

新周期尚未到来，铜价等待右侧机会 ——2024 年铜年报

2023 年 12 月 29 日星期五

兴证期货·研究咨询部

有色研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

马志君

从业资格编号：F03114682

娄婧

从业资格编号：F03114337

联系人：

马志君

邮箱：mazj@xzfutures.com

内容提要

全球通胀正式降温，美联储确定加速加息周期，市场预期最早明年一季度进行降息。2023 年海外需求端尤其是美国经济维持韧劲。国内政策端对经济的支撑力度也很大，但房地产整体的预期改善较为有限，财政延续扩张依旧将成为经济中逆周期调节的重要手段，预计 2024 年的政府赤字率将继续抬升。国内 23 年下半年的信贷脉冲震荡将滞后作用于铜价，预计上半年铜价可能再度呈现 W 形震荡。

供应端，2023 全球铜供需基本维持紧平衡，铜矿扩张增速不及预期，叠加国内精铜产能扩张加速，加工费快速回落。不过 2024-2025 铜矿依旧将延续扩张，矿端紧缺为时尚早。精铜冶炼端今年高速扩张，临近年末国内精炼铜产量破百万吨，全年产量同比超 10%。展望 2024 年，预计精炼铜产能将增加 82 万吨，预计实际产量上 2024 和 2025 年依旧将维持极高的增速，从精炼铜产能的扩张速度来看，未来两年铜供需整体依旧将延续相对偏宽松的格局。2024 国内精铜产量增速或依旧超 5%。

需求端，2023 年国内电解铜表观消费维持高增长，超过 5%。一方面，由于去年上半年受到疫情影响，国内工程类受到影响较大，基期值较低；另一方面，今年国内电力和新能源汽车的消费维持高景气，电网投资和光风消费高于预期，带动铜杆消费。展望 2024 年，光风新能源需求增速或有所放缓，电网投资依旧将是重要支撑，房地产降幅预计将收窄。家电和汽车出口增速将下降，全年消费增速预计将消费回落至 3.5%。



整体来看，2023 年铜供需维持紧平衡，消费的尤其是电网和新能源的托底效应明显。进入 2024 年这两者的增速或有所放缓，宏观面海外需求衰退的预期依然存在，国内四季度的信贷偏弱对明年铜价并不乐观。预计 2024 铜供需将轻微过剩，铜价或延续震荡，价格中枢有所下移，下半年需要等待中美变化和微观层面共振带来的机会。

风险提示：

1. 欧美经济衰退超预期；
2. 美联储降息超预期；
3. 国内房地产超预期恢复

报告目录

1.2023 铜市场回顾	1
2.宏观篇	2
2.1 美国通胀降温，消费或迎来逆风.....	2
2.1.1 美国通胀数据回落，加息周期正式结束.....	2
2.1.2 欧美 PMI 延续衰退.....	3
2.1.3 美国消费或先扬后抑.....	4
2.2 财政延续扩张，中国经济目标偏强.....	5
2.2.1 中国经济目标偏强，财政继续加杠杆.....	5
2.2.2 年末社融反弹，化债拖累信贷.....	7
2.2.3 制造业投资偏强，基建仍需挑大梁.....	8
3.供给篇	9
3.1 铜矿供需逐步收紧.....	9
3.1.1 全球铜矿增速低于预期.....	9
3.1.2 南美产能增速放缓，智利铜矿面临困境.....	10
3.1.3 国内铜矿逐步收紧，进口 TC 冲高回落.....	11
3.1.4 2024-2025 铜矿延续高增长，全球供需小幅收紧.....	13
3.2 废铜供应近强远弱.....	14
3.3 中国冶炼产能延续高增速.....	15
3.3.1 粗铜供应缺口犹存.....	15
3.3.2 国内精铜产量增速创新高.....	16
3.3.3 精炼产能延续高扩张.....	17
4.库存篇	18
4.1 国内外显性库存分化.....	18
4.2 国内消费支撑去库存.....	18
4.3 内强外弱格局或延续.....	19
5.需求篇	20
5.1 海外需求预期偏弱.....	20
5.1.1 美国房地产延续衰退.....	20
5.1.2 美国补库中国出口改善有限.....	21
5.1.3 铜材出口同比下降.....	23
5.2 中国铜消费维持景气.....	23
5.2.1 精铜表观消费维持高增长.....	23
5.2.2 电网投资托底铜消费.....	24
5.2.3 光伏增速或放缓.....	25
5.2.4 泛地产消费延续弱势.....	26
5.2.5 汽车景气略超预期.....	28

6.精炼铜供需平衡..... 29

图目录

图 1: 2023 年全球铜市场回顾 (元/吨、美元/吨)1

图 2: 美国 CPI 当月同比 (%) 2

图 3: 美国 CPI 细分项目当月同比 (%) 2

图 4: 美联储 12 月点阵图..... 3

图 5: CME FedWatch Tool..... 3

图 6: 美国通胀预期&LME3M 铜价 3

图 7: 全球主要经济体制造业 PMI 指数 (%) 4

图 8: 欧洲制造业 PMI 指数 (%) 4

图 9: 美国 ISM 制造业 PMI 细分指数 (%) 4

图 10: 美国 ISM 制造业 PMI 指数 (%) 4

图 11: 美国人均可支配收入 (美元) 5

图 12: 美国零售数据 (%) 5

图 13: 中国实际 GDP 增速 (%) 6

图 14: 中国城镇人口失业率 (%) 6

图 15: 中国各部门杠杆率 (%) 6

图 16: 中国 M2&M1 同比 (%) 6

图 17: 中国信贷脉冲&铜价 (美元/吨) 8

图 18: 中国社融增量 (亿元) 8

图 19: 中国固定资产投资累计同比 (%) 8

图 20: 中国制造业 PMI (%) 8

图 21: ICSG 全球铜精矿产量 (千吨) 9

图 22: 智利铜精矿产量 (千吨) 11

图 23: 秘鲁铜精矿产量 (千吨) 11

图 24: 国统局中国铜精矿产量 (金属吨) 12

图 25: 中国铜精矿自给率 (万金属吨) 12

图 26: 中国铜精矿进口量 (千吨) 12

图 27: 中国铜精矿进口来源 (千吨) 12

图 28: 中国进口铜精矿现货加工费 (美元/吨) 12

图 29: 中国进口铜精矿长单加工费 (美元/吨) 12

图 30: 2023-2025E 全球铜矿新投扩建项目 (万金属吨) 13

图 31: 中国废铜产量 (万吨) 14

图 32: 中国电解铜精废较差 (元/吨) 14

图 33: 中国废铜月度进口量 (吨) 15

图 34: 中国进口废铜盈亏平衡 (元/吨) 15

图 35: 中国粗铜产量 (万吨)	15
图 36: 中国粗铜加工费 (元/吨)	15
图 37: 中国阳极铜月度进口量 (吨)	16
图 38: 中国进口粗铜加工费 (美元/吨)	16
图 39: 中国电解铜产量 (吨)	17
图 40: 中国电解铜产能及开工率 (万吨)	17
图 41: 全球精炼铜显性库存 (吨)	18
图 42: 三大交易所电解铜库存 (吨)	18
图 43: 中国保税区电解铜库存 (吨)	19
图 44: 国内精炼铜社会库存 (吨)	19
图 45: 中国精炼铜进口量 (吨)	19
图 46: 2022 年中国电解铜进口盈亏 (元/吨)	19
图 47: 美国成屋销售数据 (百万美元)	21
图 48: 美国房屋购买力指数	21
图 49: 中国出口总值当月同比 (%)	21
图 50: 中国进口总值当月同比 (%)	21
图 51: 美国耐用品订单数据 (百万美元)	22
图 52: 美国耐用品总库存量 (百万美元)	22
图 53: 欧洲信心指数 (%)	23
图 54: 欧洲零售指数 (%)	23
图 55: 中国铜材出口量 (吨)	23
图 56: 中国铜材净出口量 (吨)	23
图 57: 中国电解铜表观消费量 (吨)	24
图 58: 中国电网投资完成额 (亿元)	25
图 59: 中国线缆用铜量 (万吨)	25
图 60: 中国电源投资 (亿元)	26
图 61: 中国分类型电源投资累计同比 (%)	26
图 62: 中国房地产开发投资累计值 (亿元)	26
图 63: 中国房屋新开工面积 (万平方米)	26
图 64: 中国房屋竣工面积 (万平方米)	27
图 65: 中国商品房销售面积 (万平方米)	27
图 66: 中国空调销量 (万台)	27
图 67: 中国冰箱销量 (万台)	27
图 68: 中国洗衣机销量 (万台)	28
图 69: 中国家电累计出口额 (万台)	28
图 70: 中国汽车月度销量 (辆)	29
图 71: 中国新能源车产销量 (辆)	29

表目录

表 1: 2023 年中央经济工作会议论述	7
表 2: 全球矿山季度产量 (千金属吨)	10
表 3: 中国精炼产能新增量 (万吨)	17
表 4: 全球&中国精铜供需平衡 (万吨)	30

1. 2023 铜市场回顾

图 1：2023 年全球铜市场回顾（元/吨、美元/吨）



数据来源：公开资料，兴证期货研究咨询部

2023 年铜价整体呈现一个高位震荡，走出来一个 W 形走势。一季度伴随中国彻底放开疫情防控举措，国内外市场均看多 2023 年中国经济复苏，铜价一度快速冲高，伦铜上涨 7.4%。1 月初投资者对国内经济复苏和美联储加息放缓的乐观预期推高铜价。不过国内实际需求的复苏较为缓慢，叠加 3 月美国银行出现流动性危机，铜价也随之震荡回落。二季度欧美经济数据显示其通胀仍较为顽固，美联储、欧央行继续强硬加息，市场对欧美经济衰退预期交易增强，投资者恐慌情绪一度推动铜价下探，但国内铜库存超预期去库，反映供需依旧偏紧支撑铜价。季度末美国债务上限问题终获解决，美联储 6 月如市场预期暂停加息，美元走弱，期铜重获反弹动力。

进入下半年，铜价冲高回落维持震荡。国内央行调降 MLF 和 LPR 利率，也下调了金融机构存款准备金率，而美国通胀降温，CPI 首次呈现“3 字头”令美元走弱铜价反弹。不过需求淡季政策端支撑并没有改善国内房地产预期。四季度，在经历了 9 月的回落之后，国庆假后国内需

求强劲，主要是受到电网投资的支撑，铜杆消费大超预期，国内库存创下历史低位，铜价震荡反弹。宏观方面美联储最终确定了加息周期结束，市场预期最早 2024 一季度降息。整体上看，2023 年宏观预期反复较多，基本面供需维持紧平衡，铜价没有明显的单边走势。

2. 宏观篇

2.1 美国通胀降温，消费或迎来逆风

2.1.1 美国通胀数据回落，加息周期正式结束

美国 2023 年 11 月 CPI 同比（非季调）3.1%，持平预期，低于前值 3.2%；核心 CPI（非季调）同比 4%，持平预期和前值。美国通胀数据涨幅的明显放缓，零售销售额也如期放缓。不过当前美国经济仍呈现较强韧性，明年软着陆的概率依然较大，考虑到美国房价反弹、劳动力供给刚性约束、美国库存周期的切换，可能会导致明年通胀中枢难以稳定在 2% 目标区间，届时降息时点和幅度也将受限。

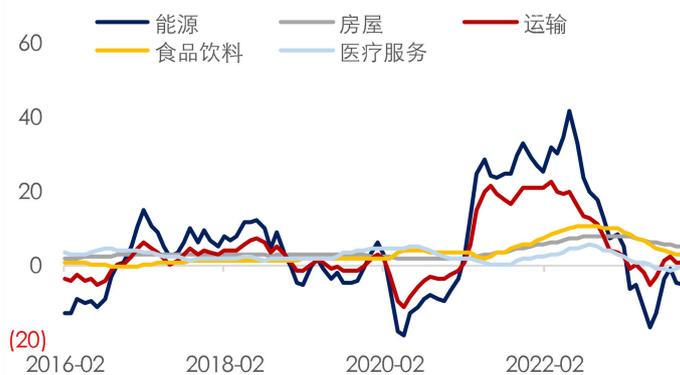
12 月 14 日，美联储公布 12 月议息会议结果，如期没有加息，维持联邦基金目标利率上限 5.5%。本次议息会议中最核心的信号是鲍威尔承认降息讨论提上日程，且相关言论呈现了“预防式降息”的倾向。这意味着美联储并未对近期市场抢跑交易的宽松预期进行纠偏和修正，可能在未来持续提振风险偏好。12 月月点阵图对 2024 年末政策利率的预估相较 9 月下修约 50BP，这也在一定程度上验证了本轮 10 年美债利率的快速下行源于降息预期的持续增强。从 CME 数据来看市场目前预期美联储明年 3 月开始降息，但从反复发就业数据来看，实际降息周期或要至 2024 年中。

