

2024年10月8日

关注国内增量政策出台，警惕利多出尽后期价回落 ——沪铜10月月度投资策略

投资要点：

分析师：

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68757181

邮箱：jialj@qh168.com.cn

联系人

杜扬

从业资格证号：F03108550

电话：021-68757223

邮箱：duy@qh168.com.cn

顾兆祥

从业资格证号：F3070142

电话：021-68758820

邮箱：guzx@qh168.com.cn

- **宏观：**海外美联储降息节奏对市场预期的影响相对确定，而市场对国内的增量政策出台情况仍抱有期待，关注多头情绪和市场预期对资产价格影响的连续性；警惕后续国内增量政策落地后，商品价格因利多情绪出尽而出现回落。
- **供给：**虽然铜精矿港口库存节节走高，但主要原因在于部分炼厂库存水平较高、以及部分地区转运不便，而可流通的铜精矿仍然偏紧，加工费维持在低位波动，并无明显好转迹象；国内铜炼厂在10月仍然存在减产预期、亦有部分炼厂投产，整体产量变化预计不大，而电解铜与废铜进口比价因铜价上行而有所好转，预计9-10月二者的进口量均环比8月有所好转。供应扰动仍然集中在冶炼端，在库存处于季节性相对高位的情况下，冶炼端扰动的影响范围与深度相对有限。
- **需求：**进入10月，受废铜杆开工率反弹难度较大的影响，精铜杆开工情况仍或维持高位，停产检修的影响较为有限，铜杆与电力电网仍构成铜需求的核心支撑；铜管需求或伴随空调排产及下半年旺季而有所好转，铜棒延续淡季走势而继续偏弱。在地产政策进一步放开的情况下，汽车需求预计延续良好走势，白色家电或受地产后周期消费的影响而存在较好的消费预期。总体而言，铜杆线缆、汽车消费料延续良好走势，铜管、地产及家电消费存在好转预期，整体需求维持良好的展望。
- **库存：**进入10月，电解铜的供应端仍然存在扰动，而需求维持向好预期，社会库存虽在国庆节期间存在累库的可能，但累库走势或在下游开启补库后再度延续去化。
- **展望：**预计10月期价走势受市场向好预期/情绪的影响仍然较大，叠加基本面的供应扰动和较好的消费预期，铜价仍有可能延续节前的多头走势；但需留意在增量政策落地后的利多情绪出尽带来的期价共振回落。
- **风险因素：**国庆节后，国内的增量政策出台力度不及预期，多头情绪因利多出尽而带来商品价格共振大幅回落。

正文目录

1. 行情回顾	5
2. 宏观	6
3. 供应端	7
3.1. 铜矿：矿端紧张仍然压制加工费低位运行	7
3.2. 精炼铜：10 月产量变化不大，进口量或好转	8
3.3. 供应小结	10
4. 需求端	10
4.1. 下游：铜杆需求仍有韧性，铜管或有所好转	10
4.2. 终端：消费存在向好预期	13
4.3. 需求小结	16
5. 库存：国庆节后或延续去化	16
6. 展望	17

图表目录

图 1 沪铜价格走势	5
图 2 伦铜价格走势	5
图 3 铜现货升贴水	6
图 4 沪铜月差结构	6
图 5 全球铜矿产量	8
图 6 中国铜矿砂及精矿进口量	8
图 7 铜精矿现货粗炼费	8
图 8 铜精矿港口库存	8
图 9 全球精炼铜产量	9
图 10 中国精炼铜产量	9
图 11 精炼铜进口量	9
图 12 精炼铜现货进口盈亏	9
图 13 保税区库存	10
图 14 废铜进口量	10
图 15 废铜进口盈亏	10
图 16 铜材产量	12
图 17 铜材出口量	12
图 18 精铜杆产量	12
图 19 再生铜杆产量	12
图 20 精废价差	13
图 21 铜板带产量	13
图 22 铜管产量	13
图 23 铜棒产量	13
图 24 电力设备产量	14
图 25 电力工程投资完成额	14
图 26 电网工程投资完成额	14
图 27 发电新增设备容量	14
图 28 地产竣工面积当月值	15
图 29 30 城商品房销售套数	15
图 30 汽车产量	15
图 31 新能源汽车产量	15
图 32 家用空调排产计划	16
图 33 冰箱冷柜排产计划	16
图 34 铜社会库存	17
图 35 SHFE 仓单	17
图 36 LME 库存	17
图 37 COMEX 库存	17

1. 行情回顾

截止 9 月 30 日收盘，沪铜主力合约收盘价为 78830 元，月度涨幅为 6.07%；同一时间，伦铜 3M 合约的收盘价为 9865 美元，月度涨幅为 6.63%。

9 月，沪铜价格呈现出“先回落，后上涨”的走势格局。第一阶段，9 月 2 日至 10 日，市场在 8 月交易美联储降息预期并将铜价推高后，铜价缺少基本面的强有力支撑，利多出尽后不断回落，叠加 8 月 ADP 就业人数、非农就业人数不及预期，铜价于降息前夜触底；第二阶段，9 月 11 日至 30 日，美联储降息 50bp 超过市场预期，而在 9 月中下旬，央行颁布一系列货币政策、政治局会议出台一系列政策提振市场预期，叠加下游消费带动电解铜维持大幅去库，铜价延续上行走势。

虽然铜价持续冲高，但受下游需求旺盛的影响，叠加中秋节、国庆节下游企业备货需求旺盛，电解铜社会库存持续大幅去化，现货对期货价格维持升水，并未出现大幅回落，并带动沪铜近月月差维持小 back 结构。

图 1 沪铜价格走势



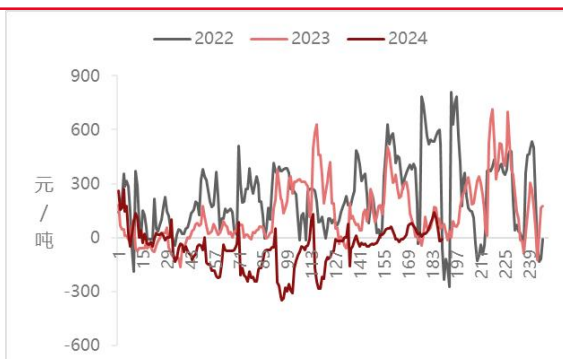
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 2 伦铜价格走势



