

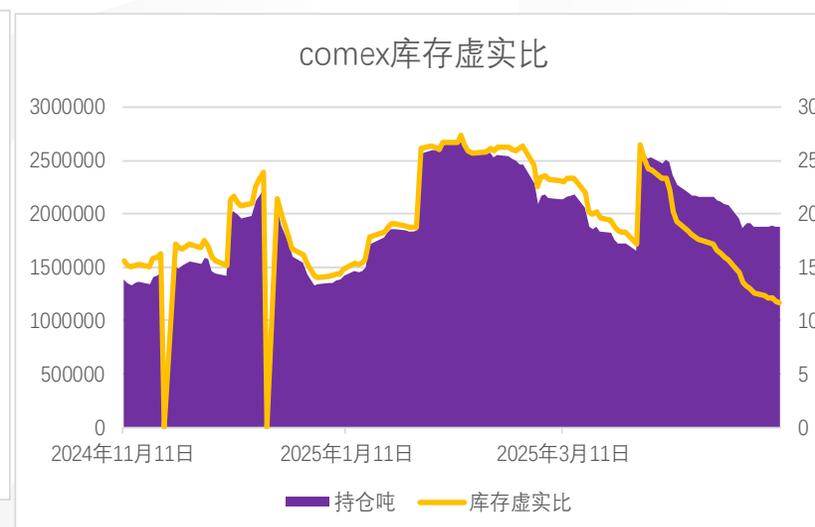
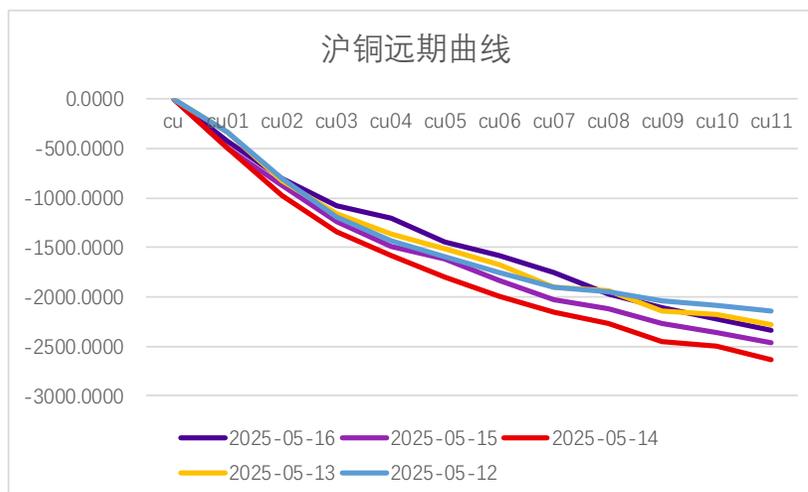
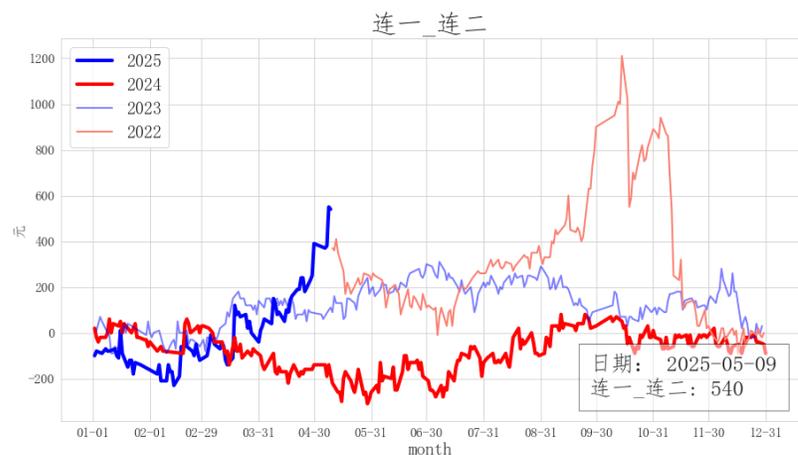
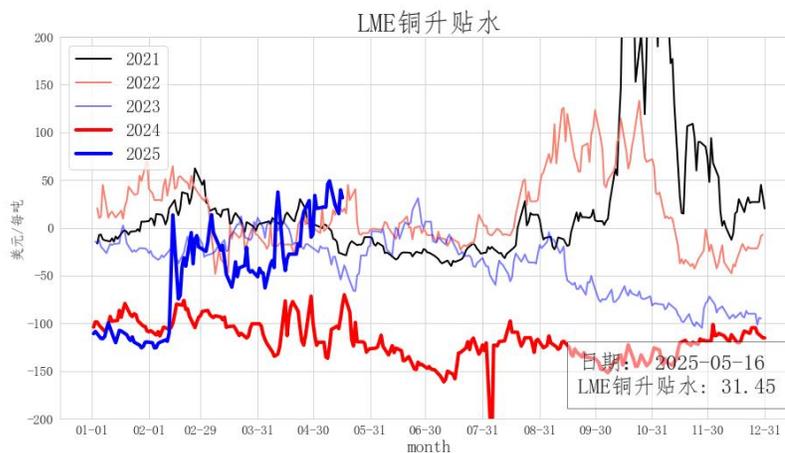
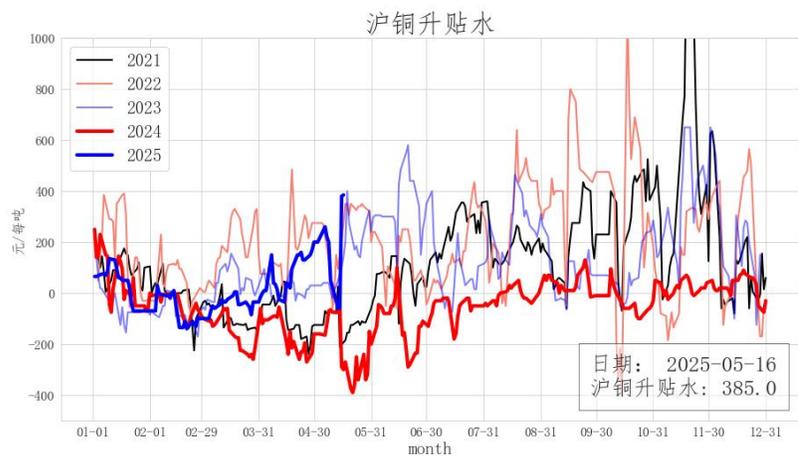
关税风暴下的铜格局展望

永安期货研究中心 凌晓慧

2024年5月20日

升贴水与月差

- 纽伦价差回落到800美金左右水平，南美铜继续往美国发运。
- 沪铜月间back结构走深，但国内本周库存初现拐点。

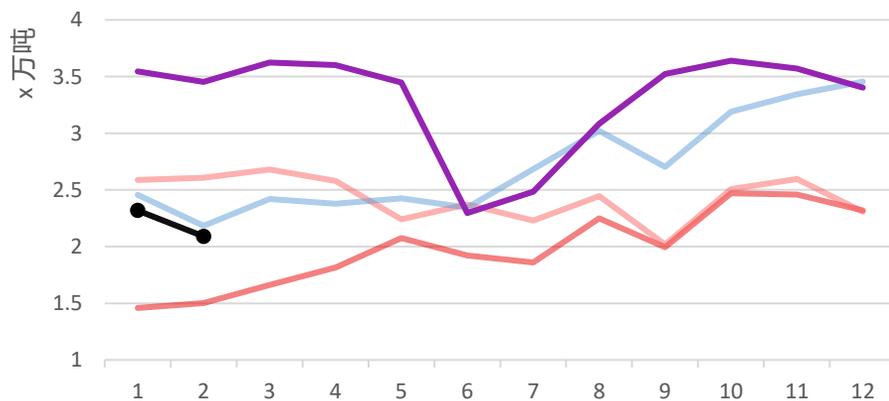


中美铜贸易主要集中在废铜和铜材贸易

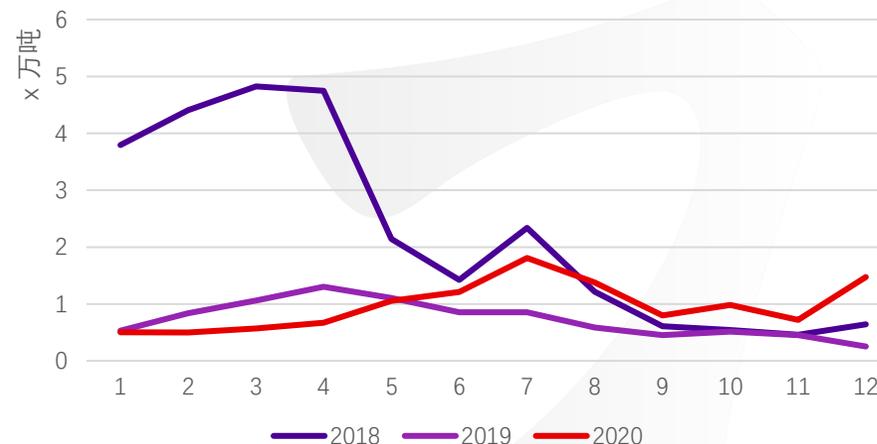
- 从铜平衡表来看，中国与美国铜贸易往来主要集中在废铜及铜材贸易上。2024年中国出口铜材82.82万吨，其中对美国出口3万吨，占比总铜材出口量级的3.62%；中国进口废铜224.9万吨，其中自美国进口43.9万吨，占比总废铜进口量级的19.52%。

