

2024年5月20日



美铜陷挤仓风险，铜价短期偏强

核心观点及策略

- 上周铜价再创新高，主因矿端供需的预期逐渐失衡，COMEX美铜挤仓风险加剧助推多头情绪持续升温；另一方面，美联储4月通胀环比回落符合预期令海外基金继续交易降息预期带来的经济增长和商品需求增长预期。然而当前国内终端需求复苏缓慢，去库进程不畅，现货换月后贴水走扩，进口窗口关闭，近月C结构有所收窄。
- 供应方面，巴拿马铜矿复产前景堪忧，铜精矿现货TC跌入负值区间，美铜近月陷挤仓风险加剧海外精铜短缺担忧，LME可用库存同样偏低。需求来看，高铜价抑制电缆线产业链消费程度不断加剧，精铜制杆企业旺季开工率不足7成，新兴产业用铜增速放缓但增量可观，总体受传统行业消费低迷拖累国内去库进程受阻。
- 整体来看，美国通胀小幅降温推升降息预期回升、矿端供需的预期失衡叠加美铜近月挤仓的风险加剧推动多头情绪升温；国内工业增加值同比超预期，房地产扶持政策持续升级。基本面来看，巴拿马铜矿复产前景不佳，国内终端消费复苏乏力，去库进程持续受阻，现货贴水走扩，预计铜价短期偏强而中期将在高位震荡后转向逐步回落。
- 策略建议：观望不宜追多
- 风险因素：海外央行推迟降息，新兴产业消费不及预期

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

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

一、市场数据

表 1 上周市场主要交易数据

合约	5月17日	5月10日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	10398.00	10040.00	358.00	3.57%	美元/吨
COMEX 铜	508.25	465.2	43.05	9.25%	美分/磅
SHFE 铜	84250.00	80970.00	3280.00	4.05%	元/吨
国际铜	75450.00	72450.00	3000.00	4.14%	元/吨
沪伦比值	8.10	8.06	0.04		
LME 现货升贴水	-70.15	-106.48	36.33	-34.12%	美元/吨
上海现货升贴水	-270	-70	-200		元/吨

注：(1) LME 为 3 月期价格；上海 SHFE 为 3 月期货价格；

(2) 涨跌= 周五收盘价-上周五收盘价；

(3) 涨跌幅= (周五收盘价-上周五收盘价) / 上周五收盘价*100

表 2 上周库存变化

库存地点	5月17日	5月10日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	103650	103450	200	0.19%	吨
COMEX 库存	20110	21530	-1420	-6.60%	短吨
上期所库存	291020	290376	644	0.22%	吨
上海保税区库存	92500	79500	13000	16.35%	吨
总库存	507280	494856	12424	2.51%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价再创新高，主因矿端供需的预期逐渐失衡，COMEX 美铜的挤仓风险仍在加剧助推多头情绪升温；另一方面，美联储 4 月通胀环比回落符合预期令海外基金继续交易降息预期带来的经济增长和商品需求增长预期。然而当前国内终端需求复苏缓慢，去库进程不畅，现货换月后贴水走扩，进口窗口关闭，近月 C 结构有所收窄。

库存方面：截至 5 月 17 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 50.7 万吨，环比增加 1.24 万吨，全球库存小幅上升。LME 铜库存环比基本持平，LME0-3 升水大幅回落至 70 美分一线，注销仓单降至 11%；上期所环比减少 0.06 万吨，终端消费复苏乏力去库缓慢，旺季仍未见库存重心下移；保税区库存继续增加 1.3 万吨，受俄铜大量进口货源将涌入国内市场预期，上周洋山铜仓单溢价仍在零值以下徘徊，沪伦比值小幅走高，现货进口窗口维持关闭，近月 C 结构仍维持较大区间。而上周 COMEX 市场挤仓事件近期成为焦点，目前仓单库存仅有 2 万吨，但市场空头持仓仍超过 3 万手，逼空行情仍在继续演绎；由于 4-5 月在

LME 注册的近 10 万吨伦铜仓单库存中，80%以上产自俄罗斯、中国、保加利亚和印度等国家，这些国家生产的铜无法在 COMEX 美精铜市场进行交割，导致当前持有大量空头的托克集团及 IXM 正急切寻求交割货源却很困难，美铜近月逼仓风险仍在加剧，对铜价形成推波助澜的作用。

