

2023年11月02日

国内财政加码，美国经济显示韧性，铜偏强

——沪铜11月月度投资策略

分析师：

杨磊

从业资格证号：F03099217

投资咨询证号：Z0018823

电话：021-68758820

邮箱：yangl@qh168.com.cn

联系人

杜扬

从业资格证号：F03108550

电话：021-68758820

邮箱：duy@qh168.com.cn

联系人

顾兆祥

从业资格证号：F3070142

电话：021-68758820

邮箱：guzx@qh168.com.cn

投资要点：

- **宏观**：国内通过四季度增发国债1万亿元和2023年中央预算调整方案，有利于扩大国内总需求，提振市场信心。美国核心通胀继续放缓，美联储11月或暂停加息。美国10月Markit制造业PMI初值重回扩张区间，服务业PMI继续提升，经济显示韧性，软着陆概率提高。
- **供给**：由于冬储及新产能释放，国内冶炼厂对铜精矿需求增加；海外矿山供应扰动，TC承压。中国9月精炼铜产量101.2万吨，环比增9.3%，同比增11.3%。10月产量环比或略减；11月产量预计重回100万吨之上。9月精炼铜净进口环比续增；10月进口持续盈利，进口量预计继续增加。
- **需求**：电网投资环比修复明显，电源投资同比增速仍处高水平。地产新开工和施工弱势未改，竣工表现仍较突出，带动竣工端需求。10月商品房成交环比同比均减，一线减幅明显，二线环比略减，三线延续弱势。空调渠道库存压力有所缓解，11月进入生产旺季，排产同比回升明显。新能源汽车产销增速同比放缓但仍处较高水平。电子行业景气度向好。
- **库存**：10月上旬及中旬LME铜继续累库，下旬库存减少但仍偏高，国内铜社会库存更紧。10月进口窗口持续打开，保税区进一步去库，10月全球铜整体库存缩减。电网需求带动，精铜杆开工提高，空调步入生产旺季，虽供给改善，但国内社库预计仍处较低水平。
- **利润**：9月末进口铜精矿TC指数93.23美元/吨，10月末85.29美元/吨，跌7.94美元/吨。由于冬储及新产能释放，国内冶炼厂对铜精矿需求增加；海外矿山供应扰动，TC承压。10月铜现货进口窗口持续打开，平均吨进口盈利在300元/吨以上。
- **价差**：10月LME铜整体呈累库，0-3M继续显Contango结构，且现货贴水扩大，从9月底的-58美元/吨扩大至10月底的-71.75美元/吨。10月电网需求带动，精铜杆开工提高，国内铜社会库存更紧，沪铜月差仍呈Back结构且价差略有扩大。
- **结论**：国内增发国债提振市场信心，中美宏观缓和改善预期，美数据显示经济韧性，软着陆概率提高，铜价偏强运行。
- **操作建议**：单边逢低做多
- **风险因素**：美联储紧缩超预期、社库累库超预期

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 宏观	4
3. 供给	5
3.1. 铜矿供给	5
3.2. 精炼铜供给	5
4. 需求	7
4.1. 电力	7
4.2. 地产	7
4.3. 家电	9
4.4. 汽车	10
4.5. 电子	10
5. 库存	11
6. 结构	11
7. 结论及操作	12

图表目录

图 1 铜价走势回顾	4
图 2 铜现货升贴水	4
图 3 美国 PCE 物价指数&CPI	4
图 4 欧元区 HICP	4
图 5 中国官方 PMI&财新 PMI	5
图 6 美国 Markit PMI&ISM PMI	5
图 7 全球矿山产量	5
图 8 中国铜矿砂及精矿进口量	5
图 9 全球精炼铜产量	5
图 10 中国精炼铜产量	5
图 11 进口铜精矿 TC 指数	6
图 12 硫酸 (98%) 市场价	6
图 13 洋山铜仓单溢价	6
图 14 铜现货进口盈亏	6
图 15 中国精炼铜净进口量	6
图 16 中国再生铜进口量	6
图 17 中国电网基本建设投资完成额	7
图 18 中国电源基本建设投资完成额	7
图 19 中国光伏累计新增装机量	7
图 20 中国风电累计新增装机量	7
图 21 中国房地产销售、新开工、施工和竣工面积	8
图 22 美国成屋销售和新建住房销售	8
图 23 中国新建商品住宅价格指数:同比	8
图 24 中国新建商品住宅价格指数:环比	8
图 25 中国二手住宅价格指数:同比	8
图 26 中国二手住宅价格指数:环比	8
图 27 中国 30 大中城市商品房成交面积	9
图 28 中国 30 大中城市商品房成交套数	9
图 29 中国空调产量	9
图 30 中国家用电冰箱产量	9
图 31 中国家用空调排产计划值	9
图 32 中国冰箱冷柜排产计划值	9
图 33 中国汽车产量	10
图 34 中国汽车销量	10
图 35 中国新能源汽车产量	10
图 36 中国新能源汽车销量	10
图 37 中国集成电路累计产量	10
图 38 中国移动通信手持机累计产量	10
图 39 LME 铜库存	11
图 40 上期所铜库存	11
图 41 电解铜保税区库存	11
图 42 电解铜社会库存	11
图 43 LME 铜升贴水 (0-3M)	11
图 44 沪铜期限结构	11

