

## 有色组

电话：0571-85167251

邮编：310003

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

网址：<http://www.zjncf.com.cn>

## 有色金属分析思路方法

有色金属分析体系以宏观面+产业面为主导，宏观判断方向，产业决定趋势。本篇报告重在分析影响长期铜铝价格波动的核心矛盾点，以及重要边际变量。

## 核心观点：

**铜：持续消化政策利好，铜价向上拓展空间，仍需等待经济数据企稳回升**

国内经济复苏进程曲折，需求较弱。鉴于地方政府债务压力将制约政策发力空间，后期政策利好预期偏向于提振消费举措，而非基建投资。目前市场处于政策向好预期与宏观偏弱现实的来回摇摆状态，短期政策预期驱动占优。政策利好驱动国内经济数据或边际企稳。海外方面，美国经济处于“浅衰退+政策逐步转向”状态，市场对政策紧缩的反应较为充分后，将对浅衰退进行反应。美联储政策路径将沿着紧缩退坡（2022 年 12 月）—加息停止（2023 年三季度）—降息预期升温（2024 年二季度）的方向演绎，美元指数或逐渐走弱托底铜价，但海外高利率环境持久性，以及外部环境不确定性形成宏观上的压制。

10 月影响铜价的宏观变量：中国经济复苏进程曲折（利空）；国内宏观政策发力，提振市场信心，经济数据或边际企稳（利多）；欧美经济浅衰退，通胀回落，放慢加息步伐（利多）；欧美经济浅衰退导致中国外需出口下降（利空）；地缘政局军事博弈影响风险偏好（利空）。

10 月影响铜价的中观变量：铜矿产量增速放缓（利多）；金九银十季节性旺季下需求回暖（利多）；终端需求电力电网投资增速平稳（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产表现好坏参半（利空）。

交易面：铜价在宏观与产业的多空交织下，在 65000-70000 元/吨宽幅区间震荡，关注箱底 65000 元/吨支撑，箱顶 70000 元/吨附近压力。

## 风险提示：

经济衰退超出预期，地缘政局波动加大

## 铜：持续消化政策利好，铜价向上拓展空间，仍需等待经济数据企稳回升

### 一、行情回顾

9月，政策驱动国内经济数据边际企稳迹象有所显现，有色金属整体表现偏强，呈现出上有顶，下有底的区间运行态势。

图1 沪铜主力合约走势



资料来源：东方财富

图2 沪铝主力合约走势



资料来源：东方财富

图3 沪锌主力合约走势



资料来源：东方财富

图4 沪镍主力合约走势



资料来源：东方财富

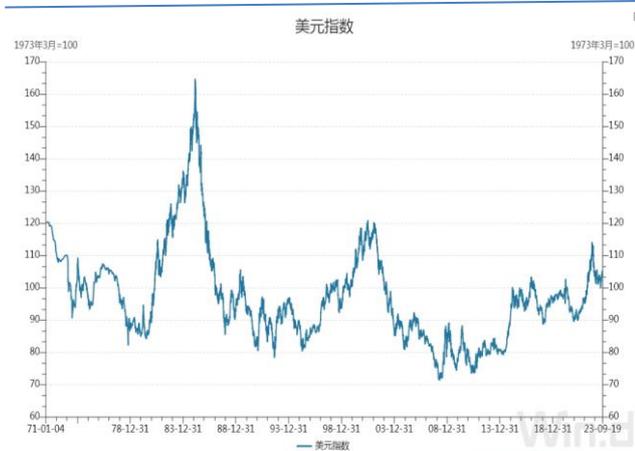
## 二、美国加息接近尾声，中国经济数据边际企稳

### (一)、美国消费数据回落，高利率环境仍将持续

美国经济处于“浅衰退+政策逐步转向”状态，市场对政策紧缩的反应较为充分，对浅衰退反应正在进行。美国通胀数据走低，高利率环境还将持续，美国10年期-2年期国债收益率依旧倒挂。8月美国失业率3.8%，较7月回升0.3个百分点，失业率整体变化波动不大，就业方面具有一定韧性。8月美国CPI3.7%，较7月回升0.5个百分点。核心CPI同比4.3%，较7月回落0.4个百分点。美国通胀数据有一定韧性，或于近期油价上涨有关。9月密歇根大学消费者信心指数67.7，较8月回落1.8个百分点，显示出消费需求有所走弱。后期关注美联储货币政策加息步伐对市场情绪影响，以及欧美经济衰退程度深浅。

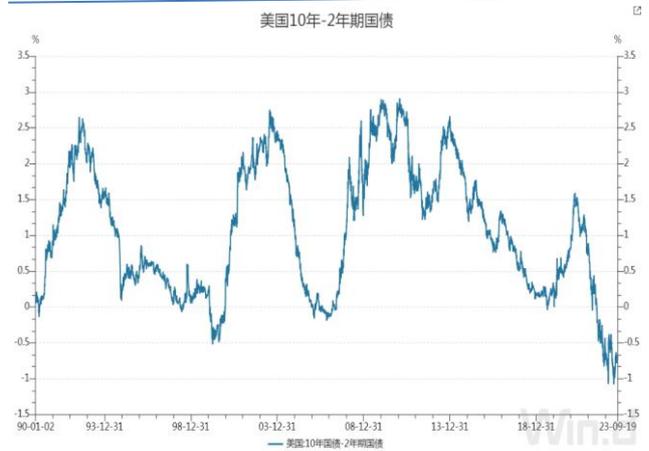
2023年，根据美国通胀回落和就业数据变化，美联储货币政策或将沿着紧缩退坡（一季度）——停止加息（2023年三季度）——降息预期升温（2024年二季度）的路径演绎，对有色金属板块影响先抑后扬。

