



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

# 激烈博弈之后，回归现实

## 铜半年报

2024/06/07

吴坤金（有色金属组）

☎ 0755-23375135

✉ wukj1@wkqh.cn

👤 从业资格号：F3036210

🏠 交易咨询号：Z0015924

MINMETALS  
FUTURES

# 目录

CONTENTS



01 半年度评估及策略推荐

04 供给端

02 市场回顾

05 需求端

03 宏观分析

06 平衡与展望

01

---

# 半年度评估及策略推荐

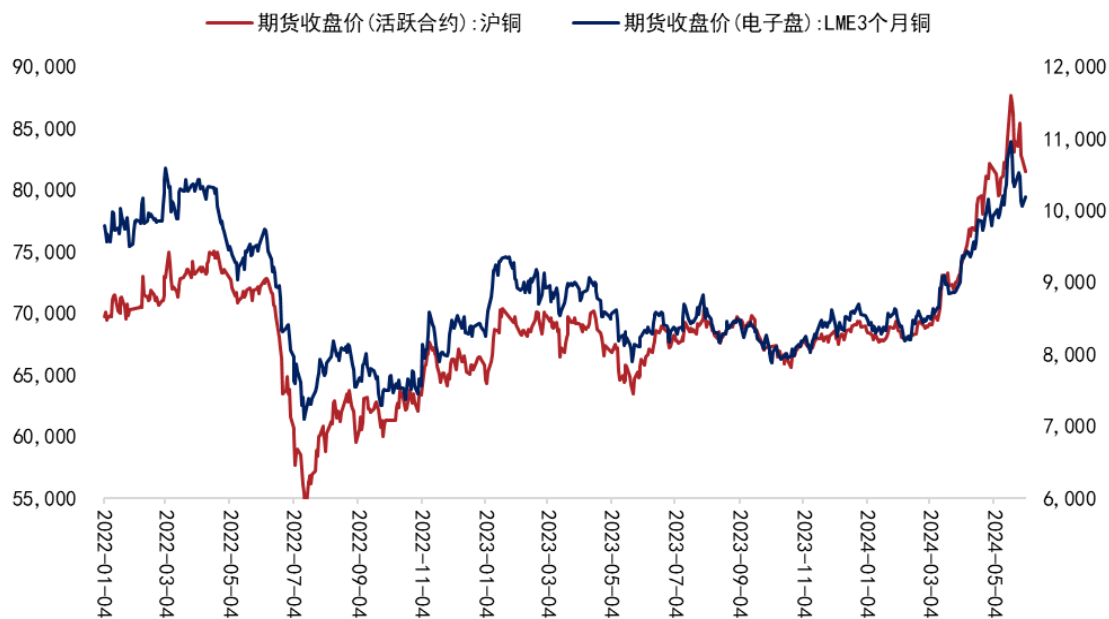
- ◆ **供应-铜矿：**进入二季度，南美、非洲部分铜矿供应扰动加大，预计产量增速下降。不过随着铜价持续攀升，其对矿端生产的激励逐渐体现，紫金矿业卡莫阿-卡库拉三期已提前投产。国内铜矿产量预计有所增加。中性假设下，预估今年全球铜矿供应增加约57万吨，对应的增速约为2.6%。其中铜精矿供应量增加约34万吨，湿法铜增加约23万吨。
- ◆ **供应-精炼铜：**当前粗铜供给依然充足，有望支撑国内精炼铜产量在短期内维持高位。下半年随着海外冶炼厂投产，原料供给充足率或将下降，国内铜冶炼厂预计面临一定的减产压力。总体预计全年国内精炼铜产量较去年增加22万吨。海外方面，下半年自由港、阿曼矿业、紫金矿业位于刚果（金）的冶炼厂均将迎来投产，加之湿法产量增加，海外精炼铜产量有望迎来增长。全年预估增加约34万吨。
- ◆ **需求：**2024年1-5月国内表观消费量约589.3万吨，同比增长5.8%，预估上半年表观消费量713.3万吨，同比增长2.3%。下半年国内光伏、家电等需求面临一定的压力，汽车消费预计维持偏高增速。海外上半年需求有所增长，下半年同样要关注经济压力带来的需求下滑风险。
- ◆ **平衡：**2024上半年铜精矿供应呈现短缺格局、精炼铜供应边际明显过剩。下半年铜精矿供应短缺程度预计有所扩大；精炼铜供应将有所增加，价格脱离历史高位也将使得需求有所回升，总体供需或小幅短缺，短缺程度取决于价格回调的幅度。基于当前价格重心判断，短缺幅度有限。
- ◆ **价格展望：**2024上半年铜市场多空双方激烈博弈，铜价也在期间创下历史新高。当前市场博弈已降温，价格也正在回调。展望下半年，海外处于降息前和降息初期阶段，叠加持仓依然偏高，情绪上仍有一定支撑，铜价下跌后消费的阶段回暖和冶炼减产也将带来反弹动力。但是也要看到，海外以美国为首的国家经济压力仍然较大，市场对于经济现实的交易和铜需求存在的下滑压力可能使得铜价反弹后面临更大的下行风险。策略上更推荐反弹后高位空的机会。下半年沪铜主力运行区间参考：68000-88000元/吨；伦铜3M运行区间参考：8200-11000美元/吨。同时，随着海外降息开启，预期层面存在转弱的可能，跨期正套可能迎来参与的机会。

02

---

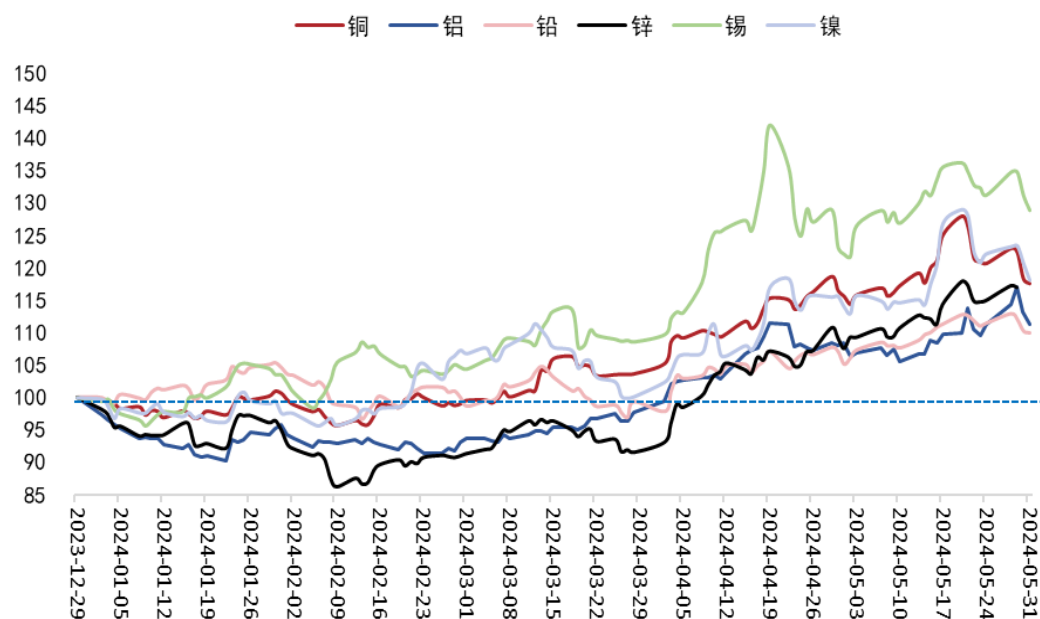
# 市场回顾

图1：沪铜主力合约收盘价&LME3个月期铜收盘价（元/吨、美元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

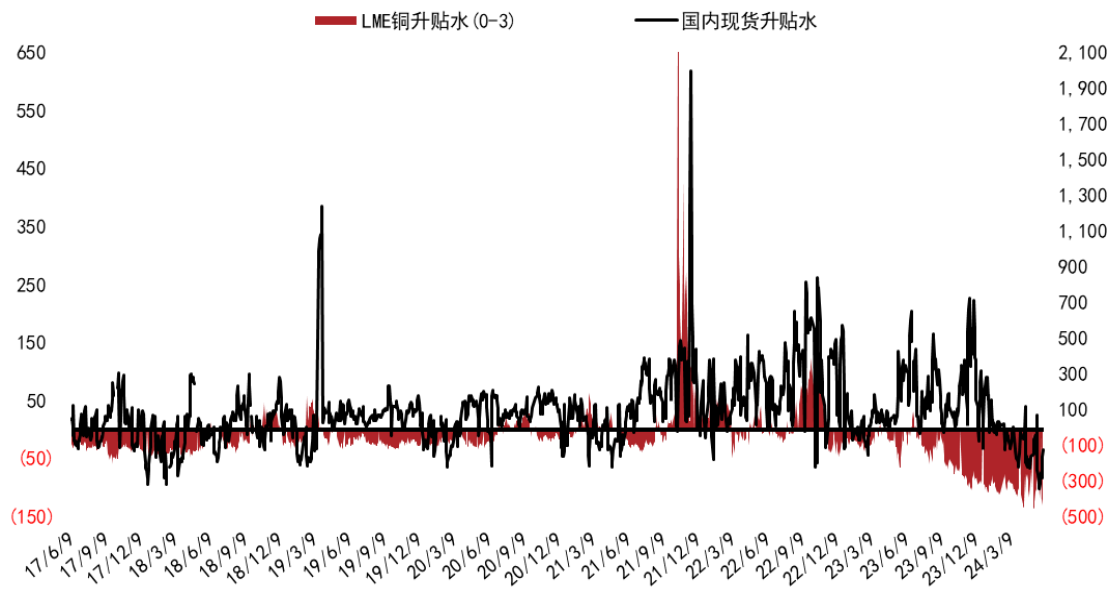
图2：LME市场基本金属价格指数



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

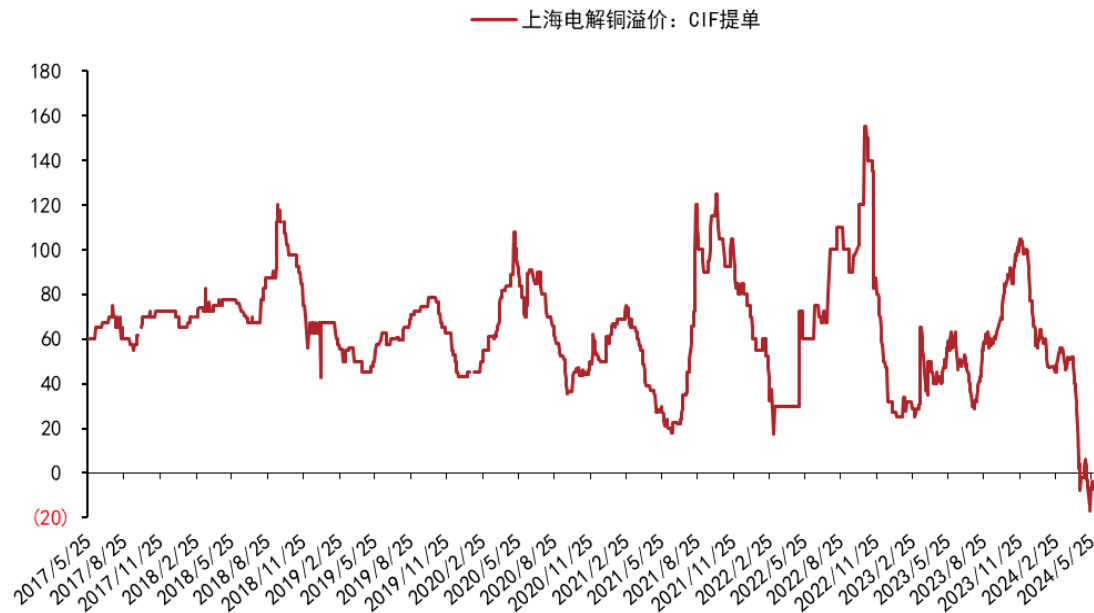
2024上半年，全球铜价在美联储降息预期、铜精矿加工费持续下跌和海外低库存等因素推动下，从3月初开始连续单边上涨。5月中下旬，COMEX市场高持仓低库存局面引发近月价格加速拉升，铜价一度创下历史新高，LME3个月期铜最高录得11104美元/吨，沪铜主力合约最高录得88940元/吨。此后市场多头情绪有所退潮，铜价从历史高位回落，6月初LME3个月期铜运行于10200美元/吨附近，沪铜主力合约运行于82000元/吨附近。截至6月初，有色金属普遍上涨，铜价涨幅约18%，仅次于锡和镍。

图3：国内外铜现货基差



资料来源：LME、WIND、五矿期货研究中心

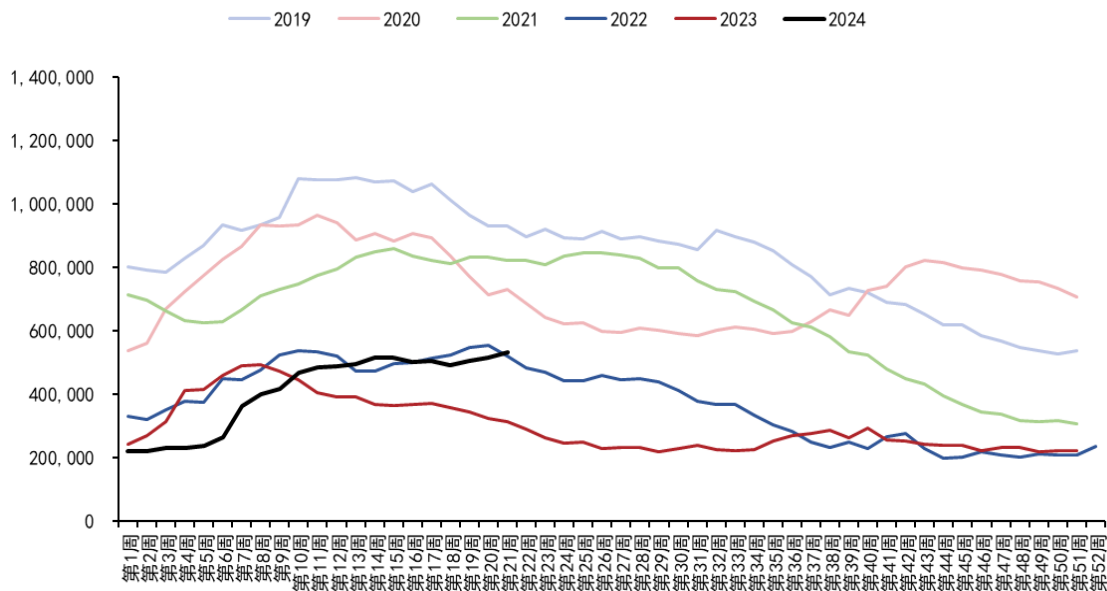
图4：上海电解铜外贸升水（美元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

