

铜：加息周期落幕 沪铜伺机而动

内容提要：

- ◆ 2023 年沪铜整体宽幅震荡，上半年美国银行危机相继爆发，叠加中国宏观经济数据疲弱，铜价开始大幅下跌。进入下半年，随着美联储暂停加息的呼声再起，海外央行货币紧缩预期升温，铜价经历了一轮较强的底部反弹。
- ◆ 美元指数与铜呈显著的负相关关系，美联储加息预期的变化是影响铜价最重要的因素之一，美国经济动能正在弱化但韧性仍在，尽管市场普遍认同美联储加息周期已近尾声，但对于剩余加息次数和降息时点的预期相对混乱且时有反复。
- ◆ 国内在保交楼政策的持续推进下，地产项目竣工速度出现明显加快，而地产的用铜需求主要就在竣工一侧，尽管中国经济修复进程充满波折，传统铜需求在今年仍显现出较强韧性。不过受制于过去三年疫情冲击，新开工面积低迷，地产项目相对偏少，使得本轮竣工下行周期的力度可能会比较显著，竣工下行周期或于明年二季度开启。
- ◆ 供给端来看，2023 年铜精矿与精炼铜产量整体均保持较高水平。预计 2024 年全球矿端供给背景仍偏向宽松，且处于新增产能投放高峰期，需关注其实质性扰动情况。
- ◆ 在全球铜库存处于绝对值低位状态下，阶段性累库会对价格形成压力，但不易对价格造成趋势下跌的影响，同时上期所铜库存又处于近五年最低点，对沪铜价格起到支撑作用。
- ◆ 受供应放量和需求疲软拖累影响，2024 年预计供需小幅过剩 22 万吨，但在库存处于低位状态下，阶段性累库对期价的冲击或将减小。
- ◆ 展望 2024 年，铜市在供需区域宽松背景下，铜价缺乏突破动能，但当前全球库存处于历史极低水平，沪铜下方空间有限，基本面较难对沪铜走势起到决定性作用。明年沪铜的主要交易逻辑仍围绕宏观进行，预计恢复和扩大内需依然是明年国内经济重心，且美联储或进入降息周期，市场流动性或改善，宏观情绪较为乐观。

有色金属/铜

石 磊

从业资格证：F0270570

投资咨询证：Z0011147

TEL：0516-83831127

E-MAIL：

shilei@neweraqh.com.cn
苏州大学数学与应用数学专业理学学士，新加坡国立大学计量金融专业理学硕士。

新纪元期货投资咨询部副经理，主攻黑色产业链研究，中级经济师。

陈 啸

从业资格证：F3056981

TEL：0516-83831160

E-MAIL：

chenxiao@neweraqh.com.cn

第一部分 2023 铜期货行情回顾

2023 年，铜价整体呈现宽幅震荡走势，宏观预期的接连转变令铜价走势崎岖，沪铜全年振幅 13.72%，年度涨幅 4.2%，目前期价处于历史高位区间。分阶段来看：

第一阶段：1-2 月，美联储加息幅度放缓，叠加国内宏观经济复苏的推动，且南美铜矿干扰事故不断，利多频振，沪铜一度强势上涨至 70000 元/吨上方；但节后现实需求不及预期，库存快速累增，铜价随即回落。3 月，全球制造业 PMI 跌回收缩区间，随着美债违约风险加剧，美联储鹰派预期上升，美国银行危机相继爆发，3 月 14 日瑞士信贷银行的暴雷冲击资本市场，加剧市场对流动性的担忧，高盛随之上调美国衰退概率。虽然一季度矿端干扰频发，但消费热度并未显现，叠加宏观压力加大，铜价震荡走低。

第二阶段：4-5 月，欧美经济数据持续疲软引发全球经济衰退预期，国内经济金融数据下滑，同时外矿山干扰减少叠加国内外宏观数据传递悲观信号，沪铜顺势下跌至 62000 元/吨左右。

第三阶段：6 月-7 月，国内频繁颁布利好政策，下游需求拉动超预期，且进入下半年，随着美联储暂停加息的呼声再起，全球铜库存低位去化，铜价实现 V 型反转，而后人民币汇率超预期贬值，驱动沪铜上探至全年高点。

第四阶段：8 月份以后，欧美央行释放鹰派信号，美元指数开始单边上涨，沪铜再度承压下行，并于 9 月底下跌至 67000 元附近。进入四季度，美债收益率上升，欧美央行的紧缩预期降温，铜价止跌并进入区间震荡。在 12 月的美联储议息会议中，美联储态度向鸽派转变，美元指数一度跌至 102 以下，叠加国内铜库存录得近几年同期低点，沪铜得到提振，期价重心持续上移。

