



金融投资专业理财

消费助推产业去库，铜价运行震荡偏暖

摘要

2024年上半年沪铜整体走势表现出波动放大、震荡上行的偏强走势。基本上，不断走低的TC费用带来矿端偏紧的预期，为铜价在成本端提供支撑。但在库存方面，由于快速上涨的铜价对下游需求造成一定影响，令国内库存持续积累，暂未明确见到去库拐点。宏观方面，国内产业政策利好陆续落地，流动性精准释放，经济稳步恢复。海外方面，美国劳动力市场较火热，通胀回落速率放缓，整体经济表现出韧性较足，降息预期不断延后。

2024年下半年供给方面，铜矿端TC费用仍将维持在低位运行，但矿端偏紧现状仍在但将缓步缓解。精铜方面，表观消费量预计小幅上涨，此前减产预期因为精废价差的走扩令粗铜、废铜、阳极铜的替代性价比，导致减产不及预期，但增量将有所放缓。库存方面，由于高铜价对下游造成抑制导致库存积压，将随着铜价回调释放部分需求，加之产业政策的助推，预计第三季度将逐步显现去库拐点，随着四季度消费旺季的来临，库存加速去化。

2024年下半年需求方面，在“消费品以旧换新、生产设备更新”等刺激消费政策逐步发酵的背景下，下游铜材加工企业订单料有所增长，加之近期铜价回调，释放下游外采备货的热情，二季度有所回调的铜材开工率将稳步恢复。终端消费方面，在产业政策的助推下，下半年预期偏好，电力系统方面预计按目标稳定增长，家电、汽车等消费品随着四季度旺季的来临将逐渐拉动有效需求。总体来看，需求方面预期偏暖，静待终端消费向需求及上游的传导。

2024年下半年国内方面，流动性上仍有进一步降息的预期，流动性偏宽。产业政策方面，上半年助推消费的方针将在各地市先后落实，需求预期偏暖。国际方面，从近期美国经济的表现来看，虽然经济韧性仍好，但高息环境的影响逐步在通胀和劳动力市场体现，降息节点将逐步临近。基本上，国内供给方面表观消费量将有小幅增长，但总体增速放缓，而需求随着产业政策和流动性的托底传递偏暖预期。在铜价的运行方面，预计第三季度，由于处于消费淡季，将出现小幅调整的震荡走势，以备下游企业提前备货。第四季度，随着消费旺季的来临，需求预期逐步释放，铜价偏暖运行。

在此背景下，我们认为铜价2024年下半年运行区间为75000-85000元/吨左右，仅供参考。

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780号

研究员：
研究员：王福辉
期货从业资格号 F03123381
期货投资咨询
从业证书号 Z0019878
助理研究员：王凯慧
期货从业资格号 F03100511

咨询电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



目录

第一部分、2024 年上半年沪铜行情回顾	2
第二部分、宏观环境	3
一、国际组织经济预测	3
二、国内经济及政策	4
三、美联储货币政策	6
第三部分、铜产业链分析	8
一、铜市整体供需情况	8
1. 全球供需情况	8
2. 国内供需情况	8
3. 铜库存情况	9
二、铜市供给情况	11
1. 上游-铜精矿供应情况	11
2. 精铜表观消费量	14
三、铜需求情况	16
1. 下游铜材表观消费情况	16
2. 终端消费情况	18
第四部分、2024 年下半年沪铜行情展望	24
免责声明	25

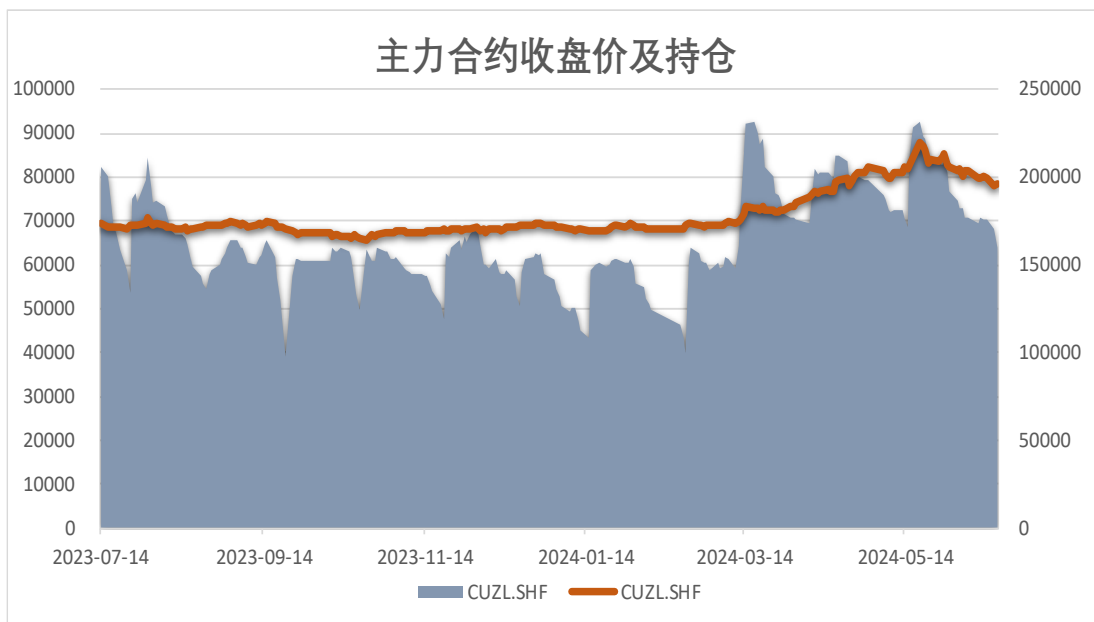
第一部分、2024 年上半年沪铜行情回顾

2024 年上半年沪铜整体走势表现出波动放大、震荡上行的偏强走势。基本上，不断走低的 TC 费用带来矿端偏紧的预期，为铜价在成本端提供支撑。但在库存方面，由于快速上涨的铜价对下游需求造成一定影响，令国内库存持续积累，暂未明确见到去库拐点。宏观方面，国内产业政策利好陆续落地，流动性精准释放，经济稳步恢复。海外方面，美国劳动力市场较火热，通胀回落速率放缓，整体经济表现出韧性较足，降息预期不断延后。截止 2024 年 6 月 23 日，沪铜半年线报收 78940 元/吨，涨跌幅+14.54%，整体振幅较去年大幅提升，振幅达 31.28%，并创下历史新高 88940 元/吨。分阶段来看：

第一阶段：2024 年 1 月—2 月，此阶段盘面上延续 2023 年末震荡走势。海外方面，美国劳动力市场热度持续，通胀超预期回升，经济整体表现相对强劲，致使市场对美国降息预期收到抑制。国内方面，政策利好频发，央行降准、降息在流动性方面也给予充分支持。沪铜期货虽受美元指数压制，也受到国内偏强的预期支撑。

第二阶段：2024 年 3 月—5 月中下旬，此阶段盘面上，持仓快速增多，市场情绪较一致，铜价快速上涨。基本上，铜矿端短缺预期随着 TC 现货费用的不断走低而日趋严峻，为铜价在成本端提供有力支撑。TC 价格的走低进入低位区间运行，严重影响了冶炼厂利润，致使减产预期提升。在宏观方面，美联储降息一度后延，由于美国经济表现韧性充足，通胀顽固。国内方面，政策利好不断，“设备更新、以旧换新”陆续在国内多地市落实，整体预期抬升。此阶段美元指数对铜价的负影响边际递减，在基本面及国内产业政策支持下铜价叠创新高，走势凌厉。

第三阶段：2024 年 5 月下旬—6 月，此阶段盘面上，市场情绪出现分歧，持仓量减少，博弈加剧，铜价转弱下行。海外方面，高息环境对劳动力市场和通胀的影响开始逐步显现，随着美联储上半年最后一次议息结束后，降息节点市场普遍预计将推迟到 9 月，从点阵图的反馈来看，美联储官员大幅下调了对今年降息次数的预期，从上次点阵图显示的三次降至一次。国内方面，政策有效落地，各地具体实施方案出台，房地产新规及各专项、国债的发行，为地产行业提供政策和流动性的帮助，但亦不能忽视的是有效需求的提升问题。从基本面的反馈上看，以往铜价 2 季度铜价的库存拐点并未如期而至，高铜价对下游的抑制开始显现，整体需求不及预期。



图表来源: Ifind、瑞达期货研究院

第二部分、宏观环境

一、国际组织经济预测

全球通胀得到控制，上调中国增长预期

经济合作与发展组织（OECD）2024年2月5日发布了经济展望，预测2024年全球经济增长率为2.9%。比2023年11月的展望上调0.2个百分点。主要原因是OECD认为全球通货膨胀率控制效果比预想中的快。

国际货币基金组织（IMF）在《世界经济展望》中提及，全球经济依然表现出色，随着通胀回到目标水平，经济增长保持稳定。尽管有许多悲观的预测，世界还是避免了经济的衰退，证明了其经济的韧性并且大多数指标都指向经济软着陆。2024年和2025年的经济增长将稳定保持在3.2%左右，整体通胀中值将从2024年底的2.8%下降到2025年底的2.4%。与此同时，国际货币基金组织（IMF）2024年4月29日宣布上调2024年中国经济增长预期至5.0%。IMF第一副总裁吉塔·戈皮纳特表示，中国过去几十年的经济发展令人瞩目，这得益于市场化改革、贸易开放以及与全球供应链的融合。吉塔·戈皮纳特强调，中国的经济增长仍将保持韧性，中国已实施多项值得欢迎的措施引导房地产市场转型，包括最近宣布采取政策为保障性住房提供贷款支持。更全面的一揽子政策将促进行业实现高效转型并降低转型成本，同时防范下行风险。

更全面、更平衡的政策措施有助于中国应对经济面临的不利因素，中国一季度GDP也

交出令人满意的答卷，在政策引导下一季度国内生产总值 296299 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.3%，比上年四季度环比增长 1.6%。

实际GDP (年化)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
欧盟	3.6	0.6	1.1	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5
中国	3	5.2	4.6 (5.0)	4.1	3.8	3.6	3.4	3.3
美国	4.3	0.1	0.5	1.5	1.7	1.7	1.6	1.4
英国	1.9	2.5	2.7	1.9	2	2.1	2.1	2.1
日本	1	1.9	0.9	1	0.8	0.6	0.6	0.4
印度	7	7.8	6.8	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
发达经济体	2.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7
新兴经济体	4.1	4.3	4.2	4.2	4.1	4	3.9	3.9
全球	3.5	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1

图表来源：国际货币基金组织（IMF）、瑞达期货研究院

二、国内经济及政策

预期稳定经济回升，产业升级长期向好

前文提及，上调中国 2024 年经济增长预期从 4.6% 增长至 5%，由于一季度中国 GDP 增长强劲，且近期官方采取了有关政策措施。国际机构上调中国经济增长预期，凸显中国经济发展潜力大、韧性足、增长前景乐观。

政策方面，2023 年 12 月 11 日至 12 日在中央经济工作会议北京举行，会议提出，稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费；发展数字经济，加快推动人工智能发展；要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险；加快完善生育支持政策体系，发展银发经济。

