

新时代铜价新驱动，关于本轮铜价上行的思考

兴证期货 · 研究咨询部

2024 年 4 月 10 日星期三

有色研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

马志君

从业资格编号: F03114682

娄婧

从业资格编号: F03114337

联系人:

马志君

电话: 021-68982784

邮箱: mazj@xzfutures.com

● 核心观点

本轮铜价的快速上涨可以说是宏观和基本面的利好出现了一个阶段性的共振。

首先是宏观层面，如前文所说 2024 年以后美国的通胀预期依然处在一个相对的高位是支撑铜价的一个重要因素，美联储降息和放缓缩表预期及缩短美债持仓久期操作、美国财政部二季度发债规模或下降但仍处宽松状态，市场开始交易通胀的反弹刺激的铜价走高。美股的经济数据的强势使得联储进行不急于降息甚至推迟或削减降息幅度的预期管理，这也反而对铜价的一种利多。

基本面层面，海外铜矿的停产对于铜的供应端的打击目前是在逐渐发酵，虽然我们预估国内在当前铜矿季度紧缺的情况下依然达成强力有效的全面联合减产，但冶炼厂开工下滑是实在发生的，尤其是中小型的冶炼厂。需求侧我们从去年下半年的国内信贷脉冲来看传统

需求依然是维持偏弱，但新兴需求包括光伏装机和新能源汽车的高景气依然给铜需求带来增量。

整体上来看，本轮节后以来的上涨直接的刺激还是来源海外的宏观资金，铜作为基本面情况良好且本身就就要宏观属性的品种直接受益。因此对于本轮上行的终点我依然要回到宏观层面，海外的通胀预期能否继续上行，以及全球的铜库存能否在供应偏紧的格局下顺利去库，否则在当前已经接近本次周期牛市的前高点价位，铜价已然有点高出不胜寒了。

目录

一、铜价的宏观指标偏中性	1
1.1 降息并不意味铜价上行	1
1.2 美国通胀预期依然支撑铜价高位	2
1.3 国内信贷脉冲相对偏低	3
二、基本面对铜价的支撑	4
2.1 新兴需求 VS 传统需求	4
2.2 铜矿停产带动国内冶炼减产	6
三、本轮铜价上涨的思考	8
分析师承诺	10

一. 铜价的宏观指标偏中性

2024 年全球商品市场最为关注的一个指标无疑是美联储本轮的降息何时开始，而对降息有着直接指引作用的美国通胀和就业数据的发布往往都能对铜价造成一定的刺激。那我们首先我们回看历史来看看这些宏观指标对铜价究竟有何指引。

1.1 降息并不意味铜价上行

回顾 2000 年以来美联储的四轮利率周期，当前正好处在第四轮加息的中期。过去的三轮周期正好对应了铜价的三轮牛市，分别是 2002 年—2006 年、2009 年—2011 年和 2016 年—2018 年。

表 1:21 世纪四轮铜牛市情况

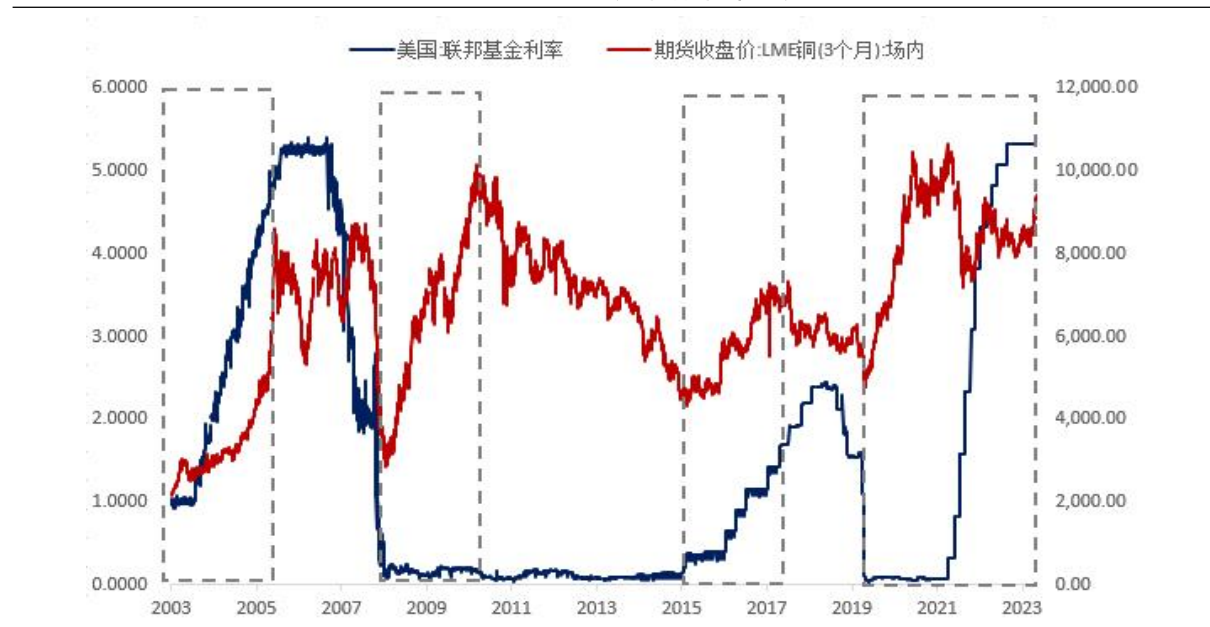
起始时间	结束时间	持续时间(月)	涨幅(%)	月均环比(%)	主要驱动因素
2004	2006	53	484.81	9.15	基本面
2009	2011	27	261.52	9.69	基本面+政策面
2016	2018	29	69.18	2.39	政策面
2020	2022	24	148.11	6.17	基本面+政策面