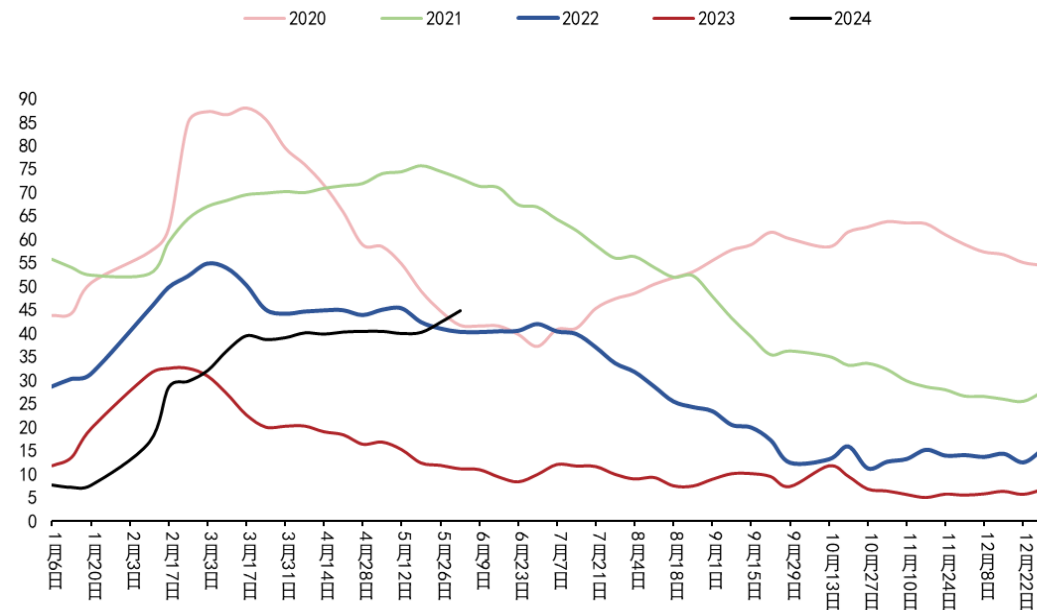
由于海外维持高利率环境且铜价持续上涨，2024上半年铜现货表现相对疲软。国内上海地区现货对期货多数时间维持贴水状态，贴水幅度一度接近400元/吨，LME市场Cash/3M贴水幅度基本在100美元/吨以上。6月初国内上海地区铜现货贴水100元/吨，LME市场Cash/3M贴水120美元/吨以上。与此同时，由于国内库存水平更高，需求受高铜价影响更大，2024上半年洋山铜溢价大幅走跌，6月初仍处于负值区间。

图5：三大交易所+上海保税区铜库存（吨）



资料来源：SHFE、LME、COMEX、MYSTEEL、五矿期货研究中心

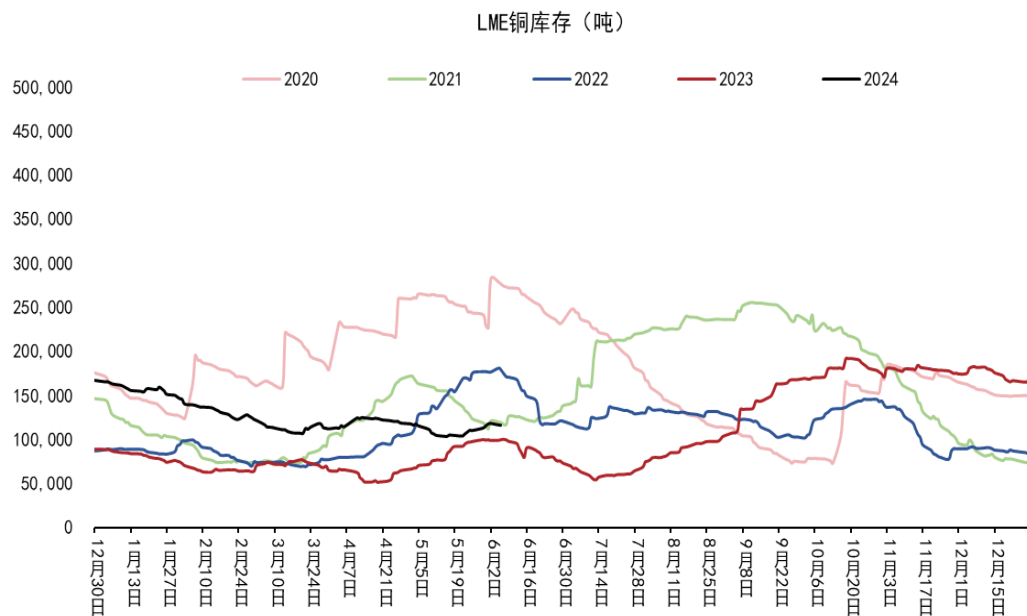
图6：中国电解铜社会库存（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

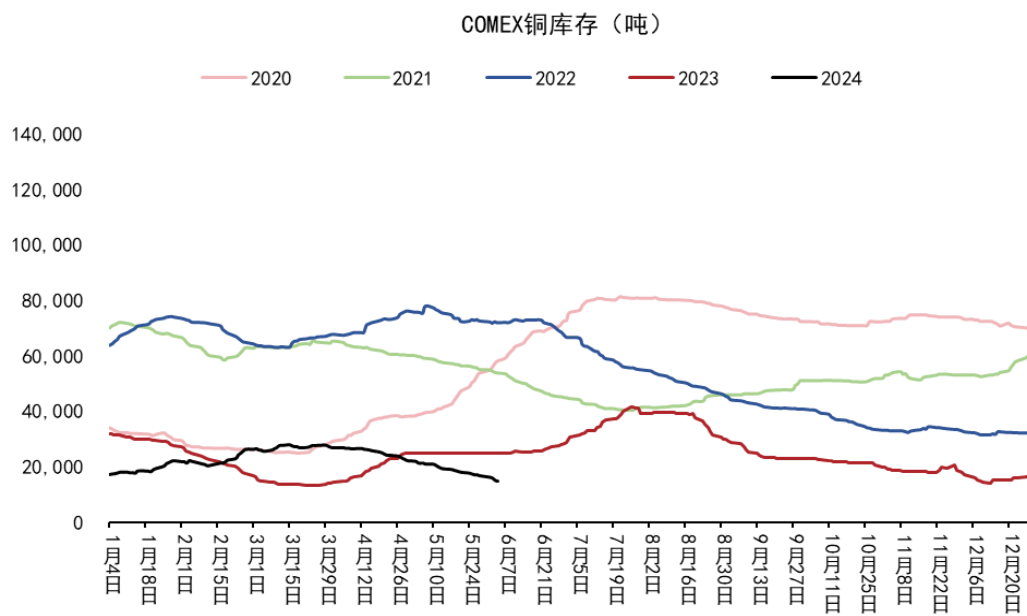
伴随铜价上涨，2024上半年全球铜库存持续增加。截至6月初，三大交易所加上海保税区电解铜总库存约53.2万吨，较年初增加31.3万吨，相比去年同期高21.7万吨。从库存变化看，上半年库存增量主要来自国内和上海保税区。其中，上期所库存从去年底的3.1万吨增加至32.2万吨，交易所以外库存也有7万吨左右的增加；上海保税区库存从去年底的0.6万吨增加至7.9万吨。

图7：LME铜库存（吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

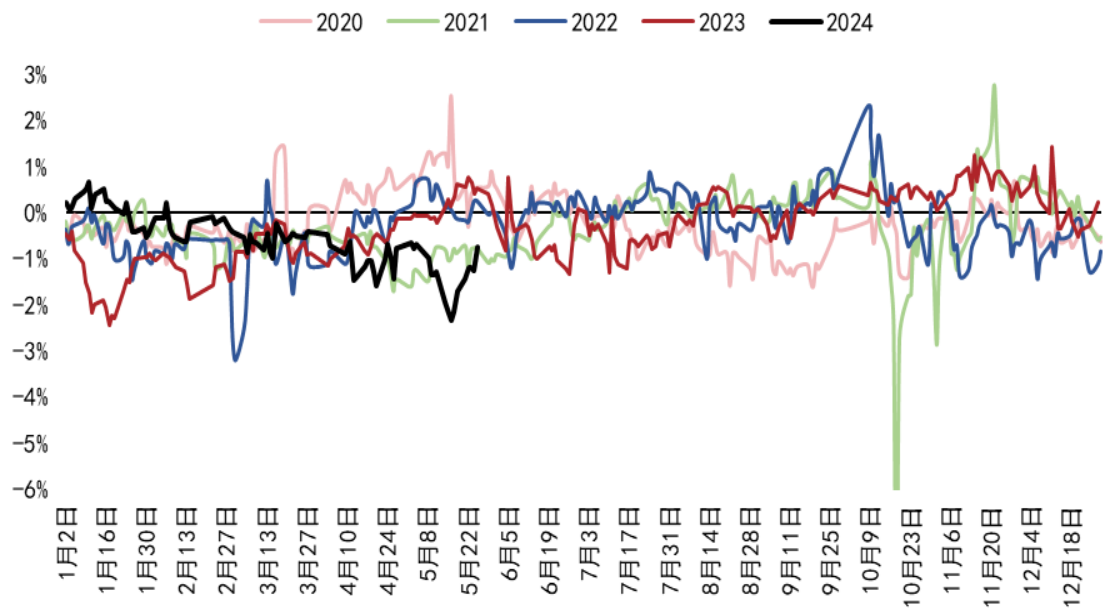
图8：COMEX铜库存（吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

与中国境内铜库存持续增加相反，海外LME和COMEX市场铜库存持续减少。LME库存从去年底的16.7万吨下滑至11.6万吨，COMEX库存从去年底的1.7万吨减少至1.5万吨，处于多年低位，并因此引发了5月中下旬的挤仓。

图9：国内铜现货进口盈亏比例



资料来源：SHFE、LME、SMM、WIND、五矿期货研究中心

图10：美元指数&离岸人民币汇率



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

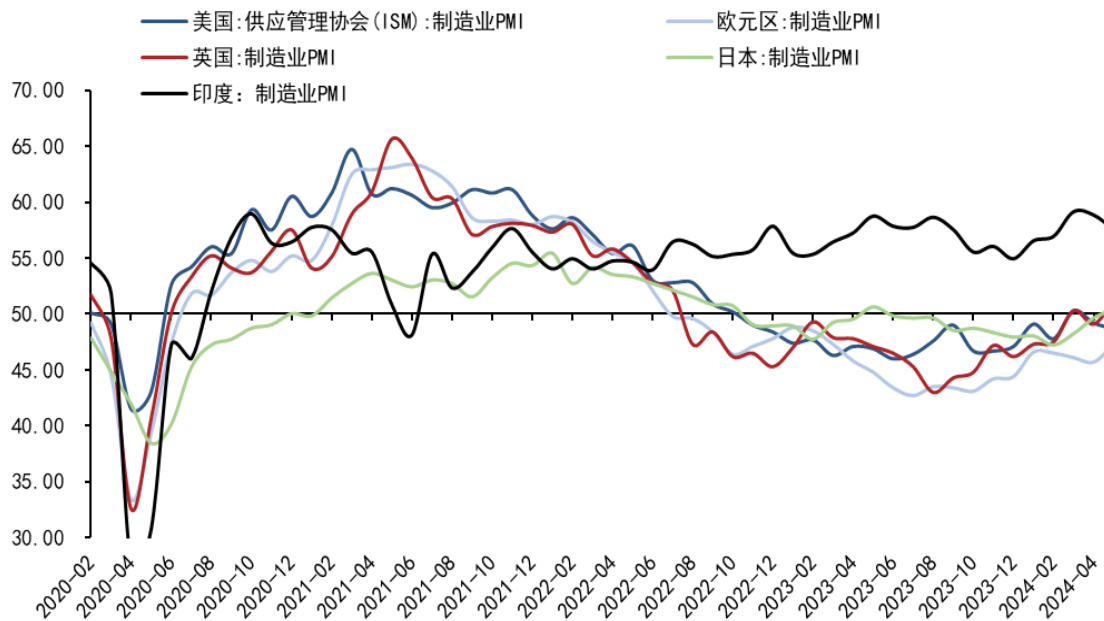
2024上半年国内铜价表现弱于外盘，铜现货进口亏损比例震荡下滑，5月进料加工出口窗口打开。从比值来看，由于上半年人民币走势偏弱，沪伦比值没有明显走弱。

03

---

# 宏观分析

图11：海外主要经济体制造业PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图12：美国名义库存同比



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

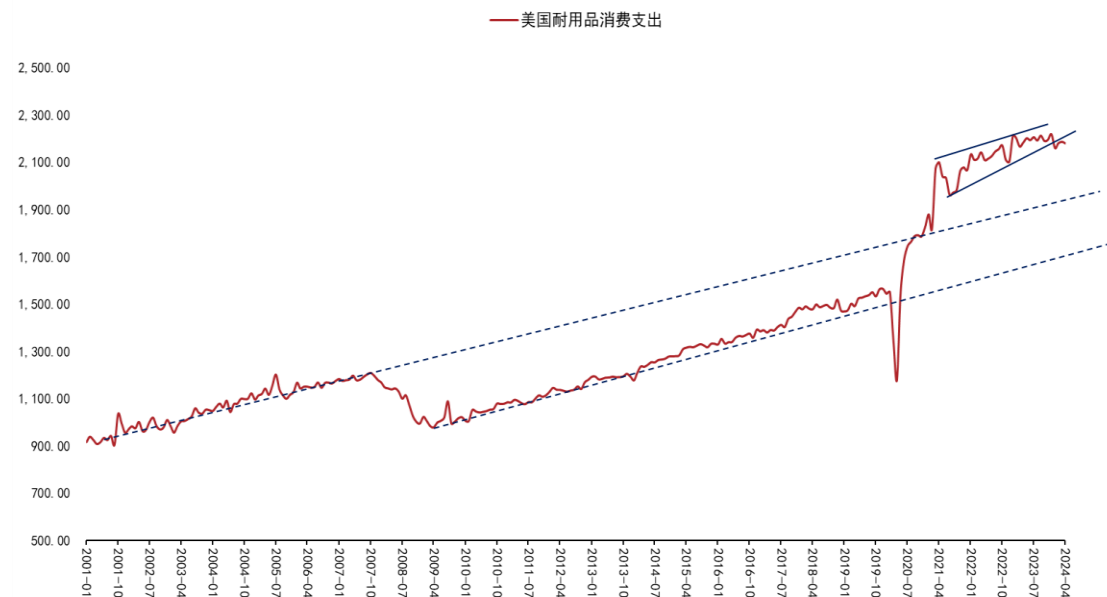
2024上半年海外主要经济体制造业景气度边际改善，一季度制造业活跃度持续提升，且美国表现强于欧洲，二季度活跃度有所下滑，欧洲表现好于美国。同时期，美国名义库存企稳略升。总体上半年海外经济回暖，但当前看韧性有所下滑，补库力度并不强劲。

