

2024年11月4日

关注内外宏观因素驱动，警惕铜价剧烈波动

——沪铜11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

戴纪煌

从业资格证号：F03137672

电话：021-68758820

邮箱：daijh@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：**关注美国大选结果及执行政策对铜需求预期的影响，同时，重点关注财政政策力度是否超出市场预期、及其对国内需求和铜等有色金属价格的提振作用。留意特朗普当选后其制造业回流政策和国内财政政策超预期下的内外需求共振导致的铜价大幅上行。
- **供给：**铜精矿产量稳步增长，国内进口量虽小幅下滑、却对加工费和炼厂原料库存无明显影响，而小幅反弹的加工费反映了铜矿采购的边际好转，暂时无需对铜精矿紧张扰动而担忧；因炼厂检修增加，国内产量在11月或延续下滑，但电解铜与废铜进口比价好转，预计10-11月的进口量或维持增长。
- **需求：**“金九银十”旺季已过、进入11月后，虽然电力电网的安装进度仍然维持高速，但对铜杆和电解铜的需求拉动已开始逐渐回落；而汽车、家电等消费对铜管、铜棒的需求仍然具有一定支撑；虽然地产销售在10月出现好转，但对后周期消费的拉动仍需时间，暂难直接对电解铜形成增量需求，整体需求状况或逐渐走弱。
- **库存：**进入11月后，虽然下游消费逐渐走弱却仍具有一定韧性，同时国内电解铜产量亦存在下降预期，预计社会库存将延续去化走势，但去化速度将不及9月。
- **价格：**铜价走势方面，11月期价走势主要受美国大选和国内财政政策力度的驱动，警惕内外宏观因素共振带来的铜价重心上移；但铜的供应无明显扰动，而下游需求逐渐转淡，整体供需矛盾并不突出，或在宏观因素引起铜价冲高后、限制铜价上行幅度，甚至带动期价出现回落。
- **风险因素：**哈里斯当选的同时国内财政政策力度不及预期，对铜的需求提振有限，叠加铜基本面供需矛盾并不突出，带动铜价大幅回落。

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 宏观	5
3. 供应端	5
3.1. 铜矿：暂未构成供应扰动	6
3.2. 精炼铜：产量或延续下滑，进口量料维持增长	7
3.3. 供应小结	9
4. 需求端	9
4.1. 下游：铜杆消费渐回落，铜管铜棒仍有韧性	9
4.2. 终端：消费或强劲，但较难拉动对铜的需求	12
4.3. 需求小结	14
5. 库存：去化速度或将放缓	15
6. 展望	16

图表目录

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

1. 行情回顾

截止 10 月 31 日收盘，沪铜主力合约收盘价为 76540 元，月度跌幅为 2.87%；伦铜 3M 合约的收盘价为 9547 美元，月度跌幅为 3.22%。

10 月，沪铜价格呈现出“先回落，后震荡整理”的走势格局。第一阶段，10 月 8 日至 17 日，国庆节后市场利多情绪短暂出尽，带动铜价与其他有色金属共振回落，叠加 10 月 12 日财政部表示具体政策力度需等待流程走完后方能公布，市场情绪有所回落，一度触及 75970 元的低位；第二阶段，10 月 18 日至 31 日，市场对后期财政政策力度仍有期待，同时美国大选即将落地，市场情绪维持中性，铜价窄幅震荡整理、等待突破时机。

虽然铜价回落整理，但受下游铜杆消费走弱的影响，叠加电解铜社会库存假期累库的影响，电解铜现货对期货价格转为贴水，并带动沪铜近月月差维持小 contango 结构。

图 1 沪铜价格走势



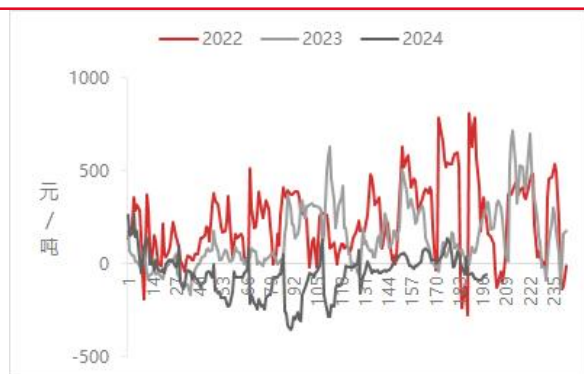
资料来源：iFIND，东海期货研究所

图 2 伦铜价格走势



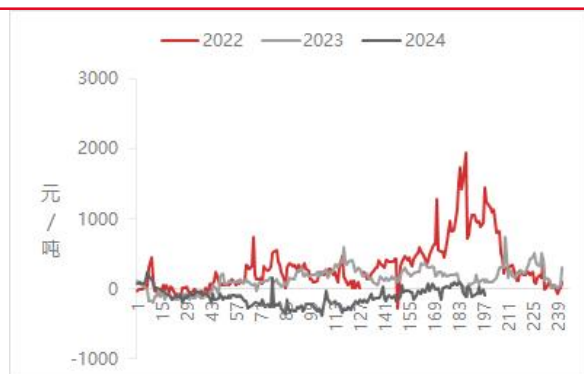
资料来源：iFIND，东海期货研究所

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

进入11月后，关注的宏观数据如下：8日美联储利率决议及相应的货币政策新闻发布会，13日美国10月CPI，14日欧央行货币政策会议纪要，15日的中国10月社零总额和规模以上工业增加值、美国10月零售销售月率，19日欧元区10月CPI、美国10月新屋开工总述和营建许可总数，21日美国10月成屋销售总数，26日美国10月美国新屋销售总数，27日美国10月核心PCE物价指数，30日中国11月官方制造业PMI。

