



2023年6月7日

## 美铜挤仓风险平息，铜价区间震荡

### 核心观点及策略

- 宏观方面，中美制造业略显疲态拖累精铜消费增长前景，但欧央行率先降息令市场对全球将进入大宽松周期的预期逐渐升温；国内方面，工业企业利润增速转正，楼市出台重磅新政力求加快去库存，国内经济从平稳着陆走向企稳复苏。
- 基本面来看，美铜市场挤仓风险基本平息，矿端供应趋紧，国内产量维持高位，供应偏宽松。需求端，高铜价抑制电网投资端消费加剧，新兴产业用铜增速放缓但增量尚可，5月国内紧平衡预期并未兑现。从库存结构来看，国内库存高位持续攀升，海外库存偏低，全球显现库存重心上移。
- 整体来看，美铜挤仓风险平息多头情绪降温，而全球央行将进入大宽松周期的预期逐步形成；基本面矿端供应趋紧，但国内精铜产量未受影响，终端消费复苏迟缓，5月国内社库不降反增，多空因素交织下，整体预计铜价短期将进入区间震荡走势。
- 预计6月份铜价将进入区间震荡，沪铜主要波动区间在78000-84000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在9500-10300美元/吨之间。
- 风险点：美国通胀显著放缓，美联储提前降息。

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：F0384165

投资咨询号：Z0016301

## 目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 一、2024 年 5 月铜行情回顾 .....       | 4  |
| 二、宏观经济分析 .....                | 5  |
| 1、美联储仍维持谨慎立场，欧央行率先降息 .....    | 5  |
| 2、美国经济略显疲态，欧元区制造业反弹 .....     | 6  |
| 3、楼市政策利好频现，中国经济走向企稳复苏 .....   | 6  |
| 三、基本面分析 .....                 | 8  |
| 1、矿端中期供应趋紧，现货 TC 跌入负区间 .....  | 8  |
| 2、国内精铜产量降逐步下滑 .....           | 9  |
| 3、5 月进口量将小幅回落，出口将迎来小高峰 .....  | 12 |
| 4、美铜挤仓风波平息，国内库存居高不下 .....     | 13 |
| 5、电网项目建设进度迟缓，风光用铜增速显著下滑 ..... | 15 |
| 四、行情展望 .....                  | 19 |

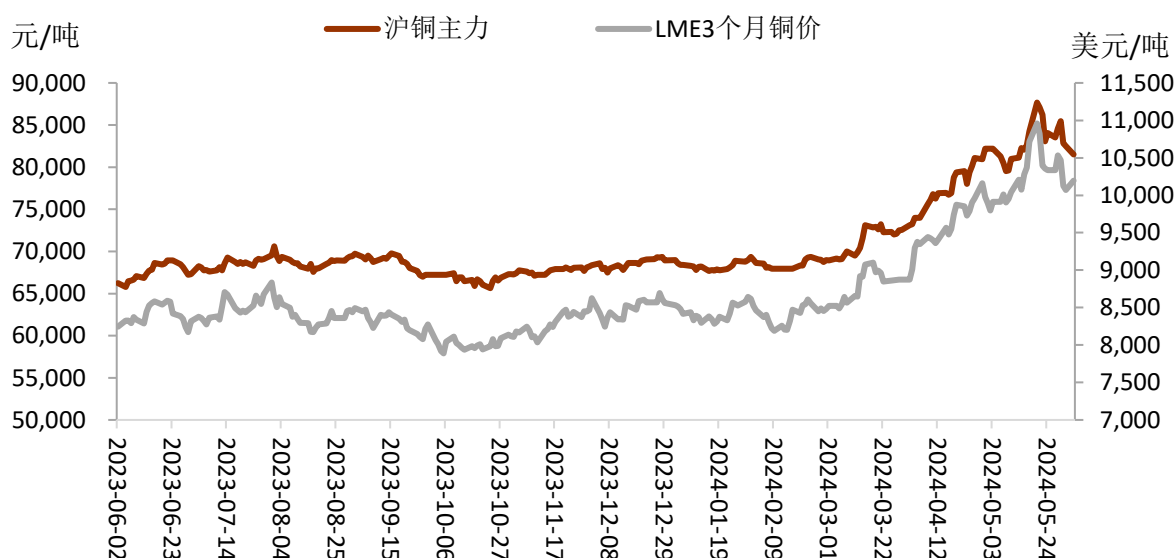
## 图表目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图表 1 铜期货价格走势.....            | 4  |
| 图表 2 上海现货铜升贴水走势.....         | 5  |
| 图表 3 发达国家 GDP 增速.....        | 7  |
| 图表 4 美欧制造业 PMI.....          | 7  |
| 图表 5 中国 GDP 增速.....          | 7  |
| 图表 6 中国 PMI 指数.....          | 7  |
| 图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....   | 10 |
| 图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化.....     | 10 |
| 图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化.....     | 10 |
| 图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势.....     | 11 |
| 图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势..... | 11 |
| 图表 12 中国铜材产量及增速变化.....       | 11 |
| 图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化..... | 11 |
| 图表 14 中国精炼铜产量变化.....         | 11 |
| 图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化.....     | 11 |
| 图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化.....     | 12 |
| 图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化.....     | 12 |
| 图表 18 中国废铜进口单月变化.....        | 13 |
| 图表 19 中国废铜进口累计变化.....        | 13 |
| 图表 21 LME 铜库存 .....          | 14 |
| 图表 22 SHFE 和保税区库存走势 .....    | 14 |
| 图表 23 全球显性库存.....            | 14 |
| 图表 24 COMEX 美铜库存 .....       | 14 |
| 图表 23 电源投资完成额变化.....         | 17 |
| 图表 24 电网投资完成额变化.....         | 17 |
| 图表 25 房地产开发投资增速变化.....       | 18 |
| 图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化.....    | 18 |
| 图表 27 空调产量增速变化.....          | 18 |
| 图表 28 家用空调库存变化.....          | 18 |
| 图表 29 汽车产量变化.....            | 18 |
| 图表 30 新能源汽车产量及销量变化.....      | 18 |

## 一、2024 年 5 月铜行情回顾

2024 年 5 月，铜价整体先升后降，伦铜最高上冲 11000 美金一线后快速回落，沪铜从 89000 元/吨调整至 81500 元/吨附近，整体价格重心上移。一方面，5 月中上旬海外 COMEX 美铜挤仓风险不断加剧，巴拿马铜矿复产前景堪忧以及海外基金对于未来新能源和人工智能产业用铜的需求增长预期；另一方面，中国楼市政策利好频现，工业生产积极恢复企业利润持续修复，整体经济企稳向好的预期并未改变，宏观和基本面外加美铜挤仓情绪的助推带动铜价再创年内新高；5 月下旬随着 COMEX 美铜空头交仓压力额的逐步缓解，海外多头情绪大幅减退，国内精铜紧平衡预期并未兑现，消费偏弱状态下社库持续累积，拖累铜价高位快速回落。截至 5 月底，伦铜报收于 10069 美元/吨，月度涨幅达 13.5%；沪铜报收于 82500 元/吨，月度涨幅达 13.7%。5 月人民币兑美元汇率整体呈窄幅震荡趋势主因中美经济数据表现喜忧参半，沪伦比上升至 8.19 附近，铜价整体表现为内强外弱的格局。