图 1. 2023 年沪铜主力合约走势回顾



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

第二部分 宏观分析

一、国外宏观：美联储加息周期结束

美联储加息预期的变化是影响铜价最重要的因素之一。2023 年，美联储已连续 3 次会议维持联邦基金利率不变，欧洲央行连续 2 次暂停加息，随着海外货币紧缩的滞后效应逐渐显现，全球通胀持续回落，同时经济下行压力也在加大，欧美等主要发达国家陆续暂停加息。美国银行业危机加剧了市场的流动性紧缩，市场对美国发生技术性债务违约和金融危机风险的担忧增加，使得风险资产价格阶段性承压。下半年，市场更加担忧美联储高利率环境将强化海外的衰退预期，进而限制了风险资产价格上方空间。

美联储在 10 月议息会议上维持联邦基金利率不变，但表达出对当前美债收益率高企导致的金融条件收紧的担忧，市场普遍预期美联储可能在 2024 年 6 月开始降息。最新的美联储 12 月议息会议显示，联储维持基准利率 5.25% 不变，但会后点阵图显示过半数联储官员预期明年降息 3 至 4 次，明年底利率预期集中在 4.1%，较 9 月的预期下调了 50 个基点。另外联储预期通胀在 2026 年才会降低到 2% 的目标，就业会保持强劲，上调今年 GDP 预期 0.5 个百分点至 2.6%，下调明年 GDP 预期 0.1 个百分点至 1.4%。整体来看，美联储在今年结束了本轮加息周期，最近的一次加息是 7 月，联邦基金利率提高到了 5.5%，尽管后续几次会议仍维持鹰派表态，但 12 月会议美联储态度向鸽派转向，这或预示这本轮加息周期已经结束，接下来面对市场提前交易的降息预期，将成为金融周期博弈的主要方面。

图 2. 近一年美元指数走势

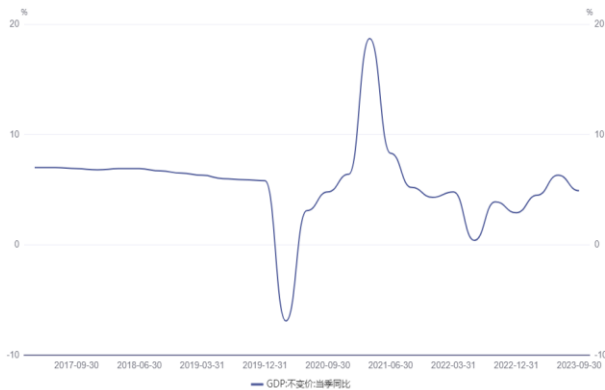


资料来源：iFinD 新纪元期货研究

二、国内宏观：国内政策端利好频发

今年一季度我国 GDP 增长 4.5%，二季度 GDP 增长 6.3%，三季度 GDP 增长 4.9%，企稳回升势头明显；前三季度 GDP 总值达 913027 亿元，累计同比增长 5.2%。1-10 月全国居民消费价格同比上涨仅 0.4%，物价相对稳定为政策发力提供了较为充足的空间。在前期积压需求释放、政策性力量支撑和低基数效应的共同作用下，中国宏观经济增长态势明显。随着一系列扩大内需促进消费政策落地，居民消费成为 2023 年经济增长的主要驱动力，10 月国内社会消费品零售总额同比增长 7.6%，环比增速加快 2.1%，10 月全国服务业生产指数同比增长 7.7%。鉴于今年经济增速和消费支出的良好表现，预计恢复和扩大内需依然是明年国内经济重心，企业或将继续增加固定资产投资，基建和制造业投资仍将平稳增长，将有利于经济政策向“强现实”的演变，从而进一步驱动国内铜需求。

图 3. 中国 GDP 当季同比



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 4. 制造业 PMI、财新制造业 PMI



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

第三部分 供给端分析

一、铜矿供应：全球铜矿增量呈递增趋势

ICSG 每年会发布两次当年以及来年的供需平衡预估，2023 年发布时间分别为 4 月份和 10 月份。10 月份公布的数据相比来说，调降了 2023 年铜矿产量，但调增了 2024 年铜矿产量，2023 年铜矿增量为 42 万吨，2024 年增量为 84 万吨。ICSG 数据显示，1-9 月份，全球矿山铜产量为 1642 万吨，累计同比 1.7%；预计 2023 年全年矿山铜产量 2216 万吨，同比增长约 1.6%。

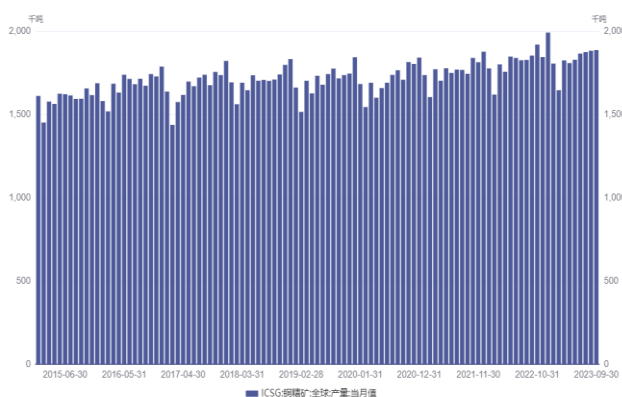
表 1：全球主要国家矿山铜产量：万吨

	2022 年	2023 年	同比	2024 年	同比
智利	533	536	0.5%	554	3.4%
刚果	236	251	6.5%	276	9.9%
秘鲁	244	278	14.0%	282	1.5%
中国	195	176	-10.0%	178	1.3%
美国	123	116	-6.0%	120	4.0%
赞比亚	76	81	6.3%	82	1.2%

