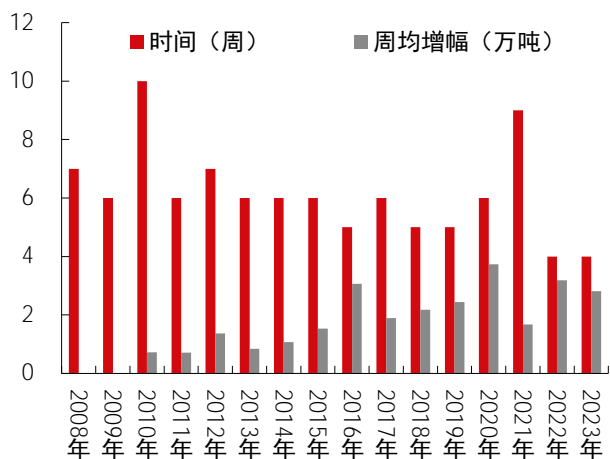
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 49：铜库存消费比 单位：周



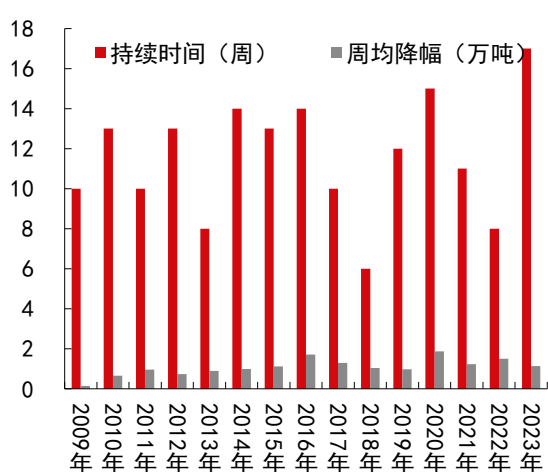
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表 50：历年春节后沪铜累库 单位：周、万吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 51：历年二季度沪铜去库 单位：周、万吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

五、资金面

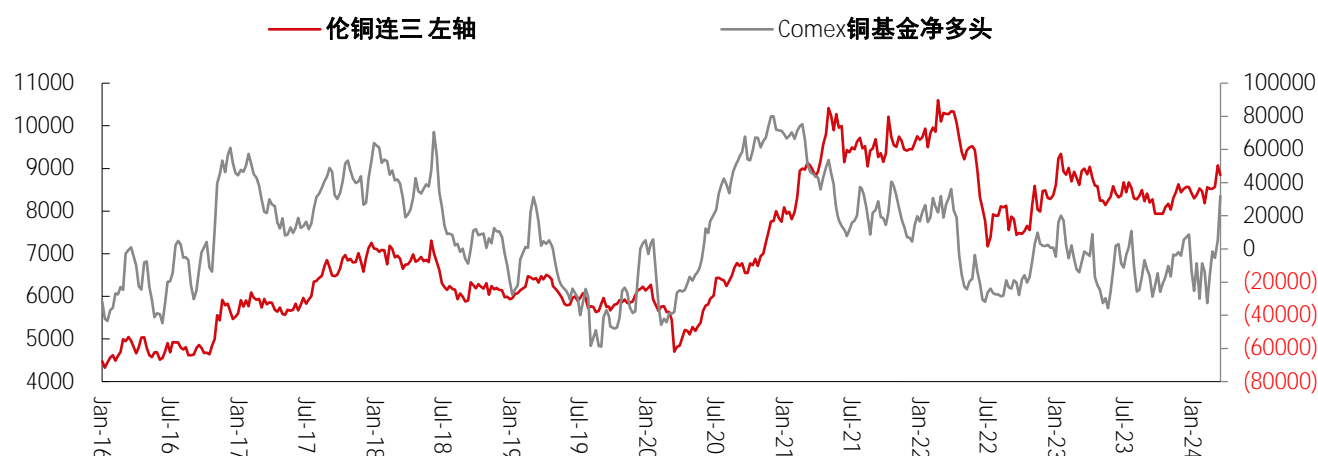
2023 年年初，投资者对国内经济复苏预期和美联储加息节奏放缓预期较为乐观，我们看到基金快速空翻多一度推动铜价大幅走高，但是随后的时间基本上呈现出基金跟随宏观预期反复而频繁多空切换。进入 2024 年，虽然投资者对美国经济软着陆预期有所好转，但是基金在铜上面的操作仍较为谨慎，今年 1-2 月

中信期货有色与新材料 2024 年二季度策略报告

Comex 铜基金净持仓维持净空状态，不过 3 月中旬，中国铜冶炼厂减产和美国经济软着陆预期炒作共振，Comex 铜基金快速空翻多，3 月 19 日净多头持仓攀升到 31925 手，远高于去年年初，带动铜价一度走出极端化走势。但随着 3 月 21 日瑞士央行降息，投资者担心欧洲经济出问题，美元指数走强，铜价快速回落，整体上看，在欧美央行没有真正降息前，投资者对宏观面的预期还会不断反复，基金阶段性极端的操作反倒是提供了反向交易的机会。

图表 52：Comex 铜基金持仓

单位：手、美元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司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有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司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，或者中信期货有限公司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，且中信期货有限公司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，但中信期货有限公司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，且中信期货有限公司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有限公司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，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

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

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>