1. 行情回顾

10月铜价呈V形走势。沪铜2311合约10月9日开盘价67130元/吨，然后震荡下行至10月中下旬，最低至65790元/吨，之后震荡回升，31日收盘价67450元/吨。10月LME铜库存偏高但国内社库偏紧，铜现货升水抬升明显。

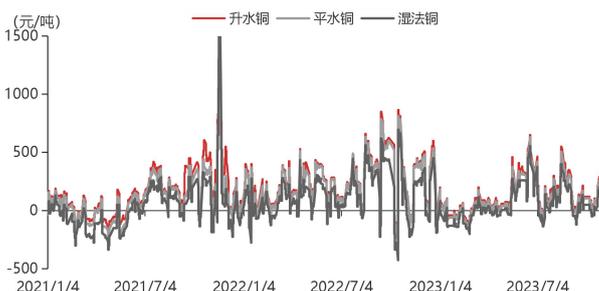
10月初至中下旬，美国经济数据显示韧性，市场对美联储继续维持高利率的担忧升温，美元及美债收益率持续走强，加之铜LME库存累库明显，铜价承压下挫。之后，国内增发国债提振市场信心，中美宏观缓和进一步扭转市场预期，加之国内库存紧，铜重新上扬。

图1 铜价走势回顾



资料来源: iFinD, 东海期货研究所

图2 铜现货升贴水



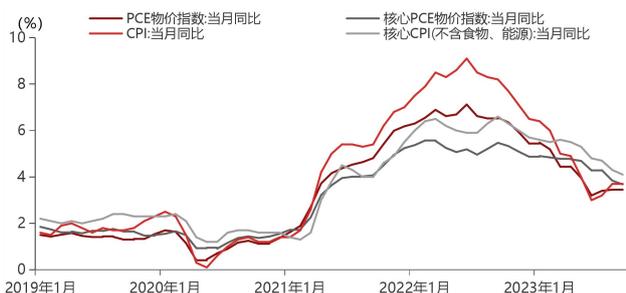
资料来源: iFinD, SMM, 东海期货研究所

2. 宏观

美国核心通胀继续放缓，“新美联储通讯社”称美联储预计暂停11月加息。美9月PCE同比3.44%，前值3.45%，核心PCE同比3.68%，前值3.84%；CPI同比3.7%，前值3.7%，核心CPI同比4.1%，前值4.3%。美国三季度实际GDP年化季率初值4.9%，预期4.3%。

欧元区通胀回落，经济放缓，欧央行10月维持三大关键利率不变，本轮加息周期以来首次暂停加息。欧元区9月HICP同比4.3%，前值5.2%；核心HICP同比4.5%，前值5.3%。

图3 美国PCE物价指数&CPI



资料来源: iFinD, 东海期货研究所

图4 欧元区HICP



资料来源: iFinD, 东海期货研究所

10月官方制造业PMI为49.5，低于预期的50.4和前值50.2，国内复苏动能有所放缓。10月24日十四届全国人大常委会第六次会议通过了四季度增发国债1万亿元和2023年中央预算调整方案，有利于扩大国内总需求，提振市场信心。

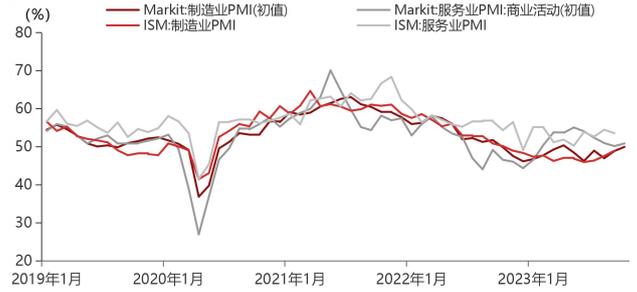
美国10月Markit制造业PMI初值50，高于9月终值49.8，重回扩张区间；服务业PMI初值50.9，较9月终值50.1继续提升；美国经济显示韧性，软着陆概率提高。欧元区10月制造业PMI初值43.0，服务业PMI初值47.8，仍处收缩区间。

