

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：4 月留意对康波高点的突击测试

- 1、供给层面,3 月 TC 录得均值 11.39,环比跌 9.71,去年四季度以来加速下行, 原料供应短期严重冲击局面未变; 2024 年 1-2 月累计产量为 221.5 万吨, 同比增速为 10.7%, 增速依旧较高, 利润爆亏下, 后期冶炼端存在检修降负压力;
- 2、需求层面: 融资花钱方面, 2 月社融、M1 和 M2 分别为 9、1.2 和 8.7, 环比变动-0.5、-4.6 和 0, 信用进程弱稳; 终端来看, 1-2 月汽车销售增速为 11.1, 环变-36.8, 1-2 月房市销售为-20.5, 环变-12, 房车分化中弱稳;
- 3、库存表现: 至 3 月底, 全球三地库存为 43.32 万吨, 环增约 4.33 万吨, SHFE 增 7.57 万吨至 29.02 万吨, LME 和 COMEX 分别变化-0.94 万吨和 0.13 万吨至 11.52 万吨和 2.78 万吨, 中美库存抬升, 欧洲维持偏高调整, 全球累库水平已创近 3 年多来的新高;
- 4、内外环境: 2024 年核心话题之一是美联储降息 (磕磕绊绊), 3 月会议维持利率不变, 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, 上半年处在传统旺季阶段。

从大趋势来看, 市场处在新老周期 (库存) 转换窗口, 铜价自 2024 年 3 份向上突破三角收敛大平台后, 方向上暂打开, 不过康波高点在即, 笔者郑重建议, 一切在康波高点之前的行情全部定义成泡沫, 因而突破康波高点的行情全部为战术性行为, 本轮行情适合顺势激进者, 稳健者或战略者应回避, 耐心等待乏力后抓取康波泡沫超大级别战略空头行情。

一、供应端:供应短期急速收缩

1、3月TC均值回落至10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3月底跌至10美元下方，此表明上游原料的阶段性供应冲击扰动加剧。在此冶炼水平下，国内冶炼厂全线暴亏，产业冶炼端商讨检修降负，市场阶段性转向了多头格局，铜价突破7W大关就如此，验证了笔者之前持续提示的大波动窗口。笔者再次强调，过去2-3年铜市的极低库存状态，铜价还未有对此进行反馈，若后面库存要重建，或要以价格脉冲泡沫来实现。

2、2月生产放量依旧较高

2024年1-2月国内精炼铜产量为221.5万吨，对比2023年1-2月194.5万吨产量同比增速为10.7%，增速依旧维持两位数的较高增速，由于统计端把1月和2月的数据合并统计，目前暂未有2月单月生产数据。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，这种亏损绝对水平已经创下历史极端，超越了金融危机水平，市场检修降负难以避免，市场供给收缩预期或影响后期供应。

3、3月底全球库存录得43.32万吨

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

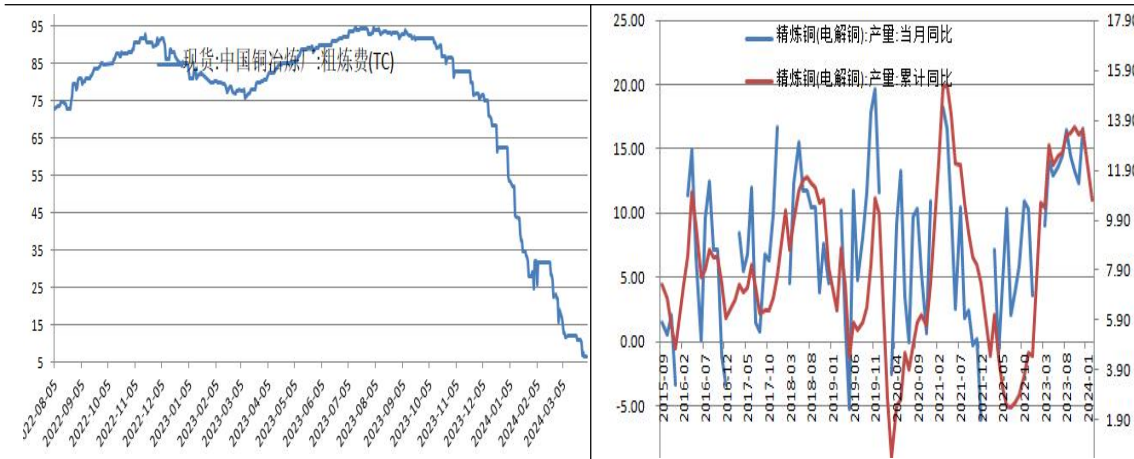
2024年3月底全球三地总量库存录得43.32万吨，对比上月36.56万吨，环比增约4.33万吨，全球库存趋势从2023年9月启动了底部（约17万吨）缓慢抬升，经历了10-12月的调整后，从2024年伊始再度恢复累库，至3月底总体累库水平已创下近3年的新高。从历史来看，库存17万吨一线已经出现了四次，大致时间分别为2021年1月、2021年11月、2022年12月和2023年7/8月，笔者已多次强调这是全球库存的极致水平，再大幅创新低的可能性有限，当前走势依然印证之。其中，3月SHFE增7.57万吨至29.02万吨，LME和COMEX分别变化-0.94万吨和0.13万吨至11.52万吨和2.78万吨，本轮累库属于中美因素共振。

从库存和期货对应的合约来看，本次累库对应应在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（对应应在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），CU2401+CU2402分别完成了头双头使命，这是调整结束的标志，经过CU2403平衡中略偏弱（65930-68960）的调整后，CU2404（68510-）+CU2405（63820-）联袂向上选择了突击，并未有出现笔者此前预估的先下后上的态势（或者说向下的波动不足），因为现在处在累库阶段，从商品系统角度而言，本轮铜价上涨更多偏向战术性质，这本质上就是战术行为和战役/战略差异。

图1：3月TC回落至10附近

图2：1-2月中国铜生产增速依旧较高

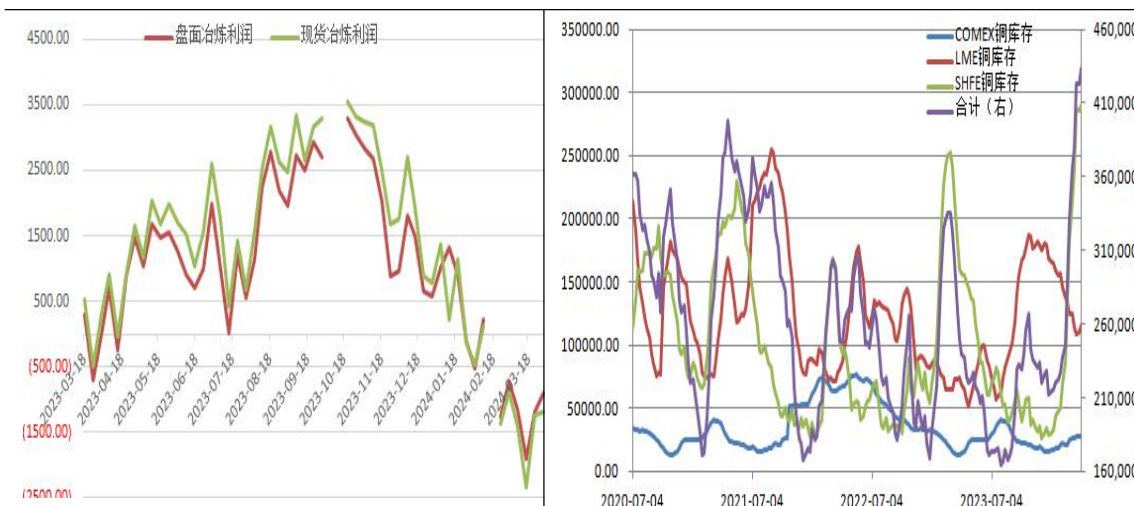
研报的简单+实用：唯一不变的宗旨



资料来源：IFIND，安粮期货

图 3：3 月冶炼利润亏损加剧

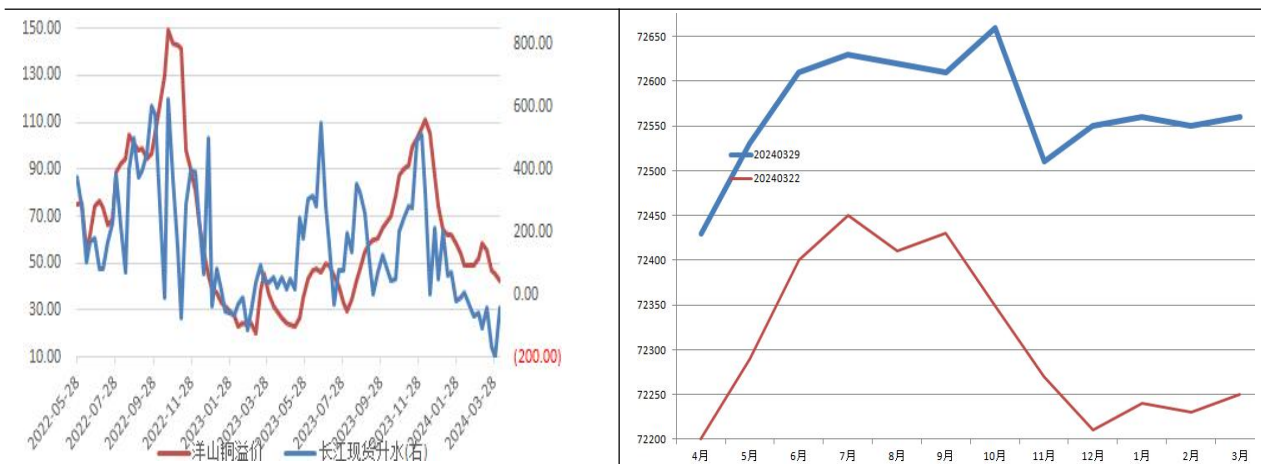
图 4：全球累库创 3 年来新高



资料来源：IFIND，安粮期货

图 5：3 月价差持续走弱

图 6：沪铜市场结构转平水



资料来源：IFIND，安粮期货

二、需求端：边际稳中向善

1、2月融资+M1/M2 总体稳中略弱

从融资角度看，2024年2月社融增速录得9，环比回落0.5，小幅连升3个月反弹到小压力位后回落，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2月，社融增速连续7个月稳定在9附近，印证了企稳的信号（幅度偏弱）；从花钱的角度看，代表实质性消费购买力的M1在2月录得1.2，环比大减4.7，代表企业投资的M2持平上月至8.7，剪刀差快速扩张至-7.5，显示出需求难以乐观，整体依旧为弱稳状态。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，从力度上看，本轮周期应是个弱周期。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 7,2月社融稳中略弱

