



2020.05.22

## 沪铜 06 逼仓终将如镜花水月

近期报告：



季先飞

021-33038637

Jixianfei015111@gtjas.com

投资咨询资格

Z0012691

重要提示：报告表述内容不构成投资建议。

### 【报告要点】

#### 我们的观点：

基于对未来铜原料供应逐渐恢复，精铜产量持续爬升，以及精铜进口盈利窗口打开带动国外货源持续进入中国等的判断，国内库存将面临回升拐点，沪铜 06 合约后期不可能持续逼仓，或者逼仓失败。

#### 我们的逻辑：

生产端，海外铜矿逐步恢复生产和运输，铜阳极进口大概率回升，精铜产量将恢复增长。海外铜冶炼原料供应逐步恢复，主要资源国家逐步放开铜矿生产和运输，铜矿供应开始恢复，可冶炼用铜阳极供应缓慢增加。同时，废铜进口盈利可观，随着马来西亚政府恢复海港运输作业，废铜向中国出口将逐渐增加。基于对未来原料供应改善的判断，我们修正此前精铜产量预期，认为 5-6 月中国精铜产量环比将出现小幅增长。

进口端，精铜进口盈利窗口自 4 月中旬开始连续打开，吸引了国外货源持续进入中国。LME 铜增加的库存最终将选择流入国内，带动中国进口铜持续攀升。

需要注意的是，我们重点分析供应端的前提条件是需求端将走弱，铜材企业赶工订单逐渐完成，以及终端消费淡季来临等都将限制铜材需求。

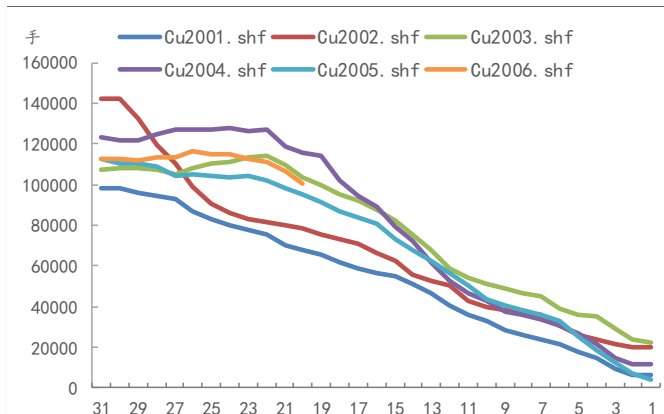
总的来看，国内库存将面临回升的拐点。在具体的交易上，我们认为当前沪铜 06-07 价差结构不适合做正套，而是等待库存回升拐点确认后，关注逢高反套的交易机会。

沪铜 06 合约短期呈现出软逼仓的特征。沪铜 06 合约持仓/仓单库存处于历史同期水平，并且沪铜 06-07 合约价差已经处于季节性高点。但是基于对未来铜原料供应逐渐恢复，精铜产量持续爬升，以及精铜进口盈利窗口打开带动国外货源持续进入中国等因素判断，国内库存将面临回升拐点，沪铜 06 合约后期不可能继续逼仓，或者逼仓失败。在具体的交易上，我们认为当前沪铜 06-07 合约价差结构不适合做正套，而是等待库存出现回升拐点后，关注逢高反套的交易机会。

## 1. 沪铜 06 合约显现软逼仓特征

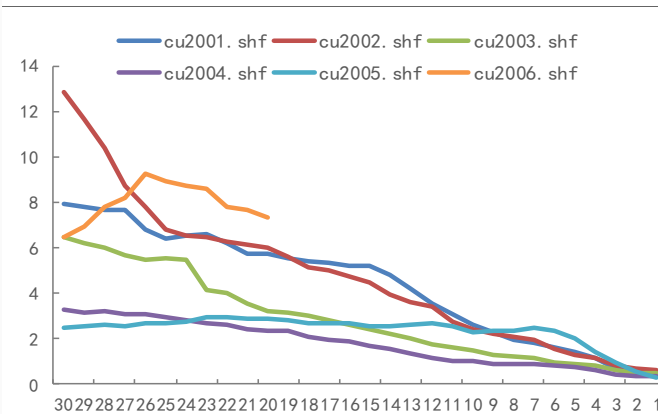
沪铜 06 合约短期软逼仓特征较为明显。首先，沪铜 06 合约持仓/仓单库存处于历史同期较高水平。在正常情况下，随着合约逐渐向最后交易日接近，该合约的持仓/仓单库存呈现逐渐下滑的走势，并且和历史同期水平基本相当，其背后的逻辑是市场部分交易者并不愿意进行最终交割而提前平仓离场。当前，沪铜 06 合约总持仓走势较为正常，随着时间的推移出现减少的迹象。由于仓单库存降幅较快，沪铜 06 合约持仓/库存一度呈现上升的走势，随后持仓/库存虽然开始回落，但持续高于历史同期水平。同时，电解铜现货处于高升水状态，冶炼厂和持货商更愿意将铜在现货市场销售而不是注册为仓单，仓单库存回升的压力较大。其次，沪铜 06-07 合约价差已经处于季节性高点。根据季节性统计规律，在当前时点 M+0 和 M+1 合约价差处于低位或者出现小幅回落，但当前 M+0 和 M+1 合约价差（对应沪铜 06-07 合约价差）却不断攀升，创历史同期较高水平。以 5 月 21 日结算价价差估算，如果沪铜 06-07 合约反套，如果价差回归则年化收益率达到 6.59%，超过 1 年期 LPR 利率 3.85%。但是市场对这种反套机会的参与度依然存有疑虑，其最主要的原因是当前库存持续走低，投资者担心 06 合约到期买不到足够的价格合适的仓单满足交割需求。一方面，国内总库存去库速度较快，截至 5 月 22 日当周，上海有色网和我的有色网等资讯公司调研库存尚处于历史同期较低水平；另一方面，保税区库存已经快降至最低位置，继续下降的空间已被严重压缩，对国内库存补充有限。

