国信期货有色11月月报

铜

宏观缓和现实压力，预期驱动铜价反弹

● 主要结论

从宏观政策预期动向来看，全球经济政治的结构性矛盾突出显现，地缘冲突螺旋式恶化引发多米诺骨牌效应，这引发10月全球大类资产价格整体承压。顺周期性资产价格大幅回落，避险资产黄金创阶段性新高，各行业暴雷事件及信用风险持续增加，在此背景下中美高层四季度加强各层面互访交流，体现大国之间面对全球地缘政治矛盾激化及经济发展前景下滑的预期管理的责任担当，大国间加强合作沟通将对缓和中东及俄乌等地缘冲突失控、金融经济及供应链潜在冲击起到积极管控的正面影响，此外美联储11月议息会议预计暂定加息及中国中央财政出手增发万亿级别国债，此举将缓和四季度金融市场流动性及风险偏好巨大压力，对大类资产价格回落起到支撑作用。

从行业中观角度来看，2023年LME WEEK作为全球金属行业一年一度行业盛会，其对金属行业发展主热点研讨及现场投票对有色品种走向有预期指引作用，会上众多业内人士现场投票显出超过一半的投票嘉宾认为2024年铜价上涨潜力最大，这与近两年市场的主流看法相一致，一年前的2022年LME WEEK年会上，与会者也普遍认为铜是2023年最具上涨潜力的金属。

然而从供需等现实角度来看，有色金属行业相关工业投资及新能源转型相关的新型基础建设投资虽然保持较高增速，然而行业未来中长期持续高投资潜力受限，长期基本面受宏观经济及相关政策变化较大，中短期中下游更多二八分化局面，其中亮点在于终端9月电网投资明显修复及汽车产销维持在高位，弱势则在于房地产相关家电及新旧基础建设预期走弱，铜市短期现货高升水支撑也更多来自低库存低可交割资源的结构性支持，10月下旬上海电解铜现货对当月合约平均报升水200元/吨。

展望后市，整体铜价11月可更多关注驱动反弹，主要波动区间可关注关注65000-70000元/吨，中长期来看警惕全球地缘冲突恶化及海外持续高利率引发经济金融风险事件爆发风险，操作上建议震荡区间下沿短期谨慎持多，中期警惕大宗市场虚假繁荣后冲高回落风险。

分析师:顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话:021-55007766-6618
邮箱:15068@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、宏观视角跟踪有色板块

1、地缘政治经济面临“多事之秋” 亟待全球大国协调政策注入“稳定剂”

进入10月，国际金融市场迎来“多事之秋”，中东和欧洲地缘局势的持续对峙胶着乃至于恶化扩大风险持续牵动全球市场的神经，从宏观政策预期动向来看，全球经济政治的结构性矛盾突出显现，地缘冲突螺旋式恶化引发多米诺骨牌效应，这引发10月全球大类资产价格整体承压。顺周期性资产价格大幅回落，避险资产黄金创阶段性新高，各行业暴雷事件及信用风险持续增加，在此背景下中美高层四季度加强各层面互访交流，体现大国之间面对全球地缘政治矛盾激化及经济发展前景下滑的预期管理的责任担当，大国间加强合作沟通将对缓和中东及俄乌等地缘冲突失控、金融经济及供应链潜在冲击起到积极管控的正面影响，此外美联储11月议息会议预计暂定加息及中国中央财政出手增发万亿级别国债，此举将缓和四季度金融市场流动性及风险偏好巨大压力，对大类资产价格回落起到支撑作用。

从更广泛的商品产业链宏观视野来看，未来半年海外将出现多个经济大国和“关键资源国选举换届”。面对百年变局加速演进下，大国博弈及地缘政治等因素复杂影响持续施压，大宗商品为代表的全球实体经济供应链仍将面临区域经贸重塑，全球经贸往来的效率损失、成本增加、订单转移、产业冲击等多重压力，目前我国大宗商品产业链贴近下游终端行业的需求仍有待恢复，国内外制造业补库存周期暂未启动，生产企业深陷终端需求不振、产能过剩压力、行业利润萎缩的困局，这不仅导致大宗产业上下游企业经营和价格管理难度加大，还会通过全球产业竞争加大与行业内卷加速企业淘汰重整，产业处于供需重塑的转型阶段，这对于大宗商品阶段性的呈现生产成本提高、供需结构性偏紧，进而导致原材料价格在多题材推动下呈现“虚假繁荣”境况。

