



全球铜库存的构成和变化详解

联系人 徐舟
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

主要观点

库存是我们在研究商品供需基本面时候最重要的观察指标之一。可以这么说，库存是供求关系的重要表现，库存增加意味着当期可供应量大于当期需求量，库存下降则意味着当期需求大于供应。因此研究库存变化对于我们预判价格有重要意义。

全球铜库存可以分为国内显性库存、国内隐性库存、保税区库存、国外显性库存和国外隐性库存，这五个池子。全球铜库存在这五个池子的流动，对于铜结构的变化会有较大影响。伴随着库存上升，则现货升水走强；库存下降，则现货升水走弱。

国内显性库存主要是指上期所库存，库存变化除了有明显的季节性因素之外，和进口利润变化也有紧密联系。在进口窗口打开之后，保税区库存会快速进入国内；而进口亏损过大，国内冶炼厂则会通过加工手册出口方式，国外库存流入保税区。

保税区是连接国内外库存的重要蓄水池，在过去 10 年间经历了大幅增加然后回落的过程，其中主要原因在于融资贸易由盛转衰。

国外库存绝大部分是 LME 库存组成，LME 库存在历史上多次发生逼仓事件，通过控制库存也逼迫现货升水走高。过去 LME 库存短时间大幅增加的情况已经大不如前，可以认为国外隐性库存也大幅下降。

整体来看，随着内外套利空间下降，融资铜需求下降，国内外的隐性库存已经大幅减少，当前市场库存水平基本可以反映全球铜供需的真实状况。

今年以来，全球整体库存水平逐渐走低，其中国内外库存有所分化。国外库存整体水平以小幅增加为主，部分原因是保税区库存流入造成。国内和保税区库存则出现大幅下降，已经创出了多年来新低，反映了目前国内供应偏紧的格局。

库存是我们在研究商品供需基本面时候最重要的观察指标之一。可以这么说，库存是供求关系的重要表现，库存增加意味着当期可供应量大于当期需求量，库存下降则意味着当期需求大于供应。因此研究库存变化对于我们预判价格有重要意义。

从国内角度来看，全球电解铜库存主要储存在三个地方，国内库存，保税区库存，以及国外库存；此外，这些库存除了部分被机构统计成为显性库存之外，还有部分库存难以有效统计，成为隐性库存。因此，全球电解铜库存基本可以划分为国内显性库存，国内隐性库存，保税区库存，国外显性库存，以及国外隐性库存，这个五个池子。通过分析全球铜库存的变化，以及铜库存在这些池子的流动，可以有助于我们判断铜价格趋势以及结构变化。

一、国内库存

国内电解铜库存可以分为国内显性库存和国内隐性库存，其中国内显性库存主要是指上海期货交易所统计的库存，国内隐性库存则包含了部分社会库存、冶炼厂的产成品库存、下游消费商的原料库存以及国储库存。

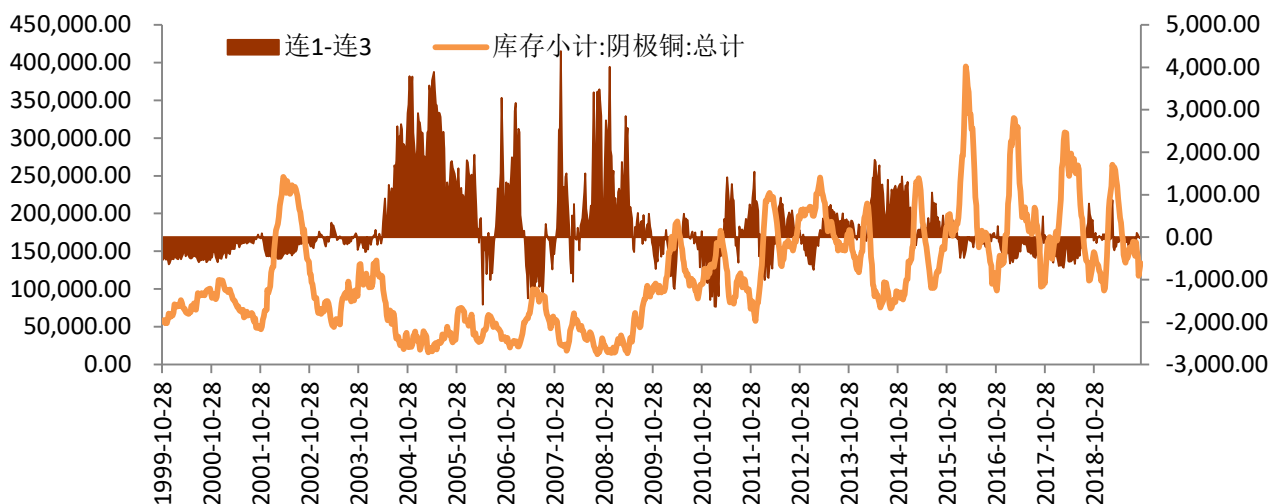
国内显性库存主要是指上海期货交易所统计的库存，上海期货交易所会在每周五下午收盘后公布。从统计的库存走势来看，国内库存在近十年来呈现明显的周期性特点。年初到春节前，交易所库存往往会出现上升趋势；春节假期过后，交易所库存开始逐渐下降，直至国庆节长假；国庆长假之后，交易所库存会再度出现库存小幅增加情况，但在年底之前，库存会再度下降。

