



2023年10月9日

鹰派立场超预期，铜价震荡走弱

核心观点及策略

- 宏观方面，9月美联储鹰派立场超预期，就业市场强劲令市场担忧潜在通胀重新升温，而非美经济体的相对弱势以及紧缩预期也不断提振美元；央行二次降准维稳市场流动性，制造业PMI重回扩张区间，楼市政策对宏观信心的提振效用逐步减弱。
- 基本面来看，国内产量保持稳定，进口增量如期兑现，精铜供应趋于宽松。需求端，传统行业旺季需求回归速率偏慢，新兴产业用铜增速较快但总量有限，预计10月需求仍将维持弱复苏。库存结构来看，国内库存重心上移，海外库存高位持续攀升，全球显性库存大幅反弹对铜价支撑力度减弱。
- 整体来看，我们认为美联储维持“更高更长”的鹰派立场以及潜在通胀回升的预期将进一步提振美元，虽然国内宏观经济数据边际有所回暖，楼市利好政策频出，但对拉动精铜消费存在较长的滞后周期，与此同时，全球显性库存大幅反弹对铜价支撑力度减弱，预计铜价将维持震荡走弱格局。
- 预计10月份铜价将震荡偏弱运行，沪铜主要波动区间在66000-69000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在7700-8200美元/吨之间。
- 风险点：欧美经济衰退超预期，海外央行提前降息。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

一、2023年9月铜行情回顾	4
二、宏观经济分析	5
1、美联储鹰派立场超预期，强劲非农推升通胀预期	5
2、美国制造业现拐点，欧元区仍然低迷	6
3、二次降准维稳流动性，制造业 PMI 重回扩张区间	6
三、基本面分析	8
1、四季度精矿需求回升，现货 TC 高位运行	8
2、国内精铜产量保持稳定	9
3、9月进口量边际将持续改善	12
4、国内库存重心上移，海外库存持续攀升	13
5、传统行业旺季增量有限，新兴产业增速达到瓶颈	14
四、行情展望	18

图表目录

图表 1 铜期货价格走势.....	4
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	5
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	7
图表 4 美欧制造业 PMI 指数.....	7
图表 5 中国 GDP 增速.....	7
图表 6 中国 PMI 指数.....	7
图表 7 2023 年国内铜冶炼厂检修计划（万吨）.....	7
图表 8 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	10
图表 9 ICSG 全球精炼铜产量变化.....	10
图表 10 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	10
图表 11 中国铜精矿现货 TC 走势.....	11
图表 12 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	11
图表 13 中国铜材产量及增速变化.....	11
图表 14 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	11
图表 15 中国精炼铜产量变化.....	11
图表 16 中国及全球精炼铜消费量变化.....	11
图表 17 中国精炼铜进口量及增速变化.....	12
图表 18 中国精炼铜出口量及增速变化.....	12
图表 19 中国废铜进口单月变化.....	13
图表 20 中国废铜进口累计变化.....	13
图表 21 全球显性库存变化.....	14
图表 22 LME 铜库存.....	14
图表 23 SHFE 和保税区库存走势.....	14
图表 24 电源投资完成额变化.....	17
图表 25 电网投资完成额变化.....	17
图表 26 房地产开发投资增速变化.....	17
图表 27 房地产开工施工和竣工增速变化.....	17
图表 28 空调产量增速变化.....	17
图表 29 家用空调库存变化.....	17
图表 30 汽车产量变化.....	18
图表 31 新能源汽车产量及销量变化.....	18

一、2023年9月铜行情回顾

2023年9月，铜价整体震荡走弱。一方面，美联储议息会议上的鹰派立场超预期，就业市场强劲重新推升潜在通胀预期；另一方面，国内宏观调控政策有序推进，制造业PMI重回扩张区间，央行年内二次降准维稳市场流动性。基本面来看，国内产量回升且进口增量如期兑现，终端需求现实复苏平缓，9月国内逐渐进入累库周期，现货趋松升水重心下移，紧平衡已逐步转向旺季供需双增且处于供略大于求。截至9月底，伦铜报收于8275美元/吨，月度跌幅-1.9%；沪铜报收于67240元/吨，月度跌幅-3.6%。9月人民币兑美元汇率低位弱震荡主因美元涨势不断扩大，沪伦比下滑至8.125一线，近期表现为内弱外强格局。

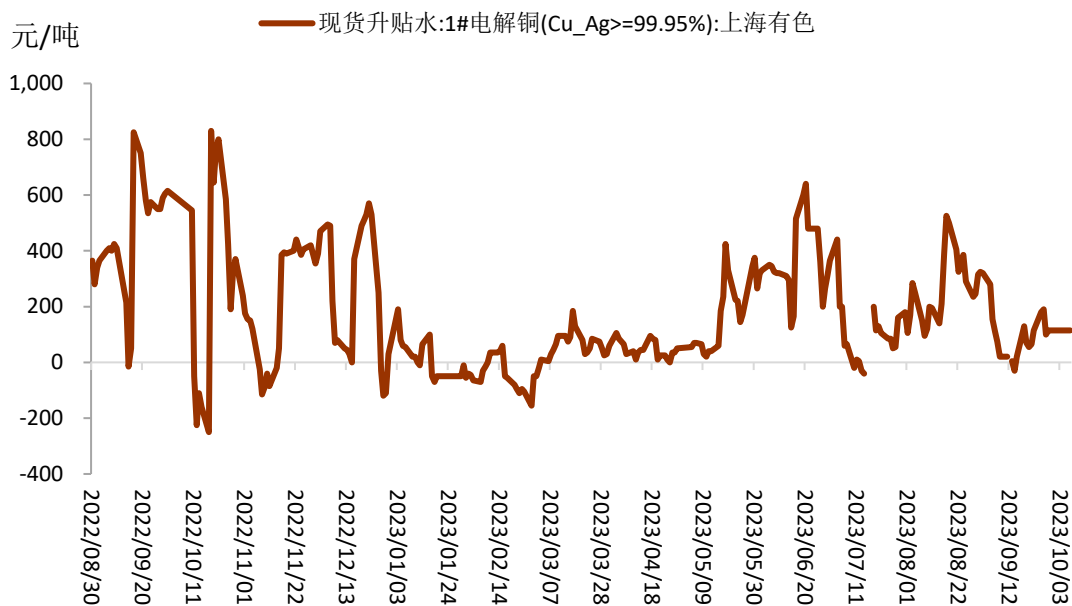
图表1 铜期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

进入9月以来，国内精铜消费逐步进入季节性旺季特征，初端加工尤其是铜板带企业受基建和新能源端订单走强拉动下开工率显著回升。精铜制杆企业受整体电网订单增速的上限制约以及中低压电缆增速偏弱等影响开工率上升速度偏慢；空调排产高峰过后铜管企业开工率显著下滑，已难以复制上半年支撑精铜消费的超预期增速，铜箔企业由于行业产能扩张过快平均开工率也低于往年同期，整体初段加工旺季回升速率偏慢。国内库存在9月维持底部抬升的格局，虽然9月产量环比小幅回落但进口增量如期兑现，现货供应趋松升水重心下移，月中最低跌至贴水30元/吨；9月以来，近月与次月的BACK结构震荡收窄，主因国内出现旺季累库现象，进口量超预期反弹至往年同期水平，预计10月国内终端用铜消费将维持弱复苏，现货升水将在宽平衡结构下回归合理区间。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、美联储鹰派立场超预期，非农强劲推升通胀预期