俄罗斯	88	93	5.0%	104	12.1%
澳大利亚	82	84	1.5%	84	0.6%
印度尼西亚	94	86	-9.0%	98	14.4%
哈萨克斯坦	81	82	2.0%	83	1.2%
墨西哥	75	76	1.0%	76	0.1%
加拿大	51	51	1.0%	52	1.0%
波兰	39	40	3.0%	41	1.0%
巴拿马	35	33	-6.3%	15	-54.9%
伊朗	30	32	4.3%	33	3.2%
其他	199	203	2.0%	215	5.7%
总计	2182	2216	1.6%	2300	3.7%

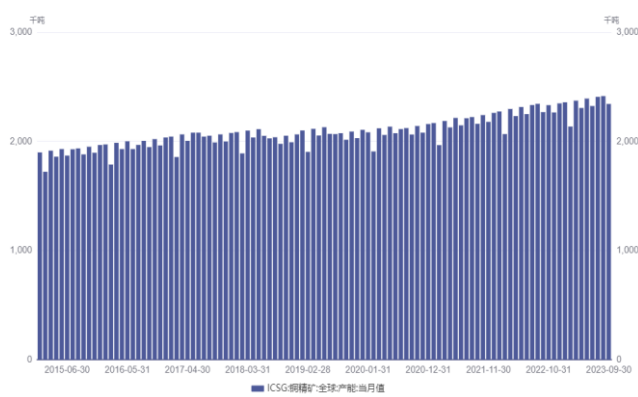
资料来源：公开资料整理 新纪元期货研究

图 5. ICSG 铜精矿全球产量当月值：千吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 6. ICSG 铜精矿全球产能当月值：千吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

2023 年海外铜精矿新的扩建项目产能较为集中。尽管上半年全球供应端偶发扰动，但从三季度开始供应整体趋于稳定，进口铜精矿现货 TC（粗炼加工费）一直保持较高水平。

消息面来看，上半年，位于秘鲁的 Las Bambas 矿山因社区冲突原因在 3 月底才恢复正常运输；印尼的 Grasberg 铜矿由于暴雨导致 2 月份停产两周；巴拿马铜矿由于特许权使用费问题与政府陷入僵局，直到 3 月才恢复运营；下半年，洛阳钼业与刚果国家矿业公司签署了《和解协议》，洛钼于 7 月底恢复了矿产铜的出口。

2023 年仍有一些矿山的投产进程不如预期，泰克资源的 QB2 项目连续推迟投产，澳大利亚 Valley 铜矿由于岩土工程事件产量大幅减少，下调了今年的产量目标约 6 万吨。英美资源旗下 Los Bronces 铜矿因变电站火灾导致设施供电中断近三周，矿石品位和产量均下降；安托法加斯塔旗下的 Los Pelambres 矿山由于铜矿海水淡化和扩建项目进度缓慢，下调了 3 万吨的产量预期；乌克兰的 Udokan 项目将 15 万吨的湿法矿炼一体计划从一季度推迟到了三季度末。尽管有些项目未能按时投产或达到产量，但总体来看，下半年的供应端仍然相对稳定。

今年全球供应的部分流失主要来自主要产铜国智利。受矿龄老化、部分矿石品位下滑以及干旱导致缺水等因素的影响，导致前三季度的铜产量累计为 382.68 万吨，同比下降 1.9%。其中，全球最大的矿企 Codelco（智利国营）9 月的铜产量仅为 11.7 万吨，同比下降 5.3%。在二季度末，智利遭遇极端暴雨天气，Codelco 旗下的

安迪纳铜矿被迫暂停作业，年产量为 40 万吨的特恩尼特地面作业也受到了阻碍，二季度产量大幅减少。在三季度，特恩尼特铜矿发生了岩石爆炸事故，导致部分北区项目被迫停产，这将阻碍今年剩余时间的生产。因此，Codelco 将今年的产量预期下调，比年初预测值下调近 7 万吨，较 2022 年的产量大幅下滑近 11 万吨。

进入 2024 年，铜矿已确定的增量预计在 41 万吨，占 2024 年新增产量比重的 62.7%。2024 年主要包含 8 个放量项目，主要项目为 Tenke Fungurume（洛阳铝业）、OyuTolgoi（力拓集团）、Escondida（必和必拓）、Chuquicamata（智利国铜矿）地下矿及 Lonshi（金诚信），分别贡献增量 15.0、11.3、6.1、5.5 及 3.0 万吨，合计 37.9 万吨，占 2024 年新增产量比重 60.9%。其中增量最大的矿山为洛阳铝业 Tenke Fungurume，其次为 OyuTolgoi 地下矿。

