



2024年10月14日

中美经济复苏共振，铜价偏强震荡

核心观点及策略

- 宏观方面，美联储拉开久违降息大幕，但二次通胀风险以及就业市场的强韧性令年内降息预期随之下调，美联储或难以延续快速降息步伐，并转向中性宽松的政策路径；国内方面，央行坚持逆周期调节，宏观货币和财政政策有望同向发力提振经济，楼市政策继续松绑，整体中美经济或进入共振复苏周期。
- 基本面来看，精矿供应趋紧未变，四季度废铜库存出清后国内产量有回落预期。需求端，线缆需求好转精铜杆开工率回升，传统行业复苏(除地产外)好于预期，新兴产业用铜将迎来需求旺季。库存方面，国内进入低库存状态，海外缓慢去库，全球显现库存压力得到明显缓解。
- 整体来看，美联储未来政策路径将趋于中性宽松，中国宏观政策调控仍有发力空间，基本面矿端趋紧未改，电网投资和光伏电站装机有提速预期，整体预计铜价将进入区间震荡偏强走势。
- 预计10月铜价将进入震荡偏强走势，沪铜主要波动区间在75000-82000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在9450-10500美元/吨之间。
- 风险点：美联储意外暂停降息，海外矿山提前复产

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F03084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

一、2024年9月铜行情回顾.....	4
二、宏观经济分析.....	6
1、美联储拉开降息大幕，欧元区通胀大幅降温.....	6
2、美国制造业连续萎缩，欧元区制造业再创新低.....	6
3、央行货币政策组合拳提振经济，财政政策有望持续加码.....	7
三、基本面分析.....	8
1、新增矿山产出稳定，现货TC仍低位运行.....	8
3、10月进口量将呈现反弹，非洲铜进口比例激增.....	12
4、伦铜交仓告一段落，国内社库逐步下滑.....	13
5、电网投资建设提速，光伏电站进入旺季抢装期.....	15
四、行情展望.....	19

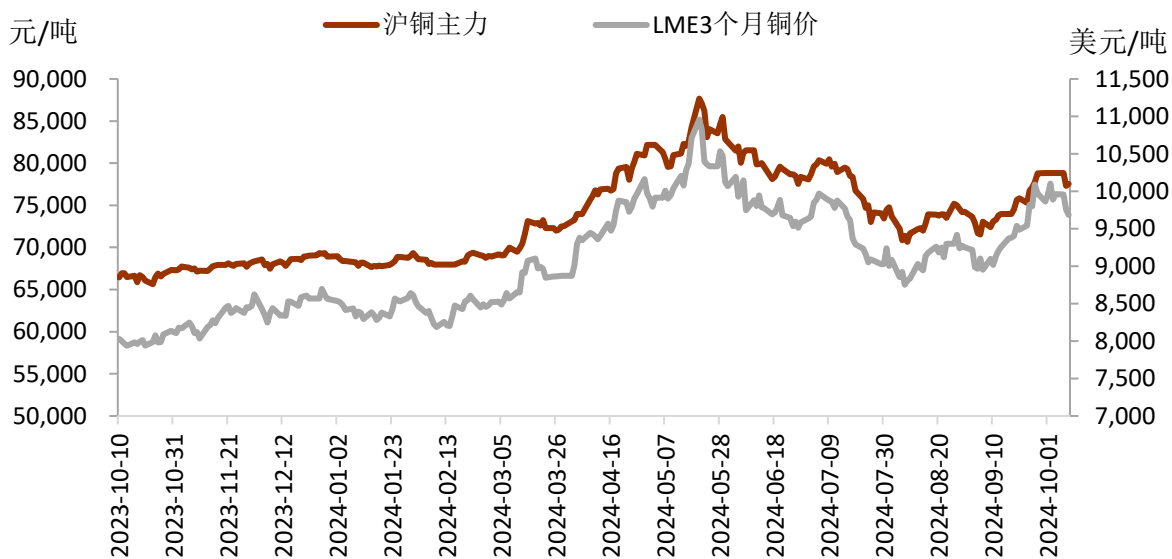
图表目录

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

一、2024年9月铜行情回顾

2024年9月，铜价整体呈震荡上行走势，伦铜从9月初的8900美金一线获得支撑后一路上行至10100美元的相对高位，而沪铜则在71500阶段性企稳后，一路震荡上行至79500，9月铜价走势整体偏强。一方面，美联储9月降息50个基点超出市场预期，多数官员对未来降息持开放立场；另一方面，央行打出货币政策组合拳，将综合运用利率、准备金、再贷款以及国债工具全力提振经济，发改委公布一揽子增量政策计划，而9月制造业PMI回归荣枯线，中美经济的共振复苏预期提振市场风险偏好；与此同时，国内消费积极复苏后社会库存快速下降，基本面的结构改善对铜价形成正反馈。截至9月底，伦铜报收于9865美元/吨，月度涨幅达6.2%；沪铜报收于78830元/吨，月度涨幅为5.8%。8月人民币兑美元汇率加速升值主因美联储超预期降息引发中美利差收窄，沪伦比上降至8附近，铜价整体维持外强内弱的格局。

图表1 铜期货价格走势

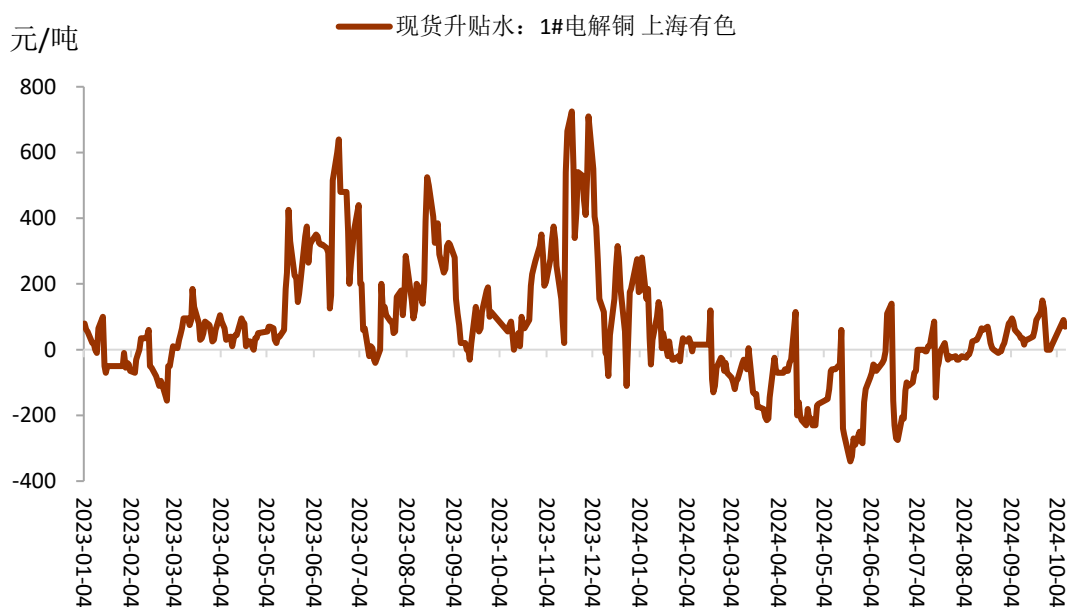


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

9月以来，国内精铜终端消费快速恢复，一方面铜价未来预期得到改善，下游加工费回暖买兴尚佳，另一方面电网投资工程已开工项目加快赶工为完成全年目标，线缆企业开工率快速恢复拉动精铜制杆企业调高开工率。从电网投资端来看，两网9月工程类电网项目招标规模明显扩大，9月铜缆线企业的平均开工率升至80.8%，虽然同比仍低于往年同期接近7%但环比实现稳定增长，其中工程和地产类线缆订单边际向好，轨道交通订单增速尚佳；虽然空调行业进入冷年生产淡季，但铜板带市场开工仍然保持平稳，其中应用于新能源行业的汽车连接器、光伏焊带和通讯领域订单充沛，传统行业复苏对9月消费带来积极正向