虽然 9 月议息会议美联储如期按兵不动，但美联储发表的鹰派立场却大大超出了市场预期，一方面美联储上调了未来两年的利率预期，明年和后年的利率预期中值各上调 50 个基点，其中明年利率预期中值将高于 5%；另一方面，点阵图显示美联储多数官员仍然预计年内还将加息一次，且越来越多的美联储官员支持未来利率将比市场预期的更长时间停留在较高水平，市场围绕当前政策阶段的争论将从美联储未来加息的幅度转变为需要将利率维持在峰值水平多长时间。当前实现通胀目标的最大风险来自于能源成本上升，排除住房成本的核心通胀仍然过高，且部分官员对美国经济实现软着陆抱有信心，表示当前美联储的政策处于有利地位，既可以在实现通胀下降的同时也能够避免经济陷入衰退，9 月非农数据意外火热也令市场担忧美国经济或重新进入加速轨道，潜在通胀预期仍在进一步攀升，非美经济体的相对弱势及美联储的鹰派言论也在不断提振美元。

欧央行 9 月无惧经济放缓的风险仍然将三大利率调高 25 个基点，并上调了今明两年的通胀预期，欧洲央行管委会认为欧央行当前利率已达到了能够在足够长的时间内维持的水平，未来的经济数据将决定限制性货币政策的程度和期限，而拉加德则表示当前利率水平并非已达到峰值，预计到 2025 年都将无法实现整体通胀率回归 2% 的目标，食品和能源成本上升仍将使得通胀面临上行风险，欧央行的关键利率将在未来更长的时间被设定在足够限制性的水平上，并称欧元区经济增长将保持低迷。

2、美国制造业现拐点，欧元区仍然低迷

美国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值超预期升至 48.9，小幅高于预期的 48.2，环比 8 月回升 1%，但仍处于荣枯线下方连续第五个月萎缩；美国 9 月服务业 PMI 初值录得 50.2，创今年 1 月以来新低，也低于预期的 50.7，整体显示制造业和服务业的需求均出现疲软迹象，其中服务业企业的商业活动增长速度偏慢，由企业指出当前的高利率环境和通胀压力是导致下游出现需求下滑的核心因素，拖累了整体的服务业产出，新订单指数收缩速度加快，导致服务业活动进一步失去上行的动力。

欧元区 9 月制造业 PMI 继续下探至 43.4 不及预期，已连续 15 个月低于荣枯线，服务业 PMI 回升至 48.4 略好预期，两大经济“火车头”的熄火是欧元区经济活动下滑的主要原因，其中德国 9 月制造业 PMI 录得 39.8 再次低于 40，法国两大产业 PMI 均不及预期，虽然德国放缓势头减弱但法国的衰退却在加剧，欧元区经济下行的风险仍在加剧。

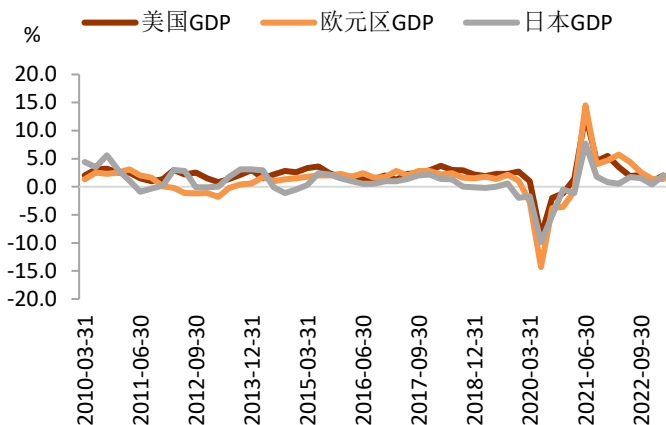
3、二次降准维稳流动性，制造业 PMI 重回扩张区间

央行年内第二次降准 0.25%，但 LPR 利率维持不变基本符合市场预期。本轮降准旨在对冲 9 月到期的 2.4 万亿 MLF 资金的回笼压力、降低银行的负债端成本，在开启存量房贷利率下调操作之际，缓解银行端的净息差压力，同时稳定当前宏观货币乘数，努力推动实体部门的信贷规模扩张。在今年坚决贯彻“保交楼”的政策基调下，实体信用环境的扩张将有效带动地产投资和竣工端的预期回暖。由于当前我国的货币乘数增速均处于历史低位，超额储蓄率和法定存款准备金率的关系较为扭曲，从后续稳定 M2 增速的角度出发，急需一次中性降准提升货币乘数，从而在根源上实现灵活稳健的货币政策基调。但由于 8 月经济数据有触底企稳的迹象，基建和制造业投资以及居民消费均出现了环比回升，因此我们认为央行并没有采用类似 08 年金融危机以及 20 年疫情爆发时期极端的“降准+降息”模式来刺激经济，但如果此前稳增长政策的作用有限，央行或将在四季度进行一次降息。

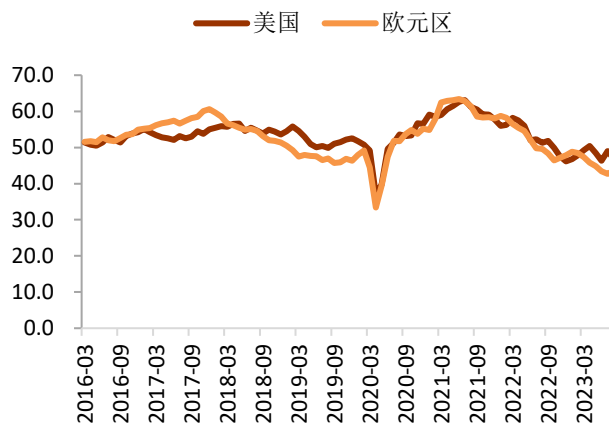
楼市在此前打出多重利好政策组合拳后进入政策平稳阶段，部分一线城市继续送吧，深圳首套和二套购房利率均大幅下调，广州部分地区放开限购，二手房增值税及首套购置缴纳社保年限调低，武汉宣布取消二环以内的住房限购等，虽然当前房企清盘回笼资金需求较强，在短期“量升价稳”周期结束后，当前居民部门整体加杠杆的空间较为有限，一线城市二手房的挂牌量仍然居高不下，当前政策或对拉动前期积压需求的过度释放的效用较为有限，整体楼市对宏观情绪的提振效应边际逐步减弱。

9 月制造业 PMI 重回扩张区间，制造业景气度进一步回升，8 月工业企业利润同比回升至 17.2%，大幅高于前值，其中 9 月大型企业 PMI 为 51.6%，生产和新订单指数均环比上升，表明制造业生产扩张步伐有所加快且市场需求逐步改善，用工景气度及原材料的交货时间也在继续加快。