图5 中国官方PMI&财新PMI



资料来源: iFinD, 东海期货研究所

图6 美国Markit PMI&ISM PMI



资料来源: iFinD, 东海期货研究所

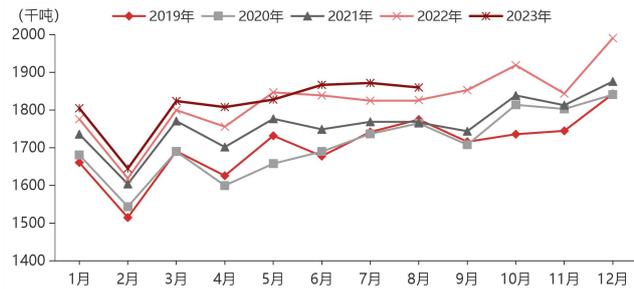
3. 供给

3.1. 铜矿供给

2023年新增铜矿产量释放, 供应偏松。据ICSG, 8月全球矿山产量186万吨, 环比减0.6%, 同比增1.8%; 1-8月累计产量1450.9万吨, 同比增1.5%。

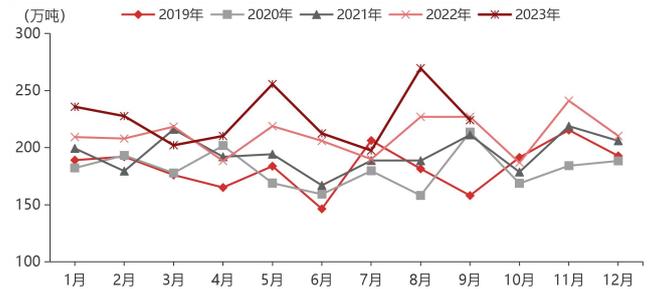
中国9月铜矿进口224.11万吨, 环比减16.9%, 同比减1.3%; 1-9月累计进口2035.31万吨, 同比增7.5%。10月国内铜精矿需求增加, 进口量环比将有一定增长。

图7 全球矿山产量



资料来源: iFinD, ICSG, 东海期货研究所

图8 中国铜矿砂及精矿进口量



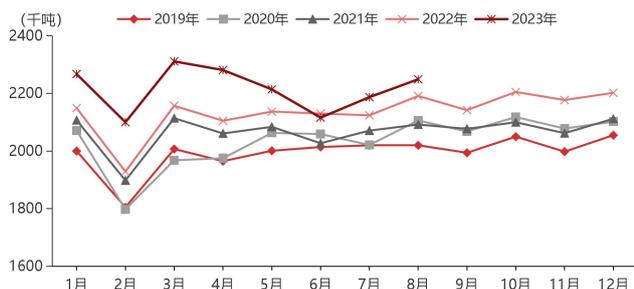
资料来源: iFinD, 海关总署, 东海期货研究所

3.2. 精炼铜供给

据ICSG, 8月全球精炼铜产量224.9万吨, 环比增2.8%, 同比增2.6%, 1-8月累计产量1772.5万吨, 同比增4.7%; 1-8月, 供应过剩99000吨, 去年同期短缺313000吨。

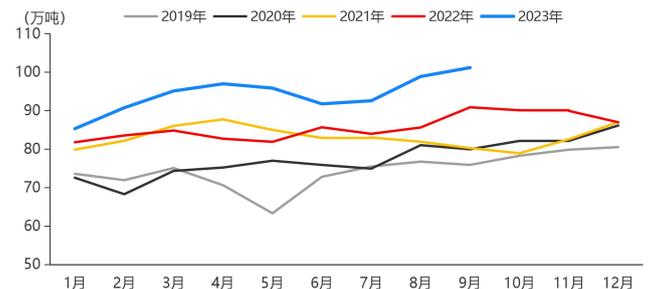
据SMM, 中国9月铜产量101.2万吨, 环比增9.3%, 同比增11.3%, 1-9月累计848.61万吨, 增11.5%。10月产量环比或略减; 检修影响减弱, 11月产量预计重回100万吨之上。

图9 全球精炼铜产量



资料来源: iFinD, ICSG, 东海期货研究所

图10 中国精炼铜产量



资料来源: iFinD, SMM, 东海期货研究所

9月末进口铜精矿TC指数93.23美元/吨，10月末85.29美元/吨，跌7.94美元/吨。由于冬储及新产能释放，国内冶炼厂对铜精矿需求增加；海外矿山供应扰动，TC承压。