除宏观数据外，重点关注11月5日美国大选的情况，留意在特朗普当选的情况下，其减税、再工业化等政策对铜需求的提振预期和价格上行；亦关注哈里斯当选的情况下，其降物价等措施对铜等需求无明显拉动而带来的价格回落。国内方面，关注11月4日至8日举行的十四届全国人大常委会第十二次会议，留意财政政策力度超预期对铜和有色金属需求的提振、以及铜价的突破上行，亦要留意财政政策力度不及预期的情况下，有色金属供需矛盾走弱导致的价格向下突破。

3. 供应端

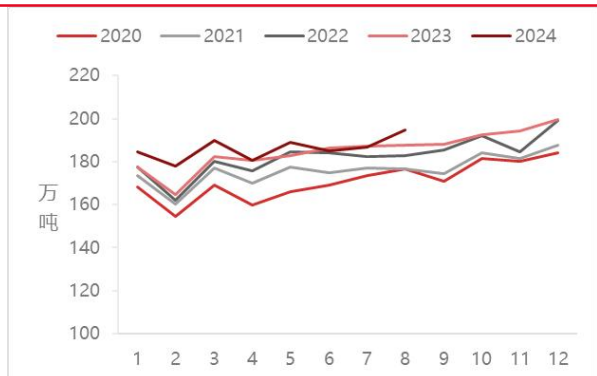
3.1. 铜矿：暂未构成供应扰动

8月，全球铜精矿产量录得194.5万吨，同比录得+3.62%，环比录得+4.07%；9月，铜精矿进口量录得243.55万吨，同比录得+8.73%，环比录得-5.36%；其中，来自于智利的进口量录得77.24万吨，来自秘鲁的进口量录得48.06万吨，进口量环比8月分别录得-15.29%、-34.97%。全球铜精矿供应量稳步增长，中国铜精矿进口量虽小幅回落，但并未对加工费造成显著影响。

10月，全球铜矿的相关消息好坏参半：14日，印尼考虑将发放给印尼自由港、安曼矿业的铜精矿出口许可证在到期后延长至多两个月时间；中旬，艾芬豪矿业公司下调了其2024年的铜精矿产量指引；下旬，自由港麦克莫兰因其在印尼的新冶炼厂发生火灾，而将其印尼精炼铜的销售推迟至2025年二季度。整体对全球铜矿供应的影响并不大。

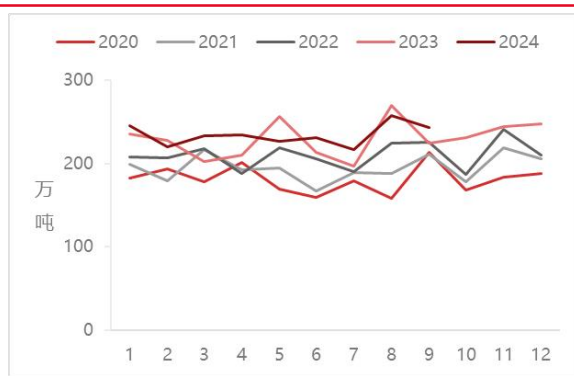
10月，铜精矿加工费从9月27日的\$6.47/吨持续反弹至10月25日的\$10.86/吨，出现较为连续的反弹迹象；港口库存从87.9万吨累库6.9万吨至94.8万吨，中途出现小幅去库。虽然铜精矿供应偏紧的格局尚未彻底扭转，但逐渐小幅反弹的加工费反应出实际采购中偏紧格局的边际好转，暂不用为铜精矿的紧张而担忧。

图5 全球铜矿产量



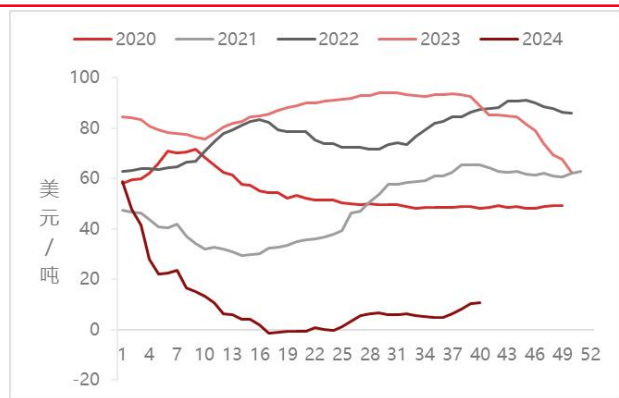
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图6 中国铜矿砂及精矿进口量



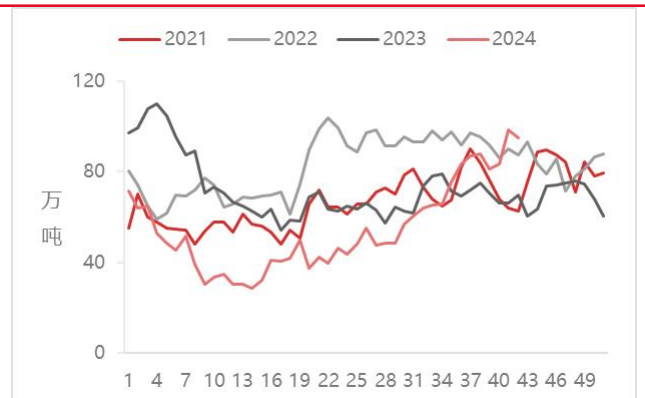
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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