宏观方面：美国 4 月 CPI 同比增长 3.4%，核心 CPI 同比增长 3.6%，与预期持平，数据公布后利率互换市场上调对美联储年内降息速度的预期，虽然 CPI 环比增速放缓，但市场主流预计首次开启降息的时间仍不会早于 9 月，年内至多降息 2 次左右。而大摩预计美国通胀将在下半年加速放缓。永久票委、纽约联储主席威廉姆斯表示，4 月通胀数据传递积极信号，但仍不足以支持美联储近期降息，预计全年 PCE 通胀平均指数为 2.5%，年底有望降至 2% 左右。克利夫兰联储主席梅斯特认为，当前货币政策处于有利位置，供应端不太可能令抗通胀进程收益，物价放缓的幅度将比去年更小，维持紧缩政策是当前的谨慎选择，目前得出通胀停滞的结论还为时过早。美联储副主席杰弗逊认为，鉴于抗通胀进程放缓，将政策利率维持在限制性区间是合适的，美联储将加强不同立场官员之间的政策沟通，有助于改善政策方向的不确定性，整体美联储官员对降息立场的表态中性偏鹰且口径较为一致，而市场仍在交易降息预期带来的经济增长和商品需求增长预期。国内方面，国楼市扶持政策持续升级，合肥市对购买新建商品住宅居民发放购房补贴，买房即落户并提高公积金贷款额度等，与此同时，国家将加大保障房体系建设牵头收购房源，杭州市政府将在临安区收购一批商品住房用做公共租赁住房，打响全国楼市收储第一枪，在为楼市去库存和消化存量房产方面，“国家队”已正式入场，这是中国政策的又一次重大创新，预计将对房地产近期低迷的销售现状形成预期上的正向拉动，中国 4 月工业增加值超预期同比增长 6.7%，显示我国经济基本面持续企稳向好。

供需方面，巴拿马总统上台以后仍未能和第一量子就复产事宜展开谈判，目前市场预期已逐步转向不复产的状态下铜矿供应趋紧的格局。国内冶炼端来看，国内大型冶炼厂仍然以保产能为主，由于国内冶炼厂与海外矿山签订的加工费长协占比较大，国内炼厂仍积极采购铜矿，叠加铜价上涨以后，废铜和阳极铜等冷料的供应量持续增加，一定程度缓解了炼厂原料短缺的情况，整体二季度炼厂减产幅度与此前预期偏低，SMM 统计 4 月国内精铜产量达 98.5 万吨，需求来看，4 月精铜杆开工勉强回落至 7 成，线缆企业开工率回升至 73% 仍处于偏低水平，五一过后两网线缆招标项目陆续启动，但受制于高铜价的成本压力，大规模招标集采仍未全面展开，空调已进入旺季排产高峰期，二季度的排产总量同比增速在 10% 以上，仍将成为传统行业用铜增量的主要贡献，光伏和新能源汽车近期用铜需求持续好转但需求边际增量有限，受传统行业的拖累近期终端需求复苏十分迟滞。

整体来看，美国通胀小幅降温、矿端供需的预期失衡叠加美铜近月挤仓的风险加剧推动多头情绪升温；国内工业增加值同比超预期，房地产扶持政策持续升级。基本面来看，巴拿马铜矿复产前景不佳，国内终端消费复苏乏力，去库进程持续受阻，现货贴水走扩，预计铜价短期偏强而中期将在高位震荡后转向逐步回落。

三、行业要闻

1、WBMS(世界金属统计局显示), 2024年3月, 全球精炼铜产量为232.44万吨, 消费量为223.5万吨, 供应过剩8.94万吨。2024年1-3月, 全球精炼铜产量为697.26万吨, 消费量为685.4万吨, 供应过剩11.86万吨。2024年3月, 全球铜矿产量为186.07万吨。