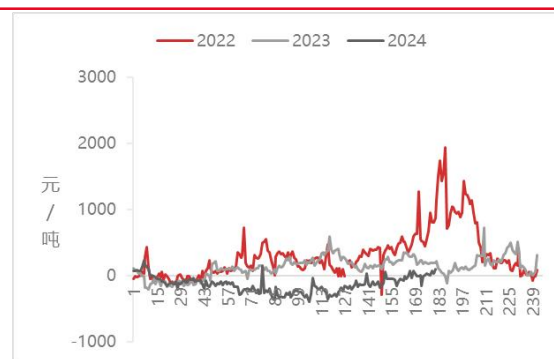
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图3 铜现货升贴水



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图4 沪铜月差结构



资料来源：iFinD，东海期货研究所

2. 宏观

10月以来，海外重要的宏观数据变动如下：2日，美国9月ADP就业人数录得14.3万人，高于预期的12万人；4日美国9月失业率录得4.1%、低于预期的4.2%，非农就业人数录得25.4万人，大幅高于预期的14万人——市场预计11、12月将分别降息25bp，美元指数大幅走强。在10月剩下的时间里，仍需关注的的数据包括：10日公布的美联储货币政策会议纪要和美国9月CPI数据、11日的美国9月PPI数据、17日的欧元区9月CPI数据和欧央行利率决议、24日美联储公布的经济状况褐皮书、30日的欧元区三季度GDP初值、美国10月ADP就业人数、美国三季度实际GDP初值、31日的欧元区10月CPI数据。

国内方面，在9月26日的中共中央政治局会议落幕后，资本市场、地产市场部分政策已然出台；而市场对国庆节后出台更多的配套政策仍然抱有预期，市场情绪延续偏多——10月8日国新办将举行新闻发布会，介绍“系统落实一揽子增量政策 扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”的情况。

海外美联储降息节奏对市场预期的影响相对确定，而市场对国内的增量政策出台情况仍抱有期待，关注多头情绪和市场预期对资产价格影响的连续性；警惕后续国内增量政策落地后，商品价格因利多情绪出尽而出现回落。

3. 供应端

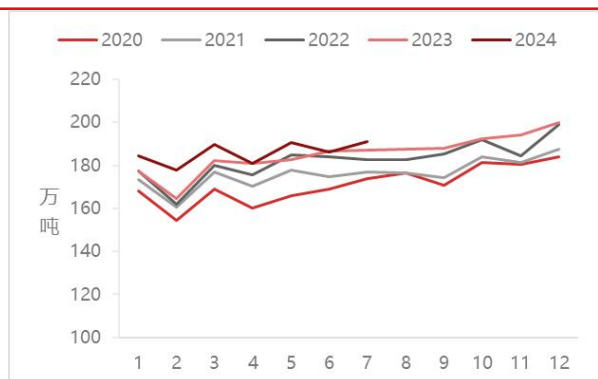
3.1. 铜矿：矿端紧张仍然压制加工费低位运行

7月，全球铜精矿产量录得191.2万吨，同比录得+2.19%，环比录得+2.63%。8月，铜精矿进口量录得257.36万吨，同比录得-4.68%，环比录得+18.88%；其中，来自于智利的进口量录得91.19万吨，来自秘鲁的进口量录得73.9万吨，进口量环比8月分别录得+11.8%、+80.16%。铜精矿供应情况逐渐宽松。

9月，全球铜矿仍以好消息居多：5日，艾芬豪矿业宣布在刚果（金）的卡莫阿-卡库拉铜矿I期、II期、III期选厂在8月份共处理110万吨矿石，合计产铜4万吨，创下全新记录；19日，第一量子矿业公司已向巴拿马科布雷铜矿的工人开放了资源退休计划，并正在等待关于巴拿马政府重启该矿的决定；23日，位于印尼的Amman Mineral公司旗下的铜冶炼厂开工，预计在今年年底开始生产阴极铜。同时，亦存在少量扰动消息：23日第一量子矿业公司称其在赞比亚的Kansanshi铜矿因意外事故暂停运营。

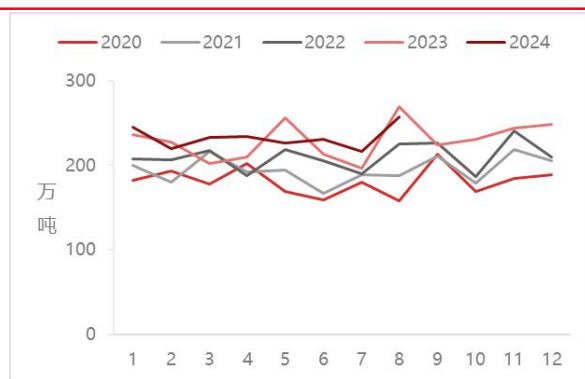
9月，铜精矿加工费先从8月30日的\$5.73/吨回落至9月20日的\$4.68/吨，后小幅反弹\$1.79至\$6.47/吨，仍然维持低位波动；港口库存从65.8万吨持续累库22.1万吨至87.9万吨，已经达到相对高位——但该累库并非铜精矿供应宽松，而是由炼厂自身库存较高、运输效率等问题带来的库存阶段性升高。炼厂加工费的低下仍然折射出矿端供应的偏紧格局。

图5 全球铜矿产量



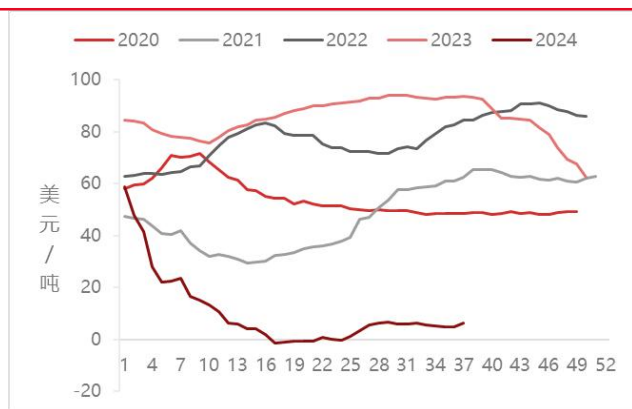
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图6 中国铜矿砂及精矿进口量



