

## 2024 年铜价市场展望：宏观压制因素趋缓，关注顺周期机会

### 分析概述

- **2023 年有色市场回顾：**随着新冠疫情逐渐得到控制，各国经济重启，全球经济迎来了复苏，但全球范围内的通胀压力有所增加。这主要是由于疫情后的需求反弹、供应链紊乱以及能源价格上涨等因素所致。在 9 月的议息会议后，美联储预测 2024 年的经济增长将较 2023 年下降 0.6% 至 1.5%，暗示本轮加息进程已进入尾声，将扭转强势美元对有色金属商品的价格压力，并在流动性边际宽松上对有色金属价格形成支撑。
- **2024 年铜价市场展望：**海外央行紧缩预期放缓以及国内宏观调控政策的持续发力，有望带动有色金属需求超市场预期提升。铜资源中长期面临供应端资源开采成本提升和战略安全价值凸显，然而铜作为新能源转型必需的“绿色金属”，其需求弹性和风险溢价受到大国博弈、地缘经贸及产业链稳定性的影响较大，2024 年精炼铜价格恐在高位震荡下行，但下跌幅度可能不会太大，铜价低点或出现在下半年，全年铜价尽管有所下跌，但仍将维持在历史较高位置。主要运行区间在 63000-75000 元/吨，伦铜主要运行区间为 7500-9000 美元/吨。
- **风险提示：**1、海外风险不确定性；2、政策实施不确定性；3、供给释放的不确定性

研究员

李小微

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

xiaowei.li@cicc.com.cn

## 目录

|                                |        |
|--------------------------------|--------|
| 宏观：海外央行紧缩预期降温，而国内政策持续加码 .....  | - 3 -  |
| 美国经济数据有所回落，但仍保持一定韧性 .....      | - 3 -  |
| 稳中向好政府发力 .....                 | - 3 -  |
| 有色金属行业整体业绩同比增速放缓 .....         | - 4 -  |
| 铜：宏观情绪主导价格走势 .....             | - 5 -  |
| 2023 年行情回顾 .....               | - 5 -  |
| 有色的金融属性 .....                  | - 5 -  |
| 资本开支不足制约远期铜矿供应 .....           | - 5 -  |
| 铜矿品位下滑，增速不如预期 .....            | - 6 -  |
| 国内铜精矿进口量同比增长，依存程度在逐年提高 .....   | - 8 -  |
| 铜矿供给速度增加，中国精铜产量占比攀升 .....      | - 9 -  |
| 精铜进口量依旧维持增幅 .....              | - 9 -  |
| 终端需求亮点在电力电网基建，地产边际改善有待时日 ..... | - 10 - |
| 房地产筑底运行，明年将维持弱复苏 .....         | - 11 - |
| 空调出口表现亮眼，销售总量相对稳定 .....        | - 12 - |
| 万亿特别国债年内开启增发，基建增速或将维持高位 .....  | - 13 - |
| 新能源用铜量将不断增加，成为拉动铜消费的主力 .....   | - 14 - |
| 库存处于历史低位 .....                 | - 14 - |
| 预计 2024 年将转为小幅过剩 .....         | - 15 - |
| 2024 年行情展望 .....               | - 15 - |
| 法律声明 .....                     | - 17 - |

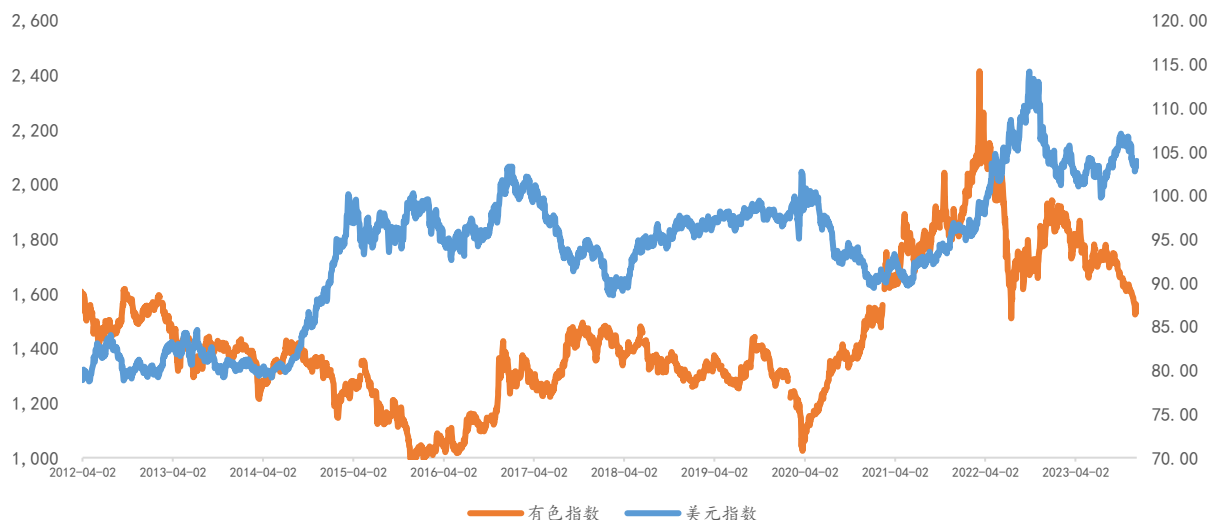
## 宏观：海外央行紧缩预期降温，而国内政策持续加码

### 美国经济数据有所回落，但仍保持一定韧性

2023 年以来，海外通胀风险仍在持续，紧缩压力出现反复。全球服务业的恢复仍在继续，俄乌局势悬而未决，包括沙特、俄罗斯在内的“欧佩克+”多个国家宣布单方面减产，能源价格居高不下令市场对美联储再度加息抑制通胀的预期不断升温。

受到美联储持续加息、美国经济数据仍具一定韧性等因素影响，2023 年前 10 个月美国 10 年期国债名义收益率和实际收益率震荡上行。截至 2023 年 10 月 31 日，美国 10 年期国债名义收益率从年初的 3.79% 震荡上行至 4.58%，实际收益率从年初的 1.53% 震荡上行至 2.33%。美联储年内继续加息 4 次，其中二月加息 25bp，三月 25bp、5 月加息 25bp，7 月加息 25bp，其余时间按兵不动，美元走势持续呈现震荡上行趋势。美联储均按下加息暂停键，利率预计整体维持高位，但企业的固息债务陆续到期续借，整体融资成本提升可能缓慢侵蚀经济动能，在美联储转向前对经济的压力预计将逐季增加。今年前三季度，美国实际 GDP 同比增长 2.4%，超出市场预期，这一增速是二季度的 2 倍多，也是近 2 年来最高度增速，反映出美国经济韧性强劲。预计在通胀压力减弱，海外央行紧缩预期降温。美联储加息进入尾声，2024 年或将进入降息周期，在流动性上有利于全球有色金属商品价格的由弱转强。

