



2024年11月14日

美元进入强周期，铜价承压回落

核心观点及策略

- 宏观方面，特朗普上台后推崇的关税和贸易保护主义将持续推高美元，而逆全球化背景下全球经济增长或受到拖累，美国对内通胀上行风险或令降息预期回落；国内方面，三季度经济增速平稳，制造业回归扩张区间，10万亿化债方案落地为地方政府减压，央行将继续坚持支持性的货币政策立场，加大逆周期调节力度。
- 基本面来看，精矿趋紧格局延续，国内减产预期没有兑现，进口量大幅反弹。需求端，精铜杆开工率高位运行，传统行业消费富有韧性，新兴产业进入年末冲刺阶段，国内库存缓慢下行。
- 整体来看，“特朗普2.0”将带领美元进入强周期运行，市场担忧逆全球化格局将会带来全球经济增长放缓和总需求减弱，中国财政端持续发力支撑经济基本面企稳向好，基本面供需紧平衡预期未能兑现，但国内消费总体韧性较强，整体预计铜价将进入偏弱震荡区间。
- 预计11月份铜价将弱势震荡运行，沪铜主要波动区间在71500-76000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在8900-9450美元/吨之间。
- 风险点：美联储降息重新提速，海外矿端干扰频发

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 10 月铜行情回顾	4
二、 宏观经济分析	5
1、 特朗普 2.0 到来，美联储没有预设路径	5
2、 美国制造业疲软，欧元区制造业前景黯淡	6
3、 制造业 PMI 重回扩张区间，10 万亿地方财政化债方案落地	7
三、 基本面分析	8
1、 新增矿山产出稳定，现货 TC 小幅上行	8
3、 10 月进口量大幅反弹，非洲铜到港量激增	13
4、 海外库存波动较小，国内库存小幅回升	14
5、 电网投资建设平稳，光伏电站进入年末抢装期	15
四、 行情展望	19

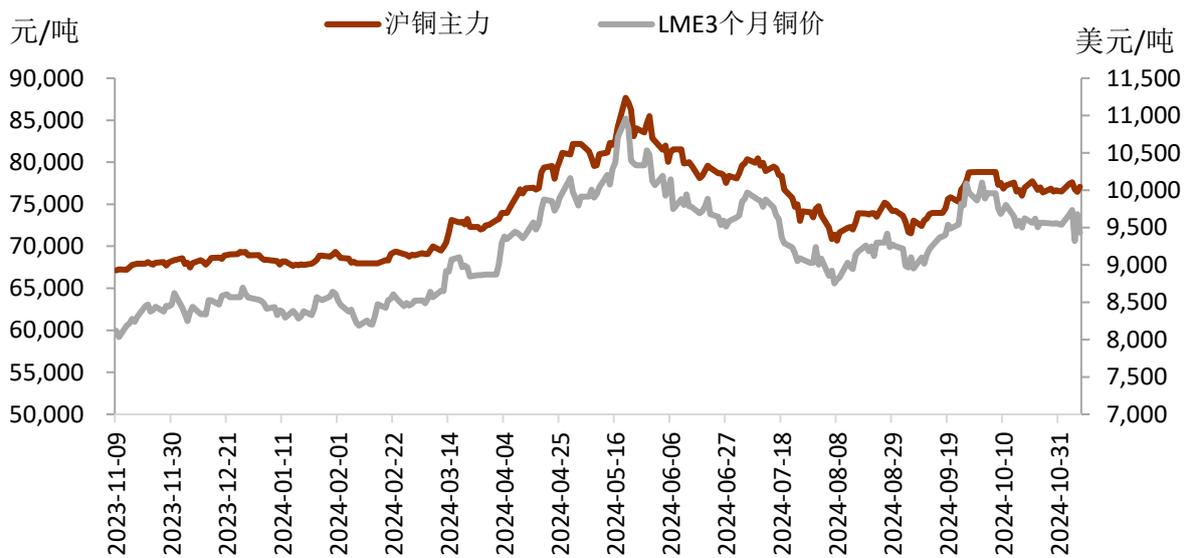
图表目录

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.....	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.....	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.....	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.....	15
图表 24 COMEX 美铜库存.....	15
图表 23 电源投资完成额变化.....	18
图表 24 电网投资完成额变化.....	18
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.....	19
图表 28 家用空调库存变化.....	19
图表 29 汽车产量变化.....	19
图表 30 新能源汽车产量及销量变化.....	19

一、2024年10月铜行情回顾

2024年10月，铜价整体呈震荡回落走势，伦铜从10月初的10000美金受阻逐步回落至9500美金一线企稳震荡，而沪铜则在79500同步承压回落后进入76000-77000的窄幅震荡区间，10月铜价走势总体偏弱。11月初美国大选结果出炉后资本市场巨震，市场担忧特朗普胜选后带来的关税和贸易保护主义将推升美国通胀预期，令年内降息空间承压；另一方面，11月议息会议鲍威尔表态美联储将适时放缓降息步伐且没有预设政策路径，整体姿态略有转鹰，中国政府积极出台刺激性财政政策帮助地方政府化债托底国内经济，总体宏观层面对铜价偏空；与此同时，终端消费维持较强韧性国内重返去库周期，但供给端减产预期未能兑现对铜价支撑减弱。截至10月底，伦铜报收于9547美元/吨，月度跌幅达3.3%；沪铜报收于76540元/吨，月度跌幅为3%。10月人民币兑美元汇率持续贬值主因市场价交易特朗普胜选带来的美元反弹，沪伦比小幅反弹至8.01，铜价内外强弱差异收窄。

图表1 铜期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

10月以来，国内精铜终端消费维持韧性，一方面铜价回落后进入平稳震荡区间，下游觅得时机逢低采买，另一方面电网投资项目四季度有冲量预期，线缆企业开工率平稳恢复拉动精铜制杆企业开足马力生产。从电网投资端来看，10月两网工程类电网项目招标规模有序推进，铜缆线企业的平均开工率维持在8成左右，其中工程和地产类线缆订单边际向好，轨道交通订单保持平稳；空调行业进入冷年生产淡季铜管铜棒开工率低位运行，但铜板带市场开工坚挺，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持续向好，传统行业消费富有韧性，10月下旬以来精铜制杆开工率维持在75%上方；从新兴产业

