



2023年2月5日

降息预期推迟，铜价高位震荡

核心观点及策略

- 宏观方面，美联储为年内降息敞开大门，当前美国经济增速和就业市场极富韧性，美联储并不急于采取行动，令市场风险偏好有所回落，而欧元区面临衰退政策立场边际转鸽；央行降准降息超预期兑现，叠加楼市政策持续松绑，国内宏观强预期和经济基础的弱现实还将继续博弈。
- 基本面来看，国内产量维持高位，进口量保持平稳，供应格局趋稳。需求端，传统行业淡季消费回落，新兴产业用铜边际下滑，预计2月供需双弱格局将延续。库存结构来看，国内进入慢累库周期，对铜价的支撑力度稍有减弱。
- 整体来看，在美国经济软着陆预期不断升温的背景下，美联储并不急于短期内开启降息周期；国内宏观预期不断修复，强预期和弱现实还在延续博弈，与此同时，矿端供应前景趋紧仍是中期价格支撑因素，叠加国内整体累库速率偏慢，整体预计铜价将维持高位震荡的格局。
- 预计1月份铜价将高位震荡运行，沪铜主要波动区间在67000-70000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在8300-8700美元/吨之间。
- 风险点：欧美经济衰退超预期，海外央行提前降息。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

目录

一、2024年1月铜行情回顾	4
二、宏观经济分析	5
1、美联储为降息敞开大门，欧央行立场边际转鸽.....	5
2、美国软着陆预期升温，欧元区陷入衰退边缘.....	6
3、降准降息超预期兑现，宏观预期边际不断修复.....	6
三、基本面分析	8
1、矿端干扰并未平息，现货 TC 大幅下滑.....	8
2、国内精铜产量维持高位.....	9
3、1月进口量仍将环比回升.....	12
4、国内进入慢累库周期，海外库存高位回落.....	13
5、传统行业淡季消费回落，新兴产业增速边际下滑.....	15
四、行情展望	17

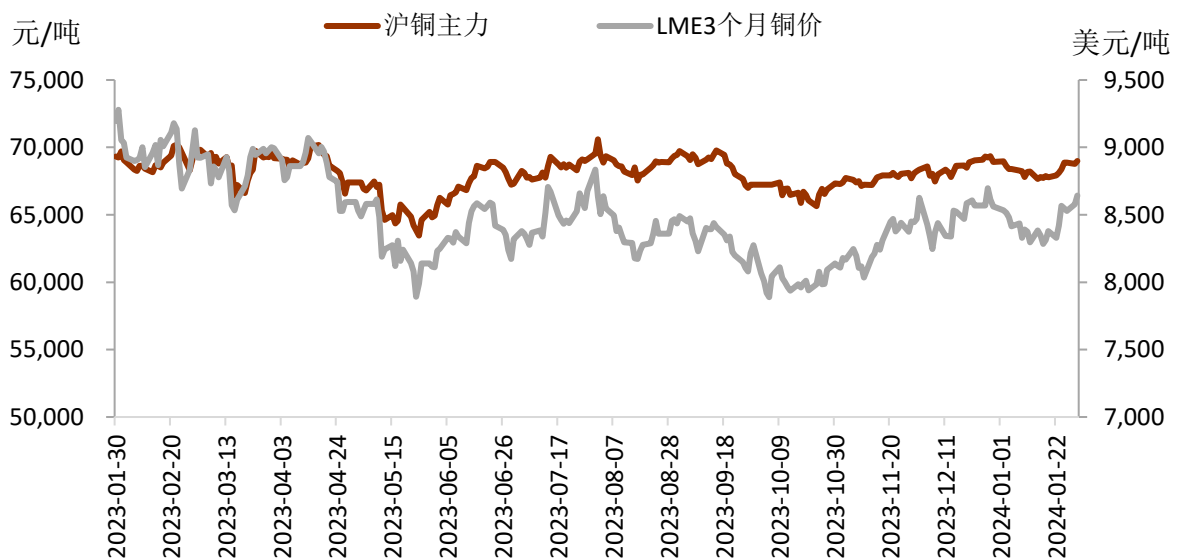
图表目录

图表 1 铜期货价格走势.....	4
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	5
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	7
图表 4 美欧制造业 PMI.....	7
图表 5 中国 GDP 增速.....	8
图表 6 中国 PMI 指数.....	8
图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	10
图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化.....	10
图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	10
图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势.....	11
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	11
图表 12 中国铜材产量及增速变化.....	11
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	11
图表 14 中国精炼铜产量变化.....	11
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化.....	11
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化.....	12
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化.....	12
图表 18 中国废铜进口单月变化.....	13
图表 19 中国废铜进口累计变化.....	13
图表 20 全球显性库存变化.....	14
图表 21 LME 铜库存.....	14
图表 22 SHFE 和保税区库存走势.....	14
图表 23 电源投资完成额变化.....	17
图表 24 电网投资完成额变化.....	17
图表 25 房地产开发投资增速变化.....	17
图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化.....	17
图表 27 空调产量增速变化.....	18
图表 28 家用空调库存变化.....	18
图表 29 汽车产量变化.....	18
图表 30 新能源汽车产量及销量变化.....	18

一、2024年1月铜行情回顾

2024年1月，铜价整体震荡向上运行。一方面，美国当前即实现了稳定的经济增长，又实现了通胀的超预期降温，软着陆预期的不断升温令市场重燃对上半年提前降息的期望；另一方面，央行降准降息超预期兑现，中央发文扩大资金入市规模，极力维稳市场信心；基本面的来看，国内产量环比回落，进口货源充裕，而终端需求季节性回落，年初国内累库进程缓慢，现货升水重心下移，整体结构已充分显现淡季的供需双弱格局。截至1月底，伦铜报收于8562美元/吨，月度涨幅1.1%；沪铜报收于68920元/吨，月度涨幅逾1%。1月人民币兑美元汇率整体偏强震荡主因美元大幅下挫，沪伦比下滑至8.09一线，近期表现为内弱外强格局。

图表1 铜期货价格走势

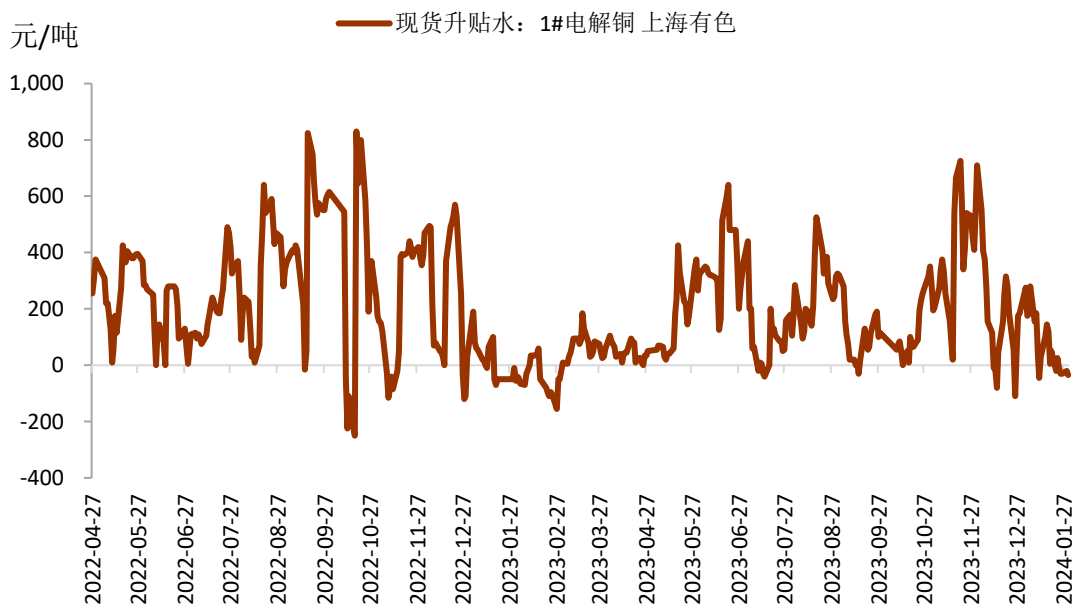


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

1月以来，国内精铜步入季节性消费淡季，电网投资工程建设已基本完工，北方多数房地产工地提前停工拖累竣工增速，新能源汽车产销规模环比收缩，风光行业发电端用铜增速下滑。初端加工来看，精铜制杆企业受电网发电等行业订单需求回落的拖累，开工率迅速降至7成以下；而铜管和铜棒企业则因白色家电、建筑建材和机械制造等传统制造业淡季消费的趋弱，开工率均低于往年同期，而铜箔企业则因产能扩张及年初新能源汽车销售增速回落，平均开工率已降至5成以下，铜板带企业则因终端电气行业的变压器、冲压件和电力金具等订单降温，开工率小幅走弱，整体终端消费淡季下行的压力逐步显现。而国内库存维持缓慢回升的格局，一方面1月产量预计环比回落，进口货源到港量减退，供应端对显性库存仅起到缓慢推动的作用，整体国内库存基数仍然偏低，月中升贴水一度升至135元

