

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：8 月关注铜价的整数关口测试

- 1、供给层面,7 月 TC 录得均值 5.8, 环比增 3.59, 原料端有所好转, 但原料冲击严峻局面未变; 2024 年 1-6 月累计产量为 667.2 万吨, 同比为 7%, 单月产量 112.8 万吨, 增速 3.6, 增速开始收缩, 在利润爆亏下, 或继续存有收缩预期;
- 2、需求层面: 融资花钱方面, 6 月社融、M1 和 M2 分别为 8.1、-5 和 6.2, 环比变动-0.3、-0.8 和-0.8, 信用进程偏弱局面未变; 终端来看, 1-6 月汽车销售增速为 6.1, 环变-2.2, 1-6 月房市销售为-19, 环变 1.3, 汽车继续回落, 地产延续萎靡;
- 3、库存表现: 至 7 月底, 全球三地库存为 55.07 万吨, 环变约 4.82 万吨, SHFE 减 1.83 万吨至 30.12 万吨, LME 和 COMEX 分别变化 6.32 万吨和 0.33 万吨至 23.8 万吨和 1.15 万吨, 全球库存总体继续累库, 美铜库存转去为升;
- 4、内外环境: 7 月中旬美联储会议维持利率不变, 但在就业及联储官员相关谈话中, 市场对降息预期升温, 9 月会议关注度增加, 这符合 2024 年核心话题之一是美联储降息的定性。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, 7 月份的反弹及其微弱, 铜价已验证迈入战略空头格局。交易上看, 8 月关注对整数关口的测试力度。

## 一、供应端:原料冲击边际缓解

### 1、7月TC均值维持5.8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。至7月，TC开始缓慢抬升，原料冲击开始边际缓解，但绝对水平依旧很低。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，当前国内库存维持较高水平就如此，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，铜价康波泡沫全部基本结束，当前已迈入战略空头阶段（第一轮战役空头）。

### 2、6月生产增速收缩

2024年1-6月国内精炼铜产量为667.2万吨，对比2023年1-6月的产量同比增速为7%，增速从高速往中性转变，总量增速继续往下；6月单月产量为112.8万吨，同比增速3.6，自2023年3月份以来连续2个月跌破5%水平，冶炼端的边际收缩延续。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，当前冶炼加工费从负值缓慢抬升，冲击开始缓解，但冶炼端亏损依旧非常严重，冶炼端供应收缩格局短期难以改变，市场后期继续存在供应收缩的预期。

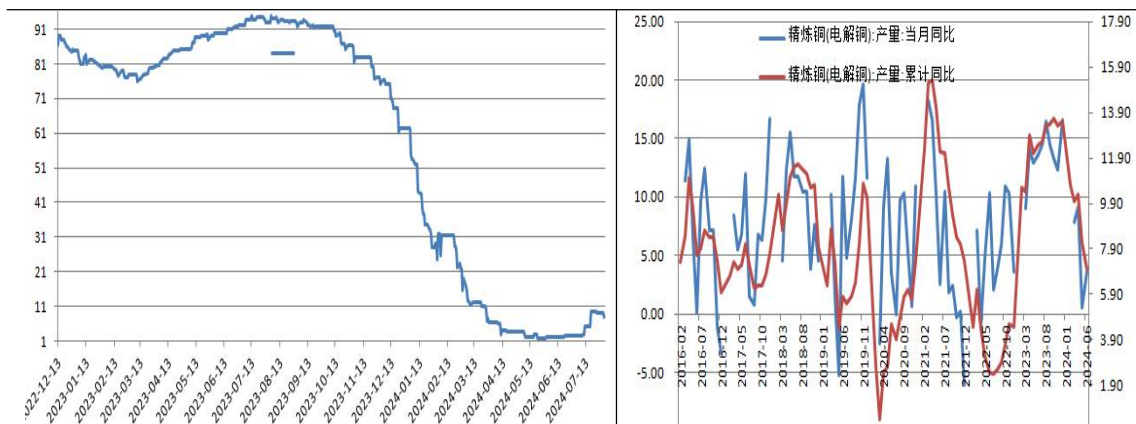
### 3、7月底全球库存录得55.07万吨

2024年7月底全球三地总量库存录得55.07万吨，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7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，7月SHFE库存录得30.01万吨，对比上月下滑1.83万吨，LME和COMEX库存分别变化6.32万吨和0.33万吨至23.8万吨和1.34万吨，全球库存累库趋势延续，需要注意的是美铜库存触底回升，或结束了整个去库环节。

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，CU2409-CU2410，这是回落的潜在合约，当前就处在这个阶段，因此，CU2309合约结束前，本轮空头难以彻底成熟。从大系统角度说，本轮铜价下行定位为第一轮战役空头（明年还有一轮战役级别空头）。

图1：7月TC边际回升

图2：1-6月铜供应增速继续回落





## 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

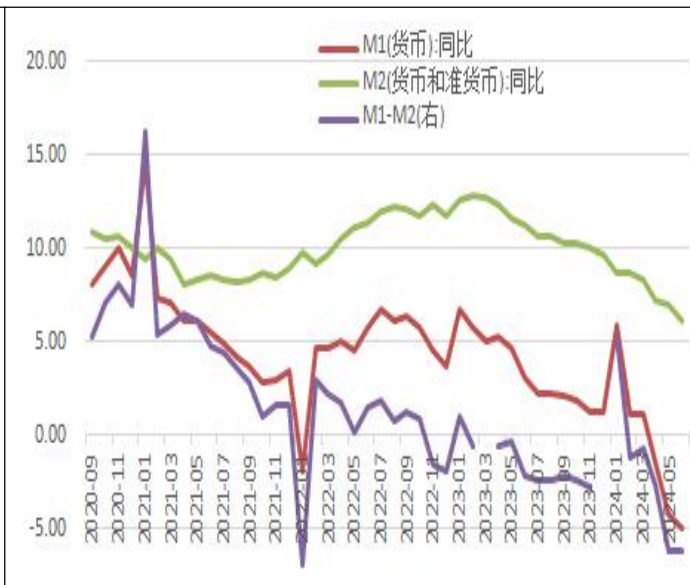
间上的极致测算，2024年4季度为完整4年时间窗口，这是潜在拐点变化点。

202010-202110 属于第一轮，202206-2024 年至今是第二轮社融下滑，第一轮属于内在因素真正的下滑，第二轮具备了一种技术性，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6月，社融增速连续8个月稳定在9附近后再度连续4个月回落至8附近，继续观察年中第三季度的信号线索；从花钱的角度看，代表实质性消费购买力的M1在6月录得-5，环比减-0.8，代表企业投资的M2在6月录得6.2，环比走弱-0.8，剪刀差为-11.2，供需维持加剧恶化，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年当前。当然，价格走势不一定完全跟随时间窗口变化。

图 7,6 月社融弱势不变



图 8: 6 月 M1/M2 继续向弱



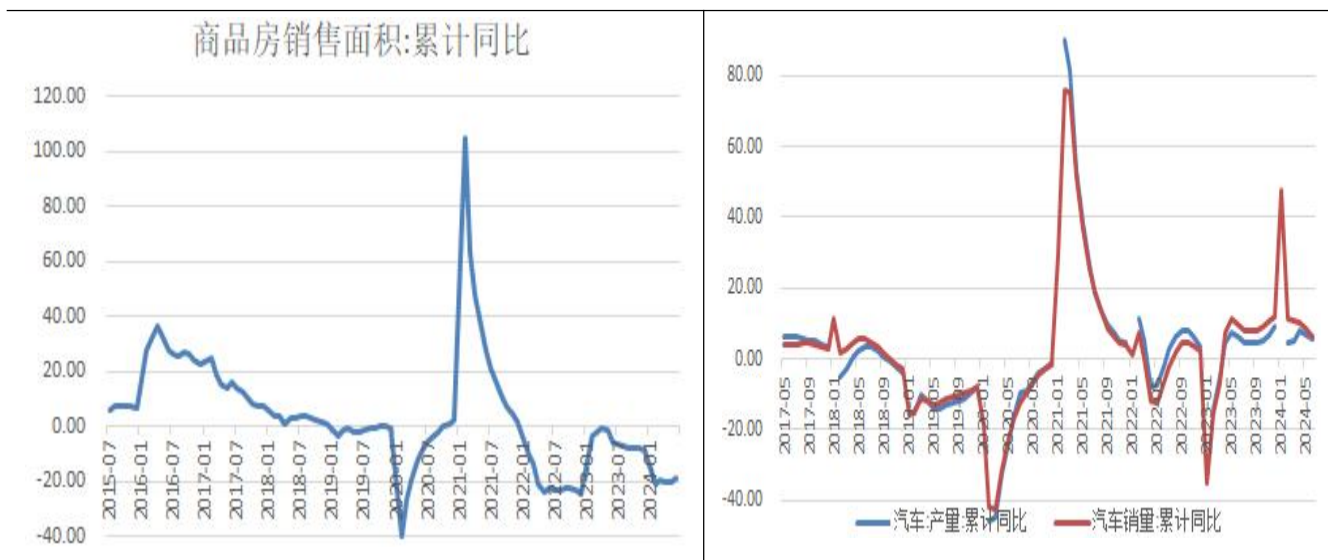
资料来源：IFIND，安粮期货

## 2、房车：6月汽车延续回落+6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1-6月份，中国汽车销售累计增速录得6.1环变-2.2，连续15个月累计同比转正，但业绩阶段连续5个月边际回落；再来看房市，2024年1-6月房市销售数据录得-19，环比1.3，2024年维持严重萎靡状况不变。综合看，此对大宗终端的需求会带来非常不利的影响。

图9：1-6月房市销售继续萎靡

图10：1-6月汽车产销延续回落



资料来源：WIND，安粮期货

## 三、7月联储会议维持不变，9月预期升温

## 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

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 7 月的美联储会议维持按兵不动，符合预期，但鲍威尔表态对降息打开了窗口指引，且伴随非农就业数据等的辅助，市场对 9 月降息预期升温，当前大的环境背景就是欧美多数发达国家经济体央行如欧央行、加拿大等全部开启了降息，因发达国家分化的货币政策有趋同的迹象，但笔者目前对 9 月保持一丝谨慎，是否降息的关键可能是美股的大幅波动。

图 11：美债长短利率阶段性下行

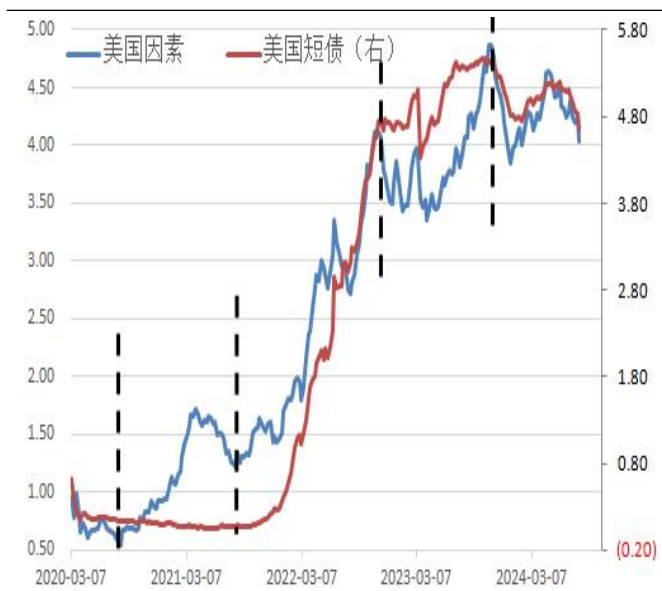
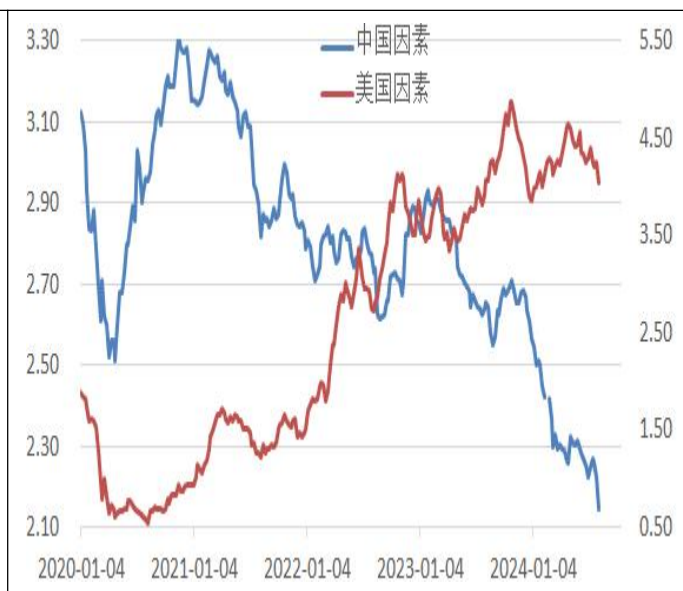


图 12：中美因素从劈叉趋一致



资料来源：IFIND,安粮期货

### 四、小结

从大趋势来看，2024 年上半年铜价的上行已完成了整个康波泡沫，在大萧条阶段自 2016 年启动的上涨周期在 2024-2025 年前后全部结束了，铜价当前处在战略空头+战役空头阶段。交易上看，建议战略空头继续持有，战役上留意整数大关的测试力度。



### 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。