图表 1 铜期货价格走势



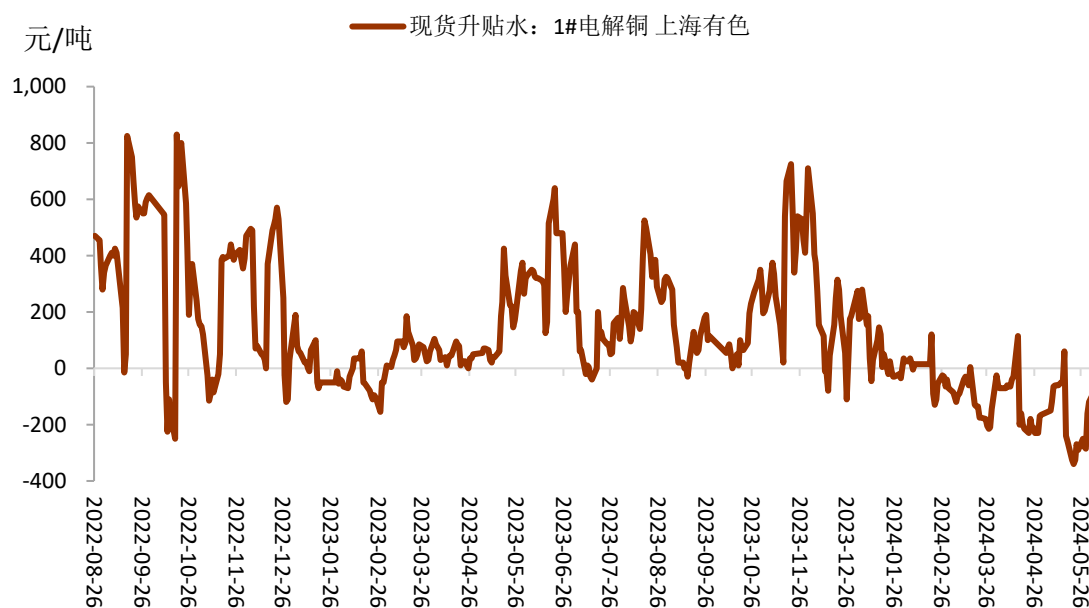
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5 月以来，国内精铜终端消费复苏乏力，一方面来自于持续的高铜价导致成本占比较高的电网投资端 5 月招标进度迟缓，另一方面今年房地产竣工端的增速显著下滑，基建项目开工不急往年同期。从消费占比最大的电网投资端来看，两网在 5 月招投标项目没有正式启动，5 月电缆线企业的平均开工率进一步降至 68%，创近几年以来同期新低，工程和地产类线缆订单持续走弱，轨道交通订单偏稳但占比有限，而空调行业排产进入高峰期用铜增速尚可；从新兴产业来看，新能源汽车产销环比继续回升，风光行业用铜出现一定减速但整体增量仍然坚挺。初端加工来看，精铜制杆企业受制于终端电网投资进程受阻影响，开工率仍在 7 成以下；而铜管行业则因二季度空调企业进入排产高峰期且整体产量同比增速近 20%，开工率大幅升值 9 成左右，铜箔企业则新能源汽车的产销增速回暖以及前期较低的产量运

敬请参阅最后一页免责声明

行条件下开工率快速反弹至 70%以上，铜板带企业则因建筑、水暖和家装行业的出货量减少，开工率意外下滑至 71%左右，整体终端消费受传统行业拖累十分明显。导致整个 5 月社库在传统旺季意外不降反增，与此同时，高铜价抑制消费导致现货市场贴水幅度不断加深，月中现货贴水幅度一度达到 340 元/吨再创今年新低，此后铜价高位回落下游才愿意递出采买意愿，贴水一度截止月末收窄至 120 元/吨；5 月以来，当月与次月仍维持较大 C 结构，主因国内冶炼厂未能兑现充分减产的预期，多数大型冶炼厂仅削减亏损产能的部分产量，消费疲软状态下社库居高不下。我们预计随着铜价高位持续转弱，下游终端消费尤其是电网投资端用铜增速将逐步回升，将带动现货升贴水重心逐步上移。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 二、宏观经济分析

### 1、美联储仍维持谨慎立场，欧央行率先降息

美国 4 月核心 PCE 同比增长 2.8%，持平预期，4 月核心 CPI 同比增长 3.6%，环比增速下降至 0.3%。虽然作为美联储最为重视衡量通胀进程指标的 PCE 数据同比较轻微放缓，但整体下行幅度似乎未能达到美联储的预期。最新的美联储褐皮书显示 4-5 月美国多数地区价格仍呈温和上涨的态势，且从 PCE 指数的构成来看，虽然商品类通胀持续放缓，但 4 月服务类通胀同比增速仍高达 3.9%，在 4 月 CPI 分项中，住房 CPI 增速仍高达 4.5%，美国通胀的核心问题并未得到充分缓解，整体通胀进程下行受阻，而美联储官员近期表态不会轻易开启降息周期，仍需积累更多的信心，当前利率市场定价美联储今年可能仅有一次降息。美

联储三号人物威廉姆斯表示，2023 年的通胀下行是有特别因素推动的，预计今年 PCE 将逐步恢复至 2.5%，预计将在 2025 年接近 2%，对于实现充分就业和物价稳定的双重目标而言，当前限制性的货币政策是合适的，随着高利率持续抑制经济增速回落，今年下半年的通胀将显著降温，住房通胀将持续下滑。而其他几位美联储官员几乎一致认为今年美国通胀回落速度将非常缓慢，美联储需要保持限制性立场。

欧央行 5 月 CPI 同比超预期回升至 2.6%，核心 CPI 反弹至 2.9%，分项来看，服务业通胀环比上升 0.4%至 4.1%，仍然成为通胀上行的主要推手。欧央行于 6 月初率先开启降息周期，下调三大基准利率 25 个基点，拉加德表示基于对通胀前景的最新评估、潜在通胀的动态变化以及货币政策对经济的传导力度，在维持了九个月的利率不变后，此刻宣布小幅降息是合适且必要的，但 5 月通胀的反弹可能令欧央行将在三季度以后逐步放缓降息步伐并重新考量新的边际宽松环境下通胀是否将出现重新抬头的可能，当前市场定价今年欧央行整体降息的幅度将在 55 个基点左右，年内或降息两次。

## 2、美国经济略显疲态，欧元区制造业反弹

美国一季度 GDP 季化环比终值为 1.3%，较初值 1.6%下修 0.3%，环比去年四季度增速大幅放缓 2.1%，作为美国经济驱动的核心引擎，美国一季度 PCE 消费支出低于预期放缓至 2，较初值下修 0.5%。随着薪资增速的逐渐放缓，美国居民的家庭储蓄已趋于耗尽，信用卡支出开始增加，持续的通胀压力削弱居民购买力，美国个人消费支出和企业投资均展露疲态，其中商品类支出大幅走弱，出口和政府支出下滑也一定程度拖累经济增速。美国 5 月 ISM 制造业指数放缓至 48.7，Markit 制造业指数初值录得 50.9，其中新订单指数萎缩程度加剧，生产指数濒临荣枯线，显示美国制造业市场需求逐步减弱，制造业短期逐步失去增长动能，在高利率环境的持续冲击下，企业高昂的借贷成本导致其投资扩张意愿下滑，购买力的下滑导致消费者支出逐步走弱，整体上美国经济一季度略显疲态，拖累美元指数震荡走弱。

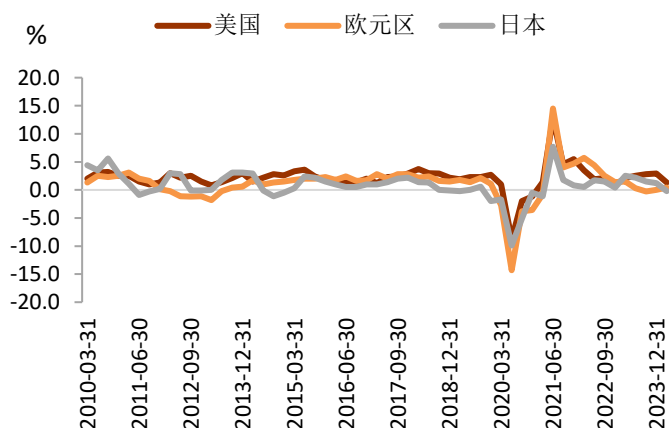
欧元区 5 月制造业 PMI 初值为 47.4，创 1 年半以来新高，服务业 PMI 为 53.3，小幅不及预期但仍位于扩张区间。其中，德国制造业 PMI 上升至 45.4，服务业升至 53.9，显示德国商业活动持续扩张，随着降息时点的愈发临近，工业企业对经济复苏的前景转向乐观，制造业产出趋于稳定，其中制造业产出指数已从 45.4 大幅回升至 48.9，创 1 年来新高，新订单指数降幅已收窄至两年来最低水平。当前服务业的积极复苏当然是欧元区经济活力的核心，德法经济的企稳恢复将对欧元区经济复苏形成较强推动力。整体来看，欧元区的复苏势头已初显端倪，欧央行将于年中率先开启降息周期以带动欧元区经济尽可能脱离技术性衰退区间。

## 3、楼市政策利好频现，中国经济走向企稳复苏

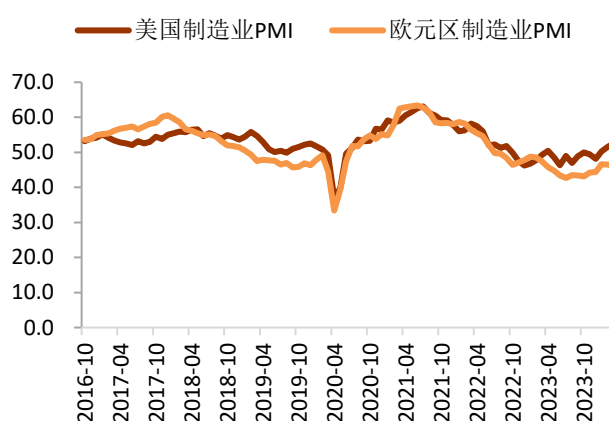
中国 4 月规模以上工业企业利润同比增长 4%，环比 3 月已转入正增速，4 月工业增加

