



2024年铜展望

宏观与产业多空交织，铜价继续区间运行

➤ 宏观

国内经济触底+美元流动性转向宽松拐点，利多铜价

➤ 中观

供给有增长，需求有亮点，供需偏宽松，偏空铜价

➤ 交易

上有顶，下有底，延续区间运行

核心观点—宏观与产业多空交织，上有顶，下有底， 维持区间运行格局



宏观面：2024年，外部环境改善主要在于美国通胀回落，美元利率见顶回落，美元流动性边际放松，对铜价影响偏正面。内部环境改善主要在于中央政府开始加杠杆，托底稳经济。不确定性在于国内经济复苏进程较为曲折，需求偏弱的改善程度。

产业面：2024年铜矿产量增速保持增长态势，传导至冶炼端产量增加，供给端继续增长，收缩迹象不明显。需求端基建表现或好于地产，亮点主要集中在新能源电网电力投资和新能源汽车产业链。

长期铜价趋势：沪铜价格在全球铜矿90%分位线成本端上方50000-55000元/吨区间，获得支撑力度较强。长期能源转型与碳中和背景下，铜矿供给增速小于需求放缓增速，供给收缩力度决定铜价弹性空间，底部区间稳步抬升。

2024年影响铜价的宏观变量：中国经济触底+海外美元流动性转向宽松（利多）；宏观政策利好持续发力，提振信心（利多）；欧美经济浅衰退导致中国外需出口下降（利空）；地缘政局军事博弈影响风险偏好（利空）。

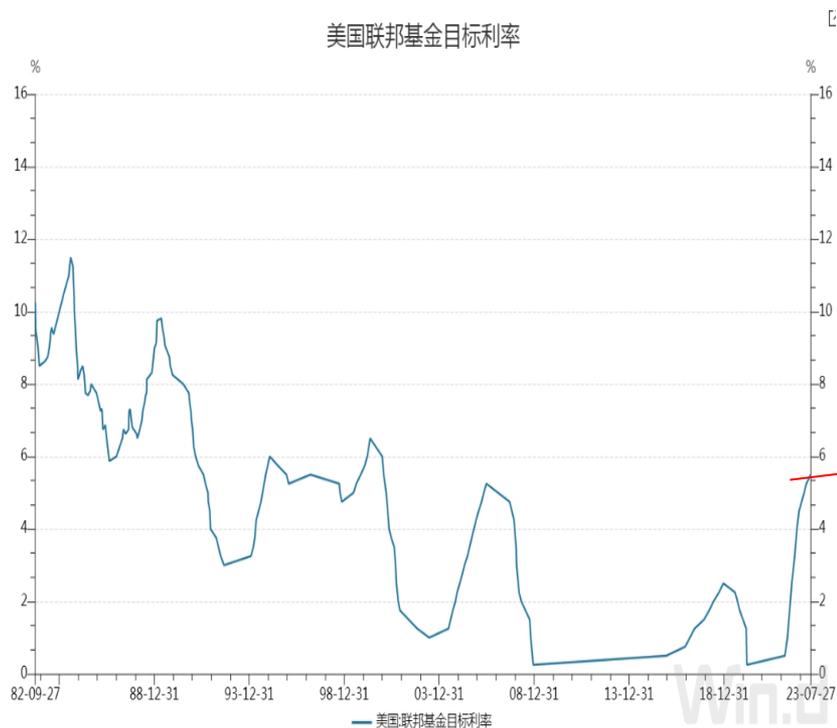
2024年影响铜价的中观变量：铜矿产量增长传导至冶炼端供应增加（利空）；终端需求电力电网投资增速平稳（利多）；基建增速平稳回升（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产投资、竣工、销售不及预期（利空）。

交易面：铜价在宏观与产业的多空交织下，继续维持60000-70000元/吨宽幅区间震荡，关注箱底60000-63000元/吨支撑，箱顶68000-70000元/吨附近压力。

2024年若美国通胀继续回落，美联储加息趋于结束



始于2022年美联储激进式加息，将美国8%左右CPI水平降至2023年底的3%左右，此轮加息对CPI向下打压效果明显。市场认为美国加息主要阶段已过，加息趋于结束已成共识。但离2%通胀目标仍有距离，目前美国经济表现没有预期中的弱，后期主要关注高利率水平要维持多久多长问题。市场预计2024年二、三季度或是观察美联储降息的时间窗口，主要基于消费回落，失业率上升等经济数据预判。



数据来源: wind



数据来源: wind

CME利率期货显示市场预期美联储最早或2024年6月降息



据CME利率期货观察工具显现，2023年底至2024年6月，停止加息，维持利率不变的概率较大。市场预期降息时间点最早在2024年6月，中短期仍需紧密跟踪美联储措辞表态变化。

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.0%	1.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	84.5%	15.4%	0.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	75.8%	22.5%	1.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.2%	65.1%	18.4%	1.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.2%	38.9%	42.9%	10.3%	0.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	24.5%	41.1%	25.1%	5.1%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	16.7%	34.8%	31.2%	12.7%	2.1%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.5%	11.3%	27.9%	32.5%	19.7%	6.2%	0.9%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.8%	6.7%	20.1%	30.4%	25.7%	12.5%	3.4%	0.4%	0.0%
2024/12/18	0.5%	4.4%	15.0%	26.4%	27.5%	17.6%	6.8%	1.6%	0.2%	0.0%

数据来源：CME、wind

美国短端和长端国债收益率高位回落迹象显现



2023年四季度，美国2年期和10年期国债收益率上冲5%附近后，高位回落，受美国债务上限影响，美债发行量增加，美债阶段性供大于求，债券价格下跌。后期美债收益率继续上行压力或将缓解。长端利率与短端利率仍处倒挂状态，历史经验显示倒挂阶段，预示美国经济有衰退可能。2024年继续关注美债收益率曲线变化，后期若经济走弱刺激美联储降息后，观察倒挂现象能否逆转。美国经济维持偏强运行主要原因或许来自于服务业贡献，美国服务业PMI仍在50以上，保持景气度韧性，而制造业PMI已跌破50，位于47附近，对美国影响偏负面。市场预期2024年美国两党大选角逐或逼迫民主党压缩财政支出，降低财政赤字，将拖累目前表现还不错的服务业下滑，经济下行压力增加。

美国2年期与10年期国债收益率



数据来源：wind

美国制造业PMI和服务业PMI



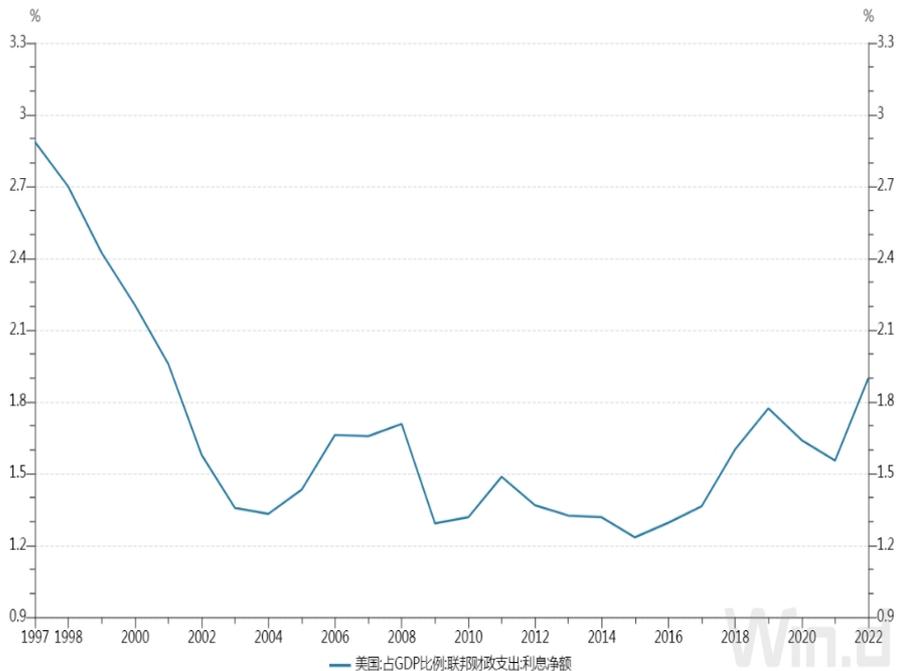
数据来源：wind

2024年美国财政支出或有收缩，对经济影响偏负面



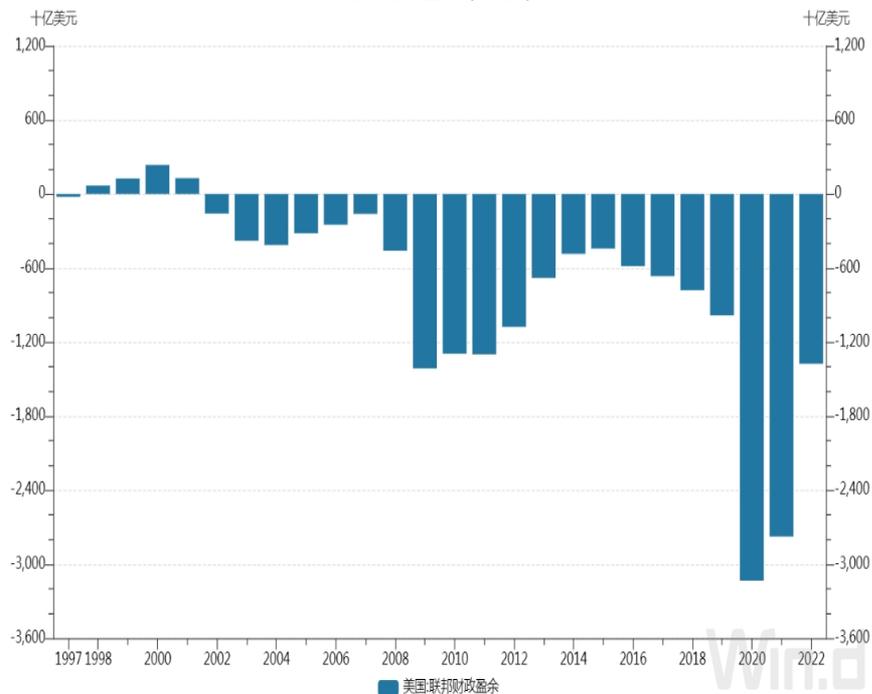
市场预期2024年美国两党大选角逐或逼迫民主党压缩财政支出，降低财政赤字，将增加经济下行压力。与此同时，美国联邦政府利息支出占GDP比例1.9%，债务利息支出压力较大，在一定程度上，也会驱使美联储降息，缓解付息压力。

美国联邦财政支出利息占GDP比例



数据来源: wind

美国财政盈余 (赤字)