2、矿企季报显示, 嘉能可一季度产铜23.97万吨, 同比减少2%, 环比减少12.6%。旗下位于刚果金的Katanga铜矿一季度产铜同比减少13%; Mutanda铜矿一季度产铜仅0.5万吨, 同比减少39%, 主因开采进度已进入较低吞吐量和品味的矿区; 旗下位于智利的Collahuasi铜矿一季度产铜6.47万吨, 同比增加13%, 得益于第五座球磨机的投产带来更高的品位和吞吐量。旗下位于秘鲁的安塔米纳铜矿一季度产铜3.6万吨, 同比增加12%, 主因去年同期天气影响生产中断基数较低。2024年嘉能可维持指导产量95-101万吨不变。

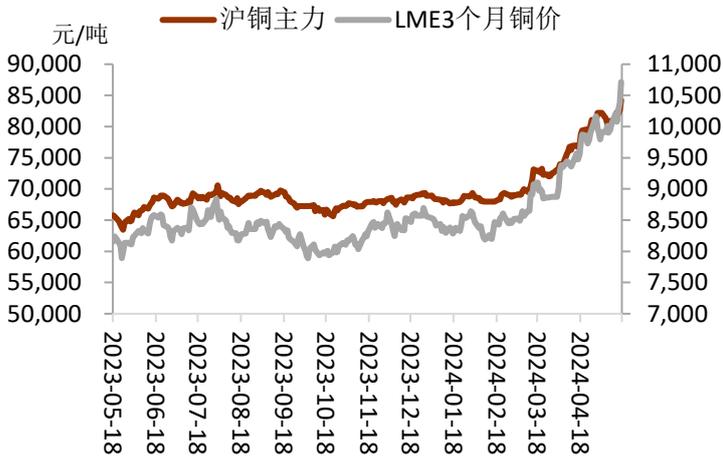
3、矿企季报显示, Codelco(智利国营)一季度产铜31.9万吨, 同比下降9.4%, 环比下降11%。产量下降主要原因是2023年岩爆后可用于生产的开放面积减少, 导致El Teniente矿山的矿石加工量减少。此外, 还受到了3月8日Radomiro Tomic矿山发生一起致命事故的停工影响。这两个矿山的产量下降部分被Chuquicamata和Andina矿山的产量增加的部分所抵消。其中丘基卡马塔矿山一季度产量仅为5.3万吨, 大幅下降17%, 而特恩尼特项目一季度产量达8.6万吨, 同比增加10%。

4、根据SMM调研数据显示, 中国4月精铜制杆开工率为68.96%, 环比超预期下降2.18%, 同比下降2.77%, 其中大型企业开工率为78.94%, 中型企业开工率52%, 而小型企业开工率仅为49.7%, 显示铜价上涨周期仍对铜缆线产业链下游消费产生明显的抑制作用, 虽然汽车线和光伏发电端电线用量仍较为客观, 但终端行业用铜成本的持续上移以及铜杆企业原料库存资金占用规模的不断扩大导致旺季铜缆线的需求复苏十分乏力。

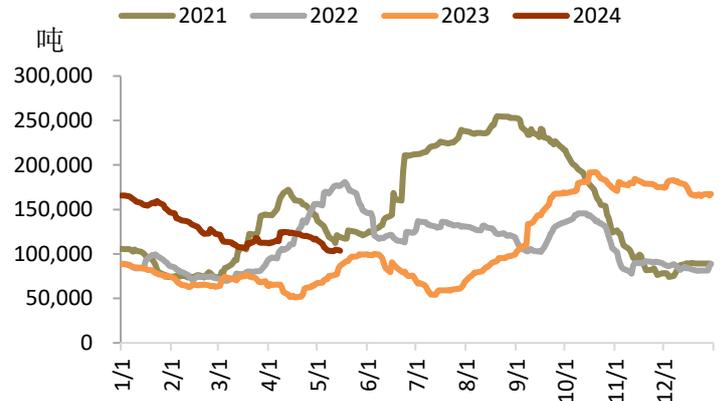
5、根据Mysteel调研数据显示, 上周8mm的T1电缆线杆的加工费再度下调至150-300元/吨的历史低位, 在当前的加工费环境下部分中小精铜加工企业已被迫选择关停产能, 而再生铜杆厂则在较大的精废价差带动下, 将废铜送往原料相对短缺的冶炼企业进行销售, 加工废铜杆已不再成为主流运营方式。分地区来看, 上周精铜杆市场交易表现清淡, 当月换月后铜价维持偏强走势, 电解铜现货仍处于贴水状态, 下游采购情绪有所分化, 但多数仍维持逢低补库策略, 整体市场交易热情并不高; 此外, 部分企业长单执行同比往年有所减少; 从具体日均成交量来看, 部分中小型企业成交量200-500吨, 大型企业订单量在600吨左右。华南地区, 由于铜价再度再创新高, 高铜价压力下下游负反馈程度加剧, 市场畏高情绪浓厚, 终端线缆企业拿货意愿不佳, 故而精铜杆厂家长单执行方面节奏偏慢, 零单成交亦十分有限; 较多反馈仅录得百余吨成交, 个别大型铜杆厂价成交量在300吨左右。西南地区, 市场成交依旧难以推进, 即使是部分有需求的企业亦多以执行完长单为主, 整体执行节奏并不理想。整体来看, 无论是华东还是华南的精铜杆销售都在遭受前所未有的困难。

四、相关图表

图表 1 沪铜与LME 铜价走势

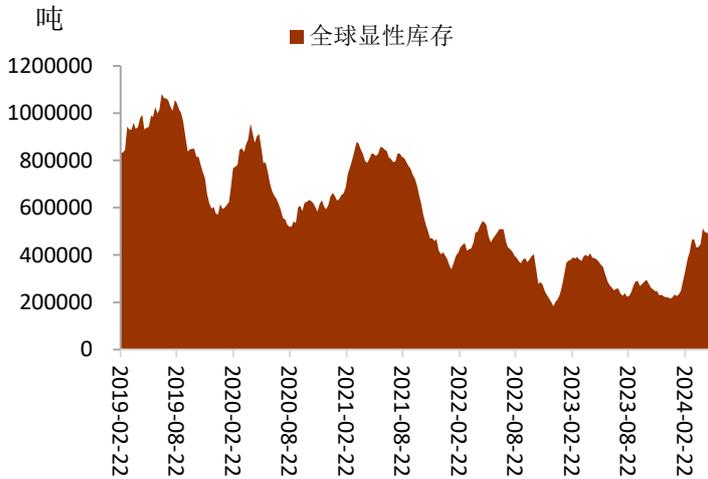


图表 2 LME 铜库存



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

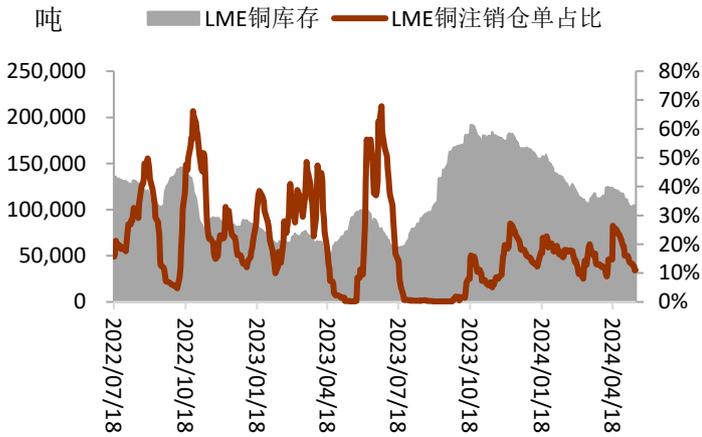


图表 4 上海交易所和保税区库存

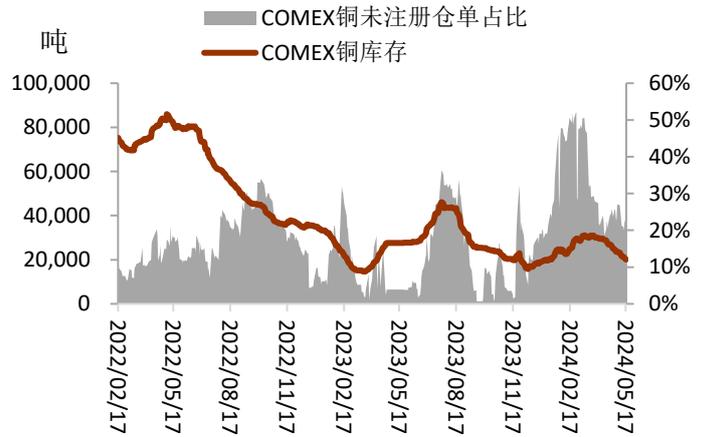


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

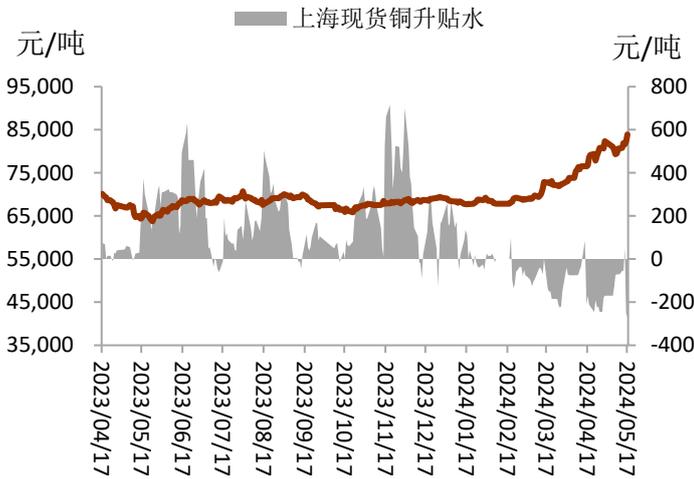


图表6 COMEX 库存和注销仓单

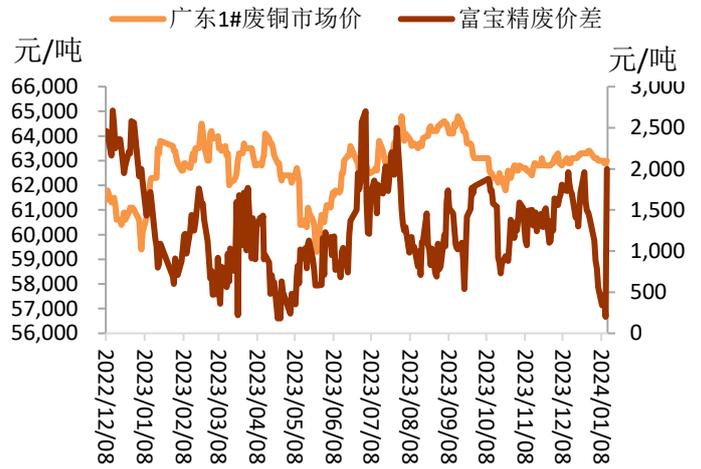


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势

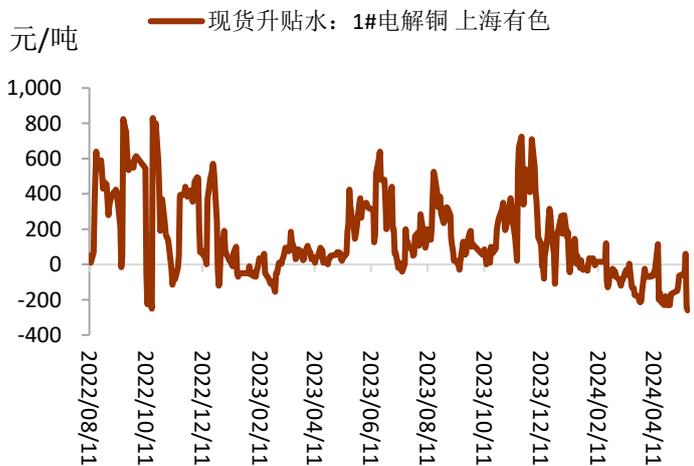


图表8 精废铜价差走势

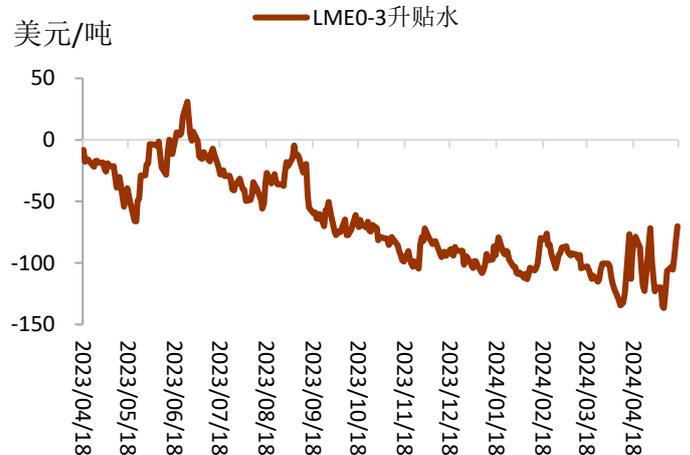


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

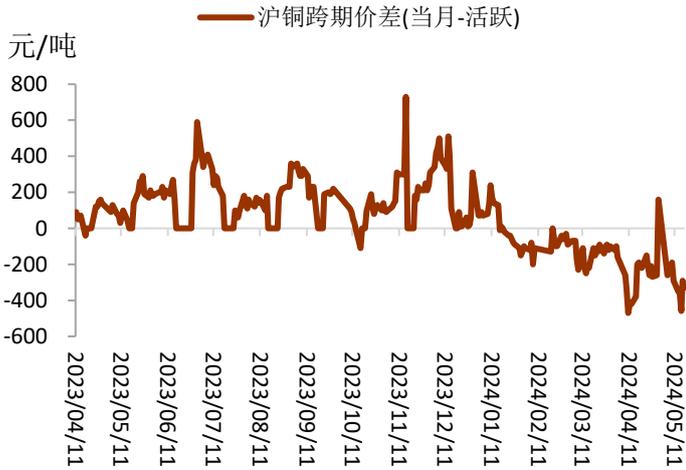


图表10 LME 铜升贴水走势

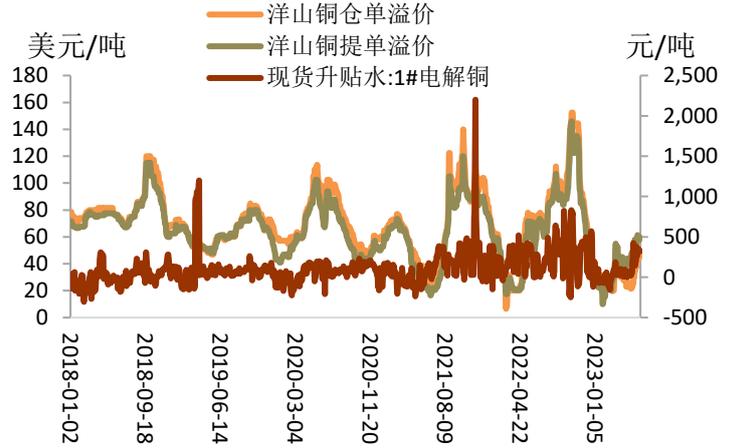


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

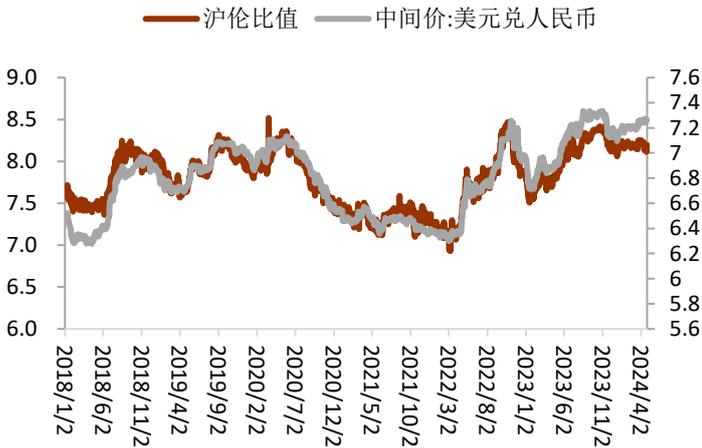


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

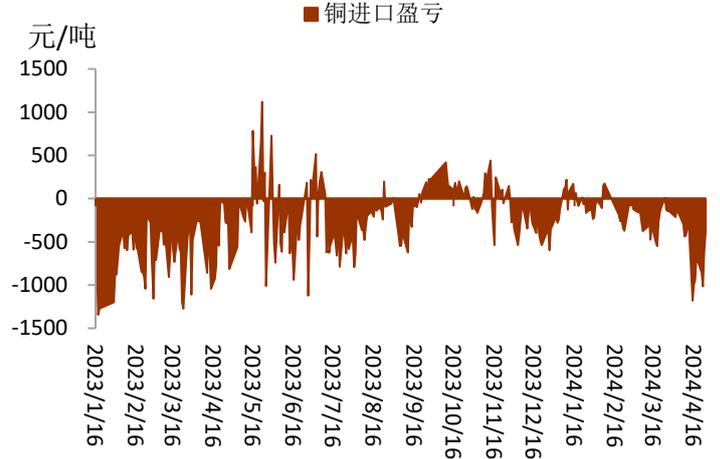


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势

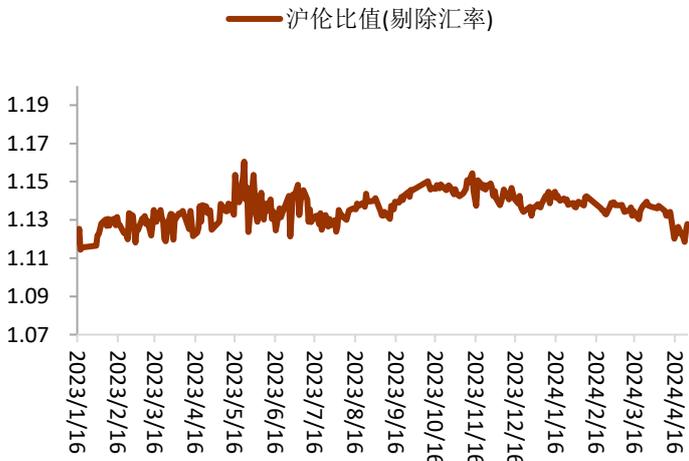


图表 14 铜进口盈亏走势



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

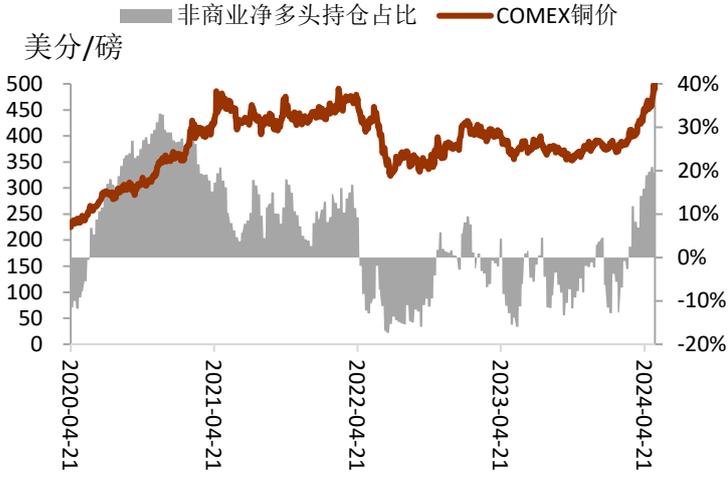


图表 16 铜精矿现货 TC

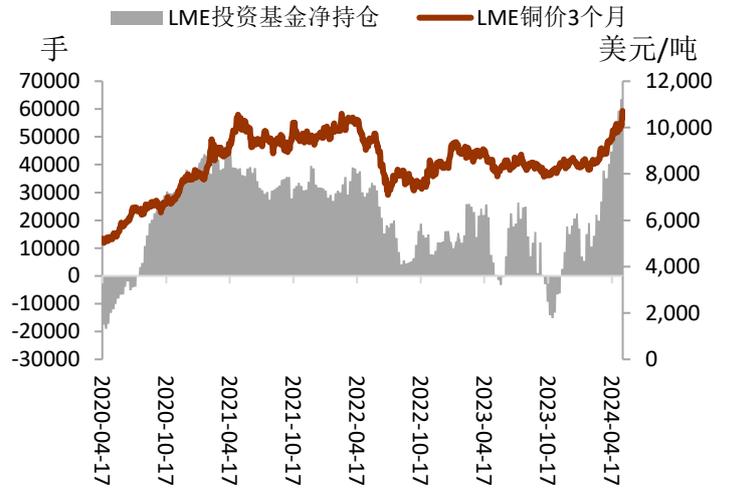


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 COMEX 铜非商业性净多头占比



图表 18 LME 铜投资基金净持仓变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

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。