



金融投资专业理财

降息预期 VS 供给提升，铜价或将震荡偏强

摘要

2023 年沪铜期价运行呈现高位震荡走势，基本面呈现内强外弱的局面，供需整体上呈现供给略有不足的局面。宏观经济上，国内的通过消费拉动需求，相对偏宽的流动性也为居民消费和投资信心的提振给予助力，海外仍维持紧缩货币政策，海外经济在高息环境中缓步恢复。基本上，国内对铜的整体仍相对紧缺，供给略有不足，库存去化较为明显，终端消费表现向好，海外累库现象略显严重。致使铜的运行呈现内强外弱的局面。

2024 年供给方面，上游铜精矿随着海外矿山的扩产项目完结，及经济复苏需求提振的背景下，冶炼厂保持较高的开工情况，新增产能有序释放，出现供需双增的局面，整体保持约 4-5%左右的增速。若精铜的溢价和升水仍保持相对偏高位置，会刺激冶炼厂更快地提升产量，精铜的表观消费量亦将稳步提振，整体供给量呈现较为充足的状态。

2024 年铜需求方面，在经济放缓但预期向好的背景下，铜材需求预计得以提振，加之进口比价若能维持盈利状态，铜材及现货的进口或将更为主动，加之终端消费的助力，消费的扩大对需求拉动尤其在下半年表现将更为明显，整体需求表现偏暖。

在 2024 年铜价运行，国内方面，上半年在国内万亿国债 2024 年计划投放下，国内经济稳步复苏的预期是向好的，国际方面，由于海外高息环境的影响，全球经济放缓的态势日益显现，市场对结束高息环境的预期日益增长，目前普遍的预期是美联储将于 2024 年 5 月份开始降息，在预期的影响下美元开始走软。因此，铜价在明年上半年运行或将受预期主导而走势偏强。下半年我们预计将进入证伪阶段，海外方面，随着降息周期的逐步兑现，由预期产生的正面影响将边际递减。证伪阶段，市场将更注重基本面的情况，我们预计下半年供给的增速或将超过需求，库存有所回升，因此下半年铜价走势或将受基本面矛盾影响偏强震荡。

在此背景下，我们认为铜价 2024 年运行区间为 65000-75000 元/吨左右，仅供参考。

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780 号

研究员：
蔡跃辉
期货从业资格号 F0251444
期货投资咨询从业证书号
Z0013101

助理研究员：
李秋荣
期货从业资格号 F03101823
王凯慧
期货从业资格号 F03100511

咨询电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯

 研究服务



目录

第一部分、2023 年沪铜行情回顾	2
第二部分、宏观环境	3
一、国际组织经济预测	3
二、国内经济及政策	4
三、美联储货币政策	7
第三部分、铜产业链分析	9
一、铜市整体供需情况	9
1. 2024 全球铜供给或将过剩	9
2. 2024 年国内供应小幅过剩	10
3. 铜库存水平：2024 年库存或将积累	10
二、铜市供给情况	13
1. 上游-铜精矿产能或将逐步释放	13
2. 精铜表观消费量稳步增长	15
三、铜需求情况	17
1. 下游-铜材表观消费量稳步增长	17
2. 终端消费拉动需求	19
第四部分、2024 年铜市行情展望	23
免责声明	25

第一部分、2023 年沪铜行情回顾

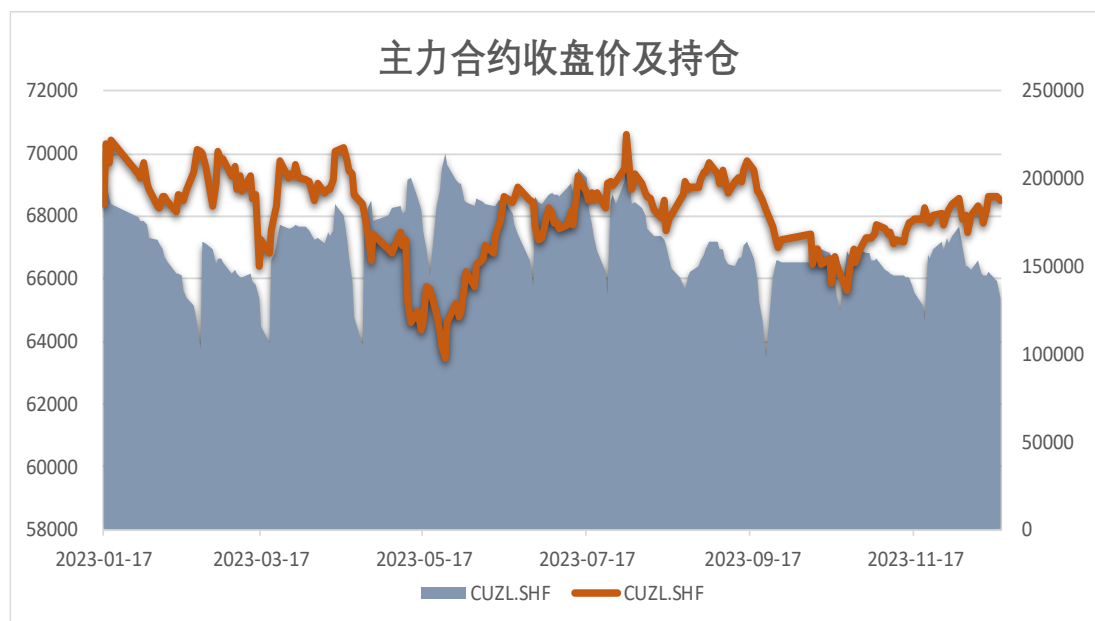
全年沪铜期价运行维持高位震荡走势，基本面呈现内强外弱的局面，供需整体上供给略有不足。截止 2023 年 12 月 19 日，沪铜主力合约报收 68480 元/吨，年线收涨 4.06%，振幅 13.30%，较往年振幅略有收窄。分阶段来看：

第一阶段：2023 年 1 月-4 月，受疫情结束后，宏观经济复苏强预期的拉动，期铜价格快速上行，创下上半年高点 71500 元/吨，但在产业弱实现和美联储 3 月 22 日加息的作用下，期铜价格开启高位宽幅震荡的走势。

第二阶段：2023 年 5 月-7 月，呈现 V 型反转的走势，创下年内低点 63460 元/吨。由于海外债务风险的逐渐显现、国内多想经济数据的不及预期及美联储二次加息多因素共同作用下，铜价在 4 月中下旬至 5 月底快速下探，然而海外货币紧缩政策引发的问题开始显现，市场呼吁终止加息的预期高涨，期铜快速反弹，并开启震荡偏强走势。

第三阶段：2023 年 8-10 月中旬，8 月至 9 月上旬期铜仍延续震荡偏强走势，经济景气度缓步回升，市场情绪较为乐观。然而，美联储官员的态度仍偏鹰派，市场开始预期美国将在较长时期保持高息环境，经济实现软着陆，美元指数持续走强，创下年内新高 107.05，期铜承压重启下跌走势。

第四阶段：2023 年 10 月下旬至 12 月中旬，此阶段美国经济数据表现较为强劲，劳动力市场数据升温，美联储关心的通胀数据得以控制，年底前加息概率大幅回落，市场不再预期一个长期的高利率环境，并开始逐步聚焦加息的完结和降息周期的时间节点，随着美国数据的陆续公布，美元指数于 11 月快速回落至 102.38，期铜企稳重启震荡偏强走势。



图表来源：Ifind、瑞达期货研究院

第二部分、宏观环境

一、国际组织经济预测

全球经济短期放缓，中国经济预期上调

经济合作与发展组织（OECD）发布的《经济展望》报告书显示，由于各国的货币紧缩政策，通货膨胀正在缓解，全球贸易萎缩等增长势头正在放缓。预计 2023 年和 2024 年世界实际国内生产总值（GDP）增长率分别为 2.9%和 2.7%，到 2025 年世界 GDP 增长率将上升到 3.0%。

新兴市场经济增长势头较发达国家普遍良好。得益于政府的货币政策和基础设施投资等多种恢复经济措施，中国今年的 GDP 增长率预计为 5.2%，比今年 9 月的预测值提高了 0.1 个百分点，高于去年的 3.0%。据预测，印度的增长率将超过中国，今年和明年将分别达到 6.3%和 6.1%；欧元区经济增长率将逐步恢复，从今年的 0.6%恢复到明年的 0.9%、2025 年的 1.5%；美国今年的经济增长率达到 2.4%，明年将放缓至 1.5%；因出口需求疲软和紧缩货币政策，韩国的 GDP 增长率今年预计跌至 1.4%，明年和 2025 年增长率将分别恢复到 2.3%和 2.1%。日本预计从今年的 1.7%增长率将放缓至明年的 1.0%，2025 年将放缓至 1.2%。OECD 预测，短期内全球经济仍然倾向于下行。

国际货币基金组织（IMF）在《世界经济展望》中提及，全球经济从疫情的打击、俄乌战争以及生活成本危机中缓慢复苏。经济恢复的韧性是令人震惊的，尽管战争造成了能源和食品市场的混乱，以及为对抗高通胀而采取的前所未有的全球货币紧缩政策，全球经济虽有放缓，但未停滞。然而全球经济增长仍然缓慢且不均衡，增长的差异化日益明显。总的来说，全球经济正在缓步前行，而不是突飞猛进。

2023 年 11 月 7 日，国际货币基金组织（IMF）上调 2023 年中国经济增长预测至 5.4%，较 10 月《世界经济展望》5%的预测值高 0.4 个百分点。与此同时，将 2024 年中国经济增长预测值上调 0.4 个百分点至 4.6%。IMF 第一副总裁戈皮纳特表示：“中国经济有望实现政府 2023 年的增长目标，反映出新冠疫情后的强劲复苏。”

IMF 称，之所以上调 2023 年、2024 年中国经济增长预测，一方面原因在于，受消费等因素提振，三季度中国经济增长表现强于预期。另一方面原因在于，万亿国债等财政刺激政策现已落地，这将推动经济持续扩张。

实际GDP (年化)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
美国	2.1	2.1	1.5	1.8	2.1	2.1	2.1
中国	3	5 (5.4)	4.2 (4.6)	4.1	4.1	3.7	3.4
英国	4.1	0.5	0.6	2	2	1.8	1.5
印度	7.2	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
日本	1	2	1	0.6	0.5	0.4	0.4
欧盟	3.6	0.7	1.5	2.1	2	1.8	1.7
新兴经济体	4.1	4	4	4.1	4.1	4	3.9
发达经济体	2.6	1.5	1.4	1.8	1.9	1.8	1.7
全球	3.5	3	2.9	3.2	3.2	3.1	3.1

图表来源：国际货币基金组织（IMF）、瑞达期货研究院

二、国内经济及政策

经济回升向好，基础仍需巩固

前文提及，国际货币基金组织上调 2023 年、2024 年中国经济增长预测，原因出于一方面，受消费等因素提振，三季度中国经济增长表现强于预期。另一方面，万亿国债等财政刺激政策现已落地，这将推动经济持续扩张。

