

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：6-7 月铜价泡沫行情或迎来阶段头部

- 1、供给层面,5月 TC 录得均值 2.13 环跌 2.32,去年四季度以来加速下行至零附近,原料冲击严峻局面未变; 2024 年 1-4 月累计产量为 447.9 万吨, 同比增速为 10.3%, 单月产量 113.6 万吨, 增速 9.2, 增速依旧较高, 但在利润爆亏下, 供应或存在收缩预期;
- 2、需求层面: 融资花钱方面, 4 月社融、M1 和 M2 分别为 8.3、-1.4 和 7.2, 环比变动-0.4、-2.5 和-0.9, 信用进程继续回落, 偏弱局面未变; 终端来看, 1-4 月汽车销售增速为 10.2, 环变-0.4, 1-4 月房市销售为-20.2, 环变-0.8, 房车分化中弱稳, 尤其是地产拖累严重延续;
- 3、库存表现: 至 5 月底, 全球三地库存为 45.46 万吨, 环变约 2.9 万吨, SHFE 增 3.33 万吨至 32.17 万吨, LME 和 COMEX 分别变化 0.11 万吨和-0.55 万吨至 11.67 万吨和 1.63 万吨, 全球库存创近 3 年新高后, 继续累库;
- 4、内外环境: 6 月 12 号美联储会议或是非常关键的一个 X 节点, 尽管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, 上半年的传统旺季证伪窗口期结束后, 市场存在调整休息寻找新的平衡需要。

从大趋势来看, 市场处在新老周期 (库存) 转换窗口, 铜价 2024 年的战役脉冲在打破历史新高至 9-10 万区域后, 笔者认为铜价大泡沫空间基本到位, 但时间上所有欠缺, 铜价存在二次反弹测试可能性, 密切关注 2407 合约的终极使

命。交易上看，战略空头酌情在远月合约寻找机会布局，多头全部结束，因为这是战略空头品种。

一、供应端:原料冲击或至极致

1、5月TC均值回落至2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2023年10月从90上方启动加速下行，至2024年5月底跌至2美元下方的负值，矿产端和冶炼生产端出现了“面粉比面包贵”的极端现象，这是矿产端冲击极致标志，也是铜价大头部的信号之一。笔者认为，2024年铜价脉冲上行是对过往低库存的反馈，库存要重建必须要以价格脉冲泡沫来实现，当前国内库存不断攀升印证如此，从更大的格局看，这也是世界长波效应传导的最后阶段。在5月铜价打破历史新高迈入9-10大关后，铜价泡沫空间基本结束。

2、4月生产高位边际略收缩

2024年1-4月国内精炼铜产量为447.9万吨，对比2023年1-4月411万吨产量同比增速为10.3%，增速依旧高企，但总量有收缩信号，尽管不十分明显；4月单月产量为114.6万吨，同比增速9.2，自2023年3月份以来连续2个月跌破2位数增速，冶炼端的边际收缩开始显现。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，当前冶炼加工费为负值，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、5月底全球库存录得45.46万吨

2024年5月底全球三地总量库存录得45.46万吨，对比上月环增约2.9万吨，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年再度恢复累库，至5月底总体累库水平已创下近3-4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，当前库存不断累积走势依然印证之。其中，5月SHFE增3.34万吨至32.17万吨，LME和COMEX分别变化0.11万吨和-0.55万吨至11.67万吨和1.63万吨，尽管三地库存有所分化，但全球库存趋势看不出改变。

从库存和期货对应的合约来看，三个合约值得关注，其一，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因素，难以在库存端得到供需的较大支持；其二，CU2407承接22年7月的低点走势，也是COMEX的关键“逼仓”合约，这是潜在头部信号；其三，CU2409-CU24110，这是回落的潜在合约。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1：5月TC回落至零附近

图2：1-4月中国铜生产增速边际回落

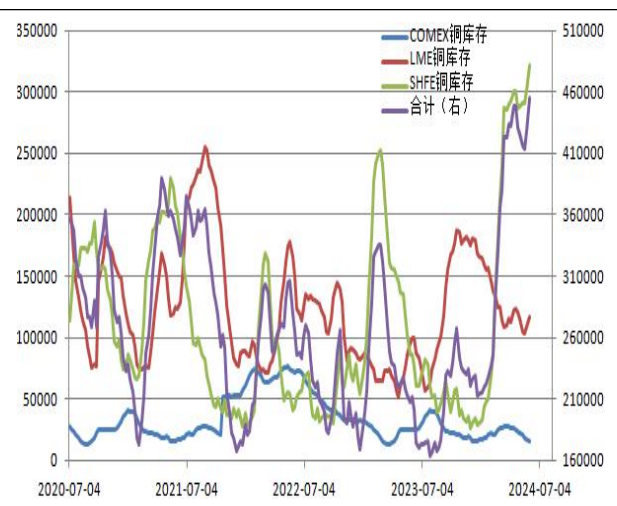
研报的简单+实用：唯一不变的宗旨



资料来源：IFIND，安粮期货

图 3：5 月冶炼利润亏损极致

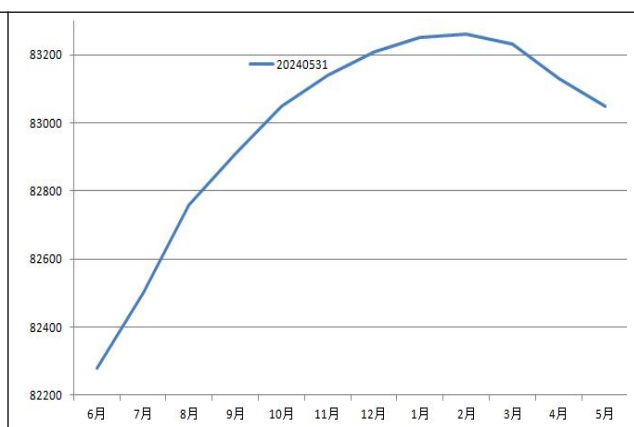
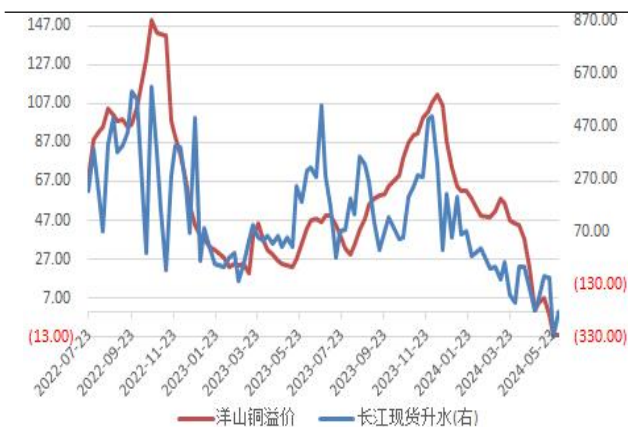
图 4：全球累库延续



资料来源：IFIND，安粮期货

图 5：5 月价差持续走弱

图 7：沪铜市场结构维持升水



资料来源：IFIND，安粮期货

二、需求端：稳中继续偏弱

1、4月融资+M1/M2 总体继续走弱

从融资角度看，2024年4月社融增速录得8.3，环比回落-0.4，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，时间上至2024年下行周期结束，空间上看也走出两轮下行，202010-202110属于第一轮，202206-2024年5-6月是第二轮社融下滑（对比过去对下行进行修正下），第一轮属于内在因素真正的下滑，第二轮属于具备一种技术性路径调整，俗语说二次往往是真正回落，也是真实层面最后一次调整。截至2023年4月，社融增速连续8个月稳定在9附近后再度连续2个月回落，笔者更倾向定位在年中5-6月是关键窗口；从花钱的角度看，代表实质性消费购买力的M1在4月录得-1.4，环比减-2.4，代表企业投资的M2在4月录得7.2，环比走弱-0.9，剪刀差为-8.6，显示出需求难以乐观，整体依旧为偏弱状态。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年上半年前后，这是所有最后的空头时间窗口，当前就处在上半年。当然，价格走势不一定完全跟随时间窗口变化。

图 7:4月社融继续走弱

图 8: 4月 M1/M2 稳中向弱



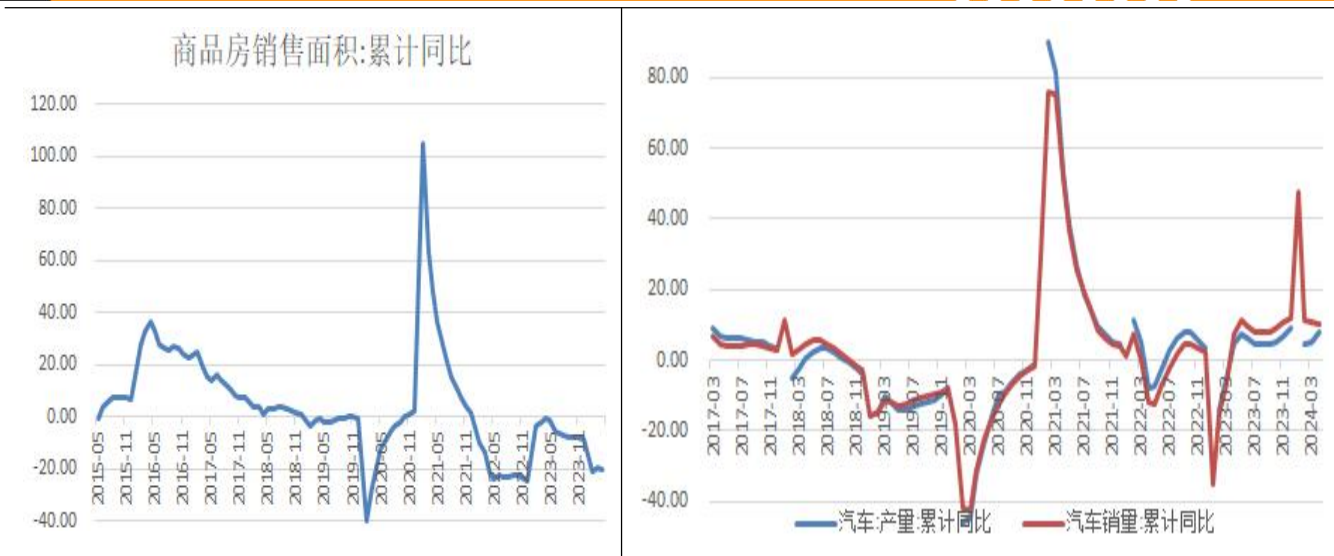
资料来源：IFIND，安粮期货

2、房车：4月汽车脉冲回落+4月地产依旧弱勢

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1-4月份，中国汽车销售累计增速录得10.2环变-0.4，连续13个月累计同比转正，汽车正处在业绩阶段，边际有所回落；再来看房市，2024年1-4月房市销售数据录得-20.2，环比-0.8，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年开年再度录得2位数暴跌，超过笔者预期，地产形式非常严峻。体看，汽车处在积极一面（稳中有所变弱），而地产则继续羸弱不堪。

图9：1-4月房市销售继续萎靡

图10：1-4月汽车产销稳中回落



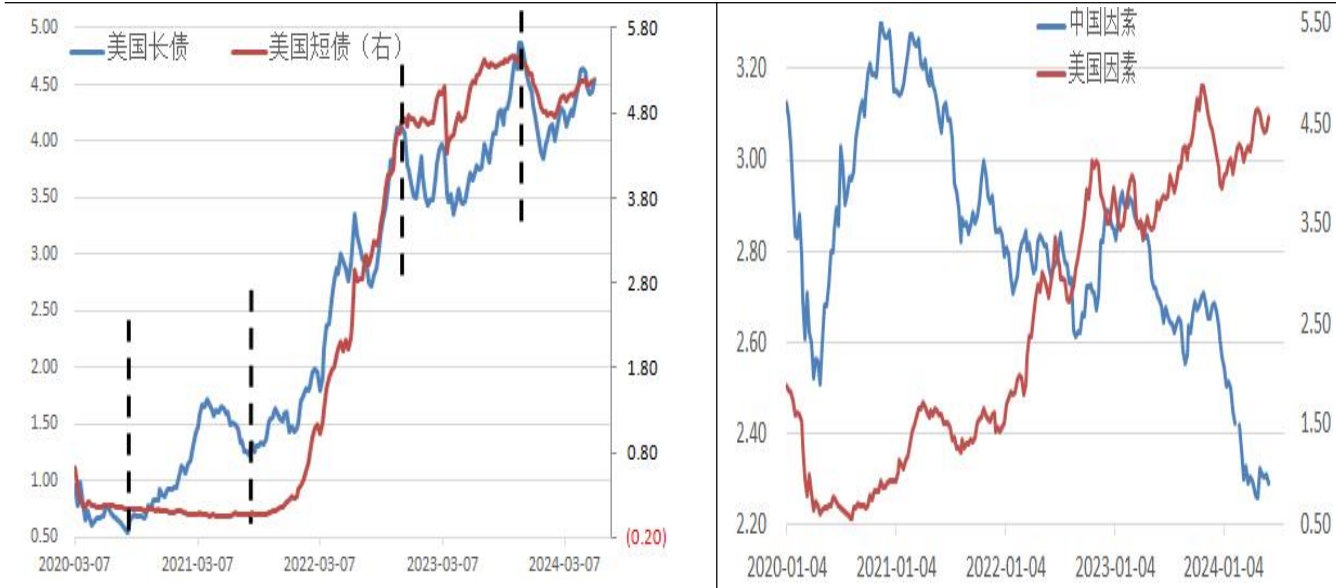
资料来源：WIND，安粮期货

三、6月联储会议或为关键窗口期

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，6月中旬的利率会议或为关键拐点。笔者认为，美国定价的资产商品头部是2022年年中，跨越2年后就是2024年年中，因而这是个非常重要的时间窗口，尽管市场预期往9月转移，但笔者不轻易修改观点。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 年市场处在新老周期（库存）转换窗口，2024 年 3 月份启动的铜价上涨，属于对过往持续低库存进行反馈，因为库存重建需要价格脉冲泡沫来实现，当前国内库存持续累库就如此；铜价上涨打破历史新高至 9-10 万位置后，铜价脉冲泡沫空间上或基本结束，但时间上可能需要 CU2407 来完成，因而铜价月度内部结构来看，存在一个二次反弹可能。整体看，铜价战役多头面临结束，康波大泡沫或迎来战略上布局窗口，建议空头酌情逢高在远月布局，多头要非常谨慎，因为这是战略空头品种。

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。

