



下游消费略有改善，宏观利好支撑铜价上行

2024年10月30日

上海中期期货研究所

金属研发团队

内容摘要：

本月沪铜价格高位波动，宏观面国内推出多项增量政策，美国二次通胀风险升温，支撑铜价偏强运行。截至10月30日，沪铜运行于7.6万/吨附近，月度收跌3.15%，伦铜运行于9512美元/吨附近，月度下跌3.58%。

展望后市，宏观方面，本月公布的国内经济数据多数回暖，9月下旬以来国内货币及财政政策力度持续加大，中长期利好国内经济企稳复苏。海外方面，美国经济软着陆预期增强，再通胀风险上升，市场对于美联储的降息预期进一步弱化，美元指数持续走强对有色金属有一定的压制。

基本面来看，供应方面，近期铜精矿进口加工费上行，大冶阳新弘盛及印尼 manyar 冶炼厂事故，使铜精矿市场紧张情绪稍作缓解。精铜端，国内冶炼厂开工率边际走弱，9月SMM中国电解铜产量为100.43万吨，环比降幅为0.91%，同比下降0.76%，且较预期的101.56万吨减少1.13万吨，炼厂检修及原料紧张共同促成产量下降。不过进口窗口打开，精铜进口量大幅反弹。废铜端，受全球范围内废铜供应偏紧影响，精废价差再度收窄。需求方面，9月铜材行业开工率继续走高，但因铜价不断攀高，下游企业再度进入谨慎采购状态。终端消费来看，下游需求尚可，8月地方债发行提速后，基建投资对铜的需求有一定支撑，以旧换新及房贷利率下调等政策继续助力居民增加消费支出。

综合来看，基本面精铜产量边际下降，进口量大幅增长，废铜供应依旧偏紧。铜下游需求受到多项利好政策支撑，但需警惕铜价走高对需求的负反馈效应。近期风险事件较多，铜价谨慎乐观看待。套利策略方面，沪铜预计将转为Back结构，建议跨期正套。

近阶段主要关注点：美元走势、铜矿干扰、全球经济复苏速度、中国制造业和房地产行业的复苏情况、以及全球绿色转型和新技术发展。

王舟懿

Z0000394

wangzhouyi@shcifco.com



表 1: 铜相关价格数据

	2024/8/31	2024/9/30	2024/10/31	月度变化 (数值)	月度变化 (百分比)
SHFE 铜主力 (元/吨)	74220.00	78830.00	76870.00	-1960.00	-2.49%
LME 铜 3 个月 (美元/吨)	9251.50	9865.00	9556.00	-309.00	-3.13%
美元指数	101.73	100.76	104.30	3.54	3.52%
人民币中间价	7.1124	7.0074	7.1283	0.1209	1.73%
沪伦比值	8.02	7.99	8.04	0.05	0.67%
LME (0-3) 升贴水	-116.86	-136.99	-144.52	-7.53	5.50%
CIF 提单溢价	52.00	56.00	35.00	-21.00	-37.50%
上海物贸现货平均升水	20.00	10.00	-65.00	-75.00	-750.00%

表 2: 中国精炼铜表观需求量

(万吨)	2024 年 9 月	环比	同比	累计同比	2024 年 1-8 月
产量	99.35	-1.97%	-1.83%	+5.51%	+6.50%
进口	48.00	+14.29%	-0.09%	+2.60%	+3.00%
出口	7.76	-26.01%	+0.21%	+38.40%	+42.90
表观消费量	139.59	+5.06%	-1.35%	+2.46%	+2.98%

资料来源: 同花顺, 上海中期

主要影响因素分析

1. 铜精矿: 加工费小幅反弹, TC 长单谈判焦灼

图 1: 铜精矿进口 TC (周)