图 2：美国 CPI 当月同比 (%)



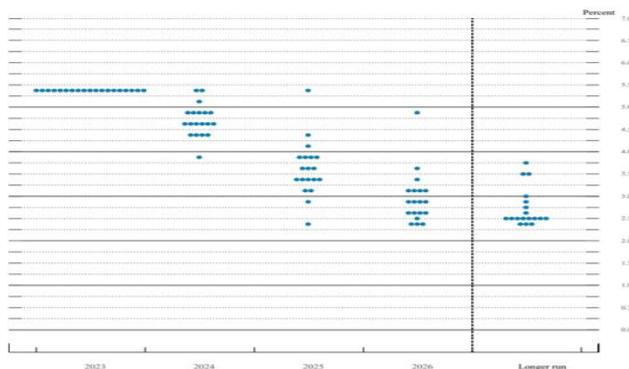
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图 3：美国 CPI 细分项目当月同比 (%)



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图 4：美联储 12 月点阵图



数据来源：CME，兴证期货研究咨询部

图 5：CME FedWatch Tool

FOMC会议日期	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	99.80%	0.20%
2024/1/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.10%	94.40%	1.60%
2024-03-20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	28.40%	67.90%	3.60%
2024/5/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.70%	47.80%	39.50%	0.00%
2024-06-12	0.0%	0.00%	0.0%	7.0%	32.0%	43.4%	17.6%	0.0%
2024-07-31	0.0%	0.00%	3.9%	20.9%	38.3%	29.0%	7.9%	0.0%
2024-09-18	0.0%	2.40%	14.5%	31.7%	32.5%	15.9%	3.0%	0.0%
2024-11-07	1.3%	8.80%	23.6%	32.1%	23.8%	9.0%	1.4%	0.0%
2024-12-18	6.5%	19.00%	29.6%	26.3%	14.5%	3.8%	0.3%	0.0%

数据来源：CME，兴证期货研究咨询部

图 6：美国通胀预期&LME3M 铜价



数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

2.1.2 欧美 PMI 延续衰退

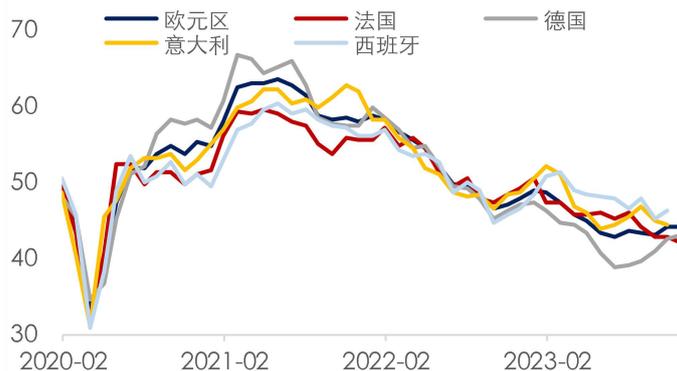
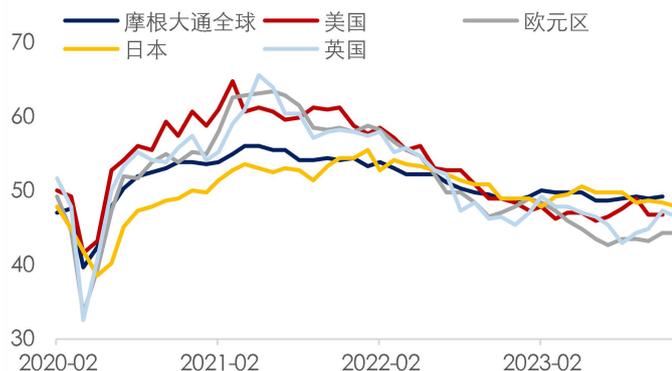
全球制造业延续下行趋势。截至 2023 年 11 月，全球制造业 PMI 小幅回升至 49.3，与 9 月持平，美国、日本制造业 PMI 小幅下行，欧元区有所回升，但整体均位于荣枯线以下。海外制造业需求端维持弱势。

具体来看，欧元区制造业景气程度仍较为疲软，主要欧洲国家三季度经济增速继续录得负值。11 月数据显示欧元区主要国家制造业读数略有回升，但仍持续疲软。其中，德国制造业 PMI 指数由上月的 40.8 升至 42.6。德法两国三季度 GDP 环比增速均录得-0.1%，英国则环比零增长。

11月美国ISM制造业PMI指数录得46.7，低于47.8的市场预期，其中，生产和就业分项下滑明显。美国去库存阶段持续推进，中上游持续去库并逐渐在终端累积。需求偏弱叠加高库存抑制生产。综合来看，海外制造业的弱势对当地的铜金属需求整体依旧偏负面，同时我国出口虽然在11月转正，但后续改善的程度或有限。

图 7：全球主要经济体制造业 PMI 指数 (%)

图 8：欧洲制造业 PMI 指数 (%)

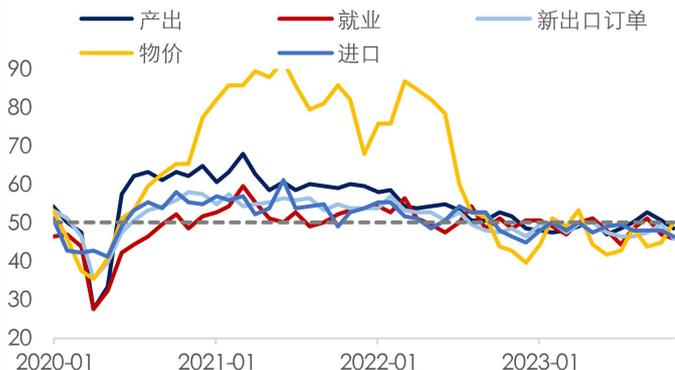


数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

图 9：美国 ISM 制造业 PMI 细分指数 (%)

图 10：美国 ISM 制造业 PMI 指数 (%)



数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

2.1.3 美国消费或先扬后抑

2023年美国消费或先扬后抑，对全球经济和铜消费都有很大的提振，不过随着进入四季度，美国零售数据边际走弱，美国消费增长有所乏力。展望2024年，美国超额储蓄存量告急，对消费支撑力度预计将进一步下降。旧金山联储银行今年11月测算出2020年以来，累计超额储蓄到2021年8月达到顶峰时超过2.1万亿美元。截至2023年9月，美国超额储蓄总额约消耗了1.7万亿美元，仍剩约4,300亿美元。此外，2023年6月以来，美国实际个人可支配收入持续环比负增长，四个月平均环比增速为-0.17%。实际收入的持续下行也对2024年的美国消费施压。

2023 年持续的高利率更是加大了美国居民偿债压力，当前美国居民信用卡和抵押贷款拖欠情况不容乐观。综合来看，短期来看美国居民消费依然旺盛，企业逐步进入补库周期，支撑经济增长。不过随着高利率和居民可支配收入下滑带来的影响逐步显现，2024 美国消费可能出现先扬后抑的特点。

图 11：美国人均可支配收入（美元）



数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

图 12：美国零售数据（%）



数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

2.2 财政延续扩张，中国经济目标偏强

2.2.1 中国经济目标偏强，财政继续加杠杆

2023 年经济总体回升向好，前三季度 GDP 同比增长 5.2%，增速较上年同期回升 2.2 个百分点，全年有望实现 5%左右的预期增长目标。但宏观数据与微观感受存在一定差异，市场信心和预期偏弱，主要表现为居民消费意愿不足，企业经营仍面临诸多困难，部分政策调整过急过快也对市场预期造成影响。

图 13: 中国实际 GDP 增速 (%)

图 14: 中国城镇人口失业率 (%)

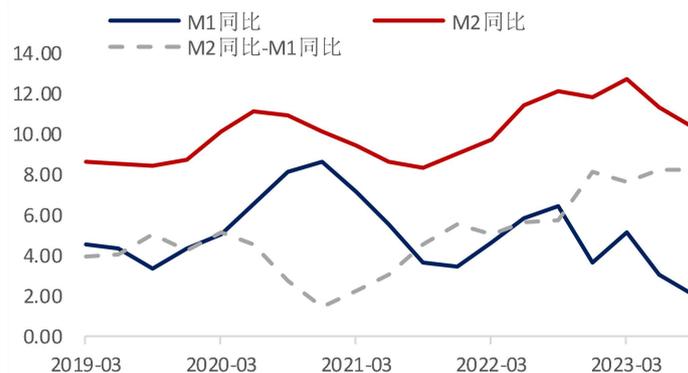
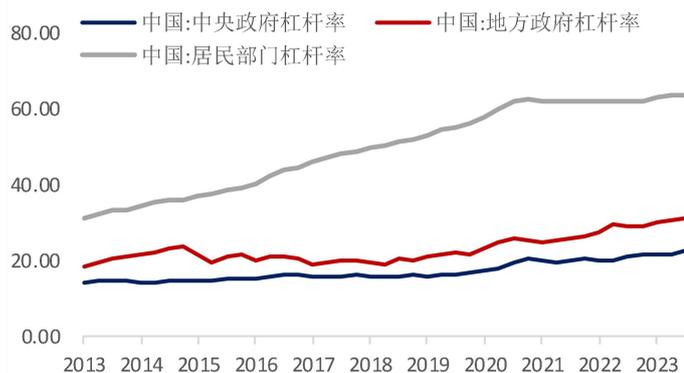


数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

图 15: 中国各部门杠杆率 (%)

图 16: 中国 M2&M1 同比 (%)



数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

展望 2024 年, 经济还处于新旧动能转换期, 房地产市场恢复面临不确定性, 重点领域风险化解需要时间, 经济依然面临一定下行压力, 经济增长目标, 可能会设在“5%左右”加大稳增长力度仍有必要。此外, 在中央经济会议中首次提出“以进促稳”。主要体现在两方面, 其一, 进一步加大宏观调控力度, 财政政策力度或将增大。会议还提出“在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取”。其二, 激发各级政府和市场主体积极性和主动性。从国际对比来看, 我国中央政府杠杆率处于较低水平, 可通过中央政府加杠杆来实现地方政府、居民部门杠杆转移的效果。2023 年增发国债 1 万亿元, 全国财政赤字率将由 3% 提高到 3.8% 左右, 已经释放了中央加杠杆的信号。

表 1：2023 年中央经济工作会议论述

	论述
经济形势	进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升
政策基调	坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。
宏观政策	要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，加强政策工具创新和协调配合。要增强宏观政策取向一致性。加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论。
财政政策	积极的财政政策要适度加力、提质增效。
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。
产业政策	以科技创新引领现代化产业体系建设。要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。
内需政策	着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。
对外开放	扩大高水平对外开放。要加快培育外贸新动能，巩固外贸外资基本盘，拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口。放宽电信、医疗等服务业市场准入，对标国际高标准经贸规则。