图表3 发达国家 GDP 增速

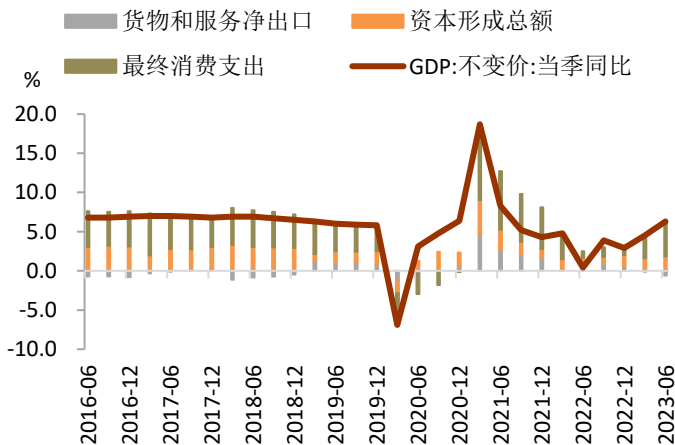


图表4 美欧制造业 PMI

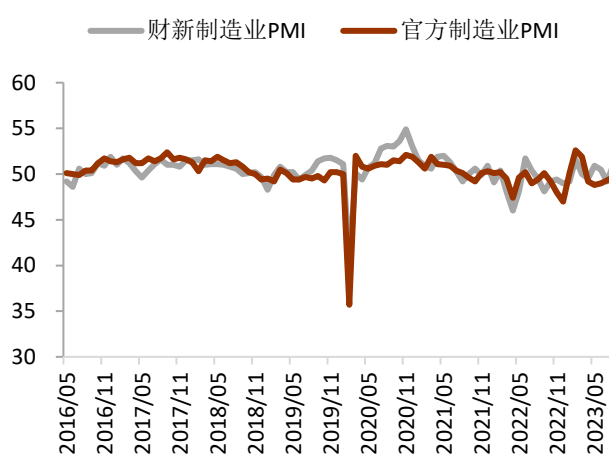


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 中国 GDP 增速



图表6 中国 PMI 指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

1、四季度精矿需求回升，现货 TC 高位运行

9月进口铜精矿现货加工费TC指数维持高位，基本维持在92-94美元/吨区间内，CSPT小组敲定今年第四季度铜精矿现货TC指导价为95美元/干吨，主因海外新建项目产能投产进程顺利，整体供应仍然较为宽松，四季度国内白银有色有熔炉投料计划，大冶计划9月底已恢复生产等对铜精矿的需求预期有所增加，但四季度国内炼厂检修同样较为集中。

新项目投产进度方面，泰克资源位于智利的QB2项目二季度铜精矿产量为0.29万吨，目前1号产线运行良好，符合预期，2号产线正在调试中，同时精矿管道、精矿过滤厂和储存系统正在港口运营，由于短期2号线施工和调试的延误，今年QB2项目的指导产量已下调至9万吨，比原计划少了6万吨。

英美资源财报显示，其今年第二季度矿产铜达 20.91 万吨，同比增长 56%，其中旗下位于秘鲁的奎拉维克项目上半年产量达 13.78 万吨，环比增加 32%，目前该项目尾矿坝增长阶段正在按计划进行，该项目预计全年产量 31-35 万吨，该项目前 10 年的年均产量在 30 万吨左右。

紫金矿业旗下的卡莫阿铜矿是唯一非洲的非湿法项目，2023 年指导产量上调至 39-43 万吨，比去年产量增加约 10 万吨。卡莫阿铜矿一期和二期选矿厂目前单日处理量达 2.9 万吨，创下全新纪录，相当于 980 万吨铜的年化产能，远高于今年 2 月一期和二期选厂扩产后的 920 万吨/年的处理能力；同时，月度平均回收率高达 87%，超越一期和二期选厂回收率的设计指标。目前三期项目正在顺利推进，包括建设非洲最大的铜冶炼厂，在卡莫阿三期扩建完成后，2025-2029 年的年产铜将达到 65 万吨/年，C1 的现金成本将低至 1.15 美元/磅，将使其成为全球第四大铜矿山以及非洲大陆最大铜矿。

力拓旗下位于蒙古的 OT 铜矿地下项目今年第一季度开始生产，近期地下矿的开采进度较为顺利，上半年共生产铜 8.5 万吨，预计全年将贡献增量 5 万吨左右，预计从 2028 到 2036 年，OT 露天和地下矿场的年总产量将达 50 万吨。

洛阳钼业位于非洲刚果的 KFM 混合湿法项目二季度投顺利投产同时也已基本达产，财报数据显示上半年 KFM 铜金属产量为 2.98 万吨，大幅超越第一季度产量，今年 KFM 指引产量为 8 万吨，同时伴随 2.5-3 万吨的钴产量。旗下 TFM 混合项目东区氧化矿选矿生产线近期投料试车成功，今年上半年，TFM 混合矿中区项目已实现短流程投料试车，洛钼将全力推进 TFM 达产甚至超产的任务目标，并冲击全球十大铜矿。

俄罗斯 Udokan(乌多坎)铜矿投产进度继续推迟，原本计划今年第一季度投产，但实际部分精矿 9 月份才开始投入运营，预计整体冶炼项目 2024 年才开始正式投入生产，在第一阶段预计年产铜将达 15 万吨/年，包含铜精矿和湿法铜，其中精矿的产量大约占 50%。

根据智利国家统计局数据显示，智利 7 月铜产量达 43.4 万吨，同比增加 0.94%，环比小幅回落，7 月输送给中国的铜精矿数量明显下降，主因几大主要矿区的项目产量迟迟未恢复至往年同期水平。Codelco(智利国家铜业公司)7 月产量为 12.47 万吨，同比下降 2.6%，其中 Escondida(埃斯康迪达)铜矿 7 月产量仅 8.24 万吨，同比增长 1.2%，大幅低于往年同期，英美、嘉能可联合控股的 Collahuasi(科亚瓦西)铜矿 7 月产量回升至 5 万吨，同比增长 5.7%，与此同时，由于 Codelco 铜产量的长期下滑将接受智利国会委员会的调查，调查重心将关注包括特恩尼特以及丘基卡马塔地下矿在内的多个项目延误和延迟规划等问题。

2、国内精铜产量保持稳定

根据 ICSG(国际铜业研究小组)公布的数据显示，2023 年 7 月全球精炼铜产量为 230 万吨，消费量达 232 万吨，7 月精炼铜短缺 1.9 万吨，1-7 月全球精炼铜过剩 21.5 万吨，而去年同期为短缺 25.4 万吨。

根据 SMM 调研数据显示，8 月我国精铜产量达 98.9 万吨，同比增长 15.5%，环比增长 6.8%，略高于预期的 98.6 万吨。进入 8 月以来，国内冶炼厂产能利用率平均在 90%以上，8 月除大冶老线以外其余炼厂几乎检修干扰，因此产量环比 7 月大幅回升。

根据 Mysteel 对国内电解铜冶炼企业近期生产的和检修计划调研数据显示，从国内新建项目进度来看，大冶阳新弘盛铜业进展顺利，上半年累计生产精铜 13.8 万吨，预计全年产量将达 36 万吨；老线复产方面，大冶有色老线计划 9 月底复产，此前长期检修影响产量约 10 万吨；宁波金田铜业 8 月底复产，预计 9 月将增产 5000 吨，祥光铜业上半年复产顺利，目前 40 万吨精炼产能维持满负荷运行，预计今年产量在 36 万吨左右，比去年提高 10 万吨；白银有色 9 月产量继续提升，10 万吨精炼项目 9-10 月启动熔炉投料。

检修方面，铜陵金冠 9 月计划短修 15 天，预计减产 1 万吨；金隆铜业 9-10 月计划检修 30 天，预计减产 1 万吨；富冶和鼎 15 万吨老线因杭州亚运会计划检修 35 天，预计减产 1 万吨；安徽友进冠华 9-10 月计划检修 45 天，预计影响产量 1.6 万吨；梧州金升和福建紫金等企业 9 月产量也有小幅下滑。

