

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：10 月关注“康波”泡沫区域的测试

- 1、供给层面,9 月 TC 录得均值 5.2, 环比减 1.76, 原料端干扰严峻局面未变; 2024 年 1-8 月累计产量 890.8 万吨, 单月产量 112.1 万吨, 增速分别为 6.2 和 0.9, 增速持续收缩, 在利润爆亏下, 此格局或延续;
- 2、需求层面: 融资花钱方面, 8 月社融、M1 和 M2 分别为 8.1、-7.3 和 6.3, 环比变动-0.1、-0.7 和 0, 信用进程偏弱局面未变; 终端来看, 1-8 月汽车销售增速为 3, 环变-1.4, 1-8 月房市销售为-18, 环变 0.6, 汽车继续回落, 地产延续萎靡;
- 3、库存表现: 至 9 月底, 全球三地库存为 49.59 万吨, 环变约-10 万吨, SHFE 减 10 万吨至 14.04 万吨, LME 和 COMEX 分别变化-1.63 万吨和 1.8 万吨至 30.25 万吨和 5.3 万吨, 全球库存 9 月高位开始回落, 中国为主体;
- 4、内外环境: 9 月联储会议降息 50 个基点, 正式进入了宽松周期, 符合 2024 年核心话题之一是美联储降息的定性, 且中国持续推出经济扶持政策, 中国主导定价的风险资产相继表现亮眼, 四季度商品市场主体偏多为主。

从大趋势来看, 市场处在新周期阶段, 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, 从战役上说, 铜价在跌至 7 万附近后, 第一空头结束, 当前转入反弹或整理阶段, 耐心等待明年第二战役。交易上, 10 月关注对“康波泡沫区域”的再次测试效果, 前期的防御单可在此区域寻找机会择机解除。

一、供应端:原料冲击总体未变，边际有所缓解

1、9月TC均值维持5.2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。至9月，TC趋势底部开始缓慢抬升，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，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，战略上处在战略空头阶段，战役上第一空头战役尾声后，当前四季度有望呈现出横盘或反弹格局，9-10月波动表现就如此。

2、8月生产增速继续收缩

2024年1-8月国内精炼铜产量为890.8万吨，对比2023年1-8月的产量同比增速为6.2%，增速从高速往中性偏低转变；8月单月产量为112.1万吨，同比增速0.9，连续6个月增速维持个位数，8月增速收窄向零趋近，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年转移力度或有较大下滑，产业上下游或维持一个大致平衡格局（年度），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。笔者要郑重强调，本次TC的表现是世界长波在大萧条阶段向最上游传导的最后产物，实际上矿并不缺，只是在产业链环节中某个地方出现了堵塞（类似疫情导致航运大拥堵所致运价大暴涨一样）。本质上要清晰认识。

3、9月底全球库存录得49.59万吨

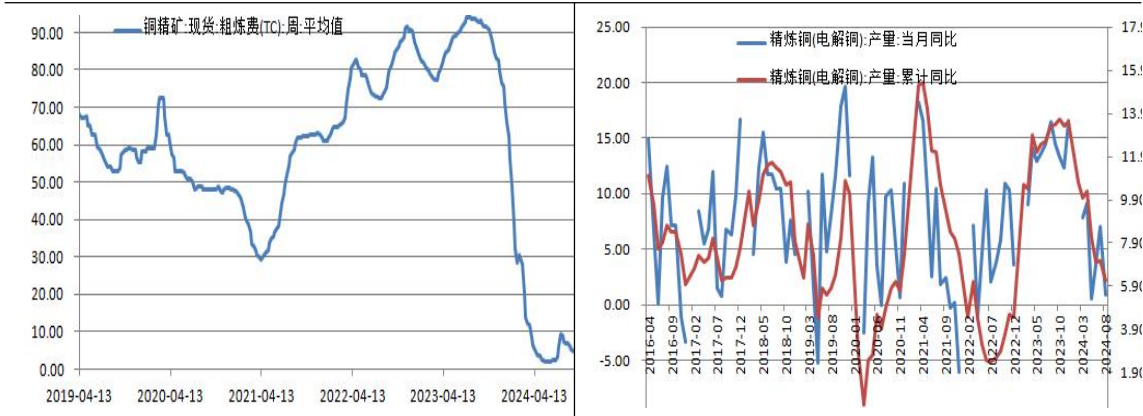
2024年9月底全球三地总量库存录得49.59万吨，对比上月大幅减少约10万吨，主要由中国因素所贡献。其中，9月SHFE库存录得14.04万吨，对比上月下滑10万吨，LME和COMEX库存分别变化-1.63万吨和1.8万吨至30.25万吨和5.3万吨，全球库存趋势三季度以来阶段性有所回落，尤其是中国下滑较为明显。但从长周期趋势看，全球库存趋势从2023年9月启动了底部（约17万吨）缓慢抬升后，正式进入了大周期的累库进程，2024年的库存创近4年新高印证如此。从历史来看，库存17万吨一线已经出现了四次，大致时间分别为2021年1月、2021年11月、2022年12月和2023年7/8月，笔者已多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，也是库存大周期扭转的依据之一，希望读者能区分长周期和阶段性的差异。