拉动；从新兴产业来看，新能源汽车单月产销规模已破百万大关，而风光行业也将迎来 10 月传统抢装旺季。从初端加工来看，精铜制杆企业电缆线杆加工费快速回升至 450 元/吨上方，8 月精铜杆企业开工率继续回升至 74.6%，其中大型企业开工率升至 83%；而铜管行业因空调排产进入冷年，开工率进一步降至 65.4%，铜箔企业开工率相对稳定在 6 成左右，主因新能源汽车增速平稳以及传统传统电子铜箔在印制电路板和覆铜板的需求也在回升，应用于新能源汽车的逆变器、车载电脑等大功率高电流的基板制造中的消费总量也在不断增加；铜板带企业在汽车连接器、光伏焊带和通讯领域订单充沛，整体传统行业的加快复苏带动初端加工回暖。9 月社库在旺季中加速去库，与此同时现货已稳定维持升水状态，整体运行区间在 15-150 元/吨之间。华东 8mmT1 电缆线杆加工费逐步回归 400-550 元/吨，铜缆线订单充分释放带动精铜杆企业加快生产步伐；从近月盘面结构来看，近月 B 结构整体维持平稳状态，主因国内快速去库导致近月合约持续走强，而远月同样有需求增长预期的拉动，因此 B 结构难以走扩但将维持较长时间，截止 9 月底我国电解铜社会库存大幅降至 15 万吨以下，虽然节后社库小幅反弹，但预计整体仍将保持低位状态。随着未来铜价重心的上移，下游企业或转向谨慎并逐步放缓补库节奏，国内社库将进入低位震荡期，四季度国内宏观政策的全面发力将带动终端消费回暖，预计现货将维持小幅升水的状态。

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、美联储拉开降息大幕，欧元区通胀大幅降温

美联储9月议息会议宣布下调联邦基金利率50个基点超出市场预期，鲍威尔会后表态是基于兼顾双重风险的平衡谨慎作出的决定，美联储不急于迅速降息，未来大幅降息不会是常规节奏，在9月非农数据意外强劲后其措辞更偏鹰派，称美国经济充满韧性，未来将维持中性的货币政策立场以继续扶持经济平稳软着陆，美联储没有预设既定的宽松路径，对就业市场保持强劲充满信心。我们认为虽然美联储拉开降息大幕，但首降幅度超预期并不意味着未来或延续快速降息，预防式的前瞻性调整更多是为了避免美国经济落入衰退陷阱，最新会议纪要显示虽然多数官员支持在通胀降温的同时大幅降息可以维持就业和整体经济的强度，但仍有部分决策者认为放缓降息步伐才更加符合逐步实现货币政策正常化的路径，也有更多的时间观察经济进程。美国9月非农新增25.4万人远超预期，9月失业率降至4.1%，低于预期的4.2%，主因政府部门劳动力人数显著增加和来自季节性的调整。美国9月CPI同比增速为2.4%，核心CPI同比增长3.3%，食品、住房和交通成本的顽固导致CPI增速小幅高于预期，通胀下行进程或出现停滞风险，而近期美联储官员表态，当前政策重心已逐步转向维持强劲就业和促进经济增长，最新点阵图显示美联储将在2025年底逐步将联邦基金利率调降至3.25%—3.5%的目标区间。随着9月通胀数据反弹以及非农数据的大超预期，美元指数受此提振，国庆节后市场持续下调11月降息预期幅度至25个BP，最近CME观察工具显示11月降息25个基点的概率超过80%，甚至有部分决策者对11月不降息持开放性态度，认为最新的通胀和就业表现或令美联储有能力保持耐心。当前“软着陆降息”仍是市场交易的主旋律，但美联储或无需持续快速降息以实现经济平稳软着陆。

欧央行9月调和CPI同比增速进一步降至1.8%，低于前值的2.2%，核心CPI环比降至2.7%，通胀降幅超出欧央行预期。欧元区通胀的快速降温深化了市场对欧央行10月再度进行降息的预期，当前市场普遍定价欧央行10月或再度降息25个基点。拉加德表示，其对欧元区通胀重返2%的中性目标愈发具有信心，地缘政治局势的缓和带动能源价格的大幅回落将显著缓解通胀压力，四季度的通胀率可能短暂上升，但良好进展增强了欧央行对通胀及时回归目标的信心。欧央行官员表示，预计将在2025年年底将利率调降至中性水平，欧央行或在2025年底前降息6次将三大基准利率降至2%附近，以应对当前疲弱的经济状况。

2、美国制造业连续萎缩，欧元区制造业再创新低

美国9月ISM制造业指数持平于47.2，低于预期的47.5，9月Markit制造业指数初值降为47，创八个月以来新低，ISM的分项数据中新订单指数为46.1，虽然环比回升但仍深陷萎缩，生产指数由大幅反弹至49.8，就业指数环比大幅萎缩至43.9连续第四个月萎缩，

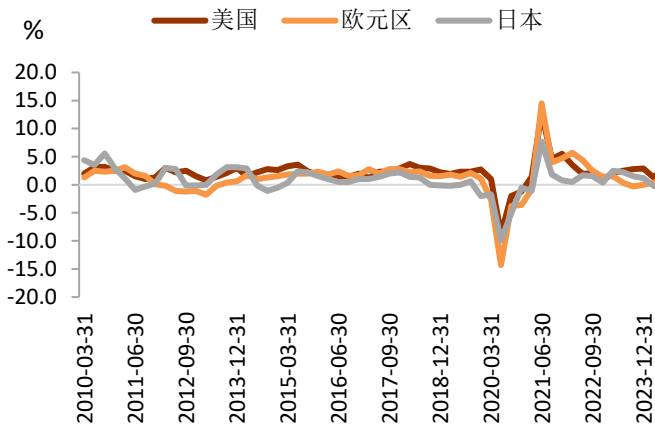
物价支付指数仅为 48.3，整体显示生产规模虽有所扩张，但企业招聘需求低迷工厂就业疲软，海外订单需求下降导致原材料等价格出现滑坡，生产商正在维持较低的库存水平运营，综合来看美国制造业仍无明显边际回暖迹象，美国三季度经济增速仍将受到拖累，9 月降息幅度超预期符合美联储强化软着陆的用意，制造业的弱现实和货币政策的强预期形成鲜明反差。

欧元区 9 月制造业 PMI 初值回落至 44.8，创年内新低，服务业 PMI 大幅降至 50.5，商业活动同步出现下滑拖累经济增长前景，制造业恶化困境加剧，市场对欧央行 10 月重启降息来挽救经济的预期持续升温。其中，德国 9 月制造业 PMI 仅录得 40.3，服务业 PMI 回落至 50.6，商业活动以较快速度向下萎缩，而制造业仍在加速探底之中，新订单的大幅下降和企业对未来产出的预期悲观表明制造业的低迷状态或仍将持续，德国三季度经济或陷入技术性衰退。法国 8 月制造业 PMI 小幅回升至 44，但服务业 PMI 跌破荣枯线至 48.3，主因奥运效应接近尾声后，个人消费端重新转入低迷，市场需求逐步放缓，新业务收入大幅下降，整体服务业缺乏增长活力。欧元区两大经济体的经济活动低迷，德国制造业加剧恶化而法国服务业陷入萎缩，欧央行或将延续此前宽松路径以全力扶持经济避免落入衰退区间。