整体来看，9 月国内冶炼厂检修较为集中，但其余多数冶炼厂产能利用率均维持高位，整体国内产量仍然平稳，预计 9 月国内精铜产量将小幅回落至 95 万吨左右。

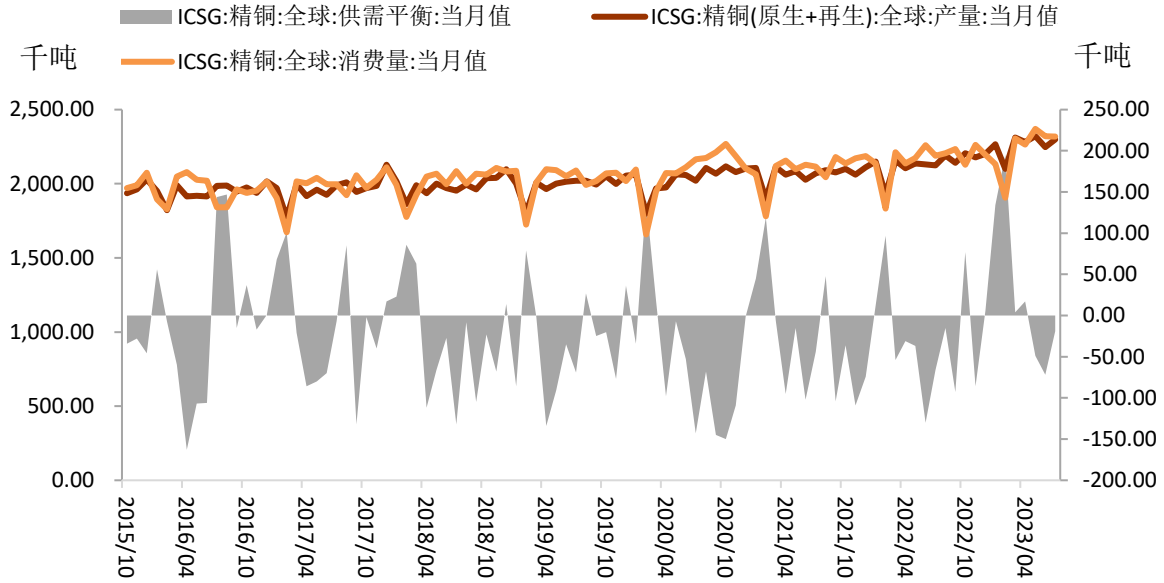
图表 7 2023 年国内铜冶炼厂检修计划（万吨）

企业名称	粗炼产能	精炼产能	开始时间	预计结束时间	时长	备注
大冶有色	30	60	2023 年 3 月	2023 年 9 月	120 天	9 月底复产
白银有色	20	27	2023 年 5 月	2023 年 5 月	15 天	预计减产 0.7 万吨
山东恒邦	20	25	2023 年 5 月	2023 年 6 月	30 天	预计不影响产量
黑龙江紫金铜业	15	15	2023 年 5 月	2023 年 6 月	10-20 天	预计减产 0.3 万吨
吉林紫金铜业	10	10	2023 年 5 月	2023 年 6 月	10-20 天	预计不影响产量
飞尚铜业	10	0	2023 年 6 月	2023 年 6 月	20 天	预计不影响产量
赤峰金峰	40	40	2023 年 5 月	2023 年 8 月	70 天	预计减产 3 万吨
金川集团(本部)	60	60	2023 年 6 月	2023 年 8 月	45 天	预计减产 1.5 万吨
国投金城	10	10	2023 年 6 月	2023 年 7 月	30 天	预计减产 0.5 万吨
祥光铜业	50	50	2023 年 6 月	2023 年 7 月	30 天	预计减产 0.7 万吨
东营方圆	40	70	2023 年 7 月	2023 年 8 月	20 天	预计减产 0.5 万吨
赤峰富邦	10	0	2023 年 9 月	2023 年 9 月	30 天	预计不影响产量
安徽友进冠华	10	0	2023 年 9 月	2023 年 9 月	30 天	预计减产 1.6 万吨
包头华鼎	10	3	2023 年 9 月	2023 年 9 月	15 天	预计不影响产量
铜陵金冠(双闪)	48	40	2023 年 9 月	2023 年 9 月	15 天	预计减产 1 万吨
金隆铜业	32	45	2023 年 9 月	2023 年 10 月	30 天	预计减产 1 万吨
富冶和鼎	15	15	2023 年 9 月	2023 年 10 月	40 天	预计减产 1 万吨
广西南国铜业	30	30	2023 年 9 月	2023 年 10 月	20 天	取消检修计划

豫光金铅	10	15	2023年10月	2023年10月	25天	预计减产0.8万吨
------	----	----	----------	----------	-----	-----------

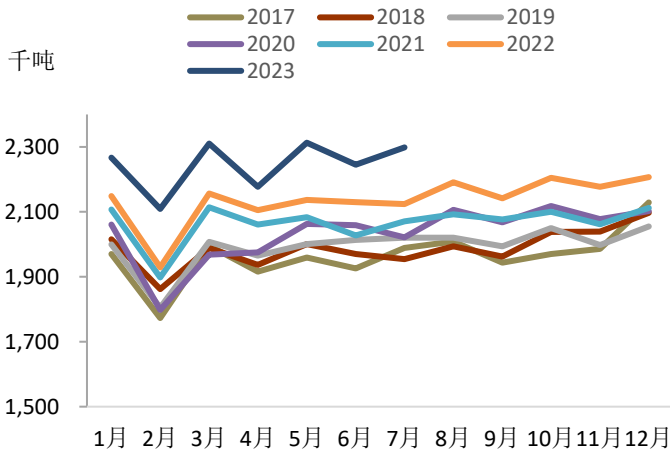
资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表8 ICSG全球精炼铜供需平衡走势