从行业中观角度来看，2023年LME WEEK作为全球金属行业一年一度行业盛会，其对金属行业发展主热点研讨及现场投票对有色品种走向有预期指引作用，会上众多业内人士现场投票显出超过一半的投票嘉宾认为2024年铜价上涨潜力最大，这与近两年市场的主流看法相一致，一年前的2022年LME WEEK年会上，与会者也普遍认为铜是2023年最具上涨潜力的金属。考虑到地缘等因素对经济增长和通胀预期的影响存在较大不确定性，市场预计中美四季度关系或阶段性缓和，在大宗商品贸易和基础建设合作方面值得重点跟踪关注。

2023年前三季度，有色下游企业经历了持续终端负反馈后，目前国内外与产业政策的利好预期加大，其中铜为代表的有色板块股期相关资产价格不乏上演冲高回落式的“弱现实强预期”题材炒作行情，然而阶段性上涨主要因投资者对国内外货币政策流动性缓和与相关实体产业政策刺激预期的提前下注，这种短期透支政策预期的躁动情绪是否能持续？需依赖国内外宏观货币政策宽松和产业支持政策更多利好刺激，尤其是铜为代表的有色等大宗原料对全球经济前景、中美关系变化及产业政策变化影响更敏感。当前考虑到短期“金九银十”传统消费旺季不旺，投资者需要保持理性客观心态，同时需要注意到大宗商品稳价保供工作的监管压力下，原料端短期冲高回落行情对我国产业链上下游均衡发展和复苏发展构成的冲击与风险应对。

图：大变局加速演进下的多因素叠加冲击全球产业链

数据来源：国信期货整理

从海外宏观趋势上看，美联储为首的的欧美央行已处于加息周期的尾声，加息外溢效应引发新兴经济体资本回流至美国、各国金融市场动荡加剧和非美货币贬值等冲击，同时欧美央行官员虽然仍表现出加息抑制通胀的倾向，但其背后的原因是欧美央行担心金融条件过早放松会削弱此前压制通胀的阶段性成果。目前金融市场最关键的分歧点在于未来何时降息，市场普遍押注各大央行早 2024 年会从加息转为降息，而对于 2023 年四季度欧美央行可能咬定会将高利率维持一段时间。

通过经济模型跟踪结合高频数据可以发现，2023 前三季度欧美经济结构内部分化严重，欧美制造业出现持续衰退，而消费服务业和就业市场异常坚挺，欧美央行官员持续表现出“嘴鹰心鸽”，一方面试图通过强硬发言削弱市场对加息将很快将转变为降息的预期，以确保通胀回落至目标水平，但另一方面希望通过基于核心经济数据的灵活性和经济前景判断来缓和经济硬着陆的风险。基于美联储表态路径推演可知，在海外宏观决策反复切换和后续高度不确定性下，股债汇及大宗商品等资产价格高波动似乎成为新常态，因此 2023 四季度应注重对国内外宏观预期差探寻，抓大放小把握产业供需变化趋势，切忌盲目追涨杀跌。

当前有色为代表的大宗商品板块可总结：“弱现实、强预期、情绪过头、依赖更多政策支持”。面对百年变局加速演进下的大国博弈及地缘政治等因素复杂影响，有色为代表的全球实体经济供应链受制于区域经贸割裂与重塑，出现效率损失、成本增加、订单转移、产业冲击，目前我国锡等有色产业链下游需求整体受限，上半年靠刚需消费苦苦支撑，下半年国内外制造业补库存周期暂未启动，有色企业深陷终端需求下滑、产能过剩压力加大、行业利润萎缩的困局，这不仅导致大宗产业上下游企业经营和价格管理难度加大，还会通过全球产业竞争加大与行业内卷加速企业淘汰重整，产业处于供需重塑的转型阶段。

从有色市场表现及预期来看，2023 年“躁动的不是树，不是风，是人心！是政策预期！是资金偏好！”通过统计历年我国 “周期躁动”行情可发现，有色为代表的顺周期行业躁动行情持续性往往乏力，后续依赖政策和真实消费接力支持。2023 年国有色、建材等大宗周期品不乏做多预期的核心逻辑是全球经济恢复性增长预期、产业链供需改善补库预期，然而随后上半年市场利好预期屡屡证伪，预计有色金属企业 2023 四季度仍将面对：“资金屡战屡败不放弃，题材不断缺乏实质改善，企业面对价格跌宕渴望风险管理”

从行业中观角度来看，2023 年 LME WEEK 作为全球金属行业一年一度行业盛会，其对金属行业发展主热点研讨及现场投票对有色品种走向有预期指引作用，会上众多业内人士现场投票显出超过一半的投票嘉宾认为 2024 年铜价上涨潜力最大，这与近两年市场的主流看法相一致，一年前的 2022 年 LME WEEK 年会上，与会者也普遍认为铜是 2023 年最具上涨潜力的金属，然而从供需等现实角度来看，有色金属行业相关工业投资及新能源转型相关的新型基础建设投资虽然保持较高增速，然而行业未来中长期持续高投资潜力受限，长期基本面受宏观经济及相关政策变化较大，中短期中下游更多二八分化局面，其中亮点在于终

端 9 月电网投资明显修复及汽车产销维持在高位，弱势则在于房地产相关家电及新旧基础建设预期走弱，铜市短期现货高升水支撑也更多来自低库存低可交割资源的结构性支持，10 月下旬上海电解铜现货对当月合约平均报升水 200 元/吨。展望后市，整体铜价 11 月可更多关注驱动反弹，主要波动区间可关注关注 65000-70000 元/吨，中长期来看警惕全球地缘冲突恶化及海外持续高利率引发经济金融风险事件爆发风险，操作上建议震荡区间下沿短期谨慎持多 ，中期警惕大宗市场虚假繁荣后冲高回落风险。

图：2023 年以来全球经济乱局困局变局中，中国产业转型突破面临多重考验

数据来源：国信期货整理

二、铜市趋势分析展望

1. 自然资源：全球精矿紧缺缓和 矿山供应扰动风险犹在

从全球铜矿资源供应结构来看，2023 年全球铜矿资源供应保持稳定，因供应扰动相比于 2022 年有所减少，供需缺口有所收窄呈现紧平衡。智利、秘鲁、刚果金、中国和美国作为全球铜矿前 5 大铜矿生产量前五的国家（2022 年，金属吨）产量规模均超 100 万吨，五国合计产量达到 1325.4 万吨，占全球铜矿产量的 60.5%。中国是世界上主要铜矿生产国之一，但在全球铜矿产量占比不到 9%，相比而言我国作为全球最大的铜资源进口国和精铜生产国，我国精炼铜消费在全球 55%占比而言，我国国内铜原料资料供应远远无法满足需求，因此中国每年需要进口大量铜原料，主要包含铜矿、精炼铜、粗铜、废铜 4 种，其中因环保等问题粗铜及废铜进口占比较小，铜矿和精炼铜进口占比较高。

从全球铜矿供应地区变化来看，由于世界铜矿资源分布不均，传统主产区主要集中于智利、秘鲁为代表的南美地区，同时刚果（金）为代表的非洲地区和印尼为代表的东南亚和哈萨克斯坦为代表的中亚地区增长较为迅猛。2023 年智利作为全球第一铜资源国，其国内大型铜矿山因老化或升级改造面临供应产能下滑，同时自身新项目的投产和现有项目的改扩建增量较小，其铜矿产量增速及出口近年来一直呈现下滑趋势，而与此同时受益于中国企业对“一路一带”沿线国家合作，尤其是近几年大力推动矿山项目投资支持和开发深入，非洲的刚果（金）、东南亚的印尼和中亚的哈萨克斯坦等国铜矿产量增长极为迅猛，2022 年上述三国的铜矿产量增速达到同比增长 20%左右的高水平，三国铜矿产量分别在 229.5 万吨、96.6 万吨、75.8 万吨，在全球铜矿主产国排行中升至第三、第六和第十位，2023 年相关地区产量持续高增长也带动增加上述三国铜资源出口保持快速增长的态势。

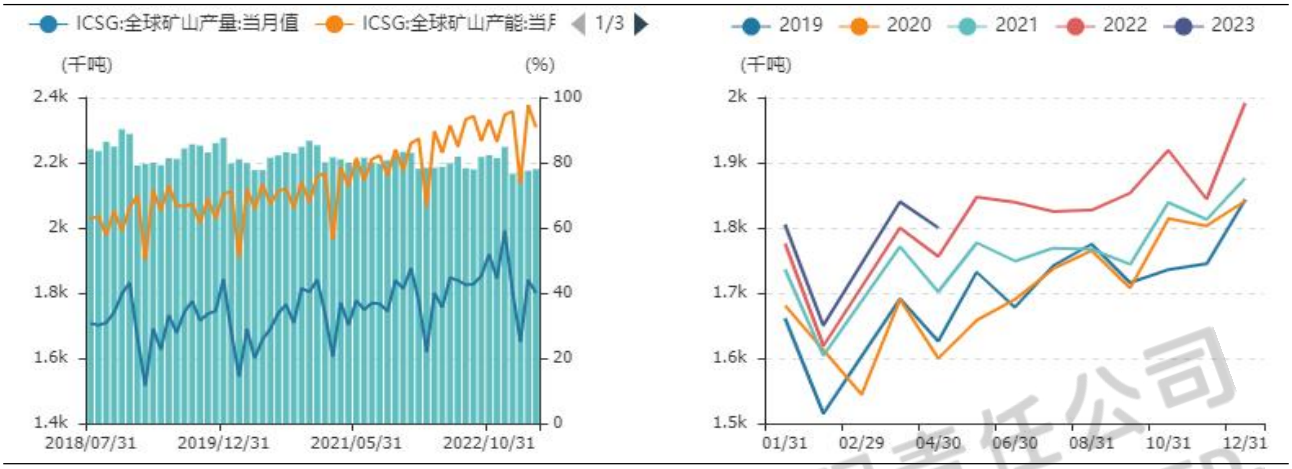
图：2023-2024 年全球铜矿生产及精铜供需预测（万吨）

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

	2022 年	同比	2023 年	同比	2024 年	同比
铜矿生产	2192.2	3.0%	2257.8	3.0%	2315.3	2.5%
其中:铜精矿	1762.8	2.1%	1841.6	4.5%	1885.5	2.4%
湿法铜	429.5	6.8%	416.1	-3.1%	429.8	3.3%
精铜生产	2564.1	2.8%	2631.7	2.6%	2748.0	4.4%
精铜消费	2607.2	3.4%	2643.1	1.4%	2718.3	2.8%

数据来源：ICSG，国信期货

图：产业链主要影响因素分析——铜上游供应弹性小



数据来源：WIND，国信期货

从铜矿资源分布来看，从铜矿山开发进程来看，大型矿业公司经营主要集中在勘探、采选环节；从资源勘探到采矿，这个过程可能需要很长的时间，在这期间项目需要大量的资本支出，而且只有在上述期间结束时公司才能指望现金流入。因此大型矿山项目的开发具有一定的风险需要大型矿业公司和多个矿业公司联合完成，一般从勘探资源到采矿达产的全流程通常需要 5-10 年，而在原有矿山基础之上增产成也需要 2-3 年左右，因此考虑到全球铜矿品位下降、成本提升，新项目的投产和现有项目的改扩建增量产能投入高投资周期长，未来预估的超额供应量难以单纯靠短期高铜价就能刺激项目扩产，可以说全球铜矿供应弹性较小，铜资源的未来数年增速很大程度可从近年来矿山挖潜增产项目和新矿山投产进度来进行定性推算和定量跟踪预估。

国际铜研究组（ICSG）在 2023 年二季度会议上上对 2023—2024 年全球铜矿以及精炼铜生产、消费作出年度预测，预计 2023 年全球精炼铜供需平衡为供应短缺 11.4 万吨，2024 年精炼铜供应过剩 29.7 万吨。该机构跟踪分析认为，2023 年全球铜矿产量增长应聚焦南美和非洲，上述地区铜矿产量增速或将分别达到 8.7%和 7.7%；而 2023 年全球精铜产量的供应增量主要集中在非洲和亚洲，其中非洲铜矿增速为 5.9%，亚洲地区增速虽不及非洲，但由于基数效应增量也大。此外从全球铜供需发展趋势和特点来看，2024 年全球铜市增减地区情况与 2023 年大体相似，铜矿供应增加较快的地区包括非洲、美洲、亚洲；精炼铜供应增加较快的地区主要是非洲、南美和亚洲；精炼铜消费增长主要来自亚洲，其中中国是全球铜市“稳定器”。

由于全球铜资源分布和冶炼加工产业布局区域分布不均衡，铜原料贸易是全球铜市平衡的主要方式。从铜矿贸易来看，智利是世界第一铜资源出口国，但近年来智利铜矿出口因该国铜矿产量增速下滑及智利国内冶炼产能比重增加导致，而秘鲁作为全球铜矿第二大出口国近年来铜矿出口份额占比持续增长，此外印尼、哈萨克斯坦及塞尔维亚等国出口量快速提升，上述国家对华铜矿出口量近年来“一降一升”的情况，反映出全球铜原料供应格局的变化，而且这些变化还将不断演进并与中国资源投资和进口来源多样化战略诉求息息相关，未来几年刚果（金）精铜产量和出口量有望保持快速增长以弥补智利铜资源对华出口份额。

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

2. 冶炼加工：中国供应主要增量，二季度产量增长明显

全球方面，2023 年以来，世界铜生产主要增量依然来自于中国的产量增长，海外产量有一定下滑；需求端，海外制造业情况逐步趋差，消费同比下滑。而在国内，原料端（铜矿、废铜、阳极铜）整体来看供应相对充足，海外铜矿生产较好，但废铜供应整体偏紧减少，2023 年前三季度我国精炼铜产量增速超 10%。

就全球铜供需而言，全球表观（三大交易所库存）铜库存不足全球数周的消费量，即使加上全球最大可跟踪隐形库存上海保税区铜库存也不足全球三周所需。根据国际铜业研究组织统计，全球铜矿产量分布：美洲占比 56%，亚洲占比 20%，非洲占比 11%，欧洲占比 9%，大洋洲占比 5%。而在全球铜需求分布：亚洲占比 72%，欧洲占比 16%，美洲占比 12%，非洲占比 1%，大洋洲占比 0.02%。

从全球铜贸易和生产结构性分布来看，中国作为全球制造业第一大国，也是铜等有色关键资源进口第一大国，中国进口铜矿实物量在全球进口量中占比达到 60%以上。随着近年来国内矿业资源不足和冶炼加工产能过剩，在全球关键矿物资源供应持续紧缺的威胁之下，我国相关产业链面临海外关键资源紧缺的“卡脖子”问题突出。正是在此背景下，我国企业努力顶住压力持续践行“扩展海外资源投资、打通产业链形成合力”的长线思维，推动近年来我国企业在铜镍钴锂等关键矿石资源领域对外投资赶超国内相应权益储量、我国企业海外投资矿山的资源产量规模远超国内相应资源产量的格局，中资企业在海外权益矿和我国自身供应能力保障双双走高，这为中国实体产业缓解近年来关键矿业资源“卡脖子”并筑牢我国有色等关键产业链战略安全打下重要基础。近些年我国自身铜资源产量增速整体放缓，我国精炼铜产量在全球占比持续下滑至 43%左右，但绝对量水平仍遥遥领先于各国，相当于全球精铜产量其余前 12 个大国总和之多。

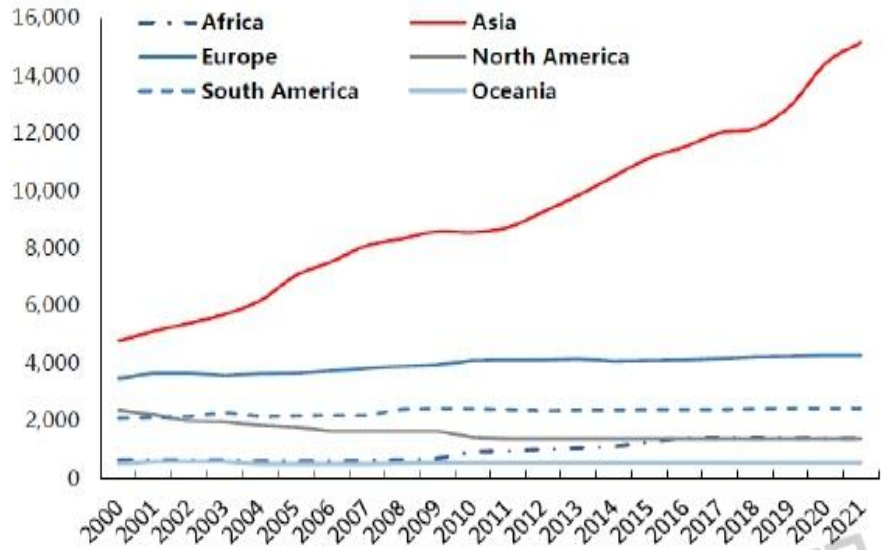
然而从更广泛的商品产业链宏观视野来看，未来半年海外将出现多个经济大国和“关键资源国选举换届”。面对百年变局加速演进下，大国博弈及地缘政治等因素复杂影响持续施压，大宗商品为代表的全球实体经济供应链仍将面临区域经贸重塑，全球经贸往来的效率损失、成本增加、订单转移、产业冲击等多重压力，目前我国大宗商品产业链贴近下游终端行业的需求仍有待恢复，国内外制造业补库存周期暂未启动，生产企业深陷终端需求不振、产能过剩压力、行业利润萎缩的困局，这不仅导致大宗产业上下游企业经营和价格管理难度加大，还会通过全球产业竞争加大与行业内卷加速企业淘汰重整，产业处于供需重塑的转型阶段，这对于大宗商品阶段性的呈现生产成本提高、供需结构性偏紧，进而导致原材料价格在多题材推动下呈现“虚假繁荣”境况，特别是考虑到短期“金九银十”传统消费旺季到来，需要警惕大宗商品尤其是上游原料的受到资金“提前下注炒作单边上行，在大宗商品稳价保供工作推动下，需要关注原料端短期非理性的结构性上涨对我国产业链上下游均衡发展和复苏发展构成的冲击和掣肘。

