

2024年4月29日



再通胀预期升温，伦铜破万上行

核心观点及策略

- 上周铜价破万上行，主因美国再通胀预期的持续升温以及BHP拟收购英美资源将进一步增强其对未来全球铜矿资源的掌控力，海外多头资金情绪高涨；另一方面，铜精矿现货TC维持个位数，俄铜注册交割受限将使伦铜可用库存持续下降，均对铜价形成较强助推。而国内现实消费极弱，社库高位运行，现货贴水程度加深，进口窗口关闭，近月维持较大C结构。
- 供应方面，矿冶两端的基本面仍然趋紧，俄铜被限制注册将导致LME可用库存大幅下滑。需求来看，国网招标放缓线缆开工率十分低迷成为主要拖累项，新兴产业用铜增速放缓但增量可观，总体国内去库进程受阻。
- 整体来看，美国再通胀预期的持续升温以及海外矿企巨头合并对矿端资源的垄断加剧进一步提振多头情绪；国内经济企稳向好，工业企业利润持续增长，4月LPR利率持平。基本面来看，矿端的扰动令加工费维持个位数，但由于高铜价持续抑制市场需求，铜杆线产业链终端消费接近停滞，电铜现货贴水幅度扩大，社会库存居高不下，短期在没有中国消费支撑的预期下，预计铜价将维持高位震荡后转向逐步回落运行。
- 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	4月26日	4月19日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	9960.00	9874.50	85.50	0.87%	美元/吨
COMEX 铜	458.75	449.3	9.45	2.10%	美分/磅
SHFE 铜	81100.00	79370.00	1730.00	2.18%	元/吨
国际铜	72380.00	70810.00	1570.00	2.22%	元/吨
沪伦比值	8.14	8.04	0.10		
LME 现货升贴水	-112.66	-78.75	-33.91	43.06%	美元/吨
上海现货升贴水	-230	-215	-15		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	4月26日	4月19日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	118550	122125	-3575	-2.93%	吨
COMEX 库存	25057	26810	-1753	-6.54%	短吨
上期所库存	287498	300045	-12547	-4.18%	吨
上海保税区库存	72800	69500	3300	4.75%	吨
总库存	503905	518480	-14575	-2.81%	吨

二、市场分析及展望

上周伦铜破万上行，主因美国再通胀预期的持续升温以及 BHP 拟收购英美资源将进一步增强其对未来全球铜矿资源的掌控力，海外多头资金情绪高涨；另一方面，铜精矿现货 TC 维持个位数，俄铜注册交割受限将使伦铜可用库存持续下降，均对铜价形成较强助推。而国内现实消费极弱，社库高位运行，现货贴水程度加深，进口窗口关闭，近月维持较大 C 结构。

库存方面：截至 4 月 26 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 50.4 万吨，环比减少 1.45 万吨，全球库存继续回落。LME 铜库存环比上周略降 0.36 万吨，LME0-3 升水重回 110 美金下方，注销仓单比例升至 23%；上期所环比减少 1.25 万吨，终端消费复苏乏力去库缓慢，库存总量仍大幅高于往年同期；保税区库存继续增加 0.33 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回落至负数区间，沪伦比值小幅走高，现货进口窗口维持关闭，国内旺季去库始终不畅，近月 C 结构仍维持较大区间。