图13：标普500收益率/10年期美债收益率



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

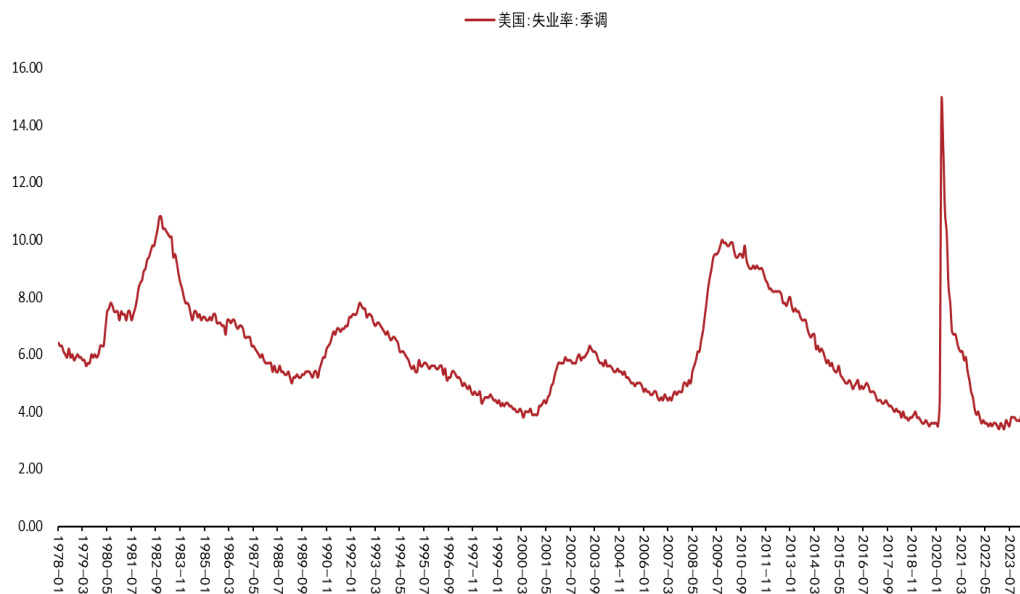
图14：美国居民耐用品消费支出



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

当前看，经历大涨之后以标普500为代表的美股收益率已经明显降低，美股性价比严重不足，面临的下跌风险加大，美国居民财富效应带动的消费增长趋于弱化。

图15：国内铜现货进口盈亏比例



资料来源：SHFE、LME、SMM、WIND、五矿期货研究中心

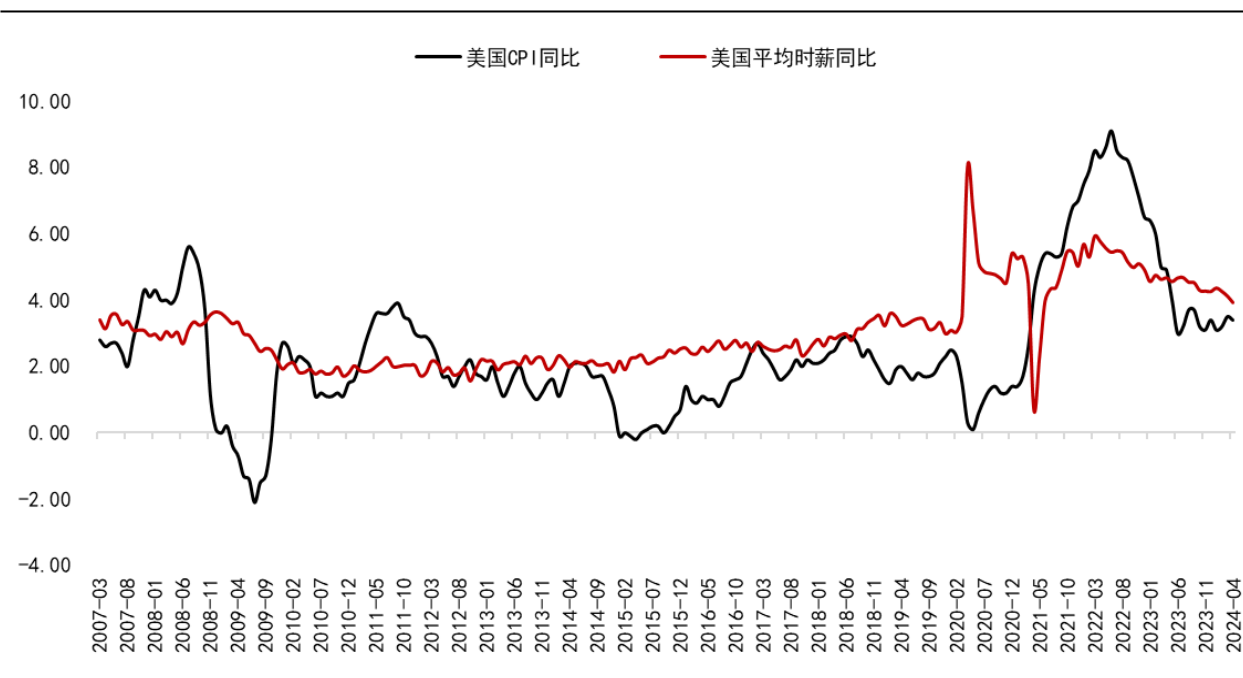
图16：美元指数&离岸人民币汇率



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2024上半年，尽管美国失业率维持低位，但就业市场已显示出疲软迹象，美国职位空缺率已经基本回落到疫情开始时的水平。随着职位空缺率下滑，美国失业率或将抬升。

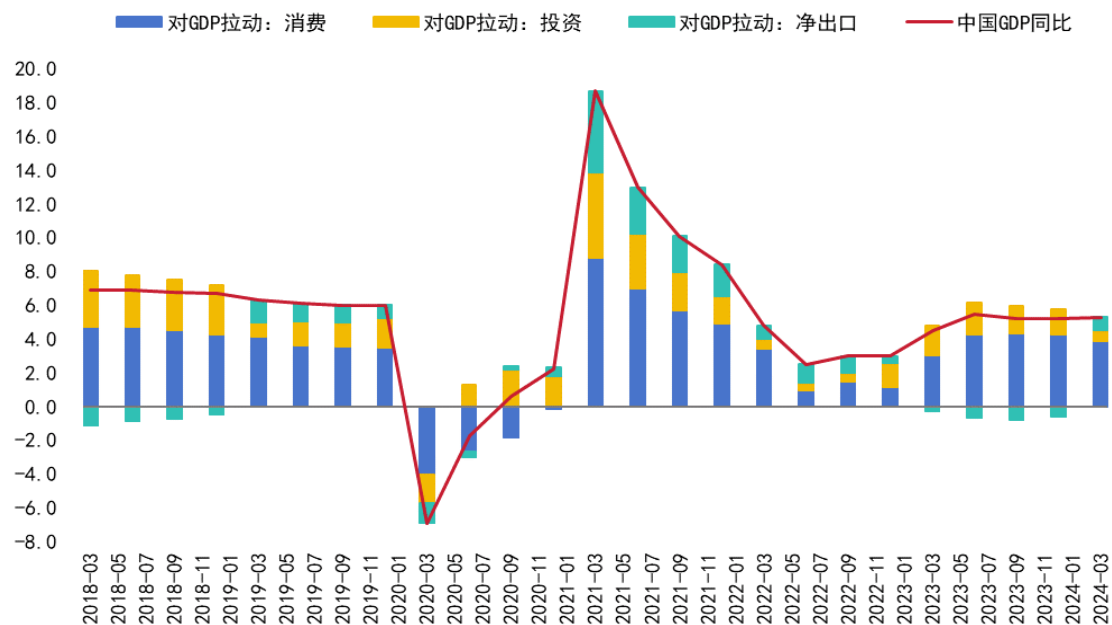
图17：美国平均时薪同比&CPI同比



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

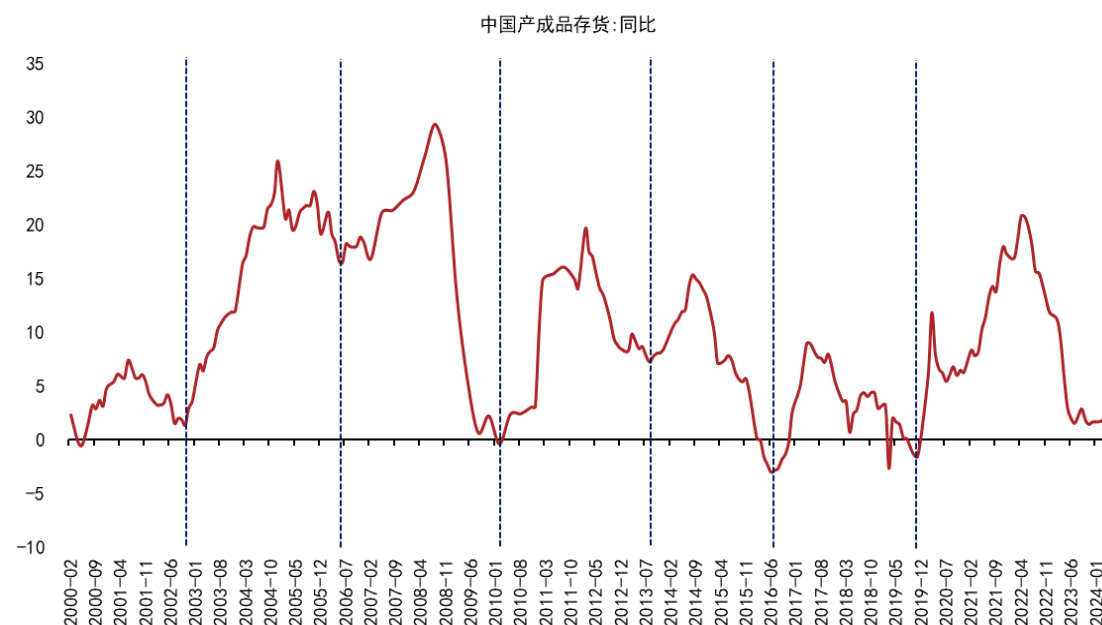
美国平均时薪增速下降也从侧面表明了美国就业市场的走弱，同时也表明居民收入对美国经济的内生驱动减弱。在此背景下，海外宏观的主题仍是经济走弱下的降息预期和现实之间的博弈。未来美国通胀数据越弱，则降息预期越提前；通胀数据越强，则降息预期越靠后。降息预期提前的情况下，降息前和降息初期市场情绪或仍偏积极，但随着降息进程推进，市场情绪或将更受美国经济现实左右。

图18：中国GDP同比增速及分项贡献度（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

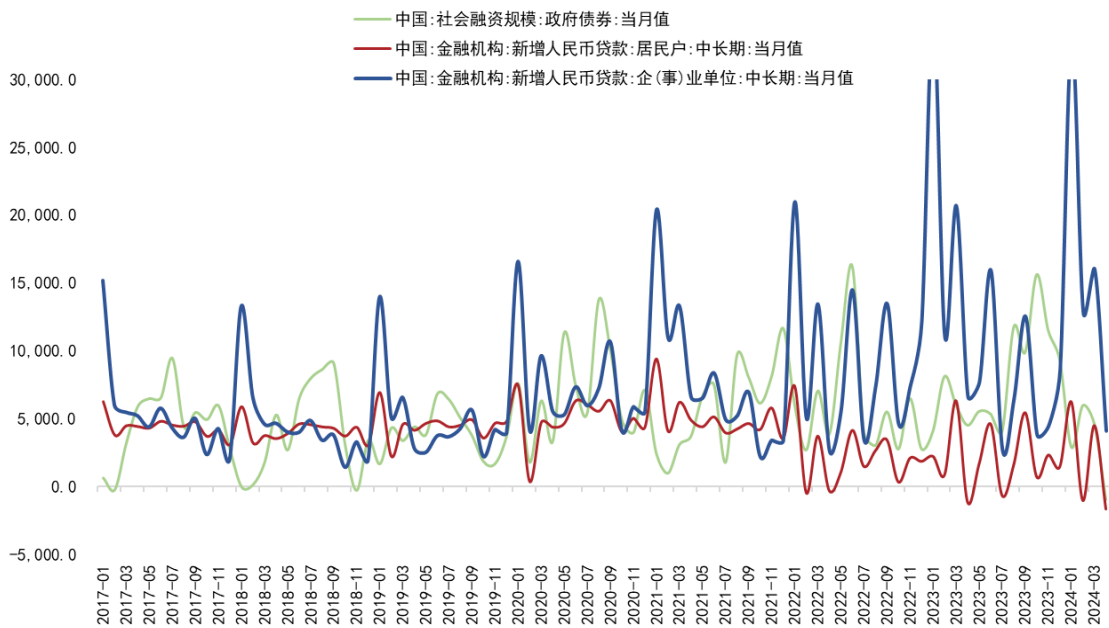
图19：中国产成品存货同比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

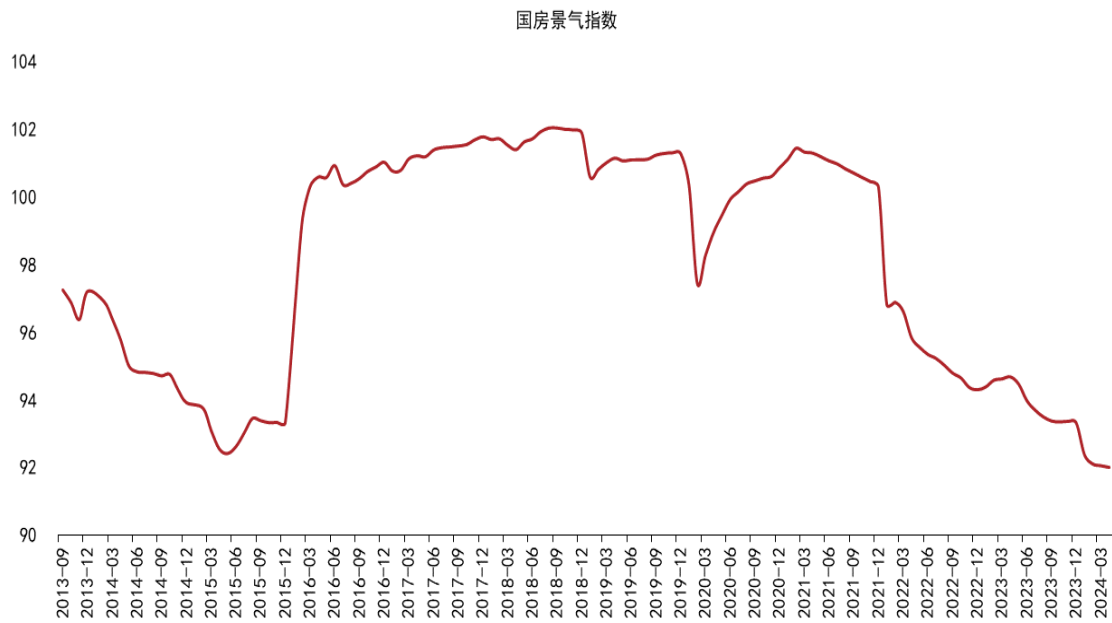
2024年上半年国内经济延续增长态势，但经济复苏动能仍有待巩固。一季度的GDP增长拉动主要由消费和净出口带动，投资贡献环比下滑幅度较大，同时消费贡献环比也有所减弱。从库存周期看，上半年国内产成品存货有所增长，但幅度较小，补库力度同样偏弱。

图20：中国社会融资规模分项（亿元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图21：国房景气指数



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

从国内社融分项看，今年1-4月居民信贷、政府债券表现均较弱，下半年经济能否回升的关键在于居民是否重新加杠杆以及政府债券发行进度及其对经济的支撑。尽管国内房地产政策已大幅度放松，但在地产仍处于下行的背景下，居民信心的恢复或还需要时间。