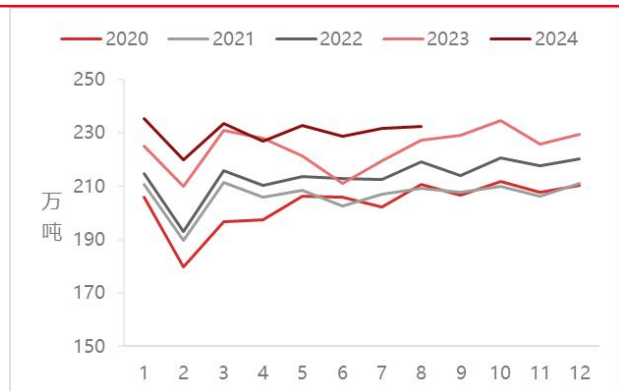
资料来源：iFinD，东海期货研究所

3.2. 精炼铜：产量或延续下滑，进口量料维持增长

2024年8月，全球精炼铜产量录得232.3万吨，同比录得+2.15%，环比录得+0.22%；9月国内精炼铜产量录得100.43万吨，同比录得-0.76%，环比录得-0.91%。

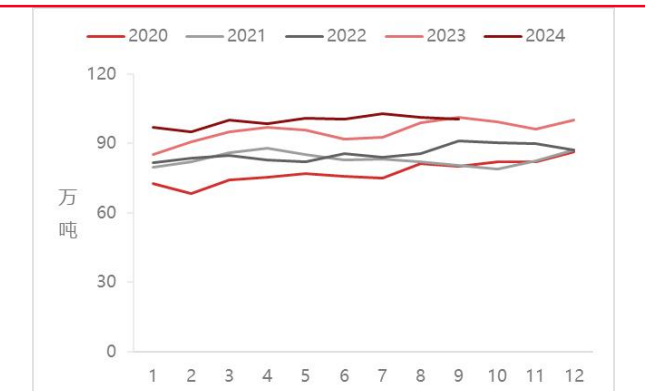
9月国内产量的环比回落，主要受华北某炼厂检修引起，同时冷料供应紧张也导致炼厂因采购不到足够原料而产量下滑。进入10月后，国内电解铜产量预计录得99.35万吨，环比9月再度回落，主要因5家炼厂的104万吨粗炼产能检修所致。展望11月，有检修计划的冶炼厂数量预计增加至8家，整体月度产量或环比10月维持下降走势。

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



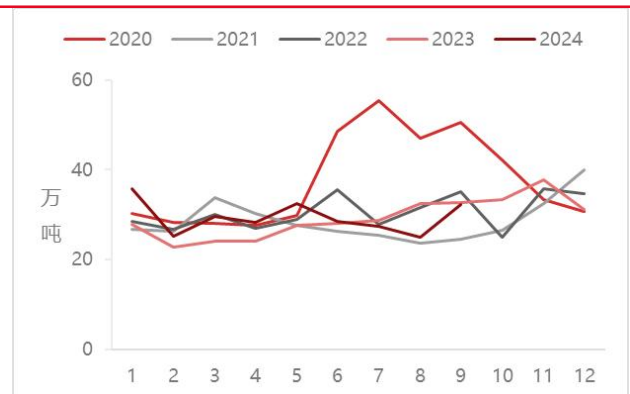
资料来源：iFinD，东海期货研究所

9月，国内精炼铜进口量录得32.25万吨，同比录得-1.71%，环比录得+29.19%——主要受当月进口比价亏损天数减少、进口利润整体好转的影响。进入10月后，在内外盘铜价共振回落的影响下，海外跌幅更为明显，进口盈利情况边际好转，

精炼铜现货进口盈亏在（-0.47%，1.48%）内波动，折合人民币波动范围处于（-361.42，1147.16）元/吨之间，且进口亏损天数明显少于9月，带动电解铜保税区库存从10月初的5.85万吨小幅回落至月末的5.67万吨，去化幅度为0.18万吨。在10月进口盈利显著好转的情况下，叠加时滞因素，电解铜在11月的进口量或延续向好走势。

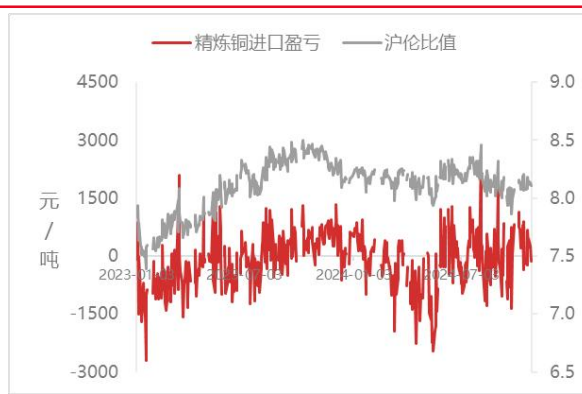
9月，废铜进口量录得16.03万吨，同比录得-5.84%，环比录得-5.3%，同样受到进口亏损扩大的影响；进入10月后，废铜进口亏损有所收窄，进口亏损处于（-1630.53，-51.89）元/吨之间波动，预计废铜在10-11月的进口量将出现好转。

图 11 精炼铜进口量



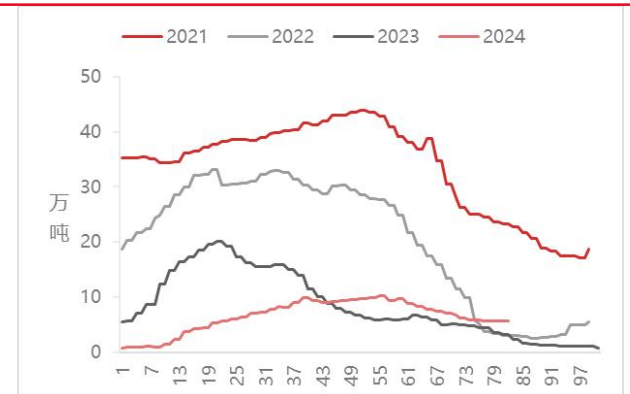
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 12 精炼铜现货进口盈亏



