

2023年12月01日

涨海尝从此地流，千帆飞过碧山头

——沪铜2024年年度投资策略

分析师

杨磊

从业资格证号：F03099217

投资咨询证号：Z0018823

电话：021-68758820

邮箱：yangl@qh168.com.cn

分析师

刘晨业

从业资格证号：F3064051

投资咨询证号：Z0018826

电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

联系人

杜扬

从业资格证号：F03108550

电话：021-68758820

邮箱：duy@qh168.com.cn

联系人

顾兆祥

从业资格证号：F3070142

电话：021-68758820

邮箱：guzx@qh168.com.cn

投资要点：

- **宏观**：2023美国通胀放缓，市场认为美联储或已结束加息周期，并将在2024年年中降息。美国需求显示韧性，软着陆预期增强。欧元区陷入技术性衰退的风险增加。中国关于房地产、地方债的政策调整、优化，持续发力。2024下半年海外降息和国内复苏有望共振。
- **供给**：2024年全球铜矿供给延续增长，2025铜矿增量预计放缓。2024、2025全球尤其是中国铜冶炼产能将显著增加，预计2024年全球铜矿过剩程度将减轻，精炼铜出现过剩。据ICSG，2024预计铜矿产量2319.5万吨，较2023年增3.7%，精铜产量2753.4万吨，增4.6%。中国铜冶炼产能攀升，铜金融属性淡化，2024年精炼铜进口量预计整体仍呈减少趋势。
- **需求**：能源转型，光伏、风电发展迅速，为加快构建新能源供给的消纳体系，预计2024年电网投资建设仍会继续增加。2024全球光伏装机量累计新增或达496.8-535.2GW，耗铜量198.72-214.08万吨，较2023年增33.12-35.68万吨。2024全球风电装机预计耗铜69.58万吨，较2023年增4万吨。2024中国地产竣工可能面临压力，空调产销或出现同比回落。2024年中国新能源汽车出口规模和份额预计继续扩大；欧洲新能源汽车销量继续提高；美洲新能源汽车增速迅猛；全球新能源汽车2024年销量预计增至1840万辆，预计耗铜量152.72万吨，较2023年增44.82万吨。电子需求2024有望延续温和复苏。据ICSG，2024预计精铜需求2706.6万吨，增2.7%。
- **库存**：2024年铜矿供给继续增加，全球尤其是中国铜冶炼能力提高，精炼铜产量较2023年预计进一步抬升，消费虽有新能源领域提供增量，但传统耗铜下滑压力下，铜预计出现过剩，据ICSG，2024年预计精铜供需过剩46.7万吨。全球铜库存或回升。
- **结论**：2024上半年海外高利率带来的消费担忧和国内复苏预期劈叉，铜价预计仍震荡；2024下半年海外降息和国内复苏有望共振，铜价开启新一轮涨势，但精铜过剩预期或限制涨幅；更强涨势预计2025年显现。
- **操作建议**：2024年上半年沪铜区间操作，下半年单边做多
- **风险因素**：美联储紧缩超预期、全球铜累库超预期

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 宏观	4
3. 供给	6
3.1. 铜矿供给	6
3.2. 精炼铜供给	7
4. 需求	9
4.1. 电力	9
4.2. 地产	11
4.3. 家电	11
4.4. 汽车	12
4.5. 电子	13
5. 库存	13
6. 供需平衡及操作策略	14

图表目录

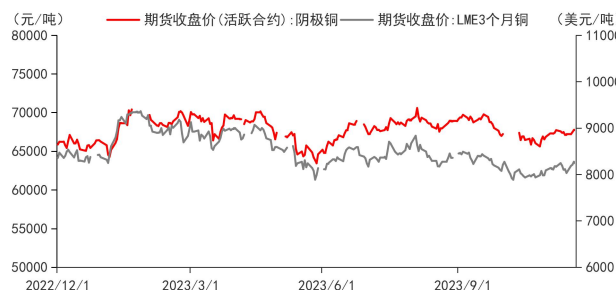
图 1 铜价走势回顾	4
图 2 铜现货升贴水	4
图 3 美国 PCE 物价指数&CPI	5
图 4 欧元区 HICP	5
图 5 中国官方 PMI&财新 PMI	6
图 6 美国 Markit PMI&ISM PMI	6
图 7 全球铜储量分布	6
图 8 全球铜矿产量分布	6
图 9 全球铜精矿产量	7
图 10 中国铜矿砂及精矿进口量	7
图 11 全球精炼铜产量	7
图 12 中国精炼铜产量	7
图 13 进口铜精矿 TC 指数	8
图 14 硫酸 (98%) 市场价	8
图 15 洋山铜仓单溢价	8
图 16 铜现货进口盈亏	8
图 17 中国精炼铜净进口量	9
图 18 中国再生铜进口量	9
图 19 全球精炼铜消费量	9
图 20 中国终端行业耗铜量占比	9
图 21 中国电网基本建设投资完成额	10
图 22 中国电源基本建设投资完成额	10
图 23 中国光伏累计新增装机量	10
图 24 中国风电累计新增装机量	10
图 25 中国房地产销售、新开工、施工和竣工面积	11
图 26 中国 30 大中城市商品房成交面积	11
图 27 中国新建商品住宅价格指数: 环比	11
图 28 中国二手住宅价格指数: 环比	11
图 29 家用空调产销	12
图 30 家用空调库存	12
图 31 中国汽车产量	12
图 32 中国汽车销量	12
图 33 中国新能源汽车产量	13
图 34 中国新能源汽车销量	13
图 35 中国集成电路累计产量	13
图 36 中国移动通信手持机累计产量	13
图 37 LME 铜库存	14
图 38 上期所铜库存	14
图 39 电解铜保税区库存	14
图 40 电解铜社会库存	14

1. 行情回顾

铜是全球定价品种，兼具商品属性和金融属性。2023 年，内外宏观、现实预期均往往处于劈叉场景，共振机会较少，铜价走势即以震荡为主，难出现幅度显著的单边行情。2023 年 11 月中旬 11 月 20 日 LME3 个月铜收盘价 8447.5 美元/吨，较 2022 年底涨 0.88%；沪铜活跃合约收盘价 67920 元/吨，涨 2.51%，因人民币兑美元 2023 年贬值，沪铜涨幅多于伦铜。2023 年截至 11 月 20 日，沪铜活跃合约收盘价振幅 11.25%，波动率 2.14%；2022 全年沪铜活跃合约收盘价振幅 40.31%，波动率 7.8%；沪铜振幅、波动率明显缩窄。

