

安粮期货商品研究报告



2025 年铜年报

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货投资咨询部

2025 年 1 月 10 日

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203 号

投资咨询部 有色金属小组

铜分析师：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

喜马拉雅之巅

—— 2025 年铜年报

内容摘要：

1.中国蓄势+海外宽松。一方面，中国经过 2022-24 年的持续下行和“出清”后，2024 或是实际性底部，而 2025 年有望呈现出底部蓄力可能，即为名义底部；另一当面，美联储代表的海外全部迈入宽松周期，印证海外的经济下行压力，2024-2025 年以寻底为主；本轮波动力度在地产拖累下可能是个弱周期，对经济和商品价格系统影响力度相对有限。

2.原料供应扰动 2024-25 年达到极致。全球有色资本支出已在 2021 年边际扭转，2025 年或是实际性原料短缺的尾部关键窗口，而矿产和冶炼的错配之矛盾在 2024 年大爆发（面粉比面包贵为标志），尤其是 2025 年全年长协 TC 创历史新低，暗示长鞭效应传导的极致。

3.全球库存趋势面临扭转。全球库存在 2021-2023 年实现了四重底（约 17 万吨），2024 年伴随铜价脉冲而出现全球库存突破近 4 年的库存上限，印证了 2024-25 年或为全球库存重建的临界窗口期。这是趋势面临扭转的信号。

4.价格处在喜马拉雅高度。2024 年铜价突破或触及 2006 年、11 年和 2021 年高点后，铜价终极出现了康波超级大泡沫，这意味着自 2016 年以来近 10 年的“牛市”上行周的结束。铜价处在战略空头阶段。

操作建议：

综上所述，笔者认为：2021 年高点为铜价战略多头实际结束高点，而 2024 出现了康波大泡沫之名义大头部，这可能是铜价的终极高点之一，此宣告了自 2016 年以来的多年牛市上行周期的尾部或结束，这注定了 2024-2025 年为铜价的战略空头机遇期。

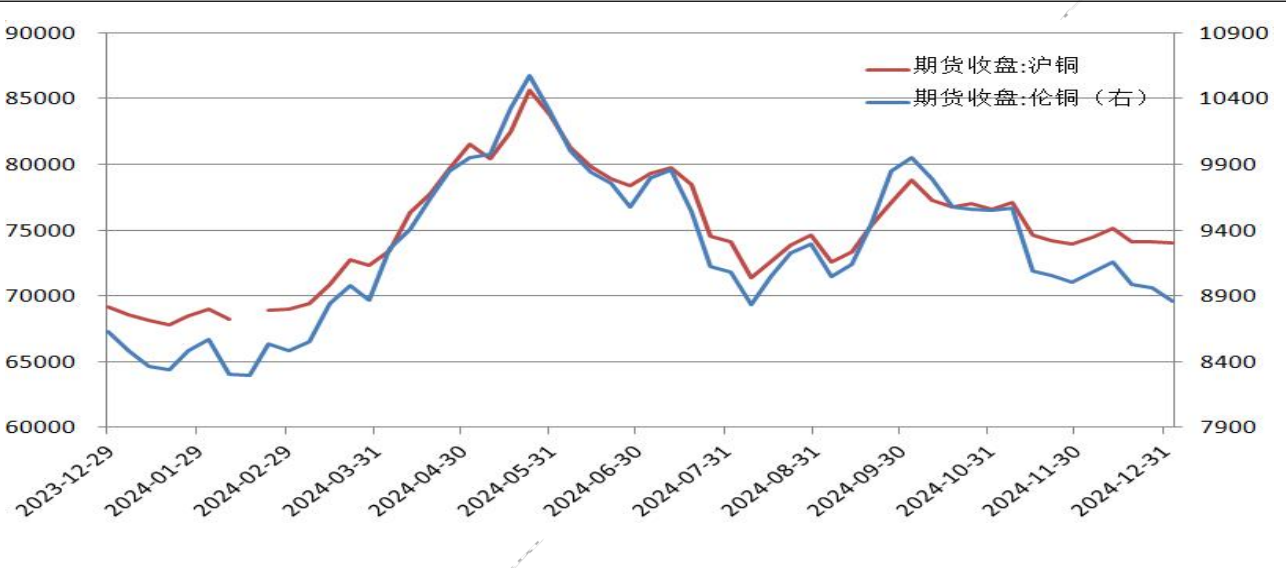
研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

