



有色金属铜半年度报告

2024年7月9日

国联期货研究所

交易咨询业务资格编号

证监许可[2011]1773号

分析师:

杨磊

从业资格号: F03128841

投资咨询号: Z0020255

相关报告:

《国联铜月报: 补库预期和冶炼减产利多盘面; 美滞胀风险升温》2024.04.26

内外共振有限, 节奏重于方向

➤ 宏观: 美国通胀放缓; 中国政策预期降温

美国劳动力市场走弱, 通胀放缓, 但房价和租金偏强, 年内通胀回落幅度预计有限。美联储9月降息预期升温, 但年内降息幅度或有限。国内上半年以旧换新和楼市新政提振预期, 下半年进入政策效果观察期; 化债和地缘扰动背景下, 政策加码力度预计有限。PPI显示触底回升趋势, 但补库力度预计偏弱。

➤ 供给: 铜矿短缺, 粗铜趋紧, 实质减产将至

因产量增速低于预期、投产延迟、Cobre Panama矿关闭等各种原因, 全年全球铜矿产量增速预期下调。中国国内铜精矿增量有限, 而粗炼产能扩张, 国内铜矿总体供应偏紧。上半年铜精矿短缺, 但粗铜和阳极铜补充原料, 国内精炼铜产量超预期; 海外精炼铜产量恢复性增加。

行业利润恶化, 新增产能控制趋严。下半年国内铜矿短缺预计仍难有效扭转, 废铜样本库存去库至偏低水平, 粗铜和阳极铜供应开始趋紧, 铜冶炼厂下半年原料缺口将进一步扩大, 加之冶炼利润不佳, 预计将发生实质性减产。

➤ 需求: 上半年受盘面抑制, 下半年仍有隐忧

上半年盘面涨幅远超下游可接受度, 铜材整体产量受抑制而减幅明显。下半年需求仍存忧。2024年特高压是电网建设重中之重, 更多拉动铝。电源投资增速放缓, 光伏下半年有压力, 欧美对中国光伏政策趋紧。房地产复苏仍偏缓。空调库存压力偏大, 下半年排产同比增幅有降低趋势。新能源汽车表现优良, 渗透率再提高, 但欧美对中国新能源汽车政策趋紧。

➤ 库存: 上半年库存超预期, 下半年进入去库

上半年COMEX铜库存虽紧, 但全球铜库存同比累库明显。6月末, 全球铜显性库存同比增近40万吨。国内上半年精炼铜同比供增需减, 社库累库, 库存处于近年同期高位; 下半年预计将发生实质性减产, 社库去库, 但消费仍有隐忧, 回升力度预计有限, 将限制社库去库幅度。

➤ 展望

美国劳动力走弱, 通胀放缓, 但租金水平将限制年内通胀回落幅度, 美联储年内降息幅度或有限。化债和地缘扰动背景下, 国内下半年政策预期降温。年内全球铜矿产量增速预期下调, 冶炼利润恶化, 实质减产将至。下半年需求仍有隐忧, 社库去库幅度受限。美降息预期和供给约束将阶段性利多盘面, 但内外共振有限, 需求存忧, 盘面上方有限。节奏重于方向, 买预期, 卖现实。

正文目录

一、行情回顾	- 4 -
二、宏观：美国通胀放缓；中国政策预期降温	- 5 -
三、供给：铜矿短缺，粗铜趋紧，实质减产将至	- 7 -
3.1 全球铜矿产量增速预期下调；中国港口库存偏低	- 7 -
3.2 原料供应紧、冶炼利润缩，冶炼厂或将实质减产	- 9 -
3.3 铜进口倒挂，冶炼厂出口量增加	- 11 -
3.4 冶炼厂或将实质减产，国内供给压力将减轻	- 11 -
四、需求：上半年受盘面抑制，下半年仍有隐忧	- 12 -
4.1 上半年铜材开工分化，整体受高盘面抑制	- 12 -
4.2 下半年消费仍有隐忧，回升力度预计有限	- 14 -
五、库存：上半年库存超预期，下半年进入去库	- 19 -
六、展望	- 21 -
图 1：沪铜加权日线图	- 4 -
图 2：美国 CPI&核心 CPI	- 5 -
图 3：美国新增非农就业人数	- 5 -
图 4：中国房地产销售&开工&竣工累计同比	- 6 -
图 5：固定资产投资完成额累计同比	- 6 -
图 6：中国 PPI 同比&产成品存货同比	- 7 -
图 7：美国 PPI 同比&制造业库存同比	- 7 -
图 8：全球铜矿产量	- 8 -
图 9：中国铜精矿产量	- 8 -
图 10：铜矿砂及其精矿进口数量	- 8 -
图 11：铜精矿港口库存	- 8 -
图 12：全球电解铜产量	- 9 -
图 13：中国电解铜产量	- 9 -
图 14：精废铜价差	- 10 -
图 15：废铜样本库存	- 10 -
图 16：铜精矿 TC 指数	- 10 -
图 17：铜冶炼利润	- 10 -
图 18：铜现货进口利润	- 11 -
图 19：精炼铜净进口数量	- 11 -
图 20：国内精炼铜供给	- 12 -
图 21：中国铜材产量	- 12 -
图 22：精铜制杆产能利用率	- 12 -
图 23：中国精铜杆产量	- 12 -
图 24：铜板带产能利用率	- 13 -
图 25：中国铜板带产量	- 13 -
图 26：铜管产能利用率	- 13 -

图 27 : 中国铜管产量	- 13 -
图 28 : 铜棒产能利用率	- 14 -
图 29 : 中国铜棒产量	- 14 -
图 30 : 电网基本建设投资完成额	- 14 -
图 31 : 电源基本建设投资完成额	- 14 -
图 32 : 光伏新增装机容量	- 15 -
图 33 : 光伏电池出口数量	- 15 -
图 34 : 风电新增装机容量	- 15 -
图 35 : 风力发电机组出口数量	- 15 -
图 36 : 商品房销售面积	- 16 -
图 37 : 商品房待售面积	- 16 -
图 38 : 房屋竣工面积	- 16 -
图 39 : 房屋施工面积	- 16 -
图 40 : 房屋新开工面积	- 17 -
图 41 : 房地产开发投资完成额	- 17 -
图 42 : 中国家用空调产量	- 17 -
图 43 : 中国家用空调销量	- 17 -
图 44 : 中国家用空调库存	- 17 -
图 45 : 中国空调计划产量	- 17 -
图 46 : 中国冰箱计划产量	- 18 -
图 47 : 中国洗衣机计划产量	- 18 -
图 48 : 新能源汽车产量	- 18 -
图 49 : 新能源汽车销量	- 18 -
图 50 : 汽车产量	- 19 -
图 51 : 汽车销量	- 19 -
图 52 : 电解铜现货库存	- 20 -
图 53 : 电解铜保税区库存	- 20 -
图 54 : LME 铜库存	- 20 -
图 55 : COMEX 铜库存	- 20 -

一、行情回顾

沪铜 2024 年上半年行情可谓波澜壮阔。在中国以旧换新政策提振需求预期、美联储降息预期升温、铜冶炼企业座谈会在亏损背景下协商控制产量、COMEX 铜挤仓担忧发酵等一系列驱动加持下，沪铜加权 3~5 月增仓上行，一度探至 88940 元/吨，创上市以来新高。之后又在 COMEX 铜挤仓风险缓释、再生铜补充冶炼厂原料、弱需求推高库存、美联储降息预期反复等一系列驱动抑制下，沪铜加权 6 月减仓下行，最低探至 77510 元/吨。

1 月沪铜呈 V 形走势，窄幅震荡。中上旬，中国 12 月统计局制造业 PMI 因外需回落而收缩；美国 12 月就业和核心通胀均超预期，美联储降息预期降温；内外宏观共同抑制盘面。之后，中国央行宣布 2 月降准，加之美国软着陆预期升温，盘面回升。2 月沪铜整体仍呈震荡走势，美国经济数据偏弱，不过通胀也低于预期。