数据来源：LME，兴证期货研发部

将铜价的周期与美联储的利率周期对应，我们不难发现四轮牛市的上涨行情多事处在利率零值的底部平台时期和利率上行时期，而在美联储的降息周期铜价往往走势都是震荡偏弱的。我们深究其中的逻辑，铜价的绝对走势是由经济基本面来决定的，美联储加息背后的逻辑就是经济出现过热和通胀走高，美国作为全球产业链的终点需求方，这两者都意味着铜需求的基本面是良好的。相反在美联储的降息周期铜价都经历大跌，这两者之间也不是因果关系，而是由于利率下行周期往往是美联储未来应对经济金融的走弱做出的就是手段，这意味着铜的全球基本面的需求侧往往是下滑。而 2009 年—2011 和本轮 2020 年至今的牛市铜价都在利率零值的底部平台期开始上涨，这反应铜价并不是一个经济复苏的领先指标，相反他的上行往往是在长时期的利率终于刺激到需求复苏，进而铜价才开始上涨。因此当前利率的维持高位的背后是

美国经济数据的强势，是经济基本面的良好，而下半年进入到降息周期的前提是美国经济数据的降温，这对铜价反而是一种利空。

图 1: LME 铜价&美联储利率 (美元/吨)

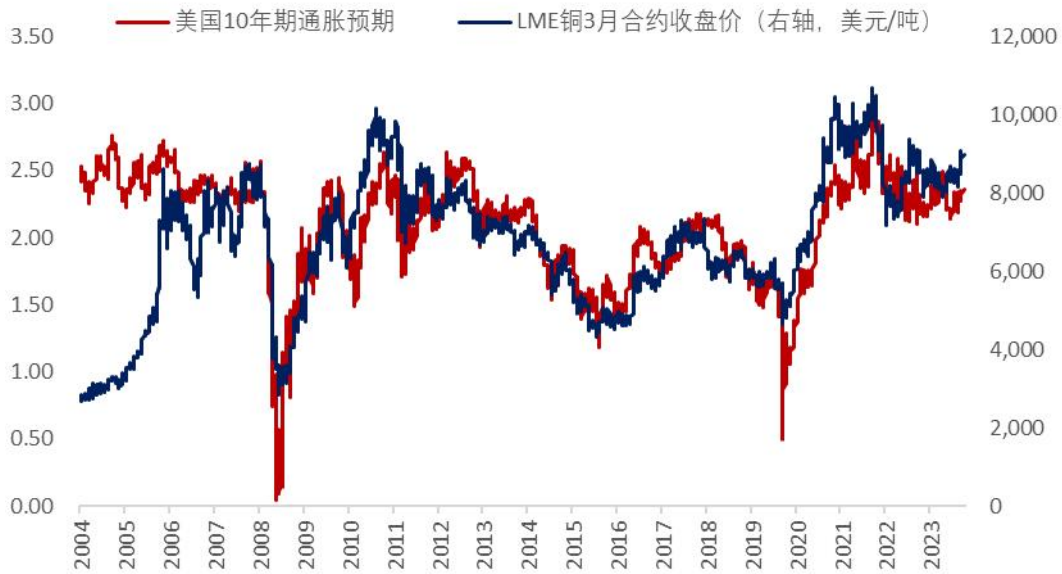


数据来源: iFind, 兴证期货

1.2 美国通胀预期依然支撑铜价高位

如前文所说铜价长周期上行的前提是全球经济基本面复苏上行，美国通胀作为一个反应经济热度的指标和铜价的相关性较强的，进而我们用美国的通胀预期作为市场对未来通胀的预期来和铜价对比，其拟合程度是比较好的。从这个指标来看，铜价后续的上行空间可能并不乐观。进入到 2024 年，美国的 10 年期通胀预期已然较此前的高点回落，但依旧基本维持在 2.2%-2.4% 之间震荡，依然处在历史的相对高位，反应市场对未来美国经济整体预期并不悲观，这也是当前可以做成铜价依然处在高位因素之一。

