

谨慎顺势，警惕铜收益风险比的变化

铜期货期权周度报告

观点：

海内外宏观氛围偏多，叠加宏观资金主导，预计短期铜价维持偏强运行。当前沪铜已来到历史高点，而美铜亦有多头局部获利了结的交易行为，结合当前海外经济数据的降温趋势，谨慎乐观铜价顶。此外，外盘的交易风险仅能调动货源流动，有望纾解未来 1 个月中国的库存压力，但全球累库压力或仍难缓和。

理由：

海外通胀回落巩固降息信心、国内地产利好组合拳改善市场情绪，不过美经济数据转弱加剧需求前景的不确定性。4 月美国未季调 CPI 降温符合预期，叠加 4 月零售销售数据的降温，降息预期重燃，市场风险偏好有所改善，美元持续走软，提振铜价稳步上涨。同时，国内央行下调个人住房公积金贷款利率，地产利好政策加码改善市场情绪。不过个别经济指标已出现降温趋势，5 月费城联储制造业指数远低于预期、4 月零售销售环比不及预期，暗示经济前景的转弱风险。

下游消费更显疲态，全球累库尚未结束。WBMS 统计下 3 月全球精铜供应过剩 8.94 万吨，其中精铜产量高达 232 万吨，不过本月国内大型冶炼企业陆续进入检修，预计电解铜产量增速有望放缓。相较于供应增速的暂缓，持续走强的铜价也在进一步压制终端需求，国内有精铜杆企业停产，再生铜杆、线缆企业开工率一度下滑。周内上期所铜累库 644 吨至 29.1 万吨，LME 铜累库 200 吨至 10.34 万吨，全球显性库存增至约 53 万吨。周内外盘的交易风险仅能调动货源流动，有望纾解未来 1 个月中国的库存压力，但全球累库压力或仍难缓和。

综合来看，海内外宏观氛围偏多，叠加做多资金主导，预计短期铜价有望维持偏强运行。但是，考虑到当前沪铜已来到历史高点附近，而美铜亦有多头局部获利了结的交易行为，叠加当前海外经济数据的降温趋势，后市谨慎过分看多铜价顶。

操作策略：

-多单考虑前高附近逐步减仓，考虑累购期权或卖 CU2407C86000。

-现货采购关注价格回落至 8.2 万后再考虑刚需补库

风险提示：

需求降温超预期、外盘多头集中性获利了结

分析师：

张维鑫

邮箱：zhangweixin@csc.com.cn

电话：023-81157296

期货交易咨询从业信息：Z0015332

研究助理：

虞璐彦

邮箱：yuluyan@csc.com.cn

期货从业信息：F03124195

发布日期：2024 年 5 月 19 日

目 录

一、行情综述.....	3
二、基本面情况.....	3
（一）宏观数据部分	3
（二）基本面数据图表	5
1、供应部分	5
2、需求部分	6
3、库存情况	7
4、期现数据	7
5、持仓信息	8
三、期权市场动态追踪.....	8

图表目录

图 1：沪铜主力及伦铜走势	3
图 2：铜精矿指数（美元/吨）与作价系数（%）周度趋势	5
图 3：铜冶炼费用	5
图 4：国内粗铜加工费（元/吨）、进口粗铜价（美元/吨）	5
图 5：精废价差（电解铜含税均价-1#光亮铜）（元/吨）	5
图 6：电力行业用杆加工费均价（元/吨）	6
图 7：漆包线用杆加工费均价（元/吨）	6
图 8：再生铜制杆均价（元/吨）	6
图 9：铜制杆企业周开工率（%）	6
图 10：LME 和 COMEX 铜库存（万吨）	7
图 11：国内铜库存（万吨）	7
图 12：SMM 电解铜现货价格（元/吨）	7
图 13：长江现货升贴水（元/吨）	7
图 14：LME 铜升贴水（远月-近月）（美元/吨）	7
图 15：国内沪铜升贴水（当月合约-现货均价）（元/吨）	7
图 16：COMEX1 号铜非商业持仓（万张）	8
图 17：COMEX1 号铜净持仓排名占比（%）	8
图 18：铜期权隐含波动率表现	9
图 19：铜主力合约历史波动率对比	9