3 月沪铜加权增仓突破上行。国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，铜消费预期大幅升温。美国通胀进一步回落，市场提高对美联储本年降息的预期。铜精矿 TC 大幅下行，冶炼厂亏损压力下大多计划提前检修，电解铜供给预期收紧。内外宏观共振，加之供给预期收紧，沪铜盘面增仓突破，开启上行行情。

图 1：沪铜加权日线图



数据来源：文华财经、国联期货研究所

4 月美联储降息预期后置，但国内以旧换新发酵及美国二次通胀预期、俄罗斯铜交仓限制一起共振，继续推高沪铜盘面。国内以旧换新政策继续发酵：工信部等印发《推动工业领域设备更新实施方案》，商务部等印发《推动消费品以旧换新行动方案》。美联储降息预期后置：美国 3 月 CPI 超预期，美联储官员表态开始强硬，美联储主

席称通胀缺乏进展，高利率保持更长时间可能合适，纽约联储主席甚至警告称如果数据显示需加息以实现目标，美联储就会加息。LME 宣布暂停为 4 月 13 日后生产的俄罗斯金属出具仓单，而据 3 月 LME 按产地划分的金属库存，LME 铜库存中俄铜占比超 6 成，LME 铜交割品担忧升温。

5 月 COMEX 铜挤仓担忧升温，沪铜加权上涨创历史新高，但基本面已经开始显示颓势。国内地产政策优化，宏观预期向好。美国经济数据参差不齐，美联储既难降息也难加息：4 月通胀降温，零售销售停滞，5 月 Markit 综合 PMI 创两年新高，主要推动力来自制造业。COMEX 铜库存 5 月持续去库，虚实盘比大幅攀升，考虑到中国和俄罗斯铜并不是 COMEX 铜交割品牌，交割担忧拉动盘面。基本面显示颓势：铜精矿紧张但阳极铜供应充裕，电解铜产量超预期；高盘面抑制消费，电解铜社会库存创年内新高，现货贴水明显走扩。

6 月宏观偏空，基本面仍显颓势，资金离场，沪铜加权减仓下行。宏观氛围偏空：美国 5 月非农就业和时薪超预期，重挫市场对美联储降息的预期；美联储 5 月议息会议宣布利率不变，态度偏鹰，称降息时间可能推迟至 12 月，预计今年仅降息一次，幅度 25 基点，认为需要给经济施加更多限制才能让通胀受控；6 月 Markit 制造业 PMI 高于预期。基本面延续颓势：电解铜产量超预期；下游需求小幅回升，但多数需求仍未复苏；电解铜社会库存同比仍处近年同期高位。

二、宏观：美国通胀放缓；中国政策预期降温

美国通胀放缓，劳动力市场亦有走弱迹象，鲍威尔在近期中央银行论坛上称美联储在通胀方面取得重大进展，预计一年内美国通胀率不超过 2.5% 左右。市场对美联储 9 月降息的预期升温。美国一季度通胀再度走强，1、2、3 月 CPI 同比 3.1%、3.2%、3.5%；二季度通胀重新放缓，4、5 月 CPI 同比 3.4%、3.3%；美国核心通胀呈放缓趋势，1~5 月核心 CPI（不含食物、能源）从同比 3.9% 降低至同比 3.4%。

图 2：美国 CPI&核心 CPI



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 3：美国新增非农就业人数



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

美国通胀放缓，但受房租通胀影响，年内美国通胀回落幅度预计有限。美国 CPI 中的房租价格包括居住租金和业主等价租金两部分，二者在 CPI 中的权重分别为 7.6%

和 26.6%。美国 5 月 CPI 中，居住租金 CPI 同比 5.3%，环比 0.4%；业主等价租金同比 5.7%，环比 0.4%。目前美国房地产供需偏紧：抵押贷款利率高，房屋置换需求受抑制，成屋供给偏紧；青年人及移民推升住房需求。美国房地产供紧需增的背景下，房价和租金偏强运行，年内美国通胀回落幅度预计有限，限制美联储降息空间。

美国劳动力市场有走弱迹象，但整体仍显示韧性，移民为 2021 年以来美国劳动力市场提供重要贡献。美国 5 月非农就业超预期增 27.2 万人，时薪同比超预期增 4.1%，一度打压了市场对美联储降息的预期，而 5 月失业率提高至 4%。美国 6 月“小非农”ADP 超预期下滑，新增就业 15 万人，为四个月最低。年内美国大选，现任总统拜登开始收紧移民政策；若特朗普再度当选，限制移民政策预计将被长期执行。

美联储 6 月议息会议宣布利率不变，称降息时间可能推迟至 12 月，预计今年仅降息一次，幅度 25 基点，认为需要给经济施加更多限制才能让通胀受控。6 月美联储会议纪要显示官员承认美国经济似乎在放缓，且物价压力在减轻，但仍建议在承诺降息前采取观望态度，在有更多信息显示通胀正朝 2% 的目标迈进前，降低借贷成本是不合适的。美联储主席鲍威尔在 7 月初中央银行论坛上称美联储在通胀方面取得重大进展，但也强调，希望在开始宽松货币政策前，对通胀将持续下降至 2% 左右更有信心。

美国通胀放缓，但房价和租金偏强运行，年内美国通胀回落幅度预计有限。美国劳动力市场有走弱迹象，移民政策收紧趋势下，移民对美国劳动力市场贡献将减弱。美联储 9 月降息预期升温，但年内降息幅度有限，预计仅降息一次，幅度 25 基点。

图 4：中国房地产销售&开工&竣工累计同比



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 5：固定资产投资完成额累计同比



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

中国制造业向好，地产复苏偏缓。截至 2024 年 5 月，固定资产投资（不含农户）完成额中，制造业累计同比增 9.6%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）累计同比增 5.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业累计同比增 23.7%，而房地产开发投资累计同比减 10.1%。

以旧换新，提振预期。3 月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，推进重点行业设备更新改造，加快建筑和市政基础设施领域设备更新，支持交通运输设备和老旧农业机械更新，提升教育文旅医疗设备水平，开展汽车以旧

换新，开展家电产品以旧换新，推动家装消费品换新。

地产复苏仍偏缓，但影响减弱。截至 2024 年 5 月，商品房销售面积同比减 20.3%，房地产新开工施工面积累计同比减 24.2%，房地产施工面积累计同比减 11.6%，房地产竣工面积累计同比减 20.1%。1-5 月房地产开发投资累计值占固定资产投资(不含农户)完成额累计值的比重降低至 22%，较 2021 年 2 月高位的 31%明显降低，地产端的影响有所减弱。

针对居民端地产消费的能力和意愿有限的情况，地产政策进一步放松。一季度末，居民部门杠杆率 64%；预期房价上升的比例降至 11%。“517”楼市新政出台：一，政府通过调规、换地、收购等方式帮助企业去库存，央行按贷款本金 60%发放再贷款 3000 亿元，支持地方国企以需定购后用作配售/配租保障房；二，首套/二套首付比例下限降 5%至 15%/25%，下调公积金利率 25bp 至 2.85%，取消商贷利率下限。

上半年以旧换新和楼市新政出台，提振市场预期，下半年进入政策执行效果观察期，化债和地缘扰动背景下，政策加码力度预计有限，政策预期降温。

图 6：中国 PPI 同比&产成品存货同比



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 7：美国 PPI 同比&制造业库存同比



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

中美 PPI 均显示触底回升趋势，补库周期可期，但补库力度预计偏弱。中国 5 月 PPI 当月同比-1.4%，规模以上工业企业产成品存货期末同比 3.6%；美国 5 月 PPI 当月同比 0.5%，美国制造业库存当月同比 0.8%。中国上半年以旧换新和楼市新政出台，下半年进入政策执行效果观察期，化债和地缘扰动背景下，政策加码力度预计有限，地产复苏偏缓，国内 PPI 仍有压力。美国制造业库存同比回升，美联储年内降息幅度预计有限，零售数据有走弱迹象，加之有色、原油等仍处相对高位，补库力度预计偏弱。