敬请参阅最后一页免责声明

来看，新能源汽车产销增速较快，而风光行业年末装机进入最后冲刺。从初端加工来看，11月初精铜制杆开工率维持在76%，继续高负荷运行，而铜管行业因冬天来临空调排产回升，开工率反弹至72.5%，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。10月社库节后重回缓慢去库周期，与此同时现货已稳定维持升水状态，整体运行区间在-70至90元/吨之间。华东8mmT1电缆线杆加工费逐步维持350-500元/吨，铜缆线订单保持平稳带动精铜杆企业保持高负荷运行；从近月盘面结构来看，近月由B转向较弱的C结构，主因国内库存重心上移去库缓慢，年末新兴产业终端需求冲量，远月仍有价格走强预期但明年年初或有累库预期因此C结构难以走扩，10月下旬电解铜社会库存维持20万吨左右，社会库存重心抬升去库缓慢。11月后随着新兴产业消费进入冲刺阶段，传统行业用铜需求平稳，预计现货将进入小幅升水区间。

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、特朗普 2.0 到来，美联储没有预设路径

美国大选最终以共和党横扫胜选告终，市场担忧逆全球化格局将加剧，特朗普上台后即将推行的贸易保护主义和关税壁垒以及限制移民计划或将显著推高美国通胀预期，同时

拖累全球经济增长，或压制美联储未来降息空间年内降息预期回落，而美元将进入强势运行周期。美联储如期小幅降息后主席鲍威尔表示，美联储仍将致力于实现充分就业和物价稳定的双重目标，当前通胀进程稳步回落就业市场降温但富有韧性，美国经济总体保持健康，美联储将逐渐转向更加中性和灵活的货币政策立场，如果通胀下行放缓，美联储可能适时放缓降息步伐但没有预设政策路径，此外鲍威尔强硬表态大选结果不会影响美联储货币政策的独立性，美国法律不允许美国总统解雇或者降职任何美联储高级官员。数据来看，美国10月非农仅增1.2万人远低于预期，10月失业率维持4.1%，低于预期的4.2%，主因美国飓风以及波音罢工导致的制造业岗位大量流失。美国9月PCE同比增速为2.1%，核心PCE同比增长2.7%，超出预期的2.6%，环比增速为近半年以来的最高水平，显示通胀下行进程遇阻粘性较强。随着10月PCE数据环比反弹引发降息预期回落，叠加特朗普实现的“美国优先”政策令美元指数大受提振，最近CME观察工具显示12月降息25个基点仍是基准情形但也有可能暂停降息，美联储官员表示随着联邦基金利率愈发接近中性利率，未来适度放缓降息是合适的。特朗普上台引发的汇率市场波动令金属市场短期剧烈震荡，当前海外宏观的风险主要为其上任以后带来的政策变化风险对全球金融市场的重新定价。

欧元区10月调和CPI同比增速进一步降至2%，低于前值的1.8%，核心CPI环比降至2.7%，与前值持平，总体通胀继续平稳回落。欧央行管委目前开始讨论更为宽松的利率政策前景，不排除12月扩大降息幅度至50个BP的可能性，多位官员表示若通胀没有短期上行的风险，将支持利率水平尽快回归中性区间，几乎所有官员都认同12月继续降息但幅度大小仍有分歧。在特朗普上任或削弱美联储货币政策立场独立性低位后，欧央行或受到美联储降息节奏放缓的制约，但总体降息路径仍然预期比美联储更加宽松和激进，主因当前经济下行风险远大于潜在通胀风险。欧央行预计将在2025年年底将利率调降至中性水平。

2、美国制造业疲软，欧元区制造业前景黯淡

美国10月ISM制造业进一步降至46.5，低于预期的47.5，10月Markit制造业指数初值为47.8，连续第三个月萎缩，ISM的分项数据中新订单指数为47.1(环比+1%)，仍位于收缩区间，生产指数由大幅下跌至46.2(环比-3.6%)，就业指数为44.4(环比+0.5%)，连续第五个月萎缩，物价支付指数升至54.8，库存指数为42.6(环比-1.3%)，整体显示美国10月制造业生产活动骤降，新订单萎缩放缓但需求仍未明显改善，物价指数回升，生产商库存保持较低水平，美国制造业短期未见企稳迹象仍在下行过程中，经济软着陆预期受到挑战，特朗普上台后将出台政策促进本土制造业回流，为制造业提供更多就业岗位同时为企业减税降费，与此同时政治环境有利于消费和投资将拉动制造业有回暖预期。

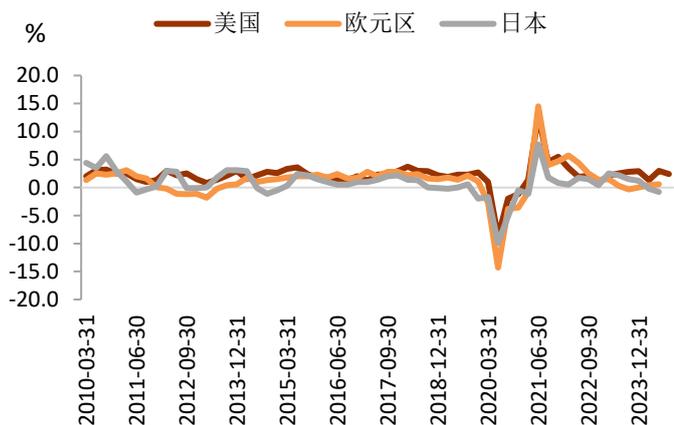
欧元区10月制造业PMI初值为46，略高于前值的45，服务业PMI终值为51.6，商业活有所反弹但制造业深陷萎缩区间，市场重燃对欧央行12月开启大幅降息的预期。分国家来看，德国10月制造业PMI回升至43，产出指数为42.8，环比创2个月新高，新订单、

产出和就业指数均有所回升，但并不意味着拐点降至，大众汽车公司大规模裁员消息仍令市场感到悲观，德国经济结构性的问题仍然存在。法国 10 月制造业 PMI 略低于前值回落至 44.5，其中产出指数为 42.8，环比小幅回升但新订单指数快速下降，显示海外需求大幅走弱以后订单市场需求持续降温，法国制造业前景依然黯淡。欧元区两大经济体的制造业和商业活动环比小幅回升但幅度有限，德国制造业产出乏力而法国制造业新订单骤降，欧央行或将采取激进式的降息手段以预防经济落入衰退区间。

