

投资咨询业务资格
 皖证监函【2017】203 号
 研究所 有色小组
 钟远
 从业资格号: F0303681
 投资咨询号: Z0011824
 电 话: 0551-62870127

研报的简单 + 实用：唯一不变的宗旨

铜投资月度报告

钟远 TEL: 0551-62870127

综述：3 月原料扰动和累库的矛盾加剧

- 1、供给层面,2 月 TC 录得均值 21.1, 环比跌 22.8, 四季度以来加速下行, 原料供应短期扰动严重;2023 年 1-12 月累计产量为 1298.8 万吨, 同比增速为 13.5%, 单月产量 116.9, 增速 16.6%, 2023 年全年生产高位放量;
- 2、需求层面: 融资花钱方面, 1 月社融、M1 和 M2 分别为 9.5、5.9 和 8.7, 环比变动 0、4.6 和 -1, 信用进程稳中有善; 终端来看, 1 月汽车销售增速为 47.9, 环变 35.9, 1-12 月房市销售为 -8.5, 环变 -0.5, 房市稳中向善;
- 3、库存表现: 至 2 月底, 全球三地库存为 36.56 万吨, 环增约 12.86 万吨, SHFE 增 14.57 万吨至 21.45 万吨, LME 和 COMEX 分别变化 -2.15 万吨和 0.44 万吨至 12.46 万吨和 2.65 万吨, 中美库存抬升, 欧洲维持偏高调整, 全球累库水平已达到近 3 年库存水平的上沿;
- 4、内外环境: 2024 年核心话题之一是美联储降息 (磕磕绊绊), 3 月会议或难有动作, 5-6 月会议或更为关键, 美联储降息需要一定的市场条件, 市场继续处在“最后的”X 窗口; 对国内来说, 上半年 3 月迎来了传统旺季, 留意两会的政策指引。

从大趋势来看, 市场处在新老周期 (库存) 转换窗口, 铜价自 2022 年 3-5 启动大波动后, 已经跨越了 2023 年 1 月-2024 年 1 月的年度窄幅收敛波动, 2 月份沪铜收出阴 K, 或为累库阶段的铜价走势指出一个指引, 建议技术上的三角收敛突破后及时跟进为主。

一、供应端:原料短期急速收缩

1、2月TC均值回落至20美元附近

冶炼费用是精炼铜矿产端供应的一个重要变量，一般来说，如果矿产供应宽裕，则铜冶炼商话语权较强，冶炼费用TC倾向上涨，反之，当矿产供应较为短缺时，则冶炼费用倾向下滑。中国现货冶炼费自2021年4月至2023年9月处在趋势上行阶段，从不足30美元攀升至90美元上方，2023年10月启动加速下行，至2024年2月底跌至20美元下方，此表明上游原料的阶段性和供应冲击扰动加剧。在此冶炼水平下，国内冶炼厂全线暴亏，产业后期存在检修降负的可能性，市场正在酝酿多头的力量，但假设在7W附近启动多头，又和较高的铜价存在矛盾，这恰恰表明铜价处在大波动爆发的时间窗口期(X)，或将快速波动来解决上述矛盾（存在先下后上波动可能），也恰恰说明了本轮商品系统性熊市的可能面临结束，并转向弱补库周期。

2、12月生产持续放量

2023年1-12月国内精炼铜产量为1298.8万吨，对比2022年1-12月1106.3万吨产量同比增速为13.5%，12月单月产量为116.9万吨，对比去年同期96.1万吨来说，增速达到了16.6%，整个冶炼供应端增速全年持续放量维持两位数增速的高水平。从生产的动力-利润源角度来看，上游矿产端向行业冶炼端转移利润的趋势在2023年表现非常优异，2024年转移力度或有所下滑，产业上下游或维持一个大致平衡格局，2024年生产供应增速或存在下滑可能性，尽管生产总体依旧处在不错的水平。从阶段性角度来看，当前冶炼端亏损非常严重，市场存在检修降负的可能性，可能影响上半年供应增速，需要留意。