图 2: LME 铜价&美国通胀预期 (%)



数据来源: iFind, 兴证期货

1.3 国内信贷脉冲相对偏低

除了美国的经济指标之外，随着中国在全球经济和产业链市场上的比重提升，自 2000 年以后，反应国内信贷周期的指标信贷脉冲也是我们观测铜价的一个很重要的指标。信贷脉冲是一个经济学术语，由德意志银行经济学家 Michael Biggs 在 2008 年提出，主要用于衡量新增信贷占国内生产总值 (GDP) 的比重变化。这个指标可以反映信贷增长对宏观经济波动的影响，是预测商业周期转折点的重要工具，通常领先经济拐点约 9 到 12 个月。因此，他也是一个铜价的领先指标，往往领先半年到三个季度。

我们将国内的信贷脉冲数据和 LME 铜价月度均价对比，发现其在 2000 年以后尤其是 2008 年以后的拟合程度是及其良好的。国内整体的信贷脉冲在去年下半年处在相对低位震荡，对应今年前三季度铜价，并不支撑铜价有这很强的上行动能，因此我们对 2024 上半年铜价的预估是维持在一个高位震荡的走势。

图 3: LME 铜价&中国信贷脉冲 (美元/吨)



数据来源: iFind, 兴证期货

二、基本面对铜价的支撑

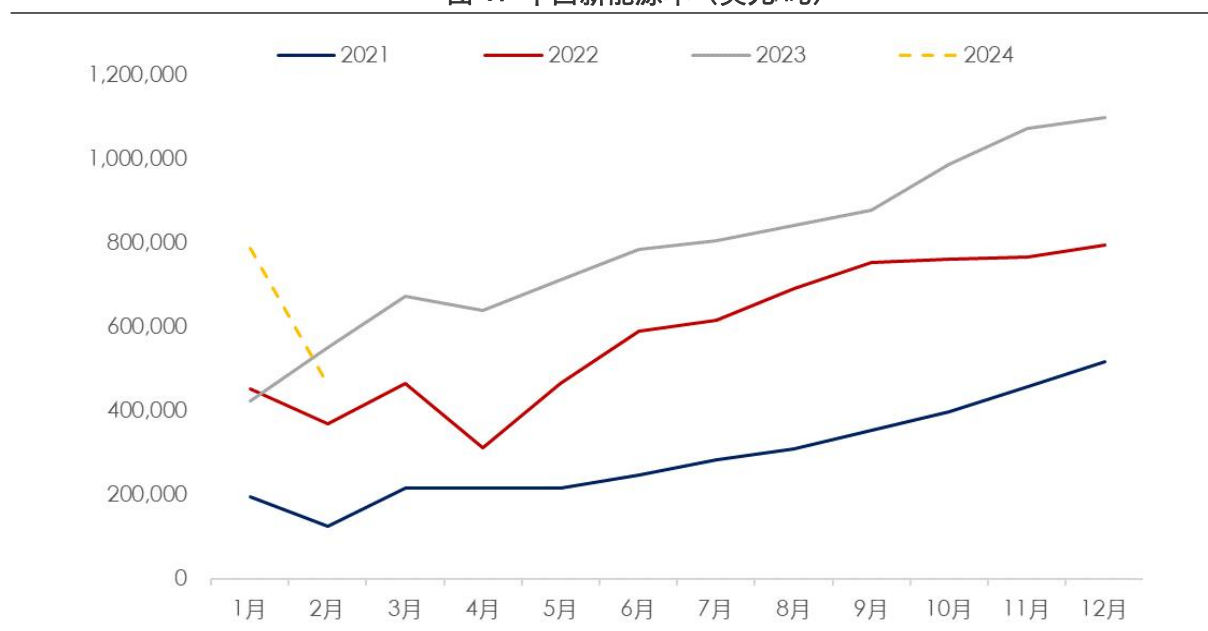
从前文我们对宏观经济指标的观测,我们可以发现美国的下半年的降息预期,美国通胀预期的回落,以及国内信贷脉冲的回落都并不利多铜价,但当前铜价是少有的本轮商品牛市依然维持高位震荡的品种,甚至在近期又快速走强创出阶段限高。两者之前存在的分歧我觉主要有两点,一是新兴需求的增量对传统需求减量的弥补;二是供应端的干扰尤其黑天鹅事件对铜价的支撑。