2023 年 7 月 24 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。明确指出当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策。要活跃资本市场，提振投资者信心，增加居民收入扩大消费拉动经济。围绕中央政治局会议的宗旨，各部门的相应政策接踵而至。

2023 年 12 月 8 日，中共中央政治局 12 月 8 日召开会议，分析研究 2024 年经济工作，会议指出，明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。要以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平。要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环。

2023 年 12 月 11 日至 12 日在中央经济工作会议北京举行，会议提出，稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费；发展数字经济，加快推动人工智能发展；要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险；加快完善生育支持政策体系，发展

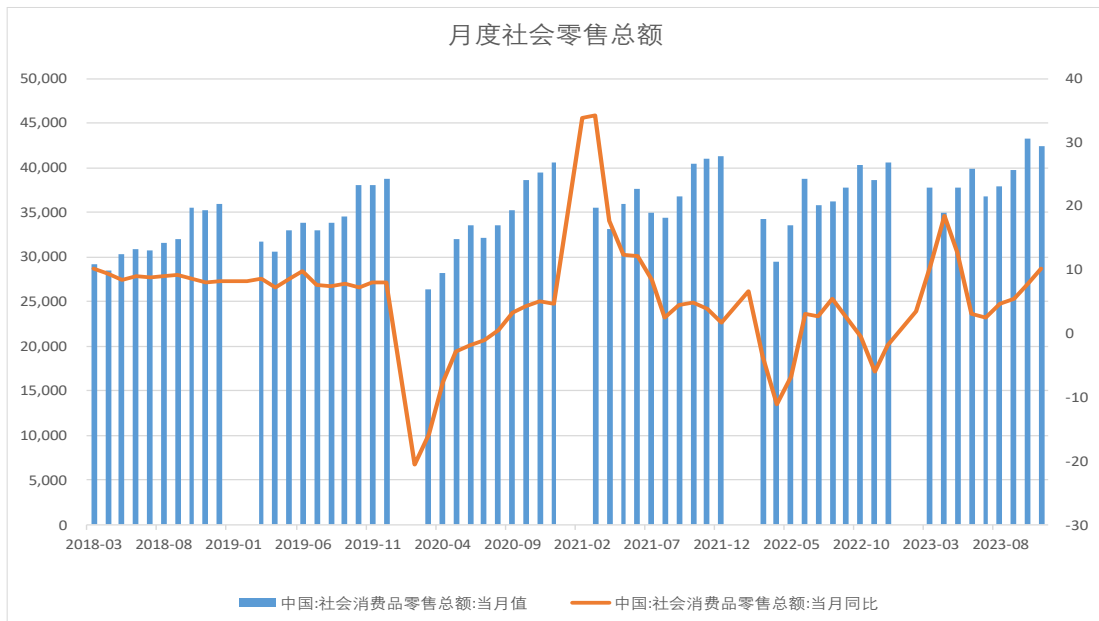
银发经济。

流动性方面，2023年8月31日，中国人民银行、金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。本次政策主要对首付比例降低和新发房贷利率下限进行调整。决定于9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%。本次降准将释放中长期流动性超5000亿元，预计宏观指标将呈现更多积极变化。

2023年9月27日，人民银行货币政策委员会2023年第三季度例会指出，加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策；推动企业融资和居民信贷成本稳中有降；引导LPR尤其是5年期以上LPR继续下行，进一步降低企业中长期信贷成本，减轻居民消费住房负担。

2023年10月25日，中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力。

稳健的货币政策精准投放，持续用力加快经济良性循环，我国社会零售数据稳步恢复，国家统计局数据显示，11月份，社会消费品零售总额42505亿元，同比增长10.10%，比上月加快2.5个百分点。2023年1-11月份社会消费品零售累计额为427945亿元，同比增长7.2%。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

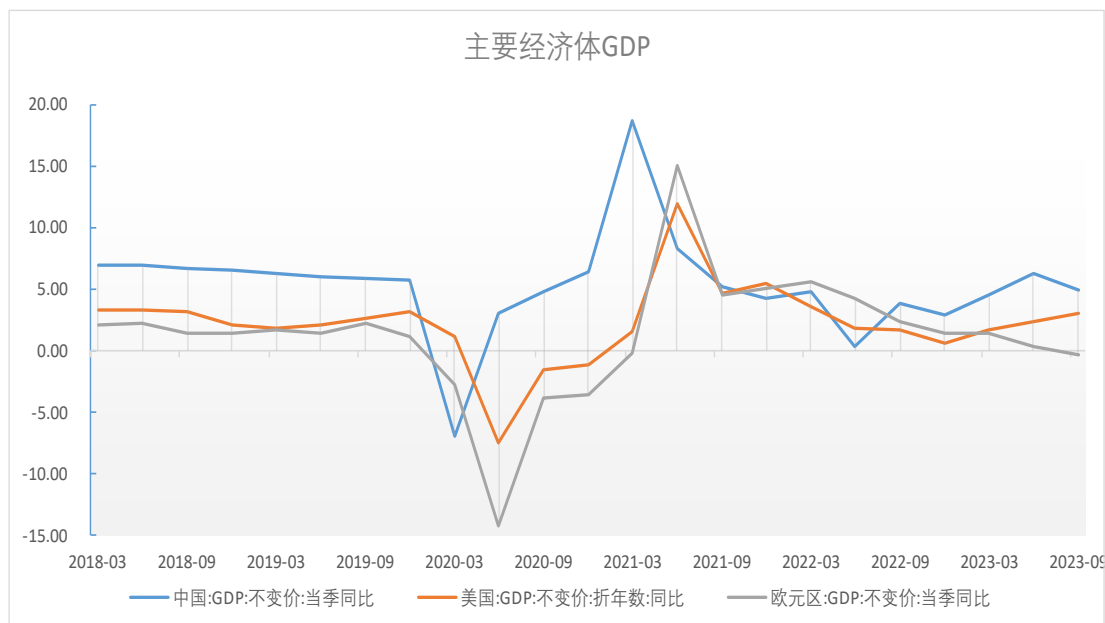
在对行业和商业的政策帮扶方面，2023年9月28日，国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、住房和城乡建设部、国务院国资委、国家能源局联合发布了新修订的《电

力需求侧管理办法（2023年版）》，积极鼓励多元化经营主体参与需求响应，构建需求响应资源库；坚持节约优先，促进电力用户能效提升，推动绿色用电与绿电交易、绿证交易衔接，鼓励重点地区、重点企业提高绿电消费比重；科学推动电能替代，完善电能替代项目支持措施，稳步推进终端电气化水平提升；充分运用新一代信息技术手段，强化电力安全底线思维。

2023年9月22日，商务部：将会同相关部门落实前期已经出台的政策，包括家居、汽车、电子产品等领域，确保这些政策的落地见效。此外，将围绕重点的领域，推动出台支持汽车后市场发展等一批的政策举措，为消费加快恢复增添动力。

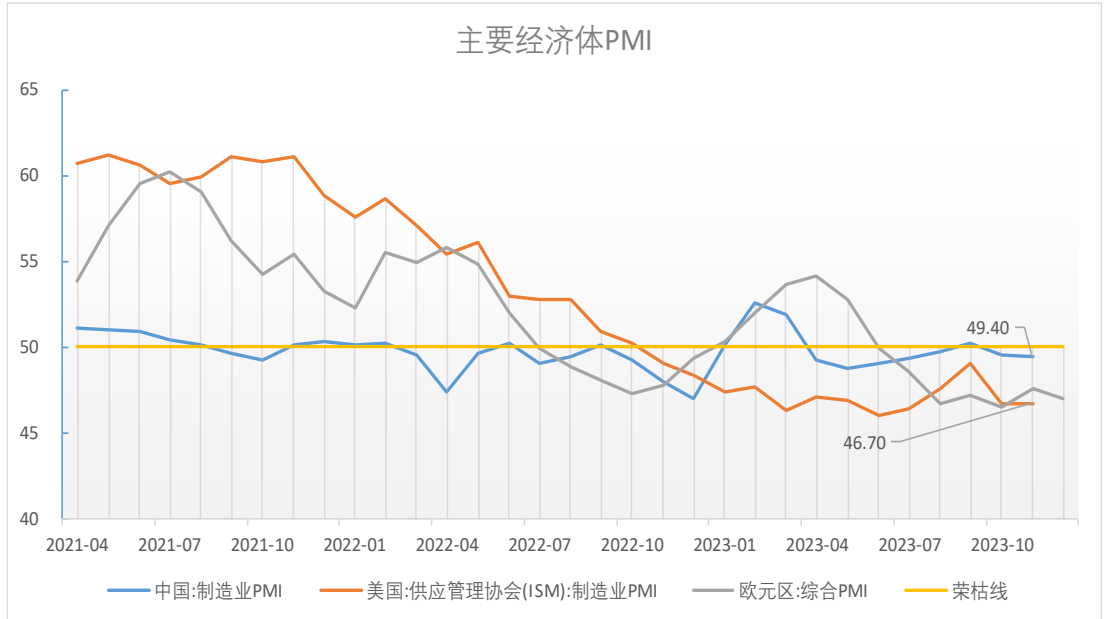
2023年10月13日，商务部：四季度将多措并举推动消费持续恢复扩大。商务部新闻发言人何亚东表示，步入四季度，商务部将按照“消费提振年”的总体要求，多措并举，推动消费持续恢复扩大。加快推动促进汽车、家居、电子产品消费以及近日出台的推动汽车后市场高质量发展等各个措施落地见效，更好发挥消费对经济增长的基础性作用。

在国家多部委的共同政策助力下，中国第三季度GDP总值初步核算为319992亿元，同比上涨4.9%。前三季度总值为913027亿元，同比上涨5.2%。



图表来源：Wind、瑞达期货研究院

国家统计局公布的数据，11月制造业、服务业PMI分别回落0.1个、0.8个百分点至49.4、49.3，后者为年内首次落入收缩区间；综合PMI下降0.3个百分点至50.4。从图中亦可反映出，在综合PMI方面，欧元区12月为47，仍距荣枯线尚远。在制造业PMI方面，国内制造业PMI尚于荣枯线之下，但相距不远。国内经济景气水平有所回落，持续恢复基础仍需进一步巩固，经济运行总体平稳；但由于外部不稳定不确定因素依然较多，国内需求仍显不足，经济回升向好基础仍需巩固。



图表来源：Wind、瑞达期货研究院

引用发改委的表述结尾，中国经济回升向好，未来发展前景光明。2023年以来，中国经济战胜困难挑战、顶住下行压力，曲折式前进；经济发展仍然具备较多有利条件和支撑因素，今年对全球经济增长的贡献将达到三分之一；中国经济韧性强、潜力足、回旋余地广，长期向好的基本面没有变也不会变，民营企业市场预期与发展信心进一步提升。