图表 1：沪铜 06 合约持仓回落



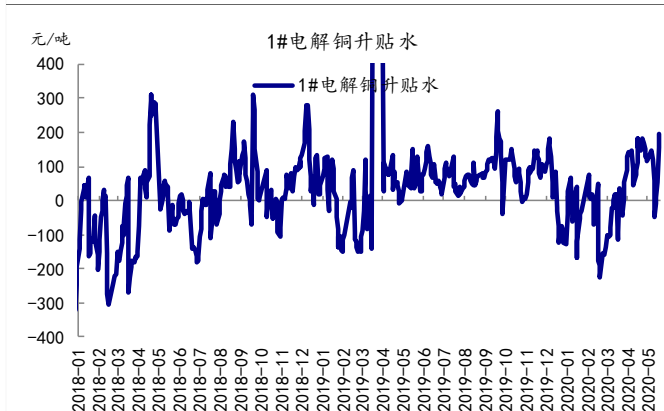
资料来源：wind、国泰君安期货产业服务研究所

图表 2：沪铜 06 合约持仓/仓单库存处于历史同期高位



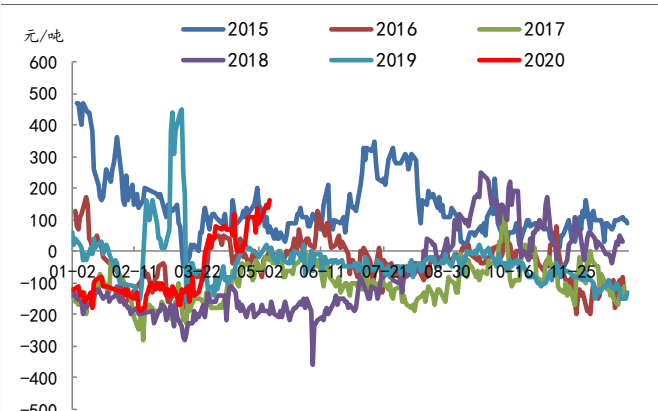
资料来源：wind、国泰君安期货产业服务研究所

图表 3：现货处于高升水状态



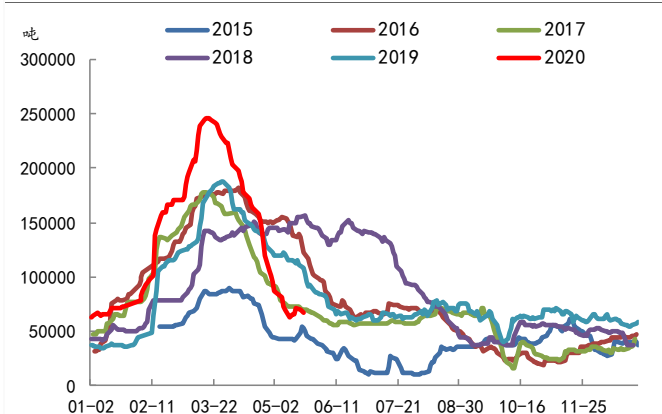
资料来源：wind、国泰君安期货产业服务研究所

图表 4：沪铜 06-07 价差（结算价）处于季节性高点



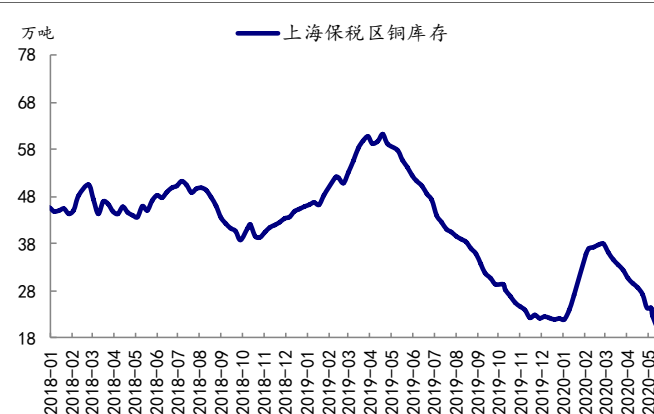
资料来源：wind、国泰君安期货产业服务研究所

图表 5：上海期货交易所铜仓单库存趋势回落



资料来源：wind、国泰君安期货产业服务研究所

图表 6：保税区铜库存将降至历史最低水平



资料来源：wind、国泰君安期货产业服务研究所

## 2. 原料供应增加，精铜产量爬升

沪铜 06 合约持仓/仓单库存高位以及沪铜 06-07 价差扩大等特征，显示沪铜 06 合约存在逼仓的可能。但是由于铜供应偏紧的预期正逐渐缓解，国内精铜产量爬升，沪铜 06 合约实际逼仓的动力不足。中国铜冶炼原料主要是铜精矿、废铜和可冶炼用铜阳极，当前这些原料进口逐渐改善。首先，海外铜冶炼原料供应逐步恢复，主要资源国家逐步放开铜矿生产和运输，铜矿供应开始恢复，可冶炼用铜阳极供应缓慢增加。其次，废铜进口将逐步恢复。废铜进口盈利可观，随着马来西亚政府恢复海港运输作业，废铜进口量将大幅增加。

### 2.1 海外铜矿逐步恢复生产和运输，铜阳极进口大概率回升

海外疫情影响逐渐消退，部分矿山恢复生产和运输。3月中旬开始，南非的智利、秘鲁以及非洲的刚果、赞比亚、南非等资源国因新冠肺炎确诊病例连续攀升而进入紧急状态，铜矿生产和运输受到限制。但是4月下旬开始，主要铜矿生产国封城封国政策开始放松，铜矿生产和运输有逐步恢复的趋势。智利和秘鲁是中国铜精矿进口的主要来源国，约占中国铜精矿进口总量的54%。智利政府在4月26日发布《安全复工计划》；秘鲁政府于5月开始分阶段复工复产，已批准重启27项经济活动，其中涵盖采矿业。秘鲁政府最高法令也授权矿业公司从5月2日起恢复活动，允许矿业公司开采、提炼、储存和运输矿物和金属。