表 2：2024 年前未投产主要项目

矿山	状态	投产时间	公司预计达产时间
Quebrada Blanca Phase	待投产	2023 年	2024 年
Las Bambas	待投产	新矿区投产再度延期，目前开发仍然受阻	2024 年
Mantoverde	待投产	2023 年 Q4	2024 年
PT Freeport Indonesia	待投产	2024 年下半年	2025 年
Kamoa-Kakula 待投产三期选厂 500 万吨于 2024 年 Q4 投产至 2025 年	Kamoa-Kakula 待投产三期选厂 500 万吨于 2024 年 Q4 投产至 2025 年	Kamoa-Kakula 待投产三期选厂 500 万吨于 2024 年 Q4 投产至 2025 年	Kamoa-Kakula 待投产三期选厂 500 万吨于 2024 年 Q4 投产至 2025 年

资料来源：公开资料整理 新纪元期货研究

表 3：已投产的主要项目于 2024 年待放量

矿山	状态	投产时间	公司预计达产时间
Quellaveco	已投产	2022 年 7 月投产爬坡	2023 年
Chuquicamata 地下矿	已投产	2019 年 4 月投产，爬坡 7 年	2026 年
Oyu Tolgoi	已投产	2023 年 1 月投产爬坡	2024 年
Kisanfu SxEw	已达产	2023 年上半年	2023 年
Tenke Fungurume	已投产	2023 年	2024 年
Escondida	已达产	矿石品位提升，关注公司季度报告产量提升情况	2024 年
Lonshi	已投产	2023 年 9 月投产	2024 年

资料来源：公开资料整理 新纪元期货研究

二、冶炼端：TC 重心在年末有所下移，但冶炼利润维持稳定

2023 年 TC 交易重心维持偏高水平，反映出铜精矿供给充足的事实。现货 TC 在八月中旬达到顶峰，冲过 90 美元/吨水平，在七月份达到峰值 94.7 美元/吨。四季度重心回落，矿端扰动增多，多重博弈下现货 TC 难以维持高位，快速回落至 80 美元/吨下方；今年四个季度 TC 指导价均超过 90 美元/吨，均处于历史高位水平。

展望 2024 年，根据最新长单谈判落地结果，矿工并不太认可当前的高价 TC，并将明年长单 TC 压低至 80 美元/吨。尽管短期矿端扰动叠加长单 TC 谈判，加工费快速下行，冶炼利润回落至单吨 1000 元以下，预计这种局面并不会延续至 2024 年，明年冶炼利润或维持 1000-1500 元/吨区间。

图 7. 铜精矿现货粗炼费 TC: 美元/吨



资料来源: iFinD 新纪元期货研究

图 8. 铜精矿现货精炼费 RC: 美分/磅



资料来源: iFinD 新纪元期货研究

三、精炼铜：国内精炼铜产量再上新台阶

2023 年 1-9 月全球精炼铜产量为 2009 万吨，同比增长 5.4%。全球精炼铜生产呈现两极分化情况，中国和刚果在新建项目带动下，产量出现明显增长，而智利、日本、美国、印度等国家则因冶炼厂关停等意外原因出现不同规模的减产现象。

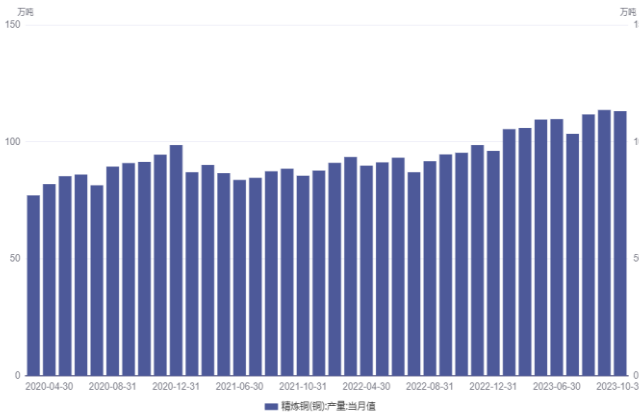
表 4: 全球主要国家精炼铜产量: 万吨

	2022 年精炼铜产量	占海外比例	2023 年估计增速	2024 年预计增速
智利	215	14.7%	-3.0%	-1.35
刚果	181	12.4%	19.2%	8.0%
日本	155	10.6%	-1.52%	0.5%
俄罗斯	97	6.7%	-0.5%	1.02%
美国	96	6.6%	-6.4%	2.43%
韩国	63	4.3%	-3.0%	0.47%
德国	61	4.2%	0.7%	0.46%
波兰	58	4.0%	0.31%	0.82%
印度	54	3.7%	-6.52%	40.0%
印度尼西亚	28	1.9%	-2.0%	80.0%
总计	1008	69%	0.93%	4.24%