三、美联储货币政策

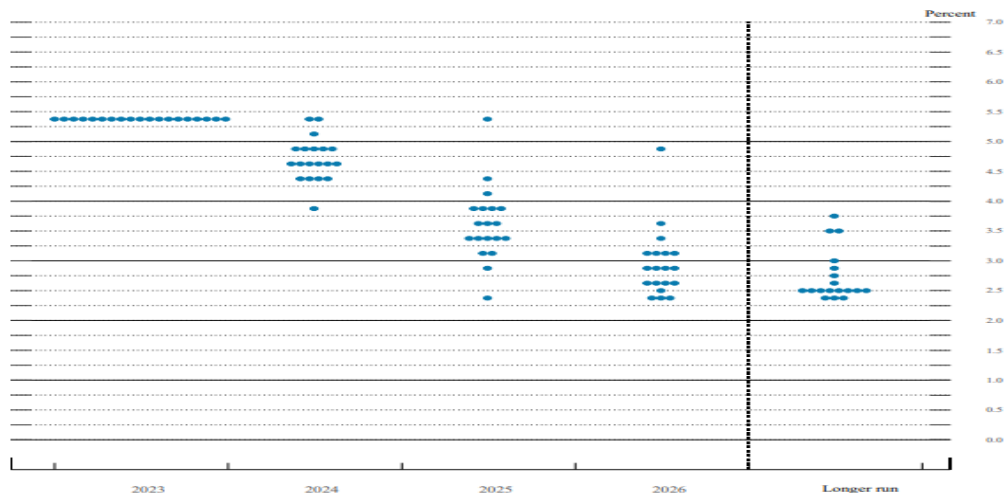
下调经济增速，降息临近

2023年12月13日（美国时间），美联储于FOMC会议如期暂缓加息，同时表示将评估需要“任何”额外加息的程度；通胀在过去一年中“有所缓解”，但仍然居高不下。经济活动已从第三季度的强劲势头放缓。新的经济预测中暗示过去两年来美国历史性的货币紧缩政策已经结束，2024年借贷成本将降低。会议公布的经济预测中下调了明年的经济增速以及通胀预期，同时美联储主席鲍威尔首次谈论降息相关事宜，未来焦点将集中于政策转向节点。整体来看美联储此次会议态度明显放鸽。

会议后经济预测的点阵图显示19位美联储决策者中有17位预测，到2024年底，政策利率将低于目前的水平——预测中值显示，届时政策利率区间将从目前的5.25%-5.50%下降75个基点，没有决策者认为明年底前利率会上升。往长远看这2024-2026年，美联储官员整体预测的利率区间呈现中枢下移的趋势。侧面也暗示着降息周期的临近。

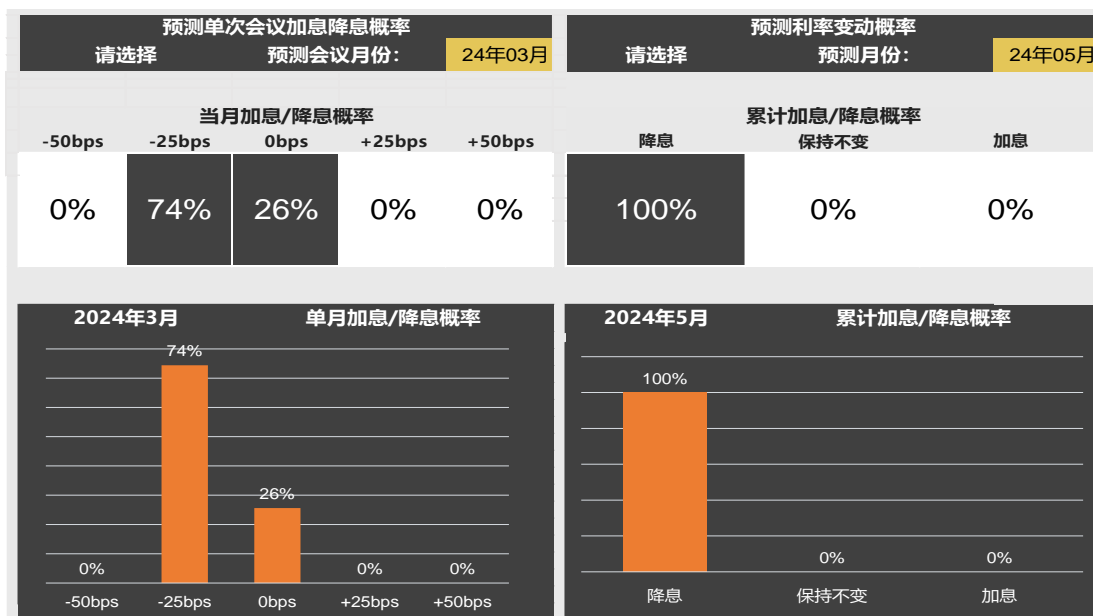
For release at 2:00 p.m., EST, December 13, 2023

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



图表来源：美联储、瑞达期货研究院

鲍威尔表示，虽然决策者不想排除再次加息的可能，但这已不再是“基本情境”。降息的时机“实际上是下一个问题：这就是决策者正在思考和谈论的问题，”他称，“普遍预期”是未来的会议将讨论这个问题。根据模拟 CME Fedwatch 的工具显示，明年 3 月降息概率已达 74%，市场普遍一致预期为 2024 年 5-6 月份即将迎来降息，5 月降息概率几近 100%。美元指数逐步走软，支撑未来铜价的运行。



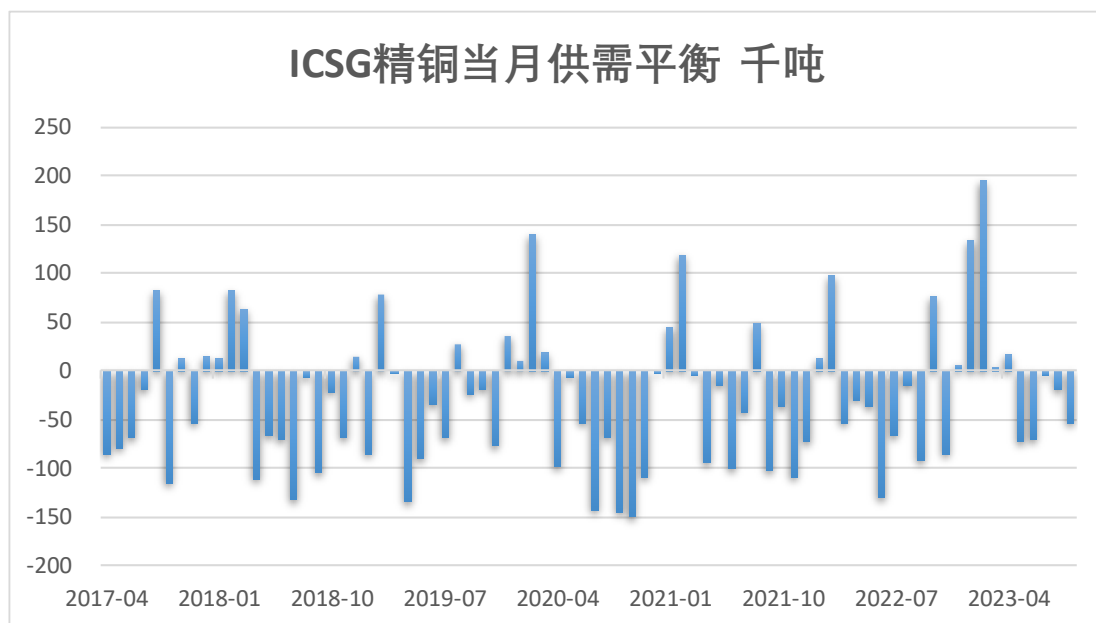
图表来源：Wind、瑞达期货研究院

第三部分、铜产业链分析

一、铜市整体供需情况

1. 2024 全球铜供给或将过剩

国际铜业研究组织(ICSG)在最新的月度报告中称,全球9月精炼铜市场短缺5.5万吨,8月供应缺口为2.1万吨。ICSG表示,今年前九个月,全球精炼铜市场供应过剩1.7万吨,之前一年同期为供应短缺40.10万吨。全球9月精炼铜产量为233万吨,消费量为239万吨。ICSG报告称,经中国保税仓库的库存变化进行调整后,9月份出现短缺,而8月则供应过剩4.1万吨。预计今年全球铜市将出现2.7万吨的缺口,2024年则将过剩46.7万吨。ICSG在一份报告中称,预计2023年和2024年世界精炼铜用量将分别增长约2%和2.7%。“尽管全球经济前景充满挑战,但制造业活动的预期改善、能源转型的持续进行以及各国新的半成品生产能力的发展,应能支撑2024年全球精炼铜消耗量加快增长。”该组织称,预计2023年和2024年全球精炼铜产量将分别增长约3.8%和4.6%。



图表来源: Wind、瑞达期货研究院

从国际铜业研究组织的统计数据来看,在2023年全球的铜供需呈现一个整体短缺的局面,但是随着时间的推移精铜短缺的缺口逐渐被扩大的产能和较高的开工率弥补,据ICSG报道,全球9月的精炼铜产能利用率为87.4%,达到年度有数据以来的最高值。2024年或将逐步弥补供应缺口,或将出现一定程度的供给过剩。

2. 2024 年国内供应小幅过剩

笔者预计，2024 年国内铜需求方面，受到国内宏观经济逐步转暖的影响得以提振，供给方面，冶炼厂保持较高的开工情况，新增产能有序释放，出现供需双增的局面，整体保持约 4-6%左右的增速（与经济增速大致相同）。若精铜的溢价和升水仍保持相对偏高位置，会刺激冶炼厂更快地提升产量，因此预计 2024 国内供应会出现小幅过剩，社会库存方面或将有 15-20 万吨左右的积累，但总体仍处于相对偏低的库存水平。