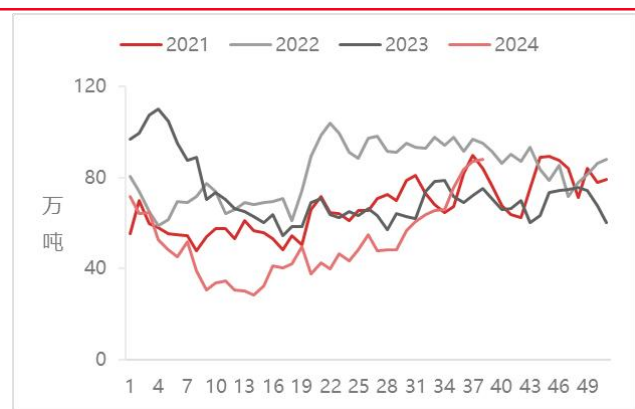
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图7 铜精矿现货粗炼费



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图8 铜精矿港口库存



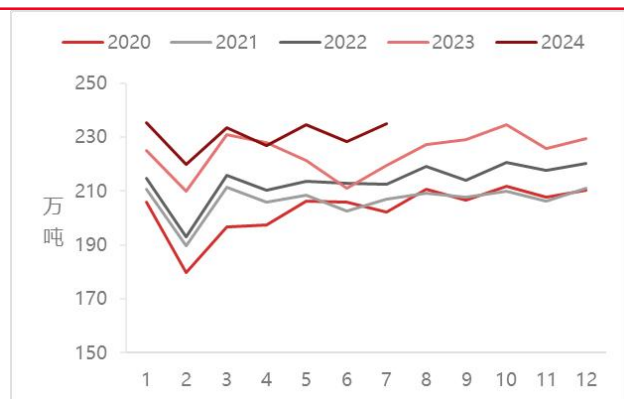
资料来源：iFinD，东海期货研究所

3.2. 精炼铜：10月产量变化不大，进口量或好转

2024年7月，全球精炼铜产量录得235.1万吨，同比录得+7.06%，环比录得+2.89%；8月国内精炼铜产量录得101.35万吨，同比录得+2.48%，环比录得-1.43%。

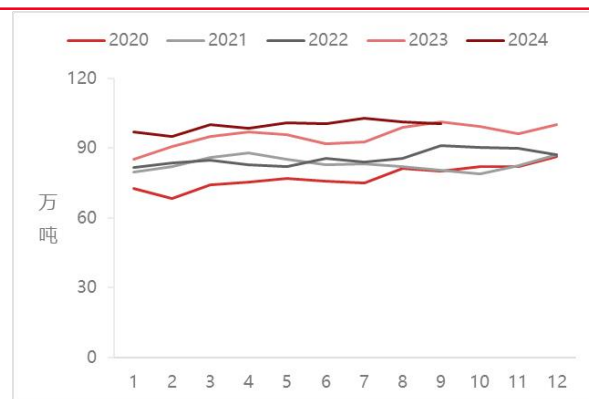
8月国内产量的环比回落，主要受华北某炼厂检修引起，同时冷料供应紧张也导致炼厂因采购不到足够原料而产量下滑。进入9月后，国内电解铜产量预计录得100.34万吨，其中，既有2家炼厂存在50万吨粗炼产能检修，也有几家炼厂的粗炼厂陆续点火。展望10月，有检修计划的冶炼厂数量将有所增加，亦有新投产能的产量释放，整体月度产量或仍维持在100万吨左右。

图9 全球精炼铜产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图10 中国精炼铜产量

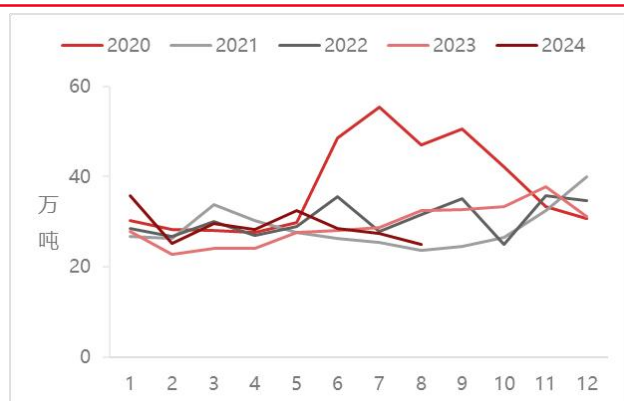


资料来源：iFinD，东海期货研究所

8月，国内精炼铜进口量录得 24.96 万吨，同比录得-23.3%，环比录得-9.03%——主要受当月进口比价亏损天数增多、进口盈亏在盈亏平衡附近变动的影响。进入 9 月后，随着铜价的大幅上行，进口盈利情况显著好转，精炼铜现货进口盈亏在（-1.74%，2.57%）内波动，折合人民币波动范围处于（-1366.9，1847.48）元/吨之间，且进口盈利天数明显高于 8 月，带动电解铜保税区库存从 9 月初的 7.39 万吨持续回落至月末的 5.85 万吨，去化幅度为 1.54 万吨，9-10 月电解铜进口量或好转。

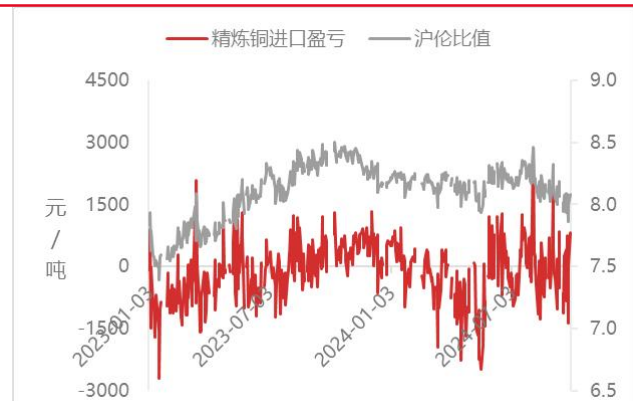
8 月，废铜进口量录得 16.95 万吨，同比录得+8.83%，环比录得-12.63%，同样受到进口亏损扩大的影响；进入 9 月后，废铜进口亏损有所收窄，进口亏损处于（-3478.51，737.19）元/吨之间波动，废铜在 9-10 月的进口量或与电解铜进口量共同有所好转。

