

冠通期货研究咨询部

2023 年 10 月 25 日

美国接近利率峰值，铜价出现企稳迹象

分析师

周智诚

期货从业资格证书编号：

F3082617

Z0016177

电话：

010-85356610

Email: [zhouzhicheng](mailto:zhouzhicheng@gtfutures.com.cn)

[@gtfutures.com.cn](mailto:zhouzhicheng@gtfutures.com.cn)

公司网址：

<http://www.gtfutures.com.cn/>

摘 要

□ 摘要

铜：近期随着巴以冲突升级，原油和铜等大宗商品发生明显下滑，但目前下滑势头开始放缓；市场认为美联储 11 月继续停止加息，同时密切关注美国 9 月 PCE 通胀情况，美元指数从高位下滑；市场判断美联储本轮加息已经接近峰值，美债收益率创新高之后开始回落；西方大资本仍在美洲、非洲、亚洲和其他地区开发新的大型铜矿山，相关资源整合加速，有评论称 2024 年可能是铜供应高峰；国内经济复苏仍有待进一步改善，电力电网行业依然是国内最积极的铜需求方；海外铜库存整体累库，外盘铜价表现疲弱但有企稳迹象；在全球新能源转型的带动下，铜价继续高位震荡的可能性较大。

风险点：

- 1、美联储为遏制通胀明年 1 月继续加息；
- 2、美国内部罢工事件持续扩大，对铜需求造成更多不良影响；
- 3、西方大型矿业企业持续扩大全球铜矿生产，铜过剩提早出现。

一、美国零售、PMI 超预期反弹，市场对美联储继续加息的担忧升高

上周二（10月17日）美国人口普查局公布9月零售销售数据显示，美国9月份零售销售额环比增长0.7%，市场预期0.3%，实现连续第六个月增长，前值0.8%；具体来看：除汽车外核心零售销售环比增加0.6%，预期0.2%，前值0.9%；除汽车和汽油外零售销售环比增加0.6%，预期0.1%；用于计算GDP的控制组零售销售（剔除汽车、汽油、建筑材料和食品服务）环比增长0.6%，前值0.1%；强劲的零售数据增强了人们对第三季度经济强劲增长的预期；消费需求的持续强劲，或引发市场对于通胀反弹的预期，可能促使美联储在年底前再次加息；互换合约价格体现出，投资者目前预计在11月继续保持利率不变后，美联储明年1月加息的概率升至60%以上，今年12月也可能加息，但加息概率低于明年1月。

图：美国零售销售/核心零售销售；美国NAHB住房市场指数/30年期抵押贷款利率变化情况(2018.1-2023.10)



数据来源：WIND，冠通研究

上周三（10月18日）美联储公布12个地方联储编制的经济形势调查报告——褐皮书，预计短期内经济增长将略有放缓，同时指出9月劳动力市场紧张继续缓和，物价继续温和上涨，企业预期此后几个季度通胀将放缓；经济活动方面，褐皮书称，自9月初公布前次褐皮书以来，大多数地方联储辖区的经济活动几乎或毫无变化；褐皮书显示，自8月28日到10月6日这六周的本次报告期内，因价格和供应产品的差异，消费者支出参差不齐，特别是在一般零售商和汽车经销商反映的消费方面。房地产状况几乎没有变化，待售房屋存量水平仍低。多个联储下去的联系人认为，制造业的前景在改善，不过制造业总体活动好坏参半。就业市场方面，大多数联储辖区的总体就业人数略有增加，企业招聘的紧迫性有所降低。多个地区报告称，随着应聘者增多、候选人范围扩大以及被录用者不太愿意谈判雇佣条款，人才招聘和保留率有所提高。薪资方面，大多数地区的工资上涨温和或适度，多个地区报告称，应聘者对用人单位提出的工资条件抵制较少。多地报告称，企业为缓解劳动力成本增加而修改薪酬方案，包括用允许远程工作代替开更高的工资、减少签约奖金等提高工资的举措、转向更偏

重以绩效决定薪酬的模式，以及让员工负担更大份额的医疗健康等福利成本。价格方面，地方联储辖区指出，制造企业的投入成本已经增长放缓或企稳，但服务业企业的投入成本继续增长。燃料成本、工资和保险增加导致各地区价格上涨。产品销售价格上涨的速度低于投入价格的增速，因为消费者对价格变得更加敏感，企业难以转嫁成本压力。因此企业难以维持理想的利润率。一些地区报告，预计未来价格大幅上涨的公司数量有所减少。

上周四（10月19日）据美国全国房地产经纪人协会（NAR）的数据，美国9月成屋销售总数年化396万户，预期389万户，8月前值404万户；9月成屋销售环比跌2%，预期跌3.7%；未经调整的9月成屋销售较上年同期下跌近19%。截至9月底有113万户待售房屋，较8月攀升，但仍为1999年以来9月份同期的库存最低水平；按照目前销售速度需3.4个月消耗掉市场上的供应量，低于5个月的库销比，表明市场供应紧张；供应短缺继续推动买家竞价和房价上涨。9月份售出房屋的中位价为39.43万美元，比去年9月份上涨2.8%，是有记录以来最高的9月房价。由于当前的按揭贷款利率比2021年底高出两倍还多，许多已经锁定低贷款利率的房主不愿出售房屋，因此市场上的房屋供应量低于正常水平。

上周四美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部发表讲话。鲍威尔首先总结了对近期经济数据的看法，即“近几个月来的数据显示，美联储在实现最大化就业和稳定物价这两个双重使命方面正在取得进展”；有“新美联储通讯社”之称的财经记者Nick Timiraos撰文称，鲍威尔最新讲话坐实了11月暂不加息的市场预期，“除非有明确证据表明经济韧性会危机通胀的降温进展”。鲍威尔称，今年夏季美国通胀数据有所降温，“这是一个非常有利的发展”，预计9月的名义PCE同比增3.5%，较2022年6月的峰值7.1%砍半；预计9月核心PCE同比增3.7%，低于去年2月峰值5.6%；但他警告称，9月通胀或延续下降趋势，“不过不太令人鼓舞”；鲍威尔赞扬劳动参与率提高，以及移民数量反弹至疫情前的水平，都“可喜地增加了”工人供应，“许多指标表明，尽管情况仍然紧张，但劳动力市场正在降温”。主要体现在：职位空缺数已从高点大幅下降，目前仅略高于疫情前水平；自主辞职率和跳槽者赚取的工资溢价都已降回疫情前；对工人和雇主的调查显示，就业市场的紧张程度重返疫情前水平；工资增长正逐渐降温到随着时间推移与2%通胀率相一致的水平。鲍威尔没有排除年底之前再度加息的可能性，称：“我们关注近期显示经济增长和劳动力需求都具有韧性的数据。（如果有）更多证据表明经济增长持续高于趋势水平，或者劳动力市场的紧张状况不再缓解，这可能会导致通胀进展的恶化风险上升，并可能导致货币政策进一步收紧。”考虑到不确定性和风险，以及我们已经取得的进展，美联储正在谨慎行事。我们将根据收到的数据总量、不断变化的前景和风险平衡，来决定额外政策紧缩的程度以及政策保持限制性的时长。”“收紧货币政策的一个目的是收紧金融状况，美债收益率近期涨势已经造成金融状况显著收紧，（因此，）债市收益率上升可能意味着美联储

无需加息更多。”

上周五（10月20日）美国财政部发布了截止9月30日的2023财年收入与支出报告；由于与2022财年相比收入的降幅远超支出的降幅，美国联邦政府的财政预算赤字扩大至1.7万亿美元，为有纪录以来第三大缺口，相当于美国该财年国内生产总值GDP的6.3%；数据显示，2023财年美国政府的预算赤字增加了约3200亿美元，或同比增长23%。2022财年的赤字为1.38万亿美元，当时占GDP的比例为5.4%；具体来看，整个2023财年美国联邦政府的总收入下降了4570亿美元，或同比减少9%，至4.44万亿美元，相当于GDP的16.5%，低于2022财年财政收入占GDP的比重19.3%；今年的巨额赤字甚至超过了新冠疫情前的所有纪录，包括前任总统特朗普任下的共和党减税政策，以及2008年金融危机带来的赤字水平；更加令人瞩目的是，在美联储激进加息了18个月之后，超过33万亿美元联邦债务的利息成本也大幅上升，同比增23%至8790亿美元，一举创下历史新高。官员表示，利息支付总额占GDP的比重为3.28%，是2001年以来的最高水平，净利息支出占GDP的比重为2.45%，为1998年以来最高。有评论指出，不断扩大的赤字缺口表明美国面临长期的财政风险，可能会加剧共和党议员对削减联邦支出的压力，或令11月中旬美国政府是否再度面临关门威胁的谈判变得更为艰难。