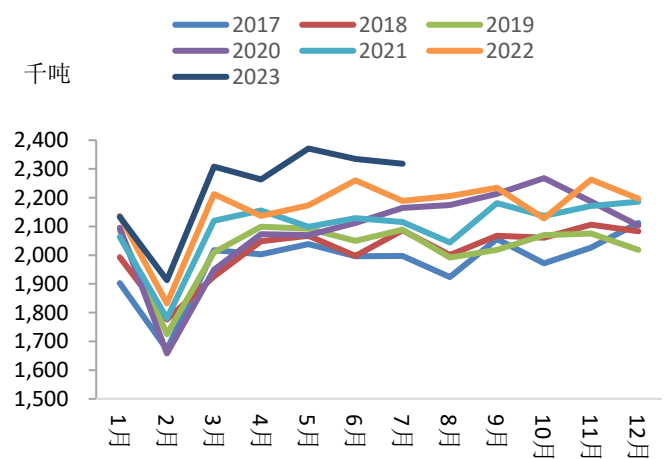


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表9 ICSG全球精炼铜产量变化

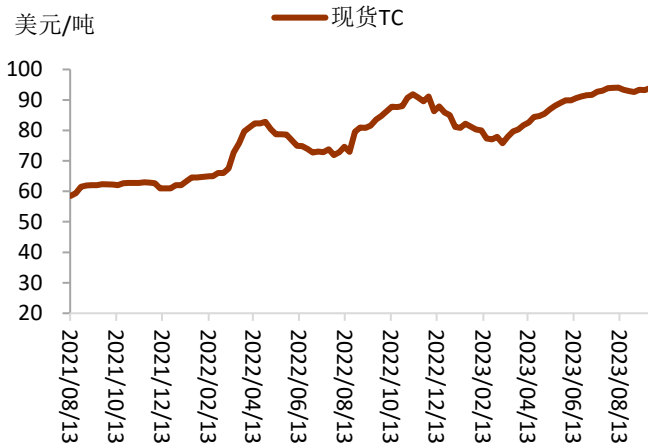


图表10 ICSG全球精炼铜消费变化

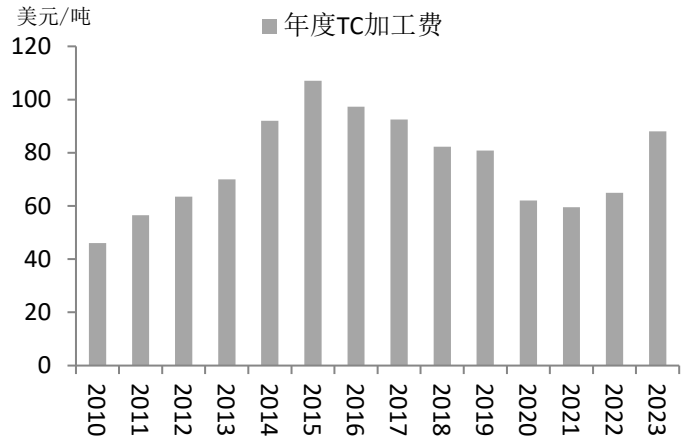


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 11 中国铜精矿现货 TC 走势

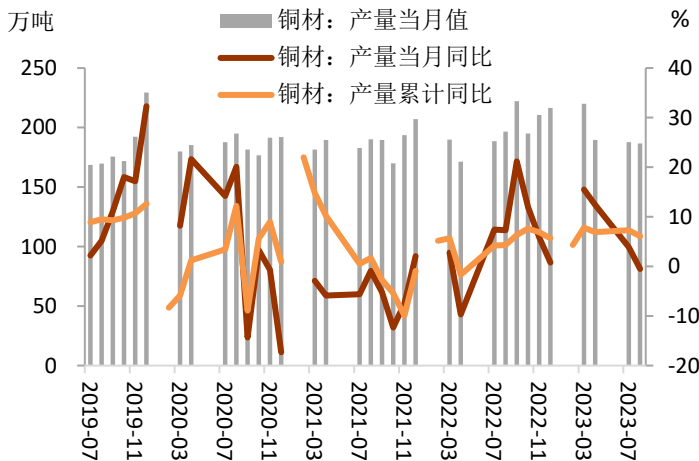


图表 12 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

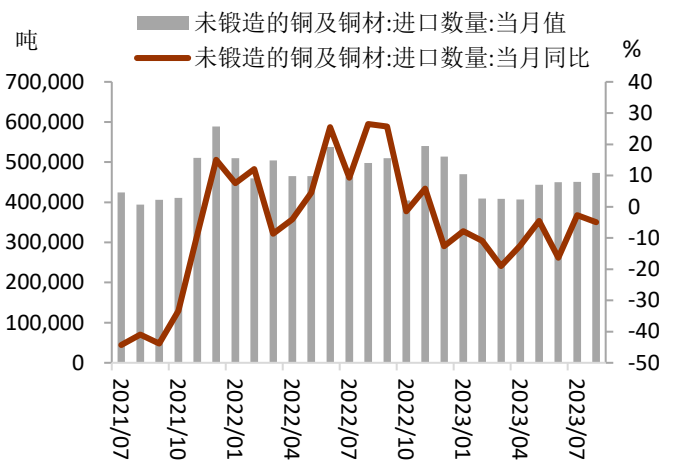


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 13 中国铜材产量及增速变化

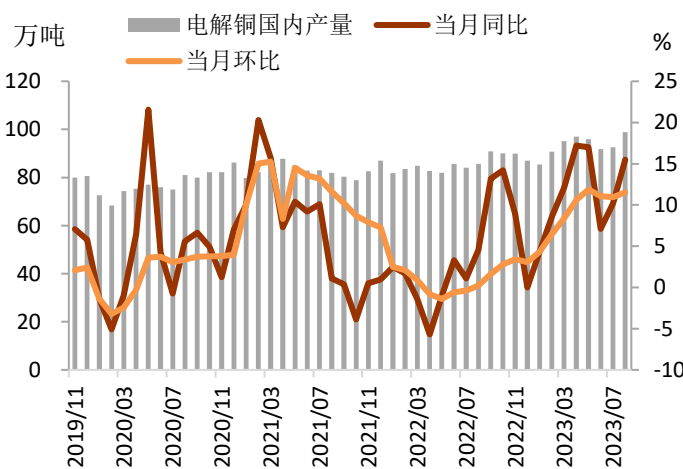


图表 14 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

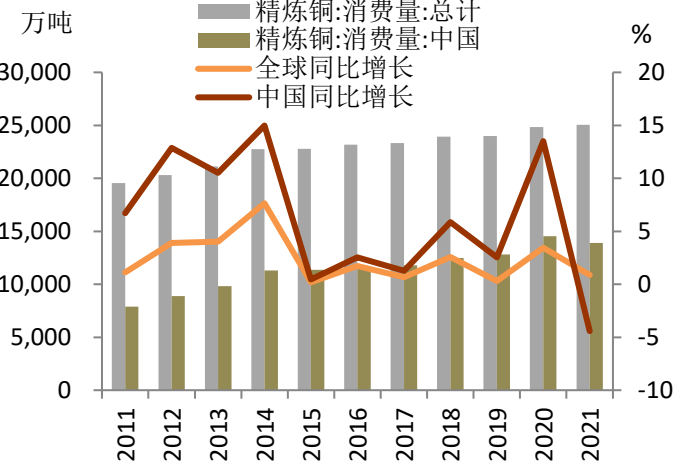


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 15 中国精炼铜产量变化



图表 16 中国及全球精炼铜消费量变化



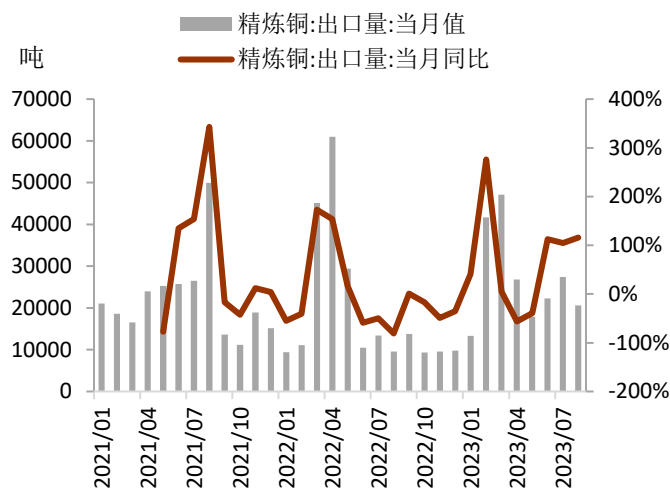
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 17 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 18 中国精炼铜出口量及增速变化



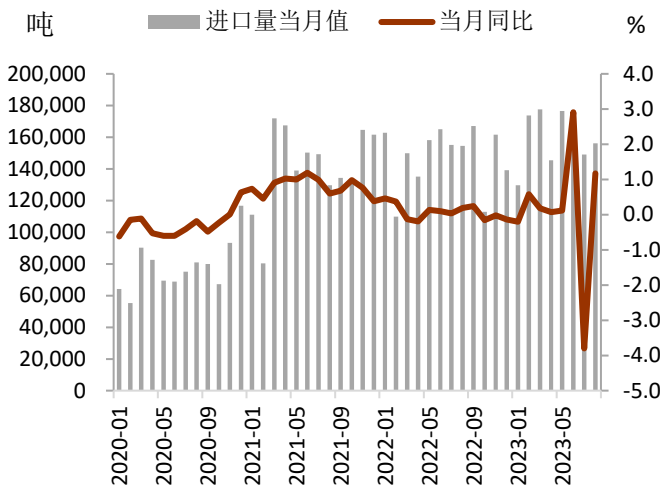
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、9 月进口量边际将持续改善

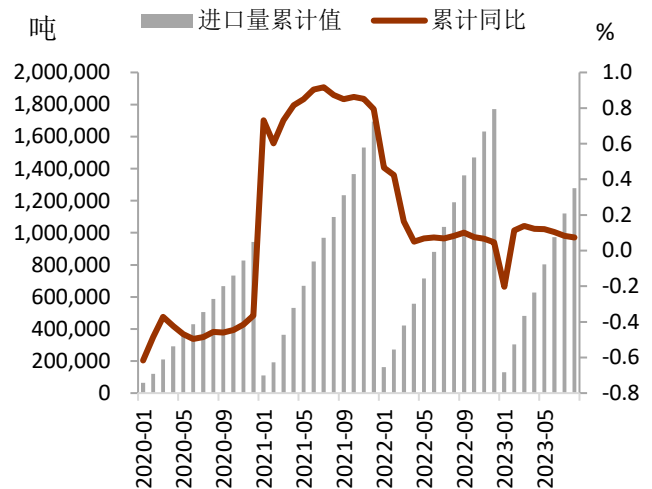
根据海关数据，我国 8 月我国未锻造铜及铜材进口量 47.3 万吨，同比下降 5%；铜矿砂及精矿进口量 269.71 万吨，同比上升 19.9%；8 月精炼铜进口量超预期反弹至 32.55 万吨，同比涨幅 3.18%，今年 1-8 月累计进口量 215.8 万吨，累计同比降幅收窄至-8.77%。

