

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

初审：张雨涵：

从业资格号：

F03101411

投资咨询号：

Z0021134

复审：李雨馨：

从业资格号：

F3023505

投资咨询号：

Z0013987

铜投资月度报告

钟远 TEL: 0551-62870127

综述：“康波”泡沫区域测试后下行

- 1、供给层面,11月TC录得均值11.82,环比,1.08,原料端干扰严峻局面继续缓解;2024年1-11月累计产量1116.9万吨,单月产量111.6万吨,增速分别为4.5和-1.3,增速持续收缩,在利润亏损情况下,此格局或延续;
- 2、需求层面:融资花钱方面,10月社融、M1和M2分别为7.8、-6.1和7.5,环比变动-0.2、1.3和0.7,信用进程偏弱局面未变;终端来看,1-10月汽车销售增速为2.7,环变0.3,1-10月房市销售为-15.8,环变1.3,汽车继续回落,地产延续萎靡;
- 3、库存表现:至11月底,全球三地库存为46.02万吨,环变约-4.67万吨,SHFE减4.44万吨至10.87万吨,LME和COMEX分别变化-0.35万吨和0.12万吨至27.02万吨和8.12万吨,全球库存水平四季度高位回落延续;
- 4、内外环境:11月美国大选和联储会议利率会议兑现,美联储如期降息25个基点,符合预期,整体宽松周期难变,符合2024年核心话题之一是美联储降息的定性;当前,围绕川普当选总统后进行发酵和布局。

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,需留意四季度尾部开启第二战役的可能性。交易上,12月需关注周度60日均线的支撑效果,此是第二战役的关键信号之一。

一、供应端:原料冲击总体未变，边际有所缓解

1、11月TC均值攀升至11.82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月跌至零下方的负值，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，也是铜价在大萧条阶段的大头部信号。至11月底，TC趋势底部开始缓慢抬升至11-12上方，原料冲击开始边际缓解，但绝对水平依旧偏低。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结束后，当前四季度处在横盘或反弹格局，需留意铜市的第二空头战役。

2、10月生产增速继续收缩

2024年1-10月国内精炼铜产量为1116.9万吨，对比2023年1-10月的产量同比增速为4.5%，增速从高速往偏低转变；10月单月产量为111.6万吨，同比增速-1.30，连续7个月增速维持个位数后，本月增速跌破零轴，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、11月底全球库存录得46.02万吨

2024年11月底全球三地总量库存录得46.02万吨，对比上月减少约4.67万吨，主要由中国因素所贡献。其中，11月SHFE库存录得10.88万吨，对比上月减4.44万吨，LME和COMEX库存分别变化-0.35万吨和0.12万吨至27.02万吨和8.12万吨，全球库存趋势三季度后期以来的调整延续，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，这对铜价的趋势理解具有至关重要的指导意义。

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，四季度市场或处在此阶段。由于目前已迈入12月窗口了，CU2501即将迎来尾声，因此，需要密切留意第二空头战役的情况。

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

图 1：11 月 TC 调整回升

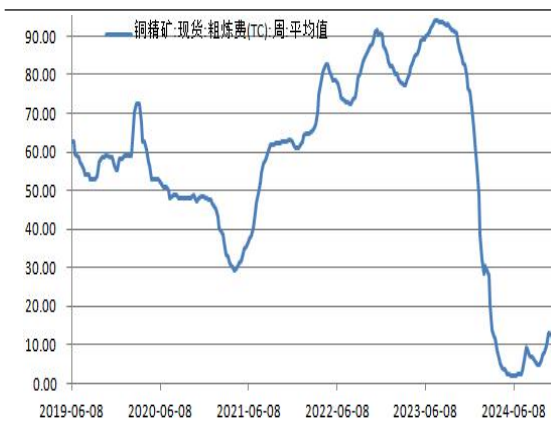


图 2：1-10 月铜供应增速继续回落



资料来源：IFIND，安粮期货

图 3：11 月利润维持亏损

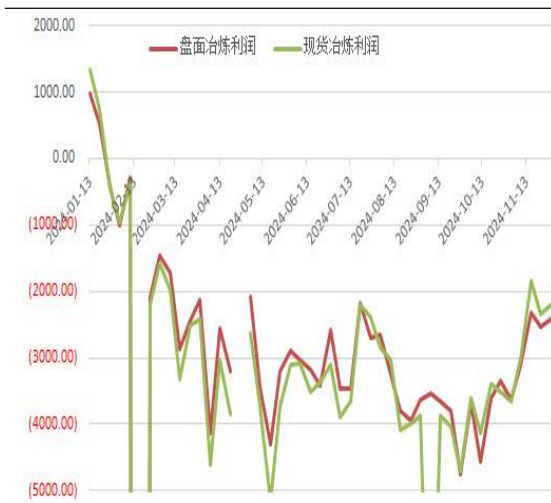
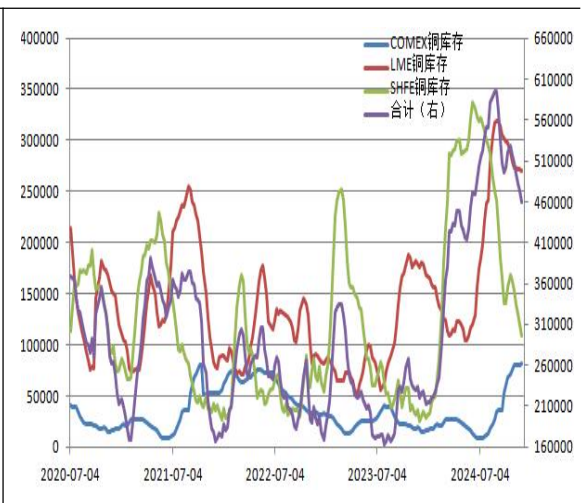


图 4：全球库存阶段性继续回落



资料来源：IFIND，安粮期货

图 5：11 月价差再度抬头

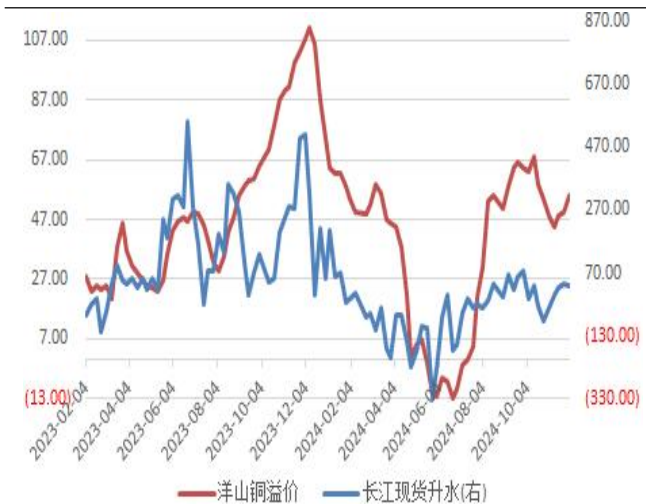


图 7：沪铜市场结构维持弱正向



资料来源：IFIND，安粮期货

二、需求端：偏弱局面未变，留意预期转变

1、10月融资+M1/M2 偏弱未变

从融资角度看，2024年10月社融增速录得7.8，环比-0.2，触及压力位后继续偏弱下行，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，四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10月录得-6.1，环比减1.3，代表企业投资的M2在10月录得7.5，环变0.7，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弱库存周期。

图 7,10月社融弱势不变



图 8: 10月 M1/M2 边际略转好



资料来源：IFIND，安粮期货

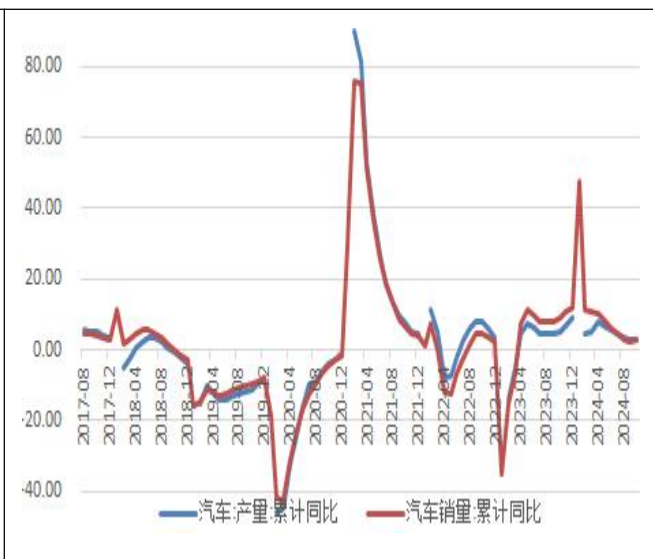
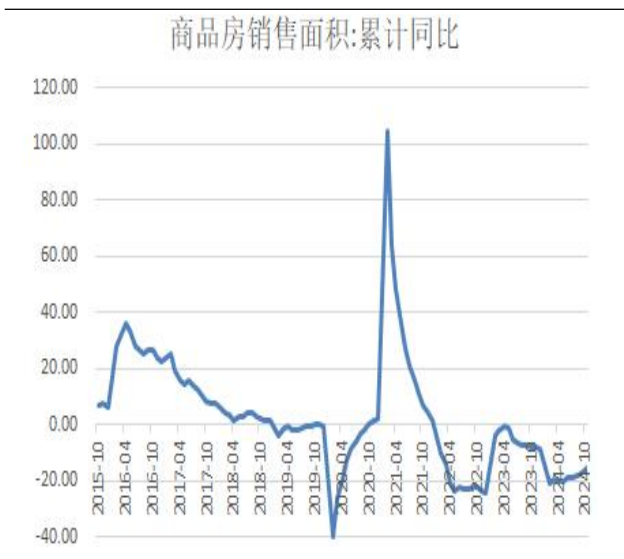
研报的简单 + 实用：唯一不变的宗旨

2、房车：10月汽车延续回落+10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1-10月份，中国汽车销售累计增速录得2.7环变0.3，连续9个月边际下滑，初步有企稳迹象；再来看房市，2024年1-10月房市销售数据录得-15.8，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依旧不利。

图 9：1-10 月房市销售继续萎靡

图 10：1-10 月汽车产销延续回落



资料来源：WIND，安粮期货

三、关注 12 月联储利率会议

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

济体央行陆续宣布降息，新一轮全球降息潮已开启，自上次利率会议 9 月美联储如期启动降息 50 个基点后，宣告全球最后的关键央行终于进入了降息周期，11 月美联储会议继续降息 25 个基点，延续宽松周期，全球边际冲击预期有望缓解，尤其是中美 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较好的表现（4 季度已表现出）。

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。下一步需要关注 12 月 19 号的美联储新的利率会议情况。

图 11: 美债长短利率阶段性反弹结束

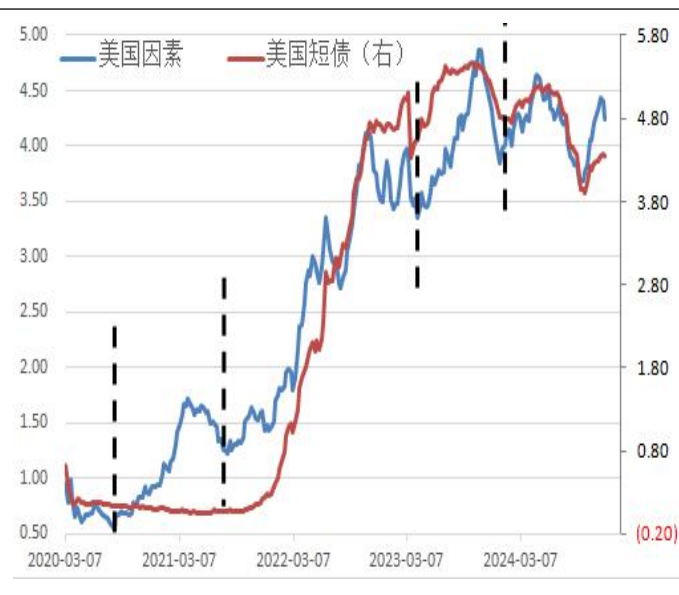
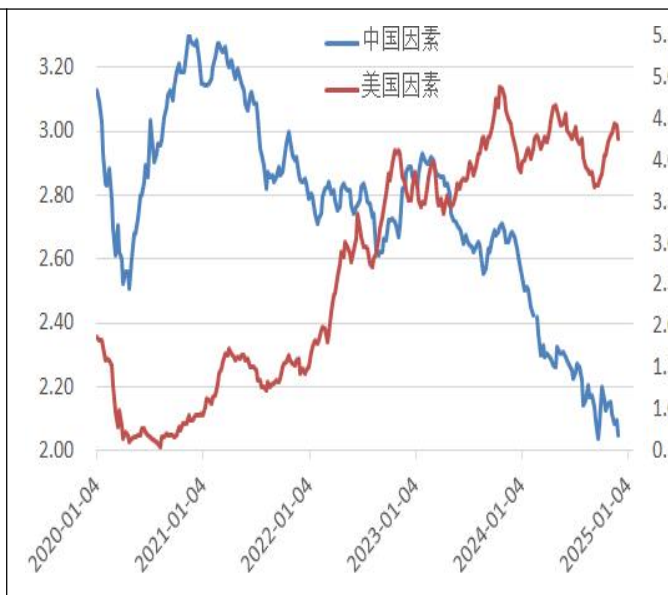


图 12: 中美因素劈叉或已极致



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，最高点于 5 月出现，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

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

头 (A) 已结束，四季度转为为偏强整理或反弹为主，在四季度进入 12 月尾声的背景下，需要留意第二空头战役 (B) 的可能性，重点关注 CU2505-6 合约，交易上关注周度 60 日均线的有效争夺情况。



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。