

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：降息预期兑现，内外政策利好共振，铜价震荡反弹

9月美联储如期降息，美国经济软着陆概率偏大。国内宏观政策利好再度释放，降准降息，存量房贷利率下调等增量政策呼之欲出，在一定程度上将修复国内经济预期，中期对有色金属或产生筑底反弹影响。

10月影响铜价的宏观变量：国内经济依旧疲软，政策刺激定向发力（利多）；美联储开启降息周期，美国经济软着陆概率增大（利多）；地缘政治局军事博弈影响风险偏好（利空）。

10月影响铜价的中观变量：全球铜矿端产量增速放缓传导至冶炼端部分减产，国内政策严控冶炼铜新增产能扩张，有利于冶炼端过剩产能消化（利多）；需求旺季，下游采购积极性回升（利多）；终端需求电力电网投资增速平稳（利多）；AI算力需求爆发也拉动了电力系统耗铜量，铜也被市场赋予新质生产力概念，受到主力资金青睐（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产表现继续疲软（利空）。

交易面：降息交易预期兑现后，有色金属价格或将对美国经济软着陆，以及国内经济预期修复展开定价交易。技术层面，涨多了就是最大利空，跌多了就是最大利好。中期铜价或继续在70000-90000元/吨宽幅区间震荡。

风险提示：

经济衰退超出预期，地缘政局波动加大，矿产冶炼减产计划不及预期。

铜：降息预期兑现，内外政策利好共振，铜价震荡反弹

一、行情回顾

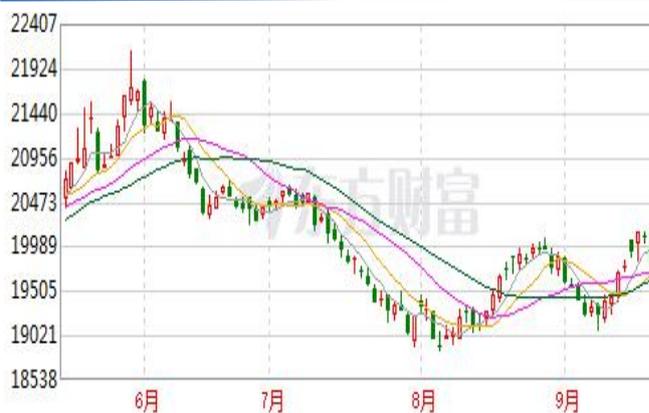
9月，降息预期兑现，叠加美国经济偏强运行，有色金属寻找箱体底部支撑后，筑底反弹。

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



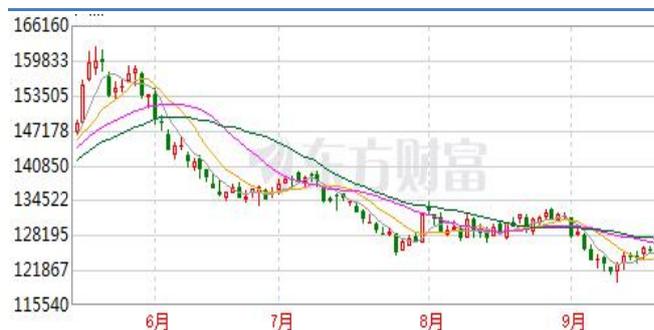
资料来源：东方财富

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

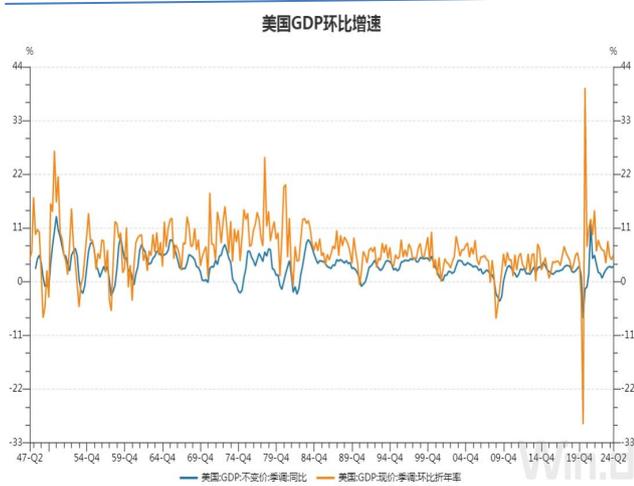
二、降息周期开启，美国经济软着陆，国内经济基本面有待修复

(一)、美国通胀就业数据回落，降息概率增大

降息预期兑现，美元流动性宽松周期开启，美国经济软着陆概率增加。2024年8月美国季调失业率4.2%，较7月回落0.1个百分点，失业率小幅回升，失业率起起伏伏，反映出美国经济不是很好，但也不弱。8月美国CPI 2.5%，较7月回落0.4个百分点。核心CPI同比3.2%，较7月持平。2024年9月密歇根大学消费者信心指数69，较8月回升1.1个百分点，消费并不弱，美国经济软着陆概率较大。后期美联储会根据经济数据边际变化，选择降息节奏和幅度。当前市场已逐步兑现美联储降息预期，后期市场会更加关注经济基本面景气度变化。

长期看，欧美制造业回流将增加海外固定资产投资，进而拉动铜需求边际增量。需求侧主导铜价趋势的边际定价权一方面在海外欧美制造业回流的节奏步伐，新兴市场需求拉动；另一方面在AI革命推动下，算力需求爆发对电力系统需求大增，铜增量需求点有所体现，市场也赋予了铜AI新质生产力概念。