图11 精炼铜进口量



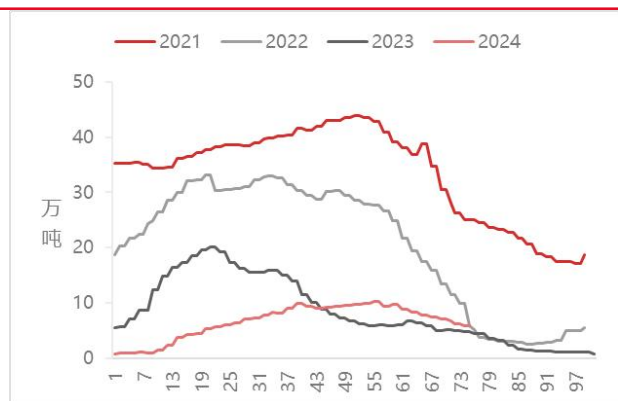
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图12 精炼铜现货进口盈亏



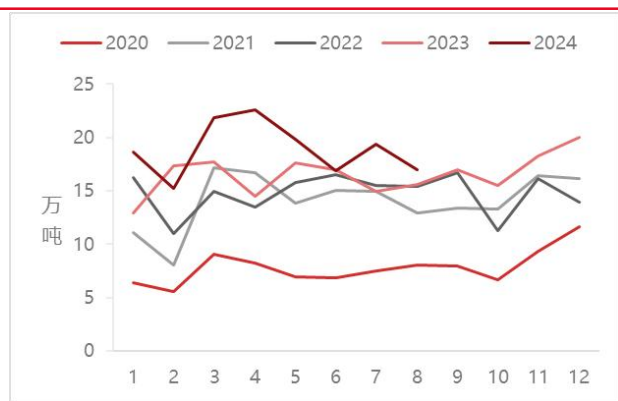
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 13 保税区库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 14 废铜进口量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 15 废铜进口盈亏



资料来源：iFinD，东海期货研究所

3.3. 供应小结

总体来看，虽然铜精矿港口库存节节走高，但主要原因在于部分炼厂库存水平较高、以及部分地区转运不便，而可流通的铜精矿仍然偏紧，加工费维持在低位波动，并无明显好转迹象；国内铜炼厂在 10 月仍然存在减产预期、亦有部分炼厂投产，整体产量变化预计不大，而电解铜与废铜进口比价因铜价上行而有所好转，预计 9-10 月二者的进口量均环比 8 月有所好转。供应扰动仍然集中在冶炼端，在库存处于季节性相对高位的情况下，冶炼端扰动的影响范围与深度相对有限。

4. 需求端

4.1. 下游：铜杆需求仍有韧性，铜管或有所好转

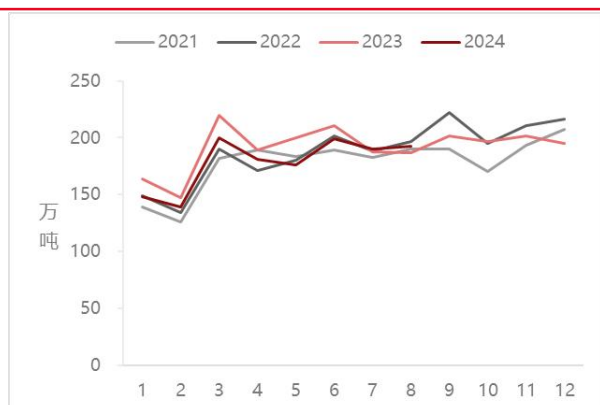
2024年8月，国内铜材产量录得192.55万吨，同比录得+3.19%，环比录得+1.34%；出口量录得10.49万吨，同比录得+39.1%。细分到下游来看，8月各主要下游铜加工业的产量与产能利用率如下：精铜杆产量录得83.91万吨，产能利用率录得65.13%，环比录得+2.96%；再生铜杆产量录得12.18万吨，产能利用率录得20.6%，环比录得-9.56%；铜板带产量录得21.06万吨，产能利用率录得71.7%，环比录得+0.31%；铜管产量录得13.53万吨，产能利用率录得58.34%，环比录得-5.71%；铜棒产量录得10.16万吨，产能利用率录得51.74%，环比录得-0.18%。8月铜材总产量出现一定幅度的反弹，细分下游则涨跌不一：废铜杆在“反向开票”政策的影响下开工率大幅下滑，在精废价差相对偏低的情况下，其需求逐渐转向精铜杆，带动精铜杆开工率持续维持在高位；铜管因进入淡季低排产而开工率持续低迷，铜棒、铜板带的开工则相对稳定。

9月以来，精铜杆样本企业的周度综合开工率分别录得78.15%、81.72%、79.32%、84.92%，周均开工率为81.03%，环比8月的周均78.72%反弹了2.31%，开工情况持续好转，受上半年招投标线缆订单逐渐兑现提货的影响，以及中秋节、国庆节下游企业备货需求的带动。但多数铜杆厂在10月国庆节前后存在检修停产的情况，另外铜价冲高后压制终端需求，10月整体开工、产量情况或有所回落，但仍居于高位。

再生铜杆样本企业在9月的周度开工率分别录得14.72%、12.29%、15.69%、16.17%，周均开工率录得14.72%，环比8月的周均17.14%的开工率回落2.42%，主要受原料采购困难、地方政府税收返还政策不明朗、精废价差低位波动等因素的影响。但在9月中下旬后，随着铜价的持续上行，再生铜持货商逢高销售，缓解原料紧缺的情况；而精废价差的扩大也为废铜杆的销售提供了经济性，部分地方的补贴和经营优惠政策落地，开工情况小幅好转；但受铜价上涨过快的影响，终端线缆客户观望情绪亦有所反弹。预计10月再生铜杆开工率将有所好转，但在原料、政策因素制约下，反弹幅度或相对较小。

