



铜市场供需两旺，但地缘冲击及美元高位压制，铜价宽幅震荡

2023年10月27日

内容摘要：

上海中期期货研究所

金属研发团队

王舟懿

Z0000394

本月美元高位压制及巴以冲突持续发酵，但中国出台了多项力度较大的经济刺激政策，叠加下游消费正值旺季，沪铜主力合约先抑后扬并回升至 6.7 万/吨上方。

展望后市，宏观方面，9 月经济活动继续呈现回暖迹象，固定资产投资单月同比增速提升，服务业和社会零售消费好于预期，房地产销售和新开工跌幅收窄。近日，中国财政部增发 1 万亿元特别国债发行，至此财政赤字率由 3% 升至 3.8%，为四季度和明年的经济运行打下基础。海外方面，美联储官员表态边际转向鸽派，或减轻美元指数对金属的压制。

供应方面，近期国内北方冶炼厂增加原料储备，南美矿山供应扰动凸显，铜精矿 TC 连续三周下跌。国内铜冶炼厂开工率持续回升，产量超市场预期。9 月 SMM 中国电解铜产量为 101.2 万吨，环比增幅为 2.3%，同比增加 11.3%，且较预期的 98.61 万吨增加 2.59 万吨。进入 10 月，据统计 3 家冶炼厂有检修计划，且不少冶炼厂因假期因素负荷略有降低，预计 10 月冶炼产量将小幅回落。现货方面，虽受到进口铜流入影响，供应边际转向宽松，但铜价持续走弱引发下游积极备货，升水重新走高。

需求方面，9-10 月铜材行业开工率整体偏好，主要是得益于铜价下跌明显、精废价差收窄以及下游补货积极性增加等因素，随着国家出台一系列经济刺激政策，基建地产等行业施工明显提速，但传统家电行业逐步进入淡季，电子及新能源车虽终端表现较好但铜材加工订单增长微弱。**库存方面**，国内外走势分化，国内库存持续去库，社会库存创年内新低，海外 LME 铜库存突破 18 万吨，暗示交仓压力较大。本月全球四地显性库存 25.93 万吨，较上月减少 0.87 万吨，处于历史五年均值下沿。

综合来看，国内经济初现回暖迹象，铜市场呈供需两旺之势，在美联储加息立场转为鸽派后，预计铜价宽幅震荡重心上移。套利方面，由于国内库存低位，且下游正值消费旺季，而海外制造业表现偏弱，预计沪伦比值继续给予进口机会。

风险因素：如出现以下情形，请及时调整头寸：

- 1) 美联储加息预期再起
- 2) 旺季消费不及预期，库存累库压力持续
- 3) 发生宏观利空事件



表 1: 铜相关价格数据

	2023/8/31	2023/9/30	2023/10/26	月度变化 (数值)	月度变化 (百分比)
SHFE 铜主力 (元/吨)	69530.00	69430.00	67190.00	-2240.00	-3.23%
LME 铜 3 个月 (美元/吨)	8836.00	8437.00	8106.50	-330.50	-3.92%
美元指数	101.88	103.64	106.18	2.54	2.45%
人民币中间价	7.1305	7.1811	7.1717	-0.0094	-0.13%
沪伦比值	7.87	8.23	8.29	0.06	
LME(0-3)升贴水	-31.50	-18.00	-56.85	-38.85	
CIF 提单溢价	30.00	62.00	63.00	1.00	
上海物贸现货平均升水	180.00	325.00	190.00	-135.00	

表 2: 中国精炼铜表观需求量

(万吨)	2023 年 9 月	环比	同比	累计同比	2023 年 1-8 月
产量	101.20	2.22%	11.33%	11.49%	11.52%
进口	48.04	1.50%	-5.79%	-9.50%	-10.00%
出口	7.74	2.32%	15.50%	1.50%	0.10%
表观消费量	141.50	2.04%	4.67%	3.94%	3.84%

