

2024年6月3日



国内持续累库，铜价向下调整

核心观点及策略

- 上周铜价大幅向下调整，主因COMEX美铜挤仓情绪缓和以及美联储降息道路充满不确定性，利率市场预期美联储今年或仅有一次降息；另一方面，尽管矿端仍然偏紧，但国内二季度精铜紧平衡预期未能兑现，社库仍在持续累积凸显终端消费疲态。上周社库继续高位持续攀升，现货贴水收窄，进口亏损持续走扩，近月C维持较大C结构。
- 供应方面，美铜挤仓风险显著缓和，海外库存小幅反弹。需求来看，高铜价抑制电网投资端招投标的进程，精铜制杆企业开工率偏低，而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消费，社会库存上周不降反增。
- 整体来看，美铜挤仓风波基本平息，美国通胀下行受阻持续打压下半年降息预期，市场风险偏好出现降温；中国制造业PMI边际回落，地产下行压力仍未缓解。基本面来看，虽然矿端供应格局仍然趋紧，但国内精铜紧平衡预期未能兑现，社库不降反增，现货贴水收窄，预计铜价短期将持续向下调整的行市。
- 策略建议：逢高做空
- 风险因素：海外央行提前降息，电网和电源投资增速回升

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31日	5月24日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 铜	10069.00	10334.00	-265.00	-2.56%	美元/吨
COMEX 铜	462.75	475.9	-13.15	-2.76%	美分/磅
SHFE 铜	82500.00	84050.00	-1550.00	-1.84%	元/吨
国际铜	73550.00	75180.00	-1630.00	-2.17%	元/吨
沪伦比值	8.19	8.13	0.06		
LME 现货升贴水	-126.62	-119.40	-7.22	6.05%	美元/吨
上海现货升贴水	-120	-290	170		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31日	5月24日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 库存	116475	112675	3800	3.37%	吨
COMEX 库存	16607	18863	-2256	-11.96%	短吨
SHFE 库存	321695	300964	20731	6.89%	吨
上海保税区库存	77800	86800	-9000	-10.37%	吨
总库存	532577	519302	13275	2.56%	吨

二、市场分析及展望

上周铜价大幅向下调整，主因 COMEX 美铜挤仓情绪缓和以及美联储降息道路充满不确定性，利率市场预期美联储今年或仅有一次降息；另一方面，尽管矿端仍然偏紧，但国内二季度精铜紧平衡预期未能兑现，社库仍在持续累积凸显终端消费疲态。上周社库继续高位持续攀升，现货贴水收窄，进口亏损持续走扩，近月 C 维持较大 C 结构。

库存方面：截至 5 月 31 日，LME、COMEX、SHFE 和上海保税区合计库存 53.6 万吨，环比增加 1.3 万吨，全球库存继续上升。LME 铜库存小幅增加，LME0-3 升水反弹至 126 美金，注销仓单降至 7%；上期所继续累库 2 万吨至 32.2 万吨，终端消费复苏乏力导致库存不降反增；保税区库存下降 0.9 万吨，俄铜和非洲湿法铜因航运阻塞到港量有所下降，上周洋山铜仓单负溢价扩大至 -10 美金/吨，沪伦比值小幅反弹，现货进口亏损扩大，国内近月仍维持较大 C 结构，虽然 COMEX 可用库存仍在持续下降，但南美货源将持续发往美国参与 7 月空头交割，挤仓情绪上周得到了进一步缓解。

宏观方面：美股 4 月核心 PCE 同比增长 2.8%，持平预期和前值，其中 4 月商品价格上涨了 0.1%，服务价格上涨了 3.9%。食品价格上涨了 1.3%，能源价格上涨了 3.0%。在商品中，对通胀下降贡献最大的是汽油、娱乐用品、车辆以及其他非耐用品，目前居高不下的服务业通胀是通胀预期上行的主要推手。美国一季度 GDP 季环比终值增长 1.3%，较初值下修 0.3%，一季度 PCE 环比增长 2%，低于预期的 2.2%，显示持续高利率的环境下美国经济出现放缓迹象，商品消费支出走弱，家庭收入增长放缓。美联储三号人物、纽约联储主席威廉姆斯表示，目前美国通胀仍然过高，货币政策具有限制性，通胀将在下半年持续回落，正在使经济趋于稳定和平衡，降息时机取决于实现抗通胀目标的程度。美联储最新褐皮书显示，4-5 月美国经济保持扩张，零售支出和住房需求略有增长，商业地产状况转向疲软，短期物价将继续温和上升。随着美国短期通胀预期反弹的持续升温，利率互换市场定价今年年底前美联储或仅降息一次左右。国内方面，中国 5 月官方制造业 PMI 录得 49.5，放缓了连续两个月扩张的势头，其中生产指数和新订单指数分别回落至 50.8 和 49.6，表明工业企业生产节奏并未放缓但制造业市场需求开始走向疲软，原材料库存指数降至 47.8，表明企业主要原材料库存量有所下滑，5 月制造业景气度的降温对国内有色金属和工业品市场需求的预期形成一定下压，拖累本轮铜价继续高位向下调整。