3、2月底全球库存录得36.56万吨

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

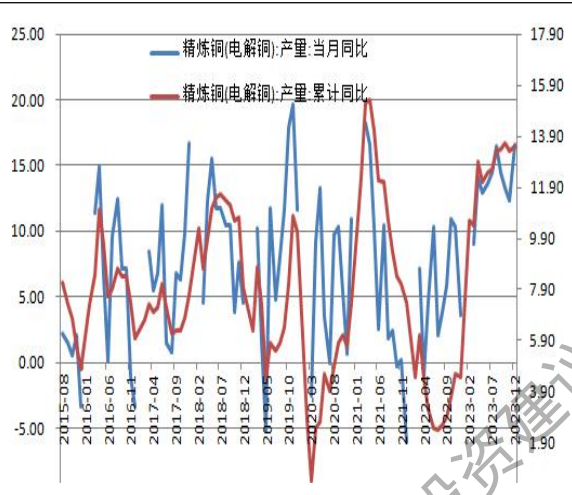
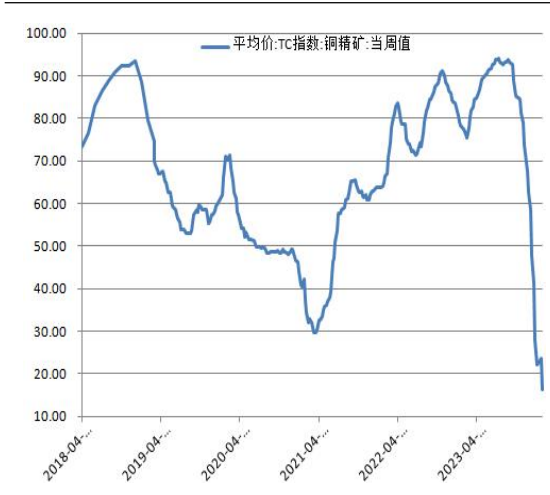
2024年2月底全球三地总量库存录得36.56万吨，对比上月23.7万吨增加了14.57万吨，全球库存趋势从2023年9月启动了底部（约17万吨）缓慢抬升，经历了10-12月的调整后，从2024年伊始再度恢复累库，至2月底总体累库水平已达到近3年的头部水平。从历史来看，库存17万吨一线已经出现了四次，大致时间分别为2021年1月、2021年11月、2022年12月和2023年7/8月，笔者已多次强调这是全球库存的极致水平，再大幅创新低的可能性有限，前期走势依然印证之。2024年1月的累库特点是中美底部启动累库而欧洲高位调整，整体累库特征明显。其中，2月SHFE环增14.57万吨至21.45万吨，LME和COMEX分别变化-2.15万吨和0.44万吨至12.46万吨和2.65万吨，需要说明的是，中国累库达到了8周，基本属于中美因素共振。

从库存和期货对应的合约来看，本次累库对应CU2401，恰恰和CU2301完成对称，如果说CU2309属于夏季阳光阶段的单边强势上行合约的话（对应9附近结束，大概在7W附近），那么CU2401则属于金秋送爽阶段的右侧波动合约（类似右侧，大概也在7W附近结束），因而在CU2401合约结束后，铜价在高位收敛达到了1年的完整跨度，收敛来到了尾声，即将选择方向。当前，CU2401高位收出平衡（68680-69230），CU2402亦收出高位平衡（68080-69220），CU2403平衡中略偏弱（65930-68960），CU2401+CU2402分别完成了头双头使命，CU2404（68510-）、CU2405（63820-），因而从现实的累库角度看，铜价方向更可能存在先向下再向上的可能性，从商品系统角度而言，这本质上就是战术行为和战役/战略差异。

图1：2月TC回落至20下方

图2：12月中国铜生产增速持续放量

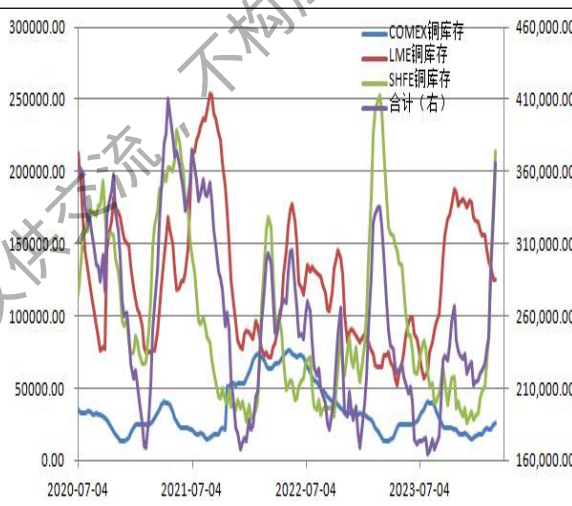
研报的简单+实用：唯一不变的宗旨



资料来源：IFIND，安粮期货

图 3：2 月冶炼利润大幅亏损

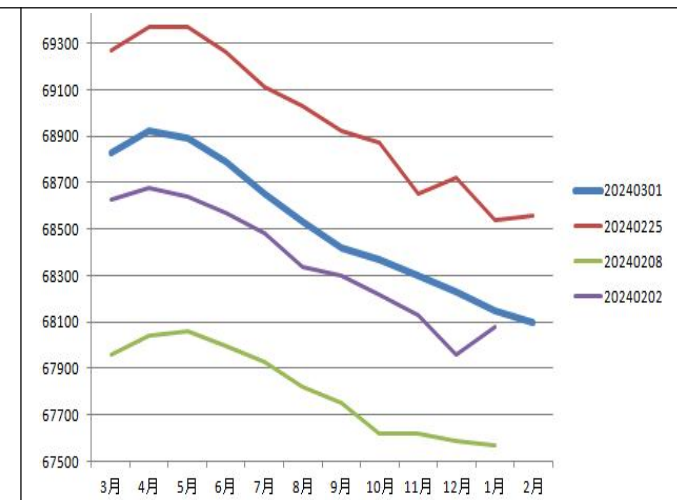
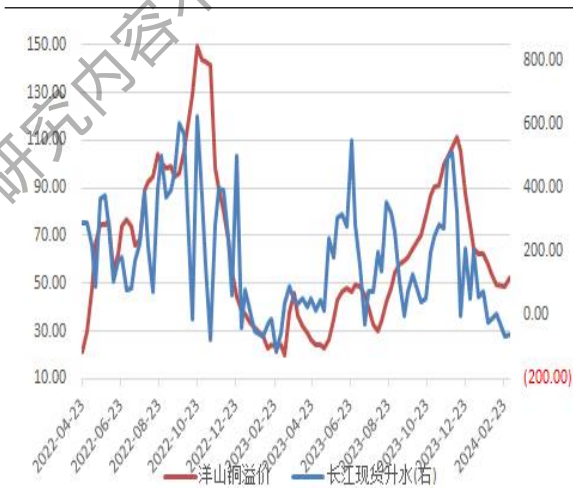
图 4：全球累库增到近 3 年高位水平



资料来源：IFIND，安粮期货

图 5：2 月价差持续走弱

图 6：沪铜市场结构连续 2 周 4 月前正向



资料来源：IFIND，安粮期货

二、需求端：边际稳中向善

1、1月融资+M1/M2 总体稳定

从融资角度看，2024年1月社融增速录得9.5，环比持平上个月，小幅连升3个月后反弹到小压力位，2020年10月以来的弱信用进程至今已超过了3年的周期跨越，时间上下行周期结束，空间上看也走出两轮下行，202010-202110属于第一轮，202206-202307是第二轮社融下滑，第一轮属于内在因素真正的下滑，第二轮属于一种技术性路径调整，俗语说二次往往是最后一次调整。截至2023年1月，社融增速在9附近连续3个月小幅上升，印证了企稳回升的信号（幅度偏弱）；从花钱的角度看，代表实质性消费购买力的M1在1月录得5.9，环比大增4.6，代表企业投资的M2环降1.87，剪刀差为-2.8，2023年下半年以来M1、M2及剪刀差整体属于弱稳状态，本次大幅改观需要继续观察可持续性。基于前瞻性的数据来看，笔者认为，中国实质上已经初步或即将开启新的补库周期，尽管力度上看，本轮周期可能是个弱周期。笔者给大家提供三个时间关键节点：其一是2023年5-6月前后，这是最早启动点（也是市场空头最早结束的时间窗口），此对应着大C战略空头结束点，也对应着夏季阳光系统性多头战役，其二是2023年10-11月前后，这是金秋送爽潜在结束的窗口，也可能是最早战略多头的启动点；其三是2024年上半年，这是所有最后的空头时间窗口，当前就处在上半年。