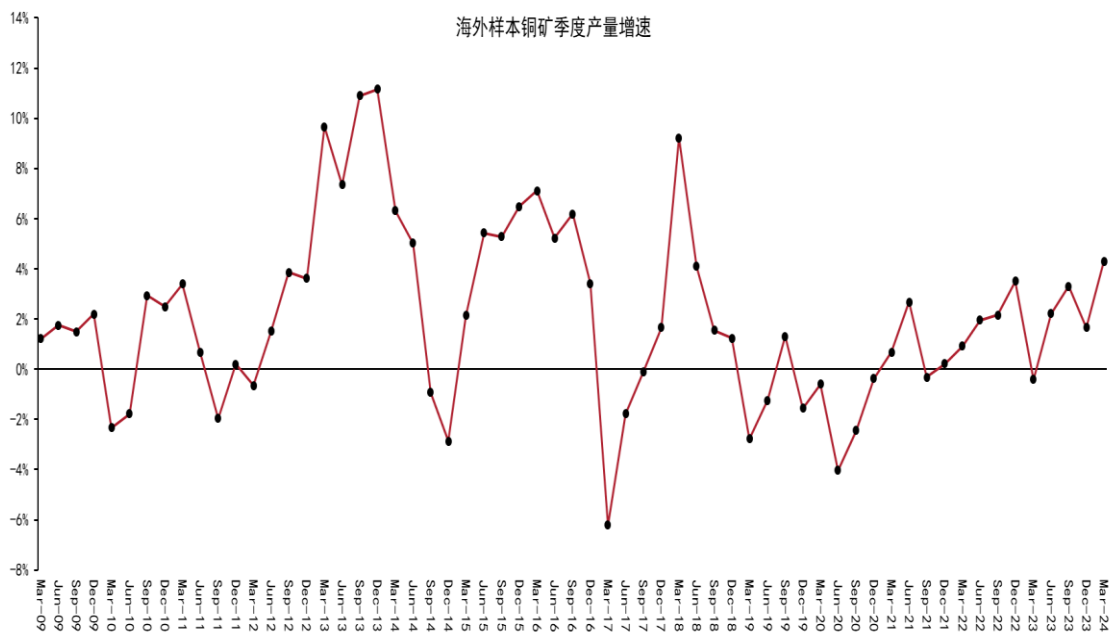
04

---

供给端

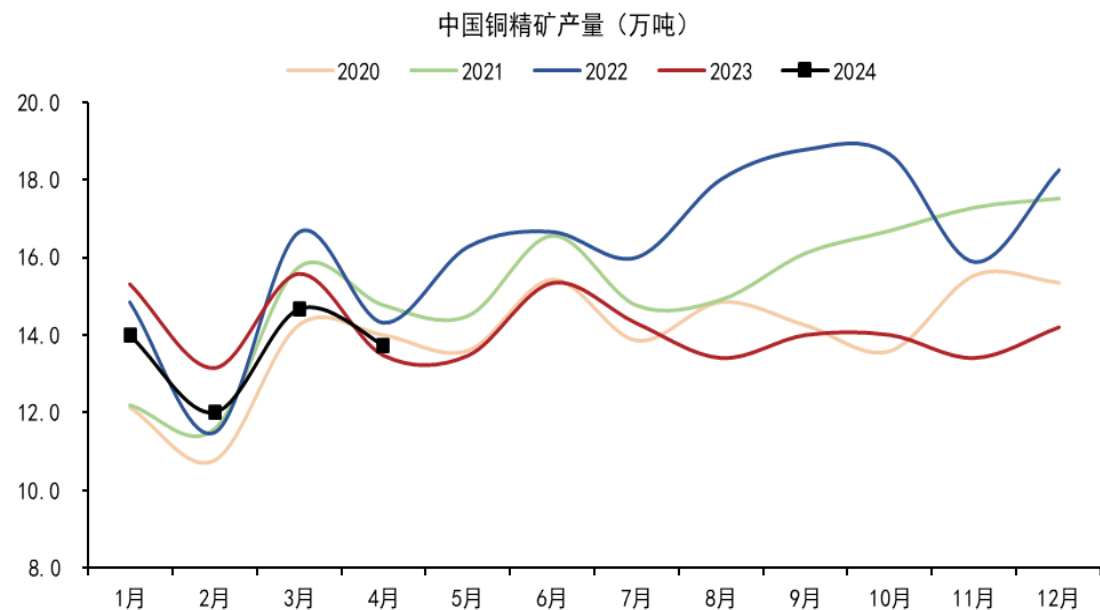


图22：海外样本铜矿季度产量增速（%）



资料来源：公司公告、五矿期货研究中心

图23：中国铜精矿产量（万吨）



资料来源：SMM、国统局、五矿期货研究中心

2024年1-3月海外样本铜矿产量同比增长约4.3%，绝对量增加约17.5万吨。虽然Cobre Panama铜矿停产，但由于去年基数较低，部分铜矿产能利用率提升，叠加Quebrada Blanca、KFM等扩建项目产能释放，产量增幅仍较可观。进入二季度，南美、非洲部分铜矿供应扰动加大，预计产量增速下降。不过随着铜价持续攀升，其对矿端生产的激励逐渐体现，紫金矿业卡莫阿-卡库拉三期已提前投产。国内方面，2024年1-4月铜矿产量小幅下滑。全年来看，随着甲马铜矿第二选矿厂恢复生产、玉龙铜矿扩建项目投产，预计产量企稳略升。

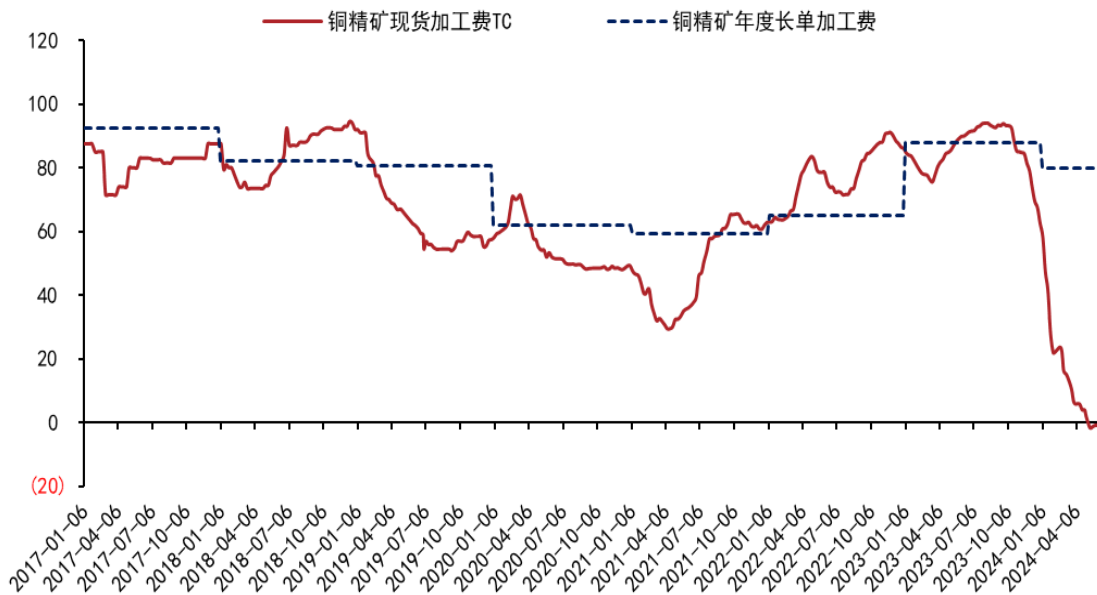
表1：2024年全球铜矿供应增减量梳理（万吨）

| 公司                 | 铜精矿项目             | 国家    | 备注        | 2023增量      | 2024增量-乐观    | 2024增量-中性   | 2024增量-悲观   |
|--------------------|-------------------|-------|-----------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| First Quantum      | Cobre Panama      | 巴拿马   |           | 1.5         | (15.0)       | (24.0)      | (33.0)      |
| First Quantum      | Sentinel          | 赞比亚   |           | 3.0         | (1.5)        | (1.5)       | (1.5)       |
| 紫金矿业               | Kamoa-Kakula      | 刚果（金） | 扩产        | 7.0         | 11.0         | 11.0        | 11.0        |
| 紫金矿业               | Bor               | 塞尔维亚  | 扩产        | 2.0         | 3.0          | 3.0         | 3.0         |
| 紫金矿业               | 驱龙铜矿              | 中国    |           | 2.0         | 2.0          | 2.0         | 2.0         |
| Freeport           | all               |       |           | (7.0)       | 2.0          | 2.0         | 2.0         |
| Anglo American     | Quellaveco        | 秘鲁    | 2022Q3投产  | 20.0        | 2.0          | 2.0         | 2.0         |
| Anglo American     | Other sites       |       |           | (2.0)       | (8.0)        | (8.0)       | (8.0)       |
| Teck Resources     | Quebrada Blanca二期 | 智利    | 2023年Q2投产 | 6.0         | 20.0         | 20.0        | 20.0        |
| MMG                | Las Bambas        | 秘鲁    |           | 3.5         | (0.3)        | (0.3)       | (0.3)       |
| Group Mexico       | all               |       |           | 2.0         | 3.0          | 3.0         | 3.0         |
| Antofagasta        | Los Pelambres     | 智利    | 扩产        | 1.0         | 3.0          | 3.0         | 3.0         |
| Vale               | all               |       |           | 7.0         | 5.0          | 2.0         | (3.0)       |
| Rio Tinto          | Oyu Tolgoi        | 蒙古    | 扩产        | 4.0         | 2.0          | 2.0         | 2.0         |
| Rio Tinto          | Other sites       |       |           | (2.0)       | 2.0          | 2.0         | 2.0         |
| Bhpbilliton        |                   |       |           | 7.0         | 2.0          | 2.0         | 2.0         |
| Udokan             | 乌多坎铜矿             | 俄罗斯   |           | 1.5         | 5.0          | 5.0         | 5.0         |
| Codelco            |                   | 智利    |           | (12.0)      | 3.0          | 3.0         | 3.0         |
| PT Amman           | Batu Hijau        | 印尼    |           | (7.0)       | 6.0          | 6.0         | 6.0         |
| 其它                 |                   |       |           | (8.0)       | 0.0          | 0.0         | 0.0         |
| <b>全球铜精矿增减</b>     |                   |       |           | <b>29.5</b> | <b>46.2</b>  | <b>34.2</b> | <b>20.2</b> |
| 公司                 | 湿法铜项目             | 国家    | 备注        | 2023增量      | 2024增量-乐观    | 2025增量-中性   | 2025增量-悲观   |
| Group Mexico       | Pilares           | 墨西哥   | 2023Q3投产  | 2.0         | 1.5          | 1.5         | 1.5         |
| Group Mexico       | EL Pilar          | 墨西哥   | 2024投产    |             | 2.0          | 2.0         | 2.0         |
| 盛屯矿业               | Kalongwe          | 刚果（金） | 2023Q1投产  | 1.5         | 1.5          | 1.5         | 1.5         |
| 洛阳钼业               | TFM               | 刚果（金） | 扩产        | 5.0         | 8.0          | 8.0         | 8.0         |
| 洛阳钼业               | KFM               | 刚果（金） | 2023Q1投产  | 8.0         | 4.0          | 4.0         | 4.0         |
| 亿特控股               | 凯鹏矿业              | 刚果（金） | 扩产        | 2.0         | 2.0          | 2.0         | 2.0         |
| Udokan             | 乌多坎铜矿             | 俄罗斯   |           | 2.0         | 2.0          | 2.0         | 2.0         |
| 其它                 |                   |       |           | (5.0)       | 2.0          | 2.0         | 2.0         |
| <b>全球湿法铜增减</b>     |                   |       |           | <b>15.5</b> | <b>23.0</b>  | <b>23.0</b> | <b>23.0</b> |
| <b>全球铜精矿+湿法铜增减</b> |                   |       |           | <b>45.0</b> | <b>69.2</b>  | <b>57.2</b> | <b>43.2</b> |
| <b>全球铜矿供应增速</b>    |                   |       |           | <b>2.1%</b> | <b>31.0%</b> | <b>2.6%</b> | <b>1.9%</b> |

在铜价上涨的推动下，部分矿企上调了全年生产指引。当前由于Cobre Panama复产仍存在较大的不确定性，仍将对全年产量预估造成较大干扰。

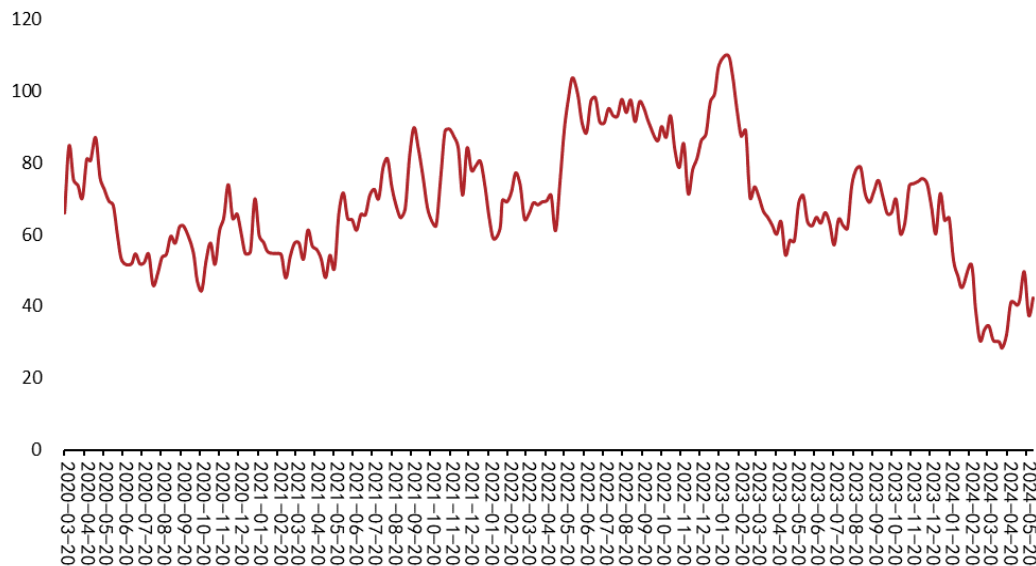
中性假设下，预估今年全球铜矿供应增加约57万吨，对应的增速约为2.6%。其中铜精矿供应量增加约34万吨，湿法铜增加约23万吨。