资料来源: 公开资料整理 新纪元期货研究

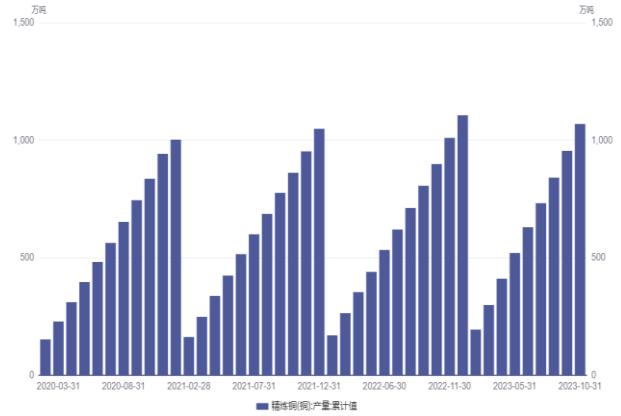
根据 SMM 的统计数据，我国 11 月份精炼铜产量为 114.0 万吨，环比增长 0.7%，同比增长 15.6%。1-11 月份，我国精炼铜的累计产量达到了 1181.1 万吨，累计同比增长 16.9%。今年国内精铜产量整体上保持较高水平，主要原因是我国新增的精炼产能和复产项目的顺利推进。大冶阳新弘盛项目进展非常顺利，已在 6 月份提前满产，预计将贡献 33 万吨的增量。江西国兴项目（总产能 18 万吨）的电解槽已顺利出铜，但仍在逐步提升产能中。被中金岭南收购的祥光铜业和中金岭南的东营方圆项目也都顺利复产，预计全年产量分别将增加 10 万吨和 11 万吨。上半年国内炼厂的检修频率较高，但部分冶炼厂在计划检修前已充分备货废铜和阳极板原料，对产量影响较小。从三季度开始，国内炼厂的检修按计划进行，但阳极铜的供应出现严重短缺，导致部分炼厂不得不购买废铜，使得四季度开始精废价差最低跌至 500 元/吨。根据最新国内炼厂的排产情况，预计四季度国内精铜产量将达到 295 万吨，全年累计产量将达到 1220 万吨，同比增长 10.27%。

图 9. 中国精炼铜当月值：万吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 10. 中国精炼铜累计值：万吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

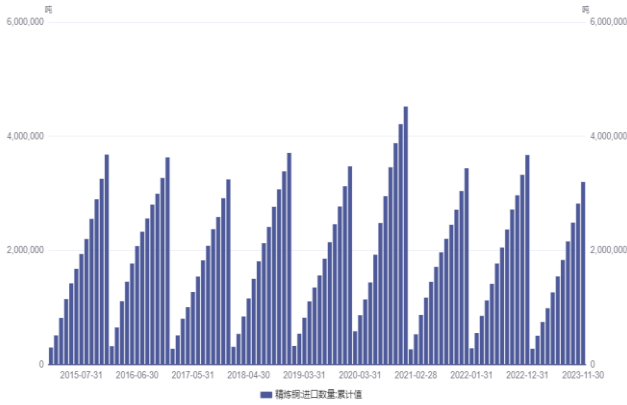
表 5: 国内精炼新扩建项目预估（万吨）

企业名称	新增精炼产能	新增精炼后总产能	生产使用原料	投产年月
白银有色	20	40	铜精矿	2024Q1
广西南国铜业有限公司	20	50	铜精矿	2024
水口山有色（五矿铜业湖南有限公司）	20	30	铜精矿	2024
安徽友进冠华新材料科技股份有限公司	15	15	铜精矿	2024
包头华鼎铜业发展有限公司	7	10	铜精矿	2024
恒邦股份	15	35	铜精矿	2025
赤峰金通铜业有限公司	30	55	铜精矿	2025
金川集团（防城港）	30	77	铜精矿	2025
合计	157	312		