2024 年 1 月 2 日，工信部：统筹推进补短板、锻长板、强基础，不断增强产业链韧性和竞争力，把发展主导权牢牢掌握在自己手中。着力锻长板，聚焦稀土、光伏、新能源汽车、5G 等优势产业链，锻造一批“杀手锏”技术；着力稳住大宗消费，培育壮大新型消费；开辟人工智能、人形机器人、量子等未来产业新赛道；培育一批具有生态主导力和产业链控制力的一流企业。

2024 年 3 月 7 日，国家发改委主任郑栅洁表示，今年 5% 左右的经济增长目标，是奋力一跳能够实现的目标。超长期特别国债将重点支持科技创新、城乡融合发展、区域协调发

展、粮食能源安全、人口高质量发展等领域建设。《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》重点将实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升“四大行动”，设备更新将是一个年规模 5 万亿元以上的巨大市场。

2024 年 5 月 21 日，发改委：采取更多务实举措，推动新能源汽车提质、降本、扩量，巩固和扩大产业发展优势。下一步要推动落实汽车以旧换新、新能源汽车下乡、公共领域车辆电动化等政策措施，进一步扩大市场规模。支持相关企业加快电动化和智能化技术研发，锻长板、补短板，持续增强产业竞争力。

2024 年 6 月 15 日，工信部等五部门启动 2024 年新能源汽车下乡活动，将结合汽车以旧换新、县域充换电设施补短板等政策，筛选及增补口碑良好、适用性强的车型，更好满足农村居民消费需求。

流动性方面，2024 年 1 月初，2024 年央行工作会议：稳健的货币政策灵活适度、精准有效 持续加强金融市场建设会议指出，2023 年，中国人民银行以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真贯彻落实党的二十大和二十届二中全会精神，坚决落实党中央、国务院决策部署，适时强化逆周期调节，有效防控金融风险，持续深化金融改革，不断扩大金融开放，切实改进金融服务，平稳推进机构改革，全面加强党的建设，各项工作取得新进展、新成效。

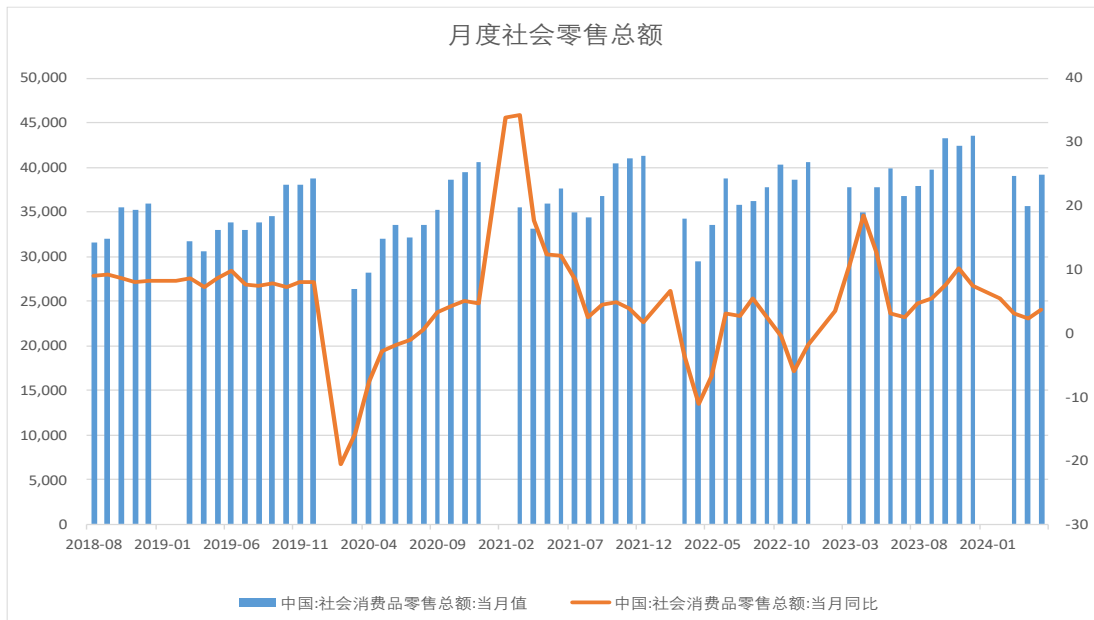
2024 年 3 月 7 日，央行行长潘功胜：中国货币政策工具箱依然丰富，货币政策仍有足够空间。目前法定存款准备金率平均为 7%，后续仍有降准空间。将把维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量；将相关激励政策覆盖的普惠小微贷款标准，由单户授信不超过 1000 万元扩大至不超过 2000 万元。

2024 年 5 月 20 日，央行：降低居民购房门槛，央行连发三则通知：取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套不低于 25%。

2024 年 6 月 19 日，中国人民银行行长潘功胜 6 月 19 日在 2024 陆家嘴论坛上表示，今年以来，全球通胀高位降温，但仍有较强的粘性。欧央行等一些央行已经开始降息，一些央行还在观察，预期今年晚些时候可能也会降息，但总体上还保持着高利率、限制性的货币政策立场。中国货币政策的立场是支持性的，为经济持续回升向好提供金融支持。

中长期看，我国处于经济转型和产业升级的关键期，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，物价保持基本稳定有坚实基础。在“以旧换新，设备更新”等政策的助力下，全国已有超过 70 个城市陆续推出“以旧换新”政策，目前一些城市的

“以旧换新”措施已经产生了一定效果。国家统计局数据显示，5月份，社会消费品零售总额39211亿元，同比增长3.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额35336亿元，增长4.7%。1—5月份，社会消费品零售总额195237亿元，同比增长4.1%。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

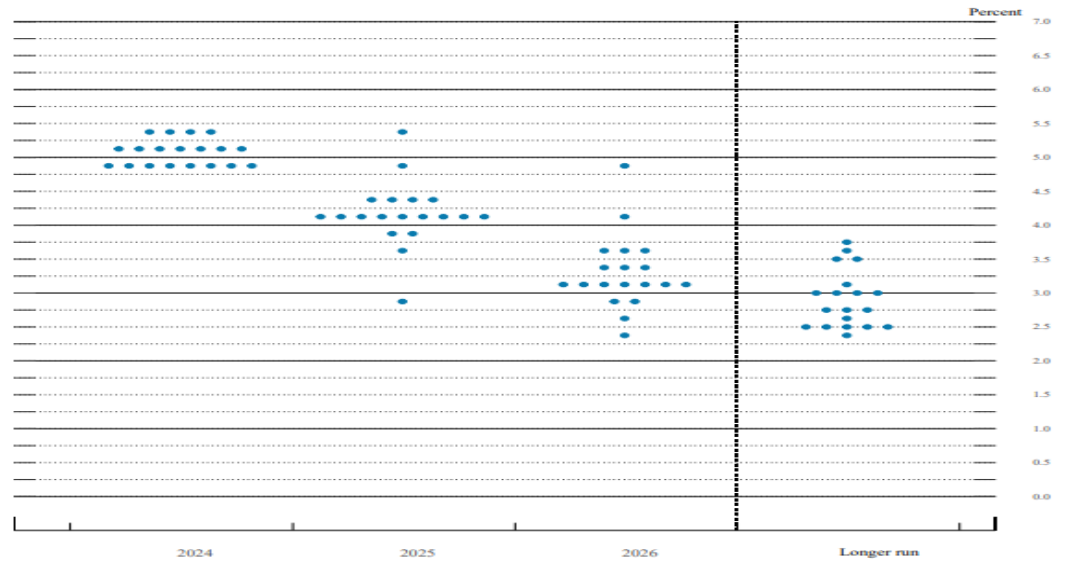
三、美联储货币政策

经济表现韧性，降息节点延后

2024年6月12日（美国时间），美联储如期将利率政策按兵不动，从去年7月以来连续第七次会议将联邦基金利率区间维持在5.25%至5.50%的高位区间。会后美联储主席鲍威尔在记者会上表示，通胀已经实质性地放缓，但仍然太高，迄今的通胀数据还不足以给美联储降息的信心。

会经济预测的点阵图显示在19位官员中，有4位官员认为今年将不降息，此前为2人；有7人认为今年将降息1次，此前为2人；有8人认为今年将降息2次，此前为5人；没有人认为今年将降息3次，此前为9人；没有人认为今年将降息4次，此前为1人。此外，FOMC中位数预计，2025年将降息4次，此前预期为降息3次。联储官员大幅下调了对今年降息次数的预期，从上次点阵图显示的三次降至一次，并未如最近数据激发的市场预期那样降息两次，也反映出美联储官员们对降息的态度仍然较为审慎。

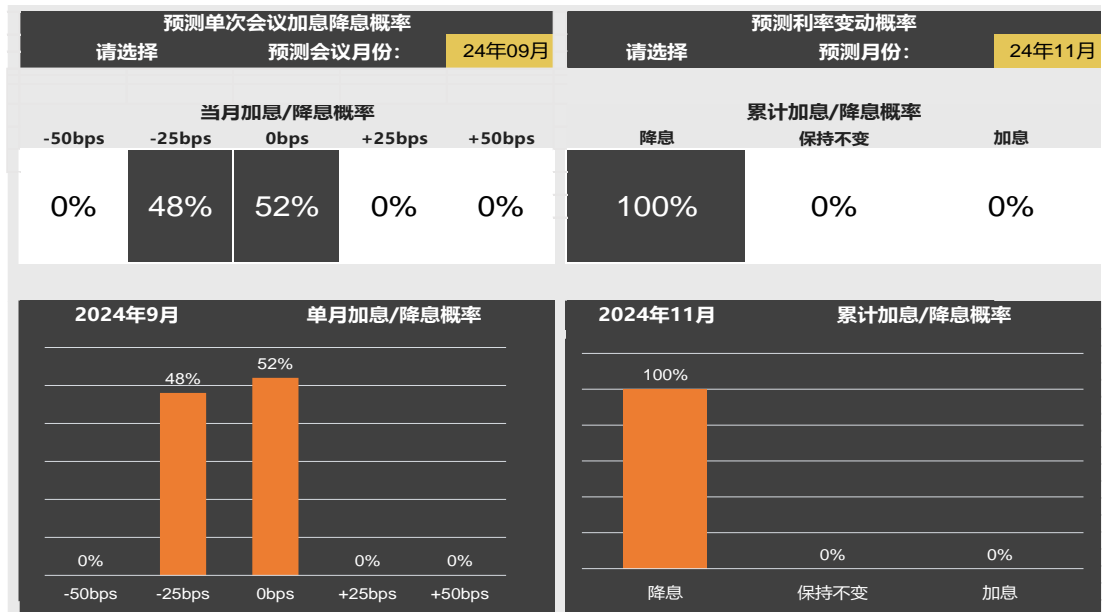
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



图表来源：美联储、瑞达期货研究院

美联储 5 月会议纪要：多位官员愿在必要时进一步收紧政策。长期中性利率可能高于此前预期。官员讨论了需在更长时间内维持利率不变的必要性，或在劳动力市场走弱的情况下降息的问题。一些官员注意到金融环境过于宽松的风险。根据模拟 CME Fedwatch 的工具显示，2024 年 9 月降息概率已达 52%，2024 年年底大概率会有一次降息。