供需方面，巴拿马铜矿复产前景受阻，新任政府仍未与第一量子展开重启谈判。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；此外，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并不大，我们预计整体 5 月产量仍将达到 96-97 万吨。从需求来看，近期精铜杆开工率仍不足 7 成且加工费濒临亏损区间，线缆企业开工率同样低迷，1-4 月电网投资增速同比增幅较大主因原材料价格大幅上涨而非对电缆消费绝对数量的增加，量问那个大规模招标集采或于 6 月逐渐启动，空调已进入旺季排产高峰期，4 月空调工业库存同比下降近 10%，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，电网消费端的拖累令整体国内用铜增速明显降温，上周社库压力不降反增印证了这一点。

整体来看，美铜挤仓风波基本平息，美国通胀下行受阻持续打压下半年降息预期，市场风险偏好出现降温；中国制造业 PMI 边际回落，地产下行压力仍未缓解。基本面来看，虽然矿端供应格局仍然趋紧，但国内精铜紧平衡预期未能兑现，社库不降反增，现货贴水收窄，预计铜价短期将延续向下调整的行情。

三、行业要闻

1、印尼政府已决定将铜精矿出口禁令的启动时间推迟到今年年底，印尼希望本国铜矿商建造冶炼厂，并开始在国内加工这种原材料以提振经济，和提供对清洁能源设备和电网升级至关重要的铜产品。印尼贸易部一名官员周五表示，印尼将向印尼自由港（Freeport Indonesia）和安曼矿业公司（Amman Mineral）发放铜精矿出口许可证，以确保两家公司的

出口不会受到干扰。

2、国务院出台《节能降碳行动方案》，将严格控制铜，氧化铝等国内新增冶炼产能，逐步取消各地新能源汽车购买限制，同时加快建设以沙漠、戈壁、荒漠为重点的大型风电光伏基地，加快电网改造，大力发展微电网、虚拟电厂和车网互动等新技术模式。

3、代表 Taseko 旗下加拿大 Gibraltar 矿全体工人的工会周二宣布，如果在目前的集体协议于周五到期时没有达成新合同，他们准备举行罢工。主要的争议点在于随着生活成本的上升，他们希望成员获得公平的工资、强有力的安全协议和公平的工作待遇。Gibraltar 矿是加拿大第二大露天铜矿，也是不列颠哥伦比亚省 Cariboo 地区最大的雇主。2023 年，该矿共生产了 1.226 亿磅（约 5.56 万吨）铜，平均铜回收率为 82.6%，品位为 0.25%。这一产量高于公司最初的指导目标，同比 2022 年增长 26%。

4、艾芬豪矿业周二宣布，第一批矿石已送入刚果民主共和国卡莫阿-卡库拉铜矿综合体的第三期选矿厂。首批矿石标志着第三期选矿厂建设的完成，该工程比计划提前数月完成。预计第一批精矿将于六月初生产，而商业化生产预计将于第三季度初开始。该公司目前正在研究提高铜产量的方案，以实现其下一个目标为每年 80 万吨，目前还在研究加速 Kamoakakula 第四期扩建的方案，目标是实现每年至少 2000 万吨的吞吐率。卡莫阿铜矿 2023 年矿产铜产量达 39.4 万吨，2024 年的铜精矿年度生产指导估计为 44-49 万吨，三期项目明年达产后将跃居全球第四大铜矿。

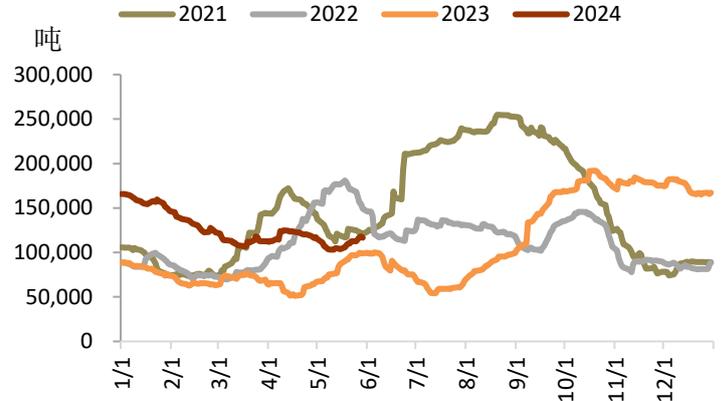
5、根据 Mysteel 调研数据显示，上周 8mm 的 T1 电缆线杆的加工费小幅回升至 200-400 元/吨，较上周位于亏损区间有所修复。分地区来看，华东精铜杆市场交易表现较为积极；主因上周铜价高位连续下行，加之临近周末，下游补库积极性较高，市场整体交投较为活跃；从日均具体成交来看，部分中小型企业成交量 800-1000 吨，大型企业订单量在 2000 吨以上。华南地区，铜价维持在低位进行盘整，但由于昨日日盘与夜盘下游点价较多，故今日市场交易情绪并不热烈，虽有部分下游有刚需采购但量并不多，多数铜杆企业表示下游仍以点价及执行长单为主。西南地区，铜价走弱，市场点价意愿回暖，但新增订单量并不多，即使是部分有需求的下游企业亦多以执行完长单为主。