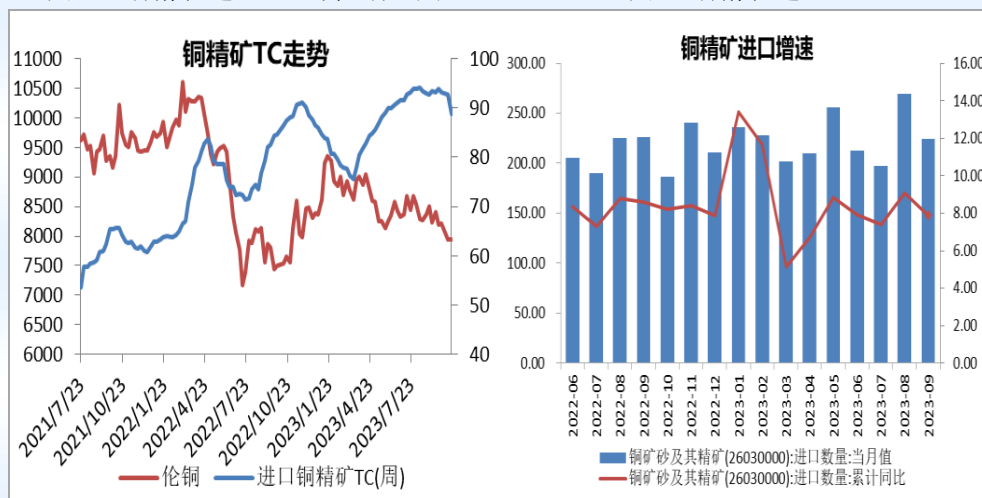
资料来源: Wind, 上海中期

主要影响因素分析

1. 铜精矿: 国内北方冶炼厂增加原料储备, 铜精矿 TC 加速下跌

图 1: 铜精矿进口 TC 与伦铜 (周)

图 2: 铜精矿进口量



资料来源: 同花顺, SMM, 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。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供参考, 并不构成投资建议。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。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。

近期国内北方冶炼厂增加原料储备，南美矿山供应扰动凸显，铜精矿 TC 连续三周下跌。截至 10/20 当周，铜精矿现货 TC 指数报在 88.76 美元/吨，较上月末跌 4.47 美元，为六个月来首次下跌。进入四季度，中国冶炼厂尤其是西北地区和华北地区的冶炼厂，出于冬储和新产能释放需要进行原料储备的原因，增加对四季度的海运铜精矿现货需求量。在供应端上矿山供应矛盾逐渐凸显，近期 Las Bambas 铜矿的“武装保护期”再次到期和巴拿马工人封锁高速公路威胁罢工要求当局取消与 First Quantum 的合约，预计四季度铜精矿现货加工费将继续承压。

进口方面，在经历 8 月铜精矿集中到港后，9 月铜精矿到港数量缩减。海关数据显示，2023 年 9 月铜矿砂及其精矿进口量 224.11 万吨，环比下滑 16.9%，同比小幅下滑 0.9%。2023 年 1-9 月中国铜精矿累计进口量为 2188.26 万吨，累计同比增加 7.89%，较前值回落 1.19 个百分点。从需求端上看，中国 9 月份处于检修期的冶炼厂有大冶有色、包头华鼎、铜陵金冠、金隆铜业和浙江富冶和鼎冶炼厂，共涉及粗炼产能 135 万吨，是进口铜精矿减少的主要原因。展望四季度，海外铜矿新投资项目释放产量有望带动供应量增长，叠加中国冶炼产能投放对原料的需求提高，预计我国铜精矿进口量维持较高水平。