从 2024 年上半年美国经济数据的表现来看，美国经济表现出一定的韧性，即使在高利率的环境下，他们的劳动力市场依旧保持热度，消费活跃，因此降息的时间节点一再后移，美元指数走势偏强。



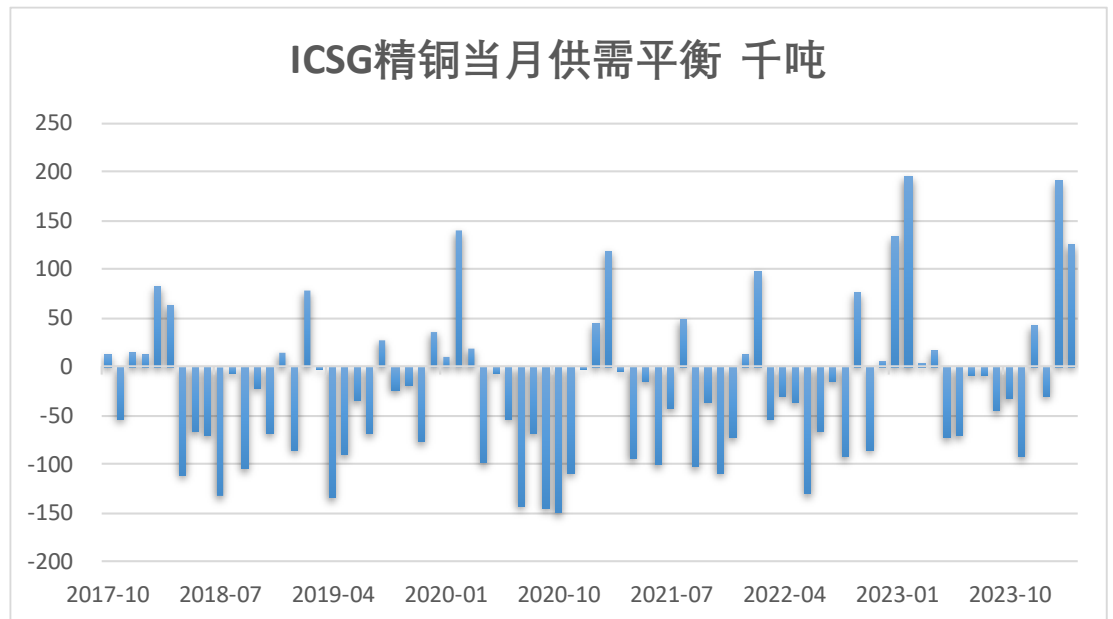
图表来源：Wind、瑞达期货研究院

第三部分、铜产业链分析

一、铜市整体供需情况

1. 全球供需情况

根据国际铜研究组织（ICSG）的预测，2024 年全球精炼铜产量预计将同比增长 4.6%，而精炼铜用量的增长预计为 2.7%。这一预测反映了制造业活动预期的改善、能源转型的持续性以及各国新半成品产能的开发，这些因素将共同支持 2024 年全球精炼铜用量的稳定增长。然而，从市场供应的角度来看，2024 年全球精炼铜供应的增速可能会明显高于需求的增速。这种供需增速的差异可能会导致市场出现供应过剩的情况，并且预计 2024 年全球精炼铜市场将出现 162,000 吨的供应过剩；2025 年将出现 94,000 吨的供应过剩。从月度的角度来看，全球供需平衡当月状态为供给过剩，当月值为 125 千吨。3 月份全球精炼铜产量为 233 万吨，消费量为 220 万吨。ICSG 表示，经调整后（考虑中国保税仓库的库存变化），3 月份精炼铜市场供应过剩 138,000 吨，而 2 月份则为供应过剩 221,000 吨。



图表来源：Wind、瑞达期货研究院

2. 国内供需情况

下半年随着“以旧换新”政策的落地发酵，铜将进入去库阶段。6 月末铜价有所回调，前期高价铜对下游需求的抑制作用边际递减，加之铜耗传统消费旺季“金九银十”的来临，

去库拐点值得被期待。预计社会库存下半年将逐步去化至 20-25 万吨左右，表观消费约增长 5%左右，与目标经济增速大体相同。

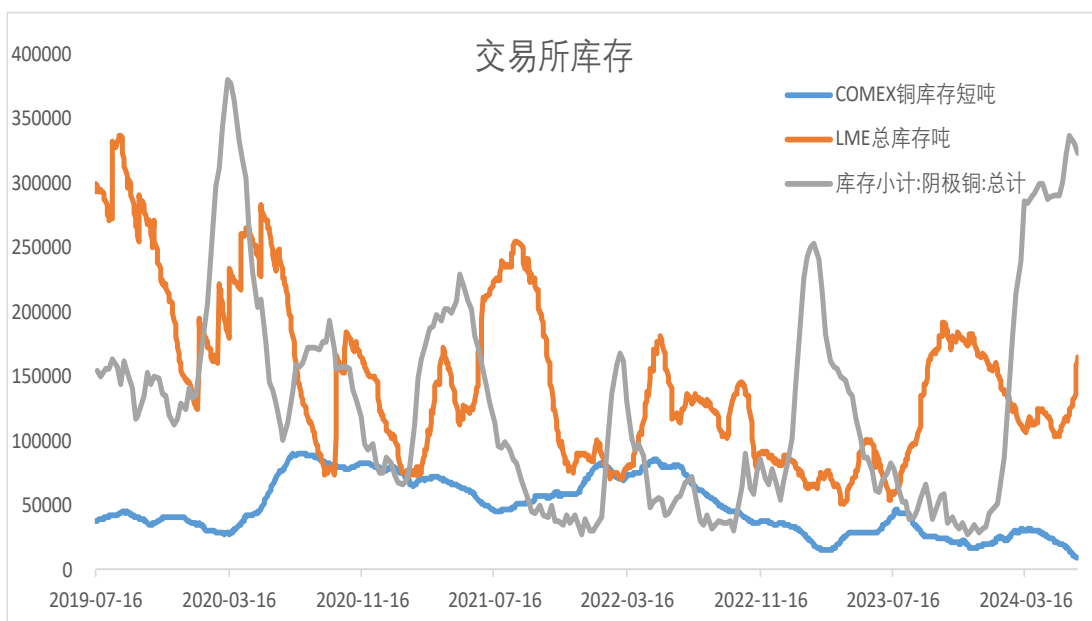
单位(万吨)	产量	净进口	表观消费	总供	总需	期末库存	期初库存	库存变化	消费量
2024-1	121.50	36.99	158.49	166.79	156.59	10.20	7.45	2.75	155.74
2024-2	100.00	25.27	125.27	136.88	101.99	34.89	10.20	24.69	100.58
2024-3	114.70	29.36	144.06	181.28	136.21	45.07	34.89	10.18	133.88
2024-4	113.60	28.13	141.73	189.25	142.69	46.56	45.07	1.49	140.24
2024H1	665	177	842	863	813	50	7.45	42.55	800
2024H2	685	200	885	953	933	20	50	-30	915
2024E	1350	377	1727	1765.45	1745.45	20	7.45	12.55	1714.45

图表来源：瑞达期货研究院

3. 铜库存情况

三大交易所库存水平

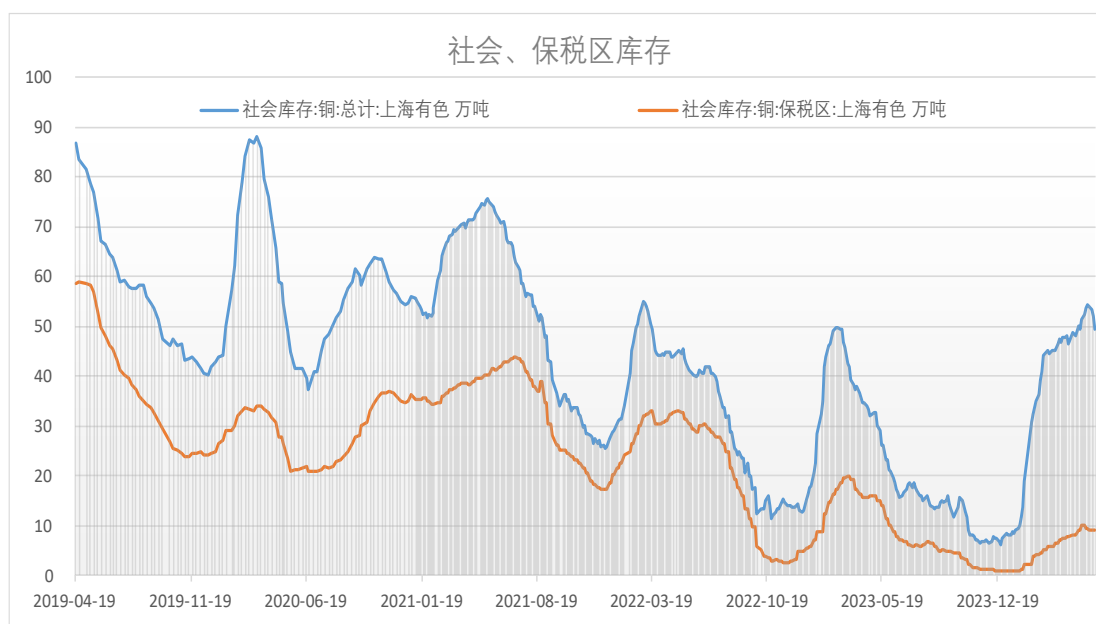
一般而言，库存是体现精炼铜市场供需关系的最重要指标。从全球三大主要显性库存的数据来看，截止 2024 年 6 月 23 日，三大交易所显性库存总额为 429535 吨，较上年末(2024 年 1 月 2 日)提升 240519 吨，同比上涨 227.25%。LME 铜为 165175 吨，降幅 0.32%，COMEX 铜库存为 9120 短吨，下降 52%，SHFE 铜为 322910 吨，增长 975%。全球铜显性库存反映出，COMEX 铜库存去化明显，LME 铜库存在 2024 年一季度大幅去化后，再度积累，综合来看小幅降库。对于我国来所，库存积累相当明显，第一季度由于进入国内传统春节长假期间，下游需求几乎进入放假、检修阶段，此时库存增速加剧。