10月硫酸价格回落。四季度供应端新增产能释放，虽有部分酸厂有检修计划，硫酸整体产量预计仍呈增加趋势。秋季肥行情尾声，下游化肥行业采购驱动减弱，酸价承压。

图 11 进口铜精矿 TC 指数



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 12 硫酸(98%)市场价



资料来源：iFind，统计局，东海期货研究所

10月上旬及中旬LME铜库存仍处累库趋势，而国内电解铜社会库存仍处于偏低水平，10月整月铜现货进口均呈盈利状态，平均吨进口盈利在300元/吨以上。

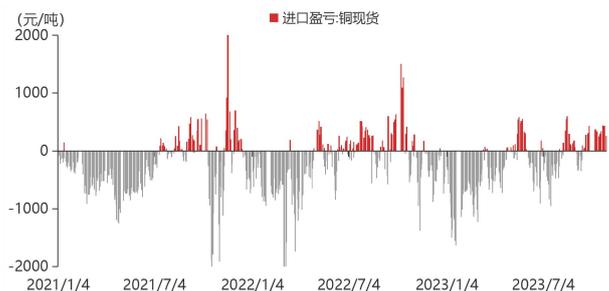
10月铜现货进口窗口持续打开，洋山铜仓单溢价持续上行至10月末的91.5美元/吨。

图 13 洋山铜仓单溢价



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 14 铜现货进口盈亏

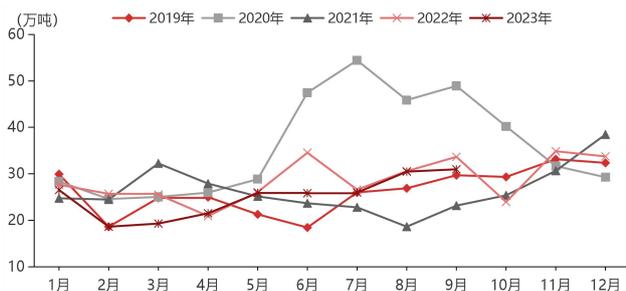


资料来源：SMM，东海期货研究所

9月精炼铜进口32.81万吨，出口1.83万吨，净进口30.99万吨。9月中旬开始进口窗口打开，9月精炼铜净进口环比续增。10月整月进口持续盈利，进口预计继续增加。

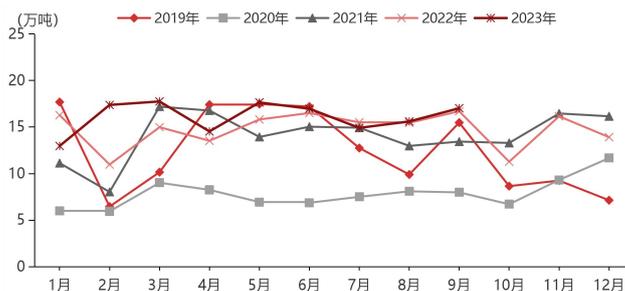
9月废铜进口17.03万吨，环比增9.1%，同比增2%。精废价差低位，国内废铜供给偏紧，进口比价打开，9月废铜进口继续增加。

图 15 中国精炼铜净进口量



资料来源：iFind，海关总署，东海期货研究所

图 16 中国再生铜进口量



资料来源：SMM，东海期货研究所

4. 需求

4.1. 电力

电网投资环比修复明显，电源投资同比增速有所放缓但仍处高水平。1-9月电网基本建设投资完成额累计 3287 亿元，同比增 4.2%；9月 582 亿元，环比增 150.9%。1-9月电源基本建设投资完成额累计 5538 亿元，同比增 41.1%；9月 835 亿元，环比增 21%。

电力是中国碳排放主要来源。国内能源转型，新能源发展迅速。随着大型风光基地建设提速，2023 年新能源并网消纳及跨区电力输送的需求激增。

图 17 中国电网基本建设投资完成额



资料来源：iFinD，中国电力企业联合会，东海期货研究所

图 18 中国电源基本建设投资完成额



资料来源：iFinD，中国电力企业联合会，东海期货研究所

光伏、风电累计新增装机同比仍保持高增速。1-9 月光伏累计新增装机 12894 万千瓦，同比增 145.1%。1-9 月风电累计新增装机 3348 万千瓦，同比增 74%。

市场需求增长，光伏行业协会上调 2023 年中国光伏新增装机预测，由 95-120GW 上调至 120-140GW。据 ICA，光伏耗铜量 4 吨/兆瓦。2023 中国光伏耗铜量预测上调至 48-56 万吨，同比增量预测上调至 13.04-21.04 万吨。

可再生能源协会风能专业委员会预测 2023 年中国风电新增装机规模 70~80GW，其中陆风 60~70GW，海风 8~10GW。据 ICA，陆上风电耗铜量 3.5 吨/兆瓦，海上风电 9.6 吨/兆瓦。2023 年中国风电耗铜预计 28.68~34.1 万吨，同比增 8.09~13.51 万吨。