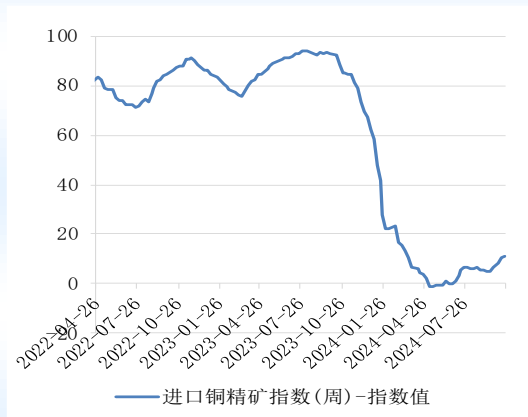
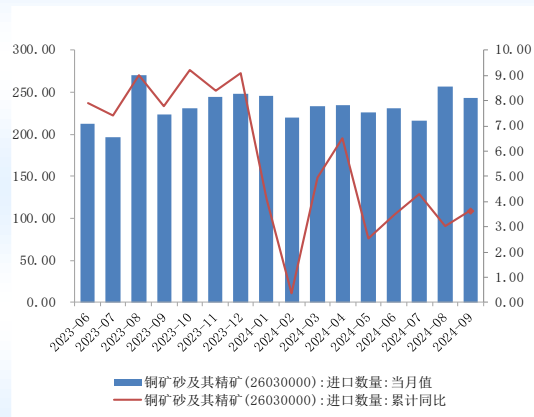


图 2: 铜精矿进口量



资料来源: 同花顺, SMM, 上海中期

近期铜精矿进口加工费上行, 大冶阳新弘盛及印尼 manyar 冶炼厂事故, 使铜精矿市场紧张情绪稍作缓解, 四季度供应缺口并不大。截止到 10 月 25 日, 中国进口铜精矿加工费指数为 10.86 美元/吨,

风险提示: 市场有风险, 投资需谨慎

免责声明: 报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见, 不构成投资建议。任何单位或个人据此操作, 风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供公司内部参考, 不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

较 9 月底回升 4.39 美元/吨。TC 长单谈判焦灼，传闻有冶炼厂与矿山已用较低 TC 价格签订部分长单，但大部分冶炼厂与矿山报价差距较大，预期谈判仍将持续一段时间。近期铜精矿 TC 维稳甚至小幅上行，高铜价也鼓励矿山尽可能稳定运营或提高产量，预计四季度铜精矿现货 TC 呈小幅上行趋势。考虑到下半年新投产的冶炼厂非常多，包括金川本部和防城港、西南铜业粗炼、印尼 Gresik 冶炼厂、以及印度 Adani 冶炼厂等等，而且明年还有大量冶炼厂投产，在铜精矿供需失衡的情况下，现货 TC 指数难有大的反弹空间。

进口方面，9 月我国铜精矿进口量自高位回落。据海关数据，9 月中国进口铜精矿及其矿砂 243.6 万吨，环比减少 5.4%，同比增加 8.7%；1-9 月铜矿砂及其精矿累计进口 2105.5 万吨，累计同比增长 3.7%。中国从智利和秘鲁进口铜精矿常年占比超过 60%，其中，9 月中国从智利进口铜精矿 77.24 万吨，环比下降 15.30%；中国从秘鲁进口铜精矿 48.55 万吨，环比下降 34.30%。11 月-12 月中国冶炼厂即将开启与海外矿企 2025 年长单谈判工作，冶炼厂倾向于在谈判开始前增加己方谈判筹码即减少对 11 月和 12 月的现货需求。