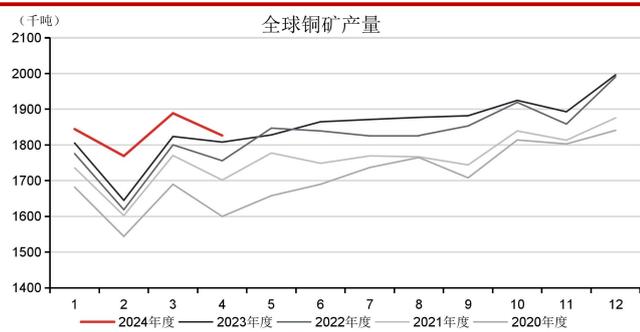
三、供给：铜矿短缺，粗铜趋紧，实质减产将至

3.1 全球铜矿产量增速预期下调；中国港口库存偏低

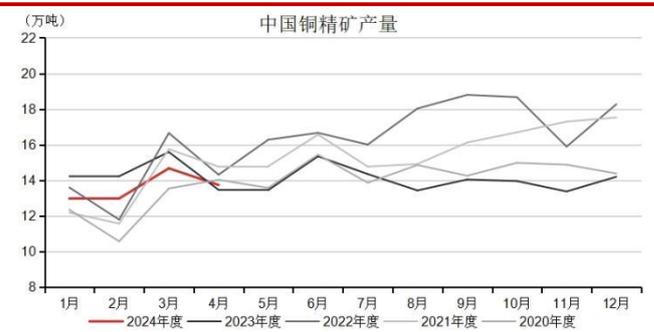
全球 1-4 月铜矿产量同比增加，主要贡献来自智利、秘鲁、印尼、美国的产量恢复和刚果金的产能提升。据 ICSG，2024 年 1-4 月全球铜矿产量 732.9 万吨，较 2023

年同期的 698.6 万吨增 4.9%，其中铜精矿产量增 2.9%，湿法炼铜产量增 13.5%。智利铜矿产量增 2%，其中铜精矿产量增 3.2%，湿法炼铜产量减 1.6%。秘鲁铜矿产量增 1%，因从 2023 年初由于社区活动影响运营而导致的减量中恢复。印尼铜矿产量增 35%，因从 2023 年一季度由于降雨滑坡影响运营而导致生产限制中恢复。美国铜矿产量增 9%，因从 2023 年一季度产量减少中恢复。刚果金铜矿产量增 24%，因 Kamo a 矿扩张及其它较小矿山的新建/扩建产能。巴拿马 Cobre Panama 矿从 2023 年 11 月开始停产，目前没有产量。

中国 1-4 月铜精矿产量同比缩减。据有色协会，2024 年 1-4 月中国铜精矿产量 54.4 万吨，较 2023 年同期的 57.5 万吨，同比减 5.4%。

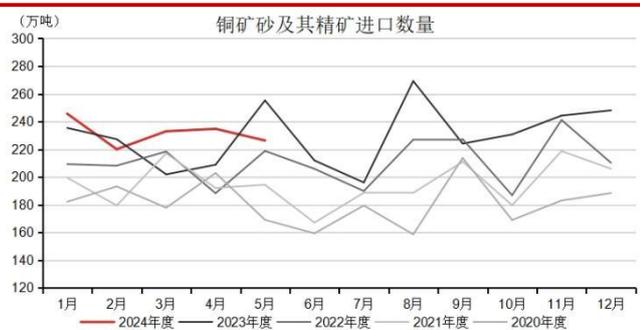
图 8：全球铜矿产量


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 9：中国铜精矿产量


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

全年铜矿产量增速预期下调。ICSG 于 4 月 29 日发布的 2024/2025 铜市预测中，预计 2024 年铜矿产量 2251.4 万吨，同比增 0.5%，较 2023 年 10 月预计的 3.7% 大幅降低，而 2025 年铜矿产量预计 2340.3 万吨，同比增 3.9%。2024 年铜矿产量增速预期下滑主要因：部分铜矿产量增速因地质、技术或资金等原因低于预期；部分项目投产延迟；部分项目降低产量指引；第一量子矿业在巴拿马的 Cobre Panama 矿关闭。2025 年俄罗斯 Malmyzhskoye 矿投产和刚果金 Kammoa-Kakula 铜矿三期扩建，及一些中小型铜矿的扩建和投产，将为全球铜矿带来新的增长；但仍需关注项目实际进度和产量达标情况。

图 10：铜矿砂及其精矿进口数量


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 11：铜精矿港口库存


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

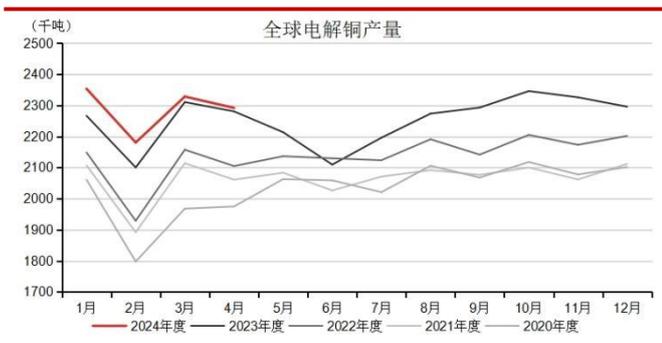
中国铜精矿增量有限，而铜粗炼产能迅速扩张，铜精矿自给率降低、对外依存度上升，进口同比增加。中国目前铜矿增量多为扩建项目贡献，可开发的超大型优质铜矿稀缺，目前只有中铝集团凉山州红泥坡铜矿和紫金矿业西藏朱诺铜矿。中国铜粗炼产能迅速扩张，2023年粗炼产能约1033万吨，2023-2025年算数平均年化增长率预计为10%，预计形成1214万吨产能。中国铜粗炼新增产能是全球铜粗炼新增产能的最主要贡献来源，中国未来铜粗炼产能占全球铜粗炼产能的权重将超50%。

中国铜粗炼产能扩张，铜精矿进口同比增加，港口铜精矿库存为近年同期低位，国内铜矿总体供应偏紧。2024年1-5月，中国进口铜矿砂及其精矿1159.94万吨，较2023同期的1128.9万吨增2.7%。6月28日港口铜精矿库存48.05万吨，较去年同期低15.25万吨。

3.2 原料供应紧、冶炼利润缩，冶炼厂或将实质减产

2024年1-4月全球精炼铜产量同比增加，主要贡献来自中国和刚果金。据ICSG，1-4月全球精炼铜产量915.5万吨，较去年同期的867.7万吨，增5.5%，其中原生铜产量761.6万吨，同比增5.2%，再生铜产量153.9万吨，同比增7%。全球精炼铜产量增长主要因中国和刚果金产能扩张，两国产量合计占全球的54%，全球其它地区仅增1.2%。中国精炼铜产量同比增6%，因原生铜和再生铜冶炼厂和精炼厂的投产和扩建。刚果金精炼铜产量同比增32%，因新建和扩建电积厂的增产。智利精炼铜产量同比减4%，其中电解铜产量减7.5%，湿法铜产量减1.5%。日本精炼铜产量同比增3.3%，美国增2.9%，而欧盟减6.3%。全球再生铜产量增量主要来自中国。

图 12：全球电解铜产量



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 13：中国电解铜产量



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

2023年多个主要精炼铜生产国，包括智利、日本、印度、印尼和美国，出现一系列维护停工、事故和运营问题；2024年全球精炼铜产量预计恢复性增加。据ICSG，全球精炼铜2024年产量预计2728万吨，同比增2.8%；2025年产量预计2788.7万吨，同比增2.2%，其中电解铜产量预计增2.9%，电积铜产量预计增0.5%。