由于库存的季节性变动，因此我们也可以看到月间价差也出现了明显季节性变化。在库存增加的时间段里面，月间价差往往会出现走弱；而随着库存的下降，月间价差则会出现明显的走强迹象。

图表1 上期所铜库存



图表2 上期所库存和月间价差



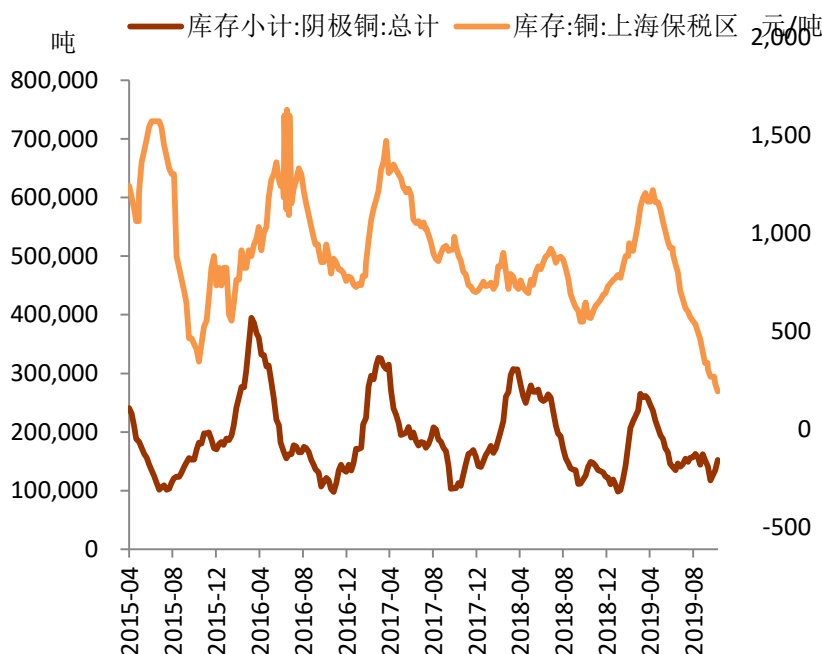
数据来源: Wind, 铜冠金源期货整理

除了交易所库存的季节性变化之外,进出口也会对国内显性库存产生较大影响。一般来说,当电解铜的进口利润窗口打开之后,保税区和境外电解铜就会快速进入到国内,这其中部分就会注册仓单和盘面保值,从而转化为国内的显性库存。同样,近年来一旦出现进口亏损大幅扩大情况之下,就会出现国内电解铜通过手册加工出口的形式转移到保税区和境外,国内显性库存就会出现下降。所以,我们看到大部分时间保税区库存和国内显性库存会出现此消彼长的一个过程。

