

COMEX 逼仓发酵中，中期铜价重心有望继续上移

要点：

铜供需不平衡在 2024 年开始体现。开年以来铜精矿现货恶化程度远超预期，铜精矿加工费持续下跌至负数。市场对原料短缺的担忧持续存在，下半年铜矿原料短缺问题更加严峻，冶炼厂或将出现被迫减产的局面。

在供应偏紧的大背景下，COMEX 和 LME 库存均将至历史低位，COMEX 铜库存降至 2 万余吨，LME 北美洲地区库存已不足 1 万吨。另外 LME 整体 10 万吨库存中有 50% 的铜是俄铜。这就导致本就库存不多的铜更加稀缺。本周 COMEX 铜开启逼仓行情。虽然国内铜库存处于高位，但国内铜企尚未在 COMEX 注册交割品牌；COMEX 与 LME 价差拉大，将促使持货商积极将货物转运至美国；国内企业也可将部分进口铜转运至美国，不过这仍需要一定时间。预计短期 COMEX 铜逼仓将继续发酵，推升铜价走高。LME 和沪铜价格也将跟随走高。

长期来看，铜需求驱动力正在从“旧动能”切换到“新动能”，从中国主导转向全球共振。新能源端带来的需求增长，为铜价上行带来更大的想象空间。供应紧缺，需求有韧性，中期铜价维持多头思路，重心有望继续攀升。

1、多重因素叠加，COMEX 铜开启逼仓行情

本周 COMEX 铜价走势明显强于 LME 及沪铜，COMEX 铜市场价差结构飙升，创近几年新高，COMEX 与 LME 铜价差也快速拉升，COMEX 铜开启逼仓行情。

回顾 2000 年以来铜价走势，2005-2006 年也出现过 COMEX 价差极端波动的情况。当时 COMEX 及 LME 库存均处于历史低位，铜价也迎来了趋势性大幅上涨的行情。

对比 2005-2006 年，当下除了国内，COMEX 和 LME 铜库存已降至历史偏低位置，4 月以来 COMEX 铜库存快速下降至 2 万余吨；而且 LME 北美洲地区库存今年以来也延续降库，目前已不足 1 万吨。除此之外，4 月 13 日美国和英国宣布针对俄罗斯生产的铝、铜、镍三种金属实施新的交易限制，按新规定自 4 月 13 日起，伦敦金属交易所（LME）和芝加哥商业交易所（CME），不得使用 4 月 13 日及以后俄罗斯生产的铝、铜、镍。截至 4 月 30 日 LME 仓库中俄铜占比仍高达 50%。这就导致本就库存不多的铜更加稀缺。

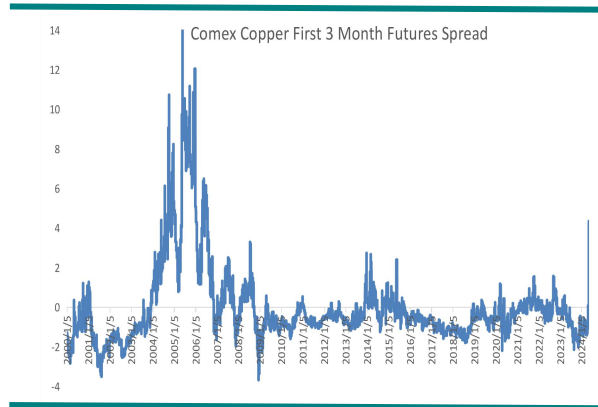
虽然国内铜库存处于高位，在 4 月 13 日对俄罗斯金属开启制裁后，国内国外价差快速扩大，进口亏损扩大至千元/吨以上，国内炼厂自 4 月开始积极布局出口，但国内铜企尚未在 COMEX 注册交割品牌，不能直接在 COMEX 交割。LME 的交割品牌中已有 25 个中国铜企注册。COMEX 与 LME 价差拉大，将促使持货商积极将货物转运至美国；国内企业也可将部分进口铜转运至美国，不过这仍需要一定时间。预计短期 COMEX 铜逼仓将继续发酵，推升铜价走高。LME 和沪铜价格也将跟随走高。