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，这是回落的战役空头合约，对CU2405的脉冲多头进行反馈；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，在CU2309合约结束后，市场进入了新的波动阶段。

图1：9月TC边际调整

图2：1-8月铜供应增速边际回落

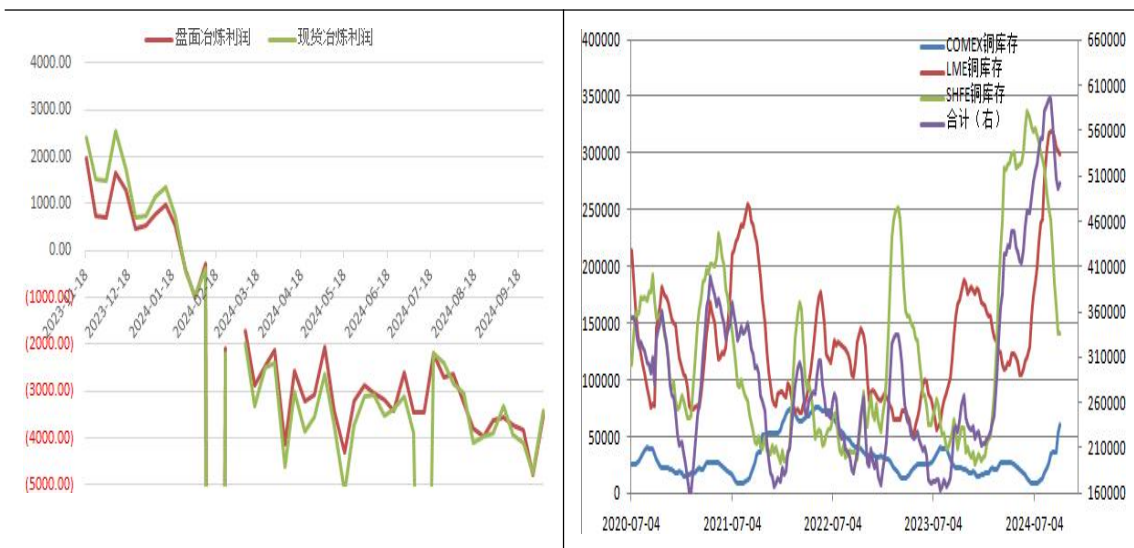
研报的简单+实用：唯一不变的宗旨



资料来源：IFIND，安粮期货

图 3：9 月利润维持亏损

图 4：全球库存阶段性回落



资料来源：IFIND，安粮期货

图 5：9 月价差好转有见顶迹象

图 7：沪铜市场结构不规则



资料来源：IFIND，安粮期货

二、需求端：边际偏弱局面未变，留意预期

1、8月融资+M1/M2 偏弱未变

从融资角度看，2024年8月社融增速录得8.1，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，202206-202307月属于第二轮过度性质的下滑，2024年1月至今的下滑，可能属于最后一轮下滑，第一轮属于内在因素真正的下滑，第二轮具备了一种中继性，而最后一轮下滑则为超跌部分。笔者认为，三季度可能为本轮社融的大底部；从花钱的角度看，代表实质性消费购买力的M1在8月录得-7.3，环比减-0.7，代表企业投资的M2在8月录得6.3，环比持平，剪刀差为-13.6，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，中国实质上已经开启新的库存周期，从力度上看，本轮周期是个弱周期。让我们一起静待经济数据的在四季度关键时间窗口后的边际好转。