此前受政府政策扰动较大的矿山主要集中在智利和秘鲁，而近期这部分矿山逐步恢复生产和运输。根据此前矿山暂时停产或减产的时间推算，部分矿山在4月中旬已经具备逐步恢复生产的可能。随着政府政策放松，这部分矿山的生产和运输开始恢复，其中秘鲁铜精矿供应边际改善最为明显，大型铜矿 Las Bambas 铜矿已于4月28日起陆续恢复精矿运输和港口装载工作。秘鲁铜精矿运输至中国大约35天左右，也就是说6月3日之后国外铜精矿到港将逐渐增加。基于对未来铜精矿供应增加的预期，铜精矿现货加工费 TC 已经开始企稳。

中国从非洲进口铜阳极量将存在回升可能。中国1-4月进口铜阳极变化最大国家的主要是非洲的赞比亚、刚果（金）和南非等。从港口封锁情况看，赞比亚关闭与坦桑尼亚口岸后很快恢复；刚果（金）全国边界关闭，但货物出口未受影响；南非降级封锁限制，允许货物从海港运输到仓库或最终目的地和将货物越过南非陆地边界。

赞比亚铜阳极主要通过坦桑尼亚达累斯萨拉姆港口和南非德班港口出口，即便在关闭与坦桑尼亚的边境口岸后，赞比亚铜阳极也能选择陆路运往南非港口，然后出口至中国等国家。刚果（金）进入紧急状态后，货物运输未受到影响，但通过刚果（金）港口运输线路城镇被关闭，导致通过刚果（金）本土港口出口的铜阳极减少，但是刚果（金）已经选择将铜阳极运输途经赞比亚，再至南非港口出口。我们预计，未来一段时间中国从赞比亚和刚果的进口的铜阳极维持低位甚至为零，但从坦桑尼亚进口的铜阳极不会出现明显减量，且从南非进口的铜阳极将继续攀升，判断铜阳极总的进口量依然存在回升的可能。

图表 7：智利、秘鲁铜矿生产和运输恢复，南非货物运输恢复

国家	2019矿产铜产量	时间	政策对比
智利	578.75万吨	2020.3.19	19日零时起智利全国进入灾难紧急状态，为期90天。
		2020.4.26	智利政府发布《安全复工计划》
秘鲁	245.54万吨	2020.3.16	进入紧急状态，延长至5月24日
		2020.5.8	11日起全国大部分地区的宵禁时间推迟两小时。自五月起，秘鲁已开始分阶段复工复产，政府已批准重启27项经济活动，涵盖采矿业。
赞比亚	82.33万吨	2020.3.27	Lusaka市所有跨境货物运输暂停。
		2020.5.10	赞比亚暂时关闭与坦桑尼亚的边境口岸，通过坦桑尼亚首都达累斯萨拉姆发运铜业务被迫延迟，但很快恢复。
刚果(金)	143.8万吨	2020.3.24	进入紧急状态，对矿开展公共卫生信息活动，大部分矿山生产未受影响，但将推迟一些新项目投产。全国边界关闭，但货物运输未受影响。
南非		2020.3.26	进入国家封锁状态，4月16日结束。
		2020.4.1	交通部：尽管实施全国性的封锁，南非所有港口仍对货物保持开放。
		2020.5.2	冠状病毒COVID-19警报下调至4级，允许按照现行规则将货物从海港运输到仓库或最终目的地；允许货物越过南非陆地边界。