图24：铜精矿现货粗炼费TC&铜精矿年度长单TC Benchmark



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

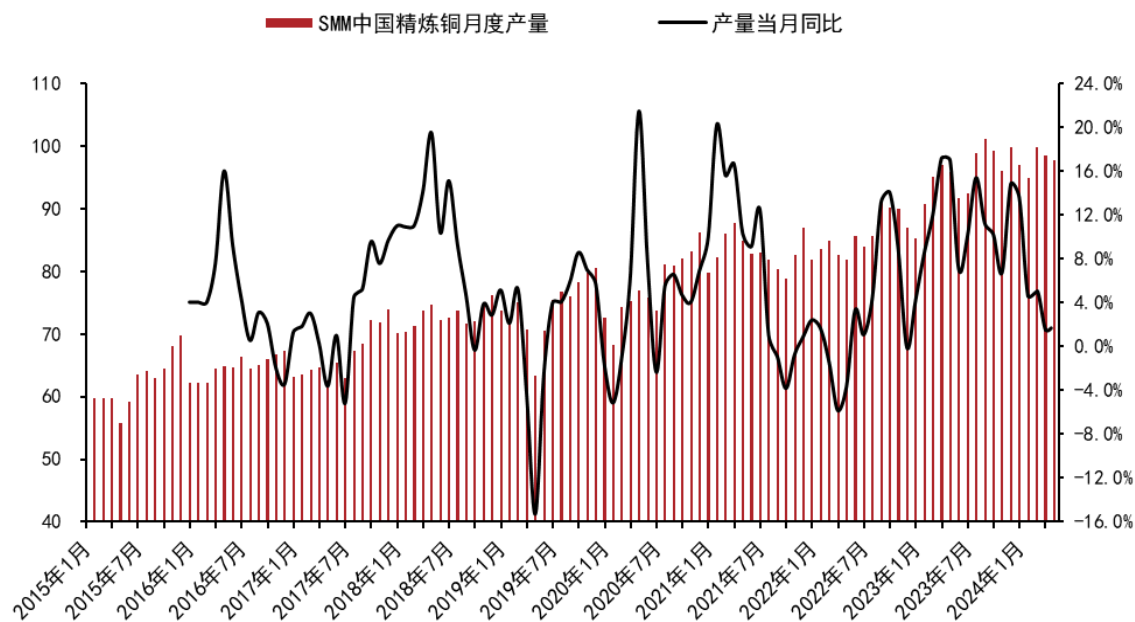
图25：中国铜精矿港口库存（万吨）



资料来源：IFIND、五矿期货研究中心

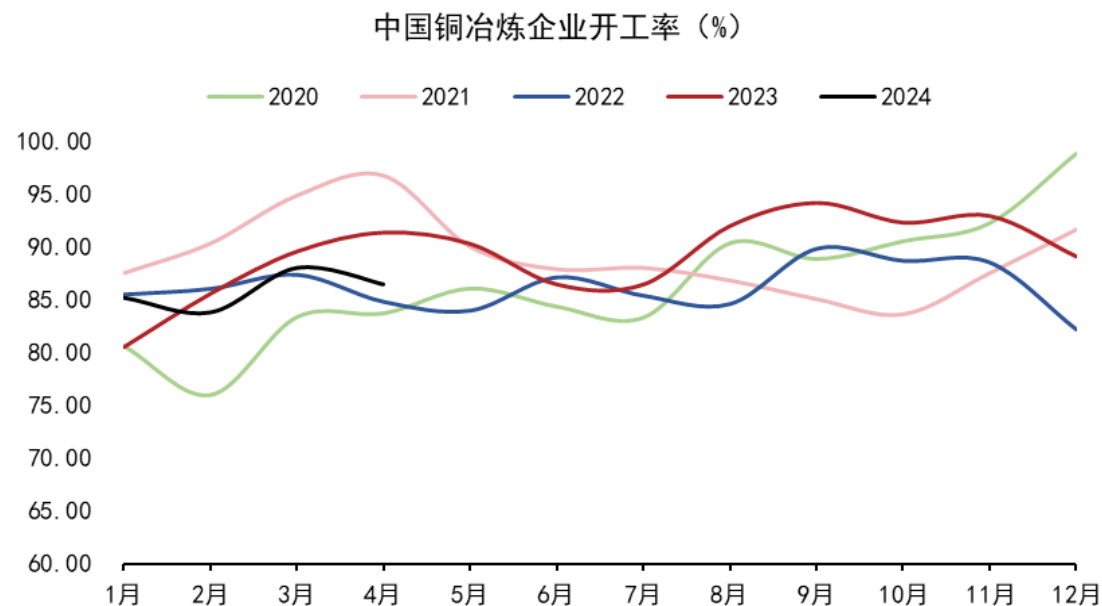
2024上半年受矿端供应扰动、冶炼需求提升影响，铜精矿现货粗炼费TC持续下跌，当前仍处于零以下，表明铜精矿供需依然紧缺。从铜精矿港口库存看，一季度库存持续减少，4月以来库存止跌回升，这一变化或许说明铜精矿供需关系边际有所缓和。展望下半年，随着海外印尼、刚果（金）等铜冶炼厂投产，国内铜精矿供给预计仍将面临结构性短缺。

图26：中国精炼铜月度产量&同比增速（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

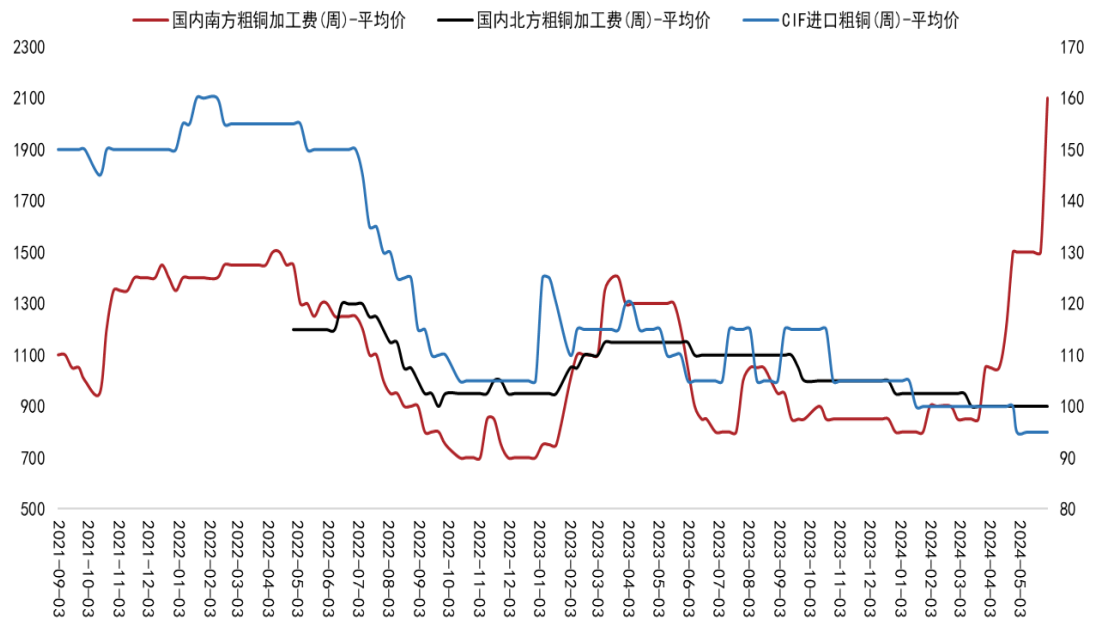
图27：中国铜冶炼企业开工率（%）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

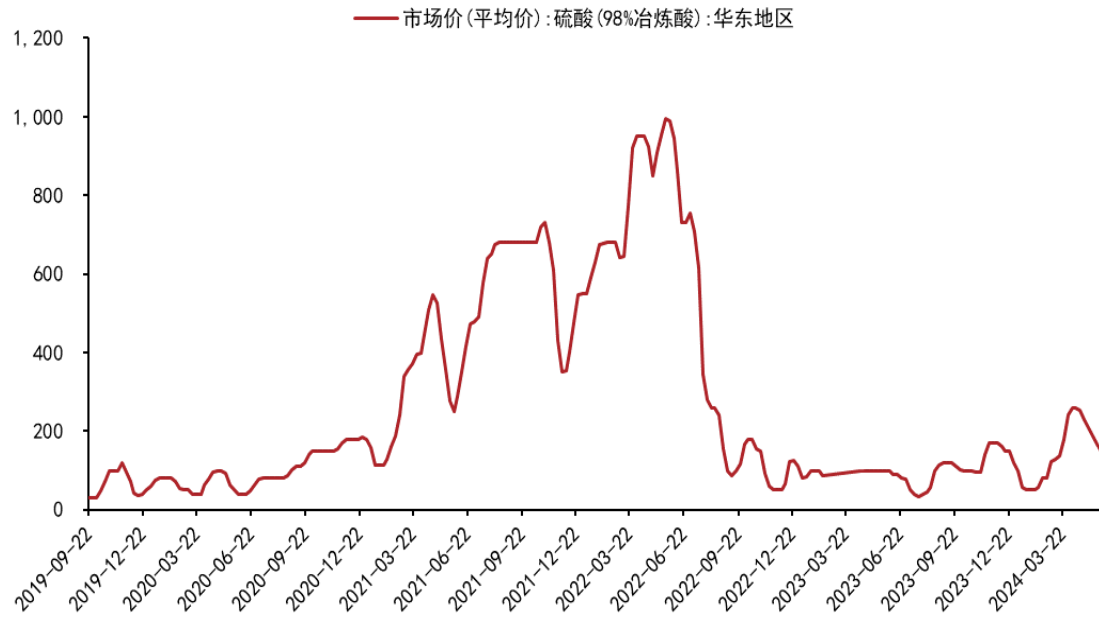
由于去年下半年新投和扩建的铜冶炼项目释放产量，以及粗铜原料供应较为充足，今年上半年国内电解铜产量增速仍不低。根据SMM数据，1-4月我国精炼铜产量约390.5万吨，同比增长6.0%，预计1-5月产量同比提升5.2%，其中4-5月由于炼厂检修活动增多，产量增速下滑。从开工率看，1-4月铜冶炼企业平均开工率85.9%，较去年同比下滑0.9个百分点。

图28：国产粗铜加工费&进口粗铜加工费（元/吨、美元/吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

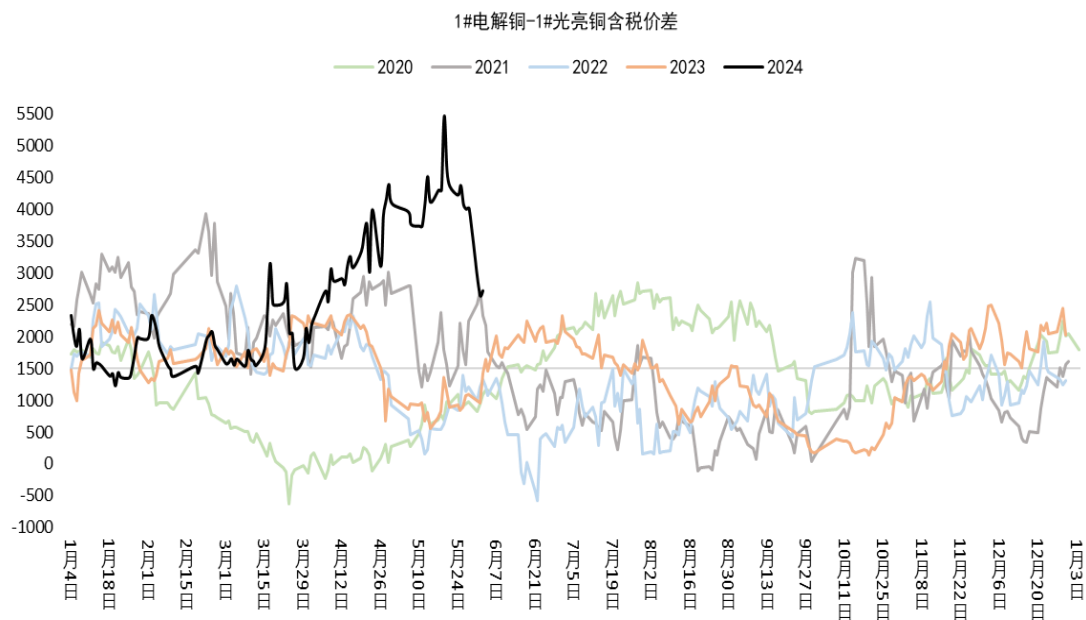
图29：华东冶炼酸均价（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

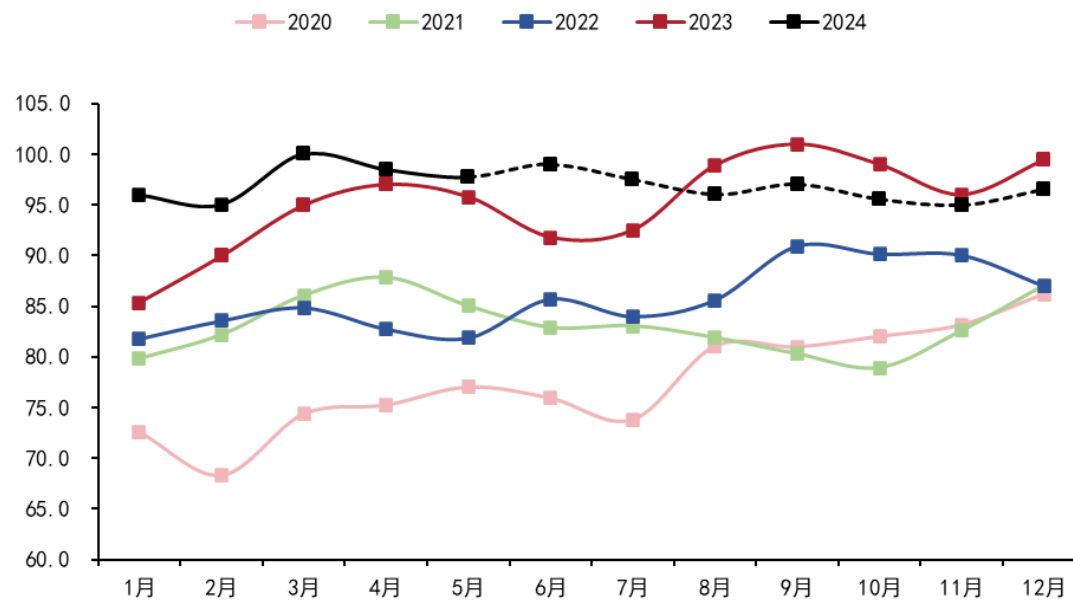
尽管铜精矿现货加工费处于负值区间，但长单加工费偏高、粗铜加工费稳中上涨，以及硫酸和稀贵金属等副产品收入依然能够为铜冶炼企业提供收入支撑。冶炼收入仍有支撑的情况下，国内铜冶炼厂减产的触发因素可能为原料供给的不足。

图30：国产粗铜加工费&进口粗铜加工费（元/吨、美元/吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