图表 1：美元指数与铜价走势正相关



资料来源：万得资讯，中金财富期货

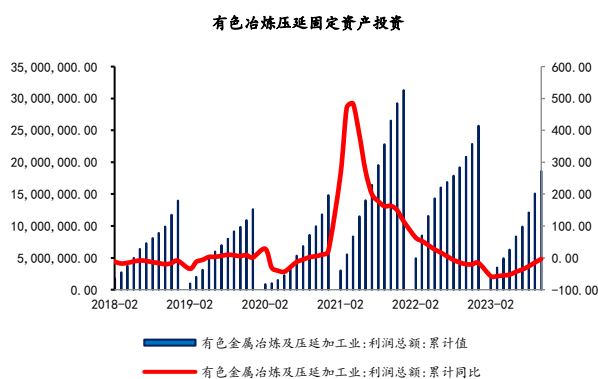
### 稳中向好政府发力

2023 年外需较弱和内需不足是工业生产的主要掣肘。从整体走势上看，开年增势较快，但修复的基础并不牢固，二季度放缓，需求增速低于预期。央行降息降准、促进消费、加速专项债发行、房地产认房不认贷与降低首付与房贷利率等一系列重磅政策逐步发力，需求不足的问题有所缓解。后疫情时代第一年里，服务业在快速反弹之后，逐渐向平稳增长转变过渡，整体修复明显，保持了较快增速。在经历疫后一年经济恢复，加上宏观政策持续发力支持，当前国内“稳增长”的政策方向十分明确，我国经济将呈现渐进式复苏态势。

## 有色金属行业整体业绩同比增速放缓

2023 年上半年国内放开管控，以及消费与房地产一系列扶持政策的出台，经济显露出强势复苏迹象，叠加美联储放缓加息进度，有色金属价格普涨。但国内疫情后的疤痕效应使经济复苏的势头在一季度后快速回落；叠加出口下降，市场信心减弱以及美联储加息更高更长的预期，使有色金属价格、行业景气度与企业盈利能力在二季度普遍承压。三季度以来随着国家一系列政策组合拳的出台，叠加金九银十消费季，国内信心的修复将是支撑有色价格需求的重要因子。美国经济、通胀韧性超预期使美联储采取更高更长利率政策的弱现实，成为了抑制有色金属行业景气度，致使有色金属价格下跌与有色金属企业盈利能力减弱的关键因素。2023 年 1-10 月，全国规模以上有色金属矿采选业营业收入 2798.0 亿元，同比增长 1.2%；营业成本 1791.2 亿元，同比下降 1.6%；利润总额 639.6 亿元，同比增长 4.5%。

图表 2：有色金属冶炼及压延加工业



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：有色金属采矿利润



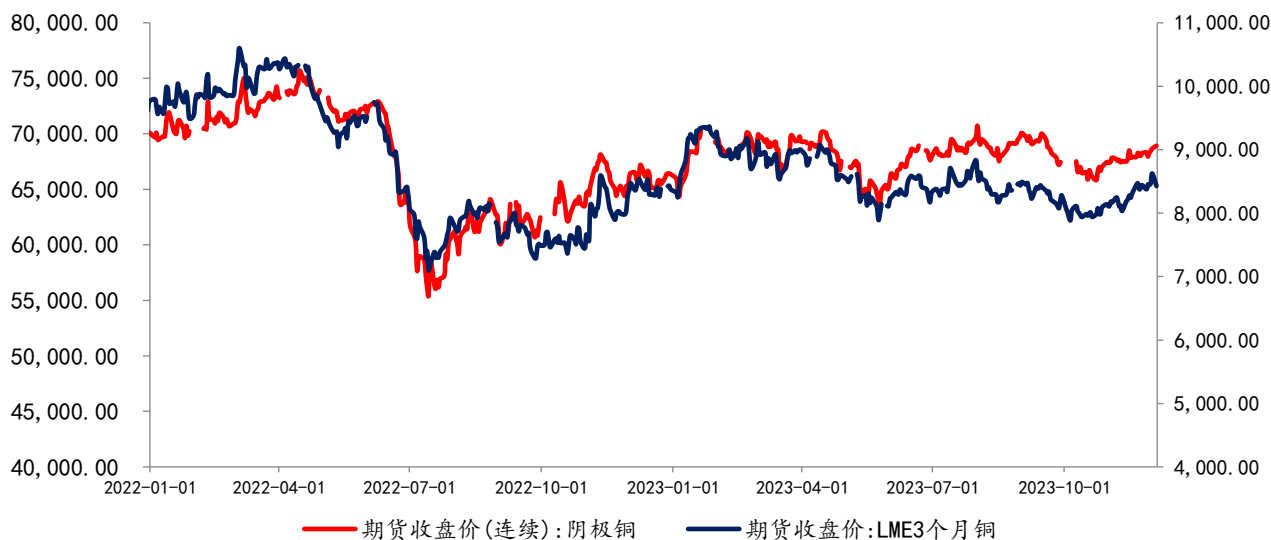
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

## 铜：宏观情绪主导价格走势

### 2023 年行情回顾

受到美联储持续加息、欧美滞胀预期增强、国际局势复杂多变等因素影响，前 11 个月铜价普遍呈现涨后跌走势，整体呈现高位宽幅震荡走势。在后疫情时代的全面放开以及国内宏观经济复苏强预期的推动下，年初沪铜快速上涨并一度升至 71500 元/吨，创今年的历史性高点。但进入 3 月后，由于国内弱复苏、房地产需求放缓，叠加美债上限、通胀等问题，需求恢复较慢，与此前市场预期的强反弹有一定差距，需求预期逐步向下修正，铜价开启了一轮较大幅度的下跌行情，沪铜一度跌至 62690 元/吨一线，创今年价格最低点。第三季度，美国通胀数据放缓使市场下调美联储加息预期，中国政府出台多项提振经济促进消费政策，短期内市场对于中国经济下半年向好的信心有所恢复，铜价再次走强。进入四季度后，美国三季度 GDP、耐用消费品消费等多项数据表明经济强韧性，国内社库重回历年极低位置，沪铜企稳反弹。截至 12 月 15 日，最终沪铜主力合约收于 68630 元/吨，全年涨幅 3.3%。在海外紧缩和衰退的交织，国内政策预期与现实的多重博弈之下，铜价全年波动区间在 62690-71500 元/吨，波动幅度为 14.1%。

图表 4：铜价走势图



资料来源：安泰科，中金财富期货

### 有色的金融属性

铜作为大宗工业原材料，被市场赋予了双重属性，即本身所具有的商品属性和衍生的金融属性。商品属性反映了受供需关系变化影响价格走势；金融属性则主要体现在与美元指数的负相关上。一般情况下，铜有供需关系影响的商品属性，但在某些特殊时期或者铜价运行的某个阶段，铜的金融属性则可能起主导作用。