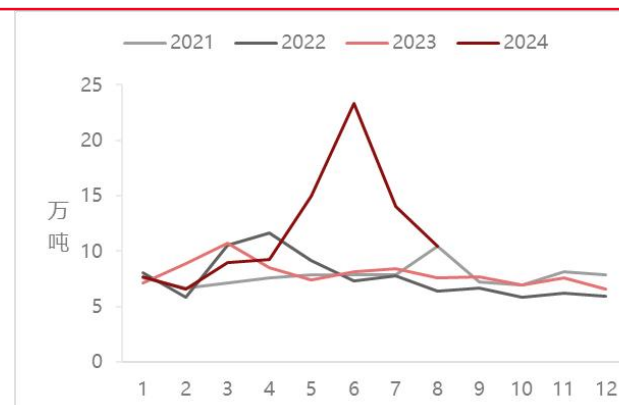
铜管方面，样本企业在9月的月度开工率预计录得65.42%，与8月开工率持平，主要受空调排产数量和空调维修需求季节性下降的影响；而在10月空调排产情况有所反弹、下半年旺季逐渐临近的情况下，铜管企业开工率或环比9月有所反弹。铜棒方面，样本企业在9月的月度开工率预计录得53.8%，环比8月反弹3.24%，主要受季节性需求反弹和节假日下游备货需求好转的影响；而进入10月后，其需求或延续淡季偏弱的走势。

图 16 铜材产量



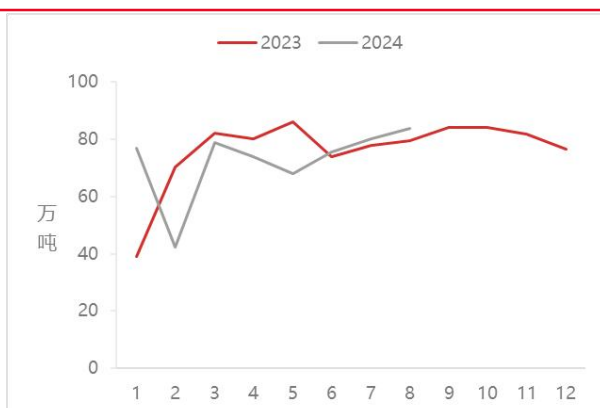
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 17 铜材出口量



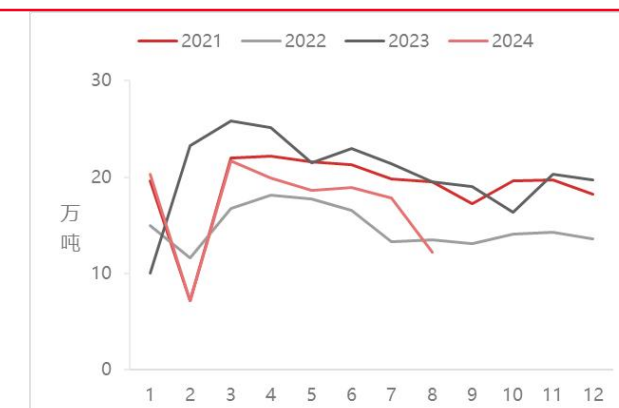
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 18 精铜杆产量



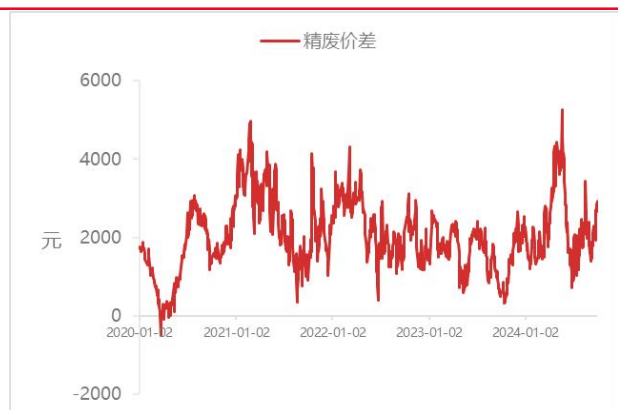
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 19 再生铜杆产量



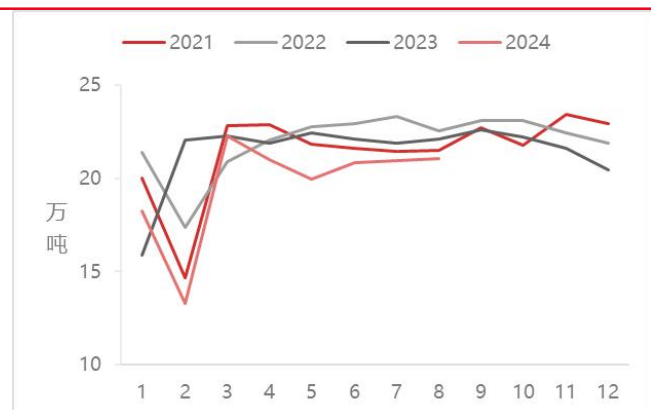
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 20 精度价差