一、行情综述

本周铜价持续上涨，美铜触及历史新高 5.128 美元/磅后回落，周涨幅 9%，伦铜突破 1.05 万美元，周涨幅 7.11%，沪铜主力来到前高 85440 元，周涨幅 6.26%。本周美铜市场交易风险升温，刺激美铜拉涨至历史新高，进一步带动沪铜、伦铜价格持续走强。此外，尽管美联储官员表态仍谨慎，但 4 月美国未季调 CPI 降温符合预期，叠加 4 月零售销售数据的降温，降息预期重燃，市场风险偏好有所改善，美元持续走软，提振铜价稳步上涨。

图 1：沪铜主力及伦铜走势



数据来源：Wind，中信建投期货

二、基本面情况

（一）宏观数据部分

1、国际宏观

美国方面，通胀如期回落、降息预期升温。美国 4 月 CPI 同比增长 3.4%，符合市场预期，前值为 3.5%；环比增长 0.3%，预期和前值均为 0.4%。4 月核心 CPI 同比降至 3.6%，为 2021 年 4 月以来最低；核心 CPI 环比增速从 3 月份的 0.4% 下降至 0.3%，为 6 个月来首次下降，符合市场预期。市场预期美联储将从 9 月份开始降息，但零售数据不及预期可能成为隐患。数据显示，美国 4 月零售销售环比意外持平，此前市场预期为增长 0.4%，前值则由 0.7% 修正为 0.6%。美国至 5 月 11 日当周初请失业金人数减少 1 万人至 22.2 万，略高于市场预期。截至 5 月 4 日当周的持续申领人数升至 179.4 万。美联储理事鲍曼称，通胀将在一段时间内保持高位，若通胀停滞或反弹，美联储愿意重启加息；劳动力市场再平衡进展已放缓，政策具有约束性，正在监测是否足够。美联储官员威廉姆斯表示，通胀压力逐渐缓解的“总体趋势看起来相当不错”，但现在没有必要收紧货币政策。预计年底通胀率在 2% 低位区间，明年约为 2%，无需等到通胀精确达到 2% 再放松政策。美联储博斯蒂克表示，对四月份通胀进展感到满意，但美联储尚未达到目标；住房通胀下降是一个重要进展；年底前降息可能是合适的，

但美联储没有任何确定的计划；必须对广泛的可能性持开放态度，存在“多种不同的情景”可能发生；预计通胀将缓慢下降，经济动能将持续。

欧洲方面，欧盟统计局数据显示，今年第一季度欧元区经济最终按季增长 0.3%，从前两季季度各录 0.1% 的收缩中复苏。这反映出自 2022 年第三季度以来最强劲的 GDP 增长，其中，德国 GDP 反弹 0.2%，法国和意大利扩张加速至 0.2% 和 0.3%，西班牙经济强劲增长 0.7%。但欧盟统计局另一组重要数据显示，欧元区 4 月份通胀最终同比上升 2.4%，与 3 月份持平，远远低于去年同期的 7.0%；环比增长 2.6%，与 3 月份持平，远低于去年同期的 8.1%。不少欧洲央行官员表示 6 月降息的条件已经具备。不过，也有不少官员对连续降息持有保留态度。从以往情况来看，欧洲央行通常会跟随在美联储之后行动，而今年由于整体欧、美地区整体形势的差异，可能会导致这一通常的惯例被打破。

2、国内宏观

中国 4 月份经济“成绩单”出炉，尽管部分指标受到假日错月、上年同期基数较高等因素影响，同比增速有所放缓，但是工业、进出口增速加快，就业物价总体改善，企业预期保持在景气区间。4 月份，规模以上工业增加值增长 6.7%，比上月加快 2.2 个百分点；社会消费品零售总额增长 2.3%；服务业生产指数同比增长 3.5%；城镇调查失业率为 5.0%，比上月下降 0.2 个百分点。1-4 月份，固定资产投资增长 4.2%；房地产开发投资下降 9.8%。

据国家发改委，去年我国增发了 1 万亿元国债项目，专门用于支持以京津冀为重点的华北地区等灾后恢复重建。目前，在已落地的 1.5 万个项目中，1.1 万个已经开工建设，开工率达到 72%，剩余项目将力争在 6 月底前全部开工。