沪铜供需平衡预估

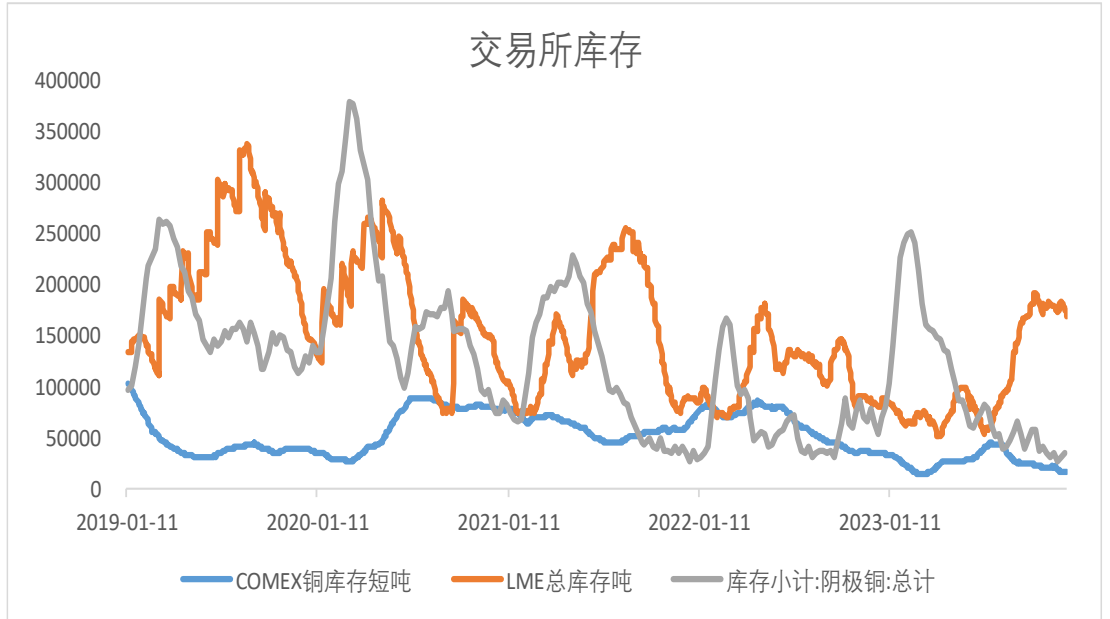
单位 (万吨)	产量	净进口	表观消费	总供	总需	期末库存	期初库存	库存变化	消费量
2023-1	100.00	28.66	123.16	140.90	105.79	35.11	16.40	18.71	104.45
2023-2	94.50	20.50	120.50	159.78	109.89	49.89	35.11	14.78	105.72
2023-3	105.40	21.00	126.40	181.00	143.55	37.45	49.89	-12.44	138.84
2023-4	105.90	23.31	129.21	169.34	137.13	32.21	37.45	-5.24	134.45
2023-5	109.50	27.72	137.22	171.22	147.93	23.29	32.21	-8.92	146.14
2023-6	109.70	27.58	137.28	162.80	146.21	16.59	23.29	-6.70	143.98
2023-7	103.40	27.51	130.91	150.24	134.37	15.87	16.59	-0.72	131.63
2023-8	111.70	32.02	143.72	161.65	148.11	13.54	15.87	-2.33	146.05
2023-9	113.60	32.59	146.19	161.56	149.87	11.69	13.54	-1.85	148.04
2023-10	113.10	33.83	146.93	160.25	152.05	8.20	11.69	-3.49	150.42
2023-11	114.00	38.36	152.36	162.24	155.16	7.08	8.20	-1.12	153.48
2023-12E	115.00	37.00	152.00	154.58	144.58	10.00	7.08	2.92	142.58
2023E	1,295.80	335.93	1,631.73	1,680.36	1,670.36	10.00	16.40	-6.40	1,638.13
2024E	1,360.00	345.00	1,705.00	1,750.00	1,730.00	20.00	10.00	10.00	1,695.00

图表来源：瑞达期货研究院

3. 铜库存水平：2024 年库存或将积累

海外库存水平

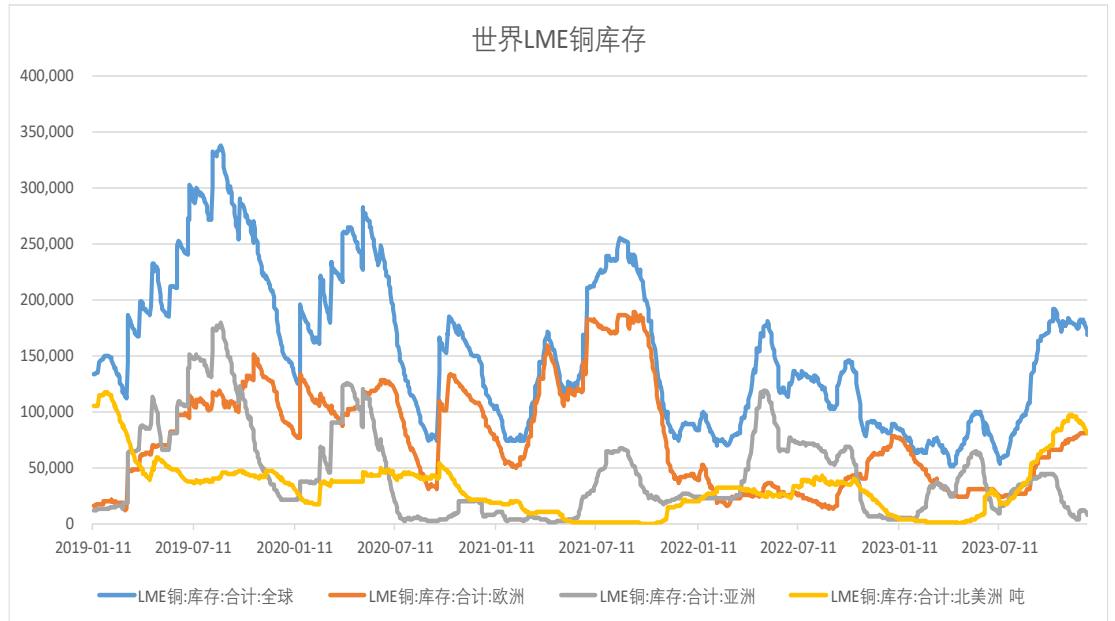
一般而言，库存是体现精炼铜市场供需关系的最重要指标。从全球三大主要显性库存的数据来看，截止 2023 年 12 月 19 日，显性库存总额为 220110 吨，较上年末（2022 年 12 月 30 日）提升 26826 吨，同比上涨 13.88%。LME 铜为 168650 吨，同比上涨 89.65%，COMEX 铜库存为 17064 短吨，同比下降 51.37%，SHFE 铜为 34396 吨，同比下降 50.34%。



图表来源：Wind 瑞达期货研究院

全球铜显性库存反映出，COMEX 与我国 SHFE 铜库存去化现象明显，但 LME 铜库存累库相当严重，已超出去年同期一倍有余。从 LME 全球各大洲库存水平来看，亚洲去化明显，而北美洲与欧洲本土的累库现象严峻。结合前文主要经济体的经济景气度来看，2023 年 11 月份，欧洲制造业 PMI 为 45.8%，较上月上升 1.2 个百分点，创出下半年以来的新高，但指数水平仍连续 16 个月在 50% 以下，且在 46% 左右的较低水平。从主要国家来看，德国、英国、法国和西班牙制造业 PMI 虽都在低位，但较上月均有不同程度上升。其中德国制造业 PMI 连续 4 个月环比上升。在经济的复苏程度上，欧洲相较于美国和中国恢复速度较慢，虽然在下半年略有转暖迹象，但因前期长时间不景气拖累，致使 LME 铜库存水平居高不下。

展望 2024 年，随着紧缩货币政策的日近尾声，已经能够看到欧洲的经济正在逐步出现转暖的信号，随着欧洲和美国经济的逐步恢复，为对抗高通胀而紧缩的货币得以逐步趋缓，进而刺激制造业和消费。LME 铜累库现象随着经济复苏而去化是值得被期待的。

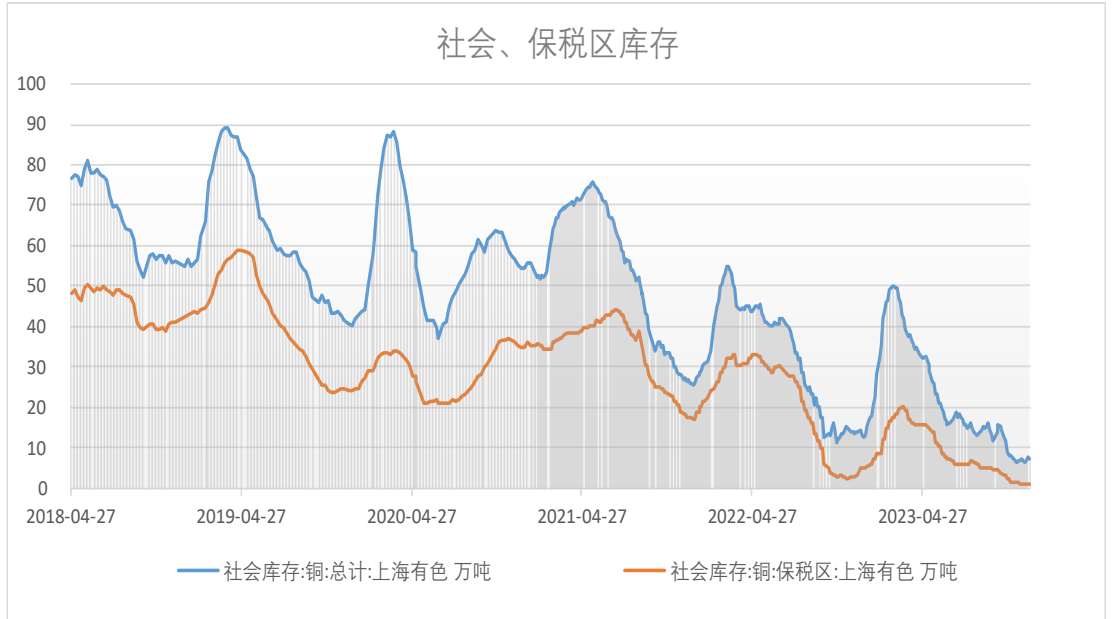


图表来源：Wind 瑞达期货研究院

国内库存水平

从国内的社会库存水平来看，2023 年第一季度累库现象明显，第一季度峰值达 49.89 万吨，由于一季度我国上游冶炼厂仍在节假日期间保持相对较高开工率，而下游铜材产普遍开工率较低，致使精铜供应方面相对充足，下游需求较弱。加之，疫情结束后市场整体对经济的复苏相对乐观，预期相对打得较高，然而由于投资信心的不足以及居民相对偏重的房贷压力致使预期的兑现方面略有不及，铜的消费表现较淡，加重了累库现象。随着上半年铜的“金三银四”消费季到来，以及春节后下游的陆续复工，在二季度累库现象显著改善，去库效应明显。三季度伊始，伴随着中共中央政治局会议的召开，恢复投资信心和消费的提出，各部委相应政策的出台，消费信心逐步提升、贷款压力日益减缓，流动性的释放让需求端转暖，三季度库存持续去化，致使铜的社会库存持续走向低水位区间，并在四季度稳定于低水位区间，截止 2023 年 12 月 19 日社会库存达 7.34 万吨、保税区库存为 1.01 万吨，较年初峰值皆有八至九成的去化。

中共中央政治局 12 月 8 日召开会议，分析研究 2024 年经济工作，会议指出，2024 年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环。展望 2024 年，在国内需求持续提振的作用下，显性库存仍将保持在相对低的水平区间，但由于铜价的报价相对较高，对于冶炼厂的利润和扩产有一定正面作用，预计 2024 年社会库存会较 2023 年有一定的回升稳定在 15-20 万吨左右的水平。