图5 美国GDP环比增速



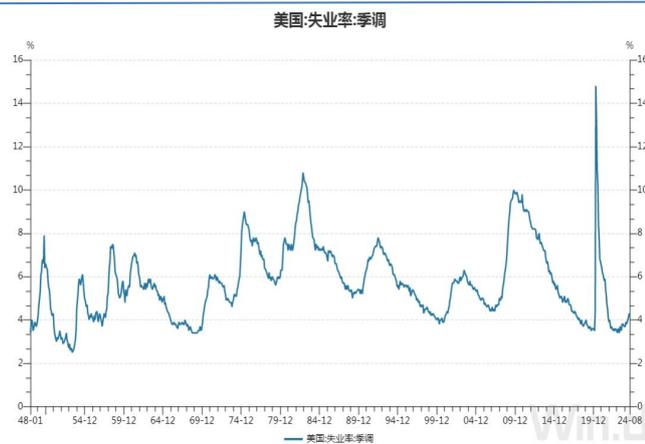
数据来源: wind

图6 美国10年期、2年期国债收益率



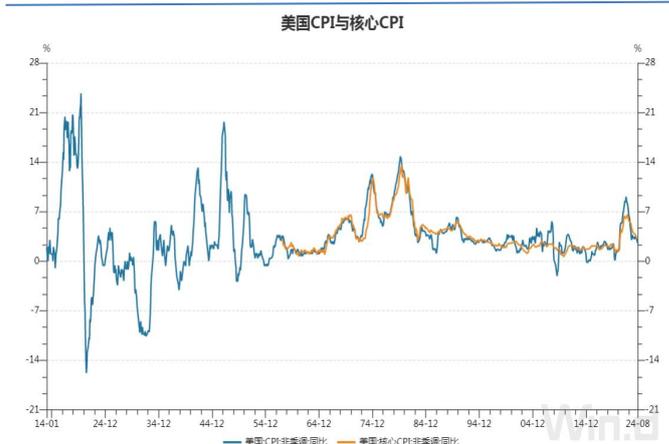
数据来源: wind

图7 美国失业率



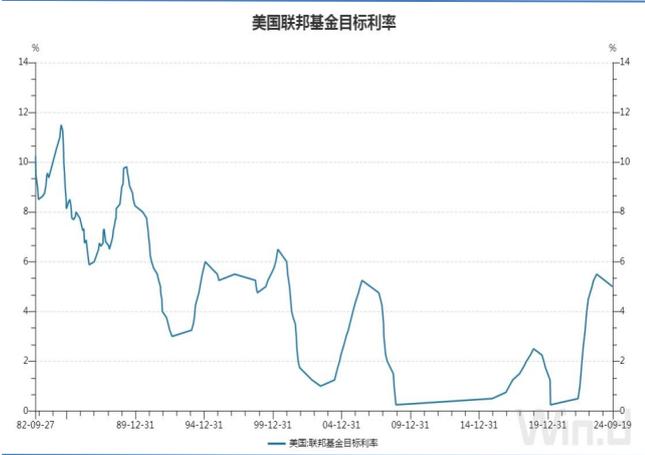
数据来源: wind

图8 美国CPI与核心CPI



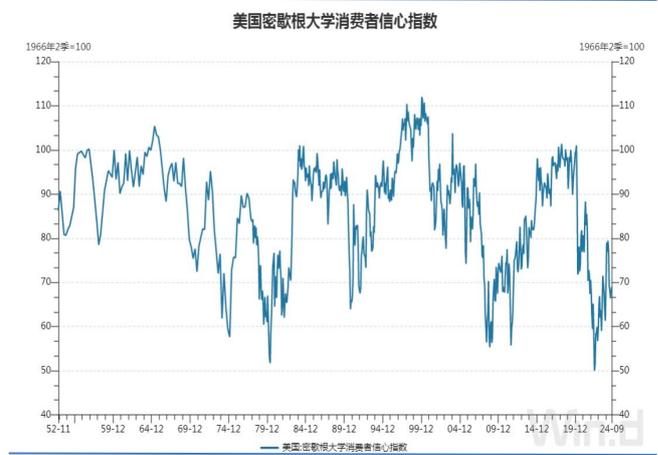
数据来源: wind

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

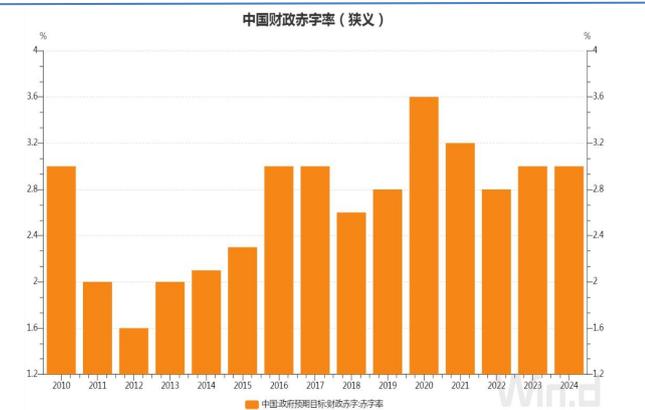


数据来源: wind

(二)、国内政策利好加码，改善经济预期

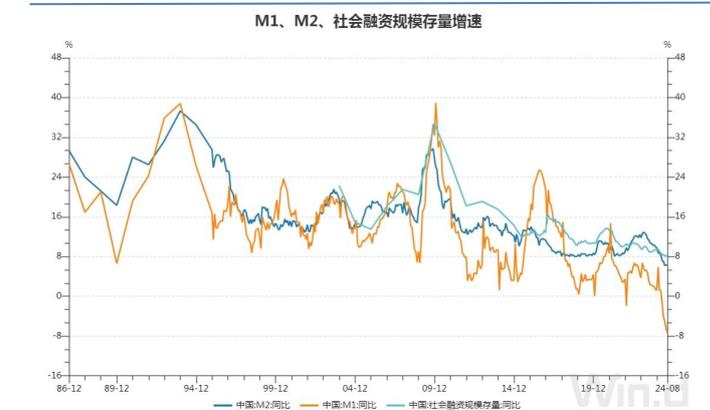
国内经济数据持续疲软,货币金融数据也出现回落。2024年8月M2同比增速6.3%,较7月持平;M1同比增速-7.3%,较7月回落0.7个百分点,M1与M2增速疲软,与中国经济增速下台阶,产业结构转型,信贷需求中枢水平下降有关,未来货币金融数据对实体经济指示意义或有弱化。2024年8月社融存量同比增速8.1%,较7月回落0.1个百分点,实体融资需求依旧偏弱,主要靠政府发债支撑。随着美联储降息,中美利差压力缓和,国内已降准降息。市场对加大国债发行规模呼声较高,并认为积极的财政政策扩张将在一定程度上对冲私人部门需求下降的影响,稳住总需求。关注政策定向刺激,对经济和市场情绪修复。此前鉴于地方政府债务约束宏观政策发力空间,特殊再融资债券发行虽然在一定程度上可以置换此前地方政府存量高利率债务,缓解债务压力,但在一边化债,一边严控新增债务的政策监管要求下,举债拉动经济增长空间已有限。唯有中央政府加杠杆扩大发债空间后,地方政府债务压力才会缓和,稳增长预期目标才能实现。目前地产企业偿债压力依然很大,地产链条复苏疲软,市场对地产负面影响反应已在钝化,有色金属价格似乎在摆脱地产链条不利约束,走出新兴行业需求爆发驱动的上行趋势。当前国内经济增长动力主要来自出口回暖和新动能拉动。从产业发展趋势层面看,中长期稳定有色金属需求的基本盘在新能源和AI科技领域。