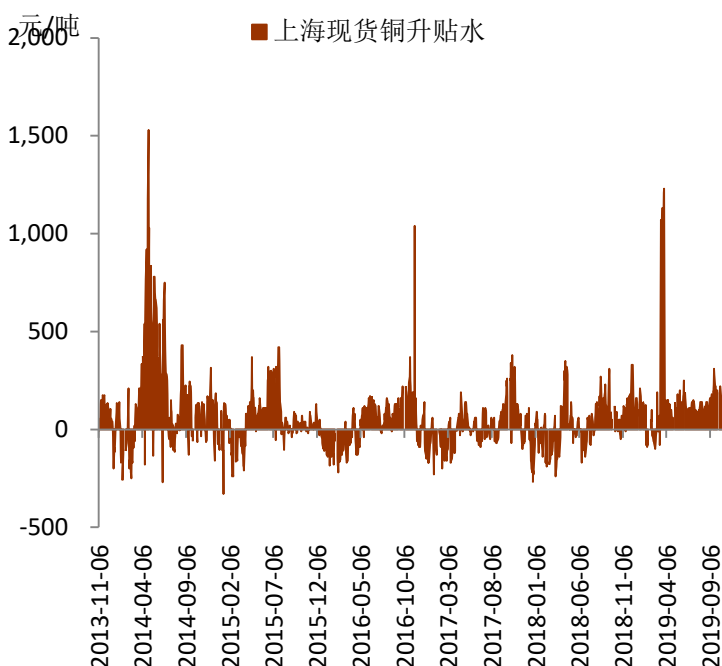
但是在近两年时间里,我们发现保税区库存和国内显性库存变化开始趋于一致,这说明进口窗口打开后保税库存并未直接以套保形式流入上期所,保税库存流入大概率直接进入终端市场消费或者说国内终端消费增长需求旺盛。因此,我们看到2017年4-10月以及今年国二季度以后的时间段里,上期所库存和保税区库存都同时出现了下降情况,伴随也是国内现

货升水走势坚挺。

图表3 上期所库存和保税区库存



图表4 上海现货铜升贴水



数据来源: Wind, 铜冠金源期货整理

国内隐性库存主要集中在国储身上,同时生产商和消费商在产业链上的库存也是隐性库存的重要组成部分。

国储库存变化通常和铜价走势相反,在铜价上涨时候,释放库存以抑制铜价快速上涨;在铜价下跌时候,购买库存以支撑铜价的过度下跌。最近的国储购买库存发生在2014-2016年铜价下跌的时候,同时最近的国储库存释放则要追溯到2004-2008年铜价上行时期。整体来看,国储的行为对市场上的短期供需会造成影响,引发铜价波动,但是中长期来看,铜价趋势仍并不会因为国储行为而发生变化。

对于产业链来说,无论是生产商还是消费商都会有一定的固定库存,这部分库存不会出现在显性库存的统计当中。但是目前市场上有专业机构进行调研,可供参考。整体来看,生产商和消费商会根据自身情况对库存进行调整,而这些调整也会影响着现货的供需平衡,从而对价格产生影响。

二、保税区库存

保税区库存是连接着国内与国外电解铜流通的重要蓄水池。我们在海关每月的统计数据中看到的电解铜进口数量是贸易统计数量,包括了国外电解铜进入保税区和国内的数量。但是这些电解铜并非全部进入国内,部分还暂时存放在保税区。由于电解铜在进入保税区之后,不需要缴纳关税,因此国内进口贸易商往往在进口电解铜时候,往往会选择先将电解铜暂时

存放在保税区，等待合适时机，再清关进入国内市场或是重新转口运送至其他地区。

因此，保税区的库存的存在是服务于中国的需求，其数量变化和进口利润直接相关。一旦有进口利润的时候，电解铜的进口会大量增加，此时保税区库存会开始下降，反之进口减少，则保税区的库存会逐步增加。

近年来，保税区库存经历了先增后减的一个过程，最高峰出现在 2012-2014 年期间，一度超过 80 万吨，目前数量已经不足 30 万吨。这其中最主要变化在于融资贸易的变化。融资贸易是利用信用证和铜的转口贸易套取美元和人民币之间的汇差利差以及两端资产的收益差，这些贸易融资和套利的行为使得电解铜流通迅速的向中国保税区集中。市场预估 2011-2014 年底之间，保税区至少有 30 万吨的铜是被融资锁定的。

但是在 2015 年青岛融资铜事件之后，银行加强监管，收紧了融资铜业务，以及国内金融去杠杆政策下，套利空间受到严重挤压，融资铜贸易逐渐下滑。我们可以看到 2015 年之后，保税区铜库存的整体水平在不断下降，部分重新流入国内，部分则流入境外仓库。

但仍有部分融资铜库存由于融资方前期高位锁定的铜库存并没有机会解套，而这部分未解套的铜库存也只能躺在各个公司的报表中或者抵押给银行以换取流动资金。直到今年年初，国内某大户债务违约，使得前期被锁定的铜库存不得不为了换取现金再次抛售到市场，因此今年上半年保税区铜库存在不断下降的同时，升水还一直被压制。可以说，目前保税区的铜库存已经基本回到真实的供需水平。

图表 5 保税区铜库存



数据来源：Wind，铜冠金源期货整理

三、国外库存

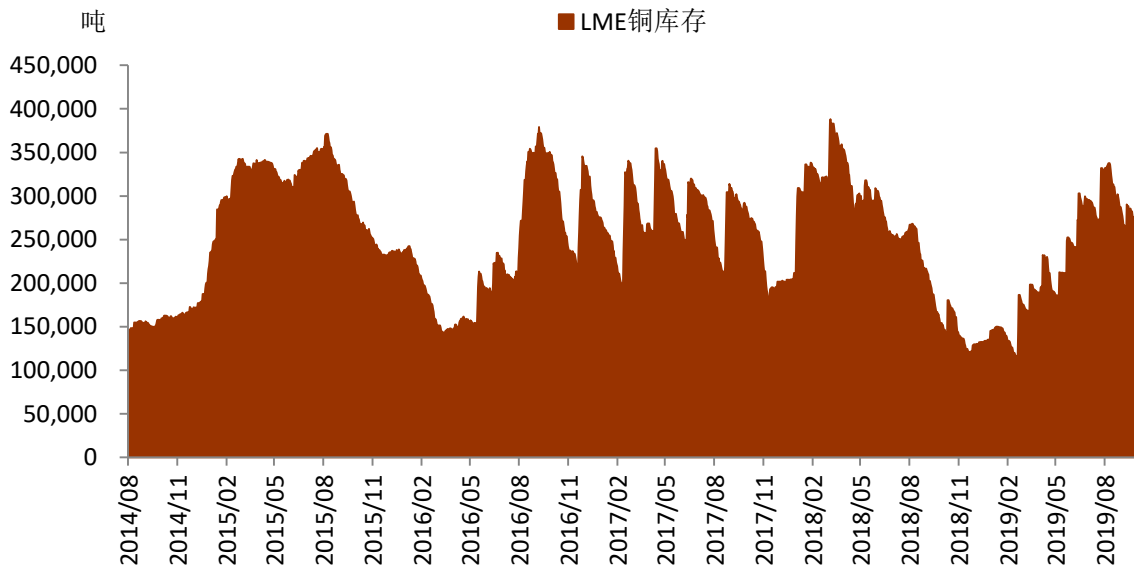
国外电解铜库存也可以分为国外显性库存和国外隐性库存。国外显性库存主要是指 LME 库存和 Comex 库存，由于 Comex 库存数量较低，所占比例不高，因此本文主要针对 LME 铜库存来分析。国外隐性库存则主要是指在 LME 统计仓库之外的仓库所存放的库存。