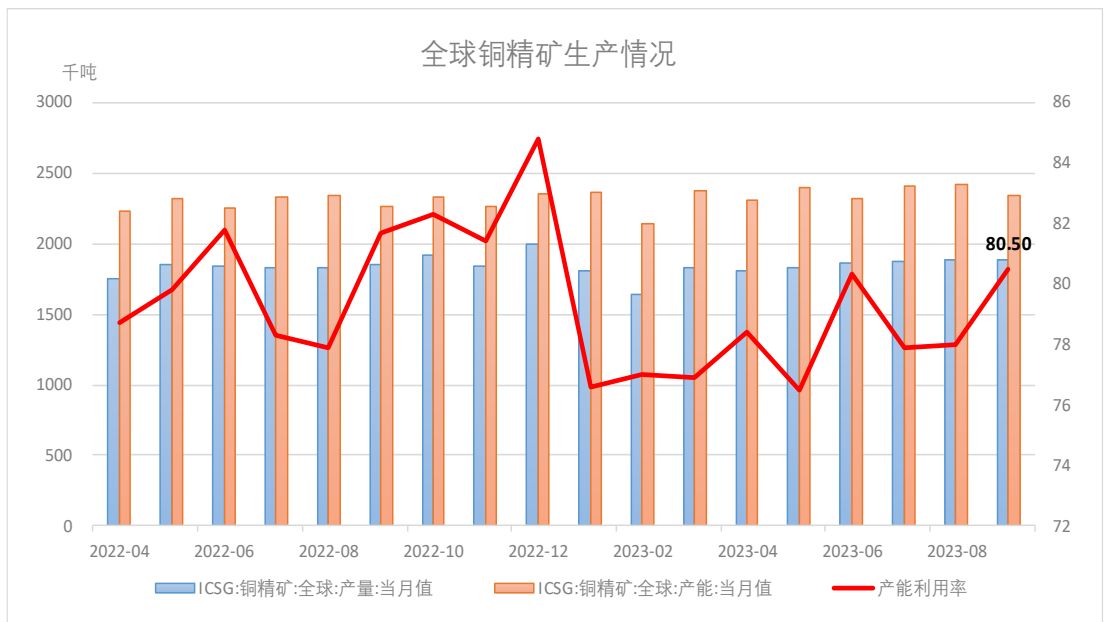


图表来源: Ifind 瑞达期货研究院

二、铜市供给情况

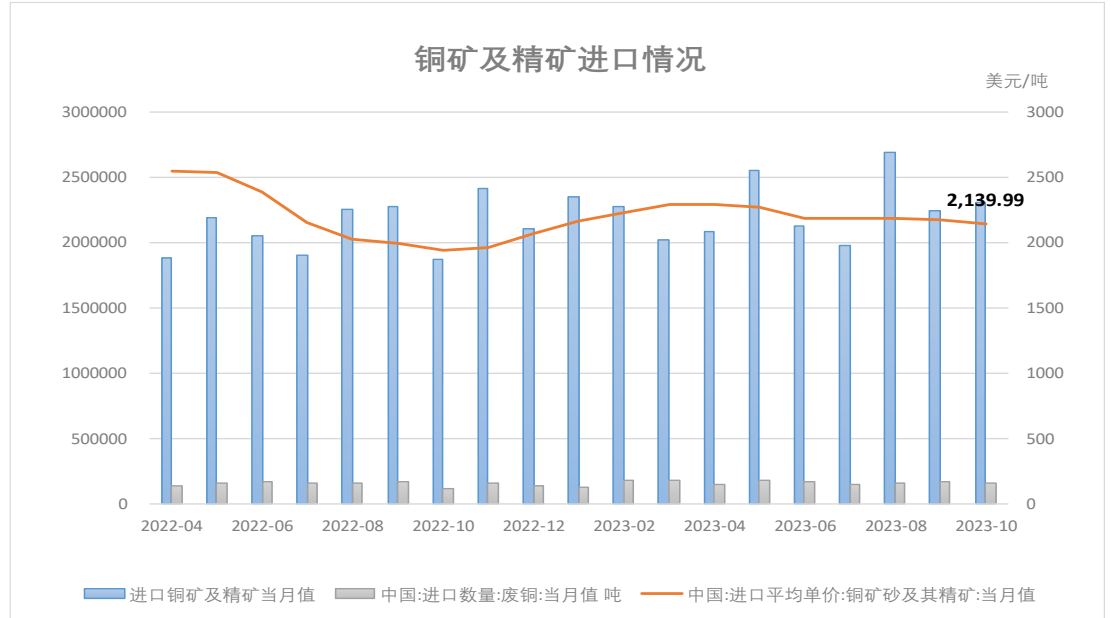
1. 上游-铜精矿产能或将逐步释放

据 ICSG 统计, 2023 年前三季度, 铜精矿产量为 1641.7 万吨, 同比上涨 1.7%, 产能利用率今年呈现一个逐步爬升的走势, 但相比去年同期回落较为明显。预计第四季度, 在铜价保持较好的报价运行, 加之 TC 费用走软, 提振对铜精矿的需求。在此背景下, 全年铜矿或较去年略有增长达到 2250 万吨左右。



图表来源: Wind 瑞达期货研究院

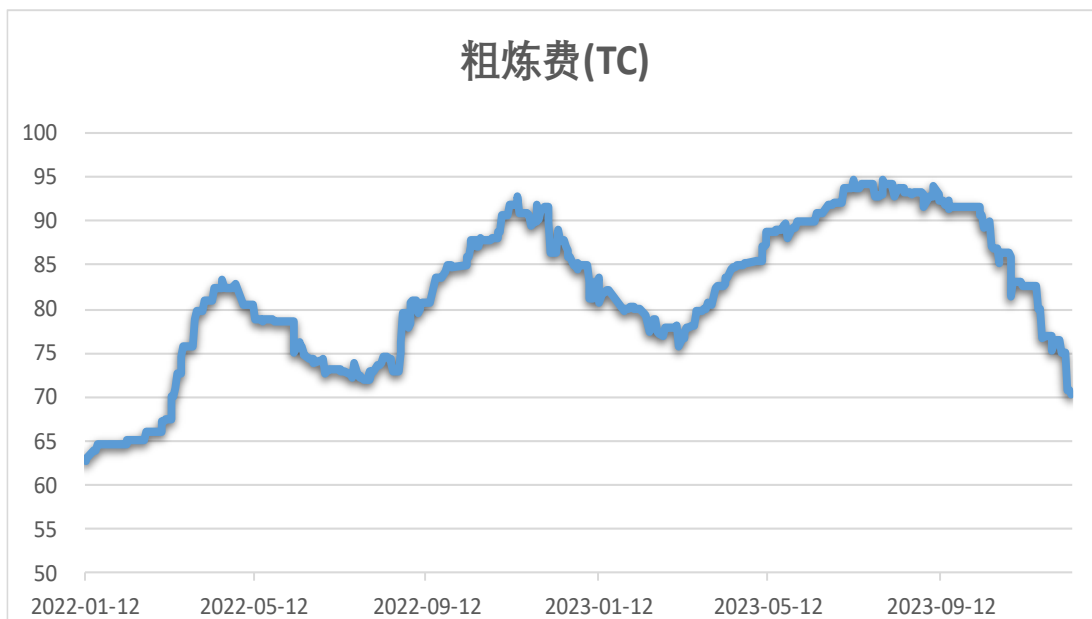
我国的铜矿石属于低储量、高消费，严重依赖进口，近二十年，国内铜矿石的产量与进口量之间的差距不断拉大。铜储量仅占世界总储量的 3.13%，作为全球铜冶炼大国，我国铜矿供给高度依赖进口。11 月中国铜精矿进口量持续上修，海关总署统计 2023 年 11 月中国铜矿砂及精矿进口量为 244.3 万吨，同比增加 1.29%，环比增加 5.76%。2023 年 1-11 月中国铜精矿累计进口量为 2510.71 万吨，累计同比增加 8.15%。



图表来源：Wind 瑞达期货研究院

TC、RC（粗炼、精炼费）是进口铜精矿合同中最核心的条款。在 LME 铜价相对稳定的情况下，TC/RC 越高表明铜精矿价格越低，越有利于进口方；相反，TC/RC 越低，表明铜精矿价格越高，越有利于出口方。结合上图进口量月度变化和下图 TC 指数的变化来看，由于我国大量的铜精矿依赖进口，因此在 TC 相对较低时，我们的进口量表现得更为主动。

2023 年 12 月上旬，2024 年 Benchmark (BM) 谈判落地，12 月 8 日进口铜精矿指数（周）报 73.75 美元/吨，较上一期 78.97 美元/吨减少 5.22 美元/吨。矿山与冶炼厂的长单价格锁定，市场参与者把目光聚焦于贸易商-冶炼厂的长单谈判，鉴于当下快速恶化的现货加工费，冶炼厂更倾向于以当前 BM 签署更长期的长单，而贸易商更愿意延迟长单谈判且矿山-贸易商的长单谈判也尚未结束。此外，从 2020 年 12 月起，中国不再从澳大利亚进口铜精矿，时隔近三年，中国再次从澳大利亚进口铜精矿。随着 TC 不断地走弱，铜精矿现货市场现货成交热度开始回升。



图表来源：Ifind 瑞达期货研究院

展望 2024 年，根据新闻及上市公司定期报告报道，海内外部分矿山在 2024 年及往后皆有扩产能计划，例如 Kamola-Kakula（卡莫阿-卡库拉）铜矿增储潜力大，预计 2024 年 10 月建成投产，届时年产能将达到 62 万吨铜；巨龙露天铜矿位于西藏自治区拉萨市，拟分阶段实施二期、三期工程，其中二期 20 万吨/日采矿改扩建筹备正在推进，2025 年将形成 35 万吨/年产能。据悉除以上矿区外，仍有多地铜矿皆有类似扩产计划或新增产能等待开发。综合来看，2024 年铜精矿的产量及产能或将逐步提升。

