

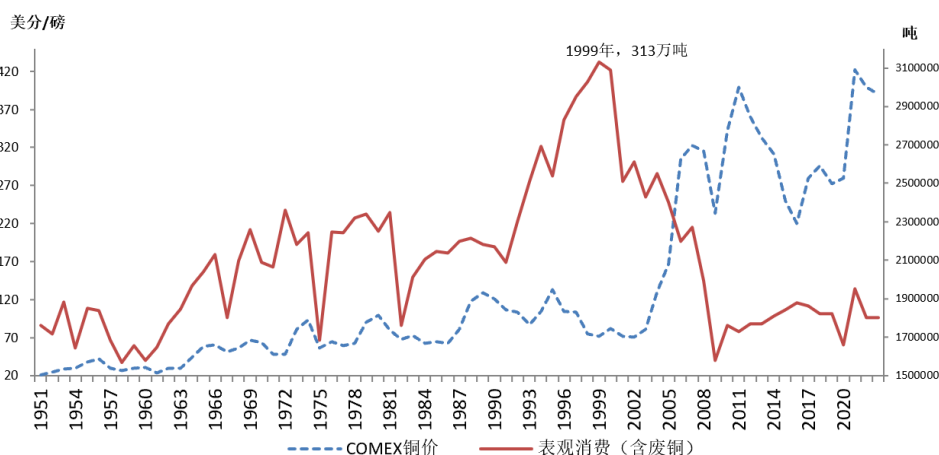
【有色专题】美伦价差成焦点，上涨惯性又添柴

F3047773 肖静

一、COMEX 铜现货产业参与度有限，套利亏损堪比单边

相较 LME 侧重远期现货市场定位，规则运营独特外；COMEX 与沪铜一致，实行现代期货市场经典报价、交割与结算制度。由于全球铜进出口实货定价依然围绕 LME，占距全球消费超过一半的国内铜产业链报价围绕上期所，交投力量对比上，美国铜市的产业属性更低，资金力量更强。USGS 统计 2023 年美国精铜表观需求（含废料）约 180 万吨，精铜当年净进口增至 86 万吨。精铜整体消费与进口规模相对有限，期现联动上，因美国是中国废铜进口第一大来源国，通常国内废铜点价与其盘面挂钩。

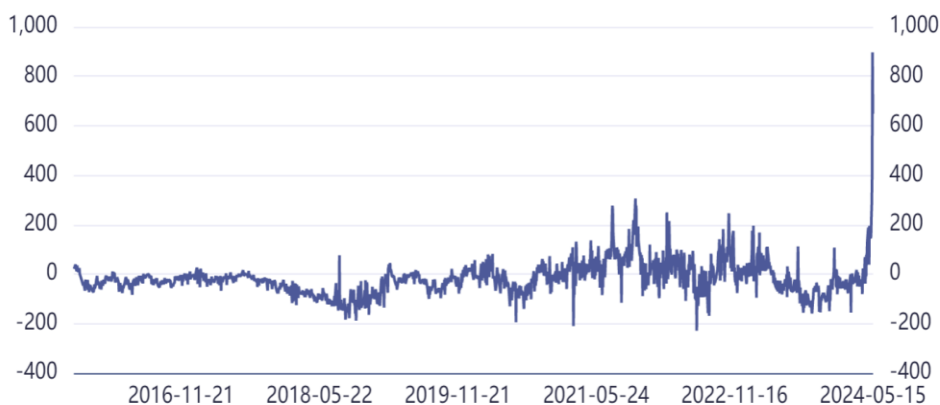
图 1：美国铜表观消费量



资料来源：USGS、国投安信期货

图 2：伦铜与美铜收盘价差

——期货收盘价(连续):COMEX铜:美元每吨-期货收盘价:LME铜(3个月):电子盘



资料来源：Wind、国投安信期货

铜实货贸易以外的市场参与者，较少关注美铜报价，美铜多数时间基本与伦铜价格较一致，但本轮始于三月的铜市单边上涨，持续性强，累积涨幅大，与实货需求指标背离大，如国内日频现货指标基本“失效”、伦铜也呈 0-3 月价差深贴水模式，高价压抑消费，并将保值敞口压力转向更上端的炼厂及贸易商，国内沪铜持仓 3 月中旬突破 49 万手记录高位后，持续增至 62 万手。铜产业同时面临现货交投不畅与保值资金压力。

多年来，国内铜产业实力增强，保值资金财务调配应对经验丰富，沪铜企业客户对参与保值的成本与风险有严谨的规范认识，上期所对铜品种风控做了上调保证金、涨跌停板与施行日内开仓限制，也起到警示作用。伦铜市场持仓信息透明度较低，受限运行规则，资金机构投资者需要适应，本轮涨势伦铜现货贴水大，反映出该市场产业定价也在其中。

图 3：伦铜 0-3 月价差结构



资料来源：Wind、国投安信期货

图 4：5 月 14 日夜盘伦铜与美铜短线走势差异大



资料来源：文华财经、国投安信期货

全球主流铜期货市场，COMEX 产业参与度低，规则适配性强，易吸引更多资金关注，博弈力量失衡。原本从事低风险跨市套利、立足价差收敛，且大概率拥有产业交易背景的资金（已有网传消息），在北京时间 5 月 14 日 24:00 引发一波平仓，当时伦铜-美铜实时报价出现背离，引发更多市场关注。“空头不死，多头不止”带动 COMEX 铜加权指数在 5 月 15 日上午创出 5.036 美元/磅记录高点，

美盘主力连续合约高点 5.128 美元/磅。虽然当日美铜回吐了大部分涨幅，但一个市场套利盘平仓松动，正在影响伦铜与沪铜市场的保值盘韧性。尤其至截稿 LME-COMEX 铜价差依然有 600 美元。这意味着，尽管美铜已经创高，重量级套利盘离场，多头力量获得一定程度的奖励宣泄，但随着物流的变动，伦铜仍可能在较差的实货供需基本面上有创高风险，而人民币铜价也有更大概率奔向历史高位 8.5 万元/吨，甚至继续上冲。

二、美铜 2407 仓量集中，关注物流变动

1、美铜 2407 仓量风险远超沪铜同月合约

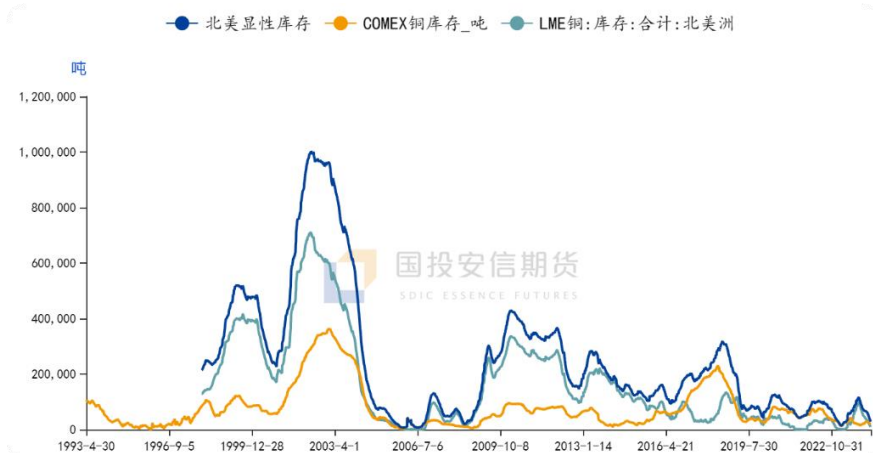
现货领域，美铜作价运用较少，没有形成连续主力合约，交投主要集中在 3 月、7 月、9 月、12 月。CFTC 持仓数据显示，COMEX 铜期货最高持仓出现在 2017 年 8 月底近 33 万手，本轮持仓最高达到 31.4 万手，增仓博弈矛盾不及沪铜市场。同时，尽管美铜库存较低，但该市场现货效用有限，长期经常出现极低库存，该交易所库存量也经常不及 LME 美洲库，易被市场忽略。当前，COMEX 铜持仓高度集中在 2407 合约，一手美铜约 11.3 吨，16.2 万手持仓约 178 万吨铜规模。虽然距交割仍有时间，但与沪铜 2407 合约 105 万吨的规模相比，风险较大。

图 5：美铜持仓未创记录，但高度集中在 2407



资料来源：CFTC、国投安信期货

图 6：两市场在美库存



资料来源：CFTC、国投安信期货

同时，如果结合交易所库存，目前 LME 与 COMEX 总存量仅 2.8 万吨，粗略看可以衡量仓量风险的美铜总持仓与库存比也在新高位置，现货运用较低的美铜市场正在挤仓，其价差曲线结构与 LME 差异极大。

图 7：伦铜与美铜价差曲线

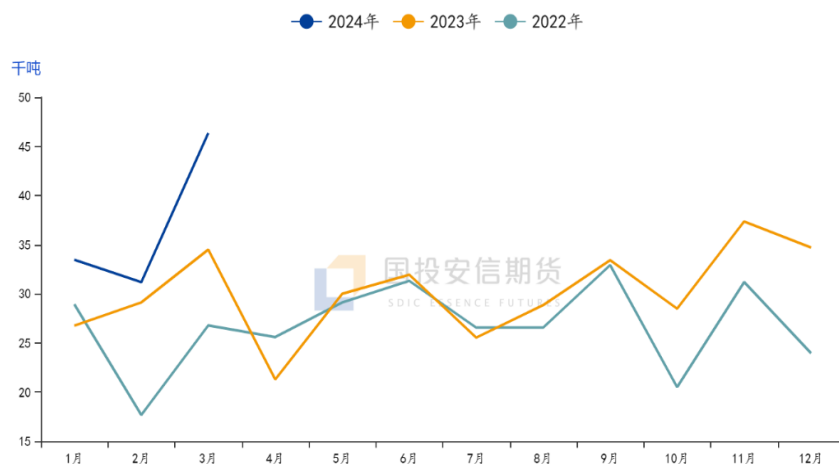


资料来源：LME、Ifind、国投安信期货

2、平仓、实物物流与价差收敛

一部分套利盘平仓后，实物货源的组织可能影响伦铜与沪铜现货贴水的幅度，5月15日 LME 0-3 月现货贴水已收窄到 94 美元，同时，可能因物流动作在现货端给予铜价高价再上冲的动能。COMEX 注册交割品牌无中国企业，但智利、秘鲁大部分龙头品牌可以交割，预计大型贸易商将以港口换货方式，实现期现套利，物流方向上流入美国西海岸的速度更快。这些操作可能影响国内精铜进口量、炼厂也可能出口换货，高铜价压制消费，但物流变动将引导国内社库拐点。研究角度可以观察的指标，包括 LME 与 COMEX 库存流向、LME 月度铜库存中国品牌占比、LME0-3 月现货升贴水，中国与美国铜进口数据。尽管拜登政府第一轮 34.6 亿美元电网升级方案已被批准，但此波逼仓过后，美国实货领域也需一定时间消化。

图 8：中国自美国度铜进口量



资料来源：SMM、国投安信期货

另外，除降低国内精铜供应，市场也在关注对废铜进口的影响，美国进口废铜点价亏损走扩，只能被动延期点价。前期现货加工费持续下滑转为负值的背景下，脱离现货基础的高铜价，也拉大了精废价差，炼厂阳极板、粗铜供应变松，利润优势更大。当下，美铜溢价高企，其与伦铜的价差需要降到 200 美元传统区间，而近期废铜端的点价活动相对停滞，进口到港以长单为主。

三、小结：挤仓添“柴”，除了价格奖励多头无离场驱动

本轮铜价上涨在现货供求与远景叙事上差异大。近景，现货铜精矿加工费转负，但并未过多影响精铜生产；ICSG 虽将 2024 年铜精矿产出增速下调到 0.5%，全面反应巴拿马 Cobre (去年产量约 33 万吨) 铜矿供应将整年缺失，但依然对 2025 年给予较正面的精矿供应预期；消费上，国内铜杆月度开工率持续受压，社库依然挺在 40 万吨水平，洋山铜溢价同样转负。而远景叙事，无论是长期铜矿开采可能面临的风险，亦或 AI 引导的全球电网升级需求，较难证伪。再加上美元信用风险下，以金银为主的多配溢价；中美产业链博弈下大宗商品，尤其工业原料面临长期再通胀趋势；铜市资金配置需求亢奋，海外投行不断调高年度铜价预期。

图 9：ICSG 全球精铜供求平衡

	2022年			
	铜精矿产量	精炼铜供应	精炼铜需求	供需平衡（万吨）
2022年10月19日预测	2189 3.9%	2549 2.8%	2582 2.2%	-32.8
2023年4月28日预测	2192 3%	2564 2.8%	2607 3.4%	-43.1
2023年10月4日预测	2194 3%	2537 1.7%	2583 2.5%	-46.1
	2023年			
	铜精矿产量	精炼铜供应	精炼铜需求	供需平衡（万吨）
2022年10月19日预测	2306 5.3%	2634 3.3%	2618 1.4%	15.5
2023年4月28日预测	2258 3%	2642 2.6%	2643 1.4%	-11.4
2023年10月4日预测	2236 1.9%	2633 3.8%	2635 2%	-2.7
2023年	2240 2.2%	2655 4.9%	2655 2.8%	(0.3)
	2024年			
	铜精矿产量	精炼铜供应	精炼铜需求	供需平衡（万吨）
2023年4月28日预测	2315 2.5%	2748 4.4%	2718 2.8%	29.8
2023年10月4日预测	2319 3.7%	2753 4.6%	2706 2.7%	46.7
2024年4月29日预测	2251 0.5%	2728 2.8%	2712 2.1%	16
	2025年			
	铜精矿产量	精炼铜供应	精炼铜需求	供需平衡（万吨）
2024年4月31日预测	2340 3.9%	2789 2.2%	2779 2.5%	9.4

资料来源：ICSG、国投安信期货

本月，美国经济数据转疲，4 月 CPI 环比涨幅终于出现 6 个月来首次回落，地缘政治局势延续，美国白银价格再抵 30 美分/盎司，股票指数调整后再创记录新高，美国资金面财富效应显著。铜市再添 COMEX 挤仓变数，沪铜继续向记录位置冲高概率大。除了足够高的价格能够吸引多头局部获利了结（如 5 月 15 日美盘铜的创高回落），记录位置之前，目前气氛难以改变上涨惯性。当下国内宏观“强预期、弱现实”，家电板块以外，实际终端产销消化高铜价的难度远高于 2021 年、2022 年，策略上，记录水平铜价冲高后难以持久，虚值高位卖权应可持有到期。

铜价的持续上冲，使笔者不断寻找能够支持宏大叙事的数据。下一篇，将围绕全球铜供需年度复合增速、均价增速，检视过去。长期看，铜价的持续上涨与供需增速的关系“似有若无”。

免责声明

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。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，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。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。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。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导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。