2. 冶炼：炼厂开工率下降，废铜进口新政有望带动供应回升

图 3：冶炼企业产能利用率

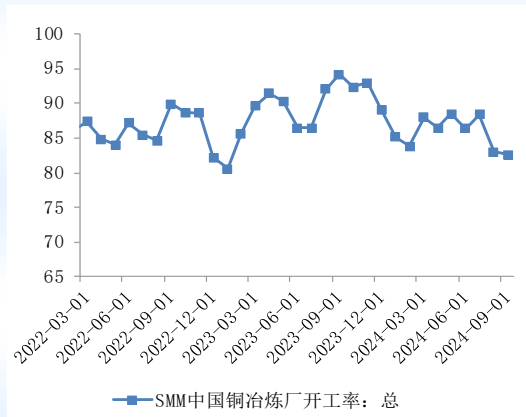


图 5：精废价差

图 4：铜加工企业产能利用率

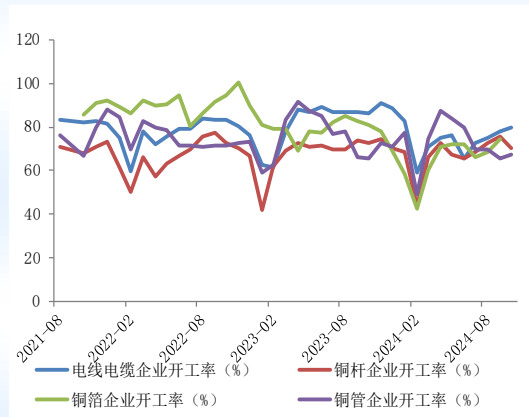
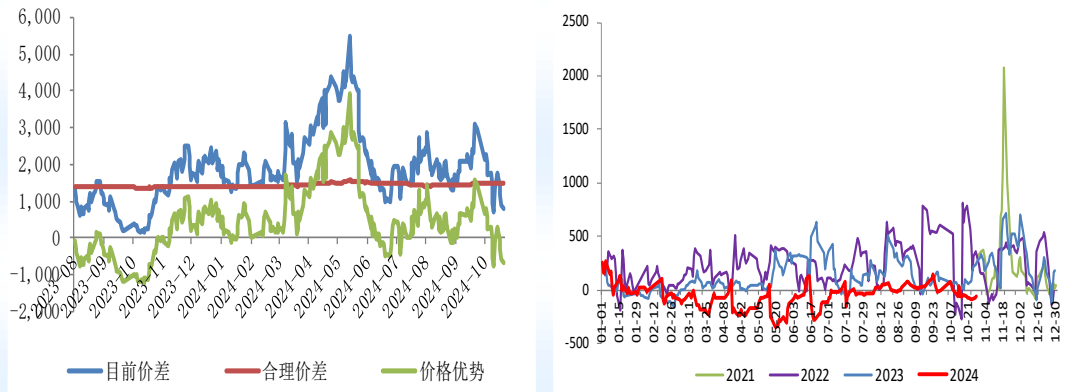


图 6：电解铜现货升贴水

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。



资料来源：SMM, 上海中期

产量方面，国内冶炼厂开工率边际走弱，9月产量小幅下降。据SMM调研数据，9月中国电解铜产量为100.43万吨，环比降幅为0.91%，同比下降0.76%，且较预期的101.56万吨减少1.13万吨。1-9月累计产量为896.43万吨，同比增加47.82万吨，增幅为5.64%。造成9月产量超预期下降的主要原因有以下几点：1) 华中某大型冶炼厂因不可抗力原因导致需要长期检修，令其产量大幅下降；2) 冷料供应持续紧张导致部分冶炼厂产量下降。进入10月，据SMM统计有5家冶炼厂要检修涉及粗炼产能104万吨，较9月时涉及50万吨产能大幅增加。此外，受铜精矿供应紧张及冷料供应偏紧的影响，部分前期刚投产的冶炼厂达产速度放缓，预计10月产量将继续下降，11月有检修计划的冶炼厂数量将增加至8家，预计11月产量将继续下降，12月随着检修结束预计产量会重新增加。

从进口方面来看，9月中国进口精炼铜32.25万吨，环比增29.19%，同比降1.71%。其中，进口非注册电解铜为20.58万吨，占比63.83%，环比8月66.49%下滑2.66个百分点。2024年1-9月中国累计进口精炼铜量264.89万吨，进口以生产非注册电解铜国家的量为165.21万吨，占比为62.37%。**从出口方面来看**，1-9月中国出口精炼铜共41.9万吨，累计同比增加77.91%；其中9月出口1.6万吨，环比下降47.86%，同比下降12.01%。9月来自刚果民主共和国、赞比亚以及刚果共和国的电解铜均明显增加。此外，南美延迟发运的电解铜于9月陆续到港，叠加9月本应到港的电解铜长单，使9月来自南美的电解铜量明显增加。9月出口窗口完全关闭，除正常交割以及交付固定长单外，国内主流炼厂未再布局电解铜出口。后市来看，10月来自非洲与南美地区的电解铜仍较多，叠加10月仍有大量自LME亚洲仓库搬运回国内的电解铜到货，预计10月电解铜进口量将持续小幅增加。出口方面，出口窗口依旧处于关闭状态，预计10月出口量仍主要为长单，相较于9月变化不大。

