



弘业期货股份有限公司
HOLLY FUTURES CO., LTD.

沪铜 2024 年报

2024 铜价可能探底回升

弘业期货研究院

金属研究小组

张天骜

有色金属分析师

爱尔兰都柏林大学数理金融学硕士

从业资格证：F3002734

期货投资分析：TZ007682

电话：025-52278917

邮箱：zhangtianao@ftol.com.cn

目录

沪铜 2024 年报	1
2024 铜价可能探底回升	1
一、 行情回顾	4
二、 国内宏观经济情况	5
1. 2023 年中国货币政策和物价水平基本稳定	5
2. 中国 2023 年制造业总体稳定	6
3. 固定资产投资反应出当前经济下行压力仍然较大	7
三、 重点相关产业分析	7
1. 房地产行业从底部反弹，可能进入相对稳定阶段	7
2. 汽车行业逐步成为国民经济支柱，新能源车增速较高	8
四、 供需状况分析	9
1. 全球铜矿产能可能持续回升	9
2. 铜需求旺盛，冶炼行业情况乐观	9
3. 全球铜供给小幅缺口	11
五、 宏观热点分析	12
六、 2024 铜价可能探底回升	14

一、行情回顾

2023年铜价走势可以分为3个阶段，第一个阶段是年初至1月快速上涨，产生了年内高点。这一阶段主要由于2022年12月国内疫情结束，市场对中国经济复苏寄予厚望，乐观情绪推动的。第二个阶段是从春节前后到5月，这一阶段铜价波动的主导因素是美国连续加息，美联储强势加息和全球经济衰退的预期导致铜价持续走弱，创出年内低点。第三个阶段是5月下旬至年末，铜价整体处于快速下跌后的修复阶段，市场信心缓慢恢复，铜价从低点震荡反弹，大体上处于区间震荡行情。至12月，铜价再度回到69000点上方。这段反弹的主要逻辑是，美联储加息预期彻底释放，有望在明年开始降息3次。且全球经济衰退情况总体可控，在能源问题影响下，成本上升和矿石产量受限支撑铜价缓慢修复。

中长期来看，自从2011年跌破55周均线后，55周均线就成为沪铜反弹行情的临界点。2020年6月沪铜站上55和89周均线后，22年6月铜价暴跌，跌破55和89周均线支撑。此后下半年的反弹回到均线压力附近，但未能站上压力，表明铜价走势总体可能偏向中性，中长期上行趋势可能难以再次出现。



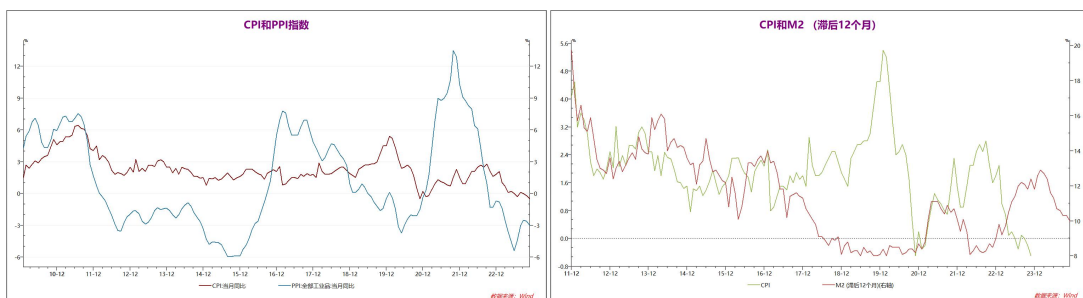
2023 年中美货币政策出现了明显分歧，美联储多数时间处于加息周期内，而国内的货币政策总体宽松。全年人民币大幅走弱，离岸人民币汇率从 6.4 附近最低跌至 7.3748。受到汇率因素影响，沪铜走势明显强于伦铜。下半年伦铜走势震荡下行，而沪铜则表现出较为明显的高位震荡趋势。展望 2024，人民币汇率将在当前位置逐步企稳，全球汇率可能达到新的平衡，因此内外盘走势可能重新恢复较为同步的情况。