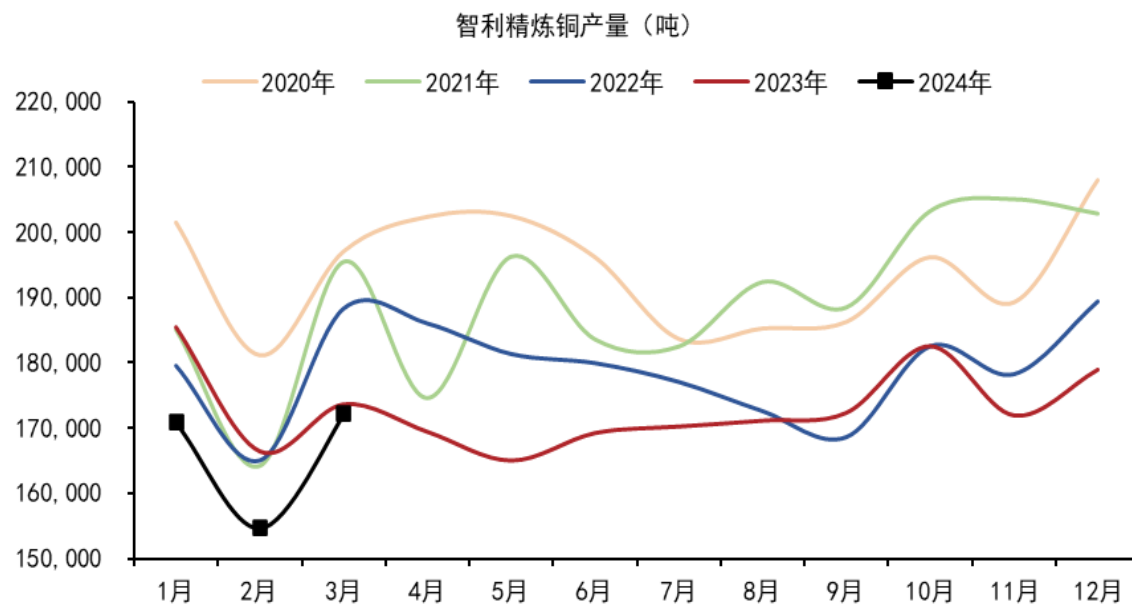
图31：华东冶炼酸均价（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

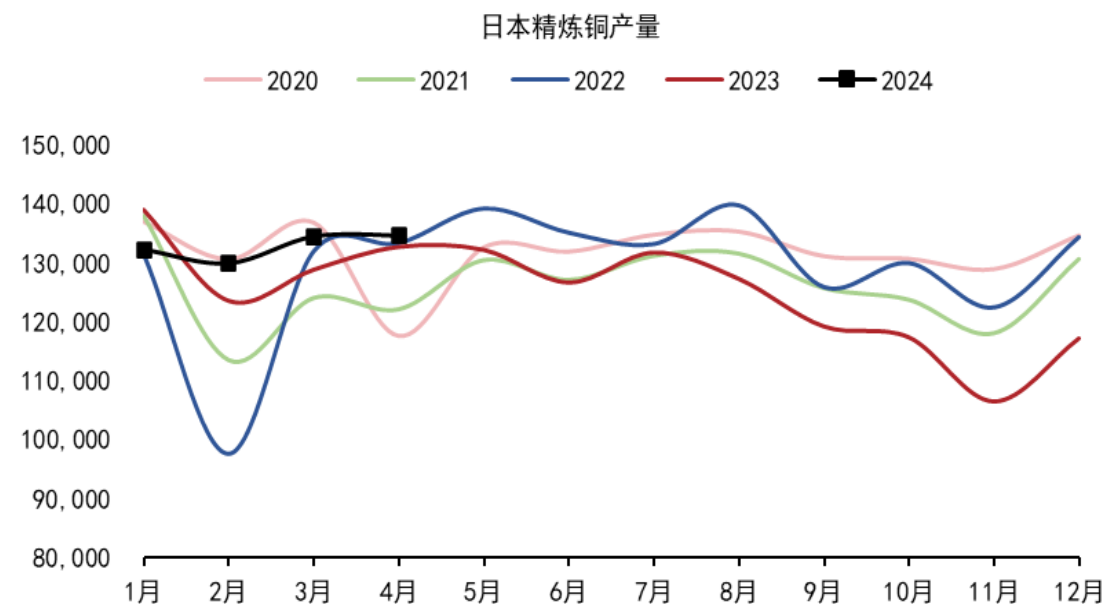
当前精废价差维持偏高水平，粗铜供给依然充足，有望支撑国内精炼铜产量在短期内维持高位。下半年随着海外冶炼厂投产，原料供给充足率或将下降，国内铜冶炼厂预计面临一定的减产压力。总体预计全年国内精炼铜产量1164万吨（SMM口径），较去年增加22万吨。

图32: 智利精炼铜产量 (吨)



资料来源: 智利铜业委员会、五矿期货研究中心

图33: 日本精炼铜产量 (吨)



资料来源: 日本产业省、五矿期货研究中心

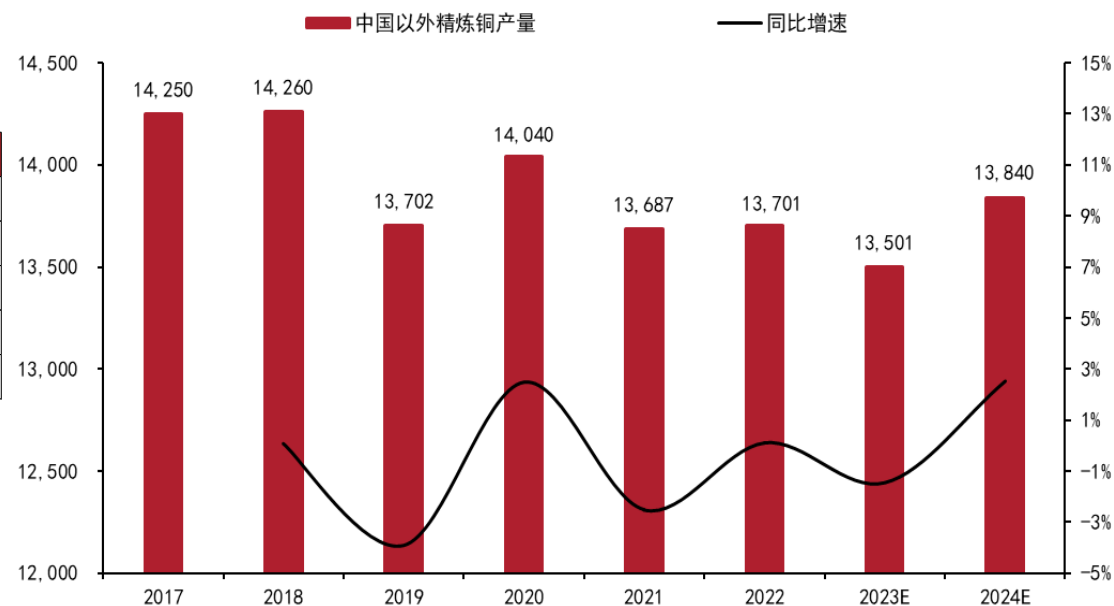
2024年1季度, 海外精炼铜产量除湿法铜增加外, 智利精炼铜产量同比减少, 欧洲精炼铜产量亦减少, 而日本、印度、澳大利亚产量同比持平略增, 哈萨克斯坦精炼铜产量增加。总体上1季度海外精炼铜产量同比略增。

表2：海外铜冶炼新增产能梳理（万吨）

| 项目名称             | 国家    | 公司            | 新增产能 | 投产时间     |
|------------------|-------|---------------|------|----------|
| Gresik扩建         | 印度尼西亚 | Freeport      | 8    | 2023年底   |
| 阿达尼              | 印度    | 阿达尼集团         | 50   | 2024年1季度 |
| PTFI             | 印度尼西亚 | Freeport      | 40   | 2024年6月  |
| Amman            | 印度尼西亚 | Amman Mineral | 22   | 2024年5月  |
| Kamoa-Kakula配套冶炼 | 刚果（金） | 紫金矿业          | 50   | 2024年4季度 |

资料来源：公司公告、公开资料、五矿期货研究中心

图34：海外精炼铜产量&同比增速（万吨）



资料来源：ICSG、公司公告、公开资料、五矿期货研究中心

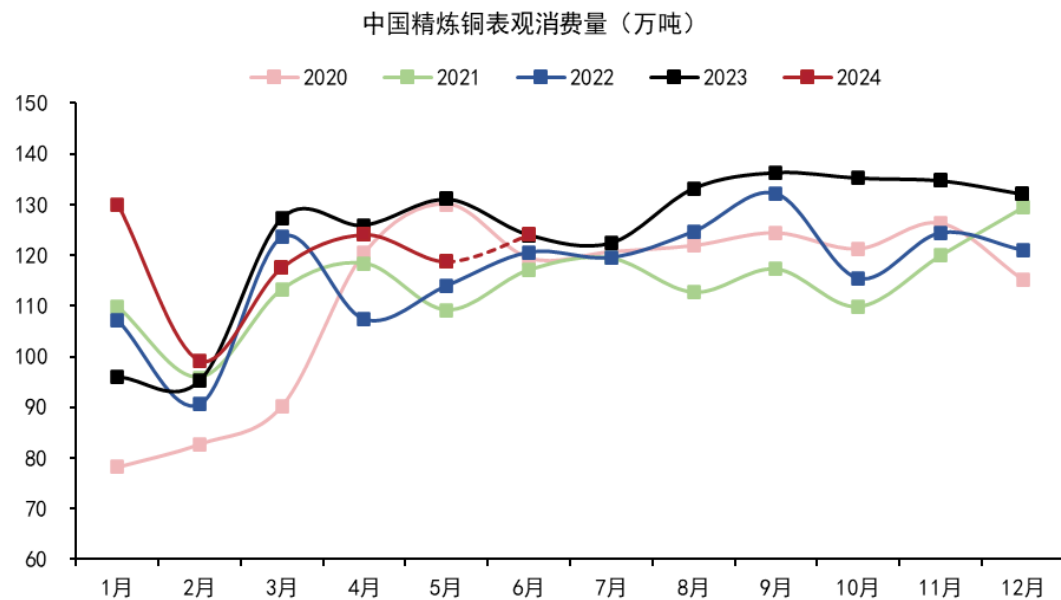
下半年自由港、阿曼矿业、紫金矿业位于刚果（金）的冶炼厂均将迎来投产，加之湿法产量增加，海外精炼铜产量有望迎来增长。全年预估增加约34万吨，增速2.5%左右。

05

---

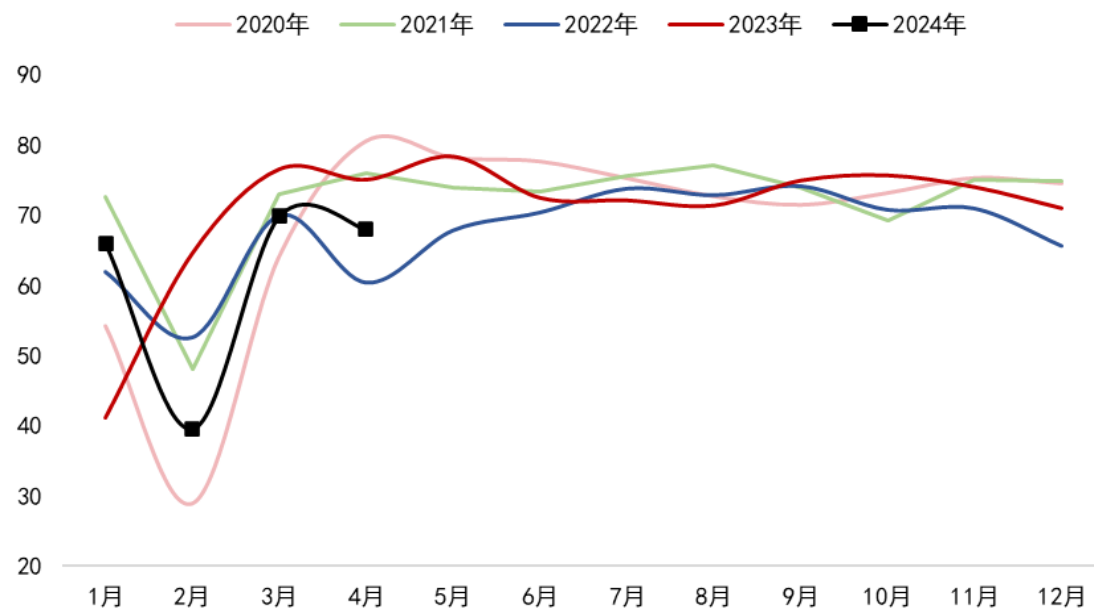
需求端

图35：中国精炼铜表观消费量（万吨）



资料来源：SMM、SHFE、MYSTEEL、海关、五矿期货研究中心

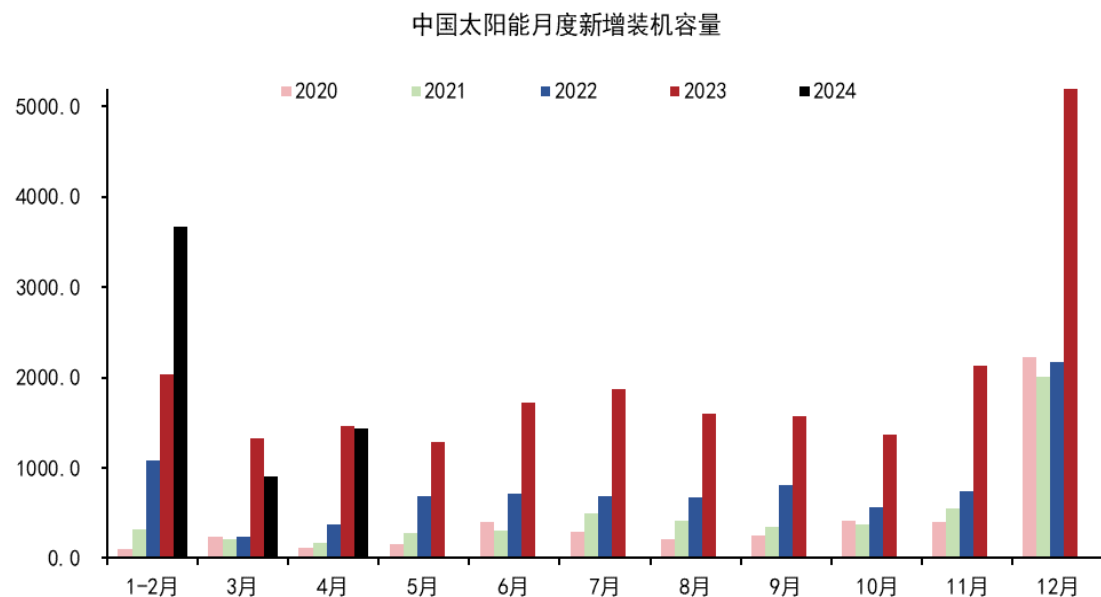
图36：中国铜材企业平均开工率（%）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