资料来源：SMM 新纪元期货研究

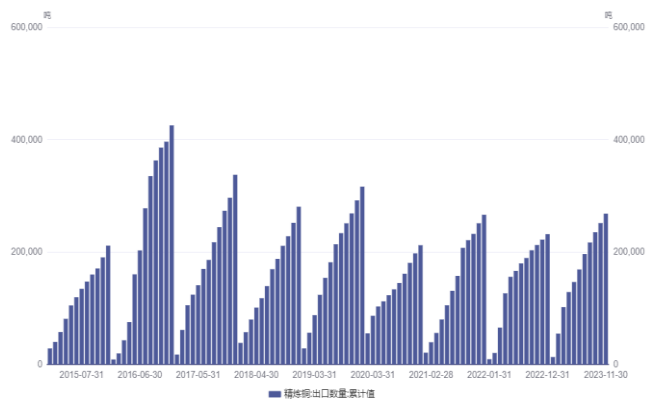
进出口方面，9 月份我国进口精炼铜 24.7 万吨，同比下滑 5.4%，环比微增 0.8%，前三季度累计进口量为 264.4 万吨，同比减少 8.0%，今年以来融资贸易规模缩减是精炼铜进口量减少的主要原因。进口来源方面，智利、刚果、俄罗斯、哈萨克斯坦、澳大利亚、日本、秘鲁仍是主要进口来源国，前三季度我国来自刚果、俄罗斯、菲律宾、澳大利亚等国家的进口增加，而来自智利、韩国、伊朗、哈萨克斯坦、日本等国家的进口量减少。出口方面，9 月份我国出口精炼铜 1.8 万吨，同比增加 0.4 万吨，环比减少 0.2 万吨，前三季度累计出口量为 23.5 万吨，同比增长 15.8%，进入下半年以来，国内精炼铜进口关系改善造成进料加工出口盈利空间缩小，出口量随之减少。

图 11. 中国精炼铜进口累计值：吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 12. 中国精炼铜出口累计值：吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

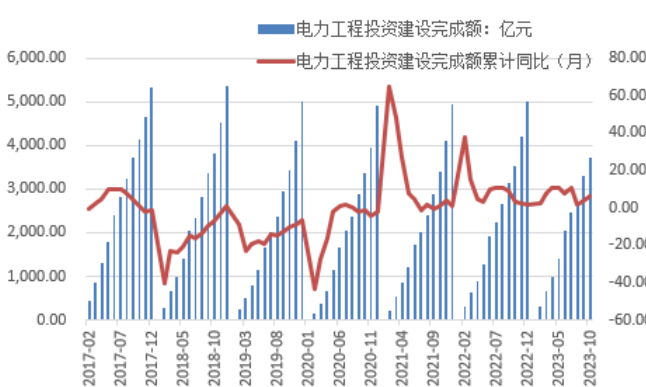
第三部分 需求端分析

国内铜消费整体表现较好，光伏、新能源车、空调、电力等领域增量显著。2023 年今年 1-9 月国内铜实际消费量 1013 万吨，同比增长 4.16%，在可再生能源和新兴领域的拉动下，预计全年国内铜消费量为 1416 万吨，增速为 4.05%；预计 2024 年国内铜消费量 1442 万吨，增速 1.85%。

一、传统消费领域：竣工下行周期临近 需求压力增大

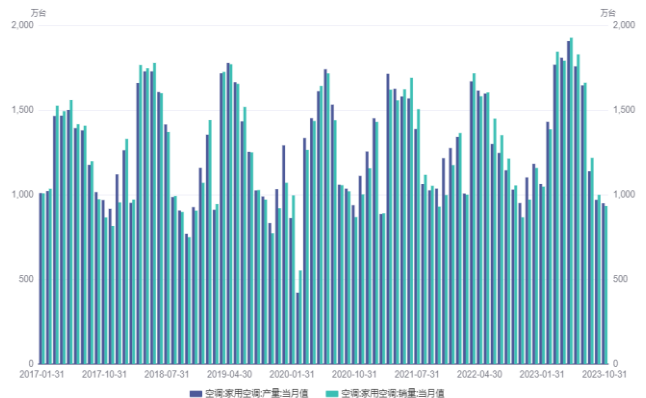
电力方面，1-10 月我国电网基本建设投资完成额和电源基本建设投资完成额分别增长 6.3% 和 43.7%，为铜需求提供了重要支撑。从结构上来看，未来国网投资发力输电侧集中于特高压和新能源发电的并网，另外在配电侧的用铜量预计会比“十三五”期间有明显的提高，预计在变压器，线缆、开关类、配电箱方面的用铜量在十四五期间会有明显增加。

图 13. 电网基本建设投资完成额：亿元



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 14. 家用空调当月产销量：万台



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

家电方面，2023 年尽管房地产市场偏弱运行，但地产竣工相比去年同期维持增长态势，叠加基数偏低，主要家电产品产量录得增长。1-10 月空调、冰箱、洗衣机、彩电、冷柜产量分别增长 12.4%、14.1%、20.7%、-

0.1%和 12.3%，相关产品带动的铜需求增量约 5-10 万吨。展望 2024 年，鉴于房地产市场的不确定性，预计家电相关用铜需求增速回落，总体或相对平稳。

房地产方面，1-10 月全国房地产累计成交面积 9.26 亿平米，累计同比下滑 7.8%，房地产销售额累计值达 9.7 万亿，累计同比下滑 4.9%，全国新房开工面积累计值 7.9 亿平米，同比下滑 23.2%。地产的用铜需求主要在竣工一侧，房地产竣工面积累计达 5.5 亿平米，同比上涨 19%。保交楼政策的持续推进下，地产项目竣工速度出现明显加快。房地产市场成交下滑幅度或将明显放缓，随着下半年外部金融环节压力的缓解，困扰房地产行业多年的资金周转问题有望得到一定程度的缓解，这对铜下游相关制品形成利好。但 2024 年地产竣工下行周期临近，将对铜价形成压力。

