

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: 7 月铜价有望反弹测试

- 1、供给层面,6 月 TC 录得均值 2.21, 环比微增 0.08,去年四季度以来加速下行至今维持零附近, 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, 5 月社融、M1 和 M2 分别为 8.4、-4.2 和 7, 环比变动 0.1、-2.8 和-0.2, 信用进程偏弱局面未变; 终端来看, 1-5 月汽车销售增速为 8.3, 环变-1.9, 1-5 月房市销售为-20.3, 环变-0.1, 汽车边际继续回落, 地产延续严重拖累;
- 3、库存表现: 至 6 月底, 全球三地库存为 50.26 万吨, 环变约 4.82 万吨, SHFE 微减 0.22 万吨至 31.95 万吨, LME 和 COMEX 分别变化 5.8 万吨和-0.77 万吨至 17.48 万吨和 0.82 万吨, 全球库存总体继续累库, 美铜库存分化严重;
- 4、内外环境: 6 月中旬美联储会议维持利率不变, X 因素风险暂解除, 也或意味着年内降息的概率很小了, 2024 年核心话题之一是美联储降息 (磕磕绊绊)。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来确认可能, 7 月份或如此 (美铜 2407)。

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](http://www.alqh.com)

交易上看，远期战略空头维持不变，近端择机注意战术上防御，并关注右侧的介入机会。

## 一、供应端:原料冲击极致

### 1、6月TC均值维持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，6月均值基本维持在极值水平，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，当前的潜在上涨定位成反弹。

### 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、6月底全球库存录得50.26万吨

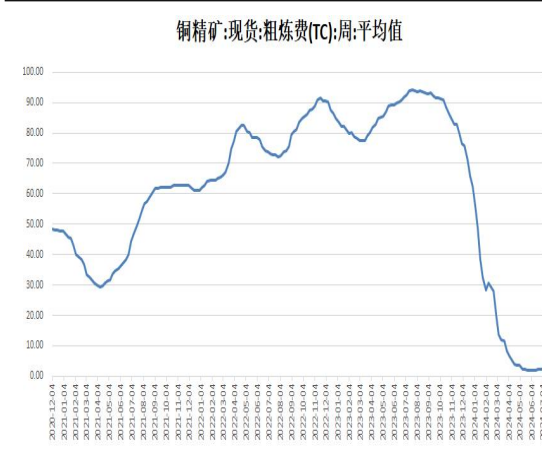
2024年6月底全球三地总量库存录得50.26万吨，对比上月环增约4.82万吨，全球库存趋势从2023年9月启动了底部（约17万吨）缓慢抬升，进入2024年后累库加速，至6月底总体累库水平已创下近3-4年的新高。从历史来看，库存17万吨一线已经出现了四次，大致时间分别为2021年1月、2021年11月、2022年12月和2023年7/8月，笔者已多次强调这是全球库存的极致水平，再大幅创新低的可能性有限，当前库存不断累积走势依然印证之。其中，6月SHFE库存基本持平上个月至31.95万吨，LME和COMEX分别变化5.8万吨和-0.77万吨至17.48万吨和0.82万吨，全球库存累库趋势延续，不过内部结构分化加剧，尤其是美铜库存继续创新低，因而美铜或为后期铜价上涨提振的主力军。

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-CU2410，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1：6月TC维持零附近

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 3：6 月冶炼利润维持大幅亏损

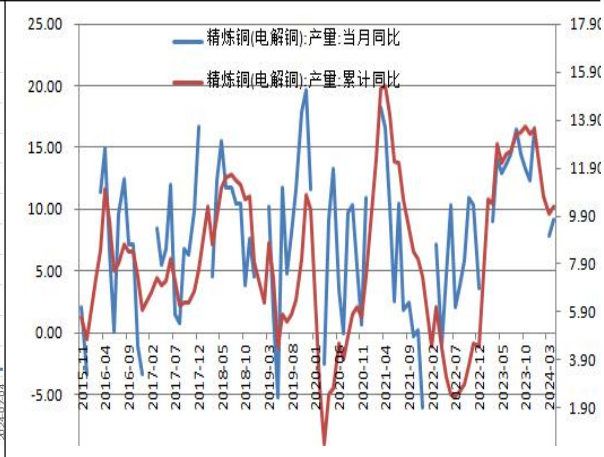
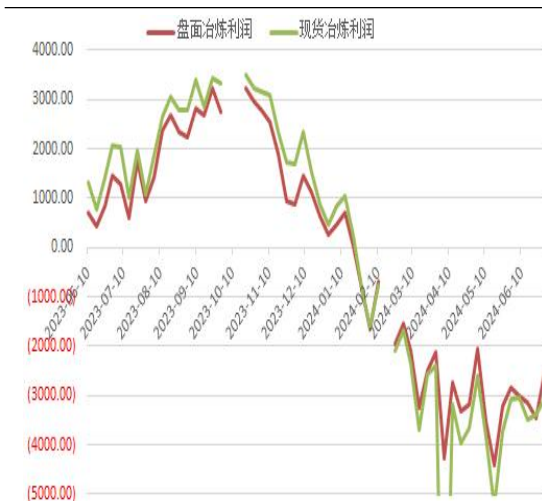