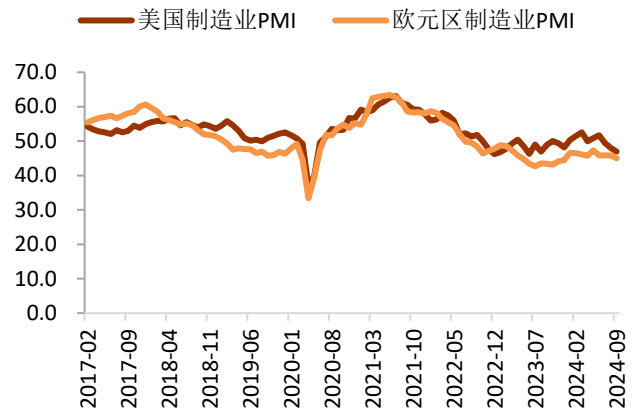
3、央行货币政策组合拳提振经济，财政政策有望持续加码

中国 9 月官方制造业 PMI 回升至 49.8，景气度有所改善，分项数据来看，新订单指数环比上升 1.4%至 51.2 重回荣枯线上方，生产指数环比微增 0.1%至 49.9，原材料库存指数维持 47.7，而就业人员指数升至 48.2，表面制造业生产活动有所加快，市场需求景气度逐步改善，企业用工需求回升，原材料库存降幅略有收窄。分类型来看，大型企业 PMI 升至 50.6，医药、汽车、电子器材、计算机通信等领域生产规模 and 市场需求均有所回暖。9 月 27 日，央行意外正式宣布实现年内第二轮降准政策，下调金融机构存款准备金率 0.5%，同时 7 天逆回购利率下调 0.2%，央行公告称，将继续坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策宏观调控力度，提高货币政策调控精准性，为稳增长提供良好的政策环境，随后在三季度货币会议中，央行称将加大逆周期调节力度，综合运用利率、准备金、再贷款和国债工具全力提振经济。财政政策方面，财政部今年前 7 个月累计已发行 4180 亿元的超长期特别国债，重点扶持经济薄弱领域和国家重点战略发展项目，其中约有 3000 亿元将支持重点领域的设备更新；前 8 个月新增地方政府专项债发行规模已达 2.58 万亿元，主要投向市政建设和产业园区、交通基础设施以及社会事业和保障性的住房工程等等，为扩大国内有效投资、提供民生保障、促进经济平稳运行提供有效基础。市场期待财政政策的工具箱将推出更多的政策组合，包括通过增加财政赤字、财政补贴和贴息以及降低税收等方式实现更为积极的政策路径，国内资本市场受宽松货币政策和扩张型的财政政策影响，风险偏好在 9 月底大幅回升，国内 A 股市场出现罕见底部放量脉冲式的上涨，由此可见，中国政府稳定经济增长的决心十分明确，中国经济在政策预期的拉动下将从平稳着陆迈向企稳反弹。

图表3 发达国家 GDP 增速

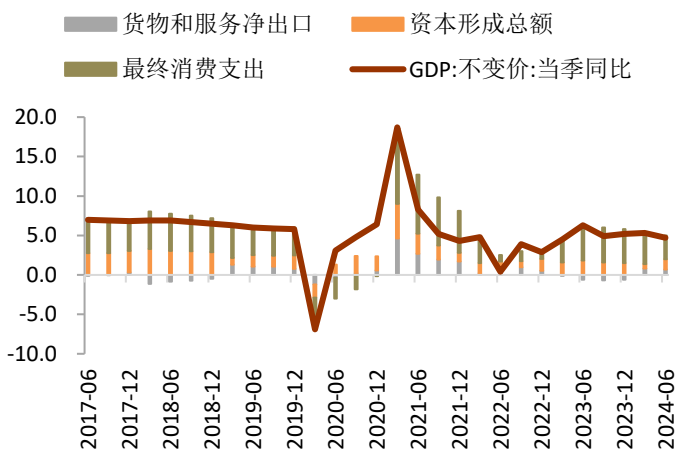


图表4 美欧制造业 PMI

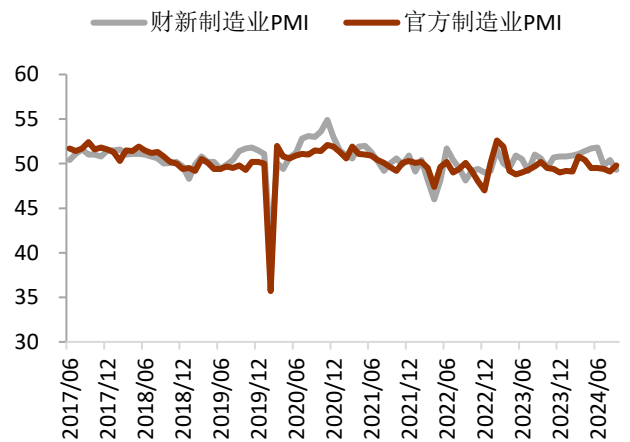


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、新增矿山产出稳定，现货 TC 仍低位运行

截止 9 月 27 日铜精矿周度现货 TC 小幅升至 6.5 美元/吨，仍然偏低，全球精矿供应趋紧格局未变，前期智利主要矿山结束罢工危机后，智利头部矿企产量日益恢复，其中 Codelco(智利国家铜业公司)8 月产量同比增长 10.1%达 12.5 万吨，BHP 旗下的 Escondida 矿山同比增长 15.5%至 10.5 万吨，嘉能可和英美资源联合控股的 Los Bronces 铜矿 10 月产量为 4.9 万吨，同比下降 11.3%。整体预计今年全球精矿供应增速将在 1.7%，而 2025 年全球精矿供应增速回升至 2.3%。

艾芬豪—紫金联合控股的位于非洲刚果金的卡莫阿铜矿三季度铜产量创纪录达 11.6 万
 敬请参阅最后一页免责声明

吨，前三季度该项目累计铜产量达 30.3 万吨，其中 9 月单月产量高达 4 万吨，主因二期项目已于 6 月底提前投产，目前该项目日均产量能力接近 1500 万吨。值得关注的是，艾芬豪仍然下调了今年的指导产量从 44-49 万吨降至 42.5-45 万吨，主因在安装额外的现场发电机容量以及签订进口电力以支持刚果电网消耗的协议之前，将产生间歇性电网电力的负面影响，此外卡莫阿运营团队预计第四季度的产能恢复率将达到 86%。艾芬豪首席执行官表示，预计将在未来三年内在刚果金建设旗下 Western Foreland 新项目，预计可能会拥有与卡莫阿一样规模的产出，该公司预计明年总产能将扩张至 60 万吨。

第一量子旗下的位于赞比亚的 Kansanshi 铜矿突发矿难导致项目临时暂停运营。事故原因为推土机和轻型车辆相撞导致一名工人死亡，公司目前就事故起因展开调查，并计划在确保工作环境安全后恢复生产。2023 年 Kansanshi 铜矿产铜量为 13.5 万吨。继 Cobre Panama 项目生产中断以后，赞比亚项目成为该公司收入的主要来源，第一量子为了摆脱当前收入预期巨减的压力，此前已主动与江西铜业公司达成了 5 亿美元的三年期铜预付款协议，Kansanshi 铜矿每年将以市场价格交付 5 万吨阳极铜，而巴拿马铜矿因新任总统上任后推迟重启谈判或将于 2025 年年中才有复产计划。

由中色—阿曼矿业联合控股的位于印尼 Amman Miner 公司旗下的大型冶炼厂于 9 月底在西努沙登加拉省举行开工仪式，该项目的年产铜加工能力为 90 万吨/年，预计将于今年年底投料开始正式进入生产，该冶炼厂每年的铜冶炼能力为 22 万吨，今年 7 月该项目已获得铜精矿的出口许可证，配额约为 54 万吨，许可证有效期至今年年底。

ICSG(国际铜研究小组)最新数据显示，2024 年 7 月全球精炼铜产量为 235 万吨，消费量为 226 万吨，全球精炼铜市场供应过剩为 9.1 万吨，而去年同期过剩为 7.9 万吨，今年 1-7 月全球精铜供应过剩为 52.7 万吨，由此可见全球铜精矿原料的供应短缺并未干扰全球精铜的产量释放，全球精铜市场仍然面临轻微过剩的格局。秘鲁能矿部最新数据显示，今年 1-7 月秘鲁累计铜产量为 151.3 万吨，同比下降 2.3%，其中 7 月秘鲁产量仅为 22.2 万吨，同比下降 3.2%。

2、国内精铜产量维持百万吨

SMM 数据显示，今年 9 月我国精铜产量高达 100.4 万吨，同比微降 0.76%，环比下降 0.92%，略低于预期的 101.6 万吨，前三季度我国精铜累计产量达 896.4 万吨，同比增长 5.6%。9 月份全国主要冶炼厂产能利用率维持 80.2%。9 月产量环比微降，主要由于大冶有色突发火灾导致生产中断，预计影响年内产量或多达 10 万吨，而随着国内废铜库存的逐渐出清，冷料和废料紧缺导致部分冶炼厂缺少供应来源，难以维持较高的产能利用率，预计 10 月产量将继续降至 97 万吨左右。