图 7:1月社融稳定

图 8: 1月 M1/M2 稳定



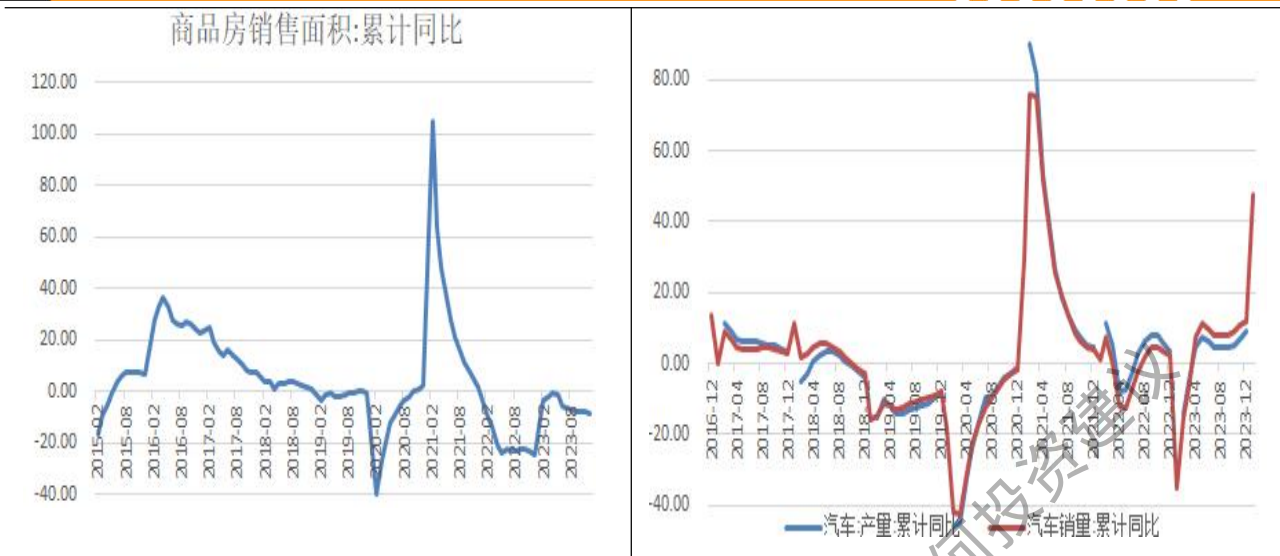
资料来源：IFIND，安粮期货

2、房车：1月汽车大幅向好+12月地产弱稳

终端消费考量有多个指标，笔者选取房车销售作为衡量消费的两个变量，把房子当做大宗需求端的实际最大载体，把车子当做观察消费端直接变化的有效窗口，二者差异主要体现在：房子购买后，要经历一个装修环节，才能入住达到人的消费环节（当然，房子的实际消费也可以通过空调冰箱等家电的消费来印证），而车子购买后一般直接就能开走，从而一步到位进入消费环节。最新数据显示，2024年1月份，中国汽车销售累计增速录得47.9环变35.9，连续10个月累计同比转正，汽车正处在业绩阶段（估值阶段前期已过）；再来看房市，2023年1-12月房市销售数据录得-8.5，环比略落-0.5，地产已连续2年在零轴附近及下方徘徊，2022年的表现为贯穿全年的两位数严重萎靡，2023年是个位数增速下滑，2024有望实现正值增速。整体看，汽车继续向好，而地产则弱稳。

图9：12月房市销售弱稳

图10：1月汽车产销大幅攀升



资料来源：WIND，安粮期货

三、3月联储会议或按兵不动

2024 年的关键话题是降息 (2022 年是加息、2023 年是何时暂停加息)。2024 年 1 月底的美联储会议，“粉碎”了 3 月降息预期，市场迅速调整了对未来利率路径的判断，超过 95% 的投资者预计联储将从五月开始降息。3 月中下旬新的联储会议将举行，基于 2 月公布的通胀等数据来看，3 月或维持按兵不动为主。美联储在为降息做准备，但又不想让市场抢跑太多。笔者认为，2024 年上半年为美联储降息的最优窗口，且全年至少要降息到 3.5 (5.25 至少要降 175 个基点)，其实不管是 3 月降息还是 5/6 月降息，从市场资产投资交易角度看，差异可能没那么大，只要方向明确，交易方向也就明确。建议各位投资者务必重视年中的关键窗口期，试想，美联储究竟在什么情况下会降息呢？笔者反复强调的 X 因素又是什么？

图 11: 美债长短利率持续下行

图 12: 中美因素共同下行



资料来源：IFIND,安粮期货

四、小结

从大趋势来看，市场处在新老周期（库存）转换窗口，铜价面临下行波动未有完成和市场多头启动的矛盾，这个矛盾和2019年四季度的类似，一方面技术上价格需要完成下行的一步动作，另一方面基本面不支持下跌，最后市场选择了新冠病毒 X 因素来快速完成此矛盾，要留意2024年上半年会不会类似重复此动作。铜价自2022年3-5启动大波动后，已经跨越了2023年1月-2024年1月的年度窄幅收敛波动，2月份沪铜收出阴K，此或为累库阶段的铜价指出了先行指引，建议投资者密切留意收敛突击方向后的跟进(存在先下后上的大波动可能性)。