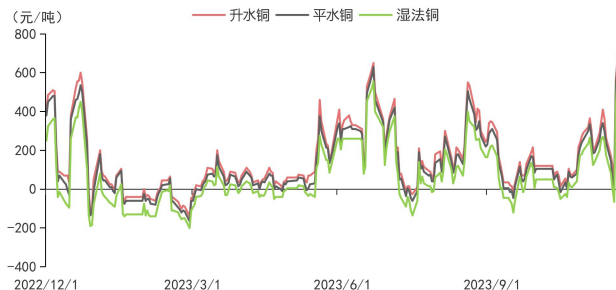
具体的，1 月，随着疫情防控“全面放开”，铜价上涨；2022 年 12 月 7 日，疫情防控“新十条”明确取消核酸检测、取消核检证明、取消查验健康码行程码、取消落地检；1 月 8 日起，新冠实施“乙类乙管”。2 月至 4 月，国内地产销售同比改善、制造业 PMI 回升，但美国通胀黏性，仍有紧缩压力，铜价震荡。5 月，国内复苏放缓，铜价回落。6 月，国内政策预期升温、美联储暂停加息，铜价回升；6 月 14 日，美联储宣布维持 5%至 5.25%联邦基金利率目标区间不变，是 2022 年 3 月加息周期以来首次暂停。7 月至 9 月，国内弱复苏与强预期博弈，市场对美联储政策预期摇摆，铜价震荡；7 月 24 日政治局会议提及房地产市场时，“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”。10 月中上旬，美国经济数据显示韧性，铜库存回升明显，铜价下挫。10 月下旬至 11 月中旬，国内财政发力，铜价上涨；10 月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议。

图 1 铜价走势回顾



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 2 铜现货升贴水



资料来源：iFinD，SMM，东海期货研究所

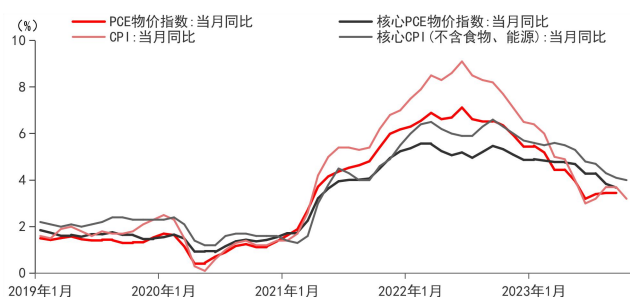
2023 年 1 月至 4 月，国内铜社会库存同比偏高，现货升贴水偏弱运行；5 月至 11 月中旬，国内铜社会库存整体呈去库，现货升贴水中枢明显抬升。据 SMM，1 月至 4 月，升水铜、平水铜、湿法铜升贴水均值各为 28、8、-43 元/吨，2022 年同期各为 185、155、72 元/吨；5 月至 11 月中旬，升水铜、平水铜、湿法铜升贴水均值各为 217、187、128 元/吨，2022 年同期各为 283、261、167 元/吨。

2. 宏观

2023 年美国通胀整体呈放缓趋势，美联储 6 月议息会议首次暂停加息，9 月、11 月未加息，市场认为美联储或已结束加息周期，并预期其将在 2024 年年中开始降息。美国 2021 年通胀开始攀升，2022 年通胀持续高企，2023 年通胀逐渐放缓。美国 2023 年 10 月 CPI、

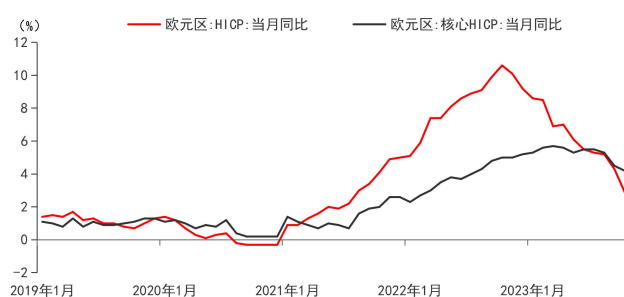
核心 CPI 当月同比分别为 3.2%、4%，2022 年同期分别为 7.7%、6.3%；美国 2023 年 9 月 PCE、核心 PCE 当月同比分别为 3.44%、3.68%，2022 年同期分别为 6.56%、5.47%。遏制通胀，美联储 2022 年连续 7 次加息，将联邦基金利率目标区间从 0.25%-0.50% 提高至 4.25%-4.50%。2023 年 2 月、3 月、5 月，美联储继续加息，但每次加息幅度减至 25 基点，6 月暂停加息，为本轮加息周期以来首次，7 月再加息 25 基点，9 月、11 月未加息。在 CPI、PCE 当月同比显示美国通胀放缓的同时，新增非农就业人数亦显示美国劳动力市场降温，市场预期美联储结束加息并在 2024 年年中转向降息，美债收益率、美元有转势迹象，铜价所受的宏观压力将释放。美国 2023 年第三季度 GDP 年化环比增 4.9%，超过市场预期的 4.3%，为 2021 年四季度以来最大季增幅，显示其需求韧性，软着陆预期增强，支撑需求。

图 3 美国 PCE 物价指数&CPI



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 4 欧元区 HICP



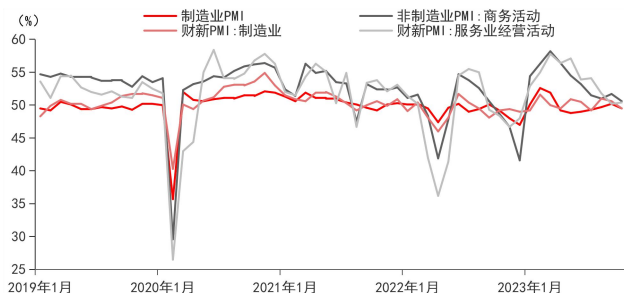
资料来源：iFinD，东海期货研究所

欧元区通胀压力减轻，欧央行 2023 年 10 月首次暂停加息。10 月欧元区 HICP、核心 HICP 当月同比分别为 2.9%、4.2%，2022 年同期分别为 10.6%、5%。高利率压力下，欧元区经济疲弱，风险增大。鉴于通胀明显回落、核心通胀亦有所下降，2023 年 10 月欧央行暂停加息、维持欧元区三大关键利率不变，为欧央行自 2022 年 7 月开启本轮加息周期后的首次暂停。本轮加息周期，欧央行已连续加息 10 次，累计加息幅度 450 个基点。市场预期欧央行本轮加息周期已结束。对于何时降息，欧央行行长表示现在讨论降息为时尚早。欧元区第三季度 GDP 环比萎缩 0.1%，陷入技术性衰退的风险增加。

2023 年一季度统计局制造业 PMI 重回荣枯线以上，国内经济回暖势头强劲，但二季度制造业 PMI 再回落至荣枯线以下，疫情后复苏基础仍不牢固。2023 年 7 月 24 日政治局会议提及房地产市场时，“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”；10 月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，中央财政四季度增发 2023 年国债 10000 亿元，增发国债通过转移支付安排给地方；11 月 8 日，中国人民银行行长、国家外汇管理局局长潘功胜谈及金融部门支持化解地方政府债务风险时称，必要时，人民银行将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持。国内关于房地产、地方债的政策调整、优化，持续发力。