展望 2024 年，美联储加息周期已经结束，年内有望降息 3 次，最高 100 基点，因此，高利率对美国及全球经济的伤害将会更小。预计 2024 年，在世界经济中美两极保持定力的情况下，全球经济出现普遍性衰退的可能性较小。

二、国内宏观经济情况

1. 2023 年中国货币政策和物价水平基本稳定

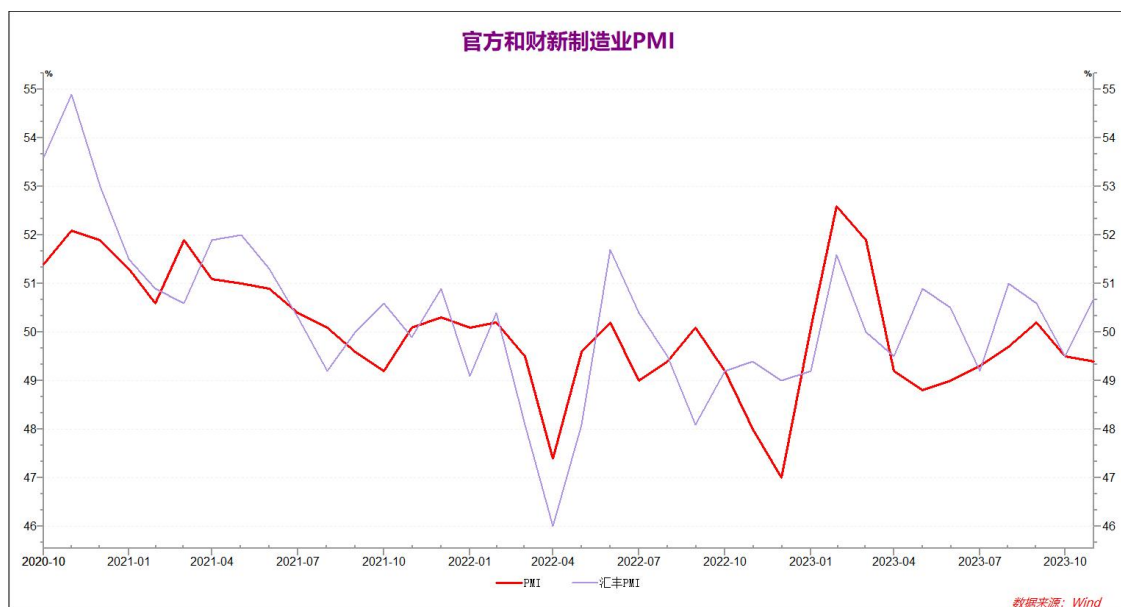


相对于美国和欧洲经历的历史性通胀和史上最快加息而言，2023 年国内货币政策和物价水平都相对稳定。国内资金面整体保持稳定，M2 增速年内较为稳定，四季度 CPI 落入同比下降区间，但仍在合理位置运行。

