

宏观驱动不足，铜价高位震荡运行

一、行情回顾

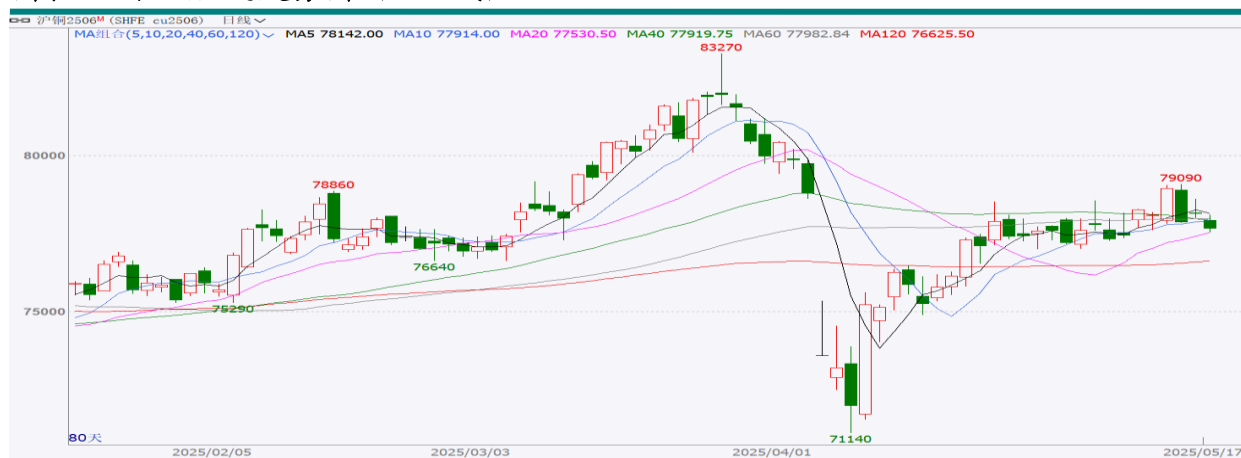
本周铜价震荡运行。周初因中美谈判进展超预期，市场情绪得到提振，铜价小幅走高；之后因临近交割，近月合约持仓偏高，且国内库存较低，铜价进一步走高；但因5月国内消费走弱，且宏观驱动不强，铜价冲高后回落。截至周五沪铜主力2506合约收于78140元/吨，周内涨0.89%；LME3月合约收于9440美元/吨，周内涨0.01%。

图表1：伦铜电三合约走势图（日K线）



资料来源：文华财经软件

图表2：沪铜主连走势图（日K线）



资料来源：文华财经软件

二、现货市场

现货市场，本周市场整体到货量增加，周内恰逢05合约交割换月，国产货源到货入库量相对前期增加，同时保税区仓单货源清关进口至国内亦有增量。周内铜价维持高位震荡运行，同时下游新增订单表现下滑，而且近月合约BACK结构月差高于400元/吨，临近05合约交割，下游入市接货情绪谨慎。

观望，日内整体刚需采购为主，消费相对有所走弱。05 合约换月前现货升水下跌明显，因 BACK 月差高位运行，下游接货需求疲弱，同时部分套利商获利积极出货，现货升水承压快速走跌至贴水行情运行；换月后市场流通货源有限，部分持货商仍存挺价动作，现货升水一度高报至升 500 元/吨附近。截至周五上海地区现货报升水 445，广东地区报升水 360，华北地区报升水 30 元/吨。

