精废价差给到支撑 铜价承压震荡运行

<铜> 2023.10.22

上海大陆期货有限公司

地址：上海市徐汇区凯旋路 3131 号明申中心大厦 26 楼
邮编：200030
电话：021-54071958
信箱：dlqhyfb@126.com

研究员

姓名： 于梦雪
投资咨询证号：Z0018968
从业证号：F3078030

主要内容：

- 本周铜价回调后企稳震荡。近期宏观情绪持续偏弱，地缘政治问题提升市场避险情绪，压制整体商品价格。铜价本周受到国内经济数据积极提振，而且精废价差急速收窄，价格走低对下游提货有所利好，跌势暂缓震荡运行。
- 基本面来看，铜精矿现货加工费反弹，供给增量预期的确定性较需求恢复的确定性更强。近两月国产铜放量可观，进口量逐步增大。市场对今年国内消费预期强烈，但消费端并未看到明显改善，海内外库存与升贴水走势分化，海外交仓持续，库存达到近两年高位，海外消费放缓体现，关注之后可能流入国内带来的供给端压力。精废价差收窄带给精铜消费支撑，中期利空因素仍强，中长期全球经济衰退担忧仍存，工业金属需求前景受抑制依旧存在。
- 宏观扰动加大，情绪已经转弱，目前进入下半年，海外到货和国内消费依旧是决定价格的主要因素，短期受到国内经济以及精废价差预计内盘支撑较强，维持震荡运行，内强外弱格局依旧，关注国内库存演变，预计下周运行区间为 65500-67500 元/吨。
- **风险点**: 货币政策超预期；地缘政治危机加剧；美指美债飙升；下游消费不及预期

周度核心逻辑

- 海外宏观扰动加大
  美联储含糊其辞
- 精铜杆开工可观
  关注海外货源流入
- 精废价差持续偏低
  反向支撑精铜消费
- 进口窗口打开
  海外库存升至高位

一. 热点与宏观经济走势

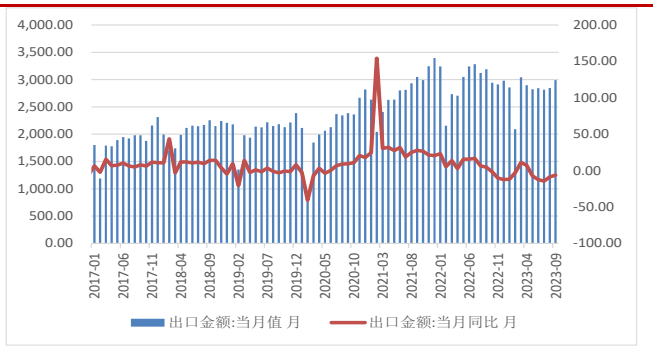
国内方面，国内下半年大概率经济数据下滑收敛，政策能动性高于上半年，流动性宽松贯穿全年。三季度经济斜率或出现走平，四季度不确定性较大。目前，有能力且有空间拉动信用扩张的抓手主要来自中央政府杠杆或者地产，能否出台更多且切实有效宽信用促需求举措，将是后续市场走向的关键。二季度央行货政例会重提"逆周期调节"传递了积极信号，提到"综合施策、稳定预期，坚决防范汇率大起大落风险"。后续伴随着更多稳定政策的出台，以及内外等基本面因素的改善，人民币汇率的这轮贬值行情或已进入末期，有望低位企稳。9 月综合 PMI 上升 0.7 至 52。制造业 PMI 重回扩张区间，环比提高 0.5 至 50.2。其中生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于 50%临界点，产需两端继续改善，外需修复快于内需，新出口订单回升 1.1 个百分点至 47.8%、接近近年均值水平（48%）。价格与利润方面，原材料购进价格指数、出厂价格指数均创 2022 年 5 月以来新高但两者差距持续扩大，制造业企业利润承压。分行业看，石油煤炭及其他燃料加工、汽车、电气机械器材等行业生产指数和新订单指数均高于 53，相关行业产需较快释放；农副食品加工、汽车、铁路船舶航空航天设备等行业生产经营活动预期指数位于 60 以上高位景气区间。大型企业是 PMI 回升的主导力量。9 月大、中、小型制造业企业 PMI 分别提高 0.80、0.3 至 51.6、49.6、48。三项 PMI 指数均位于扩张区间，经济景气度回升明显，多种化工品需求或有望持续改善。9 月非制造业 PMI 反弹 0.7 至 51.7。专项债加速落地、高温多雨天气消退背景下，建筑业景气度的阶段性改善，建筑 PMI 较上月回升 2.4 个百分点至 56.2%。其中，建筑业新订单指数回升 1.5 个百分点至 50%，再度站上荣枯线，或与地产销售阶段性回暖有关。二线城市新房销售有所改善、全国二手房成交面积明显回升。9 月服务业回升 0.4 至 50.9，中断 4 月以来的下行趋势，中秋国庆黄金周提振下，业务活动预期的回升为主要因素。8 月新增人民币贷款 1.36 万亿元、同比多增 868 亿元；新增社融 3.12 万亿元，同比多增 6316 亿元；社融存量增速 9%，较上月回升 0.1 个百分点。政府债券同比多增明显，表外融资占比回升，8 月新增政府债券融资 15534 亿元，同比多增 9726 亿元。居民中长贷延续走弱、与地产销售相互印证，除了居民短期贷款同比多增 398 亿元，居民中长期贷款、企业短期贷款、企业中长期贷款均形成拖累，分别同比少增 1056 亿元、同比多减 280 亿元、同比少增 909 亿元。预计后续在政策的提振下，国内经济持续恢复，企业和居民信心将继续修复。8 月，M1 同比回落 0.1 个百分点至 2.2%，其中，M0 同比回落 0.4 个百分点、为主要拖累，单位活期存款增速持平于 1%。M2 同比回落 0.1 个百分点至 10.6%。M1 与 M2 剪刀差与上月持平为 8.4 个百分点。预计后续货币政策仍将坚持稳健取向，基数逐渐回落，预计 M2 或较稳定。8 月社零总额同比+4.6%，7 月同比+2.5%，高于 wind 一致预期的 3.5%。环比+2.1%。分品类看：必选消费方面增长较为平淡，粮油食品、饮料、烟酒 8 月同比分别+4.5%/+0.8%/+4.3%。可选消费复苏较为明显。地产方面，2023 年 1-8 月全国住宅新开工面积、竣工面积、销售面积、房地产开发投资完成额分别同比-24.7%、+19.5%、-5.5%、-8.0%；8 月全国住宅新开工面积、竣工面积、销售面积、房地产开发投资完成额分别同比-21.6%、+10.5%、25.6%、-19.7%。8 月份社会消费稳健修复，未来随宏观经济

确定性增强有望持续改善。中秋国庆假期即将到来，线下零售及节庆主题相关消费品类或将受益。（数据来源：国家统计局、Wind）

图 1 中国制造业采购经理人指数

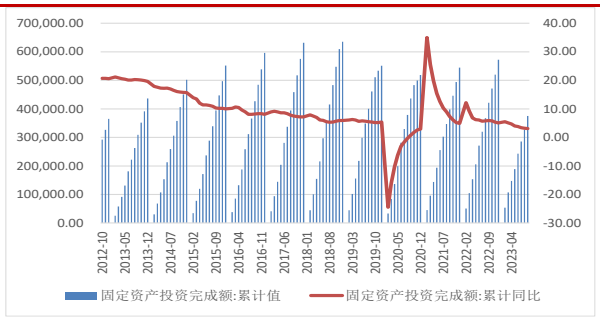
数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 2 中国出口数据走势



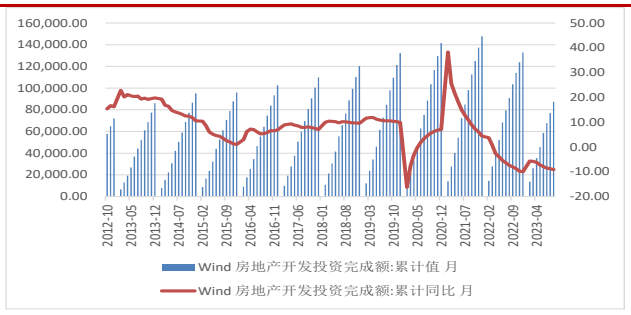
数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 3 中国固定资产投资走势



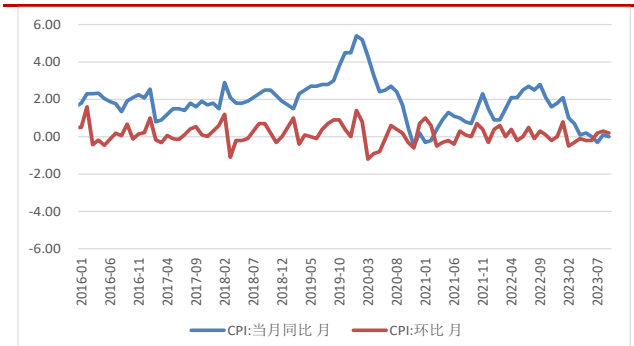
数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 4 房地产投资走势



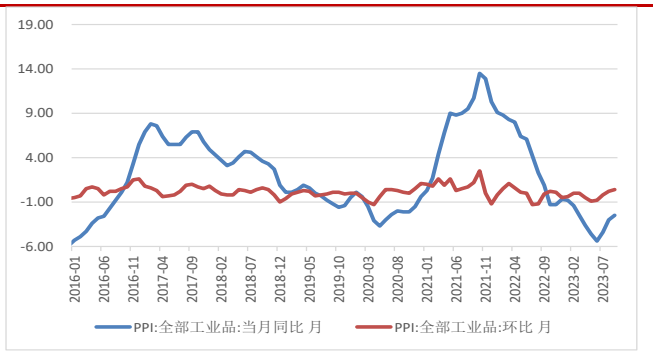
数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 5 中国 CPI 当月同比及环比



数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 6 中国 PPI 当月同比及环比

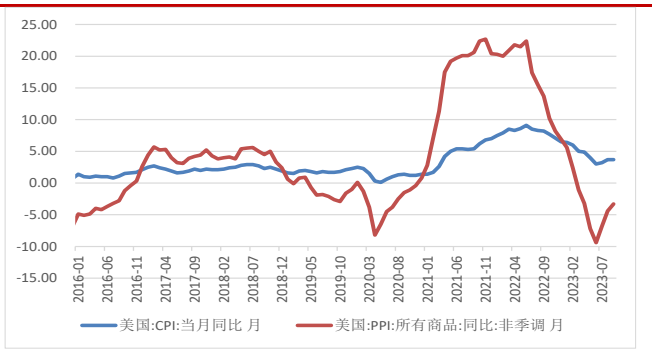


数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 7 美国 PMI 指数

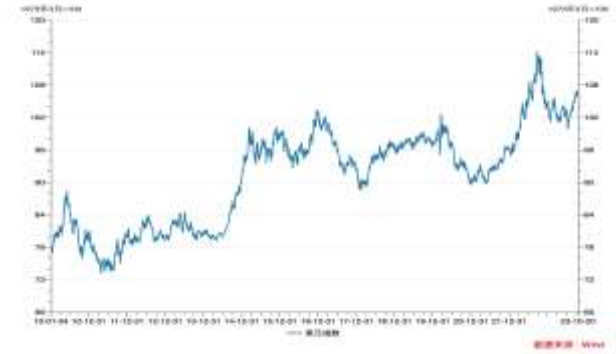
数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 8 美国 CPI/PPI 走势



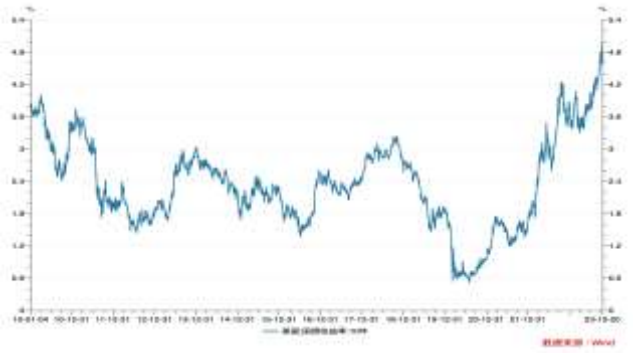
数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 9 美元指数



数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 10 美国十年期国债收益率



数据来源：Wind 大陆期货研发部

二. 沪铜走势与分析

2.1 期货行情复盘

期货方面，本周铜价回调后企稳震荡。近期宏观情绪持续偏弱，地缘政治问题提升市场避险情绪，压制整体商品价格。铜价本周受到国内经济数据积极提振，而且精废价差急速收窄，价格走低对下游提货有所利好，截至周五日盘沪铜收 66160 元/吨。

图 11 SHFE 阴极铜价格走势（元/吨）

数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 12 LME 3 个月铜价格走势（美元/吨）

数据来源：Wind 大陆期货研发部

2.2 现货走势分析

截止至 2023 年 10 月 20 日，上海物贸铜平均价为 66,580，长江有色市场 1#电解铜平均价为 66,720 元/吨，较上一交易日增加 120 元/吨；上海、广东、重庆、天津四地现货价格分别为 66,600 元/吨、66,930 元/吨、66,650 元/吨、66,590 元/吨。从季节性角度来分析，当前长江有色市场 1#电解铜现货平均价格较近 5 年相比维持在较高水平。

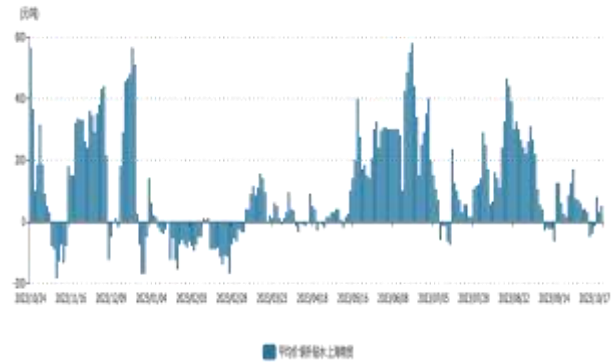
截止至 2023 年 10 月 20 日，电解铜升贴水维持在上升 50 元/吨附近，较上一交易日上涨 20 元/吨。从季节性角度分析，当前现货升贴水较近 5 年相比维持在较低水平。

截止至 2023 年 10 月 20 日，LME3 个月铜期货价格为 7,940 美元/吨，LME 铜现货结算价为 7,876 美元/吨，现货结算价较上一交易日减少 62 美元/吨。从季节性角度来分析，当前现货价格较近 5 年相比维持在平均水平。

截止至 2023 年 10 月 20 日，LME 近月与 3 月价差报价为下降 68.74 美元/吨，3 月与 15 月价差报价为下降 203.51 美元/吨，近月与 3 月价差报价较上一日减少 3.74 美元/吨。从季节性角度分析，当前 LME 近月与 3 月价差较近 5 年相比维持在较低水平。

（数据来源：wind）

图 13 电解铜升贴水（元/吨）

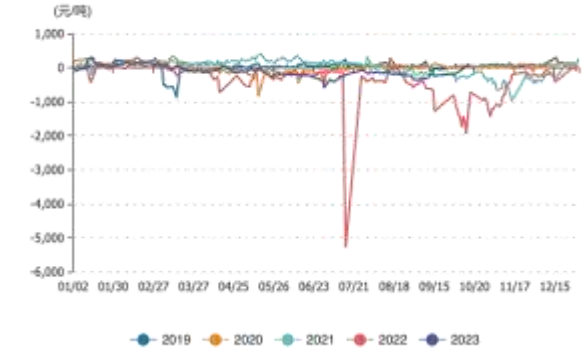


数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 14 LME 铜近月与远月升贴水（美元/吨）

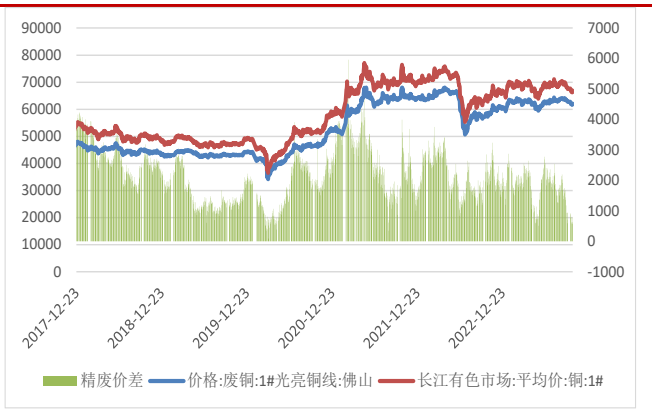
数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 15 主力与近月合约价差季节图



数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

图 16 精废价差

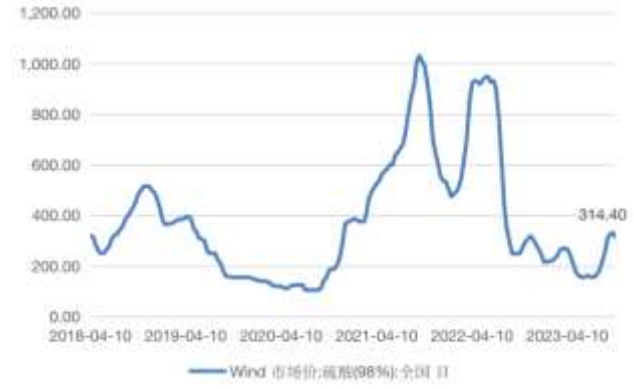


数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 17 国内铜精矿 TC（美元/干吨）

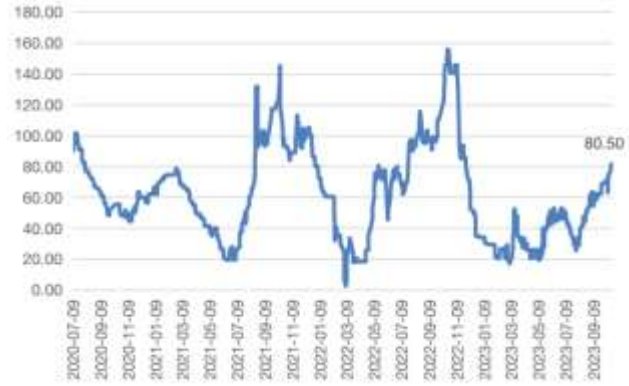
数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 18 硫酸（98%）市场价（元/吨）



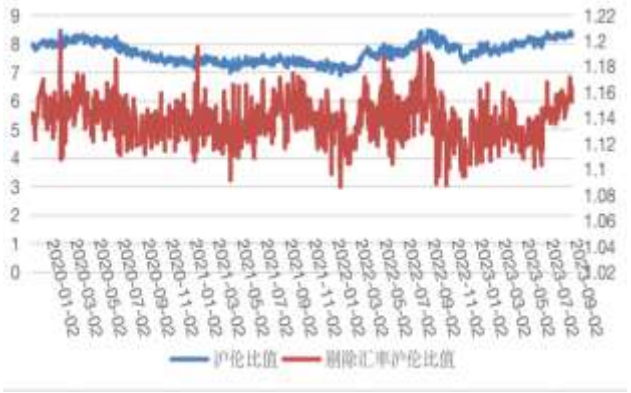
数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 19 洋山铜溢价（美元/吨）



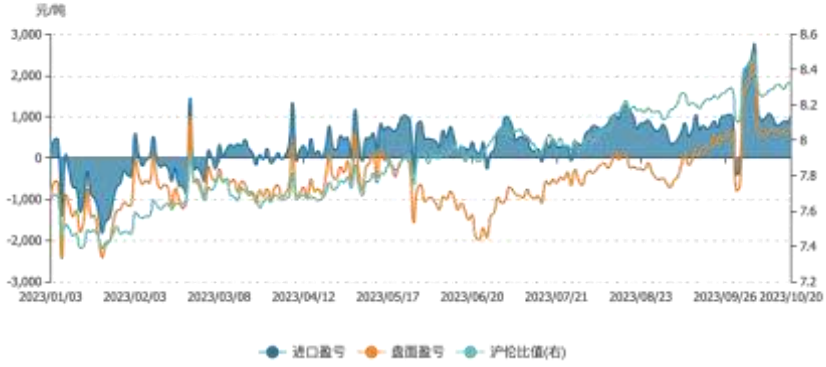
数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 20 沪伦比值



数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 21 进口盈亏（元/吨）



数据来源：Wind 大陆期货研发部

现货方面，据 Mysteel 调研显示，上海地区近期精废价差持续较小刺激电铜消费，加之废铜亦表现紧张，部分废铜企业转向电铜采购替代生产，且周内铜价重心未有大幅波动，下游采购情绪稍显积极，例如非注册、湿法货源被受市场青睐。周内现货价格重心窄幅波动，现货升水触底反弹，周初由于正值 10 合约交割换月，市场成交情绪并不高，加之进口铜清关到货较多，日内月差 BACK 转变成 Contango 结构，市场报价接近于平水附近。后半周随着换月后，下游入市采购活跃度回暖，现货成交表现积极，升水止跌反弹至升 100 元/吨，但进口铜持续流入加之仓单流出仍制约其上涨空间，周五亦小幅回调。广东地区下游逢低入市拿货，但现货偏紧，多数贸易商反馈货少，因此广东现货升水持续走强，截至周五，市场现货升贴水高达 380 元/吨，与华东升水价差突破 300 元/吨，部分贸易商表示周末会将发往华东的货转移到华南来。本周铜价区间震荡运行，下游拿货情绪较为积极。

加工费 TC：

截止至 2023 年 10 月 20 日，甘肃、山西、内蒙古、辽宁四地 25%铜精矿价格分别为 55,042 元/吨、55,042 元/吨、55,142 元/吨、55,042 元/吨。2023 年 10 月中国铜冶炼厂粗炼费（TC）为 86.8 美元/干吨，精炼费（RC）为 8.68 美分/磅。（数据来源：wind）

本周铜精矿现货 TC 继续下行，现货市场成交活跃，成交重心向 80 美元中高位附近转移，市场主要交易 11/12 月船期货物。报盘少，需求相对活跃。海外供应基本维持稳定，市场关注重点在国内冶炼项目进展情况及检修情况。继续关注南美、非洲矿山与港口的发运情况、冶炼厂的检修及项目进展。本周内贸矿现货市场活跃度较稳定，进口矿加工费下行趋势依然明显，内贸矿越发紧俏，部分贸易商也表示没货。CSPT 召开季度会议，敲定 2023 年第四季度铜精矿现货 TC 指导价为 95 美元/干吨。2023 年第三季度铜精矿现货 TC 地板价为 95 美元/干吨 。冶炼厂普遍认为，2023 年铜精矿供应过剩的格局十分显著，并补充道，不久的将来，现货 TC 或将达到 100 美元/干吨。我们认为，2023 年在现货铜精矿供需天平愈加向冶炼厂端倾斜之下，现货 TC 继续震荡上抬趋势明显，预计均值至 85 一线。

废铜：

废铜方面，精废价差持续偏低。据钢联调研，铜价承压，上行乏力，废铜价格表现坚挺。上游货商亏损库存难以得到释放，市场仍维持现货紧缺局面；而贸易商因市场上流通货源不多，且现货价格居高不下，导致贸易利差无法拉开，故心态较为谨慎，以观望为主，周贸易量十分有限。下游利废企业深陷于采销两难的泥潭中，由于精废价差维持低水平，精铜替代效应明显，使得利废制品消费被削弱，销售订单欠佳。而面对市场高价废铜货源，利废企业采购议价空间狭窄，采购量难于维持日常生产，多选择让客户点价寄存来维持厂内的正常生产，而实际成交订单较少。

据海关总署统计显示，8 月铜废碎料进口量为 15.6 万吨，环比增加 4.6%，同比增加 0.93%，1-8 月份累进口量 127.8 万吨，同比增加 7.3%。8 月废铜进口小幅增量，基于国内供应与需求的不相匹配分析，8 月国内废铜供应量相对 7 月减少，国内废铜供应端偏紧，但下游铜杆、阳极冶炼对废铜需求不减，进而推动国内加工企业转向采购进口废铜作为补充，维持正常生产。但进口量难有大幅增量，其一，比价亏损问题依旧是困扰当前进口企业的难题，海外废铜定价较高，国内企业谨慎采购；其二海关查验严格，叠加比价亏损，部分生产、贸易型企业有意转向东南亚建厂，东南亚地区吸引了从欧洲、美洲废铜体量，从而削减了原本到中国的体量。

（数据来源：wind mysteel）

2.3 供需分析

2.3.1 供给方面：

供应数据：

据国际铜业研究小组表示，预计全球精炼铜产量将在 2023 年增长约 3.8%，在 2024 年增长 4.6%；全球明确的精炼铜使用量预计将在 2023 年增长约 2%，在 2024 年增长 2.7%。

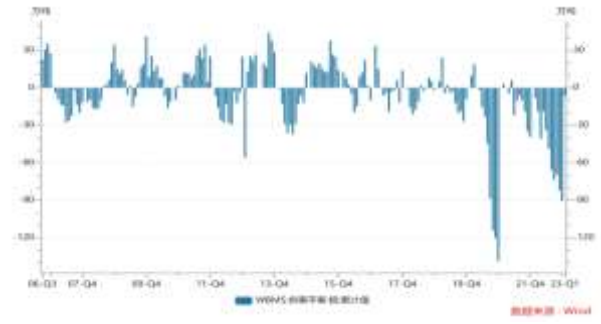
供应扰动：

ICSG 下调了 2023 年世界铜矿产量的增长率，相对于 ICSG 2023 年 4 月的预期，从 3%降至 1.9%，主要是由于岩土工程问题、设备故障、恶劣天气、社区行动、项目进展比预期慢等。尽管如此，今年世界矿山生产仍将受益于新矿山投产和扩建，主要集中于刚果民主共和国、秘鲁和智利。今年随着一季度后矿端纷扰逐渐平息，加工费探底回升，三季度 TC 重心维持较高水平。但短期供应端扰动有抬头迹象，Escondida 铜矿工会拒绝 BHP 的薪资提议计划罢工，不过供给端放量受影响有限，铜精矿现货市场供大于求的局面未变。从年中中国冶炼厂与 Antofagasta 就 2024 年 50%的铜精矿供应量的长单 TC/RC 敲定值以及 Antofagasta 与日韩冶炼厂的年中谈判结果都可看出，谈判双方对今年的全球铜精矿供需平衡形成一致预期，冶炼厂普遍认为，2023 年铜精矿供应过剩的格局十分显著，并补充道，不久的将来，现货 TC 或将达到 100 美元/干吨。我们认为，2023 年在现货铜精矿供需天平愈加向冶炼厂端倾斜之下，现货 TC 仍旧会维持较高水平运行，预计年均值至 85 一线。并且今年全球精铜产量开始恢复，尤其是国外冶炼厂增量明显，但上半年海外冶炼厂检修停产计划较多，影响部分产量。据 WBMS 数据显示，2023 年 7 月，全球精炼铜产量为 220.48 万吨，精炼铜消费量为 215.95 万吨，供应过剩 4.53 万吨。预计海外冶炼厂干扰减弱，预计放量会逐渐明显。同时国内四季度检修的企业较少，冶炼企业也需要在 4 季度发力完成全年生产目标，预计后续市场的供需将会逐步宽松，国内带来累库压力。

2.3.2 需求方面：

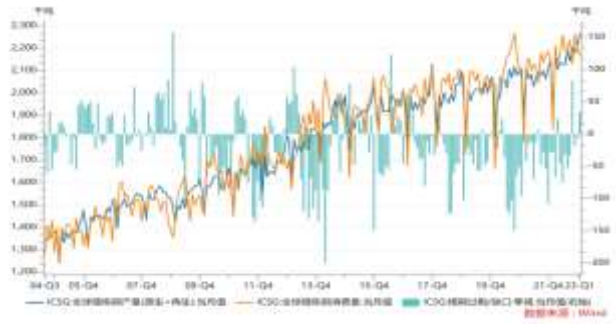
国内在上半年终端消费兑现不太乐观之后，淡季表现反而没那么弱，可金九发力反而不足，金九银十预计落空，终端各端口依旧表现分化。从数据来看，我国 8 月电源工程完成投资额大幅增长，其中清洁能源依然占较大比重，电网工程完成投资额增速较缓。数据上仍显示出电源、电网投资增速有明显差距，据统计电网投资的耗铜量远大于电源投资，所以电源和电网投资额增速的劈叉可能导致整体电力板块的铜消费有所下滑。但从传统领域来看电力端表现还算较稳，尤其是风光发电投资在四季度释放潜力巨大。而地产终端传导至铜消费过程并未现明显起色，预计地产端整体还是以弱复苏为主，关注后续是否有进一步政策出台。地产除了对铜消费的直接影响外，还会间接对家电消费产生次生影响，年中得益于疫情管控优化以及地产端的弱复苏，家电端尤其是空调表现超预期，但在 7 月之后进入空调的消费淡季以及渠道商补库的结束，空调排产开始下降，内需支撑力度减弱。（数据来源：WIND）

图 22 WBMS 全球铜供需平衡



数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 23 ICSG 全球精炼铜供需平衡

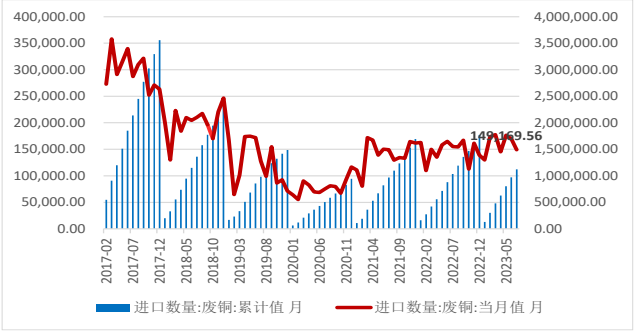


数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 24 电解铜产量

数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

图 25 废铜进口量



数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 26 铜管企业产量及产能利用率：中国（月）

数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

图 27 铜杆企业产量及产能利用率：中国（月）

数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

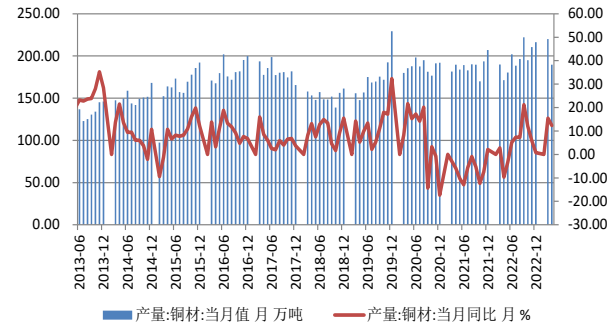
图 28 铜棒产能利用率：中国（月）

数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

图 29 电解铜表观消费量&实际消费量：中国（月）

数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

图 30 铜材当月产量

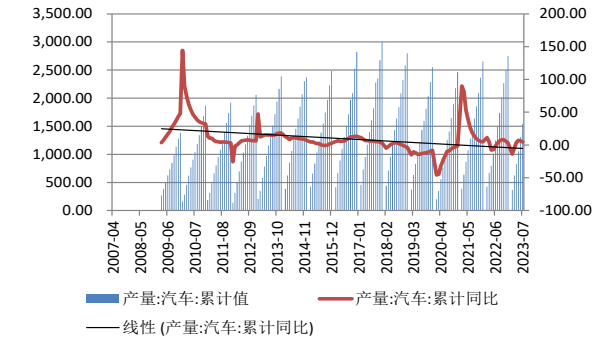


数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 31 电网电源投资增速

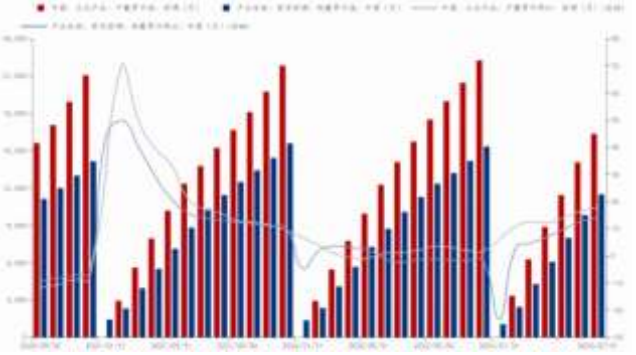
数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 32 汽车累计产量及增速



数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 33 中国空调产销



数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

2.4 库存与持仓分析

截止至 2023 年 10 月 20 日，上海期货交易所阴极铜库存为 58,223 吨，较上一周增加 1,329 吨。从季节性角度分析，当前库存较近五年相比维持在较低水平。

截止至 2023 年 10 月 20 日，LME 铜库存为 191,925 吨，较上一交易日增加 75 吨，注销仓单占比为 15.84%。从季节性角度分析，当前库存较近五年相比维持在平均水平。

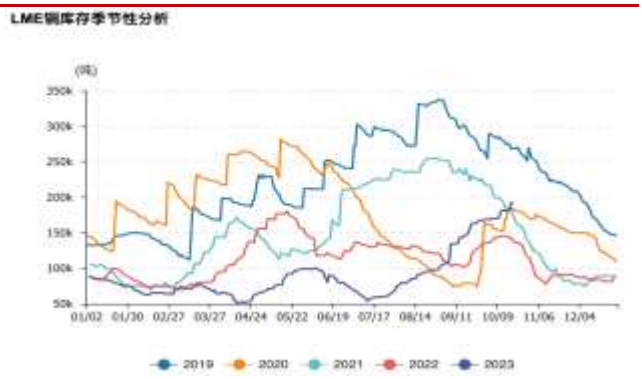
图 34 SHF 电解铜库存

数据来源：Wind 大陆期货研发部

数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 35 LME 铜库存

数据来源：Wind 大陆期货研发部

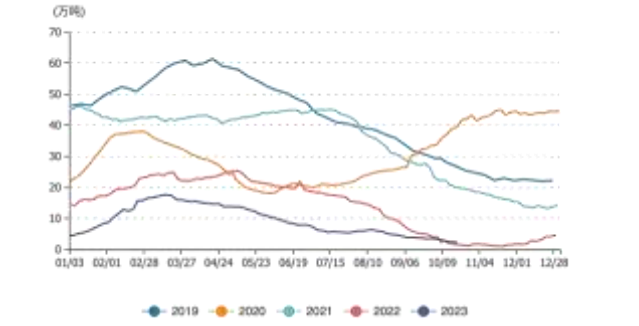


数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 36 国内隐性库存

数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 37 国内保税区铜库存季节性分析



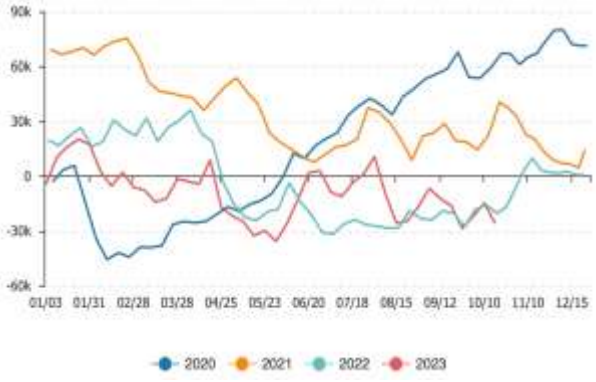
数据来源：Mysteel 大陆期货研发部

库存方面，国内库存低位小幅积累，海外库存在高位持续。截至 10 月 20 日周五，SMM 全国主流地区铜库存环比周一下降 1.88 万吨至 9.53 万吨，较上周五下降 2.2 万吨。相比周一库存的变化，全国各地区的库存均是下降的；总库存较去年同期的 12.51 万吨低 2.98 万吨，其中上海地区较上年同期低 1.19 万吨，广东地区低 0.33 万吨，江苏地区低 1.5 万吨，重庆地区高 0.17 万吨，天津地区低 0.1 万吨。具体来看，上海地区库存较周一减少 1.11 万吨至 7.09 万吨，江苏地区库存较周一减少 0.25 万吨至 0.86 万吨，虽然本周进口铜仍在清关，但本周精废价差较小，下游普遍改为采购电解铜来替代废铜来生产；另外本周沪粤价差较大，部分华东的铜转运至华南市场，这些都是令华东电解铜库存下降的原因。广东地区库存同样减少，虽然本周从仓库的出库量来看是下降的，但据我们实际调研所知目前广东很多铜杆企业都处于满负荷生产中，原料直接从冶炼厂采购并不经过仓库。（数据来源：SMM、wind）

图 38 CFTC 非商业持仓（张）

数据来源：Wind 大陆期货研发部

图 39 非商业净持仓季节性分析



数据来源：Wind 大陆期货研发部

截止至 2023 年 10 月 17 日当周，非商业多头为 71,673 张，空头为 97,562 张，净持仓为-25,889 张，较上一周减少 11,134 张；从季节性角度分析，非商业净持仓较近五年相比处于较低水平。

三. 投资趋势与策略

3.1 趋势研判

品种	收盘价	未来一周评级			未来 3-6 个月评级
		支撑	阻力	方向	方向
CU2311	66160	65500	67500	震荡	中性偏空

商品投资评级与相关定义：
未来一周评级：以报告发布日当天分析师（研究员）对未来一周内商品的预期涨跌幅度为基准，投资建议的评级标准为：震荡：预期未来一周涨幅在-3%～3%之间；上涨/下跌：预期未来一周涨幅大于 3%/小于-3%。
未来 3-6 个月评级：以报告发布日当天分析师（研究员）对未来 3-6 个月内商品的预期涨跌幅度为基准，投资建议的评级标准为：买入：预期涨幅大于 15%；中性偏多：预期涨幅在 5%～15%之间；震荡：预期涨幅在-5%～5%之间；中性偏空：预期涨幅在-15%～-5%之间；卖出：预期涨幅小于-15%。

3.2 综合分析与展望

期货方面，本周铜价回调后企稳震荡。近期宏观情绪持续偏弱，地缘政治问题提升市场避险情绪，压制整体商品价格。铜价本周受到国内经济数据积极提振，而且精废价差急速收窄，价格走低对下游提货有所利好，跌势暂缓震荡运行。

基本面来看，铜精矿现货加工费反弹，供给增量预期的确定性较需求恢复的确定性更强。近两月国产铜放量可观，进口量逐步增大。市场对今年国内消费预期强烈，但消费端并未看到明显改善，海内外库存与升贴水走势分化，海外交仓持续，库存达到近两年高位，海外消费放缓体现，关注之后可能流入国内带来的供给端压力。精废价差收窄带给精铜消费支撑，中期利空因素仍强，中长期全球经济衰退担忧仍存，工业金属需求前景受抑制依旧存在。

宏观扰动加大，情绪已经转弱，目前进入下半年，海外到货和国内消费依旧是决定价格的主要因素，短期受到国内经济以及精废价差预计内盘支撑较强，维持震荡运行，内强外弱格局依旧，预计下周运行区间为 65500-67500 元/吨。

3.3 风险提示

货币政策超预期收紧；地缘政治危机加剧；美指美债飙升；下游消费不及预期

联系我们

大陆期货研发部
地址：上海市徐汇区凯旋路 3131 号明申中心大厦 26 楼
电话：021-54071958

微信：大陆期货研发部

免责声明

本报告的资讯来源于：wind、mysteel、安泰科、SMM、ICSG、LME

本报告的信息均来源于已公开的资料，公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。且报告并不能完全阐述出市场变动的所有影响因素，期货市场相关品种波动剧烈，存在较大的不确定性与投资风险，我们也无法就市场行情做出确定性判断，报告中的信息或提供的投资建议并不构成期货品种买卖的依据，由于该报告编写时融入分析师个人观点，并不代表上海大陆期货公司的立场，请谨慎参考。投资者必须认识到期货交易是一种高风险的经济活动，我公司不承担因根据本报告所进行的期货买卖操作而导致的任何形式的损失，一切买卖风险自负。

另外，本报告版权仅为上海大陆期货公司所有，未经我公司允许批准，本报告不得以任何形式传送、翻版、复印、刊登、发表或派发此报告的材料、内容予以其他任何人，或投入商业使用。如引用、刊发，须注明出处为上海大陆期货公司，且不得有悖本报告原意的引用、删节、修改。