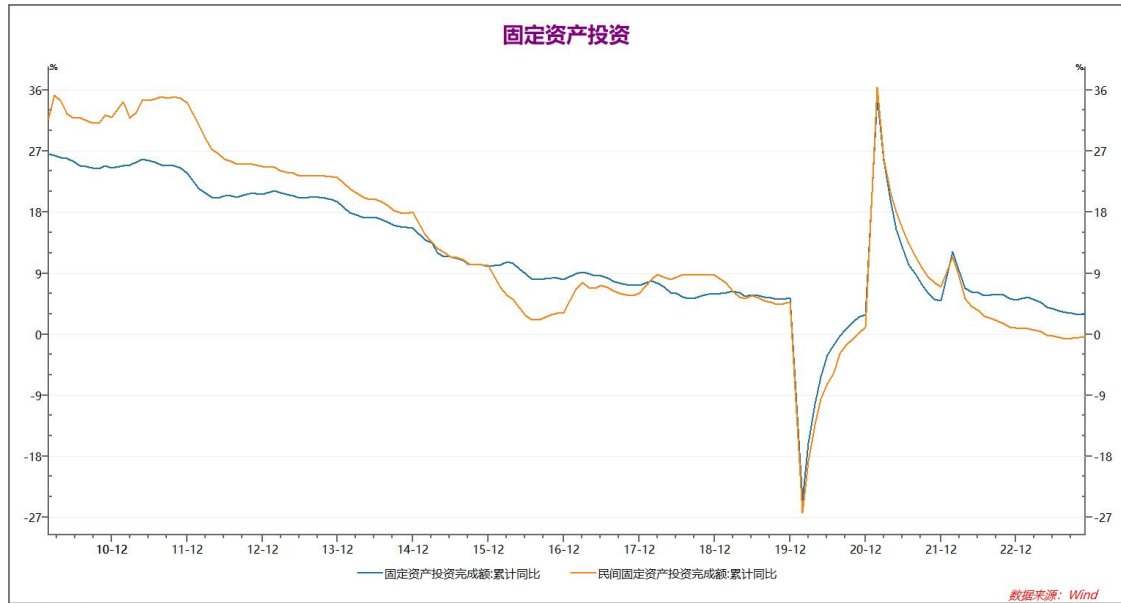
2023年国内经济面临压力，但在美联储持续加息和国内逆周期调节之下，年内货币政策总体保持稳定。M2增速从22年的高位明显回落。物价方面，受到猪肉价格持续下行的影响，国内CPI数据历史性的落入同比下降的局面，而PPI数据同比降幅较大。说明2023年国内经济复苏从货币政策到实体经济的传导，从上游生产到下游消费的传导都不太顺畅。目前上游生产采购有所收缩，下游消费能力也不及预期，国内经济仍然面临一定压力，2024年需要更加精准有力的政策，切实解决问题。预计2024年一季度，国内经济形势基本保持稳定。二季度美联储开始降息之后，全球经济可能逐步复苏，带动国内经济同步好转。

2. 中国2023年制造业总体稳定

2023年国内制造业PMI经历了一季度的高增长到下半年的整体稳定的变化过程。23年春节后，国内经济迎来一波大爆发，一季度表现强势。二季度到三季度，国内房地产行业面临危机、汽车行业增速放缓，导致制造业PMI落入收缩区间。三到四季度，国内制造业数据温和反弹，再度回到50的临界点附近。展望来年，国内制造业可能在政策持续推出的刺激下，继续温和复苏，2024年有望保持相对稳定发展。



3. 固定资产投资反应出当前经济下行压力仍然较大



2020年国内经济复苏后，至2021年2月国内固定资产投资增速见顶后持续回落，2022年，国内固定资产投资数据走势仍然不佳。2023年，国内固定资产投资增速继续回落，下半年历史性的跌至同比下降区间。另外需要注意的是，相对较为敏感的民间固定资产投资数据降幅明显快于整体，表明当前国内市场投资热情不足，未来经济增长面临较大挑战。