2.1 新兴需求 VS 传统需求

后疫情时代,随着泛新能源领域的产业高速发展,包含上游的新能源电源(光伏风电)、电网系统建设和下游的新能源汽车的高景气,给铜需求带来了新的增量。首先这部分需求对传统需求的弱势是一个很大的补充,其次这部分产业并未受到国内偏弱的整体经济影响,也并未完全反应在宏观经济数据指标里,国内的信贷脉冲的走弱意味着传统需求的走弱,但未能反映新兴需求的高景气给铜带来的增量。

具体来看，根据中汽协数据，2023 年我国汽车产销累计完成 3016.1 万辆和 3009.4 万辆，同比分别增长 11.6% 和 12%，产销量创历史新高，实现两位数较高增长。新能源汽车产销分别完成 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8% 和 37.9%，市场占有率达到 31.6%，高于上年 5.9 个百分点。汽车合计用铜量新增约 63 万吨，以当前新能源汽车的高景气，我们预计 2024 年汽车合计用铜量依旧将新增 60-65 万吨。

图 4：中国新能源车（美元/吨）



数据来源：iFind，兴证期货

根据国家能源局，2023 年新增风电发电装机容量为 7566 万千瓦，同比增长 101.06%；新增太阳能发电装机容量为 21602 万千瓦，同比增长更是高达 147.13%。二者合计 20527 万千瓦，即 2.05 亿千瓦。2023 年光伏产业将新增铜需求量 58 万吨；2023 年风电产业新增铜需求 15 万吨。以 2024 年海上风电装机量 10GW 和光伏装机量 280GW 测算，预计铜需求新增量约为 10 万吨和 30 万吨

表 2: 中国新能源装机铜需求量 (万吨)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
光伏	20.13	11.93	21.69	24.72	39.33	97.21	126.00
风电	8.72	10.67	29.93	19.74	15.62	31.40	41.50
合计	28.84	22.61	51.62	44.46	54.95	128.61	167.50
同比	-7.47%	-21.62%	128.31%	-13.86%	23.60%	134.04%	30.24%
增量	(2.33)	(6.24)	29.01	(7.16)	10.49	73.66	38.89

据来源: SMM, 兴证期货研究咨询部

2.2 铜矿停产带动国内冶炼减产

本轮周期的铜矿增速不及预期也是铜供需偏紧支撑铜价的一大因素。全球铜矿产量增速在不同时间段内有所变化。在 2012-2016 年期间, 铜矿产量平均增幅达到了 5% 以上。然而, 2016-2020 年期间, 铜矿产量增速放缓至 0.35%。进入 2021-2022 年, 铜矿产量增速有所恢复, 达到了 2.7%。然而, 2023 年全球铜矿增速仅为 1.4%, 这主要是由于一些主要铜生产国的产量下降以及一些意外减产等因素的影响。