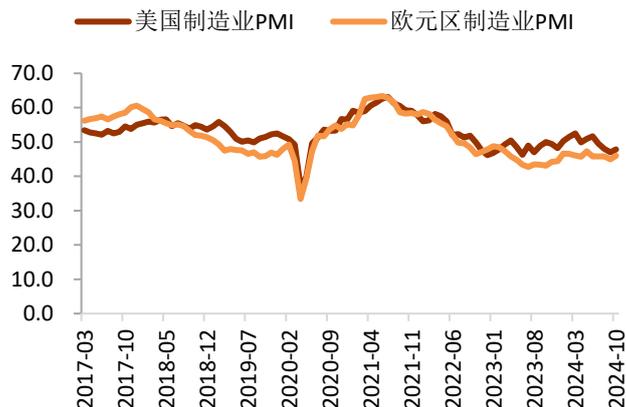
3、制造业 PMI 重回扩张区间，10 万亿地方财政化债方案落地

中国三季度 GDP 同比+4.6%，前三季度累计同比+4.8%，三季度中国经济运行总体平稳，装备和高技术制造业快速发展，社会零售销售总量持续增长，固定资产投资规模不断扩大，新质生产力加快发展，出口“一带一路”国家贸易额高速增长，总体经济结构持续优化。10 月官方制造业 PMI 回升至 50.1，时隔六个月后重回扩张区间，分项数据来看，新订单指数环比上升 0.1%至 50 整体平稳，生产指数环比上升 0.8%至 52，原材料库存指数小幅抬升至 48.2，就业人员指数升至 48.4，表面制造业生产活动持续加快，制造业市场需求总体平稳，企业用工有序增加，原材料库存降幅继续收窄。分类型来看，大型企业 PMI 升至 51.5，环比+0.9%，其中铁路运输、水上运输、航空运输、邮政、资本市场服务、生态保护及公共设施管理等行业商务活动 PMI 指数均在 55 上方。11 月初，全国人大常委会审议批准增加 6 万亿地方政府债务限额置换存量隐性债务、分三年实施、每年 2 万亿元，并宣布从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方专项债券中安排 8000 亿元专门用于置换隐债累计 4 万亿元，2029 年及以后到期的棚改隐债 2 万亿元按原合同偿还、不必于 2028 年底之前提前偿还。此举将极大地化解地方政府隐性债务压力，为接下来实施更有力的财政政策打开空间，地方政府的资产负债表不再有意缩减而是转为做加法，特别是新增的 6 万亿元将以专项债的名义全部用于地方政府的基础设施建设、产业科技升级等战略领域，从而推进各地区经济发展。与此同时，中央金融工作报告强调坚持支持性的货币政策立场，加大逆周期调节力度，为稳增长和高质量发展营造良好货币环境，整体对资本市场情绪起到一定提振作用。由此可见，中央目前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 小幅上行

10 月底铜精矿周度现货 TC 继续升至 10.5 美元/吨，但仍位于低位，全球精矿供应趋紧缓解但格局未变，第一量子旗下的 Cobre Panama 铜矿预计最早将于 2025 年一季度复产；虽然智利 Escondida 三季度矿石品位和回收率小幅提升，但仍未摆脱矿龄老化带来的产量预期下滑风险；自由港旗下的莫伦西和绿山铜矿产量同比均小幅下滑，其印尼新建的 48 万吨 Manyar 冶炼厂因火灾事故被迫推迟精铜销售进度至 2025 年；力拓旗下的肯尼科特铜矿因两条沿线断层发生高墙位移，限制了主脉矿的开采能力，而蒙古 OT 露天矿场持续遭受恶劣天气影响地面作业效率降低。粗略预计今年全球精矿供应增速将在 1.7% 左右，而 2025 年全球精矿供应增速回升至 2.3%。

敬请参阅最后一页免责声明

Codelco(智利国家铜业)今年前三季度产量为 91.8 万吨,同比下降 4.9%,其中第三季度产量达 33.8 万吨,同比增长 2%,三季度产量同比回升主因开采矿石品位提高,这家全球最大的铜生产商在过去两年创下历史最低产量后近期产出水平有所回升,公司预计 2024 年其铜总产量在 132.5-135.2 万吨之间,低于此前预计的 139 万吨。该公司还称,预计旗下 AndresNorte 项目将在明年第一季度开始生产,而 Andesita 项目应在“未来几个月”内上线。

季报显示,今年第三季度第一量子公司铜总产量仅为 11.6 万吨,同比-47.6%,环比+13%。旗下位于巴拿马的 Cobre Panama 铜矿年内或没有复产预期,该国新任总统表示,该项目问题确实需要解决但当前民众舆论及社会环境保障等问题具有更高的优先级,政府需要至少等到 2025 年年初才会着手解决该矿的复产问题。旗下位于赞比亚的 Kansanshi 铜矿第三季度产量为 4.98 万吨,同比+26%,为近三年以来的单季最高产量,主因采矿管理规范的提升,混合和氧化回路的磨矿品位和回收率的提高,Kansanshi 铜冶炼厂三季度生产阳极铜 9.3 万吨,生产硫酸 33.3 万吨,虽然第一季度冶炼厂发生了意外停产,但后期通过持续的配混模式提高了产量从而抵消了一季度的产量损失,Kansanshi 项目已上调 2024 年指导产量至 15.5-16.5 万吨。

BHP 今年第三季度铜产量达 47.6 万吨,同比+4.2%,环比-6%。产量同比回升主因旗下位于智利的 Escondida 的开采品位及回收率的提高。其中 Escondida 第三季度产量为 30.42 万吨,同比+11%,环比-2%,主因开采矿石的品位已提升至 1%(去年同期品位仅为 0.82%),采矿按计划进入高品位矿石区从而提升了回收率,预计 2025 年 Escondida 整体的矿石品位将保持在 0.9%以上,2025 年指导产量将提升至 118-130 万吨。

Freeport 今年第三季度产量达 47.7 万吨,同比-3.1%,环比+1.3%,三季度自由港公司铜矿平均现金为 1.39 美元/磅,同比-1.8%,其预计 2024 年全年平均现金成本为 1.58 美元/磅。旗下位于北美的 Morenci(权益占比 72%)铜矿三季度产量 5.7 万吨,同比-14.4%,环比-1.6%,今年 6 月中旬费利浦·麦克莫兰铜金公司的首席执行官表示,除了获得美国联邦政府 4.75 亿美元的清洁能源项目拨款外,她还打算积极提高产量,以应对全球需求的增加,2023 年莫伦西铜产量达 39.9 万吨。旗下位于南美的 Cerro Verde(权益占比 53.6%)矿山三季度铜产量为 11.2 万吨,同比-3.5%,环比+1.5%,绿山铜矿位于秘鲁西南部,资源勘探约有 46.3 亿吨矿石分级,其中 40%的储量是铜,预计在现有储量耗尽后,预计开采作业将持续到 2052 年,今年 6 月,秘鲁政府的能源和矿业部批准了一项 6 亿美元的增产项目,目标是每年生产 400 万吨,2023 年绿山铜矿产量达 45.3 万吨。旗下位于印尼的年产 48 万吨的新建冶炼厂 Manyar 发生火灾导致生产进程中中断,自由港公司将其新冶炼厂的精铜销售进度推迟至 2025 年第二季度,目前正与印尼政府谈判寻求铜精矿出口许可证的期限延长。Freeport 维持 2024 年铜指导产量 185.97 万吨,预计其第四季度产量为 44.5 万吨。