宏观方面：美国 3 月核心 PCE 指数同比增长 2.8%，略超预期的 2.7%，显示通胀隐患并

未完全消退，短期表现比预期更为顽固；美国商务部公布美国一季度 GDP 环比增长 1.6%，低于预期的 2.5%，较去年四季度增速明显放缓，而美国一季度核心 PCE 环比增长 3.7%，高于预期的 3.4%，显示经济增速降至两年以来新低但核心通胀十分顽固，继续打压美联储今年微弱的降息预期，市场预期美联储可能仅在年底左右降息一次，美元指数回落助推铜价偏强震荡。美国 4 月 Markit 制造业 PMI 初值下滑至 49.9，明显弱于预期并跌破荣枯线，服务业 PMI 初值为 50.9，创下五个月以来新低，整体显示美国经济复苏势头在二季度初或陷入放缓，企业的未来产出预期不断下调，高利率环境对经济活动的负反馈不断加剧，同时生产原料的通胀压力正在与日俱增拖累制造业产出水平，整体上美国经济软着陆预期有所降温但再通胀预期却在持续升温，具有避险和抗通胀属性的贵金属包括金银、铜和锡等都将受到一定提振。拉加德表示欧元区当前面临的通胀风险是双向的，上行风险来自于紧张的地缘政治局势，下行风险缘于紧缩的货币政策对总需求的抑制超出了预期，以及世界其他经济体经济环境的恶化，我们预计欧央行将先于美联储进入降息周期，首次降息的时点或在今年 6 月左右。国内方面，4 月一年期和五年期 LPR 利率均保持不变，由于本月 MLF 利率持平于上月因此 LPR 短期下调的空间较小，由于我国一季度经济增速保持平稳，除房地产以外的固定资产投资，社零总额以及工业产出均呈现稳定的同比增速，宏观经济基本面处于企稳向好的新局面，此前的宏观政策调控仍处于传导见效的观察期，因此短期下调 LPR 利率的迫切性下滑。

供需方面，矿端供应扰动持续，巴拿马铜矿复产预期边际走向悲观，主因 5 位巴拿马总统候选人当中有 3 位不支持复产，1 位表示投票后决定，另一位则未明确表态，如走向悲观结局，今年海外铜矿供应增量仅有 40 万吨，供应增速大幅下滑至 1.9%。国内冶炼检修端来看，大冶 60 万吨老线没有选择停产仍然积极采购精矿原料维持生产，40 万吨新线停产至 5 月初预计影响产量 4 万吨，中条山有色摆脱原料短缺影响积极采购冷料努力爬产，白银有色 20 万吨新线产能利用率已攀升至 60%左右，但整体二季度由于密集的检修减产计划将导致精铜产量下降 15 万吨左右，供应下滑的趋势仍然较为明显。需求来看，精铜杆开工勉强维持 7 成左右，线缆企业瓶颈开工率大幅降至 5-6 成，创 7 年以来新低，由于 4 月国网招标进度基本停滞，铜杆线产业链下游消费已接近陷入停滞；另一方面房地产竣工降幅持续扩大，保交楼难以作为支撑竣工反弹的宏观变量，仍是传统行业用铜增量的主要拖累项，而空调产业二季度的排产总量同比增速在 10%以上，仍将成为二季度用铜增量的主要贡献，整体高铜价对终端消费的抑制程度仍在加剧。

整体来看，全球再通胀预期的持续升温以及海外矿企巨头合并对矿端资源的垄断加剧进

一步提振多头情绪；国内经济企稳向好，工业企业利润持续增长，4月LPR利率持平。基本盘面来看，矿端的扰动令加工费维持个位数，但由于高铜价持续抑制市场需求，铜杆线产业链终端消费接近停滞，电铜现货贴水幅度扩大，社会库存居高不下，短期在没有中国消费支撑的预期下，预计铜价将维持高位震荡后转向逐步回落运行。

三、行业要闻

1、WBMS(世界金属统计局)最新数据，2024年2月全球精炼铜产量为235.12万吨，消费量为216.54万吨，供应过剩18.58万吨。今年2月全球铜矿产量为185.77万吨，1-2月全球铜矿产量达372.11万吨。

2、新华社消息，澳洲矿企巨头BHP(必和必拓)拟以388亿美元的价格收购在伦敦上市的大型矿业公司英美资源，该并购项目如果成功，必和必拓将成为全球最大的铜开采和生产商。去年5月必和必拓以62亿美元收购了澳大利亚OZ矿业公司，虽然南非矿业部长反对BHP斥巨资收购的提议，但其并没有权力表达政府的官方立场。我们认为，在如今全球新能源和人工智能产业蓬勃发展和快速转型的背景下，全球铜消费增长预期受到提振，两大巨头的合并或将进一步提升海外矿商对全球铜矿资源的掌控力，增强对矿端定价机制的主导权。

3、矿企季报显示，第一量子集团一季度产量仅为10.1万吨，同比下降27.5%，环比下降37%，主因旗下最大铜矿Cobre Panama全面停产且复产遥遥无期，目前5位巴拿马总统候选人当中有3位不支持复产，1位表示投票后决定，另一位则未明确表态，年中复产前景或逐渐走向悲观。旗下位于赞比亚的Kansanshi铜矿一季度产量为3.1万吨，同比+6.9%，主因所有电路的供电等级都升高，而计划外的冶炼厂停产导致用于处理高品位材料的酸库存不足。第一量子已将2024年指导产量大幅下调至37-42万吨。