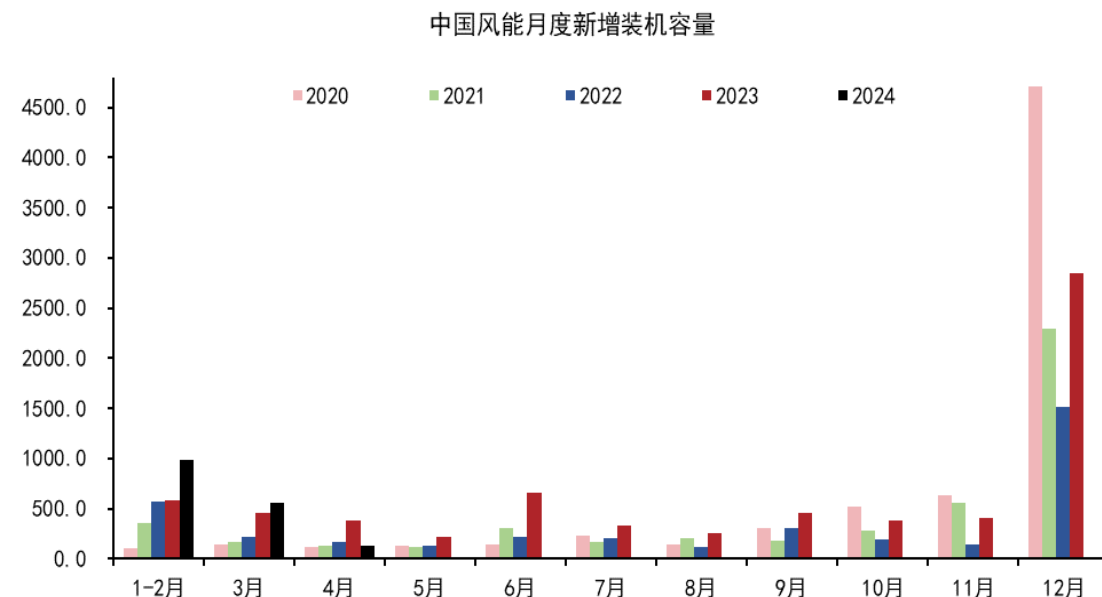
低基数效应和铜材产能增加的情况下，上半年国内精炼铜消费录得一定增长。1-5月国内表观消费量约589.3万吨，同比增长5.8%，预估上半年表观消费量713.3万吨，同比增长2.3%。从铜材开工率看，1-4月铜材企业平均开工率60.8%，较去年同比下滑3.6个百分点。

图37：中国太阳能光伏新增装机容量（万千瓦时）



资料来源：国家能源局、五矿期货研究中心

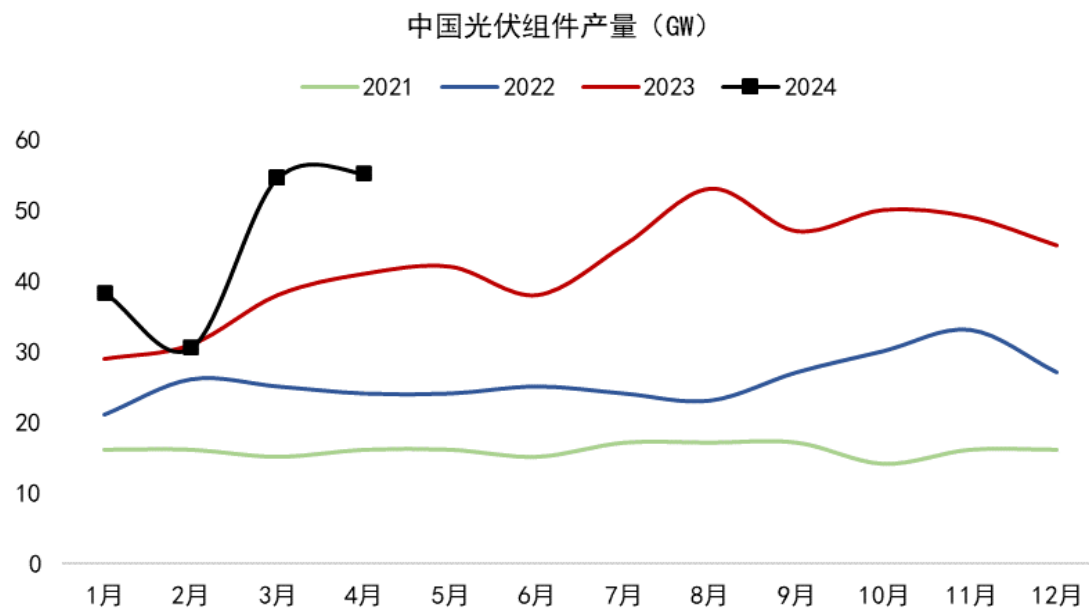
图38：中国风电新增装机容量（万千瓦时）



资料来源：国家能源局、五矿期货研究中心

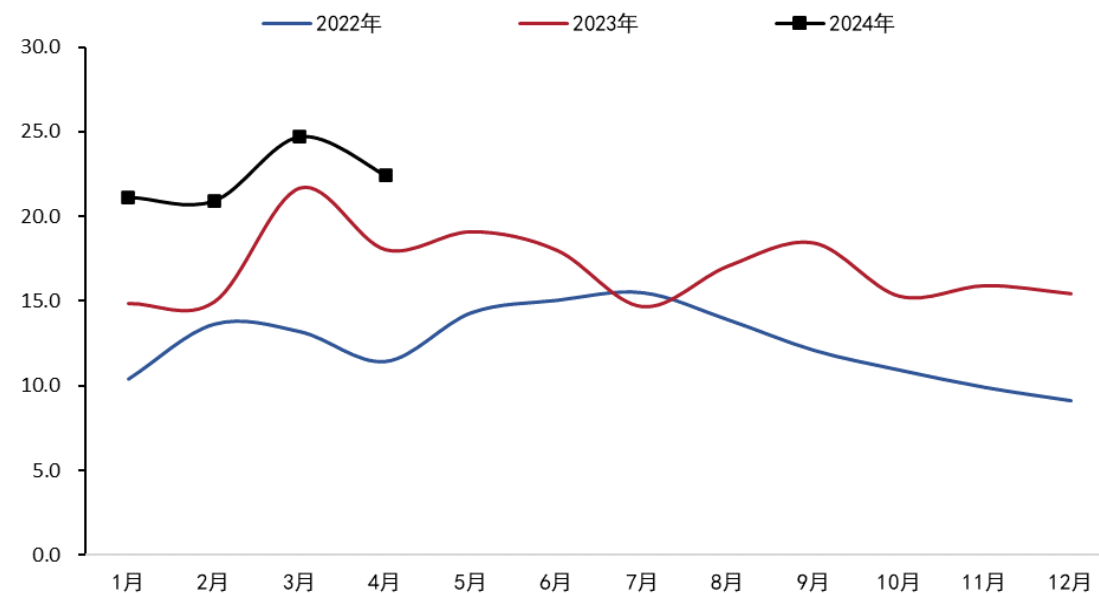
铜的下游中，电力相关的光伏和风电装机延续增长。1-4月我国光伏新增装机容量60.1GW，同比增长24.4%；风电新增装机容量16.8GW，同比增长18.6%。但从月度数据看，增长主要在1-2月，3-4月单月光伏新增装机均为负增长，4月风电新增装机同样有所下降。

图39：中国光伏组件产量（GW）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

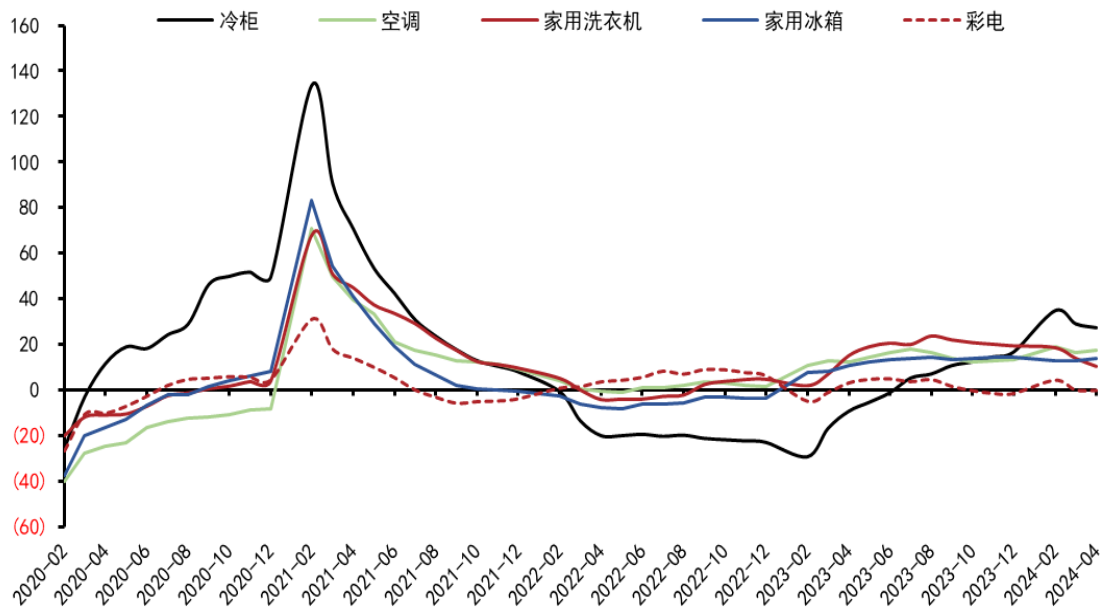
图40：中国光伏组件出口（GW）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

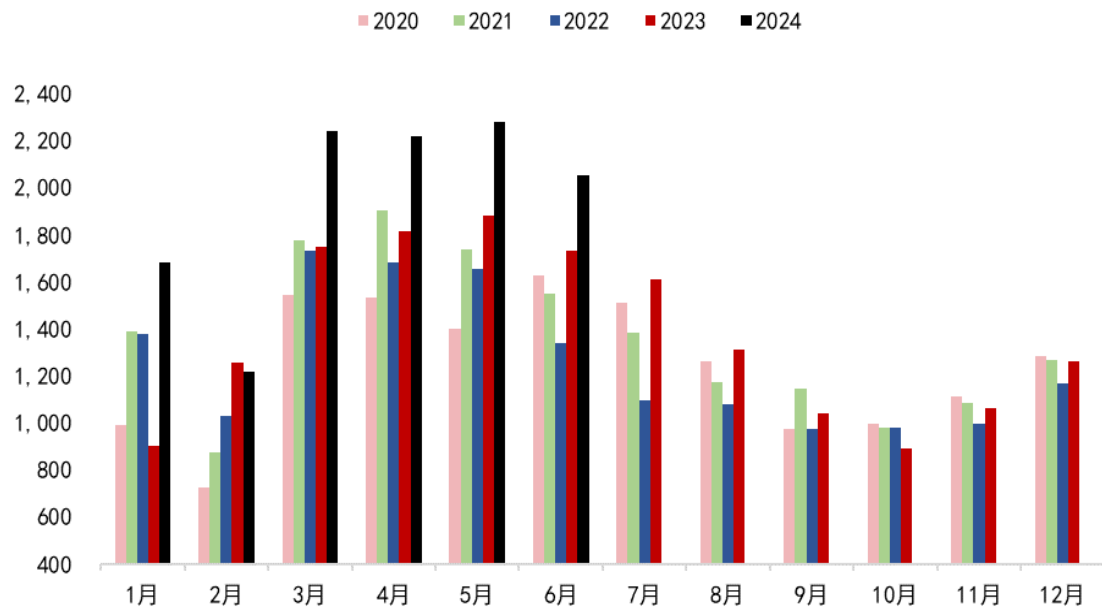
从光伏组件看，1-4月产量178.3GW，同比增长28.3%；1-4月出口量89.2GW，同比增长28.2%。总体维持较高的增速。下半年随着组件产量基数提高、以及出口季节性下滑预期，光伏组件产量增速大概率下降。

图41：中国主要家电产品累计产量增速（%）



资料来源：国统局、五矿期货研究中心

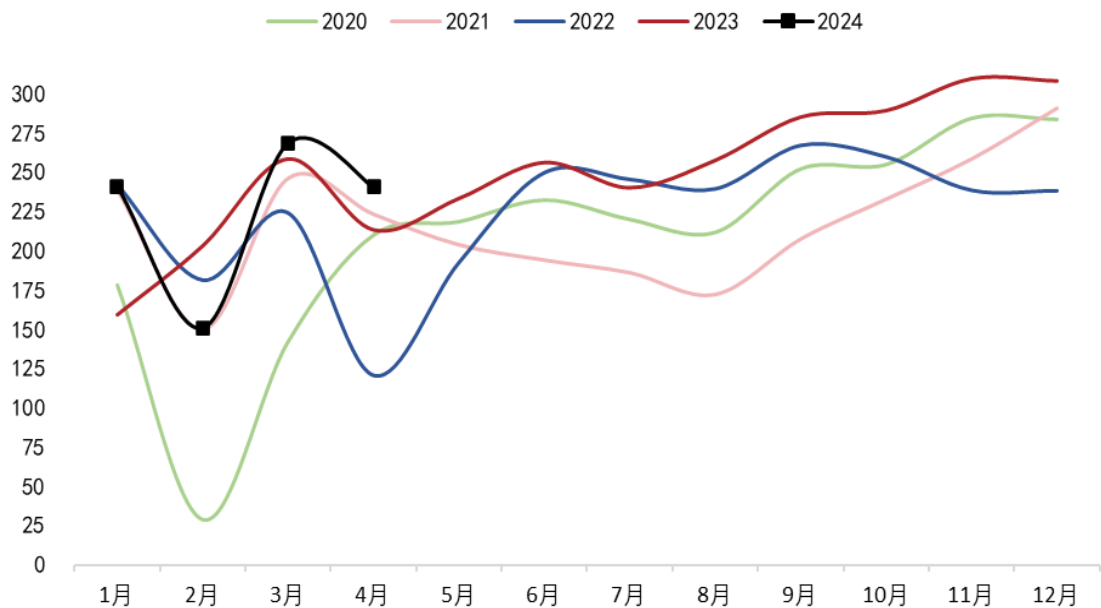
图42：中国家用空调计划产量（万台）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

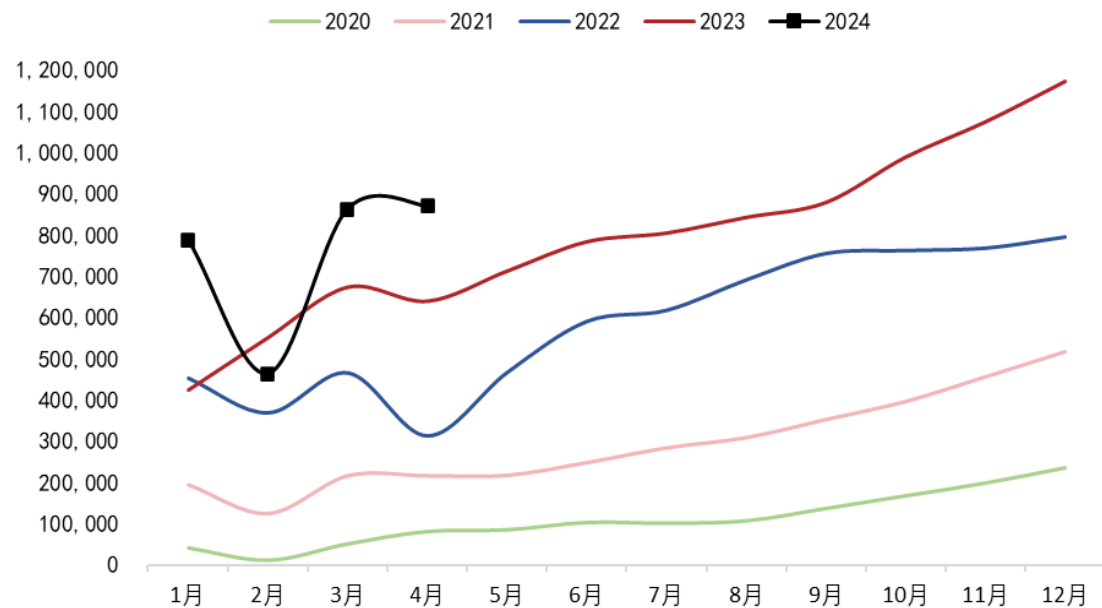
2024上半年家电产量普遍维持增长，1-4月空调、冰箱、洗衣机累计产量增速均超10%，销量也录得较高增长。家电产销较好一方面受去年低基数和以旧换新政策推动，另一方面源自出口的提振。进入下半年，家用空调等家电产品进入季节性淡季，而且随着原材料价格走高，空调排产预期开始下调，总体用铜需求预计将有所走弱。