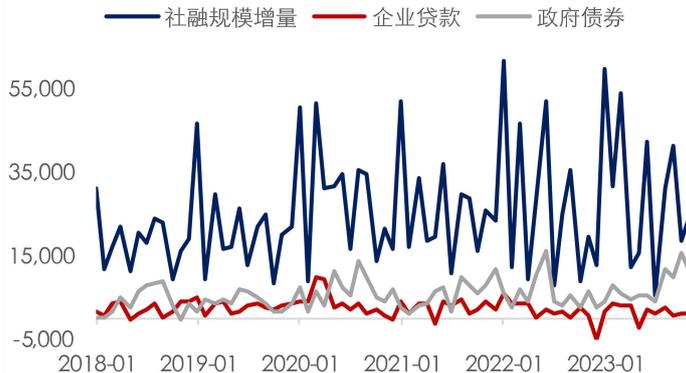
数据来源：公开资料，兴证期货研究咨询部

2.2.2 年末社融反弹，化债拖累信贷

2023 年四季度国内社融有所反弹，11 月社会融资 2.45 万亿元，同比+4556 亿元，其中政府融资上行带来的，政府融资 1.15 万亿元，同比+4992 亿元。新增社融和人民币贷款增速分别为 9.7%和 8.4%，分别变化 1.04%和-0.71%。政府债务净融资继续创新高，考虑到特别国债增发持续落地以及地方特殊再融资债的收尾，12 月份政府融资可能继续高位。从结构上来看，企业中长贷连续两个月保持低速增长，政府融资并未带动企业同步上行，项目启动仍然偏慢。此外 11 月特殊再融资债券资金对以贷款形式存在的存量隐性债务的置换效应逐步体现。另外，近期经济运行再现下行波动，也会对市场主体融资需求带来一定影响。当前制造业 PMI 重回收缩区间，房地产市场仍持续调整，导致企业投资信心不足，中长期贷款需求仍然偏弱。按照过往的情况来看，国内信贷当前的弱势或拖累 2024 年的铜需求，预计铜价上半年延续震荡偏弱的走势。

图 17: 中国信贷脉冲&铜价 (美元/吨)

图 18: 中国社融增量 (亿元)



数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

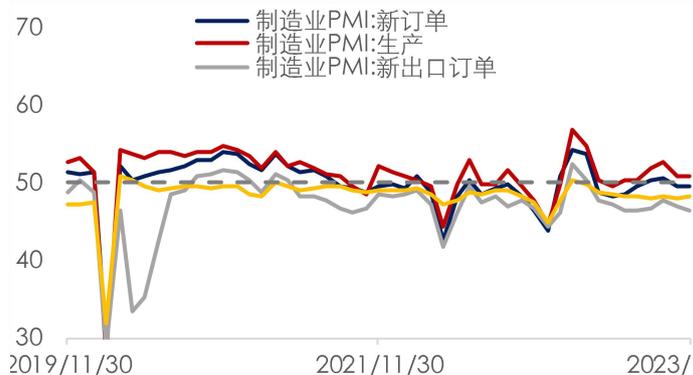
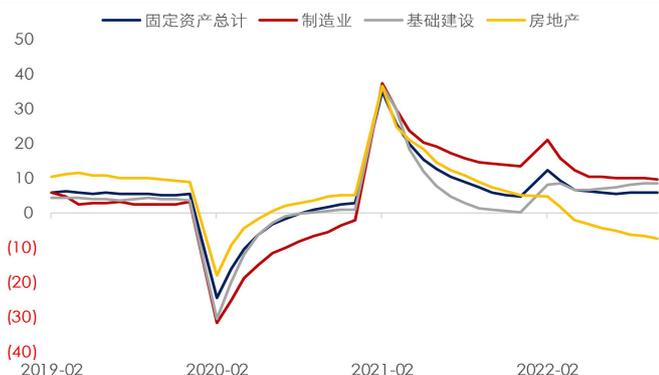
数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

2.2.3 制造业投资偏强, 基建仍需挑大梁

2023 年中国工业生产偏强, 制造业与基建投资极具韧性, 这主要有赖于重点领域金融政策支持。根据国统局数据, 2023 年 1-11 月固定资产投资完成额累计同比 2.9%, 前值 2.9%; 其中制造业投资累计增速为 6.3%; 基础建设投资 (不含电热气水) 累计增速为 6.3%。2023 年制造业投资表现偏强, 主要受中游设备制造业支撑, 以及产业政策“供给驱动”。展望 2024 年, 今年的年企业盈利状况不佳, 或对 2024 年整体制造业投资意愿和能力形成压制。此外, 当前地产销售低迷叠加库存高企, 或导致房企投资意愿低迷; 2024 年全球经济或进一步放缓, 外需拖累下, 出口增速或较 2023 年略微下降, 终端需求不足。意味着基础建设投资或仍需挑大梁。明年基建仍然是政府发力提振需求的重要抓手, 2024 年基建投资 (不含电力) 全年增速甚至可能继续上升至 7.5% 左右。

图 19: 中国固定资产投资累计同比 (%)

图 20: 中国制造业 PMI (%)



数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

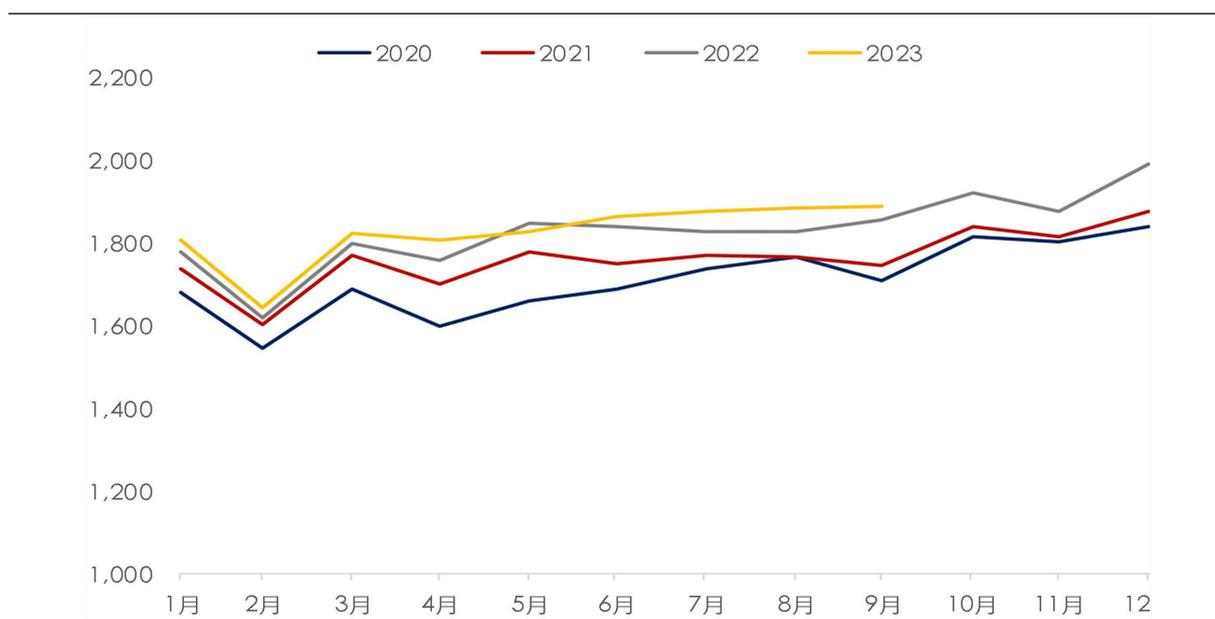
3. 供给篇

3.1 铜矿供需逐步收紧

3.1.1 全球铜矿增速低于预期

根据 ICSG 数据，2023 年 1-9 月全球铜矿产量 1641.7 万吨，同比增长 1.68%，2023 年全年铜矿依旧处在 2022-2025 年度这一轮产能扩张的大周期当中，但全球铜矿产量增速却明显低于市场预期。根据 SMM 统计的海外主要铜矿企业的季度产量，2023 年三季度产量为 329.1 万吨，同比增加 3.2%，环比增加 4.99%，2023 年前三季度海外主要铜矿企业合计产量为 939.95 万吨，同比增加 21.17 万吨，增幅 2.3%。三季度全球铜矿产量的增速明显快于上半年。

图 21: ICSG 全球铜精矿产量 (千吨)



数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

增量方面，英美资源受益于其位于秘鲁的新矿 Quellaveco 产量持续爬产，全年预计增产 15 万金属吨；MMG 在经历了一季度的社区抗议干扰后产量全面回升，同比产量增加 4.8 万吨，紫金旗下的卡莫阿铜矿 I 期和 II 期选厂的扩产建设提前于第一季度完成后，2023 年前二季度共生产精矿含铜 19.7 万吨，卡莫阿-卡库拉 2023 年精矿产铜 39 万至 43 万吨的生产指导目标保持不变，预计该矿全年增量约 10 万吨。

减量方面，自由港因其位于印尼的 Grasberg 铜矿遭遇暴雨及山体滑坡而影响生产，不过

二季度已经完全恢复生产；第一量子因矿山品位下滑产量出现一定下滑，二季度开始产量也已经恢复增长；2023 年传统矿企最大的减量来自 Codelco，智利铜业巨头近年来一直受困于财政问题，导致矿山扩建翻新和新投产能的受限，产量创下新低，预计去那年减产接近 20 万吨。

表 2：全球矿山季度产量（千金属吨）

企业	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	y/y
Freeport-McMoRan	459.00	487.80	479.00	487.00	438.00	484.00	492.00	13.00
BHP	370.00	461.80	410.10	424.00	406.00	476.00	457.00	46.90
Codelco	364.00	391.00	381.00	439.00	352.00	281.30	336.00	-45.00
Glencore (ex-Mopani,ex-Ernest Henry)	258.00	252.00	260.30	289.00	244.00	244.00	248.00	-12.30
Grupo Mexico (Southern Copper)	214.00	209.00	231.00	241.00	223.00	227.50	226.00	-5.00
KGHM	193.00	184.00	180.00	176.00	176.00	176.00	175.60	-4.40
First Quantum	182.00	193.00	195.00	206.00	131.00	187.00	222.00	27.00
Anglo American	140.00	133.00	147.00	244.00	178.00	209.00	209.00	62.00
Antofagasta	139.00	130.00	181.90	196.00	146.00	150.00	174.00	-7.90
Norilsk	91.00	113.00	112.53	116.00	109.00	95.00	101.00	-11.53
MMG	79.00	44.50	96.00	86.00	69.00	93.00	94.00	-2.00
Rio (ex Escondida,100% of OT)	77.00	63.90	86.58	79.00	113.00	82.00	90.00	3.42
Teck Resources	67.00	72.00	66.00	65.00	57.00	64.00	72.00	6.00
Lundin	65.00	64.00	64.00	57.00	61.00	60.00	90.00	26.00
Vale	55.00	55.00	74.30	64.00	67.00	79.00	82.00	7.70
Ivanhoe (Kamoa-Kakula)	56.00	87.00	98.00	93.00	94.00	104.00	104.00	6.00
Barrick	46.00	54.00	56.00	44.00	40.00	48.50	50.80	-5.20
Boliden	28.00	30.00	28.00	23.00	23.00	22.60	22.40	-5.60
Newcrest	25.00	39.00	32.00	35.00	31.00	35.00	30.60	-1.40
Newmont	9.00	11.00	7.00	11.00	12.00	11.80	10.40	3.40
Sierra Metals	3.00	4.00	3.00	3.00	4.00	4.70	4.30	1.30
合计	2920.00	3079.00	3188.71	3378.00	2974.00	3134.40	3291.10	102.39

数据来源：公开资料，SMM，兴证期货研究咨询部

3.1.2 南美产能增速放缓，智利铜矿面临困境

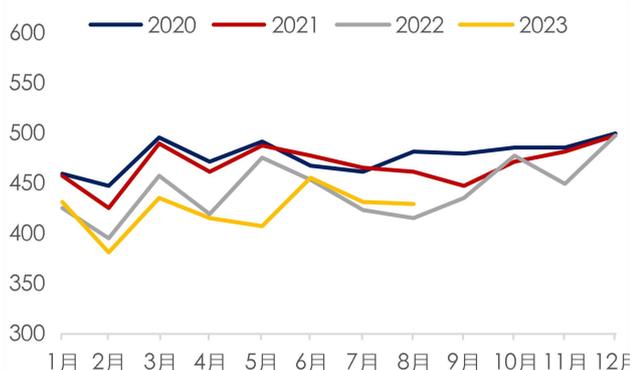
南美地区智利和秘鲁铜矿的产量依旧分化，智利铜矿产量有所修复，但依旧较低。2023 年 1-7 月智利和秘鲁产量分别为 338.9 万吨和 176.2 万吨，绝对分别-7.6 万吨和+26.2 万吨。从当前南美矿业的发展来看，未来其对于铜矿产能增量的贡献或进一步下降。