交易上，2025 年交易思路和 2024 年类似，康波泡沫区域（2021 年头部上方）战略沽空为全年上策（尽量回避做多），沪铜泡沫临界或为 7.8-8 万，伦铜泡沫临界大约为 10000 美元/吨。

祝各位投资者能抓住战略投资机会。

一、行情简顾

图 1：铜价 2025 年走势



资料来源：IFIND,安粮期货

2020 年铜价全年探底大涨，收出一个长下引线的大阳 K（沪铜涨 17.43%，伦铜涨 25.68%），2021 年铜价延续上涨趋势，收出略带上引线的大阳 K（沪铜涨 21.8%，伦铜涨 25%），2022 年铜价先暴跌后反弹，全年收出上下引线都较长的调整阴 K（沪铜全年下跌 5.94%，伦铜下跌 13.36%），2023 年铜价以收敛型波动为主，全年收出调整性小阳 K（沪铜涨 4.09%，伦铜涨 2.25%）。2024 年铜价基于 2023 年调整结束的余威，脉冲回落，全年收出带有长长上引线的小阳 K，沪铜全面小幅收涨 7.14%，伦铜涨 2.56%。其中，铜价全年主要波动出现在 2024 年 1-9 月，围绕 7 万-9 万区间展开的大 V 反转。

二、2025 年分析逻辑

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

表 1： 2025 年分析逻辑表

	2024	2025
供应层面	TC 长单价为 80 美元/吨，下滑 8 美元/吨，跌幅 9%左右，原料端供应大幅宽松边际收窄，但依旧属于宽松状态。	TC 长单价为 21.25 美元/吨，下滑 58.75 美元/吨，跌幅 73%左右，原料端扰动至极致。
	经过 2022-23 年产业链利润持续从矿产端向冶炼端转移后，2024-25 年全产业链上下游矛盾有望从极端对立逐渐向均衡转变。	2024 年已出现“面粉比面包贵”现象，此意味着长鞭效应至矿产原料端已达极致，2024-25 年可能是高波动上行的尾部窗口。
需求层面	中美错配的周期有望在 2023 年中上美下的格局向 2024 年阶段性共振转变，中国 2023 年结束去库，2024 年或迎来主动补库，海外被动去库有望在 2024 年上半年结束，下半年有望迎来补库。不过在地产等因素拖累下，本轮补库是弱周期。在全球主要国家的大选之年，全球冲突转向阶段性缓和，全球财政政策和货币政策存在转向可能，客观上有利于资产价格的运行氛围，至少说需求端的负面影响或减弱。	全球处在库存周期底部，在地产等因素拖累下，本轮库存周期是弱周期，需求端依旧难有大故事可讲。中国有望 2024-2025 年完成触底，以相关主导定价商品资产价格作为辅证；海外则结束紧缩周期，转向了宽松周期，印证了外部下行压力，全球冲突转向了阶段性缓和，客观上有利于资产价格的运行氛围。
结论	在矿产紧张、降息预期、挤仓效应、再通胀预期等共同作用下，铜价康波脉冲大泡沫已在 2024 年已出现，自 2016 年已来的所有上涨有望在 2024-25 年结束，即：2024-2025 年可能属于战略上的多空转换之年。	

资料来源：安粮期货

三、 全球经济与资本展望

（一）中国：稳中蓄势

以趋势研判和周期性跟踪为主，主要目的是探寻全球在经济循环波动中的位置。

按照中国库存周期角度看，2024年可能为旧周期结束之年，2025年有望为新周期开启之年。如果说，2021-2022年为下行周期前的大头部构造窗口，则2022-24年主要特征为震荡下行阶段。数据显示，中国本轮库存周期自2021年四季度见顶，经过2年多的下行后，至2023年四季度已跌至零轴附近，暗示库存周期去库进程空间的接近完结，2024年7月前迎来一轮补库或印证了旧库存周期的实际结束。与此同时，新周期在地产等负面因素拖累下需求不足是根本特征，总体定位为弱周期，这和2016-2019年、以及2020-2024年强波动周期中的上行阶段存在根本性不同。