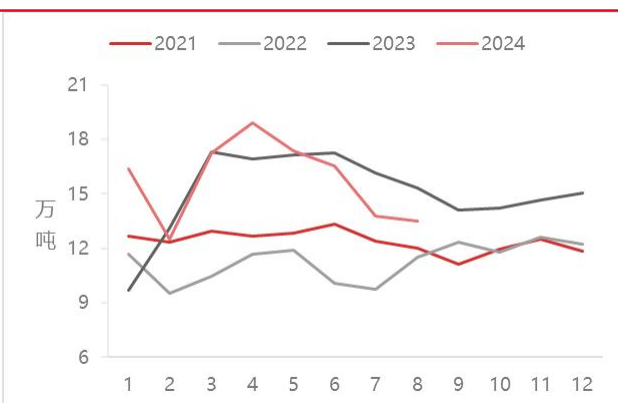
资料来源：iFind, 东海期货研究所

图 21 铜板带产量



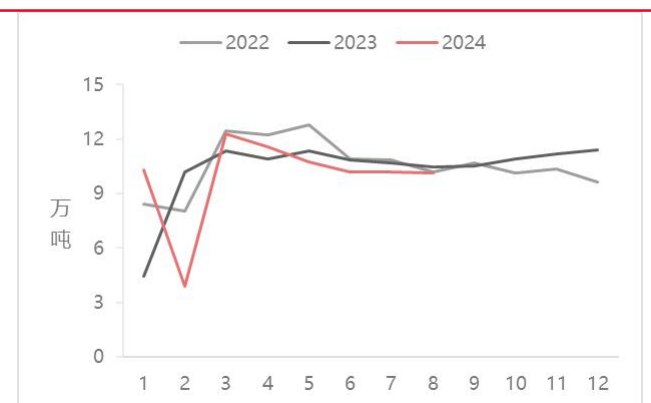
资料来源：iFind, 东海期货研究所

图 22 铜管产量



资料来源：iFind, 东海期货研究所

图 23 铜棒产量



资料来源：iFind, 东海期货研究所

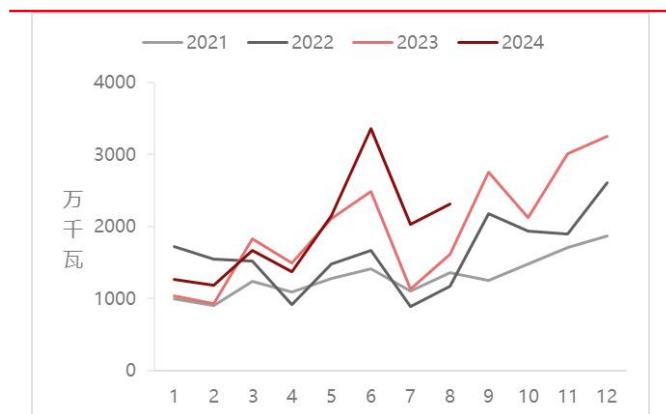
4.2. 终端：消费存在向好预期

从终端消费来看，主要包括电力电网、汽车、地产及其带动的家电消费。

电力方面，8 月电力设备产量录得 2317.82 万千瓦，同比录得+43.44%，环比录得+14.11%；电力工程投资完成额当月值录得 1201 亿元，同比录得+30.26%，环比录得+6.85%；电网工程投资完成额当月值录得 383 亿元，同比录得+65.09%；发电新增设备容量当月值录得 2511 万千瓦，同比录得-4.85%，其中，太阳能新增设备容量录得 1646 万千瓦，同比录得+2.88%，风电当月新增设备容量录得 370 万千瓦，同比录得+41.76%。

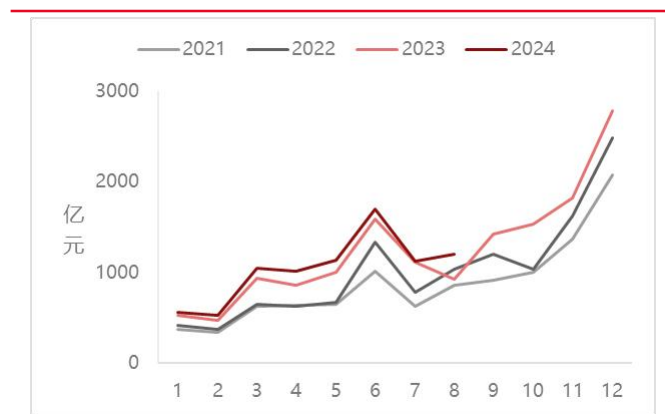
在 8 月国内高温、降雨情况有所缓解的情况下，电力电网工程投资完成情况有所好转，而在“金九银十”的旺季影响下，前期线缆厂面临前期中标订单交付而需求增长，料该需求将延续至 10 月。

图 24 电力设备产量



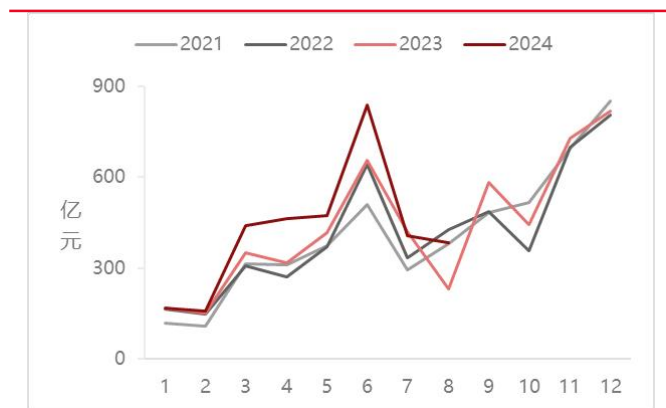
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 25 电力工程投资完成额



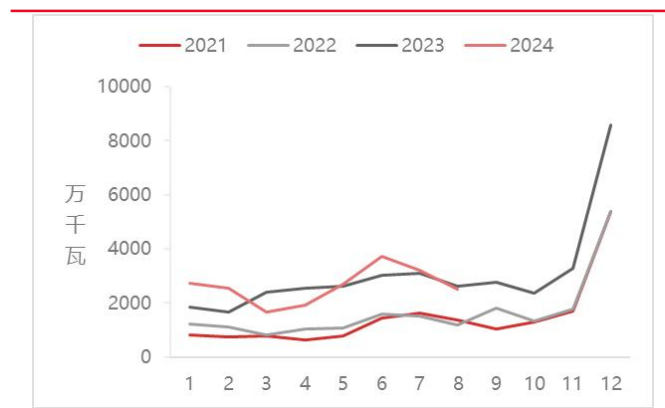
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 26 电网工程投资完成额