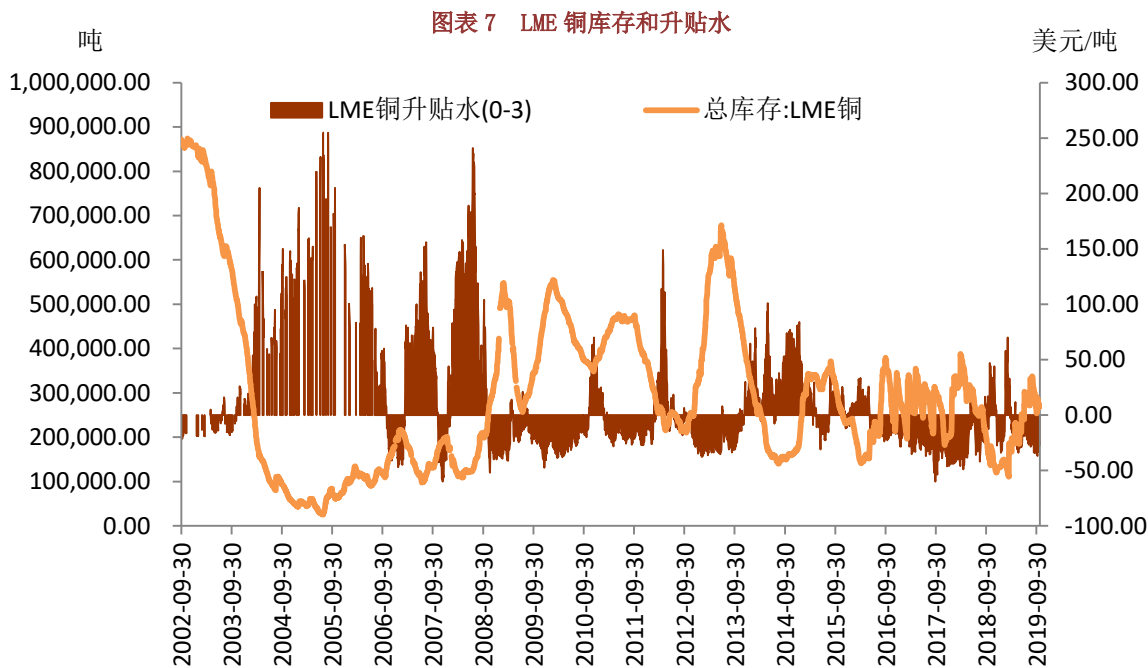
由于 LME 没有在中国保税区获得交割仓库的资格，所以 LME 铜库存和国内铜库存之间并没有显著的相关关系。

和国内类似，LME 库存和升贴水走势也呈现反向相关关系，在库存增加时候，LME 现货升水往往出现走弱；反之库存下降时候，LME 现货升水则会走强。历史上，LME 出现过多次通过操纵库存下降（个别“大户”垄断仓单或集中注销等）来达到挤升水目的的变化，因此，LME 现货升水走高可能并不意味着现货供应的紧张，也有可能是部分持货商将电解铜从 LME 仓库里转移至非 LME 仓库，从而使得 LME 铜库存下降，达到现货升水走高的目的。

在 2016-2018 年期间，LME 铜库存多次发生了短期内库存大量增加的情况，往往是 1-2 周时间，库存突然增加了 10 万吨左右，引发了 LME 现货升水的巨幅变动，随后这些库存在逐渐下降转移。我们可以认定这些库存就是被转移的隐性库存。今年 LME 库存也数次发生短期内库存增加情况，但数量仅为几万吨，发生频率也大幅下降，所以我们认为国外隐性库存数量也已经大幅减少。

图表 6 LME 铜库存





数据来源：Wind，铜冠金源期货整理

四、小结

全球铜库存可以分为国内显性库存、国内隐性库存、保税区库存、国外显性库存和国外隐性库存，这五个池子。全球铜库存在这五个池子的流动，对于铜结构的变化会有较大影响。伴随着库存上升，则现货升水走强；库存下降，则现货升水走弱。

国内显性库存主要是指上期所库存，库存变化除了有明显的季节性因素之外，和进口利润变化也有紧密联系。在进口窗口打开之后，保税区库存会快速进入国内；而进口亏损过大，国内冶炼厂则会通过加工手册出口方式，国外库存流入保税区。

保税区是连接国内外库存的重要蓄水池，在过去 10 年间经历了大幅增加然后回落的过程，其中主要原因在于融资贸易由盛转衰。

国外库存绝大部分是 LME 库存组成，LME 库存在历史上多次发生逼仓事件，通过控制库存也逼迫现货升水走高。过去 LME 库存短时间大幅增加的情况已经大不如前，可以认为国外隐性库存也大幅下降。

整体来看，随着内外套利空间下降，融资铜需求下降，国内外的隐性库存已经大幅减少，当前市场库存水平基本可以反映全球铜供需的真实状况。

今年以来，全球整体库存水平逐渐走低，其中国内外库存有所分化。国外库存整体水平以小幅增加为主，部分原因是保税区库存流入造成。国内和保税区库存则出现大幅下降，已经创出了多年来新低，反映了目前国内供应偏紧的格局。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。