铜精矿短缺，但粗铜和阳极铜补充原料，上半年国内精炼铜产量超预期。铜矿供应扰动，矿端偏紧，铜冶炼加工费大幅下行至历史低位，3月13日国内19家铜冶炼

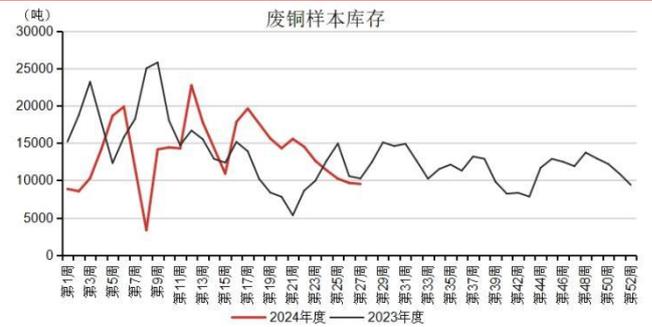
企业座谈会就控制冶炼产量达成一致，但粗铜和阳极铜补充原料，精炼铜产量超预期。据 SMM，国内 4 月电解铜产量 98.51 万吨，预期 96.5 万吨；5 月产量 100.86 万吨，预期 97.71 万吨；6 月产量 100.5 万吨，预期 98.5 万吨。中国 1-6 月电解铜产量 591.83 万吨，较去年同期增 6.5%。

图 14：精废铜价差



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 15：废铜样本库存

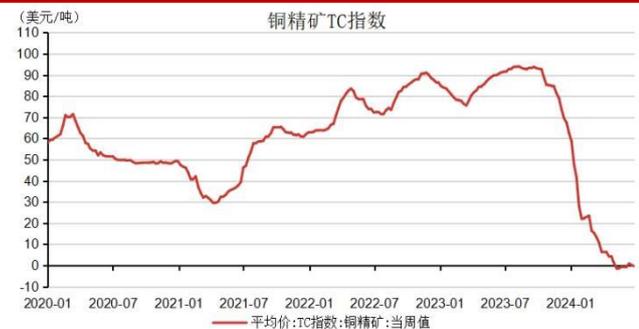


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

铜矿短缺将持续，而精废价差回落，废铜样本库存去库至偏低水平，粗铜和阳极铜供应开始趋紧，铜冶炼厂下半年原料缺口将进一步扩大，加之冶炼利润不佳，预计将发生实质性减产。上半年进口铜精矿 TC 指数快速下行，2024 年 6 月下旬，进口铜精矿 TC 均价-0.28 美元/吨，较 2023 年底下跌 62.83 美元/吨。上半年铜精矿 TC 下行，铜冶炼利润恶化，采购零单铜精矿进行生产持续亏损，平均亏损幅度在 2000 元/吨附近。

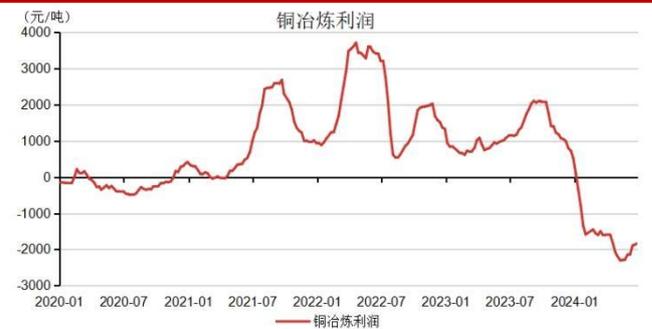
行业利润恶化，新增产能控制趋紧。Antofagasta 与部分中国冶炼厂的铜精矿年中谈判落地，将 2025 年 50%的铜精矿长单 TC 敲定为 23.25 美元/干吨，较 2024 年 H2 的 80 美元/干吨的长单 TC 大幅走低，也明显低于 40~50 美元/干吨的行业平均成本。国内铜冶炼厂利润进一步压缩，长协盈利保护不再，精炼铜减产压力增大。国务院 5 月 29 日发布《2024-2025 年节能降碳行动方案》，提到从严控制铜冶炼新增产能，铜冶炼能效标杆水平以上产能占比达到 50%；指出到 2025 年底，再生金属供应占比达到 24%以上。

图 16：铜精矿 TC 指数



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 17：铜冶炼利润



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

3.3 铜进口倒挂，冶炼厂出口量增加

上半年现货铜进口窗口整体呈关闭状态。1月至2月上旬，现货铜进口窗口打开，2月下旬开始直到6月底，现货铜进口窗口整体呈关闭状态。2月下旬至5月中旬，LME铜库存整体呈去库状态，而国内铜社会库存攀升，难以有效去库，内外持续倒挂，冶炼厂出口量增加。伦敦金属交易所LME宣布暂停为4月13日后生产的俄罗斯金属出具仓单，而据3月LME按产地划分的金属库存，LME铜库存中俄铜占比超6成，受此影响，进口倒挂一度加深。

据海关数据，中国2024年1-5月进口精炼铜（未锻轧铜含量>99.9935%的精炼铜阴极及未锻轧其他精炼铜阴极）151.51万吨，较去年同期增19.7%；1-5月出口精炼铜（未锻轧铜含量>99.9935%的精炼铜阴极及未锻轧其他精炼铜阴极）14.42万吨，较去年同期减1.8%；1-5月净进口精炼铜137.09万吨，较去年同期增22.6%。

图 18：铜现货进口利润



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 19：精炼铜净进口数量



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

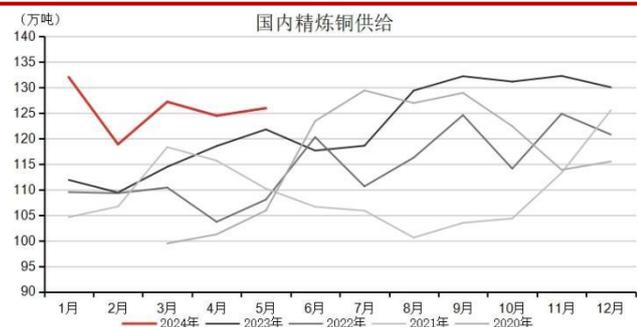
下半年铜现货进口窗口有望打开。铜矿短缺难以改善，国内粗铜和阳极铜供应开始趋紧，铜冶炼厂下半年原料缺口更甚，且冶炼利润不佳，实质性减产将至，铜社会库存压力有望减缓。海外需求有走弱压力。据ICSG，2024年1-4月全球精炼铜表观消费同比增4%，而除中国外的全球其它地区表观消费同比只增1%，欧盟、日本需求偏弱。5月中旬开始，LME铜进入累库趋势。欧央行从6月12日起将欧元区三大关键利率下调25个基点，结束自2022年7月以来的加息周期；降息的主要原因是经济增长缓慢。6月欧元区制造业PMI走低至45.8，美国ISM制造业PMI走低至48.5。

3.4 冶炼厂或将实质减产，国内供给压力将减轻

上半年精炼铜同比呈供增需减状态，铜社会库存累库，库存水平持续处于近年同期高位，铜现货升贴水承压。中国2024年1-5月电解铜产量491.33万吨，同比增5.9%；1-5月精炼铜净进口量137.09万吨，同比增22.6%；1-5月产量和净进口量汇总的国内供给达628.42万吨，同比增9.1%。据统计局，中国1-5月铜材累计产量862.1万吨，同比减1.55%。据Mysteel，中国1-5月精铜杆、铜板带箔、铜管、铜棒等主要

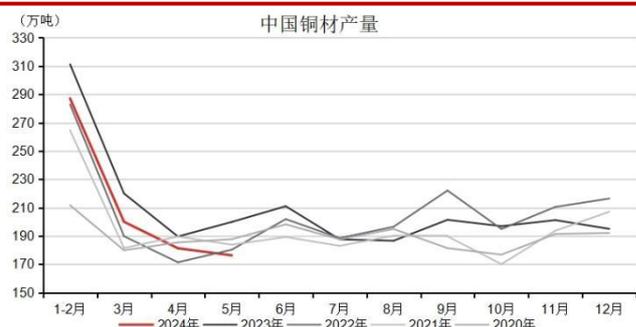
铜材产量 591.84 万吨，同比减 3.4%。

图 20：国内精炼铜供给



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 21：中国铜材产量



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

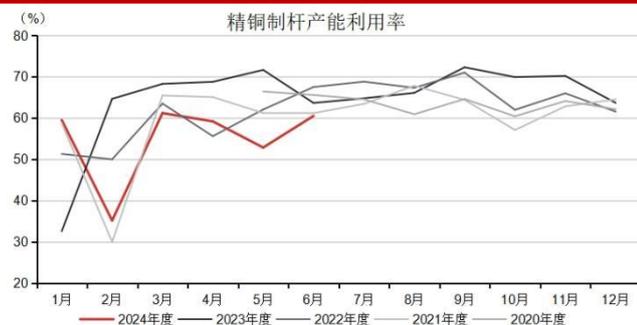
下半年国内冶炼厂或将实质减产，国内供给压力将减轻，现货升贴水有望走强，但从终端需求看，仍有隐忧，现货升贴水走强幅度预计有限。