/吨的高位，1月中下旬随后进口货源的集中到港以及部分下游加工企业选择陆续停工减产，消费的持续疲弱又令升贴水跌至-35元/吨，整体重心环比去年12月持续下移；1月以来，近月与次月的BACK结构收窄并转入C结构，主因国内淡季累库预期较强，供应逐步回升；预计2月国内终端用铜消费因春节因素将回落，现货升贴水将在供需双弱的格局下维持低位震荡。

图表2 上海现货铜升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、美联储为降息敞开大门，欧央行立场边际转鸽

1月美联储议息会议如期按兵不动，但在政策声明中删除了仍有可能加息的措辞，进一步为年内降息敞开大门，鲍威尔称大多数委员会成员都支持适当降息，目前通胀已经放缓，利率水平可能已达到峰值，具体的降息时间将于委员会对通胀持续回归的信心时点密切相关，美联储对降息保持开放态度但并不急于行动，今年3月不太可能降息，未来仍将在经济增长和控制通胀间找到政策平衡点。鲍威尔认为，美联储过早开启降息可能会导致通胀进程逆转，而过晚降低政策利率可能会过度削弱经济，如果经济按照预期的方向发展，美联储将于今年某个合适的时间点启动降息。此外，美联储计划于今年3月会议讨论放缓或最终停止缩减资产负债表的规模，从而缓解短期货币市场流动性的结构性趋紧问题。随着非农数据的超预期激增，美国经济的稳健表现也在打压超前交易降息的预期，当前市场对首次降息的预期时点从3月延期到了5月，而高盛仍预计2024年美联储将降息5次。

欧央行连续第三次维持三大关键利率不变，但货币政策的立场边际有所转鸽，拉加德仍然表态对降息的讨论还为时过早，但对通胀取得的进展表示认可，认为需要进一步观察欧元区的薪资增速、核心通胀水平以及欧洲经济的回升动能，来作为货币政策立场转变的考量因素。由于短期红海冲突持续冲击全球商品供应链和贸易环境，欧央行正密切关注货运成本上升对通胀的负面影响，从中期来看，欧洲经济增速的放缓，全球能源冲击的消退以及高利率环境下的流动性制约都将令欧元区通胀中枢持续下移，而欧洲经济去年四季度陷入停滞也将令欧央行难以长期维持限制性的利率政策，我们预计欧元区或将在二季度末左右适当开启降息。

2、美国软着陆预期升温，欧元区陷入衰退边缘

标普最新数据显示，美国1月Markit制造业PMI意外扩张至50.3，创1年半以来新高，其中新订单指数连续三个月回升，企业报告经济增长显著回升，而通胀压力却明显降温，1月服务业PMI初值录得52.9，同样表现亮眼，服务业价格已基本回归疫情前水平，消费者对未来潜在通胀预期的回落持乐观态度，而红海危机的蔓延令制造业的供应延迟加剧，企业产成品库存再次走高。美国就业市场表现十分强劲，非农人数超预期激增同时失业率保持3.7%的低位，职位空缺人数升至三个月新高，整体显示美国经济增长强劲的同时，通胀也在符合预期地持续性回落，实现双重目标的美国经济软着陆正不断从预期走向现实。

欧元区1月制造业PMI超预期反弹至46.6，创九个月新高，但仍位于荣枯线下方，其中新订单指数收缩程度明显放缓，工业企业对今年经济前景转为乐观，制造业下滑趋势或明显减弱；欧元区1月服务业PMI回升至53.8，小幅超出预期，商业活动降幅为近半年以来新低并出现相对积极的信号，而服务业的成本也在加速上升，产出价格指数升至54.2，显示通胀压力仍处于较高水平。欧元区去年四季度GDP季环比初值0%，虽然经济增长陷入停滞，但侥幸躲过了技术性衰退，但火车头之一的德国四季度GDP增速为-0.4%，虽然其三季度增速上修至0%，但已落入轻度衰退的区间，建筑业和机械设备的固定资本总额下降；而法国的处境同样不容乐观，在高利率背景下制造业和服务业均以较快的速度下滑，德法经济或将在一季度处于停滞和衰退的中间地带，处于衰退边缘的欧元区或将难以长期持续维持性的货币政策立场。

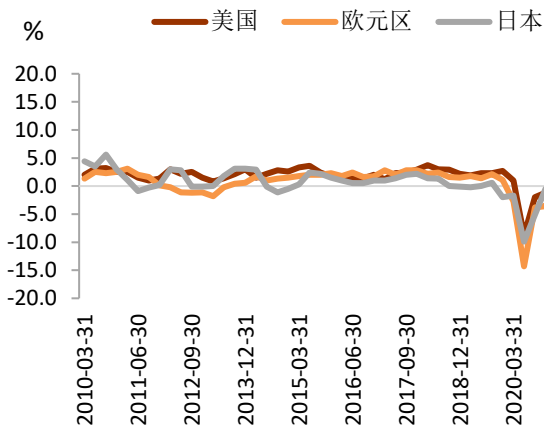
3、降准降息超预期兑现，宏观预期边际不断修复

央行1月降准降息超预期落地，其中宣布下调存款准备金率0.5%，预计向市场投放流动性约1万亿元，下调支农支小再贷款再贴现利率0.25%，推动社会综合融资成本重心的下降，也能够有效地配合去年年底的降息政策缓解银行端的净息差压力，为金融业加大扶持实体经济部门提供了良好的货币环境支撑。由于1月初MLF的超额平价续作和长短期的LRP利率均未调整，前期略微打压市场对政策宽松的乐观预期，导致本轮50BP的降准幅度大超

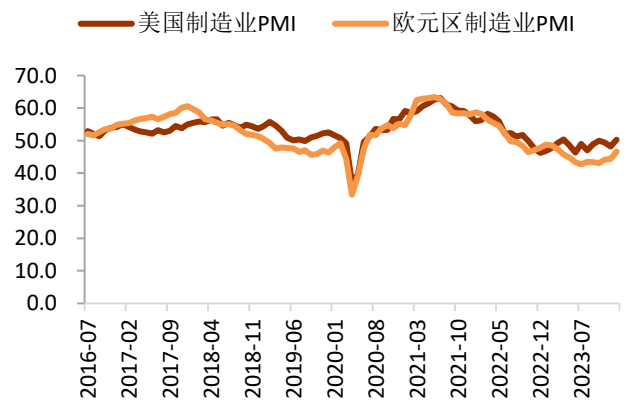
市场预期，我们认为一方面春节期间金融机构往往需要充足的流动性空间，季节性的融资规模将同步扩大，另一方面，市场正在传递出宏观层面积极调控的信号，并有效落实中央金融和经济工作会议的精神要求。此外，国常会强调要加大中长期的资金入市力度，极力维稳市场和活跃投资者信心，促进资本市场健康平稳发展。楼市方面，继广州放开限购政策以后，上海、苏州等特大城市也不同程度地相继放开楼市限购，本轮政策效应或将在春节以后逐步显现，整体楼市维稳政策仍在持续加码。