图5 美元指数



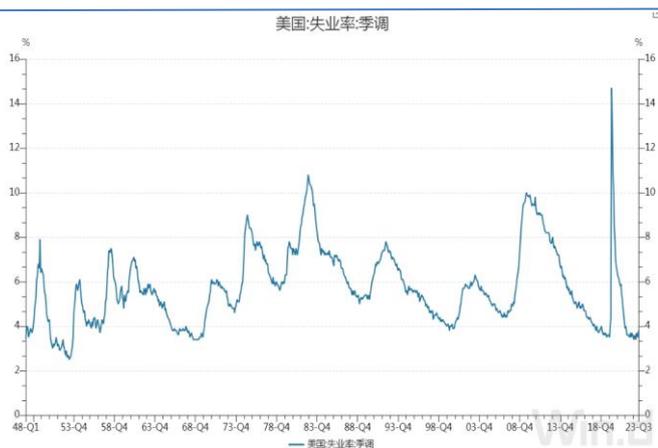
数据来源: wind

图6 美国10年期-2年期国债收益率



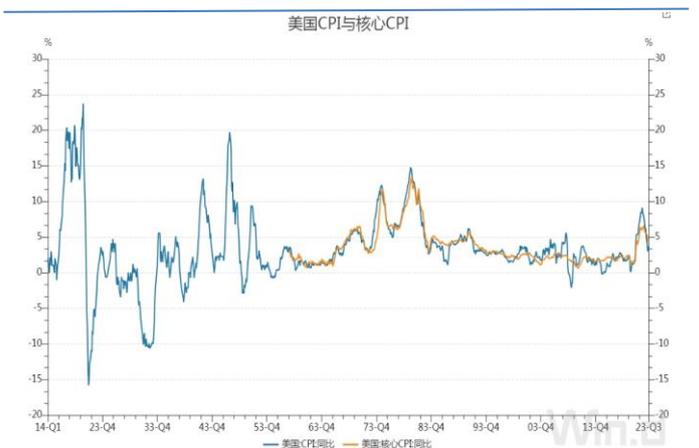
数据来源: wind

图7 美国失业率



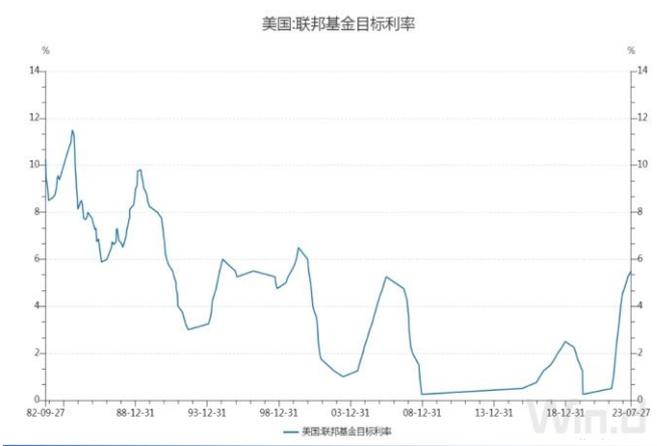
数据来源: wind

图8 美国CPI与核心CPI



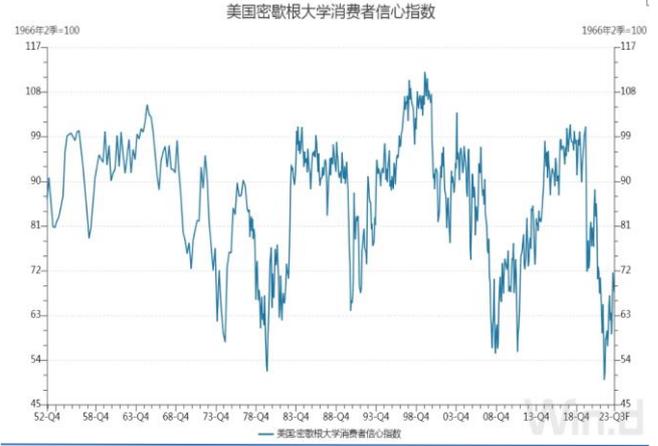
数据来源: wind

图 9 美国联邦基金目标利率



数据来源: wind

图 10 美国密歇根大学消费者信心指数



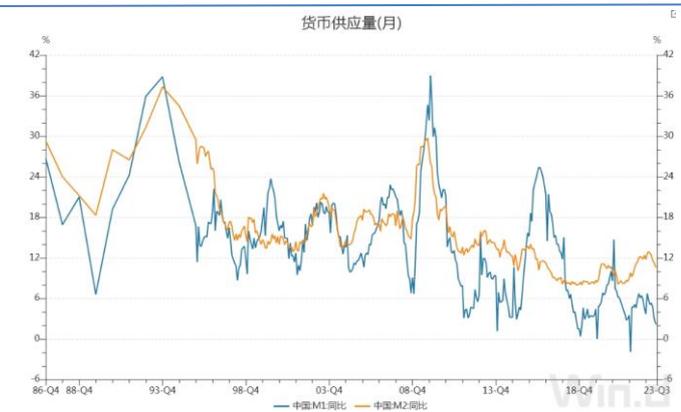
数据来源: wind

(二)、中国经济数据边际企稳

2023 年一季度国内经济逐步改善修复，但二季度经济数据不如预期，三季度经济数据探底后或边际企稳，反映出中国经济复苏进程较为曲折，政策刺激呵护力度很强。整体上货币政策偏宽松，积极财政政策取向不变。2023 年 8 月 M2 同比增速 10.6%，较 7 月回落 0.1 个百分点；M1 同比增速 2.2%，较 7 月回落 0.1 个百分点。2023 年 8 月社融存量同比增速 9%，较 7 月回升 0.1 个百分点，反映出企业居民信贷需求偏弱。2023 年，外部环境压力有一定干扰，国内宏观政策以“宽财政+稳货币+宽信用”组合为主。鉴于地方政府债务约束宏观政策发力空间，政策重心在于提振需求，而非刺激基建投资端。中长期稳定有色金属需求的基本盘在新能源领域需求稳步增长。

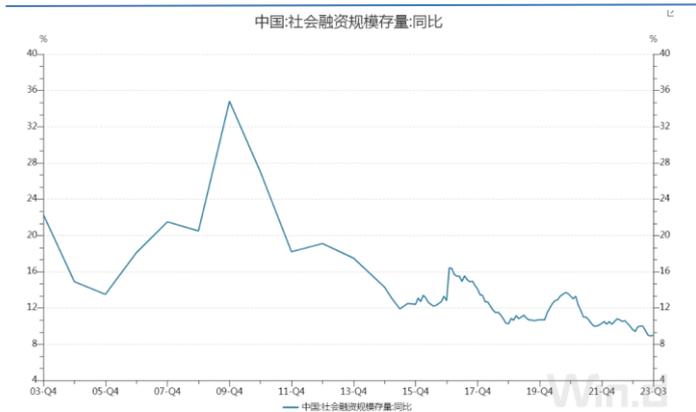
宏观层面，在一季度中国经济逐步改善后需求端又显疲态，8 月国内经济数据探底后有边际企稳迹象，后期继续关注国内政策举措对提振市场信心的效果。四季度海外市场需要注意欧美经济浅衰退对需求产生的负面影响，外需萎缩对有色金属影响偏空。2023 年下半年，美联储加息步伐放缓转向停止加息的过程，美元逐渐走弱对有色金属价格或有偏正面影响。

图 11 M1 与 M2



数据来源: wind

图 12 社会融资规模存量增速



数据来源: wind

### 三、铜矿供应增速跌幅收窄，进口铜矿加工费回升

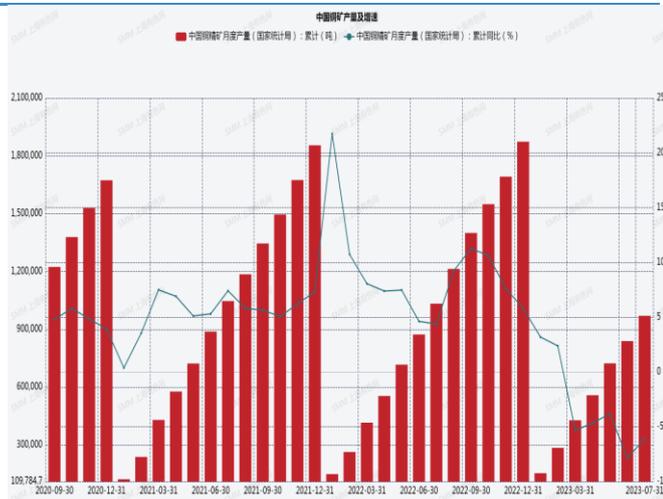
#### (一)、全球铜矿供应继续增长，但增速放缓

2023年1-7月，中国铜矿产量97万吨，累计同比增长-6.1%，国内铜矿产量增速跌幅小幅收窄。市场预期2023年较2022年增加6万吨左右，达到200万吨左右。2023年1-7月，中国进口铜矿1541.5万吨，累计同比增长7.12%。国内进口铜矿数量处于上升状态，进口增速平稳。