ICSG(国际铜研究小组)最新数据显示,2024 年 8 月全球精炼铜产量为 232 万吨,消费量为 227 万吨,全球精炼铜市场供应过剩为 5.4 万吨,而此前 7 月过剩 7.9 万吨,今年 1-

8月全球精铜供应过剩为53.5万吨，全球精铜市场仍然面临轻微过剩的格局。智利国家统计局数据，9月智利铜总产量达47.8万吨，同比增长4.2%，智利政府推迟了出台加快采矿许可政策的改革，虽然试图简化采矿许可修改环境评估程序为了完善立法，但程序的拖延对采矿业影响正在深化，或对智利未来铜矿产出增速形成制约。

2、10月精铜产量并未兑现

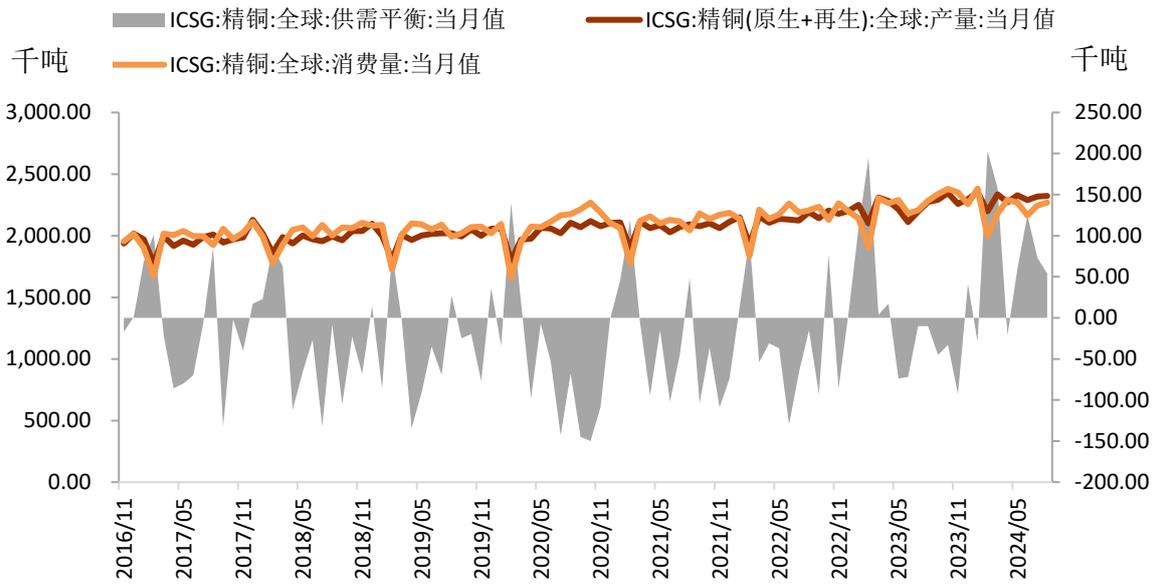
SMM数据显示，今年10月我国精铜产量高达99.6万吨，同比+0.2%，环比-0.9%，今年1-10月我国精铜累计产量达996万吨，同比增长5.1%。10月份全国主要冶炼厂产能利用率维持79.6%。10月精铜减产不及预期，主要国内冶炼厂零星检修对产能利用率影响偏弱，随着国内废铜政策的逐步明朗，再生铜杆加工企业积极复产，精废价差逐渐走扩，10月国内废铜供应逐步上升，原计划冶炼厂因废料和冷料短缺造成的减产预期基本没有兑现，预计11月产量将维持在100万左右的高位。

从国内11月的检修计划来看，国内冶炼厂检修情况较为零星，其中广西金川45万吨粗炼11月计划检修15天，但因阳极板备货充足基本不影响产量；紫金铜业25万吨产能计划检修15天，预计影响产量0.5万吨，昆鹏铜业11月下旬开始至年底计划检修40-45天，但因冷料备货充足基本不会减产，12月初中铜旗下的东南铜业计划检修45天，预计减产3万吨。整体11月的国内冶炼端检修对产量微乎其微，预计我国11月精铜产量仍然高位运行但因传统消费渐入淡季预计难以突破三季度产量高峰。

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项目三季度产能爬坡极为顺利，TFM五条线已全部投入运营，预计今年产量有望突破52-57万吨的产量指引上限；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断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。

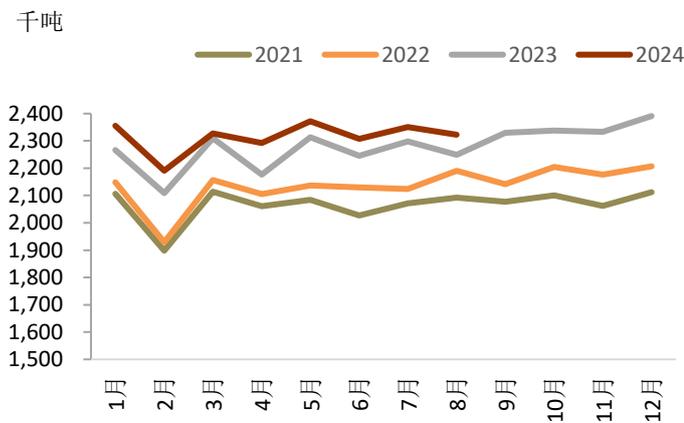
整体来看，我们预计11月国内产量将小幅降至99-101万吨，2024年国内精铜产量预计将达1180万吨，增速此前预计回升至3.1%。

图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

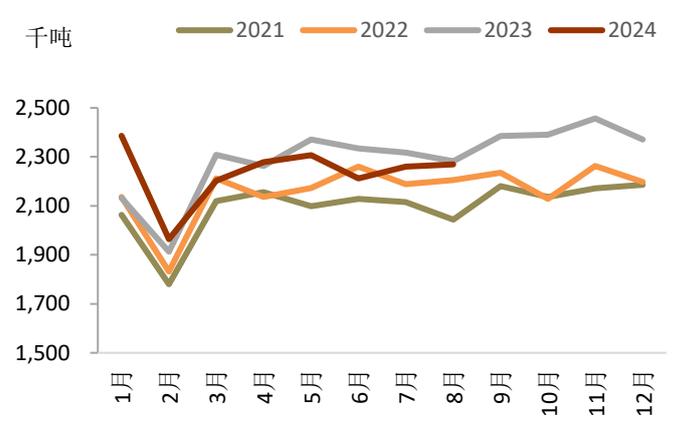


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

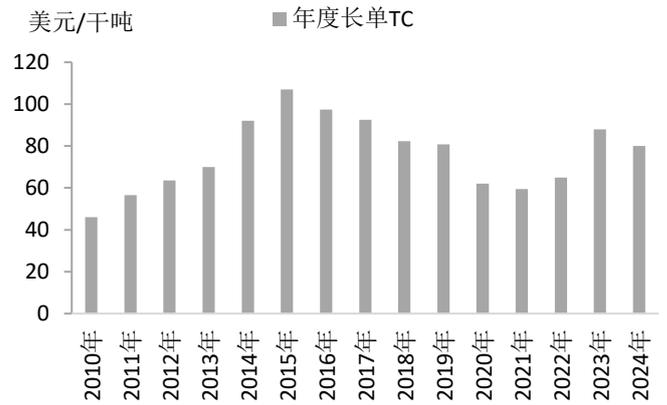


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

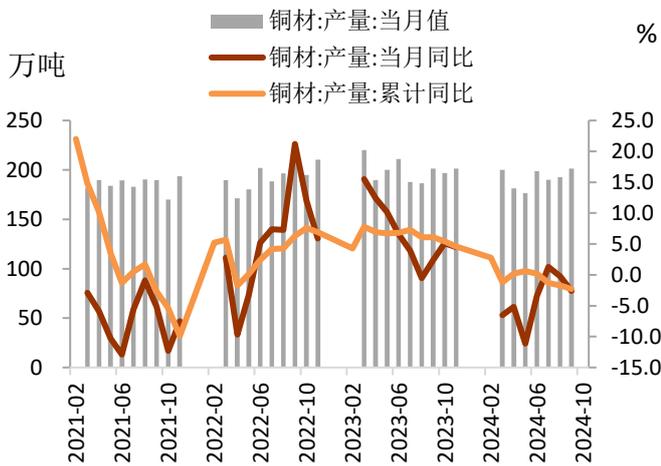


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

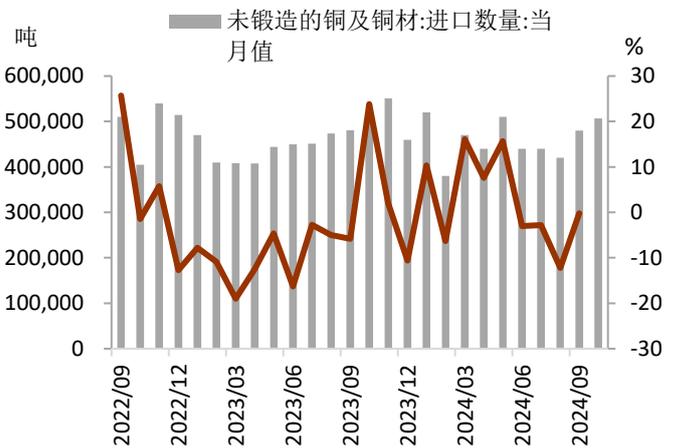


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

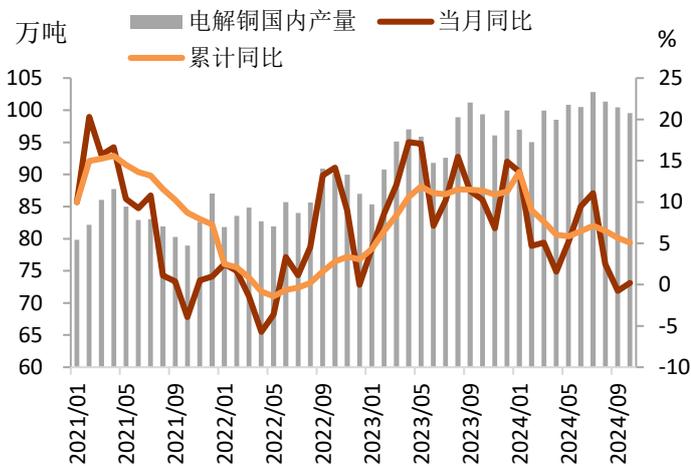


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

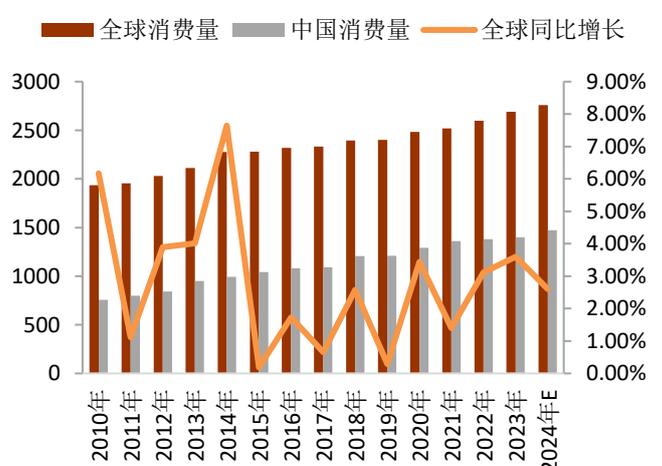


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化



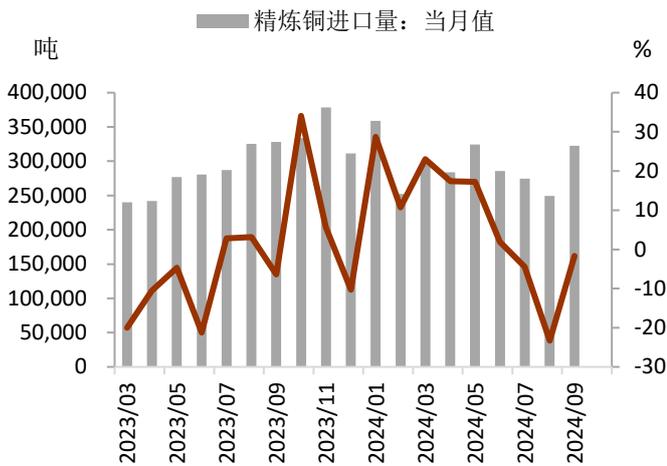
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