进入 9 月以后，国内终端消费旺季需求现实回归速率偏慢，初端加工开工率整体回升幅度有限，8 月进口量回升力度超出预期，虽然俄铜进口量回落但非洲铜到货量大幅增长，且有部分塞尔维亚铜流入国内，洛阳钼业此前 24 万吨非洲滞留库存预计 9 月底前全部发运完毕，在进口亏损程度较小的情况下，多数货源选择发往国内，且部分货源到港后并未进入保税库而直接发往终端下游，因此国内显性库存增量不明显但整体供应格局趋松仍显而易见。9 月现货进口亏损运行区间在-100 至-500 元/吨之间，伦铜跌幅较沪铜而言相对更大但偏弱的人民币汇率仍然拖累进口窗口打开，9 月沪伦比值剔除汇率因素后仍在持续上升，主因国内累库速率较海外而言相对偏慢，伦铜库存连创年内新高而国内库存仍在缓慢爬升中。预计 10 月进口窗口仍有阶段性的打开空间，9 月进口量将延续边际回升态势，但边际改善程度较 8 月或幅度缩小。8 月我国废铜进口量达 15.6 万吨，同比增长 1.17%，主要来源仍是日美及东南亚地区，预计 9 月废铜进口量仍将保持平稳。

图表 19 中国废铜进口单月变化



图表 20 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

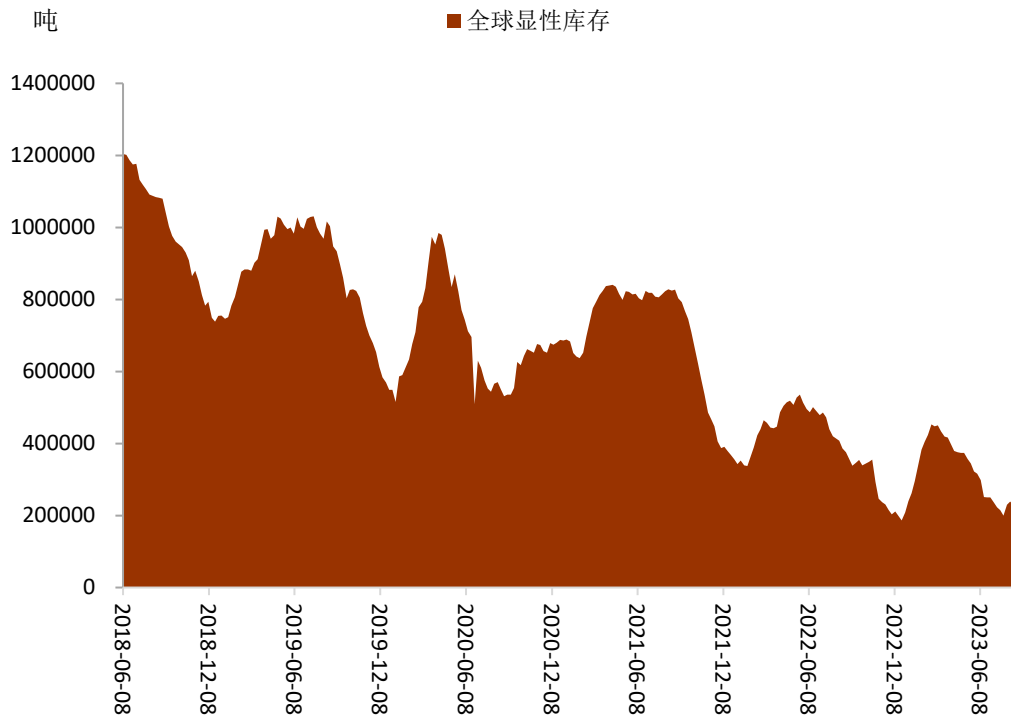
4、国内库存重心上移，海外库存持续攀升

进入 9 月份，国内逐步摆脱低库存压力出现旺季累库迹象，海外库存高位持续攀升，内外库存方向趋同，全球显现库存持续反弹。随着国内库存重心的逐步上移，近月 BACK 结构高位回落，而海外 0-3 因极低的注销比例维持着较大的 C 结构。

截止 9 月 29 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 16.78 万吨、2.53 万吨和 3.89 万吨，合计 23.2 万吨，月环比大幅增长 34%，全球显性库存增幅明显，LME 注销仓单比例 9 月维持年内低点，叠加 LME 库存反弹至 16.7 万吨的年内新高，推动伦铜 0-3 升水结构维持较大 C 结构，但当前的 C 结构水平仍难以覆盖持货商的资金成本，并没有出现无风险套利空间。LME 亚洲库库存维持在 4.48 万吨，整体增幅为 0.9 万吨，LME 库存的主要增量来自于欧美地区仓库。

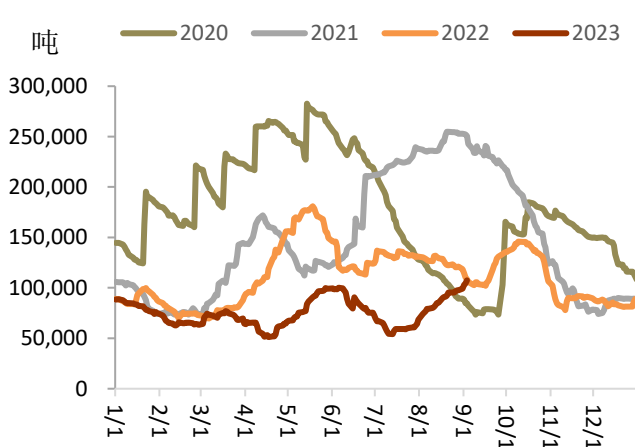
截止 9 月 28 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）为 7.21 万吨，环比 8 月下降 1.89 万吨。其中 SHFE 总库存降至 3.89 万吨，环比 8 月下降 0.16，上海保税区库存 3.32 万吨，环比 8 月下滑 1.73 万吨，除保税区外国内库存 9 月整体先升后降，虽然 9 月国内产量边际小幅下滑，但 8 月进口增量如期兑现实效补充了旺季来临时国内的低库存水平。目前海外精铜供应已逐步恢复，虽然东南亚部分炼厂仍在停检状态，但欧美检修干扰率较低，在进口窗口处于阶段性开放的节奏下，部分非标非洲湿法铜和俄铜货源直接进入国内市场销售，没有注册进入交易所和保税区的迹象，因为保税区库存仍在持续去库，在整体低库存的水平下，沪铜月差结构仍维持 BACK 结构，LME 亚洲库尽管有增量但难以对国内形成有效补充。由于节前铜价短期偏弱刺激下游逢低采购且下游往往需要集中补库以备生产需要，9 月底的国内去库或为短期现象，10 月国内库存或将回归供需双增结构下的供大于求格局，交易所和社会库存或将重新呈底部缓慢回升趋势。

图表 21 全球显性库存变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 22 LME 铜库存



图表 23 SHFE 和保税区库存走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、传统行业旺季增量有限，新兴产业增速达到瓶颈