三、重点相关产业分析

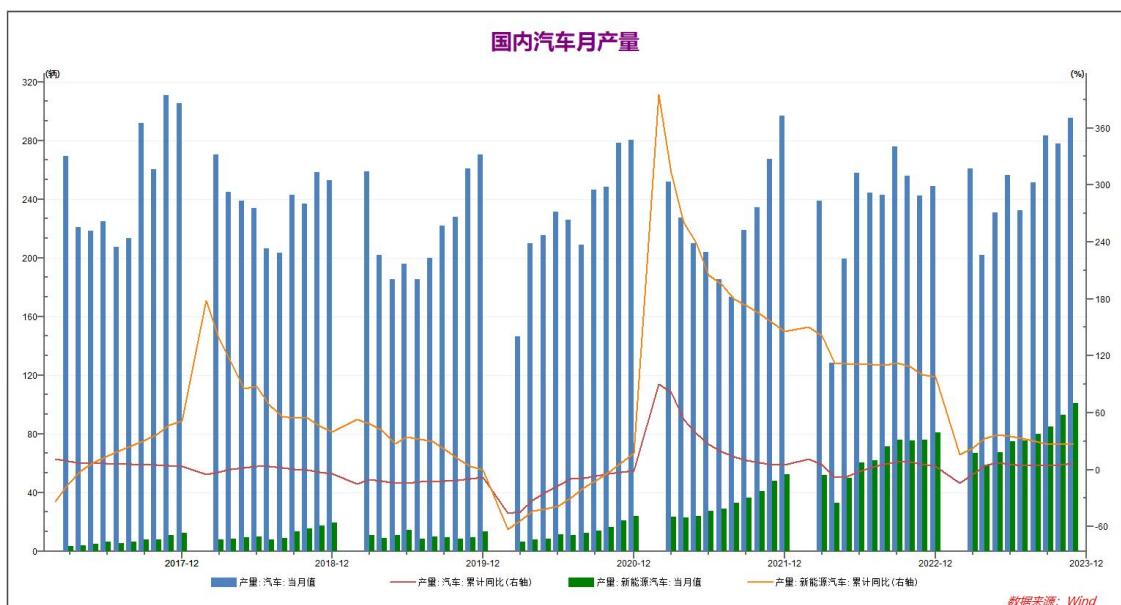
1. 房地产行业从底部反弹，可能进入相对稳定阶段

2022年国内房地产行业形势不佳，年内国内房地产相关数据全线走弱。2023年国内房地产相关政策不断放松，1-2月房地产数据降幅放缓，3-7月房地产相关数据再度走弱。8-11月在国内集中出台房地产政策之下，房地产相关数据有所好转。1-11月国内房地产新开工面积同比降幅缩窄至-21.2%，房地产销售面积降幅扩大至-8%，房地产开发投资降幅扩大至-9.4%。12月国内房地产数据可能进一步趋稳，预计中期国内房地产行业可能缓慢企稳，对有色金属需求基本稳定，或小幅下降。



2. 汽车行业逐步成为国民经济支柱，新能源车增速较高

2023年一季度部分地区大幅降价情况明显影响了全国汽车产销量。二季度在2022年低基数的支持下，国内汽车行业数据同比走强。1-5月国内汽车产量同步明显上升。6-7月汽车增长数据回落，8-10月国内汽车产量再度上升。11月国内汽车产量再创新高，1-11月国内汽车产量同比增长扩大至6.8%，新能源汽车同比增长27.7%。在新能源汽车支持政策持续的情况下，预计2023-24年国内汽车产量可能保持增长态势，汽车行业景气度较高。



