

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：5 月铜价迈入了康波泡沫阶段

- 1、供给层面,4 月 TC 录得均值 4.45 环跌 7.37,去年四季度以来加速下行, 原料短期冲击局面未变; 2024 年 1-3 月累计产量为 336.2 万吨, 同比增速为 10%, 单月产量 114.7 万吨, 增速 7.9, 利润爆亏下, 供应增速或存在回落可能;
- 2、需求层面: 融资花钱方面, 3 月社融、M1 和 M2 分别为 8.79、1.1 和 8.2, 环比变动-0.3、-0.1 和-0.4, 信用进程再度回落, 稳中偏弱局面未变; 终端来看, 1-3 月汽车销售增速为 10.6, 环变-0.5, 1-3 月房市销售为-19.4, 环变-1.1, 房车分化中弱稳, 尤其是地产拖累延续;
- 3、库存表现: 至 4 月底, 全球三地库存为 42.67 万吨, 环变约-0.65 万吨, SHFE 减 0.19 万吨至 28.83 万吨, LME 和 COMEX 分别变化-0.14 万吨和-0.6 万吨至 11.66 万吨和 2.18 万吨, 全球库存创近 3 年新高后, 边际有所回落;
- 4、内外环境: 美联储 5 月利率会议维持不变, 鲍威尔否认下一步加息可能, 就业数据不及预期等助推降息预期上行, 市场押注降息开始往 9 月转移, 2024 年核心话题之一是美联储降息 (磕磕绊绊), 笔者暂时对 6 月的利率会议不改变观点。对国内来说, 上半年的传统旺季阶段正逐渐迎来证伪窗口期。

从大趋势来看, 市场新老周期 (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, 4 月强势打破康波高点至 8 万+, 5 月行情已经处在泡沫阶段, 建议激进多头留意逢高减持保护, 空头酌情考虑在高位乏力后远月谋划布局, 因为这是战术性多头+战略空头。

总部地址: 合肥市包河区花园大道986号安粮中心23-24层

客服热线: 400-626-9988

网站地址: www.alqh.com

一、供应端:原料冲击或至极致

1、4月TC均值回落至5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4月底跌至5美元下方，如此极端水平可能意味着原料的阶段冲击扰动至极致。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。笔者过去多次强调，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。在当前铜价突破8W大关且已经打破了2021年高点，铜价的历史清算已经全面完成，铜价可能正迎来脉冲的泡沫阶段。

2、3月生产边际开始收缩

2024年1-3月国内精炼铜产量为336.2万吨，对比2023年1-3月299万吨产量同比增速为10%，尽管增速依旧维持两位数的较高增速，但边际上开始连续两个月收缩，3月单月产量为114.7万吨，同比增速7.9，自2023年3月份以来首次跌破2位数增速，验证冶炼端的边际收缩。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致，超越了金融危机水平，市场

冶炼端供应收缩难以避免，市场后期继续存在供应收缩的预期。

3、4月底全球库存录得42.67万吨

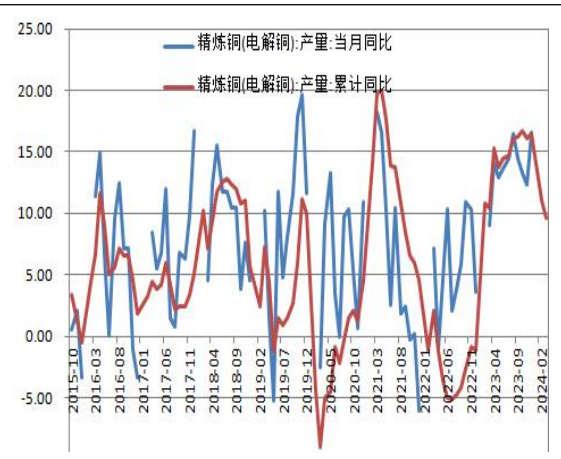
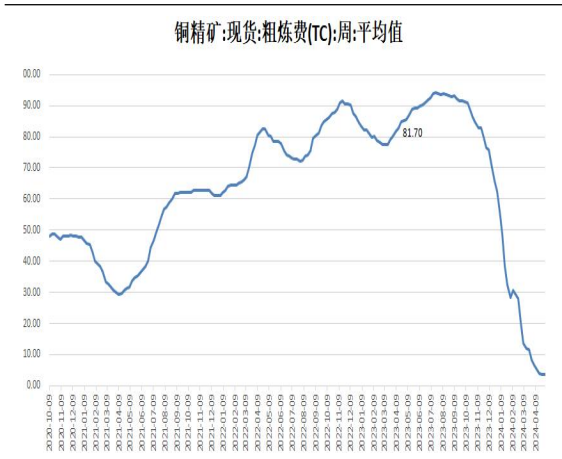
2024年4月底全球三地总量库存录得42.67万吨，对比上月43.32万吨，环减约0.65万吨，全球库存趋势从2023年9月启动了底部（约17万吨）缓慢抬升，经历了10-12月的调整后，从2024年伊始再度恢复累库，至3月底总体累库水平已创下近3年的新高，不过4-6月库存存在边际下滑可能性。从历史来看，库存17万吨一线已经出现了四次，大致时间分别为2021年1月、2021年11月、2022年12月和2023年7/8月，笔者已多次强调这是全球库存的极致水平，再大幅创新低的可能性有限，当前走势依然印证之。其中，4月SHFE减0.19万吨至28.83万吨，LME和COMEX分别变化0.14万吨和-0.6万吨至11.66万吨和2.18万吨，全球库存高位边际出现下滑，趋势暂难看出改变。