资料来源：iFinD，东海期货研究所

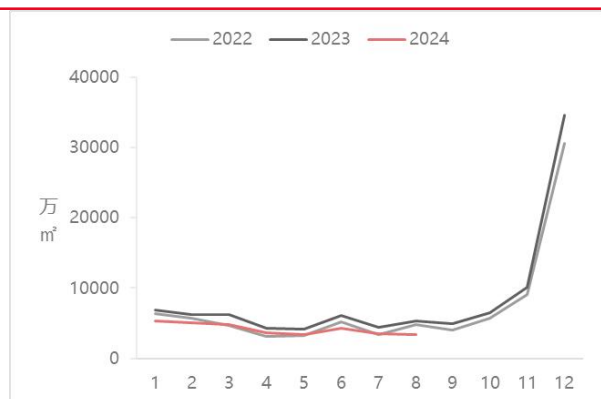
图 27 发电新增设备容量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

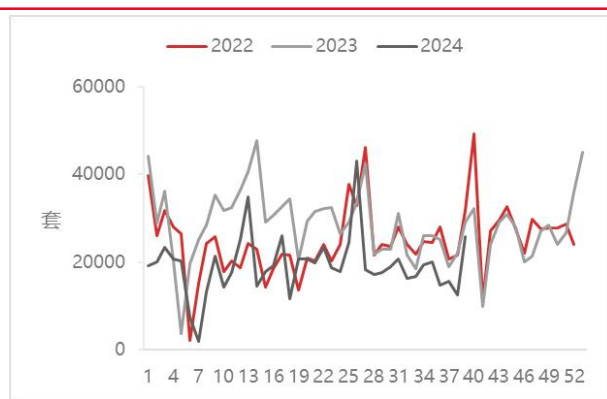
地产方面，8 月国内地产竣工面积当月录得 3377.04 万 m²，同比录得-36.53%，环比录得-3.45%；截止 9 月 29 日，30 大中城市商品房当周成交套数录得 25832 套，出现一定幅度的反弹，主要受季度末地产销售冲业绩等因素的影响。

图 28 地产竣工面积当月值



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 29 30 城商品房销售套数

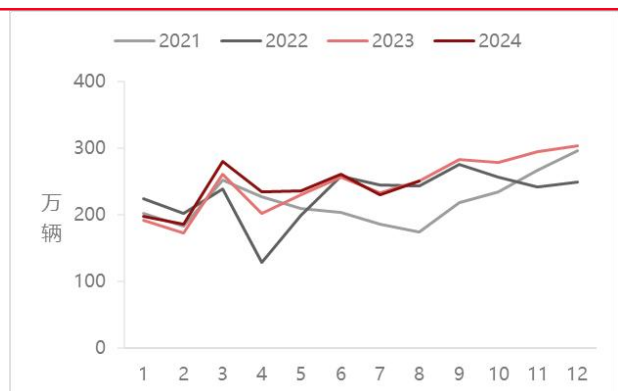


资料来源：iFinD，东海期货研究所

汽车方面，8 月国内汽车产量录得 251.13 万辆，同比录得-2.3%；其中，新能源汽车产量录得 110.5 万辆，同比录得+30.5%。

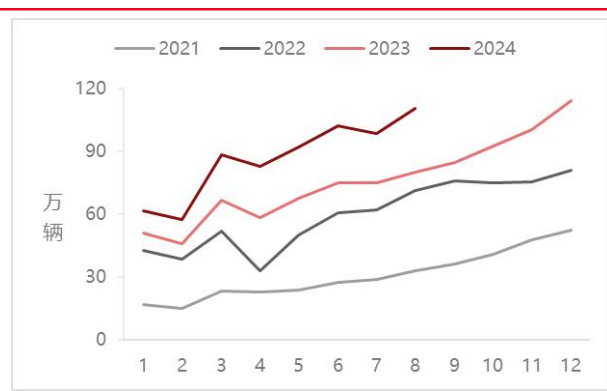
白色家电方面，8 月空调产量录得 1498.05 万台，同比录得-8.84%，环比录得-25.84%；洗衣机产量录得 1011.15 万台，同比录得+10.26%，环比录得+19.58%；电冰箱产量 897.67 万台，同比录得+7.08%。排产方面，10 月家用空调、冰箱冷柜、洗衣机的排产量分别录得 1177 万台、1120 万台、836 万台，月度环比分别录得+11.25%、-0.88%、+9.14%。

图 30 汽车产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 31 新能源汽车产量



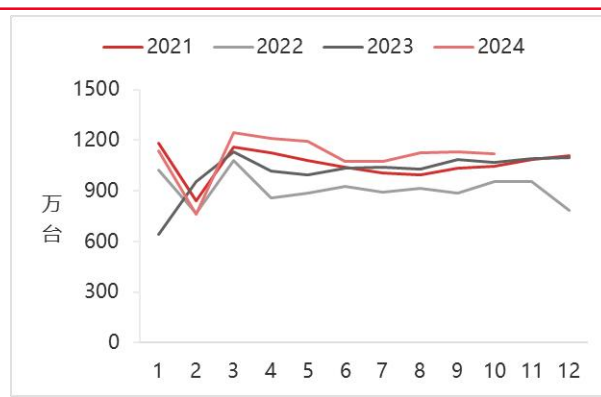
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 32 家用空调排产计划



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 33 冰箱冷柜排产计划



资料来源：iFinD，东海期货研究所

随着9月中下旬国内利好政策的发布和不断落地，股市等资本市场情况明显好转，地产市场销售情况亦存在好转预期，或带动地产后消费行情的好转，汽车、白色家电等消费或在四季度维持良好的态势。

4.3. 需求小结

进入10月，受废铜杆开工率反弹难度较大的影响，精铜杆开工情况仍或维持高位，停产检修的影响较为有限，铜杆与电力电网仍构成铜需求的核心支撑；铜管需求或伴随空调排产及下半年旺季而有所好转，铜棒延续淡季走势而继续偏弱。在地产政策进一步放开的情况下，汽车需求预计延续良好走势，白色家电或受地产后周期消费的影响而存在较好的消费预期。总体而言，铜杆线缆、汽车消费料延续良好走势，铜管、地产及家电消费存在好转预期，整体需求维持良好的展望。

