

宏观与供需双双面临预期和现实的博弈

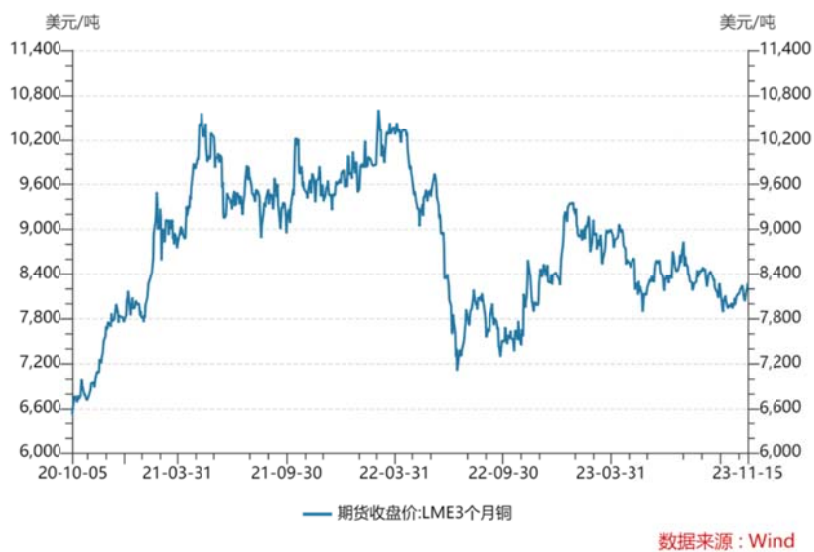
——10月以来铜市场分析及后市展望

五矿国际 陆逸帆

中国金属矿业经济研究院 吴越

10月，受美国经济数据保持韧性、欧洲经济疲软、中东地缘冲突等因素影响，美元指数和美债收益率一度大幅升至高位，一定程度上对大宗商品价格形成较大压力。与此同时，低铜价带动国内下游消费边际好转。铜价以低位震荡为主，月底小幅反弹。伦铜10月均价为8013美元/吨，同比上涨5.9%，环比下跌3.6%，1-10月均价为8546美元/吨，同比下跌3.9%。SMM1#电解铜10月均价为66844元/吨，同比上涨4.5%，7月以来涨幅首次不及伦铜，环比下跌3.1%，1-10月均价为68255元/吨，同比上涨0.9%。展望后市，宏观与供需双双面临预期和现实的博弈，内外市场均有累库压力。

图 1：LME 铜价走势



一、宏观利空压力较大，基本面在低价下保持韧性

国际层面，美国经济有韧性，三季度 GDP 环比增长 4.9% 大超预期，加之美债收益率走高，欧洲经济继续走弱，支撑美元指数高位运行，令金属价格承压。**国内方面**，10 月经济数据表现偏弱，制造业 PMI 重回荣枯线以下，出口降幅超预期，通胀继续走弱，显示国内经济复苏斜率放缓。不过 10 月下旬中央财政增发一万亿元国债，提振市场情绪。

基本面方面，整体表现内强外弱，进口窗口打开。低铜价下国内下游消费表现强劲，淡季显性库存创年内新低。但海外消费表现疲软，LME 库存去库有限。

铜精矿供应方面，进入 10 月后铜精矿现货加工费持续下滑，主要因为冶炼厂大量补货导致铜精矿需求大幅增加。考虑到市场上冷料维持紧张，年底前铜精

矿需求坚挺，预计现货加工费仍存在下行空间。11月中旬开启2024年度铜精矿长单加工费谈判，值得关注。消息面，第一量子旗下的巴拿马铜矿仍面临当地抗议的干扰，民众反对政府最近批准的该铜矿的采矿特许权，指责政府忽略了社区需求和环境问题。抗议仍在继续，目前暂未影响到矿山的运营，但抗议活动导致了一些道路中端，后续仍需关注该矿山的谈判进程。

粗铜供应受限。10月国内粗铜加工费跌至年内低位。10月铜价多数时间低位运行，精废价差大幅收窄，废铜供应商捂货惜售导致粗铜原料收紧影响产出，而进口粗铜受非洲物流拥堵影响始终未有明显增量。海关数据显示，1-9月我国阳极铜进口量累计同比减少13.6%。

电铜供应环比小幅回落。SMM数据显示，10月国内电解铜产量为99.38万吨，环比下降1.82万吨，除了检修的影响，部分冶炼厂受制于粗铜紧张导致产出超预期下降。考虑到粗铜紧张的问题短期内仍将困扰冶炼厂，预计11月国内电铜产量回升幅度有限。

下游消费方面，铜价低位运行背景下，下游补货积极，10月国内铜材开工率超预期上升，精铜杆及线缆、铜板带等表现亮眼。尽管有长假放假影响，精铜杆10月开工率仍是大超预期，创近四年同期新高，周度开工率创年内新高达到80%以上，主因铜价回落后下游线缆企业下单十分积极，加上精废价差快速收窄大幅提振了精铜杆消费。据了解，铜杆企业在手订单已排至11月中旬，尽管10月底价格反弹后新增订单回落，但预计11月开工率仅小幅下滑。线缆企业自身开工率同样达到了年内最高水平，原因除了低铜价下积压需求的释放，也包括北方入冬前加紧户外施工提振的需求。铜板带行业得益于新能源汽车、电气等行业带动，开工率亦有所回升。

终端方面，各行业表现分化。9月电网投资累计同比增速较前月小幅回升至4.2%，风电和光伏装机量累计同比增速继续扩大。房地产竣工累计同比增速较前月小幅扩大至19.8%，但销售和投资降幅继续扩大。9月家用空调产销同比降幅继续扩大，但出口仍维持25%以上的同比增速。10月汽车产销同比增速表现亮眼，销量环比微降，但产量实现环比正增长，其中出口维持40%以上同比增速。新能源汽车产销表现亮眼，10月销量达到95.6万辆，渗透率达到33.5%。

进出口方面，基本面内强外弱，10月进口窗口打开。9月进口精炼铜34.4万吨，环比8月小幅增长0.3万吨。10月进口窗口打开，海关数据显示，10月未锻轧铜及铜材进口继续回升至50万吨，环比增长2万吨，同比增长23.7%，预计精炼铜进口量较9月继续小幅回升。

库存方面，10月LME库存先增后减，10月底较9月底累库增加近1万吨至17.65万吨，去库基本都在亚洲仓库，与国内进口相对应，但欧美维持累库，暗示海外消费疲软。上期所库存同样先增后减，月内库存减少2588吨至3.64万吨，处于极低水平。

二、后市展望，宏观面多空交织，基本面支撑作用预计减弱

整体而言，展望未来一段时期的铜市场，宏观与供需都面临预期和现实的博弈。

宏观方面，11月初，美国非农就业数据不及预期提振了市场对于美联储提早降息的预期，但很快美联储官员频繁发声释放鹰派预期给市场降温。最新公布的美国10月CPI和核心CPI增幅均低于预期，无疑给市场注入了一剂兴奋剂，

美元指数出现急跌。可以看到，大宗商品价格或在市场情绪变化间经历起落。而国内前期政策刺激带来的利好作用逐渐归于平淡，经济数据依旧提示弱现实。

基本面方面，国内电铜供应稳定处于较高水平，进口随着比价的好转有所增加，下游消费目前已逐渐打破了传统的淡旺季特点，下游企业根据价格情况主动掌握采购节奏，买跌不买涨。

整体来看，宏观多空交织，基本面支撑作用预计减弱。临近年底国内仍存在累库预期，海外库存整体偏高，现货贴水处于较高水平。