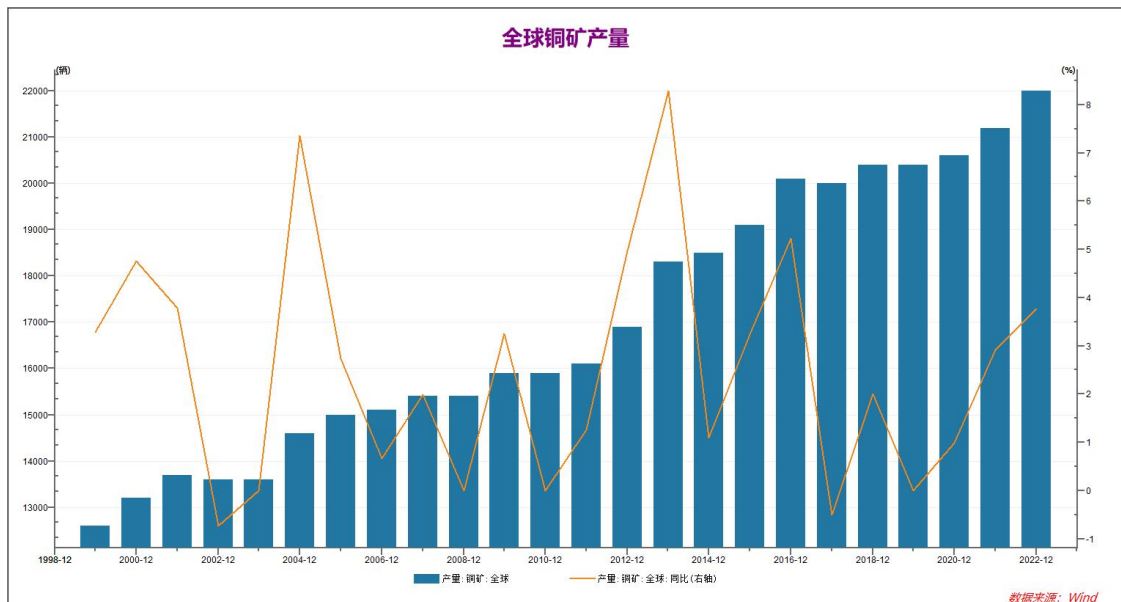
四、供需状况分析

1. 全球铜矿产能可能持续回升

本轮铜矿收缩周期已经接近结束。铜矿周期性特征很明显，总体看，如果需求增速快于供应，则价格上涨。2011年-2016年，全球铜矿石产量持续走高，每年同比上升在5%左右。2017年开始，全球铜矿产量出现了一定的波动，2017-2019年全球铜矿石产量基本保持稳定，2019年受到南美矿山罢工影响，铜矿石产出明显下降，2020年疫情因素也将影响到全球矿石产量。

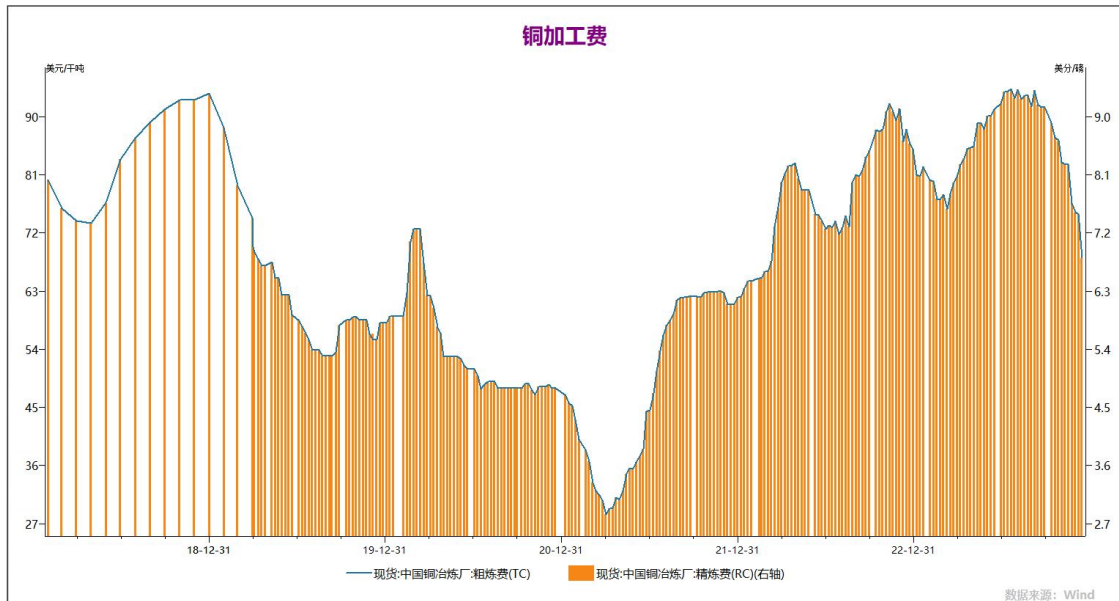
但随着紫金矿业位于刚果(金)的卡莫阿-卡库拉铜矿2021年中正式开始第一期试工为标志，全球铜矿产能收缩的周期有大概率正式结束重新进入扩张周期。

2021-2022年全球铜矿产量同比分别上升2.91%和3.77%，同时智利称2024-2030年铜矿产量将持续扩大。预计未来3-5年全球铜矿产能再度进入扩张周期，全球铜矿石供应中性偏宽松，2024年铜矿石供给可能小幅过剩。

