



2023年8月5日

## 降息周期临近，铜价或企稳反弹

### 核心观点及策略

- 宏观方面，美联储降息周期愈发临近，而美国经济减速风险或令美联储于9月超预期启动预防性降息，但同时过早过快降息也将再度抬升通胀风险；国内方面，制造业PMI季节性边际回落，房地产下行压力仍存，财政政策仍将重点扶持国内总需求的复苏。
- 基本面来看，矿端供应趋近将为铜价中期提供有力支撑，国内产量三季度仍然维持高位，但随着废铜库存的提前出清四季度产量或小幅回落。需求端，铜价回落提振电网投资建设缓慢复苏，传统行业用铜除房地产外仍然韧性十足，新兴产业用铜增速平稳。库存方面，国内社库缓慢去化，海外库存快速增加，全球显现库存创年内新高。
- 整体来看，美联储或因经济硬着陆风险升温提前开启首降，过早过快降息将引发通胀预期的回升；基本面矿端趋紧压力尚存，国内进去缓慢去库周期，整体预计铜价短期将转入低位企稳反弹。
- 预计8月份铜价将进入震荡反弹阶段，沪铜主要波动区间在72000-78000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在8900-9500美元/吨之间。
- 风险点：美联储推迟降息，矿端供应超预期恢复

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7月铜行情回顾.....	4
二、宏观经济分析.....	6
1、就业放缓抬升联储降息预期，欧央行暂缓降息步伐.....	6
2、美国制造业陷入萎缩，欧元区制造业不及预期.....	6
3、工业生产保持平稳，政治局会议强调增收扩消费.....	7
三、基本面分析.....	8
1、巴拿马年内复产无望，非洲项目产量激增.....	8
3、8月进口量将小幅反弹，出口高峰期临近尾声.....	13
4、伦铜亚洲库集中交仓，国内社库小幅去化.....	14
5、电网投资项目缓慢复苏，新能源汽车保持平稳增速.....	16
四、行情展望.....	20

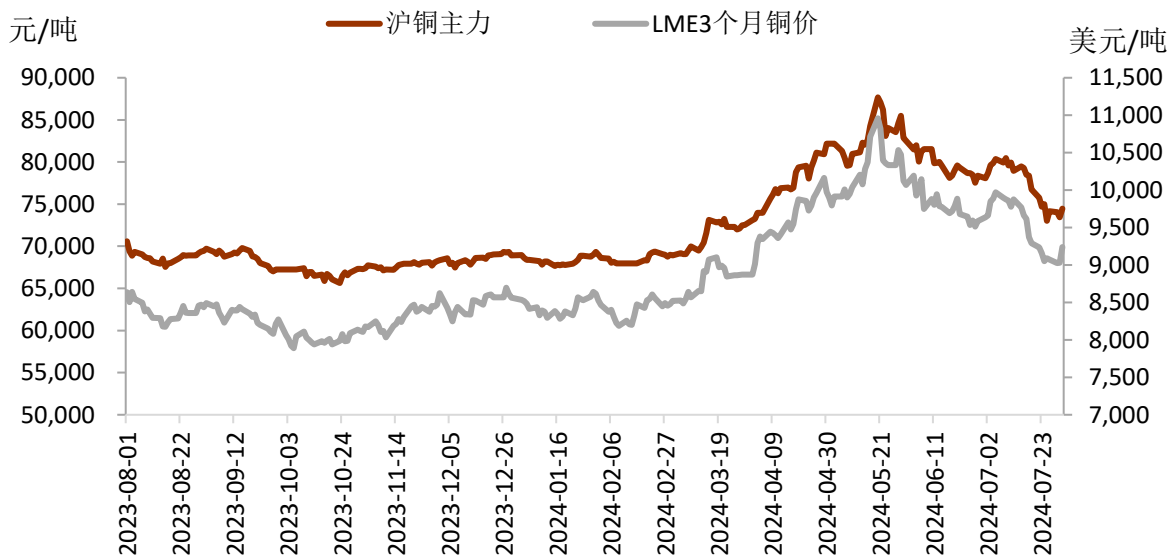
## 图表目录

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.....	11
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.....	12
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	12
图表 12 中国铜材产量及增速变化.....	12
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	12
图表 14 中国精炼铜产量变化.....	13
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化.....	13
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化.....	13
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化.....	13
图表 18 中国废铜进口单月变化.....	14
图表 19 中国废铜进口累计变化.....	14
图表 21 LME 铜库存.....	15
图表 22 SHFE 和保税区库存走势.....	15
图表 23 全球显性库存.....	16
图表 24 COMEX 美铜库存.....	16
图表 23 电源投资完成额变化.....	19
图表 24 电网投资完成额变化.....	19
图表 25 房地产开发投资增速变化.....	19
图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化.....	19
图表 27 空调产量增速变化.....	20
图表 28 家用空调库存变化.....	20
图表 29 汽车产量变化.....	20
图表 30 新能源汽车产量及销量变化.....	20

## 一、2024年7月铜行情回顾

2024年7月，铜价整体呈大幅回落走势，伦铜从7月初的9500美金一线反弹至10000美金后高位快速回落并一度跌至9000美金寻求支撑，沪铜则从81000元/吨一轮震荡下行至73000元/吨一线，整体价格重心快速下移。一方面，市场开始转向交易美国经济减速风险后美联储或提前开启预防性降息，美联储6月议息会议并未给出明确的政策路径指引，中美制造业均陷入萎缩区间令市场风险偏好降温；另一方面，中国三中全会未能出台强有力刺激经济政策，楼市仍面临下行风险，六大行下调存款利率幅度不及预期，全球显性库存突破60万吨，宏观和基本面的双重压力令铜价持续承压。截至7月底，伦铜报收于9240美元/吨，月度跌幅达3.6%；沪铜报收于74470元/吨，月度跌幅为4.98%。7月人民币兑美元汇率整体呈窄幅震荡偏强主因美国经济出现放缓迹象且美联储降息周期愈发临近，沪伦比上升至8.06附近，铜价整体表现为内弱外强的格局。

图表1 铜期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

7月以来，国内精铜终端消费缓慢复苏，一方面铜价快速回落一定程度削减下游企业资金成本压力以及提振初端加工费回归合理区间，另一方面电网投资工程项目陆续启动，线缆企业开工率逐渐恢复但仍低于往年同期水平。从消费占比最大的电网投资端来看，两网7月工程类电网项目有序推进，6月电缆线企业的平均开工率回升至71.6%，但仍低于往年同期，工程和地产类线缆订单维持弱复苏，轨道交通订单整体稳定但占比有限，而空调行业三季度排产失速主因终端零售市场遇冷，传统汽车的市占率仍在进一

步下滑；从新兴产业来看，新能源汽车产销增速十分稳定，风光行业用铜增速回落但光伏装机增量尚佳。初端加工来看，精铜制杆企业虽然加工费反弹但下游订单仍然不饱和，6月开工率在66.5%低位徘徊；而铜管行业则因三季度空调排产进入淡季，开工率回落至77%，较为稳定的是铜箔企业，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。6月铜箔整体开工率接近7成；而铜板带企业则光伏、储能和汽车连接件等领域的需求略有降温，开工率小幅回落至68%左右，整体传统初端加工仍维持缓慢复苏。整个7月社库在传统旺季中去库速度缓慢，在偏慢的去库进程中现货贴水幅度逐步收窄，从月中最低的-150元/吨反弹到7月底的-30元/吨，在贴水幅度回归的过程中下游消费逐步回暖，华东8mmT1电缆线杆加工费逐步回升至400元/吨以上，下游企业资金和出货压力得到缓解但复苏程度仍然较弱；7月以来，当月与次月的C结构逐步缩小，主因国内进入缓慢降库周期终端消费边际开始回暖带动近月合约逐步摆脱弱势，但由于三季度初大中型炼厂均维持较高产量，消费复苏有限的情况下国内社库去化缓慢，7月底国内社会库存仍接近35万吨。我们预计随着未来铜价低位震荡企稳，下游终端消费对价格的接受程度将有所提高终端将有更多的空间寻求逢低补库的机会，国内现货升贴水有望进入小幅升水的状态。