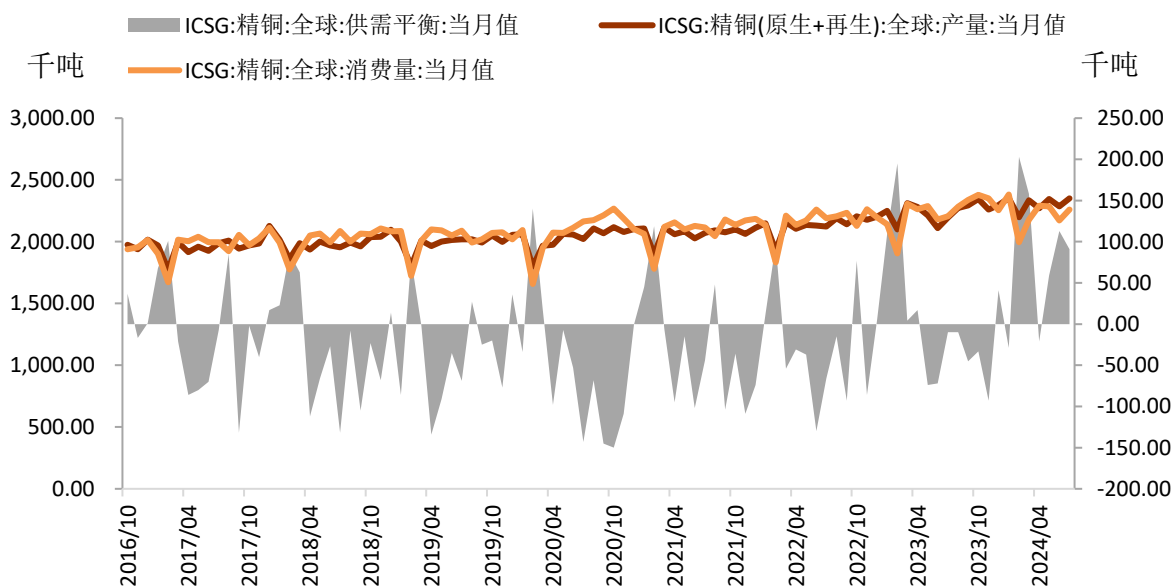
从 9 月即将到来的检修计划来看，国内冶炼厂检修情况整体较少，其中豫光金铅的 10 万吨粗炼已于国庆节开始为期 20 天的检修计划，预计影响产量 1 万吨；中条山有色垣曲工厂 13 万吨产能检修 30 天左右，预计影响产量 0.8 万吨；而江铜部分预计将于 10 月底例行

检修 35 天左右，由于阳极板备货充足基本不影响产量；而浙江富冶的 15 万吨老线也将于 10 月底计划检修一个月，预计小幅影响产量 0.8 万吨。整体 10 月的国内冶炼端检修对产量的影响偏低，但由于废料和冷料的供应紧张，以及铜精矿现货市场仍然偏紧的格局，国内产量将于 10 月出现小幅下滑。

海外方面，海外精铜新增产能来看，今年的全球的增量主要来自于非洲刚果的湿法项目以及印尼和俄罗斯等新冶炼项目，其中包括洛阳钼业旗下的 KFM 和 TFM 项目二季度末已基本实现达产，预计今年产量有望达 55-60 万吨；俄罗斯的 Udokan 项目已于二季度实现投产，预计今年将贡献增量 15 万吨，KPM 去年四季度扩建 5 万吨产能预计今年将逐步达产，全球湿法产量增量计划在 40 万吨，但考虑到非洲刚果间歇性缺电以及内陆运输条件闭塞，矿石品位下滑以及 Udokan 项目去年年底发生火灾影响投产进度，今年海外湿法铜实际增量或只有 15 万吨左右。火法方面，印尼的 Gresik 扩建项目仍在爬产中，印尼 Amman 的 22 万吨冶炼厂已在 9 月底举行开工仪式，将于今年年底开始生产精铜，所以印尼的 Manyar 和 Amman 预计今年贡献增量约有 10 万吨，此外印度的 Adani (安迪纳) 50 万吨粗炼装置下半年投产，预计今年仅能贡献增量 4-5 万吨；又因例如智利 Enami 的停产，韩国 ONSAN 一直断断续续的产量干扰，预计今年海外火法产量增量部分或在 10-15 万吨左右，海外产能增速偏慢也令 LME 亚洲以外地区库存始终保持低位。

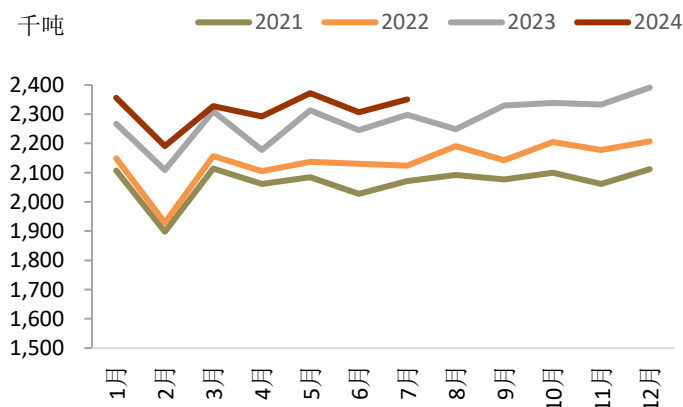
整体来看，我们预计 10 月国内产量将小幅降至 96-98 万吨，2024 年国内精铜产量将达 1170 万吨，增速回落至 2.3%。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