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



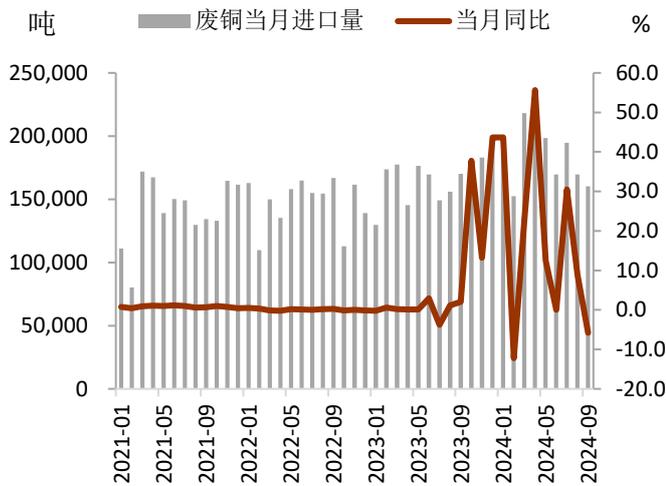
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、10月进口量大幅反弹，非洲铜到港量激增

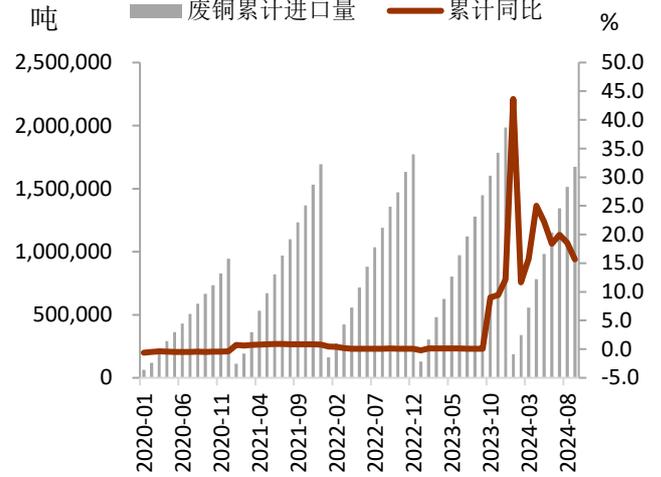
海关数据统计，我国10月我国未锻造铜及铜材进口量为50.6万吨，同比增长1.3%；10月铜矿砂及精矿进口量为231.4万吨，同比增长0.2%；9月精炼铜进口量大幅反弹至32.2万吨，同比下降1.7%，10月进口亏损逐步缩小至盈亏平衡线，国内终端消费稳步复苏，社会库存缓慢下滑，国内现货维持平水到小幅升水区间，非洲湿法铜到货量增加，今年1-9月中国进口精炼铜共计264.7万吨，同比增长6.5%，其中非洲铜的占比约为40%。

10月以来洋山铜的仓单和提单美金溢价跌至40美金下方，进口亏损从逐步回归盈亏平衡，提出人民币汇率因素后沪伦比值维持在1.13，亏损缩小主因铜价走势内强外弱以及洋山港仓单和提单溢价的快速回落，年末部分贸易商觅得良机开展进口正套交易，虽然短期开启时间有限但仍有一定的套利空间，在11月初美国大选结束后因人民币大幅贬值贸易商此后纷纷暂缓进口业务，一方面担忧远期汇率能有没有大幅走强的风险，另一方面国内11月中下旬消费或渐入淡季后，现货升贴水重心可能下移。目前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已接近40%。8月我国废铜进口量为16.03万吨，同比下降5.9%，四季度以来国内冶炼厂对废料依然坚挺，好在“783号令”预计将推迟至2028年才实行，江西、安徽、湖北等集中度较高的大多数废铜制杆企业积极恢复开工，目前废铜制杆行业开工率已恢复至25%以上，虽然全年产量预计低于去年同期，但四季度国内废铜供应预计走向缓慢回升。整体预计随着下游终端消费的韧性较强，新兴产业对需求增量持续提供动力，在进口亏损维持较小程度的背景下，11月我国精铜进口量预计仍将在30万吨以上。

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、海外库存波动较小，国内库存小幅回升

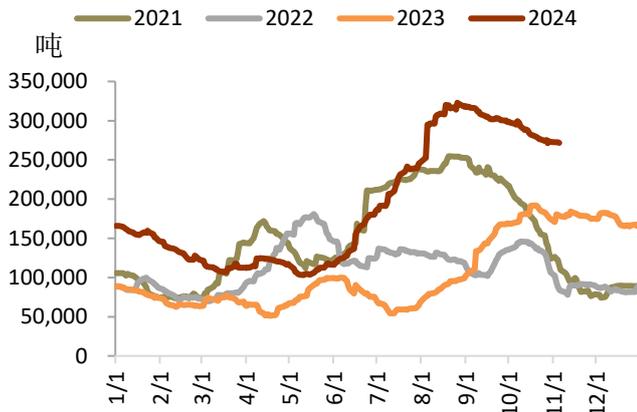
10 月份以来，国内库存快速回落，社会库存截止 9 月底大幅回落至 15.4 万吨，保税区库存降至 4.6 万吨，而 LME 亚洲库集中交仓结束后高位缓慢去库，内外库存联动下行，截止 9 月底全球显性库存已降至 56.4 万吨，全球进入去库周期。国内库存缓慢下移，现货升水总体维持小幅升水，国内 B 结构转向 C 结构但未能继续走扩，而 LME 的 0-3 结构因海外金融市场融资成本高企等原因仍维持在 140 美金上方。

截止 11 月 1 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 27.1 万吨、8.9 万吨和 15.3 万吨，合计达 55.3 万吨，月环比微降 0.3 万吨，LME 注销仓单比例降至 3.7%，伦铜 0-3 升水结构回升至 140 美元，0-3 的 borrow 未见无风险套利空间。LME 交仓结束后持续回落，目前已降至 22 万吨附近。LME 欧洲库存小幅升至 4.9 万吨整体变化不大，而 COMEX 库存 9 月大幅反弹至 8.9 万吨，主因近月 COMEX 空头将前期南美大量货源集中注册成仓单选择近月交仓，目前海外市场精铜供需总体平稳，库存波动率明显缩小。

截止 11 月 1 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）为 21.02 万吨，环比增加 2.4 万吨。其中 SHFE 总库存升至 15.3 万吨，环比 9 月底增加 1.3 万吨，上海保税区为 5.7 万吨，月环比下降 0.9 万吨，交易所和保税区均有所累库，主因 10 月中旬铜价上涨后下游补库力度明显减弱，直到月底铜价重心回落后国内随机重返去库周期。

总体来看，全球显性库存维持高位震荡，国内库存总体先升后降但去库动能有所减弱，全球显性库存波动率缩小对铜价影响边际递减，预计 11 月全球库存仍然维持高位运行，海外去库动力不足，而国内消费渐入淡季低库存格局或难以持续。