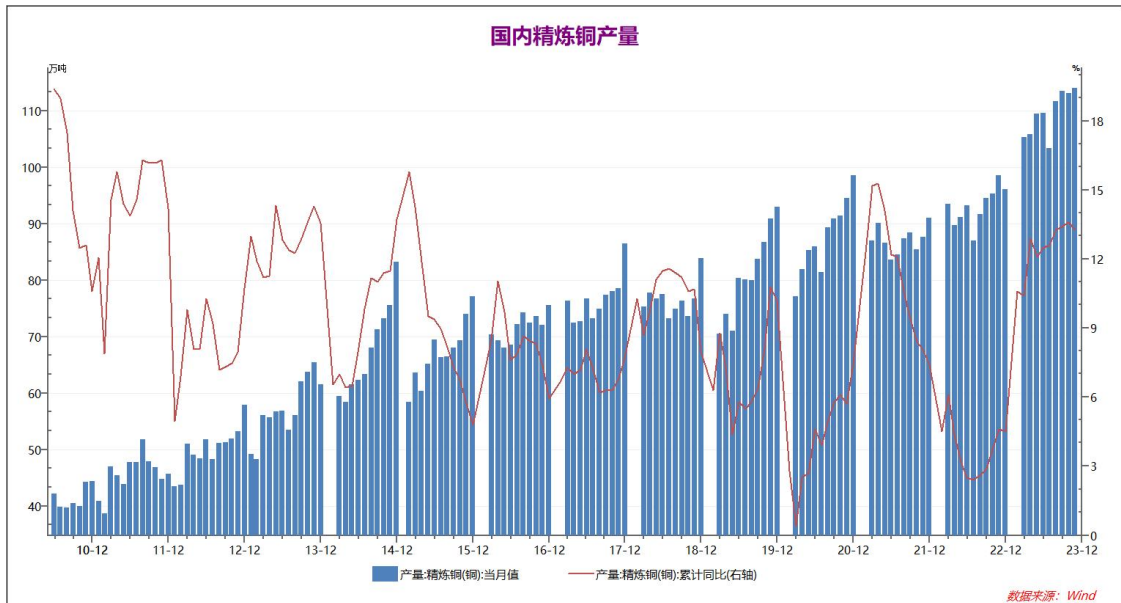


2. 铜需求旺盛，冶炼行业情况乐观

从2015年底，铜加工费达到高峰后，2015-2020年铜加工费持续下行。但2020年开始，全球经济复苏，铜加工费随着铜价创出历史新高而大幅上升，此后2020至今铜加工费始终保持高位。加工费高企意味着国内现货需要较为旺盛，铜价形势偏向乐观。但需注意四季度铜加工费大幅跳水，叠加海外现货局势不佳，2024年铜现货端情况存疑。