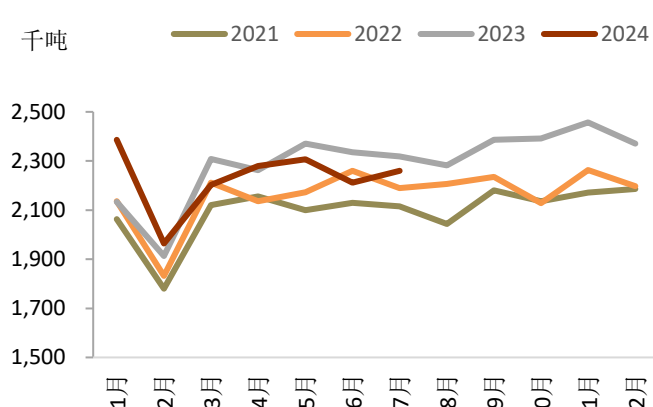


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化

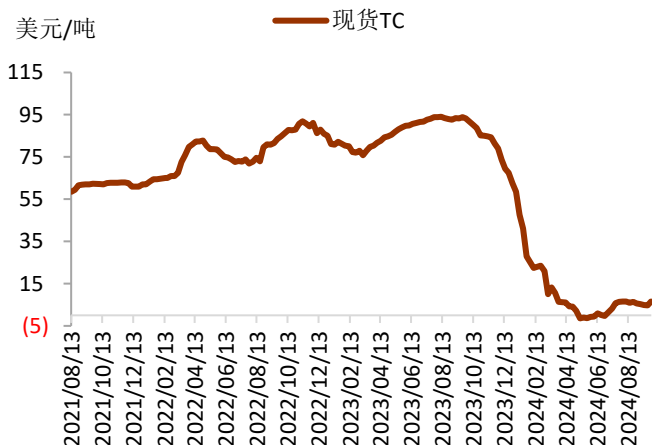


图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

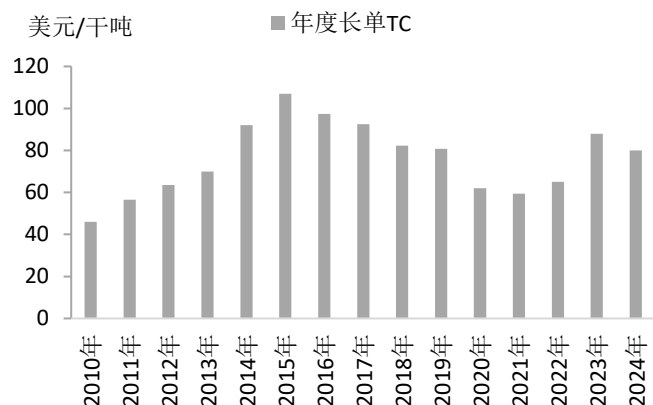


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

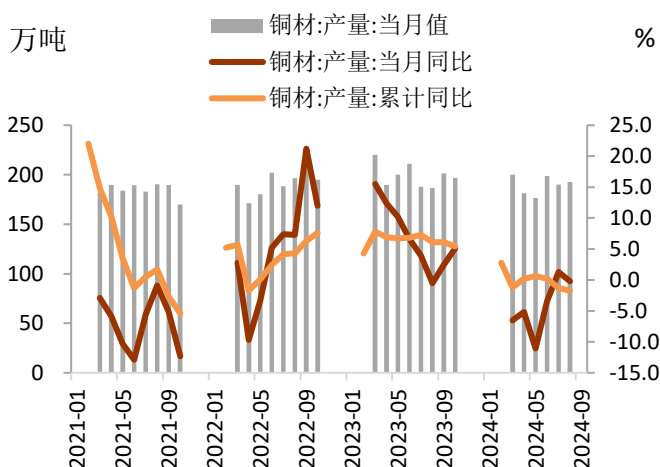


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

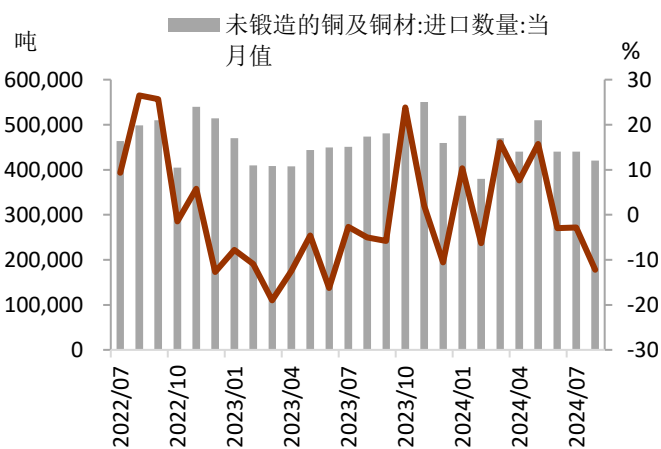


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

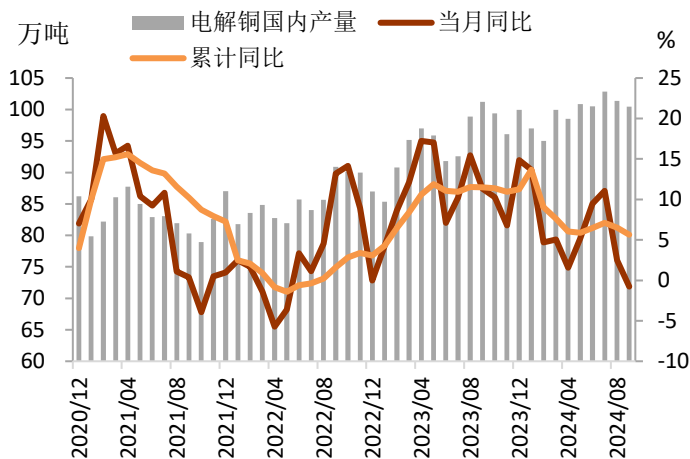


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

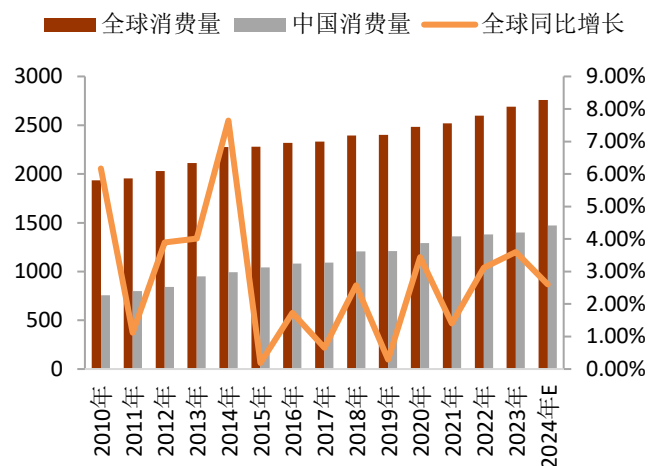


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化

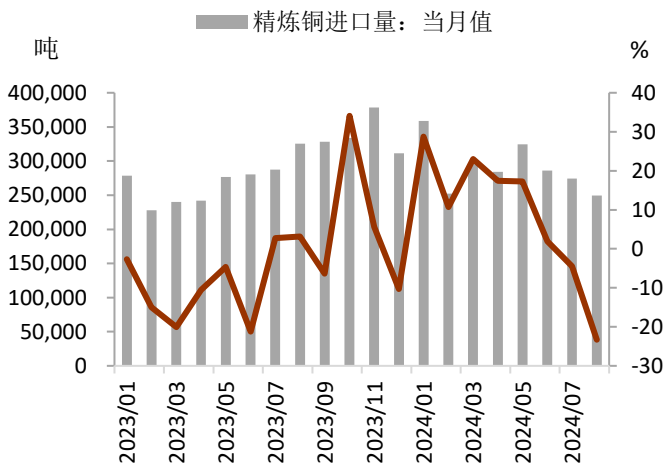


图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化

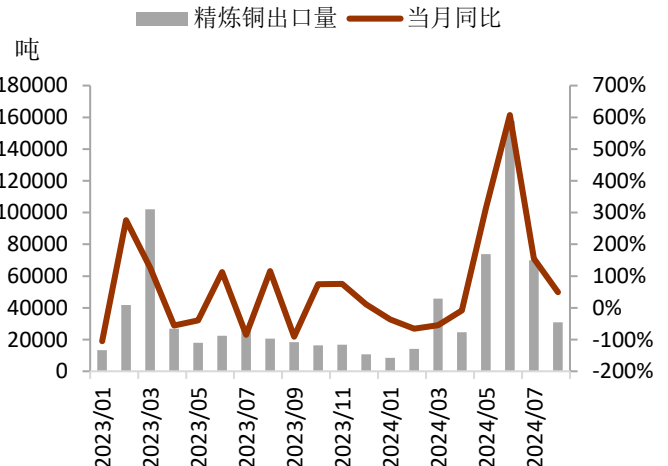


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 17 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、10 月进口量将呈现反弹，非洲铜进口比例激增