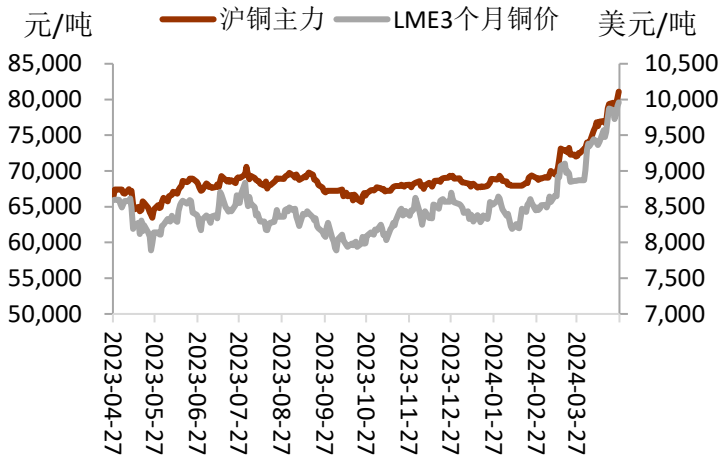
4、矿企季报显示，俄罗斯Nornickel(诺镍)今年一季度产量为11万吨，同比增加3%，是因去年年底对新供应商的设备进行测试并投入运行调试后，原矿的开采效率有所提高。其中Trans-Baikal分部的一季度铜精矿产量为1.74万吨，同比增长3%。2024年Nornickel的年总铜产量指导不变，为39.8-42.2万吨，其中Norilsk Nickel Group为33.4-35.4万吨；Trans-Baikal分部为6.4-6.8万吨。

5、根据Mysteel调研数据显示，上周全国精铜制杆市场消费十分低迷，主因国网4月线缆招标项目基本停滞导致线缆企业开工率降至7年新低，高铜价铜杆线产业的终端消费短期难有起色，部分废铜杆加工厂已不愿意承受较低的加工费利润维持加工，而选择直接将废铜回收并加工成废铜杆以后直接销售电铜的现货市场来赚取较大收益。精铜杆端分地区来看，华东市场上周下游整体观望情绪较浓，询价积极性一般，但由于假期的临近，部分大线缆企业节前补库需求有所体现，市场成交较为集中，从日均具体成交来看，部分中小型企业成交量500-800吨左右，大型企业订单量在1000-1500吨。华南地区，铜价围绕高位进行盘整，市场成交氛围愈发冷清，多数铜杆企业表示当前临近五一但下游并未展现出较为明显的

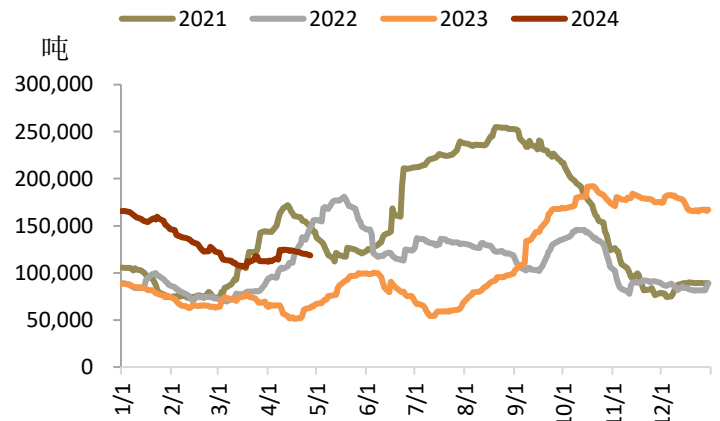
备货情绪，市场整体消费释放不佳，无论是零单成交亦或长单提货均表现不太理想；西南地区，铜价高位震荡，市场交投欠佳，同时由于当前需求端企业订单依旧表现一般，故而多数铜杆企业及贸易商表示成交依旧多以长单点价为主，零单成交举步维艰。