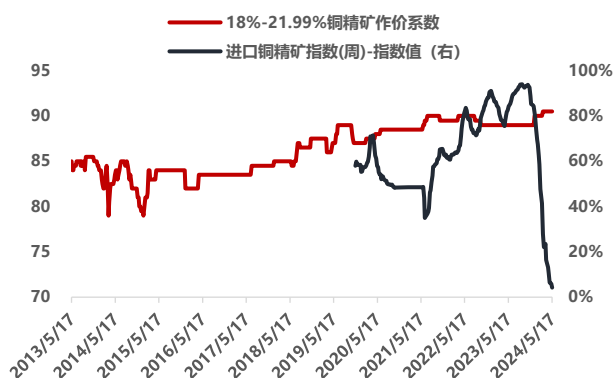
央行宣布下调住房贷款最低首付比例 5 个百分点，首套房贷最低首付降至 15%，二套房最低首付降至 25%，取消全国层面首套房和二套房贷款利率政策下限，并下调公积金贷款利率 0.25 个百分点。同时，央行拟设立保障性住房再贷款，规模 3000 亿元，可带动银行贷款 5000 亿元。另外，住建部将会同金融监管总局等出台城市商品住房项目保交房攻坚战工作方案，《关于进一步发挥城市房地产融资协调机制作用 满足房地产项目合理融资需求的通知》也将于近期发布；自然资源部则准备出台妥善处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施。

全国切实做好保交房工作视频会议在京召开，国务院副总理何立峰强调，打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作。何立峰指出，要着力分类推进在建已售难交付商品房项目处置，全力支持应续建项目融资和竣工交付。相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。

(二) 基本面数据图表

1、供应部分

图 2：铜精矿指数（美元/吨）与作价系数（%）周度趋势



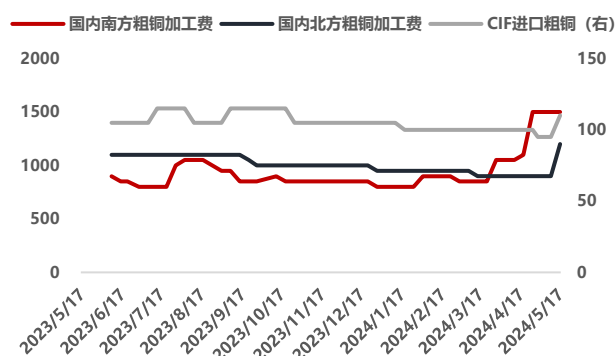
数据来源：SMM，中信建投期货

图 3：铜冶炼费用



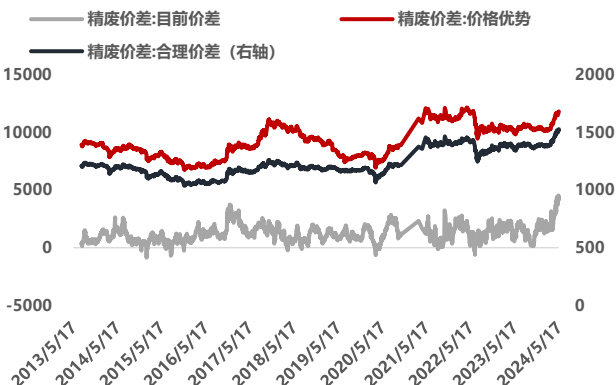
数据来源：SMM，中信建投期货

图 4：国内粗铜加工费（元/吨）、进口粗铜价（美元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

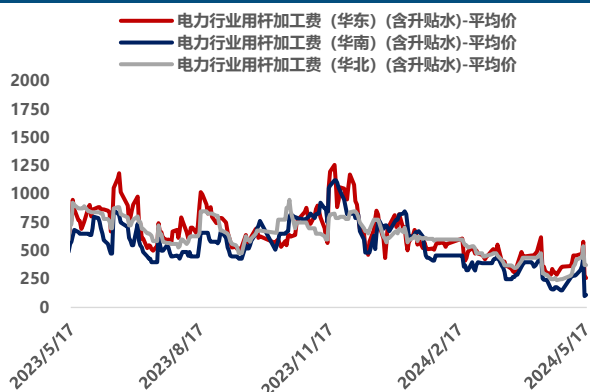
图 5：精废价差（电解铜含税均价-1#光亮铜）（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