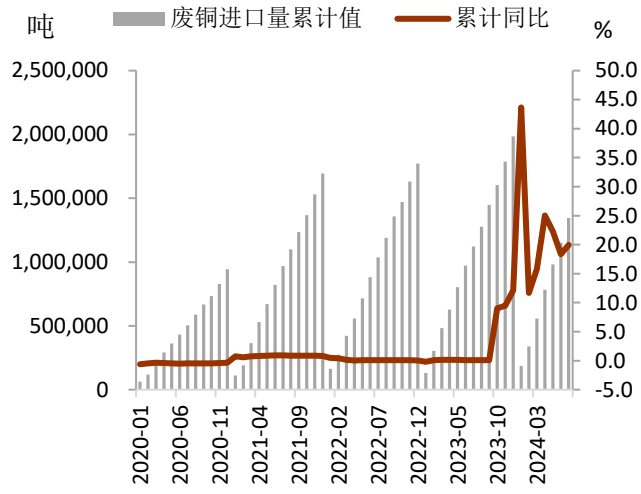
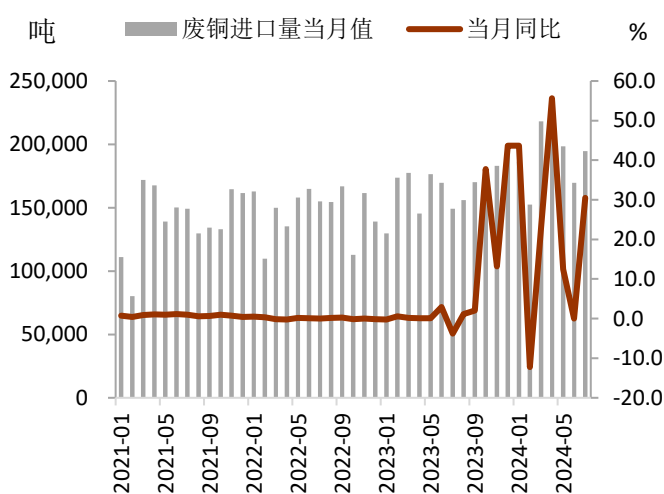
海关数据统计，我国 8 月我国未锻造铜及铜材进口量为 42 万吨，同比下降 12.2%；8 月铜矿砂及精矿进口量为 257.4 万吨，同比下降 4.7%；8 月精炼铜进口量降至 24.9 万吨，同比大幅回落 23.3%，9 月进口亏损逐步缩小但仍未有效打开进口空间，国内终端消费稳步复苏社会库存快速去化，国内现货维持升水区间，非洲非标铜到港量持续放大，今年 1-8 月中国进口精炼铜共计 232.5 万吨，其中非洲铜的货源占比接近 40%。

9 月以来洋山铜的仓单和提单美金溢价维持在 60 美金上方，进口亏损从月初的平衡逐步扩大到月底的-200 元/吨，提出人民币汇率因素后沪伦比值维持在 1.14 附近，9 月亏损小幅扩大主因铜价整体走向外强内弱格局，海外进入去库周期，虽然 COMEX 显现库存大幅

增加但大多是为了满足近月空头的交仓需求。由于非洲地区的精铜产能日益增加，非洲湿法铜占我们进口比例稳步上升。8月我国废铜进口量为16.9万吨，同比增速放缓至8.8%，二季度以来国内冶炼厂对废料需求日益增加，但随着国内废铜库存的逐步出清，进口废铜的绝对量回落，将对四季度冶炼厂原料成本形成较强压力。“783号令”预计将推迟至2028年才实行，但江西等地区大多数废铜制杆企业仍然选择继续观望，目前废铜制杆行业开工率仍不足20%，对废杂铜等原料的需求意愿明显降低，主因取消税收补贴和反向开票优惠政策等对废料加工企业影响极大，国内废铜进口量将遭遇瓶颈期。整体预计随着下游终端消费的持续复苏，10月进口量将有所恢复。

图表 18 中国废铜进口单月变化

图表 19 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、伦铜交仓告一段落，国内社库逐步下滑

9月份以来，国内库存快速回落，社会库存截止9月底大幅回落至15.4万吨，保税区库存降至4.6万吨，而LME亚洲库集中交仓结束后高位缓慢去库，内外库存联动下行，截止9月底全球显库存已降至56.4万吨，全球进入去库周期。随着国内社库稳步去化，现货升水逐步走高当月合约开始走强，国内由C转向B结构且有所深化，而LME的0-3结构因海外金融市场融资成本高企等原因仍维持在130美金上方。

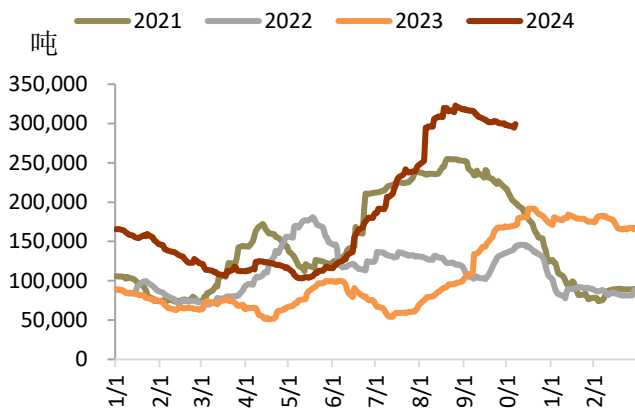
截止9月27日，LME、COMEX和SHFE三大交易所的库存分别为30.25万吨、6.2万吨和14.04万吨，合计达50.5万吨，月环比大降9.7万吨，LME注销仓单比例维持9.1%，伦铜0-3升水结构回升至136美元，尚未出现无风险套利空间。LME亚洲库库存到达25万吨后进入瓶颈期，国内冶炼厂集中交仓结束令LME总库存累库周期已宣告结束。LME欧洲库存持平于4.7万吨主因俄铜制裁影响延续，而COMEX库存9月大幅反弹至6.2万吨，主因近月COMEX空头选择集中交仓将部分南美地区货源在北美到港后注册成仓单。

截止9月27日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）为18.9万吨，环比大幅减少

11.1 万吨。其中 SHFE 总库存降至 14.04 万吨，环比 8 月底减少 10.06 万吨，上海保税区降至 4.85 万吨，月环比下降 1.1 万吨，交易所和保税区快速去库，主因 9 月下游初端加工复苏程度超预期精铜制杆开工率升至 75%。而海外精铜市场则维持紧平衡，LME 欧美库存整体波动较小，COMEX 库存短期大幅抬升但后期预计上行幅度有限。

总体来看，全球显性库存进去去库周期，亚洲库高位缓慢去库，国内终端消费复苏好于预期拉动社会库存快速回落，9 月进口窗口亏损幅度微小但贸易企业进口积极性不高，全球显性库存回落对铜价短期形成一定支撑，预计 10 月全球铜库存将继续平稳回落。

图表 21 LME 铜库存

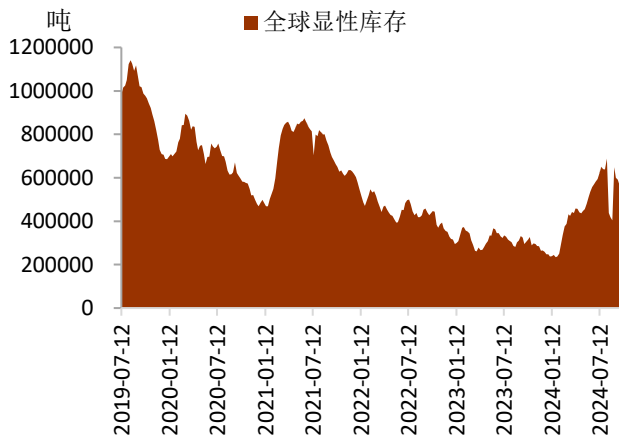


图表 22 SHFE 和保税区库存走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 全球显性库存



图表 24 COMEX 美铜库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、电网投资建设提速，光伏电站进入年末抢装期

电源投资增速放缓

国家能源局数据显示，今年1-8月我国电网工程投资完成额3330亿元，同比增长23.1%；今年1-8月我国电源工程投资完成额4976亿元，同比增长5.1%，截至8月底，全国累计发电装机容量约31.3亿千瓦，同比增长14.0%。其中，太阳能发电装机容量约7.5亿千瓦，同比增长48.8%；风电装机容量约4.7亿千瓦，同比增长19.9%。1—8月份，全国发电设备累计平均利用2328小时，比上年同期减少103小时。

2024年我国电网投资建设计划投资总额在5000亿元左右，8月我国电网投资未完工项目进程明显提速，国网和南网集中招标规模明显扩大，全力追赶上半年因铜价过高导致的未建设和未完工项目进度。今年国家中西部地区的电网工程建设项目重点仍在特高压领域，中低压电网订单增速将有所减弱，由于铜缆线消费主要集中在中低压领域，整体电网投资增速对精铜消费的提振或难有明显增量，今年整体电网的发展方向将更加聚焦于特高压、储能和数字化配网等新领域，西部地区的风光大基地项目仍需要大规模电网系统的电力外输配送能力。9月线缆企业开工率回升至80.7%，预计10月将逐步回升至85%以上，9月大型线缆企业终端招投标项目扩容明显，企业纷纷加紧赶工交付未完成订单设计光伏电站发电端以及中低压线缆和海底电缆的输送端，两网将继续扩大电网招投标规模力争追赶上半年计划但未开工或完工的项目进度，整体预计今年电网投资用铜增速将提速至3.5%左右。