2023年二季度全球十五家矿企铜矿产量297.1万金属吨，环比增加16.1万金属吨。9月下旬，全球主要港口铜矿出港量回落，国内主要港口铜矿入港量回升，或与海外铜矿运输压力缓解，货运到港量增加有关。9月国内主要港口铜矿库存回升，与下游需求偏弱，原料采购减少有关，预计10月港口铜矿库存水平仍受国内下游采购需求影响。

2023年9月下旬，进口铜矿加工费指数93.82美元/吨，较8月回升近1美元/吨，与海外铜矿运输迟滞的缓解有关，显示海外铜矿供应恢复增加。从较长周期看，2023年全球铜矿供应还是会较为充裕，加工费也随着铜矿供应增长而上升。据SMM报道，中国冶炼厂与Freeport敲定2023年铜矿长单加工费基准价为88美元/吨，较2022年增加23美元/吨，创2017年以来新高，显示出未来一年铜矿供应充裕，冶炼端产量将跟随矿产端产能增加。

图 13 中国铜矿产量及增速



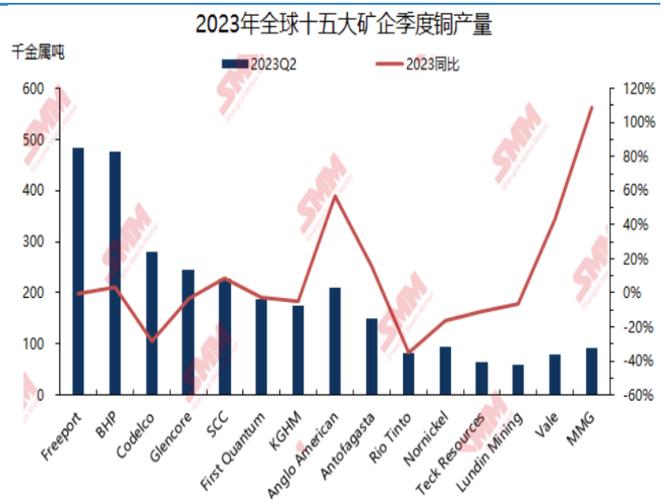
数据来源：SMM

图 15 铜矿长单 TC



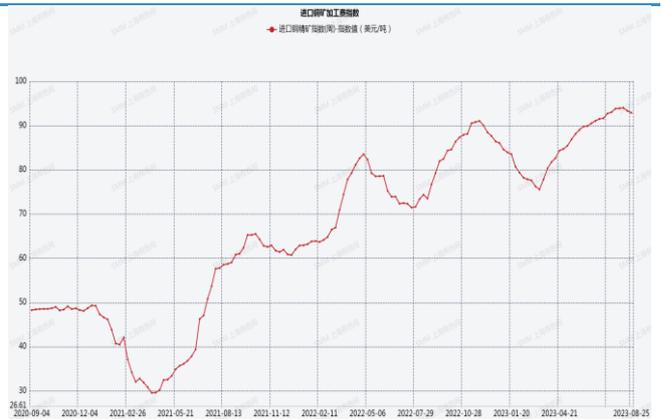
数据来源：SMM

图 14 2023 年全球十五大矿企季度铜矿产量



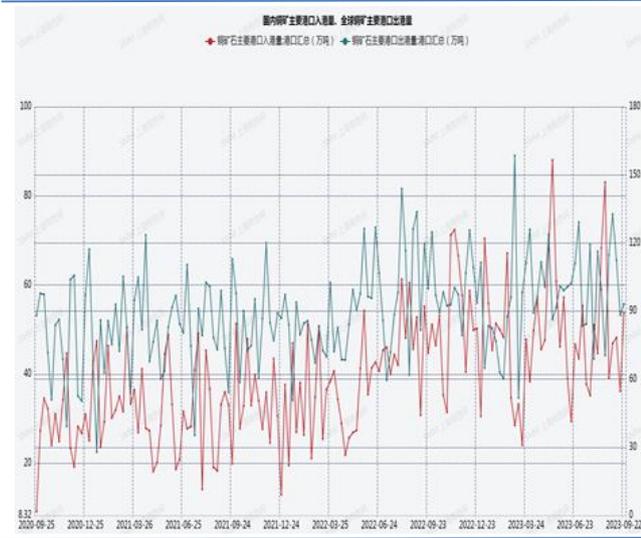
数据来源：SMM

图 16 进口铜矿指数



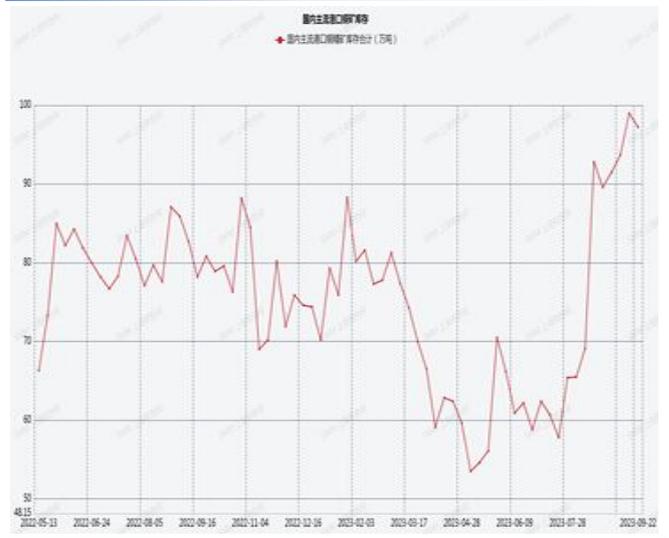
数据来源：SMM

图 17 全球主要港口铜矿出销量、国内主要铜矿港口入销量



数据来源：SMM

图 18 国内主要港口铜矿库存



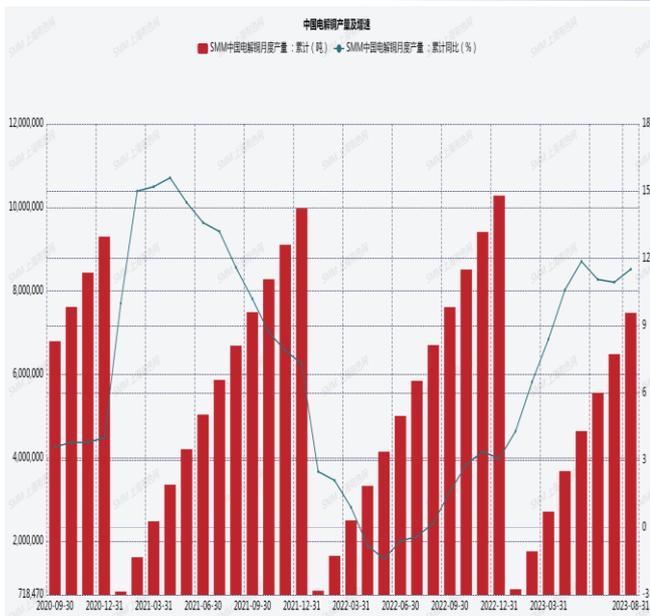
数据来源：SMM

(二)、国内电解铜供应继续增长，铜冶炼开工率保持偏高位水平

据 SMM 统计，2023 年 1-8 月中国电解铜产量 747.4 万吨，累计同比增长 11.52%，增速较 2022 年同期加快，显示出国内电解铜供应持续增长。1-8 月电解铜进口量 215.8 万吨，累计同比增长-8.77%，增速较 2022 年同期回落，或许与前期进口铜现货亏损状态有关。据 SMM 预测，2023 年中国精铜产量 1110 万吨，累计同比增长 2.8%。2023 年，中国净进口精铜 317 万吨，累计同比增长 10.94%，整体电解铜供应大概 1427 万吨，实际需求量 1412 万吨，供应剩余 15 万吨。2023 年，在矿产端增长带动下电解铜产量有明显增长。