图 8: 2月 M1/M2 稳中向弱



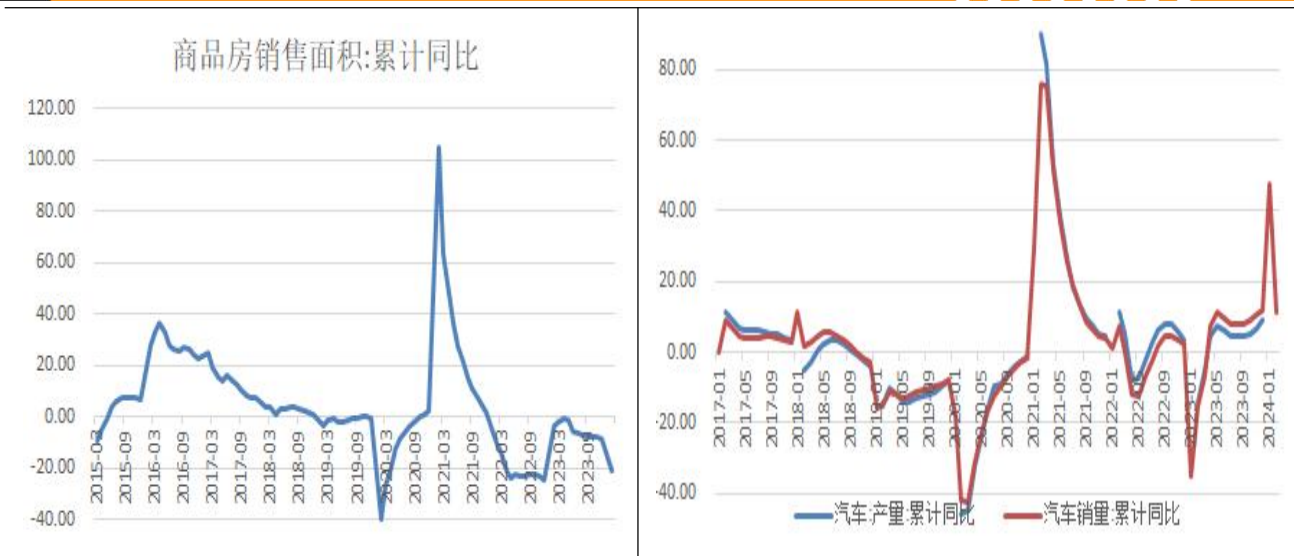
资料来源：IFIND，安粮期货

2、房车：2月汽车脉冲回落+2月地产回落

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1-2月份，中国汽车销售累计增速录得11.1环变-36.8，连续11个月累计同比转正，汽车正处在业绩阶段；再来看房市，2024年1-2月房市销售数据录得-20.5，环比略落-12，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，汽车处在积极一面，而地产则继续羸弱不堪。

图 9：2月房市销售回落

图 10：2月汽车产销冲高回落



资料来源：WIND，安粮期货

三、3月联储会议按兵不动

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3月的美联储会议维持按兵不动，基本符合预期，但鲍威尔表达出今年某些时候降息是合适的论调，市场依旧对6月会议给予充分预期。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5月降息还是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，3 月选择向上突破，铜价的方向已经做出选择，不过笔者郑重强调，铜价在在上涨达到 7.4-7.5 万一线后，就迎来康波泡沫，建议激进者顺势谨慎跟随，稳健者尽量观望，耐心等待康波泡沫结束后的超级大战略空头。

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨



免责声明

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