四、相关图表

图表1 沪铜与LME铜价走势

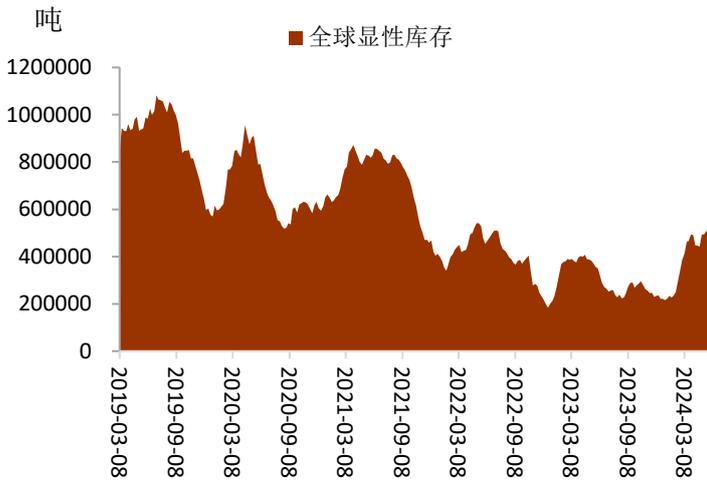


图表2 LME铜库存



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表3 全球显性库存

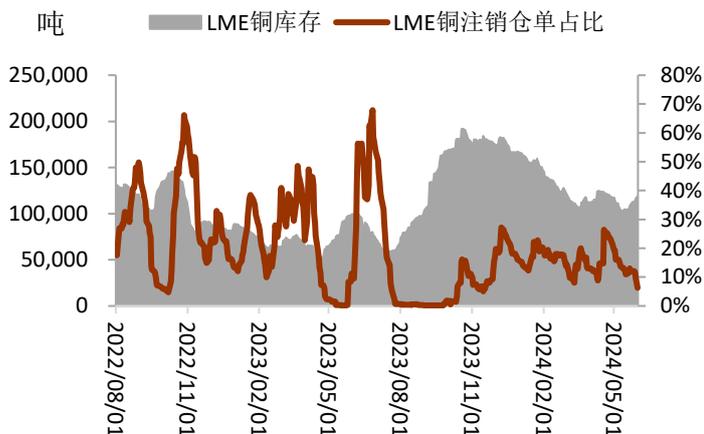


图表4 上海交易所和保税区库存

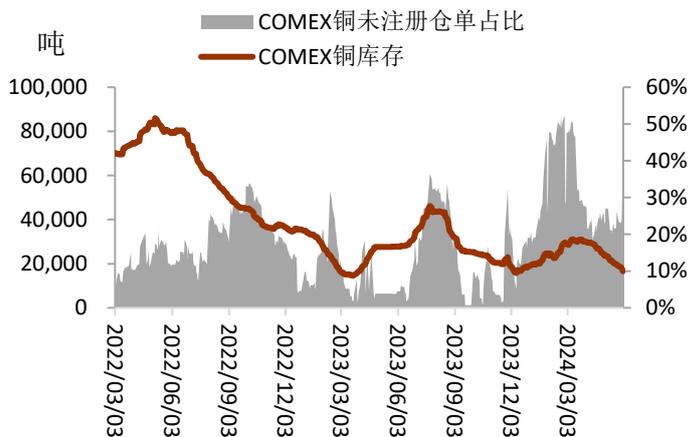


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 LME 库存和注销仓单

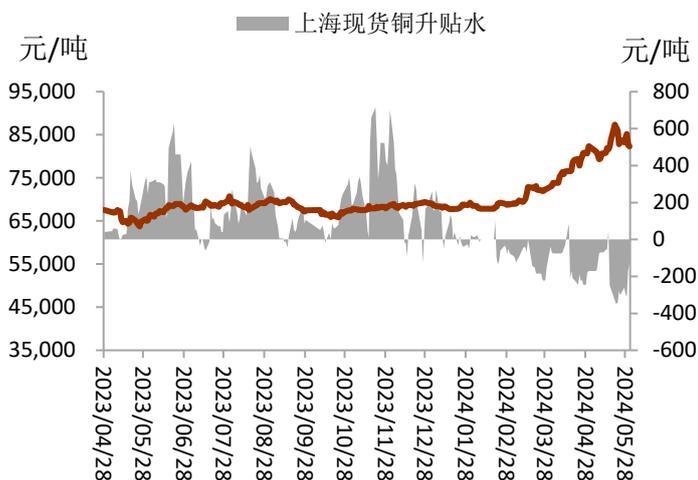


图表6 COMEX 库存和注销仓单

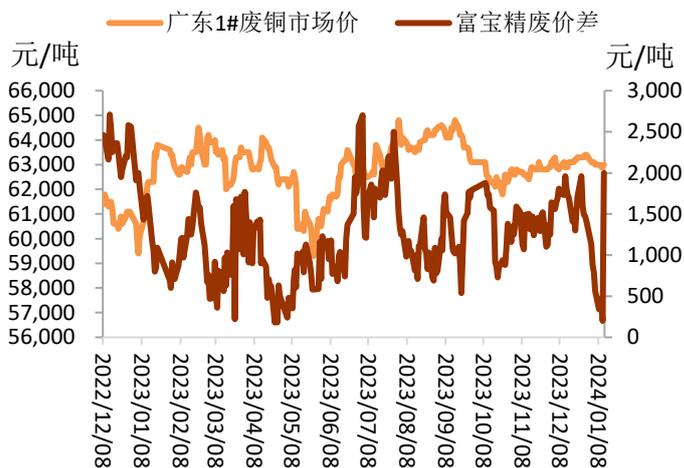


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 沪铜基差走势

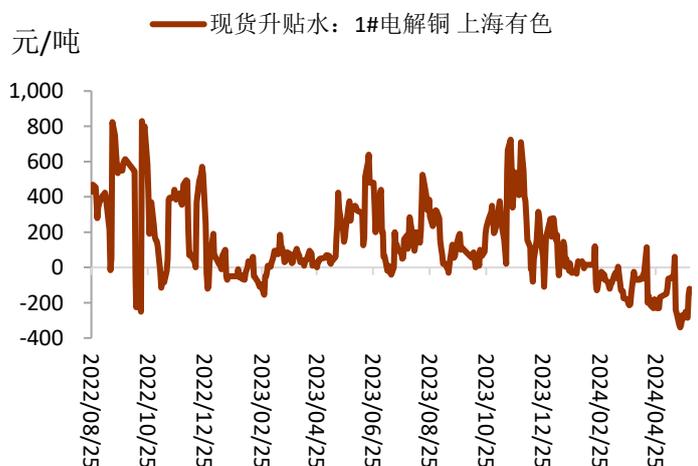


图表8 精废铜价差走势

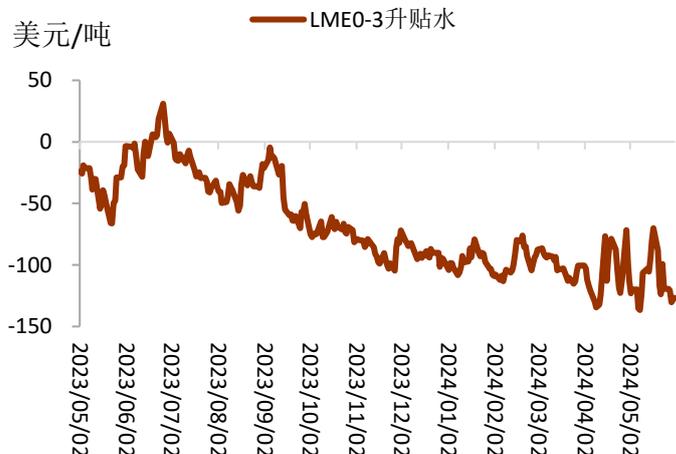


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 上海有色铜现货升贴水走势

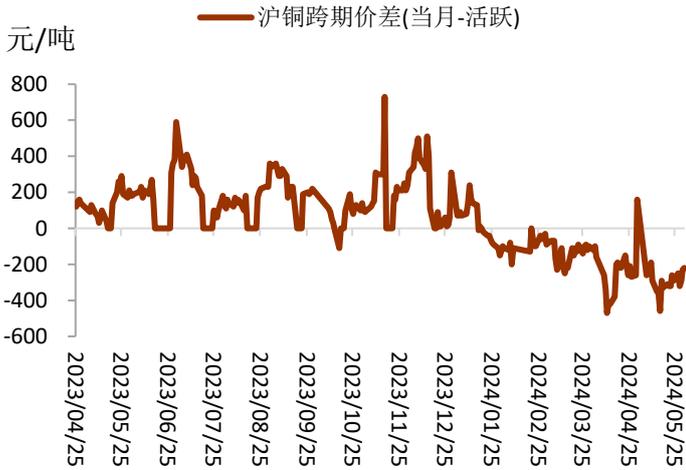


图表10 LME 铜升贴水走势

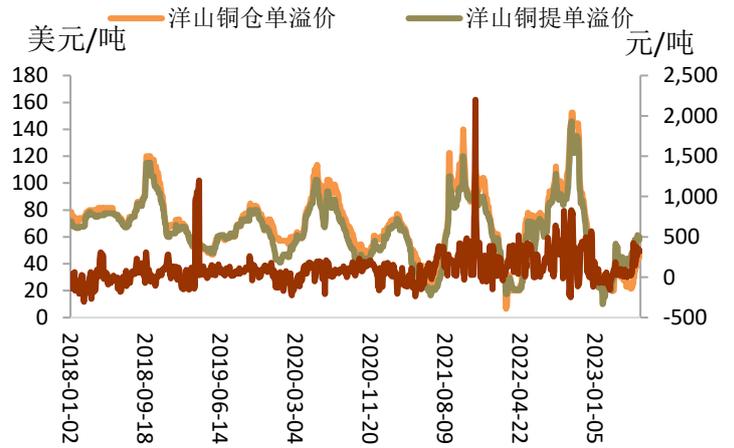


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 沪铜跨期价差走势

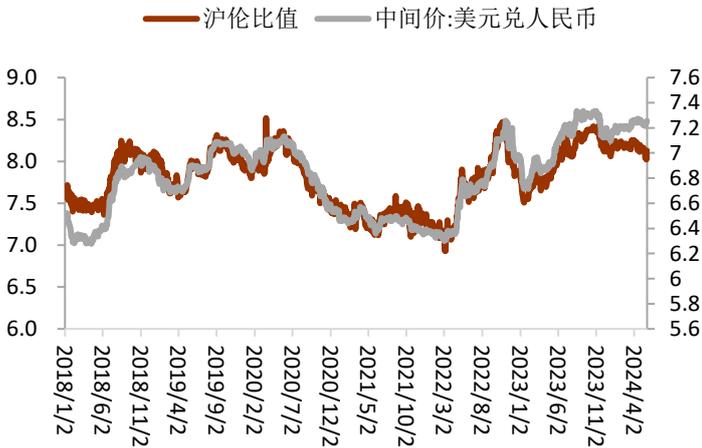


图表 12 现货升贴水和洋山铜溢价

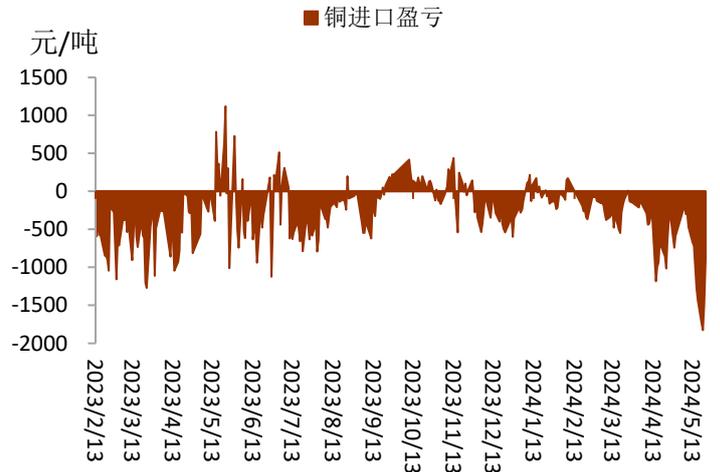


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 铜内外盘比价走势

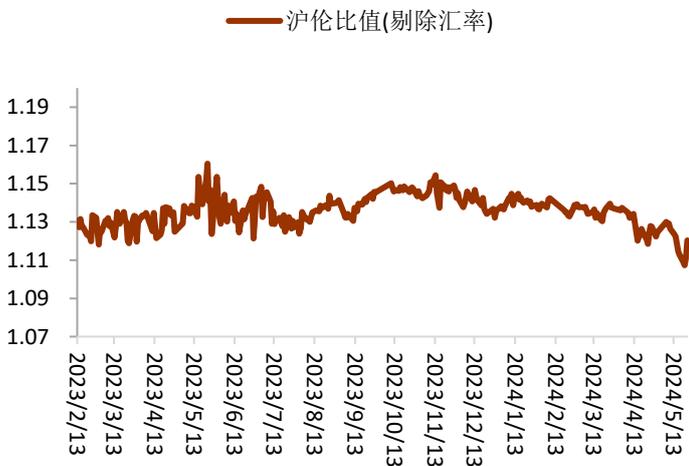


图表 14 铜进口盈亏走势



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 沪伦比剔除汇率

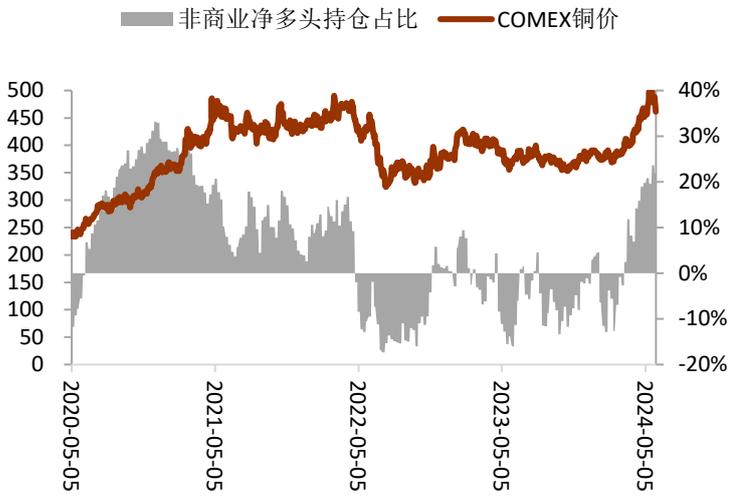


图表 16 铜精矿现货 TC

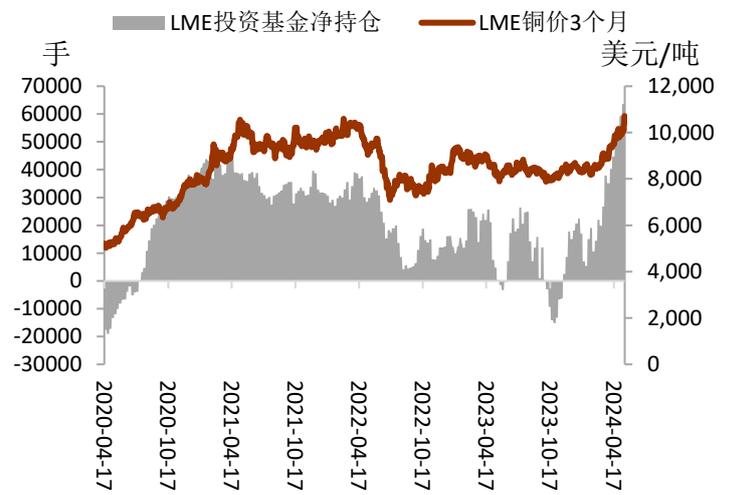


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。