图 7,8月社融弱势不变

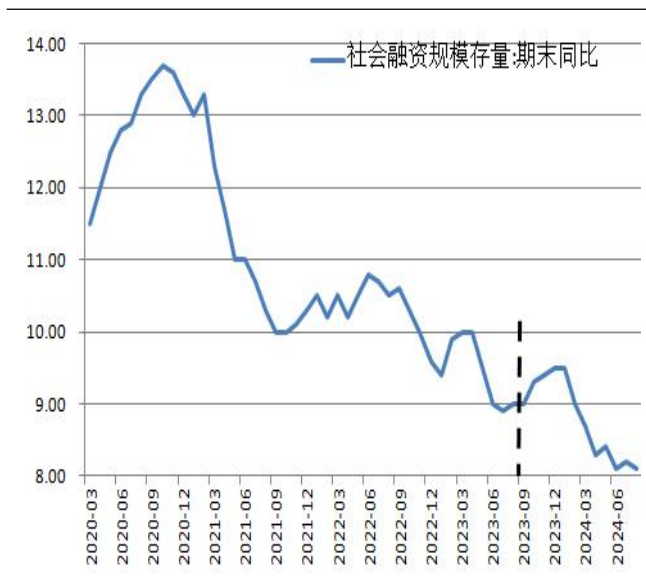
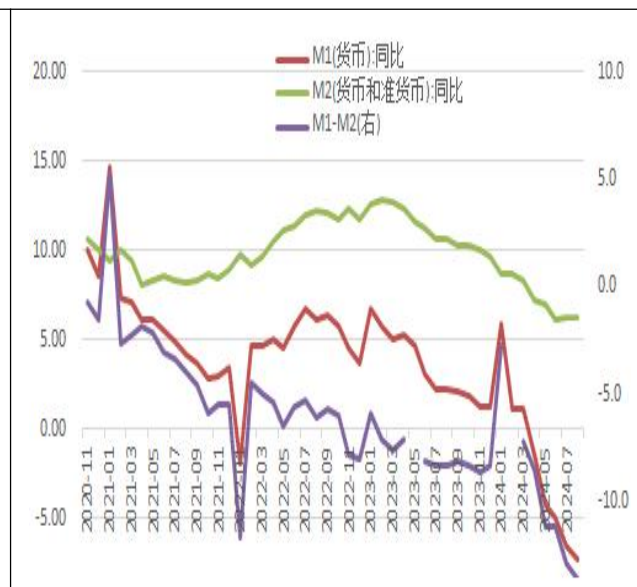


图 8: 8月 M1/M2 继续向弱



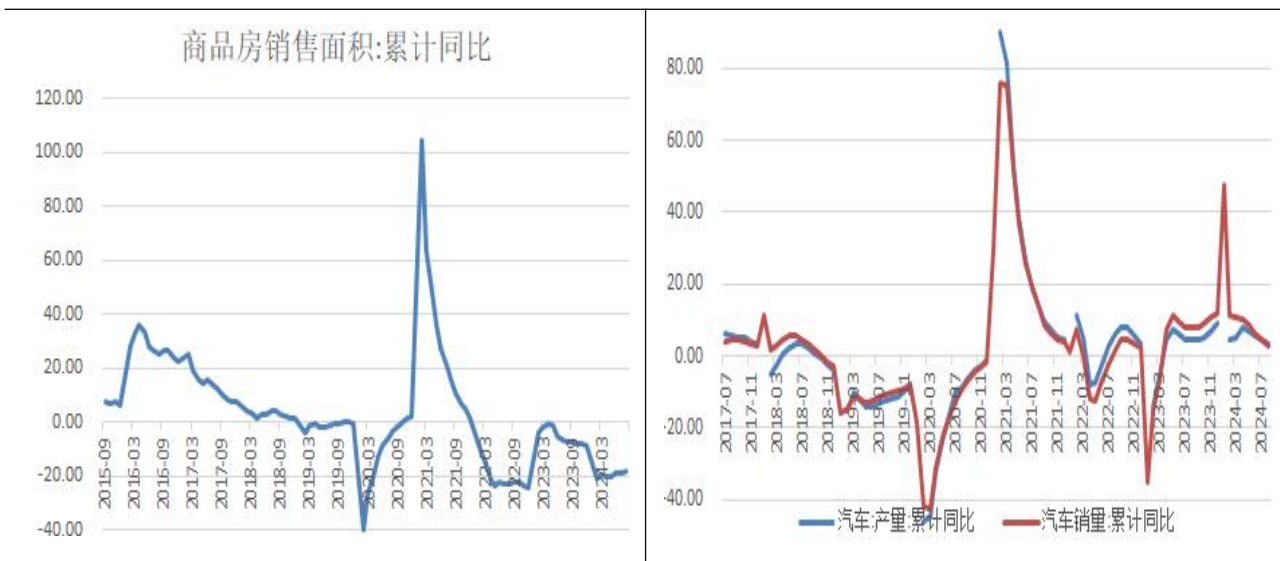
资料来源：IFIND，安粮期货

2、房车：8月汽车延续回落+8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1-8月份，中国汽车销售累计增速录得3环变-1.4，连续7个月边际下滑；再来看房市，2024年1-8月房市销售数据录得-18，环比0.6，2024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 9：1-8 月房市销售继续萎靡