进口	2024国内总消费量	国内总进口量	来自美国的进口量	美国进口占总消费的比例	美国进口占总进口的比例	单位
电解铜	1206	374	0	0.00%	0.00%	万吨
铜精矿	913	844.8	13.8	1.51%	1.63%	万吨(金属吨)
废铜	560	224.9	43.9	7.84%	19.52%	万吨
出口	2024国内总消费量	国内总出口量	去往美国的出口量	出口美国占总消费的比例	出口美国占总出口的比例	
铜材	1280	82.82	3	0.23%	3.62%	万吨

美国废铜出口中国



贸易战1.0时期中美废铜物流变化



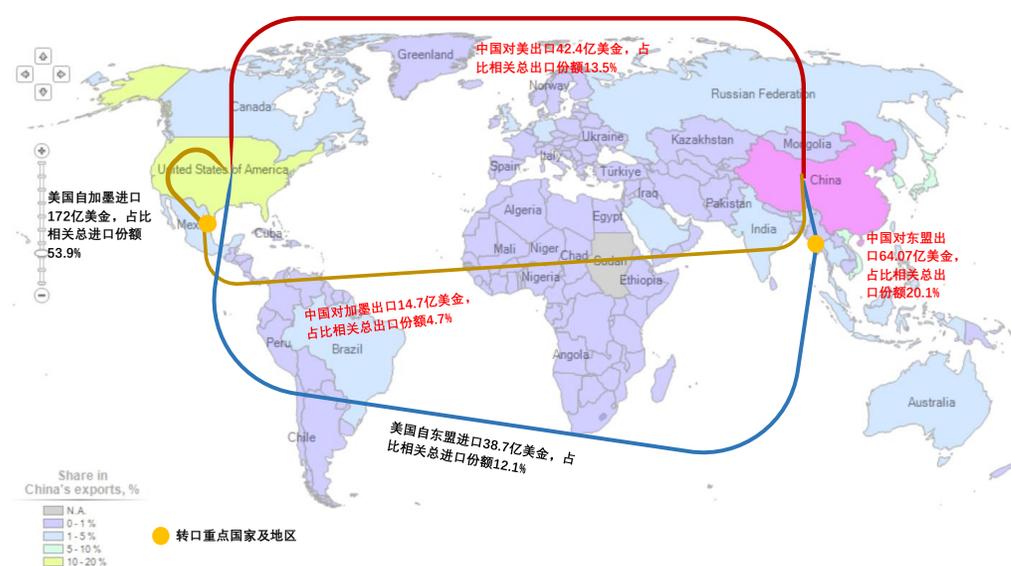
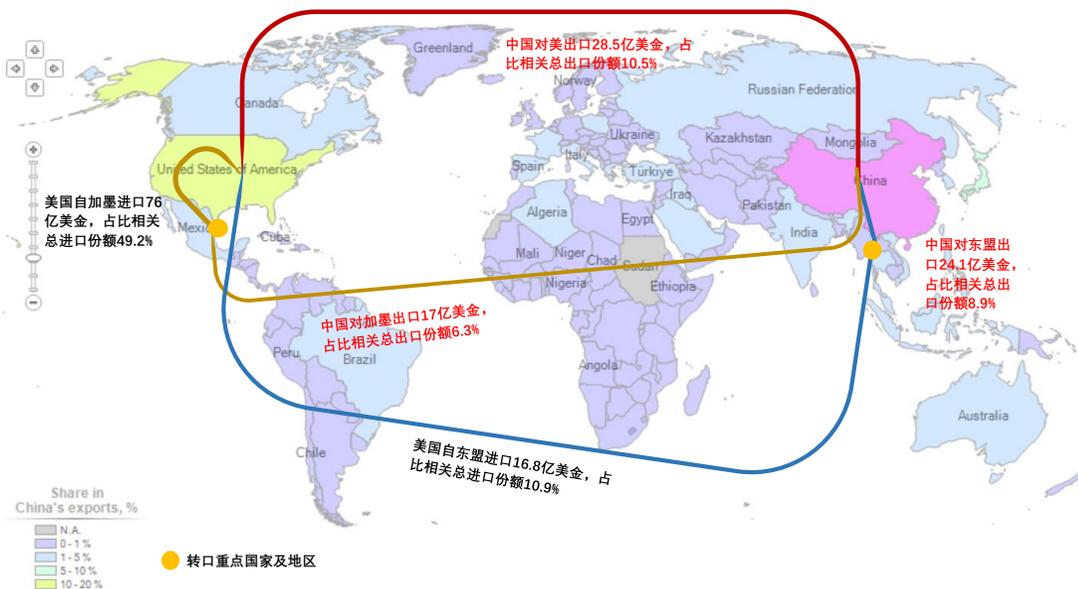
转口物流对国内电铜消费的影响

- 加墨以及东盟国家或为主要转口国家。整体来看，空调以及线缆出口涉及的相关转口贸易量级或已超过中国直接对美出口量级。

HS: 8544					
中国总出口 (USD, thousands)	占比份额	31,380,987	美国总进口 (USD, thousands)	占比份额	31,985,733
对美国出口	13.50%	42.364332	从中国进口	11.60%	37.10345
对香港出口	7.40%	23.22193	从香港进口	0.00%	0
对日韩出口	12.10%	37.970994	从日韩进口	4.00%	12.794293
对墨西哥加拿大出口	4.70%	14.749064	从墨西哥加拿大进口	53.90%	172.4031
对东盟出口(泰、马、新、菲、印、越)	20.10%	63.075784	从东盟进口(泰、马、新、菲、印、越)	12.10%	38.702737

空调-HS编码8415

线缆-HS编码8544



转口物流对国内电铜消费的影响

- 中国铜材直接出口及转口量级较小，转口物流主要集中在终端产品直接出口以及终端零部件出口上（线缆、汽车、光伏）。测算来看，直接出口以及终端转口贸易占比国内电铜消费**2.5%-3%**。

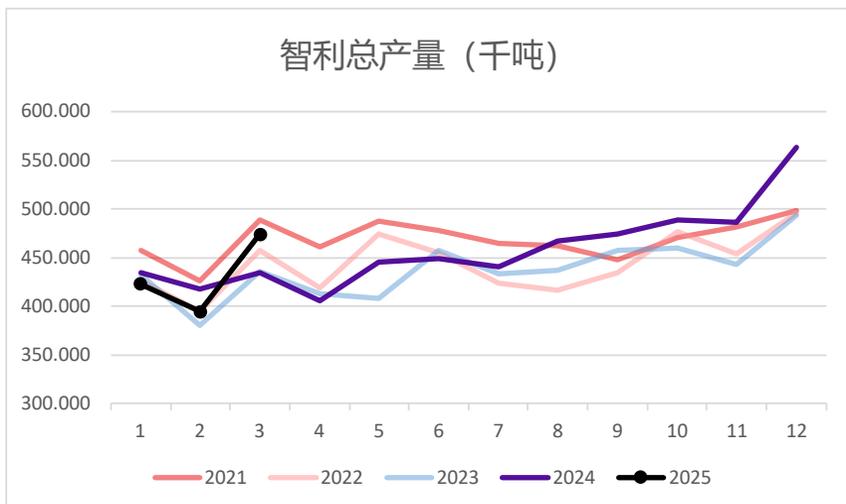
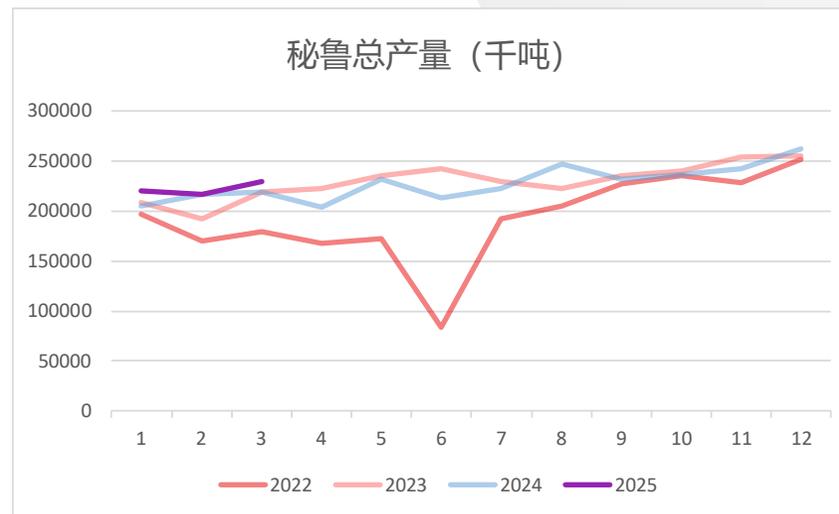
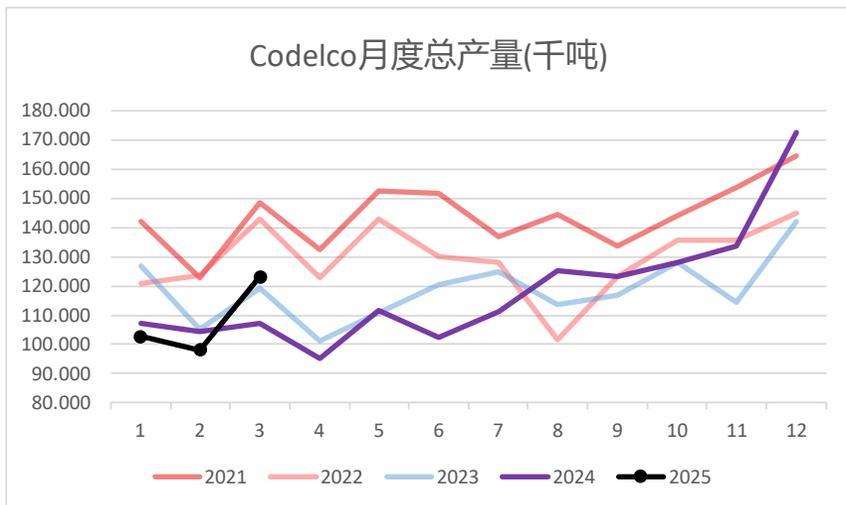
中国空调出口情况	美国进口情况
对美国出口, 28.5亿美金	从中国直接进口, 30亿美金
对加墨出口, 17亿美金	
对其他国家出口	从加墨进口, 75亿美金
对东盟出口, 24.1亿美金	从东盟进口, 16亿美金
	从其他国家及地区进口, 22亿美金
对其他国家出口	

中国线缆出口情况	美国线缆进口情况
对美国直接出口, 42亿美元	从中国直接进口, 37亿美元
对东盟出口, 63亿美元	从东盟进口, 38.7亿美元
对加墨出口, 14.7亿美元	从加墨进口, 172亿美元
对其他国家出口, 193亿美元	从其他国家进口, 71.6亿美元

中国线缆出口情况	美国线缆进口情况
对美国直接出口, 36.9亿美元	从中国直接进口, 37.3亿美元
对东盟出口, 49.63亿美元	从东盟进口, 6.58亿美元
对加墨出口, 58.6亿美元	
对其他国家出口, 757亿美元	从加墨进口, 783亿美元
	从其他国家进口, 1367亿美元

矿端-海外铜矿产量

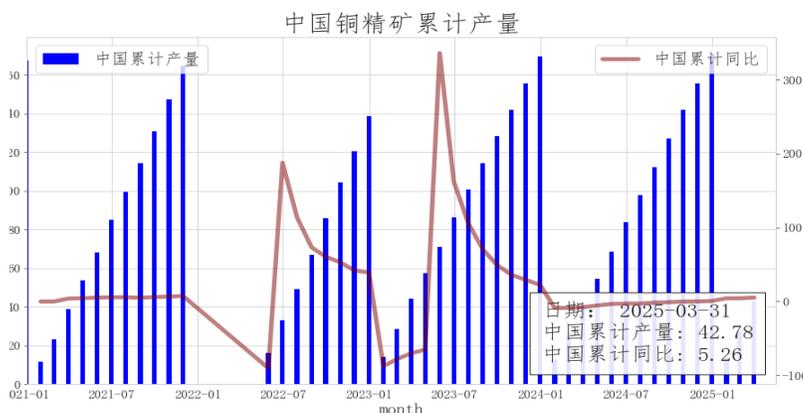
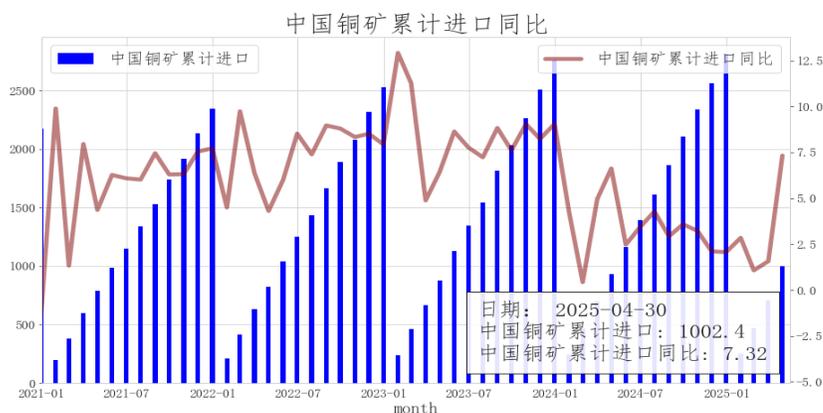
- 秘鲁智利矿山3月产量提振明显：海外机构下调2025年矿端增量预期（60万吨→ 40万吨）。
- 二季度矛盾阶段性缓和：矿价报价短暂企稳、印尼出口，后续继续关注巴拿马复产情况。



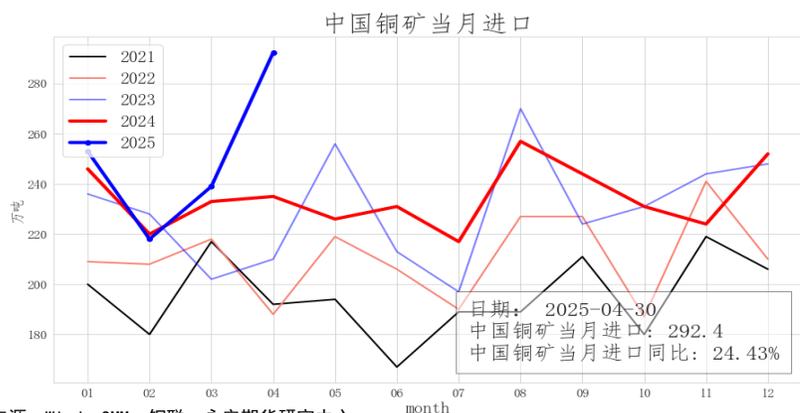
矿端产量	2021	2022	2023	2024	2025E
智利	562	533	525	542	555
秘鲁	233	245	276	275	290
刚果金	201	244	264	283	298
中国	183	195	169	174	176

矿端-国内铜矿产量及进口

- 国产矿产量持平：据海关总署，2024年3月中国铜矿砂及精矿当月进口239万吨，同比增加2.58%。

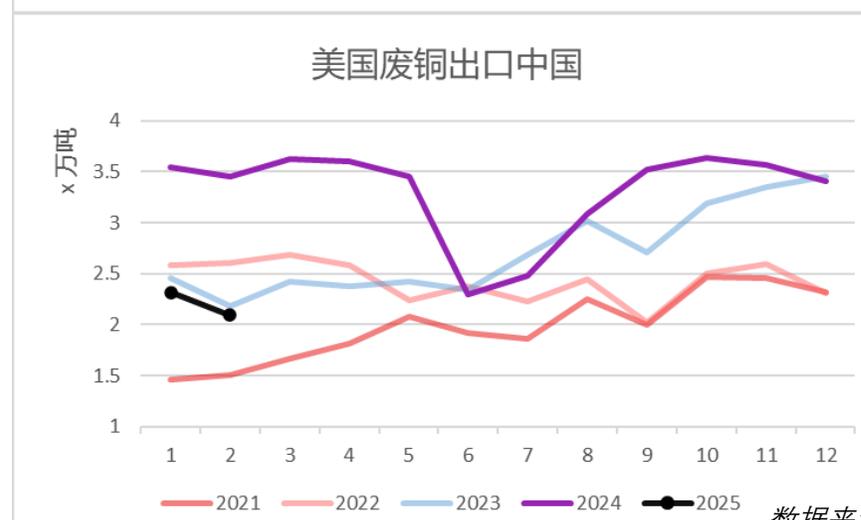
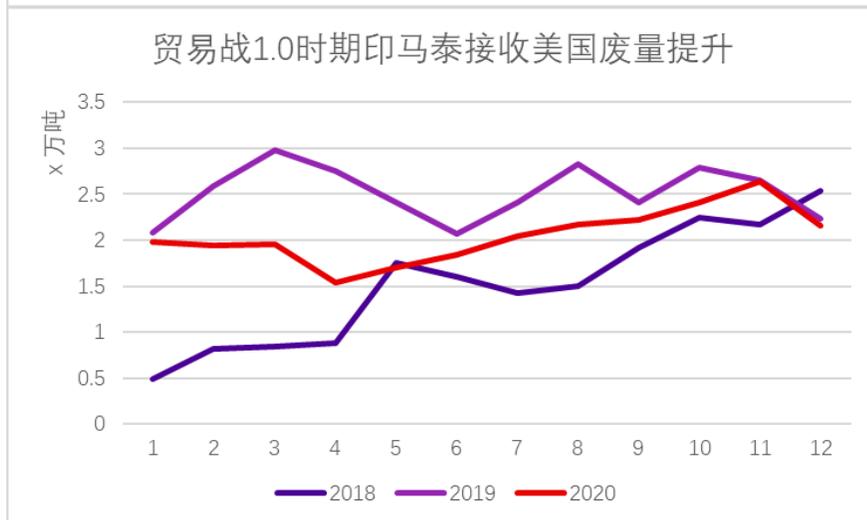
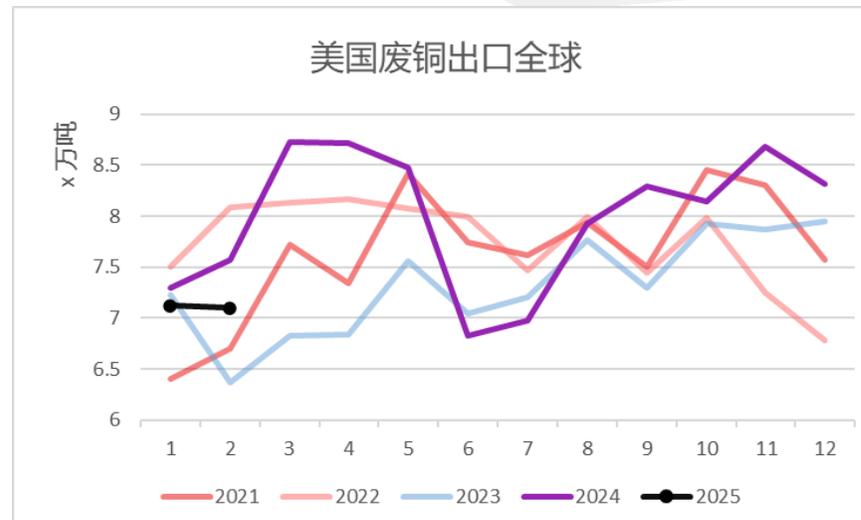
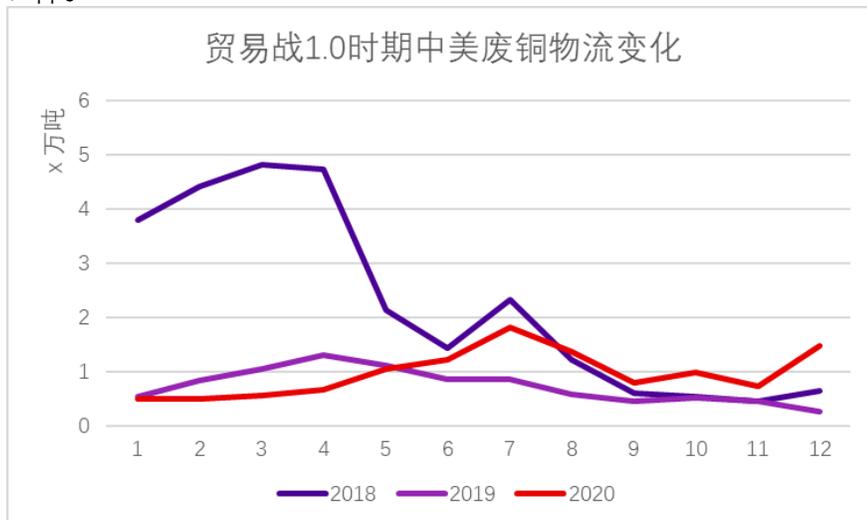


当月	铜精矿产量	铜精矿进口	铜精矿库存变化	铜精矿总需求	当月同比	累计同比
2023/10/1	16	58.44	-4	78.44	20.94%	5.95%
2023/11/1	13.38	61.24	1	73.62	-5.75%	4.74%
2023/12/1	14.2	62.53	-2	78.73	8.62%	5.08%
2024/1/1	15.8	61.91	-2	79.71	9.98%	9.98%
2024/2/1	13.24	55.46	-4	72.7	1.88%	5.96%
2024/3/1	14.68	58.72	-2	76.92	12.10%	7.94%
2024/4/1	13.74	59.17	-1	73.91	7.46%	7.82%
2024/5/1	15.6	57.05	-1	72.24	-5.51%	4.97%
2024/6/1	15.3	58.24	-1.5	75.64	10.49%	5.86%
2024/7/1	14	54.56	-1	69.56	9.17%	6.29%
2024/8/1	14.4	60.98	-1	76.38	-6.48%	4.47%
2024/9/1	17.5	61.37	0.7	79.17	10.57%	5.15%
2024/10/1	15.6	61.74	-0.6	77.94	-0.64%	4.52%
2024/11/1	18.9	58.31	1.3	75.91	3.11%	4.39%
2024/12/1	19.36	61.84	-1.5	82.7	5.04%	4.45%
2025/1/1	15.9	63.25	2	77.15	-3.21%	-3.21%
2025/2/1	15.5	61.74	-4.5	81.74	12.43%	4.25%
2025/3/1	17	64.26	-2	83.26	8.24%	5.59%



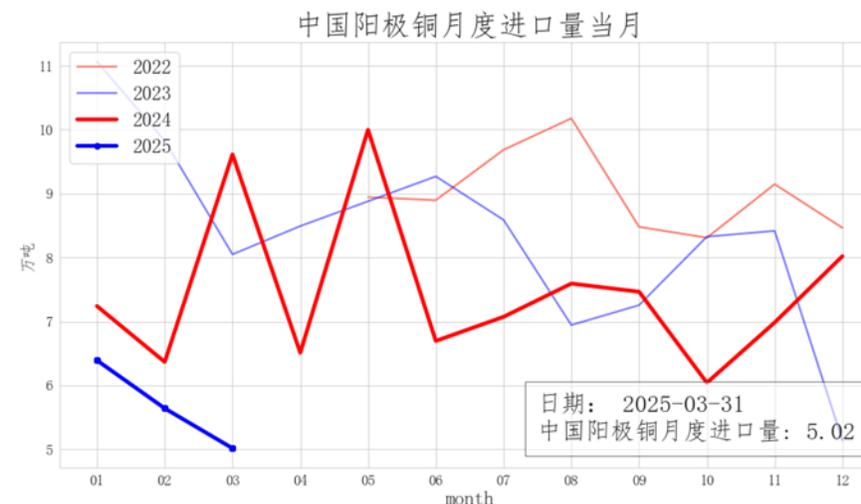
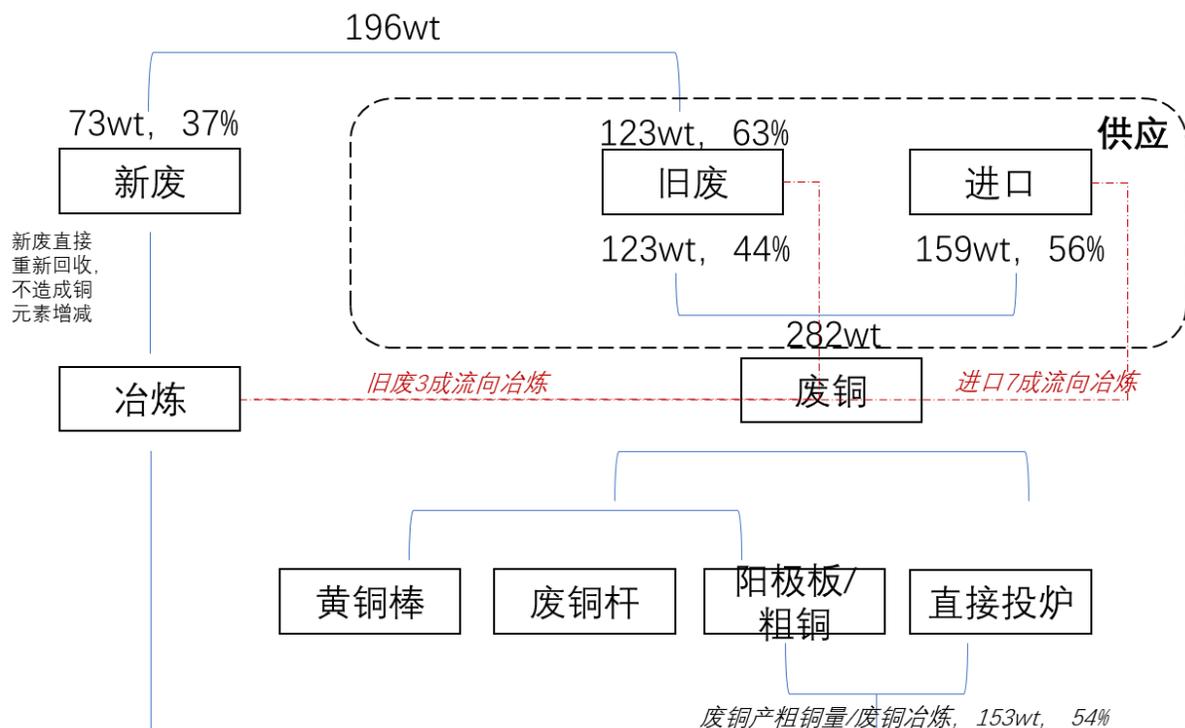
废铜元素-进口减量预期

- 纵观贸易战1.0时期美国废铜物流变化，总量角度美国废铜出口量级并无明显变化，但物流出现明显迁移。2019年美国对中国废铜出口量级环比减少18万吨，美国对印马泰三国废铜出口量级环比增加12万吨，转口东南亚成为当时废铜贸易商的主流策略。



铜元素总结

- **铜精矿进口**：整体紧缺格局不改，TC价格基本能cover现金流但完全成本难以覆盖，实质性减产可能会出现。
- **铜精矿国产**：难有增量，主要是巨龙铜矿二期投产，但存量小矿山存在扰动。
- **阳极铜进口**：预期难有增量，再生进口标准略微放宽，但整体进口量再生协会预期难有增量，维持现有量级已是偏乐观格局。
- **废铜国内冶炼**：废铜国内供应总量充足，受限于拆解和小作坊运营模式，精废合适贸易商出货意愿会变高。



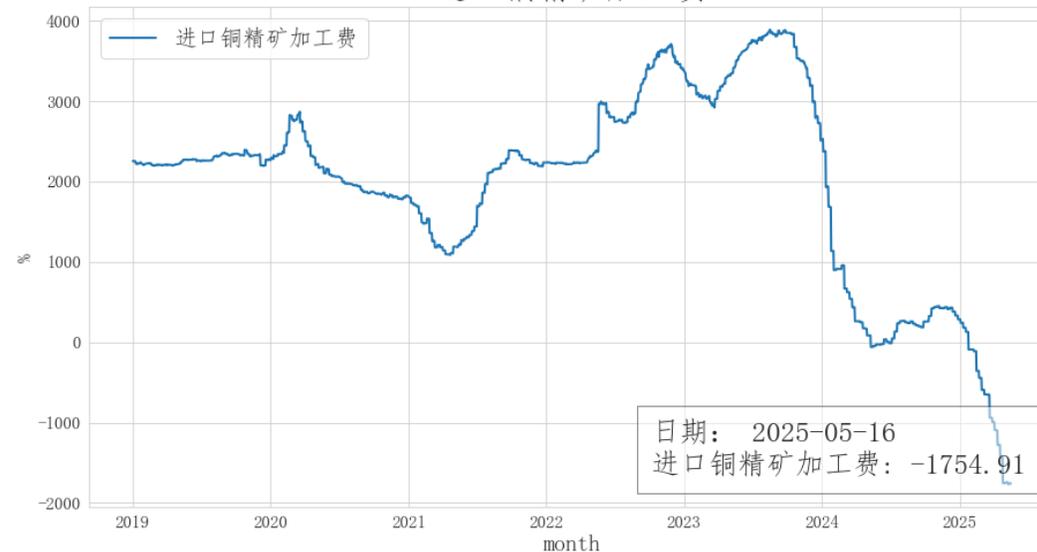
冶炼端-铜矿加工费

- 零单作价TC-43.11美金/吨，对应零单冶炼利润-2120元/吨水平;

铜冶炼厂 tc/rc



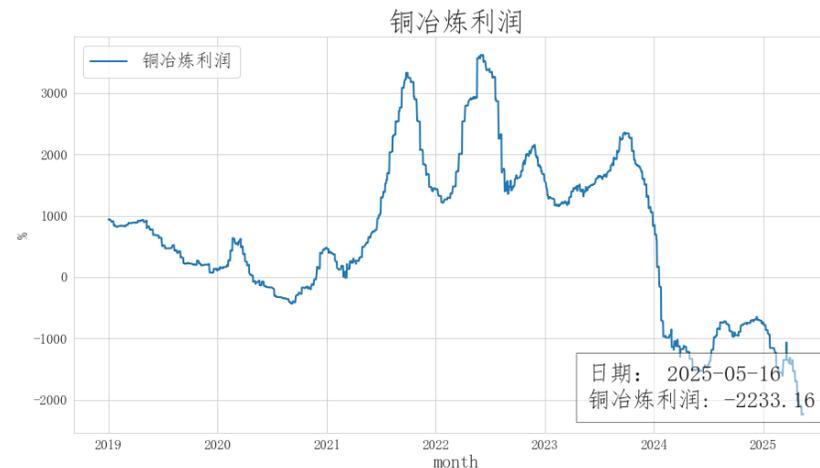
进口铜精矿加工费



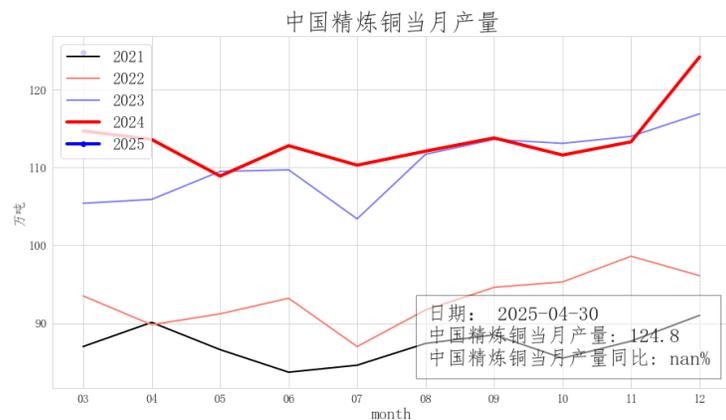
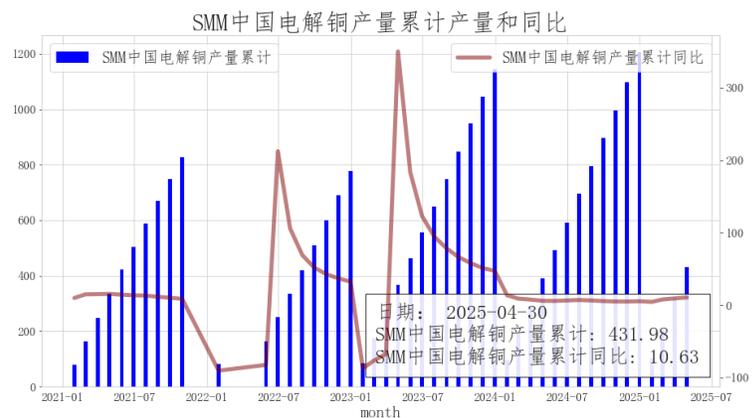
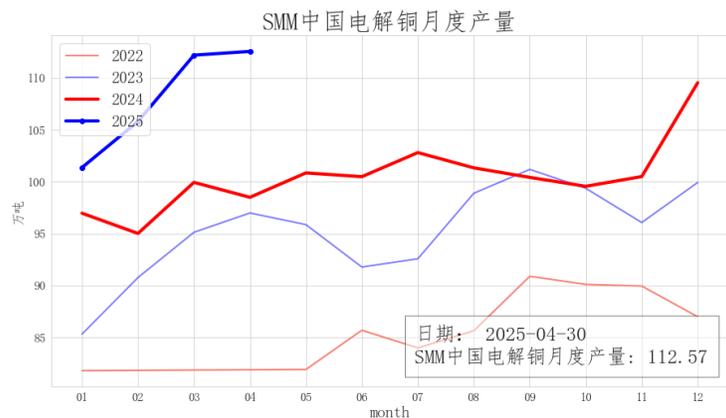
冶炼端-国内冶炼厂开工率和产能利用率

- **减产落于表面：** 4月国内铜冶炼厂开工率为87.79%，基本与3月持平。4月 SMM 中国电解铜产量112.57万吨。4月目前机构预期产量继续高位，冶炼端无实际减产发生。
- **铜冶炼副产利润继续改善，主要两方面影响：** 1、俄罗斯进口化肥减少；2、市场存在二季度减产预期。

	精铜供应	日均生产	同比	累计同比	精铜进口	精铜出口	精铜净进口	同比	累计同比
2024/6/1	100.5	3.35	9.49%	5.42%	28.59	15.78	12.81	-50.41%	6.51%
2024/7/1	102.82	3.32	11.05%	6.20%	27.6	7	20.6	-20.71%	2.19%
2024/8/1	101.35	3.27	2.48%	5.72%	24.96	3.08	21.88	-28.24%	-2.59%
2024/9/1	100.43	3.35	-0.76%	4.94%	32.25	1.6	30.65	-1.07%	-2.38%
2024/10/1	99.57	3.21	0.19%	4.45%	35.5	2.1	33.4	5.16%	-1.45%
2024/11/1	100.5	3.35	4.60%	4.47%	36.2	1.2	35	-3.31%	-1.68%
2024/12/1	109.5	3.53	9.57%	4.90%	34.5	2	32.5	8.05%	-0.77%
2025/1/1	101.38	3.27	4.54%	4.54%	26.8	1.7	25.1	-28.33%	-28.33%
2025/2/1	105.54	3.77	11.06%	9.90%	26.57	3.25	23.32	-2.10%	-17.71%
2025/3/1	112.21	3.62	12.27%	10.69%	30.88	6.8	24.08	-5.20%	-13.94%
2025/4/1	106	3.53	9.84%	10.48%	28	10	18	-26.53%	-16.77%
2025/5/1	105	3.39	4.10%	9.19%	28	2	26	3.71%	-12.94%
2025/6/1	105	3.50	4.48%	8.38%	29	2	27	110.77%	-2.13%



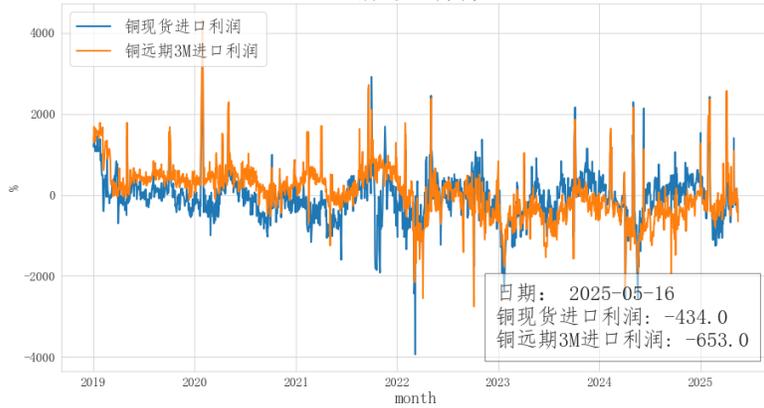
冶炼端-电解铜产量



	精铜供应	日均生产	同比	累计同比	精铜进口	精铜出口	精铜净进口	同比	累计同比
2024/6/1	100.5	3.35	9.49%	5.42%	28.59	15.78	12.81	-50.41%	6.51%
2024/7/1	102.82	3.32	11.05%	6.20%	27.6	7	20.6	-20.71%	2.19%
2024/8/1	101.35	3.27	2.48%	5.72%	24.96	3.08	21.88	-28.24%	-2.59%
2024/9/1	100.43	3.35	-0.76%	4.94%	32.25	1.6	30.65	-1.07%	-2.38%
2024/10/1	99.57	3.21	0.19%	4.45%	35.5	2.1	33.4	5.16%	-1.45%
2024/11/1	100.5	3.35	4.60%	4.47%	36.2	1.2	35	-3.31%	-1.68%
2024/12/1	109.5	3.53	9.57%	4.90%	34.5	2	32.5	8.05%	-0.77%
2025/1/1	101.38	3.27	4.54%	4.54%	26.8	1.7	25.1	-28.33%	-28.33%
2025/2/1	105.54	3.77	11.06%	9.90%	26.57	3.25	23.32	-2.10%	-17.71%
2025/3/1	112.21	3.62	12.27%	10.69%	30.88	6.8	24.08	-5.20%	-13.94%
2025/4/1	106	3.53	9.84%	10.48%	28	10	18	-26.53%	-16.77%
2025/5/1	105	3.39	4.10%	9.19%	28	2	26	3.71%	-12.94%
2025/6/1	105	3.50	4.48%	8.38%	29	2	27	110.77%	-2.13%

电解铜进口盈亏

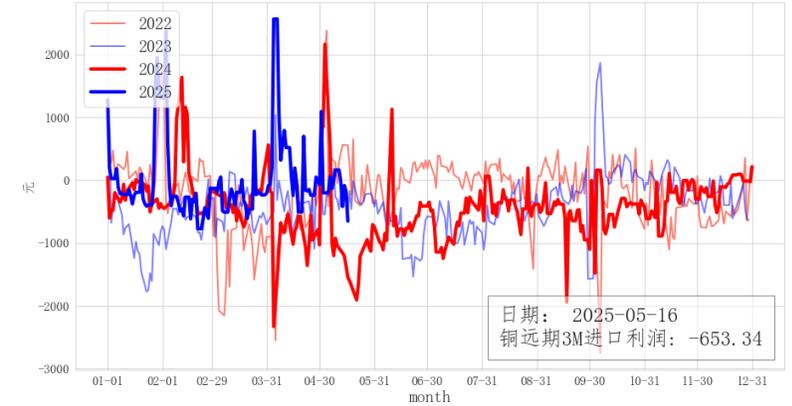
铜进口利润



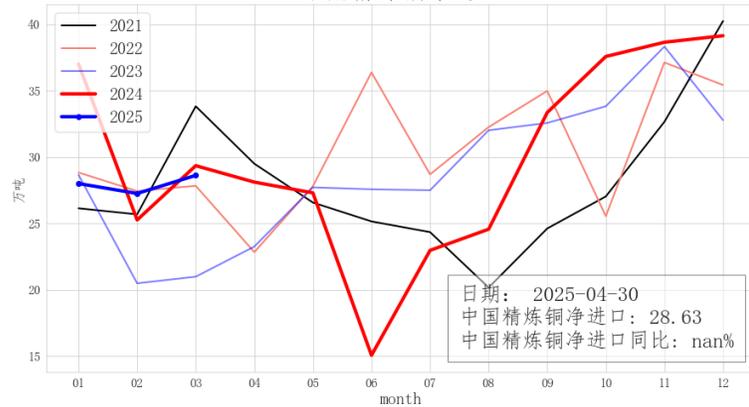
国别总计当月进口



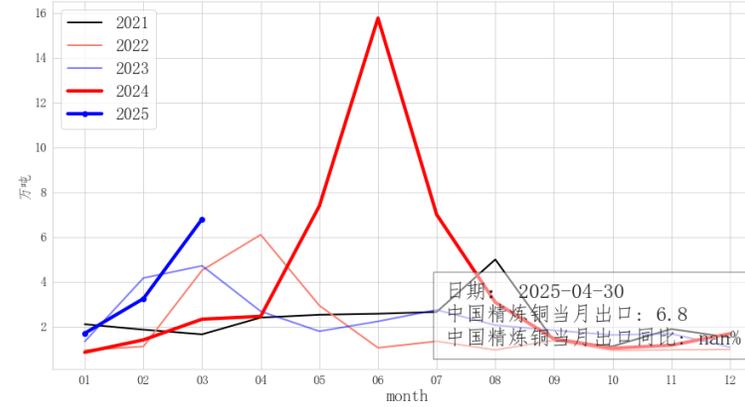
铜远期3M进口利润



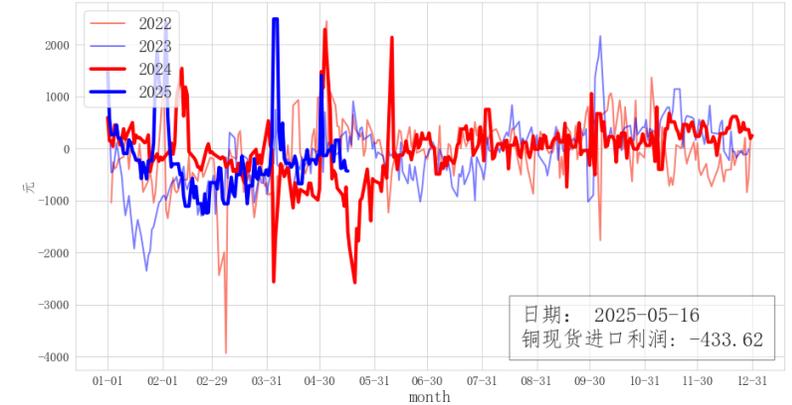
中国精炼铜净进口



中国精炼铜当月出口



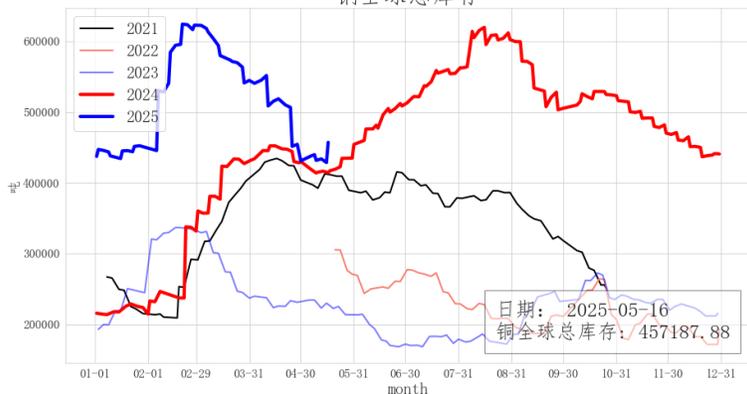
铜现货进口利润



铜全球库存

- 美国关税预期虹吸全球铜库存：截至5.19日，接近40万吨电解铜搬运至美国报关，全球铜库存虹吸效应明显。
- 显性库存转隐性化：因COMEX与LME可交割货源仅部分重叠，部分显性库存转隐性化。

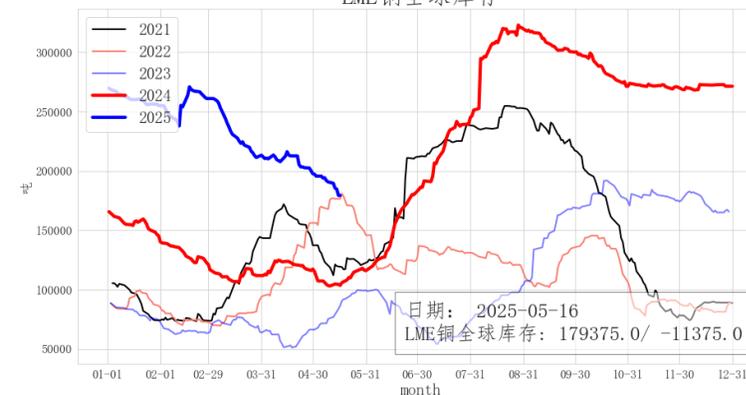
铜全球总库存



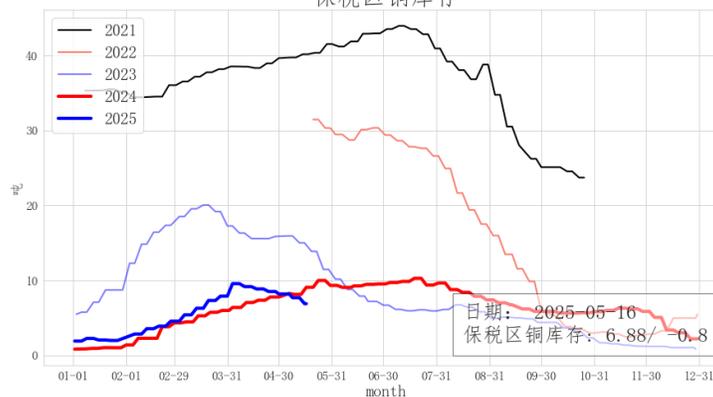
COMEX铜全球库存



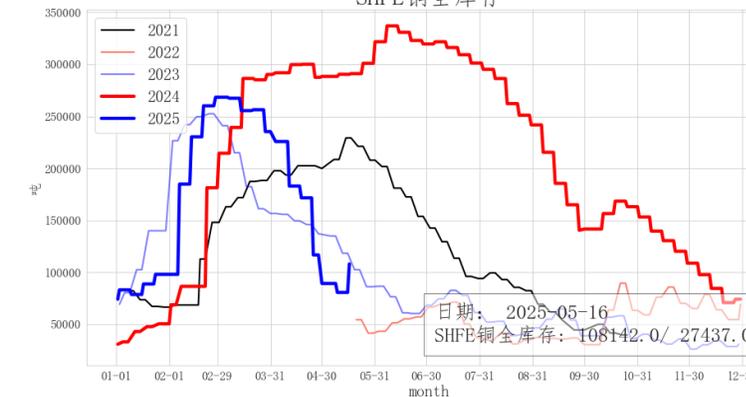
LME铜全球库存



保税区铜库存

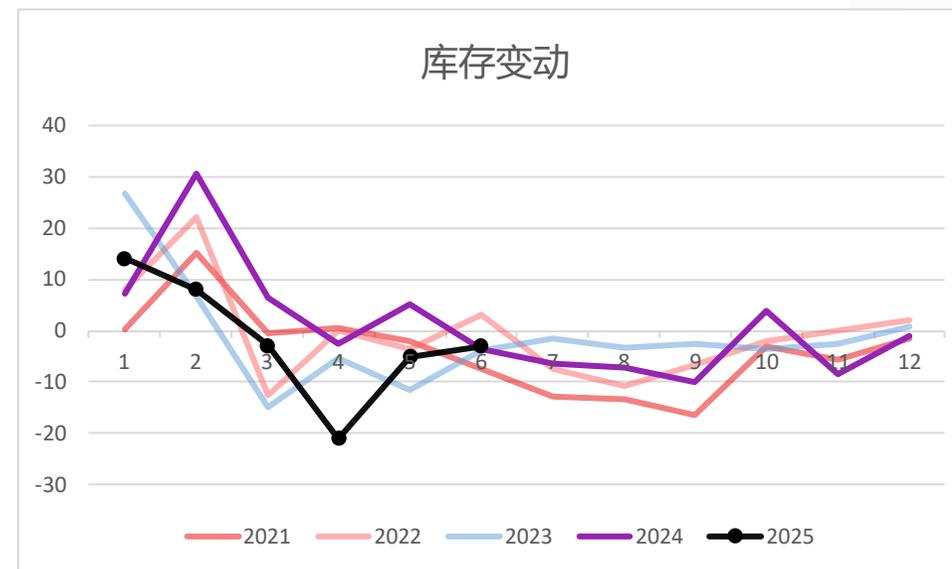
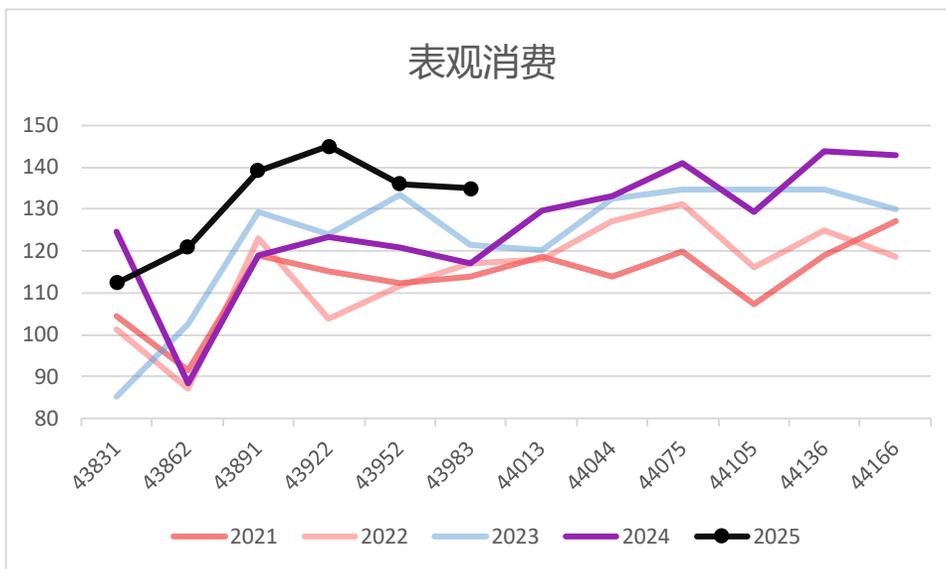


SHFE铜全库存



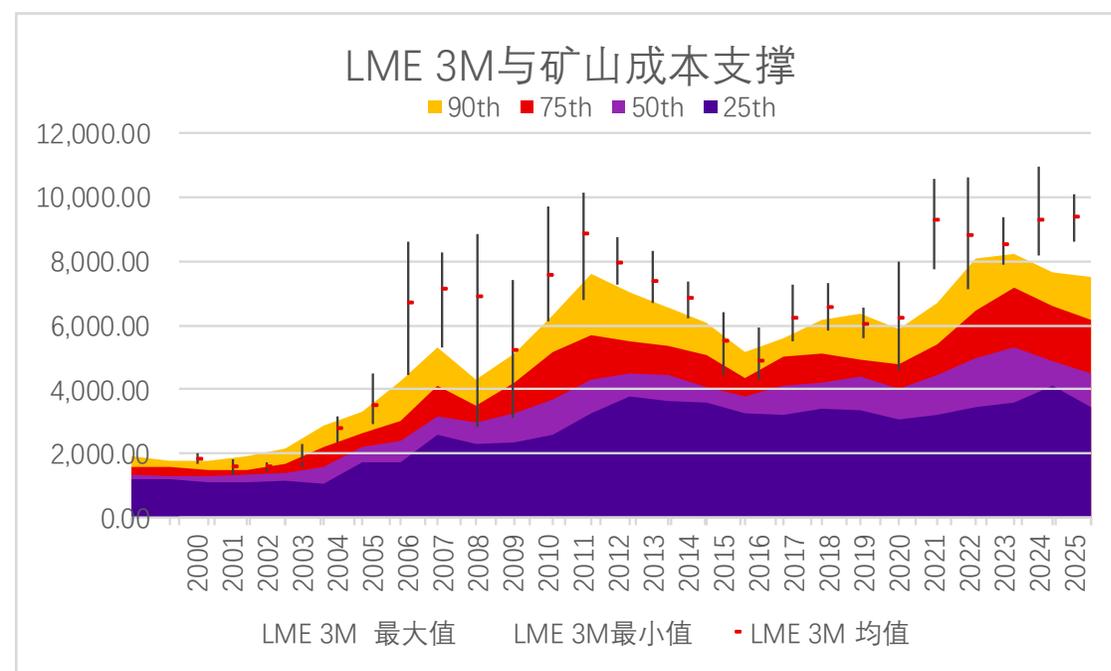
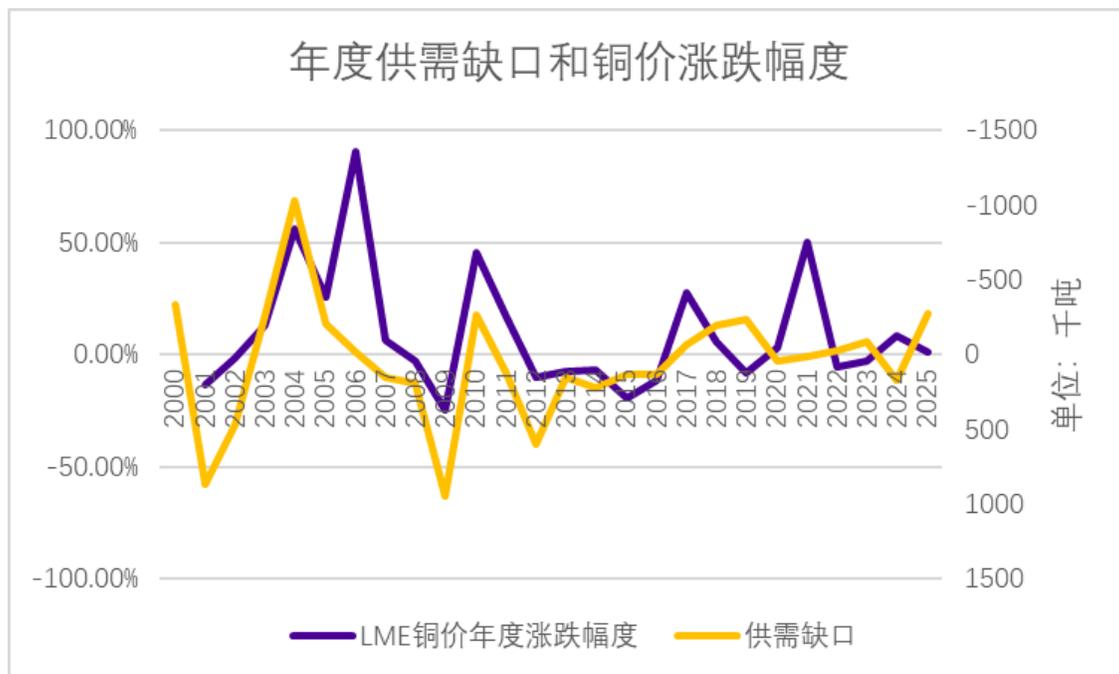
国内平衡假设

	精铜供应	同比	累计同比	精铜进口	精铜出口	精铜净进口	同比	累计同比	总库存变化	表观消费	同比	累计同比
2024/2/1	95.03	4.68%	6.85%	25.23	1.41	23.82	27.93%	30.32%	30.55	88.30	-13.92%	13.44%
2024/3/1	99.95	5.06%	6.24%	29.55	2.33	25.4	31.61%	30.71%	6.38	118.97	-8.05%	4.67%
2024/4/1	96.5	-0.52%	4.46%	28.4	2.46	24.5	13.95%	26.52%	(2.50)	123.50	-0.39%	3.25%
2024/5/1	100.86	5.19%	4.61%	32.45	7.38	25.07	-3.13%	19.65%	5.14	120.79	-9.46%	0.30%
2024/6/1	100.5	9.49%	5.42%	28.59	15.78	12.81	-50.41%	6.51%	(3.67)	116.98	-3.59%	-0.38%
2024/7/1	102.82	11.05%	6.20%	27.6	7	20.6	-20.71%	2.19%	(6.33)	129.75	7.98%	0.85%
2024/8/1	101.35	2.48%	5.72%	24.96	3.08	21.88	-28.24%	-2.59%	(7.20)	133.01	0.26%	0.77%
2024/9/1	100.43	-0.76%	4.94%	32.25	1.6	30.65	-1.07%	-2.38%	(9.92)	141.00	4.71%	1.26%
2024/10/1	99.57	0.19%	4.45%	35.5	2.1	33.4	5.16%	-1.45%	3.76	129.21	-4.08%	0.67%
2024/11/1	100.5	4.60%	4.47%	36.2	1.2	35	-3.31%	-1.68%	(8.50)	144.00	6.86%	1.29%
2024/12/1	109.5	9.57%	4.90%	34.5	2	32.5	8.05%	-0.77%	(1.00)	143.00	9.98%	2.05%
2025/1/1	101.38	4.54%	4.54%	26.8	1.7	25.1	-28.33%	-28.33%	14.07	112.41	-9.84%	-9.84%
2025/2/1	105.54	11.06%	9.90%	26.57	3.25	23.32	-2.10%	-17.71%	8	120.86	36.87%	9.53%
2025/3/1	110	10.06%	9.95%	18	7.5	10.5	-58.66%	-30.06%	-4.5	125	5.07%	7.93%
2025/4/1	106	9.84%	9.93%	30	7	23	-6.12%	-24.66%	-12	141	14.17%	9.62%
2025/5/1	105	4.10%	8.75%	28	2	26	3.71%	-19.35%	-5	136	12.59%	10.24%
2025/6/1	105	4.48%	8.01%	29	2	27	110.77%	-7.98%	-3	135	15.40%	11.11%



复盘与总结-从历史低点看铜市重构

- 铜价成本支撑有效：2000年以来铜价三次跌破成本支撑；复盘过去三轮铜价跌破成本分位数时的供需表现，整体体现为供给端弹性相对较弱，而需求端的触底回升往往与铜价的触底回升时间时点同步。
- 从宏观层面来看，铜价跌破成本分位数的节点往往对应着黑天鹅级别的宏观扰动。铜价周期往往与经济周期同步运行，因此无论是年度级别中美经济指标的加权拟合还是月度级别的加权拟合对应铜价走势都存在较高相关性。



复盘与总结

- 国内库存与消费或在5月出现拐点。当前表需高增速恐难维持。全球范围内，铜显性库存去化与整体电铜短缺并不划上等号。
- 关税影响或在6月后慢慢显现。关税相关国内转口需求占比国内总需求2.5%-3%百分点，关注下游转口产业链动态。
- 基本面视角而言，供给端关注冶炼减产意愿以及废铜减量进口下的精废替代效应；需求端关注消费环比趋势以及下游补库弹性。
- 基差与月差视角而言，月差与升贴水走阔仍需依赖于绝对价格回调。

	精铜供应	同比	累计同比	精铜进口	精铜出口	精铜净进口	同比	累计同比	总库存变化	表观消费	同比	累计同比
2024/2/1	95.03	4.68%	6.85%	25.23	1.41	23.82	27.93%	30.32%	30.55	88.30	-13.92%	13.44%
2024/3/1	99.95	5.06%	6.24%	29.55	2.33	25.4	31.61%	30.71%	6.38	118.97	-8.05%	4.67%
2024/4/1	96.5	-0.52%	4.46%	28.4	2.46	24.5	13.95%	26.52%	(2.50)	123.50	-0.39%	3.25%
2024/5/1	100.86	5.19%	4.61%	32.45	7.38	25.07	-3.13%	19.65%	5.14	120.79	-9.46%	0.30%
2024/6/1	100.5	9.49%	5.42%	28.59	15.78	12.81	-50.41%	6.51%	(3.67)	116.98	-3.59%	-0.38%
2024/7/1	102.82	11.05%	6.20%	27.6	7	20.6	-20.71%	2.19%	(6.33)	129.75	7.98%	0.85%
2024/8/1	101.35	2.48%	5.72%	24.96	3.08	21.88	-28.24%	-2.59%	(7.20)	133.01	0.26%	0.77%
2024/9/1	100.43	-0.76%	4.94%	32.25	1.6	30.65	-1.07%	-2.38%	(9.92)	141.00	4.71%	1.26%
2024/10/1	99.57	0.19%	4.45%	35.5	2.1	33.4	5.16%	-1.45%	3.76	129.21	-4.08%	0.67%
2024/11/1	100.5	4.60%	4.47%	36.2	1.2	35	-3.31%	-1.68%	(8.50)	144.00	6.86%	1.29%
2024/12/1	109.5	9.57%	4.90%	34.5	2	32.5	8.05%	-0.77%	(1.00)	143.00	9.98%	2.05%
2025/1/1	101.38	4.54%	4.54%	26.8	1.7	25.1	-28.33%	-28.33%	14.07	112.41	-9.84%	-9.84%
2025/2/1	105.54	11.06%	9.90%	26.57	3.25	23.32	-2.10%	-17.71%	8	120.86	36.87%	9.53%
2025/3/1	110	10.06%	9.95%	18	7.5	10.5	-58.66%	-30.06%	-4.5	125	5.07%	7.93%
2025/4/1	106	9.84%	9.93%	30	7	23	-6.12%	-24.66%	-12	141	14.17%	9.62%
2025/5/1	105	4.10%	8.75%	28	2	26	3.71%	-19.35%	-5	136	12.59%	10.24%
2025/6/1	105	4.48%	8.01%	29	2	27	110.77%	-7.98%	-3	135	15.40%	11.11%



股票代码：600927

谢谢
THANKS

www.yafco.com



永安期货官微



永安期货APP

免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。