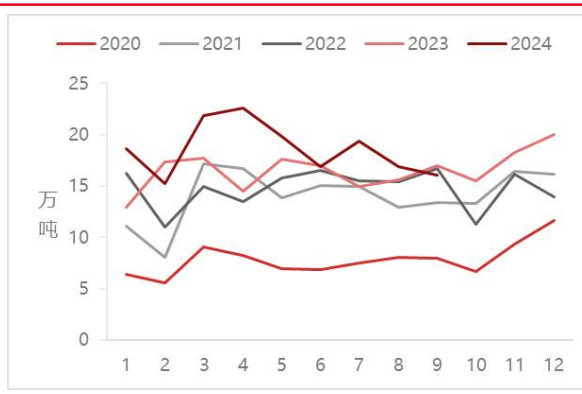
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 13 保税区库存



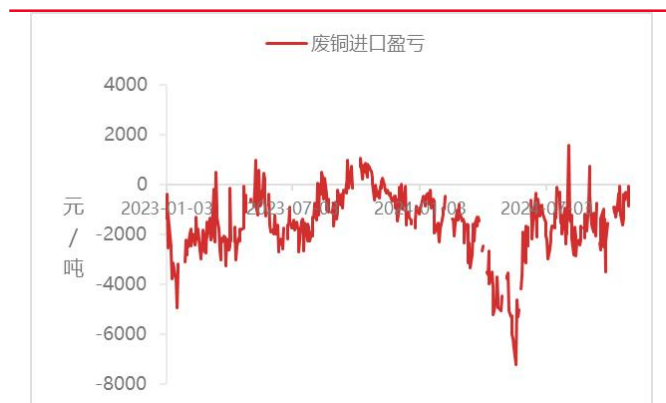
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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，铜精矿产量稳步增长，国内进口量虽小幅下滑、但对加工费和炼厂原料库存无明显影响，而小幅反弹的加工费反映铜矿采购的边际好转，暂时无需对铜精矿紧张扰动而担忧；因炼厂检修增加，国内产量在 11 月或延续下滑，但电解铜与废铜进口比价好转，预计 10-11 月的进口量或维持增长。

4. 需求端

4.1. 下游：铜杆消费渐回落，铜管铜棒仍有韧性

2024 年 9 月，国内铜材产量录得 201.26 万吨，同比录得-0.07%，环比录得+4.52%；出口量录得 7.76 万吨，同比录得+0.3%。细分到下游来看，9 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 82.39 万吨，产能利用率录得 66.08%，环比录得+0.95%；再生铜杆产量录得 13.64 万吨，产能利用率录得 23.84%，环比录得+3.24%；铜板带产量录得 21.5 万吨，产能利用率录得 73.19%，环比录得+1.49%；铜管产量录得 14.15 万吨，产能利用率录得 61.02%，环比录得+2.68%；铜棒产量录得 10.29 万吨，产能利用率录得 52.42%，环比录得+0.68%。9 月铜材总产量环比维持增长，

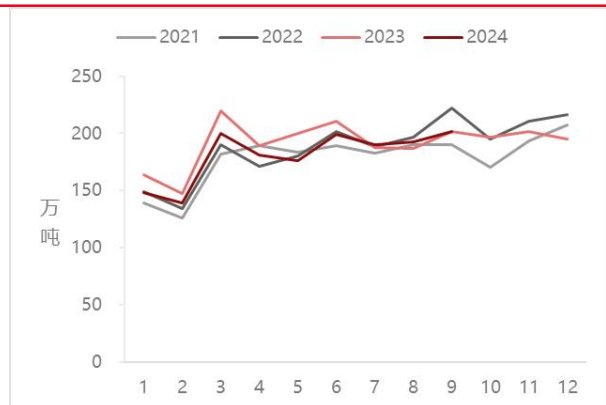
主要受“金九”旺季的影响，同时因国庆假期较长，部分10月需求前置至9月，带来整体铜材产量的环比大幅增长。

10月以来，精铜杆样本企业的周度综合开工率分别录得55.88%、60.43%、78.89%、76.52%，周均开工率为67.93%，环比9月的周均81.03%大幅回落了13.1%。10月开工率回落主要受到国庆假期部分铜杆厂停工放假的影响，节后复产便带动开工率迅速回升；但当前需求部分已在9月提前消化，且终端项目无明显增量，导致10月订单情况整体走弱，难以恢复至9月的高位。进入11月后，账期问题成为铜杆企业接订单的重要考虑因素，开工率恐因此而进一步回落。

再生铜杆样本企业在10月的周度开工率分别录得25.71%、24.12%、20.41%，周均开工率录得23.41%，环比9月的周均14.72%的开工率录得+8.69%，主要受各地方政府税收返还政策已明确的影响，再生铜杆厂在国庆节后纷纷复产；但10月中下旬后，再生铜原料价格高企、甚至一度倒挂再生铜杆价格，导致开工率逐渐回落。受原料紧张的影响，叠加铜杆需求逐渐回落，恐11月再生铜杆厂的开工率难有起色。

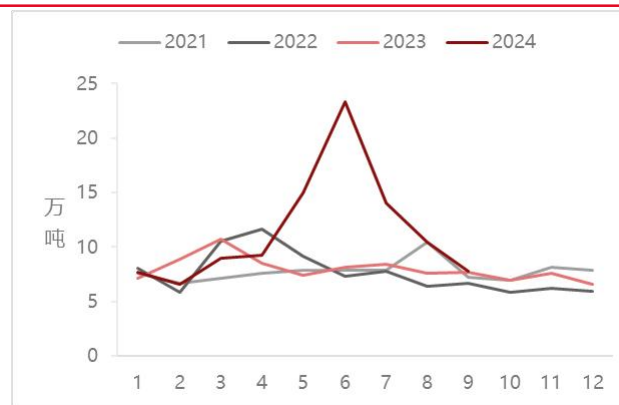
铜管方面，样本企业在9月的月度开工率录得65.35%，环比8月开工率录得-0.08%，主要受中小铜管厂内外贸订单下滑的影响。10月铜管开工率预计录得67.43%，环比9月录得+2.09%，主要受空调排产反弹的带动。铜棒方面，样本企业在9月的月度开工率录得50.98%，环比8月小幅反弹0.42%，主要受国庆节前下游备货需求好转的影响，实际消费未明显好转；而进入10月后，铜棒开工率预计录得52.21%，环比增长1.23%，主要受四季度传统旺季的影响：制冷行业阀门需求开始恢复，同时，海外对水暖卫浴的需求也将增加。