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、就业放缓抬升联储降息预期，欧央行暂缓降息步伐

美国 7 月非农新增仅 11.4 万人，失业率意外升至 4.3%，创三年以来新高，美国 6 月核心 PCE 同比增长 2.6%，为近三年以来的最低水平，6 月核心 CPI 同比增长 3.3%，环比增速下降至 0.1%。美国 6 月通胀数据的全面降温为美联储开启年内降息提供有力数据支撑，虽然核心 PCE 环比增速反弹了 0.2%，但基本符合市场预期，其中医疗服务指数反弹较快，住房和公用事业成本小幅抬升，但交通、娱乐和旅游服务业价格持续降温，总体就业市场的降温正在持续传导至私人部门消费支出的减弱。最新的美联储褐皮书对美国经济的表述为温和小幅增长，但部分地区的经济活动下降，多数地区失业率回升，消费者购买力减弱且对未来经济前景感到悲观。7 月议息会议后鲍威尔释放鸽派信号，声称美国消费者支出略有放缓但依然稳健，第二季度的通胀数据增强了决策者们降息的信心，但通胀仍高于 2% 的目标需要更多数据验证，如果整体经济保持平稳将在必要时维持利率不变，如果劳动力市场意外降温已做好应对准备，美联储将继续权衡过早行动与推迟过久的风险，尚未就 9 月降息做出决定，但可能会在 9 月会议上讨论降息，整体通胀潜在风险已明显降低。目前市场主流仍押注 9 月开启首降，我们认为就业市场的显著放缓带来的经济减速风险担忧下联储进入预防性降息周期已愈发临近，且降息幅度或将超出此前预期的仅降息 25 基点。

欧央行 7 月 CPI 同比继续降至 2.6%，核心 CPI 超预期回升至 2.9%。分项来看，服务业通胀同比增速仍高达 4%，能源同比增速回升至 1.3%，而工业品价格同比反弹至 0.8%。欧央行面对通胀进程反复的困境与 7 月暂停降息步伐，拉加德表示将不会承诺具体的货币宽松路径，整体核心通胀指标有所降温但内部价格压力仍然偏高，欧央行将继续维持较高的限制性利率水平，确保扛通胀进程顺利直至通胀回归 2% 的长期目标，欧央行没有给出 9 月会议的利率指引，将考量更多的数据为今后的政策利率做准备。目前市场继续修正欧央行年内的降息预期至一次左右，年内降息幅度约为 25-50 个 BP。

### 2、美国制造业陷入萎缩，欧元区制造业不及预期

美国二季度 GDP 季化环比初值为 2.8%，超出预期的 2%，环比去年四季度增速上升 1.4%，作为美国经济驱动的核心引擎，居民个人消费支出贡献了约 1.6% 的 GDP 增速，私人库存增长贡献约 0.8%，政府部门对 GDP 贡献环比增长至 0.53%。强劲的消费支出仍然是美国经济增速的直接驱动，但部分消费方式以转向信用卡支出等借贷方式，此外居民部门中低收入人群的超额储蓄金额正在逐步见底。我们认为，美国服务业和商品消费支出仍然稳健，美国经济软着陆预期重新升温，经济的强韧性令短期市场风险偏好有

所回升。但从制造业来看，美国 6 月 ISM 制造业指数大幅放缓至 48.5，Markit 制造业指数初值同样跌破荣枯线至 49.5，其中新订单指数虽有反弹但仍陷入萎缩，生产指数大幅回落 1.7% 至 48.5，显示美国制造业市场需求趋于稳定但生产规模陷入萎缩，在 5% 以上的利率中枢环境下，借贷成本较高令制造业企业对设备、人员和土地的投资力度显著降温，与此同时各地区的居民消费支出并不均衡，整体上美国经济二季度的增长大多由消费驱动，制造业的放缓或拖累美国三季度经济增速。

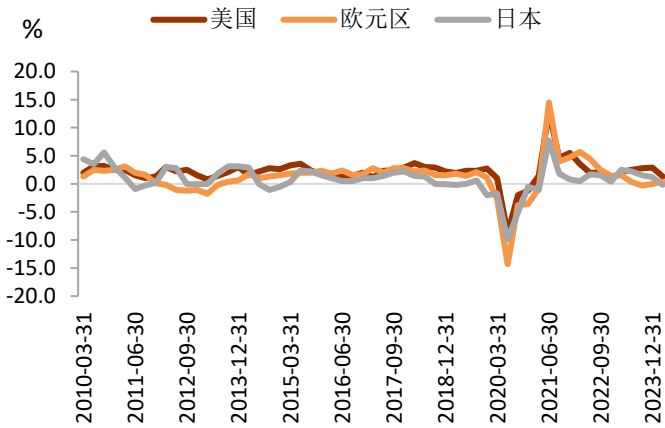
欧元区 7 月制造业 PMI 初值降至 45.6，创半年以来新低，服务业 PMI 为 51.9，扩张程度有所放缓，制造业的加剧恶化抵消了服务业对经济的增长贡献，欧元区再度面临跌入衰退边缘的风险。其中，德国 7 月制造业 PMI 跌至 42.6，服务业 PMI 回落至 52，整体德国的生产活动出现萎缩迹象而商业活动呈现增长缓慢，经历了 6 月的小幅反弹后，制造业生产和新订单指数均低位再度下探，显示德国制造业仍未完全摆脱下行趋势，或将继续削弱下半年经济复苏的预期。而法国 7 月制造业 PMI 同步回落至 44.1，均低于预期和前值，服务业 PMI 却回升至 50.7，主因巴黎奥运会相关领域商业活动的大幅扩张。德法两大经济引擎制造业的疲弱将拖累欧元区三季度的经济增速，欧央行面对经济活动放缓以及整体经济将再度跌入衰退边缘的风险，将仍然保持缓慢宽松的政策路径。整体来看，欧元区并没有摆脱重回衰退区间的风险，欧央行将在严控通胀并实现经济增长的双重目标下选择合适的货币政策。

### 3、工业生产保持平稳，政治局会议强调增收入扩消费

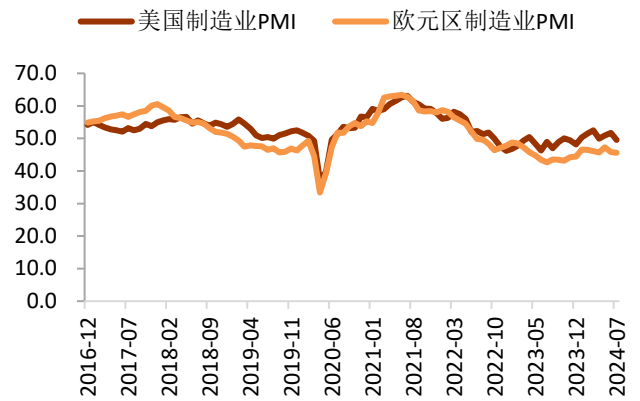
中国 6 月规模以上工业企业利润同比增长 3.6%，环比 5 月增速加快 2.9%，6 月工业增加值同比增长 5.3%。7 月官方制造业 PMI 录得 49.4，由于 7 月是传统工业生产淡季，极端高温气候拖累总体产出水平，分项来看生产和新订单指数均环比好于季节性但略弱于去年同期，7 月生产和新订单的剪刀差为 0.8 继续收窄，显示制造业市场需求不足正对生产端形成负反馈，出口外需的韧性仍有待检验，内需不足的压力仍显现无疑。货币政策方面，六大行集体下调存款利率 10-30 个基点不等，央行 7 月开展二轮 MLF 操作并同时下调基准利率 20 个 BP，整体增开 MLF 仍然释放宽松信号，继续满足金融机构中长期的资金需求，在下调存款利率以后国有银行的净息差压力将进一步减弱，虽然潘功胜强调将淡化 MLF 的利率政策色彩，微幅调整不具有明确的政策信号含义，未来 LPR 将更多转向参考短期利率政策，但无论今年以来无论是企业还是居民端的融资成本均在持续下滑，央行权衡兼顾人民币汇率的稳定同时释放宽松信号稳定市场信心，进一步优化经济结构，重点发展新质生产力，尽力摆脱地产下行带来的经济减速风险。中央政治局会议强调要以提振消费为重点扩大国内需求，经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费，将在提升消费能力

扩大消费服务方面出台更多政策。同时，政治局会议还从收入端对提振消费提出了要求，比如，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿等，多增加居民端的财产性收入。整体来看，货币政策的宽松预期和财政政策的持续加码将引领中国经济走向企稳复苏。