图表来源：Wind 瑞达期货研究院

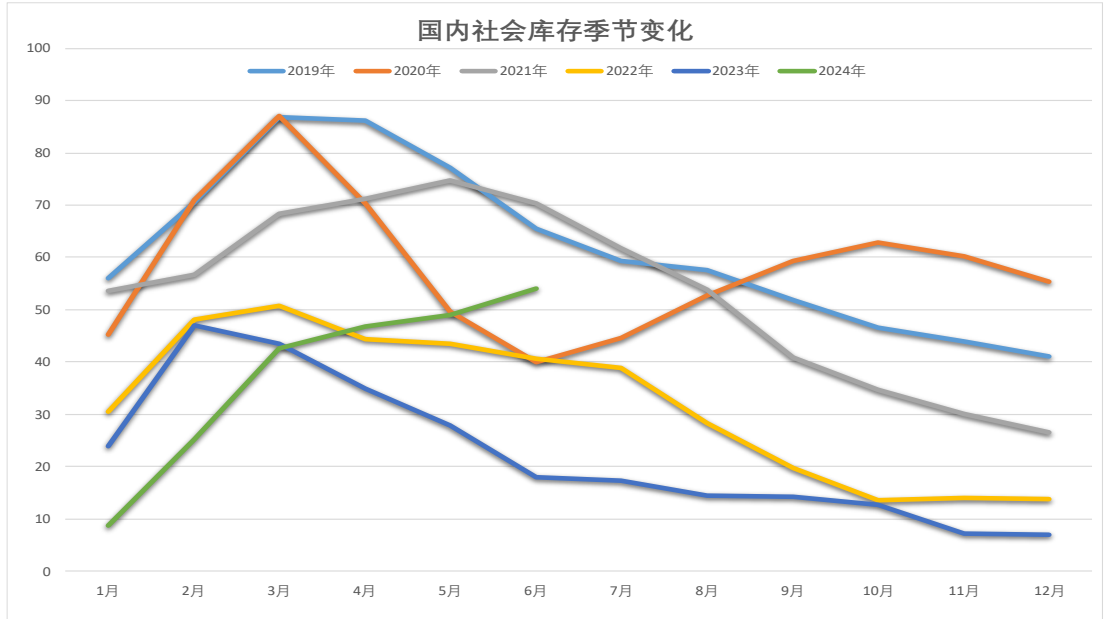
国内社会库存水平

从国内的社会库存水平来看，2024 年第一季度累库现象明显，第一季度峰值达 45.07 万吨，由于我国第一季度为传统的长假期间，下游加工企业多放假停工、工厂多进行设备检修，致使下游开工率下行，需求减弱库存快速积累。在二季度累库现象并未如以往消费旺季“金三银四”一般迎来去库，反而在高铜价以及动荡的海外双边关系影响下（英美对国内铜终端应用的增加关税），下游需求受到一定程度的影响，库存继续累积，峰值一度达到 54.2 万吨左右。近期由于铜价的回调，下游得到一定提振，库存小幅去化，截止 2024 年 6 月 24 日，社会库存达 49.42 万吨，较年初上涨 620%。



图表来源: Ifind 瑞达期货研究院

如下图所示，国内铜社会库存在历年的走势上会呈现一定的季节性变化，存在明显的去库拐点。根据过往库存季节变化来看，以往库存在第一季度快速累积后，在 3-5 月将迎来库存去化的拐点，而对于 2024 年上半年来说，该拐点仍未明显来临，国内交易所库存及社会库存仍处于积累过程当中。展望下半年，在产业政策的助力下，加之铜价较上半年峰值有所回落，终端消费和下游订单和外采情绪将稳步提振，去库节点值得被期待。



图表来源：Wind 瑞达期货研究院

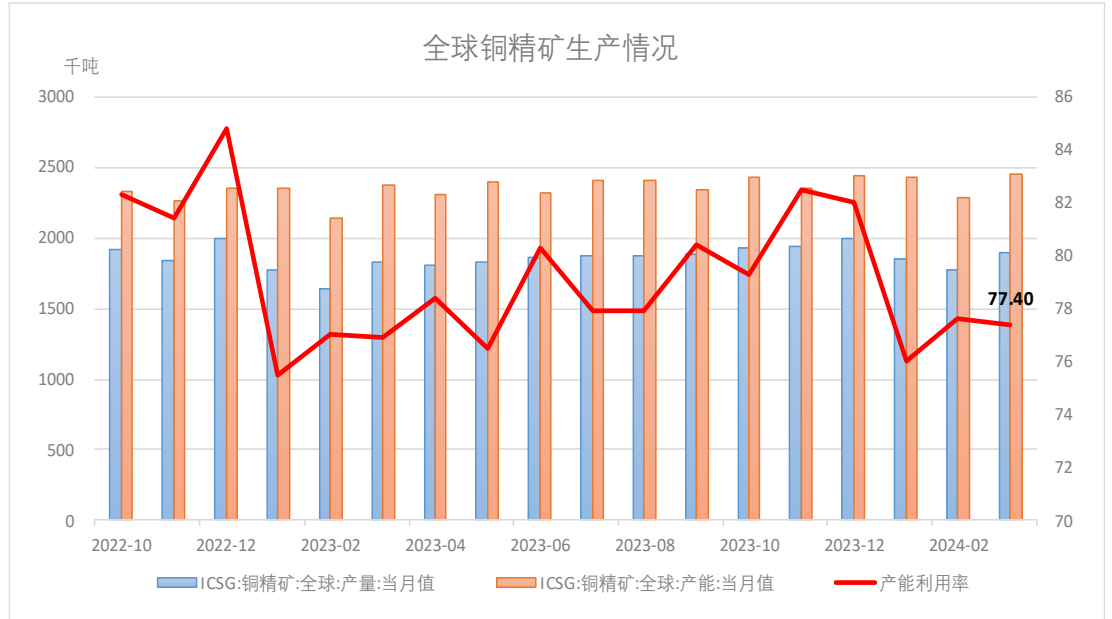
二、铜市供给情况

1. 上游-铜精矿供应情况

据 ICSG 统计，截至 2024 年 3 月，铜矿精矿全球产量当月值为 1894 千吨，较 2 月增加 121 千吨，增幅 6.82%。铜精矿全球产能利用率为 77.4%，较 2 月减少 0.2%。

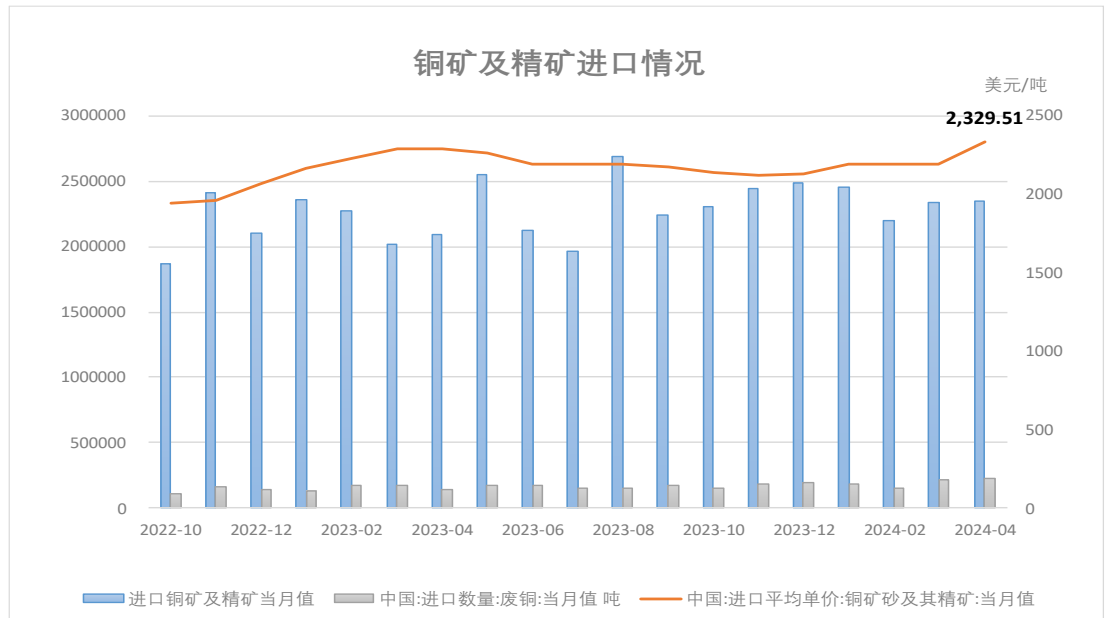
全球一季度海外矿端扰动频发，智利国有矿业公司（Codelco）表示，3 月 11 日，一名工人在该国北部 Radomiro Tomic 铜矿的事故中死亡。据当地媒体报道，Radomiro Tomic 工会主席 Ricardo Torrejón 表示，矿工封锁了通往矿床的入口道路，并完全停止了生产，罢工将是无限期的。

据外电 3 月 8 日消息，智利铜业委员会(Cochilco)表示，智利主要矿商 1 月铜产量表现良莠不齐。智利铜业委员会称，智利国家铜业公司 1 月的铜产量同比下降 15.6%，至 107,000 吨。智利国家铜业公司一直难以恢复产出，原因是旨在弥补矿石品位下降的扩张项目受困于延误，同时成本正在上升。由于矿端扰动事件的频发，全球铜精矿产能利用率走低，矿端事件短期内能够迅速改善的概率并不太大，因此预计下半年全球铜精矿仍将维持偏紧状态。



图表来源：Wind 瑞达期货研究院

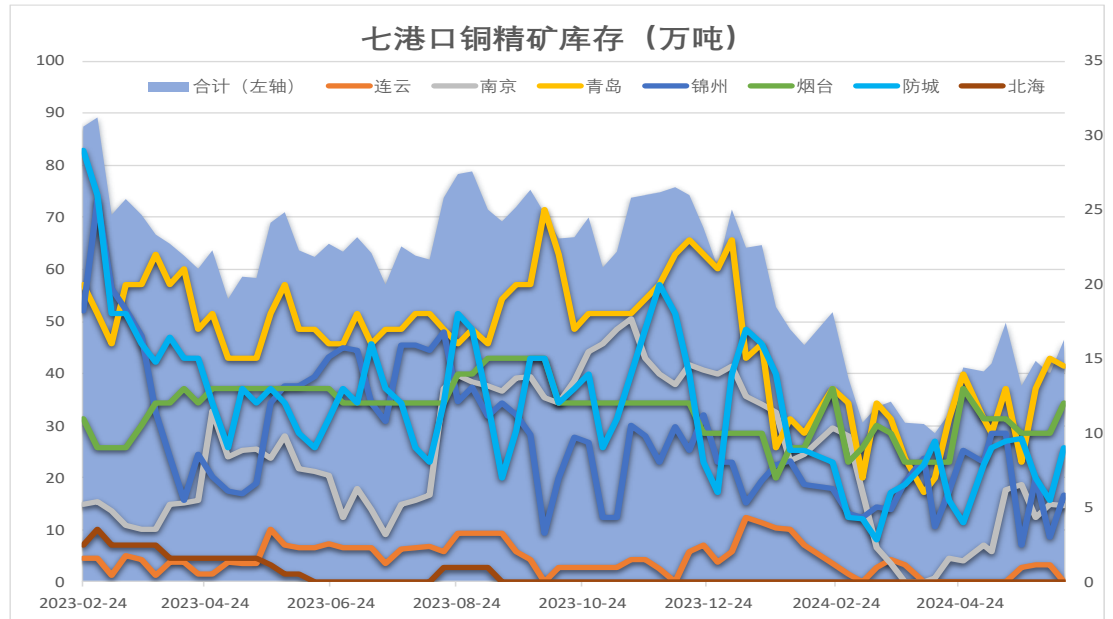
我国的铜矿石属于低储量、高消费，严重依赖进口，近二十年，国内铜矿石的产量与进口量之间的差距不断拉大。铜储量仅占世界总储量的 3.13%，作为全球铜冶炼大国，我国铜矿供给高度依赖进口。据海关总署统计，截至 2024 年 4 月，铜矿及精矿当月进口量为 234.79 万吨，较 3 月增加 1.62 万吨，增幅 0.69%，同比增幅 12.39%。1-4 月累计铜精矿进口 933.63 万吨，同比增幅 12.39%。预计下半年，在矿端维持偏紧的背景下，随着我国终端消费政策的发力，对铜矿的需求将有所提振，进口预计仍将保持小幅增长。