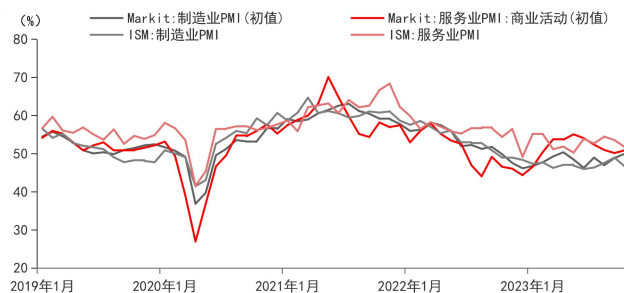
2023 年美国服务业 PMI 较 2022 年放缓，但仍处于荣枯线以上，显示美国经济韧性，而制造业 PMI 因全球经济放缓、供应链和劳动力等问题持续处荣枯线下，面临压力；2023 年欧元区制造业 PMI 处荣枯线下且持续下行，较美国制造业压力更大。美国 2023 年 10 月 ISM 服务业 PMI 为 51.8，ISM 制造业 PMI 为 46.7，2022 年同期各为 54.4、49。欧元区、德国、法国 2023 年 10 月制造业 PMI 初值各为 43、40.7、42.6，2022 年同期各为 46.6、45.7、47.4。

图5 中国官方 PMI&财新 PMI



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图6 美国 Markit PMI&ISM PMI



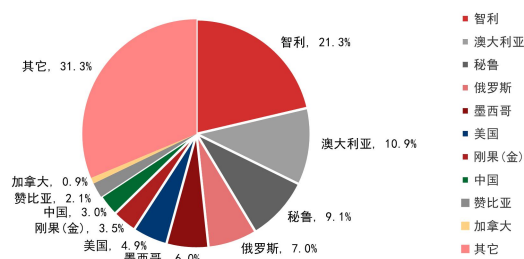
资料来源：iFinD，东海期货研究所

3. 供给

3.1. 铜矿供给

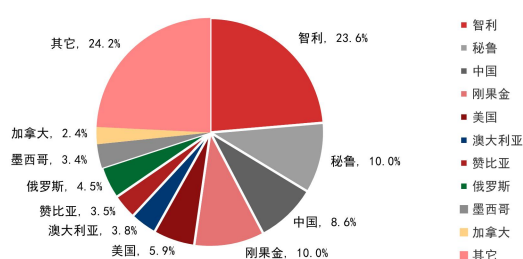
全球铜储量并不均匀，南美铜资源丰富，也是主要的铜精矿生产地；中国铜资源贫乏。据美国地质调查局，2022 年全球铜储量 89000 万金属吨，其中智利铜储量 19000 万金属吨，占全球铜储量的 21.3%；澳大利亚储量 9700 万金属吨，占 10.9%；秘鲁 8100 万金属吨，占 9.1%；俄罗斯 6200 万金属吨，占 7%；而中国 2700 万金属吨，占 3%。但据中国自然资源部数据，中国 2022 年铜矿储量 4077.18 万金属吨，较 2021 年增 16.7%。据美国地质调查局，2022 年全球铜矿产量 2200 万金属吨，其中智利 520 万金属吨，占全球铜矿产量的 23.6%；秘鲁 220 万金属吨，占 10%；刚果金 220 万金属吨，占 10%；中国 190 万金属吨，占 8.6%。据中国自然资源部数据，中国 2022 年铜精矿产量 187.4 万吨，增 5.8%。

图7 全球铜储量分布



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图8 全球铜矿产量分布



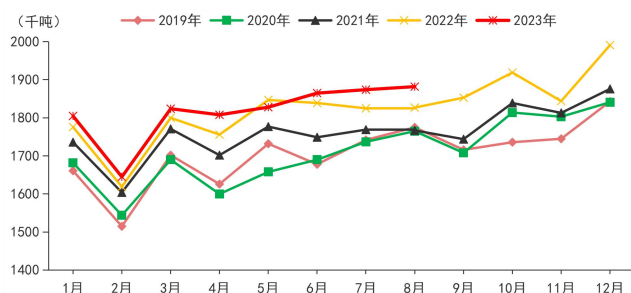
资料来源：iFinD，东海期货研究所

2023 年全球铜矿供给增长，未来铜矿增量主要来自现有铜矿的扩建，2025 年铜矿增量预计放缓。据国际铜业研究组织 ICSG，全球 2023 年 1-9 月铜精矿产量 1641.7 万金属吨，较 2022 年同期增 1.7%；2022 全年铜精矿产量 2189.6 万金属吨，较 2021 年增 3.54%。据 SMM，2022 年全球主要铜矿增量 83.18 万金属吨，2023 年至 2025 年增量预计分别为 97.04、135.8、84.68 万金属吨。2025 年铜矿增量预计放缓，将面临紧张。

中国铜精矿产量增量有限，铜矿砂及精矿进口不断增加，进口依存度持续提高。据海关总署，中国 2023 年 1-10 月铜矿砂及精矿进口量 2266.28 万实物吨，较 2022 年同期增 9.32%；2022 全年进口量 2524.09 万实物吨，较 2021 年增 7.88%。据 SMM，2023 年中国铜精矿

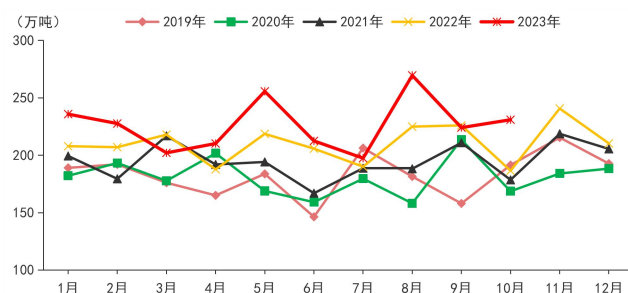
产量预计 183 万金属吨，净进口量预计 691 万金属吨，进口依存度 79.06%；2022 年中国铜精矿产量 196 万金属吨，净进口量 642 万金属吨，进口依存度 76.61%。

图 9 全球铜精矿产量



资料来源：iFind，东海期货研究所

图 10 中国铜矿砂及精矿进口量



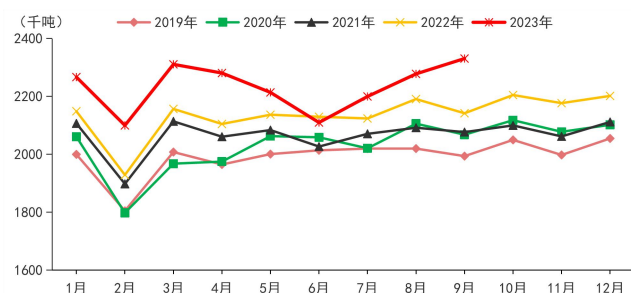
资料来源：iFind，东海期货研究所

3.2. 精炼铜供给

2023 年全球铜矿增量超铜粗炼产能增量，2024、2025 年全球尤其是中国铜粗炼产能将显著增加，预计 2024 年全球铜矿过剩程度较 2023 年将减轻，2025 年全球铜矿将面临紧张，铜精矿长单加工费预计回落。据 SMM，2023-2025 年全球主要铜粗炼产能增量分别为 76.5、146.2、263 万金属吨，而 2023-2025 年全球主要铜矿增量分别为 97.04、135.8、84.68 万金属吨。中国冶炼厂与矿山敲定 2023 年铜精矿长单加工费为 88 美元/吨，随着全球铜精矿供需逐渐从过剩向偏紧切换，长单加工费预计回落，据 SMM 估计，2024 年长单加工费落至 84 美元/吨，2025 年落至 75 美元/吨。