图：市场对美国2024年度降息预期；美国2年/10年/30年国债收益率变化情况（2010.1-2023.10）



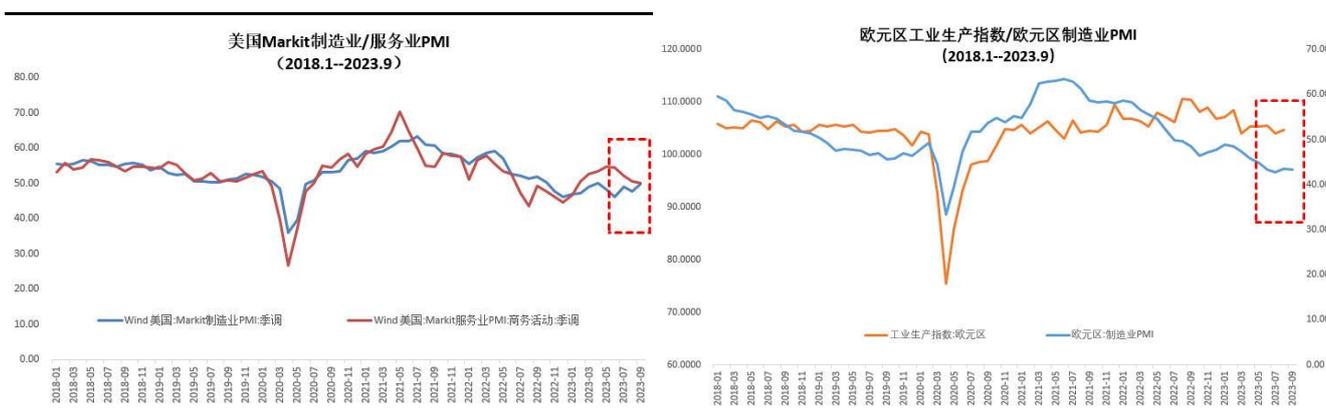
数据来源：华尔街见闻，WIND，冠通研究

上周五美联储发布金融稳定报告，在报告中表达了对通胀持续风险、美国写字楼市场可能出现巨额损失、以及一些银行面临的资金压力的担忧；本次报告重点关注了四个领域的风险，包括：资产估值，企业和家庭借款，金融部门杠杆率，资金风险；美联储在最新的报告中称，风波过后，美国银行业的存款流量已趋于稳定。不过，部分银行继续面临资金压力；资产估值：报告提到，股价上涨速度快于预期收益。住宅和商业地产价格仍然居高不下；企业和家庭借款：美联储表示，家庭债务相对于GDP处于“适度水平”，并且集中在优质借款人身上；金融部门杠杆率：报告指出，银行体系保持稳健和弹性，基于风险的资本比率保持在接近过去十年的平均水平。然而，高利率压低了期限较长的固

定利率资产的公允价值。此外，最大型的对冲基金的杠杆率仍然处于高位；资金风险：大多数美国银行的资金稳定，流动资产水平较高。但其中一些银行仍面临资金压力，反映出客户们对保险不能覆盖到的存款和其他因素的担忧。美联储还在报告中指出了全球经济活动面临的风险，包括食品、能源和其他大宗商品可能面临的区域贸易的持续中断风险，这些风险源于巴以冲突和俄乌冲突。本周一芝商所美联储观察工具显示，11月和12月不加息的概率分别高达98%和74%。

本周一（10月23日）10年期基债收益率一度升至5.025%刷新十六年最高，随后从日高回落近20个基点并跌穿4.83%；30年期长债收益率从日高5.179%回落21个基点并一度失守5%；对冲基金大佬、潘兴广场资管(Pershing Square Capital Management)的创始人比尔·阿克曼(Bill Ackman)表示，他平掉了长期美债的做空仓位；因为全球存在太多风险，在当前的利率水平下继续做空债市不太合适了；此外美国经济放缓的速度比最近的数据显示的要快；受此影响，美股、美债迅速上涨。同日“老债王”比尔·格罗斯的表态与Ackman有异曲同工之处，他预计2/10年美债收益率的利差、2/5年美债收益率的利差将在年底前转为正数。他指出，地区银行动荡和汽车贷款拖欠率上升表明美国经济显著放缓。

图：美国标普全球 Markit 制造业 PMI/服务业 PMI；欧元区制造业 PMI/变化情况（2018.1-2023.9）



数据来源：WIND，冠通研究

本周二（10月24日）据标普全球（S&P Global）的最新数据，美国10月Markit制造业PMI初值为50，创六个月新高，超过预期的49.5，前值为49.8；美国10月Markit服务业PMI初值为50.9，创三个月新高，也超预期的49.9，8月为50.1；美国10月Markit综合PMI初值51，创三个月新高，预期50，前值50.2。美国10月PMI数据意外超预期，制造业摆脱衰退颓势，服务业也位于荣枯分界线上方，数据甩开经济停滞信号阴霾，同时利好铜需求。同日公布的欧元区10月PMI数据很糟糕。欧元区10月商业活动出人意料地急转直下，整个地区的需求普遍下降，表明欧元区可能会陷入衰退。具体数据上，欧元区10月制造业PMI初值较前值43.4回落至43，这是该指数第16个月低于50荣

枯线，也是自 2020 年 5 月以来的最低水平。服务业 PMI 初值从前值 48.7 降至 47.8。综合 PMI 初值 46.5，低于预期和前值，为 2020 年 11 月以来的最低水平，如果不包括新冠疫情的几个月，这是自 2013 年 3 月以来的最低水平。

当地时间周二，通用汽车位于德克萨斯州阿灵顿的装配厂约 5000 名工人加入罢工队伍，该工厂是通用最大、利润最高的工厂之一，生产通用汽车旗下最赚钱的几款车型；最新的 5000 人大罢工，令 9 月开始的针对美国三大车厂的汽车业大罢工的罢工总人数已达约 4.5 万人。这约占到 UAW 工会成员总数的 31%。由于大罢工引发的连锁反应，另有约 7000 人被解雇。

整体看，尽管最近一年以来美国通胀指数确实明显下滑，部分指标正在接近美联储“2%附近”的理想水平，代价却是制造业数据连续陷入萎缩境地，汽车业工人大罢工、美国民众收入连续三年下降，巴以冲突和俄乌冲突仍在持续，这些给铜需求和铜市场带来破坏性影响。但近期的转变令人期待，华尔街大佬认为美联储已经接近利率峰值，因此平掉债券空头；制造业 PMI 出现企稳反弹、海外铜价已经初步稳定在 8000 美元/吨；国内宏观经济复苏不及预期，但政府出台稳增长的政策力度很大，有些已经看到效果；铜价在一定的基础上反复震荡，人民币期货铜价返回 66000 元/吨附近震荡，后续市场依然乐观；整体看，有韧性的震荡或许将是今年全年铜价的运行常态。

二、近期铜矿业端扰动的最新动向

（一）现有铜矿山或铜供应端减产的消息

外媒 10 月 24 日消息，印尼自由港首席执行官 Tony Wenas 周二表示，如果在冶炼厂达到满负荷运转能力之前不允许出口精矿，该公司将需要在 2024 年将矿石产量减少 40%。印尼将从 5 月起停止铜精矿出口。此前，印尼政府推迟了从今年 6 月开始实施的一项禁令，该禁令旨在允许自由港 (Freeport) 等公司完成冶炼厂建设。自由港麦克莫兰 (Freeport-McMoRan) 的印尼子公司正在东爪哇建设一座价值 30 亿美元的铜冶炼厂，但因疫情而面临延期。韦纳斯在雅加达的一次商业会议上表示，该冶炼厂预计将于 2024 年 5 月开始运营，但需要时间才能达到满负荷运转。“它需要五到六个月才能达到 100% 的产能，”他说，如果不允许出口，该公司将需要削减格拉斯伯格矿的产量。他说，公司已经向政府表达了这种担忧。

10 月 24 日讯，英美资源 (Anglo American) 调低了 2023 年的铜产量预测，原因是其在智利业务上的削减。尽管如此，第三季度铜产量仍增长 42%。预计今年铜产量将在 83 万吨至 87 万吨之间，

低于此前预测。

据外媒 10 月 19 日消息，Antofagasta 周三表示，预计 2024 年铜产量在 67 万吨至 71 万吨之间，分析师称这一预测低于普遍预期。这家智利矿商说，由于其最大的矿山 Los Pelambres 和 Centinela 的水资源供应有所改善，该公司 2023 年前 9 个月的铜产量为 469,100 吨，较上年同期增长 4.1%。这家在伦敦上市的生产商在智利经营着四座铜矿，预计今年的资本支出为 20 亿美元，高于此前估计的 19 亿美元。该公司将 2023 年的产量预期维持在 64 万吨至 67 万吨的低端，并在 7 月份下调了因南美国家干旱导致的水资源短缺目标。铜冶炼和铜精矿都需要水，铜精矿将矿石分解并加工成可用的原料。智利是世界上最大的铜生产国，由于持续了十多年的历史性干旱，该国正面临持续的水危机，并影响了矿业产量。

（二）现有铜矿山增产（恢复生产）的消息

10 月 24 日讯，巴西商贸部：10 月第三周共计 14 个工作日，累计装出铜矿石和铜精矿 10.74 万吨，去年 10 月为 9.36 万吨。日均装运量为 0.77 万吨/日，较去年 10 月的 0.49 万吨/日增加 55.8%。

外媒 10 月 20 日消息，在经过漫长的谈判，巴拿马总统最终批准了一项法律，授权为一个大型铜矿签订新的长期合同，该合同最终将为该国国库带来更多的收入。该合同涵盖了加拿大矿业公司 First Quantum Minerals Ltd. 在 Cobre 巴拿马矿的当地子公司的运营。上周五早些时候，国会议员以压倒性多数通过了该法案。总统劳伦蒂诺·科尔蒂索 (Laurentino Cortizo) 的批准在政府公报上正式公布，这是批准该合同的最后一步。新合同的条款保证巴拿马政府每年至少获得 3.75 亿美元的收入，有效期为 20 年，可选择续签。First Quantum 在 2021 年支付了 6100 万美元的专利使用费。今年 3 月，科尔蒂索政府和这家加拿大矿商最初就 Cobre 巴拿马项目的续签合同文本达成一致。但由于一些立法者要求修改一些条款，该法案难以获得通过。该合同的早期版本经过修改，删除了一些条款，比如允许子公司申请空域限制的条款，以及将其业务范围从铜及其伴生矿物扩展到黄金和白银的条款。合同谈判引发了当地对该矿环境和经济影响的抗议。巴拿马首都几条街道关闭，数百人示威反对这个大型露天煤矿。巴拿马贸易和工业部长费德里科·阿尔法罗 (Federico Alfaro) 表示，该公司的业务范围仅限于铜及其相关矿物，但不包括贵金属，该地区面积约为 13,000 公顷。他说，该合同的最终批准将向未来的投资者传递一个积极的信息。

以上各类消息和报道可以看出，近期铜矿减产的消息都是现有大型铜矿产量有可能不达预期，并不是矿山关停性质的严重减产；产量巨大的大型铜矿基本运行正常，同时储量巨大的巴拿马铜矿开始进入实质性开发阶段，如果顺利投产将带来巨大的铜产量增产；西方大型矿业资本和中国等大型新兴经济体正在加速开发和整合世界各地包括中南美和非洲在内的铜矿资源，以求扩大铜产量并满足未来全球新能源转型对铜的需求；种种迹象表明未来新铜矿的增产能力是充足甚至是巨大的，中短期看，外盘铜价目前从国庆节前 8300 美元/吨上方的小高点下滑至 8000 美元/吨附近震荡；国内期货盘面铜价从国庆节前的 67000 元/吨附近下滑至 65000 元/吨震荡，目前再次返回 67000 元/吨附近，显示国内铜需求支撑了人民币铜价震荡和反弹；目前国内外的铜需求都没有达到非常强劲的水平，只有中国的新能源转型过程中出现较强的铜需求；缺少足够的海外需求难以支撑铜价持续稳健走高，反复区间震荡或许就是中短期铜价的常态。

三、9 月份铜矿/铜材进口增加，供给宽松令铜价承压运行

据海关总署数据，9 月铜矿进口数量为 224.1 万吨，同比-1.9 万吨/-0.9%，环比-45.6 万吨/-16.9%；1-9 月累计进口数量为 2,035.2 万吨，同比+148.9 万吨/+7.9%，从进口来源国上来看，智利是最主要的进口来源国，进口总量为 66.0 万吨，占总进口量的 29.5%。废铜方面，9 月我国废铜进口量为 17.03 万吨，同比+0.33 万吨/+2.0%，环比+1.42 万吨/+9.1%；平均精废价差为 1,740.5 元/吨，环比下降 209.1 元/吨，降幅 10.7%，同比增长 813.8 元/吨，涨幅 87.8%。

图：中国每月出口/进口精炼铜情况；中国每月进口废铜变化情况（2018.1-2023.9）



数据来源：国家统计局，冠通研究

在供给端：阴极铜进口环比增速放缓，供给端仍宽松。产量方面，截至 2023 年 9 月，我国阴极铜建成产能 1280 万吨，9 月产量为 97.8 万吨，同比增加 13.0%，当月开工率为 91.65%，较上个月有所提升；1-9 月我国累计阴极铜产量为 794.3 万吨，同比增加 8.3%。进出口方面，9 月阴极铜进口数量为 32.8 万吨，同比-2.3 万吨/-6.5%，环比+0.3 万吨/+0.8%；1-9 月累计进口数量为 248.7 万吨，

同比-23.5万吨/-8.6%，从进口来源国上来看，刚果是最主要的进口来源国，9月进口总量为7.1万吨，占总进口量的21.5%；在铜冶炼利润主要来自硫酸和加工费方面，截至9月底，铜粗炼加工费为91.4美元/吨，环比-1.82美元/吨，跌幅2.0%；硫酸价格为332.1元/吨，同比+32.9%，环比+30.2%。

9月份我国进口未锻轧铜及铜材48.0万吨，同比减少5.8%，环比小幅增加1.5%，尽管进口量增加，但在到港量未集中体现的情况下，增速较为温和。前三季度我国累计进口未锻造铜及铜材399.3万吨，同比减少9.5%。出口方面，9月份我国出口未锻轧铜及铜材7.7万吨，同比增长14.9%，1前三季度累计出口量为74.6万吨，同比增加1.4%，三季度以来，外需边际改善推动未锻造铜及铜材出口转为增长。未锻轧铜之中，9月份我国进口精炼铜24.7万吨，同比下滑5.4%，环比微增0.8%，前三季度累计进口量为264.4万吨，同比减少8.0%，今年以来融资贸易规模缩减是精炼铜进口量减少的主要原因。进口来源方面，智利、刚果（金）、俄罗斯、哈萨克斯坦、澳大利亚、日本、秘鲁仍是主要进口来源国，前三季度我国来自刚果（金）、俄罗斯、菲律宾、澳大利亚等国家的进口增加，而来自智利、韩国、伊朗、哈萨克斯坦、日本等国家的进口量减少。

9月份我国进口铜材2.9万吨，同比减少9.5%，环比小幅增加，前三季度累计进口铜材25.9万吨，同比减少21.5%。从进口结构看，前三季度我国进口铜材以铜箔、铜丝、铜板带为主，占比分别为35%、30%和22%，而铜杆、铜管进口占比较小。出口方面，9月份我国出口铜材5.8万吨，同比增长10.4%，环比增加0.4万吨，前三季度累计出口铜材50.5万吨，同比减少3.8%。出口结构看，前三季度我国铜材出口主要以铜管、铜箔、铜板带及铜丝为主，分别占比48%、20%、15%和13%，而铜条、杆、型材出口占比较小。

在加工端，铜材产量增加，出口继续回暖。在产量方面，“金九”下游加工回暖，9月我国铜材产量201.4万吨，同比增长2.4%，环比增长7.9%；1-9月铜材累计产量为1,652.7万吨，同比增长6.1%；在终端需求方面，家电及传统基建表现不佳，新能源高增长拉动铜消费。今年我国家电行业爆发式增长，但随着夏季基本结束，空调、冰箱产量均环比下滑，其中冰箱仍好于去年同期水平，基建建设投资额累计同比增长9%，房屋竣工面积累计同比增长20%，新能源汽车同比增长16.4%，环比增长4.3%，光伏电池累计同比增长63%。

总体看国内铜价相对国际铜价更加坚挺，和国内宏观层面稳增长政策强力落地有一定关系，特别是10月24日中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理。全国财政赤字将由38800亿元增加到48800亿元，预计赤字率由3%提高到3.8%左右。此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。政策初步刺激了市场情绪，利好铜需求和整个工业生产，但表现为铜价持续上涨仍然需要时间；受美欧加息影响，海

外制造业仍将维持一段时间的低迷，铜价仍将处于一种“上有顶、下有底”的区间震荡，但震荡的幅度和节奏需要引起足够的关注和警惕。

四、电力电网建设仍是铜需求主力，太阳能发电建设增速最快

10月23日，国家能源局发布1-9月份全国电力工业统计数据。数据显示，截至9月底，全国累计发电装机容量约27.9亿千瓦，同比增长12.3%。其中，太阳能发电装机容量约5.2亿千瓦，同比增长45.3%；风电装机容量约4.0亿千瓦，同比增长15.1%。1-9月份，全国发电设备累计平均利用2716小时，比上年同期减少83小时。其中，水电2367小时，比上年同期减少362小时；太阳能发电1017小时，比上年同期减少45小时；核电5724小时，比上年同期增加148小时；风电1665小时，比上年同期增加49小时；火电3344小时，比上年同期增加49小时。1-9月份，全国主要发电企业电源工程完成投资5538亿元，同比增长41.1%。其中，太阳能发电2229亿元，同比增长67.8%；核电589亿元，同比增长46.0%；风电1383亿元，同比增长33.4%。电网工程完成投资3287亿元，同比增长4.2%。

图：中国电力电网建设投资情况变化；中国太阳能电池产量/发电量/发电设备变化情况（2018.1-2023.9）



数据来源：WIND，冠通研究

国家统计局数据显示，电力生产增速加快。9月份，发电量7456亿千瓦时，同比增长7.7%，增速比8月份加快6.6个百分点，日均发电248.5亿千瓦时。1—9月份，发电量66219亿千瓦时，同比增长4.2%。分品种看，9月份，火电增速由降转增，水电、核电增速加快，风电降幅收窄，太阳能发电增速回落。其中，火电同比增长2.3%，8月份为下降2.2%；水电增长39.2%，增速比8月份加快20.7个百分点；核电增长6.7%，增速比8月份加快1.2个百分点；风电下降1.6%，降幅比8月份收窄9.9个百分点；太阳能发电增长6.8%，增速比8月份回落7.1个百分点。

9月光伏新增装机16.78GW，1-9月光伏累计装机128.94GW。截至9月底，全国累计发电装机容量约27.9亿千瓦，同比增长12.3%。其中，太阳能发电装机容量约5.2亿千瓦，同比增长45.3%；风

电装机容量约 4.0 亿千瓦，同比增长 15.1%。业内人士预计，2023 年我国光伏新增装机最终数据或将超出预期，此前中国光伏行业协会预计今年中国光伏新增装机规模预计为 120GW 至 140GW，该协会名誉理事长王勃华近日在公开场合表示各个机构预测数据都比较大，不排除随着形势发展将会进一步调整；国内有券商最新研报就预计今年国内光伏新增装机数据为 150GW，更为乐观的机构将数值上调至 170GW。

早在今年 4 月国家能源局印发《2023 年能源工作指导意见》为全年发展定调，2023 年风光发电量占全社会用电量的比重达到 15.3%，风光装机增加 1.6 亿千瓦左右。风光发展势不可挡，1-9 月各省政府陆续下达 2023 年光伏、风电建设方案，大力推动新能源建设。但与庞大的实际批复项目比，实际并网规模小的多，各省不断有指标被废止，值得注意。

今年 1-9 月全国共有 16 个省份下发风光指标，总规模超 230GW，项目类型涵盖市场化、保障性、大基地等多种项目类型。在已下发指标的省份中，经多批次及风光项目共同统计，有四省份下发的 2023 年新能源项目清单超过 2000 万千瓦。其中以新疆、河北等规模为最大，项目规模分别为 4065 万千瓦、4012 万千瓦。

其中新疆于 7 月下发 2023 年第一批市场化并网新能源项目清单。据统计，本次共 14 个市场化并网新能源项目，总规模 40.65GW，包含风电 10.4GW，光伏 30.05GW，光热 200MW。其中仅乌鲁木齐市内的项目规模在 10GW 以上。从业主分布上看，中国绿发、华电集团&重庆能投、中石油新能源装机容量排名前三，分别为 13GW、10.2GW、6GW。

较之新疆早一月，河北省发改委下发《风电、光伏发电年度开发建设方案拟安排项目情况公示》，共下发保障性风、光项目 159 个，规模为 14.81GW；市场化项目 56 个，规模为 5.98GW；储备项目 180 个，规模为 19.34GW，总计规模为 40.12GW。其中，光伏为 3.18GW 保障性指标、2.39GW 市场化指标与 7.37GW 储备规模，总计 12.94GW。风电为 11.62GW 保障性指标、3.59GW 市场化指标与 11.97GW 储备规模，总计为 27.18GW。

紧接以上两省规模，贵州于 4 月分别下发两批风光项目，总规模达 3039.16 万千瓦，其中第一批下达项目计划为 1781.16 万千瓦，其中光伏项目 437 万千瓦，风电项目 1344.16 万千瓦；第二批规模总计 1258 万千瓦，其中光伏 328 万千瓦、风电 930 万千瓦。

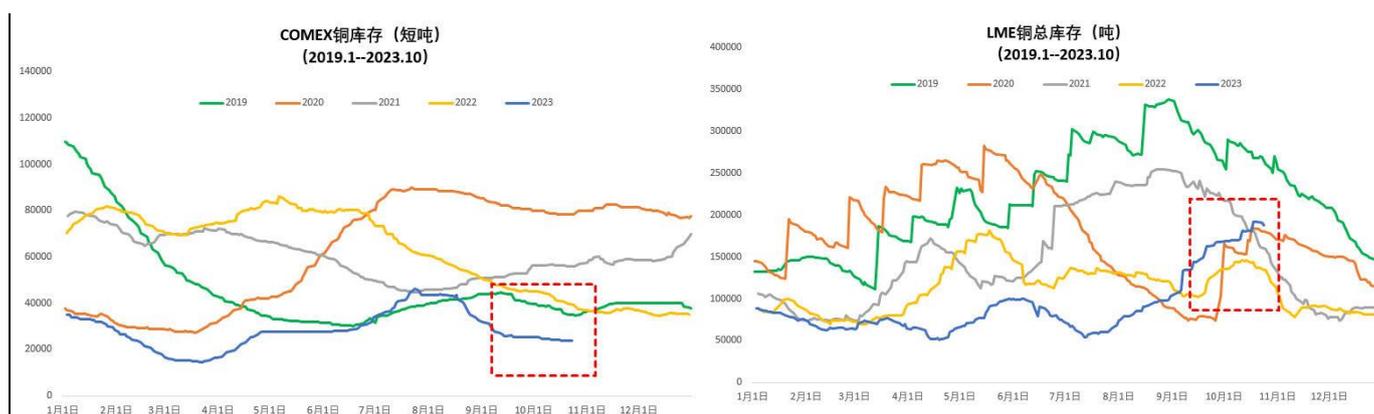
整体看，我国城市化进程仍在快速推进中，大量的新增城市人口仍会带动房地产行业、汽车/新能源汽车行业和电力电网行业发展，在我国，电力电网行业的铜需求占全部铜需求的约 50%，建筑行业约占全部铜需求的 10%，新能源汽车和对应的充电基础设施也已经成为各类停车场和家庭生活的“标配”。加上党和国家领导人大力推进建设农村地区电力、电网建设，新能源汽车和充电桩已经成

为十分平常的项目，这是铜需求的良好支撑，中国汽车/新能源汽车/绿色电力、电网/房地产对铜的需求今后长期都将是稳定和巨大的，这是对铜需求和铜价明确的利好，这是铜价短期不会出现恶性大跌的基本保障。

五、近期境外铜库存整体累库，境内铜库存持续低位徘徊

近期美国 COMEX 铜库存表现稳定，但伦敦 LME 铜库存出现持续的明显累库。

图：美国 COMEX 交易所铜库存情况和伦敦 LME 铜库存变化情况（2019.1-2023.10）



数据来源：WIND，冠通研究

本周一（10月23日）COMEX 铜期货成交量为 97,729 手，上一交易日 87,712 手；空盘量为 225,449 手，上一交易日为 221,104 手；本周二，COMEX 铜期货成交量为 103,860 手，上一交易日 97,729 手；空盘量为 225,410 手，上一交易日为 225,449 手。本月迄今 COMEX 期铜近期合约下跌 3.11%，今年迄今下跌 5.14%，本周二收盘价格比去年同期高出 4.62%，但是仍然比 2022 年 3 月 4 日创出的历史峰值下跌 26.76%。从基金动态来看，美国商品期货交易委员会 (CFTC) 公布的持仓数据显示，投机基金在美国期铜市场大幅增持净空单。截至 10 月 17 日，投机基金在 COMEX 铜期货和期权市场持有净空单 21,553 手，比一周前增加 16,437 手。作为对比，上一周净买入 7,859 手。

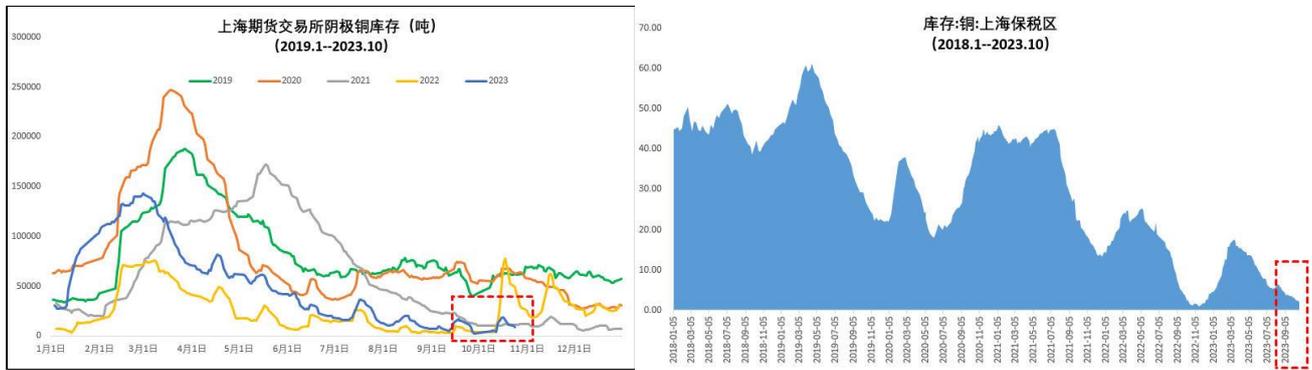
10 月 25 日，LME 铜库存录得 18.52 万吨，较上一日减少 2300 吨，减少幅度为 1.23%；其中，新奥尔良铜库存增加 625 吨，鹿特丹铜库存减少 425 吨，高雄铜库存减少 2500 吨。最近一周，LME 铜库存累计减少 6500.00 吨，减少幅度为 3.39%；最近一个月，LME 铜库存累计增加 2.13 万吨，增加幅度为 12.98%。

LME 铜库存数据变化

日期	库存（吨）	增减变化（吨）	增减幅度（%）
10月25日	185175	-2300	-1.23%
10月24日	187475	-2975	-1.56%
10月23日	190450	-1475	-0.77%
10月20日	191925	75	0.04%
10月19日	191850	175	0.09%

历史数据显示，自2020年10月26日以来，LME铜库存最高为25.48万吨，最低为5.12万吨，均值录得12.09万吨，当前库存（18.52万吨）较均值增加34.71%。

图：上海期货交易所铜库存情况和上海保税区铜库存变化情况（2019.1-2023.10）



数据来源：WIND，冠通研究

10月25日，上期所沪铜期货仓单录得5574吨，较上一交易日减少2916吨；最近一周，沪铜期货仓单累计减少10265吨，减少幅度为64.81%；最近一个月，沪铜期货仓单累计减少5462吨，减少幅度为49.49%。10月20日当周，沪铜期货库存录得58223吨，较上一周增加1329吨，增加幅度达2.34%；最近一个月，沪铜期货库存累计增加4058吨，增加幅度为7.49%。历史数据显示，自2020年10月23日以来，沪铜期货库存最高为25.25万吨，最低为2.72万吨，库存均值录得9.61万吨，当前库存（5.82万吨）较均值减少39.40%。

据Mysteel铜团队调研的数据来看，10月是国内一个精铜高产月，加之10月进入了旺季的尾声，因此市场认为10月或许会是一个累库阶段，实际调研的结果并非如此。尽管在国庆假期结束后铜社会库存有一定的累库基础，节后库存最高时较节前增加了4.87万吨，然而后续库存持续下滑，截止至10月23日，国内库存降至8.65万吨，较高点减少3.26万吨，且后续仍有进一步回落的趋势。铜价回落打破了市场对于库存累库的预期，反而加快了市场对于铜的消耗表现。其中最为明显的是，

广东市场入库少，出库一般，导致了广东市场升水在节后走出了独立表现，升水一度破位至 350 元/吨。

10 月 12 日上海、广东两地保税区铜现货库存累计 3.17 万吨，较 9 月 28 日降 0.75 万吨，较 10 月 9 日降 0.44 万吨；上海保税区 2.55 万吨，较 9 月 28 日降 0.77 万吨，较 10 月 9 日降 0.41 万吨；广东保税区 0.62 万吨，较 9 月 28 日增 0.02 万吨，较 10 月 9 日降 0.03 万吨；进口窗口维持打开，且抵港货源多清关流入国内，保税区库存继续下降。据 Mysteel 调研的情况来看，后续国内依然会有不少进口铜流入市场，是以日、韩、俄、智利等地的货源为主。年内一直倒挂的市场限制了前期进口商的交易，近期窗口打开，叠加此前年内进口完成度少，因此 10 月或许凭借此次机会将创造年内进口铜新高。保税区库存也因此受到明显影响，库存持续走低，目前市场库存不足 3 万吨；而保税区较低的社会库存也是进一步促进市场进口商进口的重要因素之一。

国庆节假期结束以来，国内铜库存低位徘徊，目前已经出现小幅反弹；库存的“探底震荡”对铜价形成了明显的支撑；国内制造业 PMI 暂时表现不佳和房地产行业低迷似乎对铜价和铜库带来的负面影响整体较小。海外巴以冲突、美国经济放缓、欧元区经济因俄乌冲突受损，似乎就是 LME 铜库存明显累库的原因，但近期 COMEX 铜库存下滑显示美国经济的韧性很强，需要注意。国内稳增长的政策正在强力落地，国内电力电网建设持续发力、全球新能源转型推动巨大，铜价大跌的可能性非常小，但在各种政策效果显露之前铜价大涨的可能性同样也有限。世界各地铜库存整体在低位，这对铜价提供了支撑。

整体看，西方大型矿业资本和中国国内的知名矿企仍在世界各地增产铜矿石，美欧发达市场可能在 2023 年下半年或 2024 年上半年进入衰退的担忧在上升；如果美欧在明年上半年开始降息进程，那么对全球工业复苏和铜需求将是非常有利的；中长期看铜需求和铜价无疑将是积极的；目前外盘铜价小幅反弹并停留在 8000 美元/吨关口附近，这显示目前到今年年底的各种不确定因素很多，对铜价难以过度乐观。目前铜价短期震荡增多，短期看不排除受消息刺激延续小幅反弹的可能性。

风险提示

- 1、美联储为遏制通胀明年 1 月继续加息；
- 2、美国内部罢工事件持续扩大，对铜需求造成更多不良影响；
- 3、西方大型矿业企业持续扩大全球铜矿生产，铜过剩提早出现。

分析师 周智诚

冠通期货研究咨询部

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲 6 号万通中心 D 座 20 层（北京总部）

公司电话：010-85356596

Email: zhouzhicheng@gtfutures.com.cn

本报告发布机构--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。