图表来源：Wind 瑞达期货研究院

从港口库存的角度看，一季度我国 7 港口铜精矿库存快速下降，二季度小幅回升结合上文铜精矿进口来看，在进口增长的背景下，港口库存快速回落，侧面反映出国内冶炼厂上半年的对铜精矿的需求的热度较高。同时矿端偏紧的预期发酵，刺激了冶炼厂尽可能多

拿货以应对偏紧预期下的铜精矿快速涨价。截至最新数据，国内七港口铜精矿库存为 46.4 万吨，较年初快速下降 36%。



图表来源：Ifind 瑞达期货研究院

从铜精矿的定价角度，由于 TC、RC（粗炼、精炼费）是进口铜精矿合同中最核心的条款。通常我们在新闻报道中可以看到，例如国内上市铜冶炼企业于 2023 年 12 月达成的 2024 年度合同加工费（TC/RC）也从上年的 88 美元/8.0 美分降至 80 美元/8.0 美分，降幅 9.1%。而在我们的报告中亦能看到例如铜精矿现货粗炼费报 2.2 美元/吨。两者同样为铜精矿加工费，但数额相差巨大，这是由于 TC 的长单和现货的区别。长单是矿山企业和冶炼企业之间签订的长期合同，通常为期多年。长单价格通常在每年的谈判中确定，作为未来几年合同执行的基础。而现货则是根据即时市场情况交易的铜精矿加工费，价格波动大，受市场供需影响明显。

从下图的铜精矿现货 TC 来看，截至 2024 年 6 月 23 日数据，铜精矿冶炼厂粗炼费 TC 为 2.2 美元/吨，较年初下降 51.1 美元/吨，降幅达 95.8%。2024 年一季度以来，铜精矿 TC 现货快速下跌，矿端偏紧预期，带来铜矿价格的快速上涨，在成本端支撑铜价上行。二季度以来铜矿 TC 保持在低位区间运行，铜矿供给偏紧仍在持续，展望下半年，因为铜矿价格的上行在一定程度上能够刺激矿山的开采，并且在铜矿主要供应国智利也表示，因为铜价的上行为他们的经济恢复也创造了有利因素，但是铜矿的产能释放整体耗时较长，因此判断短期内铜矿供应的偏紧仍将保持，但随着矿山的扩产将逐步得到缓解。

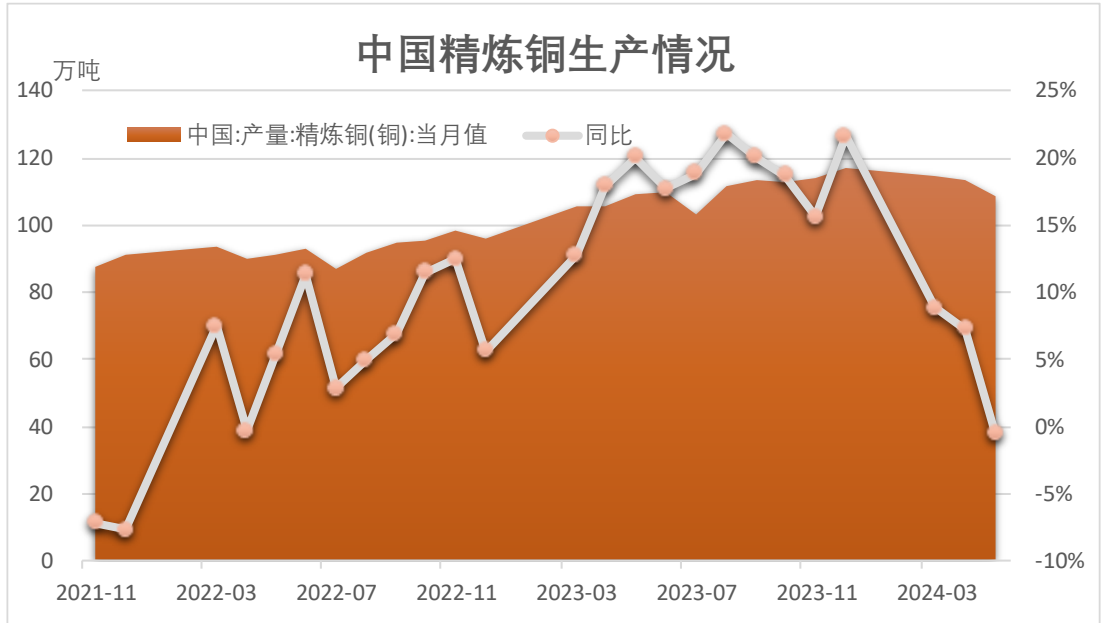


图表来源: Ifind 瑞达期货研究院

2. 精铜表观消费量

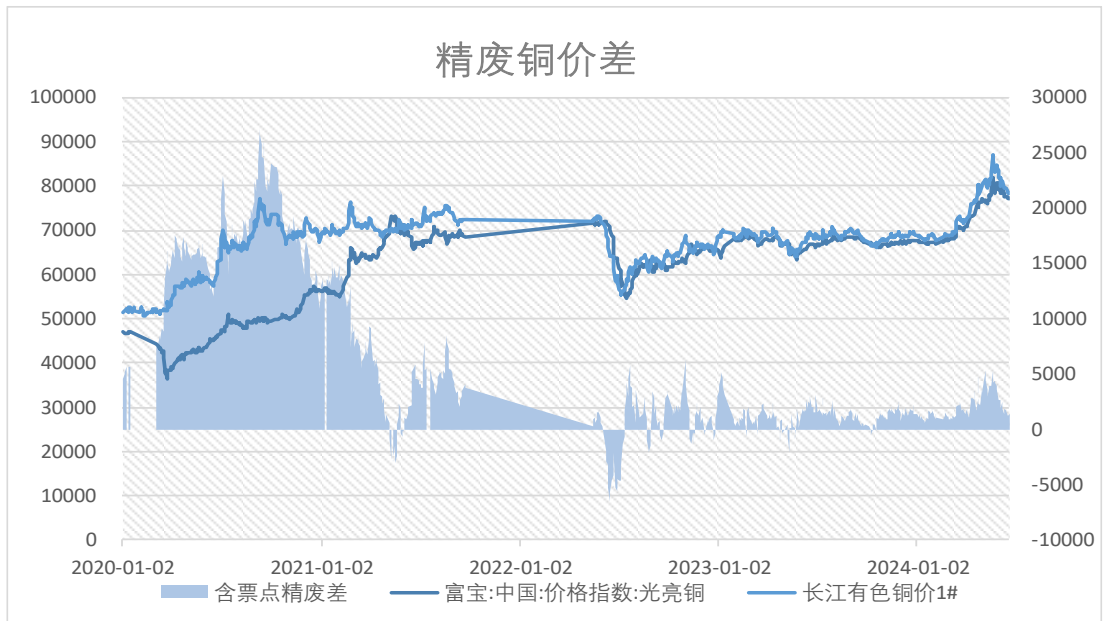
国内生产情况

据国家统计局数据,截至2024年5月,精炼铜当月产量为108.9万吨,较4月减少4.7万吨,降幅4.14%,同比降幅0.55%。1-5月累计生产553.7万吨,同比增长8.2%。结合上文来看,由于今年第一季度TC费用快速走弱,铜矿价格凌厉上涨,导致国内部分冶炼厂出现亏损的情况,精炼铜减产预期由此产生。CSPT小组于2024年3月28日上午在上海召开2024年第一季度总经理办公会议,经讨论会议达成五点共识,其中有一条将倡议CSPT小组企业联合减产,减产幅度5%-10%,并推进落实。但是从后续实际的生产情况来看,整体减产情况并不及当时倡议的预期。



图表来源：Ifind 瑞达期货研究院

关于产量减少的幅度不及预期，由于铜价的快速上涨令精废铜价差走扩，废铜、粗铜及阳极铜的替代性价比体现，上半年峰值一度到达 5259.19 元/吨。因此在废铜等性价比突显时，冶炼厂仍可以用其代替铜精矿进行生产，减产整体情况不及预期，但随着近期铜价回调，加之废铜需求在 2 季度逐步上行，使精废价差扩大后近期又逐渐收敛，截止目前 2024 年 6 月 23 日，精废价差（含税点）达 1303.78 元/吨。



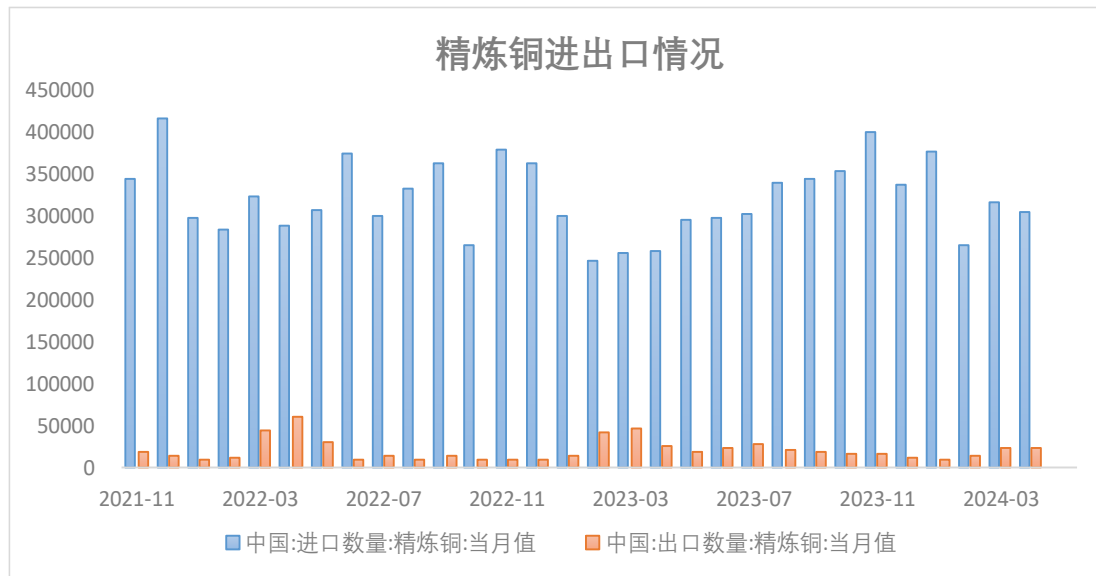
图表来源：Ifind 瑞达期货研究院

精炼铜进出口情况

据海关总署统计，截至 2024 年 5 月，精炼铜当月进口量为 346986.038 吨，较 4 月增加 41167.13 吨，增幅 13.46%，同比增幅 17.57%。1-5 月累计 164.15 万吨，同比增长 18.88%。进入 4-5 月后，现货铜价快速攀升，进口盈亏额不断恶化，航运时间较短的进口源，对价

格反应较为敏感，在进口盈亏恶化后，量级出现下滑；而较长航运时间的货源（如智利），由于此前比价仍存在盈利空间，这部分货源影响较小。据智利海关数据，智利4月精铜出口环比显著回升48%达7万吨左右。由于智利是我国占比最大的铜货源国（约占2-3成左右比例），航运时间较长约35-42天左右。

