

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: 增量政策效果显现, 仍需时间, 铜价或先抑后扬

继美联储如期降息后, 美国经济软着陆概率偏大。10 月市场对 11 月美国大选也提前进行了反应, 市场情绪有所波动。11 月国内宏观增量政策利好将再度释放, 在一定程度上将修复国内经济预期, 同时也对冲美国大选负面情绪影响。中期有色金属或筑底反弹。

11 月影响铜价的宏观变量: 国内经济依旧疲软, 增量政策刺激将继续发力(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); 美国大选结果, 或影响市场情绪波动(利空)。

11 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); 需求受限, 下游采购积极性回落(利空); 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); 政策托底房地产筑底回稳(利多)。

交易面: 继降息预期兑现后, 有色金属价格对美国经济软着陆, 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。短期关注美国大选结果对市场情绪波动影响。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：增量政策效果显现，仍需时间，铜价或先抑后扬

一、行情回顾

10月，市场对宏观增量政策推出预期较强，但经济基本面依旧偏弱，有色金属震荡整理。

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

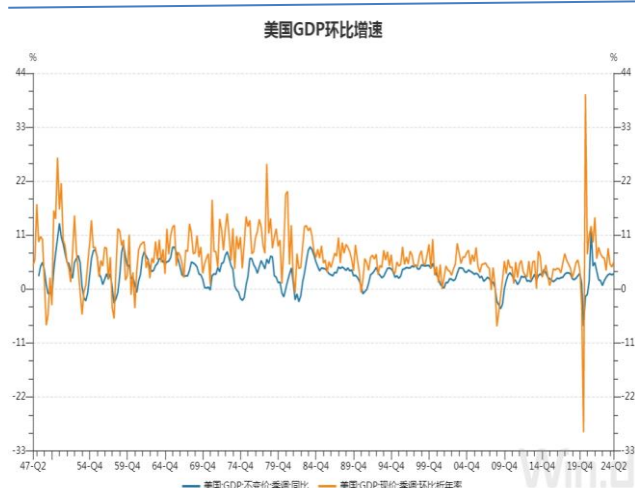
二、增量政策推出在即，国内经济基本面有待修复

（一）、关注美国大选结果对市场情绪影响

继降息预期兑现，美元流动性宽松周期开启，美国经济软着陆概率增加。2024 年 9 月美国季调失业率 4.1%，较 8 月回落 0.1 个百分点，失业率小幅回落，失业率起起伏伏，反映出美国经济不是很好，但也不弱。9 月美国 CPI 2.4%，较 8 月回落 0.2 个百分点。核心 CPI 同比 3.3%，较 8 月持平。2024 年 10 月密歇根大学消费者信心指数 70.5，较 9 月回升 0.4 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。11 月关注美国大选结果对市场情绪影响，若特朗普当选，美元或先扬后抑，有色金属或提前反应加征关税对经济增长前景负面预期，随后再反应对外加税、对内减税、宽松财政支出等政策主张对通胀预期抬升的影响。若哈里斯当选，有色金属价格波动或有所缓和。

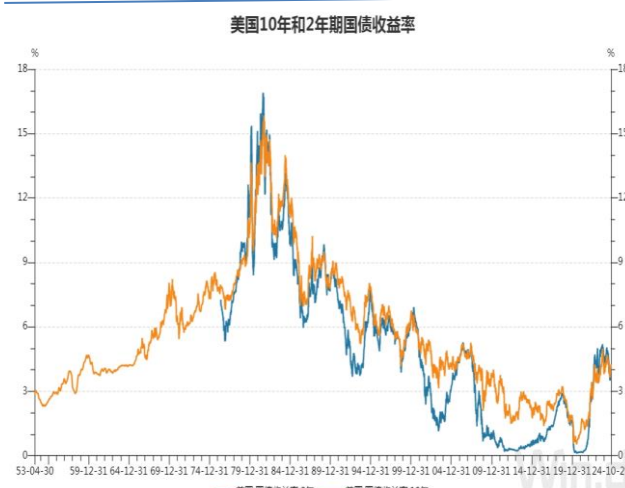
长期看，欧美制造业回流将增加海外固定资产投资，进而拉动铜需求边际增量。需求侧主导铜价趋势的边际定价权一方面在海外欧美制造业回流的节奏步伐，新兴市场需求拉动；另一方面在 AI 革命推动下，算力需求爆发对电力系统需求大增，铜增量需求点有所体现，市场也赋予了铜 AI 新质生产力概念。

图 5 美国 GDP 环比增速



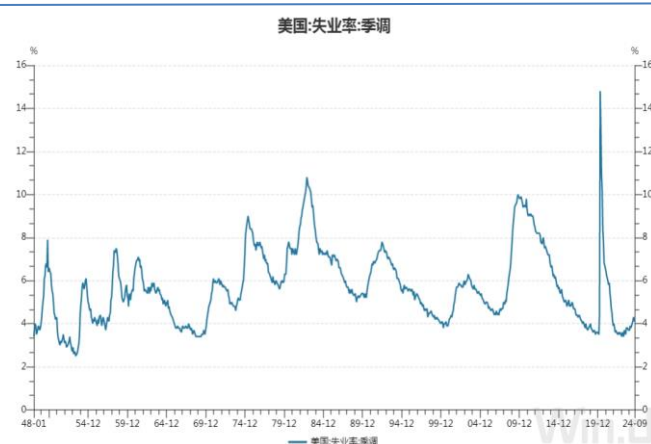
数据来源：wind

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



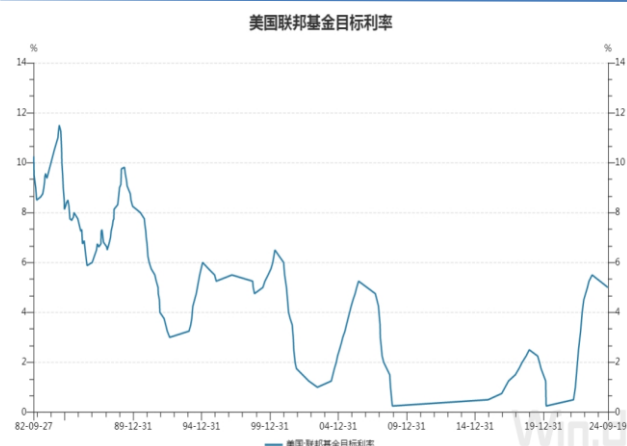
数据来源：wind

图 8 美国 CPI 与核心 CPI



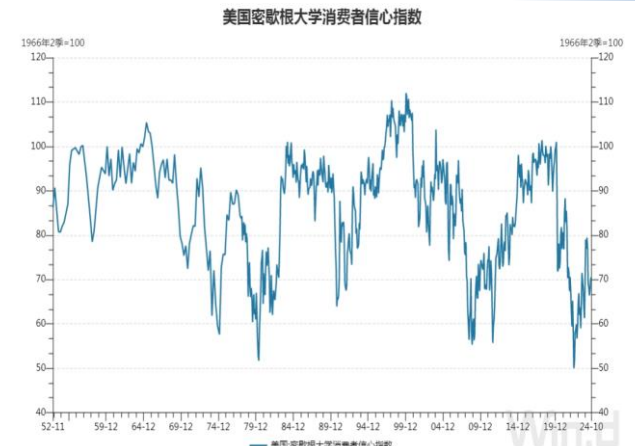
数据来源：wind

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)、国内增量政策推出,改善经济预期,缓和美国大选对市场情绪影响

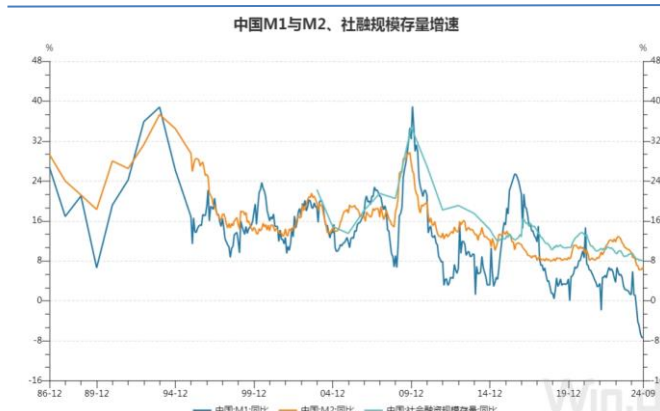
国内经济数据持续疲软,货币金融数据也出现回落。2024年9月M2同比增速6.8%,较8月回升0.5个百分点;M1同比增速-7.4%,较8月回落0.1个百分点,M1与M2增速疲软,与中国经济增速下台阶,产业结构转型,信贷需求中枢水平下降有关,未来货币金融数据对实体经济指示意义或有弱化。2024年9月社融存量同比增速8%,较8月回落0.1个百分点,实体融资需求依旧偏弱,主要靠政府发债支撑。随着美联储降息,中美利差压力缓和,国内已降准降息。11月4-11月8日,人大常委会召开在即,与美国大选结果在时间上产生共振,反映出国内增量政策会在一定程度上考虑美国大选结果对后期中国经济影响程度。11月初,是一个重要时间节点,国内将公布具体财政支出刺激力度。市场对加大国债发行规模预期较高,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。当前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。目前政策托底地产筑底回稳预期较强,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和新动能拉动,后期关注增量政策刺激,对经济和市场情绪修复。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

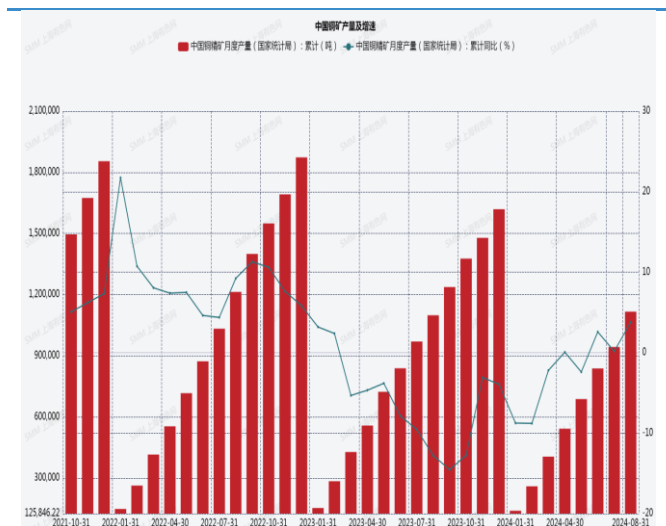
三、矿产端供应偏紧缓和，加工费回升

(一)、进口铜矿供应加工费回升，矿产端供应偏紧缓和

2024 年 1-8 月，中国铜矿产量 111.65 万吨，累计同比增长 3.77%，国内铜矿产量增速回升。2024 年 1-8 月，中国进口铜矿 2108.43 万吨，累计同比增长 3.59%，国内进口铜矿增速维持低位。10 月下旬，国内港口铜矿库存回落，或与下游备货采购节奏加快有关。在 9-10 月，需求旺季采购后，预计 11 月国内港口铜矿库存或有回升。

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，是否会影响铜陵有色旗下的 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 10 月下旬，进口铜矿加工费指数小幅回升至 10.86 美元/吨，较 9 月回升近 4.4 美元/吨，矿产端供应偏紧有所缓和，但仍处于历史低位。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



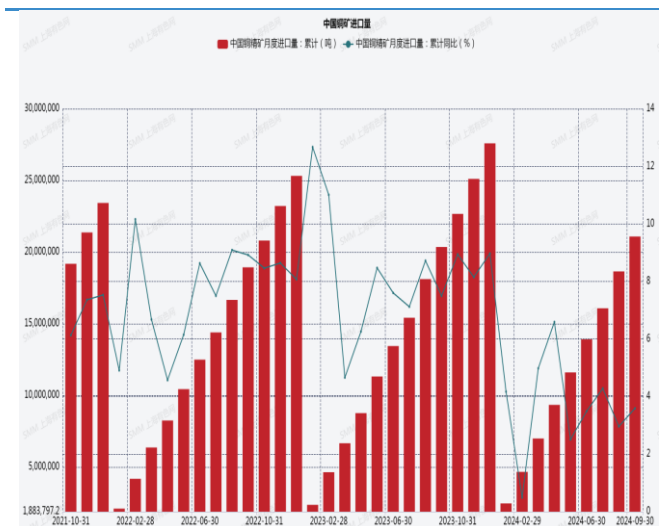
数据来源：SMM

图 15 铜矿长单 TC



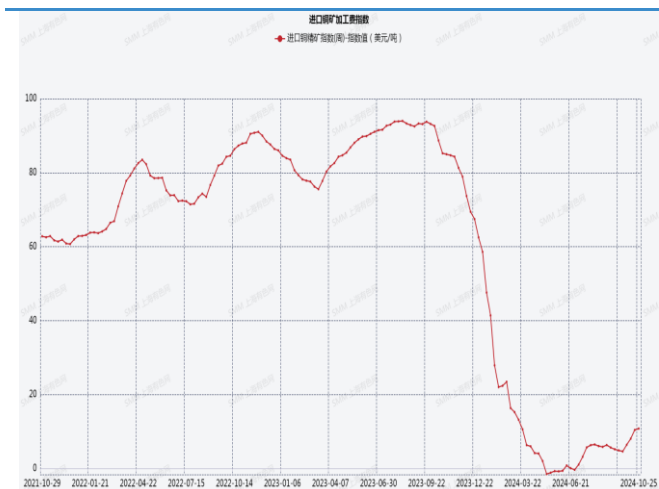
数据来源：SMM

图 14 中国铜矿进口量



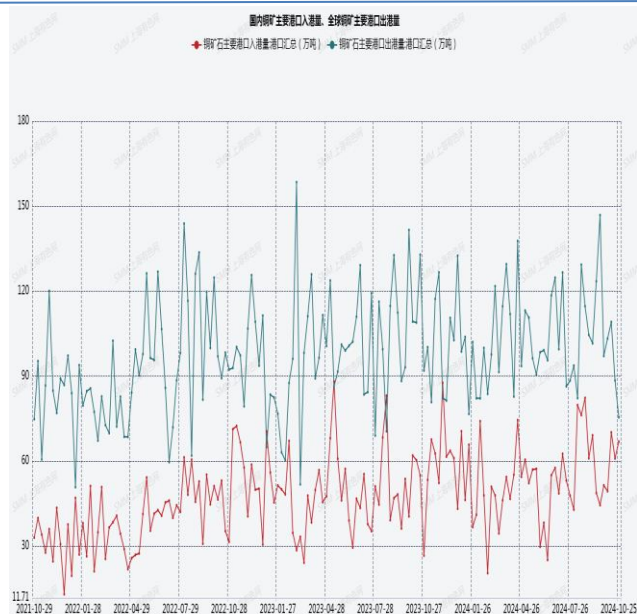
数据来源：SMM

图 16 进口铜矿加工费指数



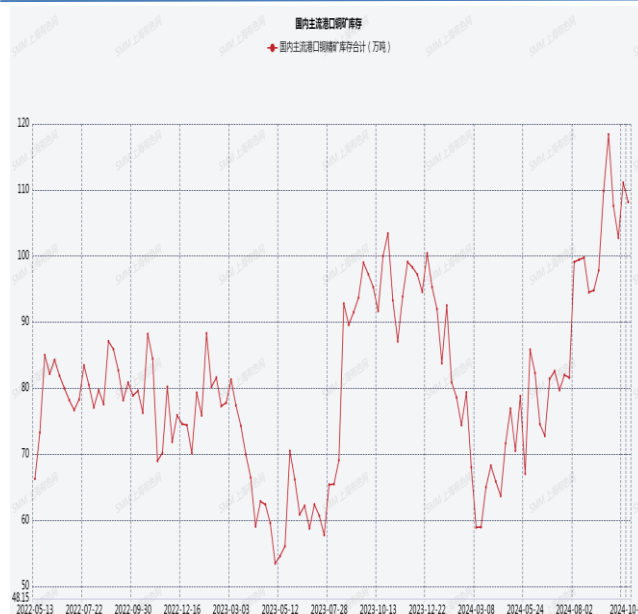
数据来源：SMM

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



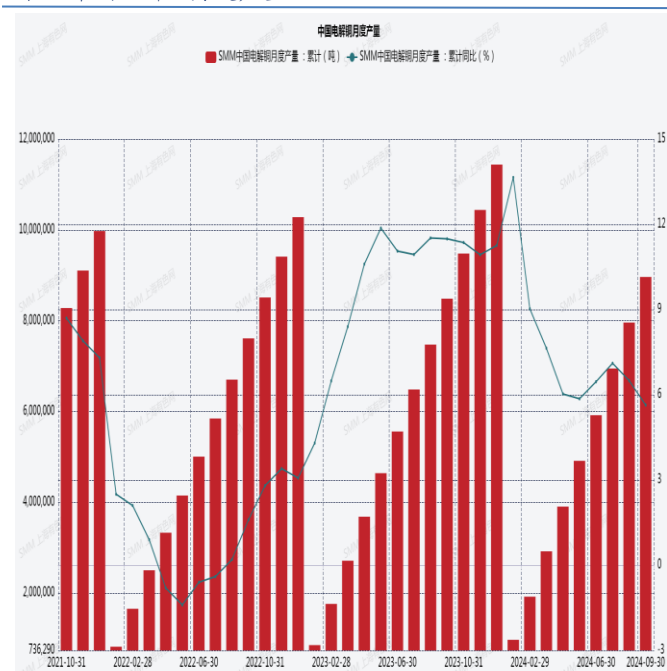
数据来源：SMM

（二）、冶炼端开工率小幅下滑

据 SMM 统计，2024 年 1-9 月中国电解铜产量 896.43 万吨，累计同比增长 5.64%，电解铜供应增速小幅回落。2024 年 1-9 月中国电解铜进口量 264.91 万吨，累计同比增长 6.54%，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。

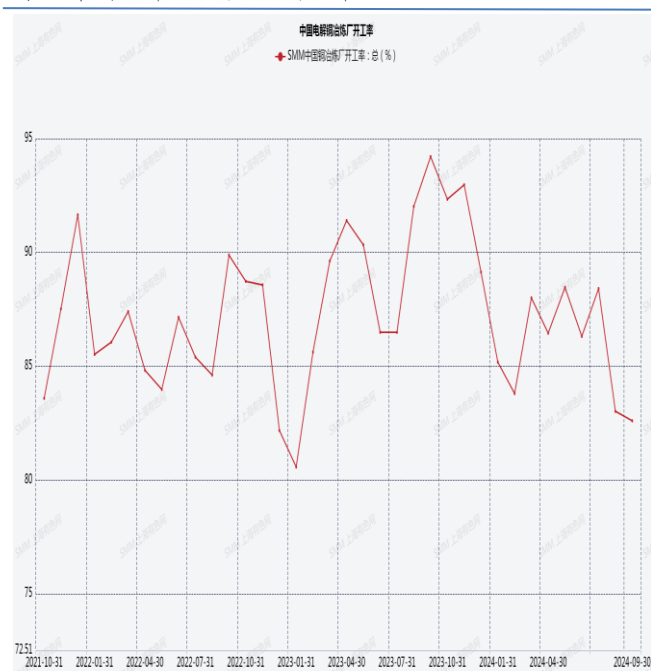
SMM 数据，2024 年 9 月铜冶炼厂整体开工率 82.6%，较 8 月回落 0.42 个百分点。2024 年 9 月，国内铜矿现货冶炼盈亏平衡和国内铜矿长单冶炼盈亏平衡点分别为 -1524 元/吨、1879 元/吨，铜矿现货冶炼盈亏平衡点较 8 月回落 133 元/吨，国内铜矿长单冶炼盈亏平衡点较 8 月回落 90 元/吨。由于铜矿加工费处于低位，2024 年 1 月以来，国内冶炼利润处于亏损状态。10 月影响铜冶炼开工率的变量仍是部分冶炼厂检修减产执行情况，后期密切跟踪关注。但不排除铜价运行到高位区间后，或刺激部分炼厂由减产计划转为增产计划。

图 19 中国电解铜月度产量



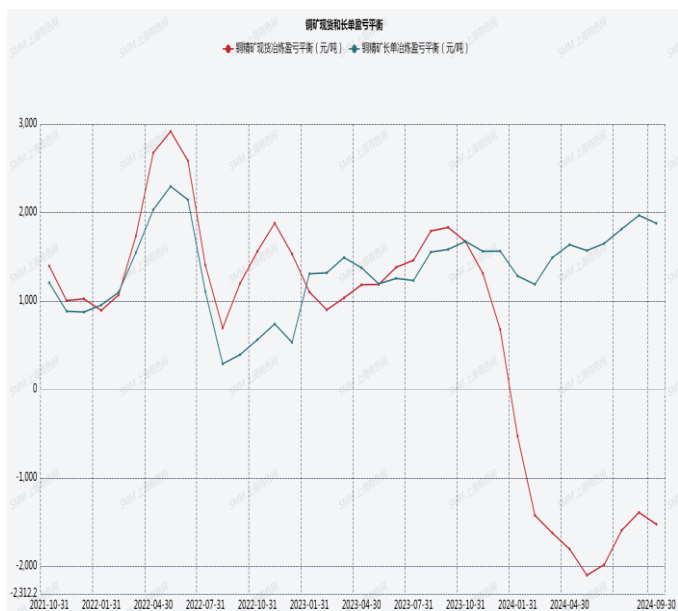
数据来源：SMM

图 20 中国电解铜冶炼企业开工率



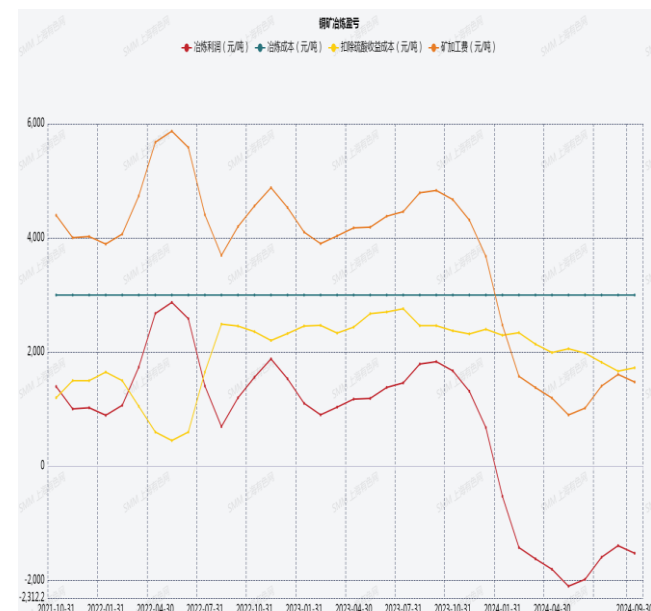
数据来源：SMM

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

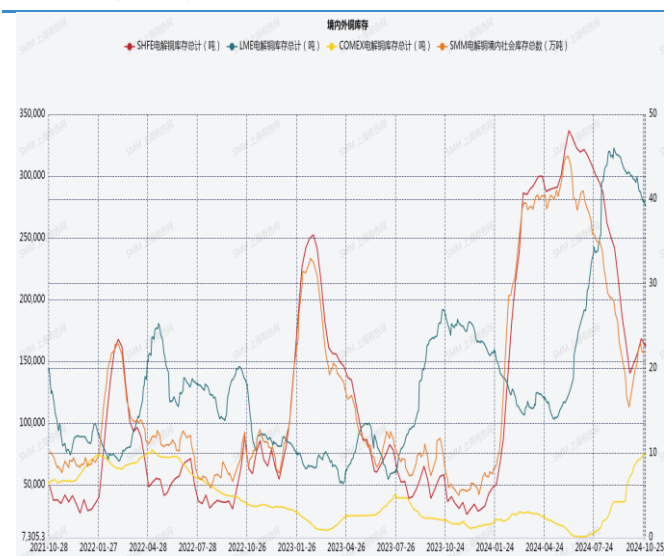


数据来源：SMM

(三)、下游刚需采购为主，采购意愿有所回落，库存回升

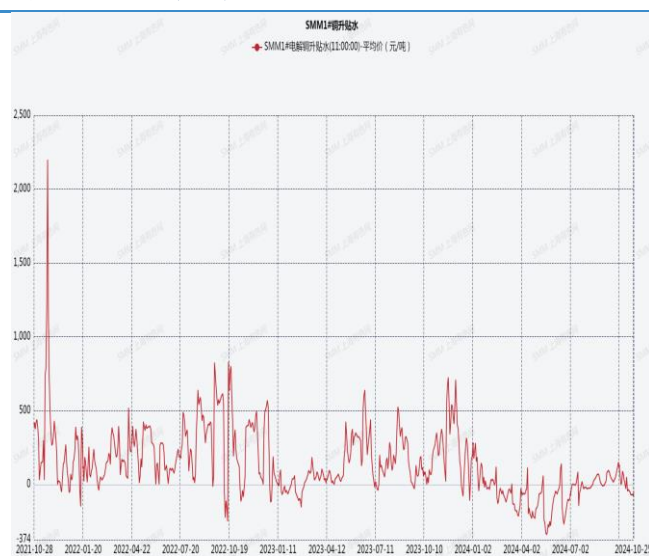
2024 年 10 月下旬，LME 铜库存 27.61 万吨，较 9 月回落 2.4 万吨；COMEX 铜库存 7.88 万吨，较 9 月回升 2.12 万吨，或与海外需求阶段偏弱有关。10 月境内铜库存回升，或与进口铜增加，下游采购意愿回落有关。上期所铜库存 16.3 万吨，较 9 月回升 2.2 万吨。中国电解铜社会库存 21 万吨，较 9 月回升 4.5 万吨。10 月铜现货升水回落并转为贴水，或与进口铜流入增加，下游采购节奏放缓有关。下游现货商坚持逢低买跌，不买涨的经营策略。11 月，需要观察下游逢低采购意愿。

图 23 境内外铜库存



数据来源：SMM

图 24 SMM1#电解铜升贴水均价

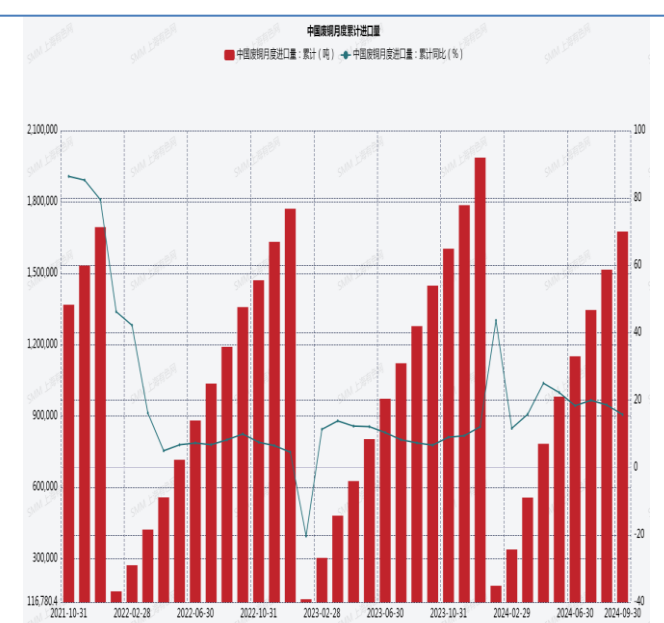


数据来源：SMM

(四)、废铜进口增速放缓，精废铜价差回落

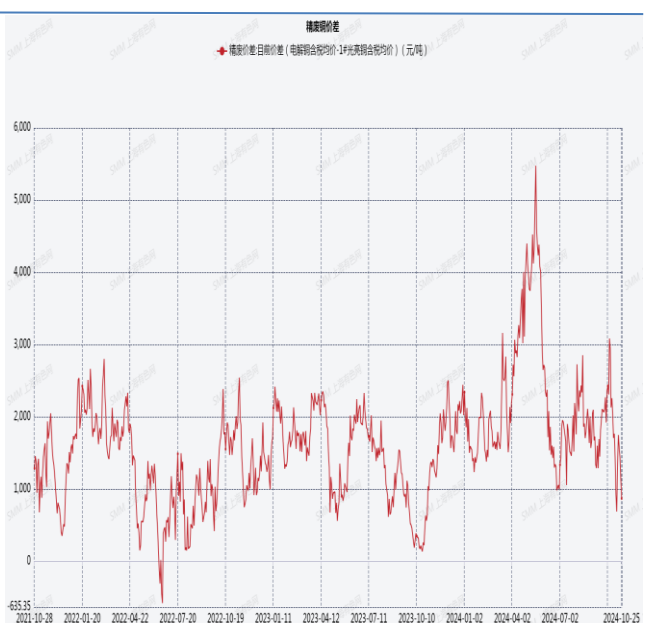
据 SMM 显示，2024 年 1-9 月，中国进口废铜 167.57 万吨，同比增长 15.71%，增速小幅放缓。现货市场方面，2024 年 10 月精废铜价差回落，与铜价冲高回落，废铜价格偏强有关。11 月关注下游采购精铜力度，以及环保督察对废铜加工端影响。

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、出口和新动能增长仍在延续，政策助力地产筑底回稳预期

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

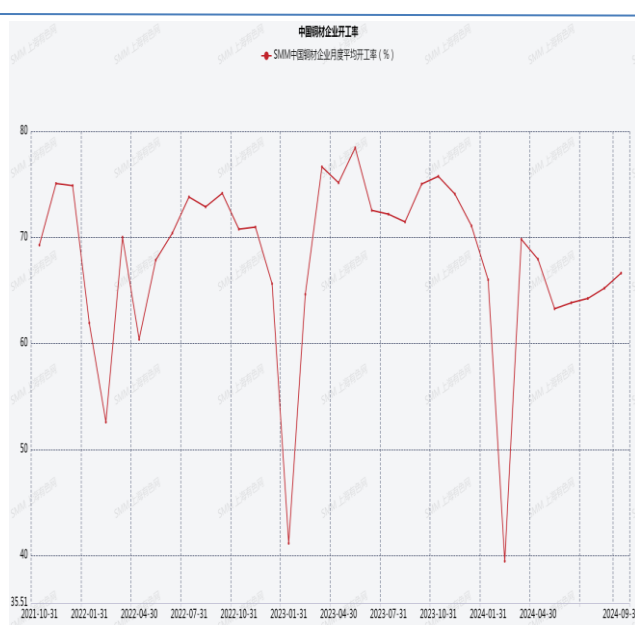
2024 年 9 月，下游铜材加工企业开工率 66.63%，较 8 月回升 1.42 个百分点。细分需求领域鉴于各子行业景气度不同，表现有所分化。2024 年 9 月电线电缆企业月度开工率 80.72%，较 8 月回升 4.2 个百分点。漆包线企业月度开工率 63.97%，较 8 月回落 1.5 个百分点。铜管企业月度开工率 65.35%，较 8 月回落 0.1 个百分点。铜板带企业月度开工率 72.39%，较 8 月回升 1.1 个百分点。铜箔企业月度开工率 74.63%，较 8 月回升 5.9 个百分点。电子电路铜箔企业月度开工率 74.03%，较 8 月回升 5.6 个百分点。锂电铜箔企业开工率 74.96%，较 8 月回升 6.1 个百分点。11 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



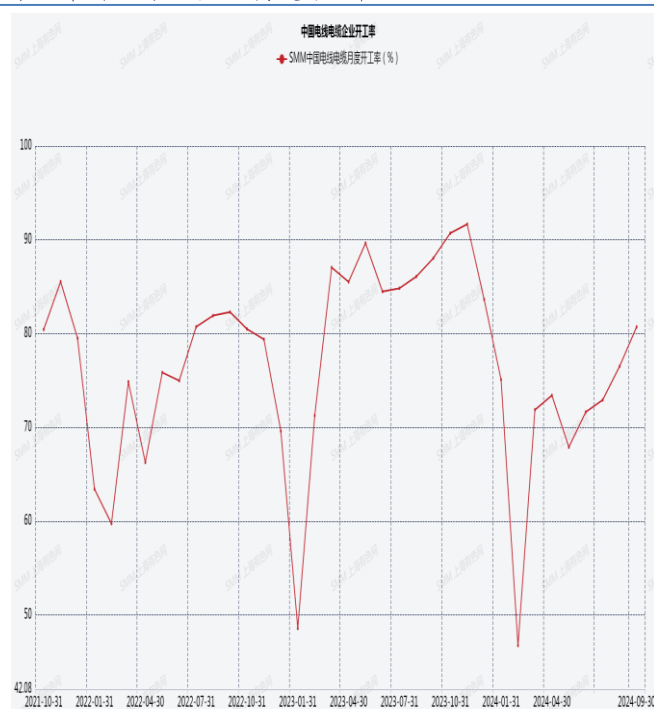
数据来源：SMM

图 28 中国铜材企业开工率



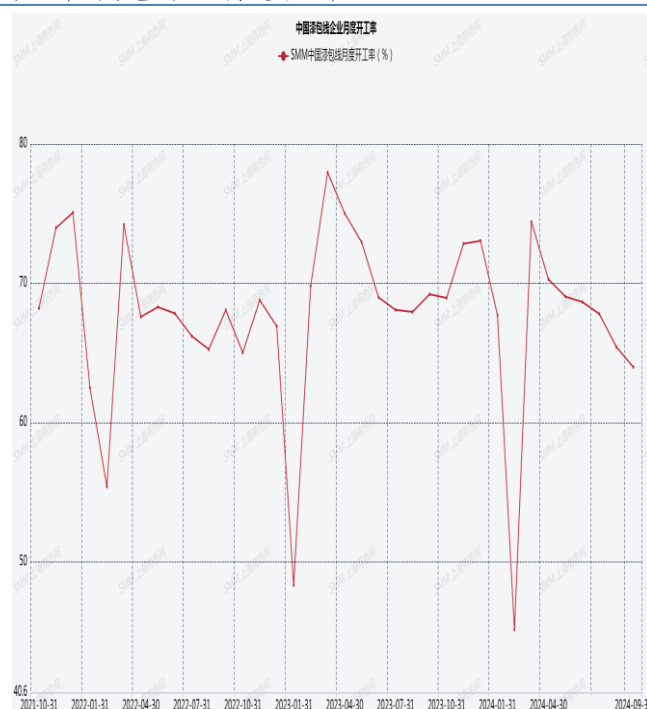
数据来源：SMM

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)、房地产筑底回稳，新能源和 AI 算力增量仍是亮点

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 1-9 月，电网投资完成额 3982 亿元，累计同比增速 21.1%。2024 年 1-9 月，电源投资完成额 5959 亿元，累计同比增速 7.2%。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 1-9 月，中国新能源汽车产量 831.6 万辆，累计同比增速 32%。中国新能源汽车销量 832 万辆，累计同比增速 33%。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。

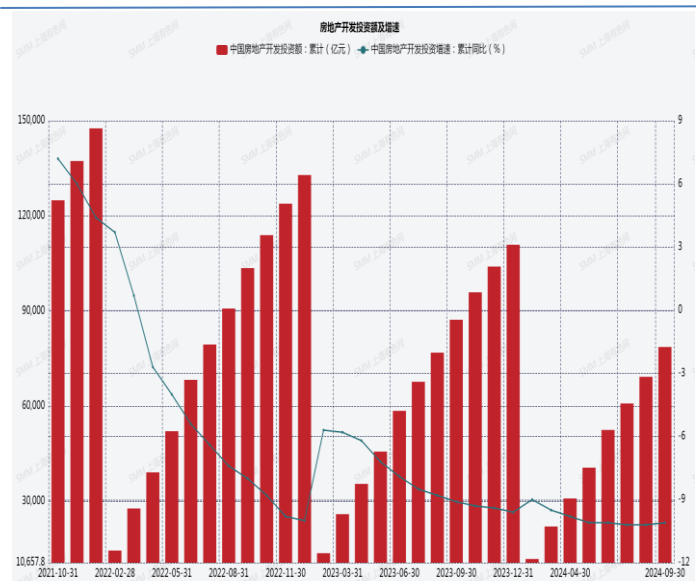
图表 31 铜在新能源领域需求情况

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

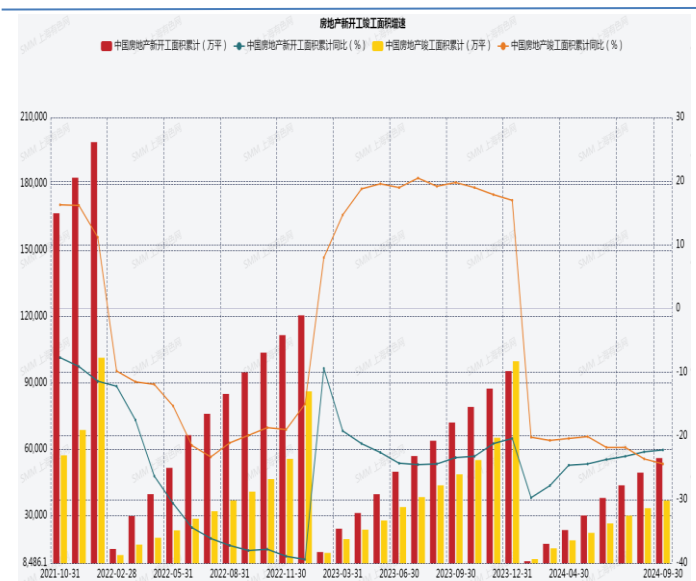
据 SMM 预测数据显示，2024 年，中国电力端耗铜量 739 万吨，家电耗铜量 206 万吨，交通运输耗铜量 208 万吨，建筑耗铜量 121 万吨，机械电子耗铜量 130 万吨，其他行业耗铜量 171 万吨，合计耗铜量 1575 万吨，较 2022 年增长 5.4%。在终端耗铜领域，主要关注新能源发电和新能源汽车产业链对铜需求边际增量拉动。AI 算力需求爆发也拉动了电力系统耗铜量，铜也被市场赋予新质生产力概念，受到主力资金青睐。对于房地产领域，需要以经济转型思维看待长周期里总量萎缩，中短周期政策支持房地产筑底回稳，地产政策放松刺激对房地产投资、开工、销售影响仅是预期上的边际改善，总量上的拉动空间有限。2024 年 1-9 月，房地产开发投资额 7.86 万亿元，累计同比增速-10.1%，较 1-8 月跌幅收窄 0.1 个百分点。2024 年 1-9 月，房地产新开工面积 5.6 万平方米，累计同比增速-22.2%，较 1-8 月跌幅收窄 0.3 个百分点。2024 年 1-9 月，房地产竣工面积 3.68 万平方米，累计同比增速-24.4%，较 1-8 月跌幅扩大 0.8 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 1-9 月，商品房销售面积 7 万平方米，累计同比增速-17.1%，较 1-8 月跌幅收窄 0.9 个百分点。2024 年 1-9 月，中国基建投资增速 9.26%，较 1-8 月回升 1.4 个百分点，与政策发力托底有关。2024 年 1-9 月，中国出口累计同比增速 4.3%，较 1-8 月小幅回落，与外需阶段回落有关。后期关注美国大选结果对出口链影响，若特朗普胜选，对有色金属短期影响偏负面。若哈里斯胜选，有色金属整体波动不会太大。

图 32 房地产开发投资额及增速



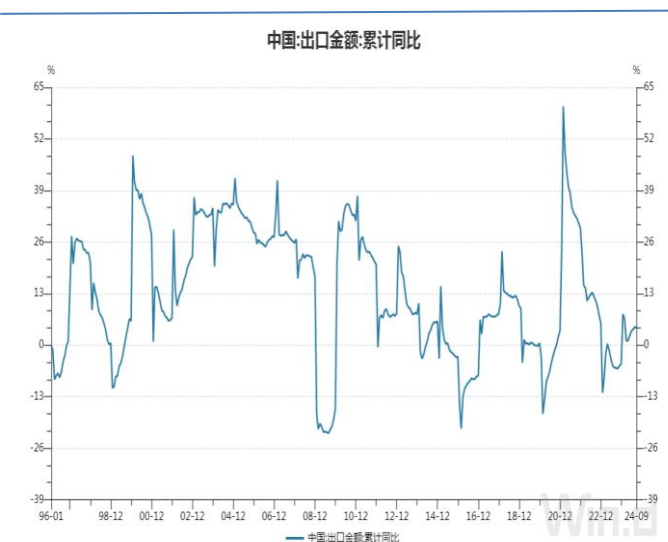
数据来源：SMM

图 33 房地产新开工竣工面积增速



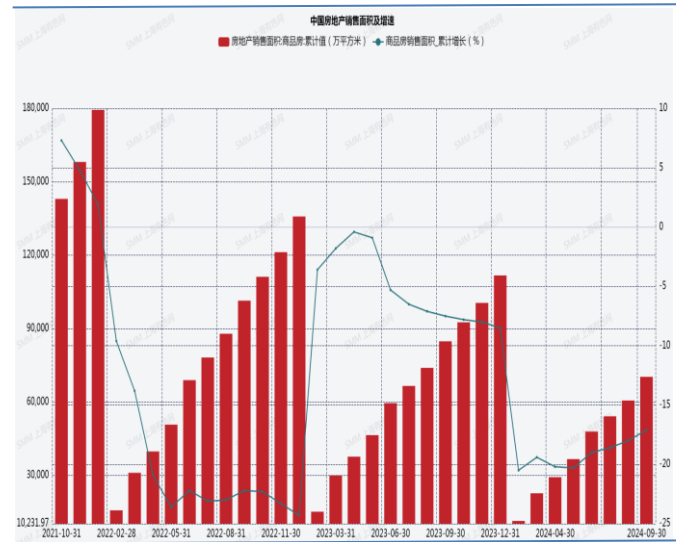
数据来源：SMM

图 34 中国出口额增速



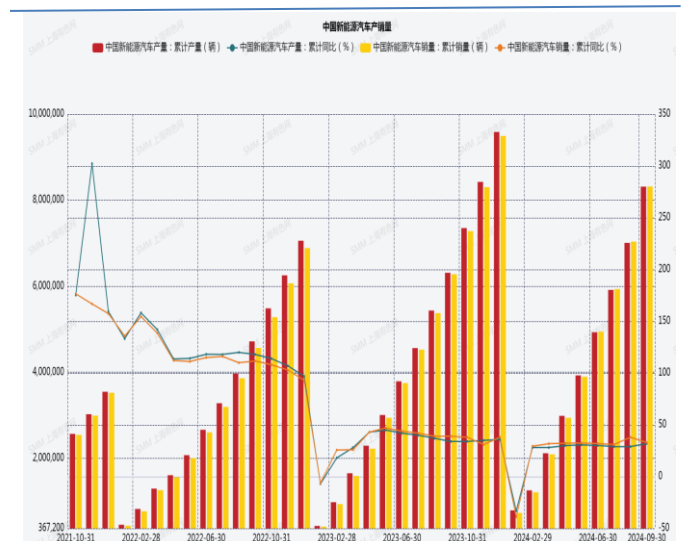
数据来源：wind

图 35 商品房销售面积及增速



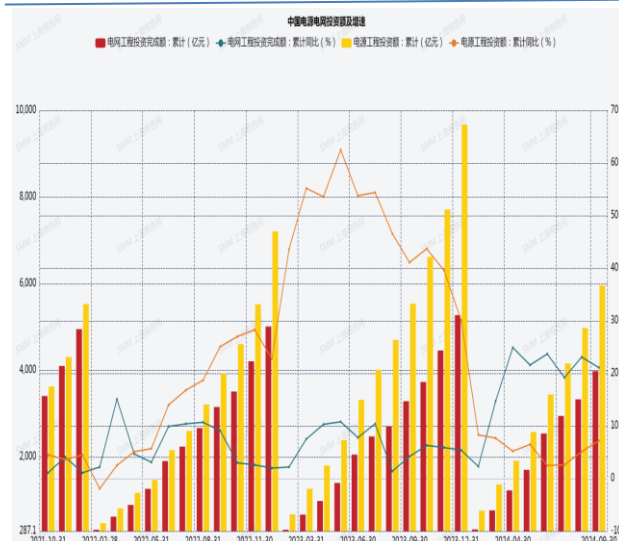
数据来源：SMM

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—增量政策效果显现，仍需时间，铜价或先抑后扬

继美联储如期降息后，美国经济软着陆概率偏大。10月市场对11月美国大选也提前进行了反应，市场情绪有所波动。11月国内宏观增量政策利好将再度释放，在一定程度上将修复国内经济预期，同时也对冲美国大选负面情绪影响。中期有色金属或筑底反弹。

11月影响铜价的宏观变量：国内经济依旧疲软，增量政策刺激将继续发力（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）；美国大选结果，或影响市场情绪波动（利空）。

11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）；需求受限，下游采购积极性回落（利空）；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）；政策托底房地产筑底回稳（利多）。

交易面：继降息预期兑现后，有色金属价格对美国经济软着陆，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。短期关注美国大选结果对市场情绪波动影响。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>