数据方面，1月官方制造业PMI为49.2，新订单指数略有回升，大型企业PMI回升至50.4，制造业景气度边际改善。中国去年第四季度GDP同比增长5.2%，去年全年GDP增速为5.2%，工业增加值同比增长4.6%，社零总额同比增长7.2%，固定资产投资同比增速3%，出口总额同比微增0.2%，CPI全年同比涨幅+0.2%。居民可支配收入同比增长6.3%，在外部环境严峻复杂，国内经济转型的关键时期，以及后疫情时代总需求下滑的压力，仍然基本完成总体经济工作目标，随着国内宏观调控的层次的不断深化，宽松的货币政策路径配合新一轮PSL投向“三大工程”领域的规模效益，以及中央极力维稳市场的意图和决心，在整体经济运行较为平稳的基础上，政策端的协同联动效应将继续推动国内宏观预期的持续修复，拉动市场风险偏好继续回升。

图表3 发达国家GDP增速

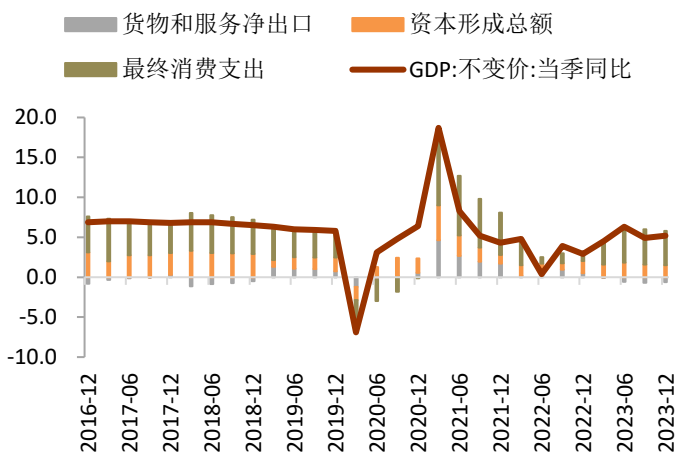


图表4 美欧制造业PMI

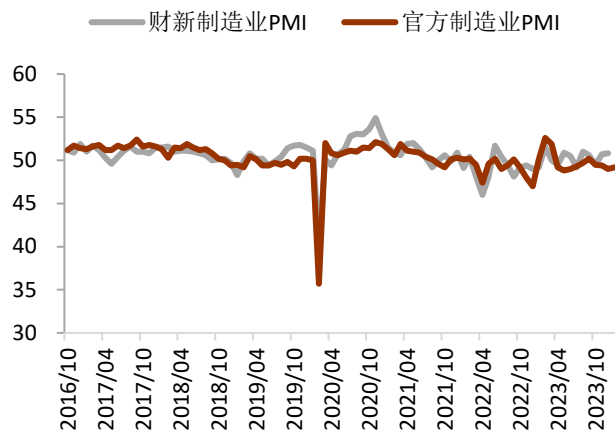


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

1、矿端干扰并未平息，现货 TC 大幅下滑

1 月进口铜精矿现货加工费 TC 指数大幅回落，月底最低跌至 27.9 美元/吨，主因巴拿马铜矿供应突发中断，复产时间暂不明确，或将在新一轮总统选举以后恢复运营合同谈判，与此同时英美资源下调了 20 万吨的产量预期，将直接导致今年全球铜精矿的供应增速预期大幅回落至 2.7%，而国内冶炼厂的产能扩张速度较快，且 1 月国内精矿需求并未出现较大的季节性回落，导致市场一度出现恐慌性的集中采购的需求。

去年 11 月，巴拿马贸易和工业部已终止第一量子旗下的巴拿马铜矿的所有业务，此前当地爆发了反对该矿运营的抗议活动，目前该项目的重启时间未定，由于巴拿马新一届总统大选将于今年 5 月落下帷幕，而该矿的恢复运营合同谈判大概率要在新政府上任以后进行，这将导致这座年产逾 30 万吨，约占全球铜精矿供应总量 1.5% 的大型矿山将关闭长达半年之久，将对 2024 年矿端供应产生直接影响，而从地缘政治环境来看，该国频繁调整矿业政策将导致矿业投资环境日益恶化，将影响海外矿企投资开发的积极性，我们乐观预计巴拿马铜矿将于今年年中复产，将会拖累全球矿端供应增速从原先的 3.6% 下滑至 2.7%。

安托法加斯塔发布季报显示，2023 年第四季度铜产量为 19.2 万吨，环比增加 10.3%，同比下降 2.1%，2023 年总产量达 66.1 万吨，同比增长 2.2%。其中 Los Pelambres 四季度铜产量达 9.1 万吨，环比增长 11.8%，主因一起扩建项目带来的吞吐率提高，以及海水淡化厂的成功运行导致供水量的不断增加，而第四条选矿生产线的试运行阶段也已接近尾声，将进一步提高矿石的加工能力。旗下位于智利的 Centinela 铜矿四季度产量 6.9 万吨，环比增加 7.8%，主因吞吐率、矿品位和矿石回收率的小幅提高。2024 年安托法加斯塔铜指导产量为 67-71 万吨。

BHP(必和必拓)发布季报称,其去年第四季度产量为 43.74 万吨,同比增加 3%,环比减少 4%,2023 年全球铜产量累计为 177.7 万吨,同比增长 6.6%。旗下位于智利的全球最大铜矿 Escondida 四季度铜产量达 25.46 万吨,环比下降 7%,主因矿龄老化拖累原矿品位下滑,该公司预计 2024 年原矿品位将进一步下滑至 0.85%-0.9%。旗下 Pampa Norte 四季度铜产量为 5.98 万吨,环比下降 24%,主因精矿创纪录的增量被阴极的减量所抵消,以及 Spence 尾矿储存设施发生异常,目前已批准增加 5.7 亿美元用于修复该储存设施,并已于去年 12 月进入临时维护阶段。旗下 2023 年第四季度 Olympic Dam、Prominent Hill 和 Carrapateena 铜产量为 8.2 万吨,同比增加 51%,环比增加 14%。主因南澳大利亚资产的成功整合带来了强劲的潜在运营业绩,包括 Carrapateena 季度铜产量创纪录,而 Carrapateena 的 Crusher 2 仍有望在 24 财年第三季度上线,并在 24 财年第四季度加速。整个资产的勘探钻井方面也取得了持续成功,迄今为止,在已知的 Olympic Dam 矿体下进行的钻探证实了矿化连续性,原矿品位已均超过 1%。2024 财年 BHP 维持指导产量 172-191 万吨不变。

MMG(五矿资源)公布财报称,其第四季度铜综合产量达 9.1 万吨,环比减少 2.8%,同比增长 6.4%。2023 年 MMG 累计铜产量达 34.7 万吨,同比增长 14%。旗下位于秘鲁的 Las Bambas 铜矿四季度铜产量 8.1 万吨,同比增长 10.6%,主因与去年同期相比,产量增加的原因是矿石研磨吞吐量增加了 1380 万吨、回收率提高至 88.2%以及原矿品位的提高至 0.67%,此外今年该项目开采运营基本没有中断,第三台球磨机的运营也促进了产量增长。

智利铜业委员会发布 2024 年铜市场报告预测,未来几年铜价将持续小幅上涨,2024 年铜价将达 3.85 美元/磅,2025 年将上涨至 3.9 美元/磅。2023 年,智利铜产量约为 533 万吨,同比下降 0.5%,已连续四年下降。预计 2024 年将有所回升,智利铜产量或达 564 万吨,实现同比增长 5.7%。报告指出,美国货币政策常态化、绿色能源发展、电动汽车销量生产双增长、全球范围内精炼铜库存保持低水平等宏观经济因素将推动未来一段时间内铜价上涨,地缘政治风险上升或许短期内会抑制铜价上升,但长期看铜需求量不会受影响。

2、国内精铜产量维持高位

根据 ICSG(国际铜研究小组)最新报告显示,2023 年 11 月全球精炼铜产量为 226 万吨,消费量为 238 万吨,供应短缺 11.9 万吨,去年 1-11 月全球精铜累计产量达 2468 万吨,消费量为 2471.7 万吨,供应短缺 3.7 万吨。