预计5-6月随着长航运货源的陆续到港，进口量因短途货源的进口窗口关闭而减少的量级将由长航运货源的到港而得到部分补充，因此判断进口量将小幅减少。



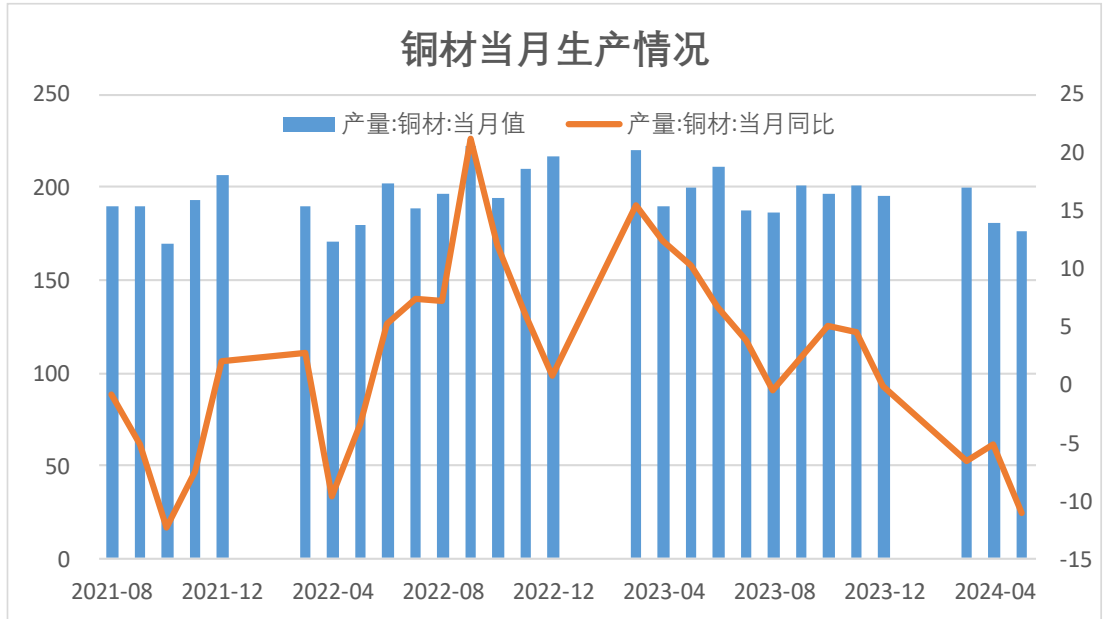
图表来源: Wind 瑞达期货研究院

三、铜需求情况

1. 下游铜材表观消费情况

国内生产情况

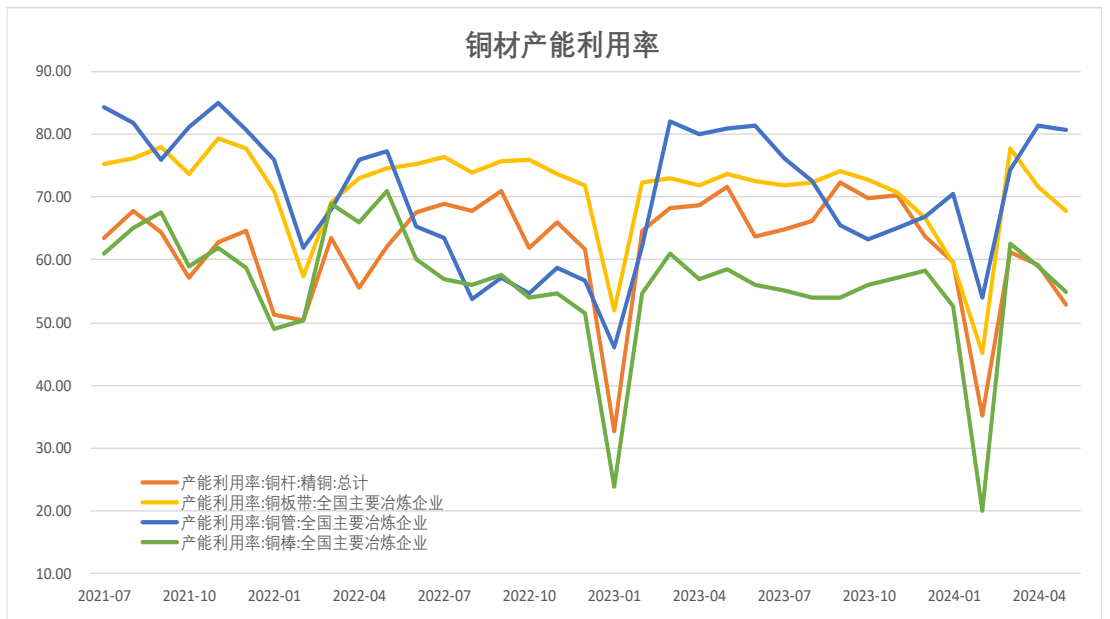
据国家统计局数据，截至2024年5月，铜材当月产量为176.3万吨，较4月减少5万吨，降幅2.76%，同比下降11.1%。2024年1-5月，铜材累计产量为862.1万吨，较去年同期增长0.6%。纵观3-5月铜材的逐月生产情况，皆出现不同程度的同比下滑，而2024年3-5月铜价也迎来快速上涨的行情，高价铜对下游铜材价格的生产情况造成一定的抑制作用。



图表来源：Wind 瑞达期货研究院

从具体铜材细分来看，按以往的季节变化，铜材细分领域各自的产能利用率在上半年，由年初季节性低点后，以往皆呈现开工复苏态势，2024年的3-4月大体还能呈现一个缓步复工的状态，但是临近5月后，除了铜管材开工率小幅回落外，铜杆、铜棒及铜板带皆呈现出不同程度但明显的开工回落。管材方面，由于临近高温月份、加之国内政策家电以旧换新的刺激，令空调等制冷设备的生产提振，令管材需求维持。而其他铜材方面的明显回落亦能反映出高铜价对下游需求的抑制。

展望下半年，经济和需求的复苏仍需更主动的消费去拉动，在以旧换新、设备更新的政策助推背景下，加之铜价近期逐步回调，能刺激下游需求情绪，随着政策逐步落地推广和发酵，预计下半年铜材开工率能有所提振。

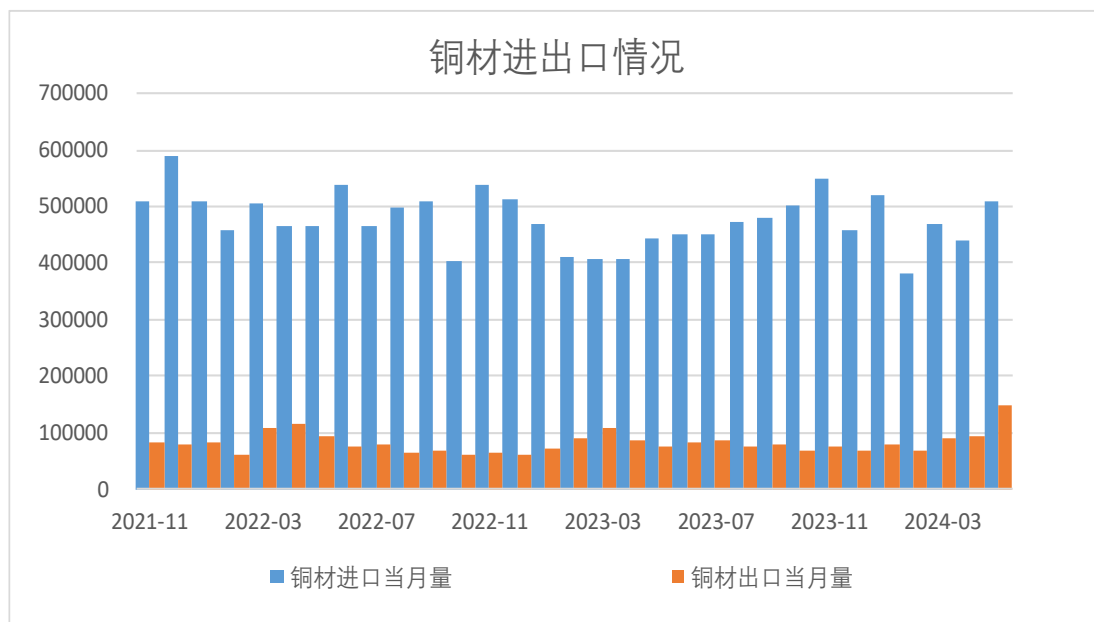


图表来源：Ifind 瑞达期货研究院

铜材进出口情况

据国家统计局数据,截至 2024 年 5 月,铜材当月进口量为 510000 吨,较 4 月增加 70000 吨,增幅 15.91%, 同比增幅 14.86%。2024 年 1-5 月铜材累计进口 233 万吨,较去年同期增长 8.94%。进口表现方面,尤其 5 月份,据悉有较多俄罗斯铜的流入,由于 2024 年 4 月 13 日(美国时间 4 月 12 日)消息,美国和英国宣布对俄罗斯铝、铜和镍实施新的交易限制。预计下半年在铜的进口方面,我国仍将保持较大量级,主要贡献源来自于俄罗斯方面。

在出口方面,截止 2024 年 5 月,铜材当月出口量为 14.93 万吨,同环比显著增涨,累计量约为 47.56 万吨,同环比双增。下半年在英美限制俄罗斯铜事件的背景下,加之海外铜库存持续去化,随着海外经济的恢复预计用铜量将逐步上行,对于已关闭俄罗斯铜进口渠道的英美两国来说,将不得不去寻求其他的供货渠道,于中国铜出口而言亦将起到正面作用,因此判断下半年的铜材出口将稳步提升。



图表来源: Wind 瑞达期货研究院

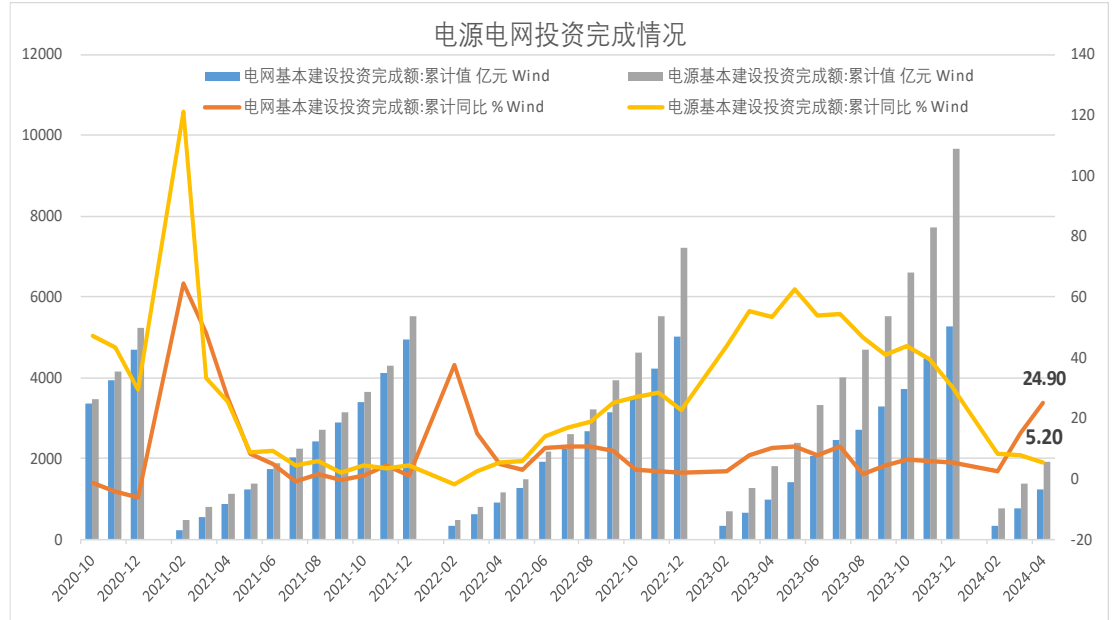
2. 终端消费情况

电源电网投资铜耗情况

电力系统的建设对精炼铜的消费在我国铜消耗重占有大部分比重,电力系统的铜消费量约占我国总消费量的四成以上比例,其主要为铜杆材的使用,在电缆的布设方面。截至 2024 年 1-4 月,电源、电网投资完成累计额为 1912 亿元、1229 亿元同比 5.2%、24.9%。