2. 精炼铜：国内铜产量超市场预期，下游铜材行业开工率整体偏好

图 3：冶炼企业产能利用率

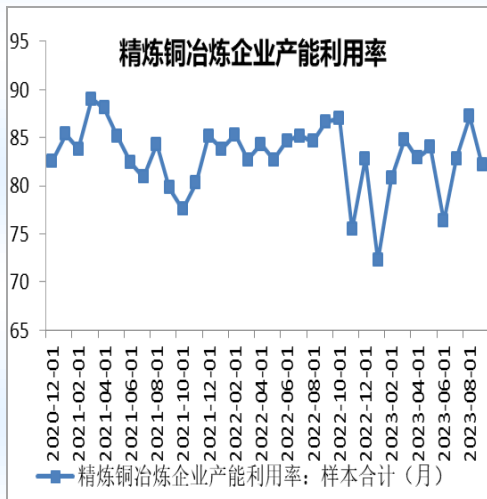


图 5：精废价差

图 4：铜加工企业产能利用率

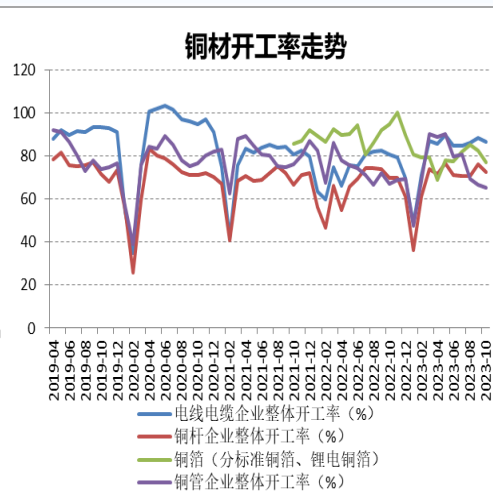
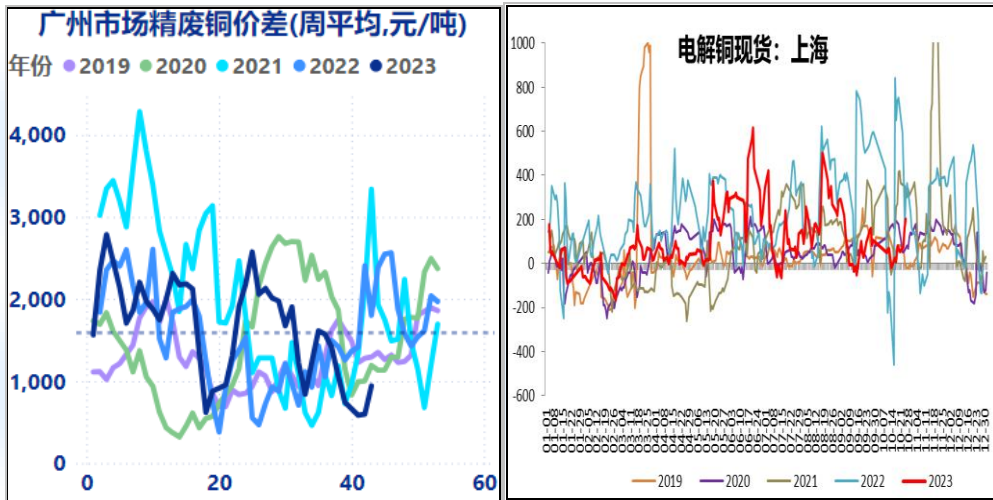


图 6：电解铜现货升贴水

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。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。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。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

近期国内铜冶炼厂开工率回升，产量超市场预期。9月SMM中国电解铜产量为101.2万吨，环比增加2.3万吨，增幅为2.3%，同比增加11.3%，且较预期的98.61万吨增加2.59万吨。1-9月累计产量为848.61万吨，同比增幅为11.49%。尽管9月有4家冶炼厂有检修，但影响的总量并不大，产量超预期主因几家冶炼厂有赶量的情况，此外，山东和西北地区的几家冶炼厂产能持续释放，华东有新冶炼厂投产也贡献了部分产量。值得关注的是，受精废价差收窄影响，粗铜供应持续紧张，或导致后续部分冶炼厂因此出现减产。进入10月，据SMM统计有3家冶炼厂有检修计划，且10月不少冶炼厂因假期因素负荷较9月略有降低，预计10月国内电解铜产量为99.6万吨，环比下降1.58%，同比上升10.5%。**现货方面**，虽受到进口铜流入影响，供应边际转向宽松，但铜价持续走弱引发下游积极备货，升水重新走高。截至10月末，上海地区现货升水在+200元/吨附近，华南地区升水在+350元/吨附近。

废铜方面，本月再生铜原料供应较为紧张，精废价差远低于优势线。进口方面，中国9月废铜进口量为17.03万吨，环比增9.30%，累计同比增6.65%，较前值回落0.65个百分点。供应方面，从9月进口盈亏来看，短期废铜到港清关量难见明显改观，废铜供应整体仍处偏紧格局。从需求来看，今年废铜需求领域主要是再生铜杆和阳极冶炼领域，尤其今年阳极板产能新增明显，利废企业对废铜的需求较大。若铜价不出现反弹，再生铜原料贸易商惜货情绪将持续保持，再生铜原料供应紧缺情况或不能得到改善，对精铜需求有一定支撑。

下游加工方面，9-10月铜材行业开工率整体偏好，主要是得益于铜价下跌明显、精废价差收窄以及下游补货积极性增加等因素，随着国家出台一系列经济刺激政策，基建地产等行业施工明显提速，但传统家电行业逐步进入淡季，电子及新能源车虽终端表现较好但铜材加工订单增长微弱。具体来看，9月电线电缆企业开工率为86.49%，环比回落2.01个百分点；精铜制杆企业开工率为72.38%，环比回落3.75个百分点；铜管开工率65.39%，环比回落1.11个百分点；铜箔带开工率76.86%，环比回落5.77