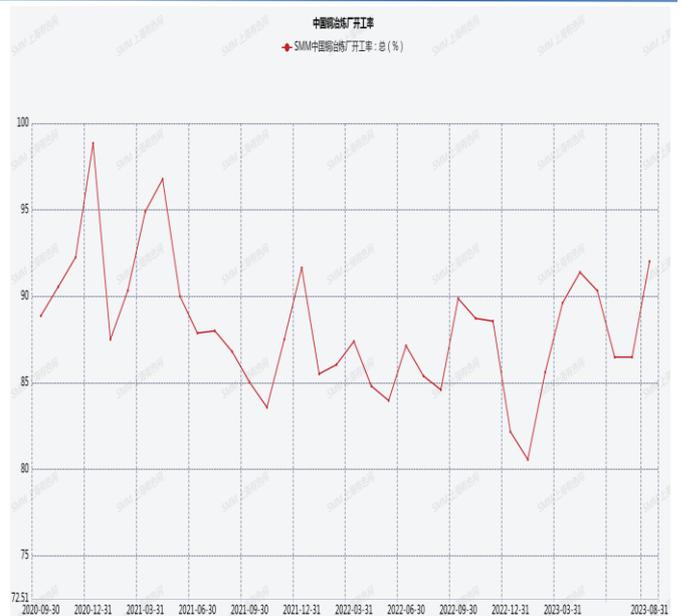
SMM 预计，2023 年 8 月铜冶炼厂整体开工率 92%，较 7 月回升 5.6 个百分点。2023 年 8 月，国内铜矿现货冶炼盈亏平衡和国内铜矿长单冶炼盈亏平衡点分别为 1806 元/吨、1354 元/吨，铜矿现货冶炼盈亏平衡点较 7 月回升 355 元/吨，国内铜矿长单冶炼盈亏平衡点较 7 月回升 122 元/吨。随着夏季高温结束，电力供应偏紧压力缓解，9-10 月铜冶炼开工率或继续回升。

图 19 中国电解铜月度产量



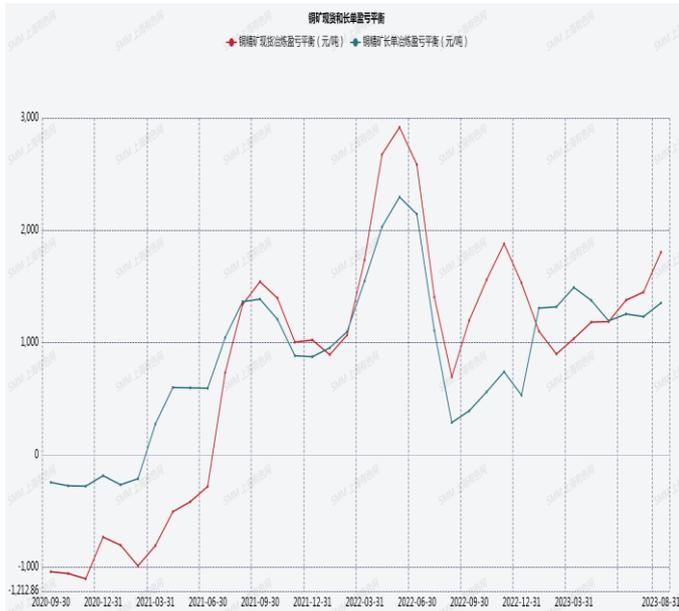
数据来源：SMM

图 20 中国电解铜冶炼企业开工率



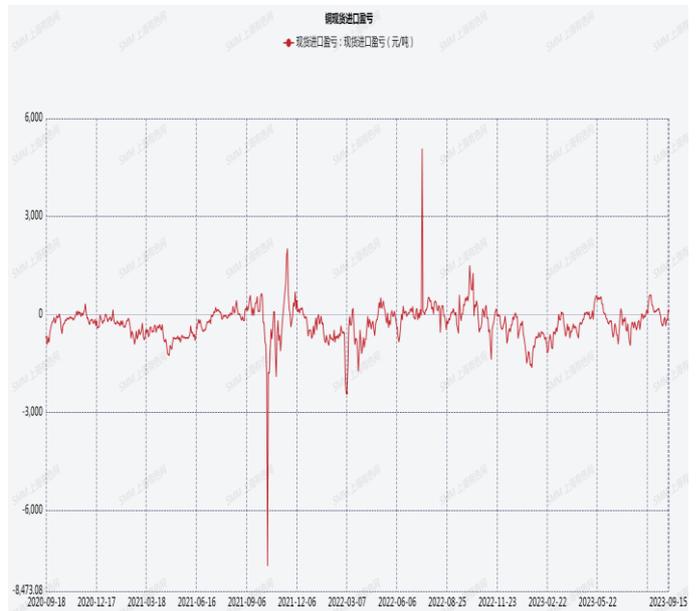
数据来源：SMM

图 21 铜矿现货和长单盈亏平衡



数据来源：SMM

图 22 铜现货进口盈亏



数据来源：SMM

(三)、海外需求偏弱，境外铜库存累库，境内库存仍在去库

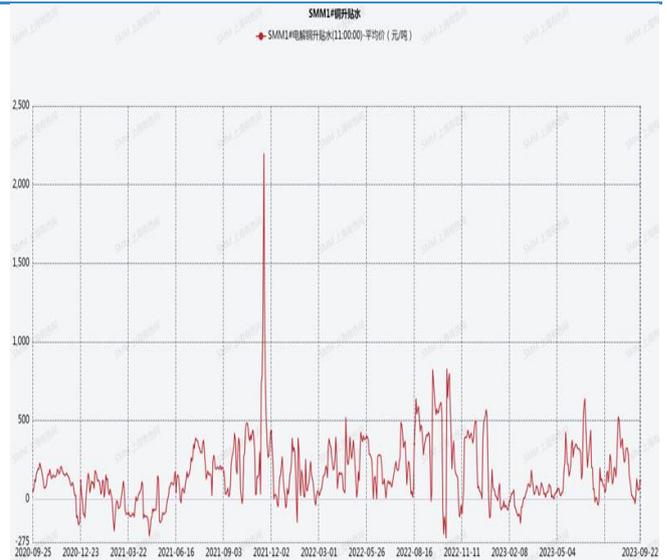
9月下旬，LME 铜库存 16.29 万吨，较 8 月下旬回升 6 万吨。上期所铜库存 5.41 万吨，较 8 月下旬回升 1.36 万吨。中国电解铜社会库存 8.48 万吨，较 8 月下旬回升 0.74 万吨。据 SMM 资讯，9 月铜价偏高位运行，抑制下游买兴，SMM1# 电解铜升水回落，节前下游逢低备货积极性较高。现货商坚持逢低买跌，不买涨的经营策略。境内铜库存处于去库状态。