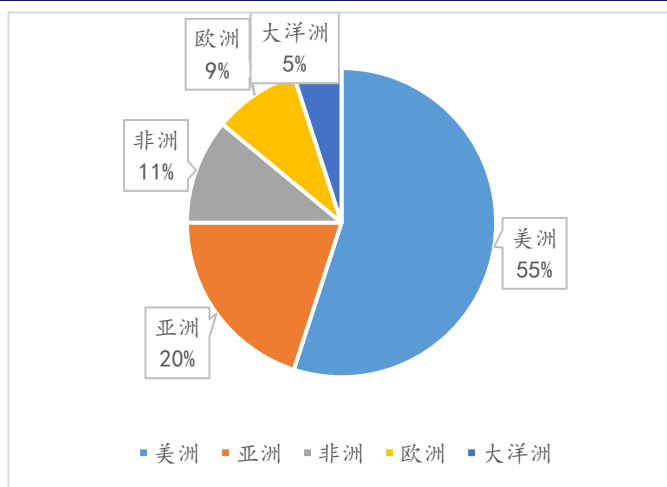
### 资本开支不足制约远期铜矿供应

全球铜资源储量丰富，但铜精矿增产受限于铜矿企业持续的资本开支和勘探支出，一般从资本开支投入到铜矿建成投产要滞后 5 年左右，而矿山企业的资本开支受铜

价影响，具有较强的周期性。

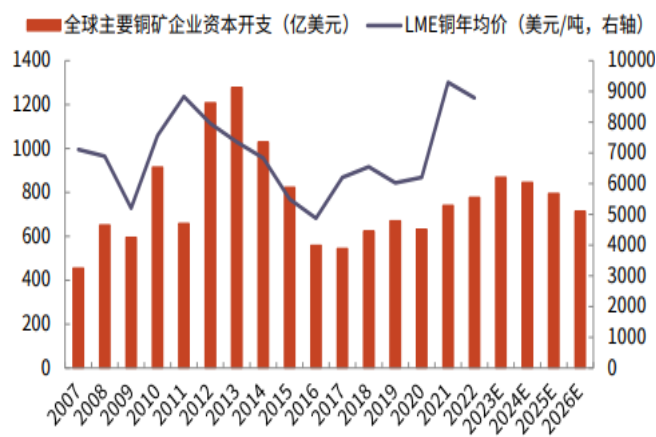
根据历史上铜矿资本开支与铜矿供应增速变化规律显示，全球主要铜企提高资本开支的意愿较低。自 2013 年全球主要铜企的资本开支见顶以后多年维持低位，同时，2019-2022 年这一轮铜价上涨周期中，主要铜矿的资本开支并没有显著增加。2021 年 LME 铜均价创下历史新高，达到 9294 美元/吨，较 2019 年增长 54%；但同期，主要铜企的资本开支仅增长 10.6%，即使 2022 年铜均价仍维持在高位（8786 美元/吨），同期主要铜企资本开支较 2021 年同比仅增长 5%，意味着未来刺激企业扩大资本开支需要更高的铜价，行业成本上行，铜价中枢将逐步上移。

图表 5：全球铜精矿供应结构



资料来源：WoodMackenzie, COCHILCO, 安泰科, 中金财富期货

图表 6：2021 年以来铜价大涨并未带来主要铜企资本开支增加



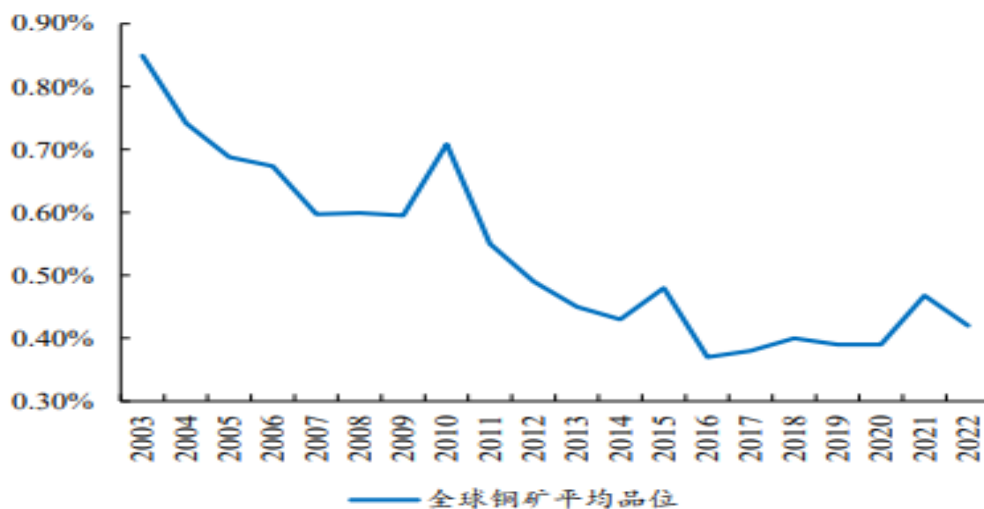
资料来源：WoodMackenzie, COCHILCO, 安泰科, 中金财富期货

### 铜矿品位下滑，增速不如预期

全球矿山老龄化的问题很严重，随着矿山开采时间延长，老矿山品位逐年下降。全球老牌矿山产量逐年下滑，智利铜矿产量从 2018 年开始持续下滑，赞比亚产量也呈现下滑的趋势。部分在产的全球主力矿山在经历多年开采后由露天开采转入地下开采阶段，比如自由港位于印尼的 Grasberg 金铜矿、力拓位于蒙古的 OyuTolgoi 金铜矿、智利 Chuquibambilla 铜矿等，开采深度已逐步向 1000 米以下发展。铜矿品位下滑，铜企现金成本抬升，资源开采难度持续提升。据彭博数据，2003 年至 2022 年，全球铜矿平均品位快速下行，由 2003 年的 0.85% 下降至 2022 年的 0.42%。矿企因为铜矿投产进度缓慢、铜矿品位下滑等原因下调产量预期。



图表 7: 2003 年来全球铜矿品位下滑严重



资料来源: 安泰科, 中金财富期货

2023 年铜矿新扩建项目非常多, 下半年开始智利和刚果金的铜矿集中投产, 但是四季度铜矿干扰增多, 铜矿增速预期下调。据 ICSG 统计, 2023 年 1-9 月全球矿山铜产量增速 1.7%, 低于市场预期。全球铜产储量集中在南美地区, 智利、秘鲁对全球铜供应影响较大。智利作为全球铜供给的主要贡献地, 前十个月智利的矿产铜产量为 432.4 万吨, 分别同比下降 2.14%, 是拖累全球产量释放的重要原因。受矿龄老化、部分矿石品位下滑以及周期性干旱导致降雨量偏少引发缺水等因素影响。秘鲁是仅次于智利的全球第二大铜矿产出国, 2023 年国内暴力抗议活动不断使得铜矿产能受干扰。也面临着矿石品位下滑和税收政策调整等不确定性风险, 矿产铜产量逐年下滑。1-10 月继续同比下滑 1.7%。第二大铜矿生产国秘鲁, 秘鲁抗议活动不断, 年初秘鲁 Las Bambas、Cerro Verde 等多家矿山因为抗议活动出现停产或者减产。1-10 月铜产量为 223.4 万吨, 同比上涨 13.9%。2023-2025 年全球矿山产量增速逐年下滑, 矿山投资的减少带来新项目的匮乏, 加之品味下降、开采成本边际抬升, 资源枯竭等问题, 铜矿产量扩张形成制约。今年 QB2、Los Pelambres 海水淡化和扩建项目、Udokan、Chalcobamba 等矿山投产进度慢于预期。而缅甸等国家铜矿山面临政治风险大, 复产计划一直在推迟。