四、需求：上半年受盘面抑制，下半年仍有隐忧

4.1 上半年铜材开工分化，整体受高盘面抑制

3月中旬开始盘面受国内以旧换新、美国二次通胀预期升温、COMEX 铜挤仓担忧等驱动而快速上行，涨幅远超下游可接受范围，铜材开工虽有所分化但整体受高盘面抑制而减幅明显。2024 年 1-2 月，国内精铜杆、铜板带箔、铜管、铜棒等主要铜材产量 202.84 万吨，同比增 3.5%；3-5 月主要铜材产量 389 万吨，同比减 6.6%。铜材亦有分化，1-5 月精铜杆产量同比减 4.9%，铜板带产量同比减 8.9%，铜箔产量同比减 12.2%，铜管产量同比增 12.2%，铜棒产量同比增 1.1%。6 月盘面回落，精铜杆产量环比同比均有所修复；6 月精铜杆产量 75.49 万吨，环比增 10.8%，同比增 2%。

图 22：精铜制杆产能利用率



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

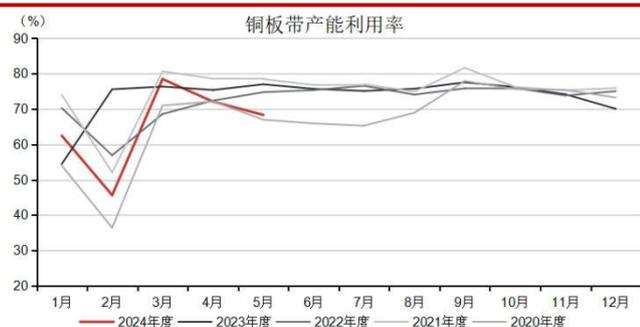
图 23：中国精铜杆产量



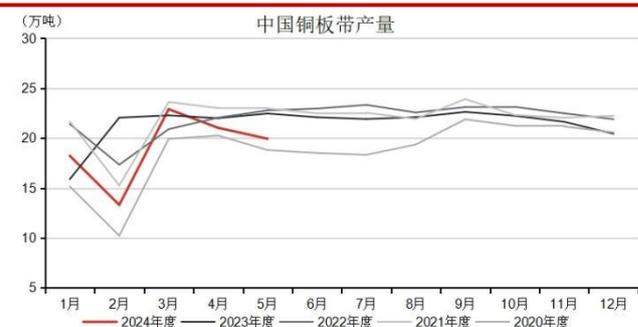
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

精铜杆产量占主要铜材（除再生铜杆）的比重超一半，精铜杆产能利用率对精炼

铜的消费量影响明显。3月中旬开始盘面走强，下游需求受抑，旺季不旺，金三银四精铜杆产能利用率同比下滑明显；5月盘面冲高，精铜杆产能利用率环比继续下滑；6月盘面回落，下游需求有所恢复，精铜杆产能利用率环比提高。中国精铜杆2024年1-6月产量415.44万吨，同比减3.7%，其中1-2月产量119.12万吨，同比增9%；3-5月产量220.83万吨，同比减11%；6月产量75.49万吨，同比增2%。

图 24：铜板带产能利用率


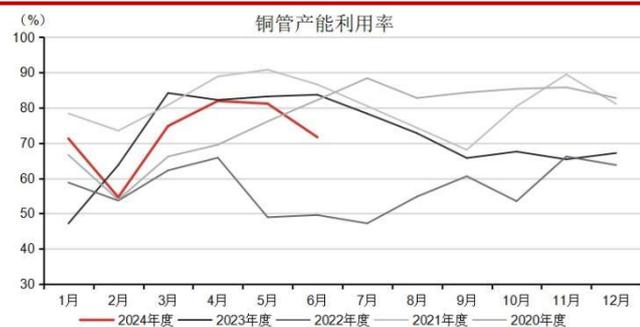
数据来源：我的钢铁、ifind、国联期货研究所

图 25：中国铜板带产量


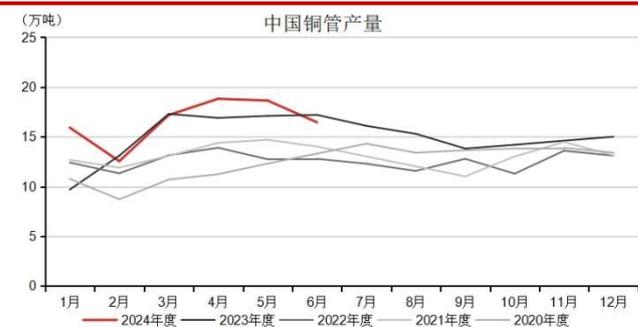
数据来源：我的钢铁、ifind、国联期货研究所

中国1-5月铜板带产量95.42万吨，同比减8.9%，其中1-2月铜板带产量31.54万吨，同比减16.9%，3-5月铜板带产量63.88万吨，同比减4.3%。

1-5月铜箔产量24.56万吨，同比减12.2%，其中1-2月铜箔产量9.55万吨，同比减15%，3-4月铜箔产量15.01万吨，同比减10.3%。

图 26：铜管产能利用率


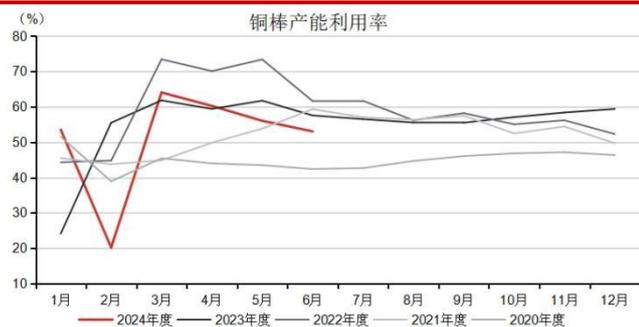
数据来源：我的钢铁、ifind、国联期货研究所

图 27：中国铜管产量


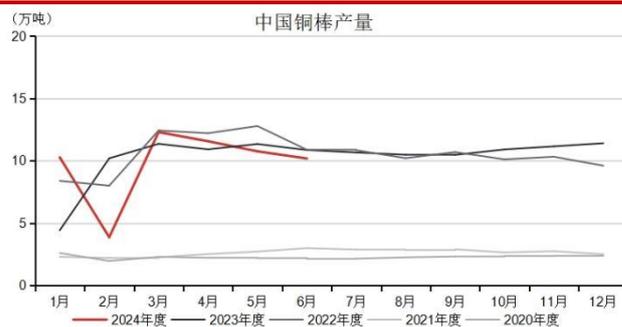
数据来源：我的钢铁、ifind、国联期货研究所

上半年空调产销双旺，排产同比高增，提振铜管产量。中国铜管1-6月产量99.57万吨，同比增9.1%，其中1-2月产量28.47万吨，同比增24.8%；3-5月产量54.65万吨，同比增6.5%；6月产量16.46万吨，同比减4.3%。

中国铜棒1-6月产量58.99万吨，同比减0.3%，其中1-2月产量14.16万吨，同比减3.3%；3-5月产量34.64万吨，同比增3%；6月产量10.19万吨，同比减6.3%。

图 28：铜棒产能利用率


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 29：中国铜棒产量


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

4.2 下半年消费仍有隐忧，回升力度预计有限

电力：电力是中国碳排放主要来源，国内能源转型，新能源发展迅速；为加快构建新能源供给的消纳体系，电网投资持续增加。2022 年电网基本建设投资完成额累计 5012 亿元，累计同比增 2%；2023 年电网基本建设投资完成额累计 5275 亿元，累计同比增 5.4%；2024 年 1-5 月电网基本建设投资完成额累计 1703 亿元，累计同比增 21.6%。国家电网有限公司第四届职工代表大会第四次会议暨 2024 年工作会议提到，2024 年国家电网年度投资额将在 2023 年高水平的基础上继续增加，预计电网建设投资总规模将超 5000 亿元。不过 2024 年度特高压工程是重中之重，消费更多是拉动铝。