图 23 境内外铜库存



数据来源：SMM

图 24 SMM1#电解铜升贴水均价

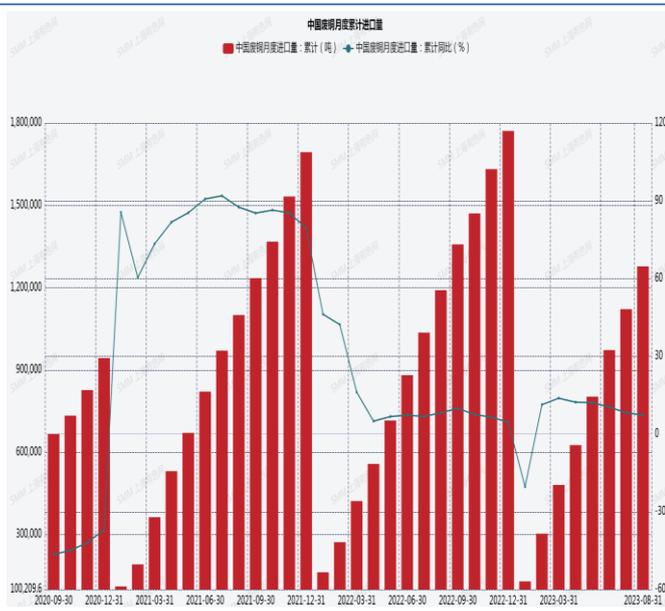


数据来源：SMM

(四)、9月精废铜价差回落，精铜价格上方有压力

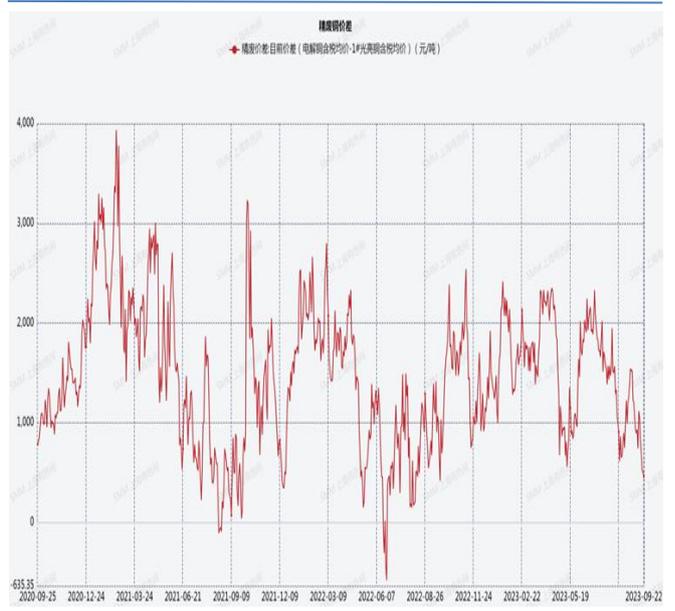
据 SMM 显示，2023 年 1-8 月，中国进口废铜 127.8 万吨，同比增长 7.3%，增速放缓回落。现货市场方面，9 月下旬精废价差 462.66 元/吨，精废价差回落，较 8 月回落 1081.7 元/吨。9 月精铜价格高位回落，部分再生铜杆厂复产，再生铜采购有所增加。10 月若精铜价格冲高回落，精废价差或再度下降，下游逢低采购精铜意愿或加强。

图 25 中国废铜月度累计进口量



数据来源：SMM

图 26 精废铜价差



数据来源：SMM

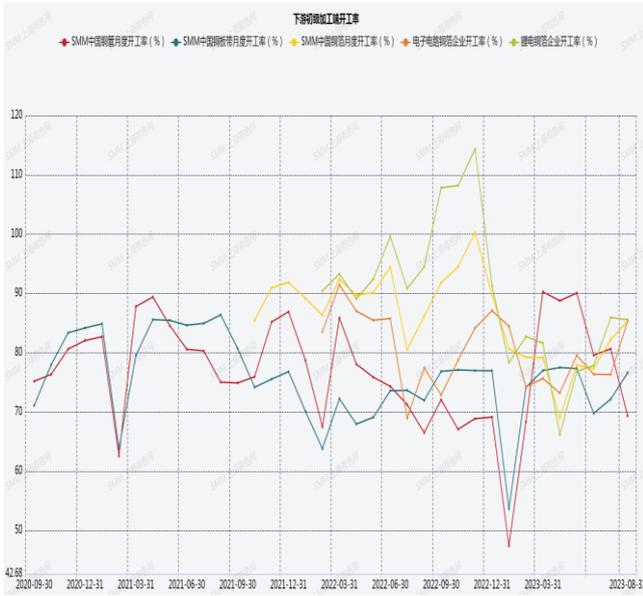
四、需求复苏曲折坎坷，终端需求亮点仍在电力电网基建与新能源

铜下游需求端主要集中在地产基建、汽车、电力等领域，鉴于目前国内宽松政策加码托底经济，市场对地产基建存在复苏预期，但期望值并不会太高，毕竟中国的工业化和城镇化进程已趋于饱和，经济结构转型背后也是传统领域需求萎缩和新兴领域需求扩张的切换过程。需求端会更加关注新能源产业链对铜金属边际增量需求拉动。

(一)、需求偏弱，8 月下游初级加工端开工率分化

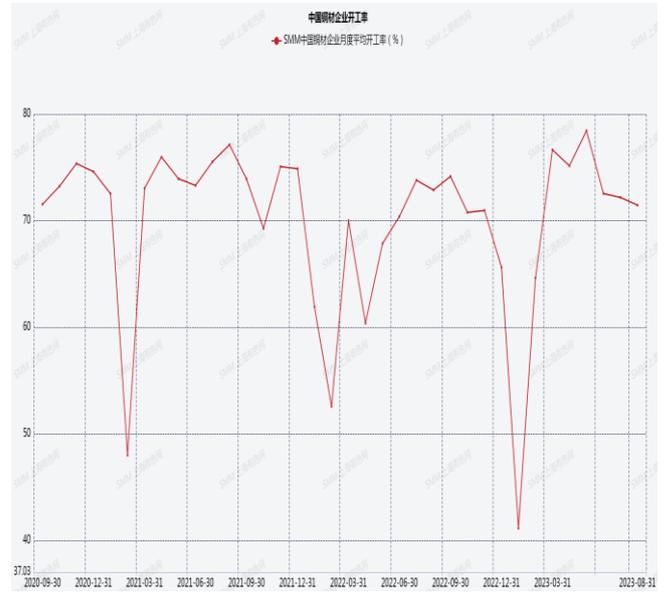
由于需求偏弱，8 月下游铜材加工企业开工率回落。2023 年 8 月，铜材企业月度开工率 71.46%，较 7 月回落 0.73 个百分点。细分需求领域鉴于各子行业景气度不同，表现有所分化。8 月电线电缆企业月度开工率 86.1%，较 7 月回升 1.27 个百分点。漆包线企业月度开工率 67.94%，较 7 月回落 0.14 个百分点。铜管企业月度开工率 69.35%，较 7 月回落 11.31 个百分点。铜板带企业月度开工率 76.63%，较 7 月回升 4.46 个百分点。铜箔企业月度开工率 85.33%，较 7 月回升 4.91 个百分点。电子电路铜箔企业月度开工率 85.35%，较 7 月回升 9.02 个百分点。锂电铜箔企业开工率 85.57%，较 7 月回落 0.36 个百分点。2023 年 8 月，电解铜制杆企业开工率 70.46%，较 7 月小幅回落 0.01 个百分点。再生铜制杆企业开工率 47.56%，较 7 月回升 4.54 个百分点。后期关注政策发力刺激效果，预计铜材初级加工端领域开工率或维持偏高位水平。