图 16 铜材产量



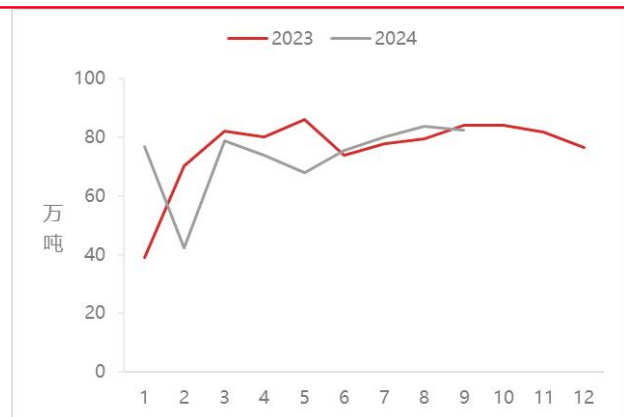
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 17 铜材出口量



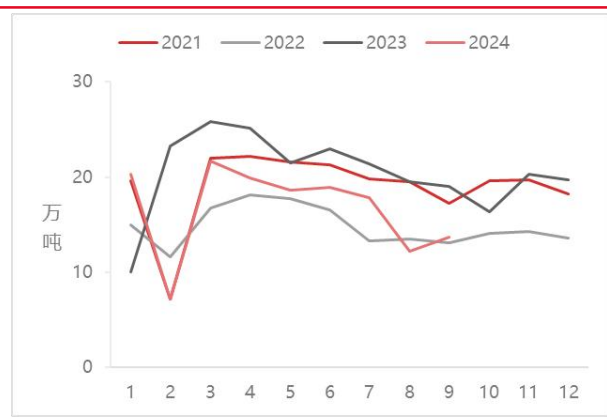
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 18 精铜杆产量



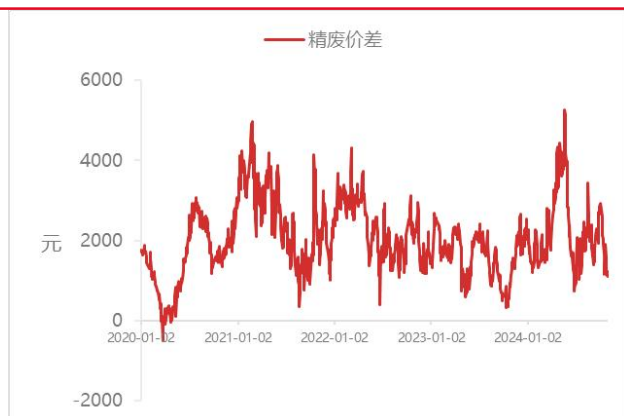
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 19 再生铜杆产量



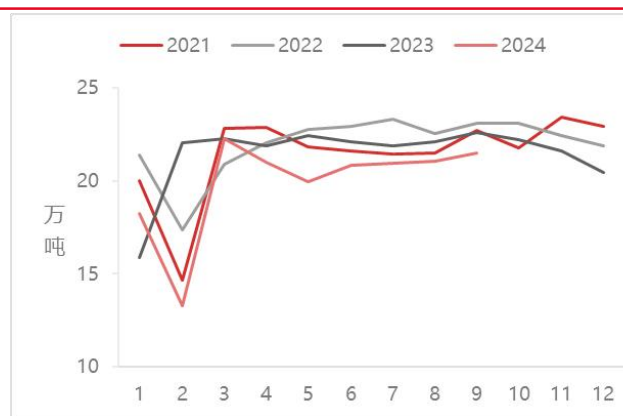
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 20 精废价差



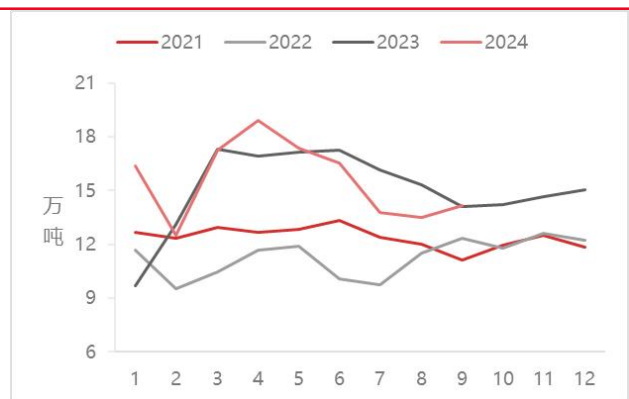
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

图 21 铜板带产量



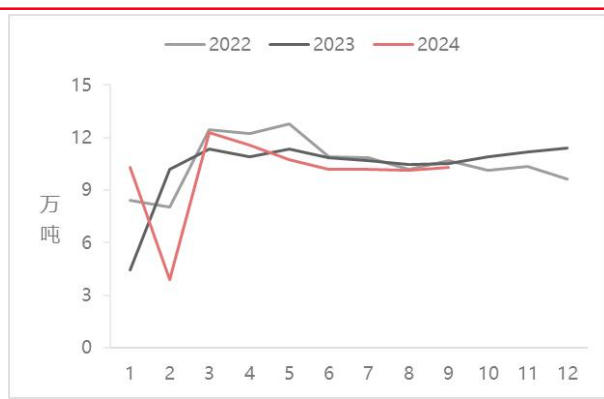
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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