图表 8: 2024 年全球主要铜矿新增、扩产项目

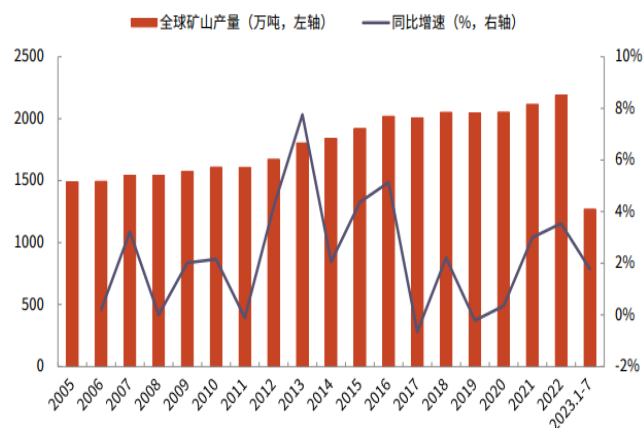
| 矿山                                | 地点   | 主要矿权       | 投产时间      | 达产后产量 (万吨) | 预计增产 (万吨) |
|-----------------------------------|------|------------|-----------|------------|-----------|
| El Teniente—NML                   | 智利   | 智利铜业       | 2024 年    | 50         | 10.0      |
| Rajon Inca (Salvador)             | 智利   | 智利铜业       | 2024 年    | 9          | 6.0       |
| Quebrada Blanca Phase 3           | 智利   | 泰克资源       | 2024 年    | 28.5-31.5  | 20.0      |
| Tucuma                            | 巴西   | Ero Copper | 2024 年下半年 | 3.5        | 1.7       |
| Kamoa-Kakula Phase 3              | 刚果   | 紫金矿业、艾芬豪   | 2024 年四季度 | 62         | 4.8       |
| Kinsevere Expansion Project (KEP) | 刚果   | 五矿资源       | 2024 年下半年 | 45         | 3.0       |
| TFM                               | 刚果   | 洛阳钼业       | 2024 年    | 45         | 14.0      |
| KFM                               | 刚果   | 洛阳钼业       | 2024 年    | 15         | 7.0       |
| Motheo                            | 博茨瓦纳 | Sandfire   | 2023 年中   | 2.8        | 1.4       |
| Kennecott                         | 美国   | 力拓         | 2024 年    | 20.5       | 2.5       |

|                 |    |              |                |       |       |
|-----------------|----|--------------|----------------|-------|-------|
| PumpkinHollow   | 美国 | NevadaCopper | 2023 年底        | 2. 27 | 2. 3  |
| OyuTolgoiPhase2 | 蒙古 | 力拓           | 2024 年继续爬<br>产 |       | 7. 0  |
|                 |    |              |                | 合计    | 79. 7 |

资料来源：安泰科，中金财富期货

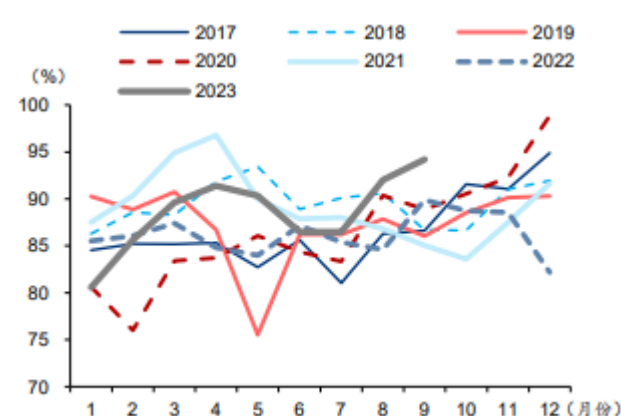
今年供应整体呈现先宽后紧，矿端延续去年释放强度，TC 中枢整体上移至 Q3 近 95 美元/干吨的高位，随后在海外原料供应干扰影响下，加工费逐步回调至目前的 78 美分附近。铜价高位运行，产业利润向中上游集中，主要体现矿端需求扩张，预计明年铜矿增量为 79.7 万吨，同比增速 3.44%，新增产量主要集中在智利、刚果、美国及蒙古，但第一量子在巴拿马的旗舰矿山 CobrePanama 的停产是 2024-2025 年的最大铜供给变量，将面临政治、或环保、或劳工问题等扰动因素。

图表 9：ICSG 全球矿山铜产量及同比增速



资料来源：WoodMackenzie, COCHILCO, 安泰科，中金财富期货

图表 10：全球铜矿勘探预算与铜精矿产量增速



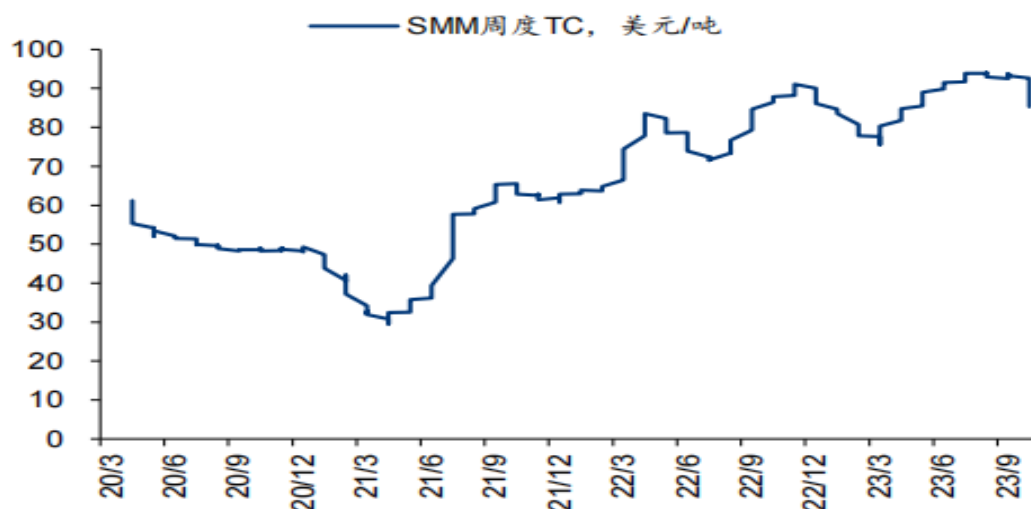
资料来源：WoodMackenzie, COCHILCO, 安泰科，中金财富期货

### 国内铜精矿进口量同比增长，依存程度在逐年提高

虽然国内有色金属产量位居世界前列，但我国有色金属的产能主要集中在有色金属产业链中游的冶炼端，而上游资源端由于我国的资源匮乏，使我国有色金属冶炼产能要远高于有色金属矿石采选产能。我国每年都需要从国外进口大量的有色金属精矿，以满足有色金属冶炼的原料需求。因此，我国有色金属行业对外的资源依存度较高。根据海关数据统计，今年 1-11 月累计进口量为 2511 万吨，同比增长 8.51%，在海外铜矿增产背景下，后续国内进口铜矿数量仍将继续上升。



图表 11: 加工费走势图



资料来源: 安泰科, 中金财富期货

### 铜矿供给速度增加, 中国精铜产量占比攀升

今年全球精铜供应充足, 预计产量增长 100 万吨, 增速为 4.07%。今年精铜主要增量在中国, 海外基本上没有增量。海外今年检修非常多, 印尼、美国和智利都有冶炼厂长检修和停产, 因此上半年供应非常紧张, 基本上在三季度以后复产, 以及刚果金和塞尔维亚等国家精铜集中投产, 20 万吨湿法铜开始释放到市场上, 下半年海外供应开始变宽松。

