

## 有色热点报告

### COMEX 铜：历史性的价差

2024 年 5 月 16 日 星期四

第 20 周

中粮期货产品研发中心

(研究院)

#### 宏观金属组



徐婉秋

从业资格号 F03119103

交易咨询号 Z0019515

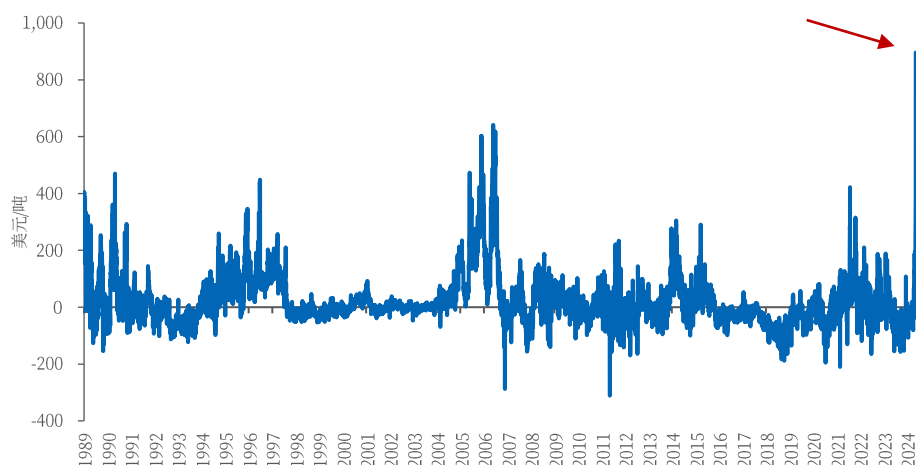
#### 摘要

当前 COMEX 主力合约持仓约为 17.8 万手，折合约 200 万吨精铜，即使综合所有可交割货源，也不及当前持仓的 20%。因此，短期来看，该行情仍有一定延续性，直至盘面出现明显减仓。



本周，COMEX 铜价快速拉升，截至 5 月 15 日，COMEX07 合约周内最高涨幅达 10.2%，最高点上涨至 5.128 美元/磅，创下美精铜期货有史以来的最高点。然而，伦铜表现相对平稳，周内涨幅仅 2%，美铜与伦铜的价差由此快速走扩，极端价差超过 2006 年的水平，达到 1100 美元/吨，同样刷新了历史记录。

图表1: COMEX-LME铜价差

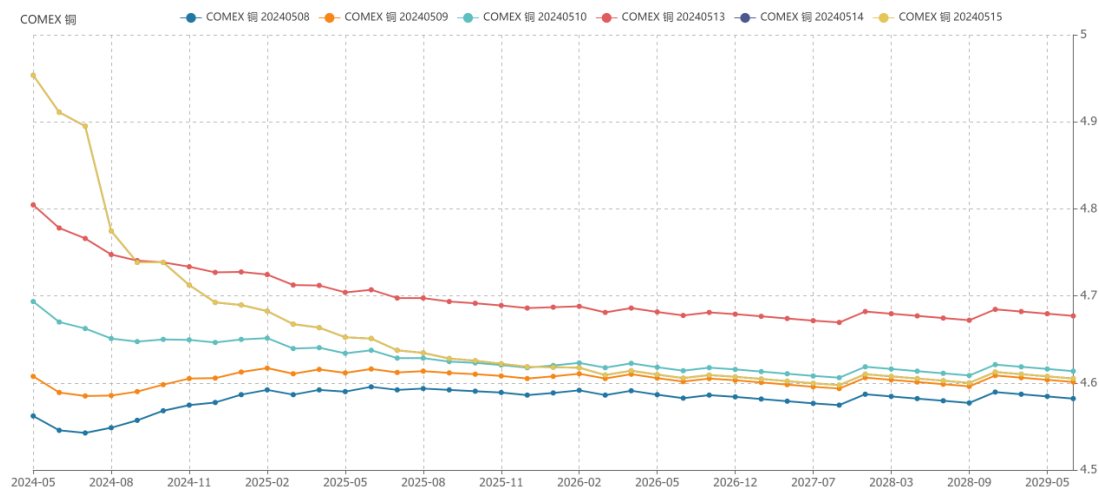


数据来源: Wind、中粮期货研究院

COMEX 铜 07 合约大幅上涨的背后是多头资金的挤压行为，而这样的行动似乎在上周便开始酝酿。根据 COMEX 铜的价格曲线，短短一周时间，其价差结构便由 Contango 快速转变为 Backwardation，且曲线的斜率不断上升。截至目前，07 合约的持仓量约为 17.8 万手，而 4 月初时，这一数字仅为 7 万手左右；当前美铜总持仓约为 30 万手，达到历史相对高位。从 COMEX 铜的持仓结构来看，其非商业多头的持仓占比快速上升，截至目前已增至 53.3%，而非商业空头持仓占比基本保持在 32.5%附近，COT 指数当前约为 87%，与历史极端看多水平仍有一定空间，短期来看，行情或有一定延续。

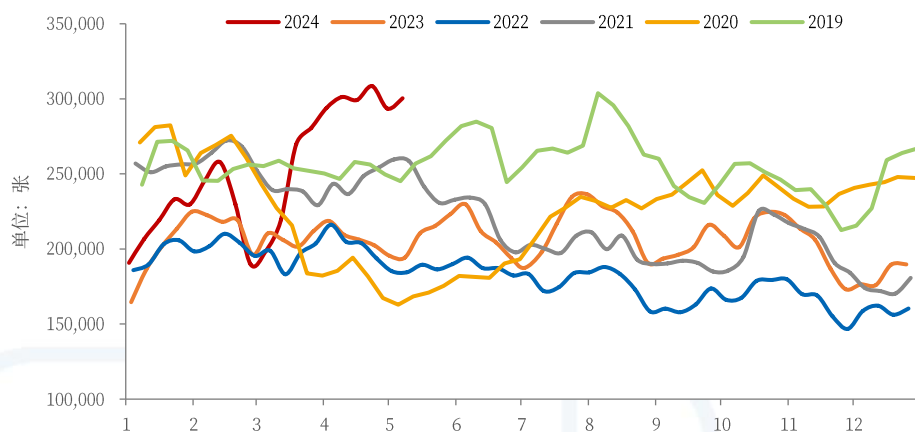


图表 2: COMEX 铜价格曲线



数据来源: Wind、中粮期货研究院

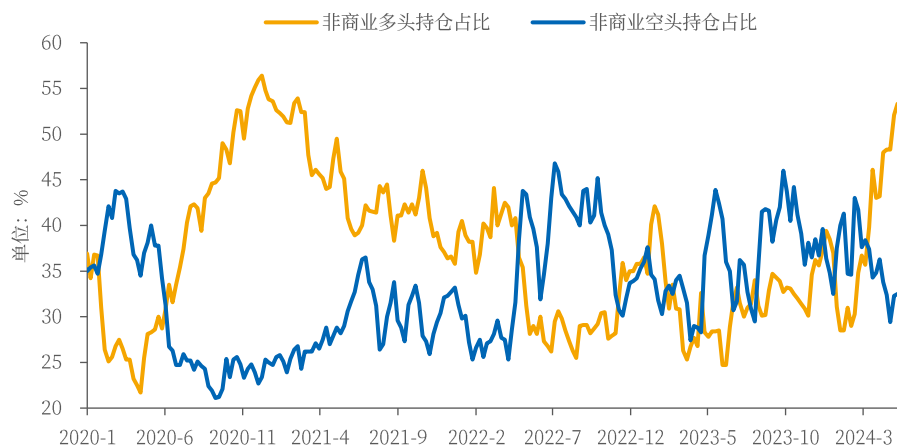
图表3: COMEX铜总持仓



数据来源: Wind、CFTC、中粮期货研究院

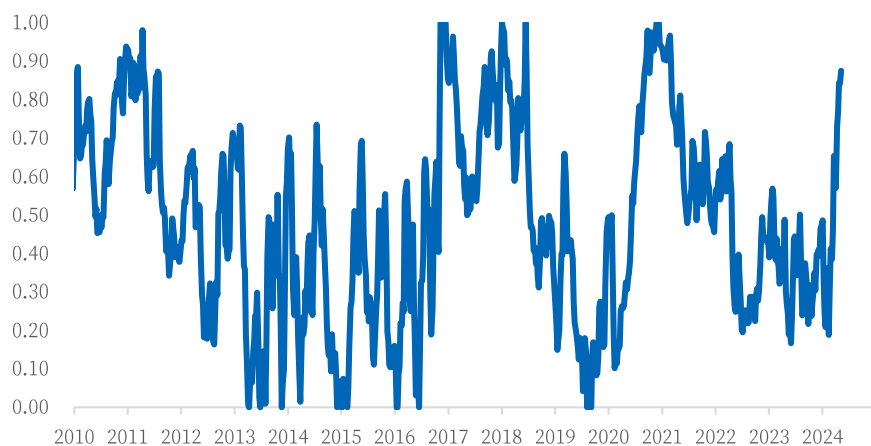


图表4：COMEX铜持仓占比



数据来源：Wind、CFTC、中粮期货研究院

图表5：COT指标



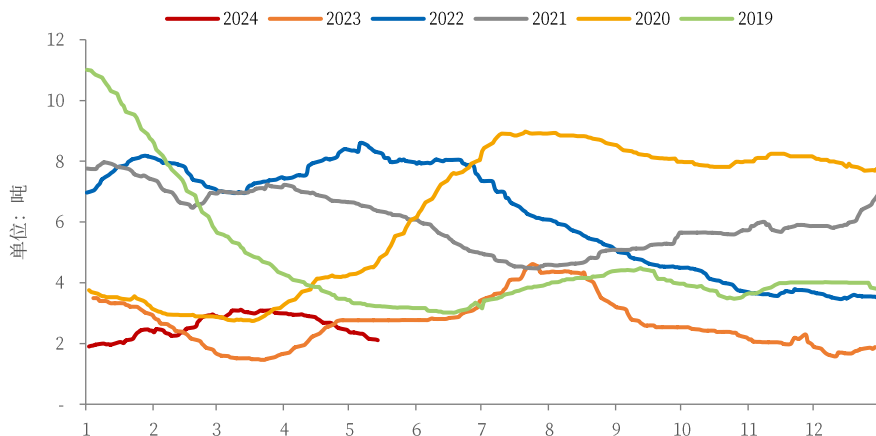
数据来源：Wind、CFTC、中粮期货研究院

**多头资金在短期内如此强势挤压空头，其原因是低库存+可交割货源有限共同影响的结果。**当前北美 COMEX 铜库存处于历史极低水平，从去年开始，COMEX 铜库存一直处于历史低位，今年因美国整体精铜需求表现相对强劲，铜库存再度下滑至 2.1 万吨附近，处于六年来同期最低位。同时，前期受到巴拿马运河持续干旱的影响，整体运力相对紧张，南美精铜发运受到一定影响，虽然目前运力在逐步恢复，但仍有 30-35 天左右的船期，短期难以补充。此外，海外头部贸易企业存在远期价格抬升的预期，囤积部分精铜，造成海外库存去化速度加快的现象。由此，多种因素共振下，COMEX 铜价脱离伦铜价格走势，走出刷新



历史的独立行情。

图表6: COMEX电解铜库存



数据来源: SMM、CME、中粮期货研究院

这样的投机行情如何缓解，根本问题是解决当前北美地区货源有限的困境。

因此，考虑当前全球精炼铜库存，我们认为有如下四种解决方案：美国本地货源交割、欧洲货源交至美国、亚洲货源交至美国、南美货源交至美国。

**美国本地货源交割：**对于美国当地来说，短期内可被交割的精铜包含 LME 北美地区仓库库存，以及当地的社会库存。截至 5 月 15 日，LME 北美地区库存共计约 9250 吨，分别为新奥尔良 7225 吨、巴尔的摩 50 吨以及莫比尔 1975 吨，总共有效库存不足 1 万吨。

对于当地社会库存，因为数据的可获得性有限，此处我们将从美国精炼铜的供需平衡中找寻证据。根据平衡表显示，近年来美国精炼铜产量均不足 100 万吨（其中仅三成左右为 COMEX 交割品牌），而其年精铜需求量约为 160-170 万吨，产需缺口将由进口量补足。在美国精炼铜的常规进口结构中，超过 60%来自于智利、30%来源于加拿大及墨西哥、余下 8%左右来源于秘鲁及刚果。而对于其



进口来源最大的国家智利，月均进口量仅 4 万吨。另外需要关注的是，平衡表预期 2024 全年美国精炼铜供需维持紧平衡，这意味着正常情形下，并无更多闲置库存用于盘面交仓。因此，短期内美国本地可交割货源十分有限，即使 LME 库存及当期进口量全部用于交割，总计不超过 5 万吨。

图表 7：美国精炼铜供需平衡表（单位：万吨）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
产量	120	106	112	108	89	97	95	87	91
增速		-12.3%	6.3%	-4.0%	-17.1%	8.8%	-2.4%	-7.8%	4.4%
净进口量	63	79	65	59	70	96	78	82	84
总供应	184	185	177	167	159	193	172	169	175
总需求	180	180	182	184	172	179	174	160	177
增速		-0.2%	0.9%	1.5%	-6.5%	4.0%	-2.7%	-8.4%	10.6%
平衡	3	5	-5	-17	-13	14	-2	10	-1

数据来源：Wind、中粮期货研究院

**欧洲货源交至美国：**依照当前美铜的最高点价格，对应伦铜价超 11300 美元/吨，美国与伦敦的价差已超过 1000 美元/吨。根据高盛统计，从欧洲运输铜至北美的固定成本约为 250 美元/吨，当前价差已完全覆盖这一成本。然而，除了利润之外，仍要考虑是否有足够的货源运输。整体上，LME 库存自 4 月以来持续下降，当前总库存仅为 10.5 万吨。根据 LME 库存报告，截至 4 月末，仓库内仍有近 50% 为俄铜，受俄铜制裁事件的影响，这一部分库存将无法进入 COMEX 内交仓。截至目前，LME 欧洲库存约为 4.8 万吨，刨除俄铜库存，可交割库存不超过 2 万吨。另外，船期方面，欧洲至美东的航运路线主要为大西洋航线，整体运输时长约为 15 天，而至美西的时长约为 30 天，理论上欧洲运输至美东的时间较短，足够进入 7 月交割，但整体可交割货源同样有限。

**亚洲货源交至美国：**依照当前沪铜的最高点价格，对应伦铜约为 10100 美元，美



铜与沪铜的价差同样超过 1000 美元/吨，而据悉从亚洲运输铜至北美的固定成本约为 350 美元/吨，价差成本已完全覆盖。货源方面，当前 LME 亚洲库存约为 4.73 万吨，其中约有 1.6 万吨来源于中国。而根据 COMEX 铜公布的 57 个交割品牌中，并未涵盖中国生产的铜，因此，LME 亚洲库中可用于 COMEX 交割的仅不足 3 万吨。同样地，当前国内社会库存持续积累至超 40 万吨，但这一量级同样不可用于北美地区的交割。此外，国内保税库存约为 8 万吨，其中海外进口货源可直接转口进入美国。船期方面，亚洲地区运输至北美的船期整体为 15-40 天不等，到达美西主要为太平洋航线，运输时间相对较短，约为 15-20 天左右；到达美东同样要通过巴拿马运河，运输时间较长，约为 20-30 天。极端情况下，亚洲地区可进入北美地区交割的精铜最多为 10 万吨，且叠加近期集装箱供应紧张、港口拥堵问题，亚洲地区交割时间相对紧俏。