四、相关图表

图表 1 沪铜与 LME 铜价走势

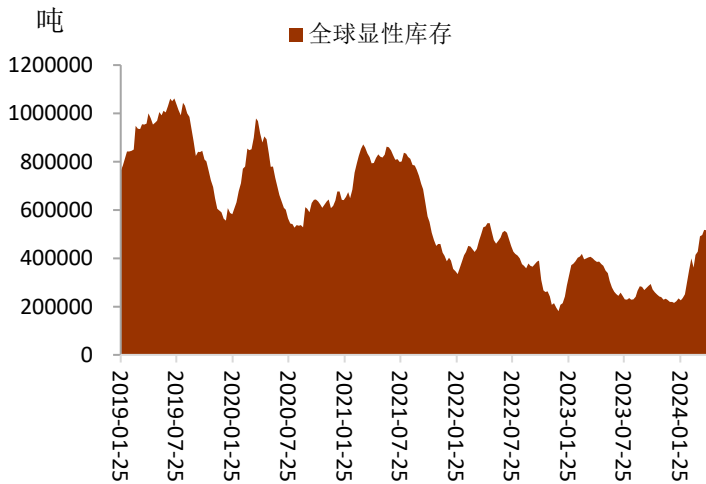


图表 2 LME 铜库存

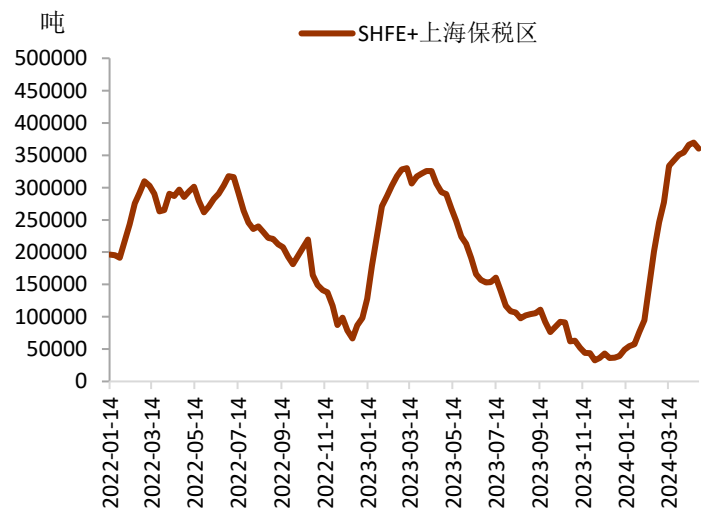


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

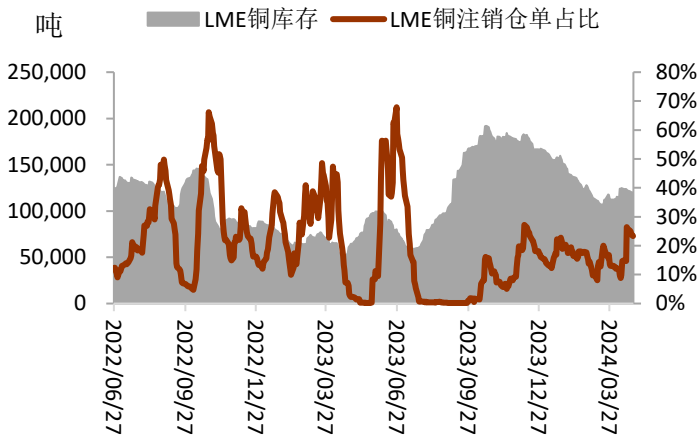


图表 4 上海交易所和保税区库存

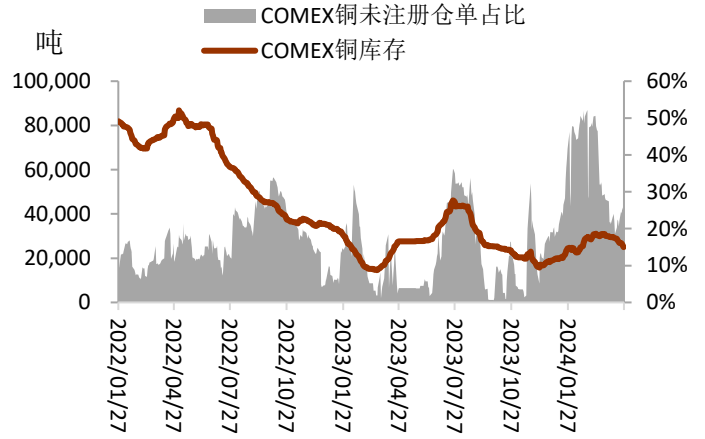


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