图 27 下游初级加工端开工率



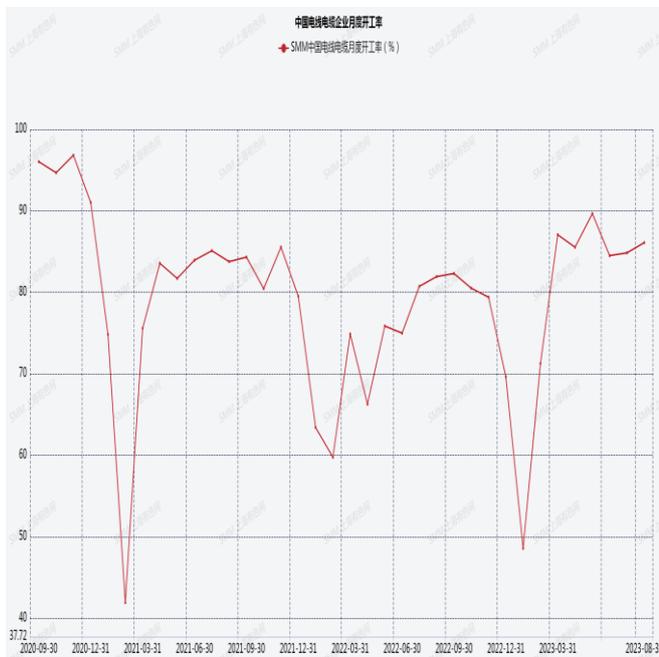
数据来源: SMM

图 28 中国铜材企业开工率



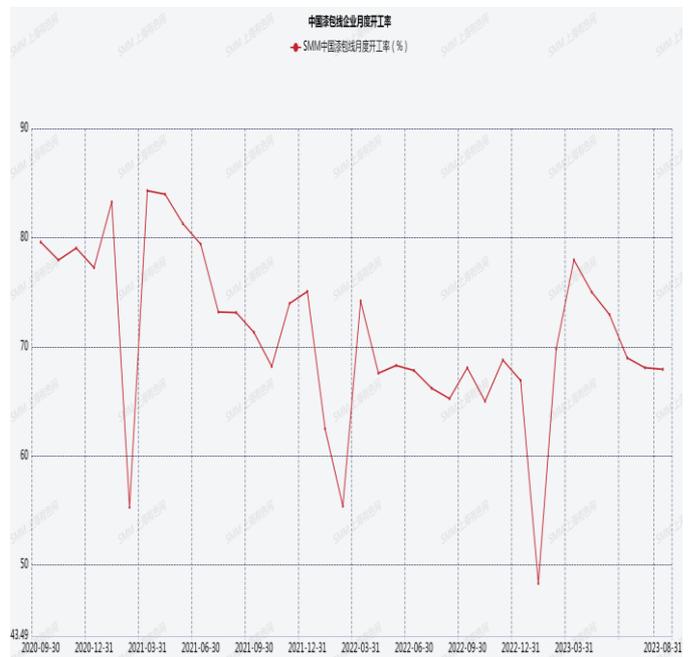
数据来源: SMM

图 29 中国电线电缆企业月度开工率



数据来源: SMM

图 30 中国漆包线企业月度开工率



数据来源: SMM

(二)、房地产好坏参半，终端需求亮点还看新能源增量

在碳达峰、碳中和背景下，传统火力发电企业正逐渐向新能源发电运营商转型，预计到 2030 年，新能源发电量占比达 42%，2060 年新能源发电量占比达 80%。在发电结构转型过程中，电源侧、电网侧投资增速将会平稳增长。2023 年 1-7 月，电网投资完成额 2473 亿元，累计同比增速 10.4%。2023 年 1-7 月，电源投资完成额 4013 亿元，累计同比增速 54.4%。新能源汽车方面，中国新能源汽车产销量保持稳定增长。2023 年 1-8 月，中国新能源汽车产量 543.4 万辆，累计同比增速 37%。中国新能源汽车销量 537.4 万辆，累计同比增速 39%。目前新能源汽车渗透率 30%，未来渗透率还有提升空间。汽车电动化和智能化对锂、钴、镍、铜、铝等有色金属增量需求拉动值得重点关注。不仅在新能源汽车领域，在光伏、风电领域对铜增量需求拉动也较为明显。

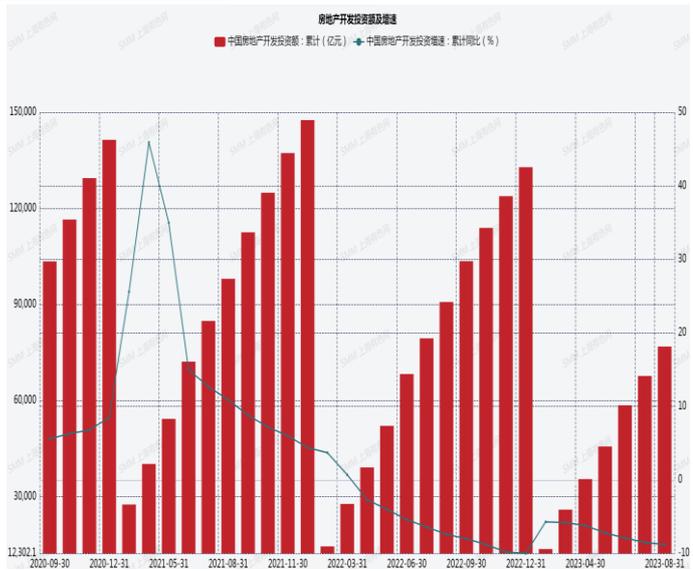
图表 31 铜在新能源领域需求情况

新能源应用领域	2021 年	2025 年	新能源不同领域中铜需求复合增速
光伏领域中的连接器、电缆、逆变器。光伏领域单位耗铜量每兆瓦 4 吨。	全球光伏新增装机量 170GW，耗铜量 69 万吨	全球光伏新增装机量 286GW，耗铜量 114.4 万吨	10.64%
风电领域中的电缆、发电机、变压器。风电领域单位耗铜量每兆瓦 6 吨。	全球风电新增装机量 40GW，耗铜量 24 万吨	全球风电新增装机量 112GW，耗铜量 67.2 万吨	22.87%
新能源汽车中的电池、电机、充电桩。新能源汽车单位耗铜量每辆 83 千克。	全球新能源汽车销量 625 万辆，耗铜量 51.88 万吨	全球新能源汽车销量 1800 万辆，耗铜量 149.4 万吨	23.56%
合计耗铜量	144.88 万吨	331 万吨	17.97%

