

Comex 铜近期极端挤仓，多头为何如此自信？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

近期 Comex 铜出现极端挤仓事件，我们在这里不仅介绍 Comex 铜极端挤仓现象，而且还分析了其成因，并对潜在影响做了进一步的总结，希望能对投资者有所帮助。

摘要：

从 5 月 10 日当周开始，我们发现 Comex 铜挤仓的事件越来越热，并且该挤仓事件也越来越极端，在 5 月 17 日当周，Comex 铜相关的各种价差均创出历史极值，并且 Comex 铜 7 月合约也率先创出历史新高。

Comex 铜极端挤仓主要是以下原因造成的：1、全球铜显性库存偏低；2、Comex 铜库存偏低，Comex 铜 7 月合约持仓偏高；3、LME 铜库存偏低，并且大部分是俄铜，不能在 Comex 铜交割；4、中国铜品牌不是 Comex 铜交割品牌；5、中国往北美海运费大幅走高，精炼铜出口运费成本较高；6、全球铜矿紧缺背景下，投机需求增加；7、每隔几年“悲伤故事”重演-中国企业或机构在 Comex 铜有风险敞口。

Comex 铜极端挤仓背后，我们认为有以下几点潜在影响：

1、Comex 铜极端挤仓暴露出海外偏低库存背景下，供应端些许的扰动很容易被放大，这也是价格能持续维持在高位的原因，Comex 铜率先创出历史新高后，沪铜和 LME 铜逐步跟上，凸显出市场的“默契”；

2、铜大涨后，其他有色品种可能会被带动，比如：铜带动铝，铜带动锡等，供应端只要有消息扰动的品种就会容易被资金炒作，比如：近两日新喀里多尼亚动乱问题，投资者担心镍供应问题，电解镍被爆炒；

3、基本金属外强内弱阶段性极端化的风险在加大；

4、基本金属价格进一步大幅上涨后，国内下游消费可能会存在跟不上的风险，所以我们需要谨防金属价格进一步极端上涨后大幅调整的风险，可密切留意沪铜持仓变化，沪铜是风向标。

有色与新材料研究团队

研究员：
沈照明
从业资格号 F3074367
投资咨询号 Z0015479

李苏横
从业资格证 F03093505
投资咨询号 Z0017197

郑非凡
从业资格号：F03088415
投资咨询号：Z0016667

张远
从业资格号：F03087000
投资咨询号：Z0019399

何妍
从业资格号：F03128282
投资咨询号：Z0020224

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

风险因素： 政策干预风险；

目录

摘要： 1

一、Comex 铜挤仓现象介绍 4

1.1 Comex 铜月差明显拉大 4

1.2 Comex 铜较 LME 与 SHFE 铜溢价明显抬升 4

二、Comex 铜近期极端挤仓，多头为何如此自信？ 5

2.1 全球铜显性库存偏低 5

2.2 Comex 铜库存偏低，Comex 铜 7 月合约持仓偏高 5

2.3 LME 铜库存偏低，并且大部分是俄铜，不能在 Comex 铜交割 6

2.4 中国铜品牌不是 Comex 铜交割品牌 6

2.5 中国往北美海运费大幅走高，精炼铜出口运费成本较高 7

2.6 全球铜矿紧缺背景下，投机需求增加 8

2.7 每隔几年“悲伤故事”重演-中国企业或机构在 Comex 铜有风险敞口 8

三、Comex 铜极端挤仓下，潜在影响有哪些？ 8

免责声明 9

图表目录

图表 1：Comex 铜 7-9 价差（日线） 4

图表 2：Comex 铜 7-9 价差（15 分钟 K 线） 4

图表 3：Comex-LME 铜价差 4

图表 4：Comex 铜进口盈亏 4

图表 5：三大交易所+上海保税库铜库存 5

图表 6：Comex 铜库存 5

图表 7：Comex 铜历史 7 月合约持仓/Comex 铜库存 6

图表 8：LME 铜库存走势 6

图表 9：2024 年 4 月底 LME 铜库存分布 6

图表 10：Comex 铜注册品牌 7

图表 11：上海到美东和美西运费 7

一、Comex 铜挤仓现象介绍

从 5 月 10 日当周开始，我们发现 Comex 铜挤仓的事件越来越热，并且该挤仓事件也越来越极端，在 5 月 17 日当周，Comex 铜相关的各种价差均创出历史极值，并且 Comex 铜 7 月合约也率先创出历史新高。

1.1 Comex 铜月差明显拉大

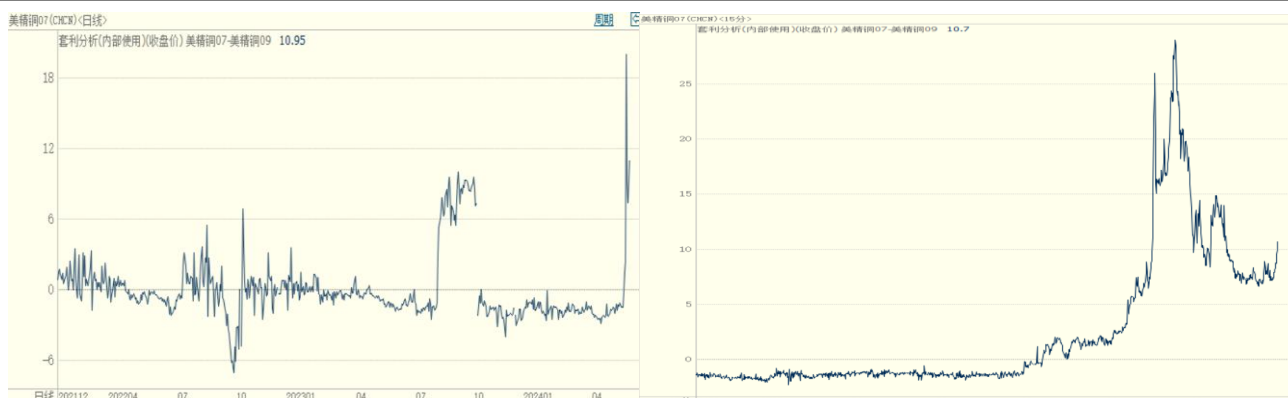
5 月 15 日上午，Comex 铜 7-9 月价差（15 分钟 K 线）一度逼近 30 美分/磅，创出记录价差；而该价差（日 K 线）更明显一些，明显高于正常值，远高于近几年同期水平。

图表 1：Comex 铜 7-9 价差（日线）

单位：美分/磅

图表 2：Comex 铜 7-9 价差（15 分钟 K 线）

单位：美分/磅



资料来源：博易大师 中信期货研究所

资料来源：博易大师 中信期货研究所

1.2 Comex 铜较 LME 与 SHFE 铜溢价明显抬升

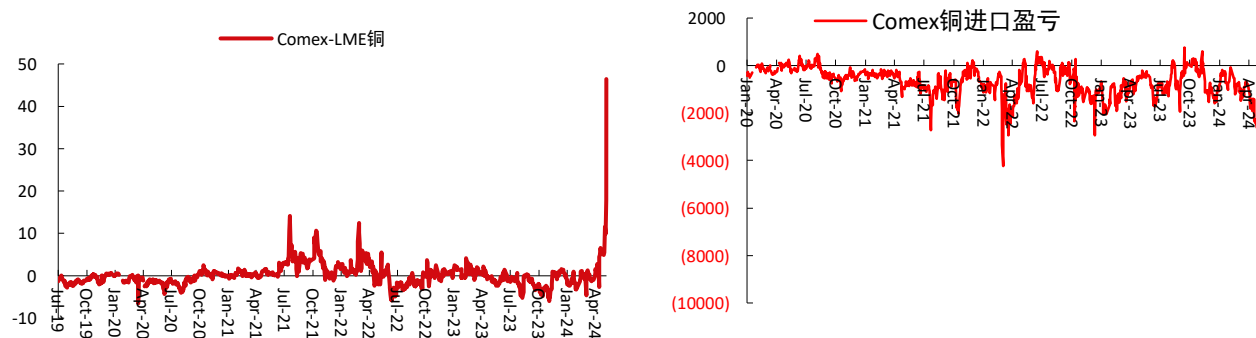
近几日伴随着 Comex 铜的挤仓持续推进，我们看到 Comex 铜 7 月合约相较于 LME 铜和 SHFE 铜均有非常大的溢价，5 月 15 日上午 Comex-LME 铜价差超过 46 美分/磅，约合 1014 美元/吨，Comex 铜进口亏损高达 8500 元，远高于 2022 年 3 月的异常值。

图表 3：Comex-LME 铜价差

单位：美分/磅

图表 4：Comex 铜进口盈亏

单位：元/吨



资料来源：中信期货研究所

资料来源：中信期货研究所

二、Comex 铜近期极端挤仓，多头为何如此自信？

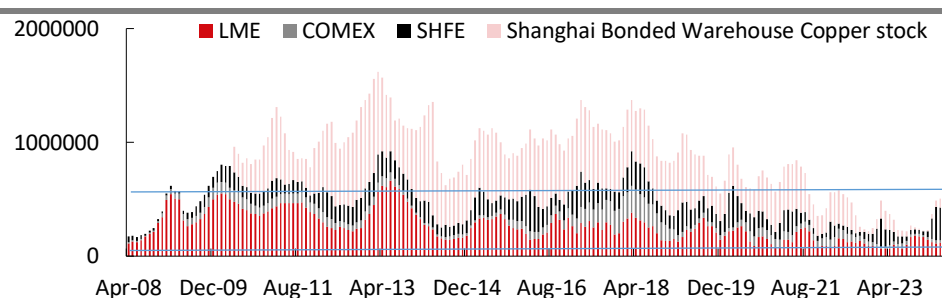
COMEX 铜价的大幅上涨一定程度蕴含了挤仓风险带来的溢价，从 COMEX 铜期限结构来看，本周价差结构快速由 Contango 快速转变为 Backwardation，且近月升水不断上升。我们对 COMEX 铜近期挤仓的原因分析总结如下：

2.1 全球铜显性库存偏低

近十年来三大交易所+上海保税库铜库存波动区间大部分时间在 50-100 万吨之间，但是在 2021 年之后，我们发现铜显性库存明显下移，波动区间降至 20-60 万吨之间。

图表 5：三大交易所+上海保税库铜库存

单位：吨



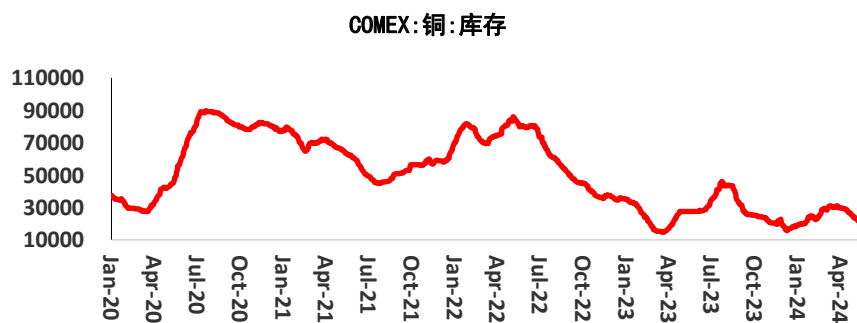
资料来源：Wind 中信期货研究所

2.2 Comex 铜库存偏低，Comex 铜 7 月合约持仓偏高

当前 Comex 铜库存只有 2 万吨左右，处于历史极低水平。但是 Comex 铜 7 月合约持仓却过大，截至 4 月 16 日，Comex 铜 7 月合约持仓约为 16.2 万手，折合 184 万吨，虚实比过大，这是挤仓产生的根本原因。我们看历史上的 Comex 铜 7 月合约与 Comex 铜库存比值大部分时间在 0-20 之间，但是今年 3 月中旬开始突破 20 这个区间，今年 4 月中下旬突破 50 这个数值，也就是比 2023 年 5 月的峰值还要高，近期更是逼近 100，在极高的虚实比背景下，直接触发了当前的挤仓现象，估计短期内很难缓解或者消退。

图表 6：Comex 铜库存

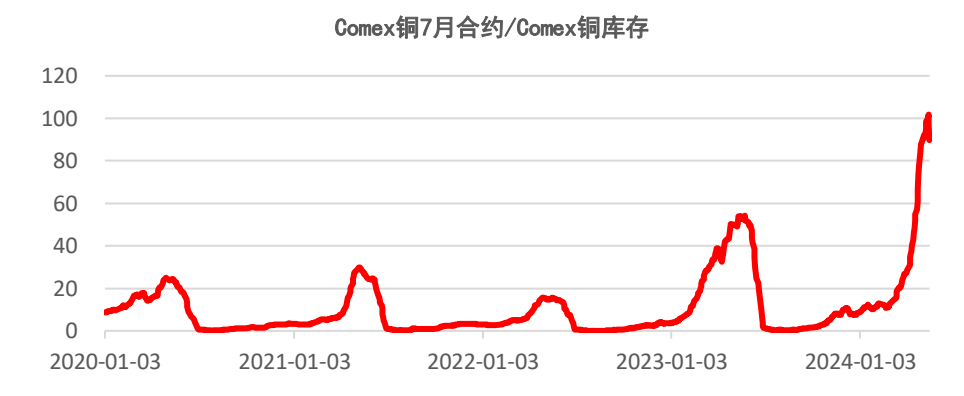
单位：吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7: Comex 铜历史 7 月合约持仓/Comex 铜库存

单位: 数值



资料来源: Wind 中信期货研究所

2.3 LME 铜库存偏低, 并且大部分是俄铜, 不能在 Comex 铜交割

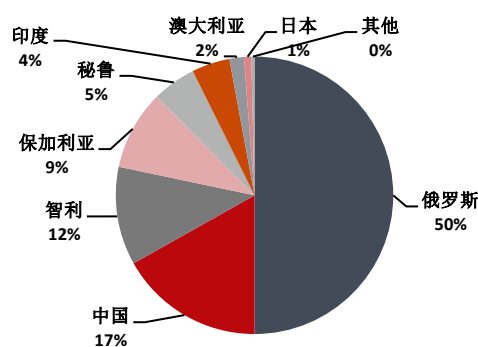
截至 5 月 16 日, LME 铜库存约为 10.4 万吨, 虽然较 2023 年低位有所回升, 但我们看到这个库存水平仍处于偏低水平, 如果放到过去 10 年来看, LME 铜库存水平处于历史极低的水平。截至 2024 年 4 月底, LME 分地区铜库存来看, 俄罗斯品牌铜和中国品牌铜分别为 4.7 万吨和 1.6 万吨, 占 LME 总库存 50%和 17%, 合计 67%, 这意味着其他国家的品牌只有 3.1 万吨, 约占 LME 铜库存的 33%。由此可见, LME 铜里面实际能往 Comex 铜交仓的库存极其有限。

图表 8: LME 铜库存走势

单位: 吨

图表 9: 2024 年 4 月底 LME 铜库存分布

单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究所

资料来源: LME 中信期货研究所

2.4 中国铜品牌不是 Comex 铜交割品牌

除了 COMEX 铜库存水平较低外, 纽约商品交易所交割品牌的设置限制了 COMEX 铜可交割品数量。对比上海期货交易所 (SHFE)、伦敦金属交易所 (LME) 和纽约商品交易所 (COMEX) 的铜期货可交割品牌清单, 可以发现 COMEX 铜公布的 57 个交割品牌中, 主要集中在美国、加拿大、智利、日本、秘鲁和韩国等国的铜品牌, 并未涵盖中国生产的铜, LME 的交割品牌中有 25 个中国铜企注册, 包括江西铜业、云南铜业、铜陵有色等知名企业。因此, 虽然当前国内累库超 40 万吨, 但并不可

用于北美地区的交割。

图表 10: Comex 铜注册品牌

COPPER (HG) BRANDS			
Producer	Country	Code	Brand Marks
Corporacion Nacional del Cobre de Chile - CODELCO	Chile	NAM	ENM
Corporacion Nacional del Cobre de Chile - CODELCO	Chile	RT	RT
Dowa Mining Co. Ltd.	Japan	DOWA	*DOWA
Glencore Canada Corporation	Canada	NORA	NORANDA
Glencore Canada Corporation	Canada	FKA	*FKA
INCO Limited	Canada	ORCO	*ORC
Kennecott Utah Copper LLC	USA	KUCU	KUC
LG-Nikko Copper Inc.	South Korea	ONSN	*ONSAN
Metallo-Chimique International N.V.	Belgium	SME	*SME
Metalurgica de Cobre S.A. de C.V.	Mexico	CER	CER
Minera Centinela	Chile	MELT	MET
Minera Escondida Limitada	Chile	ESOX	ESOX
Minera Spence S.A.	Chile	SPEN	SPENCE
Mitsubishi Materials Corporation	Japan	MTSB	MTSUBISHI
Mitsui Mining & Smelting Co. Ltd.	Japan	MTS	*MITSUI
Nippon Mining & Metals Co., Ltd.	Japan	HM	*HM
Nippon Mining & Metals Co., Ltd.	Japan	SR	*SR
Onahama Smelting & Refining Co. Ltd.	Japan	OSR	OSR
Pan Pacific Copper Company Ltd.	Japan	TAMA	*TAMANO
Phelps Dodge Refining Corp.	USA	PD	P'D
Freeport-McMoRan Chino Mines Company	USA	PDSR	Santa Rita
Freeport-McMoRan Morenci Inc.	USA	PDM	PDM
Freeport-McMoRan Morenci Inc.	USA	PDSS	PDSS
Freeport-McMoRan Morenci Inc.	USA	PDGO	PD*GO
Freeport McMoRan Tyrone Inc.	USA	BCCC	BCCC ("Burro Chief")
Freeport McMoRan Bagdad Inc.	USA	CBCC	CBCC
Freeport-McMoRan Sierrita Inc.	USA	TWIN	CTB
Philippine Associated Smelting & Refining Corp.	Philippines	PSAR	*PASAR
Sociedad Contractual Minera El Abra	Chile	ABRA	ABRA
Sociedad Minera Cerro Verde SA	Peru	SMCV	SMCV
Southern Peru Copper Corp.	Peru	SPCC	SPCC-ILO
Southern Peru Copper Corp. / Southern Peru Copper Ltd.	Peru	SPLX	SPCC-SXEW
Sumitomo Metal Mining Co. Ltd.	Japan	SUM	*SUMIKO
White Pine Copper Refinery, Inc.	USA	WPCR	*White Pine Copper
Xstrata Tintaya S.A.	Peru	TINT	*TINTAYA
Zambia Consolidated Copper Mines / Mufulira Copper Refining	Zambia	MCM	*MCM
Konkola Copper Mines plc	Zambia	REC	REC

* Denotes brands which are no longer produced

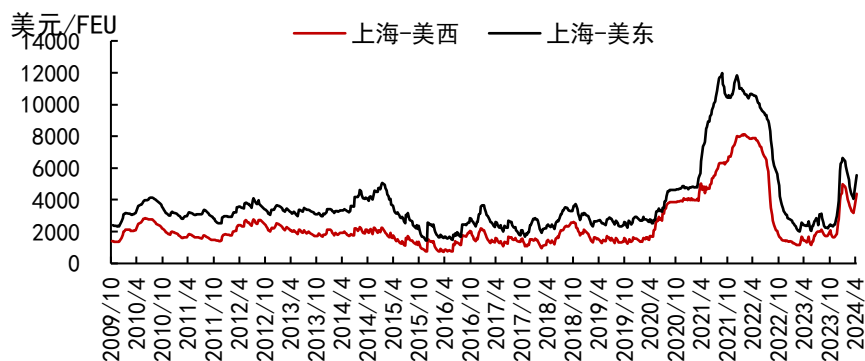
资料来源: Comex 中信期货研究所

2.5 中国往北美海运费大幅走高，精炼铜出口运费成本较高

由于中国往美洲出口较为活跃，过去一两个月，中国往美国出口的海运费已经大幅上涨，单吨运费已经从 100 美元左右攀升到 300 美元左右，这使得中国往美国出口精炼铜成本变得较高，真实的出口盈利难以很好兑现。

图表 11: 上海到美东和美西运费

单位: 美元/FEU



资料来源: 上海航运交易所 中信期货研究所

2.6 全球铜矿紧缺背景下，投机需求增加

2024 年铜矿生产扰动较多。全球第 13 大铜矿在 2023 年底意外关停，巴西法院暂停淡水河谷旗下 Sossego 铜矿运营许可；赞比亚面临电力紧缺问题；刚果（金）的 COMMUS SAS 铜钴矿所生产的部分产品被查出辐射含量超标，导致该矿关停，4 月下旬 BHP 拟收购英美资源强化供应端担忧。3 月 13 日，中国有色金属工业协会于北京组织召开铜冶炼企业座谈会，号召国内炼厂减产。3 月 28 日 CSPT 小组再次倡议联合减产。两次公开喊话减产强化矿端偏紧往冶炼端传导的预期。

从全球铜矿产能周期来看，2024-2026 年全球铜矿新增产量偏少，国内外铜冶炼新增产能规模较大，铜矿重回趋势性偏紧状态，最新铜精矿现货 TC 已经跌至负值。矿端偏紧对供应端的约束未来 1-2 年难以解决。主要央行政策宽松预期及供应端扰动已经驱动了铜跨年多头行情提前启动。在铜价趋势性看好背景下，也会导致市场投机性需求增加，使得部分铜矿及精铜固化或隐形化，进一步加剧市场挤仓风险。

2.7 每隔几年“悲伤故事”重演-中国企业或机构在 Comex 铜有风险敞口

从近一二十年来看，不管中资企业或机构在做内外盘套利或者保值时，每隔几年总会产生一些“悲伤的故事”，比如：2018 年俄铝制裁事件，2022 年俄乌冲突背景下的伦镍事件等等。中国企业或机构一旦没有及时发现市场微妙的变化，但根据平常经验操作了相对大量的“常规业务操作”，比如：统计套利下内外盘反套等等，那么海外一旦出现供应扰动问题，就很可能造成极端的挤仓事件，这也是“悲伤事件”发生的无奈现实，参与外盘的企业，一定要注意做好风控，同时保持对市场的敏锐度和敬畏心态。

三、Comex 铜极端挤仓下，潜在影响有哪些？

上面我们分析了 Comex 铜极端挤仓的原因，那么这个事件潜在的影响有哪些呢，我们在这里简单做下总结。

1、Comex 铜极端挤仓暴露出海外偏低库存背景下，供应端些许的扰动很容易被放大，这也是价格能持续维持在高位的原因，Comex 铜率先创出历史新高后，沪铜和 LME 铜逐步跟上，凸显出市场的“默契”；

2、铜大涨后，其他有色品种可能会被带动，比如：铜带动铝，铜带动锡等，供应端只要有消息扰动的品种就会容易被资金炒作，比如：近两日新喀里多尼亚动乱问题，投资者担心镍供应问题，电解镍被爆炒；

3、基本金属外强内弱阶段性极端化的风险在加大；

4、基本金属价格进一步大幅上涨后，国内下游消费可能会存在跟不上的风险，所以我们需要谨防金属价格进一步极端上涨后大幅调整的风险，可密切留意沪铜持仓变化，沪铜是风向标。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>