加工费方面，本周现货 TC 止跌，小幅回升 0.06 至 -43.05 美元/吨。本周铜精矿现货市场活跃度较低，铜精矿现货市场 TC 弱势格局未见明显改观。市场参与者对 -40 以下的加工费接受度较低，持观望状态。Antofagasta 与冶炼厂的年中谈判即将于月底开始，同时 BHP 现货招标将于 5 月 20 日截标，矿企恰逢其时地“带节奏”或对谈判带来不利影响。由于全球铜冶炼厂的铜精矿需求激增。冶炼厂开启“资源争夺战”不惜以更低的加工费来争夺有限的现货资源以保障电铜生产。2025 年以来，铜精矿现货市场出现两极分化的局面，头部冶炼厂采购行为活跃且集中，中部和小型冶炼厂采购行为偏向“躺平”。虽然近期 TC 出现“底部支撑”，但是在铜精矿供需平衡结果失衡的背景下，现货 TC 的持续恶化也只是时间问题。

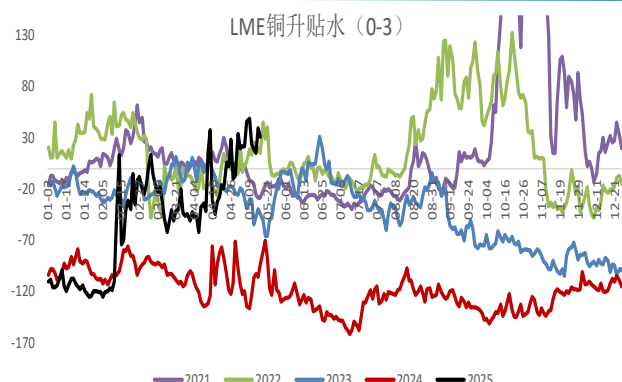
废铜方面，本周精废价差跟随铜价震荡运行，周五报 1667 元/吨。本周铜价偏强震荡，废铜市场顽固货源松动，实际成交有所放量。在铜价拉升后，上游多数货商出货意愿增强，积极出售低价库存，选择在价格高位时出货以实现获利了结。下游厂家着重进行原料补库，以缓解原料供应紧张的局面，目前账面库存已基本恢复至安全水平线以上。不过，本周恰逢换月，成品订单表现平平，且本月处于淡旺季转换阶段，原料端需求有所减弱，下游厂家多以按需采购为主。据 Mysteel 调研 20 家废铜利废加工企业周度采购量为 15550 吨，环比上周增加 5032 吨，增幅 47.84%，废铜库存为 9970 吨，增加 2350 吨（不含在途）。

周内因高铜价且沪铜 BACK 月差较大，对下游消费有所抑制，线缆开工率持平；不过精铜杆开工率环比回升明显。据 SMM 调研，本周铜线缆企业开工率为 83.4%，环比下降 0.1 个百分点，同比增长 3.57 个百分点。据 SMM 了解，当前企业生产多依靠此前在手订单，生产耗铜并未受到明显影响；但本周铜价波动较大对企业新增订单有明显的抑制作用，多家企业表示本周企业新订单增量环比减少，市场采购欲望低，对于忽上忽下的铜价态度极度谨慎，目前企业因担忧新订单增长情况而拖累 6 月的开工率。从库存来看，本周铜线缆企业的原料库存录得 17930 吨，环比下降 2.18%，高铜价下企业采购意愿低；而成品库存则环比增长 4.6% 录得 19550 吨，下游提货速度减慢。因当前

铜价仍具有较高不确定性且市场需求增长并不理想，铜线缆企业对下周预期并无好转。

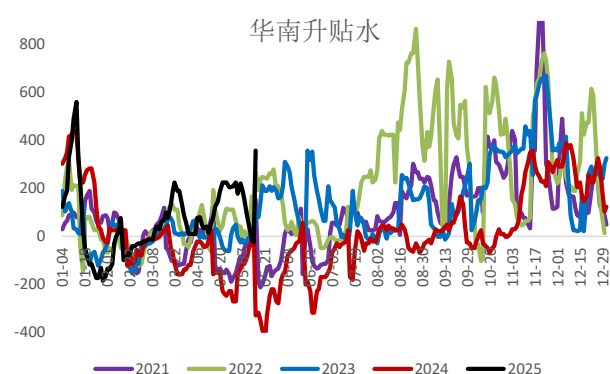
本周精铜杆开工率为 73.26%，环比上升 7.96 个百分点。由于铜价重心继续上行以及 BACK 结构下的高月差抑制了下游采购意愿，精铜杆企业新增订单仍然较弱，部分企业主动减产降低库存，导致开工率恢复受限。从具体库存来看，因开工率不及预期及交割前的去库需求，同时有企业处于检修期停产，本周精铜杆企业原料库存环比减少 0.73%至 33950 吨，成品库存则随着开工率的环比增长及出货节奏的下滑，环比增加 8.12%至 59900 吨。