值同比增长 6.7%。5 月官方制造业 PMI 录得 49.5，高基数效应导致边际有所回落但仍然维持较高的发展增长势头，整体显示我国工业生产仍在积极复苏，工业企业利润持续修复。此外，1 万亿超长期特别国债一期顺利发行，将扶持战略项目实施和薄弱领域的建设。此外，房地产政策利好频现且政策逐步渗透进一线城市，可见中央调控楼市力求拉动楼市反弹的决心和信心，本轮地产政策将引导市场加快去库存，从需求侧限制性的放松来看，降首付比例、降公积金利率下限和提升贷款总额、取消首套和二套的商贷政策利率下限；从地方政府主导收储存量房来看，将发放 3000 亿保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购商品房库存，用作租售两用的保障性住房，同时将继续化解房地产企业风险，鼓励政府收购闲置的住宅存量用地，帮助企业解困。整体来看，中国经济政从平稳着陆走向企稳反弹。

图表 3 发达国家 GDP 增速

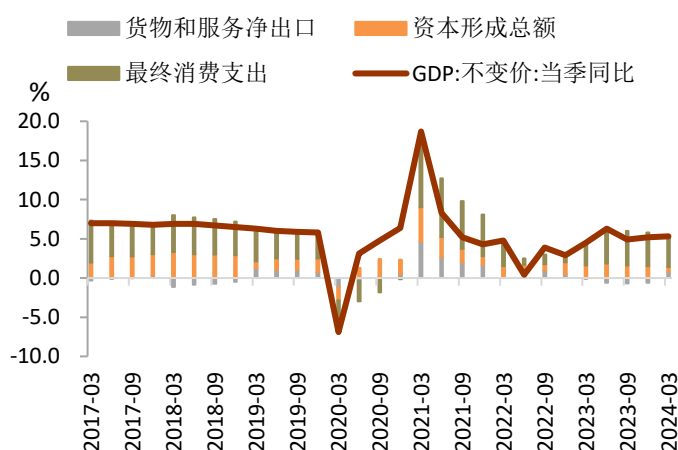


图表 4 美欧制造业 PMI

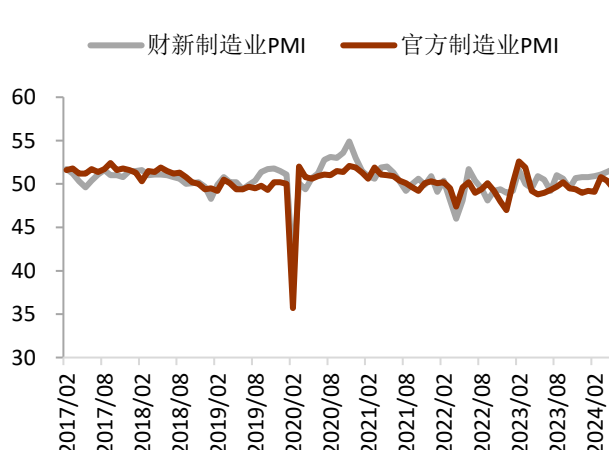


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 三、基本面分析

#### 1、矿端中期供应趋紧，现货 TC 跌入负区间

截止 5 月 31 日铜精矿现货 TC 已跌至-0.7 美金/吨，再创历史新低，主因全球铜精矿中期供应趋紧预期并未改变，巴拿马新任政府上台未与第一量子展开重启谈判，2024-2025 年的矿端供应增速将显著下滑；此外，英美资源旗下的 Los Bronces 铜矿因矿龄老化开采品位下降预计今年将减产 5 万吨，Codelco 旗下位于智利北部的托米奇铜矿则因今年一季度矿难罢工，预计今年减产 3 万吨，此外包括智利的安塔米纳和特恩尼特铜矿等都将出现 3-5 万吨的产量下降，粗略预计海外矿山扰动对今年铜精矿的减产影响将达到 50 万吨。

洛阳钼业旗下位于非洲刚果金的 TFM 混合湿法项目 5 月铜产量超过 4 万吨，再创单月产量纪录，目前该项目拥有 5 条铜钴矿生产线，年铜产量预计将达 45 万吨。自从 8 月份中区混合矿生产线全面达产以来，TFM 的月度产量已从 2.3 万吨稳步攀升至 4 万吨以上，环比增长近 80%。根据 2024 年产量指引，洛阳钼业产铜量在 52 万-57 万吨之间，预计将比 2023 年新增 15 万吨左右的产铜量，是今年全球第一大产铜增量来源。今年一季度，洛阳钼业旗下的 TFM+KFM 实现产铜 14.75 万吨。随着 KFM 持续保持高产，TFM 产能完全释放，洛阳钼业 2024 年有望跻身全球前十大产铜企。

Taseko 旗下的加拿大 Gibraltar 铜矿于 5 月底爆发了 500 多名工人的罢工行动，原因是合同谈判结果失败。工会声明称，合同谈判于 2 月份开始，但没有与 Taseko 达成协议，因为据称 Taseko 拒绝就新的集体协议的基本条款进行谈判，Taseko 矿业公司表示，已经暂停矿山开采和磨矿业务，并补充道，仅保留必要的工作人员仍在现场维护关键业务。目前该矿业公司拥有五个处于不同开发阶段的项目，但旗下的 Gibraltar 铜矿是唯一活跃生产的矿山，2023 年其产量达 5.56 万吨，同比增长 26%。

紫金矿业旗下的卡莫阿—卡库拉矿山三期选矿厂较计划提前 6 个月正式投料运营，原计划在年底正式投入生产，三期项目达产后，卡莫阿铜矿年产量将提升至 60 万吨，将成为非洲最大以及全球第四大铜矿山。其中三期选矿厂的年处理能力接近 500 万吨，比一期和二期产能提升 30%，预计将在今年三季度逐步爬产并实现商业化。此外，卡莫阿正在制定更大额产能提升计划，包括将一期和二期的铜回收率从设计指标的 87%进一步提升至 95%，以及推进处理能力不低于 500 万吨/年的四期选厂建设并与三期共用基础设施，方案实施以后，卡莫阿总体项目的选矿处理能力将达到 2000 万吨/年，矿产铜的年产量有望达到 80 万吨。

秘鲁政府公布数据，秘鲁 3 月铜产量达 21.9 万吨，同比基本持平，今年一季度累计产量达 64.1 万吨，同比增长 3.5%。秘鲁最大的矿企中，南方铜业一季度产量增幅近 20%，嘉能可旗下的安塔米纳铜矿一季度产量增长 13%，秘鲁能矿部长表示，预计秘鲁今年铜产量将达到 300 万吨，较去年同期增长 9%，虽然秘鲁去年被刚果金去掉了全球第二大铜生产国的低位，但其仍未全球第二大铜出口国。

## 2、国内精铜产量降逐步下滑

根据 ICSG(国际铜研究小组)数据显示,2024 年 3 月全球精炼铜产量为 233 万吨,消费量为 220 万吨,供应过剩约 12.5 万吨,环比 2 月 19.1 万吨的过剩量下降 6.6 万吨。

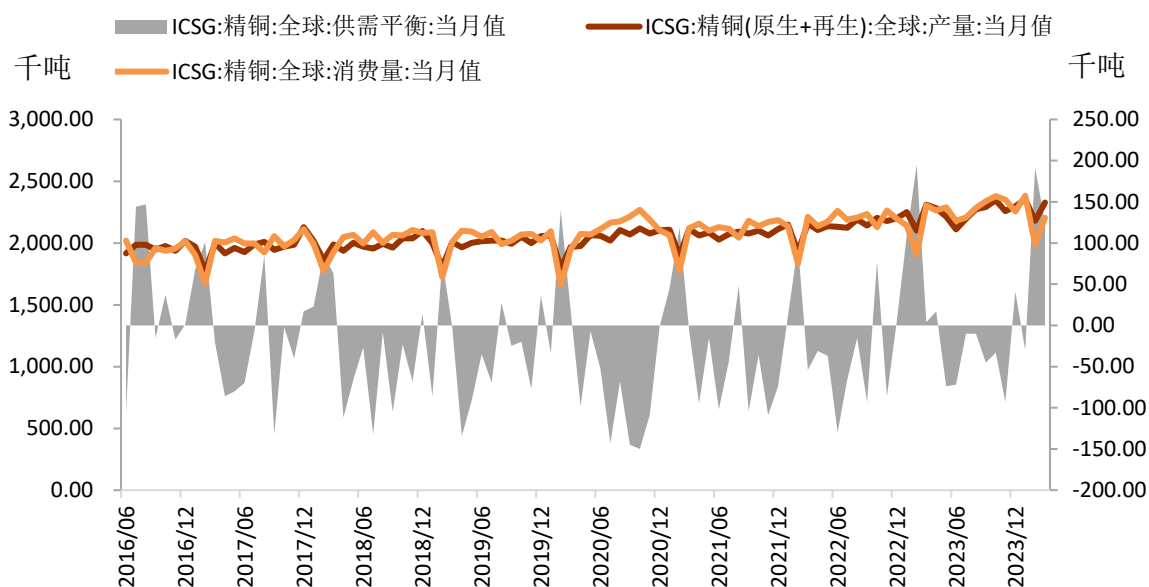
SMM 数据显示,今年 4 月我国精铜产量达 98.5 万吨,同比增长 1.6%,环比下降 1.4%,高于预期的 96.5 万吨。4 月份全国主要冶炼厂的产能利用率环比降至 71.4%,4 月产量维持高位,主要由于大冶老线仍然选择稳产量,积极采购原料;中条山有色产能利用率逐步提高;白银 20 万吨新线开工率已超过 60%。由于目前精废价差已经走到 4000 元/吨以上,部分冶炼厂加大采购废铜和阳极板的力度以确保产量维持正常的水平。此外大型冶炼厂采购铜精矿长协的比例普遍在 60%以上,仅对亏损产能适当地调低开工率,因此对总体减产影响偏弱。

目前来看国内冶炼厂 5 月粗炼产能检修相对集中,5 月份铜陵双闪 48 万吨粗炼计划检修 25 天,预计不影响产量;建发铜业 5 月初至 6 月底计划检修 50 天,基本不影响产量,中金岭南 30 万吨粗炼计划检修 30 天,预计影响减产 0.5 万吨,新疆五鑫计划检修 40 天,预计影响 0.2 万吨,赤峰金通 30 万吨粗炼计划检修 20 天,预计影响产量 0.3 万吨,整体预计 5 月产量将维持在 96-97 万吨,整个二季度不会有大量的减产,主因废铜和阳极板等冷料供应持续增加,冶炼厂原料备货较为充分。

海外方面,洛钼旗下的 KFM 和 TFM 两大湿法项目仍在持续爬产,预计今年新增产量 16 万吨;KPM 去年扩建了 5 万吨产能,今年大概率可以达产;俄罗斯乌多坎湿法冶炼项目今年投产,但考虑到老湿法矿山品位下滑,非洲刚果缺电干扰以及乌多坎项目推进缓慢,预计今年整体湿法增量将从此前预计的 20 万吨显著回落至 10 万吨左右;火法方面,印尼的 Gresik 扩建项目以及自由港 Manyar 的 50 万吨新建项目预计自由港印尼 Amman 的 20 万吨新增产能,而印尼 Adina 冶炼厂旗下的库奇铜业已经向客户运送第一批阴极铜,但预计 2024 年只能供应 4 万吨左右的增量;印尼 PT-FI 冶炼厂已接近完工预计将于第二季度启动,设计产能为 55 万吨,预计今年新增 25-30 万吨;印尼 AMMAN 的 20 万吨新建项目已于 5 月份建成预计下半年将陆续投放产量,但考虑到智利 Enami 停产等干扰影响,今年火法的增量或仅只有 10-15 万吨。

整体来看,4 月国内产量高位运行主因多数大型冶炼厂选择积极采购冷料投炉来维持产量,仅有部分亏损产能适度压降产能利用率,海外今年整体火法和湿法增量十分有限,预计 5 月国内精铜产量将维持在 97 万吨左右。

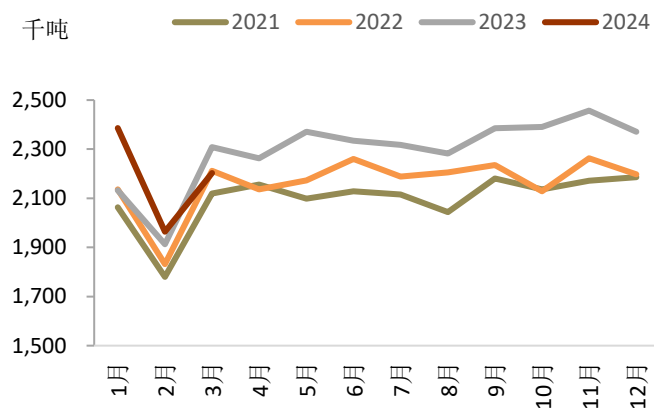
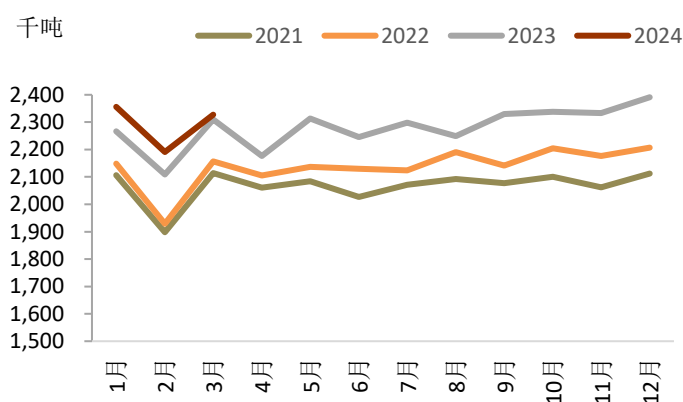
图表 7 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

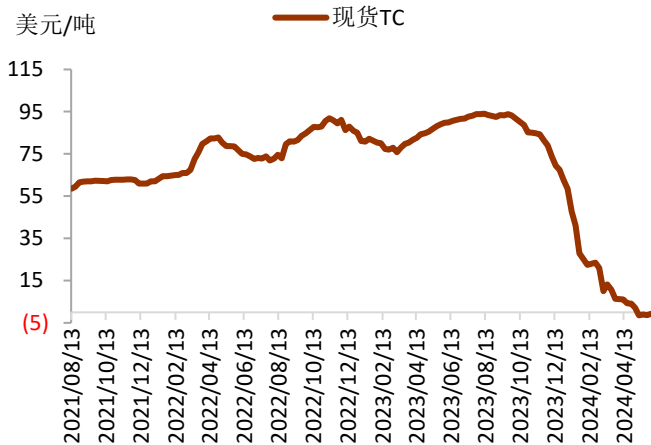
图表 8 ICSG 全球精炼铜产量变化

图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

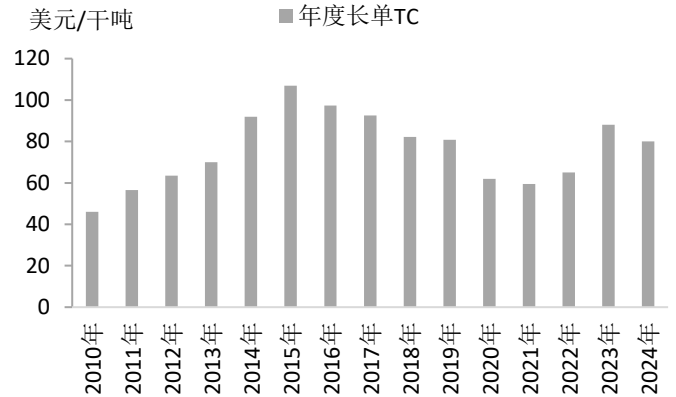


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

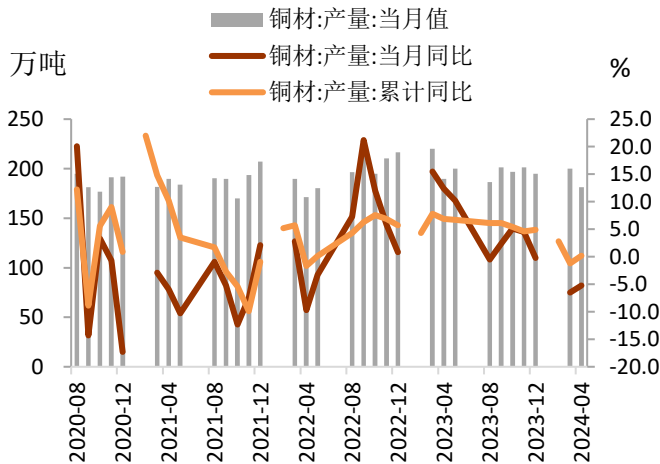


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

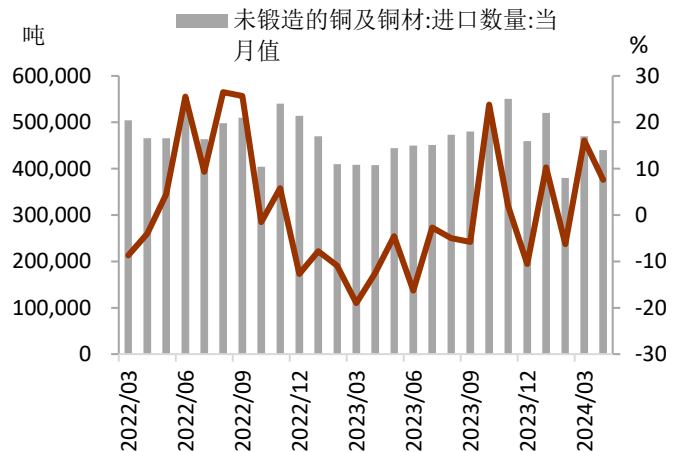


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

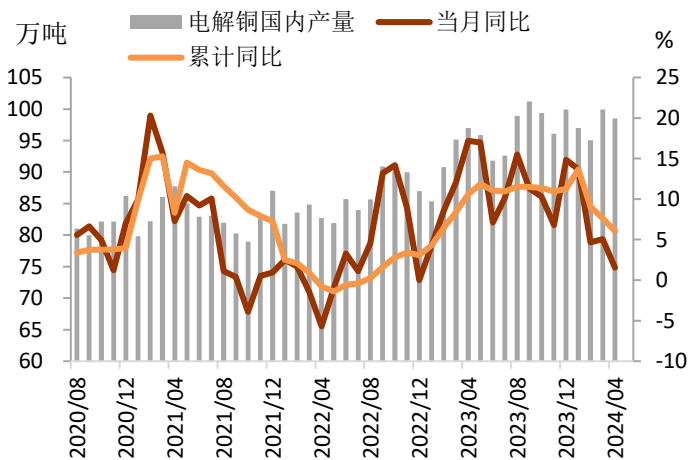


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

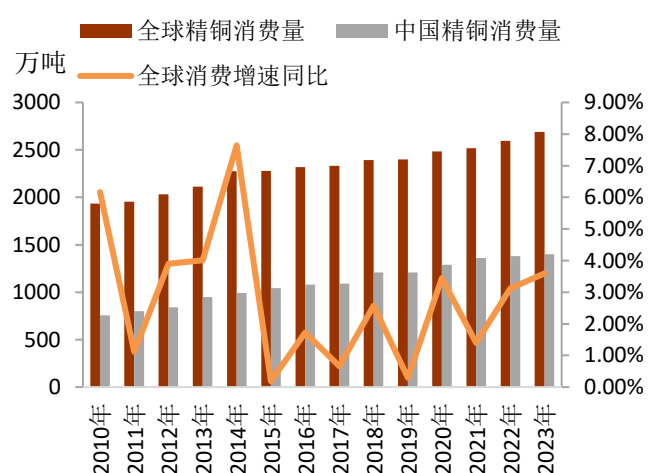


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化



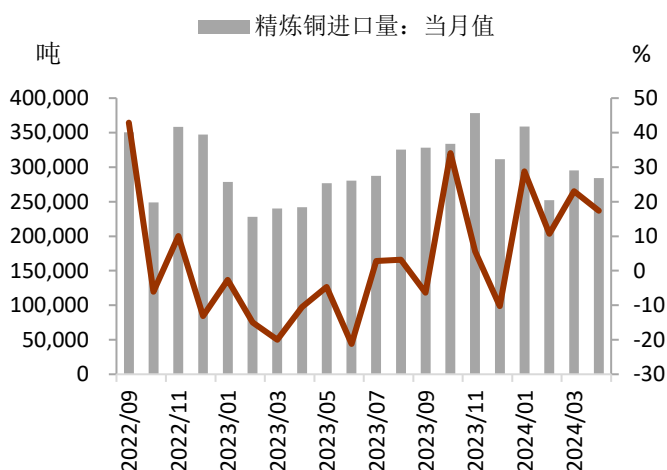
图表 15 中国及全球精炼铜消费量变化



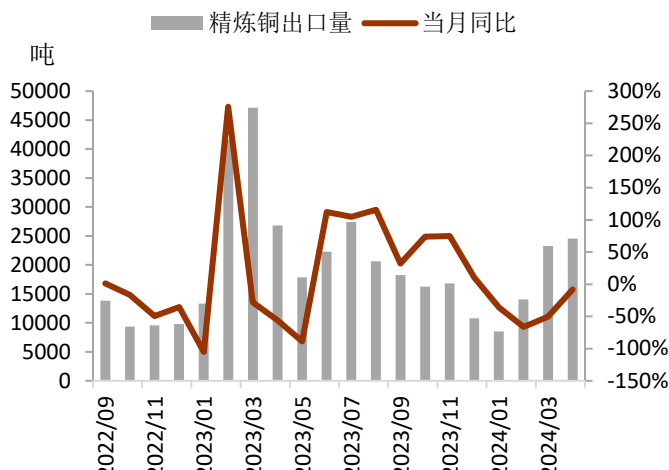
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

### 3、5 月进口量将小幅回落，出口将迎来小高峰

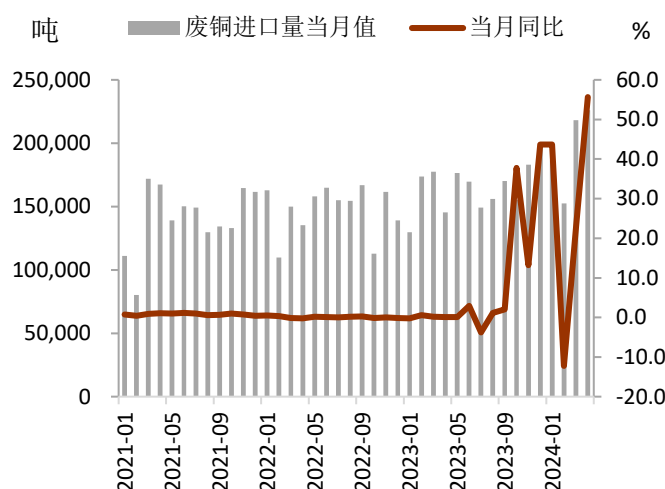
根据海关数据，我国 4 月我国未锻造铜及铜材进口量达 46.5 万吨，同比下降 4%；4 月铜矿砂及精矿进口量为 187.8 万吨，同比下降 2.2%；3 月精炼铜进口量降至 27 万吨，同比下降 10.8%，进口亏损扩大拖累贸易型企业进口数量，国内终端消费复苏乏力社会库存高企以及国内的长期贴水行情拖累 4 月进口量明显下滑。

5 月以来，国内终端消费复苏乏力，初端加工开工率低于往年同期，进口亏损幅度扩大，国内现货和洋山铜美金溢价均为负区间。由于中美利差持续倒挂导致贸易企业融资需求持续减弱，叠加红海航运问题持续干扰全球运输，从亚洲到地中海的平均运输时间增加了 40%，全球第二大新加坡港口积压的集装箱数量已达到了 45 万标准箱，远超疫情爆发时期的高点，目前港口停泊延续时间已延长至 7 天，全球船期阻塞以及海运价格飞涨也成了本轮美铜挤仓的重要推手，而目前非洲刚果的隐性库存同样偏高，由于其铁路设施很久以前遭到破坏，目前仍以公路运输为主，大多数铜产品从刚果金输送到南非德班港口需要 50 天左右的时间，目前港口阻塞非常严重，当地疏港能力的疲软成为了非洲铜进入国内市场的最大障碍，保守预计刚果境内推挤的湿法铜超过了 20 万吨。

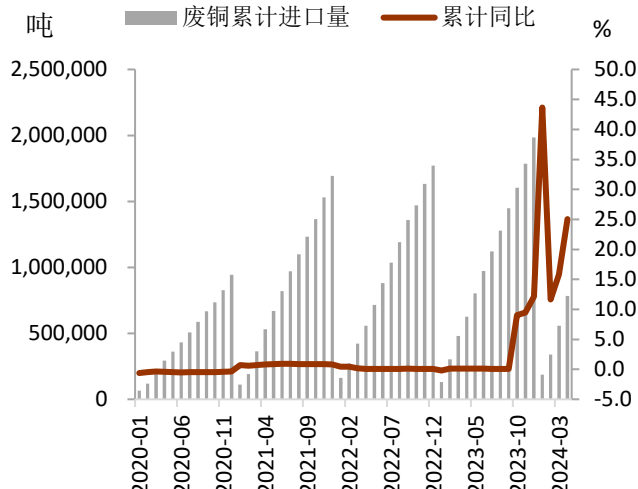
整个 5 月洋山铜提单和仓单美金溢价已跌至负数，进口亏损运行区间在-1000 至-2000 元/吨之间，沪伦比值重心回升至 8.2 一线，5 月进口亏损扩大，主因伦铜较沪铜走势偏强，国内 5 月库存不降反增，而伦铜库存和美铜可用库存重心却逐步下滑凸显海外市场紧平衡程度不断加剧，一方面是俄罗斯三大金属被制裁，另一方面是美铜多头挤仓情绪的不断发酵。预计 5 月我国进口量将继续回落至 25 万吨附近。4 月我国废铜进口量达 22.6 万吨，同比增加 55.6%，主因精矿供应短缺后，随着精废价差的逐步拉开，国内炼厂对冷料的需求急剧增加，预计 5 月废铜进口量将继续增加。

敬请参阅最后一页免责声明

图表 18 中国废铜进口单月变化



图表 19 中国废铜进口累计变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

#### 4、美铜挤仓风波平息，国内库存居高不下

5 月份以来，国内库存不降反升，社会库存一度升至 44 万吨的年内新高，保税区库存先升后降，而海外库存因俄金属被制裁以及美铜挤仓风险的发酵持续低位下探，内外库存走势呈内升外降的格局，全球显现库存位于 50 万吨上方处于中性偏高的水平。随着国内社库持续累积，二季度国内炼厂虽然检修频繁但主要集中在粗炼端，对精铜产量影响偏低，近月 C 结构小幅收窄，而 LME 的 0-3 因海外金融市场融资成本高企整体在高位区间运行。

截止 5 月 31 日，LME、COMEX 和 SHFE 三大交易所的库存分别为 11.6 万吨、1.7 万吨和 32.2 万吨，合计达 45.4 万吨，月环比增加 2.3 万吨，LME 注销仓单比例降至 4.6%，伦铜 0-3 升水结构反弹至 120 美元上方，仍未出现无风险套利空间。LME 亚洲库库存继续增加 2.5 万吨主因出口窗口小幅打开后国内炼厂少量参与出口操作，LME 欧洲库存下降 1.45 万吨主因俄铜被制裁以后可用库存下降，而北美库存则减少超过 1 万吨主因美铜 7 月合约挤仓情绪的发酵。

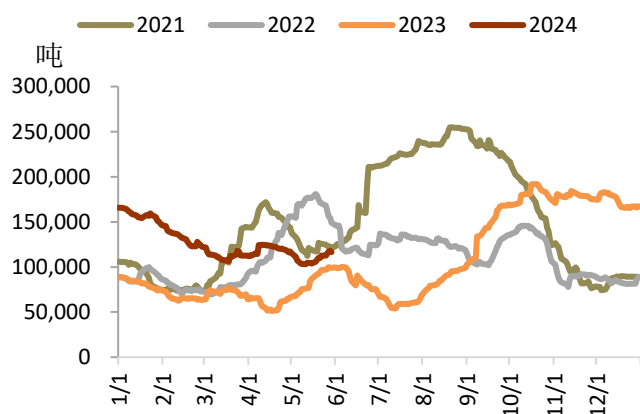
截止 5 月 31 日，国内铜显性库存（SHFE+上海保税区）为 39.9 万吨，环比大幅增加 4.2 万吨。其中 SHFE 总库存升至 32.2 万吨，环比 4 月增加 3.4 万吨，上海保税区升至 7.78 万吨，环比 4 月上升 0.8 万吨，保税区库存持续累积，主因旺季国内消费复苏预期被证伪叠加进口亏损幅度扩大，导致保税区货源进入国内销售的难度加大。而海外精铜市场供需则基本保持平衡，中国部分冶厂虽有出口操作，但总体未能改变欧美市场紧平衡的格局，因此短期来看海外市场显现库存将继续维持低位运行。

在本轮 COMEX 美铜近月的挤仓风险事件中，部分 7 月合约空头被迫砍仓损失严重，究其原因主要是目前在 LME 交割仓库中的俄罗斯、中国、保加利亚和印度等品牌的铜无法参与 COMEX 市场交割，而这些品牌的仓单占比达到了 80%以上，且进入美国西海岸的船期阻

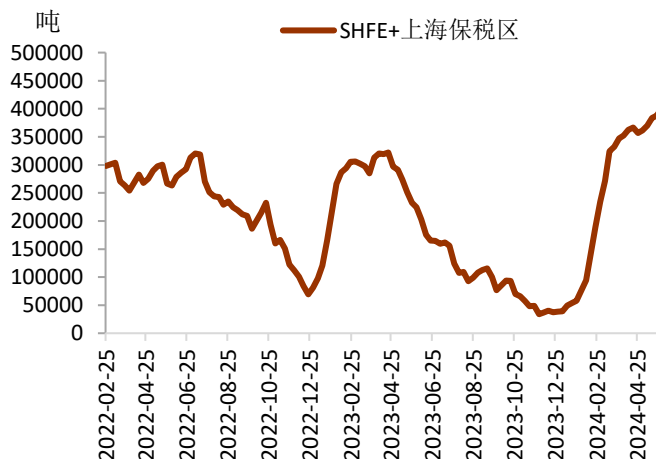
塞，过去一个月中国出口美国的海运费涨幅较大，以及 LME 伦铜库存中 80%均不符合美铜交割标准，国内生产的精铜同样无法参与交割，保税区的 9 万吨库存中大多来自于非洲刚果和俄罗斯也被排除在交割范围以外，粗略预计能够实现交割的亚洲地区库存量为 3 万吨左右，加上 LME 的 2 万吨和美国本土的 1 万吨库存，目前全球可以参与未来交割的数量仅为 6 万吨。

总体来看，全区显性库存仍将维持内高外低的格局，主要因为人民币汇率短期走势偏弱，国内消费不振导致现货贴水的条件下难以刺激贸易商寻求进口空间，而炼厂出口 LME 亚洲库的精铜总量仍然十分有限，二季度以来国内外精铜市场联动性逐步下降，中美博弈程度的加剧将使得国内下游加工企业承受较高的原料成本压力。

图表 21 LME 铜库存

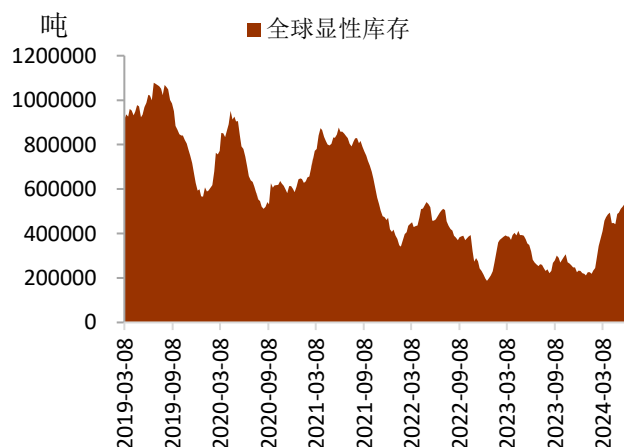


图表 22 SHFE 和保税区库存走势

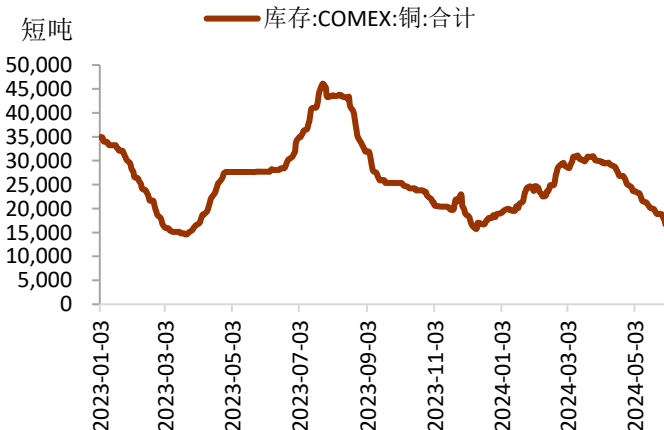


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 全球显性库存



图表 24 COMEX 美铜库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 5、电网项目建设进度迟缓，风光用铜增速显著下滑

### 电网投资增速预期持续下调

国家能源局数据显示，今年1-4月我国电网工程投资完成额1229亿元，同比增长24.9%；今年1-4月我国电源工程投资完成额1912亿元，同比增长5.2%，其中，太阳能发电装机容量约6.7亿千瓦，同比增长52.4%；风电装机容量约4.6亿千瓦，同比增长20.6%。2024年1-4月，全国发电设备累计平均利用1097小时，比上年同期减少49小时。其中，风电789小时，比上年同期减少77小时；太阳能发电373小时，比上年同期减少42小时；核电2471小时，比上年同期减少1小时；水电785小时，比上年同期增加48小时；火电1448小时，比上年同期增加23小时。

1-4月电网投资增速较高主因原材料端铜价的大幅上涨，从绝对的电网项目建设进度来看实则较为迟缓。2024年国家中西部地区的电网工程建设项目重点仍在特高压领域，中低压电网订单增速将有所减弱，由于铜缆线消费主要集中在中低压领域，整体电网投资增速对精铜消费的提振或难有明显增量，今年整体电网的发展方向将更加聚焦于特高压、储能和数字化配网等新领域，西部地区的风光大基地项目仍需要大规模电网系统的电力外输配送能力。目前线缆企业开工率提升的速率较为缓慢，主因铜价持续创出年内高点导致多数线缆企业面临部分产能出现亏损，5月电缆线平均开工率进一步降至68%，同比大降21.8%，预计6月随着铜价的逐步回调两网将陆续展开电网招投标项目，整体预计今年电网投资用铜增速将降至3.5%。

### 光伏用铜增量可观，风电增速低迷

根据电力企业联合会数据，1-4月我国新增光伏装机容量达60.1GW，同比增长24.4%，前四个月的装机完成率达27%，根据光伏工业协会的乐观预计今年全球光伏装机总量将达430GW，而我国新增光伏装机总量将达220GW，而海上风电的装机容量达到85GW，预计今年风光行业用铜增量将达125万吨，同比增速约5.2%，但从前4个月的装机表现来看，3月以后的累计增速下滑十分明显，其中3月新增装机量仅9GW，创去年到今年以来的新低，5月大型集中式项目装机项目进程仍然迟缓，分布式光伏电站的普及率正与日俱增比重也在持续上升，国内大型央企年度集采招标框架陆续出炉，预计6月将有部分光伏组件招标项目落地，目前硅产业链上游原料价格仍在低位将会一定程度带动光伏电池和组件端的积极排产，但无奈终端集采招标项目建设迟缓，西北大风光基地建设进度无明显增量，虽然分布式项目在高利润率的刺激下维持高并网接入率，但对整体光伏行业用铜增长贡献有限。

今年1-4月我国新增风电装机量达16.8GW，同比增长18.6%，增速仍在放缓之中，4月单月风电装机量仅1.3GW，创近两年以来新低。目前陆风装机受黑色成本高企拖累利润空间较小，海上风电的投资建设周期长、成本高，且投资回报率不稳定，部分风电机受到地域条

件的限制发电量长期不稳定，西部地区的陆上风电项目出现了一定程度的弃风现象，且铝线缆在风力发电领域对铜缆线的替代因巨大的成本优势正在逐年递增。整体来看，今年光伏装机增速放缓但增量可观，而高成本拖累下的风电行业的持续低迷仍在延续。

### 地产新政引导市场加快去库存

国家统计局数据，今年 1-4 月我国房地产开发投资累计总额达 3.1 万亿，累计同比下降 9.8%。1-4 月我国商品房销售面积累计达 2.92 万平方米，同比降幅扩大至 20.2%，其中住宅销售面积为 2.45 万平方米，同比降幅为 23.8%，房地产新开工面积累计为 2.35 万平方米，同比下降 24.6%，房地产竣工面积达 1.89 万平方米，累计同比降幅为 20.4%。70 个大中型城市新建商品住宅价格指数同比下降 3.5%。

5 月央行和国务院联手出台重磅楼市新政力求引导房地产市场加快去库存。其中从需求侧的限制松绑主要包括降低首付比例最低至 15%，下调公积金贷款利率扩大公积金贷款额度，取消首套和二套房的商贷利率下限。从地方政府主导收储的行为来看，中央将发放 3000 亿保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购商品房库存，用作租售两用的保障性住房，与此同时，国家鼓励地方政府收购闲置存量用地，帮助房企缓解资金压力。我们认为楼市政策的覆盖范围逐步从三四线城市向一二线城市渗透，且政策的力度也在逐步加大，但地产去库存将是一个长周期的过程，一线城市收储配租的回报率并没有很高的预期，当前居民杠杆率仍然偏高，地产短期或难以摆脱下行压力但边际或有所改善。

### 空调进入排产同比增速再创新高

国家统计局数据显示，2024 年 1-4 月我国空调总产量达 9914 万台，同比增长 17.6%，1-4 月我国家用空调销量为 7300.3 万台，同比增长 20.3%，截止 4 月底，全国家用空调工业库存为 1705.8 万台，环比大降 8.7%。

产业在线数据显示，5-6 月我国家用空调内销排产量较去年实绩有 10%以上的增速，其中 7 月排产 1186 万台，8 月排产 748 万台，仍有 5%左右的增速；主因原材料价格持续高涨，对内销企业原料成本的抬升逐渐显现，企业在二季度排产高峰期以后有谨慎收缩的意愿，此外去年内销产量基数较高出货量较大，对今年三季度排产增速构成压力。从内销的终端销售来看，618 促销对零售端的抬价构成较大压力，虽然降价的主要集中在低端机中的多数产品甚至一些低端机型出现亏损，但消费者持观望静待降价信心较强，对价格预期不乐观，虽然国家大力推行以旧换新政策但短期或难见销售端的明显起色。此外，今年 6 月全国范围高温天气偏少，厂商和经销商普遍通过以价换量的方式维持经营。

出口排产来看，7 月和 8 月出口排产分别为 537 万台和 426 万台，同比增速下滑至 10.6% 和 1.5%。随着印度、泰国、越南等东南亚地区经济逐步向好带动外需增长，在全球航运拥堵的条件下欧洲市场积极提前备货订单确保供应稳定，拉动我国空调海外订单规模持续增长，不过在季节性走弱的背景下，预计 7 月以后海外备货节奏将逐步放缓，下半年的空调

出口高峰应在 9 月份以后。

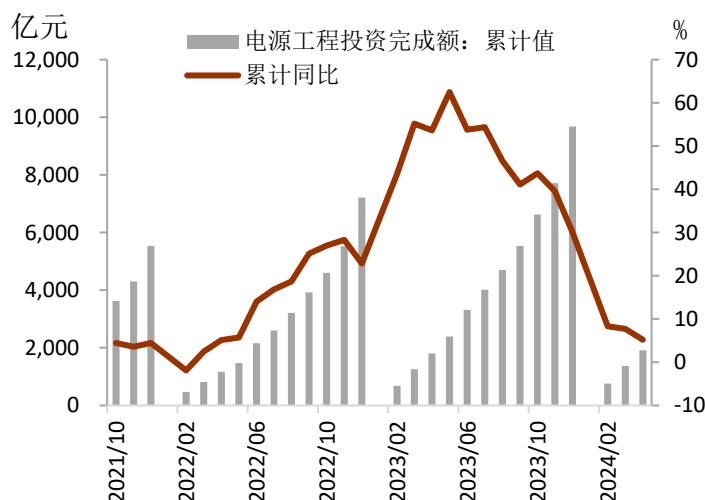
### 新能源汽车产销增速较快

中汽协数据显示，4 月新能源汽车产量和批发销量达 87 万辆和 85 万辆，同比分别增长 35.9%和 33.5%，市场渗透率为 36%，其中 4 月内销 73.6 万辆，同比+37.3%，出口达 11.4 万辆，同比+13.3%。1-4 月累计销量 294 万辆，增速较去年放缓至 32.3%。4 月铜箔产量回升至 10.1 万吨，同比+37.5%，企业开工率大幅回升至 74.4，环比+25%，主要 3 月份以后我国新能源汽车产量回归正轨，内销和出口增速快速回升，市场占有率逐步提高，传统电子铜箔在印制电路板和覆铜板的需求也在显著回升，应用于新能源汽车的逆变器、车载电脑等大功率高电流的基板制造中的消费总量也在不断增加。从国家大力推进耐用消费品以旧换新，恢复和扩大消费的政策细则来看，目前最受市场关注的政策主要包括 1. 一次性的购车补贴，油车置换电车折价补贴；2. 免征购置税；3. 新能源汽车免费和优惠停车；4. 部分城市对新能源汽车实施免费高速通行和优惠的充电服务；5. 对国产新能源汽车加大研发和生产的资金支持；6. 开展汽车下乡，选取适宜农村市场，将口碑就好、质量可靠的车型开展集中展览展示、试乘试驾等活动，补齐农村配套短板，落实以旧换新补贴，汽车理赔、承保和信贷等金融服务。我们预计 5 月新能源汽车仍将实现 30%左右的同比增速。

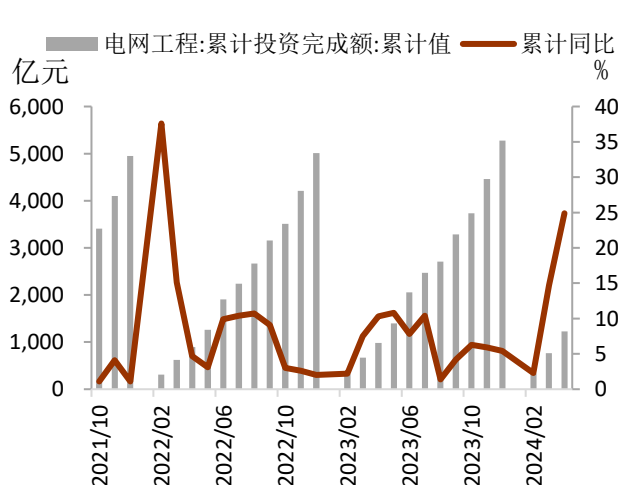
### 高铜价拖累电网投资，新兴产业用铜增速放缓增量可观

整体需求端来看，新能源汽车产销增速回升，风光用铜增速显著下滑，高铜价对电网投资端消费有抑制；地产新政将拉动市场预期边际修复但对竣工端用铜的增速回升影响偏弱，空调排产高位运行旺季用铜增速较快，5 月份传统行业旺季需求受电网投资端拖累明显，新兴产业用铜增速放缓但增量尚可，预计 6 月份随着铜价的重心下移终端消费将持续向好。

图表 23 电源投资完成额变化

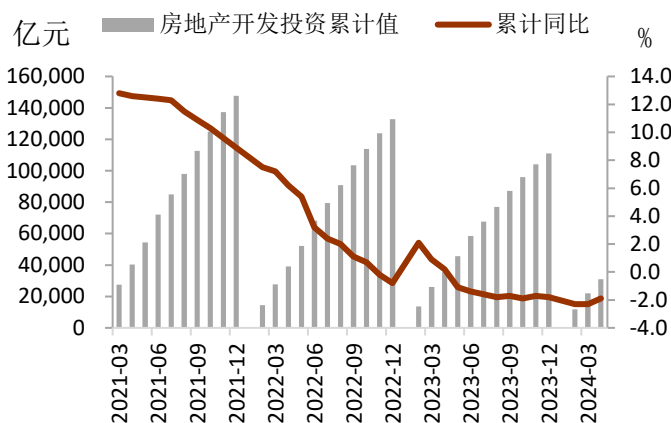


图表 24 电网投资完成额变化

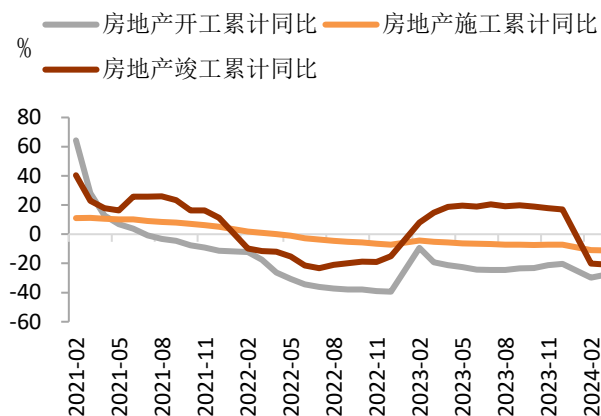


资料来源: iFinD, 铜冠金源期

图表 25 房地产开发投资增速变化

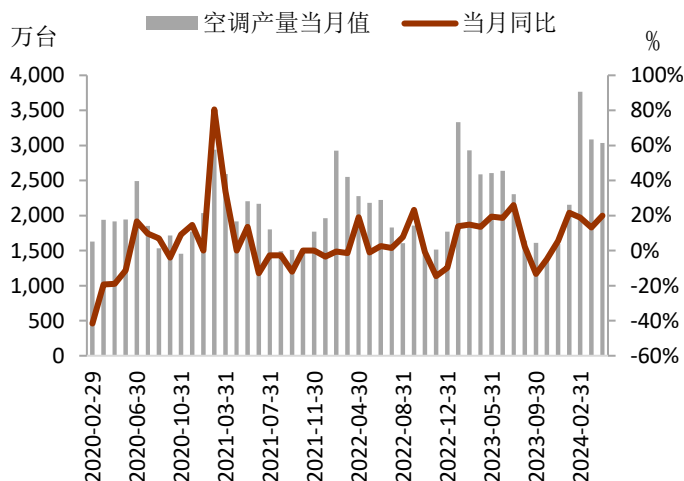


图表 26 房地产开工施工和竣工增速变化

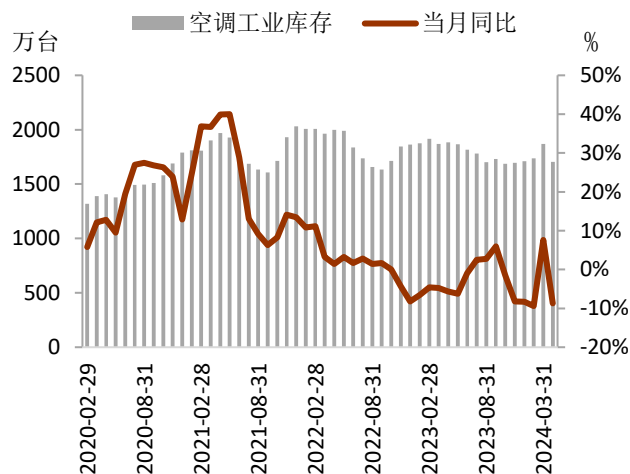


资料来源：iFinD，铜冠金源期

图表 27 空调产量增速变化

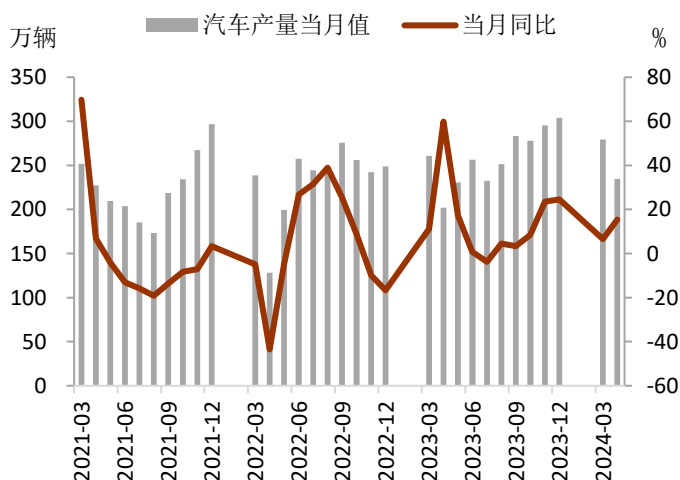


图表 28 家用空调库存变化

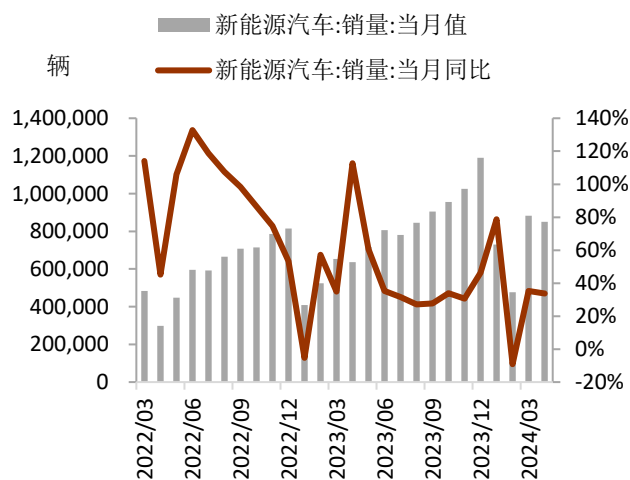


资料来源：iFinD，产业在线，铜冠金源期货

图表 29 汽车产量变化



图表 30 新能源汽车产量及销量变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

## 四、行情展望

宏观方面，中美制造业略显疲态拖累精铜消费增长前景，但欧央行率先降息令市场对全球进入大宽松周期的预期逐渐升温；国内方面，工业企业利润增速转正，楼市出台重磅新政力求加快去库存，国内经济从平稳着陆走向企稳复苏。

基本面来看，美铜市场挤仓风险基本平息，矿端供应趋紧，国内产量维持高位，长单加工费占比较高的呵护下，国内供应维持宽松。需求端，高铜价抑制电网投资端消费加剧，新兴产业用铜增速放缓但增量尚可，5月国内紧平衡预期并未兑现。从库存结构来看，国内库存高位持续攀升，海外库存偏低，全球显现库存重心上移。

美铜挤仓风险平息多头情绪退潮，而全球央行进入大宽松周期的预期逐步形成；基本面矿端供应趋紧，但国内精铜产量未受影响，终端消费复苏迟缓，国内社库不降反增，多空因素交织下，整体预计铜价短期将进入区间震荡走势。

预计6月份铜价将延续震荡回落，沪铜主要波动区间在75000-82000元/吨之间，伦铜的主要波动区间在9200-10000美元/吨之间。

风险点：美国通胀超预期放缓，美联储提前降息。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

**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。