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。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。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。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。

个百分点。从调研来看，南网及国网订单较好，施工旺季下游表现值得期待；空调主机厂排产计划下降，交货节奏较前几个月明显放缓并将正式进入淡季；受海外需求走弱影响，动力电池、储能等锂电铜箔下游动力端口表现平平，多数大中型铜箔企业排产明显下滑；地产依旧低迷，需持续关注各项地产利好政策何时传导至消费端口。外需呈现弱复苏，9月国内PMI新出口订单环比回升1.1个百分点至47.8%，仍位于荣枯线以下。内需方面，9月国内PMI环比上升0.5个百分点至50.2%，政策助力经济景气度回升，从而带动了铜加工行业订单的增加。

三、库存：国内库存创年内新低，LME 铜交仓压力较大

图 7：全球电解铜库存

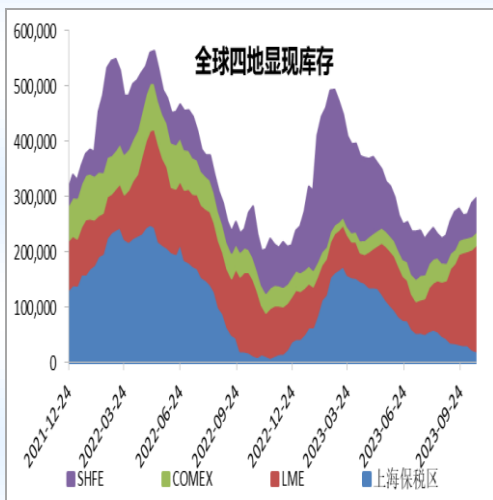


图 8：上期所电解铜库存

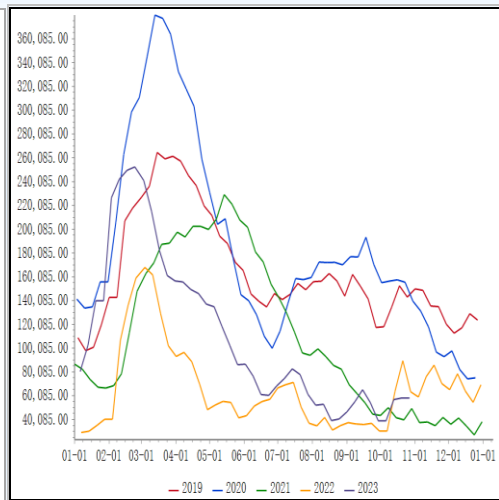


图 9：电解铜现货进口利润

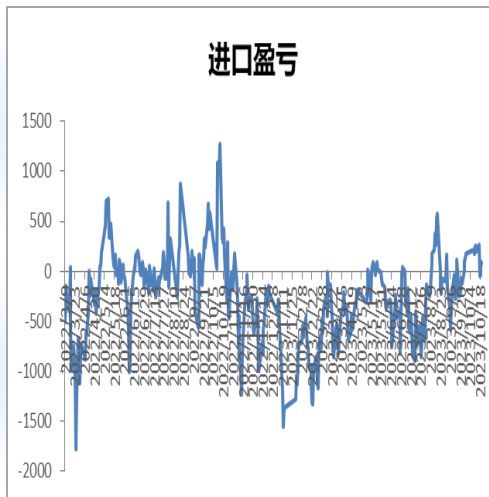
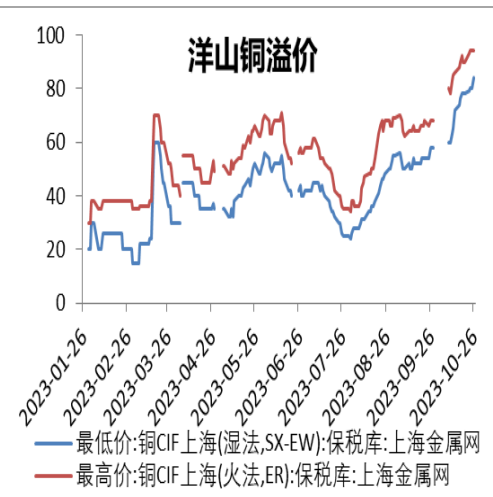


图 10：电解铜 CIF 提单溢价



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。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。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。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。