图表 3 发达国家 GDP 增速

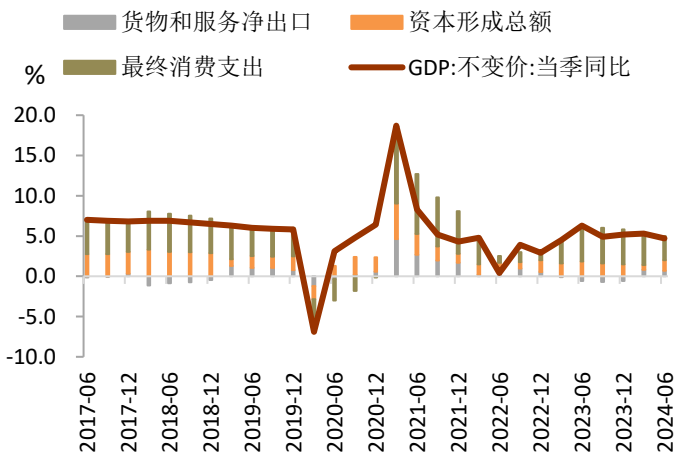


图表 4 美欧制造业 PMI

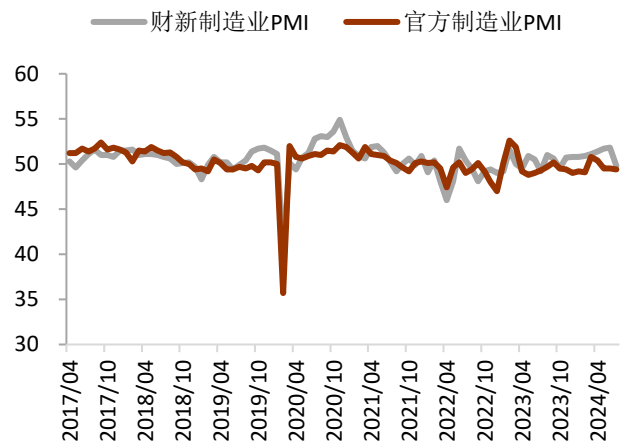


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、巴拿马年内复产无望，非洲项目产量激增

截止 5 月 31 日铜精矿现货 TC 反弹至 6.4 美元/吨，已从负区间逐步转正，主因虽然全球铜精矿中期供应趋紧预期并未改变，但二季度部分头部矿企上调今年指导产量区



间，其中 BHP 上调今年指导产量 12 万吨，此外今年以来非洲地区铜矿产量仍在与日俱增，洛钼旗下的 TFM 和 KFM 与二季度提前达成产量目标，以及紫金旗下的卡莫阿铜矿三期项目提前投产带来的铜矿增量预期，而 Freeport 和 Amman 于 6 月已获得了印尼政府颁发的新的铜精矿出口许可证至今年年底，其中自由港印尼计划从 6 月开始从 Grasberg 矿山发运近 90 万吨的铜精矿。在三季度全球铜精矿市场供应边际趋松的环境下，CPST 小组敲定中国三季度铜精矿现货 TC 指导价为 30 美元/吨，虽仍位于历史新低，但环比二季度现货 TC 已大幅反弹，我们预计今年全球精矿供应增速将在 1.7%。从全球各大矿企的二季度报告来看：

Freeport(自由港公司)季报显示，其今年二季度铜产量达 47.04 万吨，同比下降 2.8%，环比下降 4.4%，2024 年一季度 Freeport 平均现金成本(不含副产品抵免额)为 1.73 美元/磅，同比增加 17.7%，环比增加 14.6%。预计 2024 年单位平均现金成本为 1.63 美元/磅。其中旗下位于南美地区的 Cerro Verde 铜矿二季度产量达 11 万吨，同比下降 5.5%，主因矿龄老化导致品位下滑；旗下位于印尼的全球最大铜金矿 Grasberg 二季度产铜达 20 万吨，同比增长 8.6%，主因 PT 印尼获得了新的铜精矿出口许可证，与此同时设计产能 50 万吨的 PT-FI 冶炼厂将于今年三季度全面投产；旗下位于北美地区的众多小型矿山产量略有下滑。自由港小幅下调 2024 年铜指导产量区间至 185.97 万吨。

BHP(必和必拓)最新季报显示，其第二季度铜产量累计为 50.49 万吨，同比增加 6%，环比增加 8.4%，产量增加得益于智利最大矿山 Escondida 产量的大幅增加以及旗下位于澳大利亚南部的中小铜矿成功整合带来的超额产量，已超过了收过 OZL 时计划的协同增效效应。其中，旗下 Escondida 二季度产量为 30.9 万吨，同比增加 5.5%，主因开采进度进入高品位矿区，目前开采的原矿品位从 0.82%提升到了 0.88%，这将助推 2025 年 Escondida 指导产量增至 118-130 万吨，较 2024 年大幅增加 12 万吨左右。旗下位于秘鲁的 Antamina 铜矿二季度权益产量为 3.83 万吨，同比增长 4.9%，但 2025 年财年指导产量却下修至 11.5-13.5 万吨，主因矿石开采将按预期进入低品位区。旗下位于澳洲南部的 Olympic Dam、Prominent Hill 和 Carrapateena 二季度合计铜产量为 8.93 万吨，同比大增 16.6%，主因 BHP 对南澳铜矿的成功整合以及对集团资产强劲的运营能力。BHP 更新 2025 年财年指导产量至 184.5-204.5 万吨。不过就在 7 月底，Escondida 铜矿工会呼吁旗下 2400 名工人拒绝新合同并举行罢工，目前智利法律允许双方进行为期五天的调解，该工会主席称已做好充分准备一旦工会选择罢工，该项目将立刻中断生产，而法律则禁止资方更换工人，劳资双方在历史上曾多次出现停工、劳资纠纷及安全问题。

嘉能可季报显示，其第二季度铜总产量达 22.3 万吨，同比下降 9%，环比下降 7%，嘉能可维持 2024 年铜指导产量 95-101 万吨不变。旗下位于智利的 Collahuasi(科亚瓦西)铜矿二季度产量为 6.03 万吨，同比增加 5%，主因更高的原矿品位以及项目第五座球磨机调试带来更高的吞吐量。旗下位于非洲刚果金的 Kantaga 铜矿(86%股权)二季度

产量为4.2万吨,同比下降15%,嘉能可旗下子公司KCC拥有两个露天矿(KOV和Mashamba East)以及一个地下矿(Kamoto选矿厂)和Luili精炼厂,KCC公司的目标是年产30万吨铜和3万吨钴。

艾芬豪矿业发布2024年二季度报告显示,第二季度卡莫阿-卡库拉铜矿共产铜10.1万吨,上季度产8.6万吨铜,去年同期为10.4万吨铜。2024年前6个月卡莫阿-卡库拉共产铜18.7万吨。预计提前投产的三期选厂将于2024年8月实现产量爬坡达到稳态产能,年化铜产量将提高至60万吨/年以上。卡莫阿-卡库拉维持2024年矿产铜44-49万吨的生产指导区间不变。此外,卡莫阿的“项目95计划”的基础工程设计现已完成,实施后回收率有望达到95%,一期和二期选矿厂的年化铜产量将有望提高2.7万吨/年。

## 2、国内精铜产量维持高位

根据ICSG(国际铜研究小组)数据显示,2024年5月全球精炼铜市场产量为237.2万吨,消费量为230.7万吨,供应过剩6.5万吨,今年1-5月全球精炼铜市场供应过剩41.6万吨,而去年同期仅为15.4万吨。根据智利国家统计局最新数据,今年6月智利全国铜总产量同比下降1.25%至45.3万吨。

SMM数据显示,今年6月我国精铜产量高达100.5万吨,同比增长9.5%,环比下降0.4%,高于预期的98.5万吨。6月份全国主要冶炼厂仍维持加高的产能利用率。近期国内产量维持高位,主要由于在粗炼端集中检修的冶炼厂储备了大量的阳极板库存,二季度国内废铜供应充足部分弥补了精矿原料缺口,以及大中型冶炼厂铜精矿长协的比例普遍在60%以上,仅对亏损产能适当地调低开工率,整体二季度减产幅度大幅低于此前预期。