图 30：电网基本建设投资完成额


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 31：电源基本建设投资完成额


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

电源投资增速放缓。中国 2022 年电源基本建设投资完成额累计 7208 亿元，累计同比增 22.8%；2023 年电源基本建设投资完成额累计 9675 亿元，累计同比增 30.1%；2024 年 1-5 月电源基本建设投资完成额累计 2578 亿元，累计同比增 6.5%。截至 2024 年 5 月底，中国累计发电装机容量约 30.4 亿千瓦，同比增 14.1%，其中太阳能发电装机容量约 6.9 亿千瓦，同比增 52.2%；风电装机容量约 4.6 亿千瓦，同比增 20.5%。

新增光伏装机容量增速放缓，下半年仍有压力。中国 2024 年 1-5 月光伏发电累计新增装机容量 7915 万千瓦，累计同比增 29.31%，增速放缓；2023 年光伏发电累计新增装机容量 21602 万千瓦，累计同比增 147.13%；2022 年光伏发电累计新增装机容量

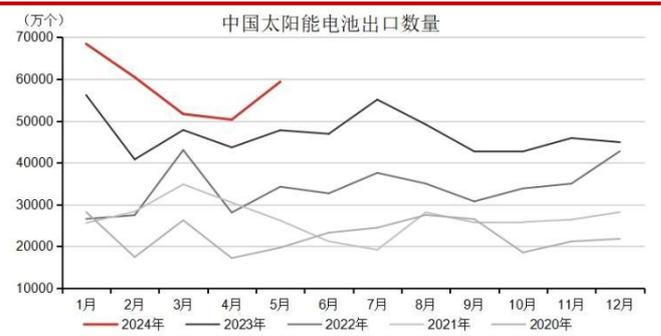
量 8741 万千瓦，累计同比增 59.13%。由于国内一二期风光大基地项目落地及配套特高压输送使用，集中式光伏新增装机增速预计放缓；而分布式光伏由于配电网接入能力暂时有限，增量被限制。中国 2024 年 1-5 月太阳能电池累计出口数量 29.02 亿个，同比增 22.8%；2023 年太阳能电池累计出口数量 56.37 亿个，同比增 38.4%。由于海外融资成本高、电价回落及欧洲光伏组件库存偏高等原因，海外光伏装机增速放缓。

图 32：光伏新增装机容量



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 33：光伏电池出口数量



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

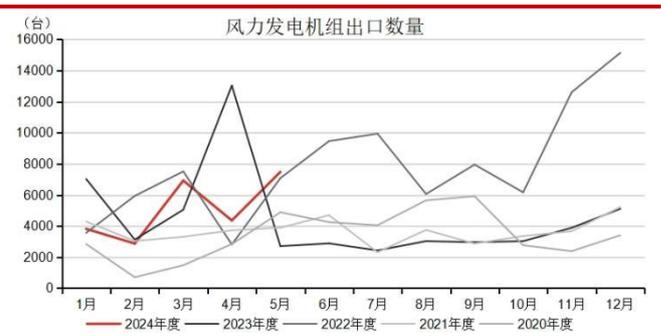
欧美对中国光伏政策趋紧。5 月中旬，美国宣布对进口自中国的 180 亿美元商品加征关税，其中光伏电池关税增加一倍，达 50%。5 月下旬，欧盟理事会通过了《净零工业法案》，提出到 2030 年，欧盟净零技术的制造能力至少达到欧盟部署需求的 40%；净零技术主要包括太阳能光伏、热能技术、风力涡轮机、电池和储能等。据欧盟委员会统计，欧洲超 90% 的太阳能光伏晶圆和其它光伏技术组件进口自中国。

图 34：风电新增装机容量



数据来源：钢联数据、ifind、国联期货研究所

图 35：风力发电机组出口数量



数据来源：钢联数据、ifind、国联期货研究所

风电增速可观。据全球风能理事会（GWEC）《2024 年全球风能报告》，2023 年全球风电新增装机容量达 117 GW，同比增 50%，其中陆上风电新增装机容量达 106 GW，同比增 54%；海上风电新增装机容量达 10.8 GW，同比增 24%。风电增速提高，但各国政策仍存不确定性。中国风电景气向上，2024 年 1-5 月风电累计新增装机容量 1976 万千瓦，累计同比增 20.78%；2023 年风电累计新增装机容量 7566 万千瓦，累计同比增 96%。

地产：政策向地产去库存倾斜。2024年1-5月中国商品房销售面积累计36642.06万平方米，同比减20.3%。截至2024年5月底，中国商品房待售面积74256万平方米，同比增15.8%。地产政策优化，“517”楼市新政出台：一，政府通过调规、换地、收购等方式帮助企业去库存，央行按贷款本金60%发放再贷款3000亿元，支持地方国企以需定购后用作配售/配租保障房；二，首套/二套首付比例下限降5%至15%/25%，下调公积金利率25bp至2.85%，取消商贷利率下限。

图 36：商品房销售面积



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 37：商品房待售面积



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

房屋竣工面积同比下行压力犹存，地产端线缆需求承压。截至 2024 年 5 月底，中国房屋竣工面积累计 22245.03 万平方米，同比减 20.1%；房屋施工面积累计 688895.68 万平方米，同比减 11.6%。

图 38：房屋竣工面积



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 39：房屋施工面积



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

地产新开工有改善迹象，但房地产销售成交显示复苏偏缓，后续地产新开工改善幅度预计有限。中国截至 2024 年 2 月房屋新开工面积累计 9428.94 万平方米，累计同比减 29.7%，3-5 月房屋新开工面积累计同比减幅逐渐缩窄，截至 5 月房屋新开工面积累计 30089.53 万平方米，累计同比减 24.2%，减幅较 2 月底缩窄 5.5 个百分点。“517”楼市新政出台。中国 6 月 30 大中城市商品成交面积 1008.92 万平方米，环比增 22.9%，同比减 19.9%，其中一线城市商品房成交面积 277.41 万平方米，环比增 38.2%，同比减 13.1%，二线城市商品房成交面积 504.69 万平方米，环比增 14.4%，

同比减 27.7%，三线城市商品房成交面积 226.83 万平方米，环比增 26.8%，同比减 6.4%。6 月地产成交环比改善明显，但同比显示复苏仍缓。

图 40：房屋新开工面积



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

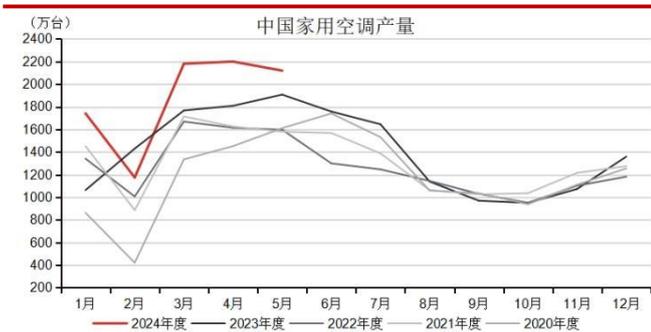
图 41：房地产开发投资完成额



数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

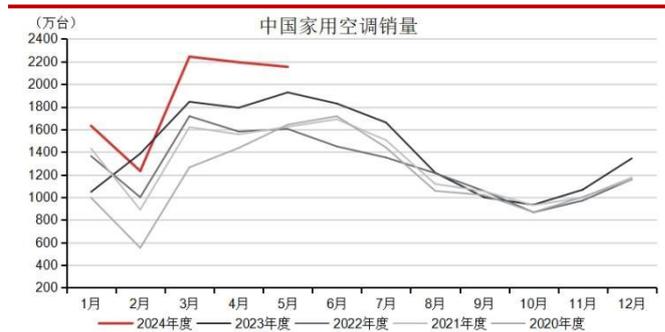
家电：以旧换新提振市场预期，上半年空调排产同比高增，产销两旺，出口亦表现亮眼。据产业在线，2024 年 1-5 月家用空调累计产量 9415.4 万台，较去年同期增 18%；1-5 月家用空调累计销量 9453.23 万台，较去年同期增 18.2%。据海关数据，1-5 月空调累计出口量 3230 万台，较去年同期增 17.2%。

