



2023年9月9日

预防式降息预期升温，铜价区间震荡

核心观点及策略

- 宏观方面，美国劳动力市场和制造业尽显疲态，美联储采取预防式降息的预期持续升温，市场担忧缓慢温和的降息路径或令经济难以实现平稳软着陆；国内方面，制造业PMI呈弱稳状态，工业企业利润增速修复，稳健的货币政策配合扩张型的财政政策继续托底国内经济。
- 基本面来看，智利矿山供应扰动平息，国内产量仍然维持高位，进口小幅回落。需求端，铜价重心下潜提振线缆企业需求复苏，传统行业消费除地产外富有韧性，新兴产业用铜增量较为平稳。库存方面，国内平稳去库，海外结束累库，全球显现库存拐点显现。
- 整体来看，美联储启动预防衰退式的降息预期持续升温，市场担忧缓慢降息或令软着陆或难以兑现，压制铜价上行空间；而基本面中国三季度消费逐步回暖，国内去库流畅，矿端中期供应仍有偏紧预期，整体预计铜价将进入区间震荡走势。
- 预计9月份铜价将进入区间震荡，沪铜主要波动区间在70000-75500元/吨之间，伦铜的主要波动区间在8700-9450美元/吨之间。
- 风险点：美联储超预期降息，海外矿端干扰加剧

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8月铜行情回顾	4
二、宏观经济分析	6
1、美国就业市场显疲态，欧元区通胀持续回落	6
2、美国制造业景气度低迷，欧元区未摆脱下行压力	6
3、制造业呈弱稳态势，财政政策将持续发力	7
三、基本面分析	8
1、智利主要矿山罢工平息，非洲地区产能扩张较快	8
3、9月进口量将小幅反弹，出口将回归合理水平	13
4、伦铜交仓告一段落，国内社库逐步下滑	14
5、电网投资项目缓慢复苏，新能源汽车保持平稳增速	15
四、行情展望	20

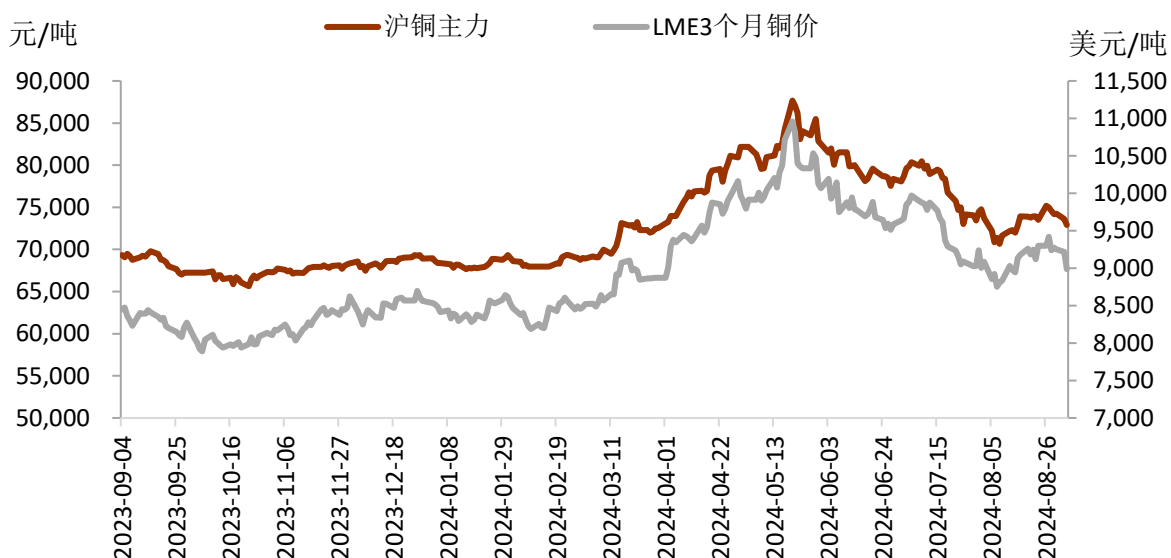
图表目录

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.....	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.....	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.....	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 8 月铜行情回顾

2024 年 8 月，铜价整体呈区间震荡反弹走势，伦铜从 8 月初的 9000 美金一线回落至 8700 美金获得支撑后，开启震荡上行的反弹趋势并升至 9400 美金，而沪铜则在 71000 一线寻求阶段性底部并在确认后，最高反弹至 76000 元一线而后高位小幅回调，整体价格较 7 月有所抬升。一方面，美国通胀降温就业市场放缓为美联储 9 月降息铺平道路，鲍威尔央行年化释放明确货币政策转向信号，市场开始交易降息后美国经济实现平稳软着陆，衰退情绪明显减退；另一方面，中国制造业淡季呈弱稳特征，工业企业利润增速回升，宽财政稳货币仍为宏观调控主基调，而全球显现库存从 65 万吨上方逐步回落，消费逐步复苏后国内进入缓慢去库周期。截至 8 月底，伦铜报收于 9240 美元/吨，月度涨幅为 0.12%；沪铜报收于 74220 元/吨，月度跌幅为 0.34%。8 月人民币兑美元汇率呈加速升值趋势主因美联储降息周期愈发临近中美利差有望收窄，沪伦比上升至 8.02 附近，铜价整体维持内弱外强的格局。

图表 1 铜期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

8 月以来，国内精铜终端消费缓慢复苏，一方面铜价阶段性底部区间出现以后下游积极逢低补库，企业采购资金成本压力有所减弱，另一方面电网投资工程项目有序推进，线缆企业开工率继续恢复铜杆企业加快复工。从消费占比最大的电网投资端来看，两网 8 月工程类电网项目有序推进，7 月铜缆线企业的平均开工率回升至 72.9%，虽然同比仍低于往年同期但复苏势头延续，工程和地产类线缆订单依然低迷，轨道交通订单需求稳中有升，而空调行业提前进入排产淡季导致铜管开工率回落，铜板带市场开工维持 7 成左右，但近期因 8 月《公平竞争审查条例》政策影响，部分企业原料短缺影响开工，汽车连接器、光伏焊带和通

敬请参阅最后一页免责声明

讯领域表现尚可，家装和建材表现低迷；从新兴产业来看，新能源汽车产销增速稍有回落单仍然稳定，风光行业用铜增量尚佳。初端加工来看，精铜制杆企业电缆线杆加工费回升拉动开工率反弹，7月开工率环比上升4%至70.5%；而铜管行业空调排产提前进入淡季，开工率进一步回落至72.7%，此外铜箔企业开工率相对稳定仍在7成左右，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；而铜板带企业在汽车连接器、光伏焊带和通讯领域表现尚可，而家装和建材行业表现低迷，整体传统初端加工维持弱复苏。8月社库在渐入消费淡季中缓慢去库，在偏慢的去库进程中现货逐步转向升水区间，从月初最低的贴水-25元/吨反弹到8月底的升水20元/吨，华东8mmT1电缆线杆加工费逐步回升至450元/吨上方，线缆订单需求释放后初端加工企业资金和出货压力均得到一定程度缓解；从近月盘面结构来看，当月与次月的C结构继续收窄，主因国内进入平稳去库周期近月合约压力逐步减弱，但由于三季度大中型炼厂或维持较高产量，消费回暖韧性有待验证，截止8月底我国电解铜社会库存仍维持28万吨。我们预计随着未来铜价重心的趋稳，以及下游企业对绝对价格的接受程度愈发充分，整体三季度以后的国内精铜总需求有好于上半年的明显预期，国内现货升贴水有望维持平水到小幅升水的区间。

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、美国就业市场显疲态，欧元区通胀持续回落

美国 8 月非农新增 14.2 万人不及预期，6 至 7 月非农数据合计下修超 8 万人，8 月失业率略降至 4.2%，美国就业市场失速明显，加剧市场对美国经济放缓的担忧。美国 7 月核心 PCE 同比增长 2.6%，持平前值仍位于缓慢下行轨道，7 月美国 CPI 同比涨幅收窄至 2.9%，7 月核心 CPI 同比降至 3.2%，为三年以来的最低增速。7 月通胀数据的小幅降温为美联储 9 月奠定降息基调铺平道路，其中 CPI 三年来首次跌破 3%，主要分项数据通胀风险已逐步趋缓，其中医疗服务价格指数继续放缓，住房和租金分项基本持平，交通、娱乐、服饰和旅游服务业价格继续降温，商品类通胀因能源和食品价格下滑得到有效缓解，而服务业通胀则因房屋成本分项仍具韧性导致压力尚存，但市场对年内通胀降温预期较为乐观。鲍威尔在央行年化释放联储货币政策转向的明确信号，并称当前通胀上行风险已明显减弱，就业市场下行风险有所增加，美联储仍将致力于维持双重目标的平衡，兵越来越接近货币政策的调整期，未来降息的时机和节奏取决于经济数据、不断变化的前景和双重使命风险的平衡。我们认为美联储的政策重心已从严控通胀逐步向支持就业市场保持强劲以及预防经济衰退转移，美联储或更倾向于采取预防衰退式的前瞻性调整，无需等待劳动力市场出现明显恶化信号后再采用激进式的滞后性降息策略。非农数据公布后，美联储观察工具显示 9 月降 25 个和 50 个基点的概率十分接近，而美联储“三把手”威廉姆斯支持降息并认为 9 月降息 25 个基点仍是基准情形，我们认为联储仍倾向于采取预防性的温和降息路径来规避经济下行的风险。

欧央行 8 月调和 CPI 同比增速回落至 2.2%，显著低于前值的 2.6%，核心 CPI 环比降至 2.8%，通胀仍在持续放缓。分项来看，商品通胀持续回落主要受能源价格大幅回落的影响，非能源类工业品通胀降至 0.4%，服务业通胀升至 4.2% 为近一年以来最高水平，欧央行表示物价水平将在 2025 年底缓慢下行至 2% 左右但过程可能遭遇坎坷。欧元区的通胀降温强化了市场对欧央行进行年内第三次降息的信心，目前市场预计欧央行 9 月将同步降息 25 个基点。而内部决策者们的立场仍存在一定分歧，部分鹰派官员认为频繁降息可能重新点燃通胀预期，而鸽派官员则认为基于疲软的制造业基本面必须以最低的代价继续降低基准利率，下方仍有较大降息空间，12 月仍需要进一步降息将利率调整至 3% 的中性水平附近（目前为 3.75%）。此外，市场仍有担忧欧央行快速下调利率后将难以调控通胀水平甚至产生滞涨风险。

2、美国制造业景气度低迷，欧元区未摆脱下行压力

美国 8 月 ISM 制造业指数继续放缓至 47.2，低于预期的 47.5，8 月 Markit 制造业指数

终值为 47.9，创八个月以来新低，ISM 的分项数据中新订单指数仅为 44.6，为 15 个月以来最低水平，生产指数由 7 月的 45.9 下滑至 44.8，就业指数环比回升至 46，供应商交货指数降至 50.5，整体显示美国制造业萎缩已成明显趋势，工业生产景气度十分低迷，订单下降结合库存上升以及供应商交货速率放缓，综合来看美国制造业发出了一年多以来最悲观的下行信号，连续的制造业放缓将拖累美国三季度经济增速，或迫使 9 月美联储进行预防式的前瞻性降息，弱化了美国经济实现平稳软着陆的预期。

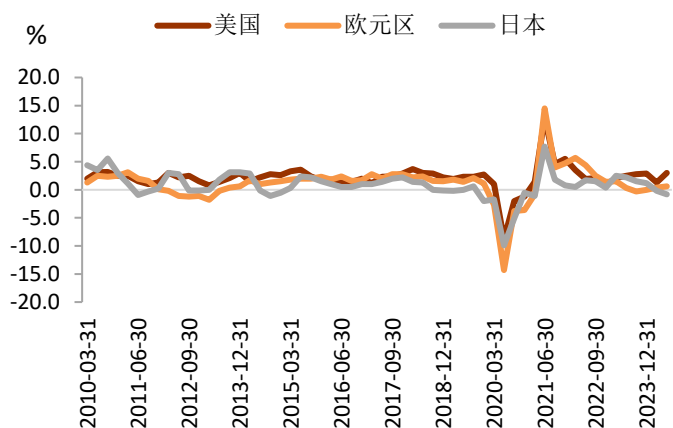
欧元区 8 月制造业 PMI 初值降至 45.6，创八个月新低，服务业 PMI 升至 53.3，为四个月以来最高水平，商业活动的温和扩张一定程度弥补了制造业持续陷入萎缩的困境，但制造业短期或难以摆脱颓势将继续拖累经济增长。德国 8 月制造业 PMI 继续下滑至 42.1，服务业 PMI 回落至 51.4，整体德国工商业两端均持续放缓，私人部分经济处于收缩状态，目前制造业的下行压力已逐步蔓延至服务业，德国二季度 GDP 季环比终值下降 0.1%，欧央行的摇摆式宽松路径并未对德国制造业企业形成较强提振，经济政策的不确定性也在抑制德国经济复苏。而法国 8 月制造业 PMI 同步回落至 42.1，服务业 PMI 回升至 55 高于预期的 50.3，主因奥运相关领域商业活动的大幅扩张，但奥运会带来的规模效应难以长期提振经济。欧央行面对“德法”经济引擎的失速以及整个欧元区经济将再度跌入衰退边缘的风险，或将支持渐进式宽松的政策路径。整体来看，欧元区经济下行的风险尚存，欧央行在通胀压力逐步减弱后或将政策重心调整为继续宽松刺激经济复苏。

3、制造业呈弱稳态势，财政政策将持续发力

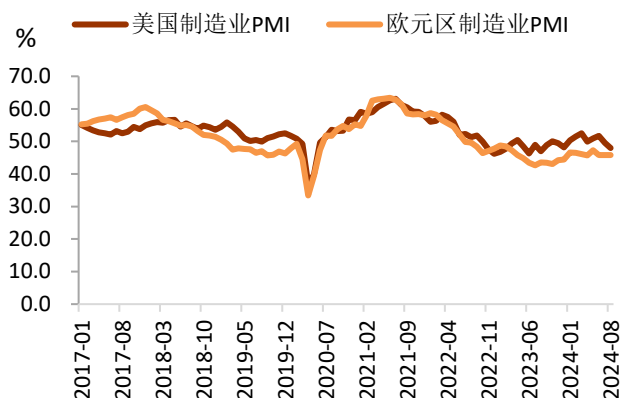
中国 7 月规模以上工业企业利润同比增长 4.1%，环比 6 月提高 0.5%，7 月工业增加值同比略放缓至 5.1%，铁路、船舶、航空航天和运输设备制造业增速仍然较快。8 月官方制造业 PMI 为 49.1，由于 8 月是工业生产淡季，分项数据来看，新订单指数环比下降 0.4%至 48.9，生产指数环比下降 0.3%至 49.8，原材料库存指数降至 47.6，而就业人员指数下滑至 48.1，表面制造业生产活动有所放，制造业市场需求继续回落，且有原材料库存持续减少用工景气度持续下降。大型企业 PMI 为 50.4%，表明我国大中型制造业企业仍保持生产韧性，此外高技术制造业和装备制造业 PMI 分别为 51.7%和 51.2%，显示我国正大力推进制造业结构转型并坚决贯彻发展新质生产力的任务目标。财政政策方面，中央将继续加大对“两新”工作的支持，具体为统筹安排和用好超长期特别国债资金，通过增规模、降门槛、扩范围、简流程，优化设备更新支持方式；通过增强地方自主权、发挥地方创造力，支持地方提升消费品以旧换新能力。实施好汽车以旧换新补贴、新能源城市公交车及动力电池更新补贴等政策，商务部 8 月底发布进一步做好家电以及换新政策细则，要求地方政府统筹使用中央和地方资金，对消费者购买不用能耗标准或水标准的白色家电、厨房三件套以及电脑等产品给予直接让利终端销售价格的优惠补贴，同时将持续优化和落实好税费优惠政策，更好发挥关税等宏观调控职能，进一步优化调整进口税收政策，最大程度地提振和扩大国内总

需求。整体来看，今年稳健的货币政策将继续配合扩张和刺激性的财政政策为中国经济托底，力争完成全年保“5”的经济增长目标。

图表3 发达国家 GDP 增速



图表4 美欧制造业 PMI

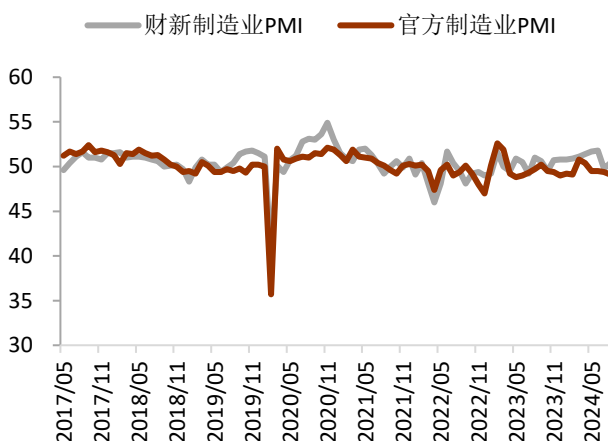


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、智利主要矿山罢工平息，非洲地区产能扩张较快

截止 8 月 30 日铜精矿周度现货 TC 反弹至 5.7 美元/吨，仍维持较低水平，主因全球铜精矿中期供应趋紧预期并未改变，8 月智利部分主要矿山偶发罢工风险，其中世界最大铜矿 Escondida 在 8 月中旬因薪资谈判矛盾爆发罢工危机，一周后在智利政府的协助下最终签订新协议，其中涉及改善劳动条件、提高奖金总额及额外软贷款，接受工会要求的分红比例等等。伦丁矿业旗下 Caserones 铜矿于 8 月中旬因劳资双方协议谈判失败发生 300 名工人为

敬请参阅最后一页免责声明

期一周多的罢工，最终资方在月底同意接受新工资提案，包括上调工资和签约奖金等等。我们整体预计今年全球精矿供应增速将在 1.7%。2025 年全球精矿供应增速回升至 2.3%。

BHP 旗下的 Escondida 铜矿于 8 月中旬一度面临超过 98%(约 2400 名)员工的罢工风险，Escondida 主要工会同意管理层提出的提高薪资条件，包括约 32,000 美元奖金及 2,000 美元软贷款，从而暂停了罢工，缓解了全球铜供应的担忧。工会表示新协议得到成员压倒性支持，将其视为近期重大胜利。此薪资水平或成为智利采矿业谈判的新基准。2023 年 Escondida 铜矿产出约占智利 GDP 的 3%，占全球铜供应量的 5%左右。BHP 与 Escondida 铜矿工会签署三年新协议，此后结束罢工风险，保障了全球铜供应稳定，其中协议涉及改善劳动条件，如优化轮班、提升设备利用率及遵守 40 小时工作制。工会原因工资纠纷罢工，周五达成初步协议后暂停。2023 年 Escondida 铜产量为 107.3 万吨，2024 年指导产量为 108-118 万吨。

紫金矿业发布半年报称，今年上半年紫金矿业实现矿产铜 51.9 万吨，矿产金 35.4 吨，产锌（铅）22.2 万吨，产银 210.3 吨，其中矿产铜、金同比增速分别为 5.3%和 9.5%。此外，今年上半年，紫金矿业旗下巨龙铜矿和黑龙江铜山铜矿的重大地质找矿勘查成果获得自然资源主管部门评审通过。其中，巨龙矿区累计查明资源量铜 2588 万吨、钼 167.2 万吨、银 1.5 万吨，为中国备案资源量最大铜矿山；铜山矿新增铜资源量 365 万吨，其深部揭露的 V 号矿体为中国东北地区近四十年唯一探明的超大型铜矿体。两宗铜矿合计新增铜资源量 1837.7 万吨、铜储量 577.7 万吨，约占了中国 2022 年末铜储量的 14.2%。目前巨龙铜矿二期改扩建工程项目已经获得有关部门核准。项目预计 2026 年一季度实现试生产，达产后一二期合计年采选矿石量将超过 1.1 亿吨，年矿产铜将达 30 万—35 万吨，成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山。

艾芬豪—紫金联合控股的非洲艾芬豪矿业宣布卡莫阿—卡库拉铜矿三期项目选矿厂已实现商业化生产。此外，卡莫阿—卡库拉的一期二期和三期选矿厂在 8 月份创下了 4 万吨铜的月度产量纪录。执行联席董事长表示，卡莫阿 7 月份生产再创新高标志着下半年铜产量将快速增长，三期达产后年化产量将从约 45 万吨提高至 60 万吨以上，预计三期期选矿厂将持续稳定在 500 万吨矿石的设计产能之上。2024 年卡莫阿铜矿生产目标位 44-49 万吨。

智利国家统计局(INE)数据，7 月智利铜产量达 44.3 万吨，同比增长 2%，已一定程度摆脱产量持续下滑的压力。ICSG 数据显示，6 月全球铜精矿产量达 188.2 万吨，同比增长 0.9%。随着精炼铜产量增长和矿山产量的恢复，2024 年上半年全球精炼铜过剩量较上年同期增加了四倍。根据 ICSG 公布的 8 月公告，上半年全球矿山产量增长 3.1%。因此，全球精炼铜产量在上半年也增长 6.2%，归因于由于中国和刚果产能不断扩大。需求端表现为温和增长，上半年全球表观精炼铜消费量增长约 3.3%，但各地区需求增长不均衡。上半年全球精炼铜平衡显示初步过剩约 48.8 万吨，远高于 2023 年上半年计算的 11.5 万吨。

2、国内精铜产量维持百万吨

SMM 数据显示，今年 7 月我国精铜产量高达 102.8 万吨，同比增长 11.1%，环比增长

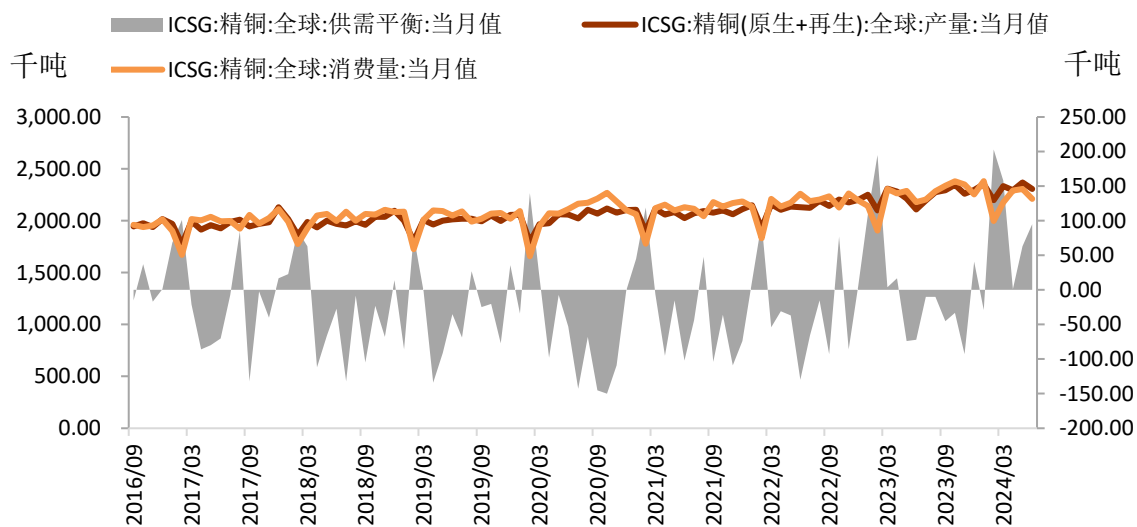
2.3%，高于预期的 101.6 万吨。7 月份全国主要冶炼厂仍维持在 79.8%。近期国内产量维持高位，主要由于在 8 月检修并不集中且对精炼产量影响偏低，主要由于粗炼端集中检修的冶炼厂储备了大量的阳极板库存，且废铜市场供应充足，大中型冶炼厂铜精矿长协的比例普遍在 60%以上，预计 8 月产量仍将维持在 100 万吨以上。

从 9 月即将到来的检修计划来看，国内冶炼厂检修情况仍然不集中，集中主要包括江铜烟台(国兴)的 24 万吨计划检修 45 天，预计影响产量 2.2 万吨；飞尚铜业的 10 万吨精炼产能预计临时短修 5-10 天，基本不影响产量；10 月初豫光金铅的 10 万吨和中条山有色(垣曲)的 13 万吨将利用长假例行检修，前者 20 天左右后者预计持续 30 天，预计合计影响产量 1.8 万吨。整体三季度在废料和阳极板供应相对充足的条件下，国内冶炼产量仍将输出在高位。

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 项目二季度末已基本实现达产，预计今年产量有望达 55-60 万吨；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缺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 Manyar 和 Amman 的 20 万吨新建产能已在二季度进入爬产周期，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，总体我们预计 8-9 月国内产量仍将维持百万吨附近，随着废铜库存的初步出清，四季度产量有边际回落预期，2024 年国内精铜产量将达 1170 万吨，增速回落至 2.3%。

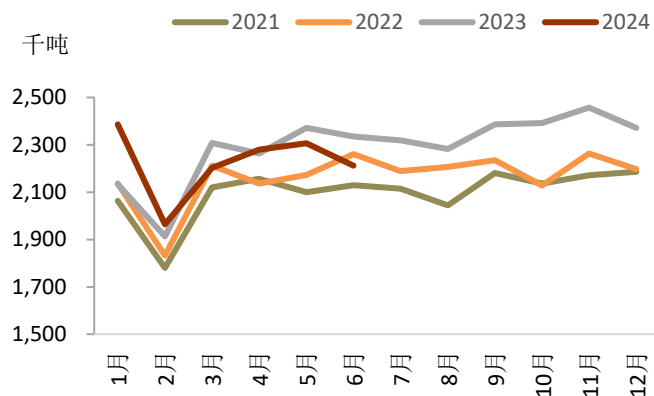
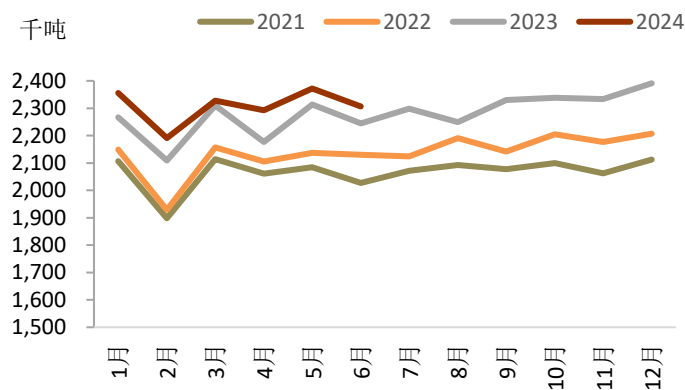
图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

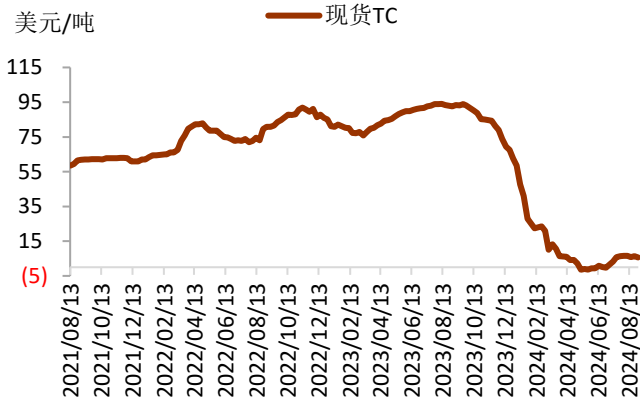
图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化

图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

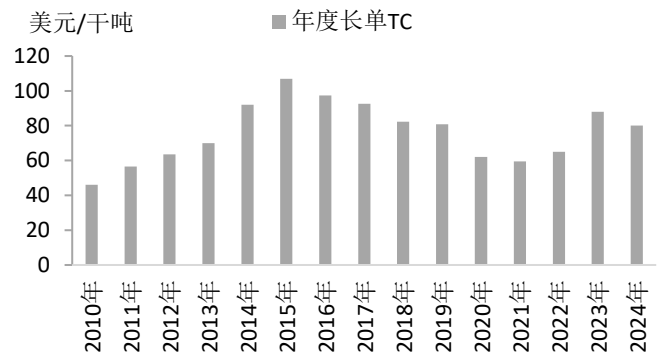


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

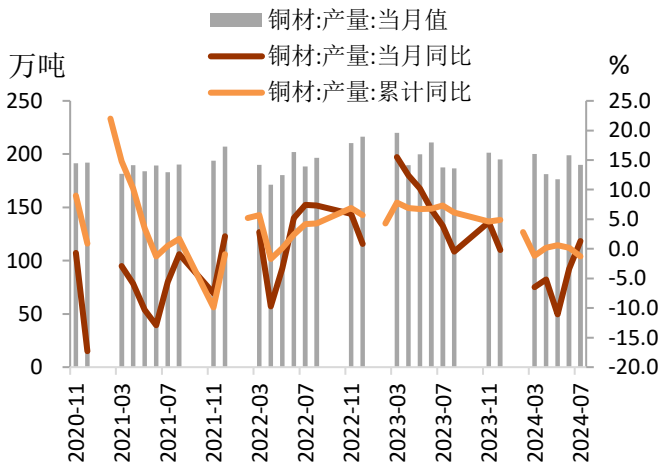


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

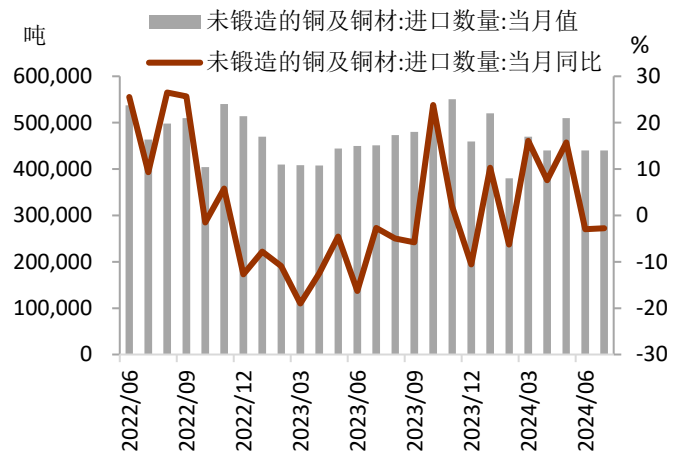


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

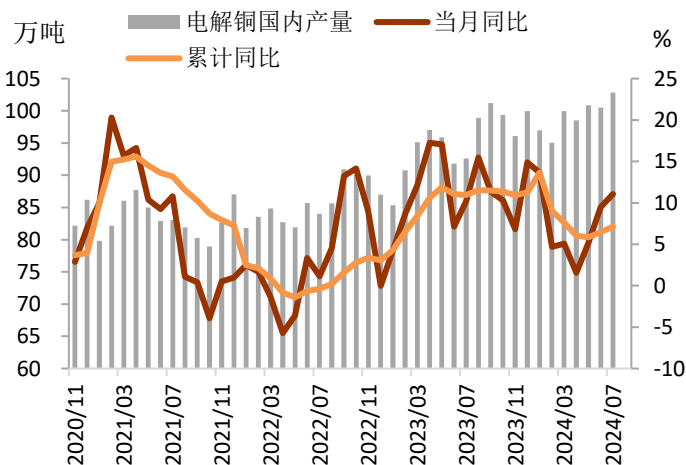


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

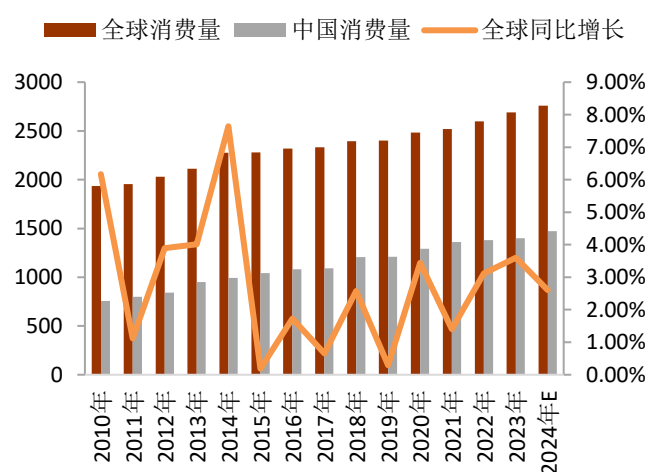


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化

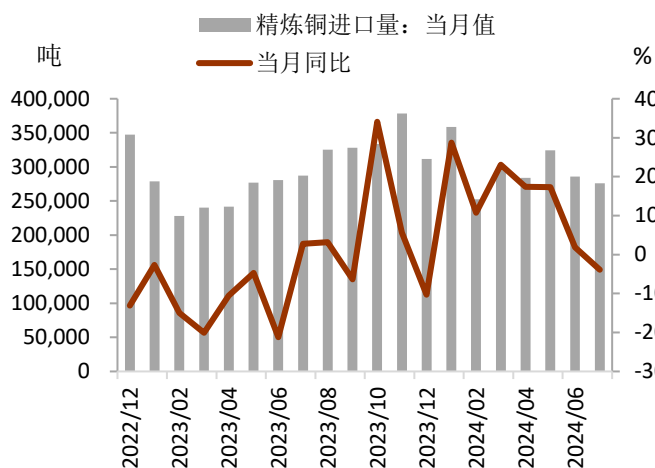


图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化

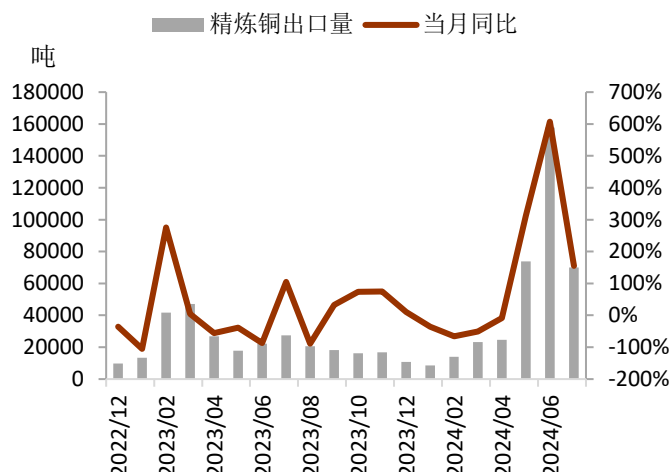


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、9 月进口量将小幅反弹，出口将回归合理水平

海关数据统计，我国 7 月我国未锻造铜及铜材进口量达 44 万吨，同比下降 2.8%；7 月铜矿砂及精矿进口量为 216.5 万吨，同比增长 9.9%；7 月精炼铜进口量降至 27.6 万吨，同比下降 3.9%，虽然 8 月进口亏损逐步缩小但仍未有效打开进口空间，国内终端消费稳步复苏社会库存稳步去化，现货市场转入升水区间，非洲非标铜到港量持续扩大，今年 1-7 月中国进口精炼铜共计 207.7 万吨，其中约有 40%来自于刚果金。

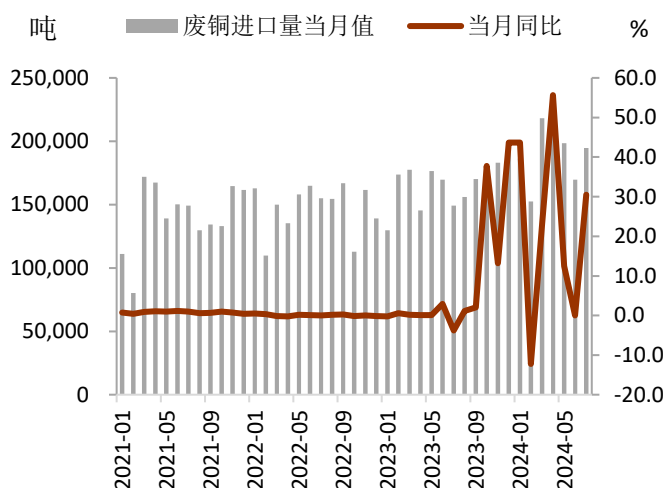
8 月以来，国内终端消费平稳有序复苏，初端加工开工率缓慢回升接近往年同期水平，进口亏损幅度缩小，国内现货和洋山铜从美金升水走高。中美利差持续倒挂导致贸易企业融资需求减弱，叠加全球海运路线偶有阻塞绕道，虽然国际油价回落但主流航线的船期仍然偏紧海运费较高，非洲刚果金的隐性库存仍然偏高，南非德班港口阻塞非常严重，当地疏港能力的不足延缓了大量非注册湿法铜流入国内的速率，目前刚果境内积压的湿法铜仍在有 10 多万吨。

8 月以来洋山铜的仓单和提单美金溢价已迅速回归正值，进口亏损从月初的-100 逐步扩大到月底的-400 元/吨，沪伦比值重心逐步回归至 8.1 以内，8 月亏损小幅扩大主因绝对价格整体呈现内弱外强的格局，而伦铜库存亚洲库集中交仓告一段落，部分企业出口排队至 7 月中下旬，预计 8 月出口将回归至 3 万吨以下，除亚洲库以外 LME 欧美库存仍维持低位，LME 累库周期已基本结束，南非铜的进口占比仍在持续下降主因部分货源发往 COMEX 应对近月空头交仓，预计 7 月全美地区精铜进口量将高达 12 万吨，大幅超出历史同期数量，预计 8-9 月 COMEX 市场仍有空头进行交仓，而非洲湿法铜占我们进口比例稳步上升。7 月我国废铜进口量达 19.5 万吨，同比大增 30.5%，主因国内冶炼厂仍对进口废料和冷料弥补精矿供应缺口的需求高涨，另一方面“783 号令”实施后，废铜制杆企业因补贴和税收优惠政策

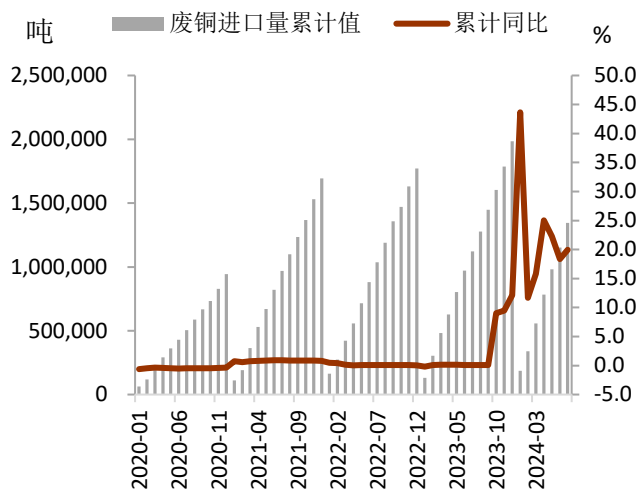
敬请参阅最后一页免责声明

策取消，采购国内废铜资源成本上升，无论是加工端还是冶炼端都对废料有旺盛需求，预计9月废铜进口量将持续回升。

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、伦铜交仓告一段落，国内社库逐步下滑

8月份以来，国内库存缓慢下降，社会库存截止8月底降至25.6万吨，保税区库存降至5.7万吨附近，而LME亚洲库集中交仓8月中旬后已告一段落，内外库存呈双向下滑走势，截止8月底全球显库小幅降至65万吨附近，全球累库周期基本宣告结束。随着国内社库稳步去化，现货升水逐步走高当月合约开始走强，国内近月C结构收窄至平水附近，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110美金上方。

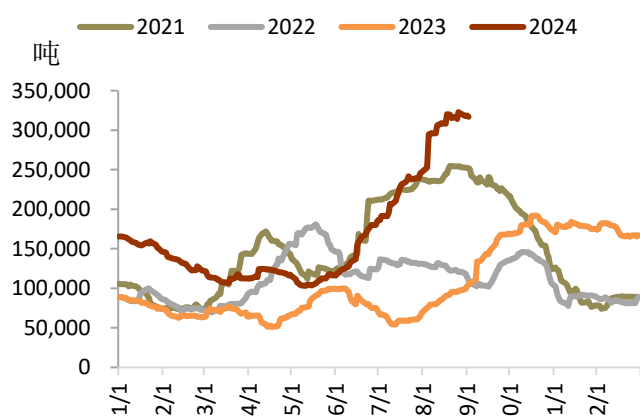
截止8月30日，LME、COMEX和SHFE三大交易所的库存分别为32.1万吨、4万吨和24.1万吨，合计达60.2万吨，月环比下降2.7万吨，LME注销仓单比例升至9%，伦铜0-3升水结构小幅回落至117美元，尚未出现无风险套利空间。LME亚洲库库存继续增加8.3万吨主因LME亚洲库实行40美元/吨的仓单交割补贴，但后续随着补贴政策的取消以及出口套利头寸排队交仓结束，亚洲库累库周期已宣告结束。LME欧洲库存小幅下降0.15万吨主因俄铜被制裁以后可用库存下降，而COMEX库存8月大幅增加2.5万吨，主因6-7月从南美发运到COMEX北美仓单的精铜陆续开始注册仓单用于交割。

截止8月30日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）为30万吨，环比减少6.8万吨。其中SHFE总库存降至24.1万吨，环比7月底减少5.2万吨，上海保税区降至5.95万吨，月环比下降1.4万吨，交易所和保税区进入去库周期，主因8月下游初端加工稳步复苏线缆订单需求逐步释放。而海外精铜市场则维持紧平衡，LME欧美库存维持较低水平，COMEX库存因空头注册交仓大幅上行且9月仍有继续上行的趋势。

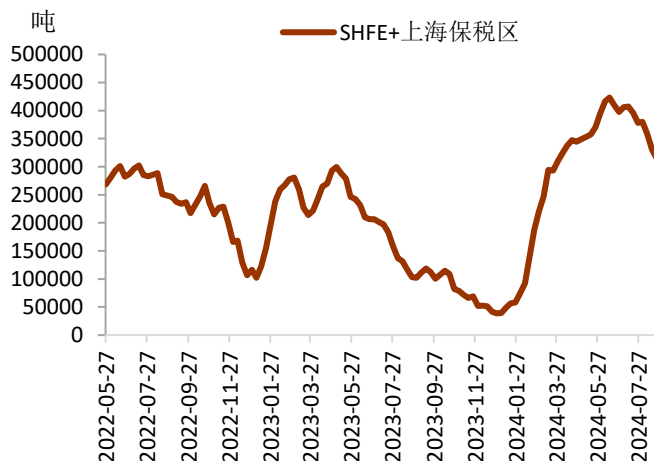
总体来看，全球显性库存高位逐步回落，亚洲库集中交仓告一段落，叠加铜价重心下移

后中国消费开始稳步复苏国内进入去库周期，8月进口窗口长期维持小幅亏损状态，进口量的放缓也在一定程度缓解了国内库存压力，预计9月全球铜库存将稳步小幅回落。

图表 21 LME 铜库存

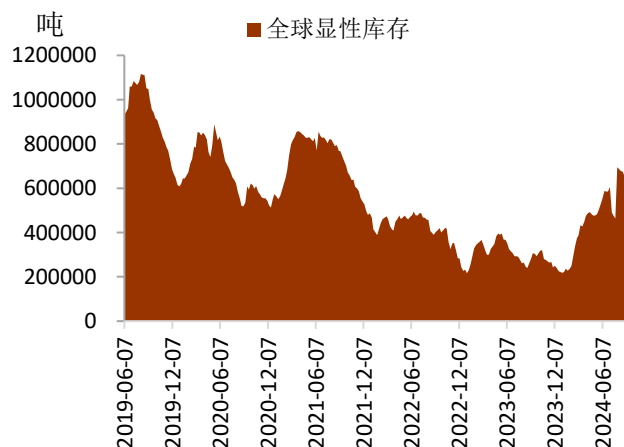


图表 22 SHFE 和保税区库存走势

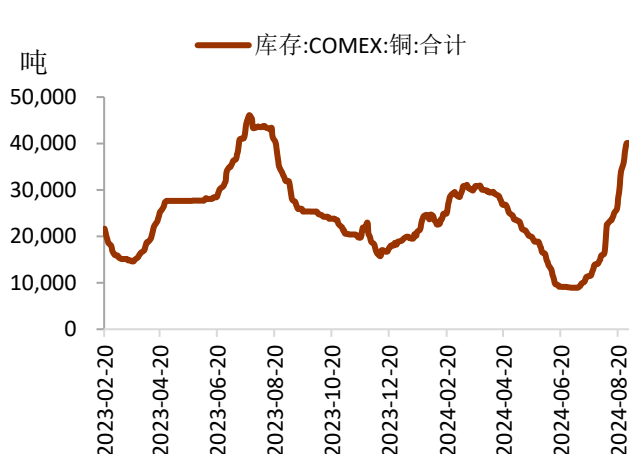


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

电源投资增速放缓

国家能源局数据显示，今年1-7月我国电网工程投资完成额2947亿元，同比增长19.2%；今年1-7月我国电源工程投资完成额4158亿元，同比增长2.6%，截至7月底，全国累计发电装机容量约31.0亿千瓦，同比增长14.0%。其中，太阳能发电装机容量约7.4亿千瓦，同比增长49.8%；风电装机容量约4.7亿千瓦，同比增长19.8%。1-7月份，全国发电设备累计平均利用1994小时，比上年同期减少91小时。

敬请参阅最后一页免责声明

2024 年我国电网投资建设计划投资总额在 5000 亿元左右，1-7 月电网投资增速较高主因原材料端铜价的大幅上涨，而 8 月以来随着铜价的重心回落终端国网和南网开展项目招标，弥补上半年整体的投资建设进度偏慢。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。7 月线缆企业开工率回升至 73%，预计 8 月将逐步回升至 75% 以上，主因 8 月铜价快速回落后线缆企业积极执行此前未点价采购订单，企业周转库存规模有所扩大，预计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保持在 3% 左右。

光伏用铜增量尚可，风电装机量偏低

根据电力企业联合会数据，1-7 月我国新增光伏装机容量达 123.5GW，同比增长 27.1%，目前装机目标完成率已达 56%，根据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达到 85GW，预计今年风光行业用铜增量将在 120 万吨左右，目前 7 月初光伏装机速度放缓主因夏季炎热延缓项目建设进度，除云南和内蒙以外，其余地区部分集中式项目的并网预期延期至 10 月后，而分布式项目仍依靠工商业订单提供支撑，“十四五”期间国家规划的 550GW 的西北大型风光大基地计划将成为今年光伏发电增长的重要支撑，而三季度后国内地面电站的传统装机旺季即将到来，9 月光伏新增容量有望提速。

今年 1-7 月我国新增风电装机量达 29.9GW，同比增长 13.7%，同比增速偏低，7 月单月风电装机量为 4GW，同比增长 22.3%。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，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，且铝线缆在风力发电以及短距离输送场景中对铜缆线的替代性正不断加强。整体来看，三季度初的光伏装机增速将持续回暖，风电短期仍未摆脱低增速的瓶颈。

三中全会强调加快构建地产发展新模式

国家统计局数据，1—7 月份，全国房地产开发投资 60877 亿元，同比下降 10.2%，其中，住宅投资 46230 亿元，下降 10.6%，1—7 月，我国商品房销售面积累计达 54148.9 万平方米，累计同比下降 18.6%，其中住宅销售面积为 45400.6 万平方米，同比下降 21.1%，房地产新开工施工面积累计为 43732.9 万平方米，同比降幅扩大至 23.2%，而房地产竣工面积累计为 30016.5 万平方米，同比下降 21.8%。从价格指数来看，7 月 70 个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降 5.3%，70 个大中型城市二手房价格同比下降 8.2%。

二十届三中全会提出要加快构建房地产发展新模式，加快构建房地产发展新模式，总体思路是以满足刚性和改善性需求为重点，按照政府保基本、市场满足多样化需求的原则，

深化供给结构、经营方式、调控政策、监管机制等改革，加快构建租购并举的住房制度，实现房地产市场平稳、健康、高质量发展。同时要加大保障性住房建设和供给力度，提高保障性住房占住房总量的比例，提升保障性住房的质量品质及适配性，更好满足工薪群体刚性住房需求，推进解决好大城市新市民、青年人、农民工等群体住房困难问题。我们认为总体上，国家正寻求房地产行业在当前下行背景下的发展新思路和新模式，但短期数据仍指向行业前景不佳，结构性的调整尚待时日有序推进，当前居民端面临收入预期下降以及消费信心整体不足，叠加对中国整体经济增速放缓的担忧，地产短期仍难以摆脱下行压力。

空调排产增速放缓

国家统计局数据显示，2024 年 1-7 月我国空调总产量达 1.57 亿台，同比增长 13.8%，1-7 月我国家用空调销量为 1.29 亿台，同比增长 12.9%，截止 7 月底，全国家用空调工业库存为 1610 万台，环比微降 0.43%。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，9 月家用空调内销排产量为 486.4 万台，较去年同期产量下降 14.4%，10 月内销排产量为 470.8 万台，同比下降 7.1%，11 月排产量为 535.7 万台，同比增长 2.4%。8 月以来，空调厂商均结束夏休进入复工状态，冷年季节已到来排产量迅速下滑至淡季水平，企业方面大规模开盘活动并未开启，对内销出货的提振作用不显著。预计 9 月份以后，川渝地区仍将维持高温天气，长江中下游地区高温暂停，北方已逐步进入降温天气，今年夏季极端高温周期已基本结束。而拉动内销增长的以旧换新政策预计将持续至年底，预计绿色低碳能效产品的更新换代将拉动金九银十期间的旺季消费量，但在楼市仍表现十分低迷的背景下，内销市场仍承受一定程度的增长压力。

出口排产来看，9 月我国出口排产量升至 567.8 万台，但仍较去年同期产量大增 31.8%，10 月出口排产 570 万台，同比去年实绩增长 33.6%。受中东地缘政治冲突，国际海运费剧烈波动以及欧美市场外需放缓等影响，我国空调出口有放缓压力，但随着国内产品在品牌、技术创新能力和供应链管理等领域的不断提升，产品竞争力在国际市场中不断增强，新兴市场尤其是东南亚地区的经济快速增长对国内产品的需求与日俱增，预计 9 月空调出口仍能保持相对稳健的增长势头。

新能源汽车产销增速稳健

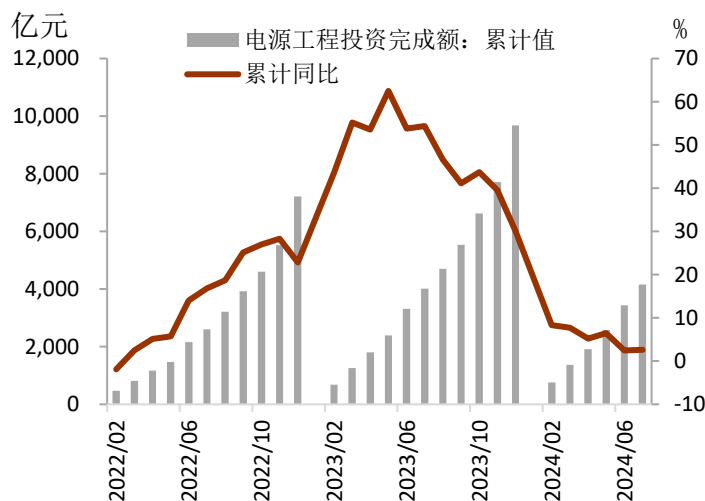
中汽协数据显示，7 月新能源汽车产销分别完成 98.4 万辆和 99.1 万辆，同比分别增长 22.3% 和 27%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 43.8%。今年 1—7 月，我国新能源汽车产销分别完成 591.4 万辆和 593.4 万辆，同比分别增长 28.8% 和 31.1%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 36.4%。中汽协预计今年新能源汽车销量将达 1150 万辆，目前前 7 个月销量完成率已达 51.6%。

SMM 统计，7 月铜箔企业平均开工率为 66.28%，同比大幅下降 15.9%，环比下降 5.8%，开工率放缓主因行业产能扩张速度较快供应端略显过剩，三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 9 月国内新能源汽车销量将继续保持稳健的增速。

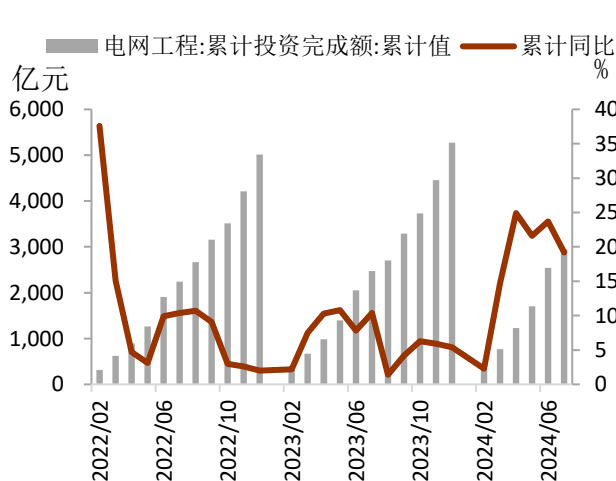
高铜价拖累电网投资，新兴产业用铜增速放缓增量可观

整体需求端来看，新能源汽车产销增速尚可，光伏用铜增速有所放缓但韧性较强，电缆企业开工逐步恢复正常；楼市低迷拖累竣工端用铜增速下滑，空调排产维持淡季特征，风电装机增速低迷，8 月传统行业用铜增速虽进入淡季但同比二季度持续向好，新兴产业需求增速稳定富有韧性，预计 9 月国内终端用铜将进入平稳复苏的周期。

图表 23 电源投资完成额变化

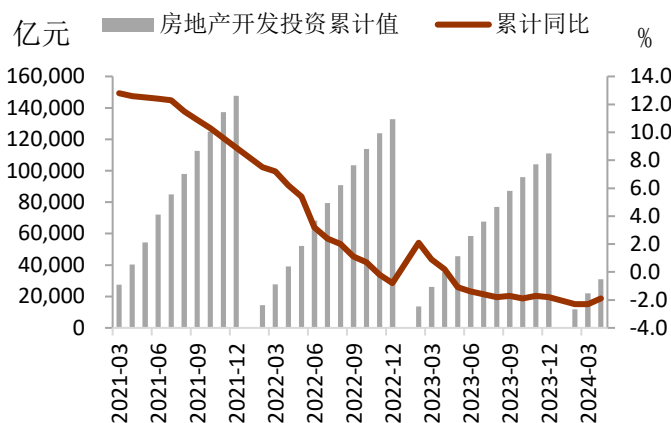


图表 24 电网投资完成额变化

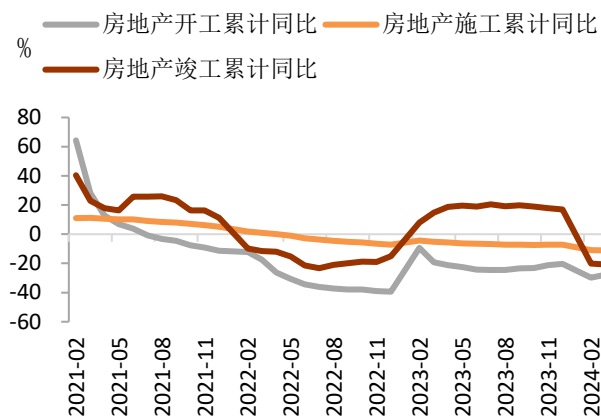


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 25 房地产开发投资增速变化

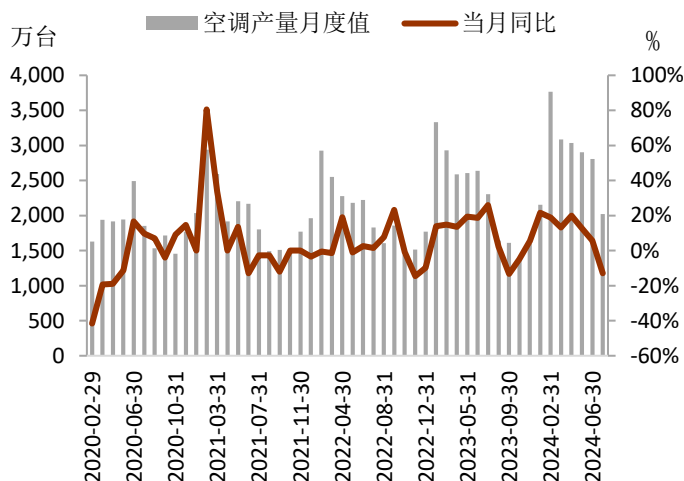


图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化

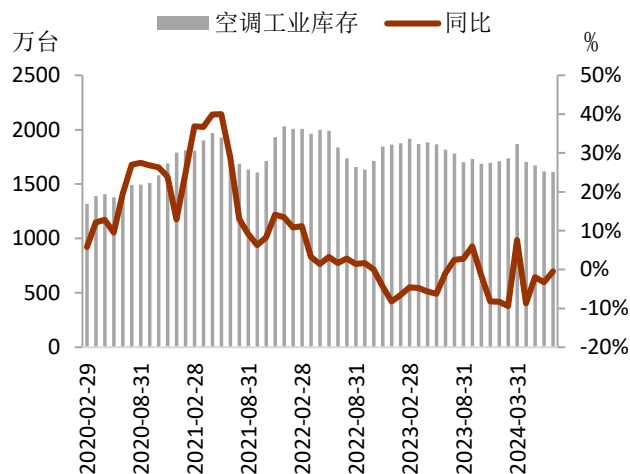


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 27 空调产量增速变化

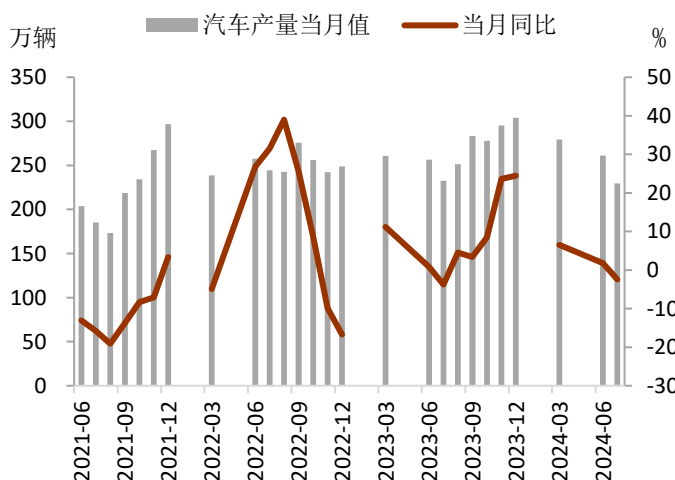


图表 28 家用空调库存变化

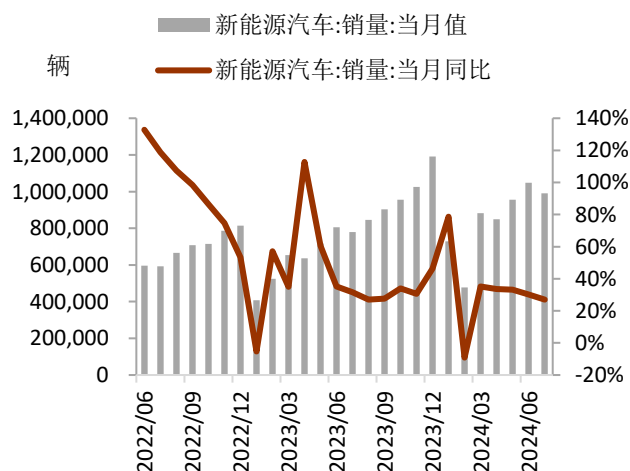


资料来源：iFinD，产业在线，铜冠金源期货

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

敬请参阅最后一页免责声明

四、行情展望

宏观方面，美国劳动力市场和制造业显露疲态，美联储采取预防式降息预期持续升温，市场担忧缓慢温和降息路径或令经济难以实现软着陆；国内方面，制造业 PMI 呈弱稳状态，工业企业利润增速修复，稳健的货币政策配合扩张型的财政政策继续托底国内经济。

基本面来看，智利矿山供应扰动平息，国内产量仍然维持高位，进口小幅回落。需求端，铜价重心下潜提振线缆企业需求复苏，传统行业消费除地产外富有韧性，新兴产业用铜增量较为平稳。库存方面，国内平稳去库，海外结束累库，全球显现库存拐点显现。

整体上，美联储启动预防衰退式的降息预期持续升温，市场担忧缓慢降息或令软着陆或难以兑现，压制铜价上行空间；而基本面中国三季度消费逐步回暖，国内去库流畅，矿端中期供应仍有偏紧预期，整体预计铜价将进入宽幅震荡走势。

预计 9 月份铜价将进入区间震荡，沪铜主要波动区间在 70500-75500 元/吨之间，伦铜的主要波动区间在 8700-9450 美元/吨之间。

风险点：美联储超预期降息，海外矿端供应干扰加剧

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。