资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图表 8：部分铜矿山已经恢复生产和运输，其中秘鲁矿山恢复最为明显

公司	受影响矿山	所处地区	运营状况	更新时间	2019年产量
Codelco	Chuquibambilla	Chuquibambilla, Chile	停工15天，暂停转成地下矿的剩余工作	2020.3.19	38.5万吨
	El Teniente	Rancagua, Chile	决定部分或全部中止第三方提供的项目和业务支持服务，为期30天，可以延长。	2020.4.8	46万吨
Anglo America	Quellaveco	Moquegua, Peru	撤大部分员工，保留关键工作，暂停非关键工程3个月	2020.4.18	未投产
	El soldado	Chile	降低运营比率，减缓生产至最低界限，为期12天	2020.3.19	5.4万吨
	Los Bronces	Chile	缩减至确保运营连续性所需的最低限度，为期12天	2020.3.19	33.5万吨
BHP	Escondida	Atacama Desert, Chile	限制承包方员工进入矿区15天	2020.3.22	113.86万吨
	Pampa Norte	Chile	限制承包方员工进入矿区15天	2020.3.22	26.5万吨
Glencore	Antamina	Mid Andes, Peru	暂停至少两周	2020.4.13	44.86万吨
	Collahuasi	Chile	降低运营比率，集中保留矿山、选厂及港口工作人员	2020.4.2	56.55万吨
	Mopani	Zambia	关闭伦敦办事处，削减开支	2020.3.22	9.9万吨
Freeport	Cerro verde	Arequipa, Peru	进行为期15天的检修	2020.3.16	45.50万吨
	Cerro verde	Arequipa, Peru	有限运营，4.1-4.11选矿厂以计划速率的1/3进行	2020.4.13	45.50万吨
	Chino	New Mexico, America	暂停运营，时间暂定为14天，有可能是21天	2020.4.12	1.75亿磅
	El Abra	Chile	用工规模缩减40%，日矿石加工量下降41%	2020.4.27	
MMG	Las Bambas	Peru	减产，宣布遇到不可抗力	2020.4.9	38.25万吨
	Las Bambas	Peru	生产未受到太大影响，4月28日起陆续恢复铜精矿运输和港口装运工作	2020.4.24	38.25万吨
Rio Tinto	Oyu Tolgoi	Mongolia	地下开采放缓	2020.3.23	14.63万吨
Vale	Voisey's Bay	Labrador, Canada	停产维护三个月	2020.4.8	2.5万铜精矿
Teck	QB(II)	Tarapacá, Chile	暂停QB2项目建设	2020.3.18	2.1万吨
Hudbay	Constancia	Peru	暂停运营	2020.3.20	11.38万吨
Antofagasta	Los Pelambres	Chile	扩建项目暂停，最多暂停120天，不会终止合同	2020.4.6	36.34万吨
CRCC	Mirador	Ecuador	暂停铜矿运输至港口	2020.3.22	6万吨

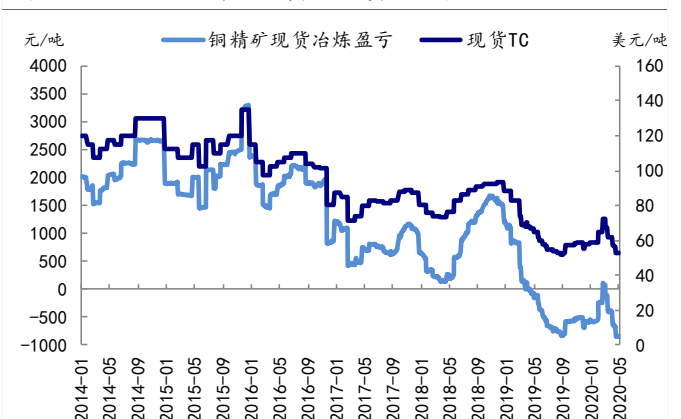
资料来源：SMM、国泰君安证券、国泰君安期货产业服务研究所

图表 9：智利和秘鲁铜精矿进口量减少

	智利	秘鲁	墨西哥	蒙古	哈萨克斯坦	澳大利亚	其他
2020-04	63.54	46.62	15.14	14.5	8.35	4.46	49.96
2020-03	52.57	39.79	9.83	9.18	5.54	10.47	50.53
2020-02	69.98	53.88	14.71	10.12	6.99	4.31	33.9
2020-01	50.1	61.26	14.79	5.25	6.42	7.05	36.38
2019-12	72.4	49.12	10.63	10.54	7.48	11.09	31.32
2019-11	77.73	54.22	7.88	10.89	7.78	11.98	45.04
2019-10	69.8	46.34	11.81	9.59	3.76	6.19	43.87
2019-09	57.35	31.54	13.7	9.54	10.05	7.18	28.59
2019-08	59.41	47.36	9.13	9.87	5.72	9.86	40.82
2019-07	53.75	76.67	19.96	11.88	3.58	8.3	33.79
2019-06	38.9	59.27	4.56	16.59	2.74	5.21	20.92
2019-05	51.47	82.98	11.59	23.89	11.23	7.36	39.26
2019-04	72.94	54.01	12.77	23.1	13.25	9.96	38.98
2019-03	70.9	62.01	10.68	21.5	5.62	10.76	31.44
2019-02	96.14	70.95	11.58	15.57	8.72	12.99	25.75
2019-01	82.16	62.58	9.4	17.96	4.76	10.27	31.55

资料来源：SMM、国泰君安期货产业服务研究所

图表 10：进口铜精矿现货加工费 TC 暂稳



资料来源：wind、国泰君安期货产业服务研究所



图表 11: 冶炼用铜阳极主要来源国家和地区 (单位: 千吨)

日期	赞比亚	智利	刚果(金)	巴基斯坦	南非	中国台湾	比利时	坦桑尼亚	韩国	泰国	其他国家	总计
2020-04	0	8.98	0	3.14	24.24	0.56	5.49	4.58	2.32	1.04	33.69	84.04
2020-03	1.04	8.44	0	6.47	13.96	1.09	2.25	1.52	2.07	0.49	28.65	65.99
2020-02	0	24.96	0	5.47	15.59	0.54	0.75	2.84	2.43	0.44	25.51	78.53
2020-01	0	7.1	0	2.92	10.83	0.44	0	1.92	1.02	0.58	22.56	47.34
2019-12	38.56	9.82	10.17	9.62	5.16	0.55	0.85	3.43	1.14	0.35	22.36	102.01
2019-11	32.93	7.31	4.27	3.27	3.49	0.57	0.85	0.91	1.06	1.02	4.82	60.51
2019-10	31.8	8.09	1.67	5.48	2.8	0.54	0.35	0.45	0.05	0.42	5.94	57.59
2019-09	34.79	9.1	2.16	2.77	5.63	0.32	0.35	1.44	0.01	0.48	15.38	72.41
2019-08	28.55	4.63	0.3	1.87	4.29	0.39	0.35	1.68	0.1	0.45	21.51	64.11
2019-07	41.72	6.38	0.5	2.91	4.36	0.44	0.35	0.69	0	0.44	11.93	69.73
2019-06	37.19	9.13	1.5	2.61	1.26	0.28	0.35	0.39	0	0.46	10.36	63.55
2019-05	35.16	9.41	4.33	2.29	2.16	0.38	0.34	0	0.08	0.76	7.4	62.33
2019-04	37.98	6.1	0.5	1.36	4.01	0.36	0.35	0.02	0.07	0.26	13.31	64.32
2019-03	41.14	3.38	0.75	0.63	0.26	0.4	0.35	2.1	0.07	0.52	4.14	53.72
2019-02	32.39	15.11	2.97	1.72	0.03	0.28	0.74	0.74	0	0.33	4.69	59
2019-01	48.21	24.36	1.44	2.63	3.73	0.39	0.99	1.58	0.01	0.98	2.03	86.37

资料来源: SMM、国泰君安期货产业服务研究所

## 2.2 废铜供应释放, 偏紧格局改善

海外废铜供应逐步恢复, 偏紧格局改善。中国进口的废铜是冶炼的重要原料, 一季度废铜进口含铜量环比减少 8.7 万吨, 以进口废铜 65% 的比例进入冶炼测算, 废铜进口减少影响中国精铜产量 5.7 万吨, 占国内精铜减量的 25.3%。我们认为后期废铜进口量将恢复增长, 主要有三方面的原因。

第一, 政府鼓励废铜进口, 废铜进口批文量充足。年初至今, 生态环境部固废中心已经下发七批废铜进口批文, 核定废铜进口量为 54.0 万吨, 较去年下半年核准进口量仅减少 2.0 万吨。从实操的角度看, 如果利废企业确实需要更多的废铜进口, 可以进行随时向当地环保部门申请进口额度, 因此进口批文量不会成为废铜进口的制约因素。

第二, 废铜进口盈利可观, 是废铜进口的重要驱动力。从历史上看, 废铜进口盈利扩大, 往往带动废铜进口量大幅增加。疫情导致部分地区废铜进口受阻, 进口废铜盈亏持续攀升, 从 1 月初的亏损 1300 元/吨上至当前的盈利 1000 元/吨, 这成为后期废铜大量进口的重要驱动。

第三, 海外政策逐步放松, 带动废铜进口开始恢复。疫情对中国香港、马来西亚、欧洲等地废铜进口影响较大。中国香港的废铜主要为欧美等地的转口货物, 影响其供应量的主要参考指标是欧美的边境管控政策。美国管控政策持续, 港口集装箱活动保持在较低水平, 但美国经济强势重启有可能带动出口增加。德国从 5 月 16 日逐步放宽边境管控措施, 直至 6 月 15 日取消所有的边境管控, 我们预测德国出口的废铜将逐渐恢复至正常水平。马来西亚废铜生产和运输受疫情的影响最大, 中国 1 季度从马来西亚进口废铜环比减量 2.89 万吨, 远超过其他国家废铜进口减量。马来西亚从 3 月 18 日起在全国范围施行“行动管制令”, 并且两次延长至 4 月 28 日, 在管制期内废铜的拆解和进出口均受到了限制。但从 4 月 29 日开始, 马来西亚恢复了所有海港运输作业, 废铜拆解企业已基本复工。我们预计 5 月底前马来西亚向中国出口废铜量将大幅增加, 国内废铜供应紧张格局将逐步改善, 精铜和废铜的价差将继续攀升。

图表 12: 中国废铜进口实物量和金属量

	废铜进口实物量		废铜进口金属量	
	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年
1 月	180,721	70,276	137,044	55,701
2 月	71,063	72,769	55,133	57,100
3 月	113,539	82,038	89,348	63,874
4 月	184,177	80,597	144,052	61,013
5 月	184,952		155,981	
6 月	186,894		150,302	
7 月	127,529		97,822	
8 月	127,625		101,103	
9 月	164,400		132,390	
10 月	96,756		77,572	
11 月	101,835		79,719	
12 月	125,686		106,985	

资料来源: wind、国泰君安期货产业服务研究所

图表 13: 废铜进口批文量充足

批次	2019 年核准进口量	2020 年核定进口量
第 1 批		270885
第 2 批		26566
第 3 批		4620
第 4 批		3520
第 5 批		222020
第 6 批		2150
第 7 批		10423
第 8 批		
第 9 批	240429	
第 10 批	124450	
第 11 批	87680	
第 12 批	31658	
第 13 批	57365	
第 14 批	11110	
第 15 批	7970	
合计	560662	540184

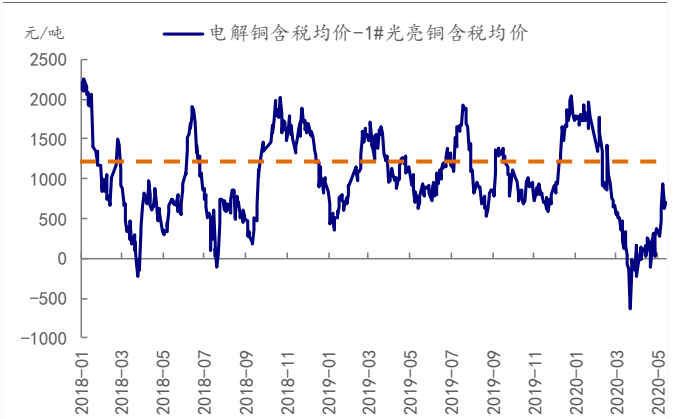
资料来源: 固废中心、国泰君安期货产业服务研究所

图表 14: 中国废铜进口盈利可观



资料来源: wind、国泰君安期货产业服务研究所

图表 15: 中国精废价差尚低于合理值



资料来源: wind、国泰君安期货产业服务研究所

图表 16: 中国分国家进口废铜情况 (单位: 千吨)

日期	中国香港	澳大利亚	美国	荷兰	马来西亚	日本	英国	德国	泰国	韩国	菲律宾	其他国家	合计
2020Q1增减	-22.4	-1.9	-3.5	-0.2	-28.9	8.3	-3.9	-4.5	2.5	-1.5	1.9	-45.2	-99.2
2020-03	9.1	2.6	4.9	3.8	11.4	9.9	6.6	2.4	5.3	0.6	2.2	23.3	82
2020-02	7.8	1.8	4.4	1.3	13.4	11.3	7.8	2.2	4.2	1.3	2.4	14.7	72.8
2020-01	10.3	2.1	1.8	1.1	20.4	9	6.5	1.9	2	0.7	0.8	13.6	70.3
2019-12	19	2.8	5.5	1.8	39.8	7.1	6.6	2.7	2.7	0.9	0.8	36	125.7
2019-11	15.3	2.7	4.3	2.2	16.5	7.8	9.8	4.9	2.7	1.7	1.5	32.6	101.8
2019-10	15.3	2.9	4.8	2.4	17.8	7	8.4	3.4	3.6	1.5	1.2	28.2	96.8
2019-09	25.4	4.8	8	2	35.8	10.8	11.5	6.9	6.5	2.9	2.9	50	164.4
2019-08	21.7	2.1	7.8	2.3	26	8.2	7.3	5	5.4	2.3	2	37.6	127.6
2019-07	23.2	2.6	9.3	3.2	18	17.4	7.2	7.9	2.1	3.2	1.2	32.2	127.5
2019-06	30.5	2.9	11.9	4.8	29.8	14.2	9	5.5	7.5	8.3	2.3	60.3	186.9
2019-05	29.2	3.2	11	6.3	33.7	14.6	11.8	7	5.3	5.9	2.5	54.5	185
2019-04	26.6	4.6	10.5	7.6	26.9	20.3	9.9	6.5	5.4	3.5	4.1	58.3	184.2
2019-03	14.6	2.1	7.3	4.5	16.1	9.1	10	4.2	2.7	2	2.3	38.6	113.5
2019-02	5.5	1.9	4.9	3	10.7	4.8	6.2	4.2	2.5	1.3	1	25.1	71.1
2019-01	20.5	5	6.8	4.8	4.4	15.7	14.2	5.9	4.2	3.9	2.3	92.9	180.7