图 11 中国财政赤字率(狭义)



数据来源: wind

图 12 M1、M2、社会融资规模存量增速



数据来源: wind

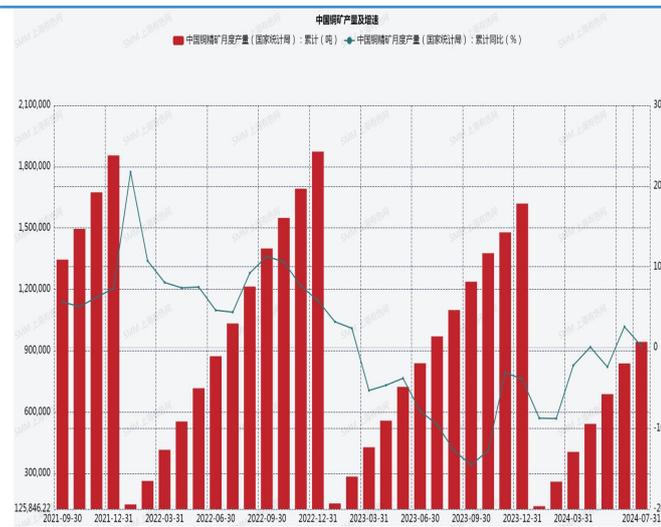
三、矿产端供应继续偏紧，冶炼端开工率回落

(一)、进口铜矿供应加工费回落，矿产端供应持续偏紧

2024年1-7月，中国铜矿产量94.32万吨，累计同比增长0.17%，国内铜矿产量低速增长。2024年1-8月，中国进口铜矿1864.87万吨，累计同比增长2.96%，国内进口铜矿增速回落。9月下旬，国内港口铜矿库存有所回升，或与到港量增加，下游备货采购节奏有关。预计10月，需求旺季，国内港口铜矿库存或有回落。

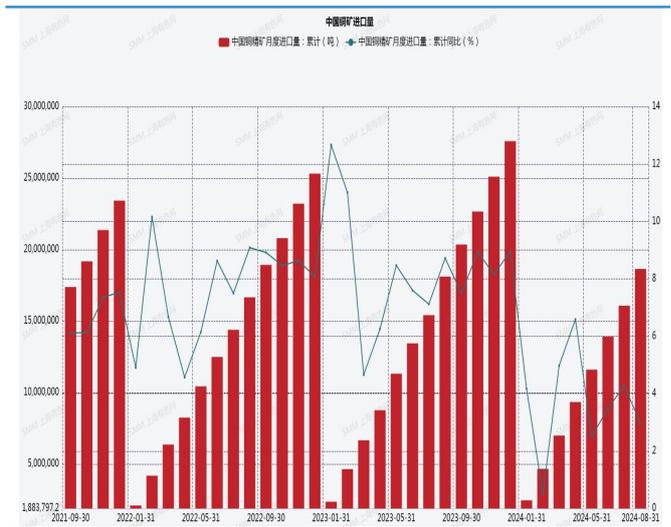
据SMM资讯，2023-2024年，海外铜矿干扰事件频发：第一量子旗下的Cobre Panama铜矿2023年11月开始停产，因涉及巴拿马政治大选，初步预计或将停产至2024年中；英美资源公布2024年产量目标，下调18-21万金属吨；厄瓜多尔局势不稳，是否会影响到铜矿有色旗下的Mirador的生产或转运仍需持续观测。2024年4月非洲主要铜矿产区赞比亚等地出现减产。2024年8月智利Escondida铜矿工人罢工，引发供应中断担忧。这些接二连三的干扰事件引发了市场对于矿端供应的担忧，使得TC连续下跌至低位。2024年9月下旬，进口铜矿加工费指数小幅回升至4.68美元/吨，较8月下月近1.1美元/吨，矿产端供应继续偏紧，处于历史低位。据机构数据，2024年铜矿长单加工费基准价为80美元/吨，较2023年下调8美元/吨，反映进口铜矿供应偏紧，矿产端供应增速放缓或部分传导至冶炼端减产预期上，低迷的加工费压缩了冶炼厂利润。2024年原料端的变动或使得今年供需平衡发生了结构性的反转，SMM预计2024年矿端将呈现紧缺的局面，而电解铜端或呈现小幅紧平衡的格局。