图43：中国汽车产量（万辆）



资料来源：中汽协、五矿期货研究中心

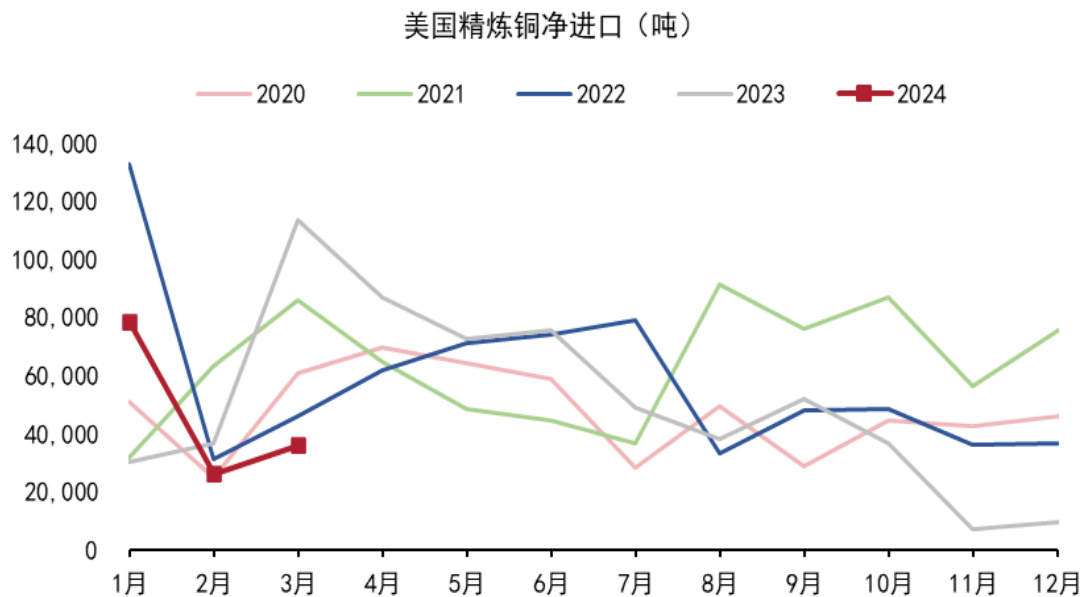
图44：中国新能源汽车产量（辆）



资料来源：中汽协、五矿期货研究中心

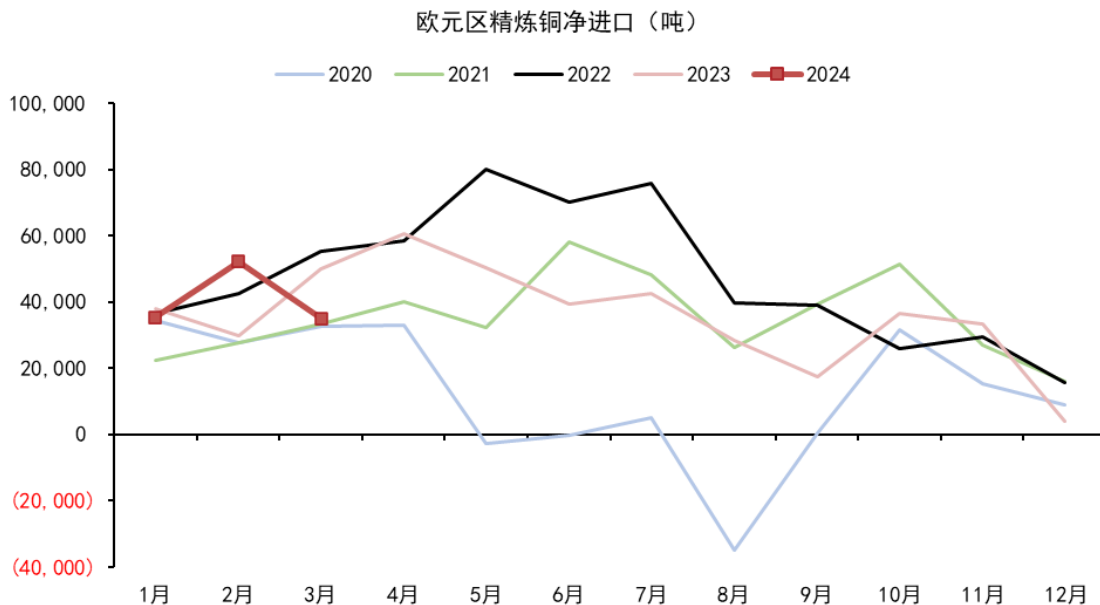
1-4月我国汽车总产量同比增长8%，销量同比增长10.2%，其中新能源汽车产量增长30.2%，销量同比增长32.3%。展望下半年，在耐用品以旧换新、取消新能源车“限购”等政策支持下，新能源汽车产量有望维持20%以上的中高速增长。

图45: 美国精炼铜净进口 (吨)



资料来源: UN、五矿期货研究中心

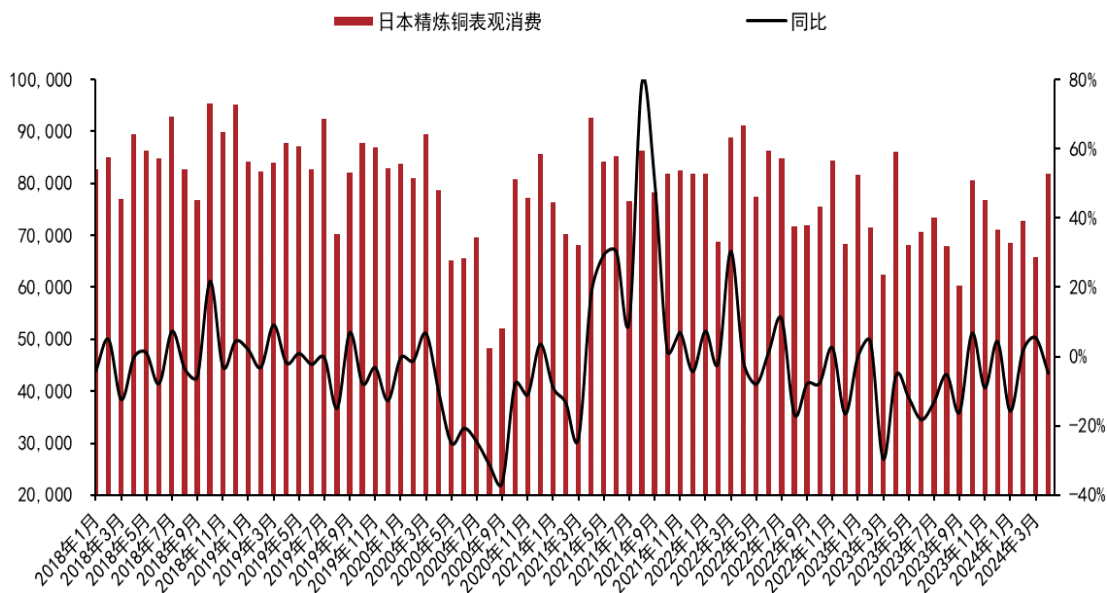
图46: 欧元区精炼铜净进口 (吨)



资料来源: EU、五矿期货研究中心

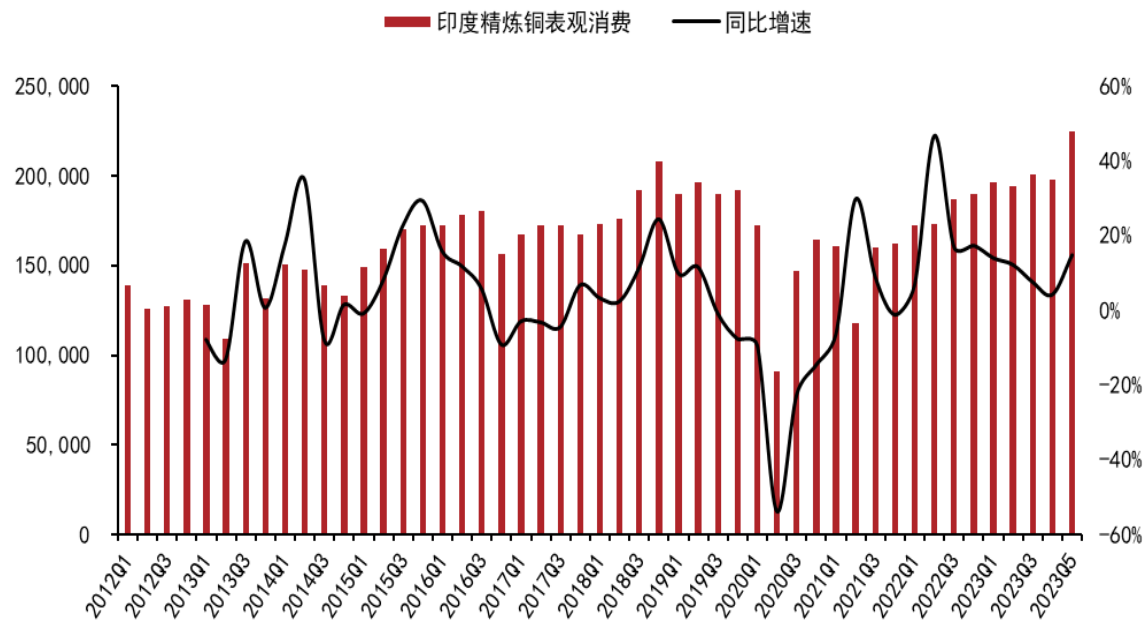
2024年1-3月, 美国精炼铜净进口14.0万吨, 较去年同期减少约4万吨, 考虑到北美库存减量更大, 因此表明美国铜消费有所增加; 1-3月欧元区精炼铜净进口12.3万吨, 较去年同期小幅增加, 考虑到该地区精炼铜产量有所减少、库存降幅稍小, 意味着铜消费量平稳略降。

图47：日本精炼铜表观消费&同比增速（吨）



资料来源：公开资料、五矿期货研究中心

图48：印度精炼铜表观消费&同比增速（吨）



资料来源：公开资料、五矿期货研究中心

1-4月日本精炼铜表观消费同比减少约4.2%；相比之下，印度等新兴市场国家铜消费维持增长，印度1季度精炼铜表观消费同比增长14.8%。总体上半年海外铜消费有所增加。在海外经济边际走弱的判断下，下半年海外铜消费预计增长速度放缓。

06

---

# 平衡与展望

表3：全球铜精矿供需平衡预测（万吨）

|            | 2020  | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2024H1E | 2024H2E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| <b>铜精矿</b> |       |       |       |       |       |         |         |
| 供应         | 1,873 | 1,905 | 1,945 | 1,985 | 2,010 | 987     | 1,023   |
| 需求         | 1,915 | 1,911 | 1,930 | 1,975 | 2,030 | 996     | 1,034   |
| 平衡         | (42)  | (6)   | 15    | 10    | (20)  | (9)     | (11)    |

资料来源：ICSG、公司公告、五矿期货研究中心

表4：全球精炼铜供需平衡预测（万吨）

|             | 2020  | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2024Q1E | 2024Q2E | 2024Q3E | 2024Q4E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| <b>中国</b>   |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| 供应          | 930   | 997   | 1,028 | 1,144 | 1,164 | 292     | 294     | 291     | 287     |
| 需求          | 1,321 | 1,362 | 1,400 | 1,497 | 1,489 | 348     | 367     | 388     | 386     |
| 国储调整        | 30    | (11)  | 0     | 0     | 0     | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 净进口         | 445   | 336   | 365   | 350   | 354   | 92      | 80      | 88      | 94      |
| 平衡          | 24    | (18)  | (7)   | (3)   | 29    | 36      | 7       | (9)     | (5)     |
| <b>中国以外</b> |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| 供应          | 1,400 | 1,360 | 1,365 | 1,345 | 1,379 | 340     | 341     | 346     | 352     |
| 需求          | 960   | 1,032 | 1,020 | 1,000 | 1,022 | 252     | 262     | 256     | 252     |
| 净出口         | 445   | 336   | 365   | 350   | 365   | 92      | 80      | 88      | 94      |
| 储备调整        | 0     | (10)  | 0     | 12    | 5     | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 平衡          | (5)   | (18)  | (20)  | 7     | (3)   | (4)     | (1)     | 2       | 6       |
| <b>世界</b>   |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| 供应          | 2,330 | 2,357 | 2,393 | 2,489 | 2,543 | 632     | 635     | 637     | 639     |
| 需求          | 2,281 | 2,394 | 2,420 | 2,497 | 2,511 | 600     | 629     | 644     | 638     |
| 平衡          | 19    | (36)  | (27)  | 4     | 26    | 32      | 6       | (7)     | 1       |

资料来源：海关、ICSG、SMM、MYSTEEL、WIND、公司公告、五矿期货研究中心

2024上半年铜精矿供应呈现短缺格局、精炼铜供应边际明显过剩。进入下半年，中性假设下全球铜矿供应增量仍不及冶炼需求，铜精矿供应短缺程度预计有所扩大；精炼铜供应将有所增加，价格脱离历史高位也将使得需求有所回升，总体供需有望小幅短缺，同时短缺程度取决于价格回调的幅度。基于当前价格重心判断，短缺幅度有限。

图49：LME3个月期铜月K线（美元/吨）



资料来源：文华财经、五矿期货研究中心

图50：沪铜期货2月合约-4月合约价差（元/吨）



资料来源：SHFE、五矿期货研究中心

2024上半年铜市场多空双方激烈博弈，铜价也在期间创下历史新高。当前市场博弈已降温，持仓减退，价格也正在回调寻找需求端支撑。展望下半年，海外处于降息前和降息初期阶段，叠加持仓依然偏高，情绪上仍有一定支撑，铜价下跌后消费的阶段回暖和冶炼减产也将带来反弹动力。但是也要看到，海外以美国为首的国家经济压力仍然较大，市场对于经济现实的交易和铜需求存在的下滑压力可能使得铜价反弹后面临更大的下行风险。策略上更推荐反弹后高位空的机会。下半年沪铜主力运行区间参考：68000-88000元/吨；伦铜3M运行区间参考：8200-11000美元/吨。同时，随着海外降息开启，预期层面存在转弱的可能，跨期正套可能迎来参与的机会。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未顾及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

# 产融服务专家 财富管理平台

网址 [www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博