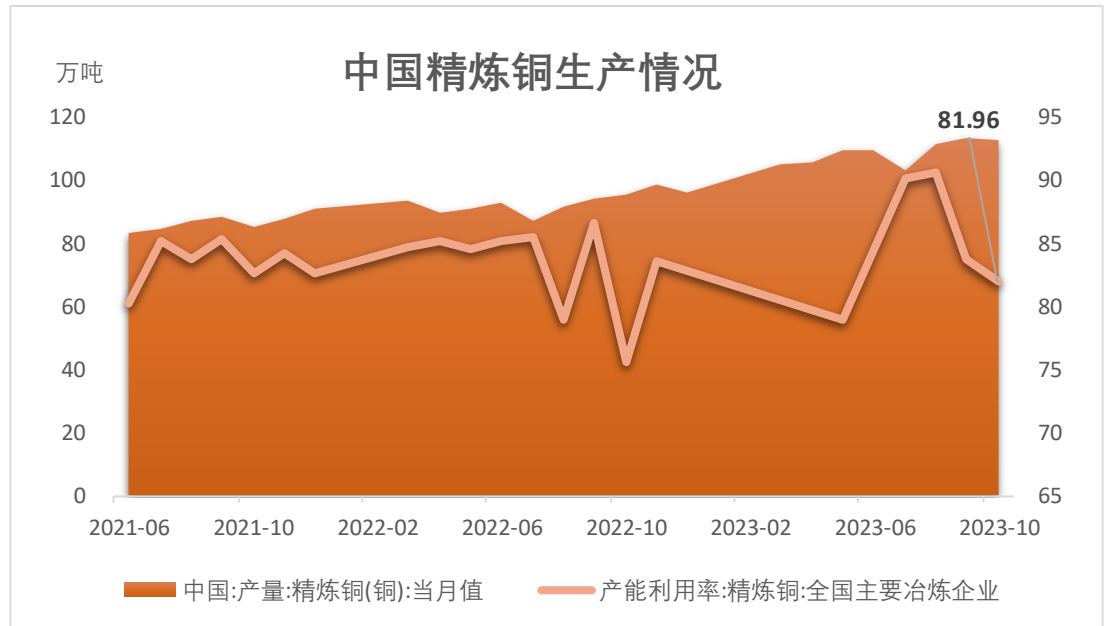
2. 精铜表观消费量稳步增长

国内生产情况

据国家统计局数据，截至 2023 年 11 月，精炼铜当月产量为 114 万吨，较 10 月增加 0.9 万吨，涨幅 0.8%，同比增幅 15.62%。11 月精炼铜产能利用率为 81.96%，较 10 月减少 1.86%。2023 年 1-11 月累计生产精炼铜 1181.1 万吨，较去年同期增长 13.3%。从开工率的角度来看，2023 年 10-11 月由于“十一长假”和 11 月部分主要企业计划检修等原因导致产能利用率有所下滑，纵观下半年的精铜生产，冶炼厂仍旧保持相对上半年较高的开工水平，结合社会库存的走势来看，下半年的持续去库叠加相对充足的国内精铜供应。笔者认为，侧面反映出国内精铜消费意愿逐步变暖，需求有所好转。

展望 2024 年，在海外经济逐步恢复，紧缩货币政策退潮以及国内偏宽松的流动性和积极精准的政策扶持的背景下，全球经济稳中向好的恢复是值得期待的，伴随着经济复苏制造业景气度预计将逐步好转，对铜的需求得以提振，精铜的产能利用率或将上升，精铜产

量预计能较 2023 年有 5%左右增长水平。

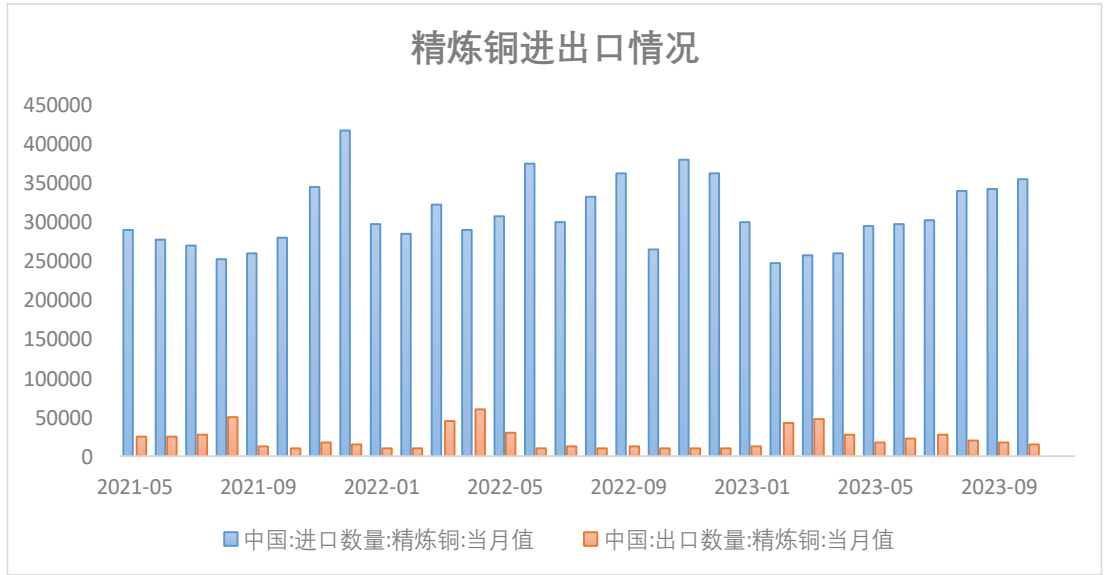


图表来源：Ifind 瑞达期货研究院

精炼铜进出口情况

据海关总署统计，截至 2023 年 10 月，精炼铜当月进口量为 344170.901 吨，较 9 月增加 10394.68 吨，增幅 3.02%，同比降幅 3.45%。2023 年 1-10 月份累计进口 2999013.57 吨，同比降幅达 9.17%。精铜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。从冶炼成本的角度看，由于铜矿粗加工（TC）费用的走低，使得上游冶炼厂更偏好使用铜精矿进行精炼铜的生产，对铜精矿的进口开始放大，外购精铜的需求放缓。若 TC 价格指数持续走弱，于冶炼厂来说将更大程度的外购铜精矿来进行精铜冶炼，以便于榨取更高的利润。

展望 2024，全球经济恢复的背景下，海内外对铜的需求将得以提振，若 TC 价格仍能维持相对低水位，我国对铜精矿的进口意愿将更为主动，由于铜精矿进口对精铜的替代作用，我国精铜的进口需求或将一定程度的放缓。在精铜的表观消费量方面，2024 年预计较 2023 年能有 4-6%左右的提升。



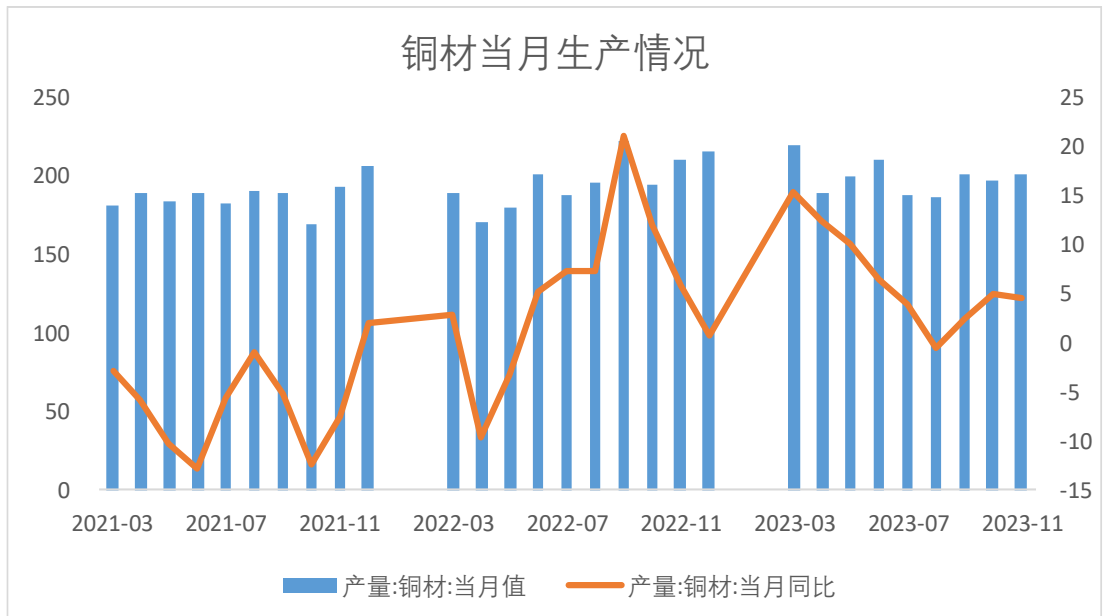
图表来源: Wind 瑞达期货研究院

三、铜需求情况

1. 下游-铜材表观消费量稳步增长

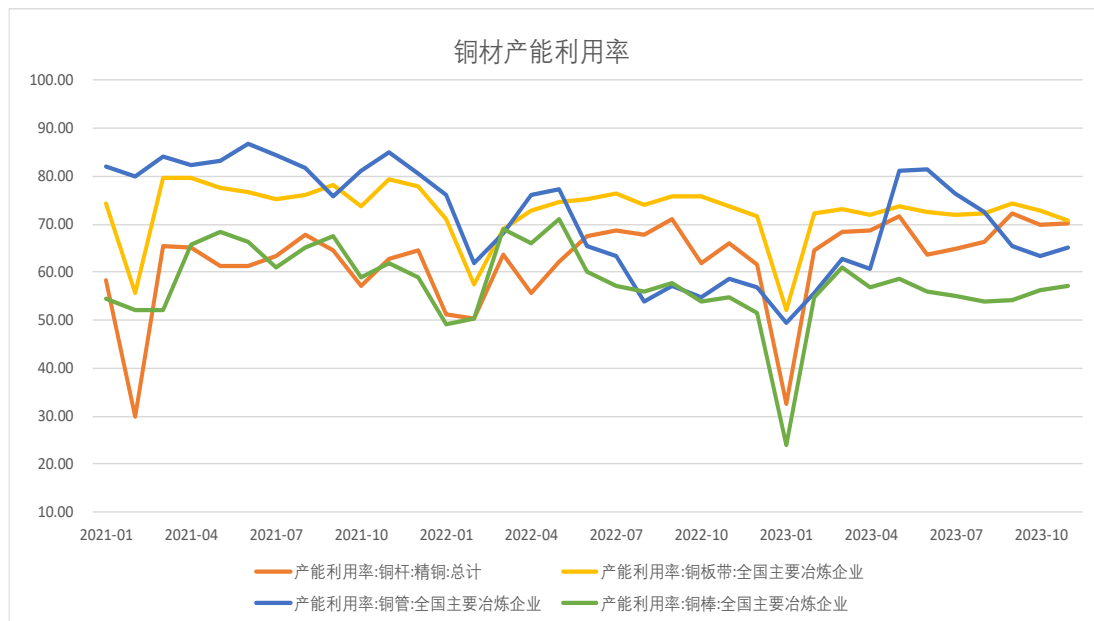
国内生产情况

据国家统计局数据,截至2023年11月,铜材当月产量为201.2万吨,较10月增加4.3万吨,增幅2.18%。2023年1-11月,铜材累计产量为2021.1万吨,累计同比上涨4.6%。整体来看国内铜材累计产量较去年呈现增长的态势,逐月比较来看2022年国内铜材的生产大致呈现前低后高的走势,但2023年却略有相反。



图表来源: Wind 瑞达期货研究院

从具体铜材细分来看，铜材细分领域各自的产能利用率在上半年，由年初季节性低点后，皆呈现开工复苏态势。然而，铜管材和铜棒材均在三季度呈现不同程度的回落状态，其中以管材回落较为显著，或由于管材常应用于建筑行业中的供水、气管道及空调、冰箱、冷柜家电中的制冷系统，管材产能利用率明显下降，或因终端建筑行业的热度回落以及制冷家电的季节性下降而引起。2023 年国内下游铜材普遍产能利用率小幅下滑，但总体仍维持在一个相对 60%左右的水平。经济和需求的复苏仍需更主动的消费去拉动。