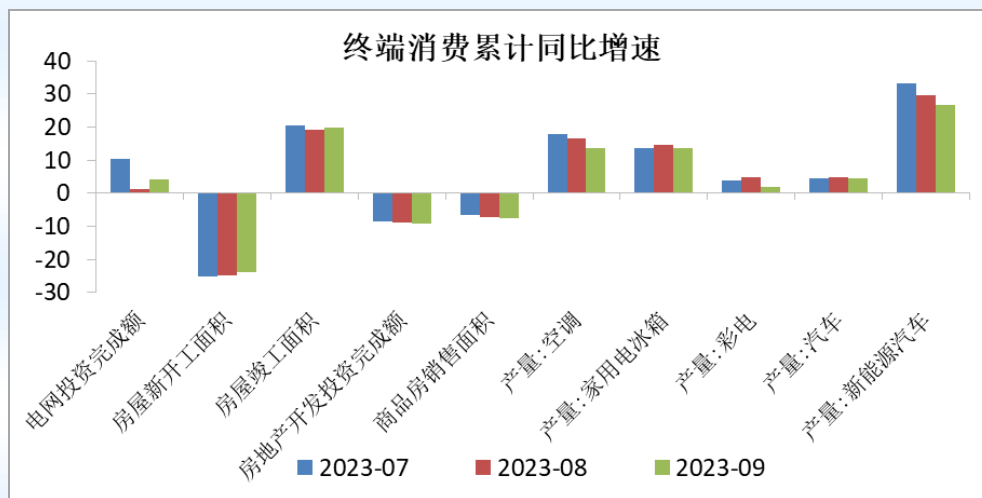
资料来源：同花顺、上海中期

本月国内外库存走势分化，国内库存持续去库，社会库存创年内新低，海外LME铜库存突破18万吨，暗示交仓压力较大。截止10/27，上期所阴极铜库存3.64万吨，较上月末减少0.26万吨；保税库存1.72万吨，较上月末减少1.6万吨；LME库存18.06万吨，较上月末增加1.28万吨，其中欧洲库存6.57万吨（+0.71万吨），亚洲库存3.29万吨（-1.19万吨），北美库存8.43万吨（+1.99万吨）；COMEX库存2.50万吨，较上月末减少0.29万吨。总体来看，全球四地（SHFE+保税区+LME+COMEX）显性库存当前合计25.93万吨，较上月减少0.87万吨，处于历史五年均值下沿。

从库存变动来看，1) 上期所库存小幅回落，绝对库存水平位低于五年均值。国庆节后，精铜杆消费表现超预期，周度下游开工率创年内新高，虽有进口铜流入及国内炼厂产量增加，但在低铜价以及精费价差持续收窄态势下，社会库存创年内新低。2) 保税区库存呈减少态势，因人民币汇率弱势下进口比价出现盈利窗口，贸易商加大了进口及清关量。进口方面，2023年9月份国内未锻造铜及铜材进口量为48.04万吨，环比增加1.5%，同比减少5.79%，为连续五个月环比增长。3) 近期LME库存呈累库趋势，短期国内外比价仍有一定优势，叠加临近年底单谈谈判，供应端部分消息干扰下，洋山铜溢价仍维持高位。套利方面，由于国内库存低位，且下游正值消费旺季，而海外制造业表现偏弱，预计沪伦比值继续给予进口机会。

四、终端市场：国内稳增长政策陆续出台，经济筑底回升信号凸显

图 11：终端消费累计同比增速



资料来源：同花顺、上海中期

宏观方面，国内稳增长政策陆续出台，经济筑底回升信号凸显。9月经济活动继续呈现回暖迹象，固定资产投资单月同比增速提升，工业增加值总体平稳，服务业和社会零售消费好于预期，房地产销售

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。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。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。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。

和新开工跌幅收窄，8月下旬以来，房地产政策进一步放松，带动房地产销售边际改善。近日，中国财政部增发1万亿元特别国债发行，至此财政赤字率由3%升至3.8%，增发的国债资金初步考虑在2023年安排使用5000亿元，结转2024年使用5000亿元，为四季度和明年的经济运行打下基础。海外方面，美联储官员表态边际转向鸽派，或减轻美元指数对金属的压制。