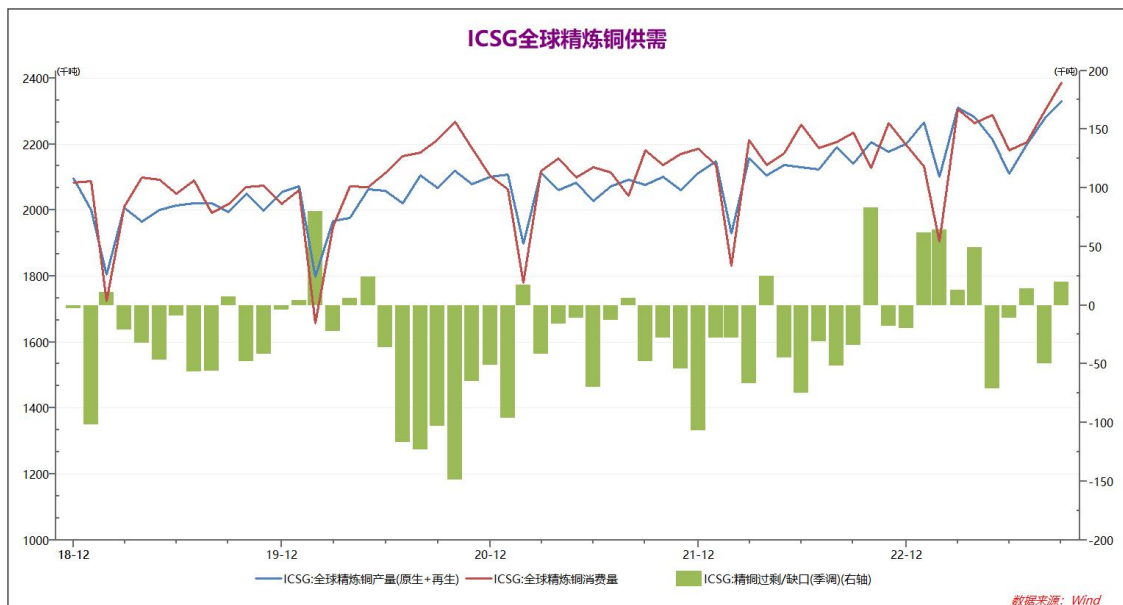


2023年国内铜产量继续上升，3-6月国内铜产量连续4个月创出历史新高，1-6月国内铜产量同比上升12.5%。7月传统淡季检修国内铜产量小幅下降，8-9月国内铜产量创新高。10月国内铜产量小幅下降，11月铜产量再创历史新高。1-11月同比增长上升至13.3%，国内铜供应充裕。



3. 全球铜供给小幅缺口

根据 ICSG 调查的全球铜供需情况，2023 年一季度全球铜供需小幅缺口，二三季度略有过剩。总体而言，前三季度全球供需整体表现为基本平衡。但经济衰退压力和能源问题仍然存在较大不确定性，预计 2023 年全球铜供需可能大致保持紧平衡状态。



五、宏观热点分析

1、刺激政策不断，国内经济整体稳定

12月11日至12日，中央经济工作会议在北京举行。会议强调：进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。综合起来看，我国发展面临的有利条件强于不利因素，经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变，要增强信心和底气。

国家统计局：2023年11月份社会消费品零售总额增长10.1%。2023年11月份规模以上工业增加值增长6.6%。1—11月份全国固定资产投资增长2.9%。1—11月份，民间固定资产投资235267亿元，同比下降0.5%。1—11月份，全国房地产开发投资104045亿元，同比下降9.4%。11月份，全国城镇调查失业率为5.0%，与上月持平。

国家统计局：11月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.4%，比上月下降0.1个百分点，制造业景气水平略有回落。非制造业商务活动指数为50.2%，比上月下降0.4个百分点，仍高于临界点，非制造业继续保持扩张。11月财新中国制造业PMI录得50.7，较10月上升1.2个百分点，重回扩张区间，为近三个月高点。

2023年年中中央经济工作会议之后，三季度中国持续推出房地产、金融、消费等刺激政策，10-11月，国民经济数据稳中向好。12月年终经济工作会议进一步强调了当前经济内外都面临了较大压力，需要进一步加强政策调节。

展望中期（3-6个月），2024年央行还有进一步降息和降准的空间存在。预计12月至明年一季度国内资金面和政策面偏向稳定，国内经济大概率维持在当前情况，处于蓄势阶段。相应的，24年春节时间较晚，旺季到来可能推迟，正逢有色金属淡季，预计铜基本面将不会出现较大波动，很可能继续运行在当前震荡或温和反弹行情中。春节后，美联储首次降息大概率在3月底，或5月1日。恰逢3-5月国内有色金属传统旺季，二季度全球经济、国内经济，以及铜价展望可能偏向乐观。而三至四季度，重点关注美联储降息次数和国内经济稳定性。

2、降息可能仍有距离，欧美经济面临严峻压力

美国第三季度实际 GDP 年化季率终值 5.2%，预期 5.20%，前值 5.20%。美国第三季度核心 PCE 物价指数年化季率终值 2.3%，预期 2.30%，前值 2.30%。美国第三季度实际个人消费支出季率终值 3.1%，预期 3.6%，前值 3.6%。美国 11 月 Markit 制造业 PMI 终值为 49.4，预期 49.5，初值 49.4。美国 12 月 Markit 制造业 PMI 初值 48.2，预期 49.3，前值 49.4。美国 12 月 Markit 服务业 PMI 初值 51.3，预期 50.6，前值 50.8。美国 12 月 Markit 综合 PMI 初值 51，预期 50.5，前值 50.7。美国 11 月末季调 CPI 年率 3.1%，为今年 6 月以来新低，符合市场预期，预期 3.10%，前值 3.20%。美国 11 月 PPI 年率 0.9%，为今年 6 月以来新低。预期 1.00%，前值 1.30%。