图 13 中国铜矿产量及增速



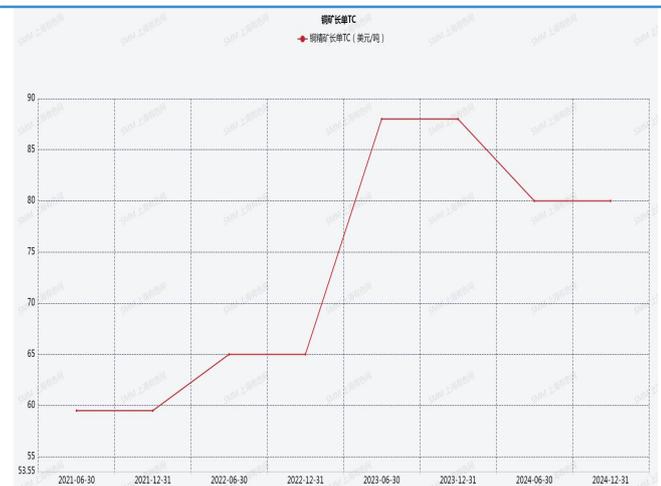
数据来源：SMM

图 14 中国铜矿进口量



数据来源：SMM

图 15 铜矿长单 TC



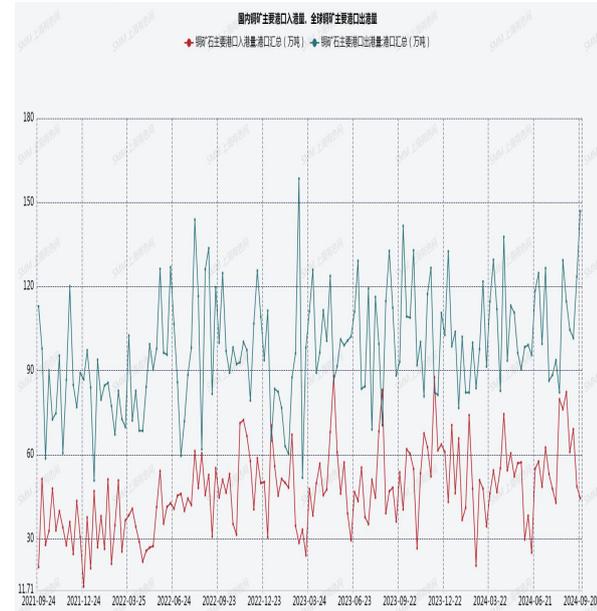
数据来源：SMM

图 16 进口铜矿加工费指数



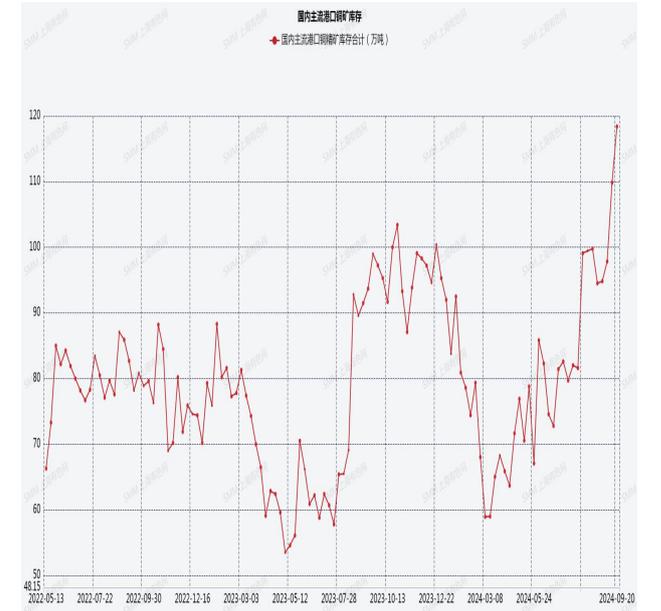
数据来源：SMM

图 17 全球主要港口铜矿出港量、国内主要铜矿港口入港量



数据来源：SMM

图 18 国内主要港口铜矿库存



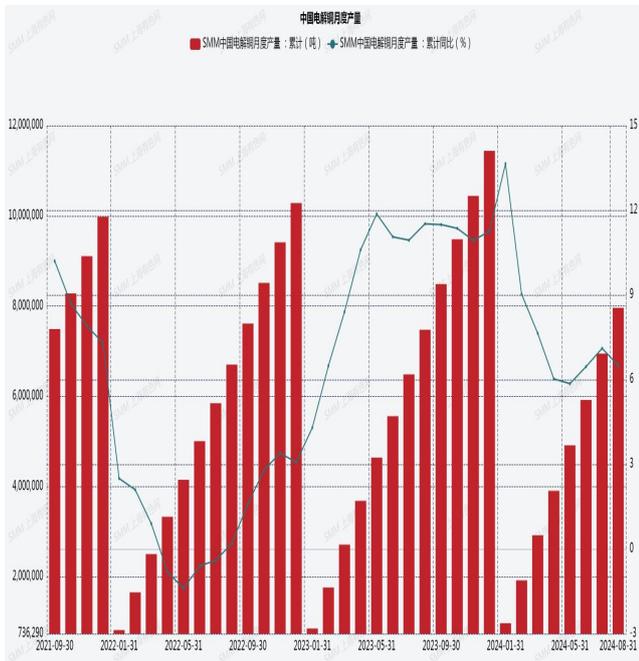
数据来源：SMM

(二)、冶炼端开工率下滑

据 SMM 统计，2024 年 1-8 月中国电解铜产量 796 万吨，累计同比增长 6.5%，电解铜供应增速小幅回落。2024 年 1-8 月中国电解铜进口量 232.66 万吨，累计同比增长 7.79%，增速放缓回落。市场此前预期 2024 年全球粗炼及精炼产能会继续扩产，但鉴于加工费持续走低，冶炼厂利润减少，市场又转为预期部分冶炼厂会减产。目前国内冶炼端产能整体上较为充裕，国内政策严控冶炼铜新增产能扩张，有利于冶炼端加快消化过剩产能。对于国内冶炼厂减产进展情况，后期仍需走一步看一步，减产计划的不确定性依旧存在。若减产计划不及预期，届时对铜价会产生承压。

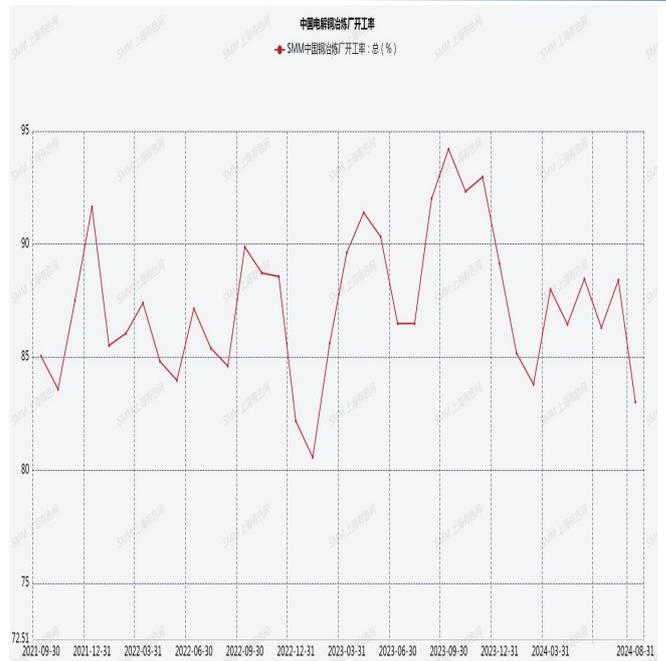
SMM 数据，2024 年 8 月铜冶炼厂整体开工率 83.02%，较 7 月回落 5.4 个百分点。2024 年 8 月，国内铜矿现货冶炼盈亏平衡和国内铜矿长单冶炼盈亏平衡点分别为 -1391 元/吨、1969 元/吨，铜矿现货冶炼盈亏平衡点较 7 月收窄 203 元/吨，国内铜矿长单冶炼盈亏平衡点较 7 月回升 156 元/吨。由于铜矿加工费处于低位，2024 年 1 月以来，国内冶炼利润处于亏损状态。10 月影响铜冶炼开工率的变量仍是部分冶炼厂检修减产执行情况，后期密切跟踪关注。但不排除铜价运行到高位区间后，或刺激部分炼厂由减产计划转为增产计划。

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 铜矿冶炼盈亏



数据来源：SMM

(三)、铜价低位启动，下游逢低采购意愿增强，境内库存回落

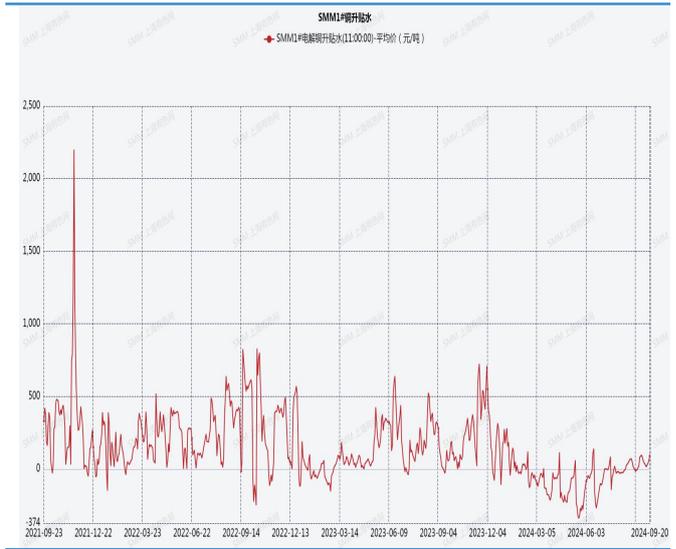
2024年9月下旬，LME铜库存30.33万吨，较8月回落1.76万吨；COMEX铜库存3.71万吨，较8月回升0.08万吨，或与海外需求阶段偏弱有关。9月境内铜库存回落，或与铜价回调至低位后，下游采购意愿略微增强有关。上期所铜库存16.4万吨，较8月回落7.7万吨。中国电解铜社会库存16.58万吨，较8月回落11.4万吨。9月铜现货以升水为主，较8月升水幅度扩大，或与部分冶炼厂检修，下游逢低采购增加有关。下游现货商坚持逢低买跌，不买涨的经营策略。10月，需要观察下游逢低采购意愿，境内铜库存去库节奏。

图 23 境内外铜库存



数据来源：SMM

图 24 SMM1#电解铜升贴水均价

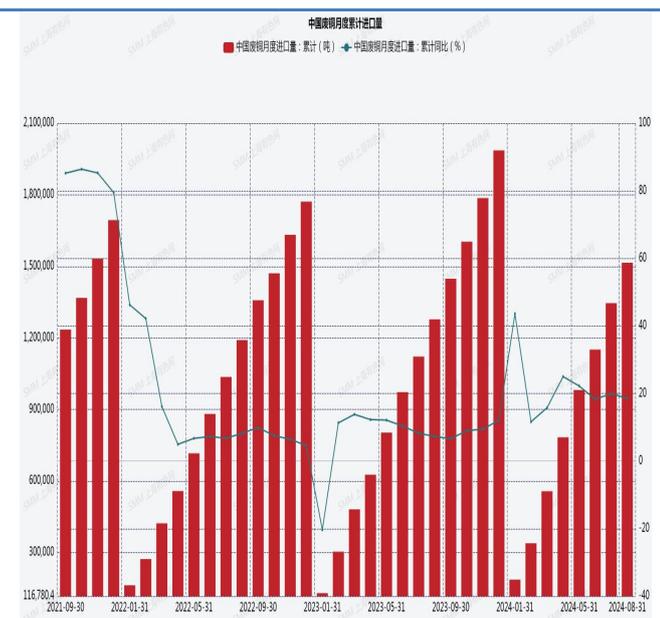


数据来源：SMM

(四)、废铜进口增速小幅回升，精废铜价差回升

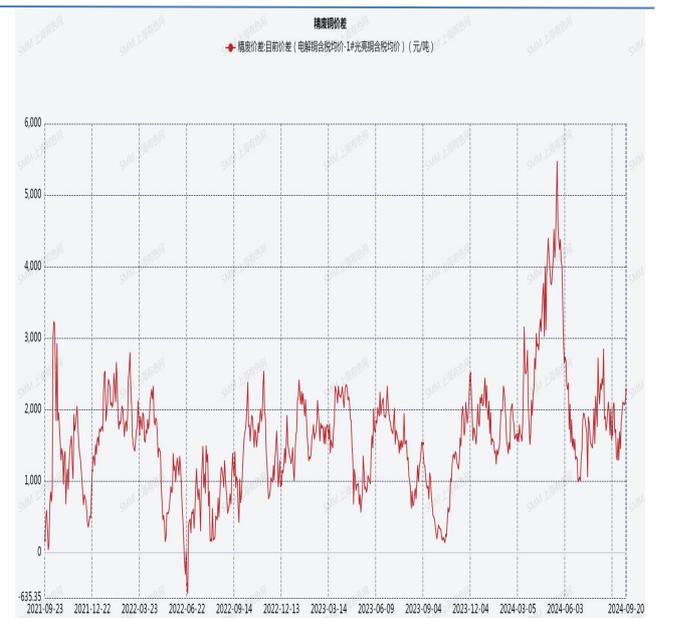
据SMM显示，2024年1-8月，中国进口废铜151.54万吨，同比增长18.58%，增速小幅放缓。现货市场方面，2024年9月下旬精废铜价差回升，与铜价触底反弹有关。10月关注下游采购精铜力度，以及环保督察对废铜加工端影响。

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、出口和新动能增长对冲地产需求疲弱，需求新增长点的新能源和 AI

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，市场对地产链条存在改善预期，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。中期增发国债托底地产基建后，有色金属在传统领域需求或将表现平稳。长期需求端会更加关注新能源产业链和 AI 革命对铜金属边际增量需求拉动。

（一）、下游加工端开工率整体回升，部分细分子领域有分化

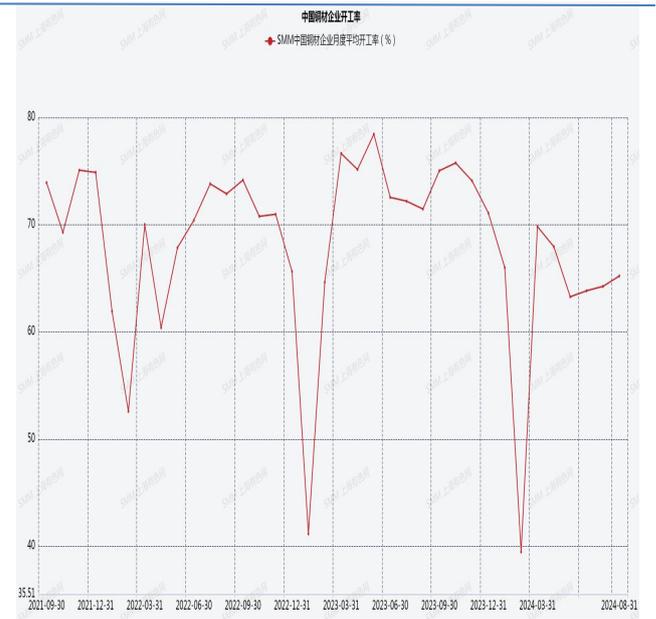
2024 年 8 月，下游铜材加工企业开工率 65.21%，较 7 月回升近 1 个百分点。细分需求领域鉴于各子行业景气度不同，表现有所分化。2024 年 8 月电线电缆企业月度开工率 76.53%，较 7 月回升 3.59 个百分点。漆包线企业月度开工率 65.42%，较 7 月回落 2.37 个百分点。铜管企业月度开工率 65.43%，较 7 月回落 7.23 个百分点。铜板带企业月度开工率 71.24%，较 7 月回升 3.46 个百分点。铜箔企业月度开工率 68.73%，较 7 月回升 2.45 个百分点。电子电路铜箔企业月度开工率 68.48%，较 7 月回落 4.54 个百分点。锂电铜箔企业开工率 68.87%，较 7 月回升 6.26 个百分点。10 月，预计下游初级加工端开工率表现或继续分化。

图 27 下游初级加工端开工率



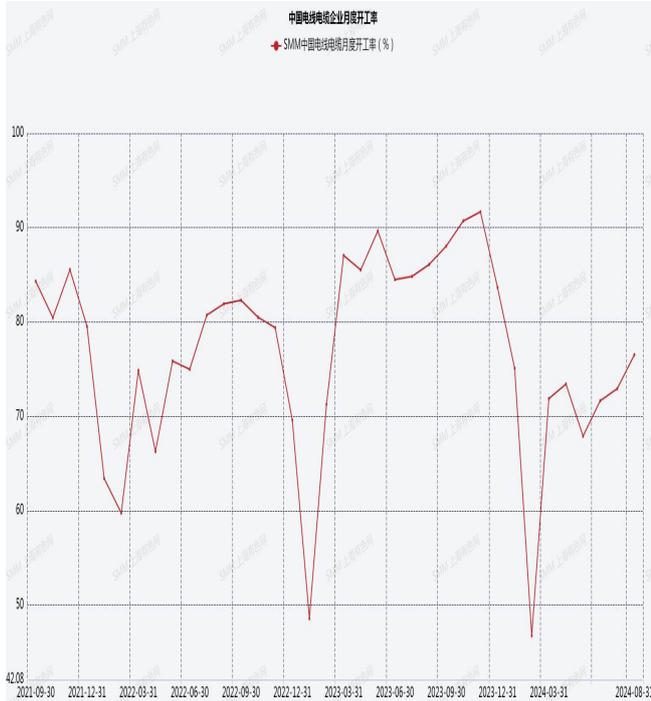
数据来源：SMM

图 28 中国铜材企业开工率



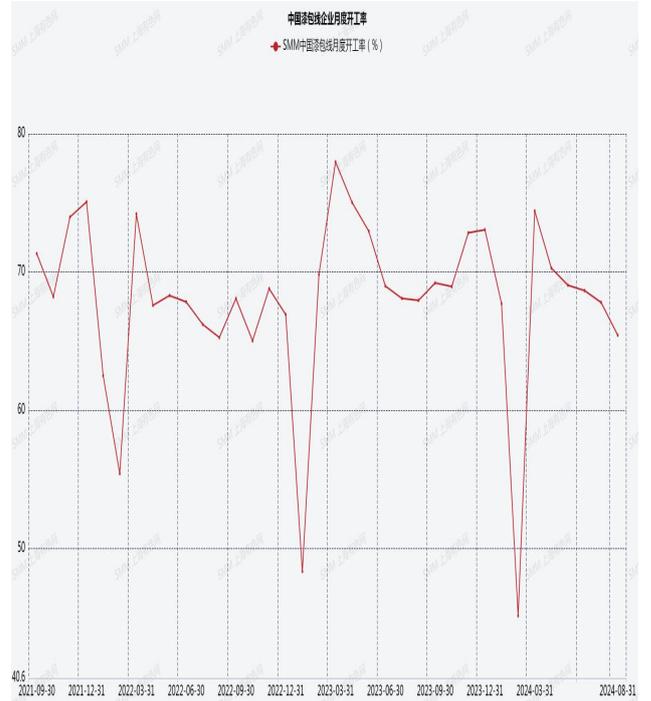
数据来源：SMM

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)、房地产束缚减弱，终端需求亮点还看新能源和 AI 算力增量

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。2024 年 1-7 月，电网投资完成额 2947 亿元，累计同比增速 19.2%。2024 年 1-7 月，电源投资完成额 4158 亿元，累计同比增速 2.6%。新能源汽车方面，中国新能源汽车产销量保持稳定增长。2024 年 1-8 月，中国新能源汽车产量 700.8 万辆，累计同比增速 29%。中国新能源汽车销量 703.7 万辆，累计同比增速 38%。目前新能源汽车渗透率 40%，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。另据机构数据显示，2023 年 AI 数据中心对铜需求为 20-50 万吨，未来 5 年的年均复合增长率或为 26%，预计 2027 年 AI 对铜的需求增长将达到 50-120 万吨，届时占全球铜总需求占比 3.3%。预计 2030 年 AI 对铜的需求可能会达到 260 万吨，届时占全球铜总需求占比 10%。AI 科技革命赋予了铜新质生产力元素，市场资金面关注度稳步提升。

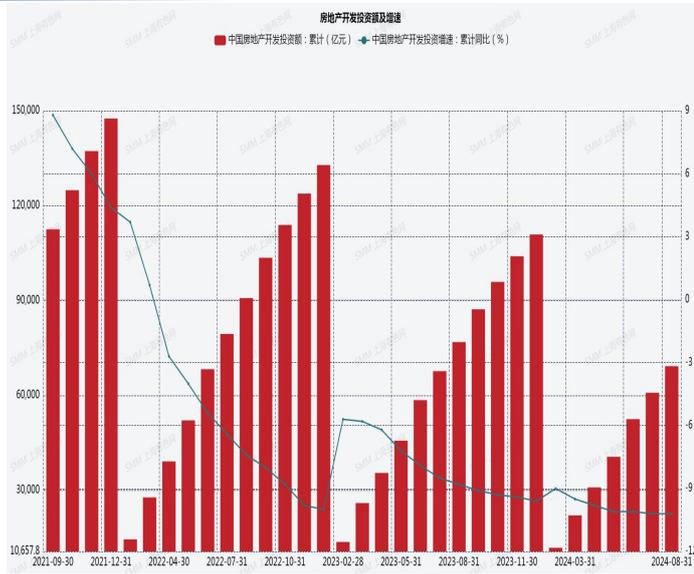
图表 31 铜在新能源领域需求情况

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

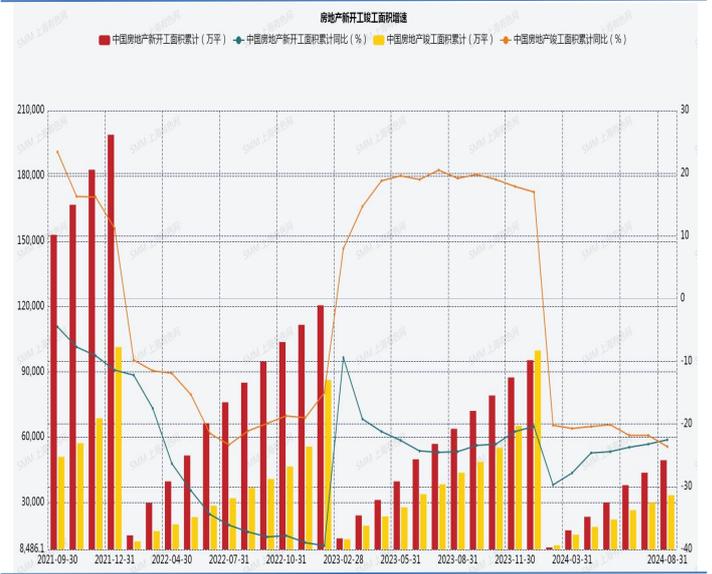
据 SMM 预测数据显示，2024 年，中国电力端耗铜量 739 万吨，家电耗铜量 206 万吨，交通运输耗铜量 208 万吨，建筑耗铜量 121 万吨，机械电子耗铜量 130 万吨，其他行业耗铜量 171 万吨，合计耗铜量 1575 万吨，较 2022 年增长 5.4%。在终端耗铜领域，主要关注新能源发电和新能源汽车产业链对铜需求边际增量拉动。AI 算力需求爆发也拉动了电力系统耗铜量，铜也被市场赋予新质生产力概念，受到主力资金青睐。对于房地产领域，需要以经济转型思维看待长周期里总量萎缩，中短周期里房地产受政策调控影响大，地产政策放松对房地产投资、开工、销售影响仅是预期上的边际改善，总量上的拉动空间有限。2024 年 1-8 月，房地产开发投资额 6.92 万亿元，累计同比增速-10.2%，较 1-7 月跌幅持平。2024 年 1-8 月，房地产新开工面积 4.94 万平方米，累计同比增速-22.5%，较 1-7 月跌幅收窄 0.7 个百分点。2024 年 1-7 月，房地产竣工面积 3.33 万平方米，累计同比增速-23.6%，较 1-7 月跌幅扩大 1.8 个百分点。2023 年竣工面积在保交楼政策助推下大幅改善后，2024 年竣工面积增速或受三年前地产周期见顶，期房销量高位回落影响而下滑。2024 年 1-8 月，商品房销售面积 6.06 万平方米，累计同比增速-18%，较 1-7 月跌幅收窄 0.6 个百分点。目前，地产开工销售情况依旧不理想，地产链条继续疲软，地产调整周期尚未结束。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情况。2024 年 1-8 月，中国基建投资增速 7.87%，较 1-7 月回落 0.27 个百分点，主要受制于地方政府债务约束。2024 年 1-8 月，中国出口累计同比增速 4.6%，延续正增长态势，后续出口回升将在一定程度上继续对冲地产需求疲软，对有色金属影响偏正面。

图 32 房地产开发投资额及增速



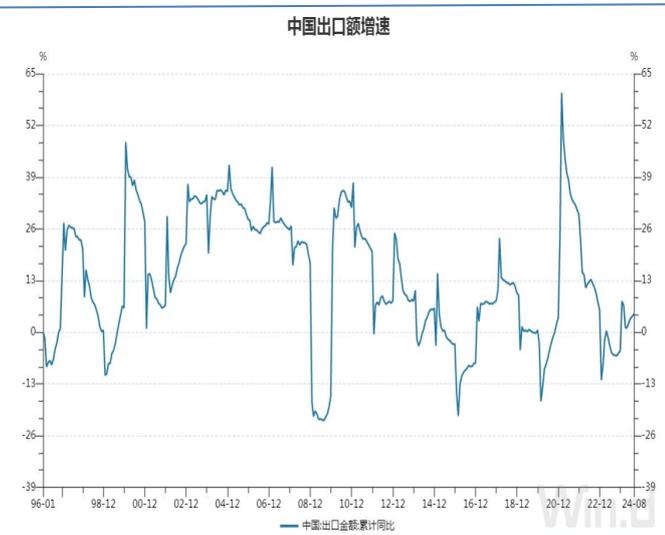
数据来源：SMM

图 33 房地产新开工竣工面积增速



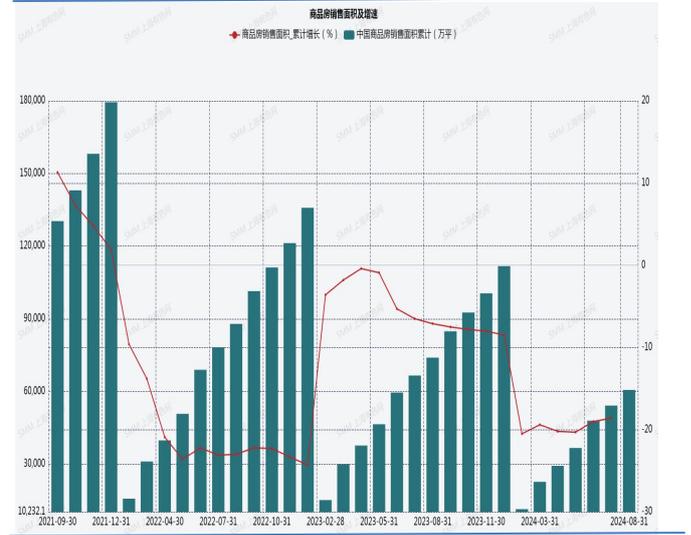
数据来源：SMM

图 34 中国出口额增速



数据来源：wind

图 35 商品房销售面积及增速



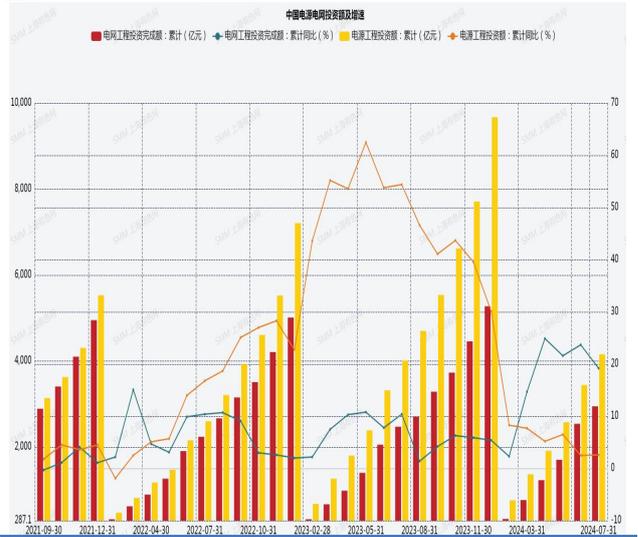
数据来源：SMM

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：SMM

五、展望—降息预期兑现，内外政策利好共振，铜价震荡反弹

9 月美联储如期降息，美国经济软着陆概率偏大。国内宏观政策利好再度释放，降准降息，存量房贷利率下调等增量政策呼之欲出，在一定程度上将修复国内经济预期，中期对有色金属或产生筑底反弹影响。

10 月影响铜价的宏观变量：国内经济依旧疲软，政策刺激定向发力（利多）；美联储开启降息周期，美国经济软着陆概率增大（利多）；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：全球铜矿端产量增速放缓传导至冶炼端部分减产，国内政策严控冶炼铜新增产能扩张，有利于冶炼端过剩产能消化（利多）；需求旺季，下游采购积极性回升（利多）；终端需求电力电网投资增速平稳（利多）；AI 算力需求爆发也拉动了电力系统耗铜量，铜也被市场赋予新质生产力概念，受到主力资金青睐（利多）；新能源车产销平稳（利多）；房地产表现继续疲软（利空）。

交易面：降息交易预期兑现后，有色金属价格或将对美国经济软着陆，以及国内经济预期修复展开定价交易。技术层面，涨多了就是最大利空，跌多了就是最大利好。中期铜价或继续在 70000-90000 元/吨宽幅区间震荡。

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>