图 19 中国光伏累计新增装机量



资料来源：iFinD，中国电力企业联合会，东海期货研究所

图 20 中国风电累计新增装机量



资料来源：iFinD，中国电力企业联合会，东海期货研究所

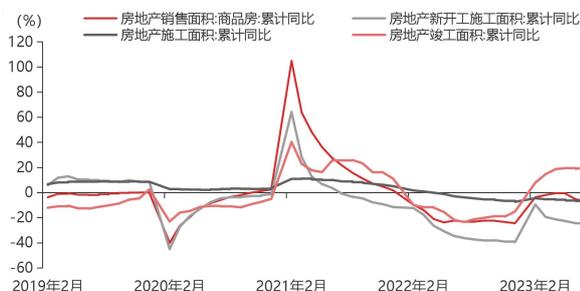
4.2. 地产

地产新开工和施工弱势未改，竣工表现仍较突出，带动竣工端需求。1-9 月房地产新开工施工面积累计同比减 23.4%，降幅较上月缩 1 个百分点；房地产施工面积累计同比减 7.1%，

降幅较上月持平；房地产竣工面积累计同比增 19.8%，增幅较上月扩 0.6 个百分点；商品房销售面积累计同比减 7.5%，降幅较上月扩 0.4 个百分点。

美国二手房量价均跌，9 月成屋销售继续下滑，而新房得益于补贴，销售有所回升，但持续性待观察。据全美地产经纪商协会，9 月成屋销售折年数 396 万套，环比减 1.98%。据美国人口普查局，9 月新建住房销售折年数 75.9 万套，环比增 12.28%。

图 21 中国房地产销售、新开工、施工和竣工面积



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

图 22 美国成屋销售和新建住房销售



资料来源：iFinD，东海期货研究所

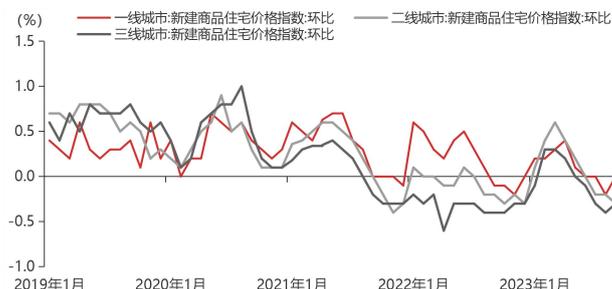
9 月一线和二、三线新房价格指数明显分化，一线有企稳迹象，二、三线仍有压力。9 月一线新房价格指数同比涨 0.7%，环比持平；而二线新房价格指数同比涨 0.2%，环比跌 0.3%；三线新房价格指数同比跌 1.4%，环比跌 0.3%。

图 23 中国新建商品住宅价格指数:同比



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

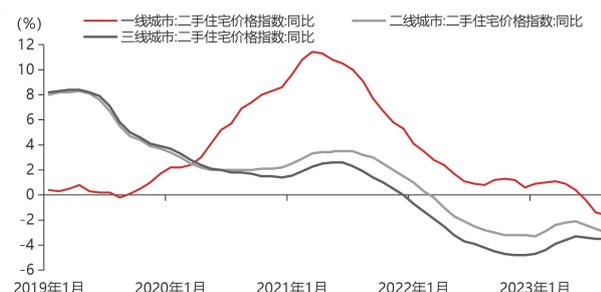
图 24 中国新建商品住宅价格指数:环比



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

9 月一、二、三线二手房价格指数同比仍下行但环比有所分化，一线环比转正，二、三线继续走弱。9 月一线二手房价格指数同比跌 1.4%，环比涨 0.2%；二线二手房价格指数同比跌 3.2%，环比跌 0.5%；三线二手房价格指数同比跌 3.5%，环比跌 0.5%。

图 25 中国二手住宅价格指数:同比



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

图 26 中国二手住宅价格指数:环比

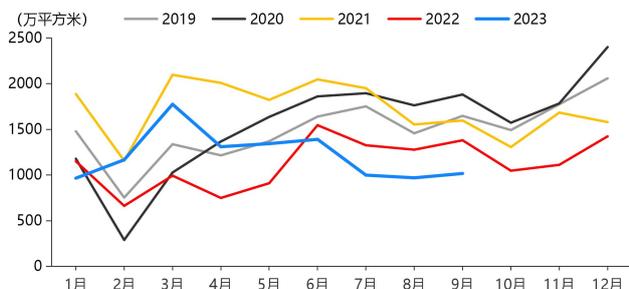


资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

截止 30 日，10 月 30 大中城市商品房成交面积 972.14 万平米，环比减 4.4%，同比减 2.6%，其中：一线成交面积 328.55 万平米，环比减 7.4%，同比减 6.8%；二线成交 506.84 万平米，环比减 0.3%，同比增 5.1%；三线成交 136.69 万平米，环比减 11.5%，同比减 16.1%。

