



## 成本支撑 VS 库存累积，沪铜或将高位震荡

### 摘要

**国外宏观：**从美联储官员5月的发言来看，整体态度偏鹰。美联储主席鲍威尔重申可能在更长时间内将利率维持在高位，不认为下一步行动可能是加息，更有可能将政策利率维持在现有水平。对通胀回落的信心低于之前。在会议纪要中，也提及由于近期通胀表现令当局失望，利率或将保持当前水平更长时间。总的来看，美国经济韧性仍较好，降息预期延后。

**国内宏观：**两会过后，政策快速部署落地，超长期国债以及新一轮设备更新政策启动，有望持续带动国内需求修复，预计后续制造业回升仍有空间。流动性方面，币供应量增速的明显下滑，主要原因是季节性因素以及手工补息受到严格监管的背景下对于不合规产品的“挤水分”，预计未来几个月货币供应量增速将有企稳。我国处于经济转型和产业升级的关键期，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，物价保持基本稳定有坚实基础。

**供需情况：**从铜矿端的角度，加工费用再度下降，矿端供应偏紧情况并未有效缓解。供给方面，5月减产幅度并不及预期，由于精废价差走扩，废铜、粗铜等替代效应显现，致使部分冶炼厂可用相对便宜的废铜替代铜精矿进行冶炼生产。需求方面，由于铜价快速上涨，加之终端消费订单向上传导仍需时间，导致下游铜材有效需求不及预期，精铜库存积压。总体来看，目前精铜基本面处于，供给相对充足，有效需求静待消费向上传导的阶段。

**展望：**TC费用再度走弱反馈出铜精矿仍处于相对偏紧状况，较高价格的原材料从成本端支撑铜价运行。但不能忽视的是有效需求和库存积累等问题，从国家政策方面，统计局发文明确下一阶段，要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，加快发展新质生产力，促进产业提质升级，着力扩大有效需求，助力企业纾困解难，巩固增强工业经济回升向好态势，不断推动工业经济高质量发展。政策方面的助力逐步落实，需求方面静待终端消费的向上传导。预计铜价将开启高位震荡行情，等待基本面拐点到来。

#### 操作建议：

策略对象：CU2407 期货合约

策略：82000-86000 区间交易。

参考止盈位：82000 左右逢低做多，86000 左右逢高抛空。

参考止损位：向下跌破或向上突破区间 2000 元左右止损。

仅供参考，注意控制交易节奏和风险控制。

瑞达期货股份有限公司  
投资咨询业务资格  
证监许可【2011】1780号

研究员：王福辉  
期货从业资格号 F03123381  
期货投资咨询  
从业证书号 Z0019878  
助理研究员：王凯慧  
期货从业资格号 F03100511

咨询电话：0595-86778969  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号  
了解更多资讯

研究服务



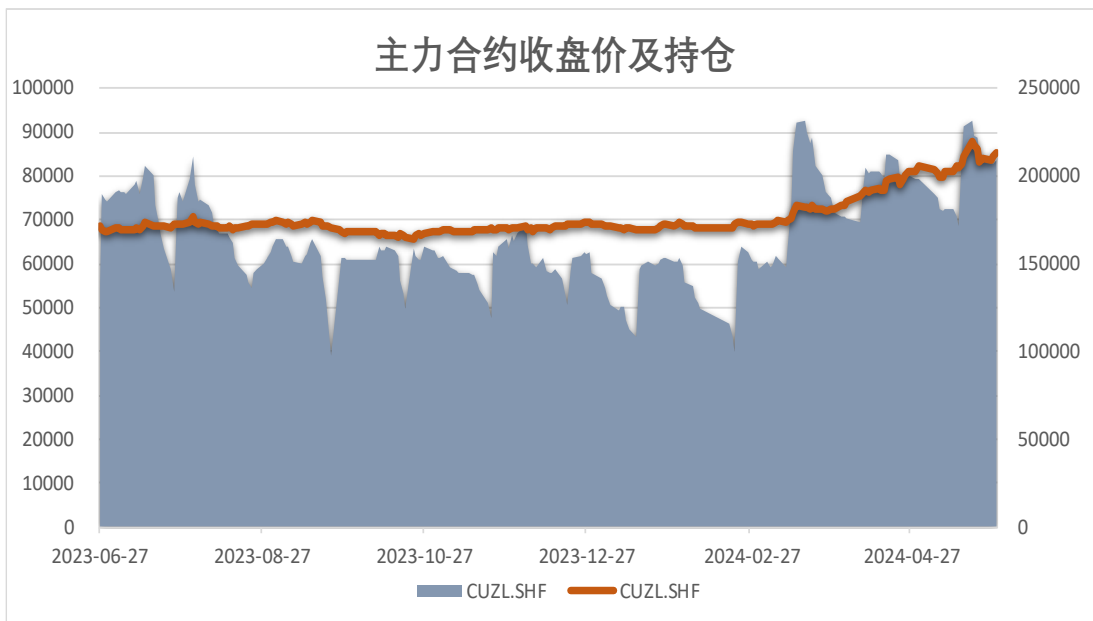
## 目录

|                  |    |
|------------------|----|
| 第一部分、宏观资讯及市场行情回顾 | 2  |
| 一、5月沪铜期货行情回顾     | 2  |
| 二、宏观资讯回顾及简评      | 2  |
| 1、国际宏观资讯回顾       | 2  |
| 简评               | 3  |
| 2、国内宏观资讯回顾       | 4  |
| 简评               | 5  |
| 第二部分、铜市场产业链分析    | 6  |
| 一、铜全球供需情况        | 6  |
| 1、ICSG 月度报告      | 6  |
| 2、铜库存情况          | 6  |
| 二、国内铜市供给情况       | 7  |
| 1、国内精炼铜表观消费量     | 7  |
| 精炼铜生产情况          | 7  |
| 精废铜价差情况          | 8  |
| 2、铜进口情况          | 9  |
| 铜矿进出口情况          | 9  |
| 精炼铜进口量小幅下滑       | 10 |
| 三、国内铜市需求情况       | 12 |
| 1、下游铜材表观消费量      | 12 |
| 国内铜材生产情况         | 12 |
| 下游铜材进口情况         | 13 |
| 2、终端应用铜耗情况       | 14 |
| 电力行业表现情况         | 14 |
| 新汽车行业情况          | 14 |
| 第三部分、行情小结与展望     | 16 |
| 第四部分、操作策略        | 17 |
| 一、投资策略           | 17 |
| 二、期权策略           | 17 |
| 免责声明             | 18 |

## 第一部分、宏观资讯及市场行情回顾

### 一、5月沪铜期货行情回顾

2024年5月沪铜期货主力合约在创下新高88940元随后震荡回落，持仓量增加。回顾2024年5月，海外方面，美国经济整体通胀水平叠加非农数据走弱或暗示美国经济逐步放缓，年内市场或持续下修利率预期。美联储会议纪要显示，决策者担心通胀下降进展不足，认为需要花更多时间才会有信心降息，暗示继续保持高利率的观望状态应持续更久，多名决策者有意一旦通胀风险重燃就进一步加息。国内方面，我国处于经济转型和产业升级的关键期，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，物价保持基本稳定有坚实基础。截止2024年5月29日，沪铜报收85470元/吨，月线收涨2.82%。