终端需求来看，**电力电网方面**，2023年1-9月，我国电网投资完成额3287亿元，累计同比增加4.2%，较前值加快2.8个百分点；我国电源投资完成额5538亿元，累计同比增长41.1%，较前值回落5.5个百分点。当前新型电力系统建设在基建投资中发挥了重要作用，对于有色金属需求拉动较大。据悉2023年国家电网投资将超过5200亿元，再创历史新高，投资方向聚焦特高压、智能化与数字化等重点建设领域。今年基建仍是“稳增长”重要举措，8月以来，财政赤字边际扩张，对投资增速起到促进作用，对基建形成支持。**房地产方面**，2023年1-9月，我国房地产开发投资完成额累计同比下降9.1%，较前值降幅扩大0.3个百分点；1-9月商品房销售面积累计同比下降7.5%，较前值降幅扩大0.4个百分点；1-9月土地购置费累计同比下降5.1%，较前值降幅扩大0.8个百分点。地产行业下滑仍未停滞，结合房地产销售面积在去年同期低基数，反映当前房地产销售仍较疲软。从工地情况来看，2023年1-9月房屋新开工面积同比下滑23.89%，较前值降幅收窄0.99个百分点；1-9月房屋竣工面积同比增长19.80%，较前值增幅扩大0.6个百分点。房屋竣工面积高增长意味着“保交楼”对房地产投资仍有支撑，新开工降幅收窄，房企信心有所恢复。**汽车消费方面**，随着各企业不断推出新产品，加大优惠促销力度，消费者购车热度持续释放。中汽协公布数据显示，9月汽车产销分别完成285万辆和285.8万辆，环比均增长10.7%，同比分别增长6.6%和9.5%。2023年1-9月，汽车产销分别完成2107.5万辆和2106.9万辆，同比分别增长7.3%和8.2%。新能源汽车延续良好发展态势，市场占有率进一步提升，新能源汽车产销分别完成87.9万辆和90.4万辆，环比分别增长4.3%和6.8%，同比分别增长16.1%和27.7%，市场占有率达31.6%。进入9月，车市进入销售旺季，叠加出口汽车势头迅猛，行业内对汽车市场继续保持乐观。**白色家电方面**，2023年1-9月，我国空调产量累计同比增加13.7%，较前值增速收窄2.8个百分点；家用冰箱产量累计同比增长13.6%，较前值收窄0.9个百分点；家用洗衣机累计同比增加21.9%，较前值收窄1.7个百分点。夏季空调消费旺季已过，行业对下半年的走势持有比较谨慎的态度。从最新的排产数据来看，空调主机厂排产计划下降，交货节奏较前几个月明显放缓并将正式进入淡季。

后市观点

宏观方面，9月经济活动继续呈现回暖迹象，固定资产投资单月同比增速提升，服务业和社会零售消费好于预期，房地产销售和新开工跌幅收窄。近日，中国财政部增发1万亿元特别国债发行，至此财政赤字率由3%升至3.8%，为四季度和明年的经济运行打下基础。海外方面，美联储官员表态边际转向鸽派，或减轻美元指数对金属的压制。

供应方面，近期国内北方冶炼厂增加原料储备，南美矿山供应扰动凸显，铜精矿TC连续三周下跌。国内铜冶炼厂开工率持续回升，产量超市场预期。9月SMM中国电解铜产量为101.2万吨，环比增幅为

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。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。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。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。

2.3%，同比增加 11.3%，且较预期的 98.61 万吨增加 2.59 万吨。进入 10 月，据统计 3 家冶炼厂有检修计划，且不少冶炼厂因假期因素负荷略有降低，预计 10 月冶炼产量将小幅回落。现货方面，虽受到进口铜流入影响，供应边际转向宽松，但铜价持续走弱引发下游积极备货，升水重新走高。需求方面，9-10 月铜材行业开工率整体偏好，主要是得益于铜价下跌明显、精废价差收窄以及下游补货积极性增加等因素，随着国家出台一系列经济刺激政策，基建地产等行业施工明显提速，但传统家电行业逐步进入淡季，电子及新能源车虽终端表现较好但铜材加工订单增长微弱。库存方面，国内外走势分化，国内库存持续去库，社会库存创年内新低，海外 LME 铜库存突破 18 万吨，暗示交仓压力较大。本月全球四地显性库存 25.93 万吨，较上月减少 0.87 万吨，处于历史五年均值下沿。

综合来看，国内经济初现回暖迹象，铜市场呈供需两旺之势，在美联储加息立场转为鸽派后，预计铜价宽幅震荡重心上移。套利方面，由于国内库存低位，且下游正值消费旺季，而海外制造业表现偏弱，预计沪伦比值继续给予进口机会。

风险因素：如出现以下情形，请及时调整头寸：

- 1) 美联储加息预期再起
- 2) 旺季消费不及预期，库存累库压力持续
- 3) 发生宏观利空事件

（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。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。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。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。