国家电网预计在 2024 年的电网建设投资总规模将超过 5000 亿元人民币。投资将用于加大数智化坚强电网的建设,促进能源绿色低碳转型,并推动特高压工程的开工建设,如

阿坝至成都东等项目。此外，还将围绕数字化配电网、新型储能调节控制、车网互动等应用场景，打造一批数智化坚强电网示范工程。电力系统这一块工程从历年完成度来看，皆能够按预定目标开展施工，因而电力系统耗铜量在我国保持稳定增长态势。展望 2024 年下半年，我国电源电网建设仍将维持稳定增长的趋势，按照年初既定目标发展建设。

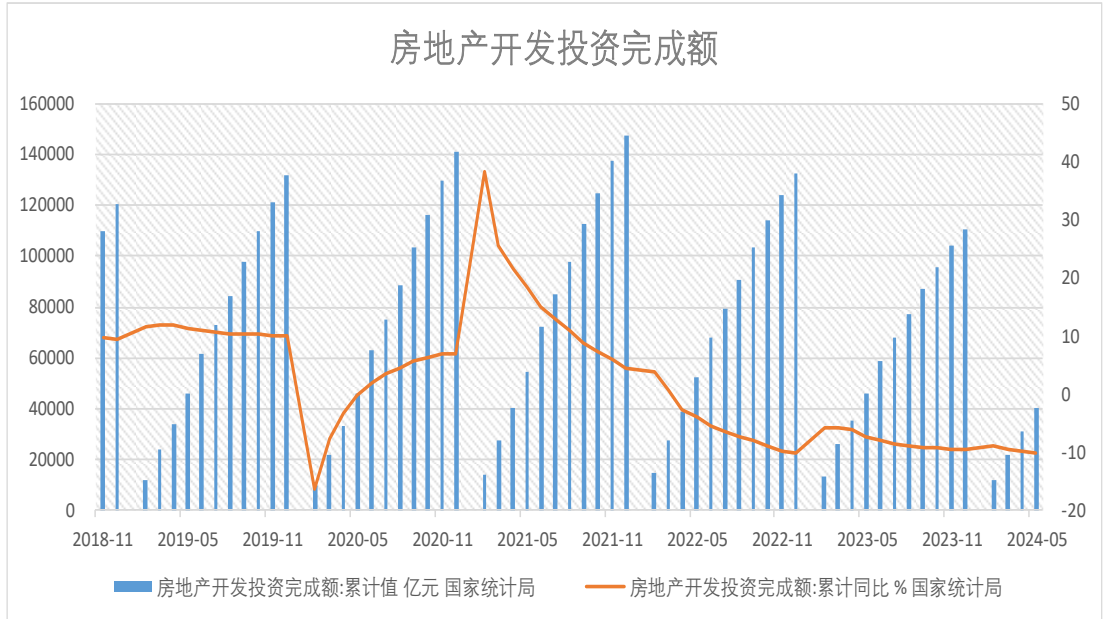


图表来源：Wind、瑞达期货研究院

建筑行业铜耗情况

据国家统计局数据，截至 2024 年 5 月，房地产开发投资完成累计额为 40632.3534 亿元，同比-10.1%，环比 31.38%。1-5 月我国商品房销售面积累计为 36642.06 平方米，同比下降 20.3%，房地产新开工面积累计为 30089 平方米，同比降幅为 24.2%。从今年已有数据来看，地产行业在我国增速由 2021 年始逐年调降。2024 年 5 月 20 日，央行：降低居民购房门槛，央行连发三则通知：取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套不低于 25%。

截止目前，全国已有超过 70 个城市陆续推出住房“以旧换新”政策，期望以此来激活房地产市场。从市场反应情况看，各地住房“以旧换新”政策实施效果不尽相同，各地购房者对于由国企出面回购旧房的模式，反响要更加积极一些。下半年再政策的助力下预计房地产市场原先存量库存能得到部分去化，但因为此前房价及大幅新房开工等原因造成的大量库存积累，短期内供需情况难以明显变化，长期来看解决房地产市场库存积压问题仍将是经济恢复的主要痛点，因此将会有更多政策及流动性方面的利好刺激行业去库。

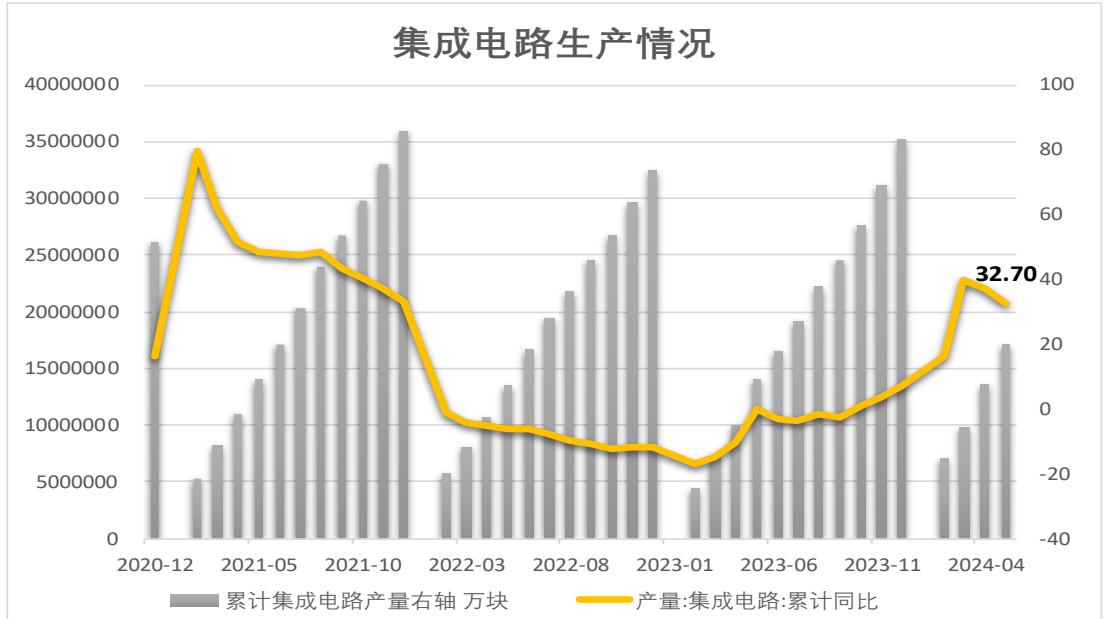


图表来源：Wind、瑞达期货研究院

集成电路行业铜耗情况

铜在半导体领域的应用极为广泛，它不仅作为互连材料和封装技术中的关键组成部分，提供优异的导电性和导热性，还在高纯靶材制备、导线材料选择、纳米烧结互连技术，以及发光胶体半导体纳米晶体的开发中扮演着重要角色。随着半导体技术的不断进步，铜的应用将继续扩展，为实现更高性能和效率的半导体产品提供支持。集成电路在我国铜耗占比约为8%左右，据国家统计局数据，截至2024年5月，集成电路累计产量为17028000万块，同比32.7%，环比25.77%。

从整个集成电路半导体行业来看，目前半导体芯片行业整体已渡过“主动去库存”阶段，进入“被动去库存”阶段，但随着需求的复苏，行业整体有望开启积极备货。此外，由于国家提出高质量发展战略，而先进半导体又为我国的“卡脖子”项目，因此在该行业的发展投入上，国家先后成立三期集成电路产业大基金从流动性方面给予扶持。因此，下半年来看，在流动性、战略政策以及行业周期等的多因素助推下，半导体行业有望接力新能源汽车行业成为铜耗的又一亮点。

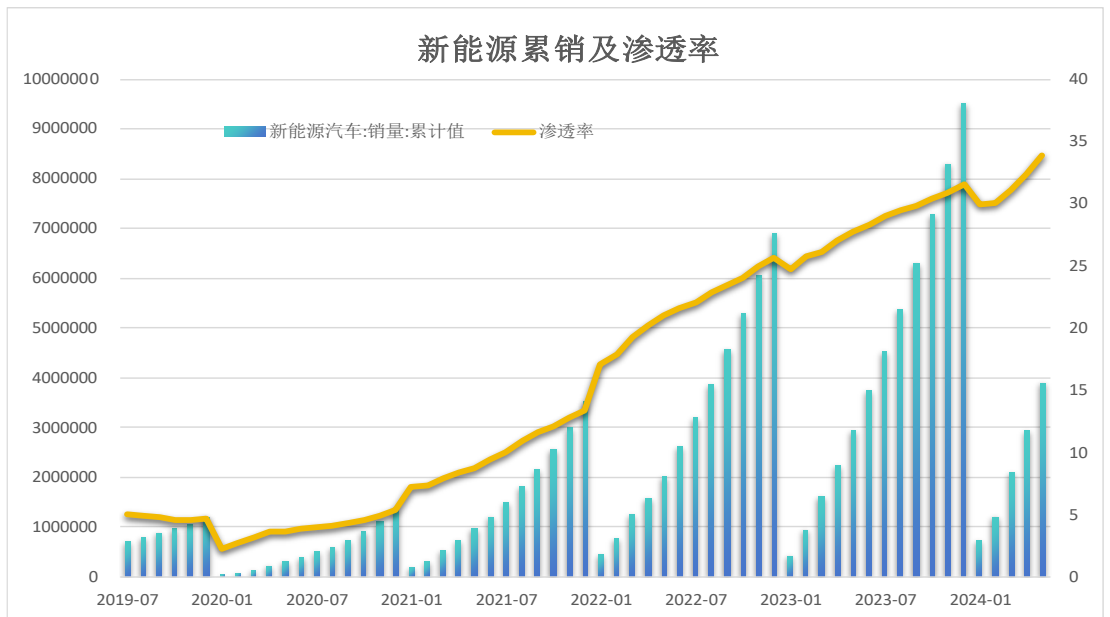


图表来源: Wind、瑞达期货研究院

新能源车行业铜耗情况

交通运输领域对铜材的消耗主要集中在铜线束等汽车电子方面，铜板带在汽车工业中主要用于制造连接器。尤其是新能源汽车对铜板带的需求表现更为强烈，主要应用于电子接插件方面。相比于传统燃油车而言，新能源汽车的平均所需的铜要高出一倍有余，达到 57 千克之多，纯电动汽车所需量更是高达 80 千克。