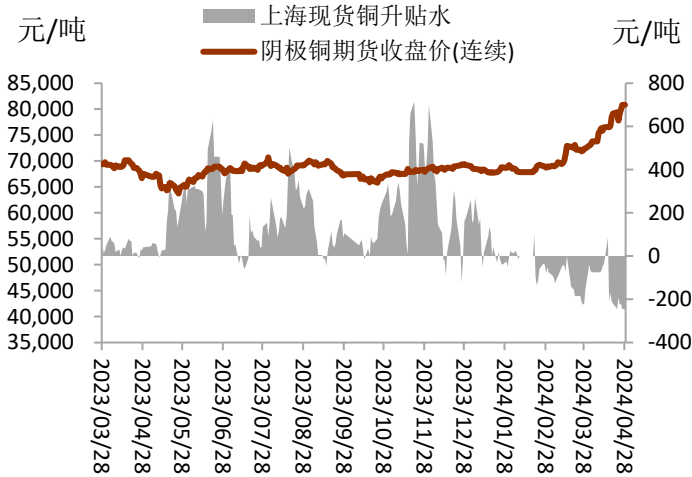


图表6 COMEX 库存和注销仓单

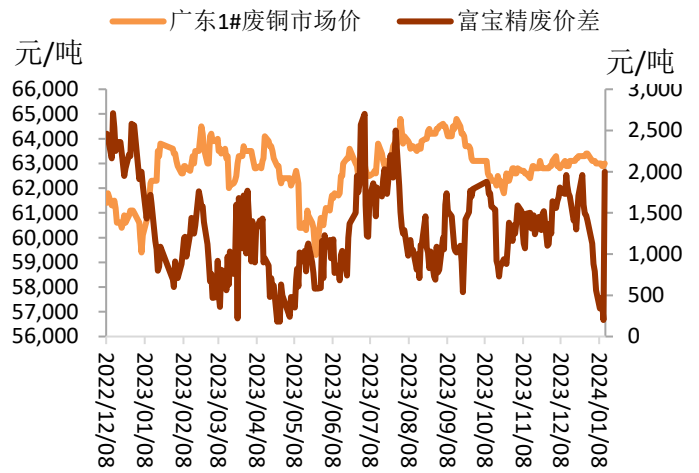


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势



图表8 精废铜价差走势

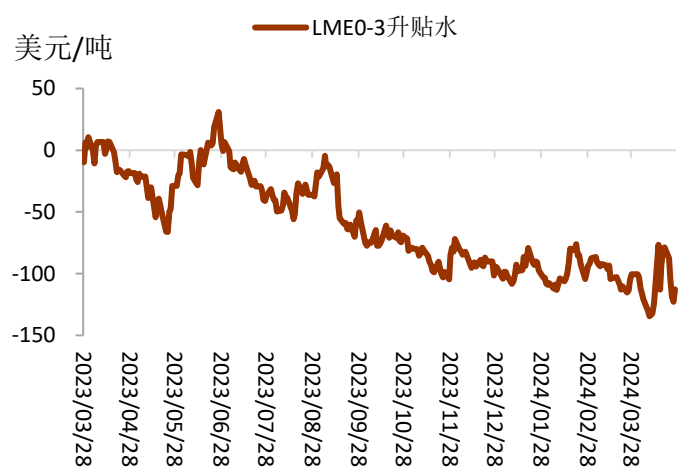


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

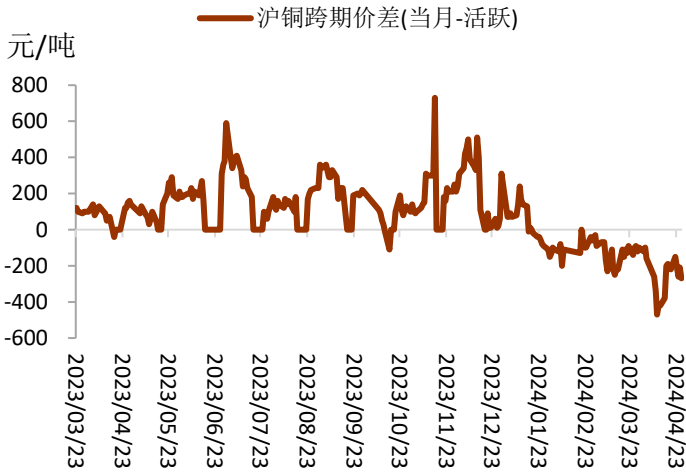


图表10 LME 铜升贴水走势

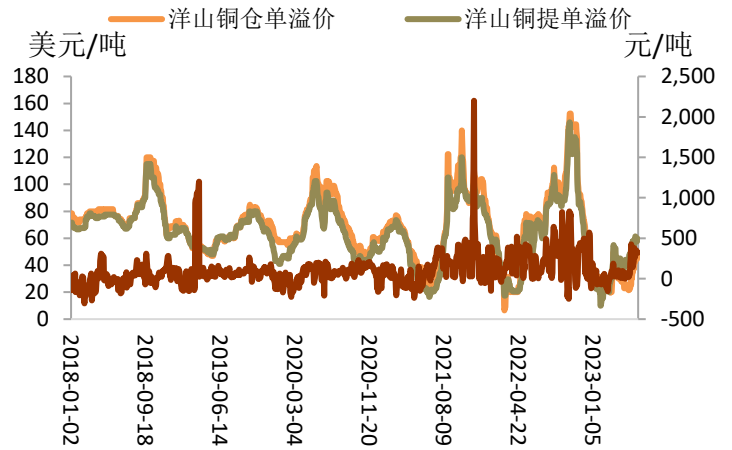


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

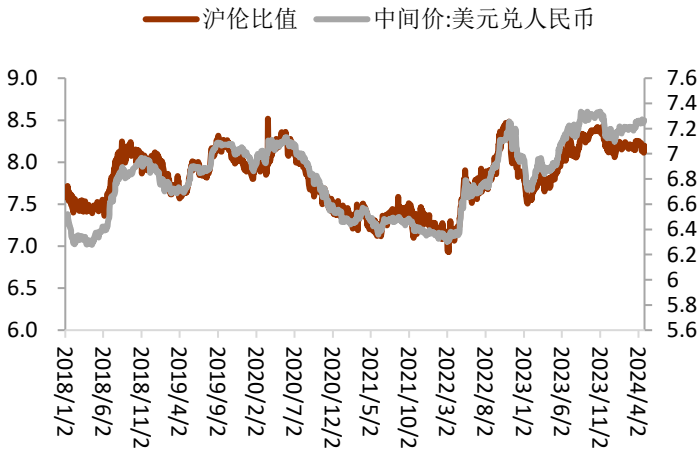


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

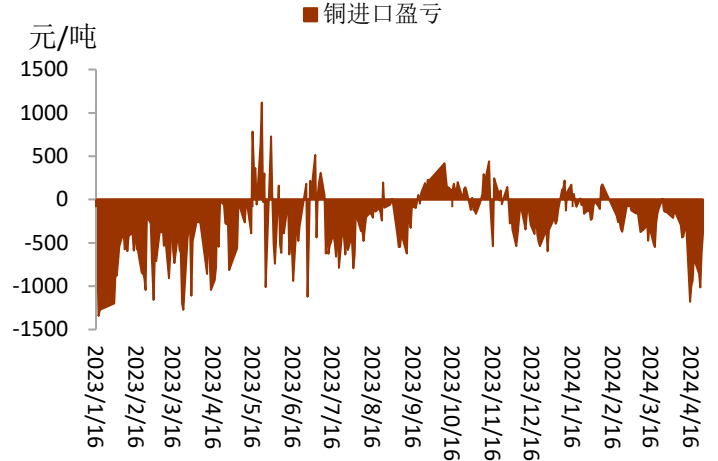


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势