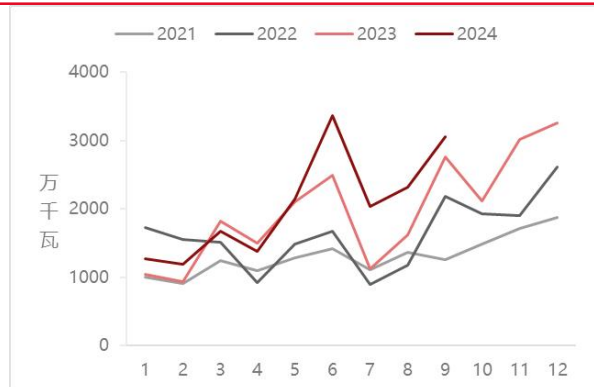
4.2. 终端：消费或强劲，但较难拉动对铜的需求

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，9月电力设备产量录得3052万千瓦，同比录得+10.71%，环比录得+31.68%；电力工程投资完成额当月值录得1635亿元，同比录得+15.38%，环比录得+36.14%；电网工程投资完成额当月值录得652亿元，同比录得+12.03%；发电新增设备容量当月值录得3263万千瓦，同比录得+17.46%，其中，太阳能新增设备容量录得2089万千瓦，同比录得+32.38%，风电当月新增设备容量录得551万千瓦，同比录得+20.83%。

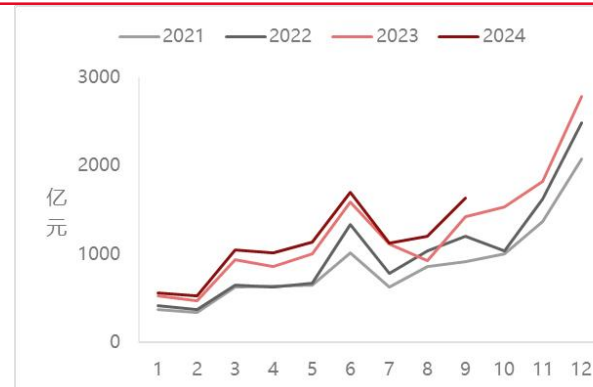
在9月国内高温、降雨情况明显消退的情况下，电力电网工程投资完成情况明显好转，而在“金九银十”的旺季影响下，前期线缆厂面临前期中标订单交付而需求增长，该需求在10月国庆节后有所回落，但电力电网相关工程在11-12月仍属于安装高峰期，但对线缆和铜杆的需求拉动作用将逐渐消退。

图 24 电力设备产量



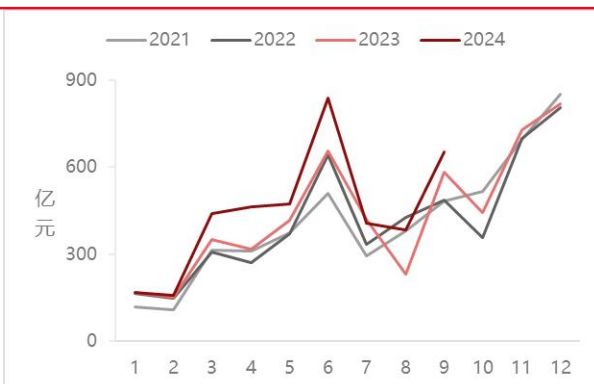
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 25 电力工程投资完成额



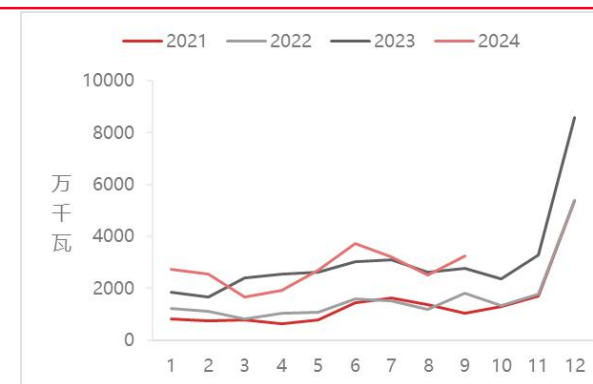
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 26 电网工程投资完成额



资料来源：iFinD，东海期货研究所

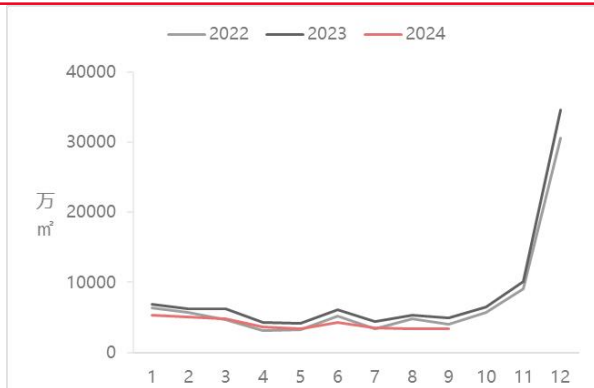
图 27 发电新增设备容量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

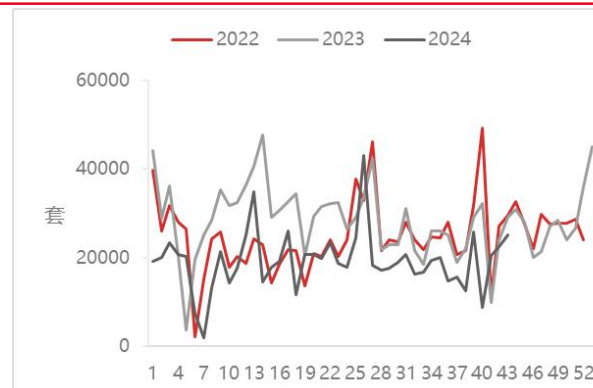
地产方面，9 月国内地产竣工面积当月录得 3422 万 m^2 ，同比录得-31.26%，环比录得+1.33%；截止 10 月 27 日，30 大中城市商品房当周成交套数录得 25187 套——受 9 月下旬地产政策的影响，10 月国内地产销售情况明显好转，但对地产后周期消费的拉动尚需时日，暂难形成对电解铜的有效需求。