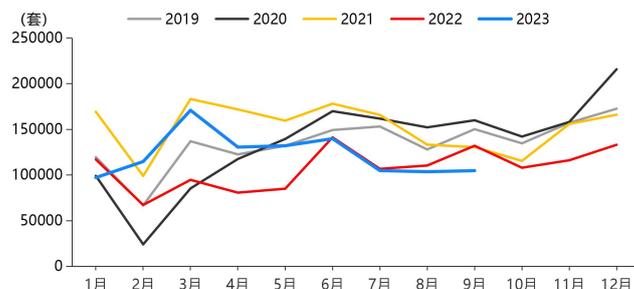
10 月商品房成交环比同比均减少，一、二、三线有所分化，一线减幅明显，二线环比略减，三线延续弱势。政策继续优化，自然资源部建议取消土地拍卖中的地价限制，上海、杭州优化限购政策。今年商品房市场金九银十旺季弱于预期，市场修复偏缓。

图 27 中国 30 大中城市商品房成交面积



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 28 中国 30 大中城市商品房成交套数

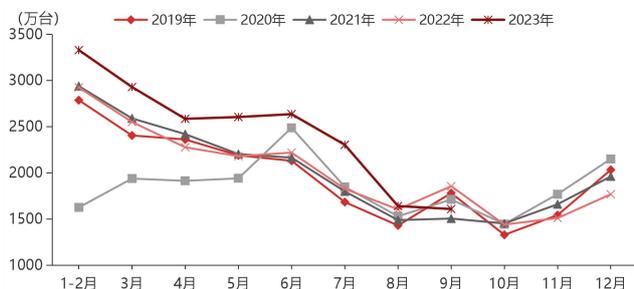


资料来源：iFinD，东海期货研究所

4.3. 家电

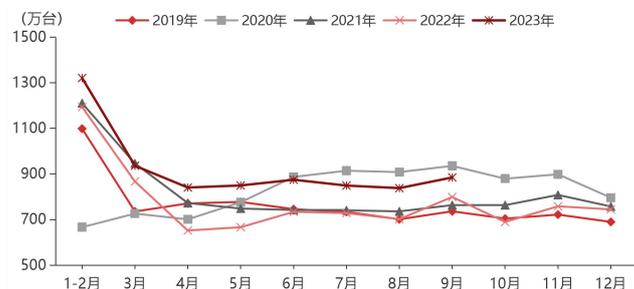
9 月空调生产淡季，统计局数据空调产量 1611.37 万台，环比减 1.9%，同比减 13.3%。空调出口相对稳定，但内销复苏仍慢，后续双十一促销或对空调出货起到刺激作用。

图 29 中国空调产量



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

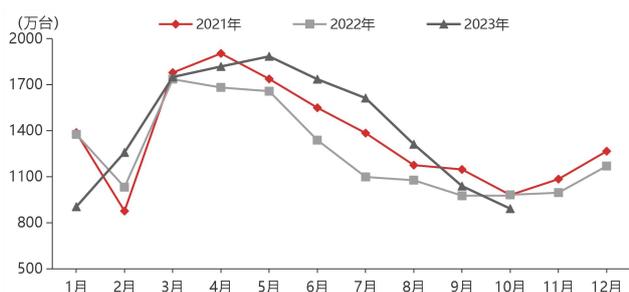
图 30 中国家用电冰箱产量



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

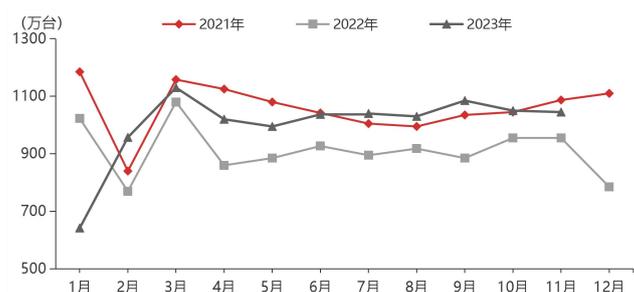
据奥维云网，11 月家用空调排产 1010 万台，同比增 8.1%，其中内销排产 545 万台，同比增 11.2%，出口排产 465 万台，同比增 4.8%。空调渠道库存压力有所缓解，双十一促销有望带动出货，11 月开始进入新的空调生产旺季，排产回升。