图表 21 LME 铜库存

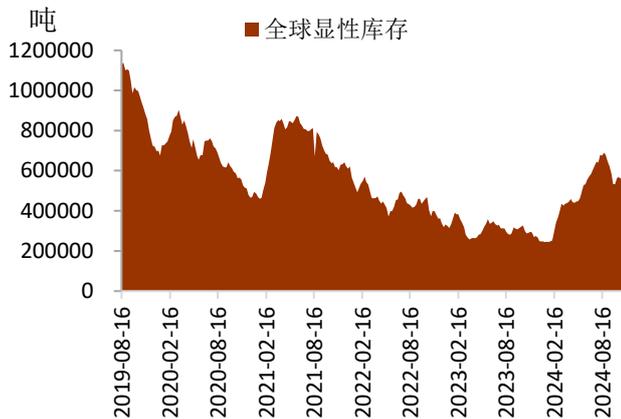


图表 22 SHFE 和保税区库存走势



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、电网投资建设平稳，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1-9月我国电网工程投资完成额3982亿元，同比增长21.1%；今年1-9月我国电源工程投资完成额5959亿元，同比增长7.2%，全国累计发电装机容量约31.6亿千瓦，同比增长14.1%。其中，太阳能发电装机容量约7.7亿千瓦，同比增长48.3%；风电装机容量约4.8亿千瓦，同比增长19.8%。

2024年我国电网投资建设计划投资总额预计将达5500亿元，南网在高质量发展大会上重申将部署全面推进电网设备的大规模更新，预计到2027年涉及大规模设备更新的投资规

模将达 2000 亿元。10 月以来两网在基建电力基础实施、地产和工程电网投资项目均扩大招标规模，追赶上半年因铜价过高导致项目延期和停滞阶段。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。10 月线缆企业开工率小幅回落至 77%，主因国庆长假期间部分企业降低产能利用率，而大型线缆企业维持平稳用铜节奏，由于铝价 10 月整体走势偏强对铜缆线的替代性有所减弱，对精铜消费具有一定提振。若铜价整体区间没有明显上移，预计年底前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。

光伏装机年末冲刺，风电增速偏低

根据电力企业联合会数据，1-9 月我国新增光伏装机容量达 160.9GW，同比增长 24.77%，目前装机目标完成率已达 73%，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将达 80W，“十四五”期间我国规划的 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 11 月后国内集中式光伏项目进入年末冲刺，分布式项目靠工商业订单总体提供支撑，光伏用铜虽然增速下降但增量尚可。

今年 1-9 月我国新增风电装机量达 39.1GW，同比增长 16.8%，其中 9 月单月风电装机量为 5.5GW，同比增长 20.8%，从目前的完成情况来看，陆风加海风项目装机总量可能不及年初预期，关注年底是否有抢装动作。虽然黑色原材料成本下降但风力发电机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，风电项目或无法提供稳定的投资回报率，且目前钢芯铝线在风电产业原料使用中越来越普及。整体来看，10 月的光伏地面电站将迎来年末抢装期，风电短期增速难有较大改观主因项目投资收益不稳定且国家并未出台进一步鼓励风电装机的补贴政策。

楼市运行仍未脱离底部

国家统计局数据，1—9 月份，全国房地产开发投资总额 79680 亿元，同比下降 10.1%，其中，住宅投资 59701 亿元，同比下降 10.5%，1—9 月，我国商品房销售面积累计达 70284 万平方米，累计同比下降 17.1%，其中住宅销售面积为 58787 万平方米，同比下降 19.2%，房地产新开工施工面积累计为 56050.75 万平方米，同比降幅 22.2%，而房地产竣工面积累计为 36815.56 万平方米，同比跌幅扩大至 24.4%。从价格指数来看，9 月 70 个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降 6.1%，70 个大中型城市二手房价格同比下降 9.02%。

三季度末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，10月下旬的国新办新闻发布会上，住房城乡建设部、财政部、自然资源部、央行、金融监管总局等五部门围绕房地产市场止跌回稳打出一套“组合拳”。除明确提出“四个取消、四个降低、两个增加”外，财政部提出通过专项债等方式推动收储存量商品房和盘活闲置存量土地成为增量政策的最大亮点，与此同时，10万亿化债方针也将为地方政府减轻负担为地方政府收储拿地提供较大的资金空间。

空调年末排产同比回升

国家统计局数据显示，2024年1-9月我国空调总产量达1.88亿台，同比增长10.7%，1-9月我国家用空调销量为1.54亿台，同比增长13%，截止9月底，全国家用空调工业库存为1485万台，环比微增0.61%。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，11月家用空调内销排产量为620万台，较去年同期产量上升18.5%，12月预测内销排产量为739万台，同比去年实绩上升21%。进入四季度以后，空调销售在双十一的作用下进入了年末冲刺阶段，在推动消费品以旧换新和财政鼓励发放消费券的带动下，高性价比的空调和其他家用电器得到了销量提振，此外房地产市场成交量的回暖以及信心恢复让空调厂商恢复了正常排产计划，11月和12月的排产量均高于去年同期产量实绩；与此同时，四季度欧美市场也将进入集中备货期，出口排产或再创新高，但面对特朗普上台以后的出口政策风险，企业态度上或仍然偏向于谨慎。

新能源汽车产销增速攀升至50%

中汽协数据显示，10月，新能源汽车产销量分别完成146.3万辆和143万辆，同比分别增长48%和49.6%，增速继续加快。新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的46.8%。1-10月，新能源汽车产销分别完成977.9万辆和975万辆，同比分别增长33%和33.9%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的39.6%。中汽协预计今年新能源汽车销量将达1150万辆，目前1-10月的销量完成率已达84.8%。10月新能源汽车出口12.8万辆，环比增长16%。

四季度以来月以来我国消费品以旧换新政策效应逐步显现，车企和经销商全力冲刺年末销量目标，国内油换电需求持续增长，国内自主品牌研发创新能力不断提升，高性价比的电动和混动汽车受到市场青睐。10月新能源汽车产销量增速持续攀升，内销和出口增速快速回升，市场占有率逐步提高。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 11 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。

传统行业用铜平稳，新兴产业年末冲刺

整体需求端来看，新能源汽车行业不断提速，光伏风电进入年末装机冲刺阶段，电缆企业有序复产电网投资项目稳步推进；空调淡季消费回暖排产同比回升，房地产竣工降幅扩大对需求形成拖累，10 月传统行业终端用铜保持平稳，新兴产业需求增量十分可观，预计 11 月国内消费端将保持平稳增长的态势。