智利方面，智利国家铜业委员会（Cochilco）的数据显示，前三季度，智利铜产量累计为 382.68 万吨，同比下降 1.9%，国家铜业公司（Codelco）表现不佳。这个世界最大产铜企业一直面临运营问题和高额债务，去年其产量已降至 25 年来新低。Codelco 公司 9 月份产量为 11.67 万吨，同比下降 5.3%。不过必和必拓公司控股的埃斯康迪达（Escondida）铜矿产量飙升 25.5%，嘉能可和英美集团合资的科亚瓦西（Collahuasi）产量增长 1.3%，这一定程度弥补了 Codelco

的减量。

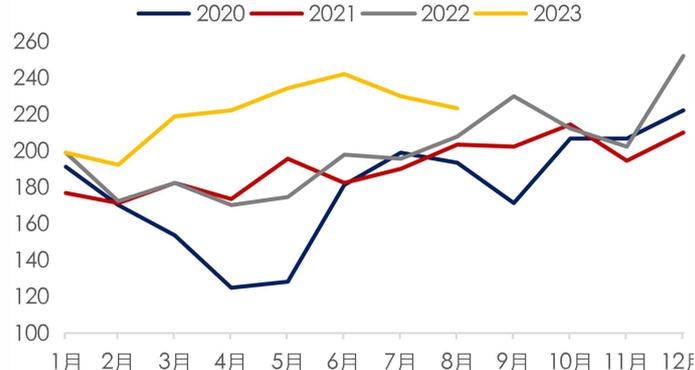
秘鲁方面，尽管 2023 年一季度受到社区举行了旨在阻碍采矿作业的抗议活动影响，部分矿山产量出现一定下滑。不过二季度随着抗议问题的解决，矿产产量全面恢复。此外，英美资源旗下的位于秘鲁的新矿 Quellaveco 产量持续爬产，也贡献的较大增量。不过秘鲁全国矿业、数据显示该国矿业投资已经下滑至至少八年来最低水平，因秘鲁缺乏新的铜矿项目。预计明年该国矿业投资额料下降至 30 亿-35 亿美元，预计在经历了 2023 年的较快增长之后，2024 年秘鲁铜矿的产能扩张将非常有限。预计秘鲁今年的铜产量料为 270 万吨，明年产量料为 280 万吨。

图 22：智利铜精矿产量（千吨）



数据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

图 23：秘鲁铜精矿产量（千吨）



数据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

3.1.3 国内铜矿逐步收紧，进口 TC 冲高回落

根据国统局数据，2023 年 1-9 月国内铜精矿产量 128.16 万金属吨，同比下降 11.8%，绝对量下降了 16.9 万吨。二季度中国黄金旗下甲玛矿因为环保的原因停产了，目前尚未复产；紫金旗下西藏矿山因事故原因也在 5 月进行了停产。随着国内环保因素的限制收紧，国产铜矿产量预计整体维持偏低增速。

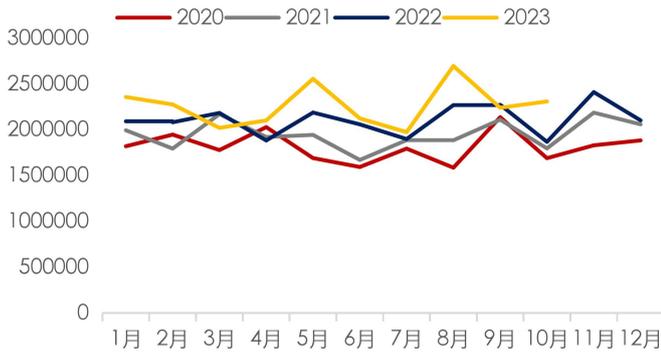
进口方面，根据海关数据，2023 年 1-10 月中国铜精矿进口量 2266 万干吨，同比增加 8.94%，绝对量增加 187.07 万干吨。随着国内冶炼产能的继续扩张，2023 年对海外进口矿的依赖程度继续上升，初步测算的 2023 年前三季度中国铜精矿自给率较去年再度下滑约 3%。从进口来源国来看，主要增量来自秘鲁、墨西哥和非洲，而智利则由于产量下滑对中国的出口量也同比下降 14 万干吨，澳大利亚则受限于贸易纠纷问题进口量依旧为 0。

图 24：国统局中国铜精矿产量（金属吨）



数据来源：国统局，SMM，兴证期货研究咨询部

图 26：中国铜精矿进口量（干吨）



数据来源：海关数据，兴证期货研究咨询部

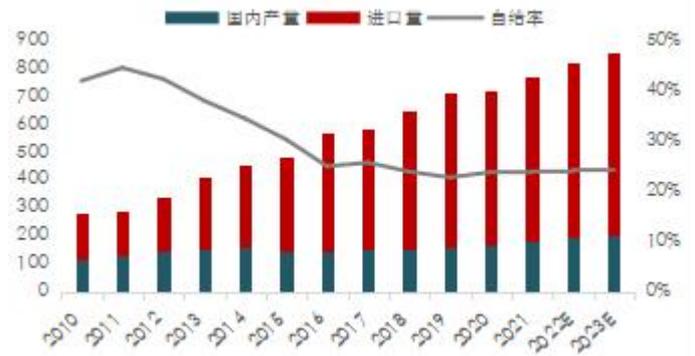
图 28：中国进口铜精矿现货加工费（美元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

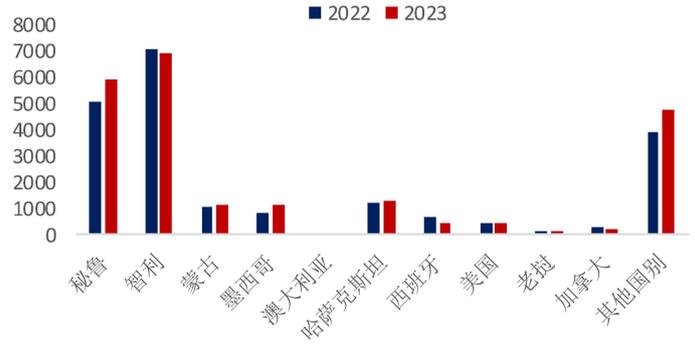
加工费方面，一季度南美铜矿干扰频发，以及 2022 年底至 2023 年一季度海外铜矿发运端的受限导致中国五港铜精矿库存减少趋势开始凸显。因此进口铜精矿现货 TC 一度回落，随着海外供应端在第二季度的修复，铜精矿 TC 一路走高，在三季度末一度上涨至 90 美元中低位。不随

图 25：中国铜精矿自给率（万金属吨）



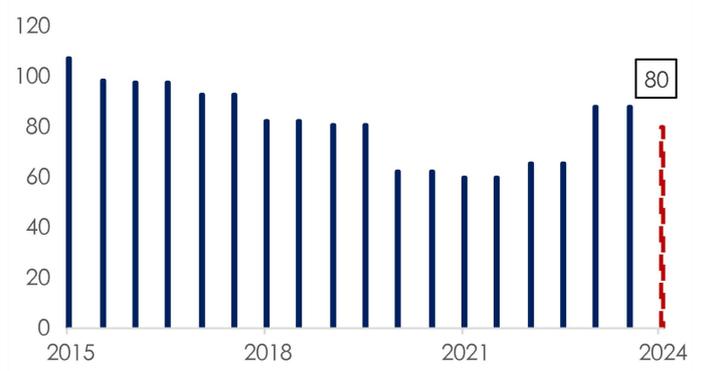
数据来源：SMM，海关数据，兴证期货研究咨询部

图 27：中国铜精矿进口来源（干吨）



数据来源：SMM，海关数据，兴证期货研究咨询部

图 29：中国进口铜精矿长单加工费（美元/吨）



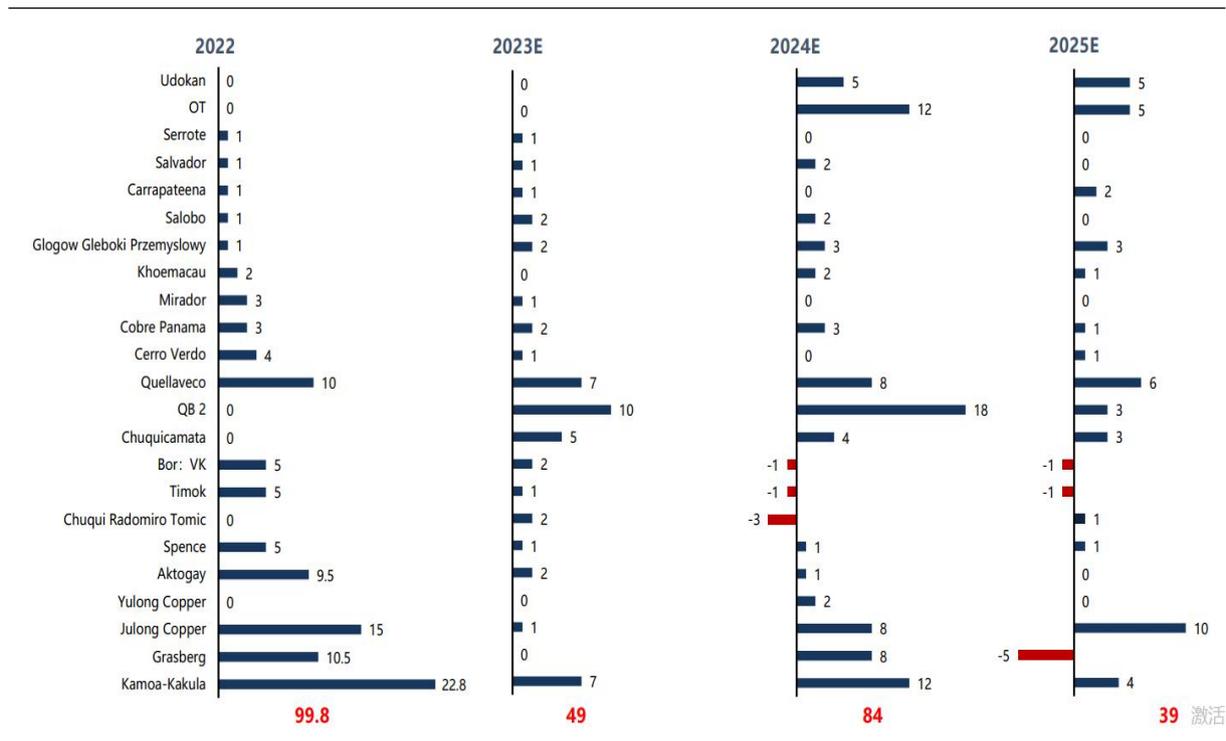
数据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

随着国内冶炼新投产能的放量和检修结束开工回升，现货铜精矿 TC 也再度回落，截至 12 月初已经回落至 75 美元/吨。总体来看，2023 年全球铜精矿产量增速的低于预期和国内冶炼产能的快速扩张导致铜精矿供需在下半年逐步收紧，四季度谈判的 2024 年中国冶炼厂和海外铜矿企业的年度铜精矿 TC 长单最终录得 80 美元/吨，低于了此前预期的 84 美元/吨，反映市场对 2024 年铜精矿供需的预期收紧。

3.1.4 2024-2025 铜矿延续高增长，全球供需小幅收紧

2023 年全球铜精矿供需平衡呈现近五年来最大程度的宽松，2023 年全球铜精矿供应增量可达 686.8 千金属吨。2023 年铜精矿供应增量主要来自 Quellaveco、QB2、Kamoa-Kakula、Las Bambas 等铜矿的扩建项目。预计在明年后年，全球铜精矿供应增长主要来自巨龙铜业、红泥坡铜矿、Grasberg、Oyu Tolgoi、Chuquicamata、QB2、Mirador、Kamoa-Kakula、Udokan 等扩建项目。虽然未来铜精矿供应增速和增量一直维持较高水平，但是结合粗炼产能的高速增长，全球铜精矿供需平衡的结果将由供过于求转向 2024 年的弱平衡，最终转变为 2025 年的供不应求。