资料来源: SMM、国泰君安期货产业服务研究所

图表 17: 韩国、中国香港、欧洲等国家和地区政策对比

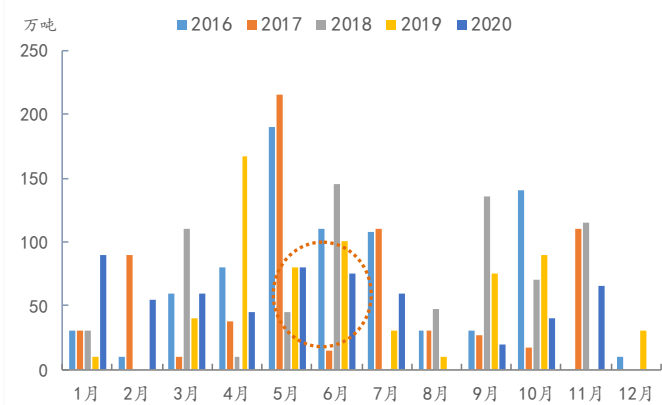
国家	时间	政策对比
香港	2020.3.25	限制非香港居民入境, 为货船工作人员豁免, 确保航运及供应链畅通。
马来西亚	2020.3.8	禁止所有外国游轮停泊在境内港口。
	2020.3.18	在全国范围内实施行动管制令, 暂时中止所有海港运输作业。
	2020.4.29	恢复所有海港运输作业, 配合放宽部分商贸领域运营时间的决定。
德国	2020.3.14	进入紧急状态, 宣布全国性禁令。
	2020.5.13	准备在6月15日前完全开放边界。
美国	2020.3.14	国家进入紧急状态。
	2020.4.28	制定放宽限制计划, 并开始逐步有效地重新开放。

资料来源: 国泰君安期货产业服务研究所

## 2.3 原料供应改善, 精铜产量爬升

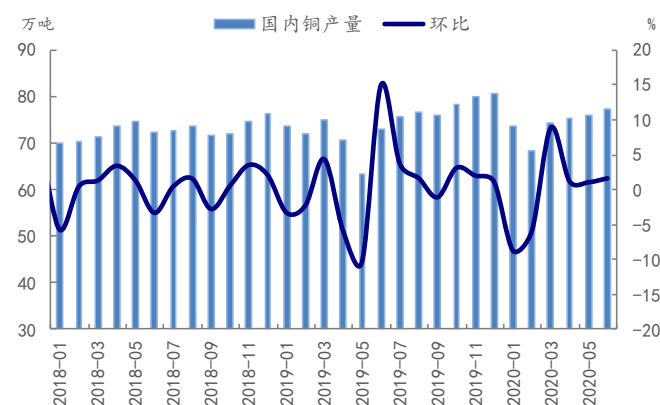
冶炼原料供应充足, 精铜产量恢复增长。虽然进口铜精矿冶炼处于亏损状态, 但是基于对未来整体原料供应 (铜精矿+铜阳极+废铜) 逐步恢复的预期, 冶炼厂并没有明显主动减产行为, 5-6 月的检修也基本属于常规性检修。同时, 内蒙古赤峰金剑铜业新建项目提前投产, 再加上 2019 年投产的冶炼产能爬产, 我们修正此前产量预期, 认为 5-6 月中国精铜产量环比将出现小幅回升。

图表 18：冶炼检修产能统计



资料来源：wind、国泰君安期货产业服务研究所

图表 19：中国精铜产量统计

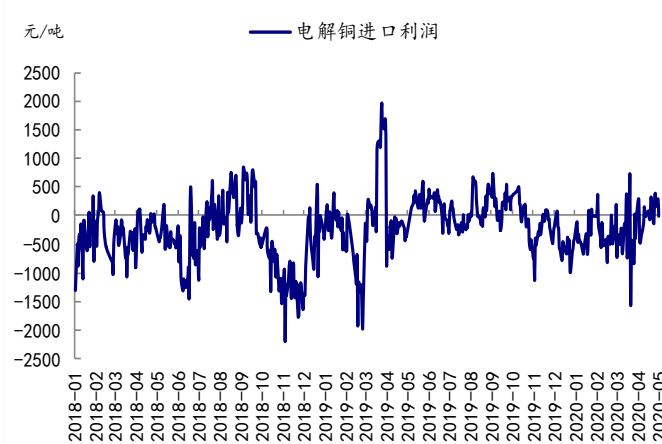


资料来源：wind、国泰君安期货产业服务研究所

### 3. 进口盈利刺激海外铜流入国内

精铜进口盈利窗口自 4 月中旬开始连续打开，吸引了国外货源持续进入中国。从 4 月 27 日开始 LME 库存整体呈现减少的趋势，其中韩国釜山仓库出库量最多，表明已经有大量的海外精铜开始进入中国，后期到港量将增加。同时，5 月 14 日 LME 铜出现大量交仓，其主要的原因海外铜消费走弱，大量交仓后可以使贸易商在 LME 市场 lending 交易盈利，这和以前历次集中交仓的交易策略相同。需要重点说明的是，LME 铜集中交仓之后，这部分铜库存还是要寻找新的盈利点，那就是在价格合适的情况下流向国内市场。我们预计，后期 LME 铜库存依然存在下降空间，中国铜的进口量将不断攀升。