根据安泰科跟踪调研我国精炼铜生产企业数据来看，2023 年调研跟踪样本企业精炼铜产能 1111.5 万吨，较 2022 年年提高 4.9%，占全国有效总产能的 82%，2022 年全年总产量占全国的 90%以上。其中，100 万吨以上企业 4 家，总产能 612 万吨/年；30-100 万吨 6 家，总产能 318 万吨/年；10-30 万吨 12 家，总产能 181.5 万吨/年。跟踪调研数据显示，22 家样本企业 2023 年 1-5 月累计生产精炼铜 424.4 万吨，同比增长 13.43%，5 月合计生产精炼铜 89.0 万吨，同比增长 18.25%，环比增长 0.18%。

根据中国有色金属工业协会和安泰科统计显示，2023 年上半年我国铜产业运行呈现三个方面的特点：一是铜冶炼企业生产经营基本平稳；二是铜矿和精铜进口略有好转；三是下游生产向好终端市场逐渐恢复。数据显示，二季度我国铜冶炼企业表现分化，其中头部企业生产表现较为强劲，中小企业则整体表现一般。尤其是二季度我国铜冶炼企业面对市场需求的疲弱表现和副产品硫酸价格的持续走低，冶炼企业总体产量则较 2022 年同期保持较好增长，整体供应呈现过剩状态，这主要因铜冶炼利润有所回升，上半年以来我国铜矿加工费延续此前上升趋势，铜矿现货 TC 报价在 90 美元/吨区间附近波动。上半年以来，全球主要地区铜矿供应端保持正常运营状态，干扰较少，海外运输维持正常，后续货源到货稳定供应充足。根据业

内调研了解，考虑现金成本后，中国铜冶炼厂的加工费盈亏平衡点一般位于 60 美元/吨左右，预计 2023 年下半年我国铜矿进口加工费讲维持在 94 美元/吨左右，铜矿加工费大幅恢复至盈亏平衡点之上，但副产品利润下滑，对冶炼厂利润释放也造成了一定的限制，整体 2023 年铜冶炼产能预计保持 10%以上高增速。

图：全球分地区铜精炼产能计划投放对比（单位：千金属吨/年）



数据来源：SMM，国信期货整理

3. 终端消费：下游行业消费尚可，争议在行业再库存能否出现

中国作为世界第一的铜消费国，近年来贡献全球主要的铜消费增量，我国铜终端消费结构有别于全球。根据安泰科的分类，电力行业是国内精炼铜消费最主要的领域，占比高达 50%左右，其次是家电、交通、建筑和电子。电力类消费中约有 40%为建筑用电力电缆，中国铜需求和固定资产类投资完成额高度相关。在铜消费集中的电力领域，作为“十四五”规划中间重要发力之年，2023 年国内工业领域聚焦于结构变化。

梳理全球铜产业近十年来数据可以发现，占全球世界精炼铜消费近 90%的 15 个国家或地区，已有 11 个在 2010 年前就出现了消费“峰值”，只有 4 个（中国、巴西、土耳其、西班牙）也正在逐步形成过程中。过去十年，中国平均单位 GDP 消费强度是世界的 3-4 倍左右、是美国的 8 倍、印度 4 倍、智利 2 倍，虽然我国单位 GDP 精炼铜消费强度已提前进入下降区域，然而我国人均铜消费尚未出现拐点且仍具潜力。

图：以发达国家工业化经验预估中国铜消费潜力

单位	峰值年份	城市化率%	三产占比%	人均电耗KWH	人均GDP（美元）	峰值消费量（kt）	总人口	人均精铜消费（kg）
美国	2000	79	75.4	13671	36488	3025	2.82亿	10.72
德国	2006	73	69.0	7174	35400	1398	0.82亿	17.05
日本	1991	79	67.4	7975	37154	1613	1.27亿	12.7
韩国	2004	81	58.5	7830	15922	940	4804万	19.57
意大利	2006	67.7	70.0	5834	31800	801	5894万	13.59
法国	2000	76.9	74.7	7238	21800	574	6091万	9.42
西班牙	2010	71	67	6026	34674	344	4595万	7.49
英国	1997	81	70.7	5909	25266	408	5849万	6.97
加拿大	2006	80	66.2	17235	31825	301	3200万	9.40
澳大利亚	2002	87.6	69.9	10813	20071	188	1965万	9.57
以上平均	-	77.6	68.9	8970	29040	-	-	11.65