**南美货源交至美国：**相对前三个地区，南美货源相对充足，智利和秘鲁两地精炼铜年产量约为 250 万吨，月均产量超 20 万吨。然而，南美地区运输铜至美西地区船期约为 20-30 天，运输至美东地区约为 30-40 天，因此，虽然其货源较多，但整体船期最长，且同样需要通过运力相对偏紧的巴拿马运河。伴随巴拿马旱季即将结束，通行逐渐恢复正常，但当前临近海运传统旺季，航运需求的提升推动运费价格上涨，运输成本随之抬升，叠加运输时间较长，7 月交割时间相对紧张。

综上，第三、四种方式或为缓解当前困境最好的途径，然而当前约为 17.8 万手，折合约 200 万吨精铜，即使综合上述所有可交割货源，也不及当前持仓的 20%。

**因此，短期来看，该行情仍有一定延续性，直至盘面出现明显减仓。**



最后，伦铜和沪铜是否也会出现类似 COMEX 铜的这轮行情，我们认为概率相对偏低。受俄铜影响，当前 LME 铜 0-3 依然呈深度贴水结构，而国内库存高企，处于六年同期最高水平，因此二者均不支持多头资金挤压空头的行为。然而，在当前铜矿供需短缺的背景下，宏观层面给与铜价上行更多空间，并不能完全排除多头资金借此推动伦铜、沪铜价格的可能。







## 中粮期货研究院 (Institute of COFCO Futures Co., Ltd)

地址(Address): 北京市东城区东直门南大街5号中青旅大厦15层、3层305-313室、4层401-402室

电话(Phone): 400-706-0158

网址(Website): [www.zlqh.com](http://www.zlqh.com)



研究院公众号



再读资讯平台



研究院视频号



研究院抖音号

## 中粮期货研究院介绍

中粮期货研究院是隶属于总部的研究部门，负责公司的基础研发工作，研究领域覆盖宏观经济，农产品，化工品，金属，建材，能源等方面。研究院服务中粮期货前台业务部门和中粮集团实业部门，承担维护公司品牌和提升公司形象的职责，同时从事高端产业和机构客户开发、维护和增值服务。研究院依托中粮集团强大的现货和期货背景，根据多年来的实践，开发出了极具中粮期货特色的偏差反应研究体系。该体系由情景研析、市场反应、预期偏差三个模块组成，用更高的维度，更多元化的方法，改进传统研究体系，提升研究的深度、广度、应变度。

*The COFCO Futures Research Institute is a research department affiliated to COFCO Futures headquarters, responsible for the company's basic research and development work, and its research fields cover macroeconomics, agricultural products, chemicals, metals, building materials, energy and other aspects. The research institute serves the front-office business department of COFCO Futures and the industrial department of COFCO Group, undertakes the responsibility of maintaining the company's brand and enhancing the company's image, and is engaged in the development, maintenance and value-added services of high-end industrial and institutional customers. Relying on the strong spot commodities and futures markets background of COFCO Group, and based on years of practice, the research institute has developed a deviation response research system with the characteristics of COFCO Futures. The system consists of three modules: circumstance analysis, market response, and expected deviation. It uses higher dimensions and more diversified methods to improve the traditional research system and enhance the depth, breadth, and responsiveness of research.*



## 风险提示:

1. 中粮期货有限公司拥有本报告的版权和其他相关的知识产权。未经中粮期货有限公司许可，任何单位或个人都不得以任何方式修改本报告的部分或者全部内容。如引用、转载、刊发需要注明出处为中粮期货有限公司。违反前述要求的，本公司将保留追究其相关法律责任的权力。
2. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
3. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
4. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

## 法律声明:

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格(证监会批文号：证监许可[2011]1453)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。