废铜方面，本月废铜政策逐步明朗，再生铜杆厂相继复产，对再生铜原料需求增加，冶炼厂在铜矿紧缺的情况下转向阳极板，精废价差再度收窄。政策方面，10月24日消息，生态环境部、海关总署等六部门发布关于规范再生铜及铜合金原料、再生铝及铝合金原料进口管理有关事项的公告。海关最新再生铜原料进口标准与旧标准对比，放宽了金属实物量以及夹杂物的要求，进口限制有所放松，无疑扩大了国内再生金属进口量，满足国内各类利废企业生产需求。随着进口标准的调整，或将带动进口再生金

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

属进入新一轮高峰期。供应方面，2024年9月中国废铜进口量为16.03万吨，环比减少5.43%，同比减少5.84%。9月废铜进口量出现同环比下降的情况，主要是由于以下几点影响因素。1) 进口亏损影响，9月废铜到港清关量多为7-8月订购的量，7-8月废铜进口亏损较大，最大为-2000元/吨，严重影响废铜进口贸易商订购的积极性。2) 是政策扰动，受《公平竞争审查条例》影响，7-8月份国内废铜市场基本处于半停滞化，采销氛围低迷，废铜贸易流通性较差。3) 受全球范围内废铜供应偏紧影响，国内废铜进口主要来源国是北半球，而北半球夏季高温，不利于废旧物资拆解，废铜供应量偏紧。需求方面，各地区对783号令执行力度有所放松，江西、湖北废铜杆厂开始复产，不过精废价差收窄导致再生铜杆没有价格优势和利润可言，进入秋冬后终端开工将进一步受损，再生铜杆消费支撑难寻。

三、库存：国内库存水平偏高，海外库存持续去库

图 7：全球电解铜库存

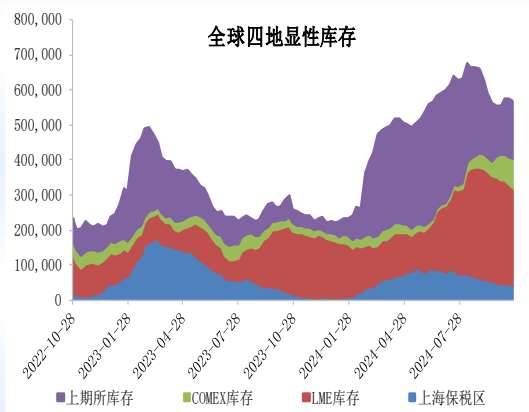


图 8：上期所电解铜库存

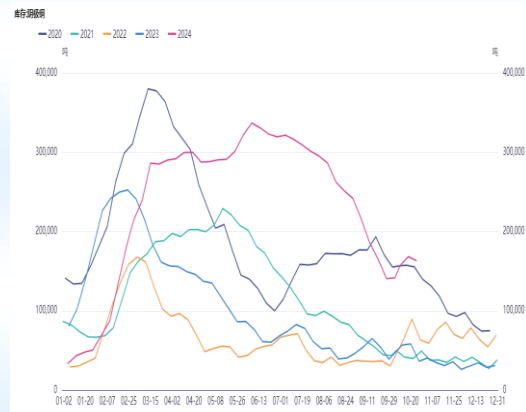


图 9：电解铜现货进口利润

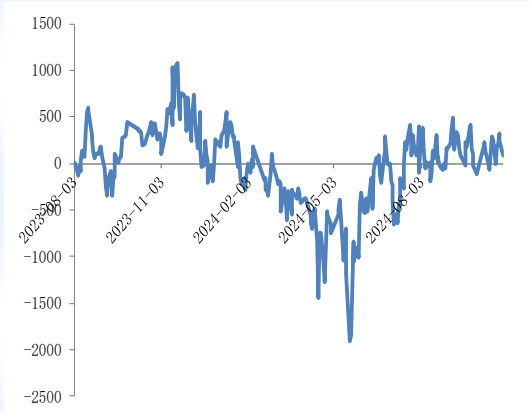
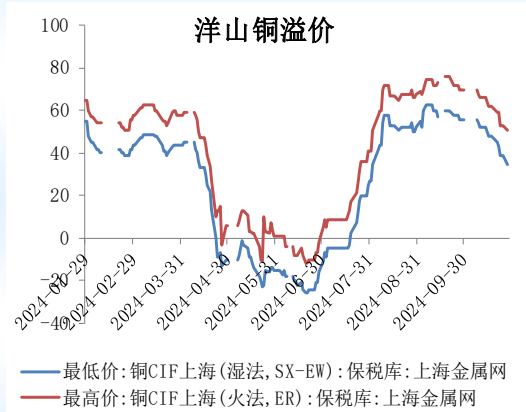


图 10：电解铜 CIF 提单溢价



资料来源：同花顺、上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

库存方面，由于铜价居高不下抑制了下游消费，国内社会库存在国庆节后累库 6 万吨，随后重新开始去库；LME 库存陆续搬运至国内，铜库存开始见顶回落。截止 10 月 29 日，上期所阴极铜库存 16.31 万吨，较上月末增加 2.27 万吨；保税库存 5.40 万吨，较上月末增加 0.55 万吨；LME 库存 27.60 万吨，较上月末减少 2.64 万吨，其中欧洲库存 5.09 万吨（+0.37 万吨），亚洲库存 22.47 万吨（-3.01 万吨），北美库存 0.05 万吨（+0 万吨）；COMEX 库存 9.58 万吨，较上月末增加 2.73 万吨。总体来看，全球四地（SHFE+保税区+LME+COMEX）显性库存当前合计 58.9 万吨，较上月同期增加 2.51 万吨。后市来看，受冶炼厂检修影响国产铜产量下降，但供应端进口窗口已经打开，进口铜到货量环比增加，而消费端随着市场消化高铜价以及经济刺激政策的推出，下游库存大概率维持去库状态。套利方面，沪铜预计将转为 Back 结构，建议跨期正套。