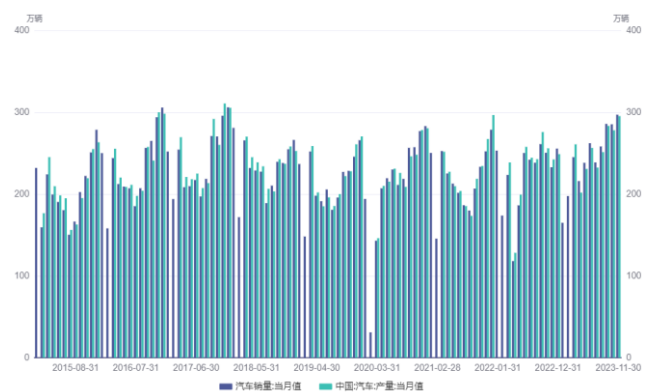
传统汽车方面，市场正在收缩，1-10 月传统汽车产量累计为 1666 万辆，销量累计为 1668 万辆，同比分别下滑 0.55%和 0.05%。政策方面，9 月 1 日工信部等七部门联合印发的《汽车行业稳增长工作方案(2023-2024 年)》中专门提到要稳定燃油车消费，各地不得新增汽车限购措施，鼓励实施汽车限购地区在 2022 年购车指标基础上增加一定数量购车指标，进一步促进汽车消费。多因素带动下，今年燃油车销量在连续五年下降后出现回暖。2024 年在基数走高、价格战带来的刺激减弱等背景下，燃油车产销或再度回落，预计同比下滑 4%。

图 15. 中国房地产销售、新开工竣工面积累计同比增速



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 16. 中国汽车产销量当月值：万辆



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

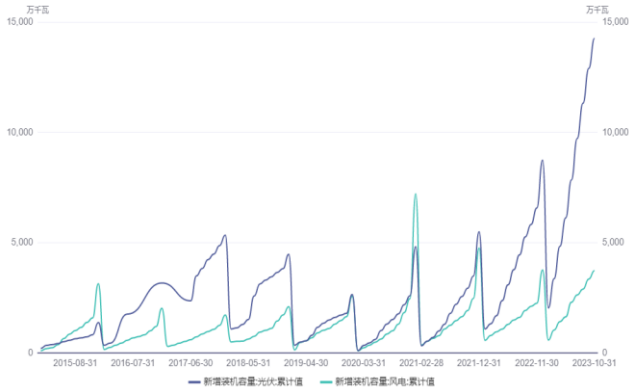
二、新兴领域：新能源汽车增速放缓 需求拉动或减弱

光伏方面，2023 年 1-10 月，我国光伏和风电新增装机容量分别达 142.6GW、37.3GW，预计全年新增装机分别达 175GW 和 60GW 左右，较 2022 年分别增加约 88GW 和 22GW。2023 年光伏和风电带动的铜需求增量约 34 万吨。与此同时，光伏组件出口维持较快增长势头，根据 iFinD 数据，1-10 月组件出口量较去年同期增加约 40.8GW，出口同样贡献了需求增量。

新能源汽车方面，新能源汽车用铜预期下调，在经历连续两年成倍增长后，新能源汽车对铜需求量增速显著放缓。1-10 月，新能源汽车产量累计为 735.2 万辆，新能源汽车销量累计为 728 万辆，同比分别增长 33.9%和 37.8%，市场占有率达到 30.4%。在提前完成十四五工信部规划目标后，新能源汽车市场增速下调，同时汽车工业市场整体偏萎靡和竞争加剧，新能源电池材料大幅降价，目前全球均在下调新能源汽车领域的增速预期，对

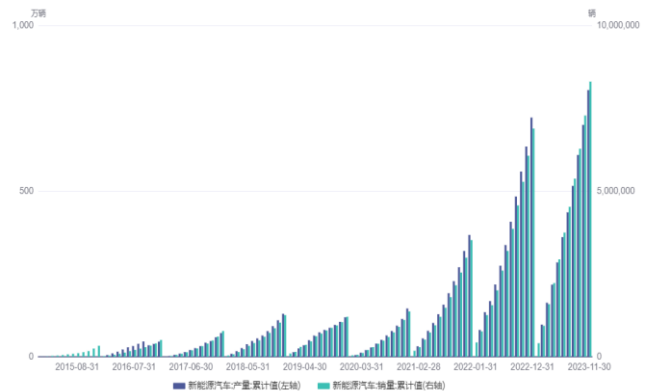
铜消费预期有直接影响。主要调整理由为：1. 新能源汽车整体增速回落；2. 今年实际新能源汽车产销中，纯电汽车产量同比仅增长 20%，混动汽车同比增长 80%，混动汽车在新能源汽车中的占比大幅提高至 41%，混动汽车耗铜量低于纯电。