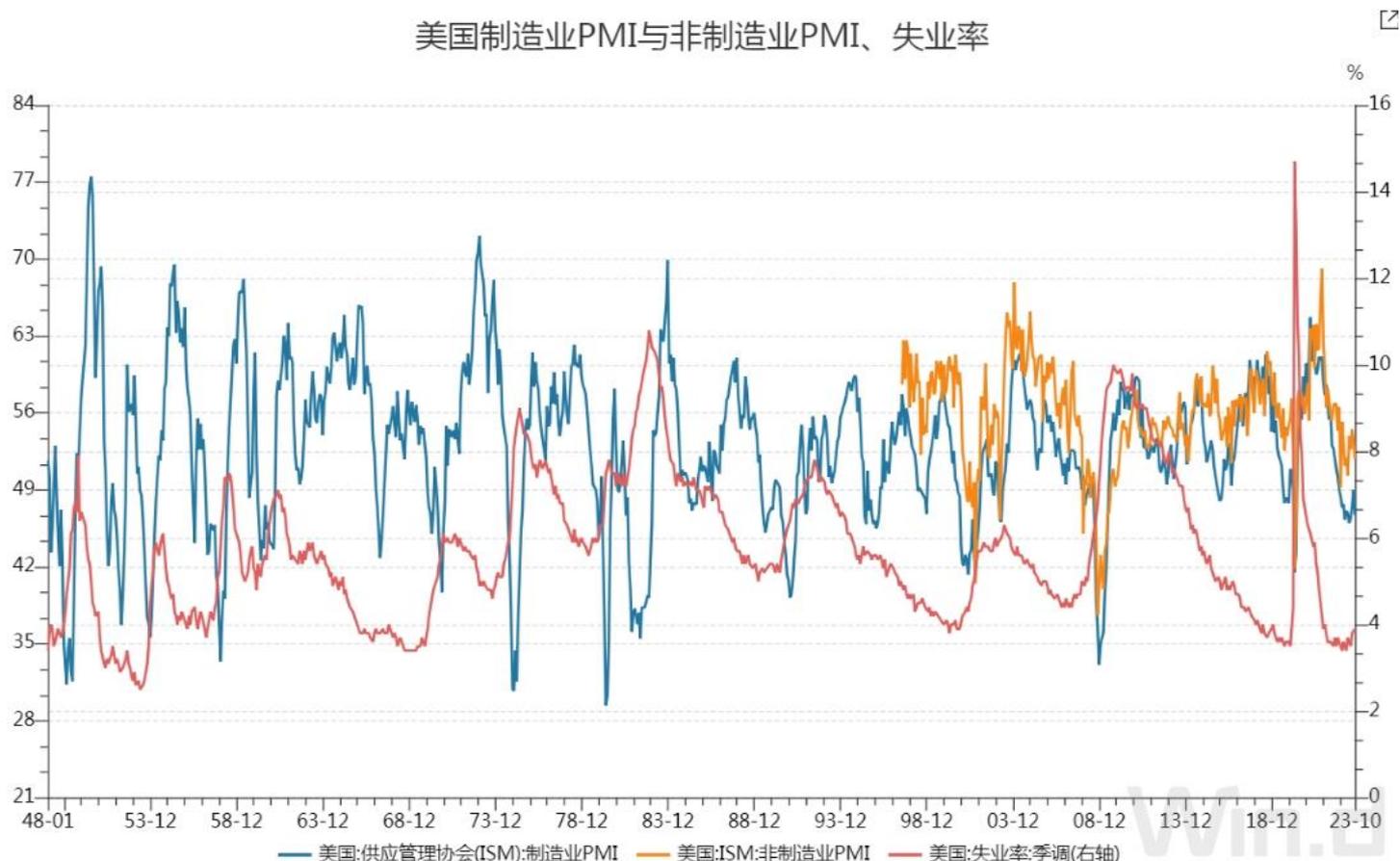
数据来源: wind

美国制造业PMI与服务业PMI或进一步回落，失业率或有上升



截至2023年底，美国失业率处于低位，主要是服务业继续位于50以上，景气度较好托底就业。鉴于美国服务业增加值占GDP比重70%，服务业景气度好坏很大程度上决定经济表现。受2024年财政支出削减影响，服务业大概率会走弱，失业率有上行风险。

美国制造业PMI与非制造业PMI、失业率



数据来源: wind

美元指数与铜价大多数时候呈现反向变动关系



2024年，随着美联储加息趋于结束，美债收益率高位回落，美元指数趋于走弱，运行区间或在100-107。历史经验，美元指数走弱，反映出美元流动性偏宽松，对铜价影响偏正面。

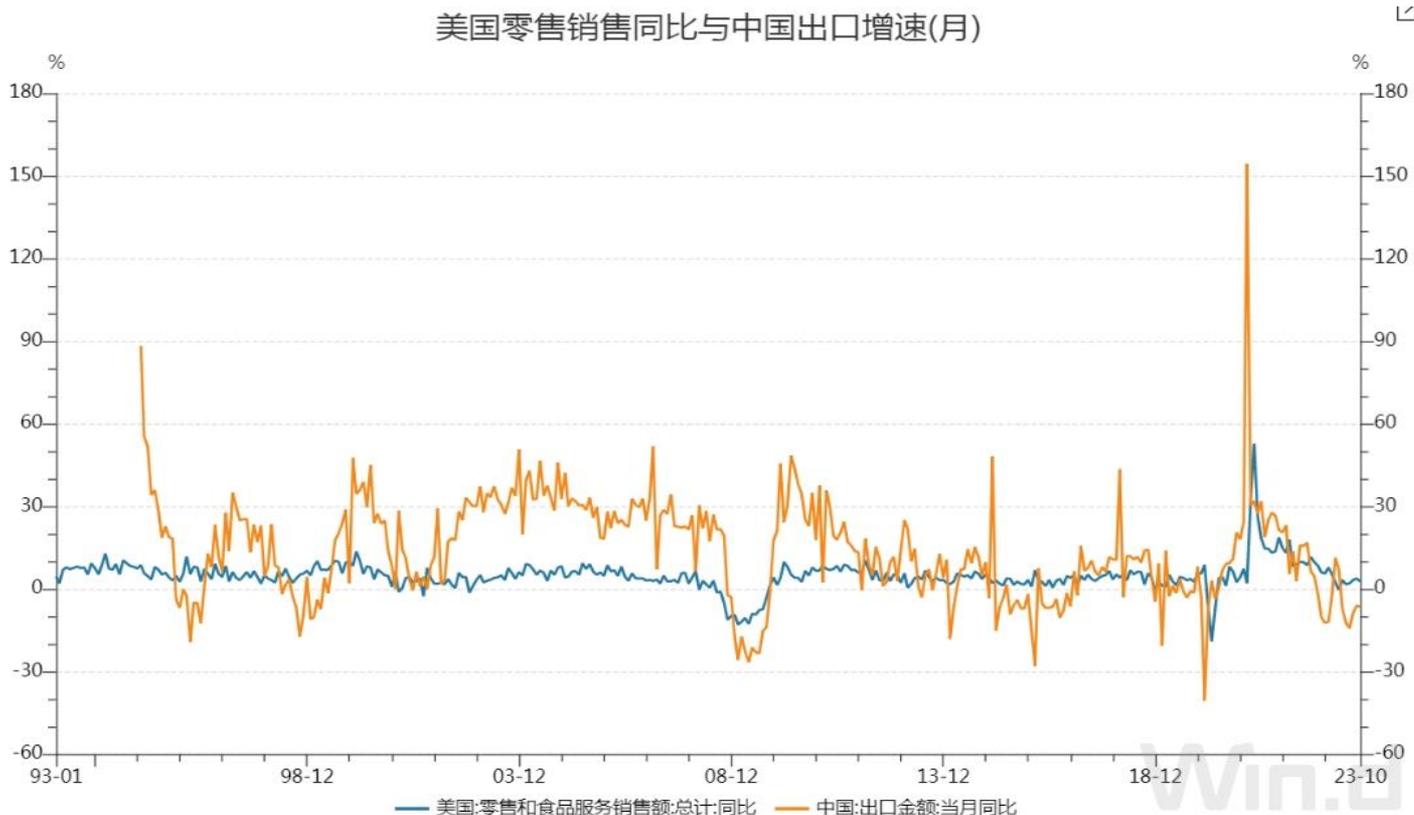


数据来源: wind

美国商品需求增速与中国外贸出口增速变动趋势较为接近

中美关系阶段缓和，不改变长期中美竞争博弈趋势。近几年，欧美制造业回流，以及产业链向东南亚、日韩、北美转移，导致中美贸易回落。2017-2022年，美国从中国进口的商品占比由21.6%降至16.3%，降幅5.3个百分点，对中国外贸出口带来偏负面影响。近年来，美国零售销售增速走弱对中国出口增速也带来了拖累，2024年关注美联储降息后，美国零售消费改善情况，以及中国外贸出口增速止跌企稳迹象。

美国零售销售同比与中国出口增速(月)



数据来源: wind

宏观外贸层面—外需增速变化周期对资产价格影响



外需增速回升周期	股指上行周期	上证指数历史高点
2005-2008年	2005-2007年	6124点
2012-2015年	2013-2015年	5178点
2019-2022年	2019-2021年	3731点

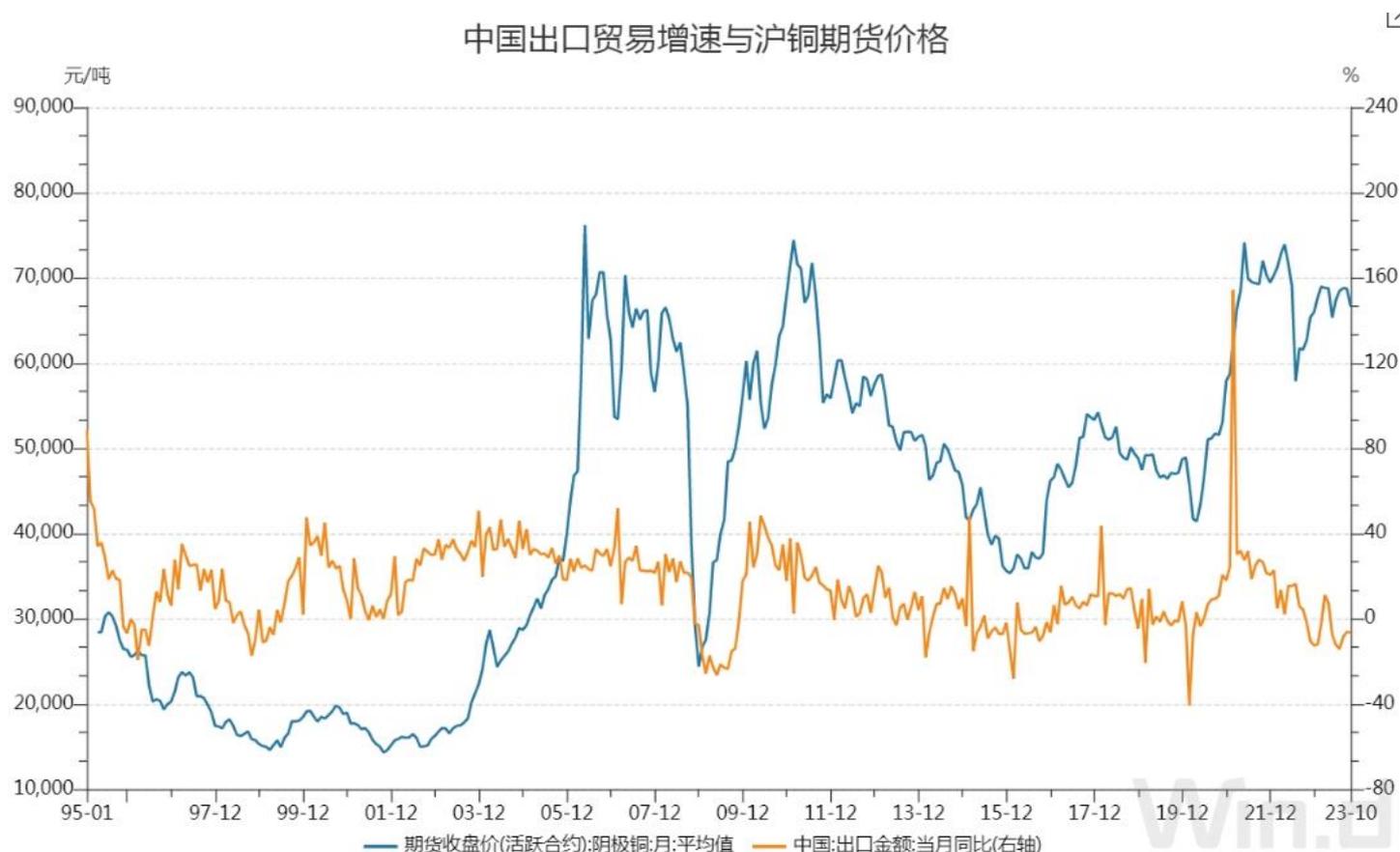
外需增速回落周期	股指调整周期	上证指数历史低点
2009-2011年	2009-2013年	1849点
2016-2018年	2015-2019年	2440点
2023-2025年	2021-2025年	—

资料来源：新世纪期货整理

中国出口贸易增速与沪铜期货价格波动呈正向关系



中国出口增速向好时，沪铜期货价格呈现向上趋势。中国出口增速向下时，沪铜期货价格处于调整趋势。中国出口贸易增速变化也反映出全球经济形势变化，2024年中国外贸出口增速或处于低位徘徊状态，对铜价向上带动正面影响有限。



数据来源: wind

中国货币政策继续宽松，但信用扩张受制于需求偏弱



鉴于国内需求偏弱，CPI、PPI持续下探后，均在低位徘徊。尽管货币政策保持宽松，但信贷需求受地产下行周期，以及居民消费意愿不足影响表现较弱。社融存量规模中，政府发行债券融资增速走高支撑起社融存量增速，居民和企业端信贷融资需求偏弱。2024年，需要继续关注国内需求端是否有实质改善好转的迹象，否则宽货币较难向宽信用进行传导。

宏观货币金融数据—社融增速与M1增速对铜价影响



中国人口红利和城镇化红利减弱，经济潜在增速下移，居民企业继续加杠杆空间有限，唯有中央政府加杠杆对冲部分居民企业去杠杆的需求缺口。未来货币政策长期将保持宽松，居民企业信贷融资需求增速或表现疲软，利率下行趋势确定。

社融增速反映实体经济融资需求，M1增速反映企业持有活期存款对实业投资意愿。通过近10年，社融增速与铜价趋势，M1增速与铜价趋势的相关性分析，社融增速、M1增速趋势性变化对铜价影响较为显著。



数据来源: wind



数据来源: wind

2024年中美利差收窄，汇率压力减轻



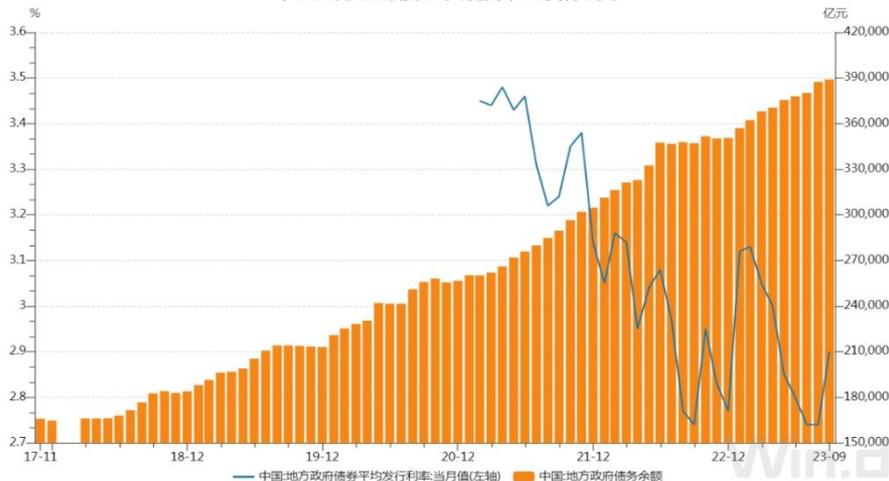
2024年随着美联储加息结束，逐步转为降息后，中美利差或将收窄，人民币贬值压力减轻，对人民币资产影响偏正面。国内经济面触底+海外美元流动性宽松拐点显现，对铜价形成较强支撑。



地方政府土地财政模式衰竭，一边化债一边严控新增债务

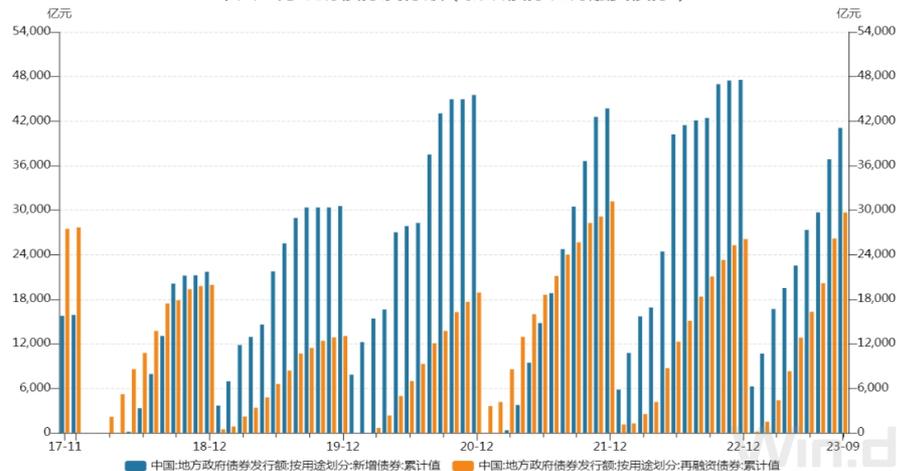


中国地方政府债务余额及平均发行利率



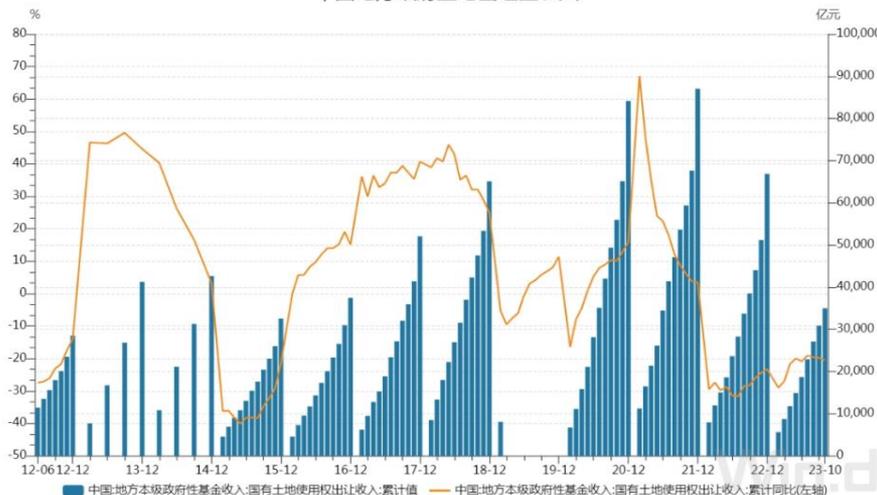
数据来源: wind

中国地方政府债券发行额 (新增债券和再融资债券)



数据来源: wind

中国地方政府土地出让金收入



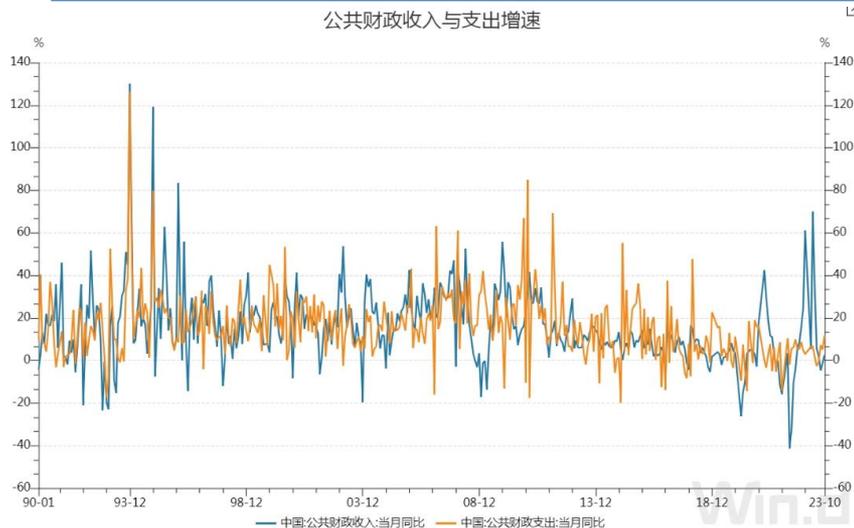
数据来源: wind

过去20年，房地产上行周期已结束，地产上行驱动土地财政增收模式已逐渐衰竭，地方政府土地出让金收入大幅下滑，叠加此前地方政府举债发展，地方政府债务压力较大。往后继续加杠杆空间有限，一方面通过发行低利率再融资债券置换高利率存量债务，降低利息成本支出；另一方面，中央政府发行特别国债置换地方政府债券，降低还债压力。

中央政府加杠杆，提升财政赤字率，缓解地方政府债务压力，托底稳经济



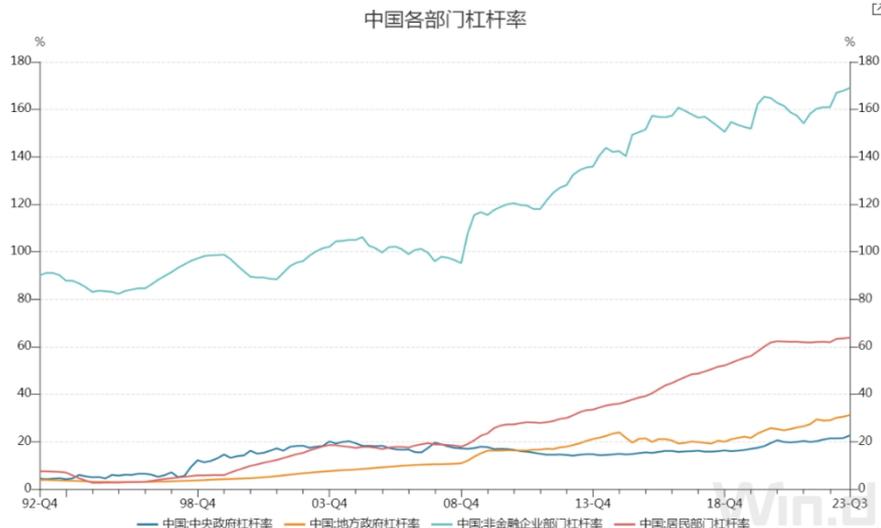
公共财政收入与支出增速



数据来源: wind

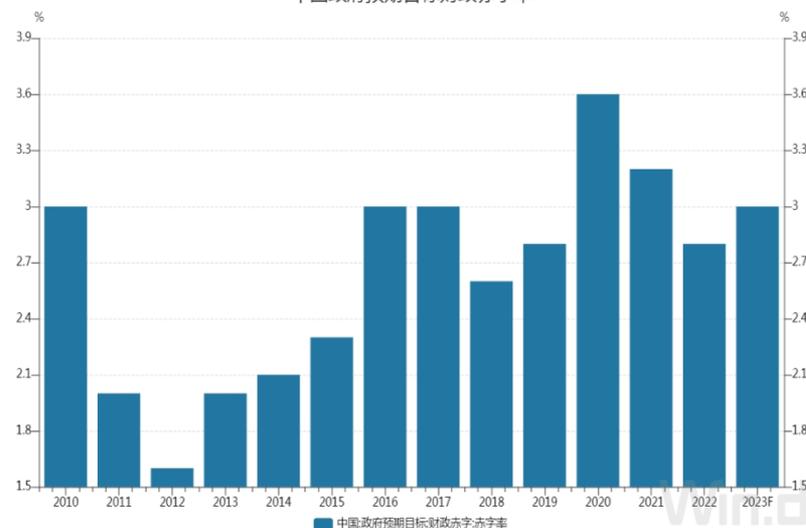
2024年，中国宏观政策以积极财政扩张为主，货币政策协同配合，降息降准，压低债务成本。中央政府杠杆率21%，低于居民、企业杠杆率，处于偏低位置。中央政府发行特别国债，加杠杆空间依旧很大，财政赤字率有望再度向上突破。2023年，鉴于国内经济弱于预期，实际财政赤字率高于预期目标财政赤字率。2024年，实际财政赤字率或高于3.8%，有利于托底稳经济，对铜价影响偏正面。

中国各部门杠杆率



数据来源: wind

中国政府预期目标财政赤字率



数据来源: wind

铜价运行逻辑规律



经济周期	库存周期	库存与需求	大类资产表现
繁荣	主动补库存	需求, 库存上行	股票、商品表现较好
萧条	被动补库存	需求放缓, 库存被动累积	债券表现较好
衰退	主动去库存	需求回落, 库存去化	债券表现较好
复苏	被动去库存	需求改善, 库存下降	股票、商品表现较好

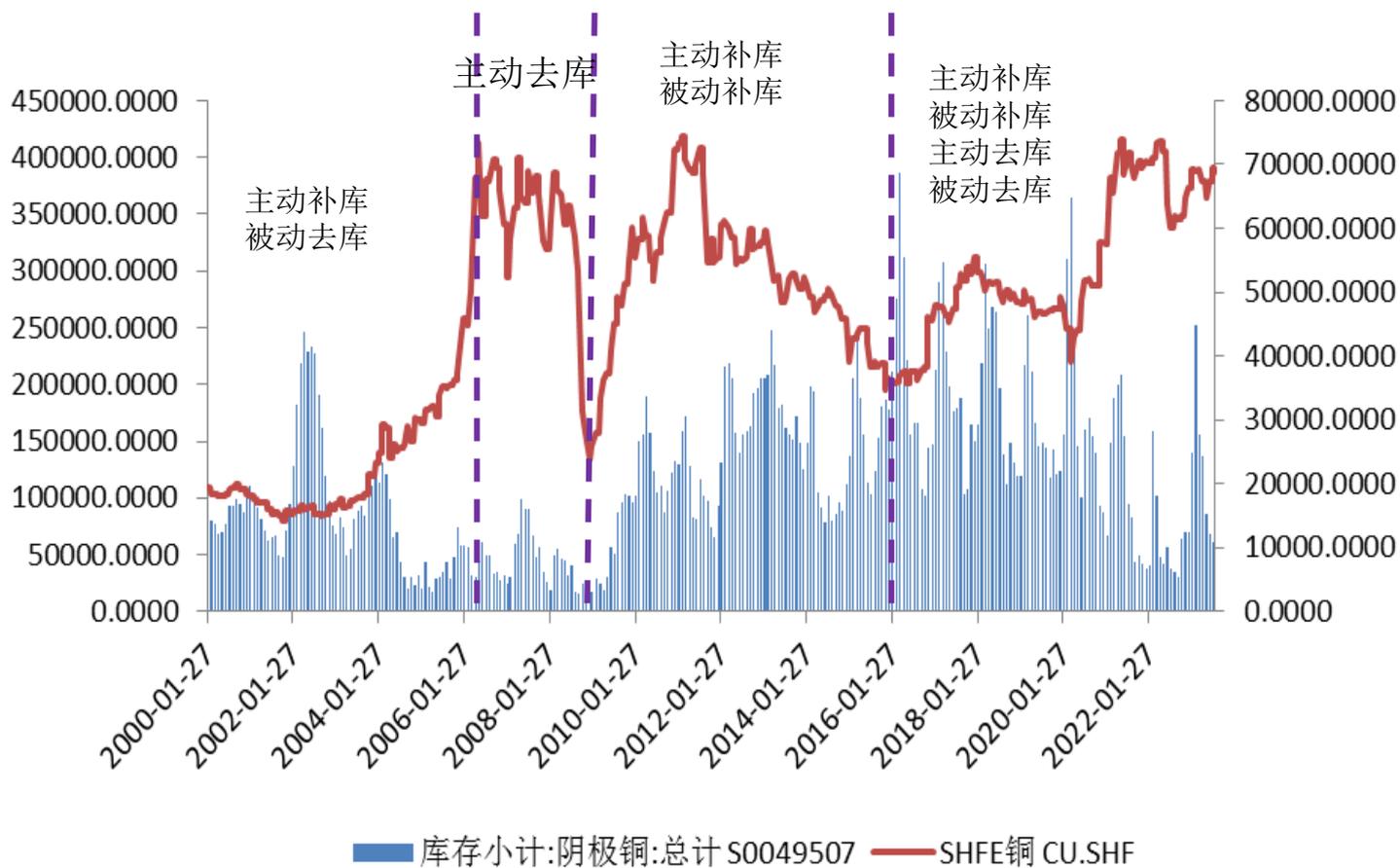
资料来源：新世纪期货整理

根据国内外经济环境，国外经济处于浅衰退期，国内经济处于衰退向复苏的过渡期，有色金属处于去库存状态。库存周期规律看，主动补库存对应的是顶部周期，主动去库存对应的是底部周期。

2024年，关注铜被动去库进展是否顺利



沪铜价格与上期所库存周期变化关系



资料来源: wind

历史上主动去库和被动去库阶段，大类资产走势拐点



轮次	库存周期	起始时间	终止时间	万得全A 涨跌幅 (%)	10年期国债收益率 涨跌幅 (%)	CRB现货指数 涨跌幅 (%)
第一轮	主动去库	2001.8	2002.2	-27.57	/	-10.14
	被动去库	2002.3	2002.10	2.90	/	10.95
第二轮	主动去库	2004.12	2006.2	-10.33	-2.28	2.40
	被动去库	2006.3	2006.5	36.33	0.04	6.75
第三轮	主动去库	2008.8	2009.2	-26.68	-1.42	-29.83
	被动去库	2009.3	2009.8	38.96	0.43	19.44
第四轮	主动去库	2011.8	2012.8	-22.07	-0.76	-13.59
	被动去库	2012.9	2013.8	7.85	0.74	-1.16
第五轮	主动去库	2014.10	2015.11	51.16	-0.93	-16.58
	被动去库	2015.12	2016.7	-4.65	-0.28	3.71
第六轮	主动去库	2018.11	2020.2	28.17	-0.50	-3.25
	被动去库	2020.3	2021.2	36.97	0.46	20.53
轮次	主动去库转为 被动去库时间		万得全A 拐点	10年期国债 收益率拐点	CRB现货 指数拐点	
第一轮	2002.2		2002.2 (同时)	/	2002.5 (滞后3个月)	
第二轮	2006.2		2005.7 (领先7个月)	2005.11 (领先3个月)	2005.8 (领先6个月)	
第三轮	2009.2		2008.11 (领先3个月)	2009.1 (领先1个月)	2008.12 (领先2个月)	
第四轮	2012.8		2012.12 (滞后4个月)	2012.8 (同时)	2012.6 (领先2个月)	
第五轮	2015.11		/	2016.1 (滞后2个月)	2016.1 (滞后2个月)	
第六轮	2020.2		2020.4 (滞后2个月)	2020.4 (滞后2个月)	2020.5 (滞后3个月)	
平均			领先4个月	同时	领先2个月	

资料来源: wind、券商研报

➤ 宏观

国内经济触底+美元流动性转向宽松拐点，利多铜价

➤ 中观

供给有增长，需求有亮点，供需偏宽松，偏空铜价

➤ 交易

上有顶，下有底，延续区间运行

供给端影响铜价长期走势的重要因素一：铜矿资本支出与铜矿供给增速、铜价表现



铜矿企业扩大主动性资本支出到铜矿建成间隔5-6年时间，即当期资本性开支影响 5年后新增铜矿产能。与此同时，即期价格影响当期资本性开支意愿。因此，构成了即期铜价决定铜矿企业资本性开支意愿及5年新增铜矿数量的内在联系。需要注意的是，部分年份铜矿供给增速与铜价在见底或见顶时间上有1-2年滞后或领先性，比如2011年2月铜价见顶，铜矿资本支出和铜矿供给增速则是在2013年见顶，滞后于铜价见顶2年时间。2021年5月铜价见顶，铜矿资本支出和铜矿供给增速或于2023年见顶，预计滞后于铜价见顶2年时间。如下表所示，在不同宏观背景下，铜矿资本开支和铜矿供给增速，与铜价走势表现之间，具有一定周期规律。

时间周期	宏观背景	铜矿资本开支	铜矿供给增速	铜价表现	持续时间
2000-2011	中国工业化、城镇化快速推进，经济快速发展。	50 亿美元增长至 460亿美元	-0.73% 增长至 8.28%，增速上涨均值2.73%	沪铜最大涨幅 461.2%；LME 铜最大涨幅662.7%	11年
2011-2015	中国经济结构转型，经济增速放缓回落。	460亿美元降至230亿美元	2013年的8.28%下降至-0.49%，增速下降均值3.47%	沪铜最大跌幅56.6%；LME 铜最大跌幅 57.6%	5年
2016-2021	供给侧结构化改革，经济阶段反弹，消化过剩产能。地缘政局博弈加剧。	230 亿美元增长至 360亿美元	-0.49% 增长至 2.91%，增速上涨均值1.07%	沪铜最大涨幅 135.9%；LME 铜最大涨幅151.1%	5年
2022-2025	房地产下行，地方政府债务约束政策发力空间。	360 亿美元开始小幅回落	预计从 2023 年的 4%开始下降	铜价自2021年见顶后，目前运行在下降通道中，预计底部区间仍将反复。	预计5年

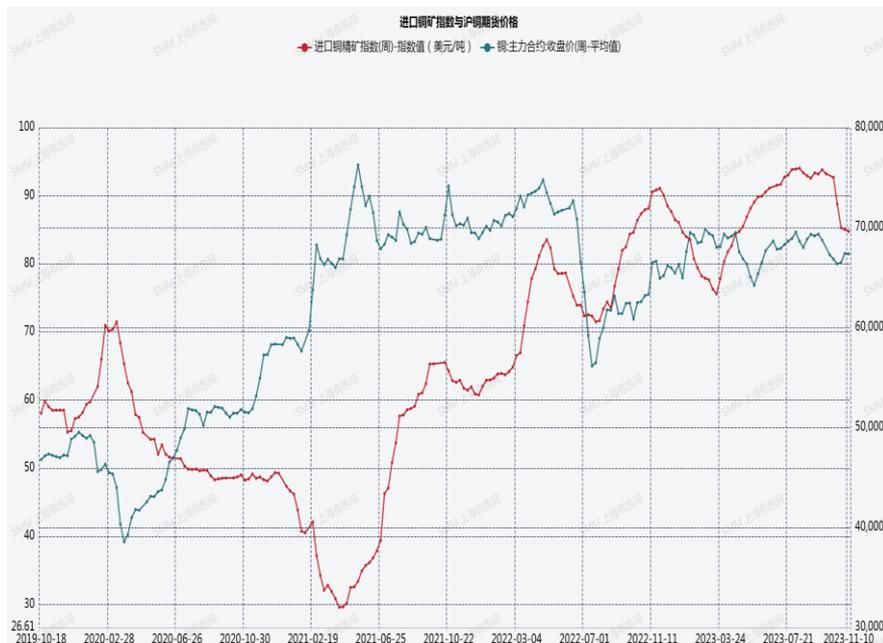
数据来源：新世纪期货整理

供给端影响铜价长期走势的重要因素二：铜矿加工费与铜矿产端、冶炼端供应关系变化



铜矿加工费，铜矿企业支付给冶炼企业的加工费用。通常，加工费与铜价运行趋势呈反向波动关系。当TC/RC上升时，表明铜精矿供应充足，铜价趋于下跌，冶炼企业能够在谈判中占据主动，产业链中利润向冶炼端集中；反之，TC/RC下降时，表明供应短缺，铜价趋于上涨，矿山在对冶炼厂的谈判中占据主动，产业链中利润向矿产端集中。

中国铜原料联合谈判组（CSPT），主要成员江西铜业、铜陵有色、云南铜业、大冶有色、金川有色、中条山有色、白银有色。CSPT成立后，中国在铜矿进口谈判中受制于人的被动局面有所改观，国内冶炼企业话语权有所增强。铜矿长单TC是全球大型铜矿企业与大型铜冶炼企业签订的年度加工费长协协议，通过观察该指标涨跌，可以研判印证全球铜矿供应松紧度，进而对铜价做预判。



数据来源：SMM

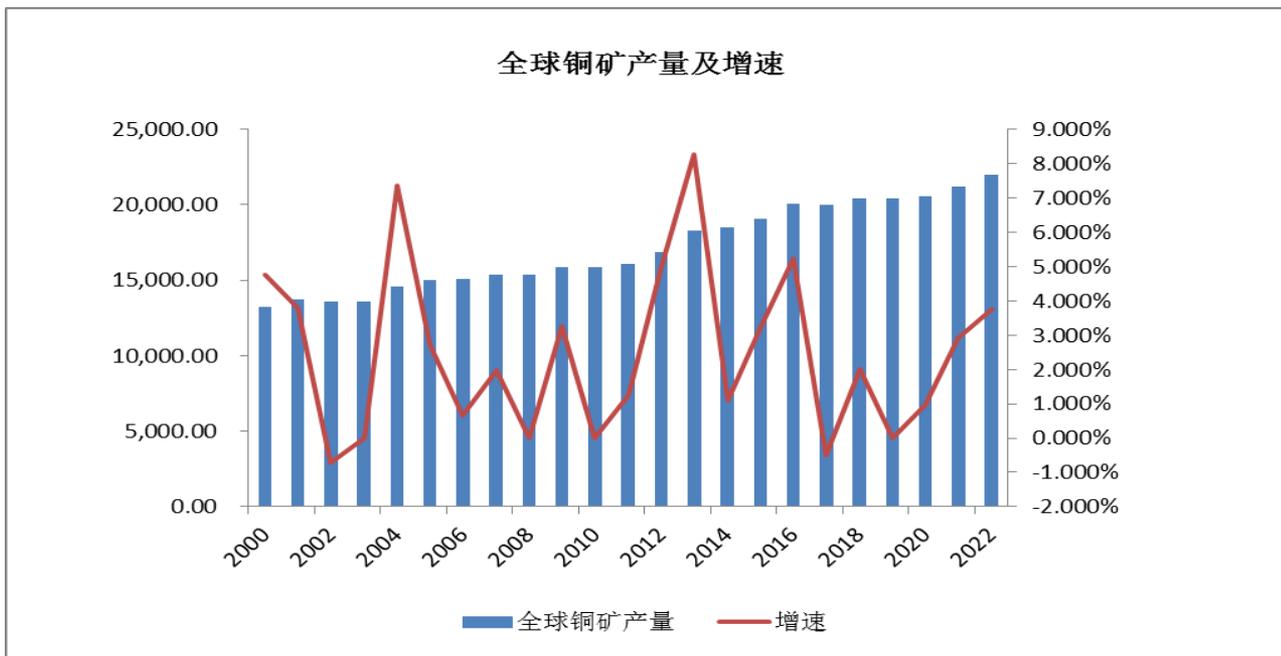


数据来源：SMM

供给端影响铜价长期走势的重要因素三：全球铜矿品位下降，推升开采成本，制约铜矿供给增速



据国际研究机构报告数据显示，全球铜矿品位呈现逐渐下降趋势，全球铜矿开采品位从1900年的4%降至2010年1.07%。据Bloomberg显示，18家海外主要矿企铜矿开采品位均值下滑更为明显，从2000年0.79%下滑至2021年0.43%。中国铜矿品位较低，均值在0.87%左右，其中斑岩铜矿平均品位仅在0.5%左右，其他类矿床较高，但也仅为1%左右。而智利四大斑岩铜矿平均品位达到1.68%，刚果海相沉积岩（变质）型铜矿床平均品位达到3.96%，赞比亚海相沉积（变质）岩型铜矿平均品位达3.06%。铜矿开采品位下滑主要原因一方面新开矿山的矿石品位不如以往，另一方面全球矿山面临老龄化的问题。在矿石处理技术稳定的背景下，矿石品位下降意味着开采成本的上升，同时杂质过多导致固体废物排放引发环保问题，进而制约铜矿产量的扩张。近十年来，全球铜矿供给增速从2013年的8.28%回落至目前的2-4%增速区间，预计2023-2024年铜矿供给增速达4%后，将趋于回落。



资料来源：wind

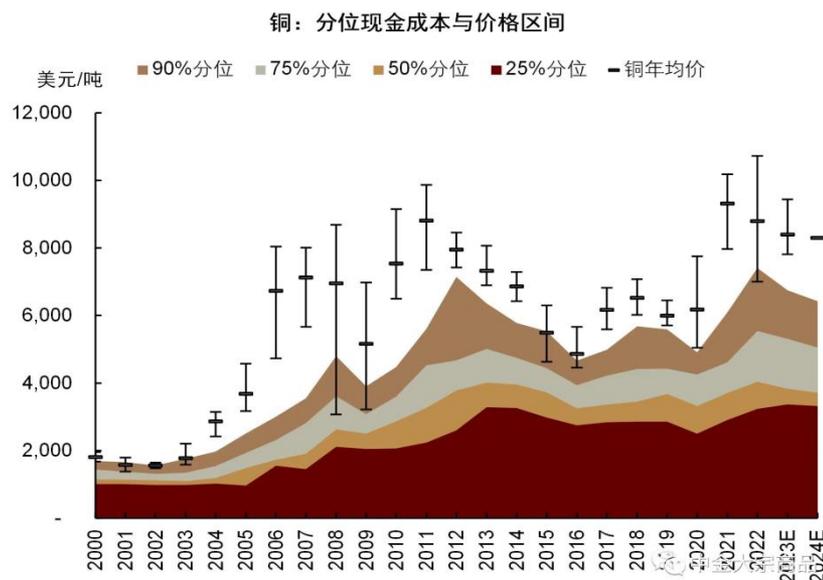
全球铜矿分位现金成本对铜价长期支撑位参考



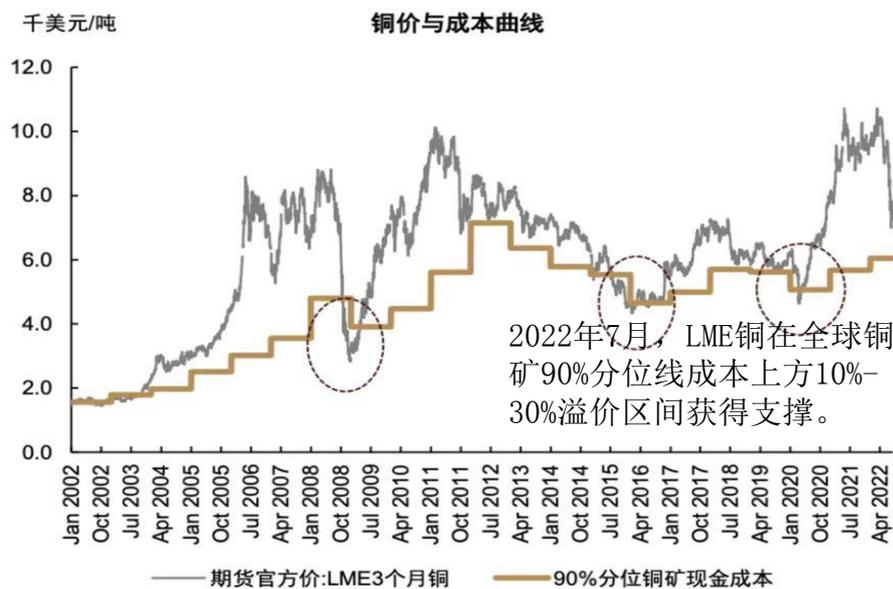
铜总生产成本=（LME现货均价-TC/RC）×汇率+国内冶炼成本，公式中注意方面：LME现货均价，前一个月的LME现货均价；汇率，国内人民币对美元汇率为前一个月第三个周三汇率；TC为粗炼费（美元/吨，铜矿报价），RC为精炼费（美分/磅，精铜报价），两者之间的比价关系：1美分/磅=22.046美元/吨。

时间	沪铜期货价格低点（元/吨）	以进口铜矿为原料生产成本（元/吨）
2023.5.25	62680	61810
2022.7.15	53320	62065
2020.3.23	35350	41662
2015.11.23	33230	34272

数据来源：新世纪期货整理



数据来源：wind、中金公司

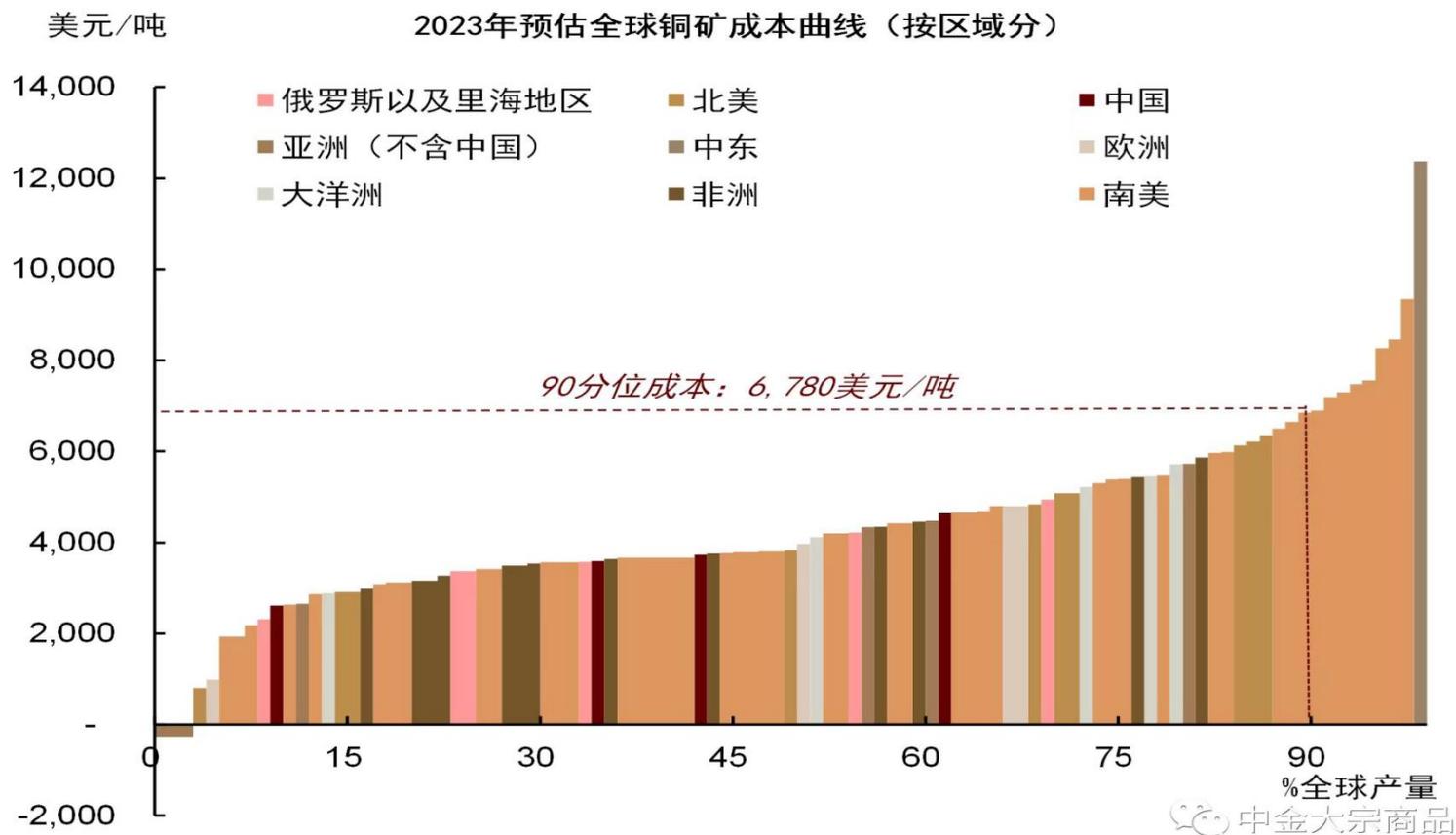


数据来源：wind、中金公司

全球不同地区铜矿成本曲线



2023年底，全球铜矿90分位成本大概在6780美元/吨，按7.14汇率换算成人民币计价成本48409元/吨，与2022年7月成本价位相近。从目前铜价看，铜矿企业利润较为可观。预计2024年，全球铜矿90分位成本上方的支撑力度依旧很强。



数据来源：wind、中金公司

2024年供给矿产端新增产量65万吨，远期供给趋于下滑



据开源证券预测，2023-2026年全球铜矿主要新增产量分别为71.7、65.2、56.6、35.9万吨，2024-2026年增量同比分别下滑9.1%、13.2%、36.6%，新增产量呈下行趋势。2024年主要包含8个放量项目，其中增量最大的矿山为洛阳铝业Tenke Fungurume，其次为Oyu Tolgoi地下矿。近期全球铜矿产量保持一定增长，远期新增产量下滑增速加快。

矿山	2023新增产量 (万吨)	矿山	2024新增产量 (万吨)	矿山	2025新增产量 (万吨)	矿山	2026新增产量 (万吨)
Quellaveco	22.8	Tenke Fungurume	15.0	Kamoa-Kakula	12.0	Collahuasi	7.0
Kamoa-Kakula	9.7	Oyu Tolgoi	11.3	Quebrada Blanca	9.0	Oyu Tolgoi地下矿	6.1
Quebrada Blanca Phase 2	9.0	PT Freeport Indonesia	7.2	Chuquicamata Underground	5.5	Las Bambas	6.0
Chuquicamata 地下矿	7.3	Mantoverde	6.1	Oyu Tolgoi	5.3	Chuquicamata 地下矿	5.5
Kisanfu SxEw	7.0	Escondida	6.1	Tenke Fungurume	5.0	Quebrada Blanca Phase 2	4.5
Oyu Tolgoi地下矿	4.7	Quebrada Blanca	6.0	Kinsevere-Nambulwa	5.0	Kamoa-Kakula	4.0
Los Pelambres	4.5	Chuquicamata Underground	5.5	Andina	4.5	Kansanshi	2.8
Escondida	3.8	Kamoa-Kakula	5.0	Kansanshi	3.9		
Salobo	3.0	Lonshi	3.0	Marcapunta	3.4		
				Las Bambas	3.0		
合计	71.7	合计	65.2	合计	56.6	合计	35.9

数据来源：wind、开源证券

2024年供给冶炼端部分产能扩张项目梳理



2024年供给冶炼端部分粗炼产能、精炼产能分别为81万吨、67万吨，整体上处于扩张态势。供应节奏上，需要注意炼厂检修、冬夏季电力供应偏紧等因素导致的产量阶段收缩影响。

企业	新增粗炼产能（万吨）	投产时间
金川集团	30	2024
南国铜业	30	2024
恒邦股份	10	2024
北方铜业	5	2024
赤峰铜业	6	2024
合计	81	2024

数据来源：SMM

企业	新增精炼产能（万吨）	投产时间
南国铜业	20	2024
五矿铜业	5	2024
华鼎铜业	7	2024
安徽友进	15	2024
楚雄滇中	20	2024
合计	67	2024

数据来源：SMM

需求端影响铜价长期趋势的重要因素：传统需求萎缩，未来新能源需求崛起将支撑铜终端需求基本盘



在碳达峰、碳中和背景下，传统火力发电企业正逐渐向新能源发电运营商转型，预计到2030年，新能源发电量占比达42%，2060年新能源发电量占比达80%。在发电结构转型过程中，电源侧、电网侧投资增速将会平稳增长。目前新能源汽车渗透率30%，未来渗透率还有提升空间。汽车电动化和智能化对锂、钴、镍、铜、铝等有色金属增量需求拉动值得重点关注。不仅在新能源汽车领域，在光伏、风电领域对铜增量需求拉动也较为明显。

在终端耗铜领域，主要关注新能源发电和新能源汽车产业链对铜需求边际增量拉动。对于房地产领域，需要以经济转型思维看待长周期里总量萎缩，中短周期里地产政策放松对房地产投资、开工、销售影响仅是预期上的边际改善，总量上的拉动空间有限。

新能源应用领域	2021年	2025年	2026年	新能源不同领域中铜需求复合增速
光伏领域中的连接器、电缆、逆变器。光伏领域单位耗铜量每兆瓦4吨。	全球光伏新增装机容量170GW，耗铜量69万吨	全球光伏新增装机容量286GW，耗铜量114.4万吨	126万吨	10.64%
风电领域中的电缆、发电机、变压器。风电领域单位耗铜量每兆瓦6吨。	全球风电新增装机容量40GW，耗铜量24万吨	全球风电新增装机容量112GW，耗铜量67.2万吨	105.5万吨	22.87%
新能源汽车中的电池、电机、充电桩。新能源汽车单位耗铜量每辆83千克。	全球新能源汽车销量625万辆，耗铜量51.88万吨	全球新能源汽车销量1800万辆，耗铜量149.4万吨	198.3万吨	23.56%
合计耗铜量	144.88万吨	331万吨	429.8万吨	17.97%

资料来源：中国光伏行业协会、国际铜业协会、全球风能理事会、EVTank、证券市场红周刊

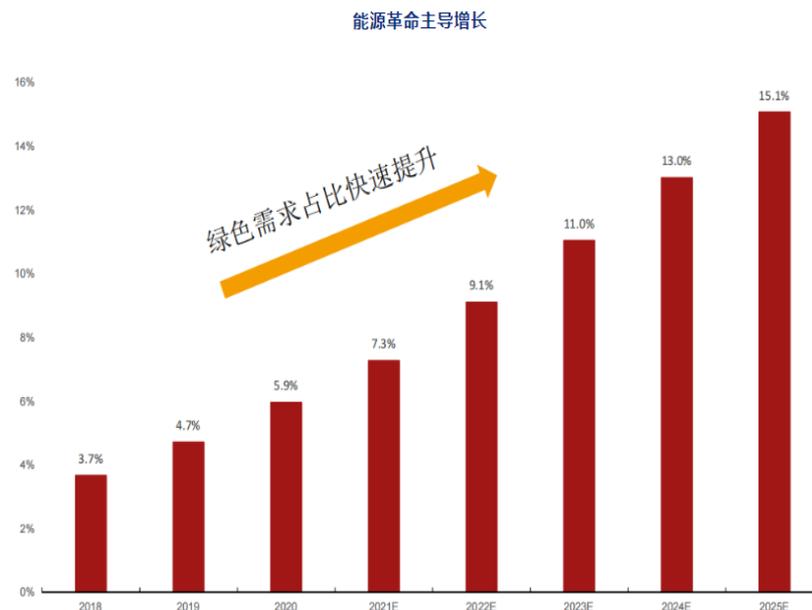
铜绿色需求占比稳步提升



据SMM数据显示，2023年，中国电力端耗铜量696万吨，家电耗铜量209万吨，交通运输耗铜量193万吨，建筑耗铜量121万吨，机械电子耗铜量127万吨，其他行业耗铜量163万吨，合计耗铜量1509万吨，较2022年增长3.6%。在新旧能源结构切换转型背景下，铜在新型电力（风光发电）、交通运输（新能源车）等领域用量需求稳步增加。未来3年，铜绿色需求占比将从目前10%提升至15%水平。

终端领域	2020年	2021年	2022年	2023年
电力耗铜	621	658	670	696
家电耗铜	201	214	207	209
交通运输耗铜	152	165	179	193
建筑耗铜	121	127	120	121
机械电子耗铜	121	129	126	127
其他耗铜	139	146	154	163
合计（万吨）	1355	1439	1456	1509

数据来源：SMM



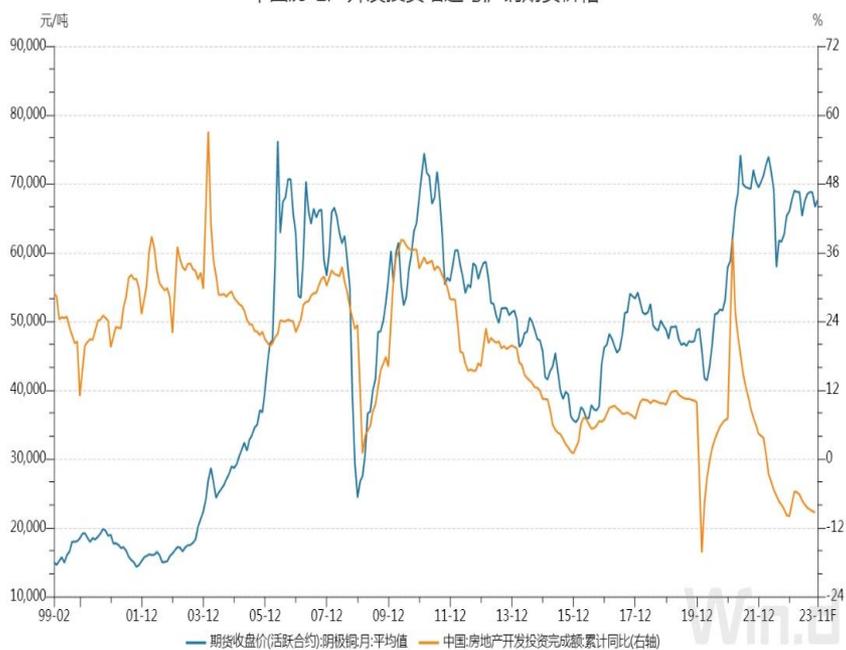
数据来源：楚江新材、券商研报

地产政策大力放松，但不改房地产长期下行趋势，地产领域对铜需求拉动边际减弱



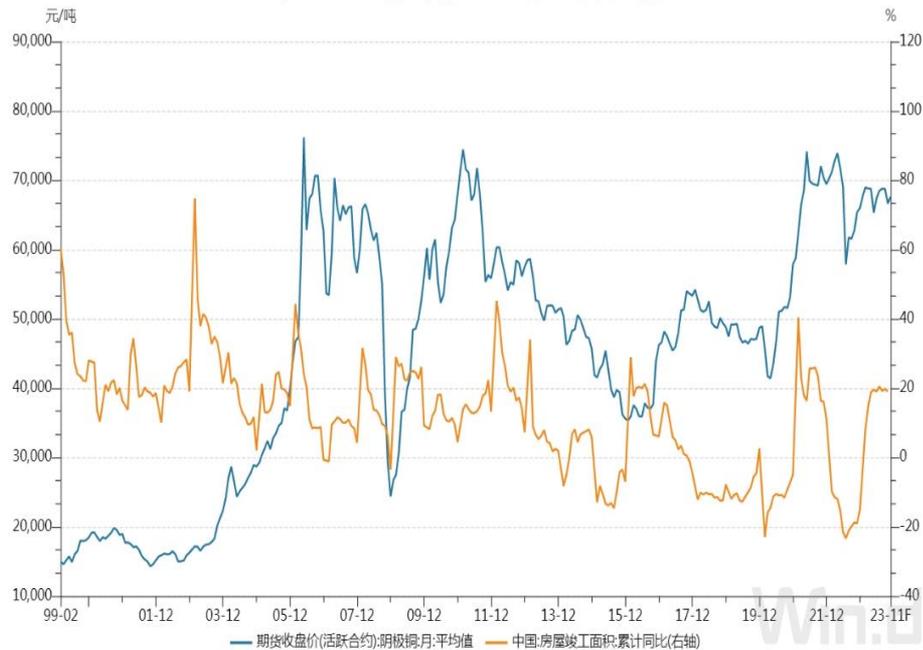
中国城镇化红利和人口红利减弱后，地产需求也跟随下台阶。据机构数据显示，未来长期中国房地产销售面积和销售额均衡点将分别降至10亿平方米/年、10万亿元/年。2023年，政策刺激地产竣工销售边际改善效果逐渐显现，增速跌幅趋于收窄，但新开工面积增速依旧下滑，房地产表现好坏参半。房地产开工指标持续走弱，一方面反映出房地产企业正处于供给出清，重塑市场竞争格局的过程中；另一方面，显示出房地产企业拿地投资谨慎，长期地产发展趋势已趋于下行。2023年，在保交楼政策助推下，房地产竣工面积增速快速回升，增速接近20%水平。2024年房地产竣工面积增速或出现冲高回落态势，需要警惕此环节回落对铜价偏负面影响。

中国房地产开发投资增速与沪铜期货价格



数据来源: wind

中国房地产竣工面积增速与沪铜期货价格



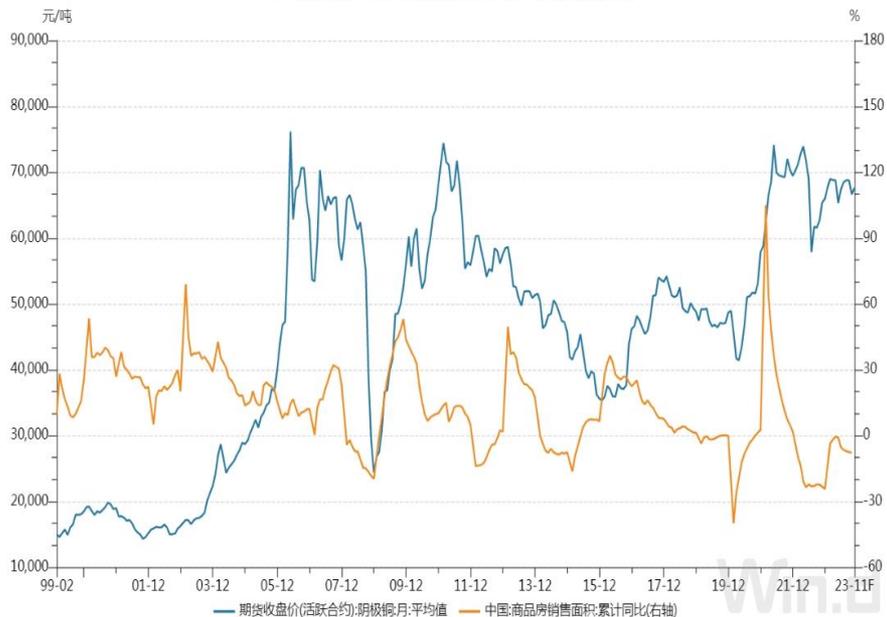
数据来源: wind

2024年地产销售增速或低位徘徊，基建投资增速或保持中高位



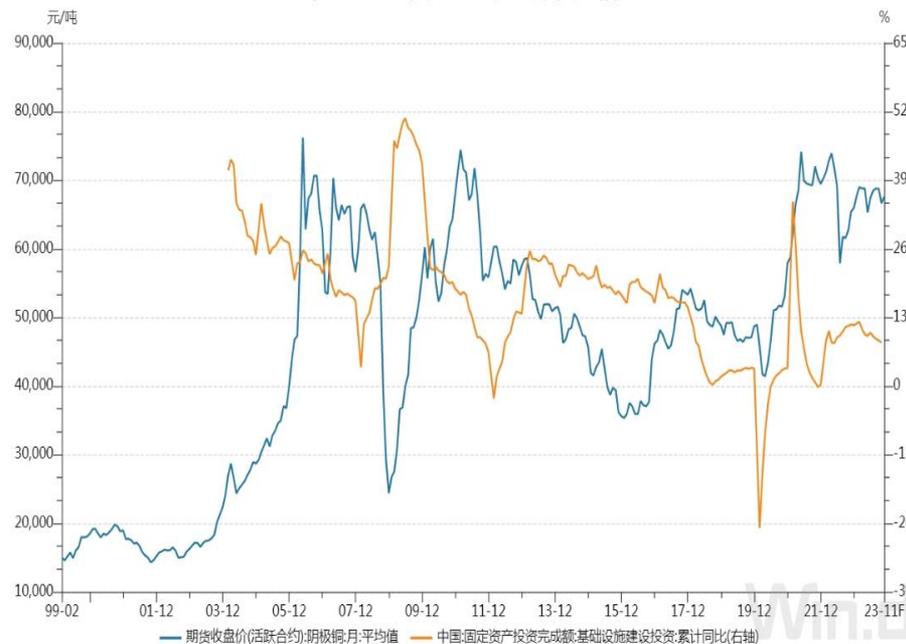
2024年，地产销售大力度回暖可能性不大，该环节对铜偏正面影响有限。基建投资在中央政府万亿国债刺激下，有望保持中高增速，对铜价影响较为正面。

中国房地产销售面积增速与沪铜期货价格



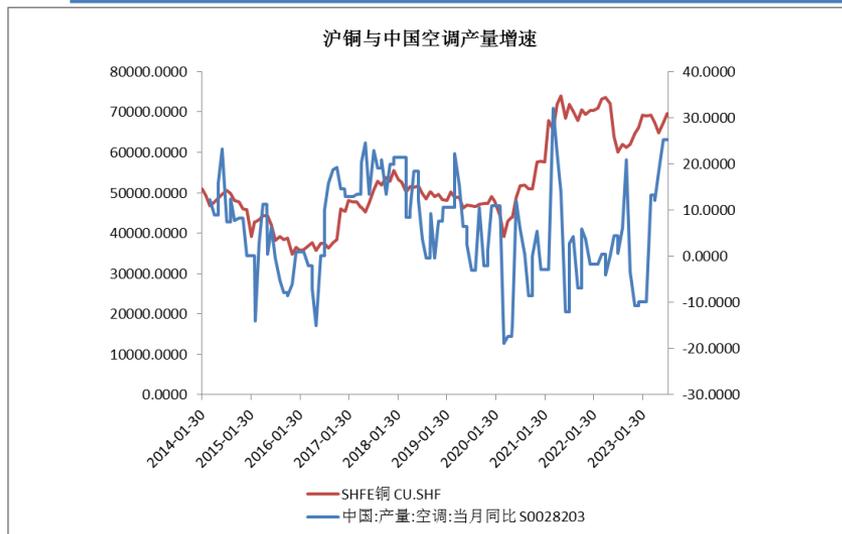
数据来源: wind

中国基建投资增速与沪铜期货价格

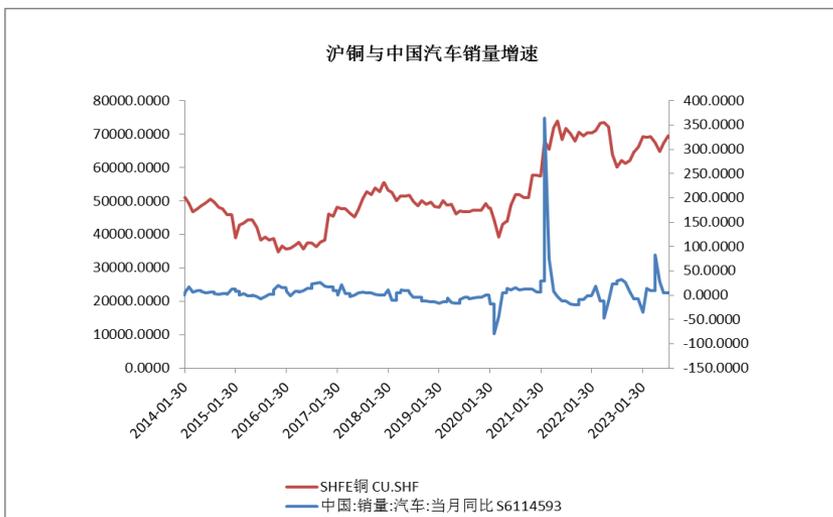


数据来源: wind

中观产业—终端细分需求增速对铜价影响



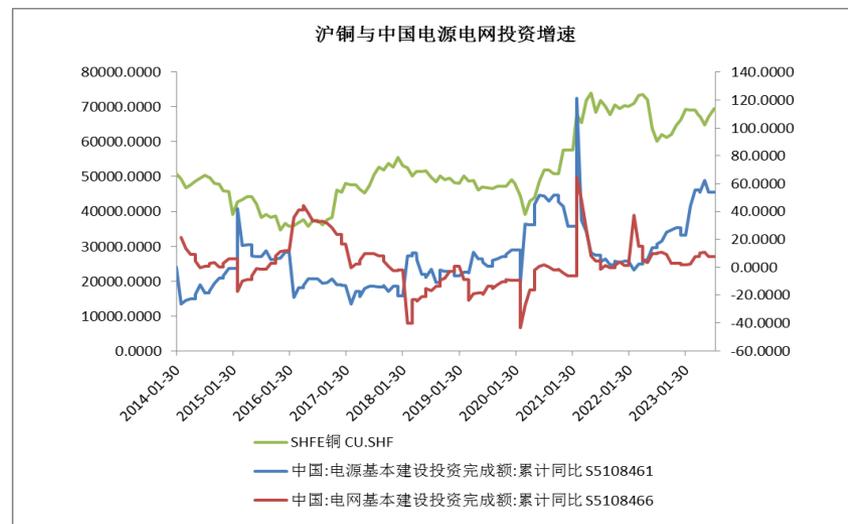
数据来源: wind



数据来源: wind

鉴于铜终端需求主要集中在电力、汽车、空调等领域，通过对需求领域增速与铜价走势关系分析，终端需求变化对铜价影响很显著。

2024年，空调产销量增速主要还是看地产销售情况，预计铜需求拉动起色不大。新能源车、电网投资领域对铜增量需求影响偏正面。



数据来源: wind

2024年铜供需偏宽松，2025-2026年转为供需偏紧



据机构数据显示，2023-2024年铜供应增速维持在4%左右，预计2025年开始下降至2%左右，供需缺口逐渐显现，届时供应端偏紧对铜价支持力度更强。

全球铜供需平衡

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
全球铜矿产量 (万吨)	2120	2200	2276	2373	2430	2466
全球精炼铜产量 (万吨)	2415	2500	2587	2697	2761	2802
全球精炼铜产量yoy	0.0%	3.5%	3.5%	4.3%	2.4%	1.5%
全球精炼铜需求量 (万吨)	3020	3013	3134	3252	3350	3447
全球精炼铜需求量yoy	5.0%	-0.2%	4.0%	3.8%	3.0%	2.9%
全球再生铜供应量 (万吨)	574	573	564	585	603	620
全球精炼铜供应量 (万吨)	2990	3072	3151	3282	3364	3422
全球精炼铜供应量yoy	-1.0%	2.8%	2.5%	4.2%	2.5%	1.7%
供需缺口 (万吨)	(31.19)	59.18	16.77	30.28	13.94	(24.64)
缺口比例	(-1.3%)	2.4%	0.6%	1.1%	0.5%	(-0.9%)

数据来源：SMM、wind、开源证券

➤ 宏观

国内经济触底+美元流动性转向宽松拐点，利多铜价

➤ 中观

供给有增长，需求有亮点，供需偏宽松，偏空铜价

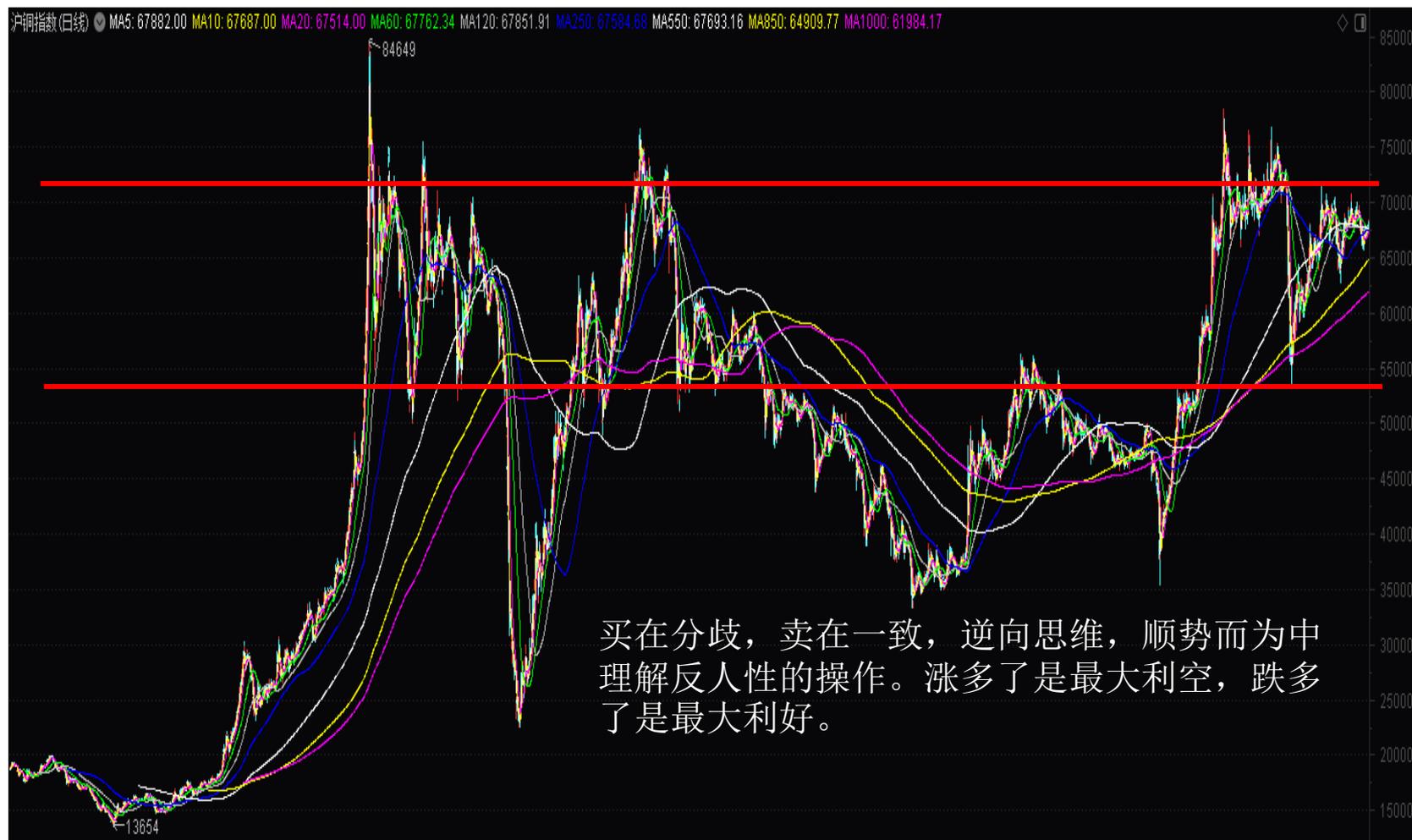
➤ 交易

上有顶，下有底，延续区间运行

国内政策发力，外部环境扰动仍存，铜价延续区间运行



2024年，在宏观预期与产业现实博弈，市场情绪的多空交织下，铜价或延续60000-70000元/吨宽幅区间运行，铜价靠近箱底时偏多，铜价接近箱顶时偏空。



总结：宏观与产业多空交织，铜价上有顶，下有底



宏观面：2024年，外部环境改善主要在于美国通胀回落，美元利率见顶回落，美元流动性边际放松，对铜价影响偏正面。内部环境改善主要在于中央政府开始加杠杆，托底稳经济。不确定性在于国内经济复苏进程较为曲折，需求偏弱的改善程度。

产业面：2024年铜矿产量增速保持增长态势，传导至冶炼端产量增加，供给端继续增长，收缩迹象不明显。需求端基建表现或好于地产，亮点主要集中在新能源电网电力投资和新能源汽车产业链。

长期铜价趋势：沪铜价格在全球铜矿90%分位线成本端上方50000-55000元/吨区间，获得支撑力度较强。长期能源转型与碳中和背景下，铜矿供给增速小于需求放缓增速，供给收缩力度决定铜价弹性空间，底部区间稳步抬升。

2024年影响铜价的宏观变量：中国经济触底+海外美元流动性转向宽松（利多）；宏观政策利好持续发力，提振信心（利多）；欧美经济浅衰退导致中国外需出口下降（利空）；地缘政局军事博弈影响风险偏好（利空）。

2024年影响铜价的中观变量：铜矿产量增长传导至冶炼端供应增加（利空）；终端需求电力电网投资增速平稳（利多）；基建增速平稳回升（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产投资、竣工、销售不及预期（利空）。

交易面：铜价在宏观与产业的多空交织下，继续维持60000-70000元/吨宽幅区间震荡，关注箱底60000-63000元/吨支撑，箱顶68000-70000元/吨附近压力。

免责声明



1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

地址：杭州市下城区万寿亭13号

邮编：310003

电话：0571-85167251

网址：<http://www.zjncf.com.cn>