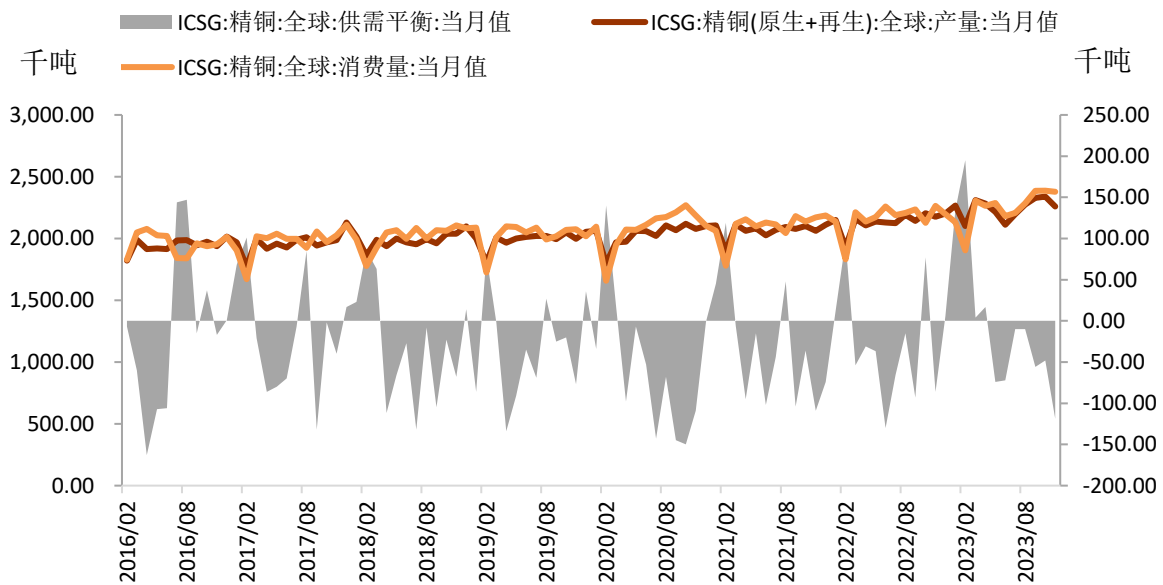
SMM 数据显示,12 月我国精铜产量达 99.94 万吨,同比增长 14.9%,环比增长 4%,小幅低于预期的 100.4 万吨。12 月份,国内冶炼厂产能利用率环比上升至 85.1%,而 1 月份冶炼端面临部分停检干扰,主要来自于 1 月西南铜业的电铜被搬迁需要已全面停产;去年 10 月投产的中条山有色因为寒潮天气间歇性的停产,产量始终不及预期;而张家港联合铜业技术改造导致产能利用率的下降;或将导致年初的精铜产量快速下滑。

从国内新扩建项目进度来看,西南铜业搬迁过后,精炼端的新产能将于 5 月份投产,

粗炼端将于 8-9 月份投产，预计今年整体减产 15 万吨左右，而富邦铜业也将于今年 3 月底计划停产升级技术改造，预计将于第三季度复产，计划将总产能从原先的 5.5 万吨扩张至 10 万吨；此外，西北某冶炼厂新线制酸系统出现故障，已进入停炉保温状态，预计将影响先有产能 20 万吨。整体来看，今年二季度国内炼厂将迎来集中的检修潮，届时精铜供应将会逐步趋紧。

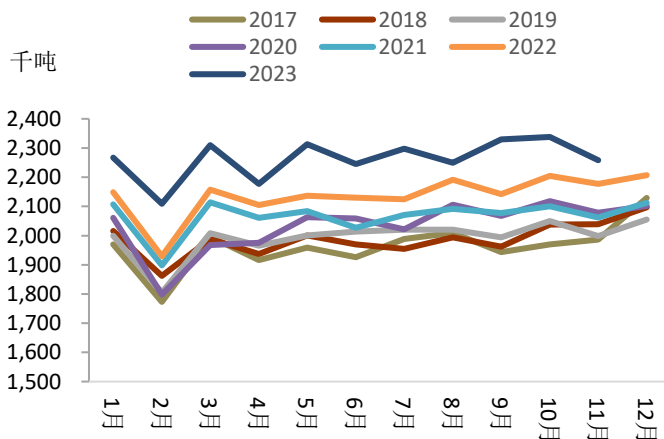
整体来看，年初精铜产量将随着春节假期的临近而逐步回落，二季度国内将迎来炼厂的集中检修潮，预计 1 月国内精铜产量将下降至 95 万吨附近。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