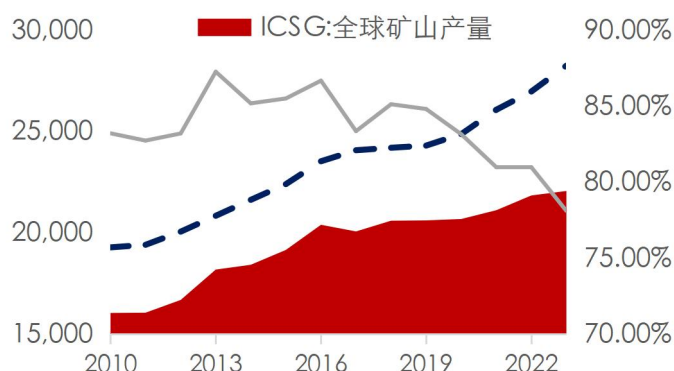
对于 2024 年, 此前预计全球铜矿供给增速仅为 2.7%。然而, 智利 CODELCO 的产量继续下降, 预计智利铜矿产量将维持低位, 第一量子旗下巴拿马铜矿受到政府限制停产, 这座年产 35-40 万吨铜矿的矿山停产对全球铜矿平衡造成了很大的影响, 2024 年的铜矿产量增速将继续低于预期。不过从产量绝对增速来看, 2024 年是要依旧是要高于 2019 年的。

图 5: ICSG 全球铜精矿产量增速 (千吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 6: 全球铜精矿产能开工 (千吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

2024 铜供需最大的变数无疑是 Cobre 铜矿的停产。第一量子旗下 Cobre 铜矿的停产也给全球铜矿供应造成了巨大的影响，Cobre 铜矿生产的铜约占全球供应量的 1.5%。巴拿马政府表示将关闭全球最大铜矿之一的 Cobre 铜矿，原因是该国最高法院裁定，巴拿马政府与加拿大矿企 First Quantum Minerals Ltd. 方面续签的 Cobre 铜矿运营合同违宪。该铜矿目前已经暂停生产。此前，巴拿马政府与 First Quantum Minerals 续签了 Cobre 铜矿未来 20 年的采矿特许权合同。作为回报，巴拿马每年将获得 3.75 亿美元的收入。然而，这份合同在巴拿马国内引发了大规模抗议示威活动。抗议者认为铜矿开采破坏环境，尤其是威胁到当地的水源，抗议示威活动一度蔓延至巴拿马全国，多地道路持续被封。

表 3：海外矿企铜精矿产量（千吨）

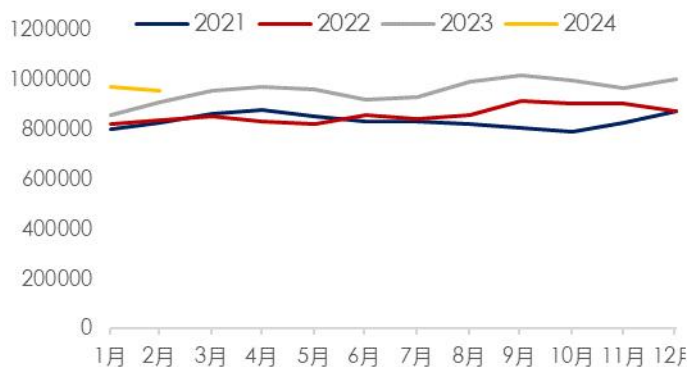
企业	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	y/y
Freeport-McMoRan	459.00	487.80	479.00	487.00	438.00	484.00	492.00	497.00	10.00
BHP	370.00	461.80	410.10	424.00	406.00	476.00	457.00	437.00	13.00
Codelco	364.00	391.00	381.00	439.00	352.00	281.30	336.00	-	-
Glencore (ex-Mopani,ex-Ernest Henry)	258.00	252.00	260.30	289.00	244.00	244.00	248.00	274.00	-15.00
Grupo Mexico (Southern Copper)	214.00	209.00	231.00	241.00	223.00	227.50	226.00	-	-
KGHM	193.00	184.00	180.00	176.00	176.00	176.00	175.60	175.60	-0.40
First Quantum	182.00	193.00	195.00	206.00	131.00	187.00	222.00	160.00	-46.00
Anglo American	140.00	133.00	147.00	244.00	178.00	209.00	209.00	230.00	-14.00
Antofagasta	139.00	130.00	181.90	196.00	146.00	150.00	174.00	192.00	-4.00
Norilsk	91.00	113.00	112.53	116.00	109.00	95.00	101.00	121.00	5.00
MMG	79.00	44.50	96.00	86.00	69.00	93.00	94.00	91.00	5.00
Rio (ex Escondida,100% of OT)	77.00	63.90	86.58	79.00	113.00	82.00	90.00	88.00	9.00
Teck Resources	67.00	72.00	66.00	65.00	57.00	64.00	72.00	103.00	38.00
Lundin	65.00	64.00	64.00	57.00	61.00	60.00	90.00	-	-
Vale	55.00	55.00	74.30	64.00	67.00	79.00	82.00	99.00	35.00
Ivanhoe (Kamoa-Kakula)	56.00	87.00	98.00	93.00	94.00	104.00	104.00	-	-
Barrick	46.00	54.00	56.00	44.00	40.00	48.50	50.80	-	-
Boliden	28.00	30.00	28.00	23.00	23.00	22.60	22.40	-	-
Newcrest	25.00	39.00	32.00	35.00	31.00	35.00	30.60	-	-
Newmont	9.00	11.00	7.00	11.00	12.00	11.80	10.40	-	-
Sierra Metals	3.00	4.00	3.00	3.00	4.00	4.70	4.30	-	-
合计	2920.00	3079.00	3188.71	3378.00	2974.00	3134.40	3291.10	2467.60	35.60