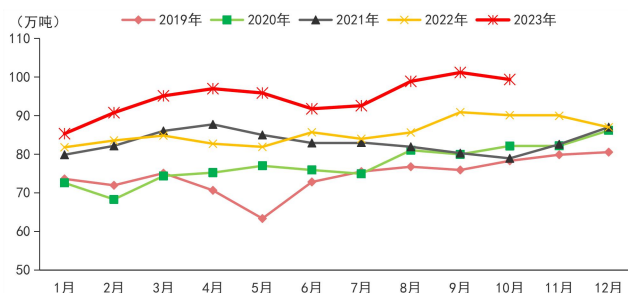
2023 年全球铜矿产能释放、供应增加，精炼铜产量增幅明显，2024 年全球尤其是中国铜冶炼能力提高，精炼铜预计出现过剩。据国际铜业研究组织 ICSG，全球 2023 年 1-9 月精炼铜产量 2009.2 万吨，较 2022 年同期增 5.4%，其中原生精炼铜产量 1671.9 万吨，增 4.4%。中国是全球精炼铜最大生产国，据智利国家铜业委员会，2022 年中国精炼铜产量占全球产量的 43.5%。据 SMM，中国 2023 年 1-10 月电解铜产量 947.99 万吨，较 2022 年同期增 11.4%；2022 年全年产量 1028.21 万吨，较 2021 年增 3.1%。2024 年全球铜矿、冶炼产能继续提高，国际铜业研究组织 ICSG 在 2023 年 10 月预测铜供需将从 2023 年的基本平衡切换到 2024 年的供过于求，过剩 46.7 万吨，高于其 2023 年 4 月预测的过剩 29.7 万吨。市场消息全球最大铜生产商智利国家铜业公司 Codelco 或计划以每吨 89 美元的溢价向中国主要客户出售 2024 年合同铜，较 2023 年的溢价 140 美元/吨削减了 36%。

图 11 全球精炼铜产量



资料来源：iFind，东海期货研究所

图 12 中国精炼铜产量



资料来源：iFind，东海期货研究所

2023 年全球铜矿增量超铜冶炼产能增量，中国进口铜精矿 TC 指数高位运行；2024、2025 年全球尤其是中国铜粗炼产能将显著增加，预计 2024 年全球铜矿过剩程度较 2023 年将减轻，中国进口铜精矿 TC 指数预计回落。据 SMM，2023 年 1 月至 11 月中旬，进口铜精矿 TC 指数均值为 86.92 美元/吨，2022 年同期均值为 76.2 美元/吨。市场消息智利矿商安托法加斯塔 Antofagasta 或同意与中国冶炼厂金川集团就 2024 年铜精矿供应达成每吨 80 美元、每磅 8 美分的 TC/RC 协议，比 2023 年的每吨 88 美元、每磅 8.8 美分低 9%。

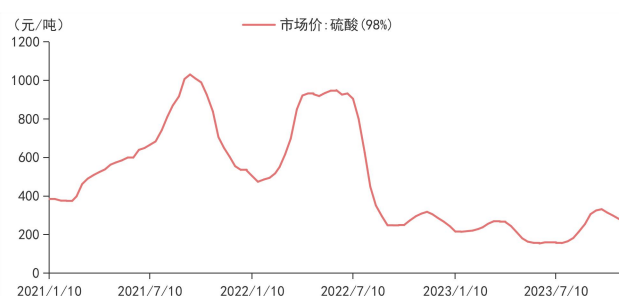
2023 年硫酸价格承压运行，2024 年预计供过于求，仍难乐观；中国铜冶炼产能扩张明显，为避免原料铜精矿需求增加导致的硫酸胀库问题，预计将调整原料结构，提高阳极铜需求。据统计局，2023 年 1 月至 11 月上旬，硫酸市场均价 229.49 元/吨，2022 年同期均价 609.32 元/吨。2024 年硫酸市场预计供过于求，价格继续承压。

图 13 进口铜精矿 TC 指数



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 14 硫酸(98%)市场价



资料来源：iFinD，东海期货研究所

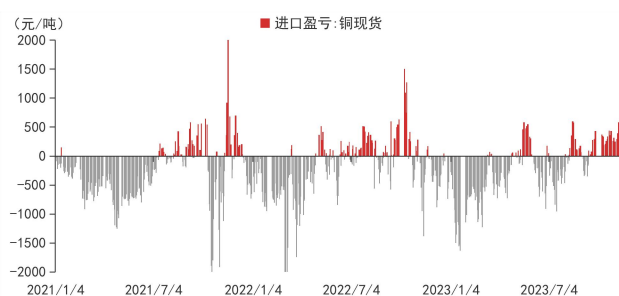
2023 年 1-4 月进口窗口关闭，5 月打开，6-7 月关闭，8 月打开，9 月上中旬关闭，9 月下旬至 11 月中旬一直保持打开状态。

图 15 洋山铜仓单溢价



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 16 铜现货进口盈亏



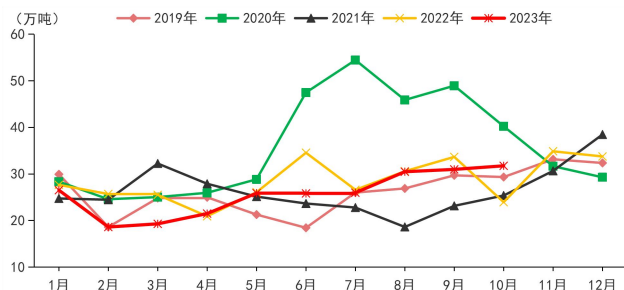
资料来源：SMM，东海期货研究所

铜金融属性淡化，国内电解铜产量增加，进口量逐渐减少；2023 年四季度铜现货进口窗口持续打开、LME 铜库存较充裕，预计精炼铜进口量将有所增加，2023 年全年进口量减幅或缩窄。据海关总署，中国 2023 年 1-10 月精炼铜净进口量累计 256.88 万吨，较 2022 年同期减 6.69%，其中进口累计 282.04 万吨，减 4.9%，出口 25.17 万吨，增 18.3%。国内铜冶炼产能继续攀升，铜金融属性淡化，2024 年精炼铜进口量预计整体仍呈减少趋势。

据中国有色金属工业协会再生金属分会副会长刘巍在 CRU 世界铜业亚洲会议上透露，2023 年中国废铜进口量将达 190 万吨，较 2022 年的 175 万吨增 8.6%。可再生能源和电动车

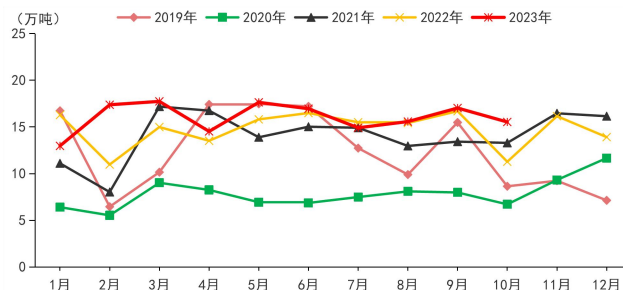
对铜需求不断增加，中国对废铜进口范围和数量均扩。据海关总署，2023 年 1-10 月累计进口废铜 160.28 万吨，较 2022 年同期增 9%；2022 年全年废铜进口量较 2021 年增 4.6%。

图 17 中国精炼铜净进口量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 18 中国再生铜进口量

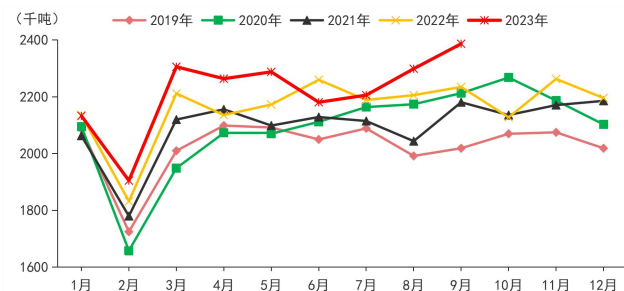


资料来源：iFinD，东海期货研究所

4. 需求

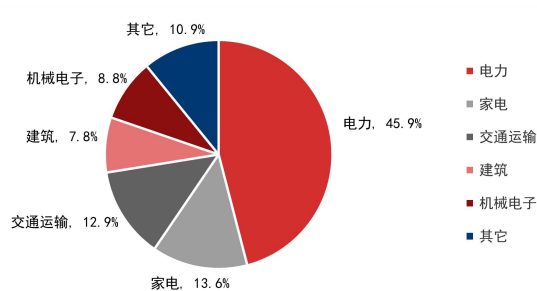
中国是全球第一大铜消费国，2023 年家电领域（空调）、新能源领域（新能源汽车、光伏、风电）对铜消费拉动明显，全球铜消费显示韧性。据国际铜业研究组织 ICSG，2023 年 1-9 月全球精炼铜消费量 1996.9 万吨，较 2022 年同期增 3%；2022 年全年消费量 2596.6 万吨，较 2021 年增 3.1%，全球精炼铜消费显示韧性。中国是全球最大铜消费国，据智利国家铜业委员会，2022 年中国精炼铜消费量占全球的 57.42%。铜下游广泛，电力、家电、交通运输、建筑、电子等均有应用。据 SMM，2023 年中国耗铜量预计达 1493 万吨，较 2022 年增 10.7%，其中电力耗铜量 686 万吨，占 45.9%，家电耗铜 203 万吨，占 13.6%，交通运输耗铜 193 万吨，占 12.9%，建筑耗铜 116 万吨，占 7.8%，机械电子耗铜 132 万吨，占 8.8%，其它行业耗铜 163 万吨，占 10.9%。

图 19 全球精炼铜消费量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 20 中国终端行业耗铜量占比

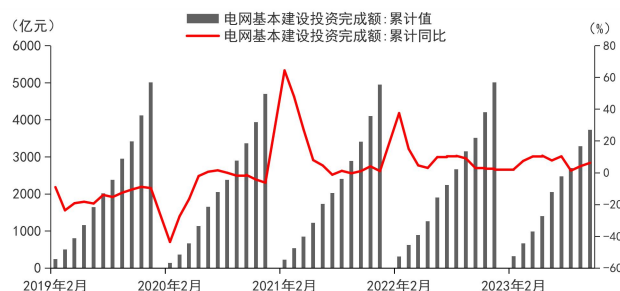


资料来源：SMM，东海期货研究所

4.1. 电力

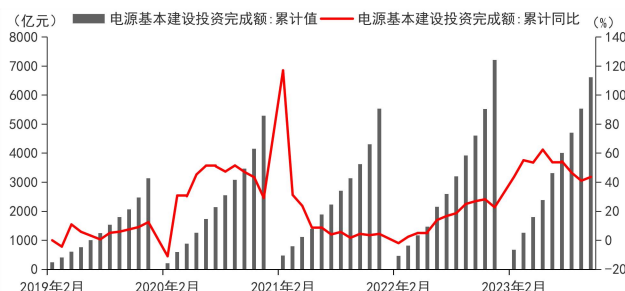
电力是中国碳排放主要来源，能源转型，新能源（光伏、风电）发展迅速；为了新能源并网，配套电网建设也提升明显。据中国电力企业联合会，2023 年 1-10 月电源基本建设投资完成额累计 6621 亿元，较 2022 年同期增 43.7%，2022 全年电源基本建设投资完成额累计 7208 亿元，较 2021 年增 22.8%；2023 年 1-10 月电网基本建设投资完成额累计 3731 亿元，较 2022 年同期增 6.3%，2022 全年电网基本建设投资完成额累计 5012 亿元，较 2021 年增 2%。为加快构建新能源供给的消纳体系，预计 2024 年电网投资建设仍会继续增加。

图 21 中国电网基本建设投资完成额



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 22 中国电源基本建设投资完成额



资料来源：iFinD，东海期货研究所

2023 年中国光伏新增装机超预期，2024 年增速预计放缓。据中国电力企业联合会，2023 年 1-10 月全国光伏装机量累计新增 142.56GW，较 2022 年同期增 144.8%；2022 年全年全国光伏装机量累计新增 87.41GW，较 2021 年增 59.1%。2023 年 7 月，光伏行业协会上调 2023 年中国光伏新增装机预测，由 95-120GW 上调至 120-140GW；而 2023 年 1-10 月中国光伏装机量累计新增已达 142.56GW，2023 全年光伏装机量累计新增预计达到 170GW。据集邦咨询 Trendforce，2023 年全球光伏装机量累计新增预计达 414-446GW。2024 年光伏增速预计放缓，隆基绿能业绩说明会上称 2024 年全球光伏需求继续增长但增速将放缓，预计在 2023 年的市场基础上增 20%。据 ICA，光伏耗铜量 4 吨/兆瓦。按集邦咨询 Trendforce 对 2023 年光伏新增的预测和隆基绿能对 2024 年光伏增速的预测，2024 年全球光伏装机量累计新增或达 496.8-535.2GW，耗铜量 198.72-214.08 万吨，较 2023 年增 33.12-35.68 万吨。

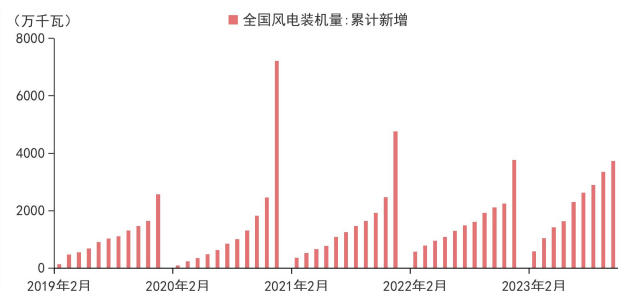
2023 年中国风电新增装机增速显著，“十四五”后半段装机积极性较高，2024 年中国风电新增装机预计继续增加；2022-2027 全球风电新增装机量有望实现 15%的复合增速。据中国电力企业联合会，2023 年 1-10 月全国风电装机量累计新增 37.31GW，较 2022 年同期增 76.5%；2022 年全年全国风电装机量累计新增 37.63GW，较 2021 年减 20.9%。可再生能源协会风能专业委员会 CWEA 预测 2023 年中国风电新增装机 70~80GW，其中陆上风电 60~70GW，海上风电 8~10GW。全球风能理事会 GWEC 在《2023 全球风能报告》中预计，全球 2023 年风电新增装机 115GW，其中陆上风电 97GW，海上风电 18GW；2024 年风电新增装机 125GW，其中陆上风电 106GW，海上风电 18GW。据 ICA，陆上风电耗铜 3.5 吨/兆瓦，海上风电耗铜 9.6 吨/兆瓦；而据 Wood Mackenzie，陆上风电耗铜 5.4 吨/兆瓦，海上风电耗铜 15.3 吨/兆瓦；平均，陆上风电耗铜 4.45 吨/兆瓦，海上风电耗铜 12.45 吨/兆瓦。据《2023 全球风能报告》预测装机量，2024 年全球风电装机预计耗铜 69.58 万吨，较 2023 年增 4 万吨。

图 23 中国光伏累计新增装机量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 24 中国风电累计新增装机量

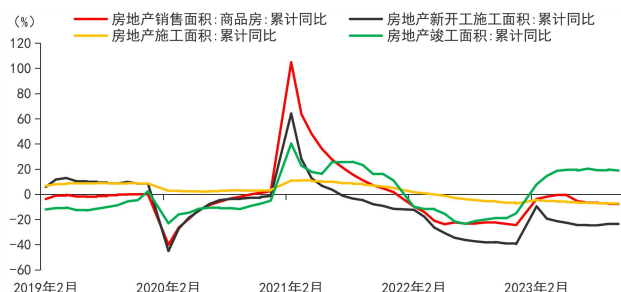


资料来源：iFinD，东海期货研究所

4.2. 地产

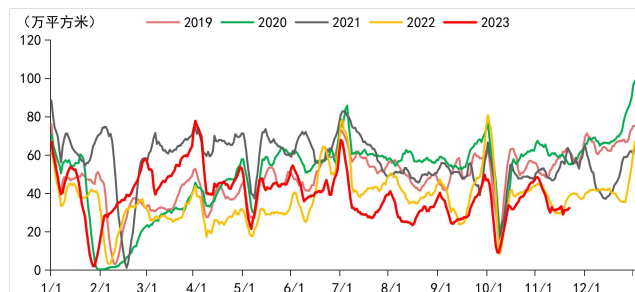
2023 年中国房地产销售不及预期，新开工和施工表现较差，竣工表现较好，带动竣工端铜需求，但 2024 年竣工可能面临压力。据统计局，中国 1-10 月房地产销售面积累计同比减 7.8%，新开工施工面积累计同比减 23.2%，施工面积累计同比减 7.3%，竣工面积累计同比增 19%。2023 年一季度商品房成交明显回升，二季度开始降温。2023 年 1 月至 11 月中旬，中国 30 大中城市商品房成交面积 12608.82 万平方米，较 2022 年同期增 6.89%，而 2019-2021 年同期分别为 15023.61、15658.34、18539.77 万平方米。2023 年中国房地产销售不及预期，房地产政策适时调整。2023 年 7 月，中央政治局会议表示适时调整优化房地产政策、因城施策用好政策工具箱，住建部表示进一步落实好降低首套房首付比例、“认房不认贷”等；8 月央行表示继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行、有序调整存量房贷利率；各地政策亦调整、优化。2024 年竣工可能面临压力，影响竣工端铜需求。

图 25 中国房地产销售、新开工、施工和竣工面积



资料来源：iFinD，东海期货研究所

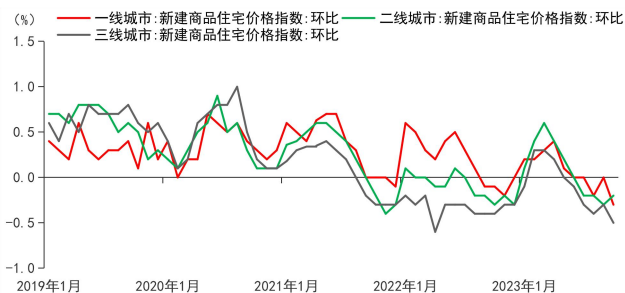
图 26 中国 30 大中城市商品房成交面积



资料来源：iFinD，东海期货研究所

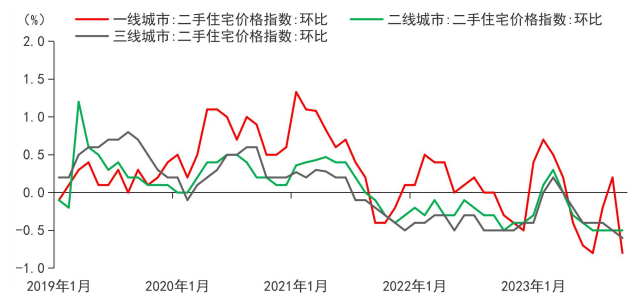
中国 2023 年一季度商品房成交回升，房价指数环比涨势明显，二季度成交开始降温，房价指数呈环比下行趋势。

图 27 中国新建商品住宅价格指数：环比



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 28 中国二手住宅价格指数：环比

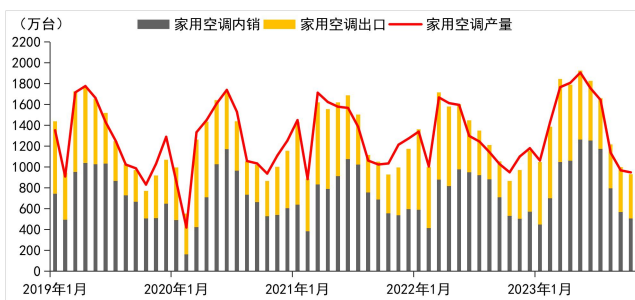


资料来源：iFinD，东海期货研究所

4.3. 家电

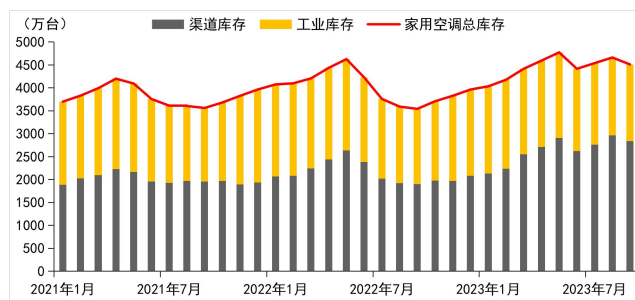
2023 年疫情放开、地产竣工表现较好、全球变暖、家电消费补贴等因素共同作用，空调产销均超预期增长，拉动铜消费；2024 年地产竣工预计面临压力，空调产销或出现同比回落，影响铜需求。据产业在线，2023 年 1-10 月家用空调产量 14437.1 万台，较 2022 年同期增 11.9%；销量 14634 万台，增 10.9%，其中内销 8825.88 万台，增 15%，外销 5808.12 万台，增 5.2%。2022 全年家用空调产量 15182.41 万台，较 2021 年减 4.1%；销量 15328.6 万台，减 1.6%，其中内销 8753.88 万台，减 0.5%，外销 6574.72 万台，减 3.2%。

图 29 家用空调产销



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 30 家用空调库存

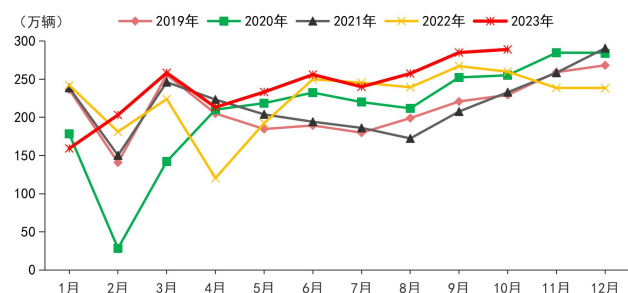


资料来源：iFinD，东海期货研究所

4.4. 汽车

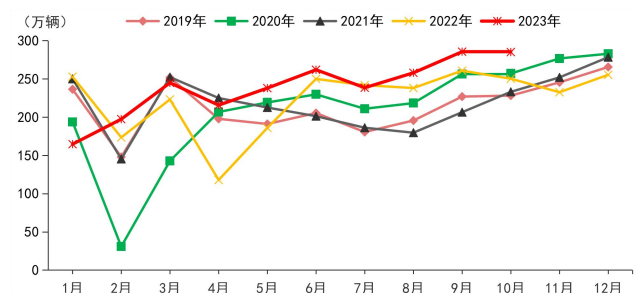
2023 年中国汽车市场低开高走、逐步向好，出口表现亮眼，内销温和复苏；2023 年国内降价促销带动内销增长，2024 年国内经济延续复苏有望带动内销继续回升，出口势头预计延续。据中国汽车工业协会，2023 年 1-10 月汽车产量 2395.4 万辆，较 2022 年同期增 7.8%，汽车销量 2391.9 万辆，增 8.9%，其中内销 2004.6 万辆，增 2.7%，出口 387.3 万辆，增 58%。2022 全年汽车产量 2699.6 万辆，较 2021 年增 3.6%，销量 2684.9 万辆，增 2.3%，其中内销 2374.4 万辆，减 2.1%，出口 310.5 万辆，增 54.9%。

图 31 中国汽车产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 32 中国汽车销量



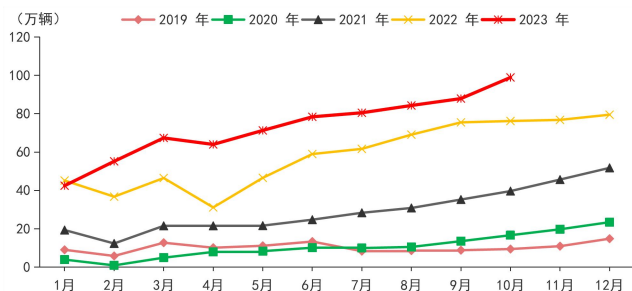
资料来源：iFinD，东海期货研究所

中国是全球目前最大新能源汽车生产和消费国，2023 年增速放缓但仍非常可观，新能源汽车渗透率继续提升。2024 年中国新能源汽车内销增速预计仍将保持在合理区间，出口规模和份额继续扩大；欧洲基础设施逐渐完善将带动新能源汽车销量继续提高；美洲新能源汽车增速迅猛；全球新能源汽车 2024 年销量预计增至 1840 万辆。

中国是全球最大新能源汽车消费国。2023 年前三季度，中国新能源汽车内销占全球新能源汽车销量的 57.7%；2022 全年，中国新能源汽车内销占全球新能源汽车销量的 61.5%。2023 年中国新能源汽车增速放缓但仍可观。据中国汽车工业协会，2023 年 1-10 月新能源汽车产量 730.4 万辆，较 2022 年同期增 33.3%，新能源汽车销量 723.1 万辆，增 37.2%，其中内销 628.6 万辆，增 31.7%，出口 94.5 万辆，增 89.8%。2022 全年新能源汽车产量 704.1 万辆，较 2021 年增 99.3%，销量 687.2 万辆，增 96%，其中内销 619.7 万辆，增 92.5%，出口 67.5 万辆，增 134.4%。2023 年中国新能源汽车渗透率继续提升，10 月内销渗透率 35.2%，销量（内销+出口）渗透率 33.5%。2023 年 8 月工业和信息化部、财政部、交通运输部、商务部、海关总署、金融监管总局、国家能源局等七部门联合印发《汽车行业稳增长工作方案

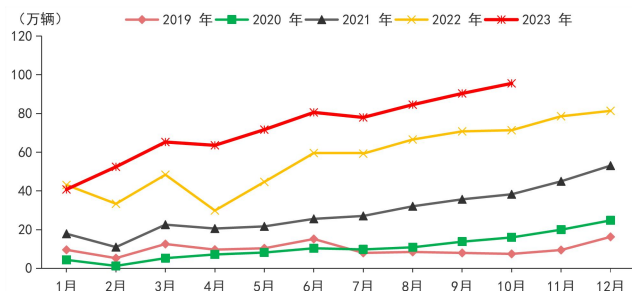
《2023—2024 年》》，提出力争实现 2023 年新能源汽车销量 900 万辆左右，同比增长约 30%；2024 年汽车行业运行保持在合理区间。据中商产业研究院《2022—2027 年中国新能源汽车产业调研及发展趋势前瞻报告》，预计 2023 年全球新能源汽车销量 1300 万辆，2024 年增至 1840 万辆。据 ICA，新能源汽车耗铜 83 千克/辆。预计 2024 年全球新能源汽车耗铜量 152.72 万吨，较 2023 年增 44.82 万吨。

图 33 中国新能源汽车产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 34 中国新能源汽车销量

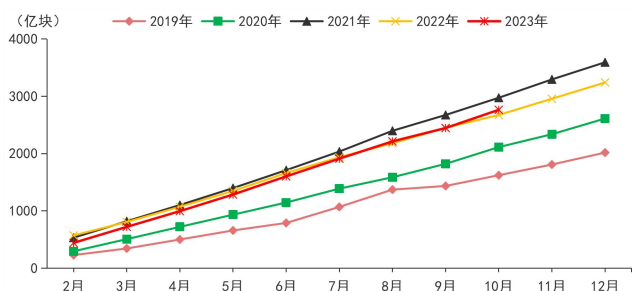


资料来源：iFinD，东海期货研究所

4.5. 电子

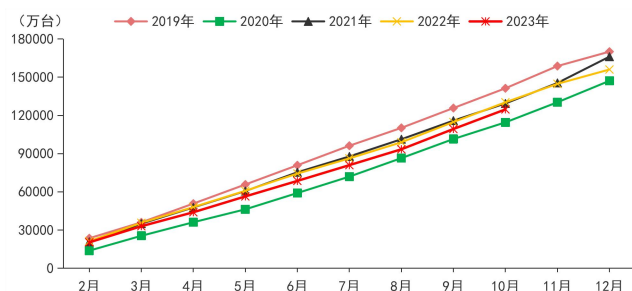
2023 年电子需求温和复苏，2024 年复苏态势有望延续。据统计局，2023 年 1-10 月集成电路产量 2765 亿块，较 2022 年同期增 0.9%；移动通信手持机产量 124771.6 万台，增 1.6%；智能手机产量 90643 万台，减 4.8%。2022 全年集成电路产量 3241.9 亿块，较 2021 年减 11.6%；移动通信手持机产量 156080 万台，减 6.2%；智能手机产量 116578 万台，减 8%。2023 年 9 月工业和信息化部、财政部联合印发《电子信息制造业 2023-2024 年稳增长行动方案》，提出 2023-2024 年计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速 5% 左右。

图 35 中国集成电路累计产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 36 中国移动通信手持机累计产量

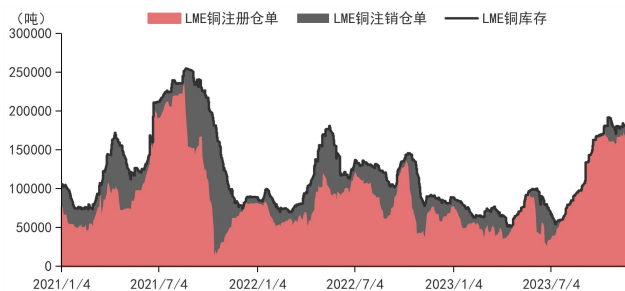


资料来源：iFinD，东海期货研究所

5. 库存

2023 年铜海外累库、国内去库，全球铜显性库存仍偏低；2024 年铜矿供给继续增加，全球尤其是中国铜冶炼能力提高，精炼铜产量较 2023 年预计进一步抬升，消费虽有新能源领域提供增量，但传统耗铜下滑压力下，铜预计出现过剩，全球铜库存或回升。2023 年 10 月中旬，LME 铜库存 181275 吨；上期所铜库存 31026 吨，其中期货库存 5235 吨；COMEX 铜库存 19815 短吨，折 17972 吨；社会库存 4.98 万吨；保税区库存 1.35 万吨；全球铜显性库存 26.25 万吨。而 2022、2021 年同期全球铜显性库存分别为 27.61 万吨、42.86 万吨。

图 37 LME 铜库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 38 上期所铜库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 39 电解铜保税区库存



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 40 电解铜社会库存



资料来源：SMM，东海期货研究所

6. 供需平衡及操作策略

2023 年精铜供需缺口较 2022 年缩窄，2024 年精铜供需预计转向过剩。据 ICSG，2023 年铜矿产量 2236 万吨，较 2022 年增 1.9%，精铜产量 2632.9 万吨，增 3.8%，精铜需求 2635.7 万吨，增 2%，精铜供需缺口 2.7 万吨；2024 年预计铜矿产量 2319.5 万吨，较 2023 年增 3.7%，精铜产量 2753.4 万吨，增 4.6%，精铜需求 2706.6 万吨，增 2.7%，精铜供需过剩 46.7 万吨。

表 1 全球铜供需平衡

单位:万吨	铜矿产量	同比	精铜产量	同比	精铜需求	同比	精铜供需平衡
2022	2194.1	3.0%	2537.4	1.7%	2583.5	2.5%	-46.1
2023E	2236.0	1.9%	2632.9	3.8%	2635.7	2.0%	-2.7
2024E	2319.5	3.7%	2753.4	4.6%	2706.6	2.7%	46.7

资料来源：ICSG，东海期货研究所

宏观，2023 年美国通胀放缓，市场认为美联储或已结束加息周期，并将在 2024 年年中开始降息。美国需求显示韧性，软着陆预期增强。而欧元区陷入技术性衰退的风险增加。中国关于房地产、地方债的政策调整、优化，持续发力。2024 年下半年海外降息和国内复苏有望共振。

供给，2024 全球铜矿供给延续增长，2025 铜矿增量预计放缓。2024、2025 全球尤其是中国铜冶炼产能将显著增加，预计 2024 年全球铜矿过剩程度将减轻，精炼铜出现过剩。据 ICSG，2024 预计铜矿产量 2319.5 万吨，较 2023 年增 3.7%，精铜产量 2753.4 万吨，增 4.6%。中国铜冶炼产能攀升，铜金融属性淡化，2024 年精炼铜进口量预计整体仍呈减少趋势。

需求，能源转型，光伏、风电发展迅速，为加快构建新能源供给的消纳体系，预计 2024 年电网投资建设仍会继续增加。2024 全球光伏装机量累计新增或达 496.8-535.2GW，耗铜量 198.72-214.08 万吨，较 2023 年增 33.12-35.68 万吨。2024 全球风电装机预计耗铜 69.58 万吨，较 2023 年增 4 万吨。2024 中国地产竣工可能面临压力，空调产销或出现同比回落。2024 年中国新能源汽车出口规模和份额预计继续扩大；欧洲新能源汽车销量继续提高；美洲新能源汽车增速迅猛；全球新能源汽车 2024 年销量预计增至 1840 万辆，预计耗铜量 152.72 万吨，较 2023 年增 44.82 万吨。电子需求 2024 有望延续温和复苏。据 ICSG，2024 预计精铜需求 2706.6 万吨，增 2.7%。

库存，2024 年铜矿供给继续增加，全球尤其是中国铜冶炼能力提高，精炼铜产量较 2023 年预计进一步抬升，消费虽有新能源领域提供增量，但传统耗铜下滑压力下，铜预计出现过剩，据 ICSG，2024 年预计精铜供需过剩 46.7 万吨。全球铜库存或回升。

结论，2024 上半年海外高利率带来的消费隐忧和国内复苏预期劈叉，铜价预计仍震荡；2024 下半年海外降息和国内复苏有望共振，铜价开启新一轮涨势，但精铜过剩预期或限制涨幅；更强涨势预计 2025 年显现。

操作建议：2024 年上半年沪铜区间操作，下半年单边做多

风险因素：美联储紧缩超预期、全球铜累库超预期

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn