

旺季来临叠加低库存，铜高位震荡

研究员

姓名：张珩

从业资格号：

F3084967

投资咨询号：

Z0018883

核心观点

宏观方面，虽美联储官员讲话偏鹰，但实际数据来看劳动力市场总体和通胀方面都有所回落，大概率将停止加息，美国经济软着陆可能增加。但其他海外国家衰退预期仍存。国内方面，刺激政策密集出台，地产端利好政策持续释放，PMI 小幅改善，市场情绪有所修复，观察政策落地后续效果。

供需方面，铜供应保持稳定，加工费小幅下行但仍保持高位，国内电解铜产量上行，且预计继续稳步增长。需求方面，金九银十即将到来，整体需求预计转好。终端消费上，制冷行业进入淡季，但房地产产业链受政策影响预期改善，电力板块需求稳健。库存方面，月内上期所去库，国内社会和保税区库存也环比月初减少，库存处低位水平。整体供需维持相对平衡。

总的来看，9月海外宏观或偏中性，美元指数强势，铜上方压力仍存。国内基建、家电、汽车、电力等终端板块存在韧性，且临近传统消费旺季，加之政策利好持续释放，国内下游需求上行预期增加，但也不宜过度乐观。多因素影响下预计铜价高位震荡为主。

风险提示：旺季需求不及预期、欧美央行超预期加息、海外系统性风险

目录

一、 行情回顾	3
二、 宏观经济分析	4
1. 海外：8月美劳动力市场降温，9月大概率不加息	4
2. 国内：货币政策持续释放利好，经济向好未变	6
三、 供给端分析	7
1. 海外铜矿及进口：矿端供应稳定，冶炼活动持平	7
2. 国内冶炼厂：9月产量预增，冶炼企业预计价格高位震荡	8
四、 需求端分析	9
1. 海外需求：PMI 数据显示海外整体需求疲弱	9
2. 加工企业：整体季节性预期上行	10
3. 电力建设：电力建设对铜消费保持稳健	12
4. 房地产：地产数据持续不佳，支持政策密集出台	12
5. 汽车：整体数据稳定，市场表现符合预期	14
6. 白色家电：市场转入淡季，排产有所下降	15
7. 库存情况：现阶段低库存总量仍为铜价提供支撑	16

一、行情回顾

沪铜主力合约 8 月 31 日收盘价 69430 元/吨，较 7 月 31 日收盘价 69530 元/吨跌幅 0.1%。月内最低价 8 月 9 日 67440 元/吨，最高价 8 月 1 日 70940 元/吨。LME 铜 8 月 31 日收盘价 8437 美元/吨，较上月末跌幅 4.5%，月内最低价 8 月 17 日 8120 美元/吨，最高价 8 月 1 日 8860 美元/吨。现货方面，8 月 31 日 SMM1#电解铜现货含税均价 70085 元/吨，较上月末 7 月 31 日 69850 元/吨上涨 235 元。月末以活跃期货合约收盘价和 SMM1#电解铜现货含税均价计算的基差为 325 元/吨，上月末为 180 元/吨。月内美元指数维持强势，月末有小幅回调，8 月 31 日美元指数较上月末上行 1.7%。

7 月沪铜主力价格先跌后涨，整体处于高位震荡区间内。月初随着铜供给端趋于稳定，冶炼厂加工费维持高位，国内电解铜维持正常高产，而需求端进入传统行业淡季订单数不足，铜基本面整体偏弱，叠加美元指数持续反弹，铜价上行动能不足，高位回落。此后国内政策持续释放利好，美联储 9 月大概率暂停加息，各数据显示美国经济软着陆可能增加，铜价反弹。