图 31 中国家用空调排产计划值



资料来源：iFinD，产业在线，东海期货研究所

图 32 中国冰箱冷柜排产计划值

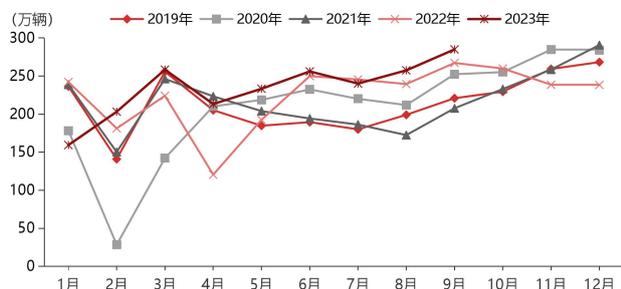


资料来源：iFinD，产业在线，东海期货研究所

4.4. 汽车

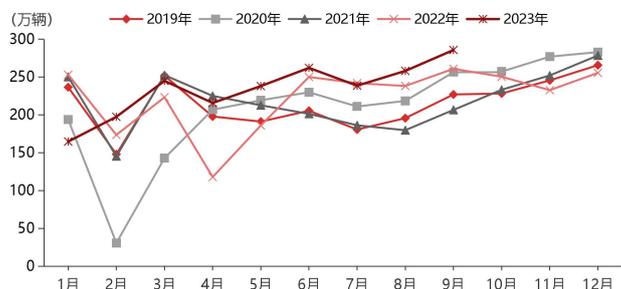
旺季效应明显，汽车市场延续8月热度，9月供需均继续改善。据中汽协，9月汽车产量285万辆，环比增10.7%，同比增6.7%；汽车销量285.8万辆，环比增10.7%，同比增9.5%。

图 33 中国汽车产量



资料来源：iFinD，中国汽车工业协会，东海期货研究所

图 34 中国汽车销量

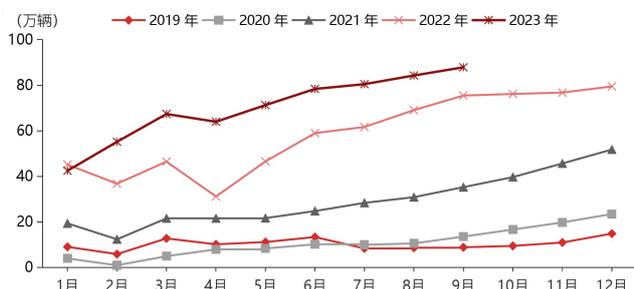


资料来源：iFinD，中国汽车工业协会，东海期货研究所

新能源汽车产销增速同比放缓但仍处较高水平。据中汽协，9月新能源汽车产量87.9万辆，环比增4.3%，同比增16.4%；销量90.4万辆，环比增6.9%，同比增27.7%。

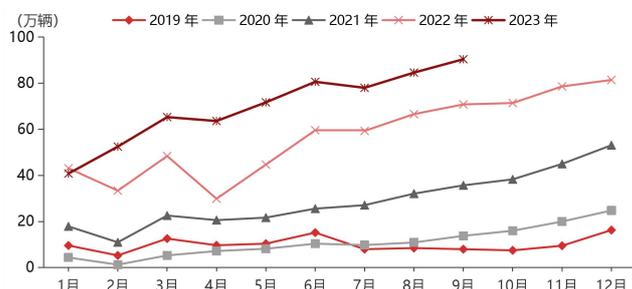
工信部等七部门印发汽车行业稳增长工作方案，2023年力争实现新能源汽车销量900万辆左右；去年底乘联会预测是850万辆。据ICA，新能源汽车耗铜83千克/辆。根据工信部等部门方案，2023年中国新能源汽车耗铜提高至74.7万吨，同比增17.66万吨。

图 35 中国新能源汽车产量



资料来源：iFinD，中国汽车工业协会，东海期货研究所

图 36 中国新能源汽车销量

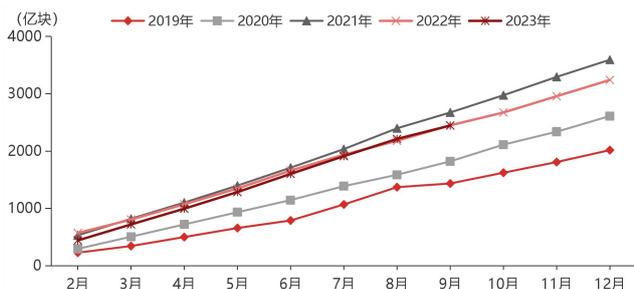


资料来源：iFinD，中国汽车工业协会，东海期货研究所

4.5. 电子

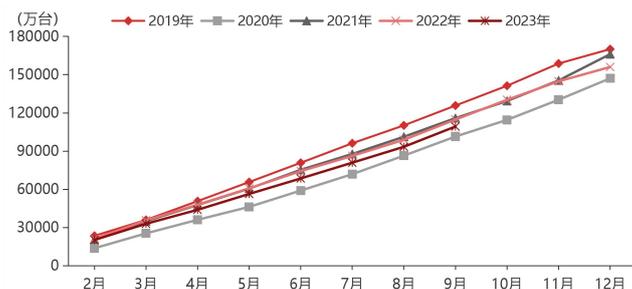
电子行业景气度向好。9月集成电路产量305亿块，环比减2.3%，但同比增16.7%，延续8月同比增长态势；移动通信手持机15941.4万台，环比增24.9%，同比增2.3%。