图 30：2023-2025E 全球铜矿新投扩建项目（万金属吨）



数据来源：公开资料，SMM，兴证期货研究咨询部

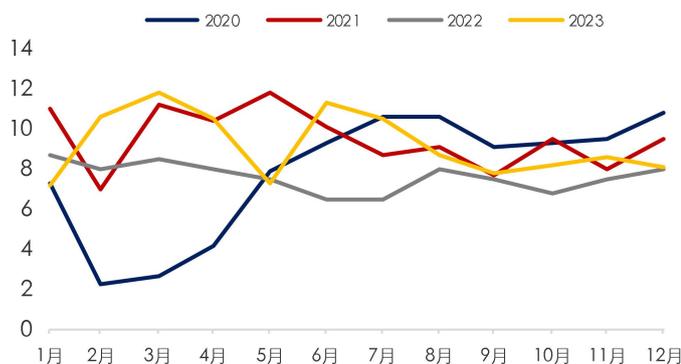
3.2 废铜供应近强远弱

2023 年国内再生铜原料供需结构呈现先松后紧的局势。从绝对量来说 2023 年国内再生铜供应量同比去年有较大幅度的上升，根据 SMM 估计截至 10 月国内再生铜原料供给累计可达 250.84 万金属吨左右较去年同期累计 193.66 万金属吨增长了 29.53%。国内供应的增长主要是由于今年铜价整体维持一个高位震荡的走势，再生铜原料宽松状态弥补了部分冶炼厂粗炼检修所带来的影响。不过下半年尤其是三季度，铜价一度快速走低，再生铜原料供给达到极度紧张，精废价差曾一度下探 100 元/吨，再生铜原料经常出现“一货难求”景象。

除了国内回升系统的增量，2023 年进口废铜也呈现回升态势。从再生铜原料进口盈亏上来看，本年度铜价“内强外弱”结构持续时间较长，为此年内再生铜原料进口“倒挂”时间较长，但由于市场对于本年的消费预期较强，据 SMM 估算截至 2023 年 10 月进口再生铜原料实物量可达 161.19 万吨，折合金属量约为 128.95 万吨，较去年 147.07 万吨实物量增加了 14.12 万吨左右，折合金属量约为 11.3 万吨左右。

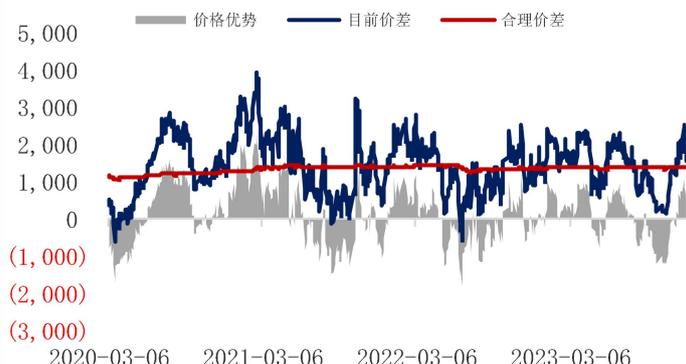
展望 2024 年，美国 Ames Copper Group，欧洲的 Aurubis、Boliden 和 Umicore 都将在本土斥资建设新的再生铜回收冶炼厂，日本三菱为减少碳排放足迹，也将进一步扩大再生铜回收规模，未来欧美和日本的再生铜将有一部分被本土冶炼厂消化，再生铜出口量或将减少。国内废铜供应则受到铜价和消费端耐用品更新的情况，废铜供应预计有限。综合来看中国的再生铜资源呈现近强远弱的结构。

图 31：中国废铜产量（万吨）



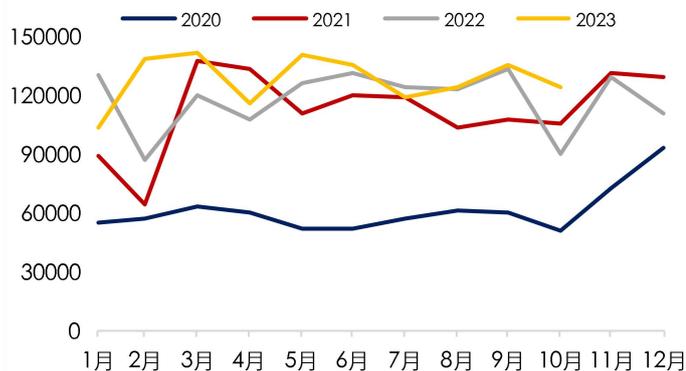
数据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

图 32：中国电解铜精废较差（元/吨）



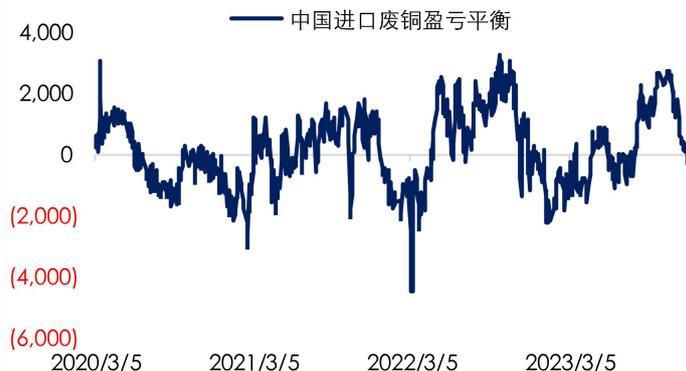
数据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

图 33: 中国废铜月度进口量 (吨)



数据来源: 海关数据, SMM, 兴证期货研究咨询部

图 34: 中国进口废铜盈亏平衡 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研究咨询部

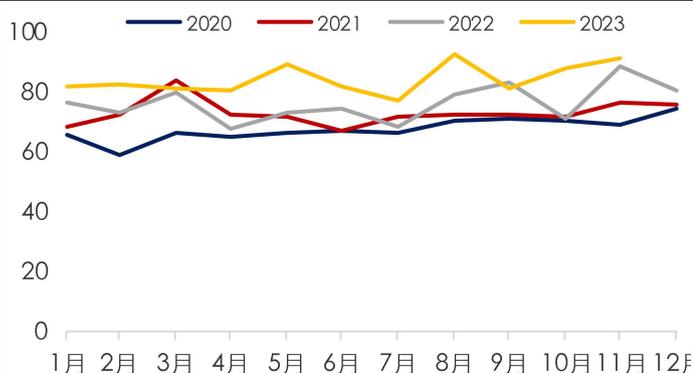
3.3 中国冶炼产能延续高增速

3.3.1 粗铜供应缺口犹存

根据 SMM 数据, 2023 年 1-11 月, 中国粗铜冶炼产量 928.17 万吨, 同比增加 11%, 其中铜矿产粗铜 788.12 万吨, 同比增加 5.7%, 废铜产粗铜 140.05 万吨, 同比增加 57.9%。进口方面, 根据海关数据, 2023 年 1-10 月中国阳极铜进口量 86.69 万吨, 同比下降 12.5%。从数据上就可以看出 2023 年废铜资源供应的宽松是粗铜供应的最大助力。

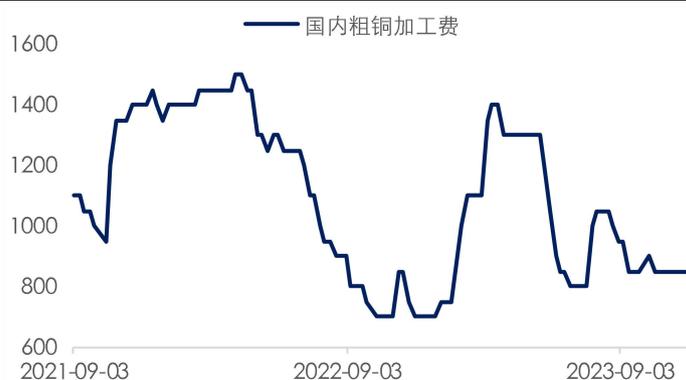
2023 年国内粗铜加工费整体呈现出先扬后抑的走势。上半年粗铜市场整体较为宽松, 加工费重心高位运行, 下半年废铜供应收紧传导至粗铜冶炼, 此外, 6 月 Codelco 旗下 Ventanas 炼厂因环保问题粗炼关停; 7 月 Vendanta 旗下 KCM 炼厂因检修产量受到影响, 非洲、美洲地区三季度因天气、堵车等因素, 物流明显受阻, 8、9 月阳极铜进口到关量大幅下滑。下半年国内外供应双双减少, 造成市场粗铜供需再度收紧。

图 35: 中国粗铜产量 (万吨)



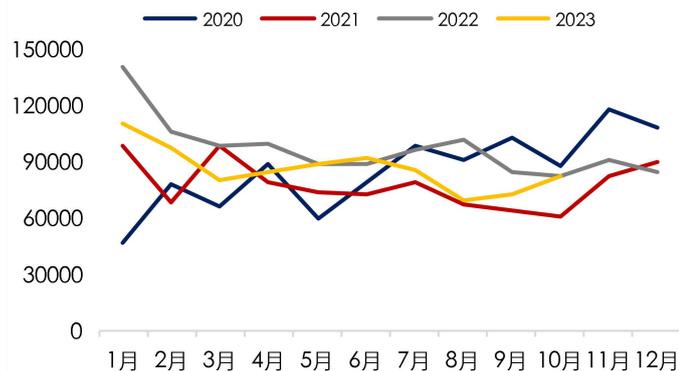
数据来源: SMM, 兴证期货研究咨询部

图 36: 中国粗铜加工费 (元/吨)



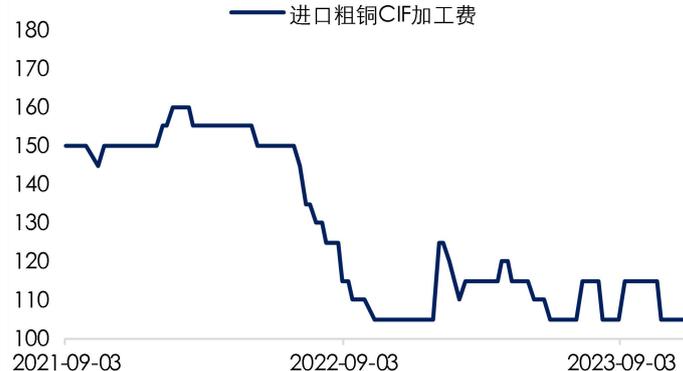
数据来源: SMM, 兴证期货研究咨询部

图 37: 中国阳极铜月度进口量 (吨)



数据来源: 海关数据, 兴证期货研究咨询部

图 38: 中国进口粗铜加工费 (美元/吨)



数据来源: 海关数据, 兴证期货研究咨询部

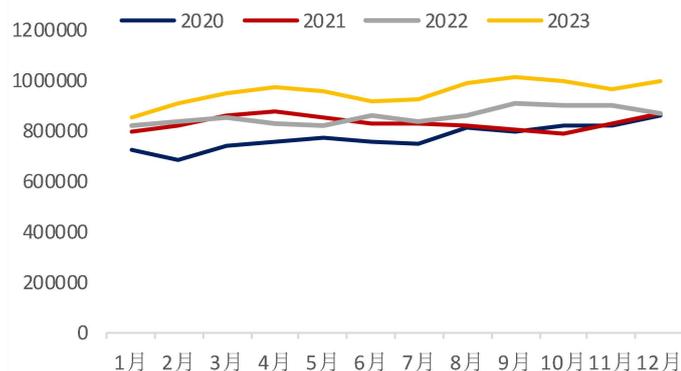
展望未来, 全球铜粗炼产能快速扩张预计将于 2025 年形成 2560 万吨, 其中铜粗炼产能的扩张主要来自中国, 2024 年国内粗炼产能将新增 70 万吨, 不过其中 30 万吨预计将在 24 年底投产, 实际达产或到 2025 年一季度。海外的 Adina、Gresik、Manyar、Bor、KamoaKakula、Kansanshi、Almalyk 等冶炼厂的新投产和扩建项目也将带动铜粗炼产能的增长, 最终海内外粗炼产能的共同扩张将带动铜精矿需求量的大幅增长。综合来看 2024 年全球粗铜冶炼产能新增量或达到 100 万吨。

不过相比于高速扩张全球粗炼产能, 中国精炼产能扩张速度优胜, 整体来看国内精炼与粗炼产能的 GAP 扩大, 精炼新增产能高于粗炼, 对于粗铜的需求持续增长。欧美经济存在 衰退风险, 铜价偏弱运行下再生铜原料供应难有显著增长。预计明年粗铜仍将延续 紧张格局。

3.3.2 国内精铜产量增速创新高

根据 SMM 数据, 2023 年 1-11 月中国合计精炼铜产量为 1044.07 万吨, 同比增加 102.86 万吨, 增幅为 10.93%, 预计 2023 年全年产量为 1145 万吨, 增量近 116 万吨, 同比增长 11.27%。2023 年全年国内精炼铜产量增速将创下历史新高, 2023 年国内新增的精炼产能达到 56 万吨, 此外去年下半年投产的 47 万产能也在今年兑现产量, 尤其是四季度投产的 25 万吨。

图 39: 中国电解铜产量 (吨)



数据来源: 海关数据, 兴证期货研究咨询部

图 40: 中国电解铜产能及开工率 (万吨)



数据来源: 海关数据, 兴证期货研究咨询部

3.3.3 精炼产能延续高扩张

表 3: 中国精炼产能新增量 (万吨)

公司名称	新增精炼产能 (万吨)	主要原料	预计投产时间	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
大冶有色(阳新弘盛)	40	铜精矿	2022年11月	37	3	0	0	0
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	铜精矿	2022年Q2	1.8	1.5	1	0	0
赤峰金通铜业有限责任公司	5	铜精矿	2022年3月	3	1	0	0	0
铜陵有色(金冠铜业)	8	阳极铜	2022Q3	8.3	0	0	0	0
江铜富冶和鼎铜业有限公司	12	阳极铜	2022年7月	12	0	0	0	0
上饶和丰环保科技有限公司	10	废铜/阳极铜	2022年8月	0	4	3	0	0
西矿青海铜业有限公司	5	阳极铜	2022年10月	1	1	0	0	0
江西铜业(清远)有限公司	10	废铜/阳极铜	2022年11月	7.5	0	0	0	0
金川集团(本部)	10	阳极铜	2022年10月	11	2	0	0	0
江西鑫科环保高新技术有限公司	10	废铜/阳极铜	2023年3月	3	2.5	0	0	0
中条山有色金属集团有限公司	18	铜精矿	2023年10月	1	15	2	0	0
烟台国兴铜业有限公司	8	铜精矿	2023年6月	1.8	7	0	0	0
白银有色	20	铜精矿	2023年04	7	5	2	0	0
恒邦股份	10	铜精矿	2024Q1	0	7	3	0	0
楚雄滇中有色金属有限责任公司	20	铜精矿	2024	0	6	13	0	0
广西南国铜业有限公司	40	铜精矿	2024	4	7	20	0	0
包头华鼎铜业发展有限公司	7	铜精矿	2024	0	2	4	0	0
五矿铜业(湖南)有限公司	5	铜精矿	2024	0	1	3	0	0
安徽友进冠华新材料科技股份有限公司	15	铜精矿	2025	0	0	5	8	0
赤峰金通铜业有限公司	30	铜精矿	2025	0	0	13	15	0
金川集团(本部)	40	铜精矿	2025	0	0	22	15	2
营口建发盛海(一期)	30	铜精矿	2026	0	0	0	10	20
铜陵有色(色)限(金)公(属)司(集)团股份	50	铜精矿	2026	0	0	0	20	25
合计				98.4	65	91	68	47

据来源: SMM, 兴证期货研究咨询部

在 2022 年以来，国内铜冶炼整体维持较高增速，尤其是 2022 年以来的新增产能在 2023 年，将兑现，促成今年电解铜创纪录的高增速。2022-2025 年国内精炼产能分别新增 100 万吨、56 万吨、82 万吨和 85 万吨，预计实际产量上 2024 和 2025 年依旧将维持极高的增速，从精炼铜产能的扩张速度来看，未来两年铜供需整体依旧将延续相对偏宽松的格局。

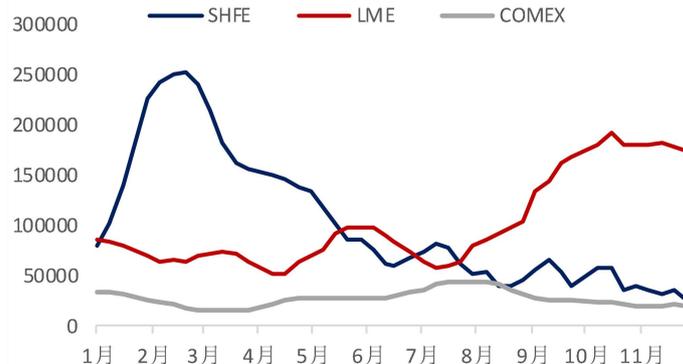
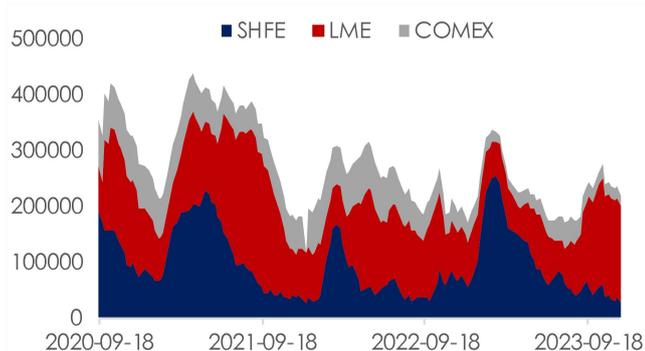
4. 库存篇

4.1 国内外显性库存分化

2023 年全球显性库存整体维持历史中低位水平，上期所和 LME 交易所的电解铜库存走势有所分化，前者自春节后呈现一路去库，后再在 3-4 季度经历了一轮连续的累库。截至 12 月底初，SHFE 铜库存为 26149 吨，LME 铜库存为 174250 吨，COMEX 铜库存为 18845 吨，分别较 2023 年初-54249 吨，+87850 吨，-15204 吨，三大交易所当前合计 219244 吨，较 2023 年初下降了 18397 吨。全年尤其是下半年海外铜市供需趋于宽松和国内铜市供需偏紧并存。

图 41：全球精炼铜显性库存（吨）

图 42：三大交易所电解铜库存（吨）



数据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

数据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

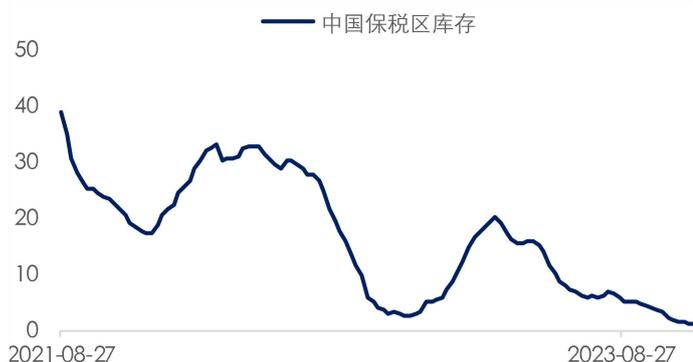
4.2 国内消费支撑去库存

2023 年国内库存去库大超预期，尤其是在全年电解铜产量同比大增的情况下，反映了国内消费端在电网、新能源和基建三大马车的支撑下，维持很强的韧劲。截至 12 月初，SMM 统计的国内电解铜社会库存 5.4 万吨，较今年春节后累库的高点去库 27.59 万吨，较去年同期也下降了 5.39 万吨。

此外，中国的保税区库存在 2023 年延续了过往数年的去库存。根据 SMM 数据，截至 12 月初，上海保税区电解铜库存为 0.94 万吨，广东保税区电解铜库存为 0.24 万吨，合计 1.18 万吨，

较 2023 年春节后高点下降 18.88 万吨，较去年同期下降了 1.66 万吨。

图 43：中国保税区电解铜库存（吨）



数据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

图 44：国内精炼铜社会库存（吨）



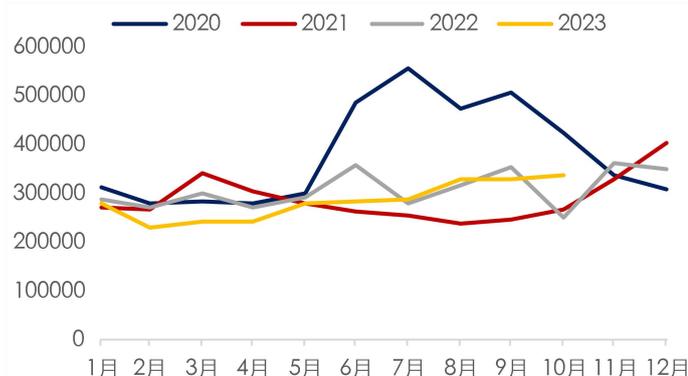
数据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

4.3 内强外弱格局或延续

从贸易升水和内外比价的角度来看，今年在经历了上半年的外强内弱之后，下半年内外比价开始反转，全年超过半年的时间电解铜进口盈利窗口都是打开的，创下近几年之最。下半年国内政策端发力叠加电力需求和新能源需求的双重托底，国内铜库存快速去库。而海外供需明显较国内要宽松，LME 连续了累库，铜比价呈现内强外弱。根据海关数据，2022 年 1-10 月份精炼铜进口 282 万吨，同比下降 4.8%。不过主要的减量是来自上半年，下半年 7-10 月累计进口电解铜 127.49 万吨，同比增加 6.7%。

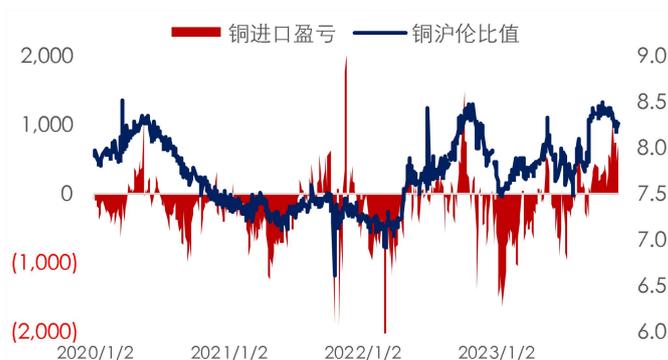
展望 2024 年，海外经济分化，美国强于欧洲，但整体制造业和房地产都呈现衰退迹象，而国内经济尽管依旧处在弱复苏周期，但铜需求有电网和基建等支撑。预计内强外弱格局将延续。

图 45：中国精炼铜进口量（吨）



数据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

图 46：2022 年中国电解铜进口盈亏（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

5. 需求篇

5.1 海外需求预期偏弱

5.1.1 美国房地产延续衰退

2022 年以来随着美联储快速加息抗通胀，在货币紧缩背景下，今年美国房地产数据全面回落，房地产或已进入周期下行阶段，2023 年美国地产需求延续下行周期。2022 年的利率飙升导致购房需求快速降温，住宅投资对于美国经济拖累也在加深。飙升的抵押贷款利率阻碍了潜在买家，此前性价比较高的购房者迁出地主要城市房价的同比增速大幅放缓也反映了当前置换房屋的需求较弱。

从美国成屋销售数据来看，美国房地产景气度并没有随着美联储停止加息而有所回升。根据美国全国房地产经纪人协会（NAR）的数据，美国 10 月成屋销售总数年化 379 万户，创 2010 年 8 月以来最低。10 月成屋销售环比跌 4.1%，预期跌 1.5%，10 月成屋销售同比下跌 14.6%。除了历史高位的利率之外，由于库存供应不足导致的房价上涨，也是限制美国房地产需求的一大因素。数据显示，截至 10 月底有 115 万户待售房屋，虽较 9 月攀升，但仍为 1999 年有记录以来 10 月份同期的库存最低水平，同比下降 5.7%。按照目前的销售速度计算，需要 3.6 个月的时间消耗掉市场上的供应量，低于 5 个月的库销比，表明市场供应紧张。

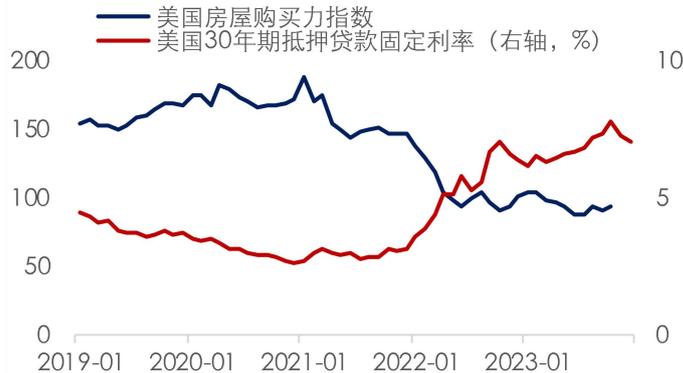
据估计，2023 年美国成屋销售总量预计将为 410 万套左右，这将是自 2008 年雷曼兄弟倒闭并引发全球金融危机以来年度销量的最低水平。预计在未来一段时间里，房款可负担性仍然将是一个严峻的问题，美国房地产需求有价无市的格局延续，作为海外铜需求的重要组成部分，这部分需求预计在 2024 年依旧将维持弱势。

图 47: 美国成屋销售数据 (百万美元)



数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

图 48: 美国房屋购买力指数



数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

5.1.2 美国补库中国出口改善有限

根据海关数据, 2023 年 1-11 月中国出口同比增长-5.2% (前值-5.6%按美元计, 后同), 进口为-6% (-6.5%)。11 月出口当月同比回升至 0.5%, 连续 13 个月同比负增后转正, 但主要依靠基数抬升, 环比在 10 月基数偏低的情况下依然弱于 2015-2019 年同期。从量价上来看, 价格拖累或仍源于外需不足。一方面最新海关数据显示不论是回暖的部分产品 (如家电、集成电路等), 还是修复偏慢的部分商品 (鞋靴、箱包), 出口数量累计同比表现都好于均价, 另一方面是交通部周频数据估计的 11 月集装箱出口表现在 10 月低基数下能小幅超过季节性, 但与出口价格有一定相关的生产资料价格指数环比表现却明显较弱。

图 49: 中国出口总值当月同比 (%)



数据来源: iFind, 兴证期货研究咨询部

图 50: 中国进口总值当月同比 (%)



数据来源: iFind, 兴证期货研究咨询部

从出口国来看, 2023 年以来, 中国出口整体呈现出“美强欧弱”格局。11 月对欧盟以外的主要国家出口同比明显改善, 对美国和印度出口同比由负转正。11 月我国对美国、东盟、日本、韩国、印度和俄罗斯出口金额环比转正, 分别为 1.48%、12.67%、2.69%、5.95%、5.77%和 18.59%;

对欧盟和英国环比仍略有下跌，分别为-0.76%和-1.56%

分品类来看，机电产品出口表现亮眼，手机、船舶、集成电路出口同比高增，且较10月进一步上行，反映高景气，汽车出口金额同比增速回落，但仍维持在近30%左右的高位，但由于海外库存已经居于高位，预计后续或会持续放缓。家电出口强势，虽存在价格拖累，但出口数量同比增速进一步上行。

展望2024年，美联储正式转鸽，美国经济相对于其他发达经济体维持韧劲。2023年9月美国零售商销售额同比提升3.2%，较低点持续回升，零售商库销比为1.3维持高位；2023年9月批发商销售额同比提升1.0%，增速由负转正，批发商库销比为1.33较高点有所回落，机电和建材的补库需求将继续利好中国出口。不过对除美国之外其他发达经济体出口增速的改善不及新兴经济体。价格拖累仍未出现明显缓解，多数行业仍处在“以价谋量”的境地。拆分出口主要产品量价同比（两年复合），主要制造业产品中，除汽车、船舶量价齐升外，其余产品价格仍处于较大拖累。欧洲控制通胀的成本正在系统性地作用于当地的长期居民消费水平，近几个月欧元区PMI也一直持续在低位徘徊。IMF和OECD对2024年全球经济增长的预测较2023年均有所下调。11月出口当月同比0.5%，累计同比-5.2%，海外经济减速可能导致中国出口承压，外需景气度仍然偏低。2024中国出口预计有所改善，但整体增速预计较为平缓。

图 51：美国耐用品订单数据（百万美元）



数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

图 52：美国耐用品总库存量（百万美元）



数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

图 53: 欧洲信心指数 (%)



数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

图 54: 欧洲零售指数 (%)

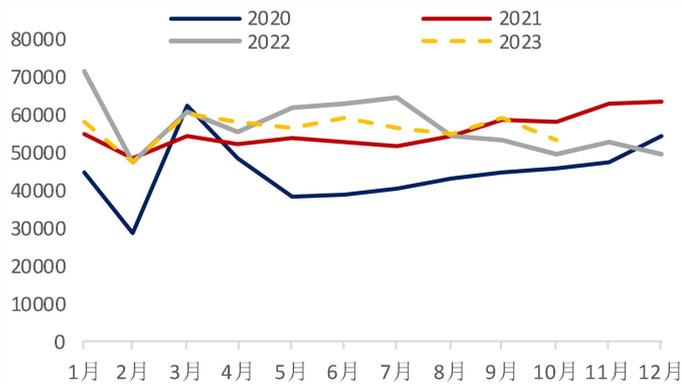


数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

5.1.3 铜材出口同比下降

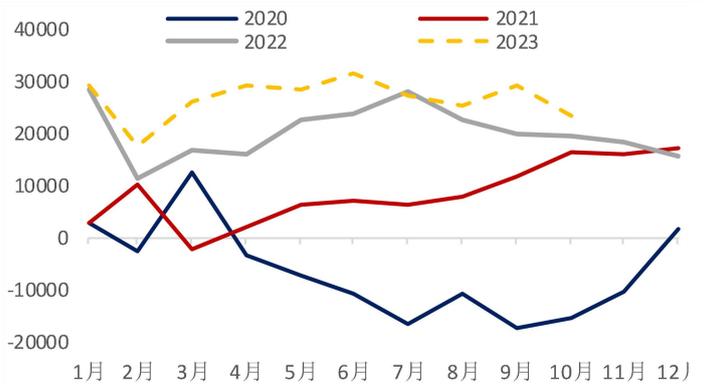
根据海关总署数据显示, 2023 年 1-11 月份国内铜材出口总量为 56.34 万吨, 累计同比减少 3.1%; 2023 年 1-11 月份国内铜材进口总量为 29.59 万吨, 累计同比减少 20.6%; 合计净进口量 26.76 万吨, 同比增加 27.9%。海外制造业的持续走弱, 叠加内外比价不利于出口, 今年铜材出口同比出现下滑, 不过由于进口端下降量较大, 导致累计净出口维持高增速, 不过随着比价进一步利于进口, 海外需求较弱, 内强外弱的格局延续, 2024 铜材出口或增量有限。

图 55: 中国铜材出口量 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研究咨询部

图 56: 中国铜材净出口量 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研究咨询部

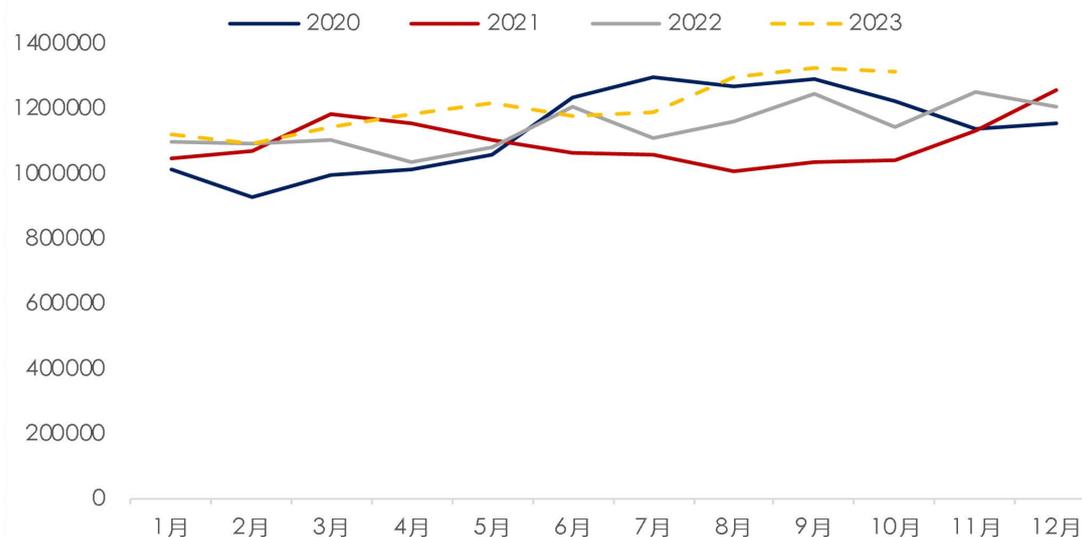
5.2 中国铜消费维持景气

5.2.1 精铜表观消费维持高增长

2023 年国内电解铜表观消费维持高增长。一方面, 由于去年上半年受到疫情影响, 国内工程类受到影响较大, 基期值较低; 另一方面, 今年国内电力和新能源汽车的消费维持高景气,

电网投资和光伏消费高于预期，带动铜杆消费。此外，四季度万亿国债对国内铜消费也有一定提振作用，由于房地产复苏不及预期，政府逆周期调节的决心和行动明显强于过往。根据 SMM 数据，2022 年 1-10 月国内精铜表观消费量达到 1204.87 万吨，同比增长 6.9%。

图 57：中国电解铜表观消费量（吨）



数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

5.2.2 电网投资托底铜消费

2023 年中国国家电网预算目标是 5200 亿元，较去年增长 198 亿元，较去年投资额增加 3.8%。截至 2023 年 10 月，全国电网工程投资累计完成额 3731 亿元，同比增加 6.8%。受到电网投资额高增长的托底，铜线缆消费维持较高景气度。尤其是进入到四季度电网订单的集中交付期，国内线缆企业维持高开工。根据 SMM 数据，2023 年 1-11 月国内铜线缆企业平均开工率 82.54%，尤其下半年平均开工达到 88.28%，高于 2021 和 2022 的 83.8%和 80.9%；SMM 统计的样本企业 2023 年 1-11 月中国线缆企业用铜量为 254.55 万吨，同比增加 50.5 万吨，增幅 24.7%。

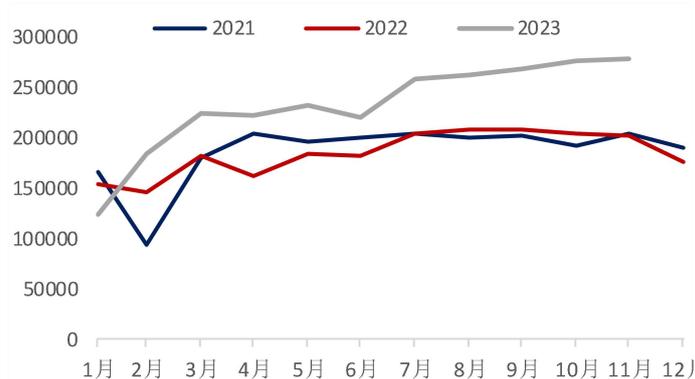
2023 年电网投资的高增速，凸显出在国内经济增长放缓背景下，电网这块积极稳增长意图。在 2021-2025 年十四五期间，国家电网计划投入约 2.23 万亿元推进电网转型升级，南方电网将规划投资约 6700 亿元，总投资预计近 3 万亿元。投资额高于十三五期间全国电网总投资 2.57 万亿元、十二五期间 2 万亿元，展望十五五配网侧建设依旧将是重点，中长期来看这部分铜需求的基本盘依旧稳定。

图 58：中国电网投资完成额（亿元）



数据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

图 59：中国线缆用铜量（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

5.2.3 光伏增速或放缓

2023 年 1-10 月电源基本建设投资额达到 6621 亿元，同比增速为 43.7%，风光核增速靠前，分别为 42.49%、71.16%、41.35%。2023 年 1-10 月份全国新增风电并网装机容量 37.31GW；累计并网装机容量 404GW，占电源总装机比例 14.3%。10 月新增装机 3.83GW，同比增加 101.58%，环比减少 16.01%。

2023 年 1-10 月，我国光伏新增装机累计达到 142.56GW，同比增加。在出口方面，2023 年 10 月，我国太阳能电池出口金额为 26.81 亿美元，同比负增 23.1%，1-10 月累计出口 388.12 亿美元。从出口数量来看，2023 年 10 月，我国光伏组件出口约为 16.5GW，相较 9 月 19.8GW 减少 16.7%，同比增加 39.8%。2023 年 1-10 月累积出口达 174.1GW，相比去年同期的 133.3GW 提升 30.6%。

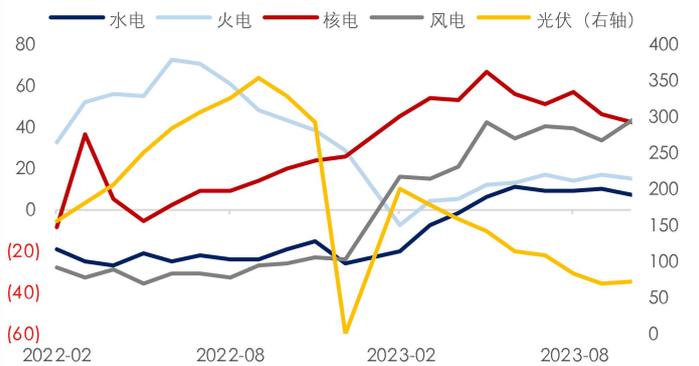
整体来看，电源投资仍处于快速增长阶段。对于光伏行业来说，即将过去的 2023 年是史无前例的爆发年。不仅中国国内光伏装机维持极高增速，据 EnergyTrend 预计，2023 年全球新增光伏装机中性预期将达到 414GW，乐观预期将达 446GW。不过随着中国电改进程的逐步深化，平均用电价格下降预期明确，叠加多地分配给户用光伏的并网容量已接近枯竭，项目经济性下降及并网管控趋严或将导致户用光伏装机需求在 24 年进入深度调整期，24 年中国光伏装机需求增速将放缓。

图 60: 中国电源投资 (亿元)



数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

图 61: 中国分类型电源投资累计同比 (%)



数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

5.2.4 泛地产消费延续弱势

2023 年楼市走势先扬后抑, 春节后楼市明显回暖, 5 月以来随着积压需求释放逐步转弱, 在供需关系发生变化的新形势下, 三季度中央及地方政策迎来大幅宽松, 但受制于收入及房价预期谨慎、二手房分流部分需求等因素, 楼市整体依旧偏弱。2023 年 1-10 月房地产新开工面积累计 79176.6 万平方米, 同比减少 23.2%; 1-10 月房地产竣工面积累计值为 55150.72 万平方米, 同比增长 19%; 1-10 月商品房销售面积 92578.5 万平方米, 同比下降 7.8%, 降速创年内新高。

展望 2024 年, 房地产供需双弱的格局将延续, 供给端受制于开工及拿地大幅下滑, 需求端观望情绪浓厚。开工、投资和销售数据预计延续跌势, 不过降幅将有所收窄。竣工在保交楼政策和开工周期的影响下, 呈现前高后低的趋势。2024 需要关注城中村改造、保障性住房、“平急两用”的“三大工程”建设的进程对房地产的影响, 整体需求应当延续弱势。

图 62: 中国房地产开发投资累计值 (亿元)



数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

图 63: 中国房屋新开工面积 (万平方米)



数据来源: WIND, 兴证期货研究咨询部

图 64：中国房屋竣工面积（万平方米）



数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

图 65：中国商品房销售面积（万平方米）



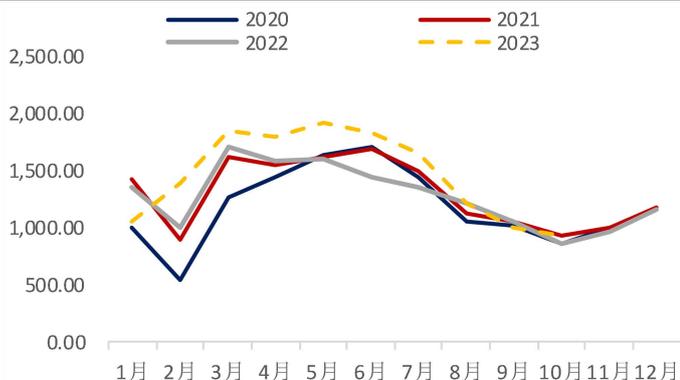
数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

2023年1-10月，国内空调累计产量达到20,738.50万台，同比增长12.40%。洗衣机累计产量为8,500.50万台，同比增长20.7%。冰箱累计产量为7,996.780万台，同比增长14.1%。

后地产周期的家电需求今年基本和房地产走势同步，内需方面，整体消费情绪偏保守的背景下，2023年我国家电内销市场表现平稳，2023年1-10月我国家用电器和音响器材销额累计同比+0.3%，上半年表现好于下半年。外销方面，随着美国通胀的回落及渠道方面持续的去库存动作带动，23Q2起我国家电出口率先回暖，2023年1-11月我国家电出口额同比增加9.6%，美国需求强于欧洲，补库周期带动国内出口。

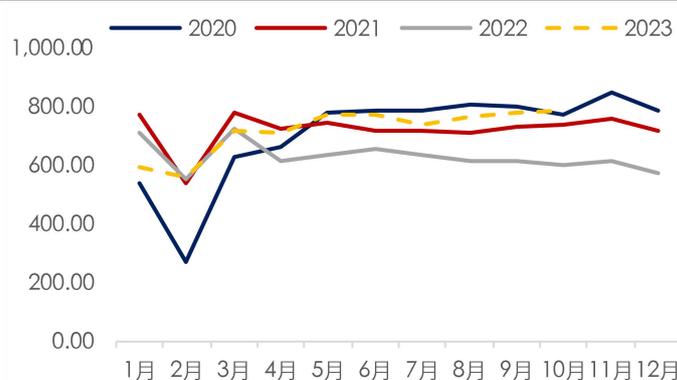
展望2024年，根据地产周期俩看，连续两年的前端开工投资负增长，将逐步兑现在竣工端，报交楼政策的对竣工的提振力度逐步减弱，预计2024年下半年竣工增速将逐步回落，带动家电内需增速放缓。海外在经历本轮补库周期后续的动能尚需观察2024年联储降息对实体需求的拉动效应，2024年家电板块对铜需求的贡献预计将有所减弱。

图 66：中国空调销量（万台）



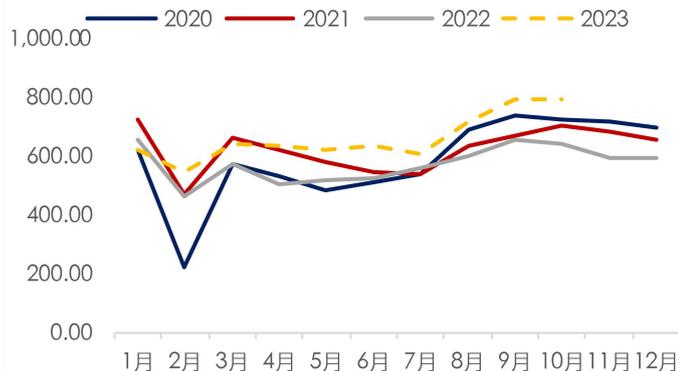
数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

图 67：中国冰箱销量（万台）



数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

图 68：中国洗衣机销量（万台）



数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

图 69：中国家电累计出口额（万台）



数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

5.2.5 汽车景气略超预期

2023 年汽车尤其是新能源汽车依旧是铜金属需求的重要增量来源。根据中汽协数据，2023 年 1-11 月，汽车产销分别完成 2711.1 万辆和 2693.8 万辆，同比分别增长 10%和 10.8%。新能源汽车产销分别完成 842.6 万辆和 830.4 万辆，同比分别增长 34.5%和 36.7%，市场占有率达到 30.8%。自 5 月起，随着价格战逐步消退，上海等地车展新车密集发布增加了优质供给，带动了消费情绪，在 22Q2 和 23Q1 低基数下，行业销量呈现同环比回升，之后在出口需求和稳行业增长措施的推动下，汽车产销逐步回暖，三季度表现淡季不淡。12 月汽车市场将会持续向好，再现年底“翘尾”现象，汽车产销全年有望创造历史新高，超预期完成全年预测目标。在出口方面，2023 年 1-10 月中国汽车实现出口 424 万台，增速 58%，出口市场的表现较强，中国新能源汽车品牌走向海外，带动全球新能源汽车的消费。根据 MarkLine 和 CleanTech 统计数据，11 月全球电动汽车销量创造了新的历史纪录，达到 140 万辆。其中纯电动汽车占 70%，插电式混合动力车占 30%。超过 66%销量来自中国，叠加中国的出口车辆，占比实际将超 70%。

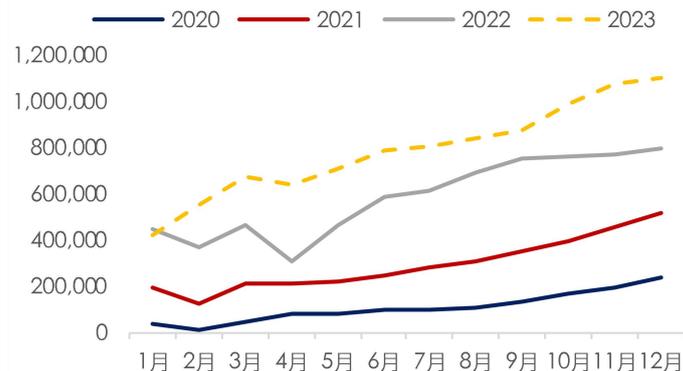
展望 2024 年，随着海外降息零售贷款利率下降，对于耐用品消费有一定提振。国内新能源汽车渗透率进一步提升，预计延续高景气度。中汽协预估 2024 年汽车总销量 3100 万辆左右，其中新能源汽车将达 1150 万辆左右，出口 550 万辆左右，整体增速较 2023 年有所放缓，但依旧将是铜需求的重要支撑之一。

图 70：中国汽车月度销量（辆）



数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

图 71：中国新能源车产销量（辆）



数据来源：WIND，兴证期货研究咨询部

6. 精炼铜供需平衡

供应端，2023 全球铜供需基本维持紧平衡，铜矿扩张增速不及预期，叠加国内精铜产能扩张加速，加工费快速回落。不过 2024-2025 铜矿依旧将延续扩张，矿端紧缺为时尚早。精铜冶炼端今年高速扩张，临近年末国内精炼铜产量破百万吨，全年产量同比超 10%。展望 2024 年，预计精炼铜产能将增加 82 万吨，预计实际产量上 2024 和 2025 年依旧将维持极高的增速，从精炼铜产能的扩张速度来看，未来两年铜供需整体依旧将延续相对偏宽松的格局。2024 国内精铜产量增速或依旧超 5%。

需求端，2023 年国内电解铜表观消费维持高增长，超过 5%。一方面，由于去年上半年受到疫情影响，国内工程类受到影响较大，基期值较低；另一方面，今年国内电力和新能源汽车的消费维持高景气，电网投资和光伏消费高于预期，带动铜杆消费。展望 2024 年，光伏新能源需求增速或有所放缓，电网投资依旧将是重要支撑，房地产降幅预计将收窄。家电和汽车出口增速将下降，全年消费增速预计将消费回落至 3%-3.5%。

表 4：全球&中国精铜供需平衡（万吨）

		2020	2021	2022	2023	2024E
中国	产量	930	995	1028	1140	1230
	进口量	452	344	367	355	340
	出口量	21	27	23	28	32
	精铜供应量	1361	1312	1372	1467	1538
	精铜消费量	1400	1350	1382	1472	1516
	供需平衡	-39	-38	-10	-5	22
全球	精铜供应量	2400	2440	2465	2580	2670
	精铜消费量	2430	2475	2505	2581	2655
	供需平衡	-30	-35	-40	-1	15

数据来源：SMM，IGSG，兴证期货研究咨询部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究

观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断地得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因此将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。