电网投资完成额同比增速平稳

国家统计局数据显示，1-8 月我国电网投资完成额 2705 亿，同比增长 1.4%。1-8 月我

国电源工程投资完成额 4703 亿，同比增长 46.6%，其中，太阳能发电 1873 亿元，同比增长 82.7%，核电 522 亿元，同比增长 56.9%，风电 1149 亿元，同比增长 38.7%，今年特高压和储能电网订单增速明显，中低压电网订单增速稍显乏力，由于线缆用铜量大多集中在中低压，整体电网投资增速对精铜消费的提振或较为有限，且今年整体电网的计划投资总额增速约 4%，因此电网端的用铜增速将保持平稳。

光伏保持高增长，风电十分低迷

中国光伏工业协会的预计，2023 年我国光伏新增装机量将达到 120GW，8 月新增装机量达 16GW，1-8 月累计完成 113.1GW，同比增长 154%，完成率已超过 90%，预计将超额完成今年目标。近期上游硅料价格出现一定反弹但总体产业链下游加工利润未收较大影响，出口方面产业链下游的组件和逆变器出口形势仍然强劲。我国 8 月新增风电装机量 2.6GW，1-8 月累计新增装机量 28.9GW，累计同比增长 79%，增速较高主因去年基数较低，目前陆风装机受黑色成本高企拖累利润空间较小，海风算上政策补贴后勉强接近盈亏平衡导致风电新增装机十分低迷。整体来看，光伏受产业链成本下降今年装机量有望提前完成目标并超出市场预期，风电行业或继续维持弱复苏。

房地产迎来重磅利好政策，楼市信心短期维稳

国家统计局数据，1-8 月我国房地产开发投资累计总额 7.69 万亿，累计同比下降 1.8%。1-8 月我国商品房销售面积累计达 7.39 万平方米，同比降幅扩大至 7.1%，其中住宅销售面积为 6.38 万平方米，同比降幅扩大至 5.5%，房地产新开工面积累计为 6.39 万平方米，同比下降 24.4%，房地产竣工面积达 4.37 万平方米，累计同比增长 19.2%。

8 月下旬房地产重磅利好政策频出，进入 9 月后进入政策平稳期，除广州部分地区开放限购并调低二手房增值税免征以及首套房社保缴纳的年限，其余部分城市开始陆续执行地产宽松政策，尤其一线城市楼市的购房热度有所回升，叠加部分房企采取降价清盘的方式急于回笼资金，短期楼市或将进入“量升价稳”的格局，但当前大中型城市二手房的挂牌量仍然较高，居民部门的加杠杆空间较为有限，居民可支配收入增速未见明显增长，预计楼市“组合拳”将对 9 月销售数据产生一定的脉冲效应，但长期潜在购房需求持续释放的压力仍然较大，楼市政策对宏观经济的提振作用边际逐步减弱。

空调排产稳步回落，销售旺季临近尾声

国家统计局数据显示，2023 年 8 月我国空调总产量达 1643.4 万台，同比增长 5.9%，8 月家用开空调销量为 1217.1 万台，同比增长 0.36%，其中内销 798 万台，同比下降 9.75%，出口降至 420 万台，同比增长 27.5%，截止 8 月底，全国家用空调工业库存为 1701 万台，同比下降 4.42%。

产业在线数据显示，2023 冷年家用空调内销规模过亿台，同比增长 16.9%，疫情后的

需求复苏、竣工端带动的更新换代和政策补贴以及全球气候变暖共同铸就了今年空调冷年的总需求上升，进入 9 月以后，厂商排产量出现较大幅度的环比下降，渠道商和经销商也进入了备货和销售周期，8 月产量或为今年三季度仍保持较高增速的最后尾声，8 月出口量环比下降主因欧美地区的外需仍未恢复至正常水平，外加人民币汇率的剧烈波动以及企业间的竞争不断加剧，出口端复苏压力仍然较大，受厂商淡季排产力度的下降，铜管行业开工率已大幅回落至 70% 以下，四季度或难以出现上半年铜管作为传统行业托底用铜增速的局面。

汽车产销平稳，新能源车销量延续高增长

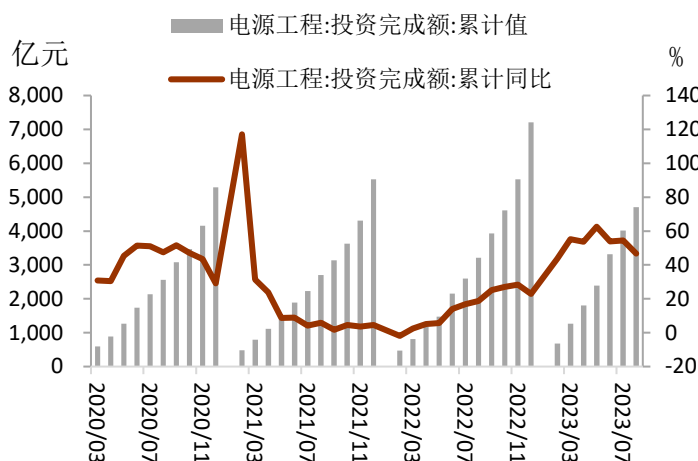
中汽协数据显示，我国 8 月新能源汽车产销量分别为 84.3 万辆和 84.6 万辆，同比分别增长 22% 和 27%，8 月市场占有率达 32.8%，其中混动车型销量 24.9 万辆，销售占比 29.4%。1-8 月新能源汽车销量累计达 537.4 万辆，同比增长 39.2%。1-8 月我国汽车总产量达 1822.5 万辆，同比增长 7.4%。

在国家“扩大内需”、促进汽车消费政策以及车企降价优惠的双重驱动下，购车需求进一步释放，工信部和财政部印发《汽车行业稳增长工作方案》中提出力争 2023 年完成汽车总销量 2700 万辆，同比增速 3%，汽车工业增加值同比增长 5%，2024 年整体行业运行在合理区间，年初中汽协预计今年新能源汽车整体产销增速在 30% 作用，约 900 万辆，1-8 月完成率已接近 60%，随着“金九银十”旺季预期回暖将进一步支撑是新能源汽车消费的回归，大概率能够完成目标。

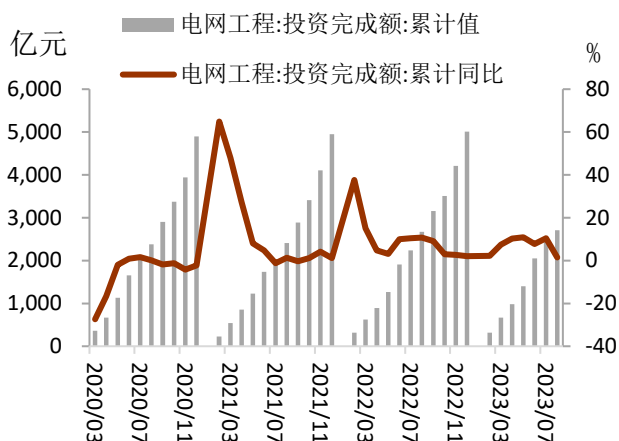
传统行业消费回归偏慢，新兴产业增速较快，宏观政策对总需求拉动效应边际减弱

整体需求端来看，光伏和新能源汽车将保持高增长，电网和电源工程投资增速将保持平稳；房地产需求回暖有待验证，白色家电回归产销淡季，交通、基建等用铜旺季消费稳中有升，但风电增速偏低，燃油车销量渗透率逐步下降，整体传统行业旺季消费的回归速率偏慢，新兴产业增速较快但用铜总量有限，整体 9 月终端消费没有太超预期的增量表现，国内宏观刺激政策对传统行业的拉动作用边际递减，预计整体需求将维持弱复苏。