图 42：中国家用空调产量



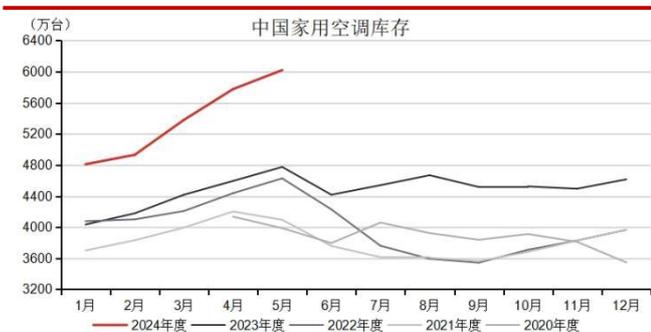
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 43：中国家用空调销量



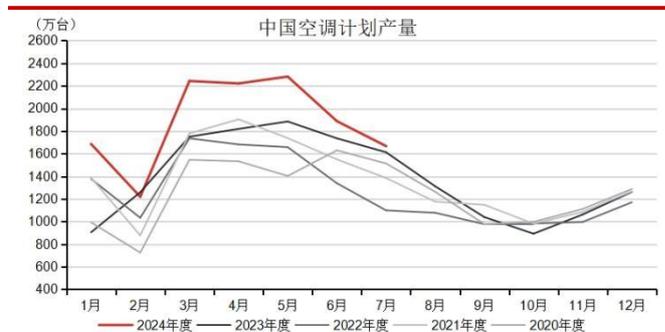
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 44：中国家用空调库存



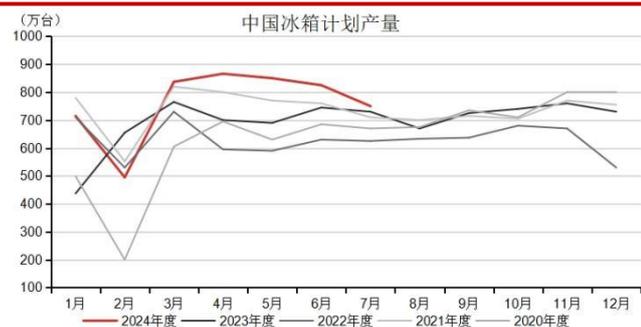
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 45：中国空调计划产量

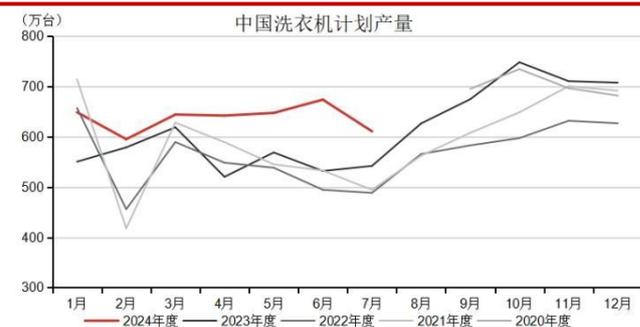


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

空调库存压力偏大，下半年空调排产同比增幅有降低趋势。据产业在线，截至2024年5月底，家用空调库存6020.3万台，同比增26.1%，其中空调厂内库存1672.1万台，同比减10.4%，空调渠道库存4348.2万台，同比增49.5%。空调厂内库存同比偏低，但渠道库存同比明显偏高，库存压力偏大。618空调销售不及预期，下半年空调排产同比增幅有放缓迹象。据产业在线，2024年1-6月空调计划产量同比增23.4%，7月空调计划产量同比增幅放缓到3.4%。

图 46：中国冰箱计划产量


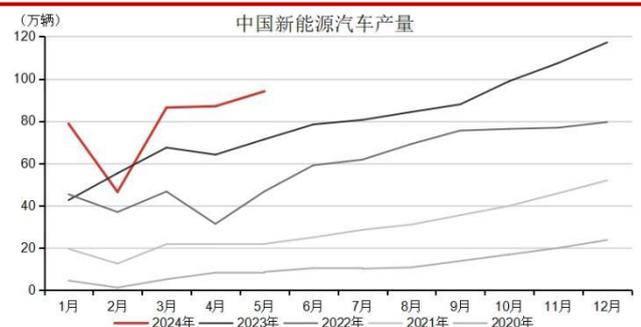
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 47：中国洗衣机计划产量


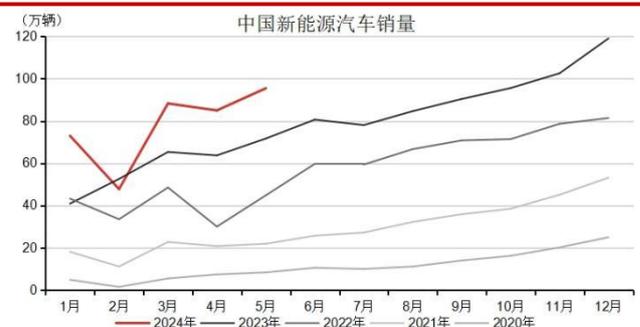
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

上半年冰箱、洗衣机产销亦均表现不俗，不过库存压力较空调明显偏低，排产同比放缓幅度预计有限。据产线在线，1-5月冰箱累计产量3874.9万台，同比增16.1%，1-5月冰箱累计销量3887.03万台，同比增16%，5月底冰箱库存360.93万台，同比增4.6%，1-6月计划产量同比增14.9%，7月计划产量同比增2.7%；1-5月洗衣机累计产量3454.36万台，同比增14.3%，1-5月洗衣机累计销量3459.15万台，同比增12.9%，1-6月计划产量同比增14.3%，7月计划产量同比增12.7%。

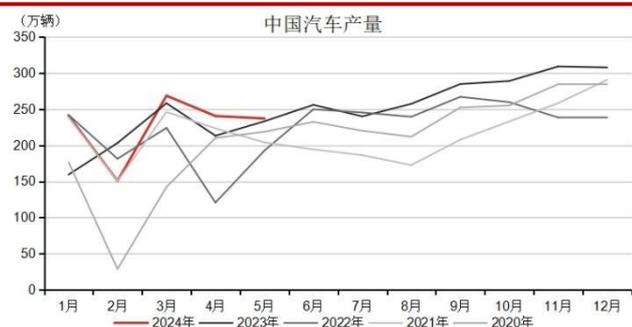
汽车：新能源汽车上半年表现优良，受以旧换新提振，下半年渗透率有望继续提高。中国2024年1-5月新能源汽车产量392.41万辆，同比增30.6%，1-5月新能源汽车销量389.36万辆，同比增32.5%。2023年新能源汽车产量同比增35.6%，销量同比增37.5%，今年上半年产销同比增速放缓但仍非常可观，新能源汽车表现优良。

图 48：新能源汽车产量


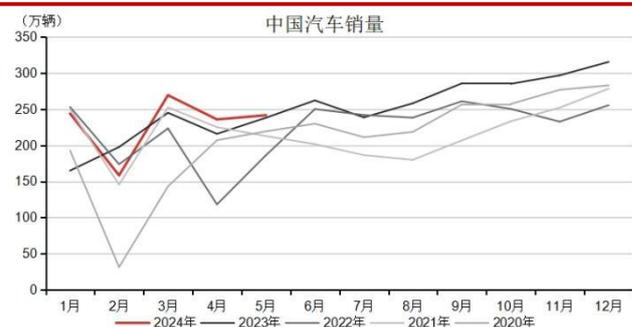
数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 49：新能源汽车销量


数据来源：我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 50: 汽车产量


数据来源: 我的钢联、ifind、国联期货研究所

图 51: 汽车销量


数据来源: 我的钢联、ifind、国联期货研究所

新能源汽车表现优良, 渗透率进一步提高, 汽车产销受新能源车带动, 上半年表现仍可观。2023 年新能源汽车渗透率 31.4%, 2024 年 1-5 月渗透率进一步提高至 33.9%。2024 年 1-5 月, 中国汽车产量 1138.07 万辆, 同比增 6.6%, 中国汽车销量 1149.3 万辆, 同比增 8.3%。