资料来源：中国光伏行业协会、国际铜业协会、全球风能理事会、EVTank、证券市场红周刊

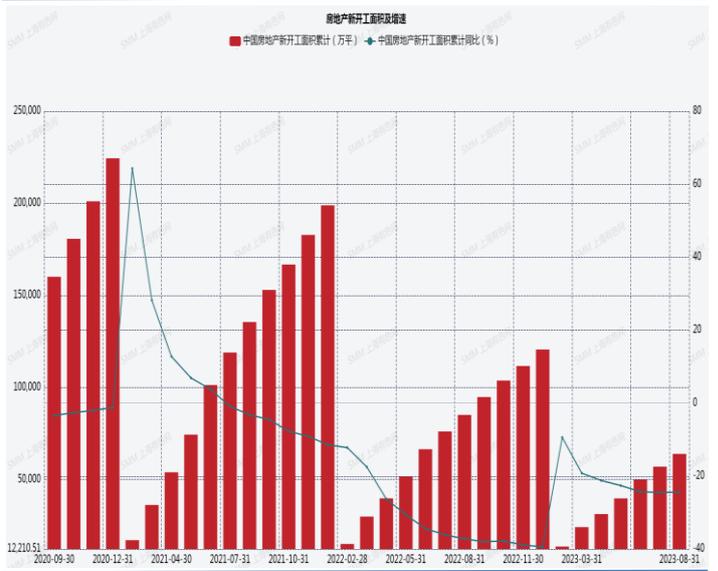
据 SMM 预测数据显示，2023 年，中国电力端耗铜量 686 万吨，家电耗铜量 203 万吨，交通运输耗铜量 193 万吨，建筑耗铜量 116 万吨，机械电子耗铜量 132 万吨，其他行业耗铜量 163 万吨，合计耗铜量 1493 万吨，较 2022 年增长 10.7%。在终端耗铜领域，主要关注新能源发电和新能源汽车产业链对铜需求边际增量拉动。对于房地产领域，需要以经济转型思维看待长周期里总量萎缩，中短周期里房地产受政策调控影响大，地产政策放松对房地产投资、开工、销售影响仅是预期上的边际改善，总量上的拉动空间有限。2023 年 1-8 月，房地产开发投资额 7.69 万亿元，累计同比增速 -8.8%，较 1-7 月跌幅小幅扩大。2023 年 1-8 月，房地产新开工面积 6.38 万平方米，累计同比增速 -24.4%，较 1-7 月跌幅小幅收窄。2023 年 1-8 月，房地产竣工面积 4.37 万平方米，累计同比增速 19.2%，较 1-7 月增速回落 1.3 个百分点，竣工面积处于改善状态中。2023 年 1-8 月，商品房销售面积 7.39 万平方米，累计同比增速 -7.1%，1-7 月跌幅扩大 0.6 个百分点。目前，政策刺激地产竣工销售边际改善效果逐渐显现，增速跌幅趋于收窄，但新开工面积增速依旧下滑，目前房地产表现好坏参半。房地产开工指标持续走弱，一方面反映出房地产企业正处于供给出清，重塑市场竞争格局的过程中；另一方面，显示出房地产企业拿地投资谨慎，长期地产发展趋势已趋于下行。后期继续关注地产竣工销售改善的持续度。