光伏迎来装机旺季，风电增速边际回升

根据电力企业联合会数据，1-8月我国新增光伏装机容量达139.9GW，同比增长23.7%，目前装机目标完成率已达64%，光伏工业协会预计今年我国新增光伏装机量将达220GW，海风和陆风的装机容量达到83GW，预计今年风光行业用铜增量将在120万吨左右，“十四五”期间国家规划的550GW的西北大型风光大基地计划将成为今年光伏电站装机增长的重要支撑，进入10月后国内地面电站的传统装机旺季即将到来，四季度集中式并网进程有望提速。

今年1-8月我国新增风电装机量达33.6GW，同比增长16.2%，同比增速边际回升，其中8月单月风电装机量为4GW，同比增长22.3%。目前陆风装机受黑色成本高企影响建设综合成本仍然偏高，而海风则因的投资建设周期长、成本高，且投资回报率不稳定，部分风电受到地域条件的限制导致的发电量长期不稳定，令西部地区的陆上风电项目出现了一定程度的弃风现象，且铝线缆在风力发电以及短距离输送场景中对铜线缆的替代性正不断加强。整体来看，10月的光伏地面电站将迎来年末抢装期，风电短期增速边际改善黑色系成本下行对风电投资收益的预期逐步改善，但风电整体增量或将仍然偏低。

楼市新政拉动一线城市销量边际回暖

国家统计局数据，1—8月份，全国房地产开发投资69283亿元，同比下降10.2%，其

中，住宅投资 52627 亿元，下降 10.5%，1—8 月，我国商品房销售面积累计达 60601.9 万平方米，累计同比下降 18%，其中住宅销售面积为 50811.85 万平方米，同比下降 20.4%，房地产新开工施工面积累计为 49464.9 万平方米，同比降幅扩大至 22.5%，而房地产竣工面积累计为 33393.6 万平方米，同比涨幅扩大至 23.6%。从价格指数来看，8 月 70 个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降 5.7%，70 个大中型城市二手房价格同比下降 8.6%。

9 月底在住建部宣布楼市新政的推动下一线城市部分地区实现了房地产销售量价齐升的局面，本轮地产松绑政策包括放松限购、取消限售以及调整增值税征免年限等，进一步因城施策调整地产限购政策，“北上广深”等一线城市迅速响应纷纷出台新政扶持金九银十楼市旺季，预计 10 月二手房成交量将出现一轮小脉冲式的回升。政策端来看，三中全会提出要加快构建房地产发展新模式，加快构建房地产发展新模式，总体思路是以满足刚性和改善性需求为重点，按照政府保基本、市场满足多样化需求的原则，深化供给结构、经营方式、调控政策、监管机制等改革，加快构建租购并举的住房制度，实现房地产市场平稳、健康、高质量发展。同时要加大保障性住房建设和供给力度，提高保障性住房占住房总量的比例，提升保障性住房的质量品质及适配性，更好满足工薪群体刚性住房需求，推进解决好大城市新市民、青年人、农民工等群体住房困难问题。

空调排产增速放缓

国家统计局数据显示，2024 年 1-8 月我国空调总产量达 1.57 亿台，同比增长 13.8%，1-7 月我国家用空调销量为 1.29 亿台，同比增长 12.9%，截止 8 月底，全国家用空调工业库存为 1476 万台，环比下降 8.76%。政策方面，国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。

产业在线数据显示，10 月家用空调内销排产量为 533 万台，较去年同期产量上升 5.2%，11 月内销排产量为 565 万台，同比去年实绩上升 8%，12 月排产量为 674 万台，同比增长 10.4%。9 月以来，国内多数地区高温天气逐步退潮，空调厂商进入冷年销售淡季，企业主动削减内销和出口排产计划，但以旧换新政策将持续到年底预计将在中期一定程度提振白色家电消费。预计 10 月份以后金九银十的促销忘记即将到来，9 月内销规模有所承压但 10-11 月空调内销排产量仍高于去年同期实绩，目前风险点在于房地产竣工同比降幅仍在扩大，内销市场更多寄希望于家电存量市场的更新换代需求。

新能源汽车产销规模突破百万大关

中汽协数据显示，8 月，新能源汽车产销量分别完成 109.2 万辆和 110 万辆，同比分别增长 29.6%和 30%，增速仍然较快。新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 44.8%。1—8 月，新能源汽车产销分别完成 700.8 万辆和 703.7 万辆，同比分别增长 29%和 30.9%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 37.5%。中汽协预计今年新能源汽车销量将达 1150

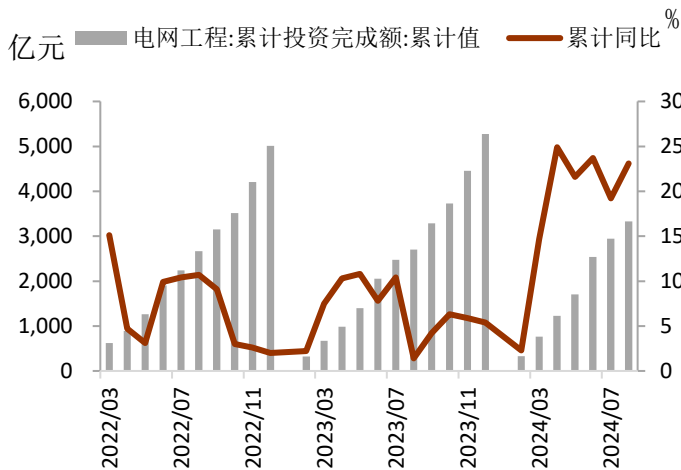
万辆，目前前 7 个月销量完成率已达 61.2%。

SMM 统计，8 月铜箔企业平均开工率为 68.7%，同比下降 16.6%，环比上升 2.5%，开工率放缓主因行业产能扩张速度较快供应端略显过剩，8 月以来我国新能源汽车产销量增速平稳，内销和出口增速快速回升，市场占有率逐步提高，传统电子铜箔在印刷电路板和覆铜板的需求也在回升，应用于新能源汽车的逆变器、车载电脑等大功率高电流的基板制造中的消费总量也在不断增加。政策面主要为商务部印发《推动消费品以旧换新行动方案》，提供一次性购车优惠、金融贷款支持以及油电置换补贴。此外，国务院印发《2024-2025 节能降碳行动方案》，从因地制宜优化汽车限制措施调整为逐步取消各地新能源汽车购买限制，落实便利新能源汽车通行，新能源汽车享受优惠车船税等。这些长期扶持产业健康发展并且对消费者提供实际购车优惠的政策将提振电车市场需求，我们预计 10 月国内新能源汽车销量仍将保持较快增速，而我国自主品牌的占用率也将日益走高。

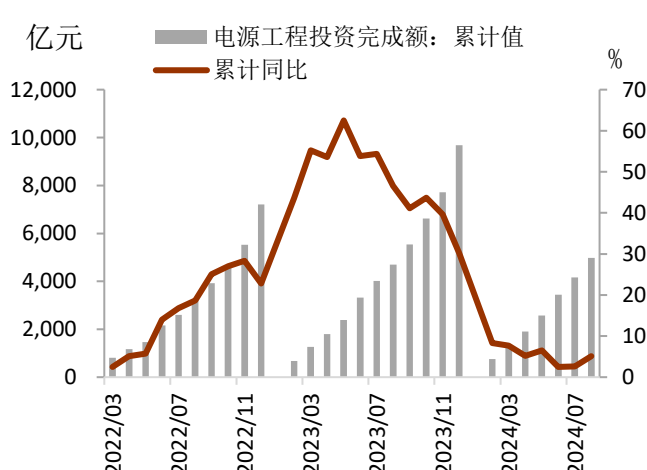
传统行业除房地产需求提速，新兴产业将进入需求旺季

整体需求端来看，新能源汽车行业快速发展，光伏地面电站装机将迎来年末冲量高峰，电缆企业开工快速恢复至 8 成以上；空调四季度排产量较去年同期产量略有增加，风电装机增速边际回暖而楼市竣工端的持续低迷仍在拖累总需求，好在房地产用铜的比例正在逐年下降，9 月传统行业(除房地产外)终端消费复苏好于预期，新兴产业需求增速加快且即将进入旺季，预计 10 月国内消费端将保持边际逐渐向好趋势。