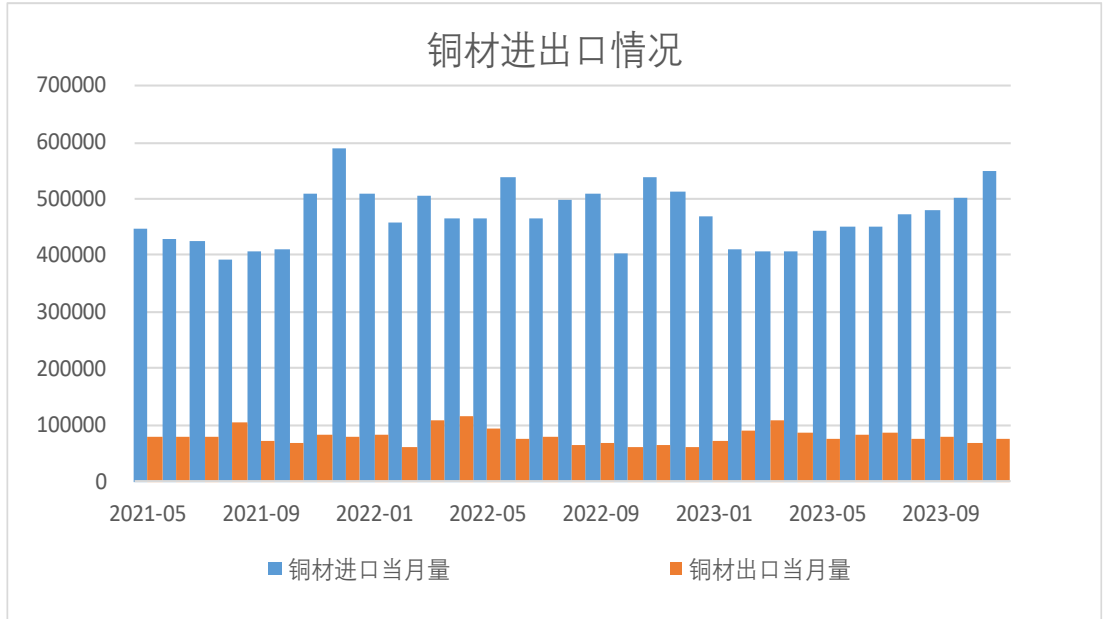
图表来源: Ifind 瑞达期货研究院

铜材进出口情况

据国家统计局数据，截至 2023 年 11 月，未锻造的铜及铜材当月进口量为 550565.6 吨，较 10 月增加 50397.6 吨，增幅 10.08%，同比增幅 1.98%。2023 年 1-11 月累计进口 5042362.8 吨，较去年同期减少 5.87%。

从图中可以看出，我国铜材进出口，仍以进口为主，2023 年呈现一个进口量逐月上升的态势，并且在第四季度有加速的情况。由于上半年现货进口比价呈现亏损状态，企业进口铜材和现货的主动性较低，9 月上旬进口比价回落后呈现持续修复态势，9 月下旬至今仍维持盈利状态，而第四季度随着进口窗口的打开，进口比价逐步转为盈利状态，第四季度进口量得以修复。

展望 2024 年，中央经济工作会议仍将扩大消费作为明年的主要工作目标，虽然在 2023 年铜材的表观消费量同比略有下滑，但在明年经济与消费向好预期下，铜材需求预计得以提振，加之进口比价若能维持盈利状态，铜材及现货的进口或将更为主动，明年铜材表观消费量预计能同比稳增长。



图表来源：Wind 瑞达期货研究院

2. 终端消费拉动需求

电源电网投资铜耗保持增长

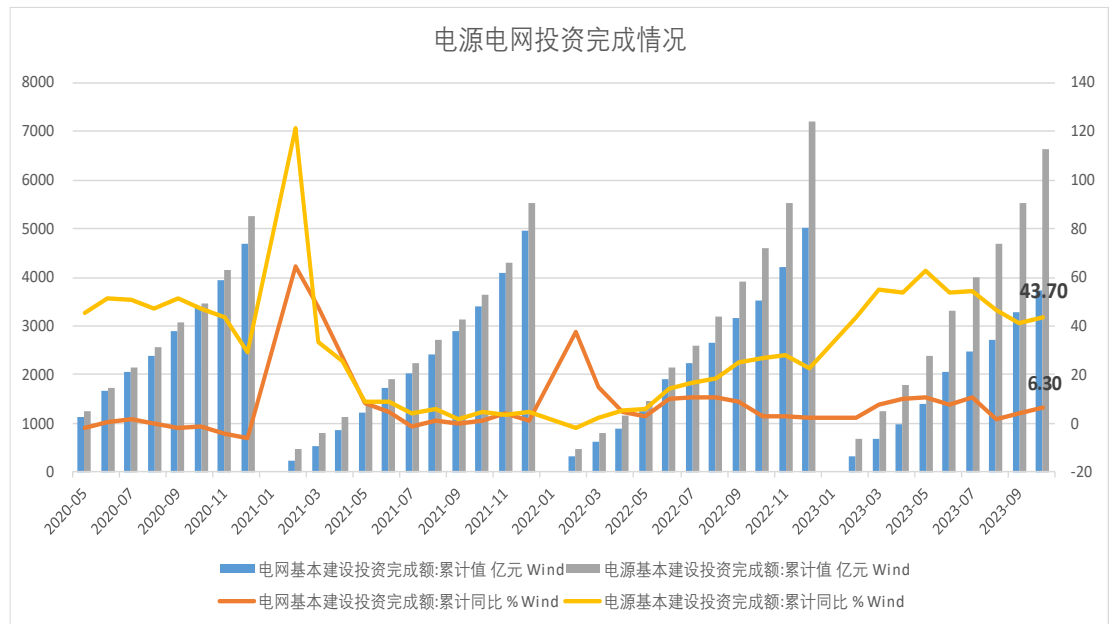
电力系统的建设对精炼铜的消费在我国铜消耗重占有大部分比重，电力系统的铜消费量约占我国总消费量的四成以上比例，其主要为铜杆材的使用，在电缆的布设方面。截至2023年10月，电源、电网投资完成累计额同比43.7%、6.3%。

依据国家能源局组织发布《新型电力系统发展蓝皮书》按照党中央提出的新时代“两步走”战略安排，锚定“30、60”战略目标，以2030年、2045年、2060年为构建新型电力系统的重要时间节点，制定新型电力系统“三步走”发展路径，即加速转型期（当前至2030年）、总体形成期（2030年至2045年）、巩固完善期（2045年至2060年），有计划、分步骤推进新型电力系统建设。《蓝皮书》发布后，国家电网董事长辛保安随后表示，2023年国家电网将加大投资，发挥投资对经济社会的拉动作用，电网投资将超过5200亿元，再创历史新高，同比增长约4%。

截至2023年10月，电源、电网投资完成累计额为6621亿元、3731亿元，同比43.7%、6.3%。依据国家能源局组织发布《新型电力系统发展蓝皮书》的战略目标，2023年国家电网将加大投资，发挥投资对经济社会的拉动作用，电网投资将超过5200亿元，再创历史新高，同比增长约4%。根据10月公布数据来看，电网投资完成额为3731亿元，占2023年计划额度的71.75%。电源工厂完成额为5538亿元，已达2022年全年的88.7%。

展望2024，按照《蓝皮书》的既定目标，我国在2030年之前对电力系统的投资建设

活动仍将保持相对积极的态度，对铜材消耗的需求亦将保持稳步增长的趋势。

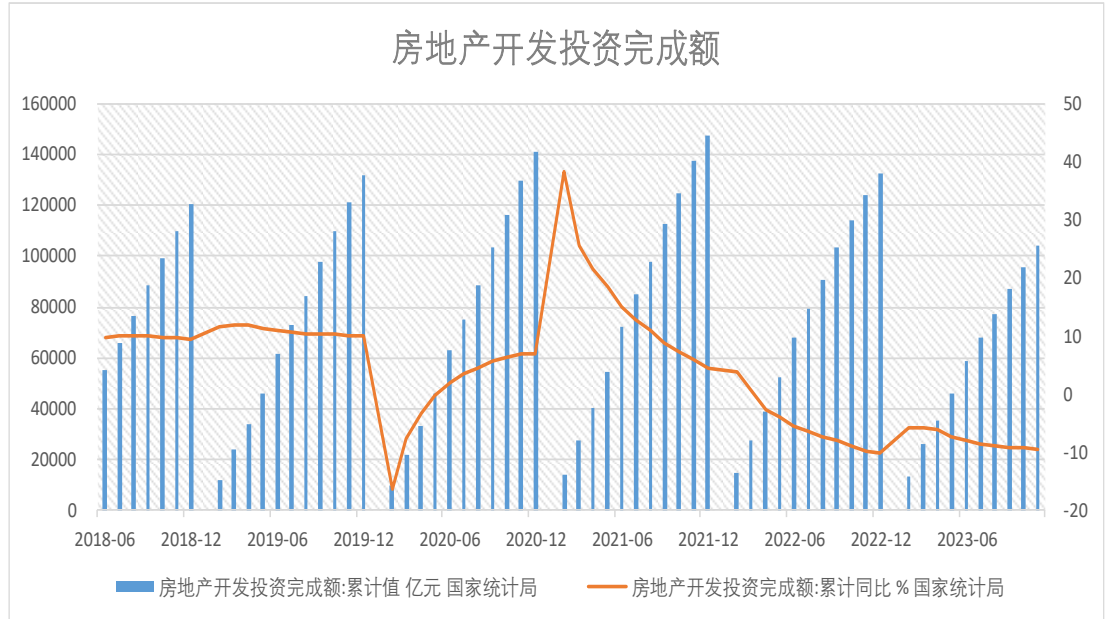


图表来源：Wind、瑞达期货研究院

建筑行业铜耗减缓

国家统计局数据显示，今年 1-11 月我国房地产开发投资累计总额 104045 亿元，累计同比下降 9.4%。1-11 月我国商品房销售面积累计为 100509 平方米，同比下降 8%，房地产新开工面积累计为 87456 平方米，同比降幅为 21.2%。从今年已有数据来看，地产行业在我国增速由 2021 年始逐年调降。考虑到房地产市场目前供需局面仍是供给过剩，国家政策“认房不认贷”的作用重心仍是对存量房屋的去化，因此 2023 年新建地产投资额将少于 2022 年，并且在 2024 年预计依旧将维持逐年调降的态势，建筑行业在我国铜耗的占比亦将逐步放缓。