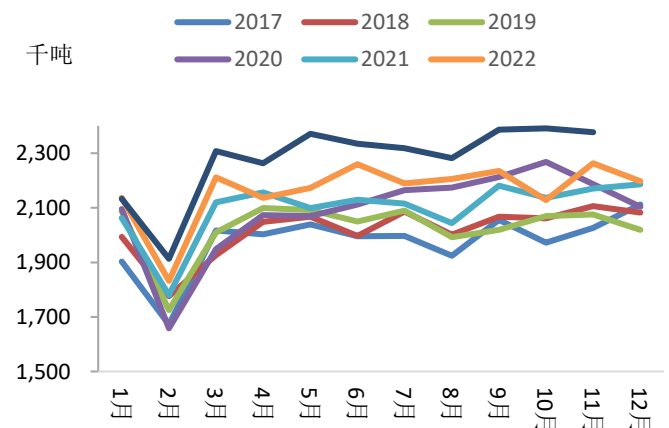


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化



图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

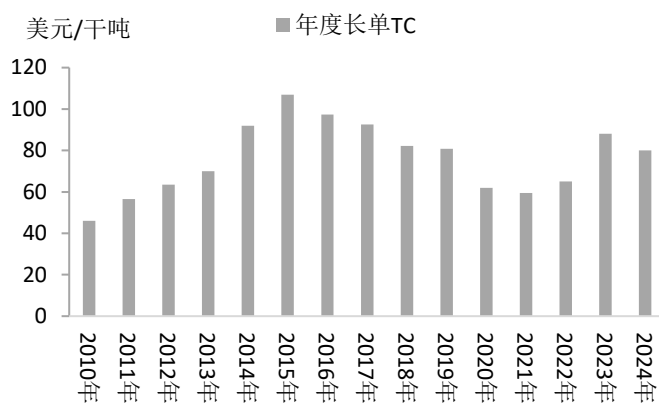


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

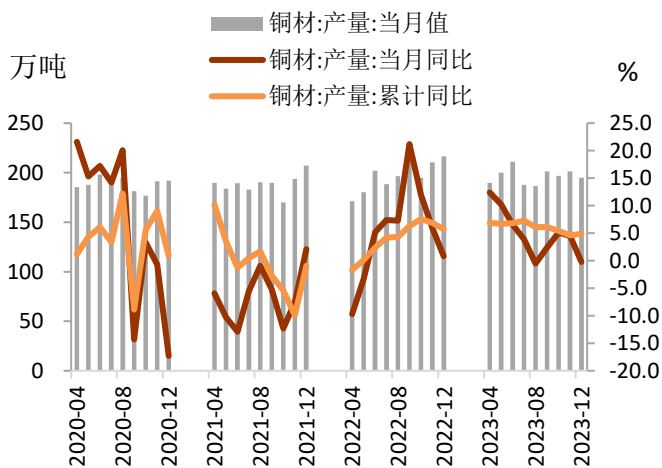


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

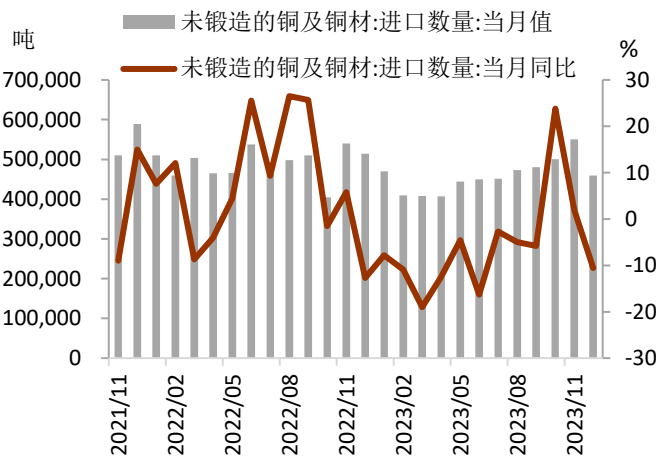


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

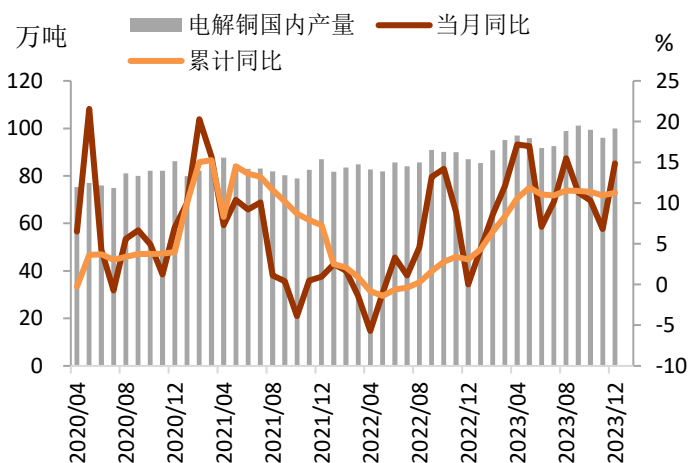


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

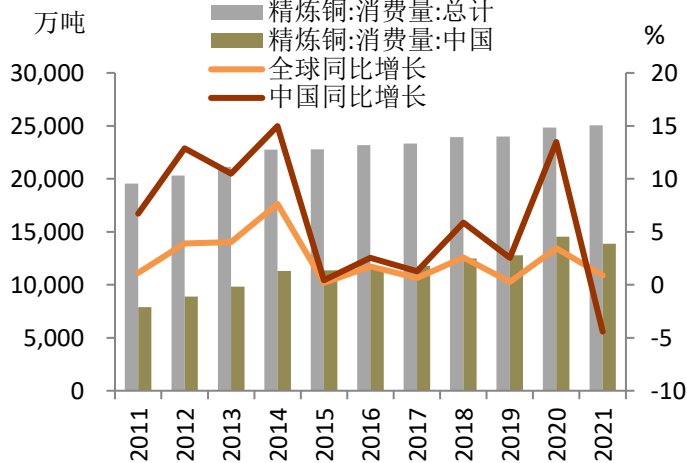


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化



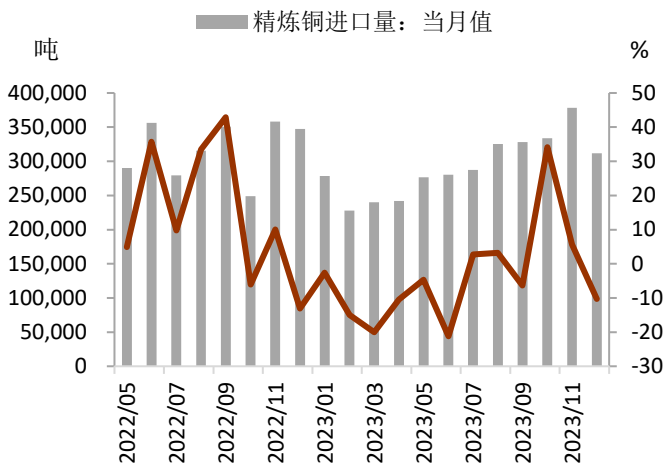
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化



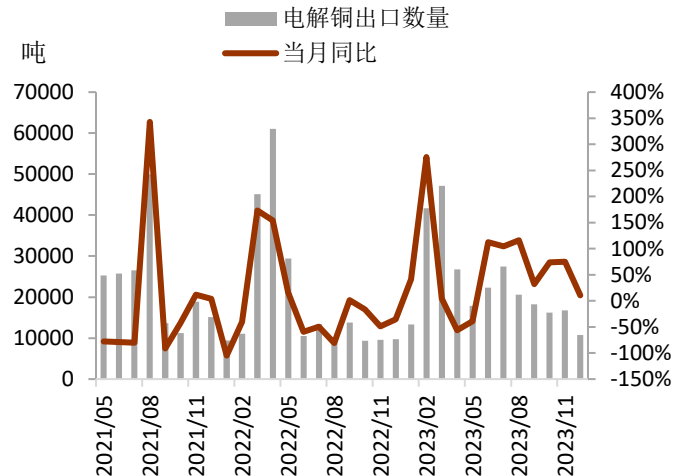
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化



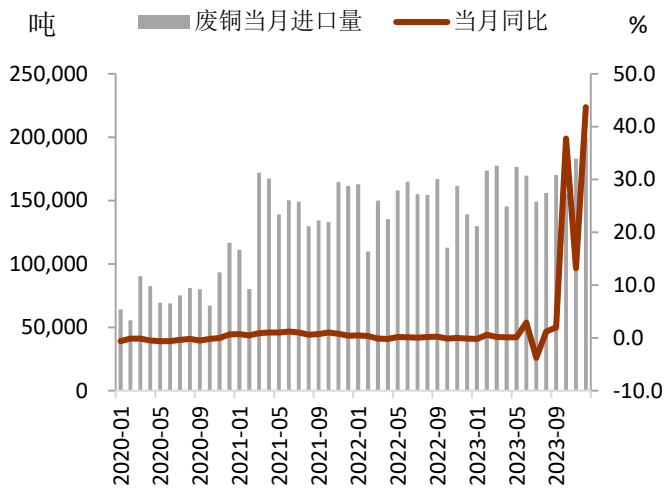
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

3、1 月进口量仍将环比回升

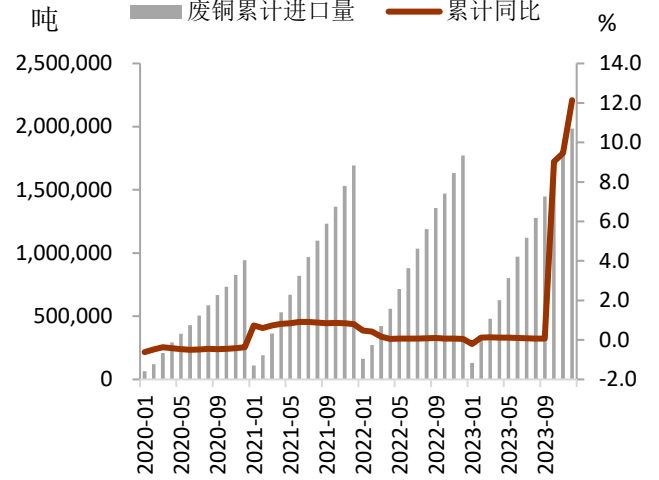
根据海关数据,我国 12 月我国未锻造铜及铜材进口量达 45.9 万吨,同比下降 10.6%;铜矿砂及精矿进口量为 248.1 万吨,同比大增 17.9%;12 月精炼铜进口量回落至 31.1 万吨,同比下降 10.3%,2023 年全年累计进口量已达 351 万吨,累计同比降幅为-4.4%,四季度以来的进口增量兑现对去年下半年精铜供应形成了有效的支撑。