图 17. 光伏和风电新增装机量



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 18. 中国新能源汽车产销量当月值：万辆



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

三、库存端：全球铜库存处于低位

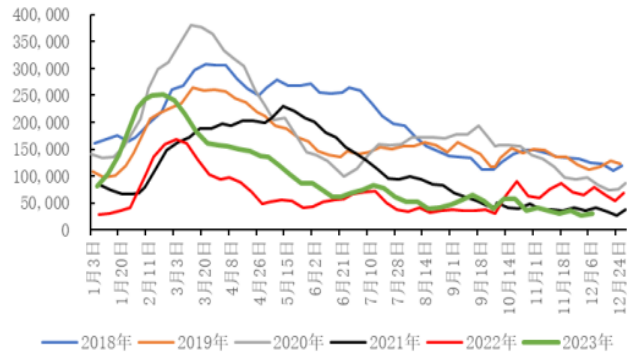
铜库存水平内外分化，海外库存持续累增后已经摆脱低库存状态，而国内目前库存水平偏低。截止 12 月 15 日，LME 电解铜库存 17.56 万吨，较去年同期增加 109.7%；上期所库存 3.44 万吨，较去年同期减少 46.25%。

图 19. LME 铜库存：吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

图 20. SHEF 铜库存：吨



资料来源：iFinD 新纪元期货研究

综合来看，虽然 LME 铜库存处于累库状态，但在全球铜库存处于绝对值低位状态下，阶段性累库会对价格形成压力，但不易对价格造成趋势下跌的影响，同时上期所铜库存又处于近五年最低点，对沪铜价格起到支撑作用。

第四部分 供需平衡表

受供应放量和需求疲软拖累影响，2024 年预计供需小幅过剩 22 万吨，但在库存处于低位状态下，阶段性累库对期价的冲击或将减小。

年份	国内精炼铜产量	精炼铜净进口	国内精炼铜消费	国内精炼铜供需平衡	全球精炼铜产量	全球精炼铜消费	全球精炼铜供需平衡
2013	618.8	291.2	915.8	-5.8	2105.8	2137.5	-31.7
2014	690	333	968	54.8	2247	2277	-30
2015	796	346	1084	58	2287	2237	50
2016	843	320	1126	37	2339	2300	39
2017	889	291	1170	10	2364	2355	9
2018	920	332	1195	57	2429	2412	17
2019	978.4	304	1287	-4.1	2393	2429	-36
2020	1002	430	1450	-18	2445	2390	55
2021	1059	350	1415	-6	2512	2531	-19
2022	1090	380	1400	70	2544	2552	-8
2023E	1220	350	1430	40	2650	2620	30
2024E	1300	300	1470	78	2722	2700	22

第五部分 总结与展望

2023 年铜价主要围绕中美宏观预期宽幅震荡。美元指数与铜呈显著的负相关关系，美联储加息预期的变化是影响铜价最重要的因素之一，美国经济动能正在弱化但韧性仍在，尽管市场普遍认同美联储加息周期已近尾声，但对于剩余加息次数和降息时点的预期相对混乱且时有反复。

国内方面，今年在保交楼政策的持续推进下，地产项目竣工速度出现明显加快，而地产的用铜需求主要就在竣工一侧，尽管中国经济修复进程充满波折，传统铜需求在今年仍显现出较强韧性。不过受制于过去三年疫情冲击，新开工面积低迷，地产项目相对偏少，使得本轮竣工下行周期的力度可能会比较显著，竣工下行周期或于明年二季度开启，故明年在传统铜需求方面不容乐观。需求端的新兴领域中，新能源汽车在经历连续两年成倍增长后，对铜需求量增速明显放缓，且又因混动汽车在新能源汽车中的占比较去年大幅提高，且混动汽车耗铜量低于纯电，故铜在新兴领域中的消费预期下降。

供给端来看，2023 年铜精矿与精炼铜产量整体均保持较高水平。展望 2024 年，全球矿端供给背景仍偏向宽松，且处于新增产能投放高峰期，需关注其实质性扰动情况。从供需平衡表来看，我们预计精炼铜供给将保持增长，但增速或出现下降态势。

2024 年铜市在供需区域宽松背景下，铜价缺乏突破动能，但当前全球库存处于历史极低水平，沪铜下方空间有限，基本面较难对沪铜走势起到决定性作用。2024 年沪铜的主要交易逻辑仍围绕宏观进行，鉴于今年经济

增速和消费支出的良好表现，预计恢复和扩大内需依然是明年国内经济重心，企业或将继续增加固定资产投资，同时美联储或进入降息周期，市场流动性或改善，宏观情绪较为乐观。

交易策略，长期来看，建议沪铜逢低做多。

风险因素：地缘政治超预期、矿端变化超预期、国内地产风险事件

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们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。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-67900698
邮编：400010
地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8