图表 20：4 月中旬开始铜现货进口持续盈利



资料来源：wind、国泰君安期货产业服务研究所

图表 21：LME 亚洲仓库持续出库

日期	总库存变化	釜山	新奥尔良	鹿特丹	新加坡
2020-05-21	-850	0	-400	-450	0
2020-05-20	-1050	0	-375	-675	0
2020-05-19	-2150	-1650	-550	450	-75
2020-05-18	-2375	-2075	225	-350	-175
2020-05-15	-3925	-2925	-300	-525	-175
2020-05-14	55650	25850	7525	9475	0
2020-05-13	-2725	-975	-375	-175	0
2020-05-12	-11925	-6450	825	-50	-550
2020-05-11	-2025	-1250	0	-125	0
2020-05-07	-1400	0	0	-125	0
2020-05-06	-250	1000	0	0	0
2020-05-05	-6075	-4425	0	1075	0
2020-05-04	-50	0	-50	0	0
2020-05-01	-2225	0	-100	-125	0
2020-04-30	-2400	-2050	-75	-75	0
2020-04-29	-50	-775	-75	0	0
2020-04-28	-2325	-2125	0	0	0
2020-04-27	-4125	-2500	-75	-50	0
2020-04-24	-825	0	-75	-50	0
2020-04-23	-1100	0	-100	-150	0

资料来源：wind、国泰君安期货产业服务研究所

### 4. 结论：逼仓不会那么容易

综合精铜供应端的情况，我们认为沪铜 06 合约逼仓不会那么容易：

生产端，海外铜矿逐步恢复生产和运输，铜阳极进口大概率回升，精铜产量将恢复增长。海外铜冶炼原料供应逐步恢复，主要资源国家逐步放开铜矿生产和运输，铜矿供应开始恢复，可冶炼用铜阳极供应缓慢增加。同时，废铜进口盈利可观，随着马来西亚政府恢复海港运输作业，废铜向中国出口将逐渐增加。我们预计，5-6 月中国精铜产量环比将出现小幅增长。进口端，精铜进口盈利窗口自 4 月中旬开始连续打开，吸引了国外货源持续进入中国。LME 铜新增的库存最终将寻找机会进入国内，将使得中国进口铜持续攀升。

需要注意的是，我们重点分析供应端的前提条件是需求端将走弱，铜材企业赶工订单逐渐完成，以及终端消费淡季来临等都将限制铜材需求。

总的来看，国内库存将面临回升的拐点。在具体的交易上，我们认为当前沪铜 06-07 价差结构不适合做正套，而是等待库存回升拐点确认后，关注逢高反套的交易机会。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本研报发布的观点和信息仅供风险承受能力合适的投资者参考。若您并非风险承受能力合适的投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或者服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。



上海市静安区新闸路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

**广东分公司**天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房  
电话: 020-38628010 传真: 020-38628583**机构金融部**上海市静安区新闸路 669 号博华大厦 29 楼  
电话: 021-33038803 传真: 021-33038720**上海期货大厦营业部**上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室  
电话: 021-68401886 传真: 021-68402738**国际业务部**上海市静安区新闸路 669 号博华大厦 29 楼  
电话: 021-33038895 传真: 021-33038683**深圳营业部**深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室  
电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597**大连营业部**大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2703  
电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759**宁波营业部**宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>  
电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513**天津营业部**天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层  
电话: 022-23304956 传真: 022-23300863**郑州营业部**郑州市郑东新区商务外环路 30 号 1105 房间  
电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168**青岛营业部**青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室  
电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630**北京三元桥营业部**北京曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元  
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907**济南营业部**济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室  
电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210177**厦门分公司**厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-1509 单元  
电话: 0592-5886138**北京分公司**北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元  
电话: 010-58795771 传真: 010-58795787**产业发展部**上海市静安区新闸路 669 号博华大厦 29 楼  
电话: 021-33038719**上海国宾路营业部**上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室  
电话: 021-55892500 传真: 021-65447766**上海中山北路营业部**上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元  
电话: 021-32522836 传真: 021-32522823**长春营业部**吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室  
电话: 0431-81907955 传真: 0431-85916622**杭州营业部**杭州江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室  
电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517**南京营业部**南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室  
电话: 025-87780990 传真: 025-87780991**武汉营业部**武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室  
电话: 027-82886695 传真: 027-82888027**西安营业部**西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室  
电话: 029-88220218 传真: 029-63091956**石家庄营业部**石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室  
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907**长沙营业部**长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室  
电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453**上海延安东路营业部**上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室  
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282**上海银城路营业部**中国(上海)自由贸易试验区银城路 88 号 27 楼(实际楼层 24 楼) 06 单元  
电话: 021-58590368国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521