欧元区 11 月 CPI 月率 -0.6%，预期 -0.50%，前值 -0.50%。欧元区 11 月 CPI 年率终值 2.4%，预期 2.40%，前值 2.40%。欧元区 11 月 CPI 月率录得 -0.6%，为 2020 年 1 月以来最大降幅。欧元区 11 月核心 CPI 月率终值 -0.5%，预期 -0.4%，前值 -0.4%。欧元区 12 月制造业 PMI 初值 44.2，预期 44.6，前值 44.2。欧元区 12 月综合 PMI 初值 47，预期 48，前值 47.6。欧元区 12 月服务业 PMI 初值 48.1，预期 49，前值 48.7。

欧洲 7-11 月制造业数据继续走弱，持续处于深度收缩区间。同时，上半年较强的服务业数据也开始转弱，11 月欧洲制造业和服务业 PMI 均明显低于 50 的临界点，且物价指数走弱，欧洲经济前景黯淡。

美国方面，近期物价数据反应出通胀明显下降，同时就业和经济数据有所下降。因此，12 月中旬的议息会议美联储继续保持当前利率不变，但对于降息的态度出现了 180 度的转变，市场预计美联储首次降息将可能在 2024 年 3 月 20 日的议息会议中。另一方面而言，美联储态度转变很可能是美国经济已经面临衰退的境地，货币政策不得不做出大幅让步，因此欧美通胀和衰退之间的矛盾很可能成为贯穿 2024 年的主线逻辑。预计 2024 年全球宏观经济很可能继续出现两大支柱——中美经济保持定力，而欧洲和其他国家经济只能随波逐流的局面，两极分化格局可能愈发尖锐。有色金属价格也可能出现大幅波动。

六、2024铜价可能探底回升

2023年年中中央经济工作会议之后，三季度中国持续推出房地产、金融、消费等刺激政策，10-11月，国民经济数据稳中向好。12月年终经济工作会议进一步强调了当前经济内外都面临了较大压力，需要进一步加强政策调节。

展望中期（3-6个月），2024年央行还有进一步降息和降准的空间存在。预计12月至明年一季度国内资金面和政策面偏向稳定，国内经济大概率维持在当前情况，处于蓄势阶段。相应的，24年春节时间较晚，旺季到来可能推迟，正逢有色金属淡季，预计铜基本面将不会出现较大波动，很可能继续运行在当前震荡或温和反弹行情中。春节后，美联储首次降息大概率在3月底，或5月1日。恰逢3-5月国内有色金属传统旺季，二季度全球经济、国内经济，以及铜价展望可能偏向乐观。而三至四季度，重点关注美联储降息次数和国内经济稳定性。

欧洲7-11月制造业数据继续走弱，持续处于深度收缩区间。同时，上半年较强的服务业数据也开始转弱，11月欧洲制造业和服务业PMI均明显低于50的临界点，且物价指数走弱，欧洲经济前景黯淡。

美国方面，近期物价数据反应出通胀明显下降，同时就业和经济数据有所下降。因此，12月中旬的议息会议美联储继续保持当前利率不变，但对于降息的态度出现了180度的转变，市场预期美联储首次降息将可能在2024年3月20日的议息会议中。另一方面而言，美联储态度转变很可能是美国经济已经面临衰退的境地，货币政策不得不做出大幅让步，因此欧美通胀和衰退之间的矛盾很可能成为贯穿2024年的主线逻辑。预计2024年全球宏观经济很可能继续出现两大支柱—中美经济保持定力，而欧洲和其他国家经济只能随波逐流的局面，两极分化格局可能愈发尖锐。有色金属价格也可能出现大幅波动。

综上所述，2024年有色金属行业波动的主线仍然是衰退-高利率-降息的矛盾，我们认为2024年有色金属价格可能维持振幅较大的格局。一季度，欧美保持高利率，衰退迹象不断显现，现货情况不佳，但国内现货端需求较好，市场可能保持高位震荡。二季度，美联储很可能在3月20日

开始第一次降息，叠加 2024 年国内旺季到来可能偏晚，有色金属价格 3-5 月偏向乐观。三至四季度，国内经济政策进入平稳期，美联储很可能继续降息 2 次，市场情绪较强，有色金属可能宽幅震荡。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇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。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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。