从商品盘面来看，基于中国主导定价的建材、钢铁、煤炭、以及A股等价格波动角度看，大部分资产价格已在2024年四季度完成下行（黑色还差点点），这从盘面上辅证了上文的2024-25年新旧周期的转换，即：2024-25年或是国内定价的大多数商品完成战略下行的窗口期，因此，2025年或是一个筑底+蓄势的年份。

2024年12月的中央经济工作会议奠定了2025年经济工作的基本基调，“扩大内需”、“超常规逆周期调节”、“稳定楼市股市”以及民生消费等方面的政策成为市场关注热点，总体的政策基调定为“实施更加积极有为的宏观政策”，其中，财政政策的表述变为“更加积极的财政政策”，货币政策的表述变为“适度宽松的货币政策”，并将“全方位扩大国内需求”放在明年经济工作的首位，将“持续用力推动房地产市场止跌回稳”作为防风险的首要任务。总体上，顺应了笔者稳中蓄势的看法。

（二）美国：宽松周期

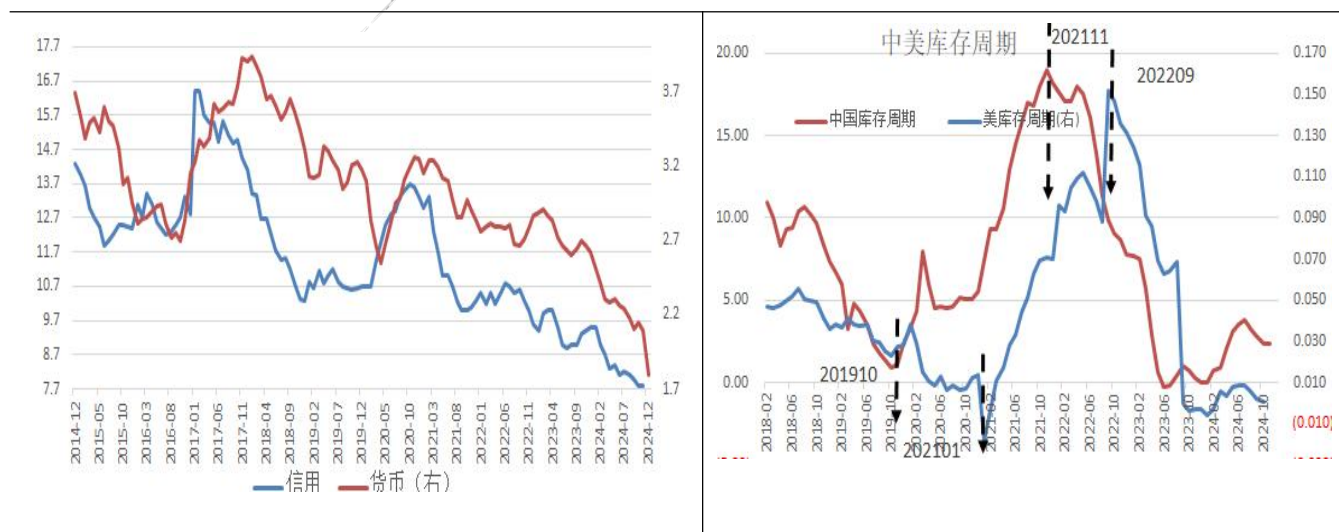
研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

海外主要研判和跟踪美国为主，其是全球最主要的国家之一。2022 年美国的核心主题是加息，2023 年的话题是何时结束加息，而 2024 年的焦点则转向了紧缩政策的转向，即：降息。跟踪显示，2024 年 9 月、11 月和 12 月，美联储连续 3 个月分别降息 25 个基点至 4.5，宣告了宽松进程正式开启，自此，海外发达国家全部迈入了利率下行周期，也印证了海外经济在滞后中国一段时间后也迈入了下行周期。笔者认为，按照美国 10 年国债收益率上行进程中的第一次大幅度回调的低点来看，美联储目标利率至少要降至 3.5 下方，这就意味着 2025 年美联储至少还有 100 以上的基点下行，按照每次降息 25 个基点测算，还有 5-6 次（全年美联储有 8 次会议），因而，2025 年美国的主基调为宽松周期。

美国总统选举特朗普赢得大选，将在 2025 年履行总统使命，市场对其减税与财政刺激、关税贸易保护主义和移民、能源等政策进行了广泛解读，主要依据 2016-2020 任期的相关政策行为为基调进行讨论，但笔者认为，金融资本市场往往会对预期进行提前反应，甚至有过度反馈可能性，一旦加税等政策兑现，可能存在利空兑现可能（预期造势很关键）。站在美联储降息的大背景下看，美国从全球博弈中，逐渐从进攻转向了防御，对全球的经济或其他领域的冲击阶段性是一个缓和姿态，这基本意味着全球大矛盾的总体性或阶段性缓和，全球部分重大事件，比如俄乌冲突可能要基本 OK 了。

图 2：中国信用周期偏弱运行

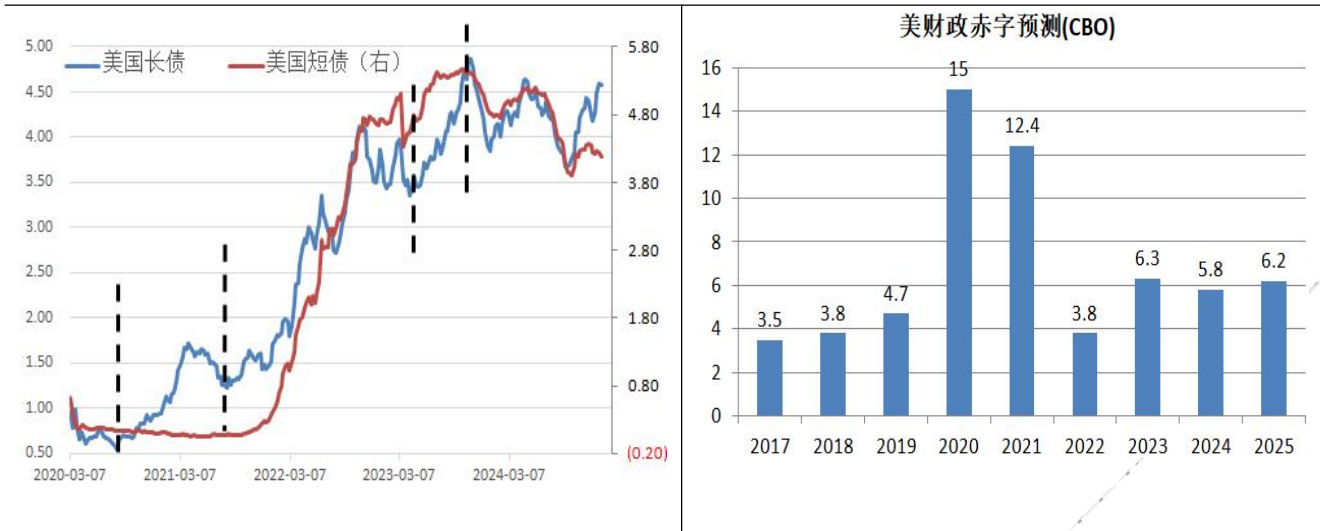
图 3：中美库存周期处在底部区域



资料来源：IFIND,安粮期货

图 4：2024 年美债利率头部

图 5：2024-25 年美财政赤字情况



资料来源：IFIND,安粮期货

总的来看，2024 年全球中美两大火车头呈现出中国下行触底（实际性）和美国掉头的格局，2025 年整体或呈现出中国稳中蓄能而美国延续下行的错配特征，不排除上半年和下半年存在分化可能。

四、基本面分析

（一）供应端：资本支出维持增长

1、上游矿产：“面粉比面包贵”

全球铜供应超过 80%以上部分来自铜矿，铜矿资源的开采从资本投入到产出具有较长的时间跨度，一般来说，铜价领先矿企资本支出 1-2 年，而资本支出又领先铜矿产出 5 年左右，其明显的周期规律成为分析和研究铜矿供应的重要参考。