2023 年以来, 全球主要地区铜矿供应端保持正常运营状态干扰较少, 海外运输维持正常, 后续货源到货稳定供应充足。安托法加斯塔与金川集团敲定 2024 年铜精矿基准 TC/RC 报价已升至 80 美元/8 美分, 低于 2023 年铜精矿加工费长单 Benchmark 为 88 美元/吨与 8.8 美分/磅。在铜矿远期供应增速放缓预期背景下, 炼厂利润受到挤压。在当期以及未来丰厚加工利润的驱使下, 国内冶炼厂自今年下半年普遍维持 90% 以上的产能利用, 冶炼扩建产能或现有效开启。根据 SMM 统计数据, 11 月中国电解铜产量为 96.08 万吨, 同比增加 10.3%。1-11 月累计产量 1044.07 万吨, 同比增加 10.93%。今年国内精铜产量整体维持高位, 上半年国内炼厂检修虽然较为频繁, 第四季度开始供应非常宽松, 主因我国新增精炼产能和复产项目产能投放的顺利推进, 大冶阳新弘盛项目进程顺利投产, 以及铜陵、金川、紫金、富冶、清远江铜等冶炼厂外采阳极铜增多, 预计废铜流入冶炼厂的供应增加 50 万吨左右, 是导致国内高产量的重要原因。预计 2023 年全年国内精炼铜产量 1155 万吨, 同比增长 9.6%。国内电解铜产能投放受环保限制、电力等限制较小, 整体不存在瓶颈。

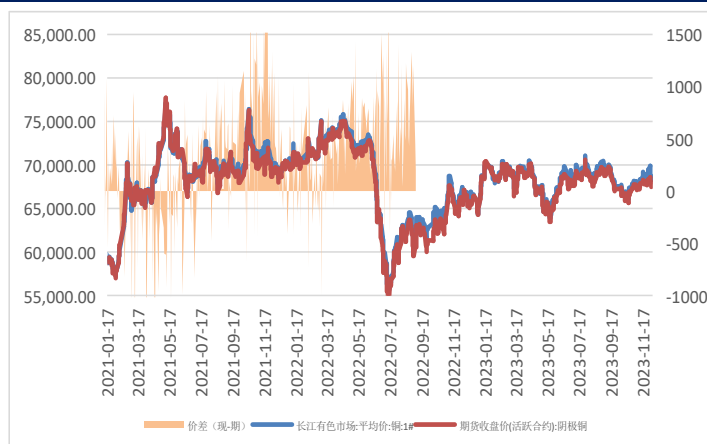
### 精铜进口量依旧维持增幅

2023 年 1-10 月份累计进口 282.04 万吨, 同比降幅达 4.89%。精铜整体进口量较去年同期有所下滑, 结合国内产量的爬升来看, 由于国内精铜的产量释放, 对进口的依赖有所下滑。再者, 我国精铜进口现货进口在 5 月中旬前基本处于亏损状态, 全年盈利机会有限, 以及俄乌战争不断发酵导致俄铜进口量的锐减。三季度随着洛阳钼业的出口权限放开以后, 其 24 万吨滞留铜库存逐步发运离港, 塞尔维亚和非洲刚果金的项目集中投产, 现货进口窗口基本保持平衡到阶段性略有盈利的状态, 精铜单月进口量反弹至 30 万吨上方, 累计同比降幅略有收窄, 预计年底前进口量将

保持逐步回升的态势。

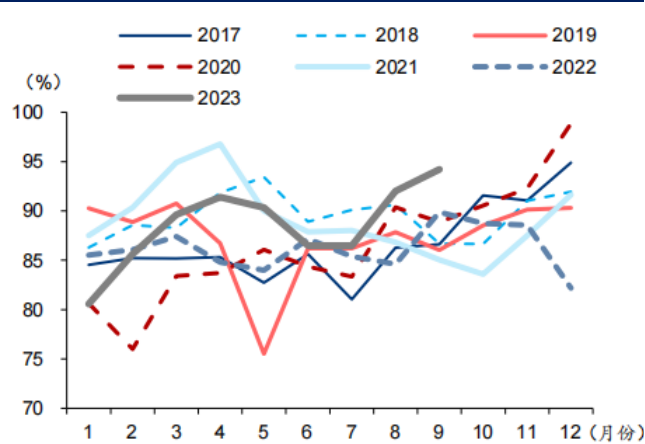
整体供应端来看，2024 年国内冶炼厂在高加工费的驱动下仍将维持较高的产能利用率，产量将会维持高位，随着国内新建和扩建精炼项目的陆续投放以及精铜进口量的逐步恢复，非洲铜的成本优势将继续推动大量进口货源流入国内，将对国内供应增量形成有效补充。预计 2024 年国内供应仍将趋于宽松，瓶颈将被打破。

图表 12：现货铜价走势



资料来源：WoodMackenzie, COCHILCO, 安泰科, 中金财富期货

图表 13：国内电解冶炼企业月度开工率

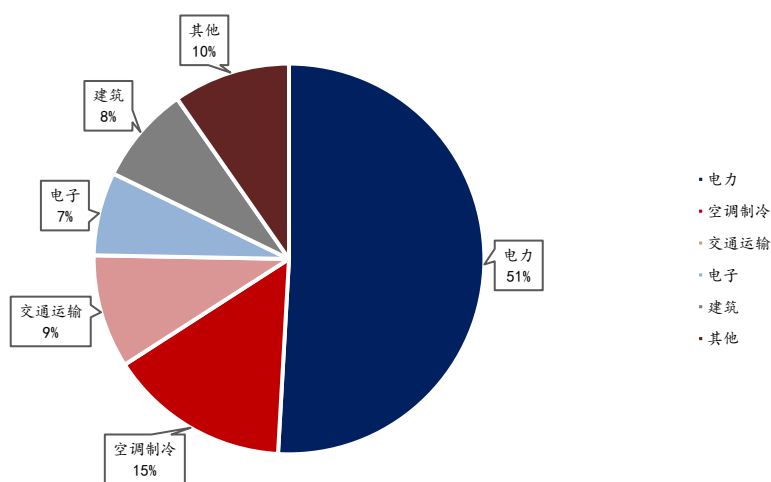


资料来源：WoodMackenzie, COCHILCO, 安泰科, 中金财富期货

## 终端需求亮点在电力电网基建，地产边际改善有待时日

中国作为基建和制造业大国，铜消费占全球近 50%，其次是日本、美国、德国等发达国家。我国铜消费领域较为集中，电网建设使得电力领域铜消费占国内铜消费总量近一半；其次建筑、家电、交通等领域。得益于政府支持，今年国内铜消费增速 5.86%，主要得益于光伏、风电、以及新能源汽车快速增长。

图表 14：铜下游消费分布图

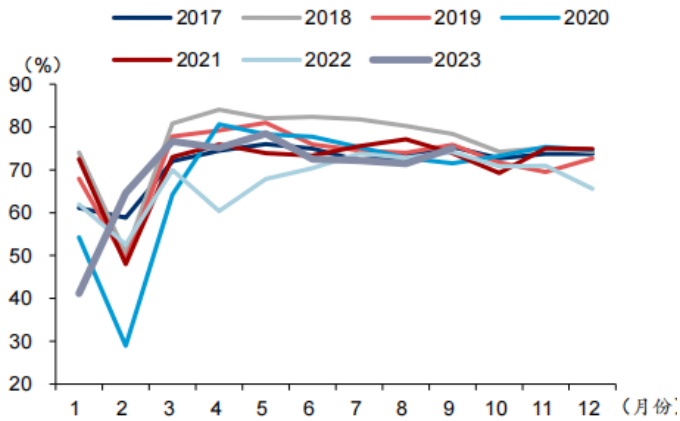


资料来源：安泰科, 中金财富期货

铜的消费结构中电力领域占比最高达 51%。因此电网方面的投资指标是铜消费的重要风向标。年初国家电网表示今年将加大投资，其中电网投资将超过 5200 亿元，

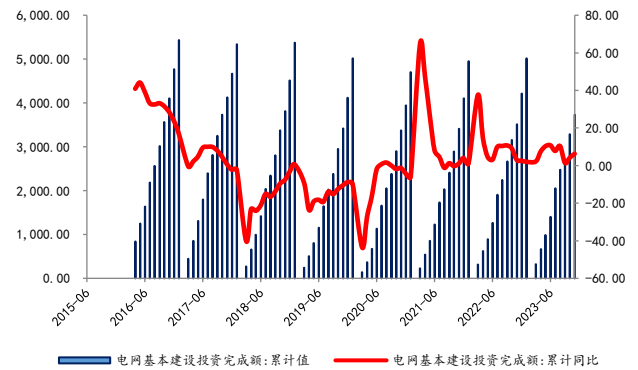
再创历史新高。作为未来“双碳”时代重要的基础建设，电网投资在近年来备受国家重视。2023 年国家电网计划投资额 5200 亿，同比上年增长 3.5%，1-10 月电网实际投资增速累计同比 6.3%，电网投资已经进入低速增长阶段，对铜等金属的消费拉动相对稳定，主要集中在特高压、大型电源基地、智慧配电网等方面。

图表 25：铜杆企业月度开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所研究所

图表 16：电网投资增速同比下降

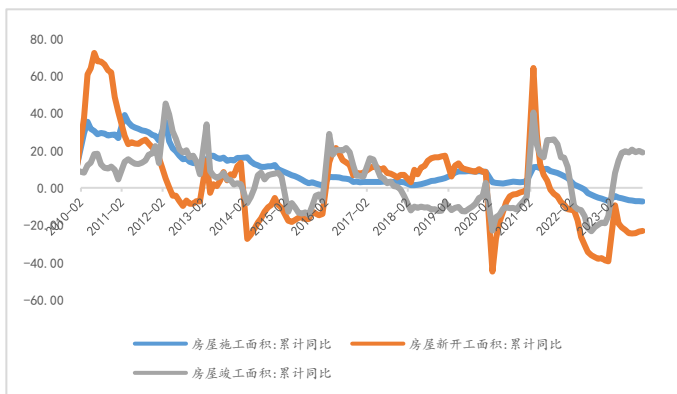


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所研究所

## 房地产筑底运行，明年将维持弱复苏

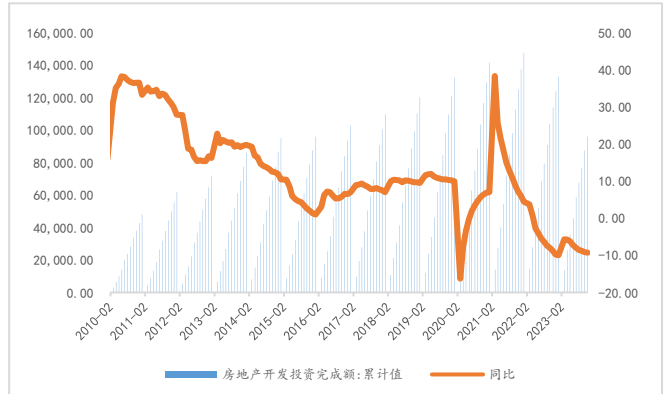
地产政策底显现，前三季度竣工端快速恢复，但投资端依然疲弱，房地产价格增速维持负增长。1-11 月份，全国房地产开发投资 104045 亿元，同比下降 9.4%。1-11 月份，国内房屋施工、新开工、竣工和销售面积累计同比分别为-7.2%、-21.20%、17.90%和-8.00%。呈现地产拖累、基建放缓、制造业韧性的格局。三季度中后期以来，房地产利好政策密集出台，提振了行业需求预期。城中村改造、保障性住房多次被中央提及，包括城中村改造、保障性住房、“平急两用”的“三大工程”建设已成为房地产发展新模式重要组成。随着政策陆续出台，地方工作落实，推进进程有望加快。当前各地不断出台地产利好政策的大背景下，地产销售增速尚未有明显起色，需持续关注相关资金、机制等落地情况。预计 2024 年地产新开工数据好转，但投资增速仍难回正，将继续保持同比负增长。

图表 17：房地产竣工面积对比图



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所研究所

图表 18：房地产开发完成额对比图



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所研究所

图表 39：2023 年下半年起，稳地产政策持续加码

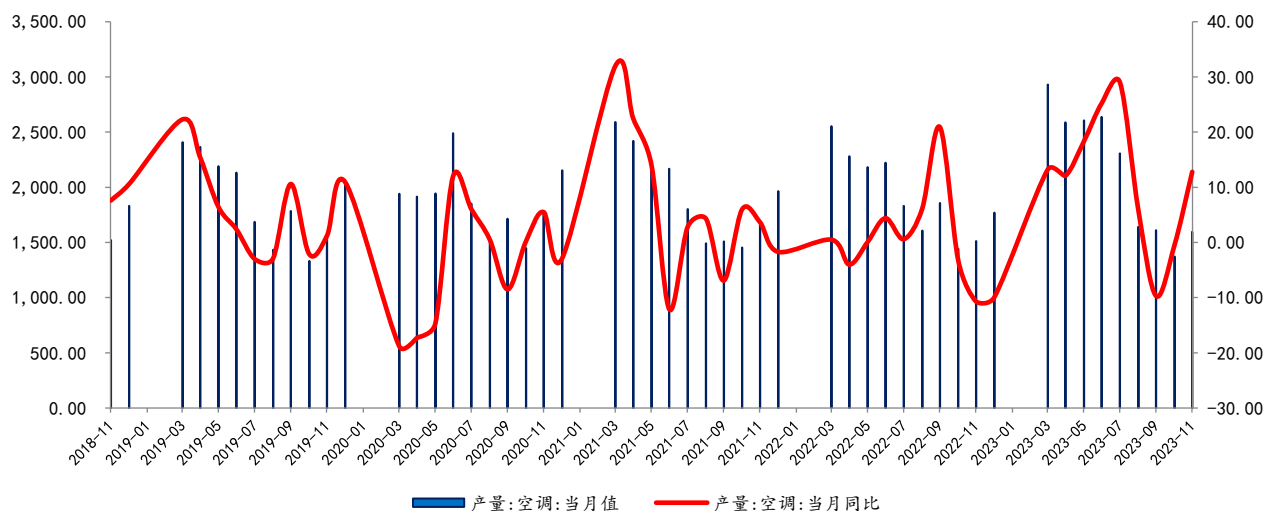
| 政策类型 | 时间        | 会议及相关文件                          | 政策内容  |
|------|-----------|----------------------------------|---|
| 融资性  | 8 月 3 日   | 央行全融支持民营企业发展座谈会                  | 满足民营房地产企业合理融资需求，推进“第二支前扩容增量                       |
|      | 10 月 30 日 | 中央金融工作会议                         | 促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理     |
|      | 11 月 8 日  | 中国人民银行行长在 2023 合融街论坛年会上的讲话       | 引导金融机构保持房地产估值、债券等重点融资渠道稳定，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。 |
| 需求端  | 8 月 25 日  | 《关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》     | 延长换房个税退税优惠期限至 2025 年末                             |
|      | 8 月 25 日  | 《关于调整优化个人住房贷款中住房套数认定的通知》         | 首套住房“认房不认贷”或纳入“一城一策”工具箱。                          |
|      | 8 月 31 日  | 《关于调整优化差别化住房套数认定标准的通知》           | 最低首付比例统一为不低于首套 20%，二套 30%。二套商业性住房利率下展 LPR+20bp。   |
|      | 8 月 31 日  | 《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》          | 调整后的利率不能低于原贷款发放时所在城市的首套贷款利率政策下限                   |
| 三大工程 | 7 月 21 日  | 国务院常务会议《关于在超大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》 | 城中村改造与保障性住房建设结合好；鼓励和支持民间资本参与                      |
|      | 7 月 24 日  | 政治局会议                            | 加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造布“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各要闲置房产  |
|      | 7 月 31 日  | 发改委《关于恢复和扩大消费的措施》                | 支持刚性和改善性住房需求，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造                   |
|      | 8 月 25 日  | 国常会通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》          | 确立“加大保障性住房的供给”“管控地产业转型发展新模式”两大目标。                 |

资料来源：中国政府网站、部委网站，中金财富期货研究所

## 空调出口表现亮眼，销售总量相对稳定

国内竣工转好带动后周期家电消费，出口在低基数叠加海外补库需求逐步转暖。2023 年 1-10 月我国家用冰箱产量累计值约 7996.8 万台同比增长约 14.1%，2023 年 1-10 月全国空调产量为 20738.5 万台，同比增长 12.4%。白色家电内销市场仍较为低迷，出口拉动整体市场增长。厄尔尼诺现象同样影响着全球其他地区的气候，随着全球多地出现历史性高温，国外市场对空调采购量相应增加。考虑到家电消费和商品房销售高度相关，我国房地产市场恐难有大幅反弹，甚至继续震荡下行，与此相关的家电消费恐难明显改善。

图表 20: 空调产量对比图



资料来源: 安泰科, 中金财富期货

### 万亿特别国债年内开启增发, 基建增速或将维持高位

中国基建领域仍是托底经济的主要力量, 铜市继续受益。2023 年的政府工作报告中明确提到, 安排新增专项债 3.8 万亿元, 规模较去年同期增加 1500 亿元。8 月 28 日, 十四届全国人大常委会第五次会议召开, 审议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》, 明确指出在 9 月底前基本发行完毕, 用于项目建设的专项债券资金力争在 10 月底前使用完毕”。“今年新增专项债券根据中国经营报报道, 债券资金累计支持专项债券项目约 2 万个, 主要用于市政建设和产业园区基础设施、社会事业交通基础设施、保障性安居工程、农林水利等党中央、国务院确定的重点建设领域, 推动一大批惠民生、补短板、强弱项的项目实施。鉴于 2022-2023 年基建投资持续保持较高增速, 在地方政府融资投融资机制规范化、严格化下, 预计 2024 年基建投资略有放缓。

图表 21: 2014 年至今基础设施建设投资完成额累计同比 (%)



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所



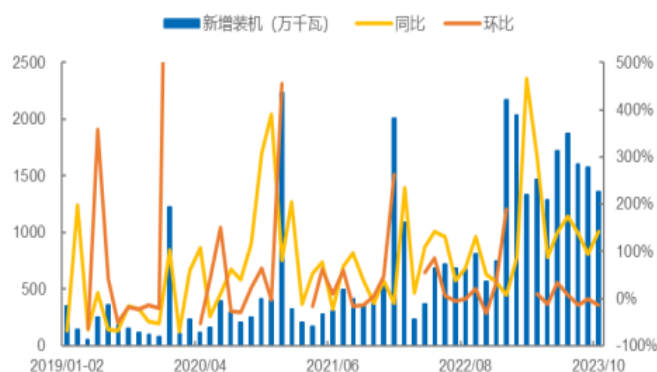
## 新能源用铜量将不断增加，成为拉动铜消费的主力

未来全球铜需求的增长主要来源于光伏、风电和新能源车为代表的新能源需求。能源转传统领域需求韧性十足，无论是电源侧投资额的增加，还是电网侧配套的投资增加，都显现出铜的传统终端消费整体仍展现出偏强韧性需求端强劲的韧性。新兴领域如新能源车和风电光伏等带来的需求占到预计 2023 年全球精炼铜总消费量的 11.8%；后续新兴领域需求的持续增长将拉动铜整体需求上行。据 IMF、SMM 等及华泰测算，新能源用铜占比快速扩大，将由 18 年的 3% 增长至 25 年的 16%；24、25 年增速分别为 24.4%、24.4%，增速贡献分别为 2.7pct、3.2pct

风电装机快速提升，铜需求占比稳步提高。今年 1-10 月风电装机量累积完成 37.31GW，同比去年增长 76.49%。按照十四五规划年均新增装机量 70GW，完成率仅为 47%。风电分为海上风电以及陆上风电，陆上风电用铜大约在 0.3-0.5 万吨每 GW，海上风电则略高一些，在 0.8-1.5 万吨每 GW，但海风占比目前依然偏低，因此总体上风电使用 0.5 万吨每 GW 进行计算，该项全年预计用铜量在 30 万吨左右。据 SMM 预测，到 2025 年我国终端行业耗铜量达到 1601 万吨，2022 年-2025 年 CAGR 约为 3.2%。我国大力发展风光大基地的政策所致，光伏装机需求将大幅提升。光伏用铜量的测算市场普遍在 0.5 万吨每 GW。1-10 月，我国光伏新增装机容量达 1.43 亿千瓦，同比增长 144.78%，累积用铜量预计在 71 万吨，全年累积用铜量预计在 88 万吨左右。光伏装机高增速预计将贡献铜铝需求较快增长。

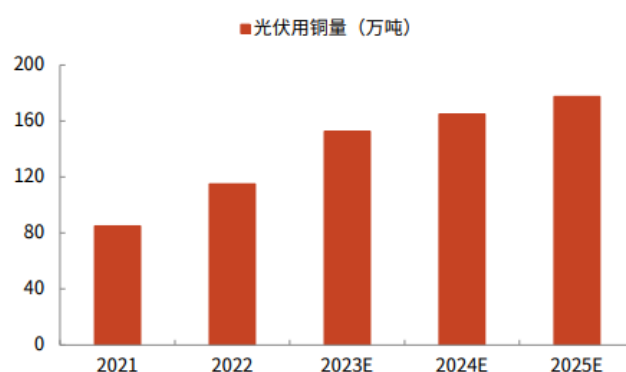
1-10 月国内新能源汽车销量 728 万辆，同比增长 38%。国内新能源汽车产量双增，渗透率 37.8%。新能源汽车单车用铜 80 千克，而传统汽车用铜量仅为每辆 20 千克。尽管近期新能源汽车环比增速出现放缓，但同比依然可观，总体预计全年依然保持 30% 的同比增速，累计用铜量预计在 75 万吨

图表 22：国内光伏月度新增装机持续同比高增（万千瓦，%）



资料来源：安泰科，中金财富期货研究所研究所（国内风电光伏测算基于光伏风电电量比为 1:1）

图表 23：全球光伏行业耗铜量预测(万吨)



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所研究所

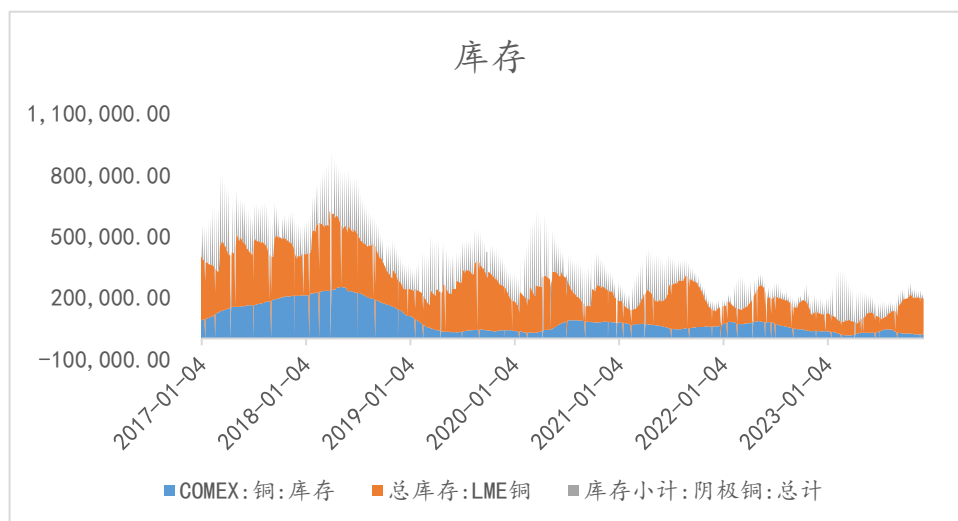
## 库存处于历史低位

2023 年全球电解铜社会库存始终处于历史同期低位水平。供需始终为维持动态平衡，体现出一定中国经济的韧性。截至 2023 年 12 月 1 日，三大期货交易所铜库存合计为 21.92 万吨，三大期货交易所+上海保税区铜库存合计为 25.08 万吨，低于 2016-2021 年同期库存，仅略高于 2022 年同期。上期所库存上半年先升后降，随着春节后下游终端消费呈现弱复苏格局，2 月底累库一度攀升至 25 万吨一线，自 3 月以来显性库存呈单边下滑态势，低库存主导了较长时间的现货高升水和近月 BACK



结构，四季度供需双向趋松，且旺季消费回归速率稳健，国内难有较强的累库预期并触及近 14 年最低位。低库存在给消费者带来信心的同时，对高位铜价形成支撑。

图表 24：三大交易所铜库存处于低位



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所研究

### 预计 2024 年将转为小幅过剩

从供需平衡角度看，2022-2025 年铜的供应增速整体偏高，但需求增速也不弱，仅略低于供给增速，供需平衡稍稍有过剩，矛盾整体并不突出。受供应端增速影响下，精炼铜小幅过剩 22 万吨，再往后转紧缺。库存绝对值低位状态下，阶段性累库会对价格形成压力但不易造成趋势下跌。

图表 25：铜的供需平衡

| 中国精炼铜供需平衡 |       |        |       |       |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 时间        | 2021年 | 2022年  | 2023E | 2024  |
| 产量        | 998   | 1028   | 1140  | 1155  |
| 需求量       | 1474  | 1335   | 1401  | 1452  |
| 抛储        | 11    |        |       |       |
| 净进口量      | 317   | 343    | 320   | 330   |
| 废铜消耗量     | 124   | 104    | 108   | 110   |
| 总耗铜量      | 1420  | 1438.5 | 1509  | 1562  |
| 消费增速      | -0.02 | 0.005  | 0.049 | 0.035 |
| 过剩/短缺     | -35   | -8     | 10    | 22    |

资料来源：ICSG, CRU, 中金财富期货研究所研究

## 2024 年行情展望

2023 年，随着新冠疫情逐渐得到控制，各国经济重启，全球经济迎来了复苏，但全球范围内的通胀压力有所增加。这主要是由于疫情后的需求反弹、供应链紊乱以及能源价格上涨等因素所致。在 9 月的议息会议后，美联储预测 2024 年的经济增长将较 2023 年下降 0.6%至 1.5%，暗示本轮加息进程已进入尾声，将扭转强势美元对有色金属商品的价格压力，并在流动性边际宽松上对有色金属价格形成支撑。我国

经济在政策持续扶持下企稳，铜价受金融属性的压制减弱。

今年供应整体呈现先宽后紧，初时市场对今年的供给增量较为乐观，主要是考虑到今年的新增产能较大，而疫情的影响正逐渐减小，但铜矿实际的供应大幅不及预期。铜矿存在着地缘政治、集装箱紧张、极端天气等压力，叠加总体供应增速放缓，矿端或将成为明年供应侧的重点关注对象。冶炼加工费 TC 为 80 美元/吨，高位运行，主要体现矿端需求扩张加速。但比去年的 88 美元/吨同比下降 9%，反映了矿商和冶炼厂商对矿端供需不宜过分乐观，也反应在铜矿远期的供应增速放缓的背景下，炼厂利润受到挤压。明年冶炼端将保持高开工，伴随新扩建产能投放和进口增量均有较强预期，精铜供应将呈现稳中有升的格局。

今年全球精铜消费增长 3.49%，国内电网基建托底，地产竣工端走弱构成拖累，风光以及新能源汽车等新兴领域需求将仍保持高增，为未来几年内全球铜消费的主要驱动点，新兴领域用铜增加能够弥补地产用铜减量，2024 年新能源领域铜消费占比有望进一步提升，需求总体或仍保持平稳增长态势。

展望 2024 年，海外央行紧缩预期放缓以及国内宏观调控政策的持续发力，有望带动有色金属需求超市场预期提升。2024 年精炼铜价格恐在高位震荡下行，但下跌幅度可能不会太大，铜价低点或出现在下半年，全年铜价尽管有所下跌，但仍将维持在历史较高位置。主要运行区间在 63000-75000 元/吨，伦铜主要运行区间为 7500-9000 美元/吨。

## 法律声明

**版权免责声明：**本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

**报告内容免责：**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。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

**报告使用免责：**本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。



扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

## 中金财富期货有限公司

公司网站：<https://www.cicccwmf.cn/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900