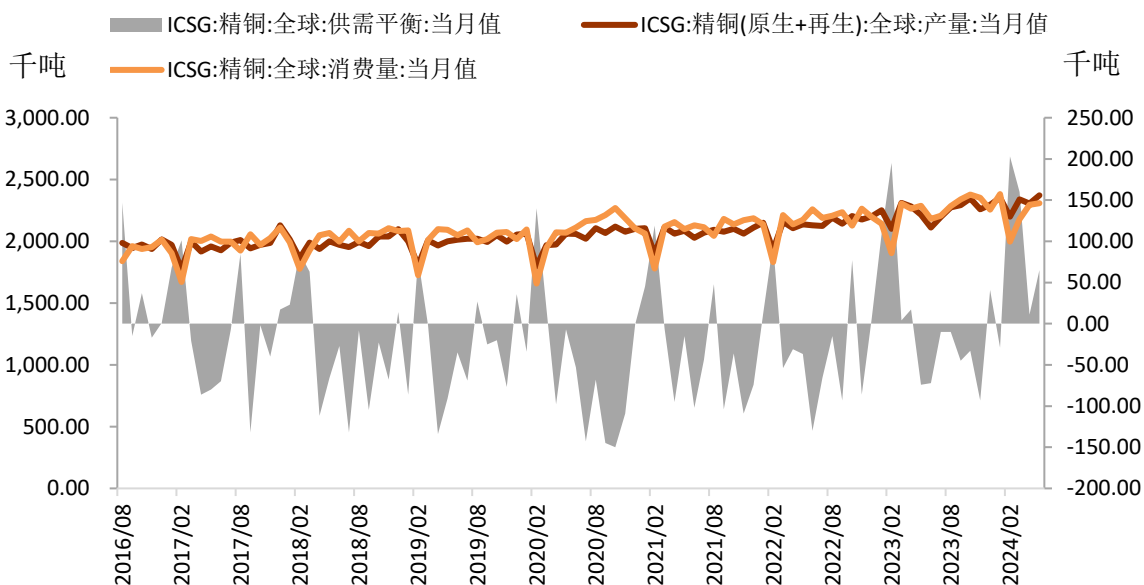
从三季度的检修计划来看,国内冶炼厂检修情况没有上半年集中,三季度检修企业包括赤峰金通、赤峰云铜、富冶和鼎以及烟台国兴,预计总计影响产量约9.3万吨,而阜新博发和楚雄中色因备料充足基本不影响产量。四季度检修企业包括豫光金铅、中条山垣曲、富冶和鼎(老线)、紫金铜业以及年底进入检修的东南铜业,预计总计影响产量6.1万吨,而江铜本部、广西金川以及昆鹏铜业因备货充足基本不会减产。整体预计下半年国内冶炼厂检修对精铜产量的影响约为15.4万吨。

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项目第一季度累计生产的14.75万吨湿法铜,预计今年产量有望达55-60万吨;俄罗斯的Udokan项目因去年年底发生火灾,一期冶炼工程推迟投产到今年二季度,预计今年将贡献增量10万吨,KPM去年四季度扩建5万吨产能预计今年将逐步达产。火法方面,印尼的Gresik扩建项目仍在爬产中,印尼Manyar和Amman的20万吨新建产能于今年5月份才投产,预计今年贡献增量不足5万吨,此外印度的Adani(安迪纳)冶炼厂爬产缓慢预计今年增量约5万吨,再加上智利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 欧美库存上行阻力较大。

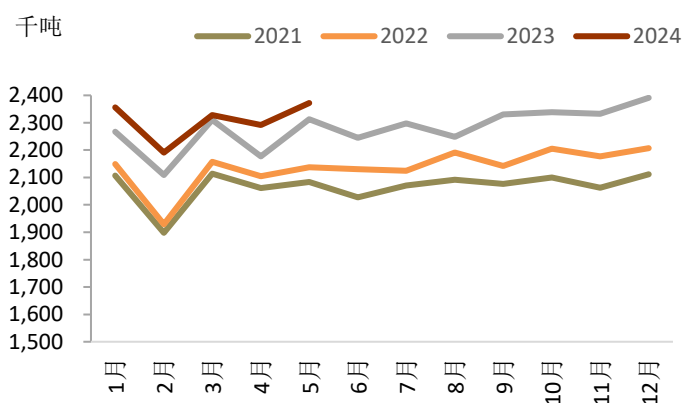
整体来看，预计 8 月国内精铜产量将维持高位，四季度随着国内废铜库存的逐步出清，冷料供应将陷入瓶颈，国内产量将出现边际回落，总体我们预计 2024 年国内精铜产量将达 1170 万吨，同比增速回落至 2.3%。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

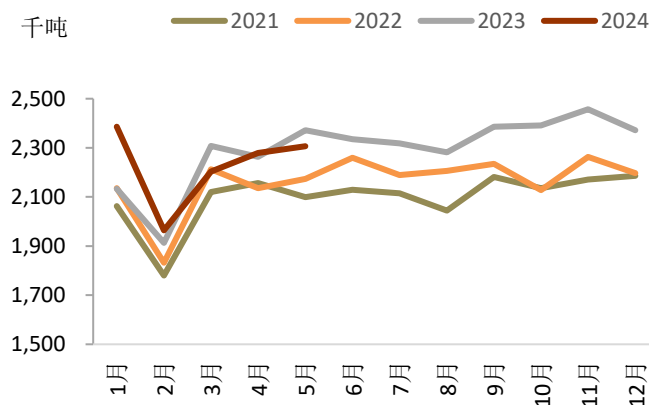


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化

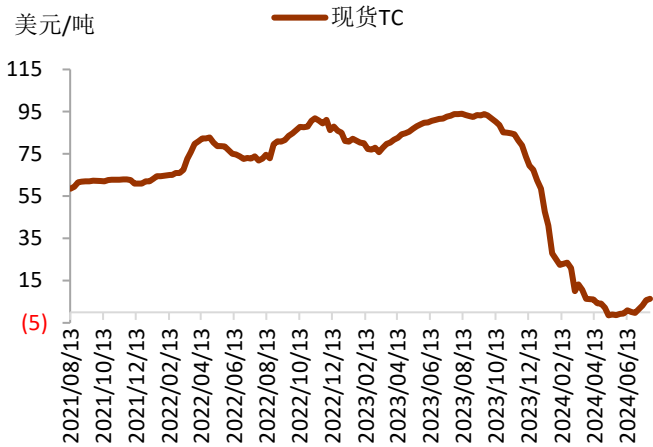


图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

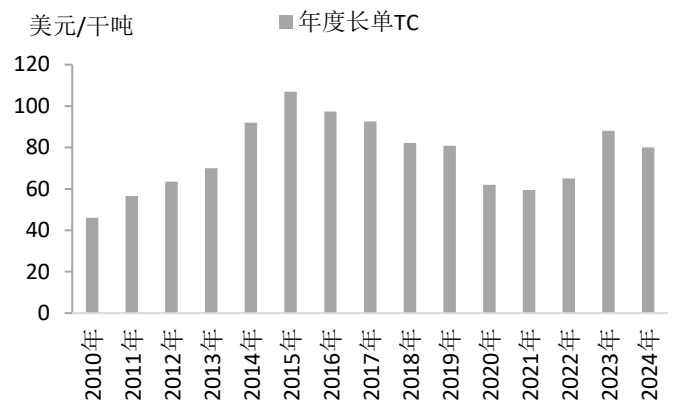


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

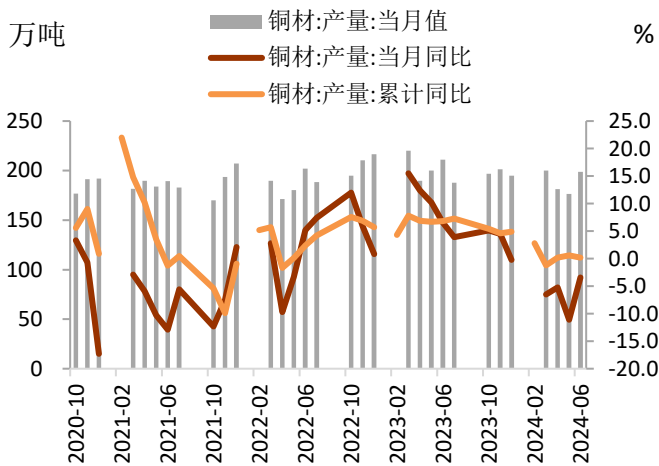


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

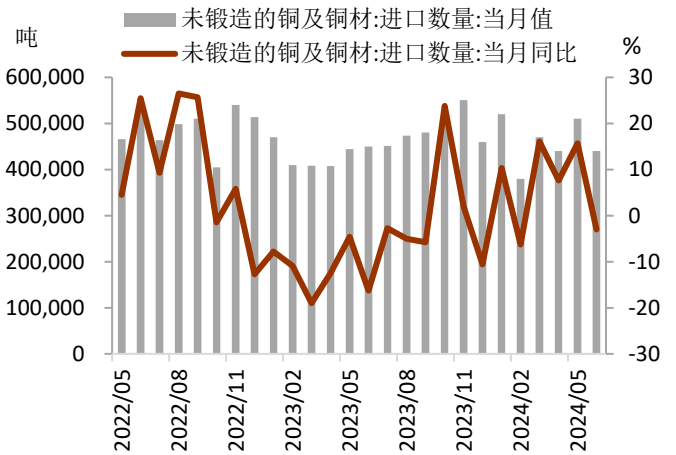


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

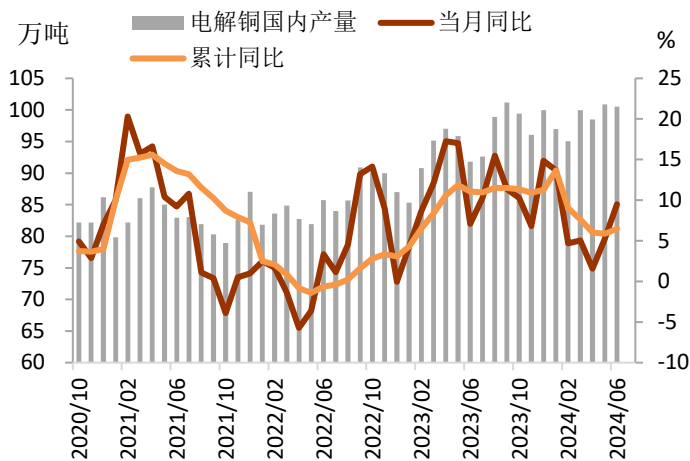


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

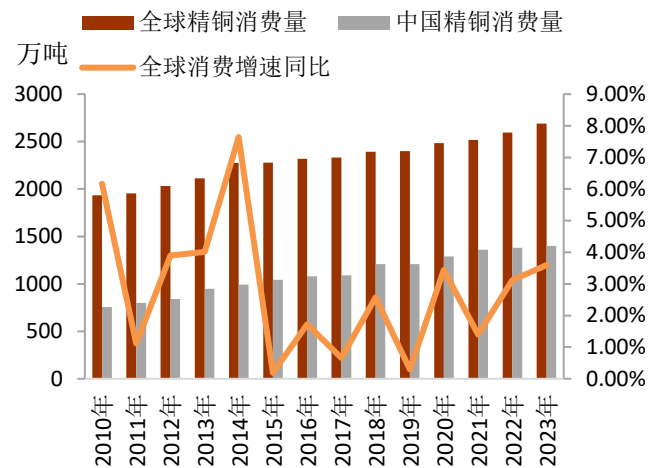


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化

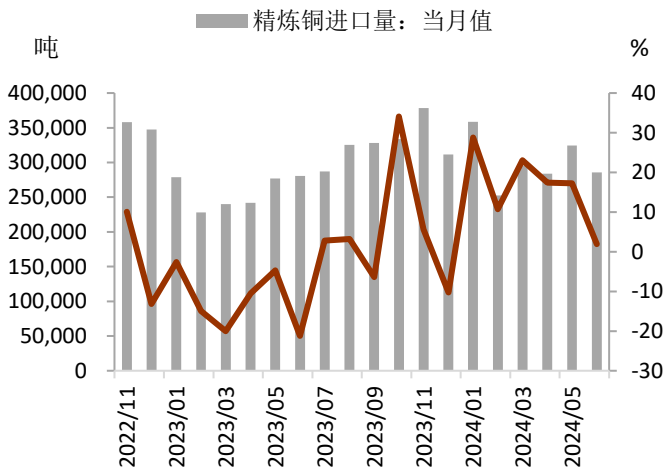


图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化

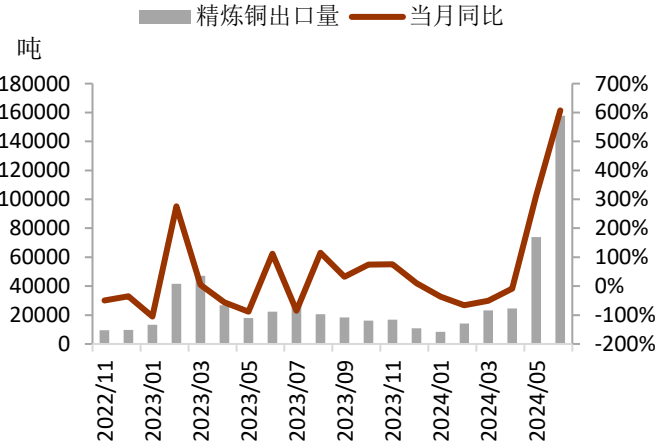


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、8月进口量将小幅反弹，出口高峰期临近尾声

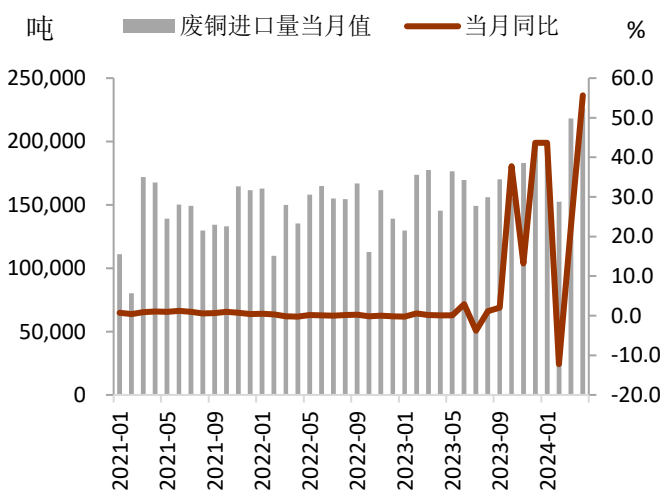
海关数据统计，我国6月我国未锻造铜及铜材进口量达44万吨，同比下降3%；4月铜矿砂及精矿进口量为231万吨，同比增长8.5%；6月精炼铜进口量降至28.6万吨，但同比增加1.9%，虽然7月进口亏损逐步缩小但国内消费进入高温淡季，国内终端消费维持弱复苏导致社库去化缓慢，国内长期维持贴水令现货市场销售频频受阻拖累6月进口量。

7月以来，国内终端消费维持弱复苏态势，初端加工开工率环比略有回升但仍低于历史同期，进口亏损幅度缩小，国内现货和洋山铜从负溢价迅速转正。由于中美利差持续倒挂导致贸易企业融资需求持续减弱，叠加全球海运路线偶有阻塞绕道，国际油价重

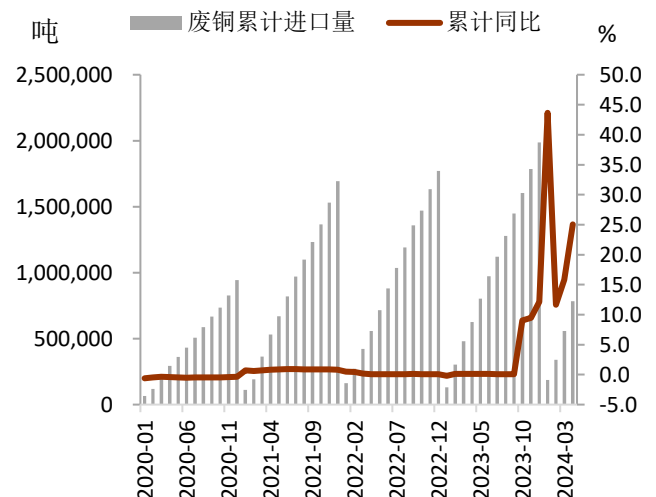
心的抬升以及船期的紧张令海运费价格水涨船高，目前非洲刚果非标铜的隐性库存仍然偏高，由于其铁路设施很久以前遭到破坏，目前仍以公路运输为主，大多数铜产品从刚果金输送到南非德班港口需要 50 天左右的时间，目前港口阻塞非常严重，当地疏港能力的疲软成为了非洲铜进入国内市场的最大障碍，目前刚果境内积压的湿法铜仍在 20 万吨以上。