上一轮资本支出高峰在 2010-2012 年（增速普遍都超过 20%），对应 5 年后的供应高峰在 2015-2016 年前后，也对应着铜价熊市下行的周期性大底部，2016-2018 年处在全球资本支出的低潮期（增速为负），按照时间推算可能影响到 2021-2022 年的铜矿产出处在最为紧张的时期，潜在对应着铜价的本轮上行的周期性高点或在此时间段出现。2021-2024 年，矿产端投资增速整体连续 4 年维持在零轴上方，尤其是矿产端投资累计增速在 2023 年大幅攀升已达到了 40%，接近了 2012 年的

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

最高增速附近，2024 年全年亦维持 20%-40%+ 区域的增速，此表明原料端新的资本支出周期正在酝酿开展，只是达到矿产产出还差点时间而已，按照 5 年测算，2025-26 年为潜在产出的时间窗口。

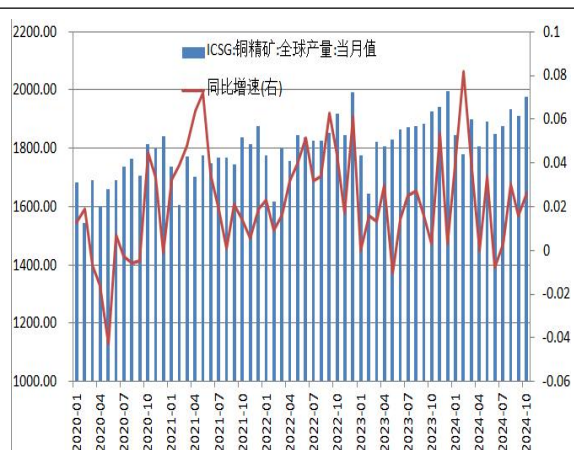
事实上，按照反映供需状况的冶炼 TC 来看，上一轮 TC 上行跨度在 2011--2015 年，从不足 30 美元一直上升到超过 130 美元，幅度超过 3.5 倍，对应着铜价的趋势性下行；TC 下行时间跨度在 2016-2021 年，下行空间约 80%左右，对应着铜价的趋势性上涨；2021 年-2024 年属于下行趋势中的反弹，2025 年 TC 录得 21.25 美元，再度触及 2008 年的近 20-30 年的低点，可能暗示着 TC 的终极大底部的到来。需要强调的是，2024 年 TC 一度录得负值，这是典型的“面粉比面包”的极致现象，笔者认为铜矿原料的长鞭效应至此传导全部结束。

铜价的高利润状态如果以 2021 年为测算，那么至 2025 年已长达 5 年之久，利润是刺激全球矿产趋势的关键性变量，笔者认为，全球铜矿的短缺是一个阶段性现象，是产业链在当前全球脱钩和割裂背景下的某个环节阻塞了而已，实际上已不缺矿。根据 WM、CRU、INSG、Macquarie 等权威机构的预测，2024 年铜矿全年预计产出 2269 万吨，2025 年全年产出 2334，全年增产大概在 70-80 万吨左右。主要增产贡献在刚果、智利、蒙古等国的矿山爬产，其他矿增量有限。