进入 12 月以后,国内终端消费稳步回落,初端加工开工率整体均在缓慢地重心下移,12 月进口量随之明显走弱,主因红海危机打乱了全球贸易和航运体系的正常运作,持续对全球供应链形成冲击,使多艘发往国内进口海运船只出现延误,此外,去年非洲刚果金和塞尔维亚铜等地区矿冶一体项目的集中投产,洛阳钼业旗下的两大湿法混合项目均有阶段性的隐性库存积压,多数货源选择发往国内。整体 12 月进口亏损程度较小,部分进口企业会选择在盈亏平衡点附近锁定进口价差,且多数货源到港后并未进入交割品仓库和保税库而选择直接发往终端下游,因此对国内显性库存的拉动效果非常有限。12 月现货进口亏损运行区间在-600 至 100 元/吨之间,剔除人民币汇率的因素以后,伦铜跌幅较沪铜而言相对更小,沪伦比值重心下滑一度降至 8.05 附近,导致进口窗口亏损概率增加,主因两地市场库存结构的分化,国内进入缓慢的累库周期,而伦铜则保持高位持续回落。预计 1 月进口窗口仍将维持高位,因全球航运延误的船期将会集中到港,单月进口量或将回升至 35 万吨以上。12 月我国废铜进口量达 19.9 万吨,同比增长 43.7%,主要来源仍是美国、日本及东南亚地区,预计今年 1 月废铜进口量仍将保持平稳。

图表 18 中国废铜进口单月变化



图表 19 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、国内进入慢累库周期，海外库存高位回落

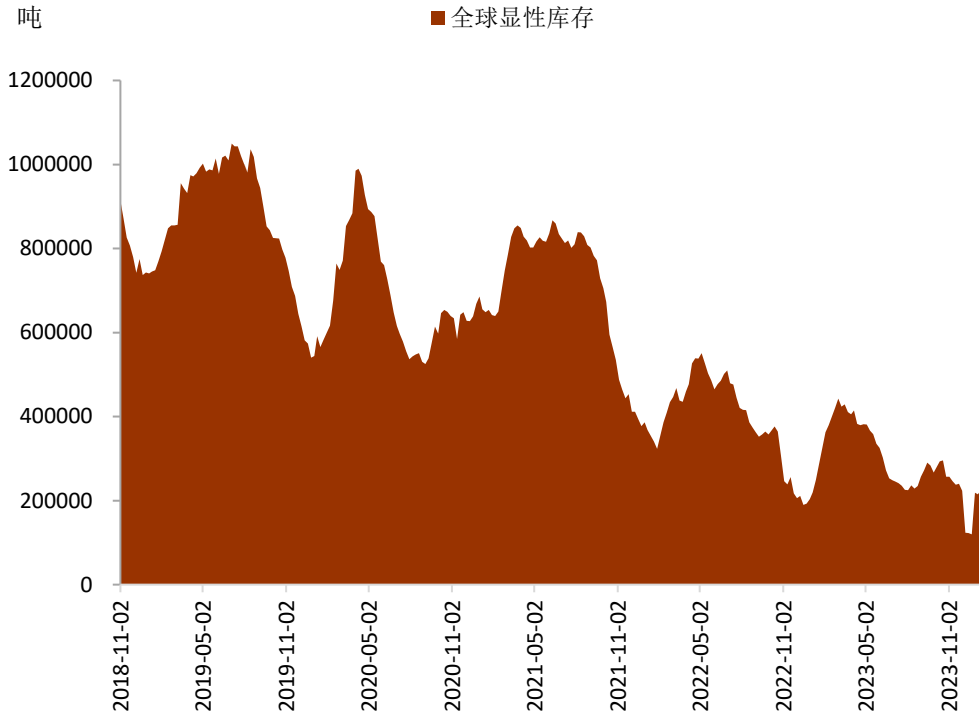
进入 1 月份，国内进入了季节性的累库周期，目前每周的累库速度在 3-5 千吨，而海外库存高位持续回落，内外库存走势出现一定分化，但全球显现库存仍在低位徘徊。随着国内库存重心的逐步上移，以及二季度炼厂检修预期的升温，近月月差结构已转成 C 结构并维持了一段时间，而 LME 的 0-3 因海外融资成本的上升和精铜现货需求的疲弱维持着较大的 C 结构。

截止 1 月 26 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 15.1 万吨、2.4 万吨和 5.1 万吨，合计 22.6 万吨，月环比增加 5.6%，全球库存低位边际回升，LME 注销仓单比例基本维持在 20%，伦铜 0-3 升水结构维持 100 美金上下的 C 结构，但仍然没有出现无风险套利空间。LME 亚洲库库存增长约 0.56 万吨至 1.78 万吨，LME 欧洲和北美地区的库存整体变化不大。

截止 1 月 26 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）为 5.83 万吨，环比 12 月大幅增加 2.14 万吨。其中 SHFE 总库存升至 5.1 万吨，环比 11 月增加 1.96 万吨，上海保税区升至 0.78 万吨，环比 12 月微增 0.18 万吨，国内保税区的库存缓慢见底回升，主因年初进口到港量持续增加，但进口转内销的需求季节性减弱。12 月国内产量保持平稳，虽然红海航运问题导致海外船期延误，但总体供应端仍在持续支持库存回升。目前海外精铜供应已逐步恢复，美国肯尼科特重建工作也已完成并进入复产阶段，洛钼旗下的刚果两大湿法混合项目 KFM 和 TFM 也在积极爬产，KPM 去年扩建产能 5 万吨，今年将会逐步达产，而海外的扰动则来自于俄罗斯乌多坎项目突发火灾，今年实际湿法增量可能只有 20 万吨，印尼的 Gresik 扩建项目和 Adani 新建项目投产可能接近年中，再加上智利的 Enami 停产，今天实际的海外精铜增量可能比较有限。

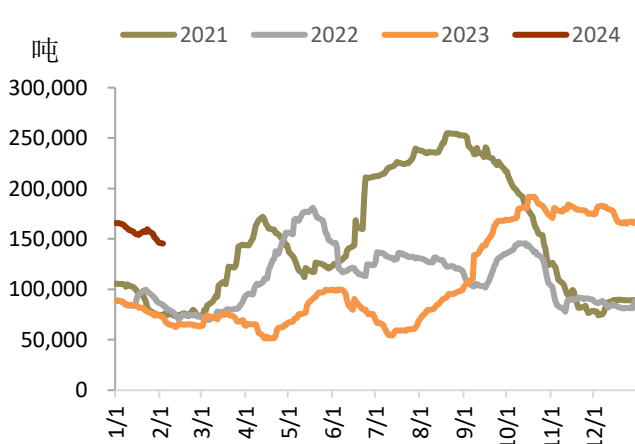
在进口亏损较小或出现盈亏平衡的情况下，多数海外的进口湿法铜货源纷纷选择直接发往中国，叠加下游消费的季节性转弱，保税区库存回升，而 LME 亚洲库存作为国内显现库存的领先指标，其重心也在稳步上移。由于春节前铜下游企业补库基本高一段落，且随着消费淡季的来临，国内将会维持供大于求的格局，2 月将进入传统的累库周期，但预计累库的速度和幅度低于往年同期，而海外库存则因为冶炼端的增量有限而继续下滑。

图表 20 全球显性库存变化

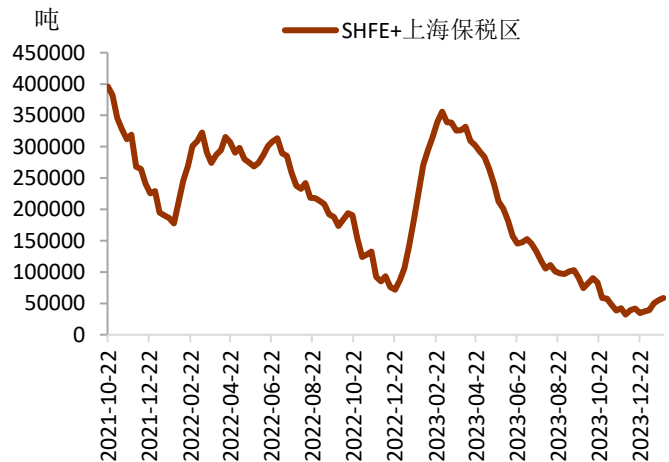


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 LME 铜库存



图表 22 SHFE 和保税区库存走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、传统行业淡季消费回落，新兴产业增速边际下滑