图表 23 电源投资完成额变化

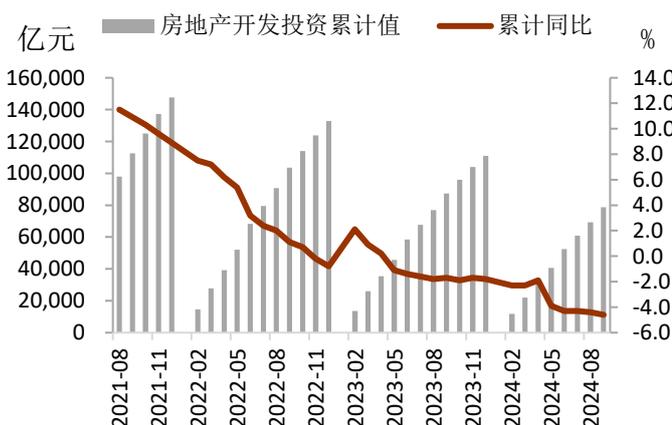


图表 24 电网投资完成额变化

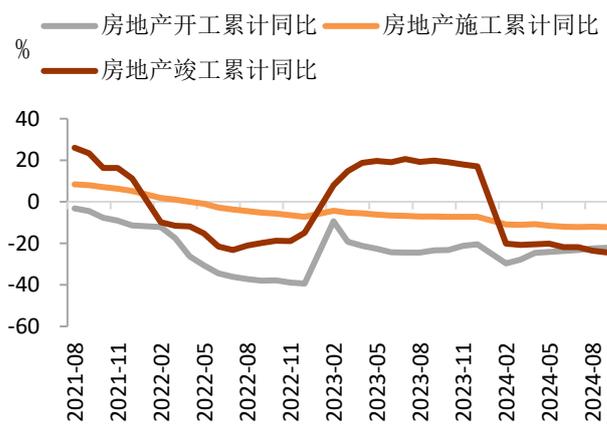


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 25 房地产开发投资增速变化

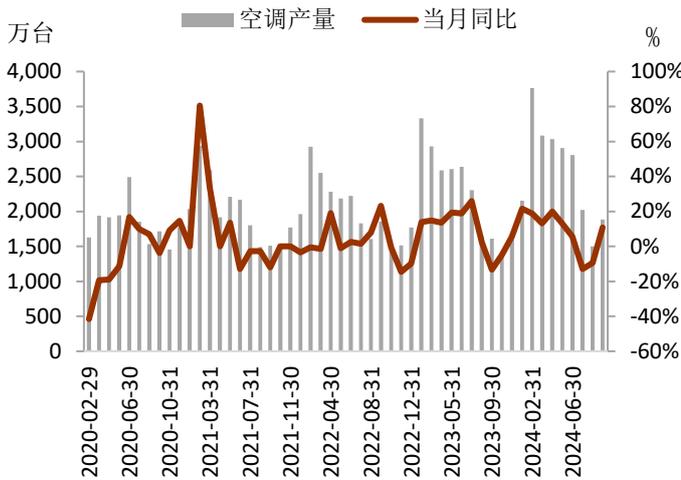


图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 27 空调产量增速变化

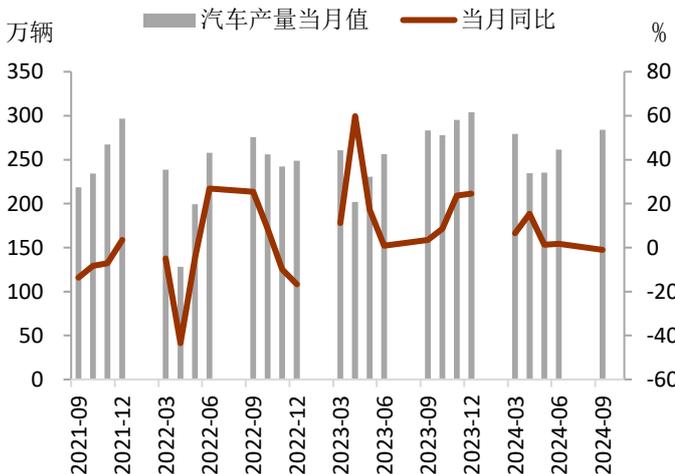


图表 28 家用空调库存变化

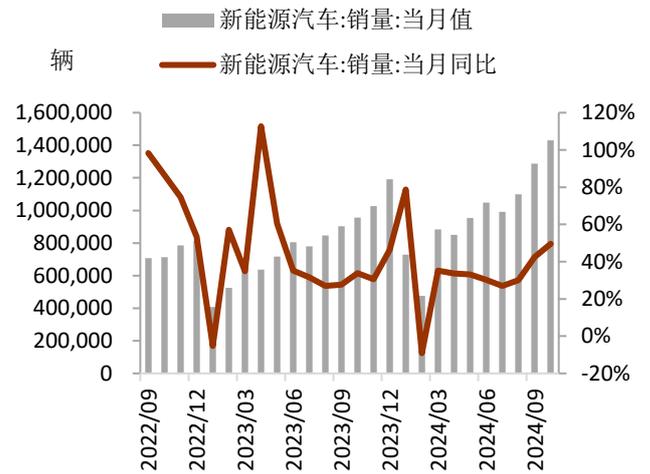


资料来源：iFinD，产业在线，铜冠金源期货

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

四、行情展望

宏观方面，特朗普上台后推崇的关税和贸易保护主义将持续推高美元，而逆全球化背景下全球经济增长或受到拖累，美国对内通胀上行风险或令降息预期回落；国内方面，三季度经济增速平稳制，制造业回归扩张区间，10 万亿化债方案落地为地方政府减压，央行将继续坚持支持性的货币政策立场，加大逆周期调节力度。

基本面来看，精矿趋紧格局延续，国内减产预期没有兑现，进口量大幅反弹。需求端，精铜杆开工率高位运行铜缆线行业，传统行业消费富有韧性，新兴产业进入年末冲刺阶段。国内库存缓慢下行，全球显现库存波动率减弱。

整体上，特朗普 2.0 席卷而来，市场担忧逆全球化格局将会带来全球经济增长放缓和总需求减弱，中国财政端持续发力支撑经济基本面企稳向好，基本面供需紧平衡预期未能兑现，但国内消费总体韧性较强，整体预计铜价将进入偏弱震荡区间。

预计 11 月份铜价将弱势震荡运行，沪铜主要波动区间在 71500-76000 元/吨之间，伦铜的主要波动区间在 8900-9450 美元/吨之间。

风险点：美联储降息重新提速，海外矿端干扰频发

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。