7 月以来洋山铜的仓单和提单美金溢价已迅速回归正值，进口亏损运行区间在-100 至-300 元/吨之间，沪伦比值重心回升至 8.1 区间内，7 月进口亏损稳步缩小，主因伦铜较沪铜跌幅较小，国内 7 月库存去化缓慢，而伦铜库存则因亚洲库的集中交仓大幅上升，除亚洲库以外 LME 欧美库存仍维持低位。随着中资企业扩大项目投资力度，非洲湿法铜产量的与日俱增，目前进口货源中以非洲刚果非标铜为主，6 月非洲刚果进口量高达 15 万吨，占进口比重约 52.4%，俄铜虽遭到欧美市场制裁但 6 月流入国内数量偏低，预计 8 月我国进口量将反弹至 30 万吨附近。6 月我国废铜进口量达 16.9 万吨，同比基本持平，主因废铜进口亏损扩大，一定程度抑制提前锁定进口利润的贸易商积极性，另一方面国内粗铜库存偏高抑制废铜进口需求，预计 8 月废铜进口量将继续放缓。

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、伦铜亚洲库集中交仓，国内社库小幅去化

7 月份以来，国内库存不降反升，社会库存截止 7 月底仍接近 35 万吨，保税区库存维持在 8 万吨附近，而 LME 亚洲库则因交割补贴拉动国内炼厂 7 月仍选择集中交仓，内外库存走势呈内降外升的格局，全球显现库存水平截止 7 月底已超过 60 万吨创年内新高。随着国内社库缓慢去化，现货月疲软态势有所缓解，国内近月合约 C 结构收窄，而 LME 的 0-3 因海外金融市场融资成本较高等原因仍维持在 120 美金/吨上方。

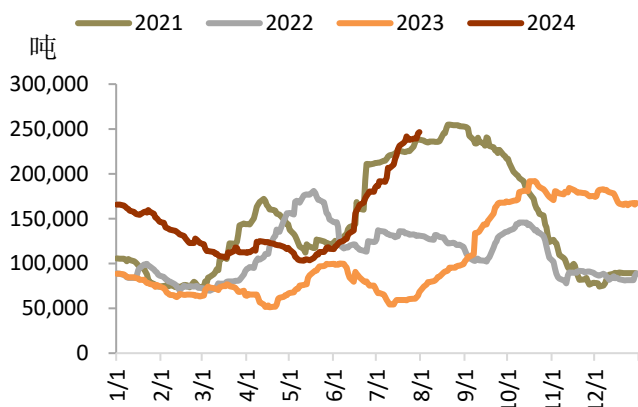
截止 8 月 2 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 24.6 万吨、1.6 万吨

和 29.5 万吨，合计达 62.9 万吨，月环比大幅增加 13.8 万吨，LME 注销仓单比例降至 6.5%，伦铜 0-3 升水结构维持在 120 美元上方，仍未出现无风险套利空间。LME 亚洲库存继续增加 6.4 万吨主因 LME 亚洲库短暂实行 40 美元/吨的仓单交割补贴，从而提振国内炼厂的出口交仓意愿，而 LME 欧洲库存下降 0.4 万吨主因俄铜被制裁以后可用库存下降，而北美库存维持低位主因 COMEX 库存开始稳步上升，7 月从南美发运到 COMEX 交割库的仓单货源开始陆续注册交仓。

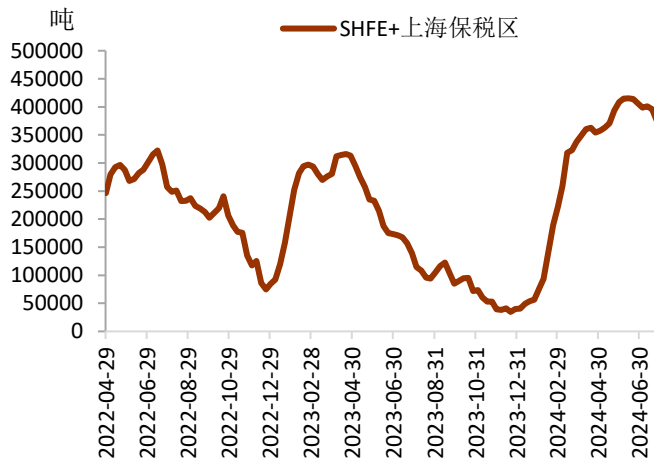
截止 8 月 2 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）为 36.8 万吨，环比减少 3.8 万吨。其中 SHFE 总库存小幅降至 29.5 万吨，环比 6 月底减少 2.4 万吨，上海保税区持平于 7.3 万吨，环比上月下降 1.4 万吨，交易所和保税区库存去化缓慢，主因旺季国内消费复苏预期被证伪且 7 月整体国内进口量有所减少。而海外精铜市场供需则基本保持平衡，中国部分冶厂虽有大规模的集中出口交仓行为，欧美市场仍维持紧平衡的格局，因此短期来看海外市场显现库存将继续维持低位运行。

总体来看，全球显性库存仍将维持高位，主要因为亚洲库的集中交仓，以及国内消费疲软导致的去库进程不畅，而 7 月进口窗口基本维持小幅亏损状态，进口量的边际减弱也在一定程度缓解了国内淡季持续累库的压力，我们预计 8 月全球铜库存仍然维持高位。

图表 21 LME 铜库存

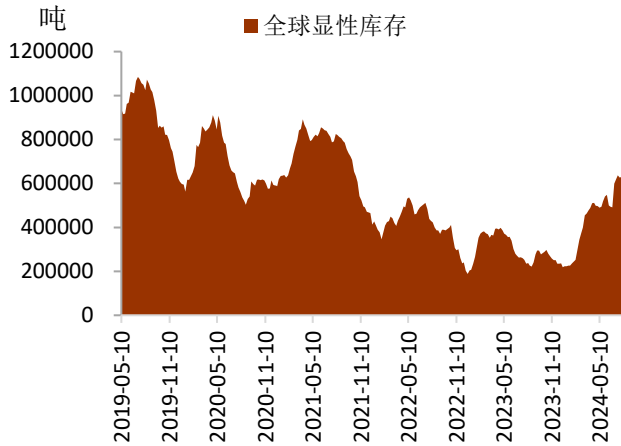


图表 22 SHFE 和保税区库存走势

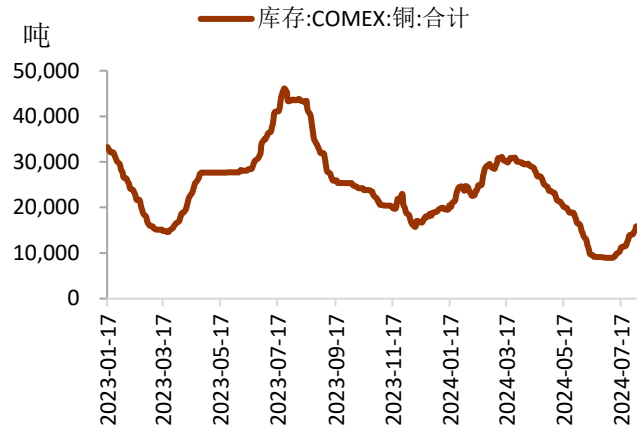


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、电网投资项目缓慢复苏，新能源汽车保持平稳增速

### 电网投资增速缓慢恢复

国家能源局数据显示，今年 1-6 月我国电网工程投资完成额 2540 亿元，同比增长 23.7%；今年 1-6 月我国电源工程投资完成额 3441 亿元，同比增长 2.5%，全行业用电量为 362.0 亿千瓦时，同比增长 14.5%，6 月当月行业用电量为 61.9 亿千瓦时，同比增长 14.4%。其中，风电装机容量约 3.4 亿千瓦，同比增长 17.2%；太阳能发电装机容量约 3.4 亿千瓦，同比增长 25.8%。1-6 月，全国发电设备累计平均利用 1777 小时，比上年同期减少 81 小时。其中，火电 2057 小时，比上年同期减少 133 小时；核电 3673 小时，比上年同期减少 132 小时；风电 1154 小时，比上年同期减少 58 小时。