数据来源：SMM，兴证期货

进入 2024 年国内冶炼受到铜矿供需的影响实在逐步加剧的，从 SMM 统计的国内精炼产能开工情况可以看出，去年 12 月以来开工有着明显的下滑，并且这种情况还在延续。根据调研

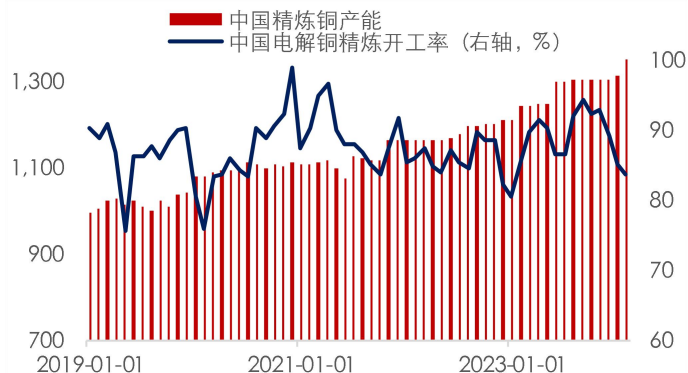
了解的，从 2 月开始国内一下中小型冶炼企业已经降低铜精矿的投料量来避免亏损，2 月的国内铜冶炼开工率已经降至 83%（受到一定春节周期影响），预计 3-4 月将依旧维持低位。此外，根据部分冶炼企业反映，当前的铜矿采购困难或影响到 5 月正常生产，因此预计二季度国内冶炼检修减产或较多。但我们同样需要看到的是，国内大型冶炼企业的减产意愿以及是不足的，除了更多的长单之外，他们还有自己在国内外投建的铜矿，对于现货采购需求量相对要小，因此本轮减产必然是以中小型冶炼企业为主。

图 7：中国电解铜产量（吨）



数据来源：SMM，兴证期货

图 8：中国废铜产粗铜产量（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货

三、本轮铜价上涨的思考

本轮铜价的快速上涨可以说是宏观和基本面的利好出现了一个阶段性的共振。

首先是宏观层面，如前文所说 2024 年以后美国的通胀预期依然处在一个相对的高位是支撑铜价的一个重要因素，美联储降息和放缓缩表预期及缩短美债持仓久期操作、美国财政部二季度发债规模或下降但仍处宽松状态，市场开始交易通胀的反弹刺激的铜价走高。美股的经济数据的强势使得联储进行不急于降息甚至推迟或削减降息幅度的预期管理，这也反而对铜价的一种利多。

基本面层面，海外铜矿的停产对于铜的供应端的打击目前是在逐渐发酵，虽然我们预估国内在当前铜矿季度紧缺的情况下依然达成强力有效的全面联合减产，但冶炼厂开工下滑是实在

发生的，尤其是中小型的冶炼厂。需求侧我们从去年下半年的国内信贷脉冲来看传统需求依然是维持偏弱，但新兴需求包括光伏装机和新能源汽车的高景气依然给铜需求带来增量。

整体上来看，本轮节后以来的上涨直接的刺激还是来源海外的宏观资金，铜作为基本面情况良好且本身就就要宏观属性的品种直接受益。因此对于本轮上行的终点我依然要回到宏观层面，海外的通胀预期能否继续上行，以及全球的铜库存能否在供应偏紧的格局下顺利去库，否则在当前已经接近本次周期牛市的前高点价位，铜价已然有点高出不胜寒了。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因此将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告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任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。