

从 COMEX 逼仓看全球铜供需

兴证期货 · 研究咨询部

2024 年 5 月 22 日星期三

有色研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

马志君

从业资格编号: F03114682

娄婧

从业资格编号: F03114337

联系人:

马志君

电话: 021-68982784

邮箱: mazj@xzfutures.com

● 核心观点

本轮铜价上涨是背后有着诸多的因素共振的结果，首先是宏观层面海外经济数据反应的消费韧劲和通胀粘性，使得市场对今年降息幅度预期回落和降息时间预期的延后，利多铜价的上行。其次是基本面极端的加工费报价集中反映了铜精矿供给相对于冶炼产能的紧缺。虽然目前国内冶炼厂倚赖较高的铜矿长单加工费仍然得以维持产量，矿石和冶炼产能的矛盾仍在发酵，下半年被动减产可能难以避免。最后是海外的低库存给到了投机多头的逼仓机会爆发了本轮快上涨。对于后市来看，LME 和 COMEX 的价差收敛预示本轮逼仓基本接近尾声，国内现货的深度贴水反应需求端对高铜价难以支撑，短期 LME 铜价在突破前高后或有回调盘整的需求。不过中期来看，铜矿紧缺带来的冶炼减产隐患可能为下一次铜价上涨提供支撑。

目录

一. COMEX 逼仓行情回顾.....	1
二. 本轮铜价上涨的基本面支撑.....	2
2.1 新兴需求 VS 传统需求.....	2
2.2 铜矿停产带动国内冶炼小幅减产.....	4
2.3 海外库存低位反应供需偏紧.....	6
三. 总结.....	7
分析师承诺.....	9

一. COMEX 逼仓行情回顾

上周二（5月14日）晚 COMEX 电解铜 07 合约出现挤仓行情，持仓量达 17.7 万手，盘面价格直线拉涨，最高至 519.9 美元/磅，险创近三年新高。5月14日 COMEX 库存下降至 2 万吨之下，COMEX 多头持仓占比持续上升，导致盘面出现挤仓风险，致使 COMEX 期铜上行。同时 COMEX 与 LME 价差拉升至历史高位，5月15日晚价差最高至 1000 美元/吨附近。历史上 COMEX 和 LME0-3 价差不得超过 5%，2009 年至今多数时刻价差未超过 2%，2024 年 5 月 15 日价差最高时超过 10%，这刺激了大量投机套利头寸入场，截止 5 月 20 收盘价，两者价差已经回落至 3%，但依旧高于历史常规值。根据花旗集团研究报告表示，COMEX 和伦敦金属交易所（LME）这两家交易所的铜期货，已吸引高达 250 亿美元（约合人民币 1800 亿元）的投机性多头资金。

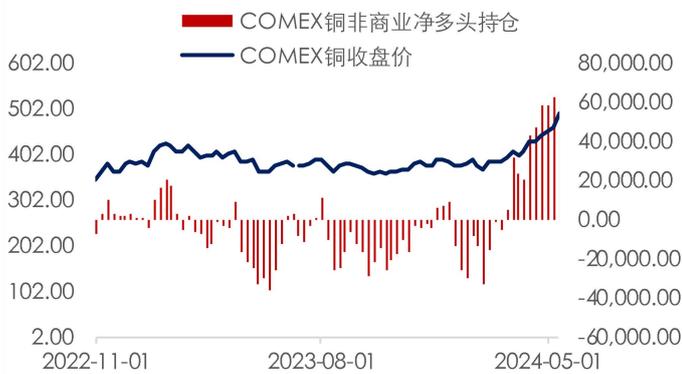
图 1: LME 铜价&COMEX 铜价（美元/吨）



数据来源：iFind，兴证期货

本轮挤仓原因主要包含以下几方面：1、对于俄罗斯金属的制裁，使得可交仓的货源减少；2、由于 2023 年四季度后巴拿马运河运力下降，南美运输至北美的电解铜减少，且 2024 年一季度智利产量也出现明显下降。这使得 LME、COMEX 位于新奥尔良的仓库库存均处于较低水平，叠加前期投机者布局的反套，大量空头头寸置于 COMEX。COMEX 空头头寸持有者积极寻求电解铜货源用于交付 COMEX 仓库，但受限于品牌要求以及船舱舱位有限，短期内难以集中大量电解铜，部分空头头寸持有者被迫移仓或砍仓，使得 COMEX 近月合约转为 Back 结构。

图 2：COMEX 铜合约非商业净多持仓&铜价（短期）



数据来源：SMM，兴证期货

图 3：全 COMEX 电解铜库存



数据来源：SMM，兴证期货

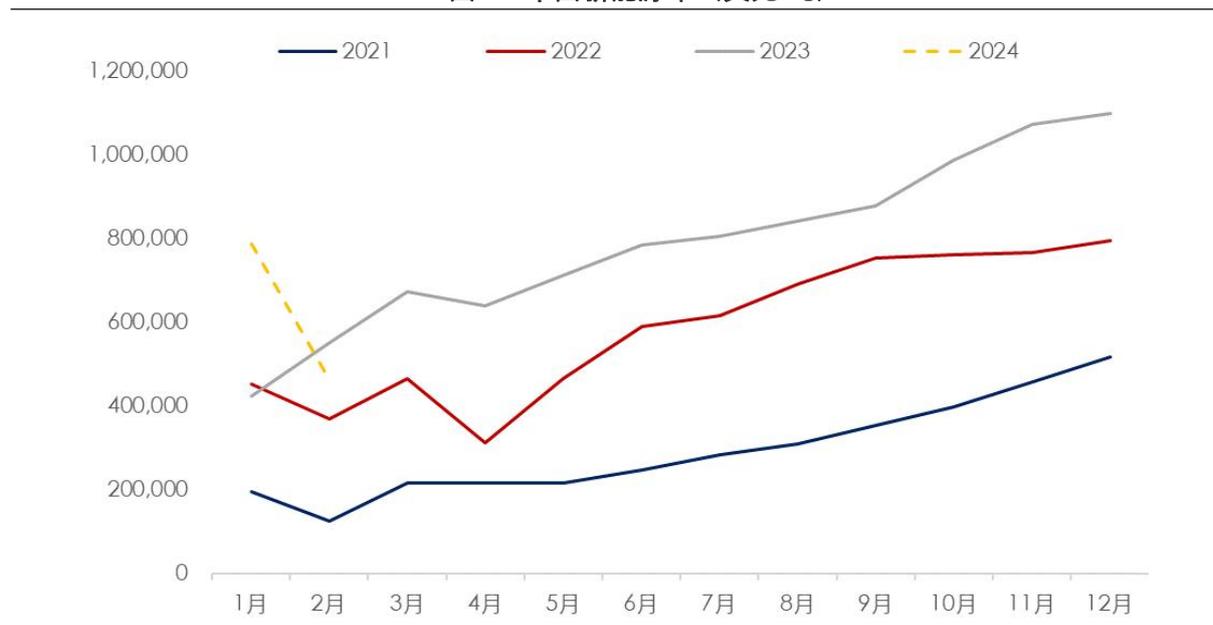
二. 本轮铜价上涨的基本面支撑

2.1 新兴需求 VS 传统需求

后疫情时代，随着泛新能源领域的产业高速发展，包含上游的新能源电源（光伏风电）、电网系统建设和下游的新能源汽车的高景气，给铜需求带来了新的增量。首先这部分需求对传统需求的弱势是一个很大的补充，其次这部分产业并未受到国内偏弱的整体经济影响，也并未完全反应在宏观经济数据指标里，国内的信贷脉冲的走弱意味着传统需求的走弱，但未能反映新兴需求的高景气给铜带来的增量。

具体来看，根据中汽协数据，2023 年我国汽车产销累计完成 3016.1 万辆和 3009.4 万辆，同比分别增长 11.6% 和 12%，产销量创历史新高，实现两位数较高增长。新能源汽车产销分别完成 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8% 和 37.9%，市场占有率达到 31.6%，高于上年 5.9 个百分点。汽车合计用铜量新增约 63 万吨，以当前新能源汽车的高景气，我们预计 2024 年汽车合计用铜量依旧将新增 60-65 万吨。

图 4：中国新能源车（美元/吨）



数据来源：iFind，兴证期货

根据国家能源局，2023 年新增风电发电装机容量为 7566 万千瓦，同比增长 101.06%；新增太阳能发电装机容量为 21602 万千瓦，同比增长更是高达 147.13%。二者合计 20527 万千瓦，即 2.05 亿千瓦。2023 年光伏产业将新增铜需求量 58 万吨；2023 年风电产业新增铜需求 15 万吨。以 2024 年海上风电装机量 10GW 和光伏装机量 280GW 测算，预计铜需求新增量约为 10 万吨和 30 万吨

表 2：中国新能源装机铜需求量（万吨）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
光伏	20.13	11.93	21.69	24.72	39.33	97.21	126.00
风电	8.72	10.67	29.93	19.74	15.62	31.40	41.50
合计	28.84	22.61	51.62	44.46	54.95	128.61	167.50
同比	-7.47%	-21.62%	128.31%	-13.86%	23.60%	134.04%	30.24%
增量	(2.33)	(6.24)	29.01	(7.16)	10.49	73.66	38.89

据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

2.2 铜矿停产带动国内冶炼小幅减产

本轮周期的铜矿增速不及预期也是铜供需偏紧支撑铜价的一大因素。全球铜矿产量增速在不同时间段内有所变化。在 2012-2016 年期间，铜矿产量平均增幅达到了 5% 以上。然而，2016-2020 年期间，铜矿产量增速放缓至 0.35%。进入 2021-2022 年，铜矿产量增速有所恢复，达到了 2.7%。然而，2023 年全球铜矿增速仅为 1.4%，这主要是由于一些主要铜生产国的产量下降以及一些意外减产等因素的影响。

对于 2024 年，此前预计全球铜矿供给增速仅为 2.7%。然而，智利 CODELCO 的产量继续下降，预计智利铜矿产量将维持低位，第一量子旗下巴拿马铜矿受到政府限制停产，这座年产 35-40 万吨铜矿的矿山停产对全球铜矿平衡造成了很大的影响，2024 年的铜矿产量增速将继续低于预期。不过从产量绝对增速来看，2024 年是要依旧是要高于 2019 年的。

图 5：ICSG 全球铜精矿产量增速（千吨）



数据来源：SMM，兴证期货

图 6：全球铜精矿产能开工（千吨）



数据来源：SMM，兴证期货

2024 铜供需最大的变数无疑是 Cobre 铜矿的停产。第一量子旗下 Cobre 铜矿的停产也给全球铜矿供应造成了巨大的影响，Cobre 铜矿生产的铜约占全球供应量的 1.5%。巴拿马政府表示将关闭全球最大铜矿之一的 Cobre 铜矿，原因是该国最高法院裁定，巴拿马政府与加拿大矿企 First Quantum Minerals Ltd. 方面续签的 Cobre 铜矿运营合同违宪。该铜矿目前已经暂停生产。此前，巴拿马政府与 First Quantum Minerals 续签了 Cobre 铜矿未来 20 年的采矿特许权合同。作为回报，巴拿马每年将获得 3.75 亿美元的收入。然而，这份合同在巴拿马国内引发了大规模抗议示威活动。抗议者认为铜矿开采破坏环境，尤其是威胁到当地的水源，抗议示威活动一度蔓延至巴拿马全国，多地道路持续被封。

表 3：海外矿企铜精矿产量（千吨）

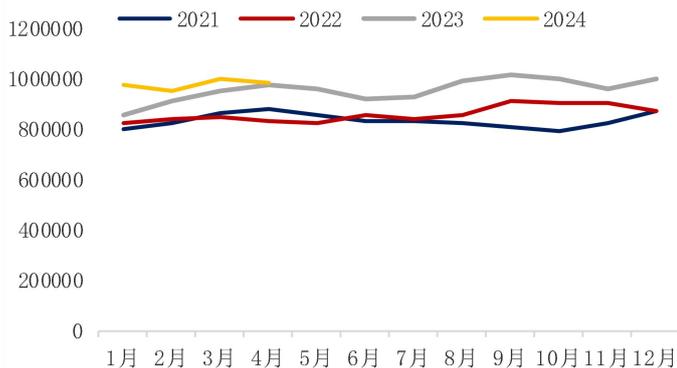
企业	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	y/y
Freeport-McMoRan	459.00	487.80	479.00	487.00	438.00	484.00	492.00	497.00	10.00
BHP	370.00	461.80	410.10	424.00	406.00	476.00	457.00	437.00	13.00
Codelco	364.00	391.00	381.00	439.00	352.00	281.30	336.00	-	-
Glencore (ex-Mopani,ex-Ernest Henry)	258.00	252.00	260.30	289.00	244.00	244.00	248.00	274.00	-15.00
Grupo Mexico (Southern Copper)	214.00	209.00	231.00	241.00	223.00	227.50	226.00	-	-
KGHM	193.00	184.00	180.00	176.00	176.00	176.00	175.60	175.60	-0.40
First Quantum	182.00	193.00	195.00	206.00	131.00	187.00	222.00	160.00	-46.00
Anglo American	140.00	133.00	147.00	244.00	178.00	209.00	209.00	230.00	-14.00
Antofagasta	139.00	130.00	181.90	196.00	146.00	150.00	174.00	192.00	-4.00
Norilsk	91.00	113.00	112.53	116.00	109.00	95.00	101.00	121.00	5.00
MMG	79.00	44.50	96.00	86.00	69.00	93.00	94.00	91.00	5.00
Rio (ex Escondida,100% of OT)	77.00	63.90	86.58	79.00	113.00	82.00	90.00	88.00	9.00
Teck Resources	67.00	72.00	66.00	65.00	57.00	64.00	72.00	103.00	38.00
Lundin	65.00	64.00	64.00	57.00	61.00	60.00	90.00	-	-
Vale	55.00	55.00	74.30	64.00	67.00	79.00	82.00	99.00	35.00
Ivanhoe (Kamoa-Kakula)	56.00	87.00	98.00	93.00	94.00	104.00	104.00	-	-
Barrick	46.00	54.00	56.00	44.00	40.00	48.50	50.80	-	-
Boliden	28.00	30.00	28.00	23.00	23.00	22.60	22.40	-	-
Newcrest	25.00	39.00	32.00	35.00	31.00	35.00	30.60	-	-
Newmont	9.00	11.00	7.00	11.00	12.00	11.80	10.40	-	-
Sierra Metals	3.00	4.00	3.00	3.00	4.00	4.70	4.30	-	-
合计	2920.00	3079.00	3188.71	3378.00	2974.00	3134.40	3291.10	2467.60	35.60

数据来源：SMM，兴证期货

进入 2024 年国内冶炼受到铜矿供需的影响实在逐步加剧的，从 SMM 统计的国内精炼产能开工情况可以看出，去年 12 月以来开工有着明显的下滑，并且这种情况还在延续。根据调研

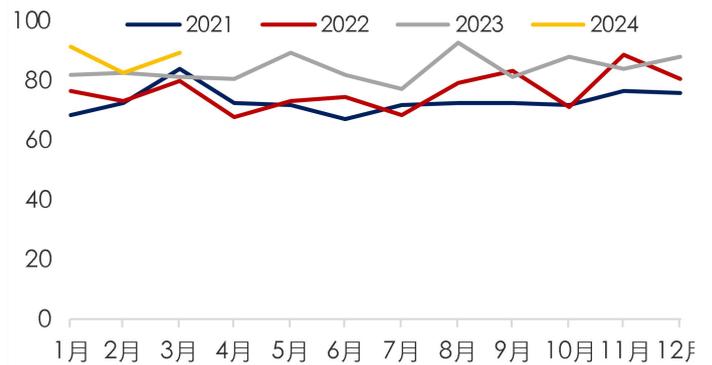
了解的，从 2 月开始国内一下中小型冶炼企业已经降低铜精矿的投料量来避免亏损，但整体减产都幅度小于预期，4 月 SMM 中国电解铜产量为 98.51 万吨，环比减少 1.44 万吨，降幅为 1.44%，5 月预计产量为 97.71 万吨，环比下降 0.8 万吨降幅为 0.81%。一方面国内冶炼企业原料有长单支撑，一方面铜价走高刺激国内废铜供应放量，弥补了部分铜矿的供应的紧缺。

图 7：中国电解铜产量（吨）



数据来源：SMM，兴证期货

图 8：中国废铜产粗铜产量（万吨）

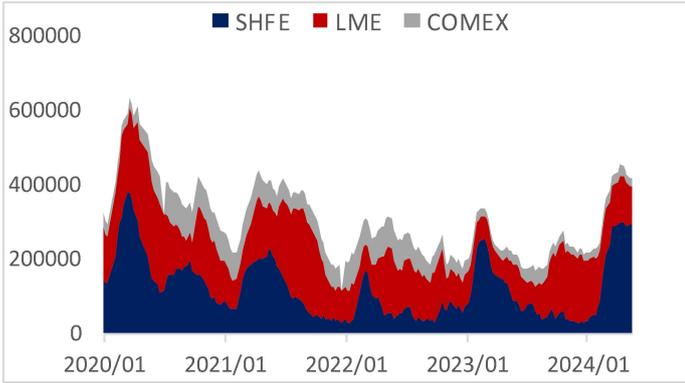


数据来源：SMM，兴证期货

2.3 海外库存低位反应供需偏紧

本轮铜的逼仓上涨行情背后也反应国内现货外供需的不一致。从库存的角度来看目前全球库存明显是 SHFE>LME>COMEX 的格局。截止 5 月 20 日，SHFE、LME、COMEX 三大交易所的库存分别为 291020 吨、105900 吨和 19922 吨。从历史平均水平来说，海外库存整体是处在历史低位，而国内库存则处在历史高位，这也一定程度反映了当下海外供需偏紧的格局。当前随着 LME 和 COMEX 比价收敛，后续全全球库存几个会出现 SHFE-LME-COMEX 之间的重新平衡，国内电解铜预计将维持出口状态。

图 9：全球电解铜显性库存（吨）



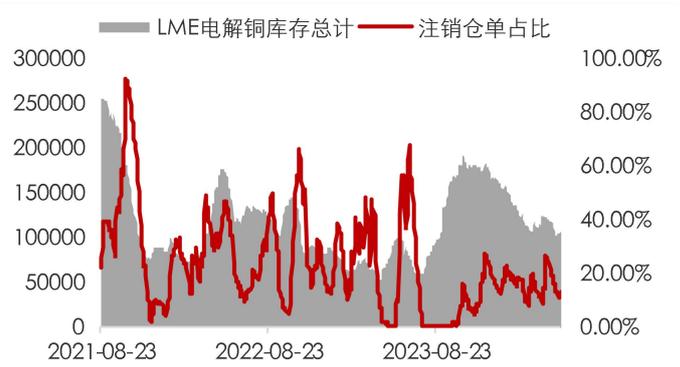
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 11：COMEX 电解铜库存（吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：LME 电解铜库存（吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 12：SHFE 电解铜库存（吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

三. 总结

本轮铜价上涨是背后有着诸多的因素共振的结果，首先是宏观层面海外经济数据反应的消费韧劲和通胀粘性，使得市场对今年降息幅度预期回落和降息时间预期的延后，利多铜价的上行。其次是基本面去全球铜矿供应紧缺加剧，极端的加工费报价集中反映了铜精矿供给相对于冶炼产能的紧缺。虽然目前国内冶炼厂倚赖较高的铜矿长单加工费仍然得以维持产量，矿石和冶炼产能的矛盾仍在发酵，下半年被动减产可能难以避免。最后是海外的低库存给到了投机多头的逼仓机会爆发了本轮快上涨。对于后市来看，LME 和 COMEX 的价差收敛预示本轮逼仓基

本接近尾声，国内现货的深度贴水反应需求端对高铜价难以支撑，短期 LME 铜价在突破前高后或有回调盘整的需求。不过中期来看，铜矿紧缺带来的冶炼减产隐患可能为下一次铜价上涨提供支撑。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因此将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。