图 6：有色资本支出连续抬头



图 7：全球铜矿产出同比增速稳定



资料来源：IFIND,安粮期货

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

图 8：中国铜精矿库存攀升至高位

图 9：中国 TC 指数创历史新低

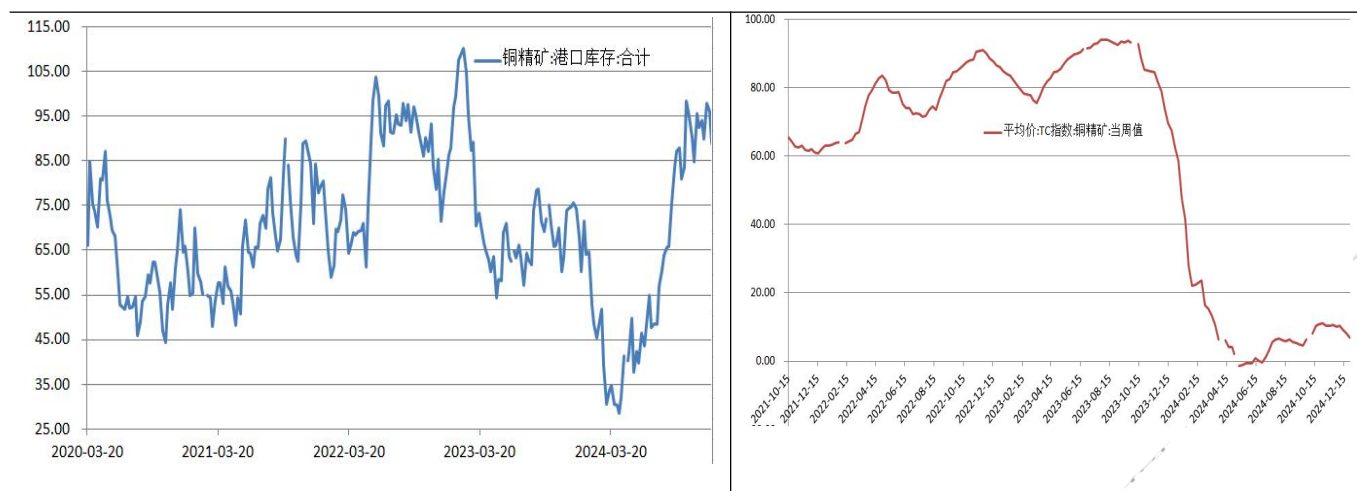


表 2：2025 年全球主要铜矿增产情况：万吨

地区	矿企	2023 年	2024 年 E	2025 增量
刚果（金）	Ivanhoe	39.4	43.75	9
蒙古	Rio Tinto	16.8	19.7	9
智利	Capstone	-	3	9
厄瓜多尔	铜陵有色	12	12.5	7.5
俄罗斯	俄铜业	-	-	12.5
秘鲁	MMG	30.2	30.7	5.5
智利	泰克资源	6.3	20.5	5.5
赞比亚	第一量子	13.5	16	5.5
刚果（金）	洛阳钼业	39.4	43.7	5
中国	黄金国际	2.2	4.5	2.5
塞尔维亚	紫金矿业	23.9	26.7	3.3
智利	Codelco	1.3	-	1.3
合计		185	221.05	75.6

资料来源：网络资料整理，安粮期货

1. 中游冶炼：冶炼矛盾延续

2024 年国内冶炼端敲定的铜矿长单加工费基准价位 80 美元，这是个相当不错的水平，2023 年的费用为 88 美元，在连续年度级别的利润驱使下，2024 年国内冶炼产能总体依旧处在扩张状态，全年新增产能达到了 140-150 万吨，总产能达到了 1500 万吨大关，这是冶炼和矿产端两个分化的重要原因（矿冶错配）。尽管 2024 年全年冶炼端散单利润率较差，自 2023 年三季度至今，铜矿冶炼产能过剩引发铜精矿粗炼费用暴跌，一度录得负值（冶炼不仅不赚钱，还倒贴），但实际上每个月精炼铜产量都维持在 110 万吨以上大关，真正的大规模检修降负比较少，这可能和 2023 年较为舒坦的利润年份有关系（有利润可以抗），也可能和全年长单状态也有关系。数据显示，2024 年 1-11 月，国内精炼铜产量达到 1245 万吨，累计同比增长为 4.6%，依旧处在扩张状态。

2024 年 12 月，安托法加斯塔与江西铜业签订 2025 年铜精矿长单粗炼费用为 21.25 美元，此不仅跌破了冶炼盈亏线，还创新下了历史上最低的长单价格。市场环境变了，2025 年国内冶炼亏损大概率居多，限制、推迟甚至取消新增产能的投放与扩建可能有望出现，亦对冶炼端的整体开工具有一定影响，若真的如此，那么下半年散单 TC 有望向上修复。2025 年全球有望新增 127 万吨粗铜冶炼产能可释放，较 2024 年的新增产能有所减少，增速或放缓，但矿冶矛盾依然会持续。