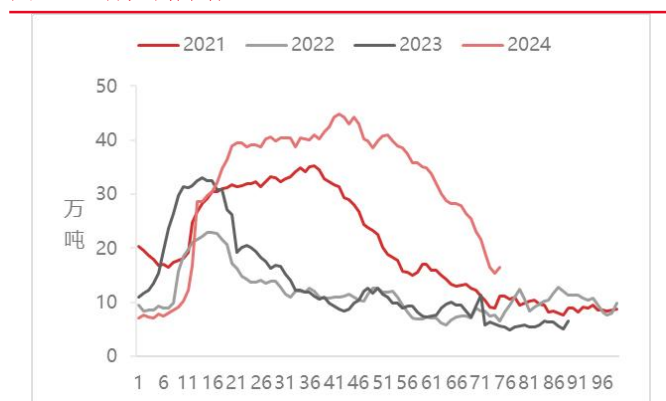
5. 库存：国庆节后或延续去化

社会库存方面，9月30日电解铜社会库存录得16.55万吨，较9月2日的26.46万吨去库9.91万吨；上期所仓单从9月2日的13.3吨去库8.29万吨至30日的5.2万吨。

9 月间 LME 库存持续回落，从 2 日的 32 万吨共计去化 2.28 万吨，至 30 日的 29.8 万吨，去化速度相对平缓；而 COMEX 库存则延续累库的走势，从 1 日的 40117 短吨累库 23428 短吨，至 30 日的 63545 短吨。

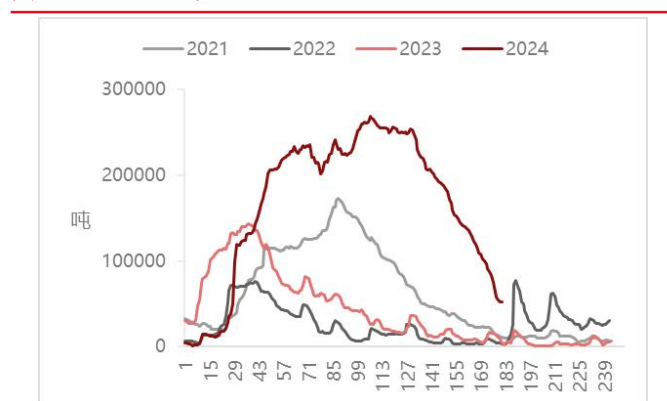
进入 10 月，电解铜的供应端仍然存在扰动，而需求仍然维持向好预期，社会库存虽在国庆节期间存在累库的可能，但累库走势或在下游开启补库后再度延续去化。

图 34 铜社会库存



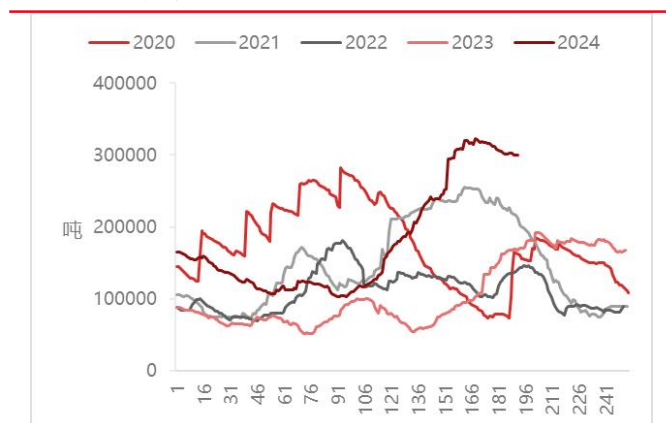
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 35 SHFE 仓单



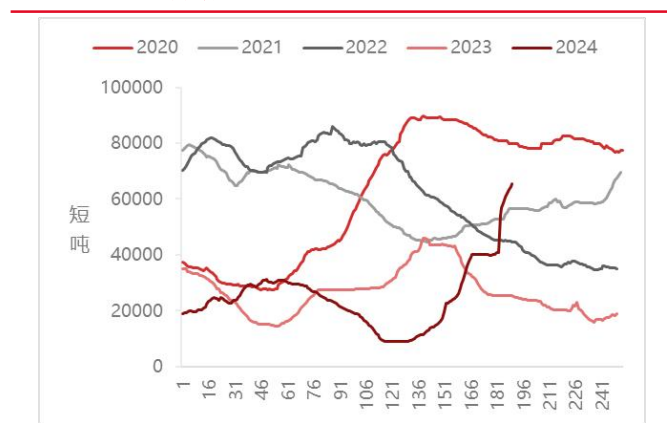
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 36 LME 库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 37 COMEX 库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

6. 展望

宏观方面，海外美联储降息节奏对市场预期的影响相对确定，而市场对国内的增量政策出台情况仍抱有期待，关注多头情绪和市场预期对资产价格影响的连续性；警惕后续国内增量政策落地后，商品价格因利多情绪出尽而出现回落。

基本面上，供应端，铜精矿港口库存虽节节走高、但可流通货源仍然偏紧，加工费低位波动，矿端供应偏紧的格局虽未改变；国内炼厂在 10 月仍有减产、新投产预期，整体产量变化预计不大，进口盈利状况好转、10 月进口量或环比好转。需求端，精铜杆开工虽回落但仍维持高位，与电力电网构成铜需求的核心支撑；铜管需求或伴随空调排产及下半年旺季而有所好转，铜棒延续淡季走势而继续偏弱；但在国内地产等增量政策不断推出的情况下，地产、汽车、家电消费或存在好转预期，整体需求预期向好。库存方面，在经过国庆的短暂累库后，下游企业在节后存在补库需求，库存或将延续去化走势。

铜价走势方面，预计 10 月期价走势受市场向好预期/情绪的影响仍然较大，叠加基本面的供应扰动和较好的消费预期，铜价仍有可能延续节前的多头走势；但需留意在增量政策落地后的利多情绪出尽带来的期价共振回落。

风险因素：国庆节后，国内的增量政策出台力度不及预期，多头情绪因利多出尽而带来商品价格共振大幅回落。

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