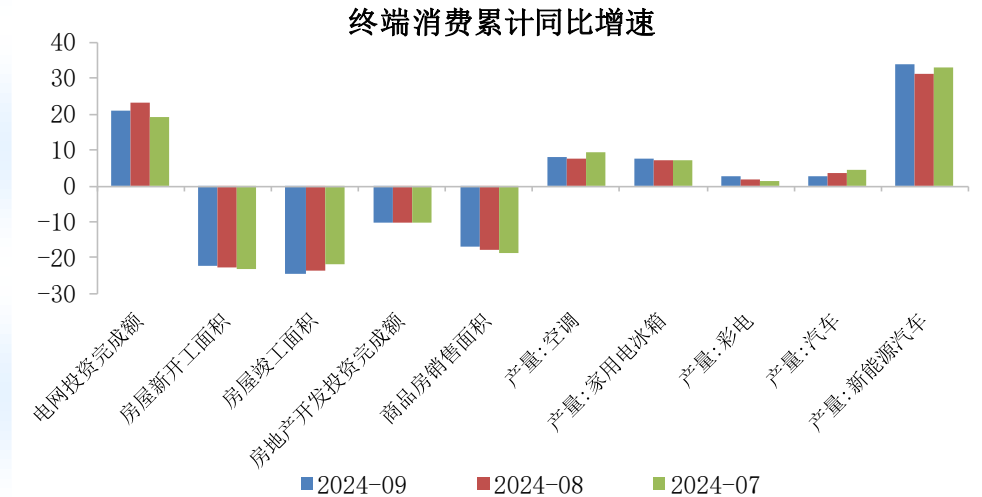
四、消费：铜材开工率小幅上行，以旧换新及楼市政策或提振下游需求

下游加工方面，9 月份，制造业采购经理指数为 49.8%，已是连续第五个月低于荣枯线，但较上月大幅上升 0.7 个百分点，制造业景气度有所回升。铜材行业开工率继续走高，下游在消费旺季增加采购量及精废替代是主要原因。数据方面，9 月铜材行业整体开工率为 66.63%，环比上升 1.42 个百分点，同比下降 8.39 个百分点。其中，电线电缆企业开工率为 77.75%，环比上升 3.03 个百分点；精铜制杆企业开工率为 75.32%，环比上升 2.61 个百分点；铜管开工率 65.42%，环比下降 4.01 个百分点；铜箔开工率 74.63%，环比回升 5.9 个百分点。铜管方面，空调内销依旧同比大幅回落，外销虽强势发力，但对于铜管行业整体订单带动有限；铜箔方面，车企产销量稳步增长，锂电铜箔开工率回升；电子电路铜箔订单整体回暖，其中高端服务器相关订单依然表现亮眼；电力电缆方面，电网订单占据主导，民用地产和基建工程等中低压类订单依然疲软。进入四季度，因铜价不断攀高，下游企业再度进入谨慎采购状态。9 月底以来，国内财政及货币政策密集出台，国家发改委表示，截至目前，有将近一半增量政策已出台实施，接下来，还将有一批增量政策继续出台实施，比如最大限度扩大专项债券投向领域等。总体来看，国内消费预期向好，各地废铜政策不及预期，预计精废替代仍将延续，铜材开工率稳中有升。

图 11：终端消费累计同比增速

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。



资料来源：同花顺、上海中期

宏观方面，本月公布的国内经济数据多数回暖，且高于市场预期。供给端，在“两新”和产业转型升级提振和天气扰动消退下，工业生产整体有所加快。需求端，固定资产投资保持平稳，其中制造业投资大幅回升且继续保持高位，基建投资小幅回升，房地产销售和投资有所收窄但仍旧偏弱；社零消费增速在“以旧换新”政策推动下超预期反弹；出口增速受去年低基数效应逐步减弱、海外需求继续放缓等原因超预期下降。短期供需两端均出现一定程度的回暖，对内需型大宗商品价格有一定支撑。从政策方面来看，9月下旬以来国内货币及财政政策力度持续加大，中长期利好国内市场的回暖，不过在重要会议以及增量财政政策落地前，事件不确定性还将对市场产生一定影响。

海外方面，美国经济预期有所改善，10月Markit制造业PMI初值连续第三个月处于收缩区间，但收缩幅度略有放缓，服务业PMI初值创2个月新高，带动商业活动预期反弹至两年多来的高点。通胀方面，美国9月CPI和核心CPI增速均高于预期。由于美国经济软着陆预期增强，再通胀风险上升，市场对于美联储的降息预期进一步弱化，CME Fedwatch对于美联储11月降25个基点的概率为98.8%，大幅高于上月的41.8%，美元指数持续走强下对贵金属、有色、能源等外需型商品有一定的压制。

终端需求来看，**电力电网方面**，据国家能源局数据，1-9月份，全国主要发电企业电源工程完成投资5959亿元，同比增长7.20%，较前值加快2.10个百分点。电网工程完成投资3982亿元，同比增长21.10%，较前值降低2个百分点。基建托底力度加强，今年国家电网公司全年电网投资将超过6000亿元，比去年新增13.44%。南方电网公司在高质量发展大会上部署全面推进电网设备大规模更新，预计2024年至2027年，大规模设备更新投资规模将达到1953亿元。**房地产方面**，国家统计局数据显示，2024年1-9月，全国房地产开发投资同比下降10.10%，较前值收窄0.1个百分点；房屋新开工面积下降22.28%，较前值收窄0.7个百分点；房屋竣工面积下降24.40%，较前值扩大0.8个百分点；商品房