表 3：全球主要冶炼企业新建产能情况（粗）：万吨

地区	企业	2024	2025	2025 增加
中国	金川集团	60	60	0
中国	恒邦冶炼	50	50	0
中国	南国铜业	50	50	0
中国	金川有色	45	75	30
中国	其他	22	32	10

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

印尼	Freeport	40	40	0
印尼	Manyar	3	35	30
印尼	Amman	5	19	14
赞比亚	Kansanshi	35	47	12
赞比亚	Mufulira	3	4	1
刚果（金）	Kamoa	2	50	48
印度	Adani	25	50	25
伊朗	Aarcheshmeh	26	27	1
合计				171

资料来源：SMM,安粮期货

随着铜价近些年在高价位背景下的大幅翻动，尤其是 2024 年冶炼费的严重低迷，导致铜再生原料使用的替代比重逐步扩大。2024 年铜冶炼企业积极响应了 3 月的会议精神，主动调整原料结构，加大了废杂铜等冷料的采购和使用，降低了铜精矿的用料比重并如期完成了等量的排产，国内再生铜原料占比提升至 40%，与此同时，进口比重也在持续增长。今年前 10 个月，中国再生铜进口量 185.6 万吨，接近去年全年进口再生铜总量，占比前 10 个月中国再生供应的 44%。预期 2025 年再生原料依旧占有较大比重。

3.全球库存:2024-2025 年面临重建

铜的供应端还有一个环节就是起着蓄水池功能的库存，铜的库存变动伴随铜价--资本支出--产能投放等环节也存在明显的周期性波动。

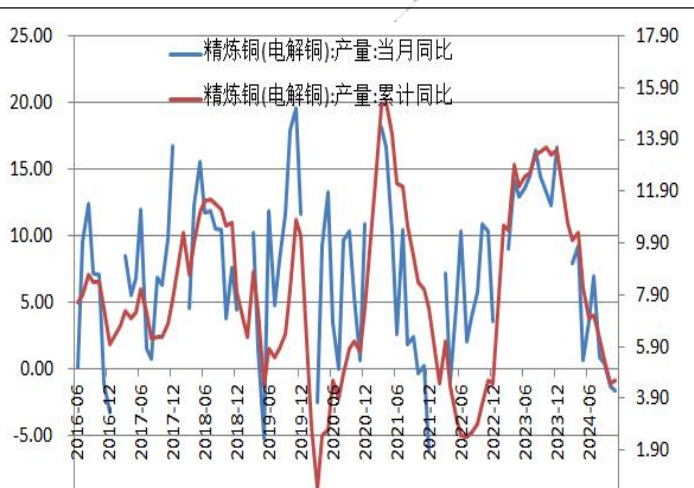
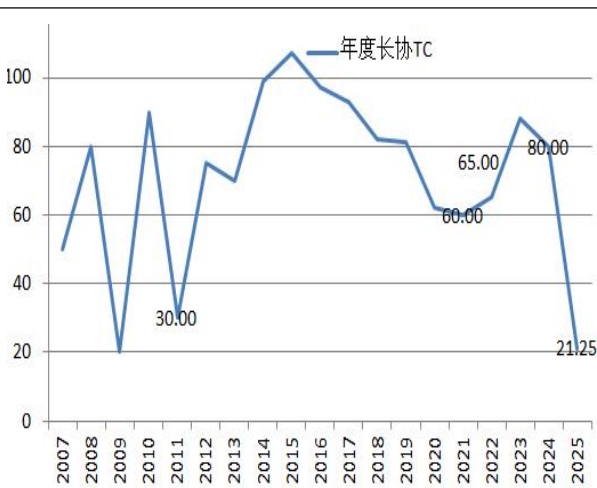
2021-2023 年全球三地库存迎来低波动阶段，显性库存极低，全年库存大体围绕 20 万吨核心区域波动，尤其是中国库存经常跌破 10 万大关（对于一个千万吨级别的生产大国来说，这样的库存是非常低的）。2024 年全球低库存的波动格局被打波，随着铜价在 3-5 月出现大级别的脉冲，全球库存快速累积打破了近 4 年的高点，最高至 50-60 万吨区域，这标志着全球库存告别了趋势性去库进