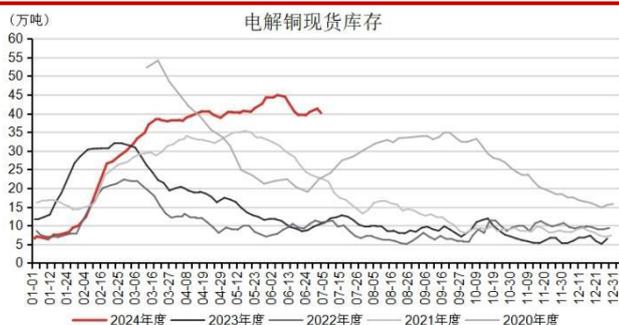
上半年新能源汽车出口依旧表现优良, 但欧美对中国新能源汽车政策趋紧。2024 年 1-5 月, 新能源汽车出口量 52 万辆, 同比增 14%。2024 年 1-5 月新能源外销占总销量的 13.4%, 2023 年新能源外销占总销量的 12.2%。5 月中旬, 美国在原有 301 关税基础上加征关税, 将电动车类目原有的 25% 关税税率提高到 100%。当地时间 7 月 4 日, 欧盟委员会决定对中国电动车进口征收临时反补贴税; 临时关税分别为: 比亚迪 17.4%, 吉利 19.9%, 上汽 37.6%, 其它合作但未被抽样的生产商将被征收 20.8% 的加权平均关税, 未合作的生产商税率 37.6%。临时关税将于 2024 年 7 月 5 日生效, 最长持续四个月, 期间欧盟成员国将投票决定是否将其转为为期五年的正式关税。

国内新能源汽车继续推出利好政策。4 月下旬, 商务部、财政部等 7 部门联合印发《汽车以旧换新补贴实施细则》, 明确了汽车以旧换新的资金补贴政策, 对符合条件的补贴 7000 元到 1 万元。5 月下旬国务院发布《2024-2025 年节能降碳行动方案》, 提到逐步取消各地新能源汽车购买限制, 落实便利新能源汽车通行等支持政策。

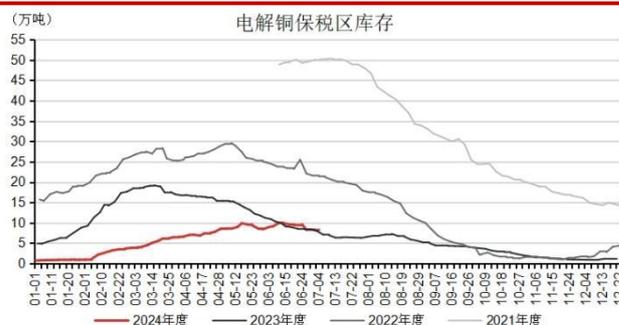
五、库存: 上半年库存超预期, 下半年进入去库

上半年铜内外库存有所分化, 但整体库存压力偏大。铜精矿短缺, 但粗铜和阳极铜补充原料, 上半年国内精炼铜产量超预期。中国 1-6 月电解铜产量 591.83 万吨, 同比增 6.5%。盘面受国内以旧换新、美国二次通胀预期、COMEX 铜挤仓担忧等驱动而涨势汹涌, 涨幅远超下游可接受度, 铜材整体开工减幅明显。据统计局, 1-5 月铜材累计产量同比减 1.55%。据 Mysteel, 1-5 月精铜杆、铜板带箔、铜管、铜棒等主要铜材产量同比减 3.4%。上半年供增需减, 铜社库累库程度远超近年同期水平。据 Mysteel, 截至 6 月 27 日, 国内电解铜现货库存 40.4 万吨, 较年初增 33.79 万吨, 较去年同期增 31.63 万吨, 较近三年同期均值增 26.16 万吨, 明显处于近年同期高位。

上期所沪铜库存变动趋势和社库变动趋势基本一致。据上期所数据，截至6月28日，沪铜库存319521吨，较年初增286391吨，较去年同期增251208吨，较近三年同期均值增223262吨。

图 52：电解铜现货库存


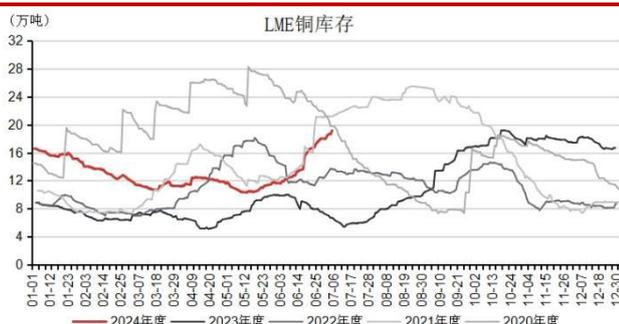
数据来源：我的钢铁、ifind、国联期货研究所

图 53：电解铜保税区库存


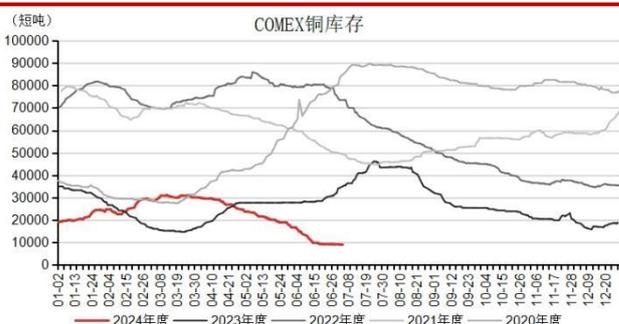
数据来源：我的钢铁、ifind、国联期货研究所

保税区铜库存有所增加。2月下旬至5月中旬，LME铜库存整体呈去库状态，而国内铜社会库存攀升，难以有效去库，内外持续倒挂，冶炼厂出口量增加。截至6月27日，保税区铜库存8.28万吨，较年初增7.54万吨，较去年同期减0.12万吨，基本持平。

上半年LME铜库存先减后增，COMEX铜则持续去库。1月至5月中旬，LME铜库存呈去库趋势，之后开始累库，6月底库存水平处近年同期中高水平。截至6月28日，LME铜库存180125吨，较年初增14425吨，较去年同期增104850吨，较近三年同期均值增43183吨。LME宣布暂停为4月13日后生产的俄罗斯金属出具仓单。COMEX铜持续去库，库存水平处近年同期低位，一度引发挤仓担忧。截至6月28日，COMEX铜库存9046短吨，较年初减9963短吨，约9038吨，较去年同期减22442短吨，约20359吨，较近三期同期均值减43529短吨，约39489吨。

图 54：LME 铜库存


数据来源：我的钢铁、ifind、国联期货研究所

图 55：COMEX 铜库存


数据来源：我的钢铁、ifind、国联期货研究所

上半年虽然COMEX铜库存偏紧，但全球库存同比累库明显。下半年国内冶炼厂或实质减产，库存进入去库。6月末，国内铜社会库存同比增31.63万吨，保税区

铜库存同比减 0.12 万吨，LME 铜库存同比增 104850 吨，COMEX 铜库存同比减约 20359 吨，全球显性库存同比增 39.96 万吨。下半年铜矿短缺仍难以有效扭转，而废铜样本库存去库至偏低水平，粗铜和阳极铜供应开始趋紧，铜冶炼厂下半年原料缺口将进一步扩大，冶炼利润不佳，预计将发生实质性减产，社会库存将进入去库，但下半年消费仍有隐忧，回升力度预计有限，将限制社库去库幅度。

六、展望

美国劳动力走弱，通胀放缓，但租金水平将限制年内通胀回落幅度，美联储年内降息幅度或有限。化债和地缘扰动背景下，国内下半年政策预期降温。年内全球铜矿产量增速预期下调，冶炼利润恶化，实质减产将至。下半年需求仍有隐忧，社库去库幅度受限。美降息预期和供给约束将阶段性利多盘面，但内外共振有限，需求存忧，盘面上方有限。节奏重于方向，买预期，卖现实。

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600