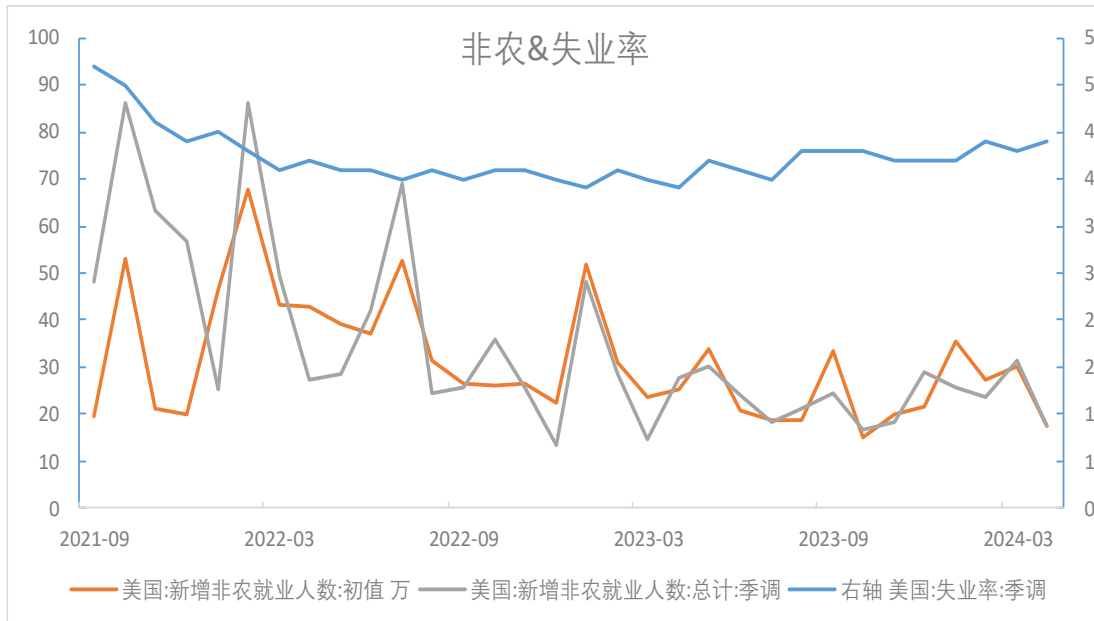


图表来源：IFIND、瑞达期货研究院

## 二、宏观资讯回顾及简评

### 1、国际宏观资讯回顾

1. 2024年5月3日，美国4月季调后非农就业人口增17.5万人，预期增24.3万人，前值从增30.3万人上修至增31.5万人。出乎市场预期，失业率从3月份的3.8%升至3.9%，达到2022年1月以来最高水平。工资的涨幅也低于预期，较上年同期增长3.9%，而3月份的增幅为4.1%。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2. 2024年5月2日，ISM公布的数据显示，美国4月ISM制造业PMI为49.2，预期50，前值50.3。首次扩张后小幅回落。

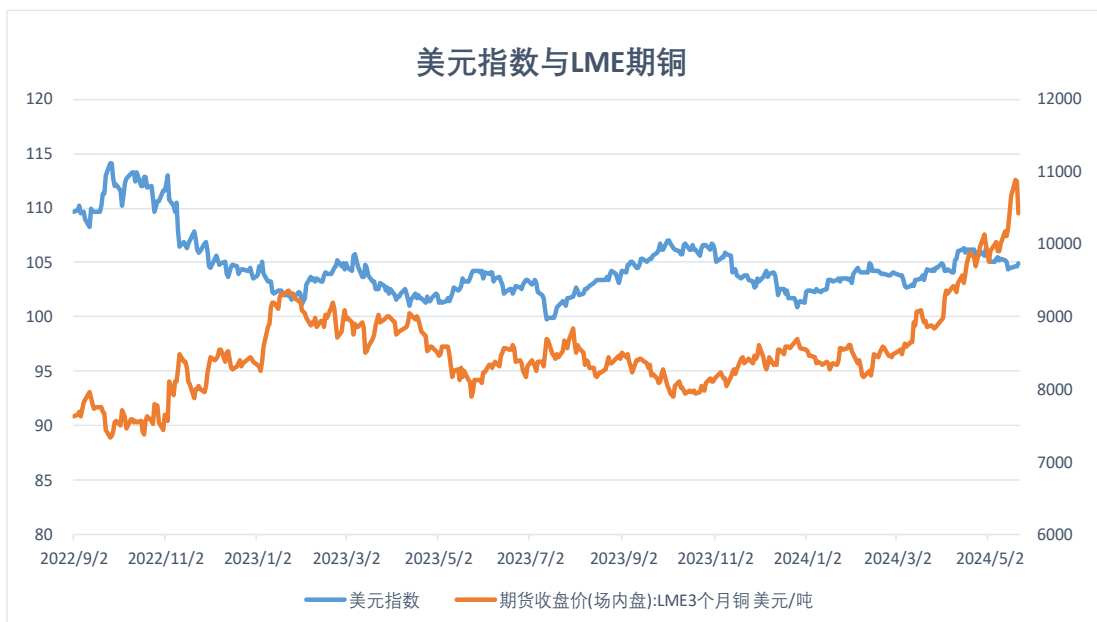
3. 2024年5月16日，美国劳工部最新公布的数据显示，美国4月CPI同比增长3.4%，符合市场预期，前值为3.5%；环比增长0.3%，预期和前值均为0.4%。4月核心CPI同比降至3.6%，为2021年4月以来最低；核心CPI环比增速从3月份的0.4%下降至0.3%，为6个月来首次下降，符合市场预期。

4. 2024年5月15日，美国劳工局公布数据显示，美国4月PPI环比上升0.5%，超出市场预期的0.3%，分析称超预期的原因是3月数据有所下修，同比增速为2.2%，符合市场预期，交易员减少对美联储9月降息的押注，鲍威尔称PPI数据“喜忧参半”。

5. 2024年5月23日，美联储会议纪要显示，决策者担心通胀下降进展不足，认为需要花更多时间才会有信心降息，暗示继续保持高利率的观望状态应持续更久，多名决策者有意一旦通胀风险重燃就进一步加息。

### 简评

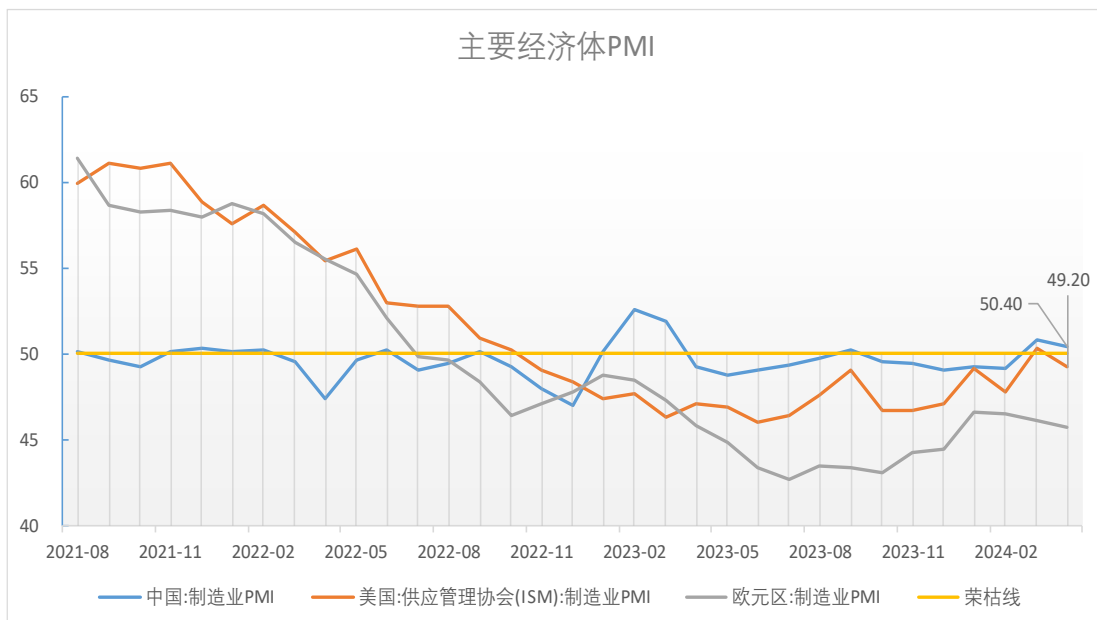
从美联储官员5月的发言来看，整体态度偏鹰。美联储主席鲍威尔重申可能在更长时间内将利率维持在高位，不认为下一步行动可能是加息，更有可能将政策利率维持在现有水平。对通胀回落的信心低于之前。在会议纪要中，也提及由于近期通胀表现令当局失望，利率或将保持当前水平更长时间。总的来看，美国经济韧性仍较好，降息预期延后。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

## 2、国内宏观资讯回顾

1. 2024年4月30日,中国国家统计局公布,4月官方制造业PMI录得50.4,前值50.8,预期50.4;非制造业PMI51.2,前值53,预期52.3;综合PMI录得51.7。三大指数连续两个月位于扩张区间,我国经济景气水平总体延续扩张。

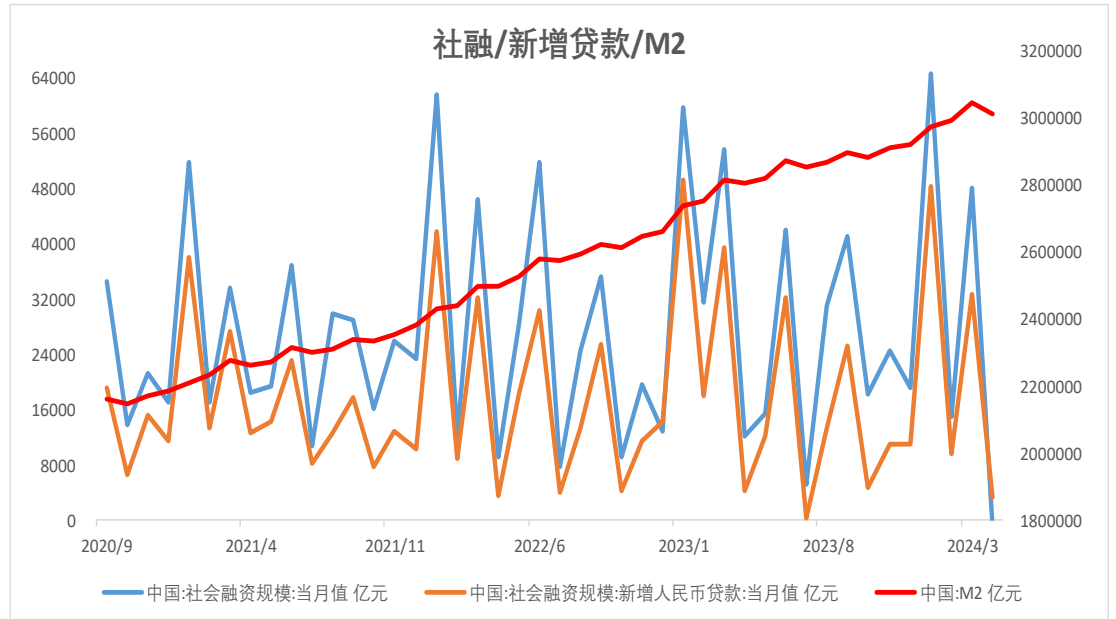


图表来源：WIND、瑞达期货研究院

2. 2024年5月12日,国家统计局发布数据显示,4月份,我国CPI同比上涨0.3%,涨幅比上月扩大0.2个百分点,且高于市场预期;环比则由降转涨,上涨0.1%。PPI同比下降2.5%,降幅收窄;环比下降0.2%,弱于市场预期,生产资料和生活资料的环比均为下

降。CPI 的回暖表现受到了旅游等服务消费和能源价格的支撑，PPI 表现则受到基数效应拖累。

3. 2024 年 5 月 12 日，4 月末，广义货币(M2)余额 301.19 万亿元，同比增长 7.2%。社会融资规模存量为 389.93 万亿元，同比增长 8.3%。前四个月，社会融资规模增量累计为 12.73 万亿元，比上年同期少 3.04 万亿元。对实体经济发放的人民币贷款增加 9.44 万亿元，同比少增 1.7 万亿元。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

4. 2024 年 5 月 18 日，国家统计局公布数据，4 月，规模以上工业增加值同比增长 6.7%，环比增长 0.97%；社会消费品零售总额 3.57 万亿元，同比增长 2.3%。全国城镇调查失业率为 5.0%，环比下降 0.2 个百分点，连续 2 个月下降。1-4 月，全国固定资产投资（不含农户）14.34 万亿元，同比增长 4.2%。

## 简评

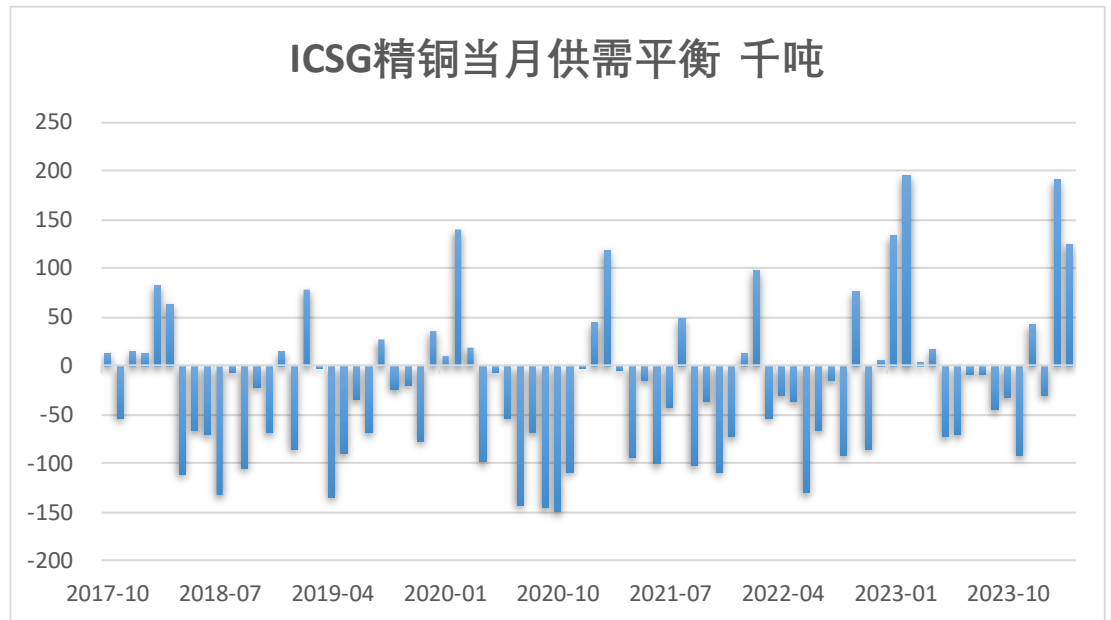
我国经济稳步恢复，制造业 PMI 虽有回落但仍连续 2 月保持荣枯线之上，两会过后，政策快速部署落地，超长期国债以及新一轮设备更新政策启动，有望持续带动国内需求修复，预计后续制造业回升仍有空间。流动性方面，币供应量增速的明显下滑，主要原因是季节性因素以及手工补息受到严格监管的背景下，对于不合规产品的“挤水分”，预计未来几个月货币供应量增速将有企稳。我国处于经济转型和产业升级的关键期，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，物价保持基本稳定有坚实基础。

## 第二部分、铜市场产业链分析

### 一、铜全球供需情况

#### 1、ICSG 月度报告

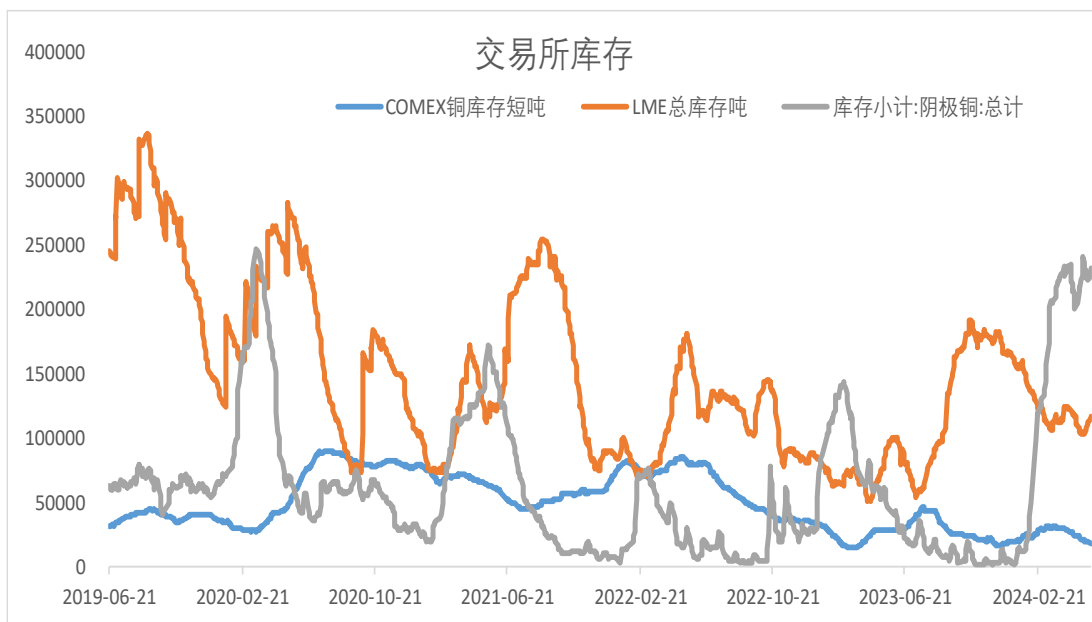
据 ICSG 统计，截至 2024 年 3 月，全球供需平衡当月状态为供给过剩，当月值为 125 千吨。3 月份全球精炼铜产量为 233 万吨，消费量为 220 万吨。ICSG 表示，经调整后（考虑中国保税仓库的库存变化），3 月份精炼铜市场供应过剩 138,000 吨，而 2 月份则为供应过剩 221,000 吨。



图表来源：ifind、瑞达期货研究院

#### 2、铜库存情况

从全球三大主要交易所库存的数据来看，截止发稿数据，LME 总库存为 117300 吨，较上月环比-200 吨；COMEX 总库为 17887 短吨，较上月环比-6725 吨；SHFE 仓单为 231515 吨，较上月环比+19292 吨。总的来看海外 COMEX 铜库存显著去化，LME 铜库存小幅回调。从国内库存方面来看，此次库存拐点并未按历史规律如期来临，目前库存水平仍处较高水位，短期快速上涨的铜价对下游的拿货情绪有一定抑制。终端消费对下游需求的拉动效应仍需时间进行传导。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

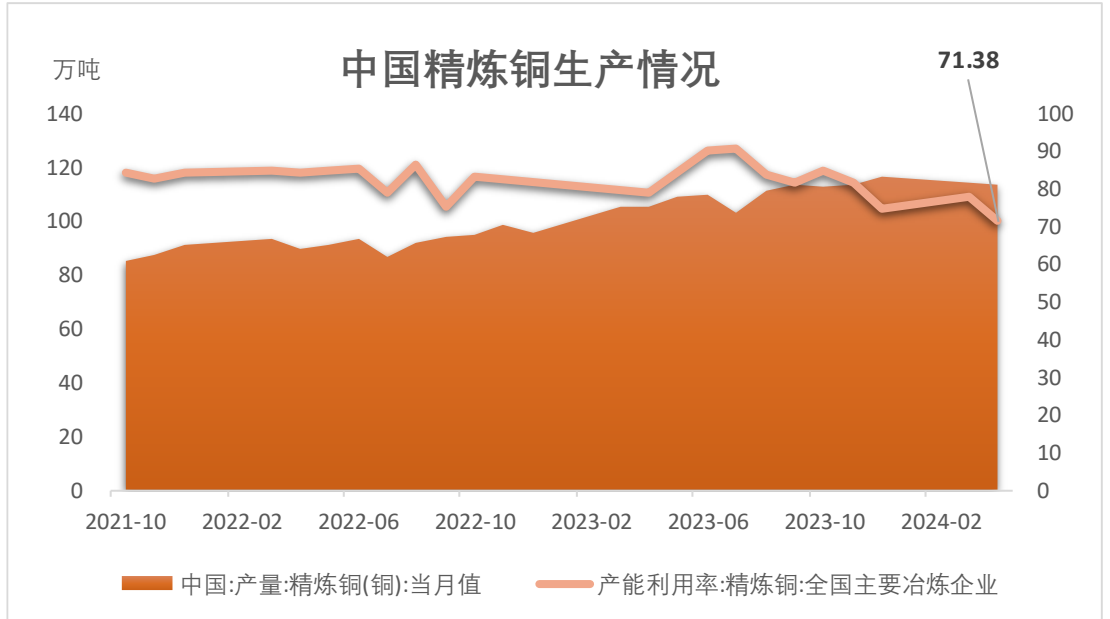
## 二、国内铜市供给情况

### 1、国内精炼铜表观消费量

#### 精炼铜生产情况

据国家统计局数据，截至 2024 年 4 月，精炼铜当月产量为 113.6 万吨，较 3 月减少 1.1 万吨，降幅 0.96%，同比增幅 7.27%。国内主要企业 4 月精炼铜产能利用率为 71.38%，较 3 月减少 6.92%。4 月产量环比下降的原因是有 7 家冶炼厂进行检修，产量降幅并没有预期大，主要因为精废价差扩大，废铜性价比提升替代铜精矿，冶炼厂可以采购到足够的原料令检修影响量明显下降。据悉由于有较多冶炼厂集中于 6 月进行检修，预计国内 5-6 月精炼铜产量仍将维持小幅下降态势。

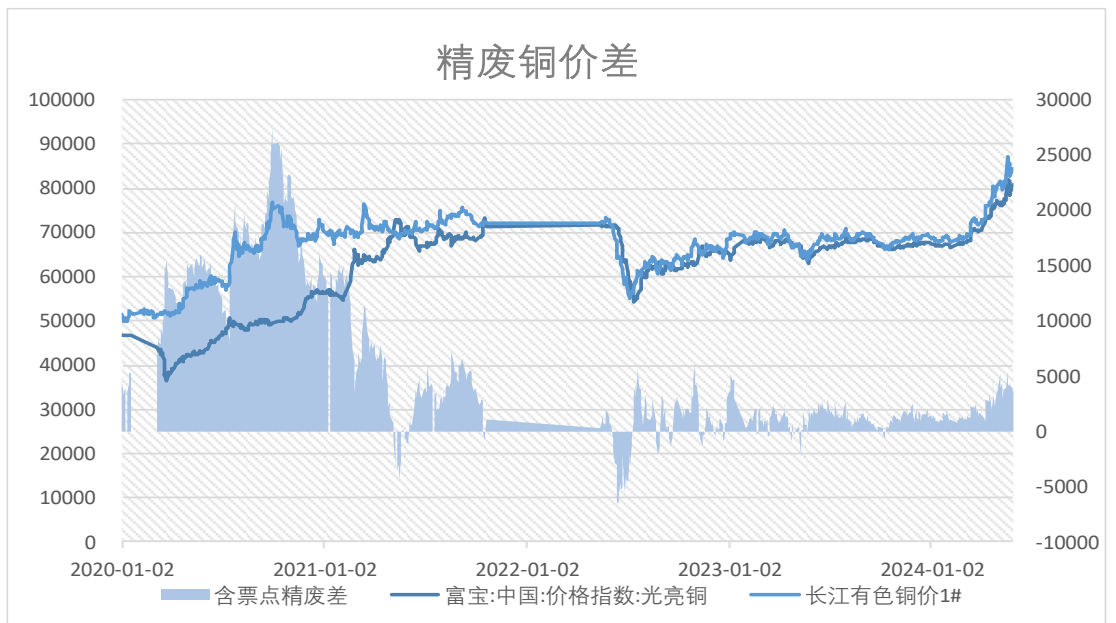




图表来源：WIND 瑞达期货研究院

### 精废铜价差情况

截止 2024 年 5 月 29 日,精废铜价差(含税)为 3538.28 元/吨,较上月环比增长 9.46%。精废价差走扩。由于精炼铜与废铜二者在一定程度上有着替代作用,5 月精炼铜价格加速上涨,令精废铜价差再度走扩,高额的现货价格和原料价格也将趋势冶炼企业转向更为便宜的废铜作为冶炼原料替代铜精矿,以应对矿端偏紧局面。预计后续废铜替代铜精矿的性价比将逐渐显著,但高位运行的精铜及废铜的性价比亦将带动废铜价格的上行,从而精废价差或将在走扩后又逐步收敛。

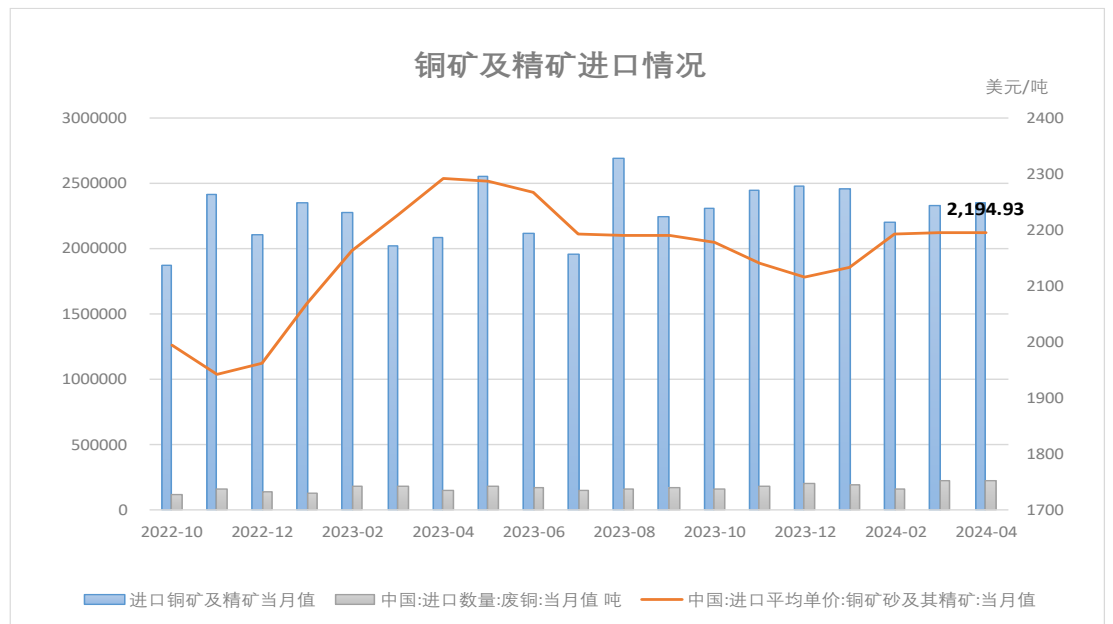


图表来源：WIND 瑞达期货研究院

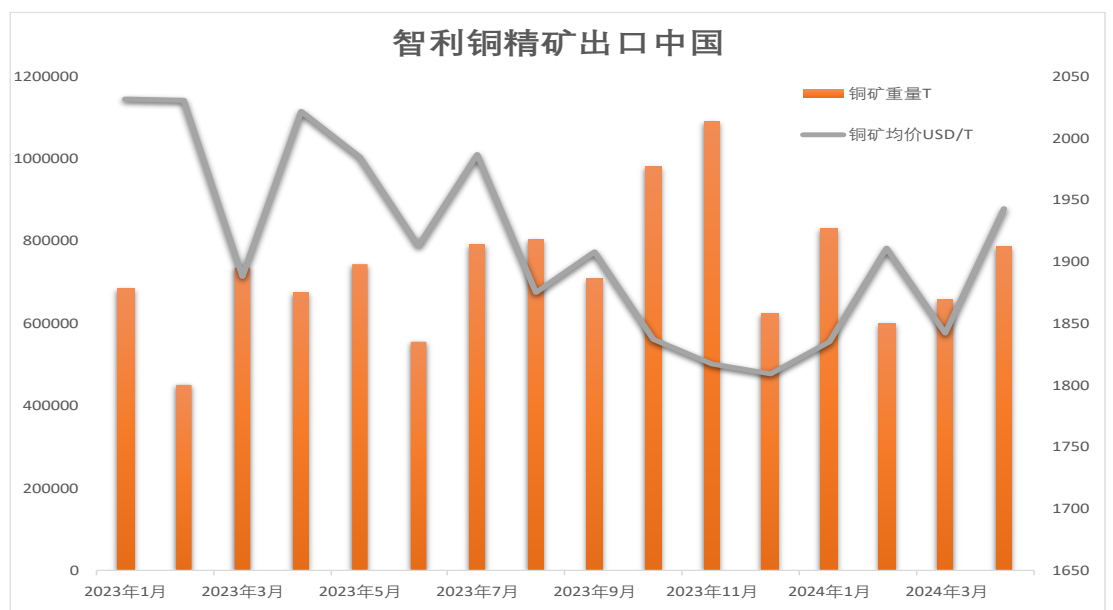
## 2、铜进口情况

### 铜矿进出口情况

据海关总署统计，截至 2024 年 4 月，铜矿及精矿当月进口量为 234.79 万吨，较 3 月增加 1.62 万吨，增幅 0.69%，同比增幅 12.39%。据智利海关数据，2024 年 4 月出口至中国铜矿约为 785222.98 吨（78.5 万吨），环比 3 月增长约 19.33%。预计随着货船陆续到港 5 月我国铜矿进口方面将有所增长。



图表来源：WIND 瑞达期货研究院



图表来源：智利海关 瑞达期货研究院

从下图 TC 费用指数的走势来看，2024 年 5 月 TC 费用再度走低，报价 1.7 美元/吨，较 4 月下跌 50%。矿端偏紧情况尚未明显改观，但由于前文提及精废价差的走扩，废铜替代效应显现，令各冶炼厂此前的减产幅度不及预期。由于 TC/RC 是铜矿定价的核心条款，继续下行的 TC 亦将促使铜矿价格的重心上移，预计铜矿价格仍将保持偏强运行的走势。



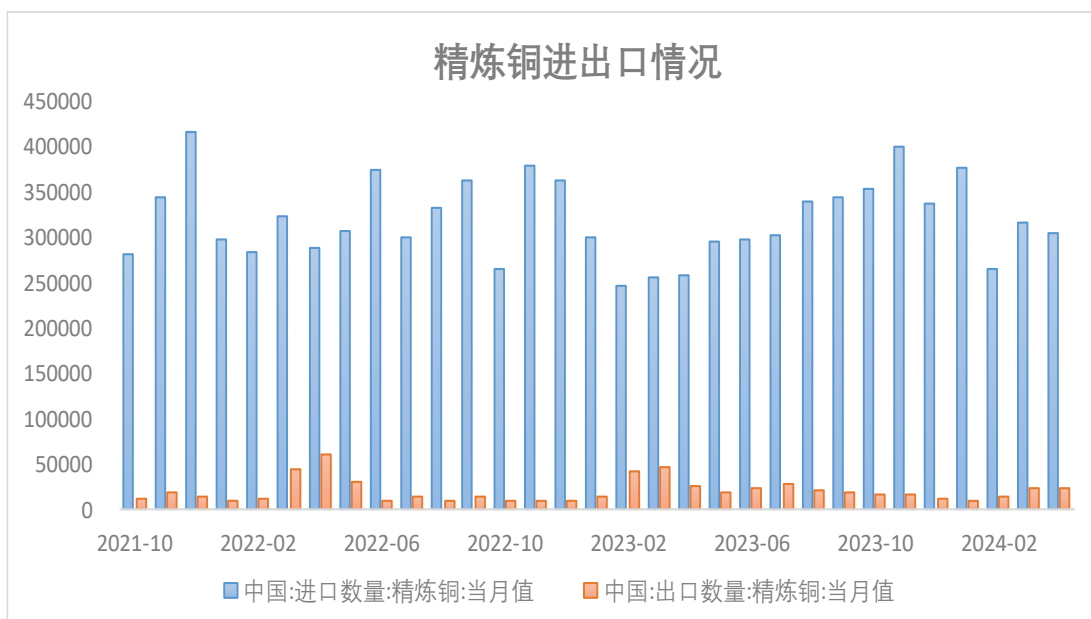
图表来源：Ifind 瑞达期货研究院

### 精炼铜进口量小幅下滑

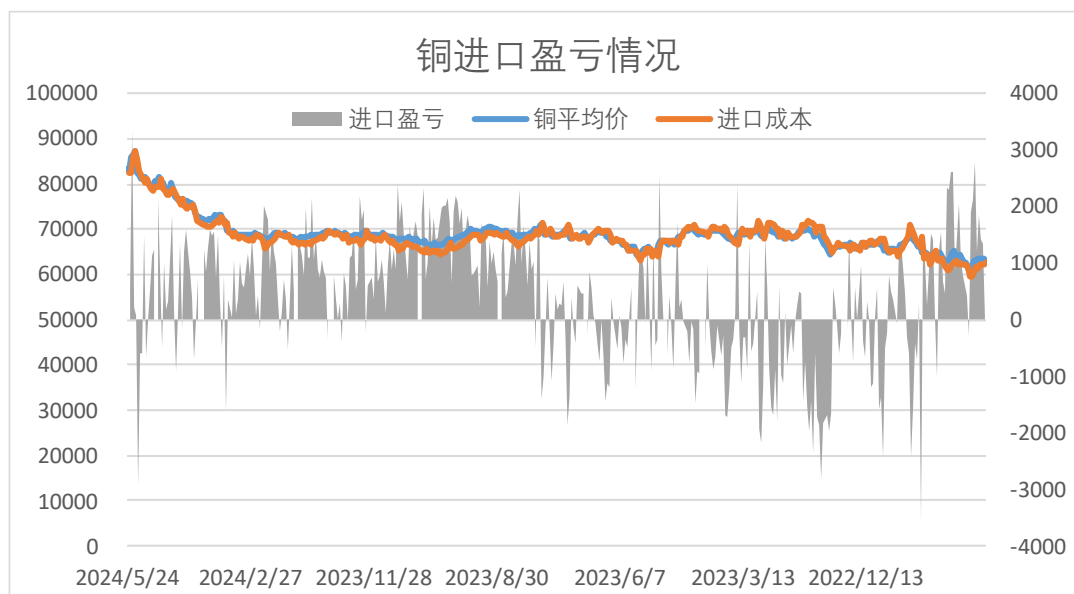
据海关总署统计，截至 2024 年 4 月，精炼铜当月进口量为 305818.914 吨，较 3 月减少 11099.9 吨，降幅 3.5%，同比增幅 17.87%。从进口上看，进入 4 月中下旬后，现货铜价快速攀升，进口盈亏额不断恶化，航运时间较短的进口源，对价格反应较为敏感，在进口盈亏恶化后，量级出现下滑，而较长航运时间的货源（如智利），由于此前比价仍存在盈利空间，这部分货源影响较小。因而整体来看，电解铜进口量环比 3 月仅出现小幅下降。此外，由于智利是我国占比最大的铜货源国（约占 3 成左右比例），从下图可见，智利 4 月精铜出口中国环比显著回升 48%，但由于美国 5 月 15 日 COMEX 交仓事件引发许多贸易商在全球各地收购电解铜交付仓库，也将分流中国电解铜的进口量，综合来看 5 月后电解铜进口量将有所减少。

从出口方面看，如前文中所提及，COMEX 铜 5 月 15 日的事件，预计将引发部分交仓问题，目前我国境内社会库存较为充足，加之下游需求由于高铜价带来了一定抑制。因此在交仓问题的影响下，不仅是会分流我国部分进口量，还将对我国部分库存铜的出口起到一定提振作用，也将以出口缓解国内部分库存压力。

综上所述，由于进口盈亏比价的原因，在 4 月中下旬我国进口量有所放缓，5 月，对 COMEX 铜交仓问题的担忧，亦将分流我国部分进口源以及增长我国出口量。因此，我们预计 5-6 月国内精铜进口将小幅下降，而精铜的出口将有所表现。



图表来源: WIND 瑞达期货研究院



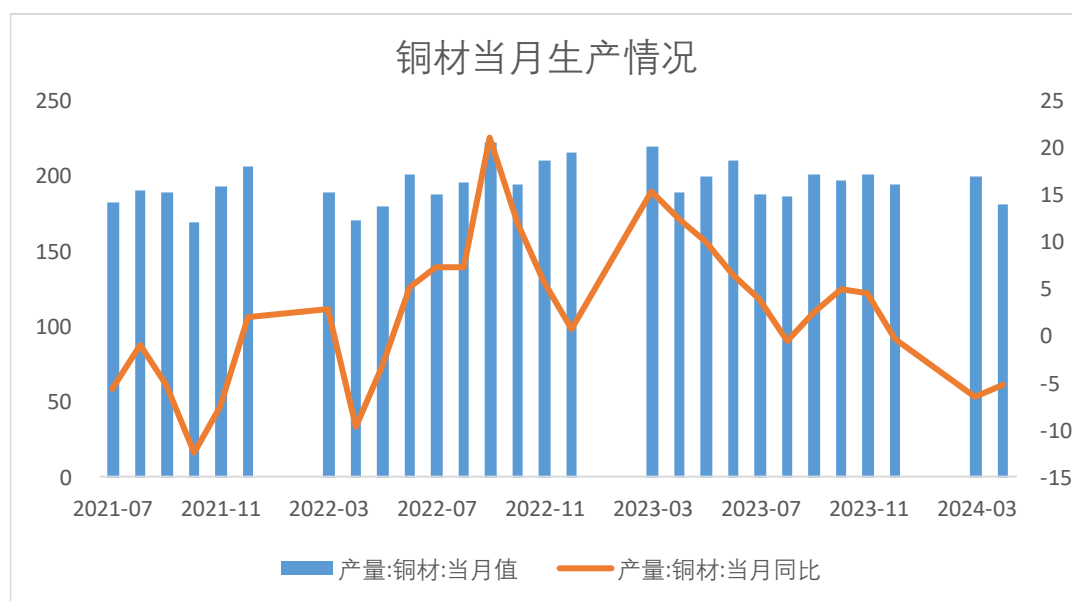
图表来源: 智利海关 瑞达期货研究院

### 三、国内铜市需求情况

#### 1、下游铜材表观消费量

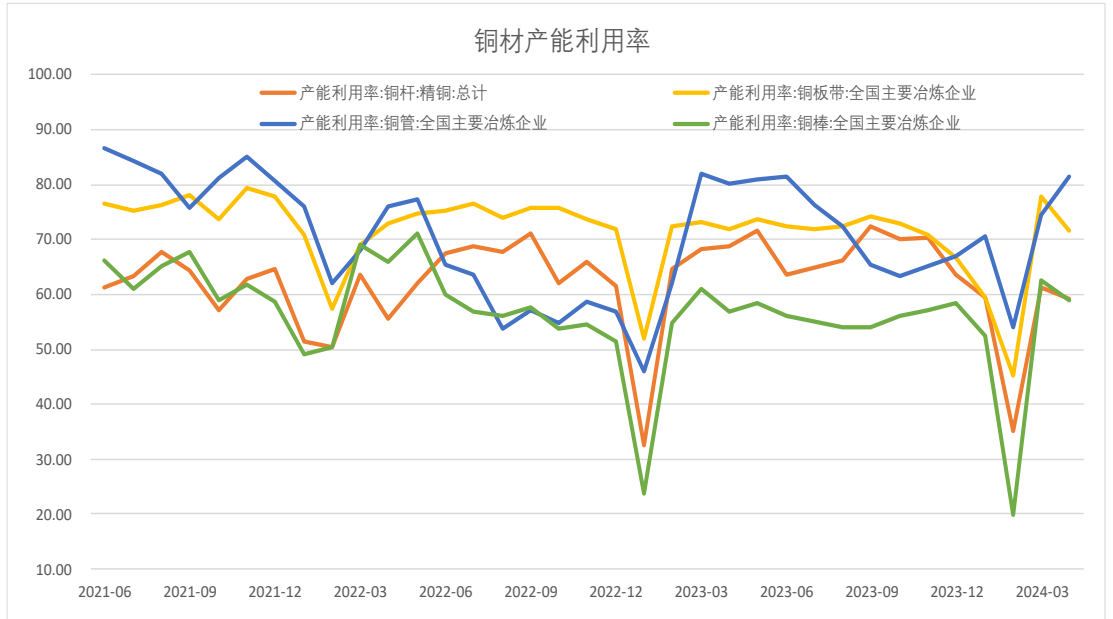
##### 国内铜材生产情况

据国家统计局数据，截至 2024 年 4 月，铜材当月产量为 181.3 万吨，较 3 月减少 18.7 万吨，降幅 9.35%。由于 5 月份，铜现货价格加速上涨，高铜价对下游拿货情绪有一定抑制，下游目前多以按需采购的情况。



图表来源：WIND、瑞达期货研究院

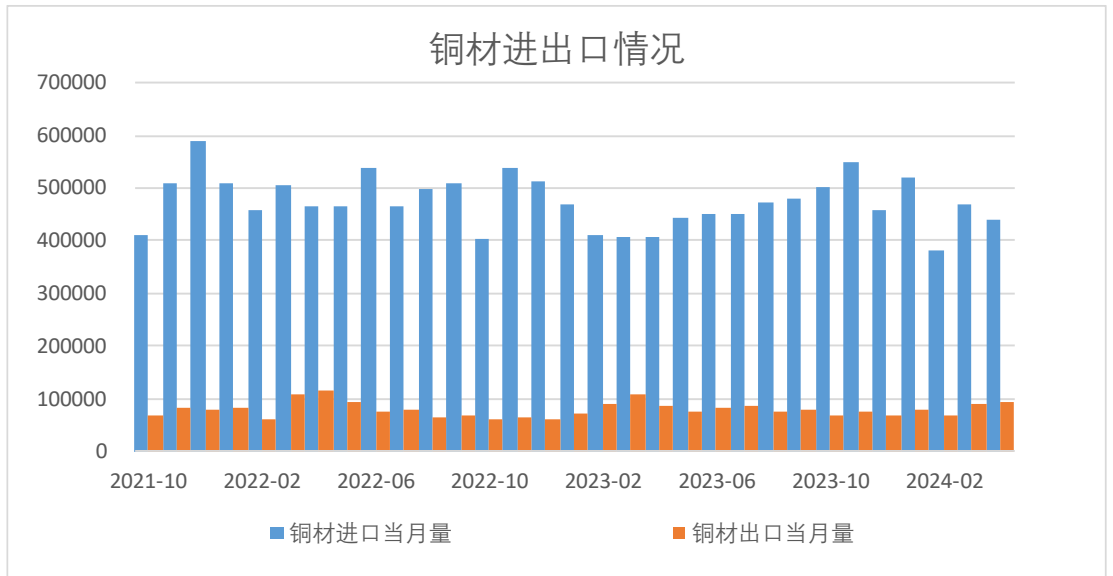
从具体铜材生产情况来看，除铜管材外其余板材、棒材、杆材皆有不同程度回落。尽管许多企业原本预计 4 月份会迎来旺季，带动订单的回升，并且期待在长期疲软的基本面下铜价能够有所下调，从而提升开工率，但实际情况却有所不同。4 月份，市场情绪受到一系列宏观利好因素的提振，加之对矿端供应的持续担忧，铜价并未出现下游期望的回调，反而持续上涨，并在月末突破关键阻力位，达到八万元大关。铜价的持续上涨对下游消费产生了抑制作用，因为高铜价会增加下游企业的生产成本。这导致精铜杆等铜产品的成品库存增加，同时企业面临的成本压力也在增大。由于这些因素，整体的开工率并未达到预期，也低于去年同期的水平。铜管材方面，由于夏季来临空调家电方面的生产订单陆续而至，加之国家政策方面鼓励家电以旧换新，致使管材生产出现回升状态。



图表来源：Ifind、瑞达期货研究院

### 下游铜材进口情况

据国家统计局数据,截至 2024 年 4 月,铜材当月进口量为 440000 吨,较 3 月减少 30000 吨,降幅 6.38%,同比增幅 8.03%。4 月铜材进口量环比降幅明显,由高铜价抑制下游部分需求,国内生产方面开工率不及预期,加之进口比价不利等因素所致。

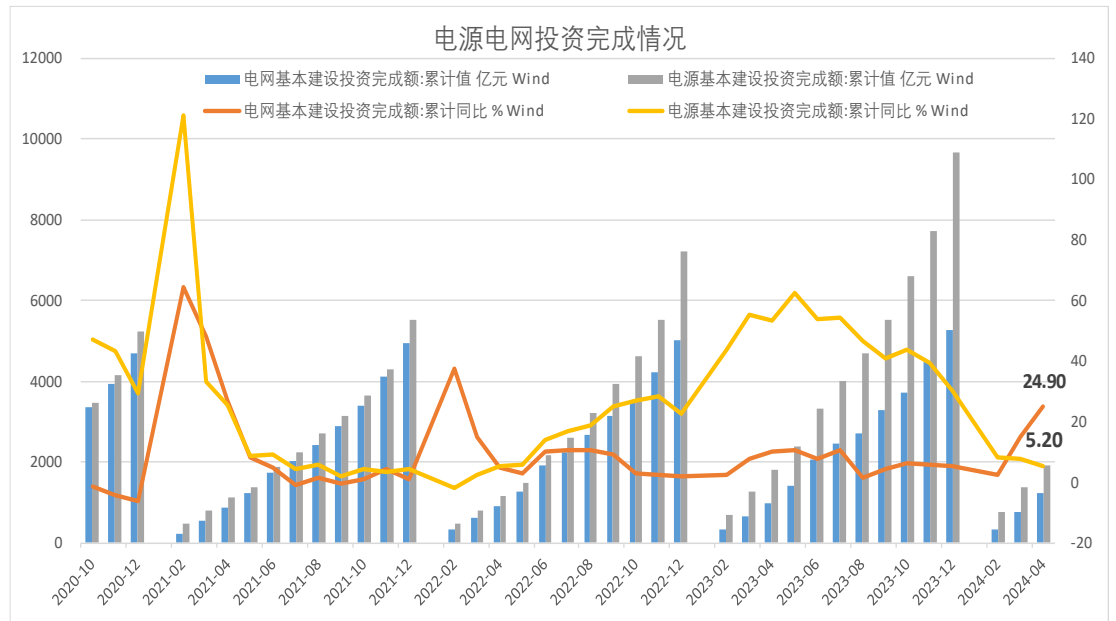


图表来源：WIND 瑞达期货研究院

## 2、终端应用铜耗情况

### 电力行业表现情况

电力系统的建设对精炼铜的消费在我国铜消耗重占有大部分比重，截至 2024 年 4 月，电源、电网投资完成累计额为 1912 亿元、1229 亿元同比 5.2%、24.9%。国家电网预计在 2024 年的电网建设投资总规模将超过 5000 亿元人民币。投资将用于加大数智化坚强电网的建设，促进能源绿色低碳转型，并推动特高压工程的开工建设，如阿坝至成都东等项目。此外，还将围绕数字化配电网、新型储能调节控制、车网互动等应用场景，打造一批数智化坚强电网示范工程。电力系统这一块工程从历年完成度来看，皆能够按预定目标开展施工，因而电力系统耗铜量在我国保持稳定增长态势。



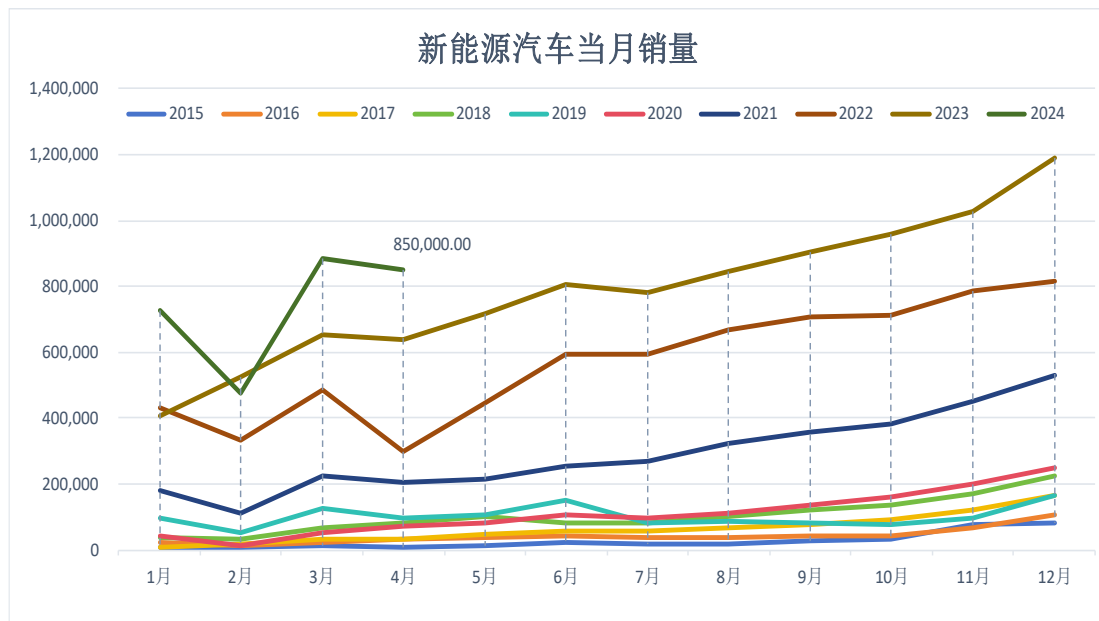
图表来源：WIND、瑞达期货研究院

### 新能源汽车行业情况

据中汽协数据，截至 2024 年 4 月，新能源汽车当月产量为 870000 辆，环比 0.81%；销量为 850000 辆，环比-3.74%。新能源汽车销量 4 月表现环比略有下降，同比大幅提升。由于 4 月按以往季节变化来看处于传统淡季，新能源汽车“以旧换新”政策已陆续在全国至少 27 个省（区、市）印发省级方案，地市层面也在逐级落实。虽然 4 月有小幅销量上的回落，预计在政策落实的协同下，5 月销量表现将有亮眼数据。

从新能源汽车对传统燃油车替代方面来看，据中汽协数据，截至 2024 年 4 月，新能源

汽车累销/汽车累销（渗透率）为 32.38%，环比 1.28%，同比 5.4%。据乘联会预测，5 月狭义乘用车零售约为 165 万辆左右，同比下降 5.3%，环比增长 7.5%，新能源零售预计 77 万辆左右，环比增长 13.7%，同比增长 32.7%，渗透率预计进一步提升至 46.7%。终端消费表现的优异，亦将在一定程度上拉动对碳酸锂的需求，对锂价运行提供一定支撑。



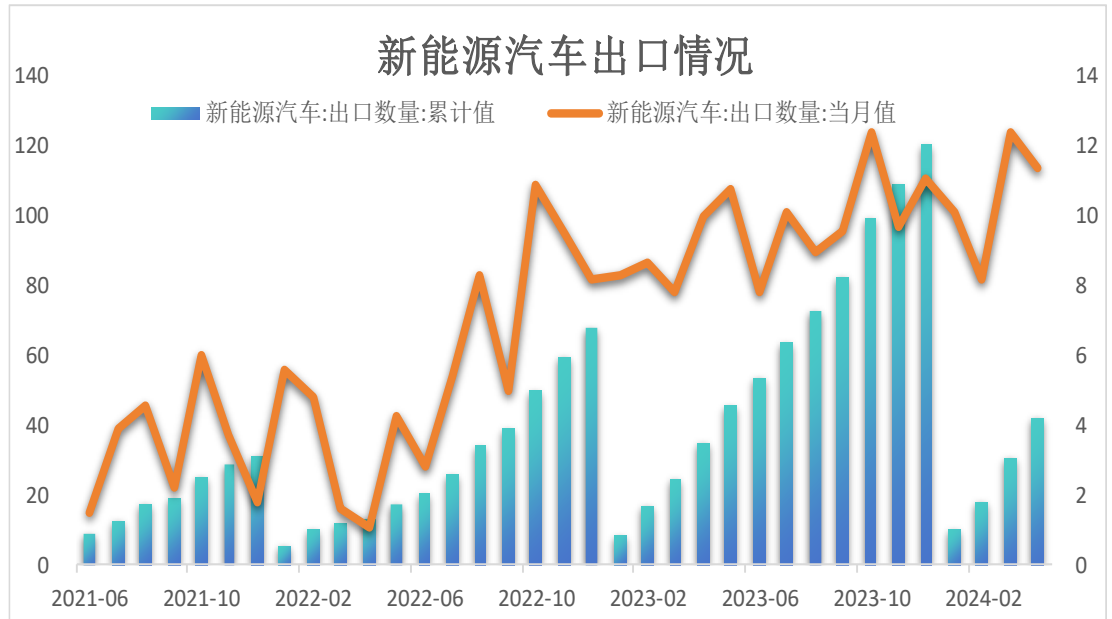
图表来源：中汽协、瑞达期货研究院

据中汽协统计，截至 2024 年 4 月，新能源汽车累计出口量为 42.1 万辆，同比增幅 20.98%。

2024 年 5 月 14 日，美方发布对华加征 301 关税四年期复审结果，宣布在原有对华 301 关税基础上，进一步提高对自华进口的电动汽车、锂电池、光伏电池、关键矿产、半导体以及钢铝、港口起重机、个人防护装备等产品的加征关税。其中，针对中国电动汽车的关税将从 25% 提升至 100%。2024 年 5 月 22 日，外交部发言人汪文斌主持例行记者会。法新社记者提问，欧盟委员会主席冯德莱恩暗示欧盟可能会对中国的电动汽车正式加征关税，但是欧盟将采取与美国不同的做法。冯德莱恩表示，如果中国对电动汽车行业的补贴被证实是违规的，欧盟将会有针对性的征收关税。

据中国海关及中汽协数据，2023 年中国向欧洲出口新能源汽车 68.1 万辆，占总体出口量的 57%。其中，德、英、法、荷兰等国家是主要出口目的地。中国向美国出口新能源汽车 26.7 万辆，占总体出口量的 22%。欧盟和美国是我国新能源汽车要出口国，大幅提升关税意在削减我国新能源汽车市场竞争力，我国外交部及商务部也在积极做出回应和反制措施，因此销量上或有一定回落风险，但侧面也反映出我国新能源汽车已具备一定竞争优势，性价比出众。后续影响情况我们亦将实时跟踪关注，总得来看，美方关税方案较为明确，欧盟仍在进行调查当中，根据美方占比来看，预计 5 月出口量或有影响但较为有限。





图表来源：中汽协、瑞达期货研究院

### 第三部分、行情小结与展望

#### 小结与展望:

商品属性上，从铜矿端的角度，加工费用再度下降，矿端供应偏紧情况并未有效缓解。供给方面，5月减产幅度并不及预期，由于精废价差的走扩，废铜、粗铜等替代效应显现，致使部分冶炼厂可用相对便宜的废铜替代铜精矿进行冶炼生产。需求方面，由于铜价快速上涨，加之终端消费订单向上传导仍需时间，导致下游铜材有效需求不及预期，精铜库存积压。总体来看，目前精铜基本面处于，供给相对充足，有效需求静待消费向上传导的阶段。

金融属性上，国际方面，美国经济整体通胀水平叠加非农数据走弱或暗示美国经济逐步放缓，年内市场或持续下修利率预期。美联储会议纪要显示，决策者担心通胀下降进展不足，认为需要花更多时间才会有信心降息，暗示继续保持高利率的观望状态应持续更久。总体来看，美国经济韧性仍强，降息周期或将延后。国内方面，2024年1-4月规模以上工业企业利润平稳恢复，但国内有效需求仍然不足，外部环境依然复杂严峻，工业企业效益恢复基础仍需巩固。

综上，TC费用再度走弱反馈出铜精矿仍处于相对偏紧状况，较高价格的原材料从成本端支撑铜价运行。但不能忽视的是有效需求和库存积累等问题，从国家政策方面，统计局发文明确下阶段，要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，加快发展新质生产力，促进产业提质升级，着力扩大有效需求，助力企业纾困解难，巩固增强工业经济回升向好态势，

不断推动工业经济高质量发展。政策方面的助力逐步落实，需求方面静待终端消费的向上传导。预计铜价将开启高位震荡行情，等待基本面拐点到来。

## 第四部分、操作策略

### 一、投资策略

操作建议：

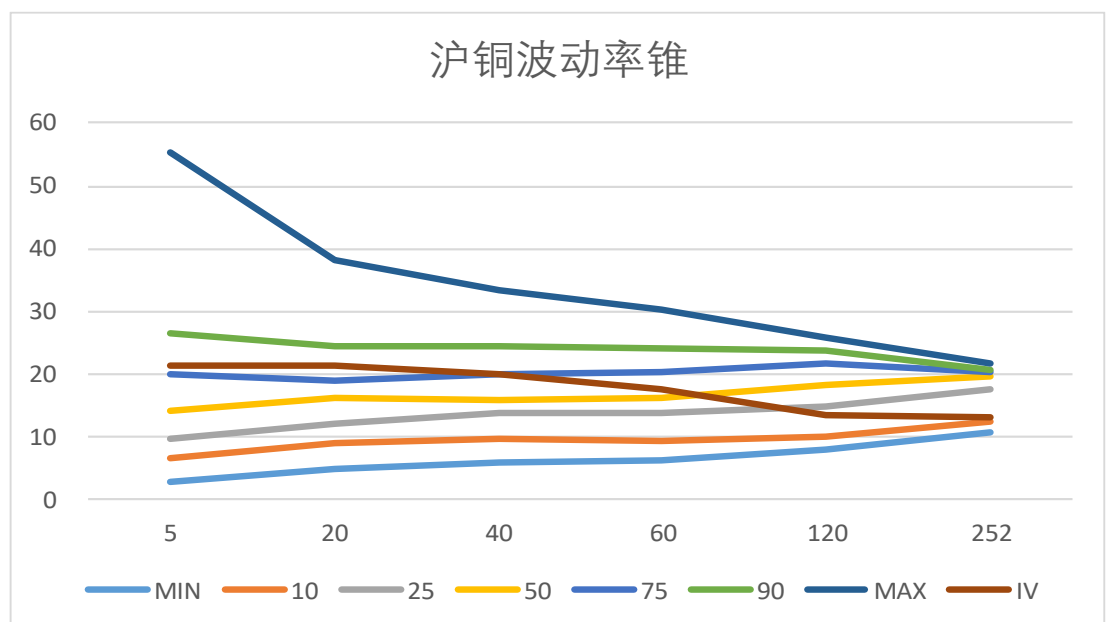
- 策略对象：CU2407 期货合约
- 策略：82000-86000 元/吨区间交易。
- 参考止盈位：82000 左右逢低做多，86000 左右逢高抛空。
- 参考止损位：向下跌破或向上突破区间 2000 元左右止损。

仅供参考，注意控制交易节奏和风险控制。

### 二、期权策略

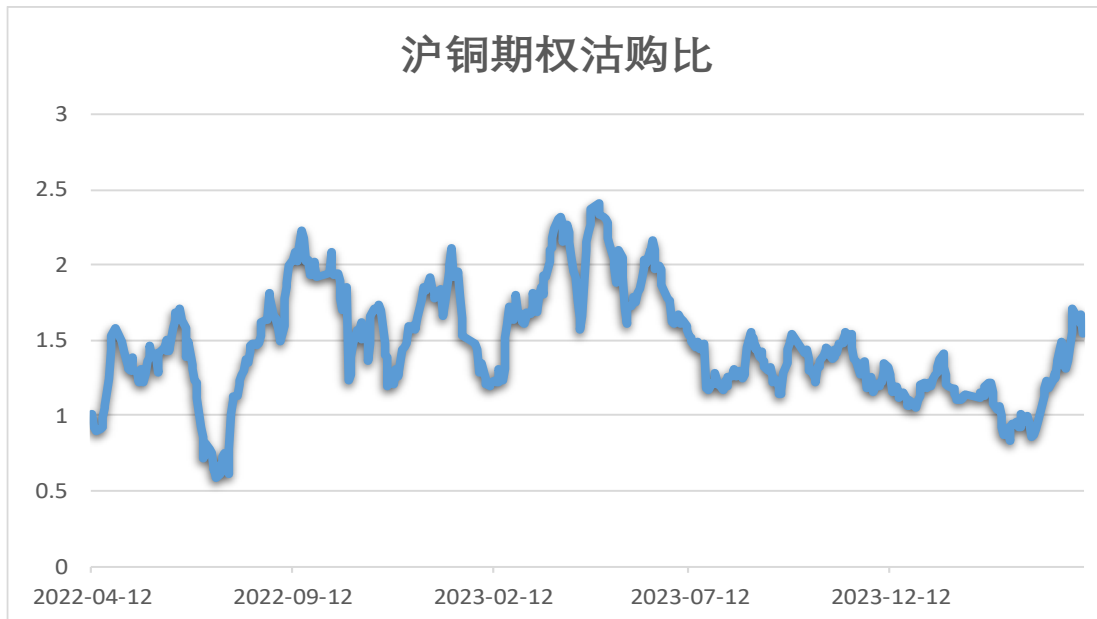
操作建议，卖出平值（84500）认购、认沽期权或者轻度虚值的认沽和认购构建跨式策略做空波动率，构建跨式或宽跨式期权组合策略。

截止发稿数据，沪铜主力平值合约隐含波动率位于各周期历史波动率的 75 分位以上，整体来看隐含波动率位于高波动区间，后续波动率或将有所收敛。



图表来源：wind、瑞达期货研究院

从沽购比的角度，截止发稿数据，沪铜期权合约持仓量沽购比为 1.421，认沽期权在持仓量上占优，整体情绪仍偏空，但较上月小幅回转。



图表来源：wind、瑞达期货研究院

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。