图 4：全球累库延续



资料来源：IFIND，安粮期货

图 5：6 月价差维持弱势

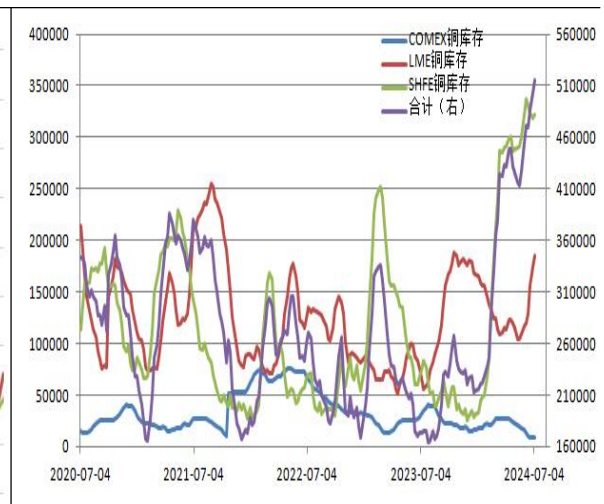
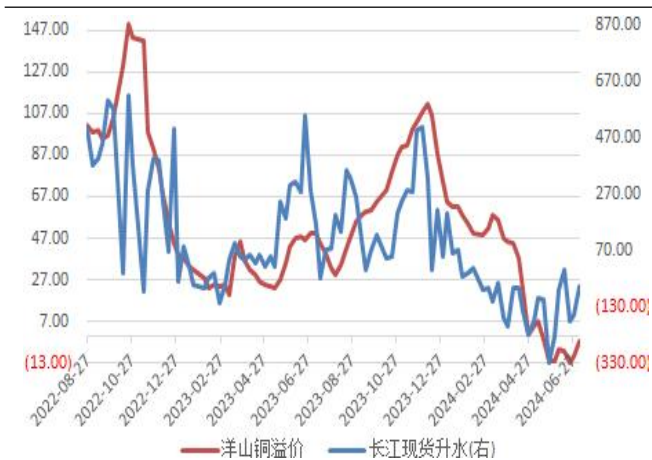
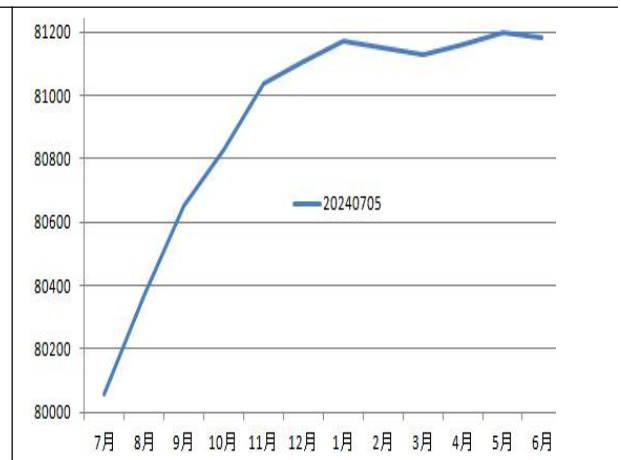


图 7：沪铜市场结构维持升水



资料来源：IFIND，安粮期货



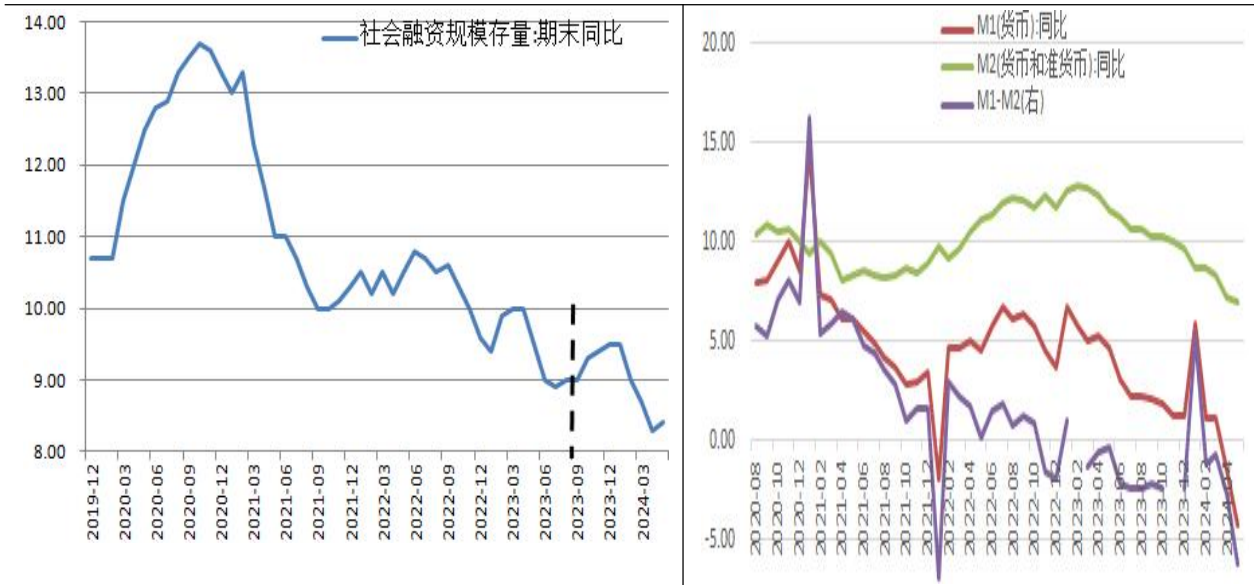
## 二、需求端：边际偏弱局面未变

### 1、5月融资+M1/M2 总体继续偏弱

从融资角度看，2024年5月社融增速录得8.4，环比微增0.1，触及压力位继续下行后略有休整，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年下半年下行周期有望录得极致，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5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5月录得-4.2，环比减-2.8，代表企业投资的M2在5月录得7，环比走弱-0.2，剪刀差为-11.2，显示出供需恶化加剧，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年上半年年中前后，这是所有最后的空头时间窗口，当前已处在此（只是数据略有落后）。当然，价格走势不一定完全跟随时间窗口变化。

图 7:5月社融弱稳

图 8: 5月 M1/M2 继续向弱



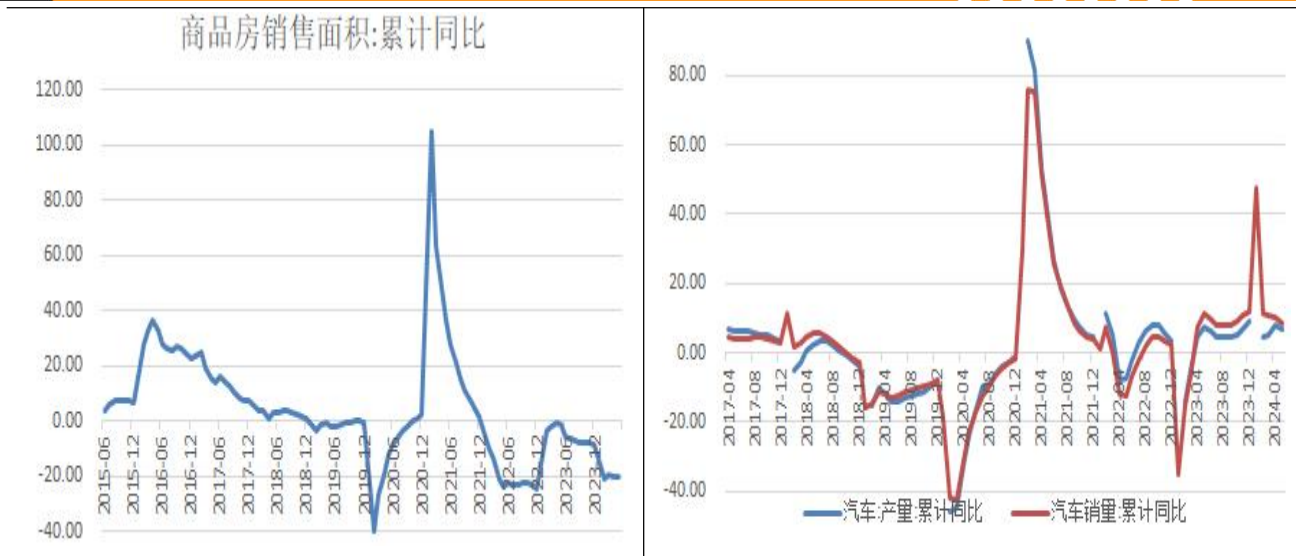
资料来源：IFIND，安粮期货

## 2、房车：5月汽车脉冲回落+5月地产依旧萎靡

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1-5月份，中国汽车销售累计增速录得8.3环变-1.9，连续14个月累计同比转正，汽车正处在业绩阶段，但边际连续4个月回落；再来看房市，2024年1-5月房市销售数据录得-20.3，环比-0.1，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。综合看，此对大宗终端的需求会带来非常不利的影响。

图9：1-5月房市销售继续萎靡

图10：1-5月汽车产销稳中回落



资料来源：WIND，安粮期货

### 三、6月联储会议维持不变，X 风险暂解除

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 6 月的美联储会议维持按兵不动，并未有跟随欧洲央行进行降息行为，发达国家货币政策从一致开始走向分化，本次 6 月中旬的利率会议应为关键拐点。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 月甚至更后转移，但笔者不轻易修改观点，维持美联储 6 月若不行动则年内降息概率很小的看法，这基本意味着 X 因素年内出现的概率很小了，因为这是价格见底后的宏观周期最后尾部。

图 11：美债长短利率阶段性反弹

图 12：中美因素有劈叉迹象

# 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨



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，但时间上可能需要二次反弹来确认，这就是 7 月存在的潜在意义。整体看，铜价继续处在康波大泡沫阶段，建议战略空头继续持有，战术上适当在反弹行情阶段性防御，待乏力后解除，本轮反弹可能也是个右侧机会。但多头要逢高寻找一切机会离场，因为这是战略空头品种。



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

### 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。