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

数据来源：SMM,国信期货

图：碳达峰碳中和新能源新基建带来铜消费巨大潜力

数据来源：SMM,国信期货

根据先进工业化国家的发展经验,随着经济发展不同各国单位 GDP 能源和矿产的消费强度与人均 GDP、城市化率等指标暗合。目前中国正处于“工业化社会”阶段的中后期，经济增长由农业转向以制造业为主。目前我国有色产业链比较完整且规模庞大，考虑到我国建立的比较完整的工业体系还有进一步升级转型空间，且我国人口基数巨大、区域发展不平衡，要真正完成新型工业化、电气化和城镇化还有较大升级潜力。

近三年来中国的铜消费量处于不断上升但增速变缓的阶段，可以看到三个因素推动中国铜需求潜力：1、是房地产为代表的建筑、基建等固定资产投资；2、5G 与新能源领域发展对铜消费提升的促进，2、全社会电气化对铜消费的提升。“工业化社会”阶段的资源消费有两个关键时点值得高度关注：1：人均 GDP6500～7500 美元。此点前，经济发展伴随单位 GDP 能耗的增加，第二产业消费快速增长，城市化率快速上升；此点后，往往城市化开始由快速转向中速，钢铁、水泥及有色消费增速开始减缓、消费强度渐走低。2：人均 GDP10000～12000 美元。此点后，城市化速率进入缓慢增长期，工业化进入成熟期，与此相对应的是人均一次能源和工业终端能源消费增速放缓、粗钢水泥消费呈零或呈负增长，人均有色资源消费增速减缓并陆续进入零增长，由于中国人口众多和区域不均衡，预计在该阶段所处时间较长。

参照先行工业化国家的相关指标，通过对中国经济发展不平衡及人口因素,更多按照参照对象的低值进行预测和对比分析，时点预测如下：（1）人均 GDP 和三产，参照先行工业化国家低值 1.6 万美元，峰值约 2027 年达到；（2）城镇化率，参照人均铜消费量超过 10kg 的制造业发达国家均值 76%，峰值约 2030 年达到；（3）三产占 GDP 比值，参照低值 59%，峰值约 2023 年达到；（4）人均电耗，参照低值 5834kwh，峰值约 2024 年达到。综合以上指标，中国铜消费峰值的保守预估时点在 2025-2030 年左右。

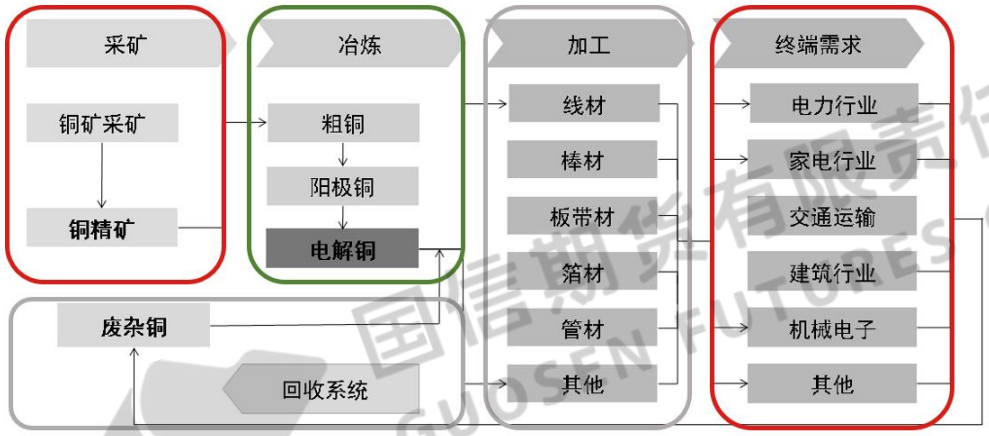
从消费统计来看,2023 年以来我国需求始终没有达到预期高度,少数行业相对坚挺(如空调、光伏等)，但大多数行业呈现不温不火格局。而且从下游及终端企业的备库和订单变化来看，市场对铜价的敏感度非常高，不再是过往“买涨不买跌”的心态，而是“买低不买高”，即铜价下跌时刚需表现较为积极，订单涌现、备库意愿也较高，但铜价反弹时则观望情绪浓厚，不愿追高。预计暂时需求依然难以达到预期高度，不过，价格重心下移后，市面上废铜资源明显减少，精铜对废铜的替代起到了提振精铜消费的作用。

从铜下游情况来看，2023 年前三季度铜下游铜材企业整体生产尚可，金九银十仍为铜传统消费旺季，除房地产市场仍在调整期表现疲软状态，其他终端市场表现良好。全国电源和电网完成投资均同比增长，电网工程完成投资额增速减缓，而电源工程完成投资额较往年同期大幅增长。线缆方面，受下游国网和地

方电网影响，订单较好。汽车消费整体上尚处于缓慢恢复过程中，而新能源汽车则延续了高增长趋势。受旺季备货需求和原材料的影响，空调产销双双好转，排产同比呈两位数增长。综合来看，终端市场需求虽有增长但不及预期，预计短期内各终端市场将延续此前弱复苏态势，带动铜消费缓慢回升，支撑铜消费的主要因素更多寄希望于国内政策刺激加大及上下游持续去库存后的再库存需求。

值得注意的是，2023 年 欧盟公布《关键原材料法案》首次将铜镍和铝上游材料添加到战略材料清单，以呼应欧洲企业希望更快更易获得相关许可和资本支持需求，另有欧洲企业呼吁将锌等其他金属也加入战略材料清单，因欧盟战略矿产所定相关原材料自给率保障或将出现供应不稳的局面。8 月末，美国能源部正式将铜列入其关键材料名单，这标志着继中国、欧盟、日本、印度和加拿大之后，美国政府机构首次将铜列入官方“关键”名单。美国关键材料清单目前包括电工钢、铜铝镁镍钴锂、镨钕镝铽镓、铂铱、氟、天然石墨、硅和碳化硅。上述矿物将获得抗通胀方案税收减免。美国能源部为支持本国清洁能源转型将重点识别并保障关键材料未来供应安全，其关键材料供应链包括太阳能板、风力发电机、电力电子元件、照明和电动汽车等相关行业。

图：产业链主要影响因素分析——铜上游供应弹性小于下游消费弹性



数据来源：WIND，国信期货

4 铜市展望：低库存紧平衡下补库 铜价延续高位振荡

从有色板块的相对强弱来看，有色板块领头羊 “铜博士”被誉为观察宏观及实体经济变化的晴雨表，因其价格变化与宏观经济周期、通胀周期呈现高度正相关性，其在货币政策宽松、经济增长低位复苏的背景下，具备极强的价格上涨的空间和动力，但在在货币政策收紧和经济增长失速威胁下，整体价格呈现将整体承压，只是相比其他品种具多价格敏感性和韧性弹性。而参考 2023 年前三季度国内外宏观经济及有色行业变化趋势来看，有色铜博士为代表的顺周期性商品板块预计四季度延续分化，铜有望延续结构韧性。

从有色市场表现及预期来看，2023 年“躁动的不是树，不是风，是人心！是政策预期！是资金偏好！”通过统计历年我国 “周期躁动”行情可发现，有色为代表的顺周期行业躁动行情持续性往往乏力，后续依赖政策和真实消费接力支持。2023 年国有色、建材等大宗周期品不乏做多预期的核心逻辑是全球经济恢复性增长预期、产业链供需改善补库预期，然而随后上半年市场利好预期屡屡证伪，预计有色金属企业 2023 四季度仍将面对：“资金屡战屡败不放弃，题材不断缺乏实质改善，企业面对价格跌宕渴望风险管理”

从行业中观角度来看，2023 年 LME WEEK 作为全球金属行业一年一度行业盛会，其对金属行业发展主热点研讨及现场投票对有色品种走向有预期指引作用，会上众多业内人士现场投票显出超过一半的投票嘉

宾认为 2024 年铜价上涨潜力最大，这与近两年市场的主流看法相一致，一年前的 2022 年 LME WEEK 年会上，与会者也普遍认为铜是 2023 年最具上涨潜力的金属，然而从供需等现实角度来看，有色金属行业相关工业投资及新能源转型相关的新型基础建设投资虽然保持较高增速，然而行业未来中长期持续高投资潜力受限，长期基本面受宏观经济及相关政策变化较大，中短期中下游更多二八分化局面，其中亮点在于终端 9 月电网投资明显修复及汽车产销维持在高位，弱势则在于房地产相关家电及新旧基础建设预期走弱，铜市短期现货高升水支撑也更多来自低库存低可交割资源的结构性支持，10 月下旬上海电解铜现货对当月合约平均报升水 200 元/吨。展望后市，整体铜价 11 月可更多关注驱动反弹，主要波动区间可关注关注 65000-70000 元/吨，中长期来看警惕全球地缘冲突恶化及海外持续高利率引发经济金融风险事件爆发风险，操作上建议震荡区间下沿短期谨慎持多 ，中期警惕大宗市场虚假繁荣后冲高回落风险。

国信期货有限责任公司 GUOSEN FUTURES CO.,LTD.

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。