图表 1: COMEX 铜结构季节性图



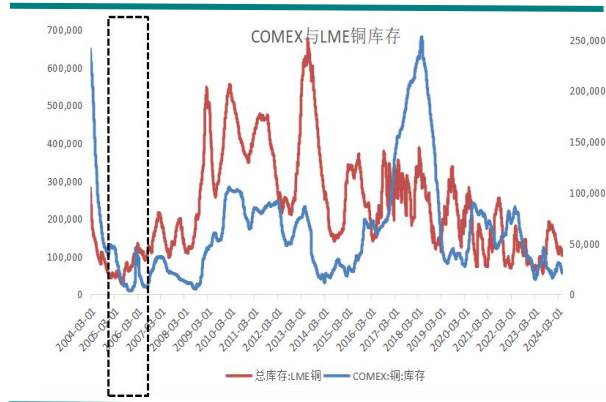
资料来源: Bloomberg 新湖研究所

图表 2: COMEX 铜价差



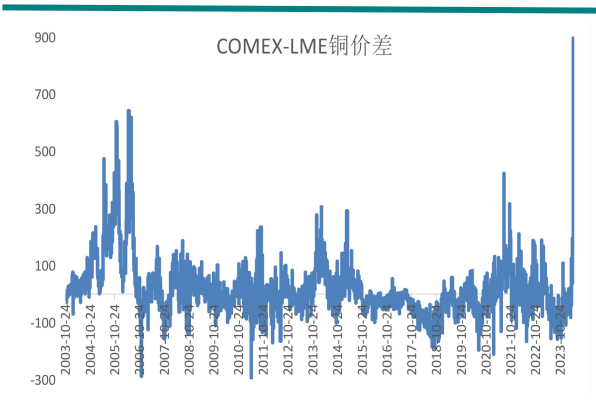
资料来源: Bloomberg 新湖研究所

图表 4: COMEX 与 LME 铜库存



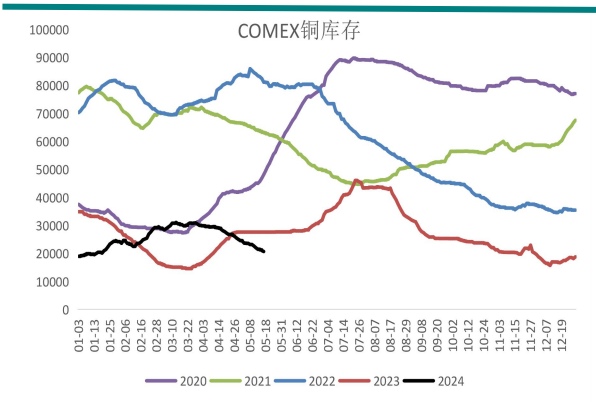
资料来源: WIND 新湖研究所

图表 3: COMEX 与 LME 铜价差



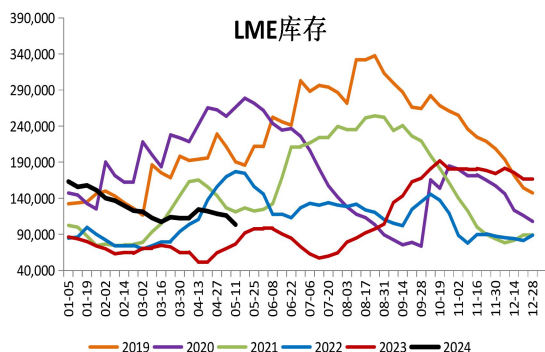
资料来源: WIND 新湖研究所

图表 5: COMEX 库存季节性图



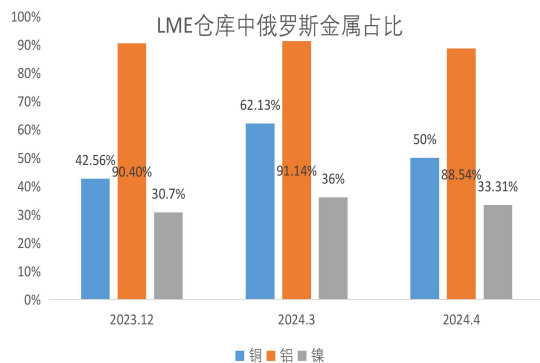
资料来源: WIND 新湖研究所

图表 6: LME 库存季节性图



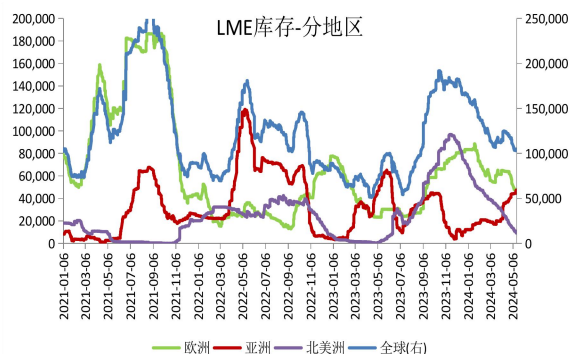
资料来源: WIND 新湖研究所

图表 8: LME 仓库中俄罗斯金属占比



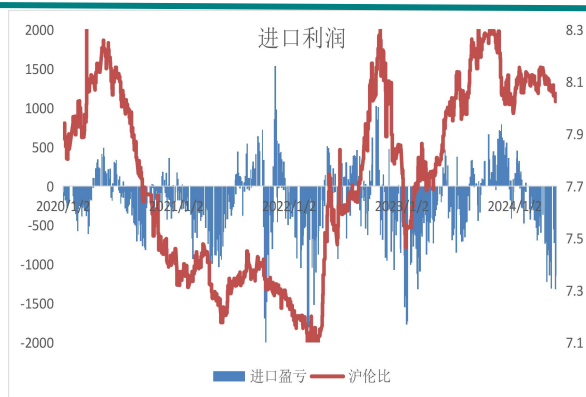
资料来源: LME 新湖研究所

图表 7: LME 库存分地区



资料来源: WIND 新湖研究所

图表 9: 国内铜进口亏损扩大



资料来源: WIND SMM 新湖研究所

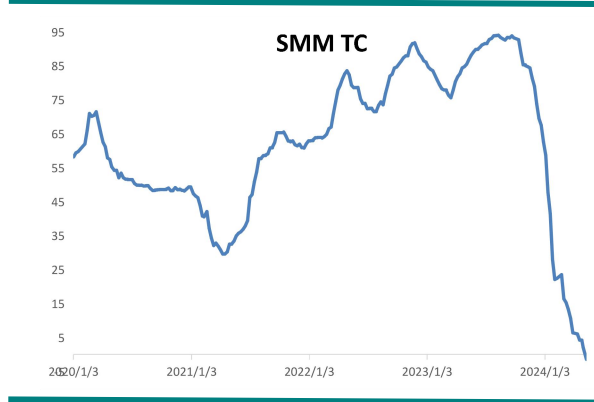
2、供应短缺，需求有韧性，中期铜价重心有望继续上移

因全球矿企资本开支不足，老牌矿山品位下降，近几年产量持续下降；以及受高利率、高通胀以及 ESG 制约，全球矿山开采难度增加。全球铜矿产量增速下降，供需不平衡在 2024 年开始体现。开年以来铜精矿现货恶化程度远超预期，铜精矿加工费持续下跌至负数。市场对原料短缺的担忧持续存在，下半年铜矿原料短缺问题更加严峻，冶炼厂或将出现被迫减产的局面。

2000-2020 年以来的几轮铜价上涨，需求端驱动基本由国内地产和基建领域贡献。疫情以来，在全球双碳目标下，新能源为铜需求增长提供强劲动能，已成为铜消费中最亮的部分，目前国内新能源领域铜消费已完全替代地产领域对铜消费的拖累，并提供了正增长。铜需求驱动力正在从“旧动能”切换到“新动能”，从中国主导转向全球共振。新能源端带来的需求增长，为铜价上行带来更大的想象空间。

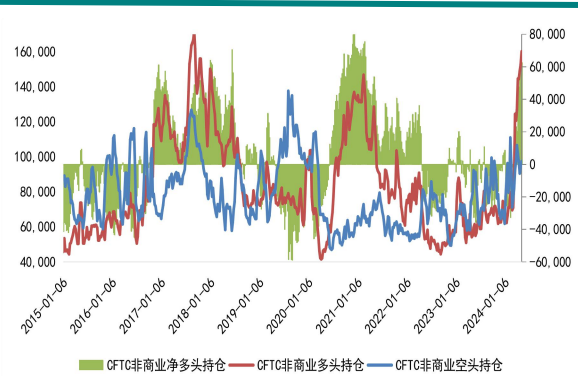