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

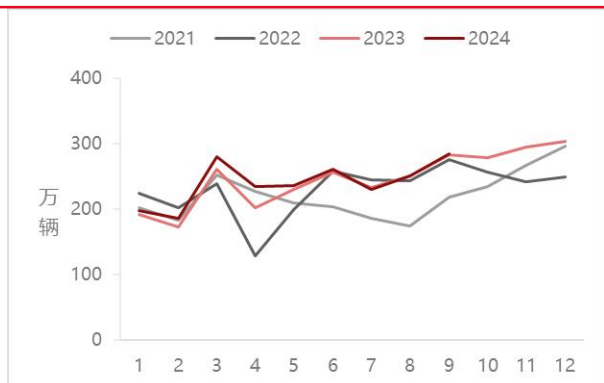


资料来源：iFinD，东海期货研究所

汽车方面，9月国内汽车产量录得283.9万辆，同比录得-1%；其中，新能源汽车产量录得130.8万辆，同比录得+48.5%。

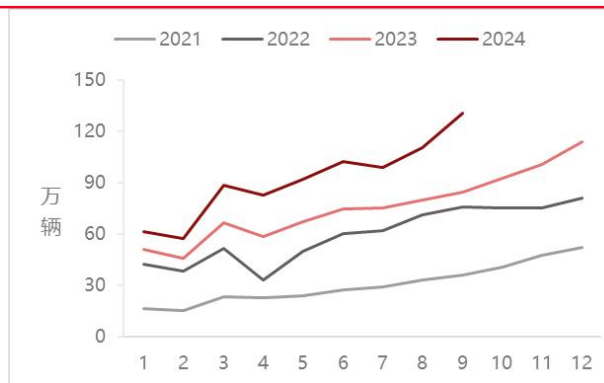
白色家电方面，9月空调产量录得1884.09万台，同比录得+16.92%，环比录得+25.77%；洗衣机产量录得1096.96万台，同比录得+5.99%，环比录得+8.49%；电冰箱产量962.92万台，同比录得+8.79%，环比录得+7.27%。排产方面，11月家用空调、冰箱冷柜、洗衣机的排产量分别录得1519.2万台、1199万台、860万台，月度环比分别录得+29.4%、-0.91%、-9.09%。空调排产量大幅增加，预计将在11-12月带动铜管的开工率和对电解铜的需求。

图 30 汽车产量



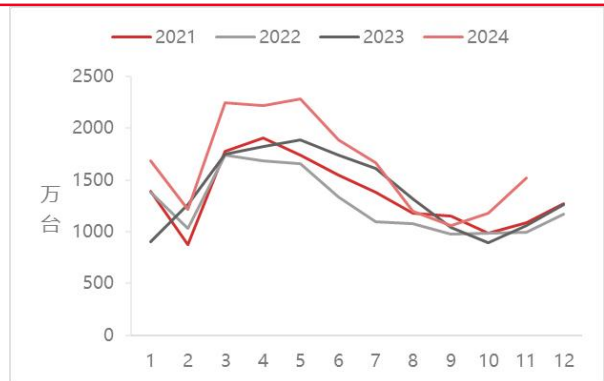
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 31 新能源汽车产量



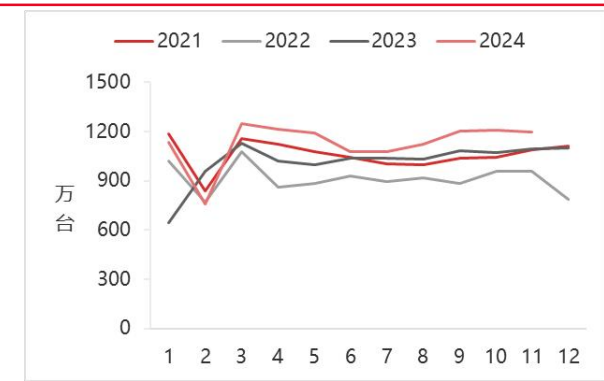
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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

虽然国内宏观政策出台和“金九银十”旺季下的终端需求维持强劲，但除汽车和空调等家电仍能对铜棒等下游需求构成支撑外，电力电网对铜杆和电解铜的需求拉动预计将逐渐走弱，而地产销售好转对后周期消费的拉动尚需时日才能体现，预计年内终端消费对电解铜需求的拉动将逐渐走弱。

4.3. 需求小结

“金九银十”旺季已过、进入 11 月后，虽然电力电网的安装进度仍然维持高速，但对铜杆和电解铜的需求拉动已开始逐渐回落；而汽车、家电等消费对铜管、铜棒的需求仍然具有一定支撑；虽然地产销售在 10 月出现好转，但对后周期消费的拉动仍需时间，暂难直接对电解铜形成增量需求。整体需求状况或逐渐走弱。