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

销售面积同比下降 17.10%，较前值收窄 0.90 个百分点。整体来看，房地产市场的调整期尚未结束，投资端下行压力依然存在，商品房销售面积、新屋开工面积等领先指标降幅略有收窄，但竣工维持周期下行趋势。**汽车消费方面**，随着国家层面汽车报废更新补贴力度加强，地方置换更新政策陆续生效，加之车企纷纷推出秋季新品，终端零售市场持续走强，“金九”效应继续显现。最新数据显示，9 月，汽车产销分别完成 279.6 万辆和 280.9 万辆，环比分别增长 12.2% 和 14.5%，同比分别下降 1.9% 和 1.7%。1-9 月，汽车产销累计完成 2147 万辆和 2157.1 万辆，同比分别增长 1.9% 和 2.4%。新能源汽车产销分别完成 130.7 万辆和 128.7 万辆，环比分别增长 19.7% 和 17%，同比分别增长 48.8% 和 42.3%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 45.8%。**白色家电方面**，2024 年 1-9 月，我国空调产量累计同比增加 8%，家用冰箱产量累计同比增长 7.5%，彩电累计同比增长 2.5%。白色家电内外销市场表现背道而驰，海外市场受益于补库及需求旺盛，空调外销表现突出。国内市场需求在地产、消费以及天气等多重影响下难达预期。近期，家电“以旧换新”项目于逐渐落地，受益于政策支持，预计白色家电产销将获得支撑。**总体来看**，10 月以来，中国经济恢复斜率提升，增量政策效果显现。基建地产投资资金连续改善，以旧换新及房贷利率下调等促消费政策助力居民商品消费恢复，地产新政效果集中释放，新房销售面积同比跌幅明显收窄，二手房销售面积同比由负转正。同时，出口恢复斜率提升，受“抢出口”效应带动，中国港口货物和集装箱运量同比较快恢复。

后市观点

本月沪铜价格高位波动，宏观面国内推出多项增量政策，美国二次通胀风险升温，支撑铜价偏强运行。截至 10 月 30 日，沪铜运行于 7.6 万/吨附近，月度收跌 3.15%，伦铜运行于 9512 美元/吨附近，月度下跌 3.58%。

展望后市，宏观方面，本月公布的国内经济数据多数回暖，9 月下旬以来国内货币及财政政策力度持续加大，中长期利好国内经济企稳复苏。海外方面，美国经济软着陆预期增强，再通胀风险上升，市场对于美联储的降息预期进一步弱化，美元指数持续走强对有色金属有一定的压制。

基本面来看，供应方面，近期铜精矿进口加工费上行，大冶阳新弘盛及印尼 manyar 冶炼厂事故，使铜精矿市场紧张情绪稍作缓解。精铜端，国内冶炼厂开工率边际走弱，9 月 SMM 中国电解铜产量为 100.43 万吨，环比降幅为 0.91%，同比下降 0.76%，且较预期的 101.56 万吨减少 1.13 万吨，炼厂检修及原料紧张共同促成产量下降。不过进口窗口打开，精铜进口量大幅反弹。废铜端，受全球范围内废铜供应偏紧影响，精废价差再度收窄。需求方面，9 月铜材行业开工率继续走高，但因铜价不断攀高，下游企业再度进入谨慎采购状态。终端消费来看，下游需求尚可，8 月地方债发行提速后，基建投资对铜的需求有一定支撑，以旧换新及房贷利率下调等政策继续助力居民增加消费支出。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

综合来看，基本面精铜产量边际下降，进口量大幅增长，废铜供应依旧偏紧。铜下游需求受到多项利好政策支持，但需警惕铜价走高对需求的负反馈效应。近期风险事件较多，铜价谨慎乐观看待。套利策略方面，沪铜预计将转为 Back 结构，建议跨期正套。

近阶段主要关注点：美元走势、铜矿干扰、全球经济复苏速度、中国制造业和房地产行业的复苏情况、以及全球绿色转型和新技术发展。

（执笔：上海中期研究所金属小组）

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。