2024 年我国电网投资建设计划投资总额在 5000 亿元左右，上半年电网投资增速较高主因原材料端铜价的大幅上涨，从绝对的电网项目建设进度来看则实际恢复程度缓慢。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。目前线缆企业开工率仍在缓慢复苏之中，主因 7 月铜价高位快速回落后线缆企业积极执行此前未点价采购订单，提高常备库存规模并按需逢低采购，7 月电缆线平均开工率进一步降至 71.6%，但同比仍明显低于往年同期，预计 8 月随着铜价的运行区间回落两网将陆续展开电网招投标项目并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降至 3% 左右。



### 光伏用铜增量可观，风电增速低迷

根据电力企业联合会数据，1-6 月我国新增光伏装机容量达 102.5GW，同比增长 30.7%，前四个月的装机完成率达 47%，根据光伏工业协会的乐观预计今年全球光伏装机总量将达 430GW，而我国新增光伏装机总量将达 220GW，而海上风电的装机容量达到 85GW，预计今年风光行业用铜增量将在 120 万吨左右，目前第二季度的整体装机速度有所恢复主因铜价下调以及硅料成本的大幅坍塌但是光伏产业链中下游企业利润不断修复，6 月工商业光伏装机进程稳步推进，华东和华南地区的分布式项目装机进程较快，西北地区的风光大基地项目建设力度有所回暖成为今年国内装机的重要支撑；而分布式则因部分地区丰水期点价下调导致预期收益下滑拖累居民端装机意愿。

今年 1-6 月我国新增风电装机量达 25.8GW，同比增长 12.4%，累计同比增速仍然偏低，6 月单月风电装机量为 6GW，已达上半年单月最高峰值。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，此外，海上风电的投资建设周期长、成本高，且投资回报率不稳定，部分风电机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，且铝芯线缆在风力发电以及短距离输送领域对铜芯线缆的替代性正在不断增强。整体来看，三季度初的光伏装机增速将持续回暖，而无论是海风还是陆风都将进入低增速的行业低谷期。

### 地产新政引导市场加快去库存

国家统计局数据，1—6 月份，全国房地产开发投资 52529 亿元，同比下降 10.1%，其中，住宅投资 39883 亿元，下降 10.4%，1—6 月，房地产开发企业房屋施工面积 696818 万平方米，同比下降 12.0%。其中，住宅施工面积 487437 万平方米，下降 12.5%。房屋新开工面积 38023 万平方米，下降 23.7%。其中，住宅新开工面积 27748 万平方米，下降 23.6%。房屋竣工面积 26519 万平方米，下降 21.8%。其中，住宅竣工面积 19259 万平方米，下降 21.7%。从价格指数来看，6 月 70 个大中型城市新建商品住宅价格指数同比-4.9%，70 个大中型城市二手房价格同比-7.9%。

上半年央行和国务院联手出台重磅楼市新政力求引导房地产市场加快去库存。其中从需求侧的限制松绑主要包括降低首付比例最低至 15%，下调公积金贷款利率扩大公积金贷款额度，取消首套和二套房的商贷利率下限。从地方政府主导收储的行为来看，中央将发放 3000 亿保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购商品房库存，用作租售两用的保障性住房，与此同时，国家鼓励地方政府收购闲置存量用地，帮助房企缓解资金压力。我们认为总体上，楼市新政引导市场加快去库存，但一线城市收储配租带来的投资回报率预期偏低，全国二手房挂牌数量激增，且当前居民杠杆率仍然偏高，收入预期下降以及市场悲观情绪蔓延，导致地产短期或难以摆脱下行压力。

## 空调进入排产同比增速再创新高

国家统计局数据显示,2024年1-6月我国空调总产量达1.57亿台,同比增长13.8%,1-6月我国家用空调销量为1.13亿台,同比增长15.5%,截止6月底,全国家用空调工业库存为1617万台,环比下降3.3%。政策方面,7月25日,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,8月家用空调内销排产量为671.5万台,较去年同期产量下降15.8%,9月内销排产量为596万台,同比增长4.9%,10月排产量500万台,同比下降1.4%。由于7月全国范围内的极端高温天气持续较长,8-10月的内销排产计划略有上调,但整体排产量环比仍大幅低于6-7月,行业库存降至1600万台左右的偏低水平。另一方面发改委出台的以旧换新政策的细节落地,将在一定程度上提振内销市场活力,促进终端市场销售情绪的改善,但由于此次政策持续时间只到年底,整体房地产竣工端的表现仍然低迷,空调厂商和经销商或仍将维持谨慎态度,或灵活合理地安排产量计划。此外,8月诸如空调和压缩机工厂部分将陆续进入例行检修,对总体产出水平也有所抑制。

出口排产来看,6月我国空调出口量达612万台,同比增长49.4%,8月我国出口排产量降至527万台,但仍较去年同期产量增长25.7%,9月出口排产497.6万台,同比去年实绩增长15.5%。二季度以来海外市场保持着较强韧性,随着东南亚市场规模的持续扩张,我们空调出口流向结构不断优化,另一方面全球航运体系的干扰频发也令部分海外客户提前锁定采购订单,预计8-9月海外市场仍在维持高速增长的惯性,但绝对增幅将有小幅放缓。

## 新能源汽车产销增速稳健

中汽协数据显示,6月新能源汽车产量和批发销量达100.3万辆和104.9万辆,同比分别增长28.1%和30.1%,市场渗透率为41.1%,其中6月内销96.3万吨,同比+32.2%,出口达8.6万吨,同比+10.3%。今年1-6月新能源汽车累计销量达494.4万吨,同比增速+32%。中汽协预计今年新能源汽车销量将达1150万辆,同比+21.1%。

6月我国铜箔产量升至10.1万吨,同比+6.8%,企业开工率维持68.6%,主因二季度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。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。

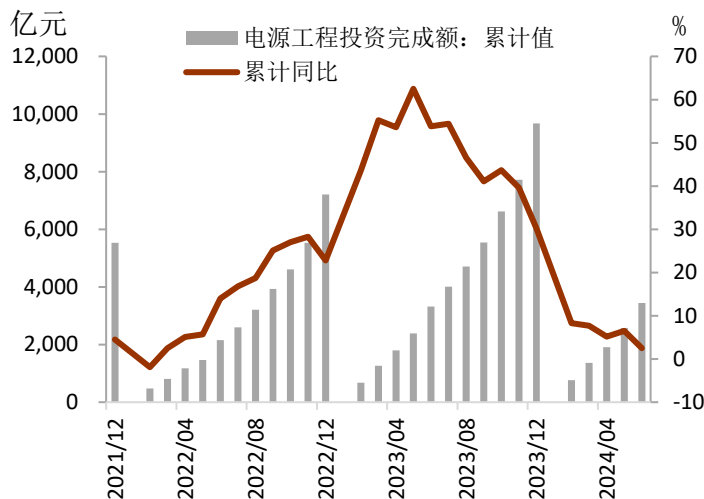
此外,国务院印发《2024-2025节能降碳行动方案》,从因地制宜优化汽车限制措施调整为逐步取消各地新能源汽车购买限制,落实便利新能源汽车通行,新能源汽车享受优惠车船税等。这些长期扶持产业健康发展并且对消费者提

供实际购车优惠的政策将提振电车市场需求，我们预计 8 月国内新能源汽车销量将继续保持稳健的增速。

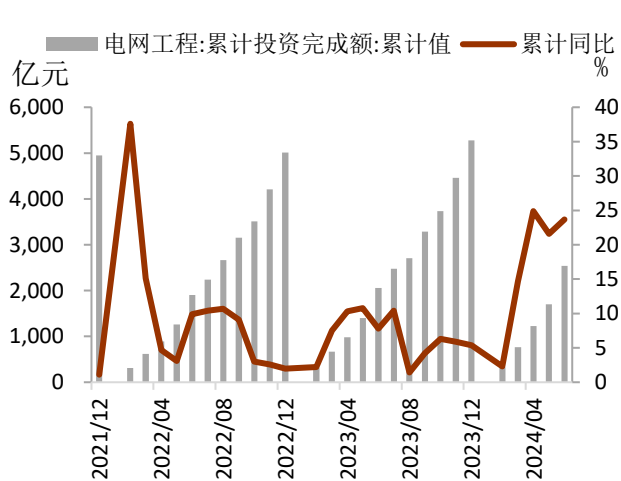
### 高铜价拖累电网投资，新兴产业用铜增速放缓增量可观

整体需求端来看，新能源汽车产销增速平稳，光伏用铜增速边际回暖，铜价回落对电网投资建设需求的拉动正在逐步兑现；而房地产竣工端表现持续恶化拖累传统行业用铜增速，空调排产进入季节性淡季，风电用铜低迷将进入增速低谷期，7 月份传统行业受铜价重心回落提振进入缓慢复苏周期，新兴产业用铜增量仍然符合市场预期，预计 8 月份国内终端用铜将维持稳重有升的状态。