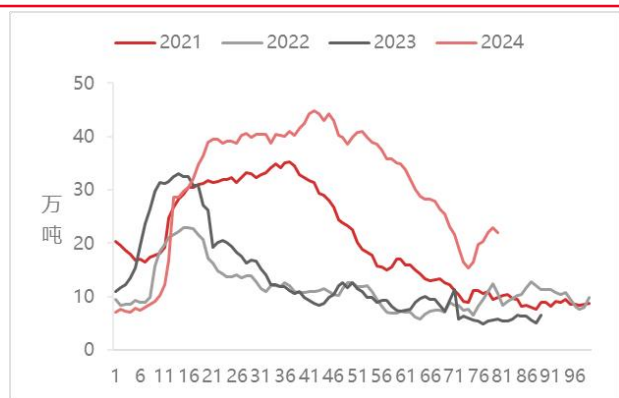
5. 库存：去化速度或将放缓

社会库存方面，10 月 31 日电解铜社会库存录得 20.98 万吨，较 9 月 30 日的 16.55 万吨累库 4.43 万吨；上期所仓单从 10 月 8 日的 5.46 万吨去库 0.37 万吨至 31 日的 5.09 万吨。

10 月间 LME 库存持续回落，从 1 日的 30 万吨共计去化 2.88 万吨至 31 日的 27.1 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 64461 短吨累库 24382 短吨至 30 日的 88843 短吨。

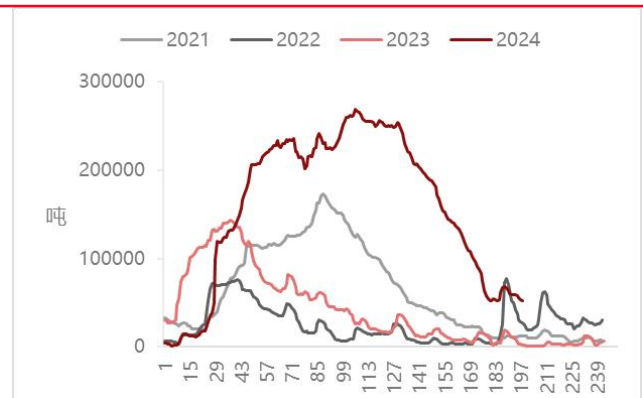
进入 11 月后，虽然下游消费逐渐走弱却仍具有一定韧性，同时国内电解铜产量亦存在下降预期，预计社会库存将延续去化走势，但去化速度将不及 9 月。

图 34 铜社会库存



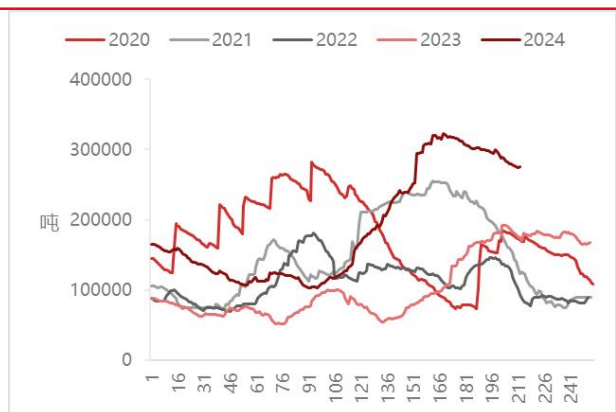
资料来源：iFind，东海期货研究所

图 35 SHFE 仓单



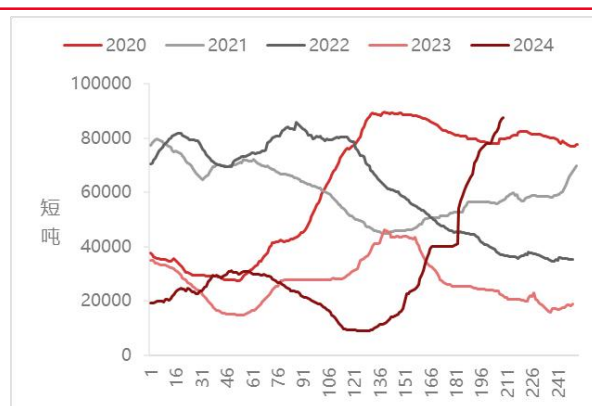
资料来源：iFind，东海期货研究所

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，关注美国大选结果及执政政策对铜需求预期的影响，同时，重点关注财政政策力度是否超出市场预期，及其对国内需求和铜等有色金属价格的提振作用。留意特朗普当选后其制造业回流政策和国内财政政策超预期而形成的内外需求共振导致的铜价大幅上行，或哈里斯当选及国内财政政策力度不及预期导致的市场预期落空和铜价下破回落。

基本上，供应端，铜精矿产量稳步增长，国内进口量虽小幅下滑、但对加工费和炼厂原料库存无明显影响，而小幅反弹的加工费反映铜矿采购的边际好转，暂时无需对铜精矿紧张扰动而担忧；因炼厂检修增加，国内产量在 11 月或延续下滑，但电解铜与废铜进口比价好转，预计 10-11 月的进口量或维持增长。需求端，“金九银十”旺季已过、进入 11 月后，虽然电力电网的安装进度仍然维持高速，但对铜杆和电解铜的需求拉动已开始逐渐回落；而汽车、家电等消费对铜管、铜棒的需求仍然具有一定支撑；虽然地产销售在 10 月出现好转，但对后周期消费的拉动仍需时间，暂难直接对电解铜形成增量需求，整体需求状况或逐渐走弱。库存方面，进入 11 月后，虽然下游消费逐渐走弱但仍具有一定韧性，同时国内电解铜产量亦存在下降预期，预计社会库存将延续去化走势，但去化速度将不及 9 月。

铜价走势方面，11 月期价走势主要受美国大选和国内财政政策力度的驱动，警惕内外宏观因素共振带来的铜价重心上移；但铜的供应无明显扰动，而下游需求逐渐转淡，整体供需矛盾并不突出，或在宏观因素引起铜价冲高后、限制铜价上行幅度，甚至带动期价出现回落。

风险因素：哈里斯当选的同时国内财政政策力度不及预期，对铜的需求提振有限，叠加铜基本面供需矛盾并不突出，带动铜价大幅回落。

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