电网投资增速保持平稳

国家电网预计，2024 年我国电网投资工程建设总额将超过 5000 亿元，围绕数字化配电网，新型储能调节控制以及车网互联等新型应用领域的快速拓展，整体发展将继续朝着“数智华”坚强电网的方向运作，而特高压工程建设仍是今年的重中之重。国家统计局数据显示，2023 年 1-12 月我国电网投资完成额 5275 亿，同比增长 5.4%，超额完成计划的 5200 亿，完成率达 101.4%。去年 1-12 月我国电源工程投资完成额 9675 亿，同比增长 30.1%，太阳能发电装机容量约 6.1 亿千瓦，同比增长 55.2%；风电装机容量约 4.4 亿千瓦，同比增长 20.7%。2023 年，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用 3592 小时，比上年同期减少 101 小时。2023 年特高压和储能电网订单增速明显，中低压电网订单增速稍显乏力，由于线缆用铜量大多集中在中低压，整体电网投资增速对精铜消费的提振或较为有限，2024 年整体电网的发展方向将更加聚焦于特高压、储能和数字化配网等新领域，西部地区的风光大基地项目仍需要大规模电网系统的电力外输配送能力，在特高压为今年电网建设重心的背景下，预计电网端铜芯缆线的需求增速将保持平稳。

光伏用铜增速将回落，风电增速低迷

中国光伏工业协会的预计，2023 年我国光伏新增装机量将达到 180GW，11 月我国新增装机量达 21.3GW，1-11 月累计完成 163.8GW，同比增长 149%，已提前超额完成计划目标，预计全年风光实际装机量将达 230GW，而今年国家能源局预计 2024 年我国风光新增装机容量将达 200GW 的总量有些偏低。年初大型集中式项目装机增速明显放缓，2023 年过快的装机进程或拖累今年光伏产业链的发展增速，在光伏发电端的用铜单耗也有逐年下降的趋势，铝对铜的替代性逐步加强主要由于成本端的优势，近 3 年光伏发电端用铜单耗已经从每兆瓦 3.7 吨降至 2.7 吨左右。11 月我国新增风电装机量 4.1GW，1-11 月累计新增装机量 41.4GW，累计同比增长 83.7%，低基数带动累计同比增速回升，但目前陆风装机受黑色成本高企拖累利润空间较小，而海风的投资建设周期长、成本高，且投资回报率不确定性偏高，西部地区一度出现了弃风弃光的现象。整体来看，今年光伏受产业装机量小幅减速的预期比较明显，而风电行业的格局改善则需要更多的政策补贴支持。

楼市政策持续加码，PSL 承担财政发力和定向宽松双重任务

国家统计局数据，去年 1-12 月我国房地产开发投资累计总额 11.1 万亿，累计同比下降 9.6%。1-12 月我国商品房销售面积累计达 11.2 万平方米，同比降幅扩大至 8.5%，其中住宅销售面积为 9.48 万平方米，同比降幅扩大至 8.2%，房地产新开工面积累计为 9.54 万平方米，同比同比下降 20.4%，房地产竣工面积达 9.98 万平方米，累计同比降至 17%。

1月继广州以后，上海和苏州等特大城市分别不同程度地放松楼市限购政策，同时配合年初降准降息的超预期兑现，在银行端的负债端压力减轻以后，更多拉动银行进一步降低实体经济的融资成本，尤其是住房抵押贷款利率，刺激居民部门购房的动力。与此同时，中央也将加快推进三大工程(保障房，公共设施，城中村)，化解地方债务的风险，具体政策上推行房票制度，央行向政策行投放PSL(棚改建专项贷款)，承担了“财政发力+定向宽松”的双重任务，去年12月净增了3500亿，创历史第三新高，市场预期今年PSL规模将达1-1.5万亿。短期，楼市或继续深陷泥潭，复苏预期不明朗，而从中期来看，楼市的组合拳仍在持续加码，PSL的累计投放将形成从量变到质变的转化，央行逐步拓宽地产企业的融资渠道，推动市场形成中长期对楼市信心的修复。

空调排产边际回暖，企业对行业前景预期乐观

国家统计局数据显示，2023年12月我国空调总产量达2153万台，同比超预期增长26.9%，12月家用开空调销量为1343.5万台，同比增长16%，截止12月底，全国家用空调工业库存为1710万台，同比微增0.88%。

产业在线数据显示，今年2月我国家用空调内销排产588万台，较去年同期的实绩销量下降16.1%，主因春节长假抵押厂家排产周期，部分企业的生产计划已前置到今年1月，导致2月出现了高基数下的同比回落，整体今年一季度的排产计划总量仍然高于去年同期，更多的是来自于今年空调的销售增长压力驱动，多数厂商对今年的行业前景感到乐观。2月空调出口排产量达615万台，较去年同期实绩下降10.2%，高基数下的回落也在预期之内，整体海外发达经济体的高利率环境抑制消费增速上升的局面将有所改观，海外家电市场的刚性需求将得到充分回归，目前红海危机仍然导致全球海运运力紧张，海运费日益增加，多数企业为提前锁定采购成本，纷纷追加了对原有订单的采购量，海外央行若提前放松货币政策刺激经济增长将在一定程度上提振我国的空调出口规模。

汽车销量增速平稳，新能源超额完成去年目标

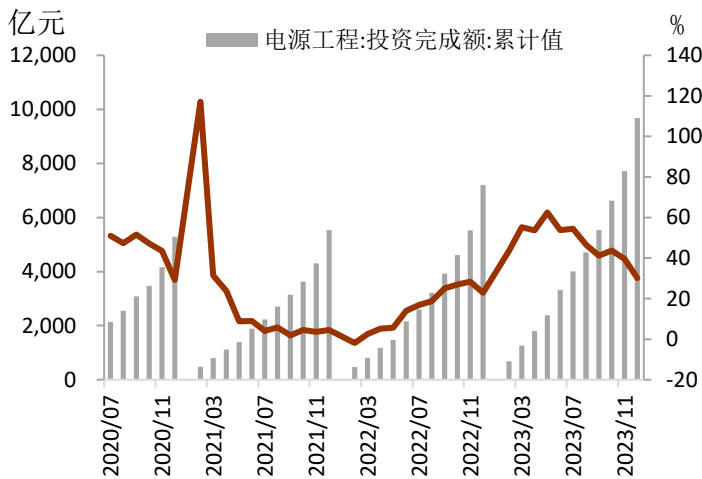
中汽协数据，12月新能源汽车产销分别完成117.2万辆和119.1万辆，同比分别+47.5%和46.4%，市场占有率达到37.7%。2023年新能源汽车总销量949.5万辆，同比+37.8%，销售规模突破中汽协年初预计的900万辆。1-12月汽车总销量汽车总产量2974万辆，同比增长8.2%，已超过去年全年的产量，随着恢复和扩大消费的政策效果的体现，车企降价促销的活动持续发力，企业年底的生产节奏加快，金融扶持汽车消费的力度加强，虽然未能突破3000万辆大关，但增速仍然显而易见。

车企降价去库的策略还在持续，但汽车销售已进入淡季，新能源车企间的价格战也暂时告一段落，12月锂电铜箔的综合开工率降至64%，环比大幅下降11.8%，1月新能源汽车的实际产量并无明显的增量，年初多数电池厂减产明显；而储能端并网冲量不及预期，对锂电铜箔需求减弱。预计1月新能源汽车产销规模将同步放缓。

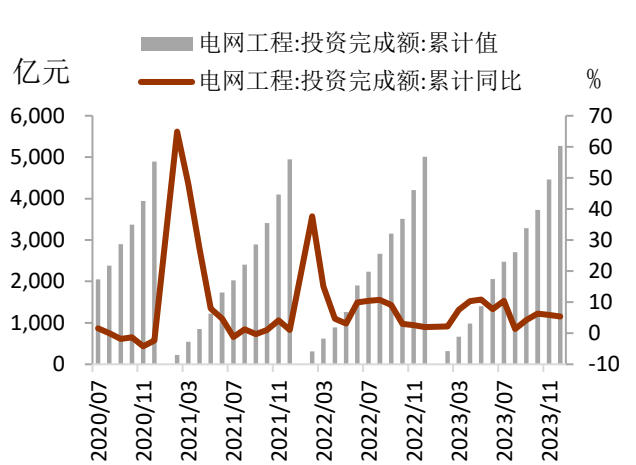
传统行业需求季节性回落，新兴产业增速边际回落

整体需求端来看，新能源汽车增速预期回落，电网和电源工程建设基本完成；房地产短期低迷但政策端持续松绑，白色家电排产仍然走高，风光用铜增速预计缓慢下降，临近春节假期，整体传统行业进入淡季回落周期，新兴产业增速边际下滑，预计今年 2 月份精铜消费将呈现稳步走弱的态势。

