

冠通期货研究咨询部  
2024年1月17日

## 美联储3月降息预期下滑，铜价震荡

分析师

周智诚

期货从业资格证书编号：

F3082617

Z0016177

电话：

010-85356610

Email: [zhouzhicheng](mailto:zhouzhicheng@gtfutures.com.cn)

[@gtfutures.com.cn](mailto:zhouzhicheng@gtfutures.com.cn)

公司网址：

<http://www.gtfutures.com.cn/>

### 摘要

#### □ 摘要

铜：美国12月CPI/PPI出现了矛盾的通胀运行轨迹，12月美国CPI数据较为强劲，这导致市场对美联储3月降息的预期有所下滑；但12月PPI已经完全降至美联储的理想区间2%以内；但市场整体认为美联储或继续维持高息以遏制通胀；中国知名矿业企业和西方大资本仍在美洲、非洲、亚洲和其他地区开发新的大型铜矿山，相关资源整合加速；中东地缘紧张加剧，大批货船不再航行红海而绕行非洲好望角，这可能推升全球通胀水平并对全球供应链带来不稳定因素；国内电力电网建设、新能源汽车及配套设施建设仍在快速推进，令国内铜库存一直处于极低位置，未来发达经济体降息和新兴国家经济复苏的前景令铜价保持坚挺，未来一段时间铜价继续区间震荡的可能性较大。

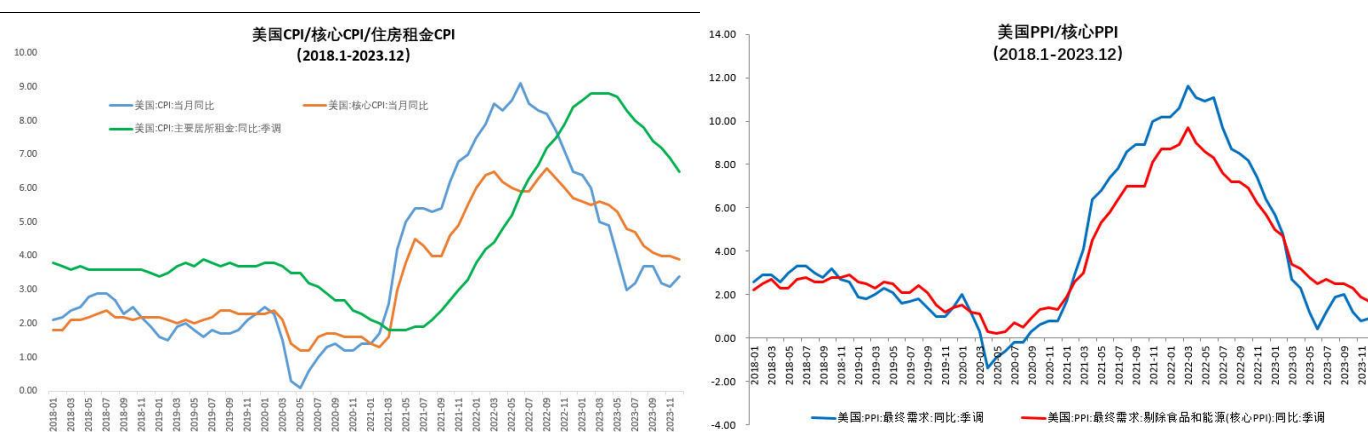
#### 风险点：

- 1、美联储3月降息的预期进一步下降；
- 2、国内经济复苏不及预期，且持续时长较长对铜需求带来不良影响；
- 3、中东红海货运中断对全球产业链供应链和铜需求带来不良影响。

## 一、美国 12 月 CPI/PPI 出现矛盾，美联储 3 月降息预期下滑

上周二（1 月 9 日）世界银行在最新《全球经济展望》报告中表示，全球经济面临 30 年来最糟糕的五年增长；目前比 2008 年全球金融危机、上世纪 90 年代末的亚洲金融危机和 2000 年初的互联网泡沫时期，还要疲弱；世界银行预计 2024 年全球经济增长将连续第三年放缓，从 2023 年的 2.6% 降至 2024 年的 2.4%，预计到 2025 年经济增长有望小幅回升至 2.7%；以此计算五年的经济增速比 2010 年代低约 0.75 个百分点；此前 2021 年和 2022 年的经济增长分别为 6.2% 和 3.0%。世界银行表示，地缘政治紧张局势加剧将带来新的近期挑战，导致大多数经济体在今年和明年的增长速度将比过去十年期间更慢。俄乌冲突和中东地区冲突升级可能会对能源价格产生重大影响，进而影响通胀和经济增长。

图：美国 CPI/核心 CPI/住房 CPI；美国 PPI/核心 PPI 变化情况（2018.1-2023.12）



数据来源：WIND，冠通研究

上周四（1 月 11 日）美国劳工统计局数据显示，美国 12 月 CPI 同比上涨 3.4%，较 11 月的 3.1% 有所反弹，预期上涨 3.2%，为三个月来的最高涨幅；环比增速升至 0.3%，预期 0.2%，11 月前值 0.1%；**美联储更为关注的剔除食品和能源成本的核心通胀，同比增速为 3.9%，预期 3.8%，较 11 月前值 4% 有所回落，为 2021 年 5 月以来首次跌破 4%；环比增速 0.3%，符合预期；超级核心 CPI（即剔除住房的核心服务通胀）同比为 3.87%，其中每个分项通胀都有所上涨；12 月住房通胀同比增长 6.2%，贡献了 CPI 三分之二以上的增幅；其他显著同比增长的指数包括机动车保险（同比增长 20.3%）、娱乐（同比增长 2.7%）、个人护理（同比增长 5.0%）、新车（同比增长 2.4%）。**

美国国内有分析指出，尽管 CPI 有所回升，但不太可能动摇美联储的政策立场，今年降息大趋势难逆转。这份报告并不真正支持美联储 3 月降息，从现在到 1 月 31 日的政策声明和鲍威尔新闻发布会期间，还会得到一些其他数据，就目前而言仍然过高的 CPI 不利于美联储发出 3 月降息的信号；12

月 CPI 数据公布后，据 CME “美联储观察”，美联储 2 月维持利率在 5.25%-5.50% 区间不变的概率为 95.3%，降息 25 个基点的概率为 4.7%。到 3 月维持利率不变的概率为 24.8%，累计降息 25 个基点的概率为 71.8%，累计降息 50 个基点的概率为 3.4%。在 2023 年 12 月底，市场对美联储 3 月降息预期一度接近 100%。

12 月 CPI 公布后，克利夫兰联储主席梅斯特称，最新数据强化了她的观点，即联储的货币政策能很好地评估即将发布的价格和就业数据。她认为，CPI 表明，美联储抗击高通胀尚未大功告成，需要在住房、商品、服务方面看到更多进展。梅斯特的言论给市场对今年联储最早 3 月降息的预期泼冷水。她说：“我认为，就我的估计，3 月降息可能为时过早，因为我觉得，我们需要看到更多的证据。我认为，12 月的 CPI 报告只是表明，（美联储）还有更多工作要做，这项工作将需要采取限制性的货币政策。”梅斯特仍预计美联储会实现软着陆，可以压低通胀，并维持劳动力市场的健康。不过，她认为，软着陆的前景面临风险。梅斯特提到量化紧缩（QT），称放慢 QT 并非迫在眉睫的需求，美联储将在今年讨论这样做的可能性。

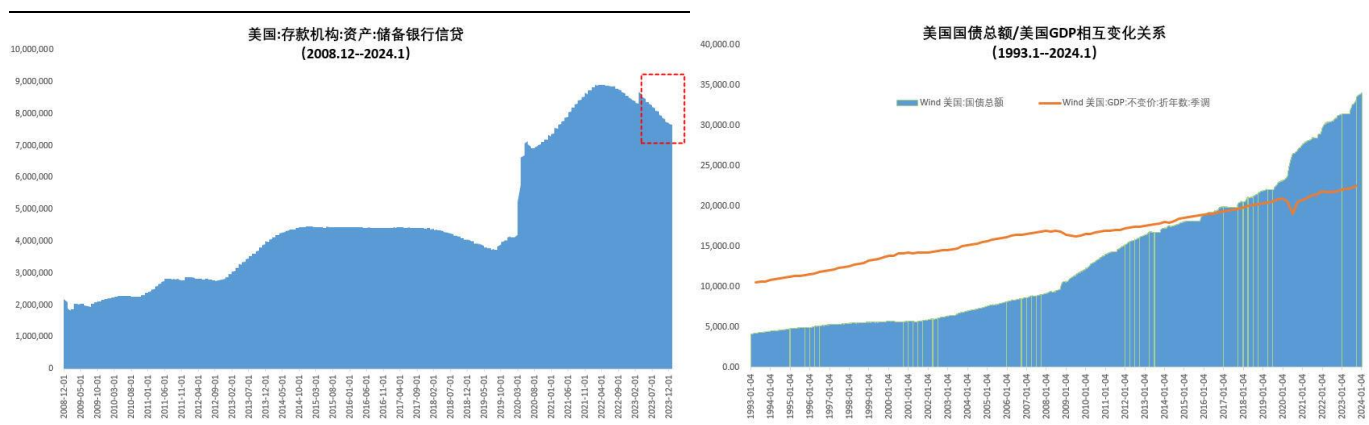
上周五（1 月 12 日）美国劳工部数据显示，美国 12 月 PPI 同比增长 1%，预期增长 1.3%，前值增长 0.9%；PPI 环比下降 0.1%，预期增长 0.1%，环比连续第三个月未增长；剔除波动较大的食品和能源，12 月核心 PPI 同比增长 1.8%，预期增长 2%，前值增长 2%，为 2020 年底以来的最小涨幅；核心 PPI 环比持平，预期增长 0.2%，连续第三个月保持不变；用于反映生产过程中的早期价格——中间需求 PPI 仍低于零，但开始加速走高；美国 PPI 数据公布后，互换市场消化了 2024 年美联储更多降息；与前几个月趋势类似，本次数据显示商品类 PPI 下降，能源和食品价格为主要推手，服务业 PPI 依然顽固；具体来看，最终需求商品指数 12 月份下降 0.4%，其中最终需求食品价格下降 0.9%，需求能源指数下降 1.2%，最终需求商品（扣除食品和能源）保持不变。细分项目来看，最终商品需求指数下降的一半归因于柴油价格，下降了 12.4%，但汽油价格上涨 2.1%；最终需求服务指数持平，扣除贸易、运输和仓储的最终需求服务价格环比上涨 0.4%。相反，贸易服务指数、运输和仓储服务指数分别下降 0.8% 和 0.4%。

市场相信，即使通胀高于目标，通胀迹象减弱也将促使美联储从三月份开始降息；12 月 PPI 公布后据芝商所 FedWatch 工具显示，联邦基金期货市场的交易员预计，FOMC 3 月会议上第一季度降息的可能性约为 74%；此后市场预计将再降息五次，将基准联邦基金利率降至 3.75%-4% 的目标区间。

上周四（1 月 11 日）美国财政部公布的报告显示，美国财政部指出，美国 2024 财年第一季度（2023 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日）赤字规模约 5100 亿美元，较 2023 财年第一季度高出 890 亿美元，同比增长 21%；其中 12 月赤字达 1290 亿美元，较去年同期增加了 440 亿美元，同比暴增 52%，创下 12 月份的最高纪录，部分原因是社会保障支出和公共债务利息增加。

上周五（1月12日）美联储公布了2023年未经审计的初步财务报表，结果显示去年美联储运营亏损达1143亿美元，创历史新高；美联储的亏损加剧了本已庞大的美国财政赤字，美国政府需要更大规模的国债拍卖才能弥补这一赤字。只要短期利率保持在当前水平附近，美联储的亏损就可能持续下去；2023年成美联储有史以来亏损最多的一年。

图：美联储资产负债表；美国国债总额/美国GDP总额变化情况（1993.1-2024.1）



数据来源：WIND，冠通研究

摩根大通认为，4月开始减缓缩表后，美联储每月美国国债的缩减规模上限从目前的600亿美元下降至300亿美元，并在11月停止QT。距离美联储1月31日的议息会议还有半个月，华尔街投行们已开始布局美联储放缓“缩表”，摩根大通直言，为了避免“流动性”危机发生，美联储将在1月开始讨论放缓QT，3月宣布，4月正式开始放缓缩表，11月停止缩表。自达拉斯联储主席洛里·洛根(Lorie Logan)表示，由于金融市场流动性出现短缺迹象，美联储可能需要放慢缩表步伐。此后华尔街对美联储停止QT的猜测不断增加。摩根大通策略师Jay Barry在上周五的报告中写道，金融体系的流动性收缩将成为美联储是否提前停止缩表一个重要理由，美联储将在1月下旬的会议上提出一个时间表大纲，通过2月中旬公布的会议纪要传达，并在4月正式开始缩表。

一方面是美国政府债台高筑，未来美债总额还将进一步上升；另一方面是今年必须大量借新债还旧债，利率太高会导致借新债的成本太高；此外还有在缩表的大环境中大量发新债，这对新债的发行是不利的，将间接导致新债收益率偏高。所以，整体来看，美联储今后一段时间的政策取向极有可能就是尽快降息，尽快开始减缓缩表速度，这些都有利于铜等工业原材料需求上升，价格上涨。但副作用是也会导致通胀重新抬头，甚至出现明显的CPI/PPI/PCE数据反复，这是美联储非常不乐意见到的。本周二（1月16日）据CME“美联储观察”最新数据，美联储2月维持利率在5.25%-5.50%区间不变的概率为97.4%，降息25个基点的概率为2.6%。到3月维持利率不变的概率为33.1%，累计降息25个基点的概率为65.2%，累计降息50个基点的概率为1.7%。美联储掉期显示，即便在3月，

政策宽松的可能性也从上周几乎 80%的水平下降到约 65%。

尽管最近一年以来美国通胀指数确实明显下滑，代价是美国实体经济、尤其是制造业持续进入萎缩状态；但美联储 12 月议息会议已经公开讨论了降息的问题，整体上市场推测美联储明年 3 月开始降息的可能性出现忽高忽低的情况。目前由于美欧都处于高息状态，联合国和世界银行都下调了 2024 年的经济增长预期，即便通胀还没有完全回到理想水平，继续加息的必要性已经消失，降息无疑有利于制造业等实体经济，但即便如此整体的经济增长也将下滑。可见 2024 年的铜需求不会太好。海外铜价目前从稳定在 8500 美元/吨上方开始下滑，目前仅在 8200 美元/吨上方；国内宏观经济复苏不及预期，但政府出台稳增长的政策力度很大，有些已经看到效果；铜价在一定的基础上反复震荡，人民币期货铜价从触及 69000 元/吨，下滑至目前保持在 67700 元/吨附近；都显示市场对铜价信心再度小幅下滑；在国内电力电网和新能源交通铜需求的支撑下，后市维持有韧性的震荡或许将是今年全年铜价的运行常态。

## 二、近期铜矿业端扰动的最新动向

### （一）现有铜矿山或铜供应端减产的消息

全球最大的铜生产商智利国家铜业公司 Codelco 近日表示，公司 2023 年第四季度的铜产量为 35.8 万吨，上一年同期为 38.4 万吨，同比出现了下滑。Codelco 的铜产量目前已降至 25 年来的最低水平，主要原因是公司一直受困于铜矿事故和项目延误，以及矿石品质经过几十年的开采后出现了下降。Codelco 新任首席执行官 Ruben Alvarado 希望从今年开始逐步提高产量。Codelco 财务总监 Olivar Hernández 周一表示，去年公司产量为 132.4 万吨，预计今年和明年的产量分别为 135.2 万吨和 152.2 万吨，到 2030 年将恢复至 170 万吨以上。此外，2023 年 11 月，受环保因素影响，加拿大第一量子矿业公司让其经营的巴拿马科夫雷铜矿停产，该矿是全球最大的铜矿之一。另一家主要铜生产商，英美资源也表示，将在 2024 年和 2025 年削减铜产量，以降低成本。其中将 2024 年铜产量目标从 100 万吨下调至 73 万吨至 79 万吨。而此前，巴拿马一座巨型铜矿亦宣布关闭，将导致明年全球铜供应较此前的估计减少 75 万吨，相当于减少 3%。

当地时间 1 月 15 日周一，全球最大的铜生产国智利上调了对 2024 年铜价的预测，理由是美联储降息预期升温，以及全球向清洁能源转型刺激了对铜的需求。智利国家铜业委员会 (Cochilco) 预测，今年铜的平均价格为 3.85 美元/磅，高于之前预测的 3.75 美元/磅，明年的平均价格为 3.90 美元/磅。目前，铜价约为 3.78 美元/磅。

Cochilco 称，今年全球铜产量预计将增长 5.8%，超过 3.2% 的需求增速，可能导致铜产量出现小幅过剩。其中，智利的铜产量今年将增长 5.7%，明年将增长 6.4%。根据报告，智利将继续保持其全球最大铜生产国的地位，而刚果民主共和国将跃居第二，秘鲁退至第三。Cochilco 在报告中表示，随着美联储寻求利率正常化，铜的需求前景正在改善，电动汽车销量的加速也刺激了对铜的需求，这些因素抵消了全球地缘政治风险的增加。

美联储降息方面，鉴于美联储在去年 12 月的会议上作出了降息表态，美元有望走低，以美元计价的铜将对外国买家更具吸引力。而在最新发布的美联储 12 月 PPI 意外萎缩后，市场再度提高了对美联储今年提前降息的押注。媒体援引巴克莱银行经济学家 Marc Giannoni 和 Jonathan Millar 称，鉴于近期通胀进展，我们认为美联储将放心降息，而无需看到经济或劳动力市场大幅疲软。美联储将更早开始宽松政策，预计将在 3 月份而不是 6 月份进行第一次降息。清洁能源方面，最近在阿联酋迪拜举办的 COP28 气候变化大会上，60 多个国家一致支持，到 2030 年将全球可再生能源产能增加 3 倍。花旗银行表示，此举“将对铜极为有利”。据该行预测，到 2030 年，可再生能源的趋势将使市场对铜的需求增加 420 万吨。

## （二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

据外媒 1 月 16 日消息：印尼矿产部一名官员周二表示，印尼已批准自由港 (Freeport Indonesia) 未来三年总计 2.198 亿吨铜矿石的开采配额。印尼去年将采矿生产计划从年度计划改为有效期为 3 年的计划，以提高配额审批效率，不过矿商获准每年修改一次生产计划。矿业部高级官员 Bambang Suswanto 告诉记者，自由港将在 2024 年开采 6316 万吨，2025 年开采 7752 万吨，2026 年开采 7912 万吨。

近日，据外媒消息，加拿大第一量子矿业公司 (First Quantum Minerals) 正在与江西铜业谈判，以出售其在赞比亚铜矿的股份。媒体援引知情人士说法称，交易的具体细节尚未敲定，目前尚不清楚交易最终能否落成。

据悉，第一量子大约有 10.5 亿美元的债务将于 2025 年初到期，如果巴拿马 Cobre Panama 被永久关闭，在损失 40% 收入情况下，可能导致其债务违约，此次传出出售赞比亚铜矿的股份，也是其不得不卖矿还债。

据相关媒体报道，早在 2019 年，江西铜业就有意收购第一量子 (First Quantum Minerals) 的赞比亚矿山，但这些谈判最终以江西铜业获得第一量子的股权而非矿山股权告终。2019 年，江西铜业通过全资子公司以 11.159 亿美元的对价，获得第一量子 (First Quantum Minerals) 约 1.24 亿股股份

(占其已发行股份的 18.015%)，江铜间接全资成为了国际铜业巨头第一量子的第一大股东。目前，江铜通过增资，将其在第一量子 (First Quantum) 的持股比例提高至 19.5%。但受到该矿商在 2020 年制定了“毒丸收购保护防御(poison pill takeover defence)”战略政策限制，江西铜业不得获取超过 20%的股权。

目前，第一量子在赞比亚拥有 Kansanshi 矿 80%的股份和 Sentinel 矿 100%的股份，Kansanshi 矿其余股份归赞比亚政府所有。赞比亚 Sentinel 铜矿测定和指示资源量为 8.282 亿吨，铜品位为 0.45%，储量为 7.217 亿吨，铜品位为 0.46%。该矿 2016 年第四季度正式商业化运营，设计总产能 28-30 万吨/年，2022 年，Sentinel 铜矿全年铜产量为 24.2451 万吨。

赞比亚 Kansanshi 矿是非洲第一大铜矿之一，于 2005 年 8 月实现商业生产。目前拥有铜资源金属量 1000 万吨，产能 25 万吨铜金属量；配套铜冶炼厂于 2014 年底投产，处理 Kansanshi 及 Sentinel 所产铜精矿，设计年处理精矿量 120 万吨，年产 30 万吨铜、100 万吨硫酸。

据第一量子提交的监管文件显示，在截至 2023 年 9 月的季度里，两座赞比亚矿山共创造了 9.43 亿美元的收入和 2.1 亿美元的营业利润。根据这些收益，两座矿山的估值可能在 60 亿美元左右。只是不知道江西铜业最终会收购其中一个，亦或买下部分股份。

海外铜矿山方面，江铜拥阿富汗艾娜克 (Mes Aynak) 铜矿等项目，但均未投产。如果此次能够获得加拿大第一量子矿业公司 (First Quantum Minerals) 在赞比亚的铜矿，则直接能在铜精矿产量方面“再造一个江铜”。江西铜业、洛阳钼业、紫金矿业，将形成中国铜业的三足鼎立。

1 月 11 日，紫金矿业公告称，其新加坡全资子公司 JINLONG (SINGAPORE) MINING PTE. LTD. (以下简称金龙公司) 与加拿大上市公司 Solaris Resources Inc (以下简称索拉里斯) 签署《股份认购协议》。金龙公司拟 6.9 亿元获得索拉里斯 15% 的股份，成为其第二大股东。据紫金矿业介绍，索拉里斯成立于 2018 年 6 月，总部位于加拿大温哥华，是一家专注于矿产资源勘探与开发的矿业公司，其在厄瓜多尔、墨西哥、智利等美洲地区拥有多个勘探类铜资产投资组合。

其中，索拉里斯旗舰资产为 100% 权益的厄瓜多尔瓦林查 (Warintza) 斑岩铜矿项目。瓦林查项目位于厄瓜多尔东南部 Morona Santiago 省 Limón Indanza 州，在著名的安第斯成矿带内，由西区、中心区和东区三个矿床组成，为潜火山-斑岩复合型铜钼金矿床，主要矿种为铜矿并伴生金、钼。

根据索拉里斯公开资料，截至 2022 年 4 月 1 日，瓦林查项目估算矿石量约 14.66 亿吨，含铜约 618 万吨，含钼约 28 万吨，含金约 63 吨。另外，根据索拉里斯近日披露的 2024 年度计划公告，鉴于瓦林查项目钻探二期工程即将结束，索拉里斯计划在 2024 年第二季度更新瓦林查项目的资源估算报告，并预期资源量将会显著增加。

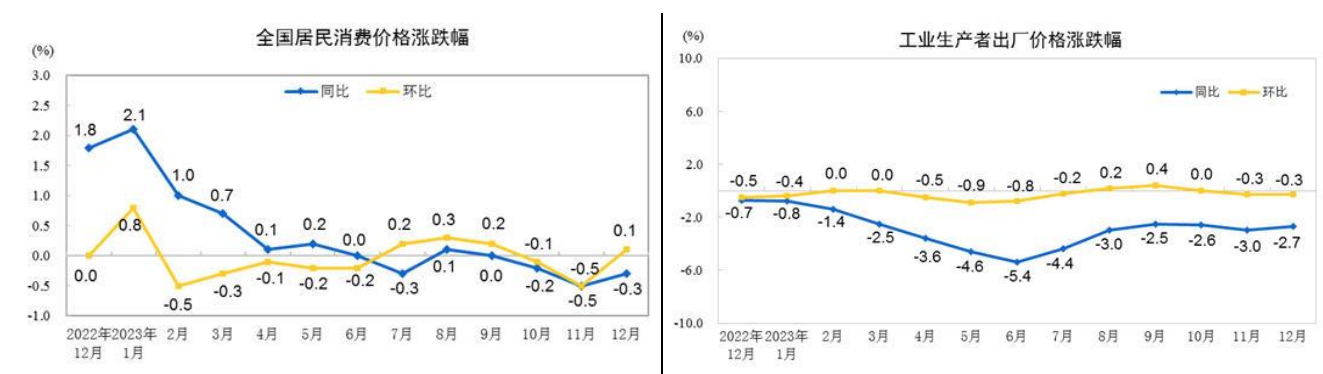
目前，瓦林查项目主矿体中心区矿床未封闭，具有较大找矿潜力，且具备大规模露天开采条件。目前，紫金矿业保有探明和控制及推断的铜资源量 7,371.86 万吨，占中国铜资源总量的一半以上。据相关业内机构报告显示，本世纪全球新发现的前五大铜矿山中，紫金矿业占据三座，分别为刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿、塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜(金)矿、巨龙铜矿，它们均已进入第一阶段生产，并实现了资源储量持续增长。

以上各类消息和报道可以看出，近期铜矿减产的消息虽然再次冲击市场，但总体来说，铜矿减产都是短暂的和临时性事件主导的，未来恢复生产、甚至产量增加都可以预见。需要引起注意的是，西方大型矿业资本和中国等大型新兴经济体的知名矿企正在加速开发和整合世界各地包括中南美和非洲在内的铜矿资源，以求扩大铜产量并满足未来全球新能源转型对铜的需求；种种迹象表明未来新铜矿的增产能力是充足甚至是巨大的，中短期看，外盘铜价从 8500 美元/吨附近回落至 8200 美元/吨关口上方震荡；国内期货盘面铜价从 69800 元/吨附近回落至 67700 元/吨附近震荡，显示国内铜需求和低库存支撑了人民币铜价的高位震荡；目前国内外的铜需求都没有达到非常强劲的水平，只有中国的电力电网建设和新能源转型过程中出现较强的铜需求；缺少足够的海外需求难以支撑铜价持续稳健走高，但海外铜矿同时出现计划外减产和增产、美联储等海外主要央行开始考虑降息，这有利于工业复苏和铜需求反弹；近期铜价区间震荡、有韧性的震荡运行或许就是中期铜价的常见形态。

### 三、国家统计局数据表现不佳，降息降准仍需等待

上周五（1月12日）今日国家统计局数据显示，2023年12月份，全国居民消费价格（CPI）同

图：中国每月 CPI 同比/环比；中国每月 PPI 同比/环比变化情况（2022.12-2023.12）



数据来源：国家统计局，冠通研究

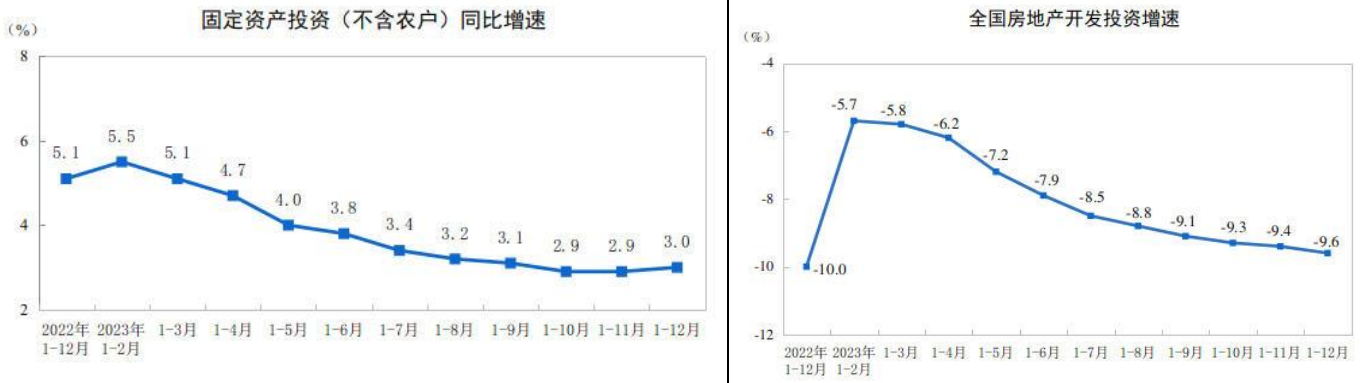
比下降 0.3%。其中，城市下降 0.3%，农村下降 0.5%；食品价格下降 3.7%，非食品价格上涨 0.5%；消费品价格下降 1.1%，服务价格上涨 1.0%。12 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.1%；2023 年全



年，全国居民消费价格比上年上涨 0.2%。

2023 年 12 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.7%，环比下降 0.3%；工业生产者购进价格同比下降 3.8%，环比下降 0.2%；2023 年全年，工业生产者出厂价格比上年下降 3.0%，工业生产者购进价格下降 3.6%。

图：中国每月固定资产投资同比增速；中国每月房地产开发投资同比变化情况（2022.12-2023.12）



数据来源：国家统计局，冠通研究

2023 年，全国房地产开发投资 110913 亿元，比上年下降 9.6%；其中，住宅投资 83820 亿元，下降 9.3%。2023 年，房地产开发企业房屋施工面积 838364 万平方米，比上年下降 7.2%。其中，住宅施工面积 589884 万平方米，下降 7.7%。房屋新开工面积 95376 万平方米，下降 20.4%。其中，住宅新开工面积 69286 万平方米，下降 20.9%。房屋竣工面积 99831 万平方米，增长 17.0%。其中，住宅竣工面积 72433 万平方米，增长 17.2%。2023 年，商品房销售面积 111735 万平方米，比上年下降 8.5%，其中住宅销售面积下降 8.2%。商品房销售额 116622 亿元，下降 6.5%，其中住宅销售额下降 6.0%。2023 年末，商品房待售面积 67295 万平方米，比上年增长 19.0%。其中，住宅待售面积增长 22.2%。

2023 年，全国固定资产投资（不含农户）503036 亿元，比上年增长 3.0%，增速比 1—11 月份加快 0.1 个百分点。其中，制造业投资增长 6.5%，增速加快 0.2 个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长 5.9%，增速加快 0.1 个百分点。从环比看，12 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.09%。2023 年，民间固定资产投资 253544 亿元，比上年下降 0.4%，降幅比 1—11 月份收窄 0.1 个百分点。

分产业看，第一产业投资 10085 亿元，比上年下降 0.1%；第二产业投资 162136 亿元，增长 9.0%；第三产业投资 330815 亿元，增长 0.4%。第二产业中，工业投资比上年增长 9.0%。其中，采矿业投资增长 2.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 23.0%。第三产业中，交通运输、仓储和邮政业投资比上年增长 10.5%，水利管理业投资增长 5.2%，文化、体育和娱乐业投资增长 2.6%。分地区

看，东部地区投资比上年增长 4.4%，中部地区投资增长 0.3%，西部地区投资增长 0.1%，东北地区投资下降 1.8%。

图：中国每月工业增加值同比增长；中国每月社会商品零售总额同比变化情况（2022.12-2023.12）



数据来源：国家统计局，冠通研究

1月17日国家统计局数据显示，2023年12月份，社会消费品零售总额43550亿元，同比增长7.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额38131亿元，增长7.9%。2023年，社会消费品零售总额471495亿元，比上年增长7.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额422881亿元，增长7.3%。按经营单位所在地分，12月份，城镇消费品零售额37071亿元，同比增长7.2%；乡村消费品零售额6479亿元，增长8.9%。2023年，城镇消费品零售额407490亿元，比上年增长7.1%；乡村消费品零售额64005亿元，增长8.0%。按消费类型分，12月份，商品零售38145亿元，同比增长4.8%；餐饮收入5405亿元，增长30.0%。2023年，商品零售418605亿元，比上年增长5.8%；餐饮收入52890亿元，增长20.4%。

1月17日国家统计局数据显示，12月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.8%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），超越前值6.6%，增速为2022年2月以来最高。从环比看，12月份，规模以上工业增加值比上月增长0.52%。2023年，规模以上工业增加值比上年增长4.6%。分三大门类看，12月份，采矿业增加值同比增长4.7%，制造业增长7.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长7.3%。分经济类型看，12月份，国有控股企业增加值同比增长7.3%；股份制企业增长7.2%，外商及港澳台商投资企业增长6.9%；私营企业增长5.4%。分行业看，12月份，41个大类行业中有31个行业增加值保持同比增长。其中，煤炭开采和洗选业增长5.8%，石油和天然气开采业增长3.5%，农副食品加工业下降0.8%，酒、饮料和精制茶制造业增长2.1%，纺织业增长1.7%，化学原料和化学制品制造业增长11.0%，非金属矿物制品业增长0.3%，黑色金属冶炼和压延加工业增长2.1%，有色金属冶炼和压延加工业增长12.9%，通用设备制造业增长4.6%，专用设备制造业增长3.6%，汽

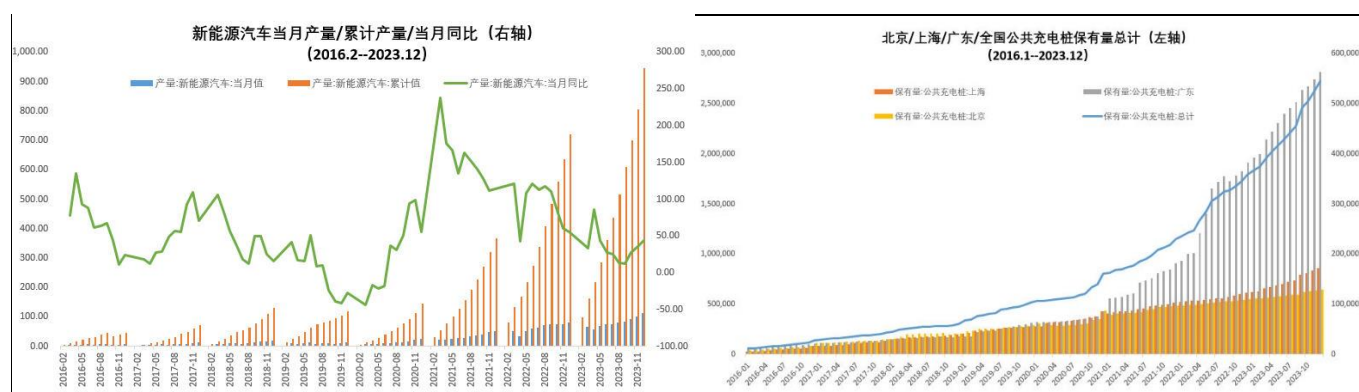
车制造业增长 20.0%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 5.6%，电气机械和器材制造业增长 10.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 9.6%，电力、热力生产和供应业增长 5.8%。

总体看国内铜价相对国际铜价更加坚挺，和国内宏观层面稳增长政策强力落地有一定关系。但国家统计局数据显示，房地产成为经济严重的拖累项的基本状况未变；社会商品零售总额从高位回落；国内经济复苏力度显然不尽人意。但目前对民营经济的立法保护已经紧锣密鼓；尽管受美欧维持高息影响，海外制造业仍将维持一段时间的低迷，铜价仍将处于一种“上有顶、下有底”的区间震荡，但震荡之中铜价有能力适度走高；尽管明年铜供给可能迎来增长并导致整个市场发生供给过剩，但新近突发的巴拿马铜矿停工事件、欧美大企业控制的铜矿减产也可能令铜精矿过剩的局面出现扭转，最终的前景目前仍难以判断。但铜价震荡幅度和节奏可以控制在预想的范围内，并引起足够的关注和警惕。

#### 四、2023 年全年新能源汽车产销、充电桩建设创历史最高，利好铜需求

2023 年全年汽车产销量双超 3000 万辆创历史新高，实现两位数较高增长，连续 15 年位居全球第一。具体来看，汽车产销分别完成 3026.1 万辆和 3009.4 万辆，同比分别增长 11.6%和 12%。与上年相比，产量增速提升 8.2%，销量增速提升 9.9%。具体来看，乘用车市场产销创新高，延续良好增长态势；商用车市场企稳回升，产销回归 400 万辆；新能源汽车继续保持快速增长，产销突破 900 万辆。

图：新能源汽车产量/销量/累计产量；中国各地每月充电桩变化情况（2016.1-2023.12）



数据来源：WIND，冠通研究

1 月 11 日，“中国充电联盟”微信号发布 2023 年全国电动汽车充换电基础设施运行情况。2023 年 12 月比 11 月公共充电桩增加 10.0 万台，12 月同比增长 51.7%。截至 2023 年 12 月，联盟内成员

单位总计上报公共充电桩 272.6 万台，其中直流充电桩 120.3 万台、交流充电桩 152.2 万台。从 2023 年 1 月到 2023 年 12 月，月均新增公共充电桩约 7.7 万台。

广东、浙江、江苏、上海、湖北、山东、北京、安徽、河南、四川 TOP10 地区建设的公共充电桩占比达 70.7%。全国充电电量主要集中在广东、江苏、河北、四川、浙江、上海、山东、福建、陕西、河南等省份，电量流向以公交车和乘用车为主，环卫物流车、出租车等其他类型车辆占比较小。2023 年 12 月全国充电总电量约 38.1 亿度，较上月增长 2.7 亿度，同比增长 78.1%，环比增长 7.5%。

截至 2023 年 12 月，全国充电运营企业所运营充电桩数量 TOP15，分别为：特来电运营 52.3 万台、星星充电运营 45.1 万台、云快充运营 44.8 万台、国家电网运营 19.6 万台、小桔充电运营 15.8 万台、蔚景云运营 14.1 万台、达克云运营 12.4 万台、深圳车电网运营 8.3 万台、南方电网运营 7.9 万台、依威能源运营 7.5 万台、汇充电运营 6.9 万台、万城万充运营 5.3 万台、蔚蓝快充运营 4.8 万台、万马爱充运营 3.2 万台、中国普天运营 2.8 万台。这 15 家运营商占总量的 92.0%，其余的运营商占总量的 8.0%。

2023 年 1-12 月，充电基础设施增量为 338.6 万台，同比上升 30.6%。其中公共充电桩增量为 92.9 万台，同比上升 42.7%，随车配建私人充电桩增量为 245.8 万台，同比上升 26.6%。截至 2023 年 12 月，全国充电基础设施累计数量为 859.6 万台，同比增加 65%。

2023 年 1-12 月，充电基础设施增量为 338.6 万台，新能源汽车销量 949.5 万辆，充电基础设施与新能源汽车继续快速增长。桩车增量比为 1:2.8，充电基础设施建设能够基本满足新能源汽车的快速发展。

## 五、COMEX 铜库存维稳/LME 铜库存去库，境内铜库存仍在低位徘徊

近期美国 COMEX 铜库存和伦敦 LME 铜库存都出现基本维稳的态势，但 LME 库存出现小幅去库趋势。

今年迄今期铜下跌 2.94%，作为参考，2023 年期铜上涨 1.97%，这也是 2021 年以来的最大年度涨幅，反映出市场预期美联储货币政策转向，今年可能开启一系列降息；大型铜矿关闭以及生产中断，可能导致全球矿铜供应转为紧张。从中长期而言，全球经济绿色转型以及电气化有助于提振这种在电力和建筑行业用途广泛的金属的额外需求，而铜矿则面临投资不足和生产中断等扰乱。从基金动态来看，美国商品期货交易委员会(CFTC)公布的持仓数据显示，投机基金连续第三周减持美国期铜净多单，净持仓多翻空。截至 1 月 9 日，投机基金在 COMEX 铜期货和期权市场持有净空单 16,764 手，之前一周持有净多单 10,068 手，相当于净卖出 26,822 手。作为对比，上周净卖出 4,888 手。本周二，COMEX

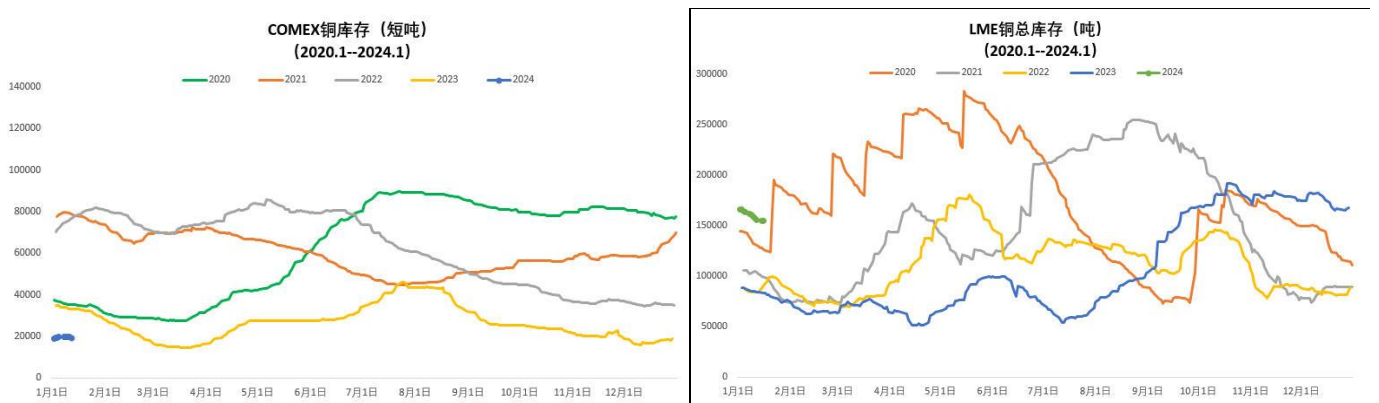
铜期货成交量为 144,985 手,上一交易日为 101,428 手;空盘量为 220,260 手,上一交易日为 211,343 手。

本周二 (1 月 16 日) COMEX 铜库存:

铜	1 月 16 日	1 月 12 日
注册仓单	15429	15429
非注册仓单	5025	4319
总计	20454	19568

截止 1 月 16 日 COMEX 铜库存小幅增加至 20454 短吨。本周二媒体报道称,中国考虑发行 1 万亿元新债,以支持经济持续增长。周二中国总理在达沃斯论坛上表示,2023 年中国经济增长 5.2%,超过 5% 的目标。本周二,衡量美元兑六种主要货币的汇率指数上涨约 1%,因为市场对美联储降息的预期有所削弱。美元走高意味着美元定价的金属对持有其他货币的买家来说更为昂贵,对价格和需求构成压力。

图: 美国 COMEX 交易所铜库存情况和伦敦 LME 铜库存变化情况 (2020.1-2024.1)

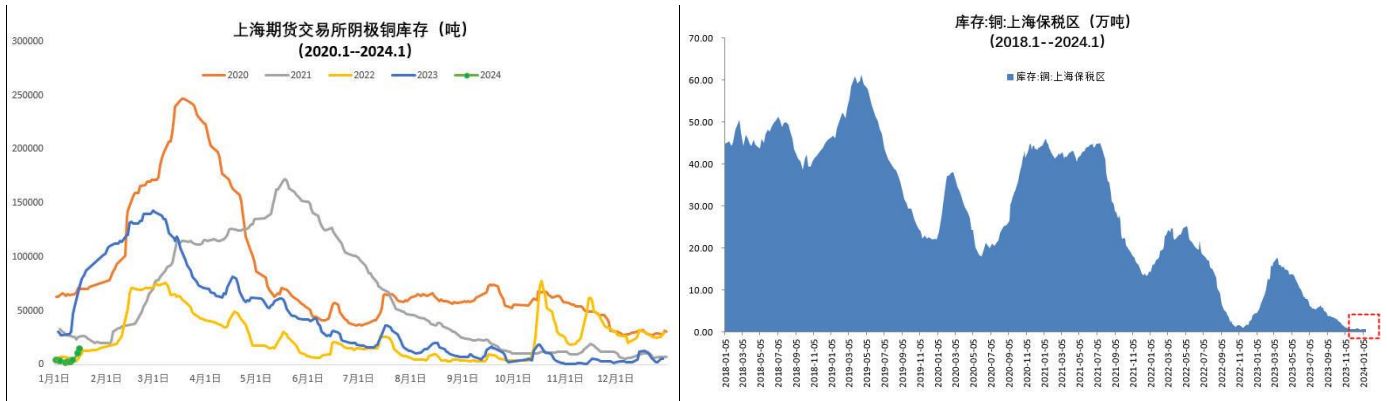


数据来源: WIND, 冠通研究

1 月 16 日, LME 公布的数据显示, LME 铜注销仓单停止下滑, 目前略有反弹至 24575 吨, 注销占比回升至 15.85%。注册仓单仍呈现震荡下滑姿态, 目前降至 130450 吨。最近 LME 铜库存持续下降, 最新库存落至 155025 吨, 为近四个月低位, 注册仓单整体呈现下降姿态, 注销占比此前筑底反弹, 不过于 12 月上旬重新出现回落, 落至 12%附近后有所企稳。

1 月 16 日消息, 以下为 1 月 16 日 LME 铜库存存在全球主要仓库的分布变动情况: 1 月 16 日 LME 铜库存减少 300 吨。其中, 新奥尔良铜库存减少 175 吨, 新加坡铜库存减少 50 吨, 来亨铜库存减少 75 吨, 1 月 16 日铜库存累计减少 300 吨。1 月 16 日 LME 铜仓库最新库存数据为 154725 吨。

图：上海期货交易所铜库存情况和上海保税区铜库存变化情况（2020.1-2024.1）



数据来源：WIND，冠通研究

1月12日，上期所铜仓单增加1791吨至4273吨；截止1月12日，上期所库存43085吨，较上周+9955吨。上期所仓单4273吨，较上周+1215吨。全国库存（包括保税区）为8.11万吨，环比下降0.42万吨，其中保税区上升0.07万吨，非保税区下降0.49万吨。较去年同期的20.63万吨低12.52万吨，其中保税区低6.17万吨，非保税区低6.35万吨。

虽然铜精矿供应趋紧，冶炼成本对铜价构成支撑，但下游铜材行业开工率下滑压制铜价。

据SMM调研，新点火的冶炼厂在12月产量甚少，再加上西南某冶炼厂开始搬迁，粗铜供应紧张的情况仍在困扰市场，这些不利因素都令12月产量低于市场预期。进入1月，虽然前期新点火的几家冶炼厂开始释放产量，但因统计周期问题1月统计的天数较少，令统计产量下降；叠加西南某冶炼厂因搬迁导致产量下降，使得1月统计产量较12月明显下降。SMM根据各家排产情况，预计1月国内电解铜产量为95.36万吨，环比下降4.58万吨降幅为4.58%，同比上升10.03万吨升幅为11.75%。

1月以来，沪铜进口利润持续大于0，有利于国外货源流入。1月以来，受到加工费下降的影响，炼企冶炼利润持续下降，若扣除硫酸带来的销售利润，部分炼企的冶炼利润已经开始跌破0。据SMM调研了解，1月5日当周，精废价差2123元/吨，较上一交易日上升266元/吨。浙江宁波再生铜原料海外贸易商表示，由于红海危机影响，12月装船的货物到港延期已经逐步收到通知，但船运费用增长目前仍未收到相关通知。

据SMM调研，线缆行业开工率下降。1月11日当周SMM调研了国内部分电线电缆企业的生产和新订单情况，综合来看，预计本周线缆企业综合开工率为75.99%，低于上周的84.71%。

精铜杆开工率上升。1月11日当周再生铜杆开工率37.74%，低于上一周的37.88%。1月11日当周精铜杆开工率73.74%，高于上一周的63.27%。预计下周精铜杆开工率为71.43%。

铜管行业开工率小幅上升。SMM 数据显示，预计 1 月铜管企业开工率为 77.29%，高于 12 月的实际开工率 72.13%。

铜箔行业开工率下降。据 SMM, 锂电铜箔方面，年底企多是通过降价促销以降低库存，实际生产并无明显增量，而中间电池厂环节亦纷纷减产。

整体看，西方大型矿业资本和中国国内的知名矿企仍在世界各地增产铜矿石，但中美、南美产铜大国的法律纠纷、劳资纠纷再起，铜矿出现异常减产的情况有可能改变 2024 年铜矿石供给过剩的预期；美欧发达市场在 2024 年上半年开启降息几乎已经板上钉钉；如果美欧在上半年开始降息且力度达到预期，那么对全球工业复苏和铜需求将是非常有利的；中长期看铜需求和铜价无疑将是积极的；特别要注意的是，国内 A 股大盘近期连续下挫，市场交投气氛低迷，对铜需求和铜价也构成不良影响。1 月 15 日，央行开展 890 亿元公开市场逆回购操作和 9950 亿元中期借贷便利（MLF）操作，中标利率分别为 1.80%、2.50%，均与上期保持一致。目前市场利率还处于政策利率之上，稳汇率需求还在，近期央行工作会议再次提及价格上要“兼顾内外均衡”，也意味着货币政策仍会在一定程度上考虑汇率及海外因素的扰动。市场普遍认为，后期是否还有降准降息的可能，降准降息仍在政策工具箱之中，预计首次时点大概率落在 3~4 月。

目前外盘铜价在美元指数小幅反弹的情况下连续跌穿 8500、8400 和 8300 美元/吨关口，这显示目前仍有各种不确定因素，对铜需求和铜价无法过分乐观；目前铜价区间震荡明显增多，短期看不排除铜价反复试探区间震荡上沿和下沿，测试铜供给是否已经真的过剩的可能性；如果到美联储首次降息乐观情绪得到验证，那么美元铜价在近期已经抵达 8600 美元/吨的基础上，有可能在 1-2 季度再次测试 9000-9500 美元/吨区间，这在年初相对的铜消费淡季值得期待。

## 风险提示

- 1、美联储 3 月降息的预期进一步下降；
- 2、国内经济复苏不及预期，且持续时长较长对铜需求带来不良影响；
- 3、中东红海货运中断对全球产业链供应链和铜需求带来不良影响。

分析师 周智诚

冠通期货研究咨询部

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲 6 号万通中心 D 座 20 层（北京总部）

公司电话：010-85356596

Email: [zhouzhicheng@gtfutures.com.cn](mailto:zhouzhicheng@gtfutures.com.cn)

**本报告发布机构--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）**

**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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对  
所述品种买卖的出价或征价。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。本报告仅向特定客户传  
送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。