图 1 沪铜主力合约及 LME 铜三个月合约收盘价

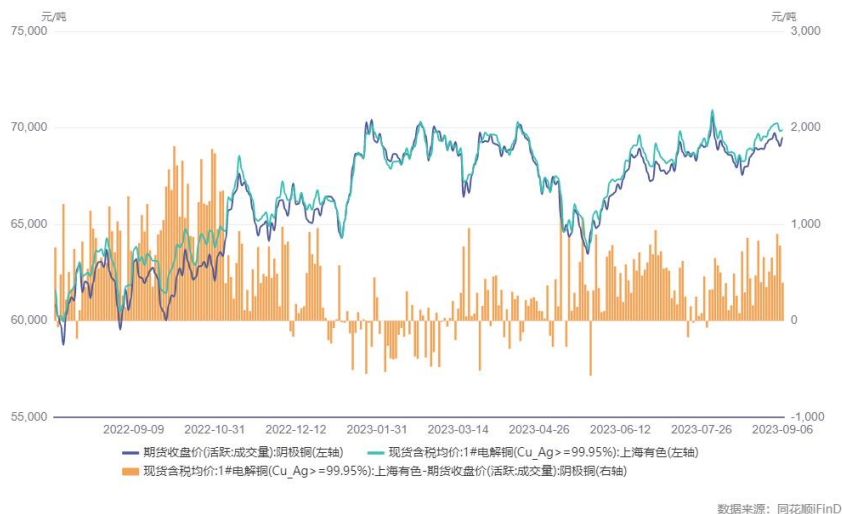


图 2 SMM1#电解铜现货含税均价、期货主力收盘价及计算基差

二、宏观经济分析

1. 海外：8 月美劳动力市场降温，9 月大概率不加息

就业情况上，美国劳工部数据显示，美国 8 月非农新增就业人数为 18.7 万人，高于预期的 17 万人。另外，美国 8 月失业率意外环比上升 0.3 个百分点，达到 3.8%，创一年半以来新高。此前发布的职位空缺及劳动力流动调查 (JOLTS) 报告显示，7 月职位空缺数量为 882.7 万个，连续第三个月下降。美国 8 月 ADP 新增就业人数录得 17.7 万人，为五个月来最小增幅，不及预期的 19.5 万人。此外，美国商务部长称希望美企在华投资，并称持乐观态度离开中国。美国至 8 月 26 日当周初请失业金人数录得 22.8 万人，为 7 月 29 日当周以来新低。

通胀数据上，美国 7 月 PCE（个人消费支出）物价指数同比从 6 月的 3% 反弹至 3.3%。同时，美联储最爱通胀指标——剔除食物和能源后的核心 PCE 物价指数同比增速从 6 月的 4.1% 略上升至 4.2%，均符合预期。美国 7 月份消

费者价格指数 (CPI) 同比上涨 3.2%，环比反弹 0.2 个百分点。这是美国 CPI 连续两个月保持 0.2% 的环比涨幅。不过，剔除波动较大的食品和能源价格后，美国 7 月核心 CPI 同比上涨 4.7%，创造了 2021 年 10 月以来最低涨幅。

美联储密切关注劳动力市场，整体而言，8 月美国劳动力市场呈降温态势，这让美联储 9 月议息会议维持利率不变的概率增加。一系列新的数据发布后，芝商所“美联储观察工具”显示，市场押注美联储 9 月不加息的概率从 89% 升至 93%。

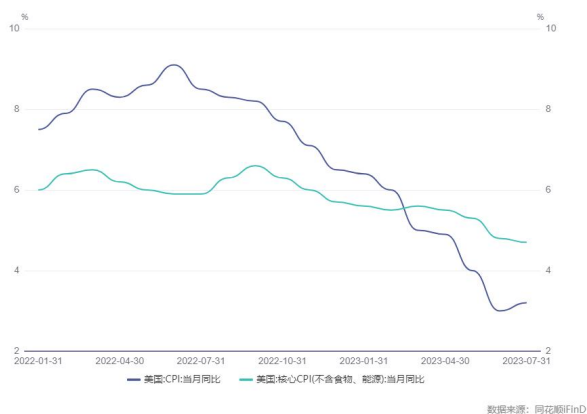


图 3 美国 CPI 及核心 CPI 当月同比

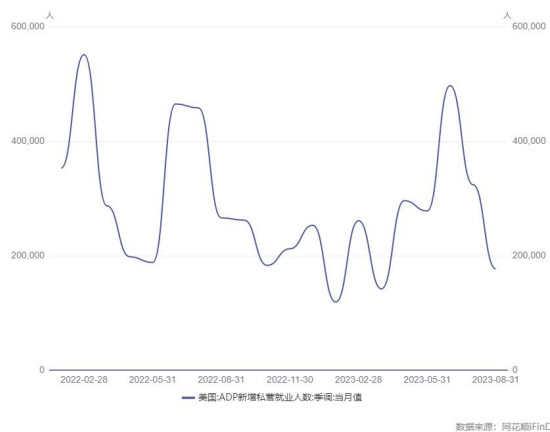


图 4 美国 ADP 就业数据

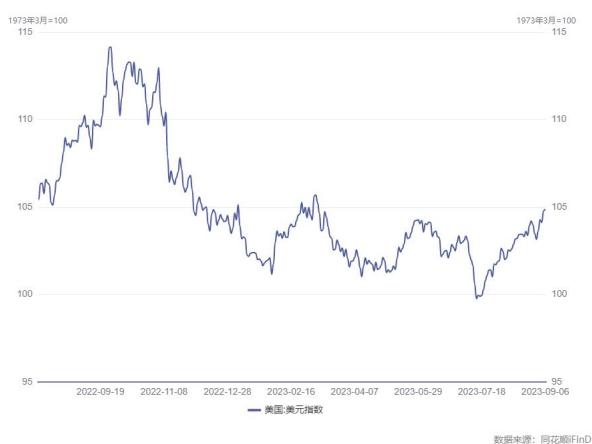


图 5 美元指数

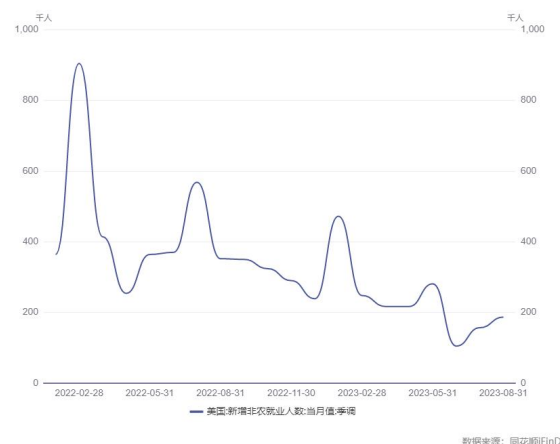


图 6 美国新增非农就业人数

2. 国内：货币政策持续释放利好，经济向好未变

8月15日，人民银行开展2040亿元公开市场逆回购操作和4010亿元中期借贷便利（MLF）操作。其中，逆回购中标利率为1.80%，较此前下降10个基点；MLF中标利率为2.50%，较此前下降15个基点。同日，人民银行下调常备借贷便利利率，各期限均下调10个基点。8月21日，贷款市场报价利率1年期LPR较此前下降10个基点，5年期以上LPR保持不变。分析均认为，此次1年期LPR三个月内第二次下降，传递出货币政策加大逆周期调节力度、推动经济回升向好的信号；而5年期以上LPR未调整则是为存量房贷利率加快落地预留空间。

国家统计局数据显示，8月份，制造业采购经理指数为49.7%，比上月上升0.4%，虽仍处于荣枯线以下，但经济整体收缩速度进一步放缓，经济逐步好转且有上行趋势；非制造业商务活动指数为51.0%，比上月下降0.5%，但持续位于扩张区间；综合PMI产出指数为51.3%，比上月上升0.2%。

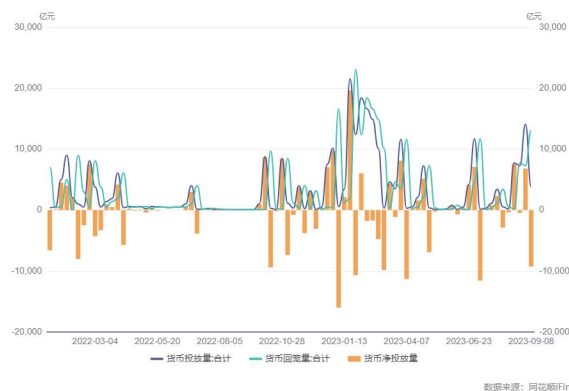
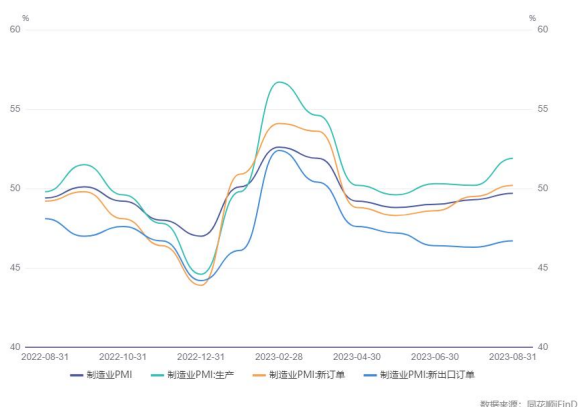


图 7 中国制造业 PMI 及生产新订单新出口指数 图 8 央行公开市场操作货币投放量、回笼量及净投放量

三、供给端分析

1. 海外铜矿及进口：矿端供应稳定，冶炼活动持平

消息方面，ICSG 称 2023 年 1-6 月全球精炼铜市场从去年同期的短缺 19.6 万吨转为过剩 21.3 万吨，今年 1-6 月全球铜矿产量同比增长 2%。由于几处矿山受到运营问题、品位下降和供水减少的影响，智利的产量下降了 4%。智利国营铜业公司 (Codeco) 也在努力提高产量摆脱 25 年来的最低水平。欧盟、日本和美国对铜的表观需求下降。然而，中国的强劲需求足以推动全球精炼铜消费量增长 4%，达到 1,330 万吨。

加工费方面，9 月 1 日 Mysteel 干净铜精矿 TC91.6 美元/干吨，周均 92.8 美元/干吨，较月初周均价 93.6 美元/干吨有小幅下行，市场交投较为清淡，参与者对于加工费预期在 90 美元中位，供应端保持稳定。

金属加工厂卫星监测数据显示，8 月份全球铜冶炼活动基本持平，主要精炼铜生产国中国活动的反弹被其他地区的疲弱数据所抵消。8 月份全球分散指数从 7 月份的 46.8 降至 46.7，中国冶炼活动从 7 月份的 44.8 反弹至 8 月份的 48.1，南美和北美的活动较为疲软，分散指数分别为 41 和 30.9。

据海关总署统计，2023 年 7 月中国铜矿砂及精矿进口量为 197.5 万吨，较去年同期 189.9 万吨增加 4.0%，环比上月 212.5 万吨减少 7.1%。2023 年 1-7 月中国铜精矿累计进口量为 1541.0 万吨，较去年同期的 1435.3 万吨增加 7.4%。中国 2023 年 7 月未锻轧精炼铜阴极及阴极型材进口 28.83 万吨，同比增 2.84%，环比增 2.26%；1-7 月累计进口 183.79 万吨，同比减 10.61%。

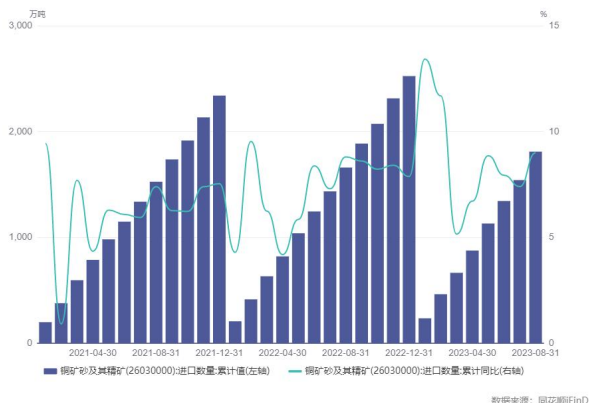


图 9 铜矿砂及其精矿进口累计值及累计同比

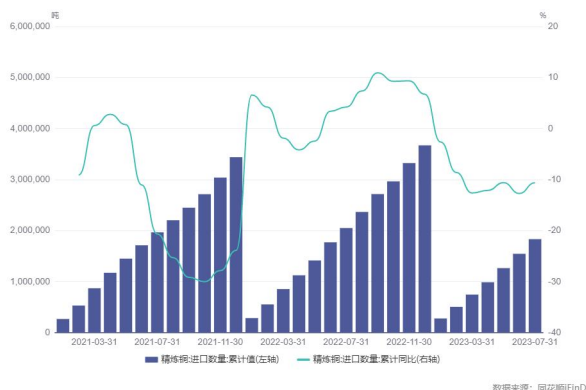


图 10 精炼铜进口量累计值及累计同比

2. 国内冶炼厂：9 月产量预增，冶炼企业预计价格高位震荡

产量方面，据 Mysteel 调研，2023 年 8 月国内样本电解铜实际产量 95.99 万吨，环比增加 5.18%，同比增加 15.97%。2023 年 1-8 月国内样本电解铜实际产量累计 732.26 万吨，同比增加 11.16%。2023 年 9 月全国预计电解铜实际产量 98.86 万吨，环比减少 0.41%，同比增加 10.71%。2023 年 1-9 月国内电解铜预计产量累计 853.19 万吨，同比增加 7.98%。

检修方面，根据 mysteel 调研，7 月产量受国内冶炼企业检修影响明显，7 月一共有 5 家冶炼企业进行检修，其中两家冶炼企业的检修影响量超过 1 万吨，但是得益于近期废铜以及阳极板的供应比较正常，其余检修企业的影响量较 6 月有小幅减少。据了解，8 月仅有一家企业有检修，且影响的产量并不大，因此 8 月份的国内电解铜产量增加。

冶炼企业情绪方面，据 Mysteel 调研，目前国内自产电解铜尚有缺口，需要进口铜弥补，后续国内部分冶炼企业逐步扩张产能，未来国内供给将会逐步增加，或许对进口铜依赖度下降。国内铜加工产品在当前供需环境下价格竞争

激烈，国内需求虽有韧性但当前表现偏弱。降本增效是贯穿上下游企业共同的目标，对成本的控制提升了价格敏感度。加工企业的原料库存普遍还是偏低的，所以在铜价出现一定跌幅时候出现收货现象。本次调研的多数企业认为若铜价短期破 7 万/吨，继续向上突破的限制较多，但目前现货升水依然较高，下方 6.7 万/吨左右会有支撑。

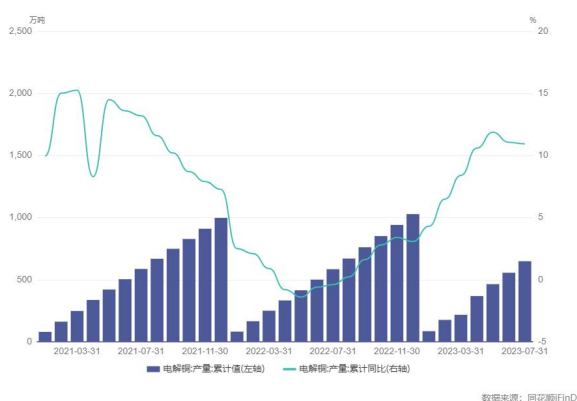


图 11 上海有色电解铜累计产量及累计同比

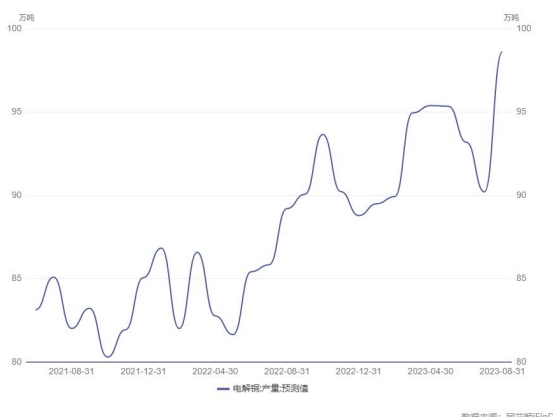


图 12 上海有色电解铜产量预测

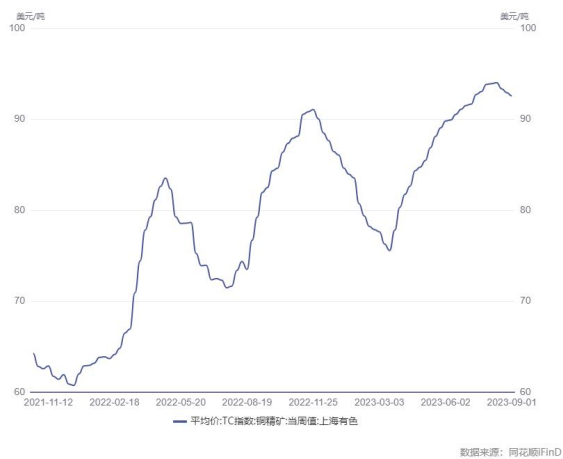


图 13 中国铜冶炼厂加工费情况

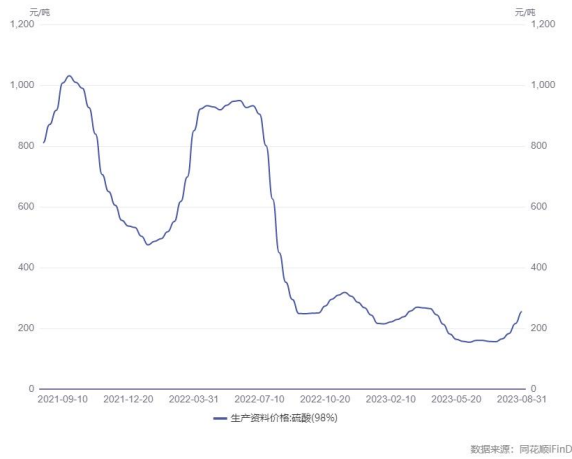


图 14 全国硫酸市场价变化情况

四、需求端分析

1. 海外需求：PMI 数据显示海外整体需求疲弱

欧美 PMI 数据全线疲软。欧元区 8 月综合 PMI 初值为 47，低于预期值，

连续三个月处于收缩区间。制造业 PMI 初值从 7 月的 42.7 回升至 43.7，是七个月以来的首次改善，好于预期值 42.7，但仍处于收缩区间。

惠誉将美国储蓄银行（ASB）置于负面观察中，此前穆迪以及标普也对美国其他银行作出了类似的评级下调。至此，国际三大评级机构均对美国银行业采取了相同的做法。

美国 8 月制造业 PMI 初值为 47，低于 7 月终值 49，美国制造业已经连续 4 个月出现萎缩。美国 8 月服务业 PMI 为 51.0，低于 7 月终值 52.3，并且创下了今年 2 月以来最慢增速。综合 PMI 初值也从 7 月的 52 降至 8 月的 50.4，创下 2022 年 11 月以来最大降幅。



图 15 美国及欧元区制造业 PMI 指数

2. 加工企业：整体季节性预期上行

精铜杆：据 Mysteel 调研，2023 年 8 月国内精铜杆产量为 79.54 万吨，环比增加 2.17%；2023 年 8 月国内精铜杆产能利用率为 66.21%，环比提升 1.41%，同比下降 2.29%。据调研样本企业生产计划，9 月精铜杆产量为 82.46

万吨,环比增加 3.67%;9 月精铜杆企业产能利用率为 70.93%,环比提升 4.72%,同比下降 0.14%。

再生铜杆:据 Mysteel 调研,2023 年 8 月国内再生铜杆产量为 19.51 万吨,环比降 8.70%;8 月国内再生铜杆产能利用率为 36.52%,环比降 3.48%,同比降 1.98%。据调研样本企业生产计划,9 月再生铜杆产量 20.78 万吨,环比增 6.51%;9 月再生铜杆企业产能利用率为 40.19%,环比增 3.67%,同比增 7.92%。

铜管:据 Mysteel 调研,8 月份国内铜管产量 15.3 万吨,环比下降 4.97%;8 月综合产能利用率为 77.02%。从供应面来看,铜管市场基本面情况依然偏弱,预计后期供应以减少为主;从需求面来看,8-9 月是铜管消费的淡季,下游企业备货情绪不高,预计短期铜管需求有限。总的来说,市场整体心态偏弱,预计,9 月份铜管市场接单或受到一定限制。

铜棒:据 Mysteel 调研,2023 年 8 月国内铜棒产量为 10.49 万吨,环比下降 1.70%。8 月综合产能利用率为 53.95%,环比下降 1.1%。供应方面部分企业有销售冲量计划,九、十月供应端有增加趋势。需求方面首先新能源高增长需求带动部分高端棒材消费向好,传统消费受国内稳步复苏预期支撑,季节性消费增量尚有预期。

铜箔:据 Mysteel 调研,2023 年 8 月国内电解铜箔总产量为 6.14 万吨,环比增加 3.3%,同比增加 15.73%,产能利用率为 84.23%。即将进入“金九银十”,在宏观政策刺激下,消费电子市场预计增长,电子电路铜箔消费情况将进一步好转,同时 8 月份铜箔厂商消化部分下月订单,这可能会使下月订单增

量有所放缓，但总的来说，下半年电子电路铜箔市场稳中向好。

铜板带：据 Mysteel 调研，2023 年 8 月国内铜带（板）总产量为 22.10 万吨，环比上升 0.82%，同比下降 2%；综合产能利用率在 72.36%，环比上升 0.51 个百分点，同比下降 1.61 个百分点。

3. 电力建设：电力建设对铜消费保持稳健

1-7 月份，全国主要发电企业电源工程完成投资 4013 亿元，同比增长 54.4%。其中，太阳能发电 1612 亿元，同比增长 108.7%；核电 439 亿元，同比增长 50.5%。电网工程完成投资 2473 亿元，同比增长 10.4%。据报道，今年第一季度电网订单活跃，4 月份订单表现略有趋弱，但 5 月份铜价快速下跌带动订单迅速恢复至正常水平。7 月铜电线电缆企业开工率为 84.84%，线缆企业新订单增量有限。预计下半年线缆厂以消耗库存为主，对实际消费的拉动有限。

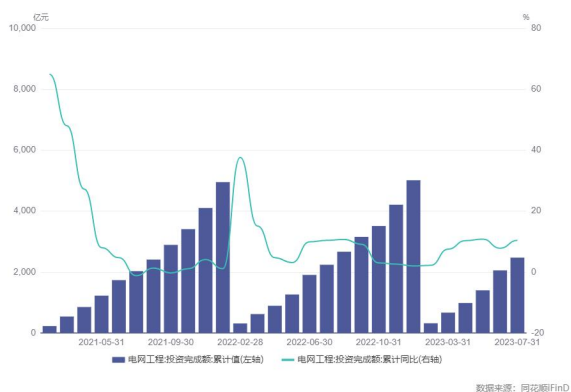


图 16 电网建设投资完成额及同比

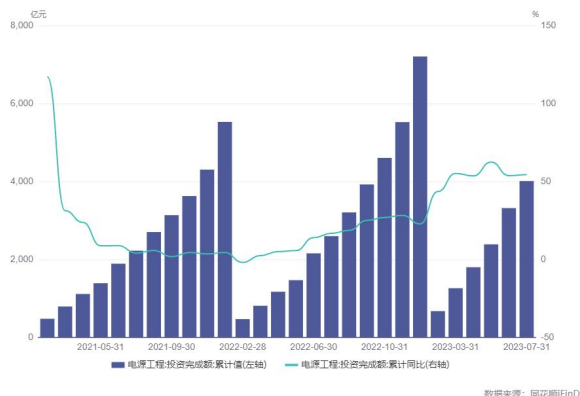


图 17 电源建设投资完成额及同比

4. 房地产：地产数据持续不佳，支持政策密集出台

中国人民银行、国家金融监督管理总局发布关于调整优化差别化住房信贷

政策的通知，通知提到，首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点。

工商银行、农业银行、中国银行、建设银行在 9 月 7 日先后发布有关存量首套住房贷款利率调整和操作事项的公告。根据上述银行公告，自 2023 年 9 月 25 日起，将与存量个人住房贷款客户就贷款执行利率进行协商调整，存量首套住房贷款客户无需申请，银行将于当日统一批量调整。

国家统计局数据显示，1-7 月份，全国商品房销售额 70450 亿元，同比下降 1.5%；商品房销售面积 66563 万平方米，同比下降 6.5%。从 7 月单月数据来看，销售面积和金额增速均“由正转负”。7 月全国商品房销售面积 7048 万平方米，环比下降 46.1%；销售金额 7358 亿元，环比下降 44.7%，创今年以来单月成交新低。1—7 月份，全国房地产开发投资 67717 亿元，同比下降 8.5%；房地产开发企业房屋施工面积 799682 万平方米，同比下降 6.8%；房屋新开工面积 56969 万平方米；房屋竣工面积 38405 万平方米，增长 20.5%。

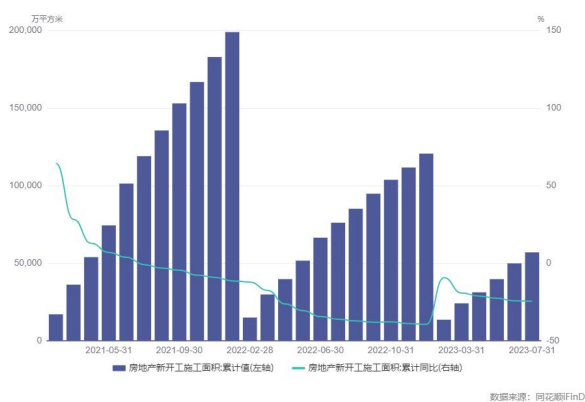


图 18 房地产新开工施工面积累计值及累计同比



图 19 房地产施工面积累计值及累计同比

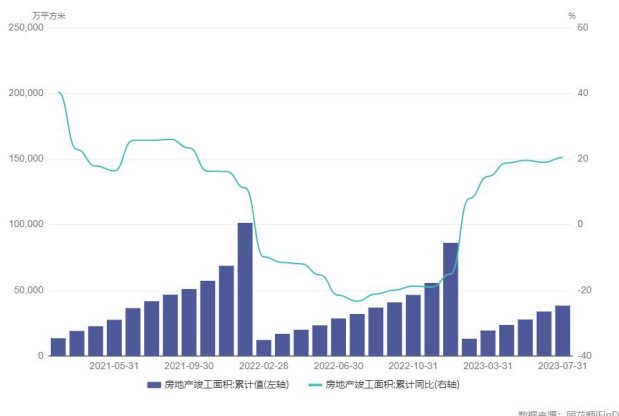


图 20 房地产竣工面积累计值及累计同比

5. 汽车：整体数据稳定，市场表现符合预期

乘联会初步统计，8月1-31日，乘用车市场零售190.2万辆，同比增长2%，环比增长7%；今年以来累计零售1319.9万辆，同比增长2%；8月1-31日，全国乘用车厂商新能源批发80.5万辆，同比增长28%，环比增长9%；今年以来累计批发508.6万辆，同比增长39%；8月1-31日，新能源车市场零售69.8万辆，同比增长32%，环比增长9%；今年以来累计零售442.4万辆，同比增长36%。

据Mysteel，2023年上半年新能源车市场呈现逐月走高的特征。2023年7月以来乘用车市场处于淡季，随着大量有竞争力的新品推出，价格促销力度不断加大，8月消费者的购买热情持续释放。乘联会预测，2023年中国新能源乘用车销量为850万辆，狭义乘用车销量为2350万辆，年度新能源车渗透率有望达到36%。目前的市场运行状态与预测基本是吻合的。

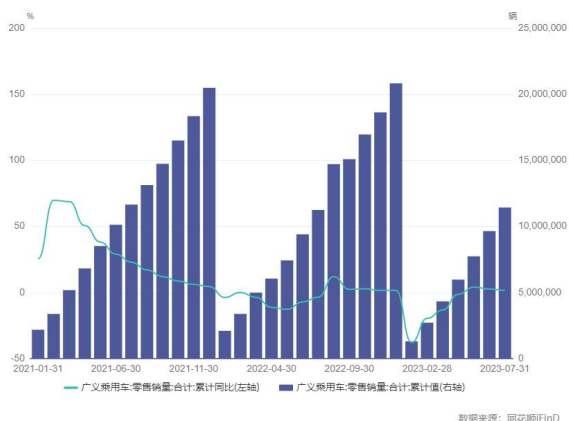


图 21 广义乘用车零售销量累计值及累计同比

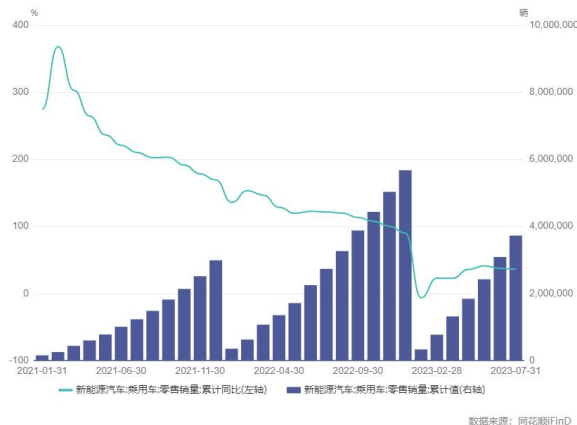


图 22 新能源汽车零售销量累计值及累计同比

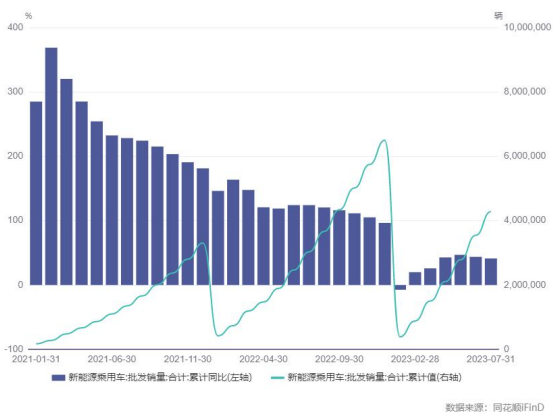


图 23 新能源汽车批发销量累计值及累计同比

6. 白色家电：市场转入淡季，排产有所下降

据产业在线最新发布的三大白电排产数据显示，2023年9月空冰洗排产总量共计2299万台，较去年同期生产实绩下降2.1%。主要受内销拖累，出口市场表现相对较好。

8月市场由旺季转入淡季，空调制冷企业也进入了设备检修和休假阶段，9月份部分空调企业继续休假，一定程度抑制了市场需求，9月份家用空调排产1100万台，环比下调19.83%。其中内销排产660万台，出口排产440万台。

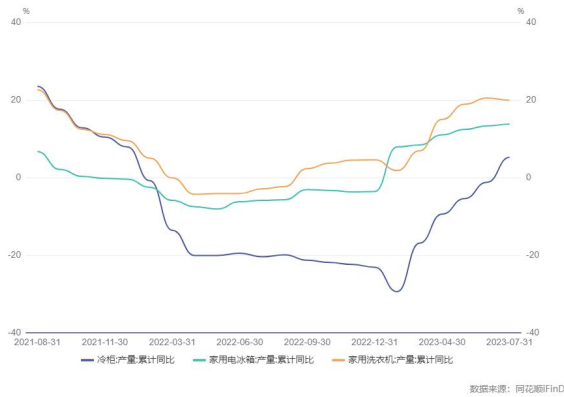


图 24 冷柜、家用电冰箱及洗衣机产量累计同比

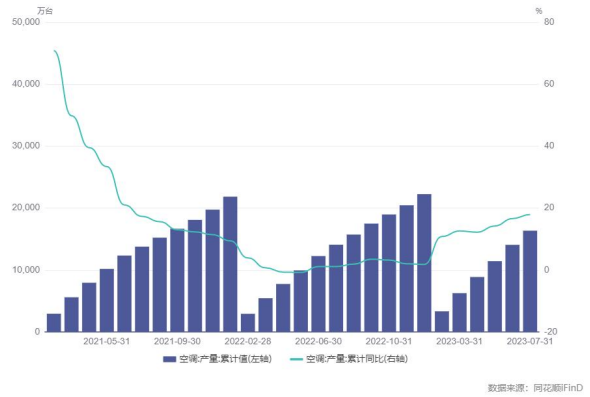


图 25 空调产量累计值及累计同比

7. 库存情况：现阶段低库存总量仍为铜价提供支撑

截至 9 月 1 日，上期所库存较上月月末减少约 0.55 万吨至 4.66 万吨，LME 铜库存较上月月末增加约 2.5 万吨至 10.43 万吨，COMEX 铜库存较月初减少约 1.16 万短吨至 3.2 万短吨。

据 Mysteel，8 月 31 日上海、广东两地保税区铜现货库存累计 5.30 万吨，较 8 月 3 日减少 1.51 万吨；上海保税区 4.60 万吨，较 8 月 3 日减少 1.25 万吨；广东保税区 0.7 万吨，较 8 月 3 日减少 0.26 万吨。

据 Mysteel，8 月 31 日国内市场电解铜现货库存 8.31 万吨，较 8 月 3 日减少 1.61 万吨；上海库存 6.05 万吨，较 8 月 3 日减少 0.29 万吨；广东库存 1.17 万吨，较 8 月 3 日减少 1.49 万吨；江苏库存 0.41 万吨，较 8 月 3 日减少 0.17 万吨。国内市场库存较上月小幅减少，目前处于历年同期低位。

据 Mysteel，8 月 31 日当周国内铜冶炼企业电解铜成品库存 6.1 万吨，环比月初增加 0.2 万吨。

三大交易所及保税区总库存较月初有小幅减少。

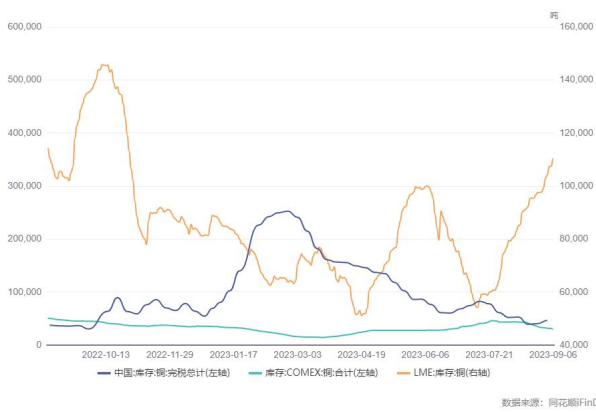


图 26 上期所铜库存、LME 铜库存及 COMEX 铜库存

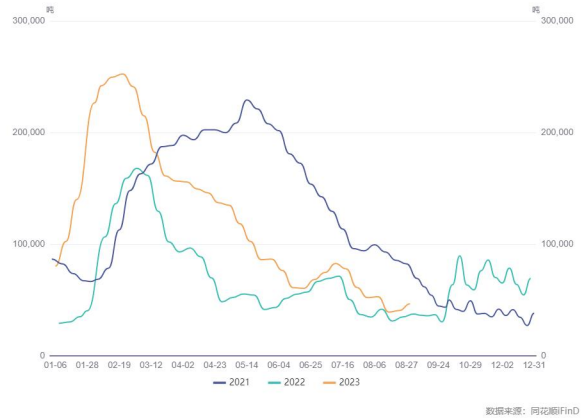


图 27 上期所铜库存总量季节性变化

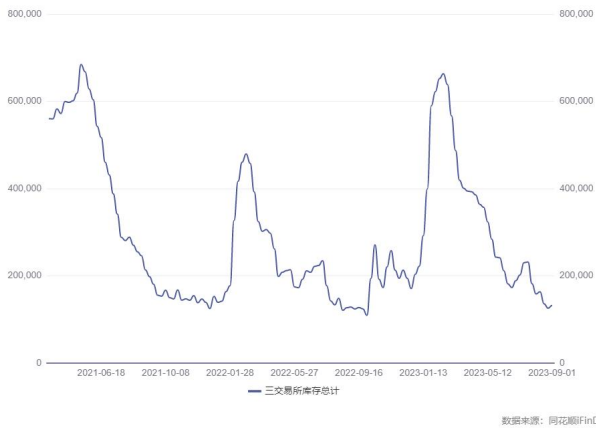


图 28 三大交易所铜显性库存总量

免责声明

本报告版权归财达期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为财达期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于财达期货有限公司及其研究员认为可信的公开资料，但并不保证这些信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。本公司将随时补充和更正有关信息，但是不保证及时发布。本公司不承担任何投资者因使用本报告产生的任何责任。

财达期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系方式：

地址：天津市和平区君隆广场C座9层

电话：022-83213100 传真：022-83213044 邮编：300020