虽然短期高铜价对国内消费有一定抑制。但国内经济延续修复，叠加美国经济有韧性，出口高增长，一季度汽车及家电行业表现较好，另外在新能源领域高增长的带动下，铜消费整体韧性较强，对短期铜消费不必悲观。中期铜价维持多头思路，重心有望继续攀升。

图表 10：铜精矿加工费已降至负值



资料来源：SMM 新湖研究所

图表 11：CFTC 净多头持仓已接近历史高位



资料来源：WIND 新湖研究所

图表 12：新能源领域已成为铜需求增长的强劲动能

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
光伏新增装机 (GW)	175	243	420	525	630	725	833	958	1054	1159
风电新增装机 (GW)	84	77	118	142	163	187	206	227	249	274
储能电池出货量 (GW)	66	159	224	314	439	593	801	1041	1353	1760
新能源汽车销量 (万辆)	630	1030	1373	1648	1977	2333	2683	3032	3396	3735
光伏耗铜 (万吨)	49	69	119	148	178	204	235	270	297	327
风电耗铜 (万吨)	34	27	40	48	55	64	70	77	88	93
储能耗铜 (万吨)	4	10	14	20	28	37	50	66	85	111
新能源汽车耗铜 (万吨)	33	55	73	87	105	124	142	161	180	198
充电桩耗铜 (万吨)	3	4	6	9	13	16	18	20	23	26
合计耗铜量	124	164	251	312	378	446	516	594	673	755
增量	37	40	87	61	66	67	70	78	80	82
增速	41.8%	31.8%	53.1%	24.3%	21.3%	17.7%	15.8%	15.1%	13.4%	12.2%

资料来源：公开资料 新湖研究所

分析师：李瑶瑶

审核人：孙匡文

执业资格号：F3060236

投资咨询资格号：Z0014443

电话：021-22155569

E-mail: liyaoyao@xhqh.net.cn

【免责声明】

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引

用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。