图表 23 电源投资完成额变化

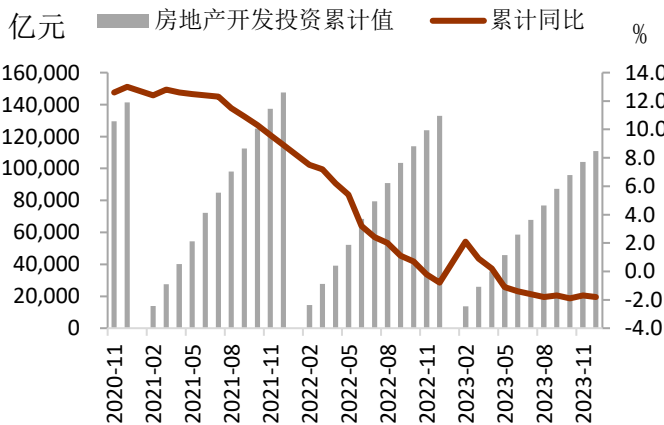


图表 24 电网投资完成额变化

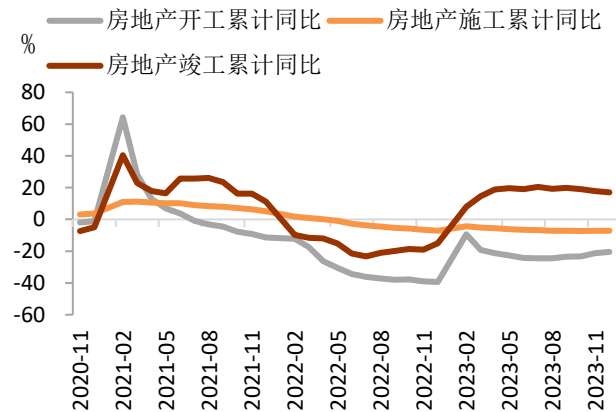


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 25 房地产开发投资增速变化

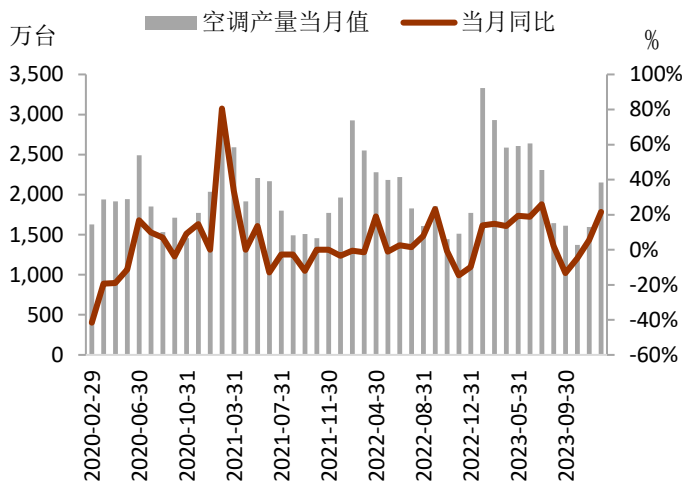


图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化

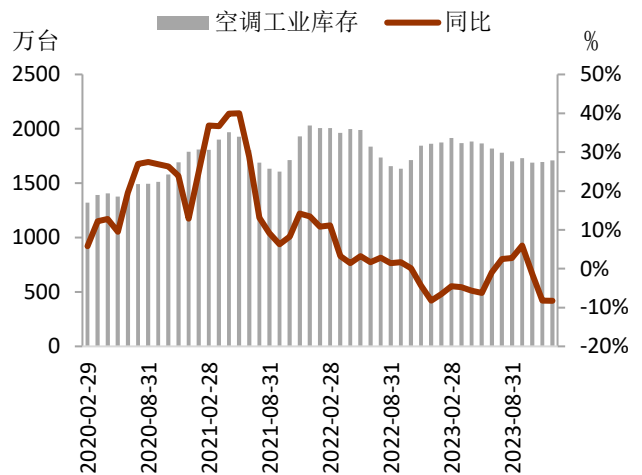


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 27 空调产量增速变化

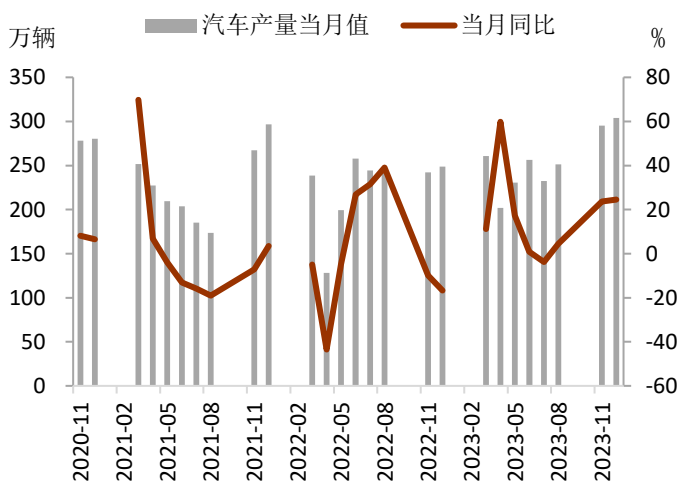


图表 28 家用空调库存变化

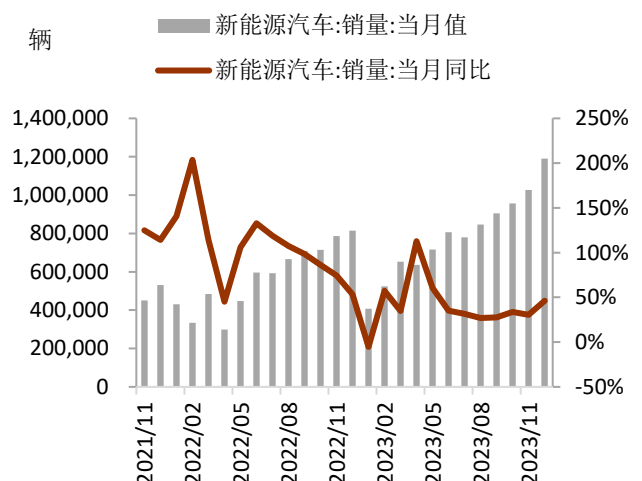


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 汽车产量变化



图表 30 新能源汽车产量及销量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望

宏观方面，美联储为年内降息敞开大门，当前美国经济增速和就业市场极富韧性，美联储并不急于采取行动，令市场风险偏好有所回落，而欧元区濒临衰退政策立场边际转鸽；央行降准降息超预期兑现，叠加楼市政策持续松绑，中期宏观强预期和经济基础的弱现实还将继续博弈。

基本面来看，国内产量维持高位，进口量保持平稳，供应格局趋稳。需求端，传统行业淡季消费回落，新兴产业用铜边际下滑，预计 2 月供需双弱格局延续。库存结构来看，国内进入慢累库周期，对铜价的支撑力度稍有减弱。

整体来看，在美国经济软着陆的预期升温的背景下，美联储并不急于短期内开启降息

周期；国内宏观预期边际不断修复，强预期和弱现实还在持续博弈，与此同时，矿端供应前景趋紧仍是中期价格支撑因素，叠加国内整体累库速率偏慢，整体预计铜价将维持高位震荡的格局。

预计 2 月份铜价将震荡偏弱运行，沪铜主要波动区间在 67000-70000 元/吨之间，伦铜的主要波动区间在 8300-8700 美元/吨之间。

风险点：欧美经济超预期衰退，海外央行提前降息。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。