图 10：1-8 月汽车产销延续回落



资料来源：WIND，安粮期货

三、9月联储会议如期降息

2022年是加息、2023年是何时暂停加息，2024年的关键话题是降息。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

研报的简单 + 实用：唯一不变的宗旨

经济体央行陆续宣布降息，新一轮全球降息潮已开启，9月美联储利率会议如期启动降息50个基点，宣告全球最后的关键央行终于进入了降息周期（不管降息多少，要的是一个预期），此番降息意味着全球经济冲击开始边际缓解，尤其是对中国而言，中美2021-2024年三年的大劈叉终于趋于结束，中国定价的风险资产有望迎来一个相对靓丽的表现。

尽管美联储启动了降息周期，但从美联储降息节奏来看，鉴于本轮降息处在库存周期的启动阶段，因而笔者认为本轮降息周期可能会磕磕绊绊。降息的力度与速度或将取决于美国相关金融资产-股市的波动。

图 11：美债长短利率阶段性下行

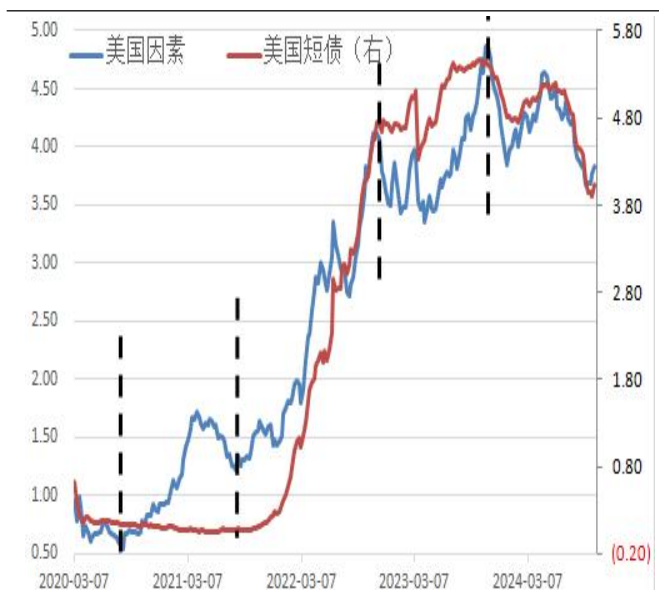
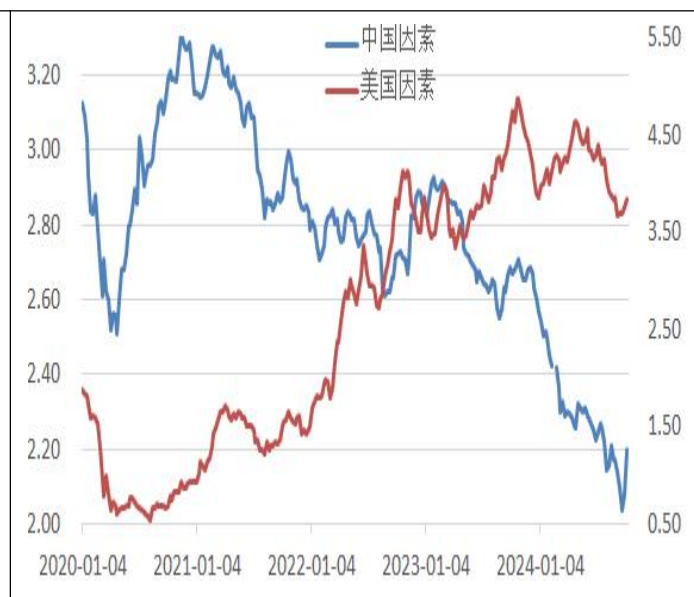


图 12：中美因素劈叉开始缩小



资料来源：IFIND,安粮期货

四、小结

从大趋势来看，铜价自2016年启动的大萧条阶段大牛市于2024年上半年已完成整个康波泡沫，当前铜价处在战略空头阶段，未来趋势方向只考虑如何下行，任何反弹都定位成战术行为。从战役来看，第一战役空头（A）已结束，四



研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

季度转为为偏强整理或反弹为主，10月关注为康波区域的测试情况，此价位上方方可寻找机会考虑解除前期的防御单，第二空头战役（B）则可能出现在明年。



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。