图表 24 电源投资完成额变化

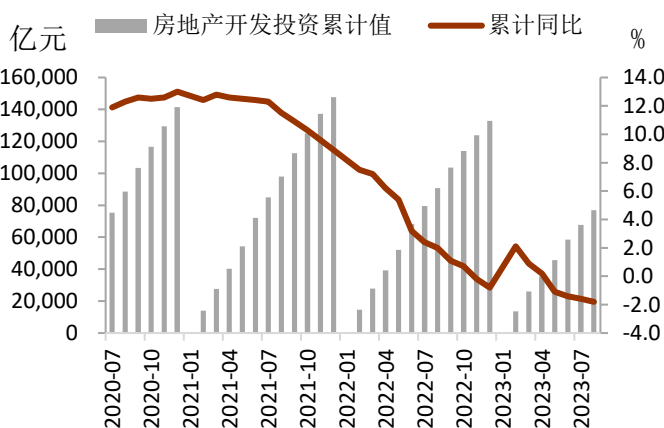


图表 25 电网投资完成额变化

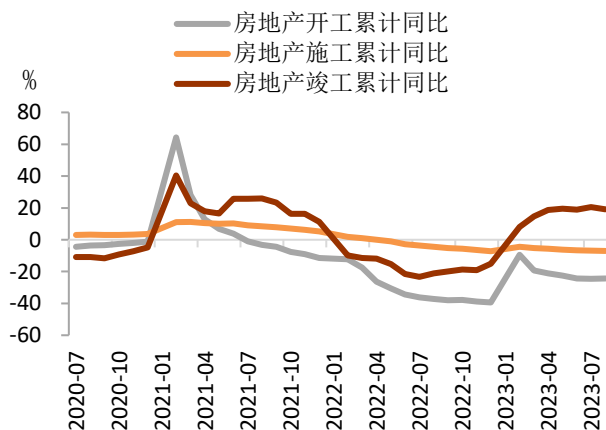


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 26 房地产开发投资增速变化

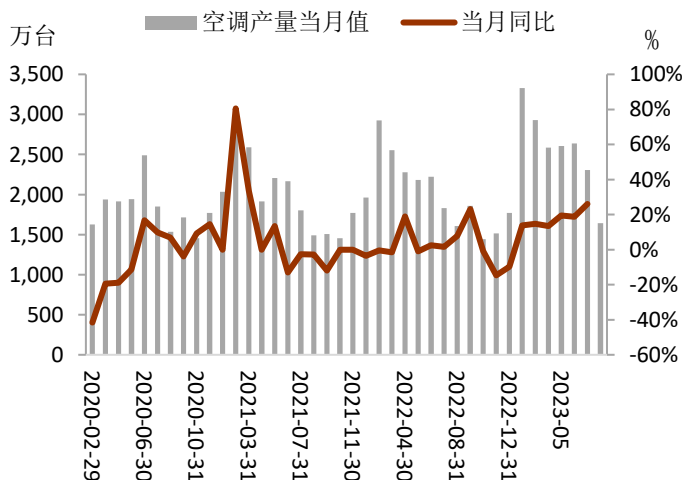


图表 27 房地产开工施工和竣工增速变化

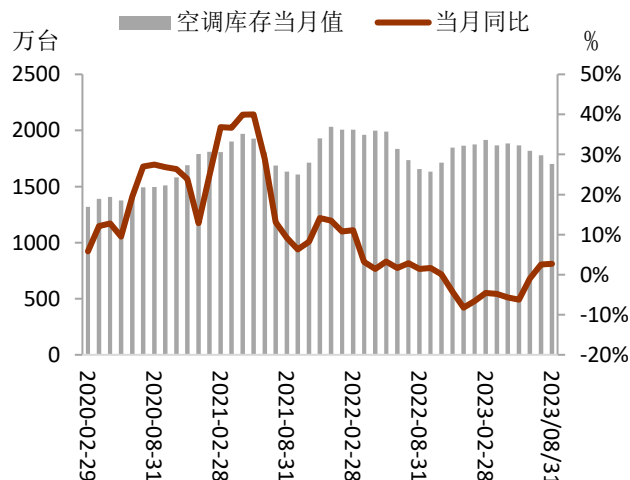


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 28 空调产量增速变化

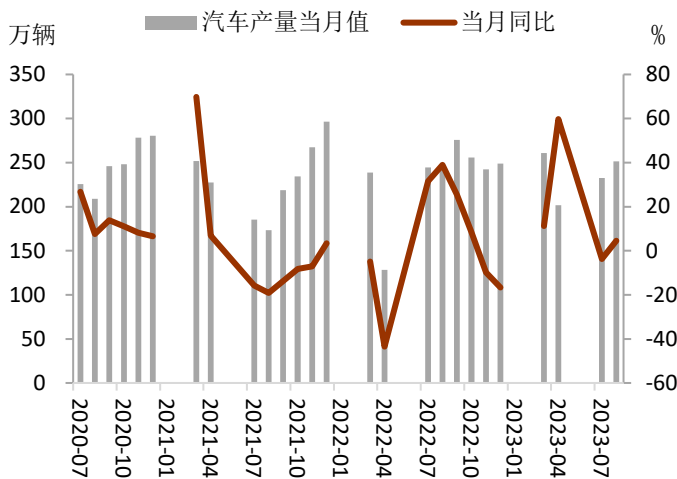


图表 29 家用空调库存变化

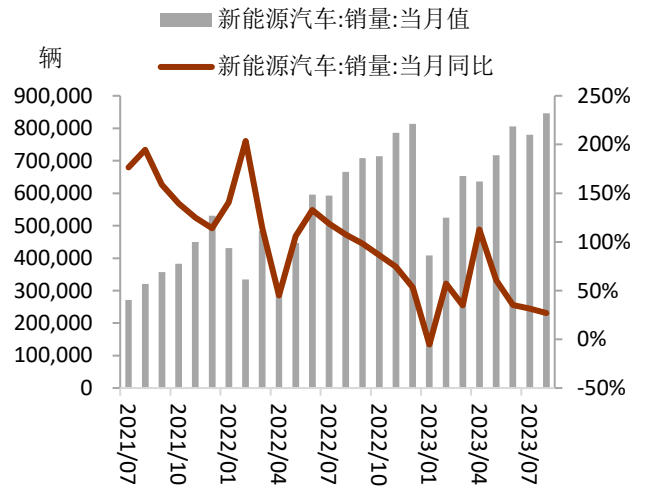


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 30 汽车产量变化



图表 31 新能源汽车产量及销量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望

宏观方面，9月美联储鹰派立场超预期，就业市场极为强劲令市场担忧潜在通胀重新升温，而非美经济体的相对弱势以及紧缩预期也不断提振美元；央行二次降准维稳市场流动性，制造业PMI重回扩张区间，8月为政策底基本确立，楼市政策对宏观信心的提振效用逐步减弱。

基本面来看，国内产量保持稳定，进口增量如期兑现，精铜供应趋于宽松。需求端，传统行业旺季需求回归偏慢，新兴产业用铜增速较快但总量有限，预计10月需求仍将维持弱复苏。库存结构来看，国内库存重心上移，海外库存高位持续攀升，全球显性库存反弹对铜价支撑力度减弱。

整体来看，我们认为美联储维持“更高更长”的鹰派立场以及潜在通胀回升的预期将进一步提振美元令铜价承压，虽然国内宏观经济数据边际有所回暖，楼市利好政策频出，但对市场信心的提振效用正在逐步减弱，对国内精铜消费的拉动也存在较长的滞后周期，与此同时，全球显性库存大幅反弹对铜价支撑力度减弱，预计铜价将维持震荡走弱格局。

预计10月份铜价将震荡偏弱运行，沪铜主要波动区间在66000-69000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在7700-8200美元/吨之间。

风险点：欧美经济衰退超预期，海外央行提前降息。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68555105（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A906 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。