图 32 房地产开发投资额及增速



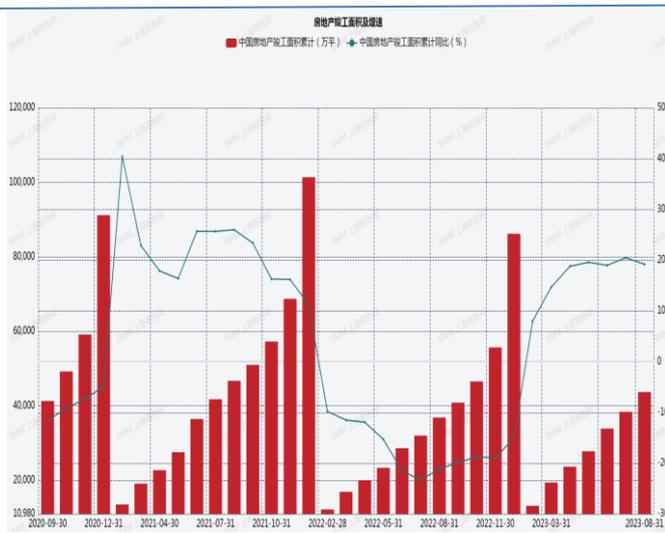
数据来源：SMM

图 33 房地产新开工面积增速



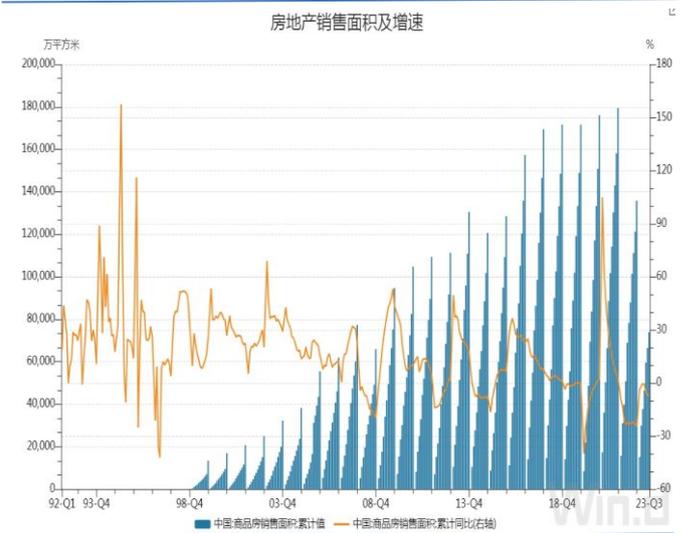
数据来源：SMM

图 34 房地产竣工面积及增速



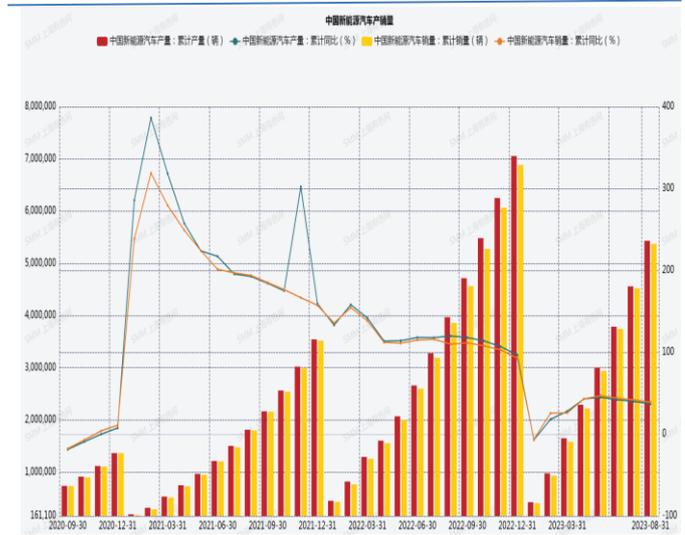
数据来源：SMM

图 35 商品房销售面积及增速



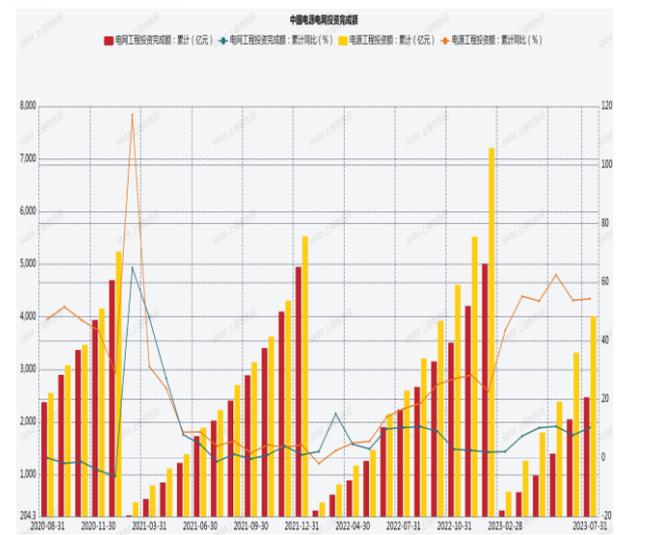
数据来源：wind

图 36 中国新能源汽车产销量



数据来源：SMM

图 37 中国电源电网投资完成额



数据来源：wind

### 五、展望—持续消化政策利好，铜价向上拓展空间，仍需等待经济数据企稳回升

国内经济复苏进程曲折，需求较弱。鉴于地方政府债务压力将制约政策发力空间，后期政策利好预期偏向于提振消费举措，而非基建投资。目前市场处于政策向好预期与宏观偏弱现实的来回摇摆状态，短期政策预期驱动占优。政策利好驱动国内经济数据或边际企稳。海外方面，美国经济处于“浅衰退+政策逐步转向”状态，市场对政策紧缩的反应较为充分后，将对浅衰退进行反应。美联储政策路径将沿着紧缩退坡（2022 年 12 月）—加息停止（2023 年三季度）—降息预期升温（2024 年二季度）的方向演绎，美元指数或逐渐走弱托底铜价，但海外高利率环境持久性，以及外部环境不确定性形成宏观上的压制。

10 月影响铜价的宏观变量：中国经济复苏进程曲折（利空）；国内宏观政策发力，提振市场信心，经济数据或边际企稳（利多）；欧美经济浅衰退，通胀回落，放慢加息步伐（利多）；欧美经济浅衰退导致中国外需出口下降（利空）；地缘政局军事博弈影响风险偏好（利空）。

10 月影响铜价的中观变量：铜矿产量增速放缓（利多）；金九银十季节性旺季下需求回暖（利多）；终端需求电力电网投资增速平稳（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产表现好坏参半（利空）。

交易面：铜价在宏观与产业的多空交织下，在 65000-70000 元/吨宽幅区间震荡，关注箱底 65000 元/吨支撑，箱顶 70000 元/吨附近压力。

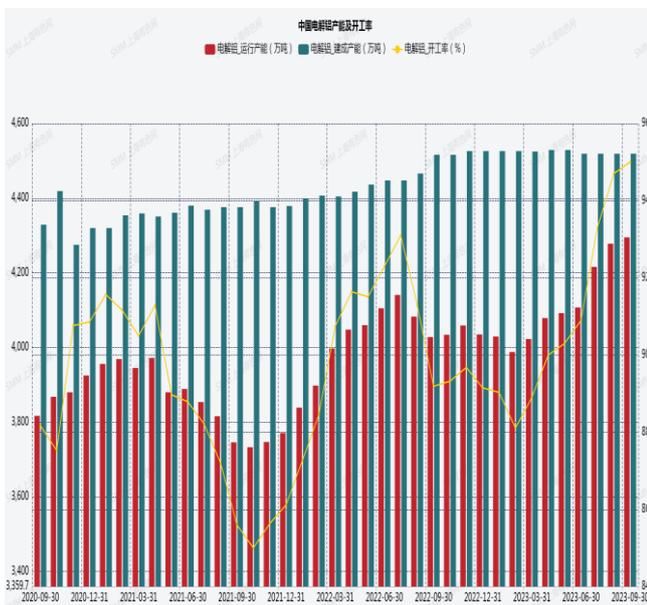
## 铝：低库存支撑，铝价表现偏强

据 SMM 显示，目前国内电解铝供应增速放缓，海外进口窗口打开，市场海外铝锭补充增加，但国内下游消费韧性较好，低库存持续，市场交易逻辑暂未出现较大转变，短期低库存及仓单量较低对铝价仍有支撑。目前不同规模产能的电解铝厂对应成本区间在 16000-18000 元/吨，电解铝厂多数处于盈利状态。长期能源转型与碳中和背景下，铝价底部区间稳步抬升。整体来看，目前基本上铝供需矛盾不突出，铝价维持区间运行格局。

10 月影响铝价的中观变量：氧化铝供应增加，电解铝产量回升（利空）；下游初级加工端开工率受政策刺激终端需求影响回升（利多）；铝锭小幅去库（利多）；终端需求新能源电力电网投资增速保持平稳，新能源车产销平稳（利多）；房地产表现好坏参半（利空）。

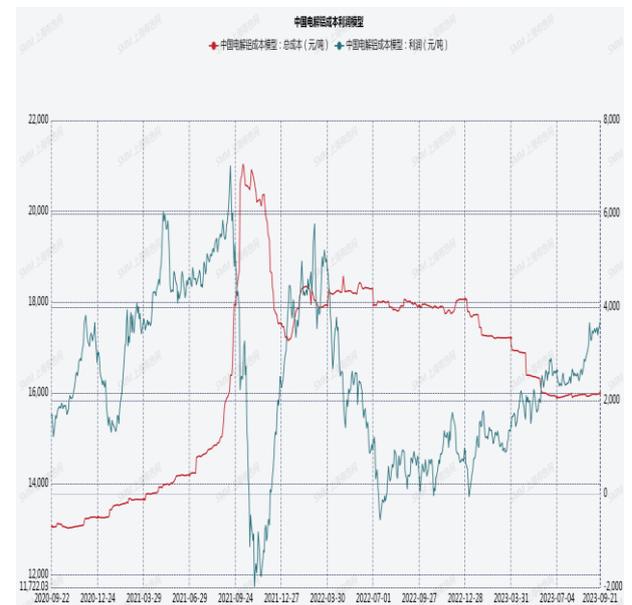
交易面：铝价在 16000-19000 元/吨箱体运行，关注箱底 16000 元/吨成本端支撑，箱顶 19000 元/吨附近压力。

图 1 中国电解铝产能及开工率



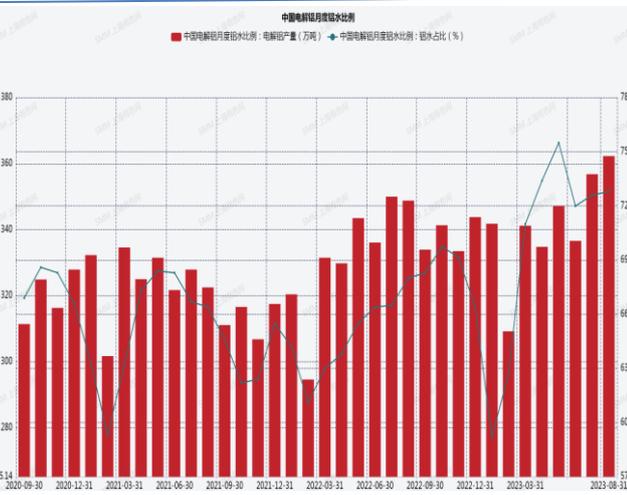
数据来源：SMM

图 2 中国电解铝成本利润模型



数据来源：SMM

图 3 中国电解铝月度铝水比例



数据来源：SMM

图 4 境内外铝库存



数据来源：SMM

## 免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价，交易者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，请交易者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证，不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。
2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。
3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。
4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

### 浙江新世纪期货有限公司

地址： 杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编： 310003

电话： 400-700-2828

网址： <http://www.zjncf.com.cn>