从库存和期货对应的合约来看，CU2405合约实现了完全的100%多头合约，也恰恰对应在高库存阶段，本轮上涨更具有阶段性冲击扰动特点，难以在库存端得到供需的较大支持。因此，在铜价在突破康波高点的背景下，远期CU2409合约存在回调的可能，需要对此进行留意。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1：4月TC回落至5附近

图2：1-3月中国铜生产增速开始回落

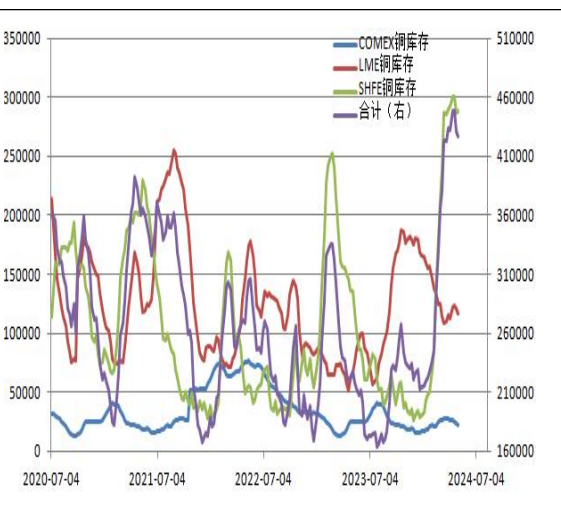
研报的简单+实用：唯一不变的宗旨



资料来源：IFIND，安粮期货

图 3：4 月冶炼利润维持爆亏状态

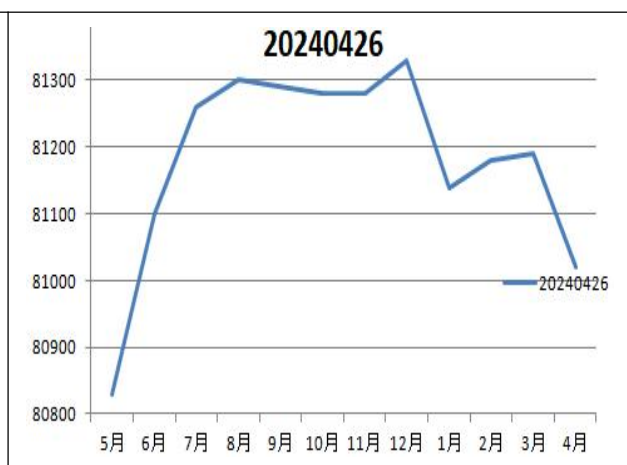
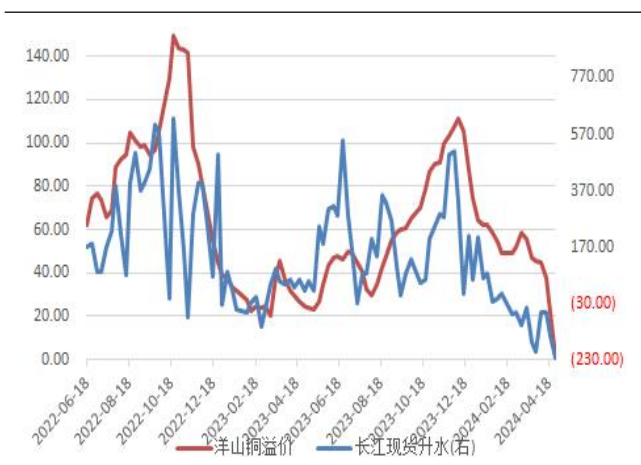
图 4：全球累库维持高位