图表 3：LME 铜升贴水



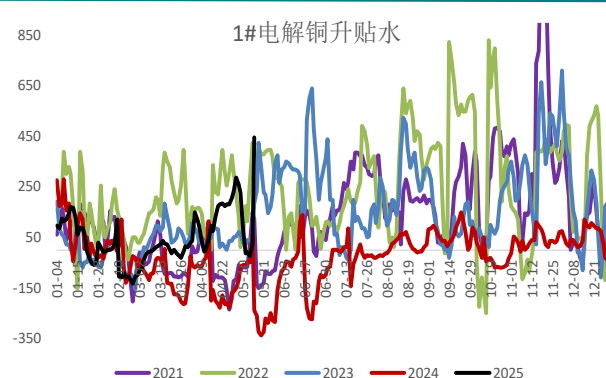
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 5：广东地区升贴水



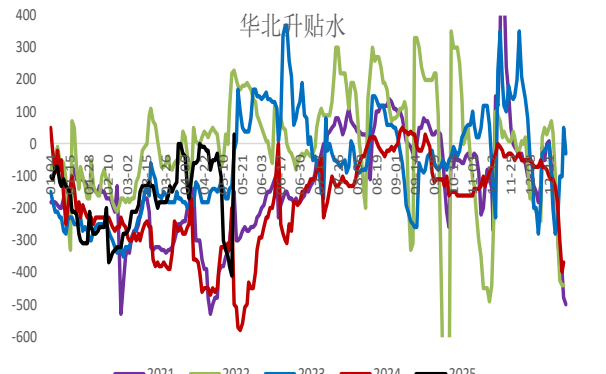
资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 4：上海地区升贴水

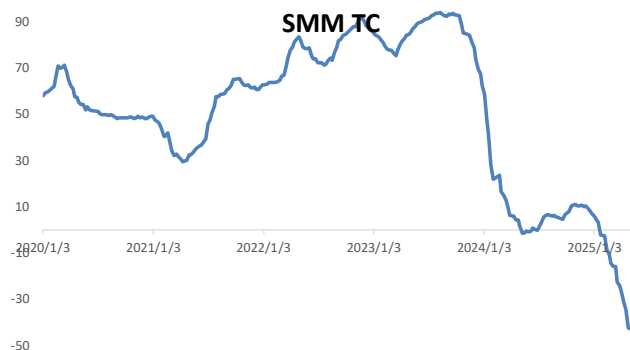


资料来源：SMM 新湖期货研究所

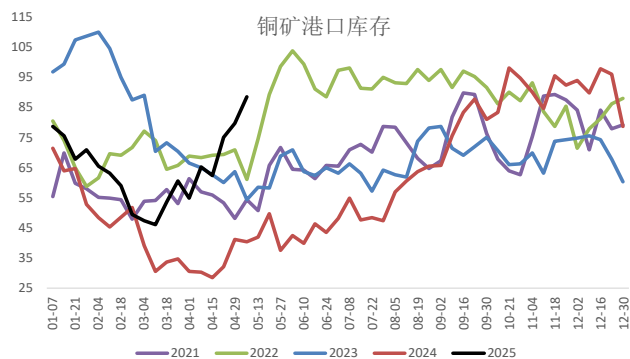
图表 6：华北地区升贴水



图表 7：铜精矿加工费



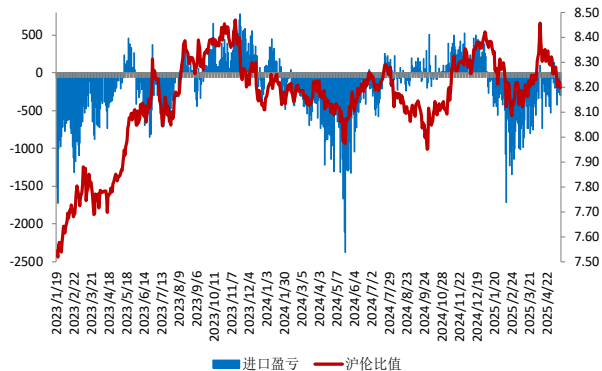
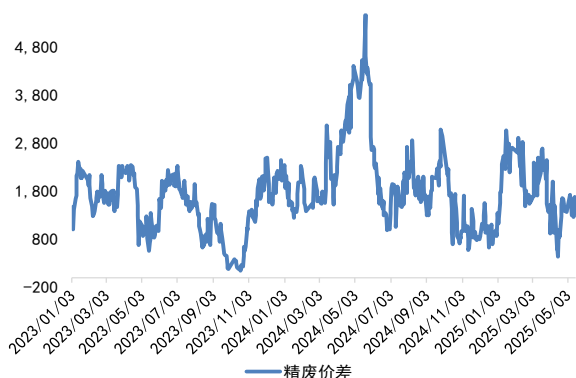
图表 8：铜矿港口库存



资料来源：SMM 新湖期货研究所

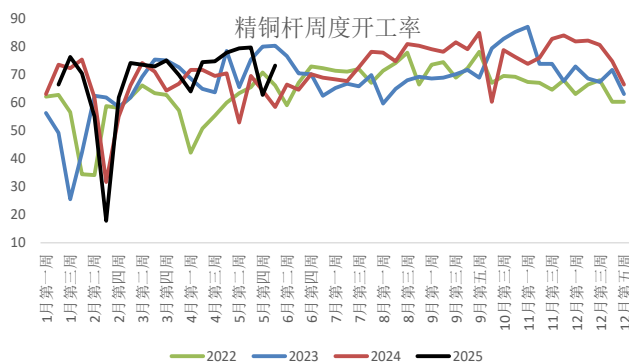
资料来源：Mysteel 新湖期货研究

图表 9：精废价差及进口利润

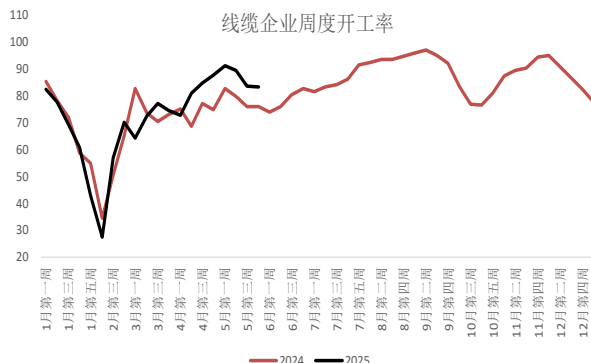


资料来源：WIND SMM 新湖期货研究所

图表 10：精铜杆企业周度开工率



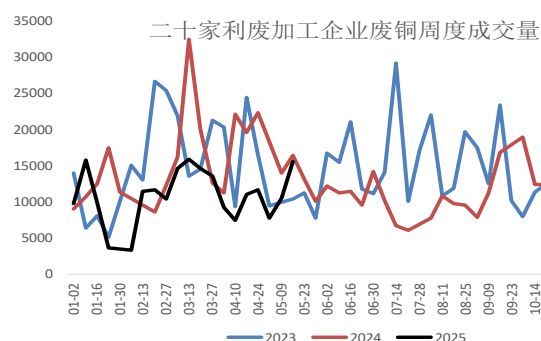
图表 11：线缆企业周度开工率



资料来源：SMM 新湖期货研究所

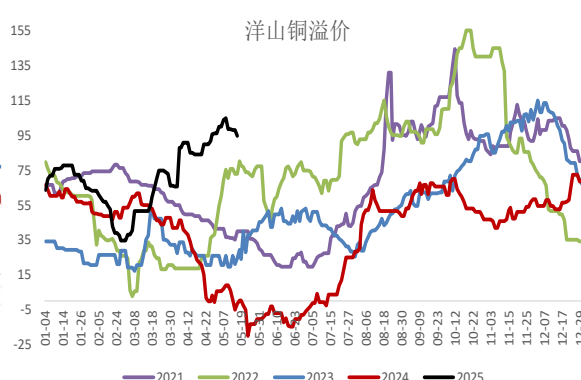
资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 12：利废企业废铜成交量



资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

图表 13：洋山铜溢价



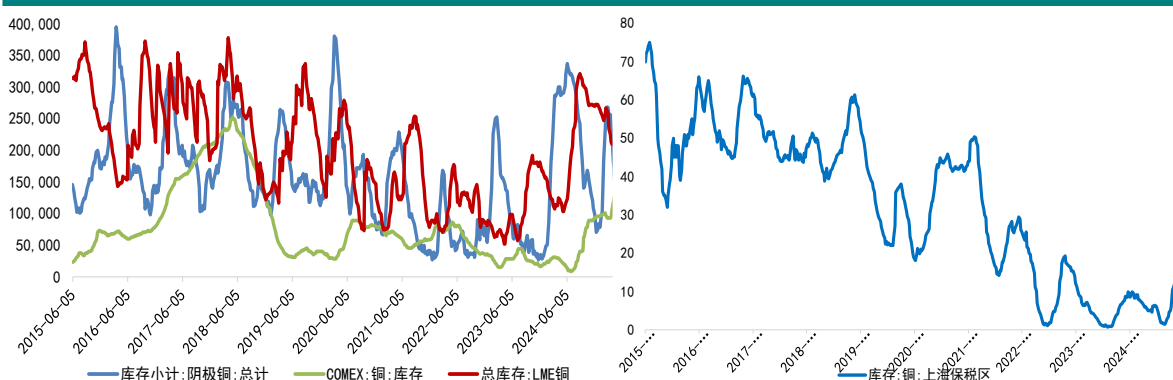
资料来源：Mysteel 新湖期货研究所

三、库存情况

截至 5 月 16 日上期所库存较前一周增加 2.7 万吨至 10.8 万吨；其中上海地区增加 2 万吨，广东地区下降 281 吨，江苏地区增加 7379 吨。伦铜库存较前一周下降 1.2 万吨至 17.9 万吨，其中欧洲地区下降 1100 吨，亚洲地区下降 1.1 万吨。COMEX 铜库存增加 8313 吨至 16.8 万吨。保税区库存下降 1.93 万吨至 8.27 万吨。

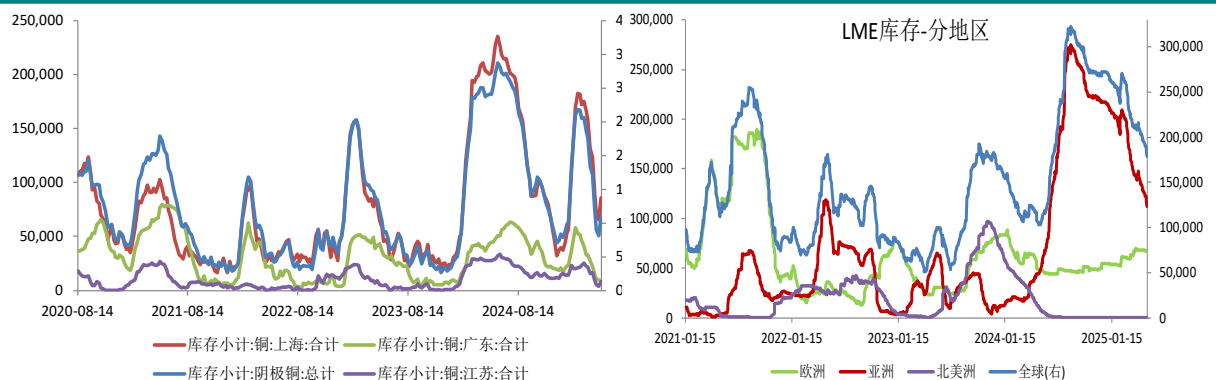
截至到 5 月 13 日，CFTC 非商业多头持仓较前一周增加 149 吨至 7.19 万手，非商业空头持仓较前一周增加 330 手至 5 万手。净多头较前一周下降 181 至 2.1 万手。

图表 14：显性库存及保税区库存变化



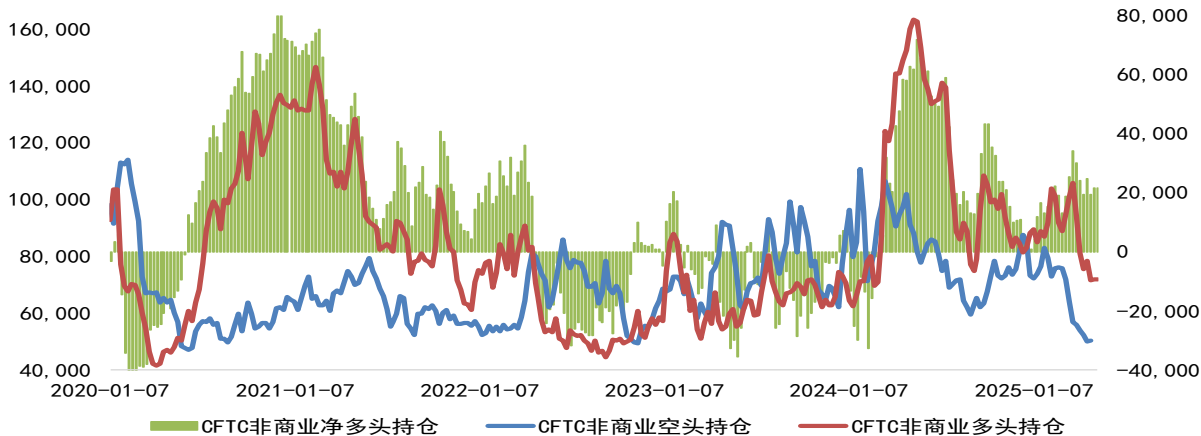
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 15: SHEF 库存及伦铜库存—分地区



资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 16: CFTC 持仓



资料来源: WIND 新湖期货研究所

五、行情展望

5 月国内消费有所走弱,而且周内因沪铜盘面 BACK 价差较大,下游接货意愿回落,对铜价有所压制,铜价高位震荡;预计换月后下游接货意愿将有所回升。LME 库存延续去化,BACK 结构走扩;本周国内库存小幅累库,但整体库存处于低位,国内及 LME 市场现货均偏紧。另外铜精矿加工费持续下滑,已降-40 美元/吨以下,铜矿短缺的形势依然较为严峻。铜消费在电网及新能源领域提振下韧性较强,铜基本面偏强。但目前市场对美国滞胀担忧仍存,而且因中美关税缓和,市场对美联储降息预期推迟至 9 月,宏观面缺乏利多驱动,预计短期铜价将延续高位震荡。但中期对铜价依然偏乐观,可考虑逢低建仓。

分析师：李瑶瑶

执业资格号：F3060236

投资咨询资格号：Z0014443

审核人：孙匡文

审核人执业资格号：F3007423

审核人投资咨询资格号：Z0014428

【免责声明】

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，期货交易咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者期货交易咨询建议。