据中汽协数据，截至 2024 年 5 月，新能源汽车当月产量为 940000 辆，环比 8.05%；销量为 955000 辆，环比 12.35%。2024 年 1-5 月，新能源汽车累销/汽车累销（渗透率）为 33.88%，环比 1.5%，同比 6.19%。新能源汽车产销量双增，且对传统汽车的替代日渐显著，渗透率逐步提升，也将提振铜在汽车制造行业中的消费量。

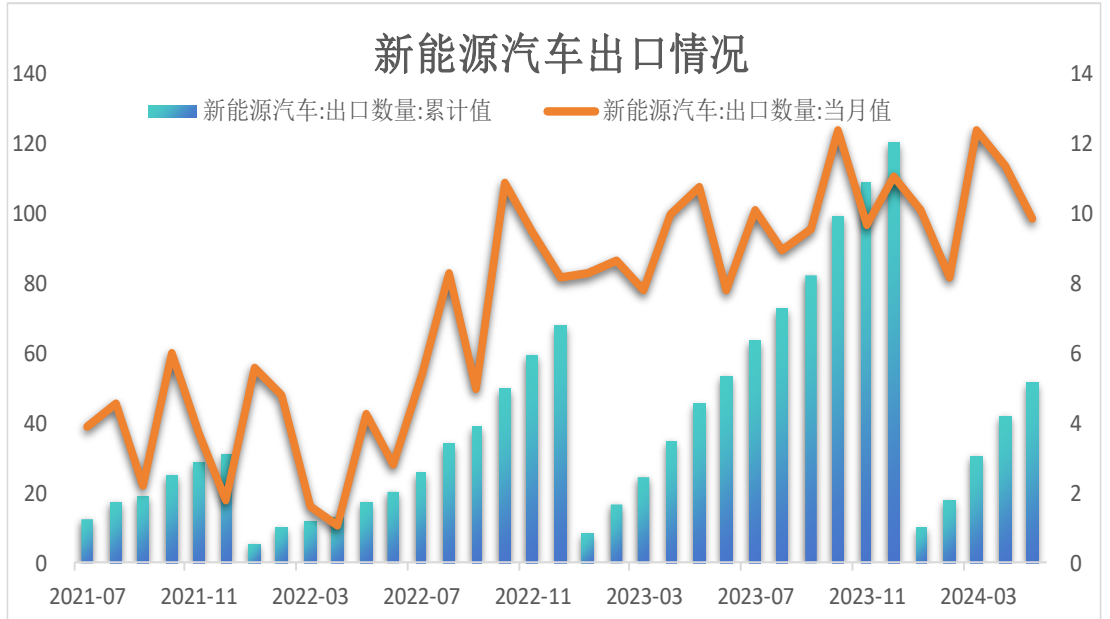


图表来源: Wind、瑞达期货研究院

据中汽协统计，截至 2024 年 5 月，新能源汽车累计出口量为 51.9 万辆，同比增幅 13.57%。近期市场比较关注的是欧盟及美国对我国新能源汽车相关产业链的关税加征事件，2024 年 6 月 12 日，盟委员会披露了拟对从中国进口的电池电动汽车（BEV）征收的临时关税水平。其中，对比亚迪、吉利汽车和上汽集团将分别加征 17.4%、20%和 38.1%的关税；对其它制造商将征收 21%的关税；进口自中国的特斯拉汽车可能适用单独的税率。欧盟委员会称，如果与中方的讨论不能得出有效的解决方案，这些临时关税将从 7 月 4 日起引入。据中国海关及中汽协数据，2023 年中国新能源汽车出口累计 120.3 万辆，向欧洲出口新能源汽车 68.1 万辆，占总体出口量的 57%，向美国出口新能源汽车 26.7 万辆，占总体出口量的 22%。欧盟等国和美国是我国新能源汽车及其零部件的重要出口国，在 2024 年 5 月 14 日，美方发布对华加征 301 关税四年期复审结果，宣布针对中国电动汽车的关税将从 25% 提升至 100%。欧盟随后也在 6 月 12 日也公布拟行反补贴税措施。双方意在削减我国新能源汽车在国际市场的竞争力。

若最终结果仍是加征关税，由于欧洲各国及美方皆是我国重要的汽车出口国。预计在后续欧美双方加征关税的影响下，新能源汽车出口量短期内或有一定程度回落风险，侧面也反映出我国新能源汽车已具备竞争优势性价比出众。此外，欧盟加征关税或将为中国电动汽车进入欧洲市场设置更高的门槛，影响中国车企在欧洲的市场份额，影响中国车企的利润空间和竞争力。但高额的关税亦将使上升的成本最终转嫁给欧洲消费者，导致电动汽车和相关商品及产业链材料价格出现不同程度上涨，对于欧盟央行控制通胀、恢复经济的措施产生不利影响。对中国车企来说，可能需要重新考虑其出口战略和供应链布局，加速在欧洲本土的生产和投资规避涉及关税等问题，并且在出口战略上对海外市场分散布局，扩大市场竞争力。

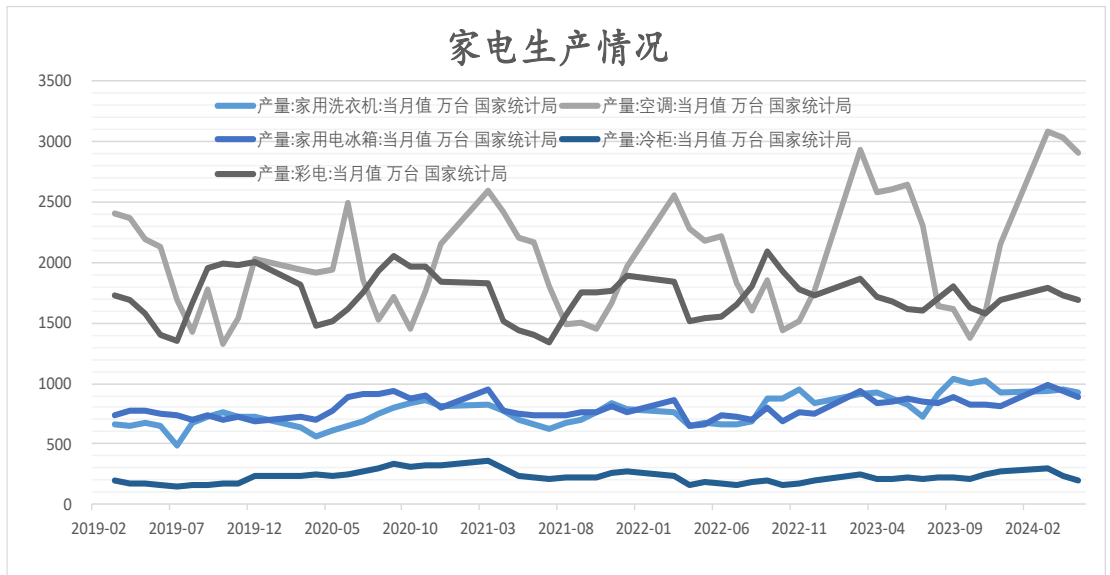
下半年，预计加征关税事件的发酵下，短期内由于新能源汽车出口量或受到一定影响，于铜而言终端消费的影响或将对预期有抑制作用。随着国内车企及有关部门积极对外磋商，加之国内新能源汽车“以旧换新”政策及内销的发力，长期来看，消费终将传导至需求，带动铜产业链去库存，长期预期偏暖。



图表来源：Wind、瑞达期货研究院

家电行业铜耗情况

据国家统计局数据，2024年1-5月洗衣机、空调、电冰箱、冷柜、彩电累计生产值同比为10.1%、12.7%、8%、16.2%、0.006%。整体来看除彩电未有明显增长外，空调为代表的制冷家电同比显著增长。从下图中可以看出空调具备明显的季节性变化，随着高温天气席卷全国，空调、空气循环扇等降暑、防暑类产品进入销售的高峰期。据某电商平台数据显示，6月11日全国多地高温，平台上家电商家的风扇销量环比上周增长140%、空调销量增长300%。下半年，第三季度，制冷家电的生产也将缓步下行至低谷，在第四季度生产逐步恢复，伴随着铜消费旺季“金九银十”的来临以及国家“家电以旧换新”政策的推动，对四季度家电的铜耗将有一定程度地提振。



图表来源：Wind、瑞达期货研究院

第四部分、2024 年下半年沪铜行情展望

2024 年上半年沪铜整体走势表现出波动放大、震荡上行的偏强走势。基本上，不断走低的 TC 费用带来矿端偏紧的预期，为铜价在成本端提供支撑。但在库存方面，由于快速上涨的铜价对下游需求造成一定影响，令国内库存持续积累，暂未明确见到去库拐点。宏观方面，国内产业政策利好陆续落地，流动性精准释放，经济稳步恢复。海外方面，美国劳动力市场较火热，通胀回落速率放缓，整体经济表现出韧性较足，降息预期不断延后。

2024 年下半年供给方面，铜矿端 TC 费用仍将维持在低位运行，但矿端偏紧现状仍在但将缓步缓解。精铜方面，表观消费量预计小幅上涨，此前减产预期因为精废价差的走扩令粗铜、废铜、阳极铜的替代性价比，导致减产不及预期，但增量将有所放缓。库存方面，由于高铜价对下游造成抑制导致库存积压，将随着铜价回调释放部分需求，加之产业政策的助推，预计第三季度将逐步显现去库拐点，随着四季度消费旺季的来临，库存加速去化。

2024 年下半年需求方面，在“消费品以旧换新、生产设备更新”等刺激消费政策逐步发酵的背景下，下游铜材加工企业订单料有所增长，加之近期铜价回调，释放下游外采备货的热情，二季度有所回调的铜材开工率将稳步恢复。终端消费方面，在产业政策的助推下，下半年预期偏好，电力系统方面预计按目标稳定增长，家电、汽车等消费品随着四季度旺季的来临将逐渐拉动有效需求。总体来看，需求方面预期偏暖，静待终端消费向需求及上游的传导。

2024 年下半年国内方面，流动性上仍有进一步降息的预期，流动性偏宽。产业政策方面，上半年助推消费的方针将在各地市先后落实，需求预期偏暖。国际方面，从近期美国经济的表现来看，虽然经济韧性仍好，但高息环境的影响逐步在通胀和劳动力市场体现，降息节点将逐步临近。基本上，国内供给方面表观消费量将有小幅增长，但总体增速放缓，而需求随着产业政策和流动性的托底传递偏暖预期。在铜价的运行方面，预计第三季度，由于处于消费淡季，将出现小幅调整的震荡走势，以备下游企业提前备货。第四季度，随着消费旺季的来临，需求预期逐步释放，铜价偏暖运行。

在此背景下，我们认为铜价 2024 年下半年运行区间为 75000-85000 元/吨左右，仅供参考。

风险因素上，海外方面，矿山的扰动因素，降息周期节点的延后，地缘政治战争以及海外经济的复苏不及预期等因素；国内方面，双边关系的影响，消费数据的实际表现，经济恢复的速度及政策运行情况等因素。以上因素（包括但不限于）皆会影响 2024 年下半年铜价的具体运行情况，我们亦将逐步跟踪观测。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。