资料来源：IFIND，安粮期货

图 5：4 月价差持续走弱

图 6：沪铜市场结构年内转升水



资料来源：IFIND，安粮期货

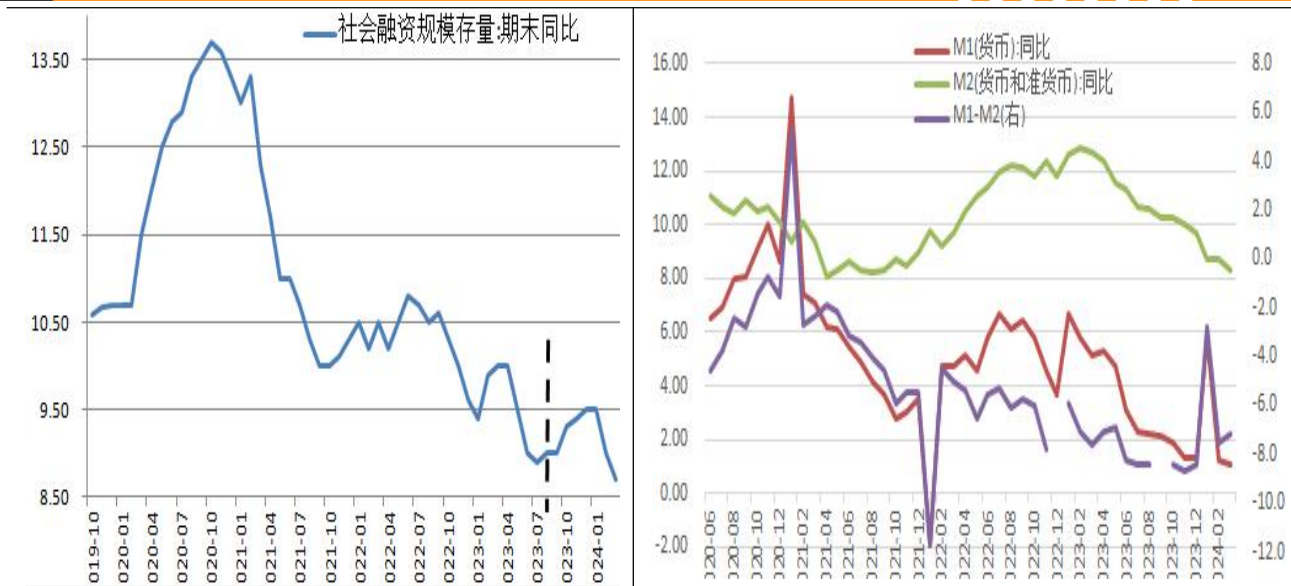
二、需求端：边际稳中偏弱

1、3月融资+M1/M2 总体稳中走弱

从融资角度看，2024年3月社融增速录得8.7，环比回落0.3，触及压力位后继续下行，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3月，社融增速连续8个月稳定在9附近，印证了企稳的信号（偏弱）；从花钱的角度看，代表实质性消费购买力的M1在3月录得1.1，环比减0.1，代表企业投资的M2在4月录得8.3，环比走弱-0.4，剪刀差为-7.2，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 7:3月社融稳中略弱

图 8: 3月 M1/M2 稳中向弱



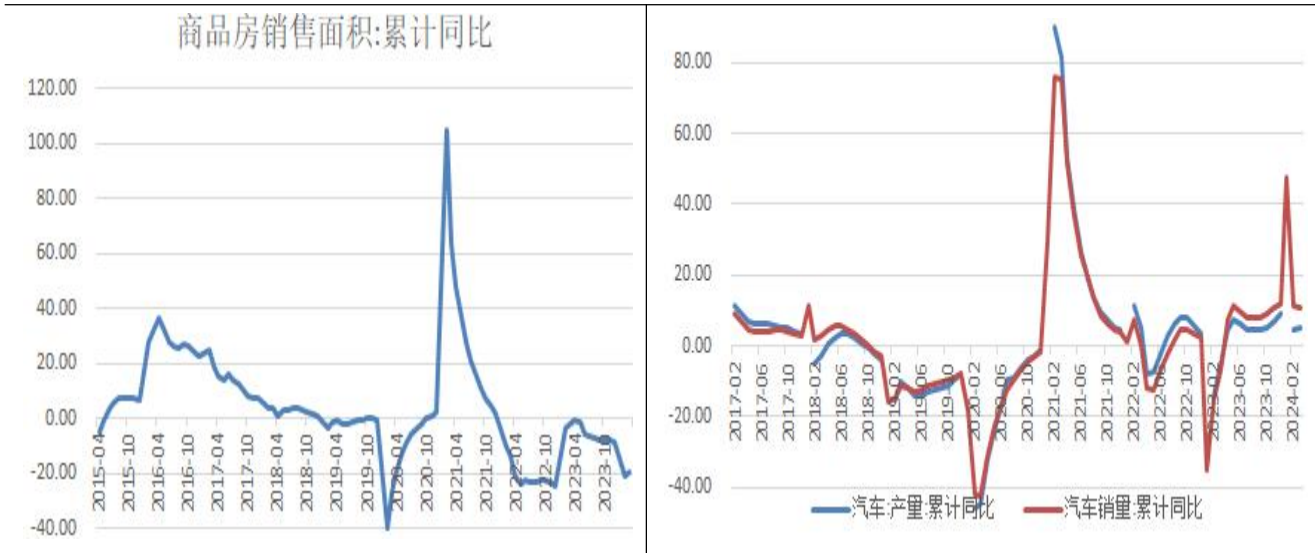
资料来源：IFIND，安粮期货

2、房车：3月汽车脉冲回落+3月地产依旧弱势

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1-3月份，中国汽车销售累计增速录得10.6环变-0.5，连续12个月累计同比转正，汽车正处在业绩阶段；再来看房市，2024年1-3月房市销售数据录得-19.4，环比略增1.1，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9：3月房市销售回落

图10：3月汽车产销冲高回落



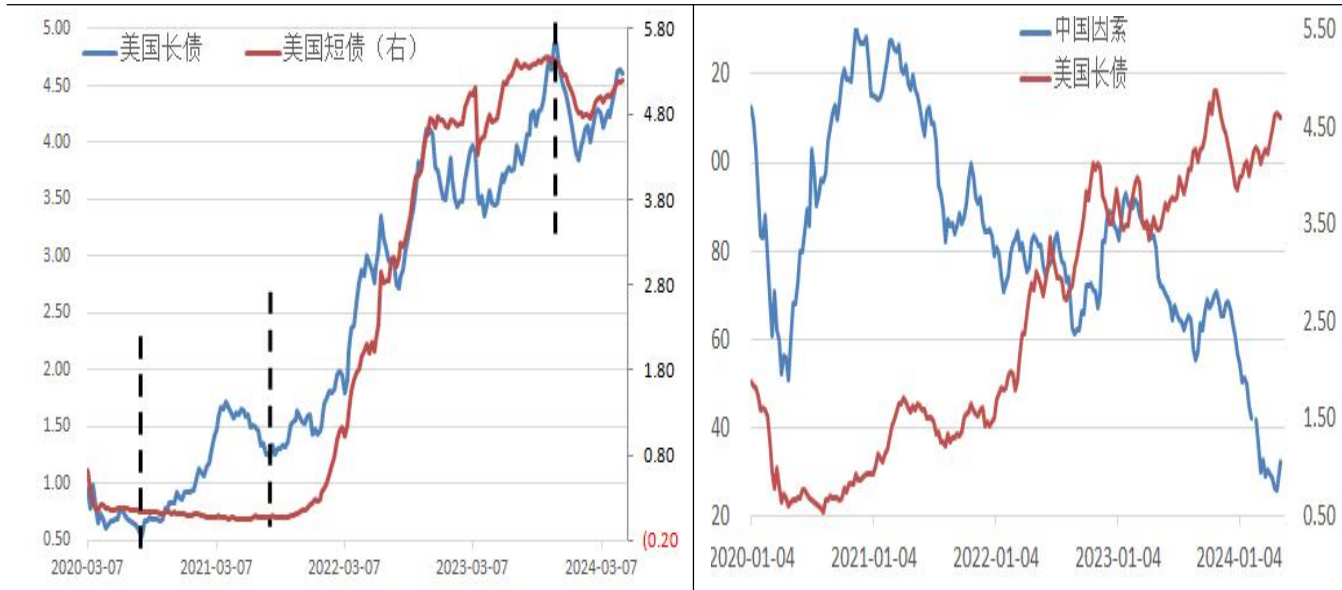
资料来源：WIND，安粮期货

三、5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5月的美联储会议维持按兵不动，符合预期，鲍威尔明确否认下一步加息可能性，且相关非农等数据亦为此造势，市场对美联储首次降息的窗口开始往9月会议转移。笔者认为，2024年上半年为美联储启动降息的最优窗口，且要降息到3.5（5.25至少要降175个基点），其实不管是6月降息或是其他，从市场资产交易角度看，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：美债长短利率阶段性反弹

图 12：中美因素有劈叉迹象



资料来源：IFIND,安粮期货

四、小结

从大趋势来看，2024年上半年市场处在新老周期（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，此矛盾和2019年四季度的类似，需要关注年中的“最后”窗口期。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，4月大力突破2021年高点，站上了8万+一线，一切突破康波高点上的行情都定义成泡沫，5月铜价已经迈入泡沫阶段，建议激进者逢高注意减持保护，稳健者在价格乏力后考虑在远月酌情尝试介入，因为实质上这是战略空头（尽管战术上是多头）。