图表 23 电源投资完成额变化

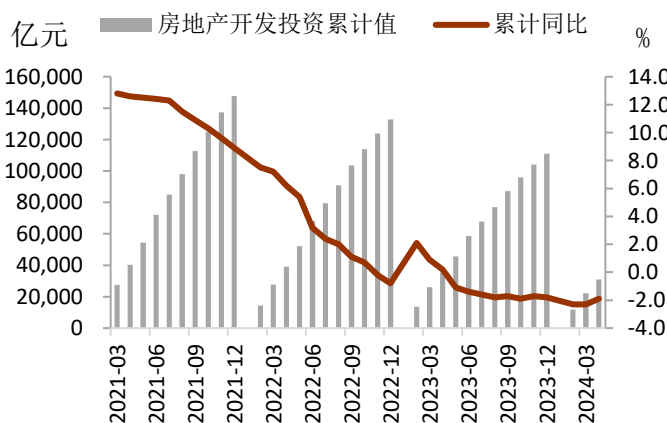


图表 24 电网投资完成额变化

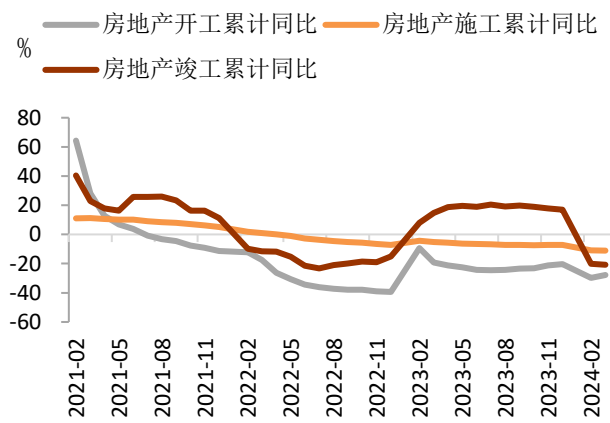


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 25 房地产开发投资增速变化

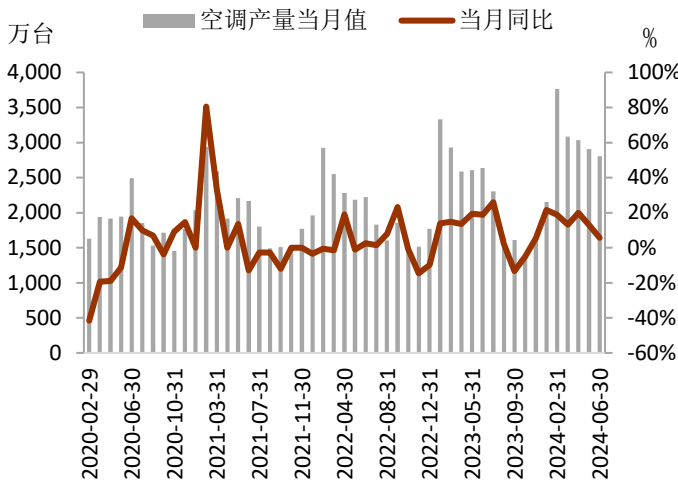


图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化

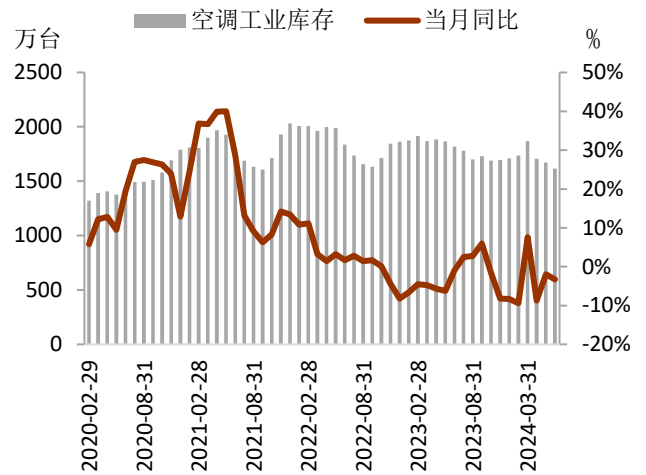


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 27 空调产量增速变化

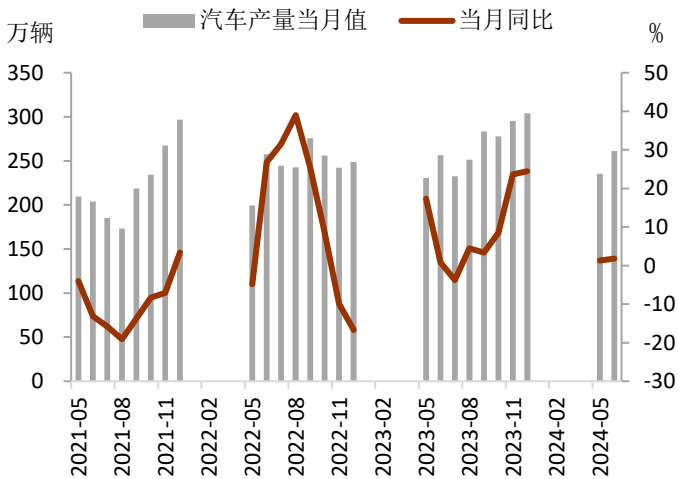


图表 28 家用空调库存变化

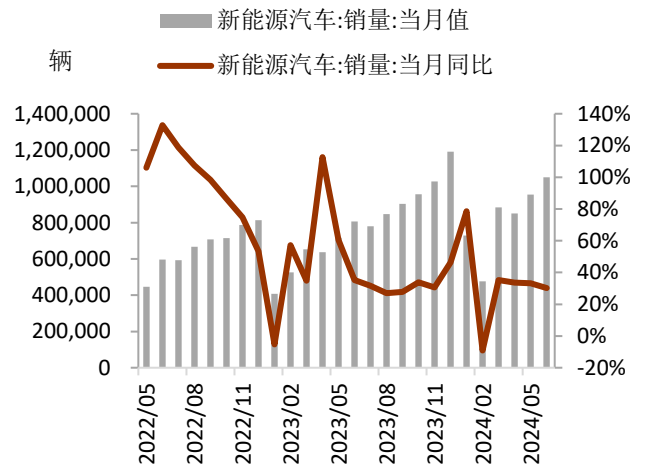


资料来源：iFinD，产业在线，铜冠金源期货

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

## 四、行情展望

宏观方面，美联储降息周期愈发临近，而美国经济减速风险或令美联储于 9 月超预期启动预防性降息，但同时过早过快降息也将再度抬升通胀风险；国内方面，制造业 PMI 季节性边际回落，房地产下行压力仍存，财政政策仍重点扶持促进国内总需求的恢复。

基本面来看，矿端供应趋近将为铜价中期提供有力支撑，国内产量三季度仍然维持高位，但随着废铜库存的提前出清四季度产量或小幅回落。需求端，铜价回落提振电网投资建设缓慢复苏，传统行业用铜除房地产外仍然韧性十足，新兴产业用铜增速平稳。库存方面，国内社库缓慢去化，海外库存快速增加，全球显现库存创年内新高。

美联储或因经济硬着陆风险升温提前开启首降，国内财政政策将重点扶持总需求的

敬请参阅最后一页免责声明

恢复；基本面矿端趋紧压力缓解，国内进去缓慢去库周期，整体预计铜价短期将转入低位企稳反弹走势。

预计 8 月份铜价将延续震荡回落，沪铜主要波动区间在 72000-78000 元/吨之间，伦铜的主要波动区间在 8900-9500 美元/吨之间。

风险点：美联储大选前推迟降息，海外矿端供应超预期恢复

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。