图表 23 电源投资完成额变化

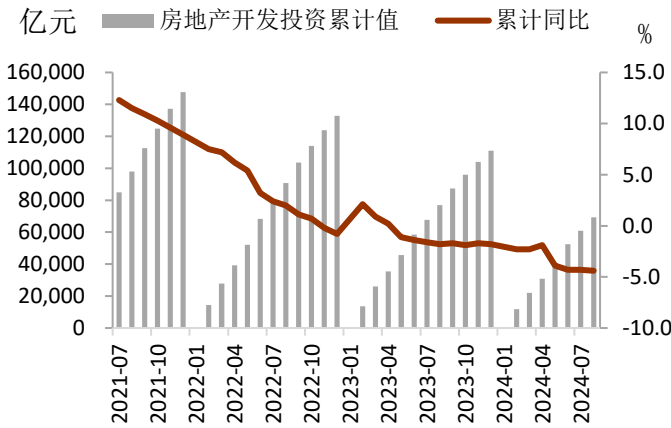


图表 24 电网投资完成额变化

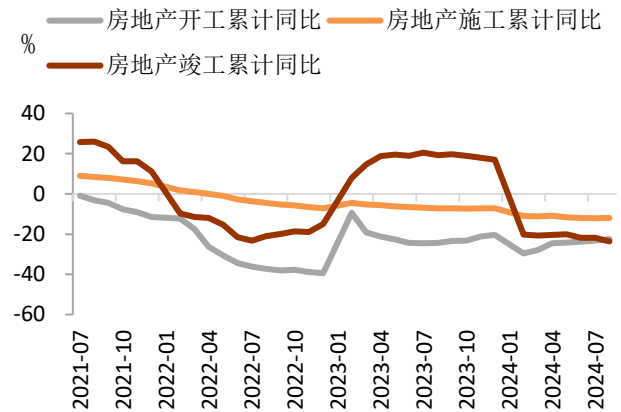


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 25 房地产开发投资增速变化

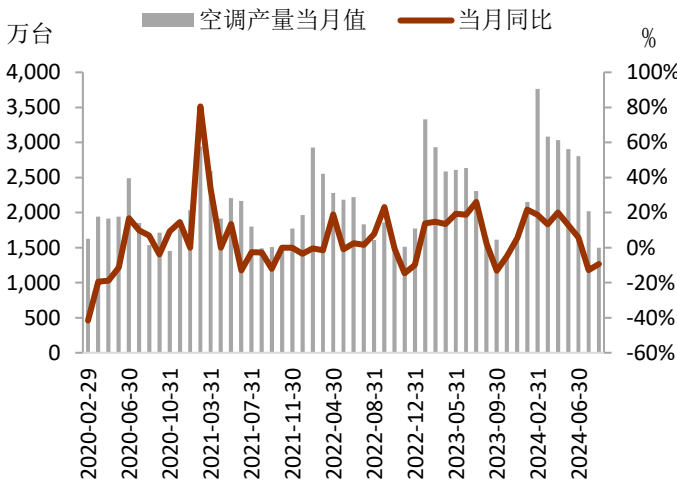


图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化

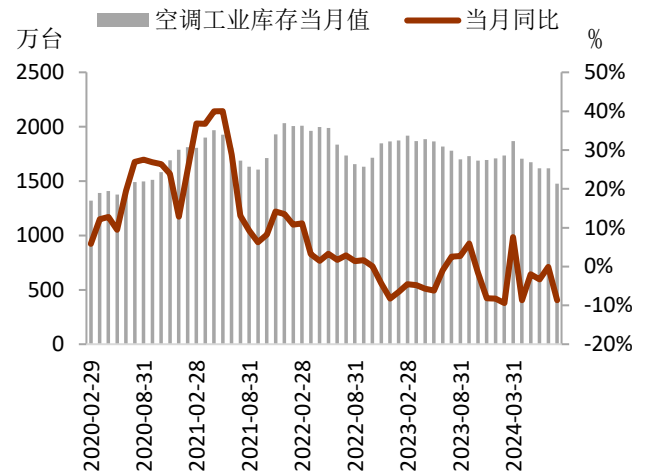


资料来源: iFinD, 铜冠金源期

图表 27 空调产量增速变化

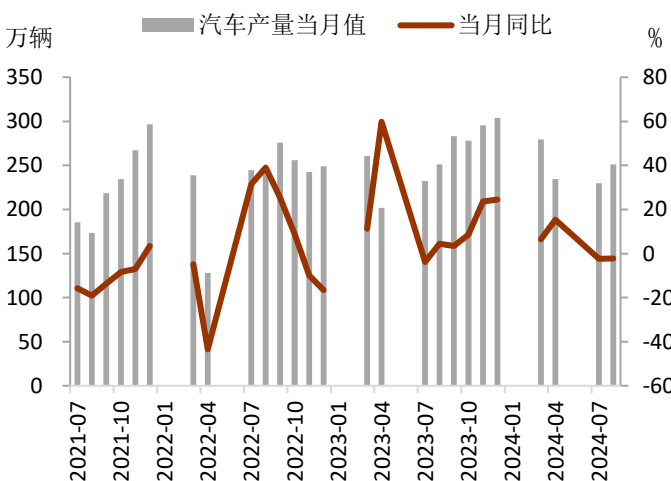


图表 28 家用空调库存变化

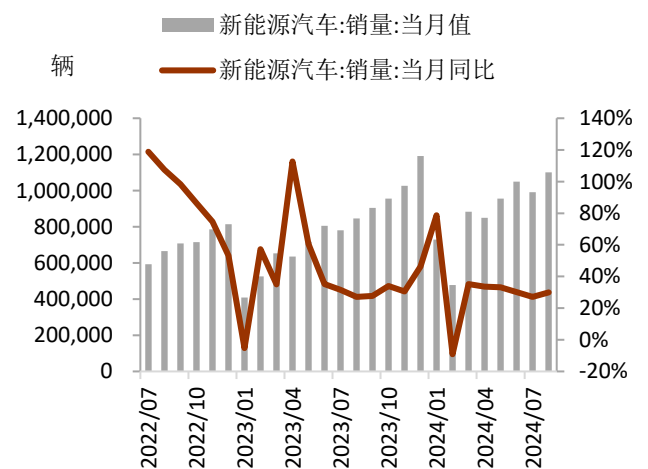


资料来源: iFinD, 产业在线, 铜冠金源期货

图表 29 汽车产量变化



图表 30 新能源汽车产量及销量变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

四、行情展望

宏观方面，美联储拉开久违降息大幕，但二次通胀的风险以及就业市场的强韧性令年内降息预期随之下调，美联储或难以延续快速降息步伐，并逐渐转向中性宽松的政策路径；国内方面，央行加大逆周期调节，宏观货币和财政政策同向发力及时稳定市场预期，楼市政策继续松绑，中美经济或将进入共振复苏周期。

基本面来看，精矿供应趋紧未变，国内产量维持高位，10月废铜出清后产量有回落预期。需求端，线缆需求好转精铜杆开工率大幅回升，传统行业消费复苏(除地产外)好于预期，新兴产业用铜将迎来需求旺季。库存方面，国内进入低库存，海外缓慢去库，全球显现库存压力得到明显缓解。

整体上，美联储或无需持续快速降息以实现经济软着陆，未来政策路径将趋于中性宽松，中国宏观政策调控仍有发力空间，基本面终端消费边际改善，电网投资和光伏电站装机有提速预期，整体预计铜价将进入区间震荡偏强走势。

预计10月份铜价将进入震荡偏强走势，沪铜主要波动区间在75000-82000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在9450-10500美元/吨之间。

风险点：美联储意外暂停降息，海外中断矿山提前复产

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：021-68559999（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

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室

电话：025-57910813

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

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

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



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。