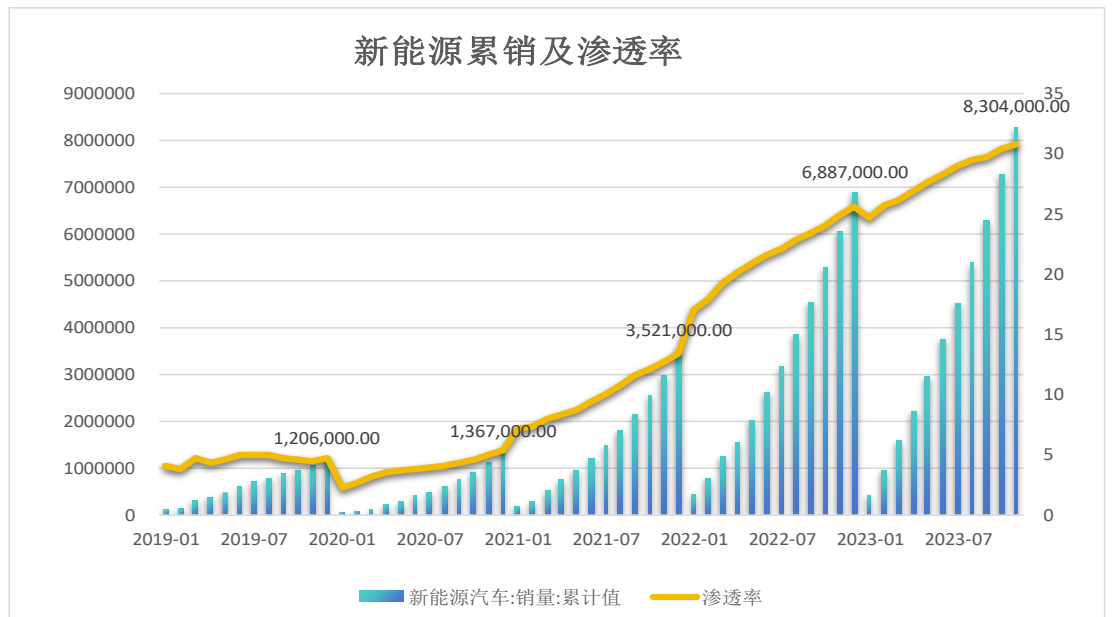
展望 2024 年，中央经济会议中提及化解房地产行业的债务风险，考虑到房地产行业由于早期透支式发展，造成房屋供给过剩较严重、地产开发商债务高企，预计 2024 年在地产行业的帮扶，更多将聚焦于解决当前严重的债务问题和对存量房屋的去化上，因此判断 2024 年建筑行业的新增开工仍将走弱，建筑行业对铜材的消耗占比仍将减缓。



图表来源：Wind、瑞达期货研究院

新能源车行业将成铜耗新亮点

交通运输领域对铜材的消耗主要集中在铜线束等汽车电子方面，铜板带在汽车工业中主要用于制造连接器。尤其是新能源汽车对铜板带的需求表现更为强烈，主要应用于电子接插件方面。相比于传统燃油车而言，新能源汽车的平均所需的铜要高出一倍有余，达到 57 千克之多，纯电动汽车所需量更是高达 80 千克。据中汽协数据，截至 2023 年 1-11 月，新能源汽车累计产量为 8426000 辆，同比增长 34.75%；累计销量为 8304000 辆，同比增长 36.87%。2023 年 1-11 月，新能源汽车累销/汽车累销（渗透率）为 30.83%，环比 0.45%，同比 5.86%。新能源汽车产销量双增，且对传统汽车的替代日渐显著，渗透率逐步提升，也将提振铜在汽车制造行业中的消费量。



图表来源：Wind、瑞达期货研究院

此外，国产新能源汽车的出海亦将从对外贸易的角度对新能源汽车产商拉动作用，据中汽协统计，截至 2023 年 1-11 月，新能源汽车累计出口量为 109.1 万辆，较 10 月增加 9.6 万辆，增幅 9.65%，同比增幅 83.98%。虽然在 9 月中旬，欧盟拟对中国电动汽车启动反补贴调查，欧盟委员会主席冯德莱恩在欧洲议会发表第四次“盟情咨文”时表示，欧盟委员会将启动一项针对从中国进口的电动汽车的反补贴调查。据 11 月 24 日中国日报网报道，欧盟委员会对中国电动汽车补贴的调查可能意味着对中国电动汽车征收更高的进口关税。而这种有可能产生的“惩罚性关税”，我国商务部及海外多家媒体评论也指出其并不是一个正确的做法。后续的事态进展仍有待观察，但就目前的数据表现来看，2023 年 11 月已突破 100 万辆关口逼近 110 万辆，预计全年累计出口量约为 120 万辆。



图表来源：Wind、瑞达期货研究院

展望 2024 年，国产新能源汽车行业将成为相较于汽车行业铜消耗新增动力，在保持较高的对传统汽车替代的同时，因大量电池技术的应用而增加对铜材的消耗量。国产新能源汽车行业内销和出口的高速增长亦提升汽车行业对铜的消耗占比，但预期乐观的同时，亦不能忽视一旦反补贴调查开始运作后，因关税问题带来的出口销量下滑的可能性，以及国内新能源汽车发展增速放缓的现状。

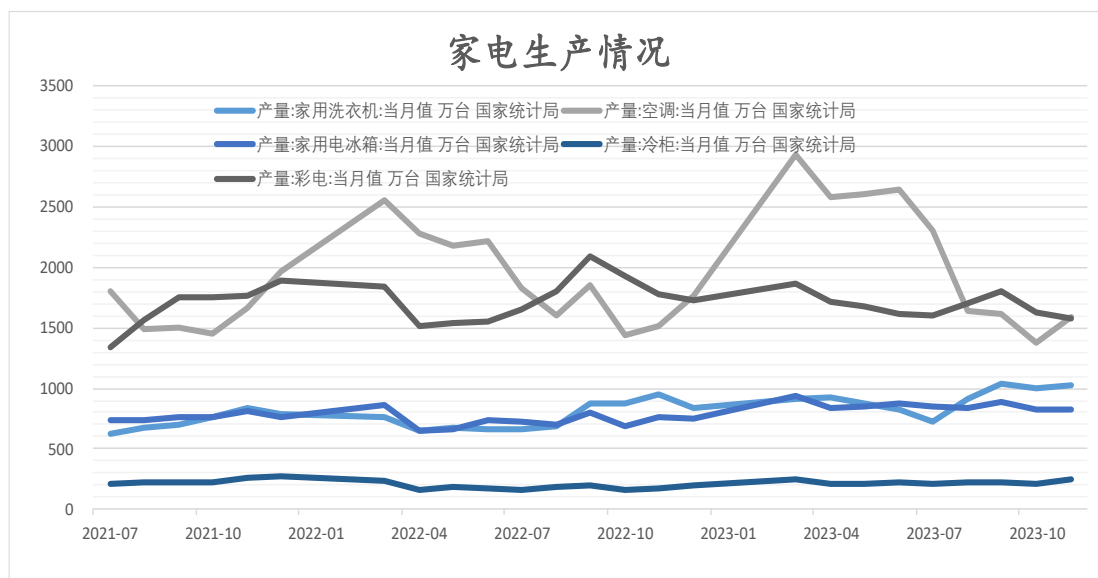
传统、新趋势家电消费助力需求

据国家统计局数据，2023 年 1-10 月洗衣机、空调、电冰箱、冷柜、彩电累计生产值同比为 20.7%、12.4%、14.1%、12.3%、-0.1%。整体来看除彩电有所回落，空调因进入冬季，季节原因小幅回落外，其余家电皆处于同比去年有所增长。

根据商务部新闻发言人的表述，商务部将按照“消费提振年”的总体要求，多措并举，推动消费持续恢复扩大。从国家消费数据方面亦可以得以体现，2023 年 1-10 月份，社会

消费品零售总额 385440 亿元，同比增长 6.9%。全国网上零售额 122915 亿元，同比增长 11.2%。此外，除传统家电的消费助力外，年末各大电商平台也伴随着“双十一”互联网消费节推出各种优惠活动助力消费。以苏宁易购数据统计为例，以洗烘套装、洗碗机、扫拖机器人为代表的新趋势家电也取得销售额同比增长 117%、125%、132%。

展望 2024 年中央经济工作会议提及推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费等新的消费增长点。预计 2024 年在传统家电和新兴家电消费的助力下，消费数据能够稳步复苏，尤其在明年四季度由于互联网消费的助力下，消费表现值得期待，从消费拉动需求的角度，家电行业对于铜材的需求亦将得以提振。



图表来源：Wind、瑞达期货研究院

第四部分、2024 年铜市行情展望

全年沪铜期价运行呈现高位震荡走势，基本面呈现内强外弱的局面，供需整体上呈现供给略有不足的局面。宏观经济上，国内的通过消费拉动需求，相对偏宽的流动性也为居民消费和投资信心的提振给予助力，海外仍维持紧缩货币政策，海外经济在高息环境中缓步恢复。基本上，国内对铜的整体仍相对紧缺，供给略有不足，库存去化较为明显，终端消费表现向好，海外累库现象略显严重。致使铜的运行呈现内强外弱的局面。

2024 年供给方面，上游铜精矿随着海外矿山的扩产项目完结，及经济复苏需求提振的背景下，冶炼厂保持较高的开工情况，新增产能有序释放，出现供需双增的局面，整体保持约 4-5%左右的增速。若精铜的溢价和升水仍保持相对偏高位置，会刺激冶炼厂更快地提升产量，精铜的表观消费量亦将稳步提振，整体供给量呈现较为充足的状态。

2024 年铜需求方面，在经济放缓但预期向好的背景下，铜材需求预计得以提振，加之

进口比价若能维持盈利状态，铜材及现货的进口或将更为主动，加之终端消费的助力，消费的扩大对需求拉动尤其在下半年表现将更为明显，整体需求表现偏暖。

在 2024 年铜价运行，国内方面，上半年在国内万亿国债 2024 年计划投放下，国内经济稳步复苏的预期是向好的，国际方面，由于海外高息环境的影响，全球经济放缓的态势日益显现，市场对结束高息环境的预期日益增长，目前普遍的预期是美联储将于 2024 年 5 月份开始降息，在预期的影响下美元开始走软。因此，铜价在明年上半年运行或将受预期主导而走势偏强。下半年我们预计将进入证伪阶段，海外方面，随着降息周期的逐步兑现，由预期产生的正面影响将边际递减。证伪阶段，市场将更注重基本面的情况，我们预计下半年供给的增速或将超过需求，库存有所回升，因此下半年铜价或将受基本面矛盾影响开启震荡走势。

在此背景下，我们认为铜价 2024 年运行区间为 65000-75000 元/吨左右，仅供参考。

风险因素上，海外方面，矿山的扰动因素，降息周期的延后，地缘政治战争以及海外经济的复苏不及预期等因素；国内方面，双边关系的影响，消费数据的实际表现，经济恢复的速度及政策运行情况等因素。以上因素（包括但不限于）皆会影响 2024 年铜价的具体运行情况，我们亦将逐步跟踪观测。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。