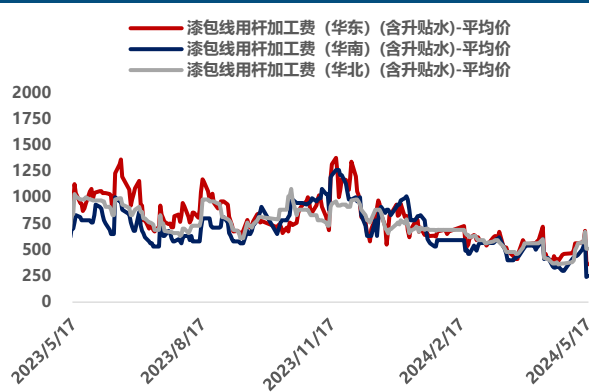
2、需求部分

图 6：电力行业用杆加工费均价（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 7：漆包线用杆加工费均价（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 8：再生铜制杆均价（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

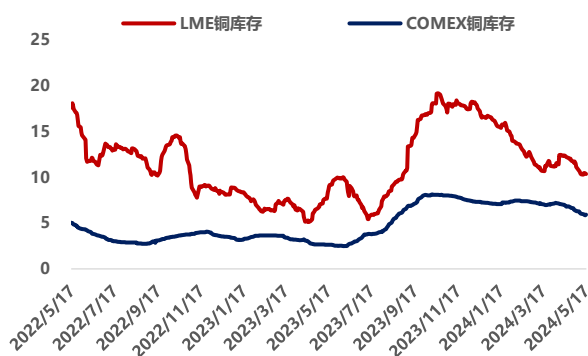
图 9：铜制杆企业周开工率（%）



数据来源：SMM，中信建投期货

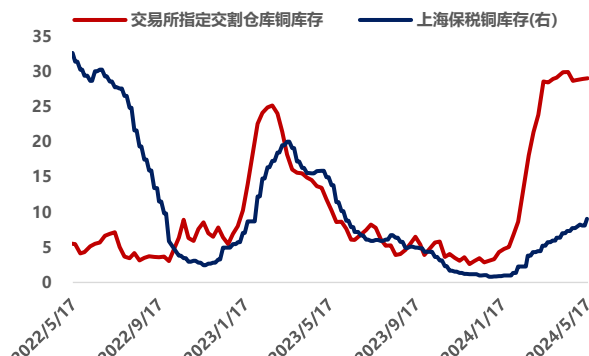
3、库存情况

图 10：LME 和 COMEX 铜库存（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

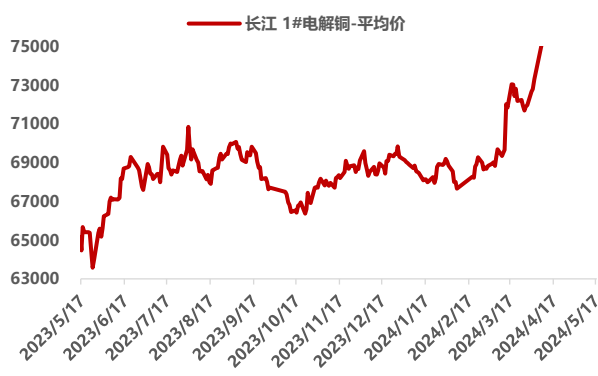
图 11：国内铜库存（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

4、期现数据

图 12：SMM 电解铜现货价格（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 13：长江现货升贴水（元/吨）



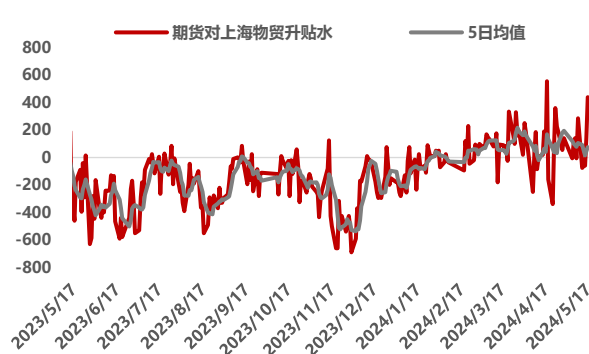
数据来源：SMM，中信建投期货

图 14：LME 铜升贴水（远月-近月）（美元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

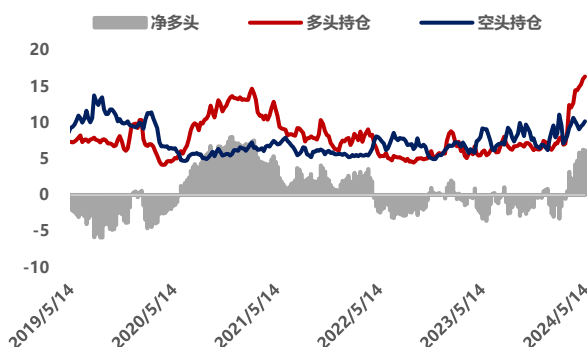
图 15：国内沪铜升贴水（当月合约-现货均价）（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

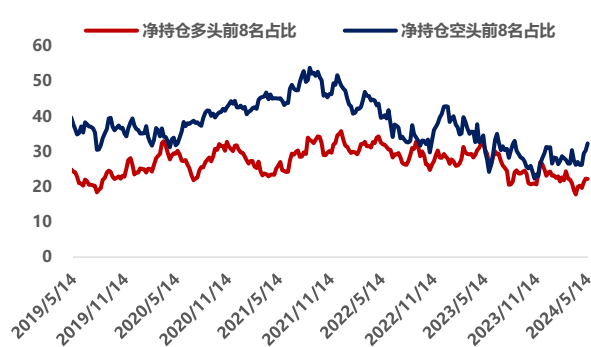
5、持仓信息

图 16：COMEX1 号铜非商业持仓（万张）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 17：COMEX1 号铜净持仓排名占比（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

三、期权市场动态追踪

表 1：铜主要合约期权成交持仓情况（排除远月新上市期权合约）

	成交量			持仓量		
	看涨期权	看跌期权	合计	看涨期权	看跌期权	合计
2024/5/10	48168	40967	89135	55143	97551	152694
2024/5/13	48163	25159	73322	55512	98754	154266
2024/5/14	47373	33995	81368	55194	100308	155502
2024/5/15	49131	40008	89139	55225	101846	157071
2024/5/16	48391	35688	84079	55032	104073	159105
2024/5/17	47461	41301	88762	54476	103583	158059

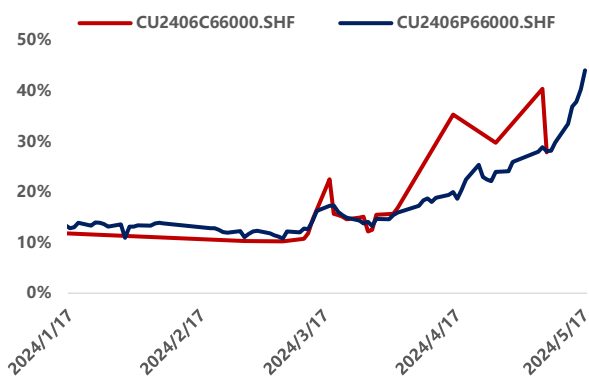
数据来源：Wind，中信建投期货

表 2：铜主力合约期权成交持仓情况

	成交量			持仓量		
	看涨期权	看跌期权	合计	看涨期权	看跌期权	合计
2024/5/10	50914	81934	132848	96336	127356	223692
2024/5/13	50901	50318	101219	96326	95743	192069
2024/5/14	49320	67990	117310	94746	113416	208162
2024/5/15	52835	80016	132851	98262	125443	223705
2024/5/16	51354	71376	122730	96782	116804	213586
2024/5/17	49493	82602	132095	94922	128031	222953

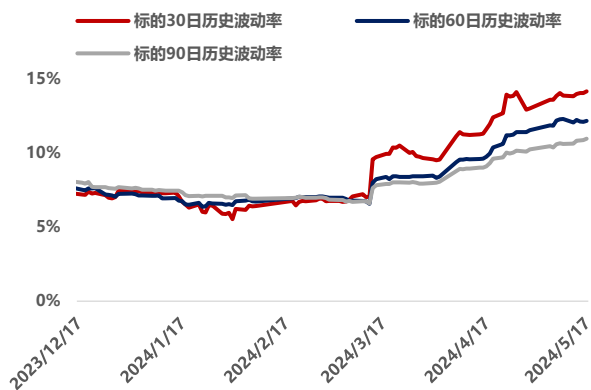
数据来源：Wind，中信建投期货

图 18：铜期权隐含波动率表现



数据来源：Wind，中信建投期货

图 19：铜主力合约历史波动率对比



数据来源：Wind，中信建投期货

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、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不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。