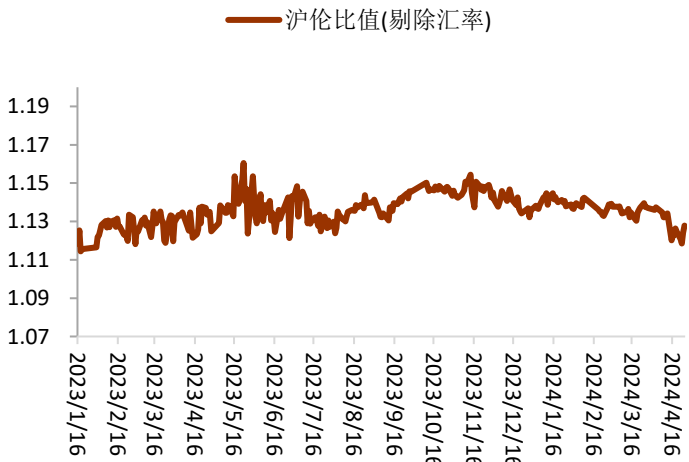


图表 14 铜进口盈亏走势

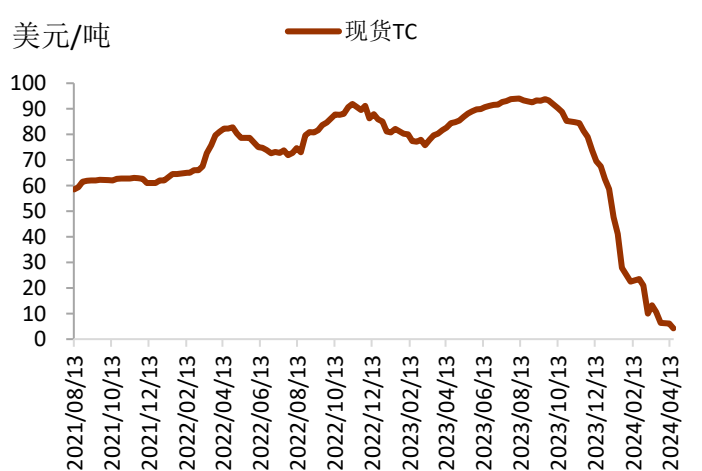


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

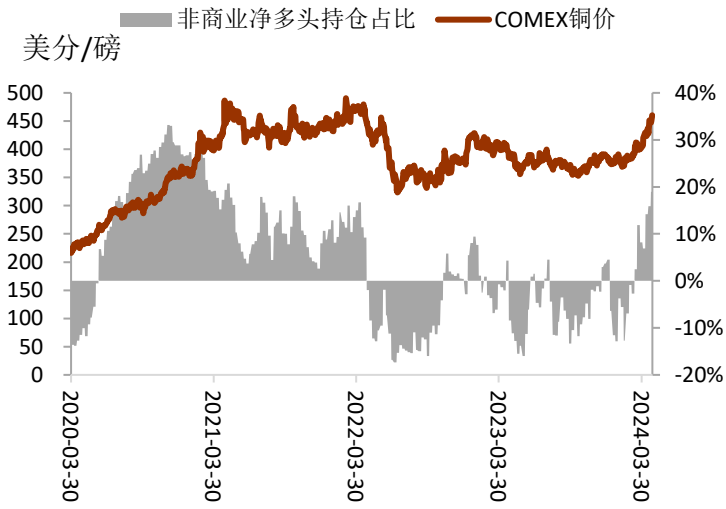


图表 16 铜精矿现货 TC

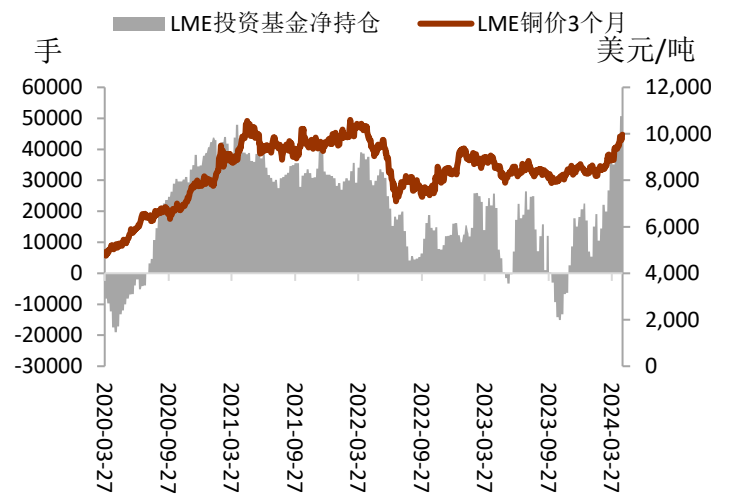


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。