图 37 中国集成电路累计产量



资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

图 38 中国移动通信手持机累计产量

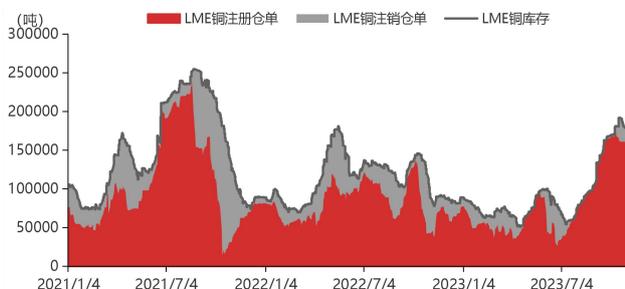


资料来源：iFinD，统计局，东海期货研究所

5. 库存

10月上旬及中旬LME铜继续累库，下旬库存有所减少但仍偏高，国内铜社会库存仍紧。10月进口窗口持续打开，保税区进一步去库，10月全球铜整体库存缩减。电网需求带动，精铜杆高开工，空调步入生产旺季，虽然供给改善，但国内社库预计仍处较低水平。

图 39 LME 铜库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 40 上期所铜库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

10月底LME铜库存178400吨，较9月底增10575吨；10月底上期所铜仓单2818吨，较9月底增410吨，上期所铜库存36408吨，减2588吨；10月底铜社会库存5.89万吨，较9月底减1.42万吨，保税区库存2.31万吨，减2.07万吨。

图 41 电解铜保税区库存



资料来源：SMM，东海期货研究所

图 42 电解铜社会库存



资料来源：SMM，东海期货研究所

6. 结构

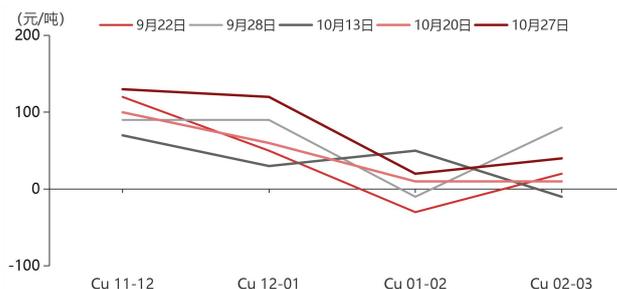
10月LME铜整体呈累库，0-3M继续显Contango结构，且现货贴水扩大，从9月底的-58美元/吨扩大至10月底的-71.75美元/吨。10月电网需求带动，精铜杆开工提高，国内铜社会库存更紧，沪铜月差仍呈Back结构且价差略有扩大。

图 43 LME 铜升贴水(0-3M)



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 44 沪铜期限结构



资料来源：iFinD，东海期货研究所

7. 结论及操作

宏观，国内通过四季度增发国债 1 万亿元和 2023 年中央预算调整方案，有利于扩大国内总需求，提振市场信心。美国核心通胀继续放缓，美联储 11 月或暂停加息。美国 10 月 Markit 制造业 PMI 初值重回扩张区间，服务业 PMI 继续提升，经济显示韧性，软着陆概率提高。

供给，由于冬储及新产能释放，国内冶炼厂对铜精矿需求增加；海外矿山供应扰动，TC 承压。中国 9 月精炼铜产量 101.2 万吨，环比增 9.3%，同比增 11.3%。10 月产量环比或略减；11 月产量预计重回 100 万吨之上。9 月精炼铜净进口环比续增；10 月进口持续盈利，进口量预计继续增加。需求，电网投资环比修复明显，电源投资同比增速仍处高水平。地产新开工和施工弱势未改，竣工表现仍较突出，带动竣工端需求。10 月商品房成交环比同比均减，一线减幅明显，二线环比略减，三线延续弱势。空调渠道库存压力有所缓解，11 月进入生产旺季，排产同比回升明显。新能源汽车产销增速同比放缓但仍处较高水平。电子行业景气度向好。库存，10 月上旬及中旬 LME 铜继续累库，下旬库存减但仍偏高，国内铜社库更紧。10 月进口窗口打开，保税区进一步去库，10 月全球铜整体库存缩减。电网需求带动，精铜杆开工提高，空调步入生产旺季，虽供给改善，但国内社库预计仍处较低水平。

综上，国内增发国债提振市场信心，中美宏观缓和改善预期，美数据显示经济韧性，软着陆概率提高，铜价偏强运行。

操作建议：单边逢低做多

风险因素：美联储紧缩超预期、社库累库超预期

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn