

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：9 月留意底部阶段性平衡的可能

- 1、供给层面,8 月 TC 录得均值 6.96, 环比增 1.16, 原料端有所好转, 但原料冲击严峻局面未变; 2024 年 1-7 月累计产量 777.1 万吨, 单月产量 110.3 万吨, 增速分别为 7 和 7.1, 增速收缩, 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, 7 月社融、M1 和 M2 分别为 8.2、-6.6 和 6.3, 环比变动 0.1、-1.6 和 0.1, 信用进程偏弱局面未变; 终端来看, 1-7 月汽车销售增速为 4.4, 环变-1.7, 1-7 月房市销售为-18.6, 环变 0.4, 汽车继续回落, 地产延续萎靡;
- 3、库存表现: 至 8 月底, 全球三地库存为 59.55 万吨, 环变约 4.48 万吨, SHFE 减 5.95 万吨至 24.17 万吨, LME 和 COMEX 分别变化 8.08 万吨和 2.35 万吨至 31.88 万吨和 3.5 万吨, 全球库存总体继续累库, 中国库存转为去库;
- 4、内外环境: 9 月 17-18 号美联储将召开利率会议, 在全球外围发达经济体普遍降息背景下, 叠加联储官员的多数表态, 市场对 9 月降息预期快速升温, 符合 2024 年核心话题之一是美联储降息的定性, 这可能是商品系统性潜在波动临界点之一。与此同时, 对国内来说, 四季度或为全年的一个阶段性可期待的窗口期。

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, 战略上铜价处在空头格局中 (未来有 2-3 轮战役), 从战役上说, 铜价在跌破 7 万

及下方后，第一空头战役有望迈入收尾，因此，交易上，9月关注对底部阶段性平衡可能性。

一、供应端:原料冲击边际缓解

1、8月TC均值维持6.98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8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，当前全球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，战略上转为战略空头阶段，当前属于战略空头中的第一战役空头，四季度有望呈现出战略空头的横盘或反弹格局。

2、7月生产增速收缩

2024年1-7月国内精炼铜产量为777.1万吨，对比2023年1-7月的产量同比增速为7.1%，增速从高速往中性转变，总量增速继续往下；7月单月产量为110.3万吨，同比增速7，连续5个月增速维持个位数，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。

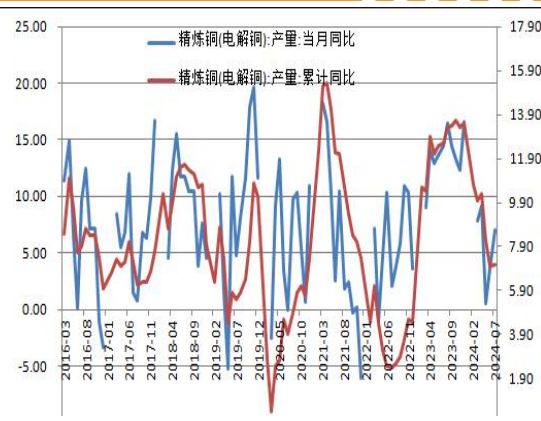
3、8月底全球库存录得59.55万吨

2024年8月底全球三地总量库存录得59.55万吨，对比上月环增约4.48万吨，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8月底总体累库水平已创下近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，8月SHFE库存录得24.17万吨，对比上月下滑5.95万吨，LME和COMEX库存分别变化8.08万吨和2.35万吨至31.88万吨和3.5万吨，全球库存累库趋势延续，需要留意的是沪铜库存开始转升为降，而海外则全部维系累库。

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，当前空头战役就处在这个阶段；其三，围绕CU2501所展开的行情，可能定位成横盘或反弹阶段。因此，密切关注CU2309合约结束的核心临界转变窗口期。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1：8月TC边际回升

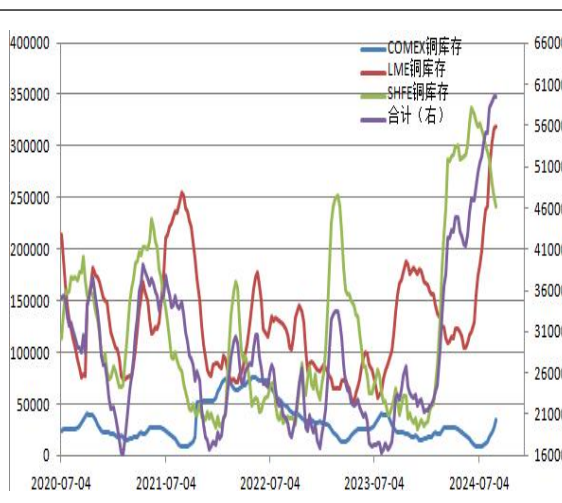
图2：1-7月铜供应增速边际回落



资料来源：IFIND，安粮期货

图 3：8 月利润维持亏损

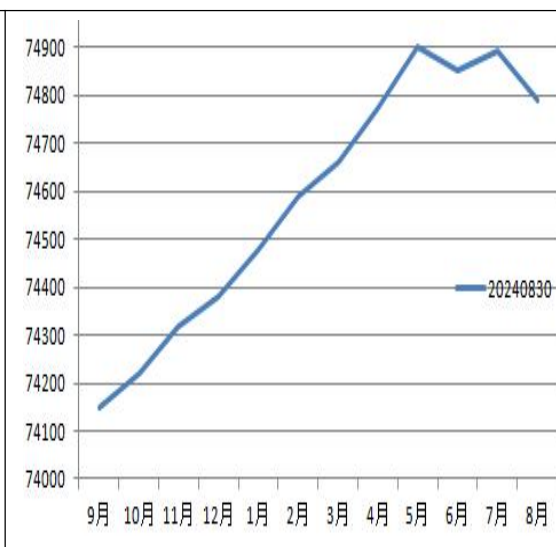
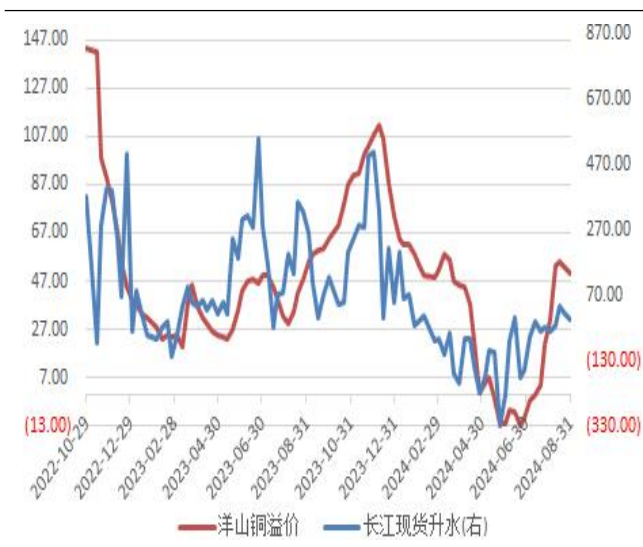
图 4：全球累库延续



资料来源：IFIND，安粮期货

图 5：8 月价差好转有见顶迹象

图 7：沪铜市场结构维持升水



资料来源：IFIND，安粮期货

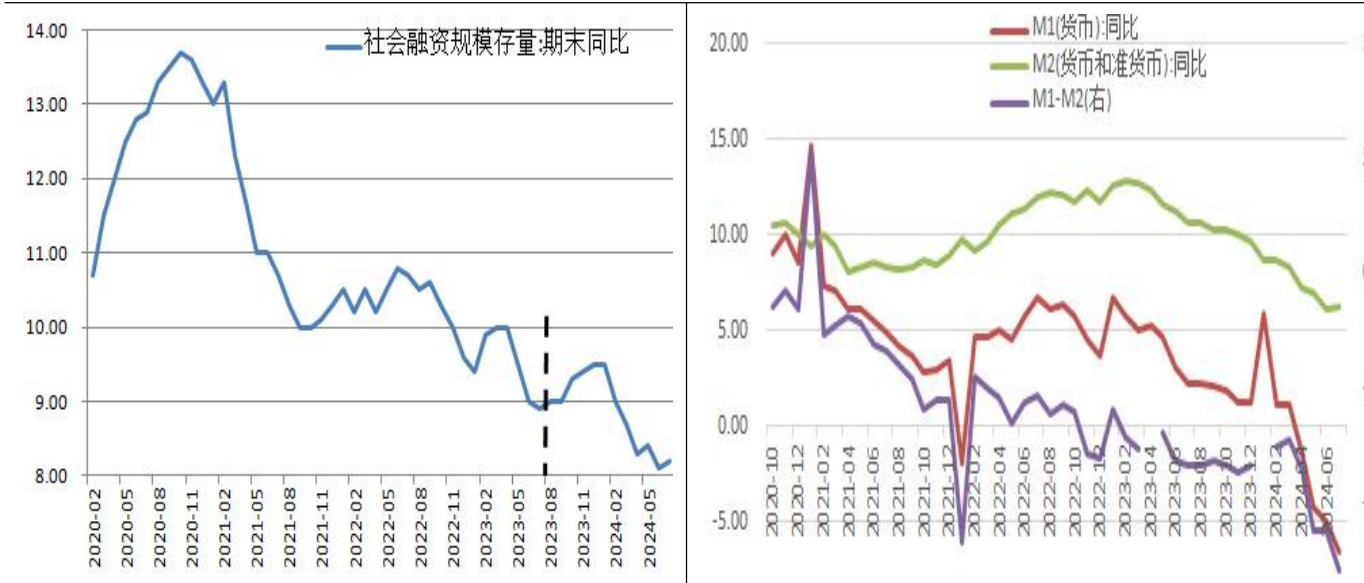
二、需求端：边际偏弱局面未变

1、7月融资+M1/M2 维持偏弱

从融资角度看，2024年7月社融增速录得8.12，环比0.1，触及压力位后继续下行，2020年四季度以来的弱信用进程至今已超过了3年的周期跨越，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7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7月录得-6.6，环比减-1.6，代表企业投资的M2在7月录得6.3，环比0.1，剪刀差为-2.9，供需恶化未变，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，本轮周期是个弱周期。密切关注，笔者反复提示的关键时间窗口期。

图 7:7月社融弱势不变

图 8: 7月 M1/M2 继续向弱



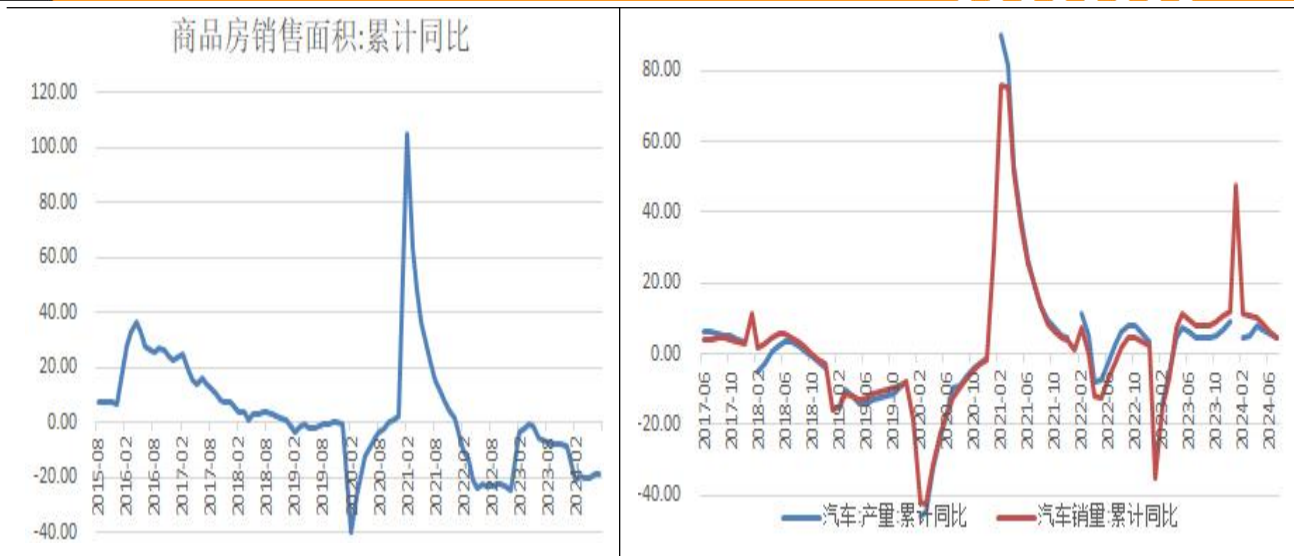
资料来源：IFIND，安粮期货

2、房车：7月汽车延续回落+7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1-7月份，中国汽车销售累计增速录得4.4环变-1.7，连续6个月边际下滑；再来看房市，2024年1-7月房市销售数据录得-18.6，环比0.4，2024年维持严重萎靡状况不变。综合看，此对大宗终端的需求依旧不利。

图 9：1-7 月房市销售继续萎靡

图 10：1-7 月汽车产销延续回落



资料来源：WIND，安粮期货

三、9月联储会议预期升温

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年随着瑞士打响降息“第一枪”后，瑞典、加拿大、欧盟、英国、新西兰等多个经济体央行陆续宣布降息，新一轮全球降息潮已然来临，且逐渐从西方国家向亚洲地区蔓延，这给美联储9月会议带来了重要指引，是独立其行-政策分化，还是加入降息大军-政策趋同，9月17-18号将见分晓。笔者依旧认为，美国相关金融资产-股市的波动是关键信号之一。

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

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，需要留意9月份第一战役空头结束的可能性，交易上看，建议战略空头继续持有，战役上注意逢低防御。



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

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

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。