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

程，未来有望转为趋势性累库路径。从历史较长时间的技术层面来看，全球三地库存自疫情以来出现了2021年1月、2021年12月、2022年12月、2023年8月份的四重低点（大约17万吨），且底部运行周期达到了3年，时空共振，2024年库存突破上行印证了之，这就是笔者过往一直强调的全球库存重建，而库存重建需要价格的康波泡沫来实现，笔者在去年2024年年报里对此进行过强调，2024年脉冲已经实现，这就是笔者的年报主题内涵所在。

图 10：2025 年度长单 TC 回落至 20 美元

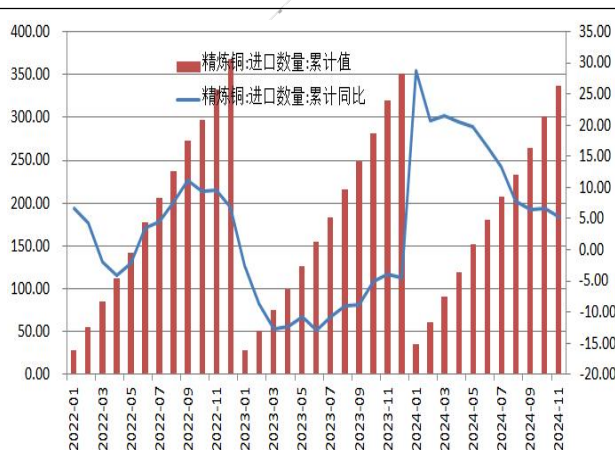
图 11：铜生产增速持续下滑



资料来源：IFIND,安粮期货

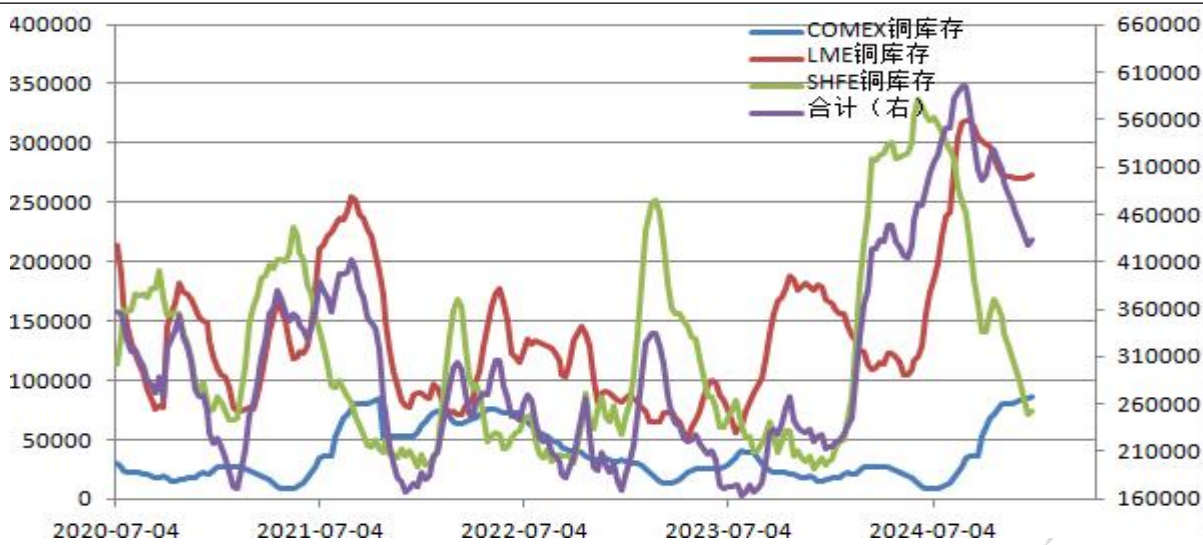
图 12：进口依旧稳健

图 13：精废价差中枢回落



资料来源：IFIND,安粮期货

图 14：全球库存底部抬升，大去库趋势或结束



资料来源：IFIND,安粮期货

(二) 消费端：分化严重

中国作为全球需求的主要大国，中国因素对大宗商品的影响非常重要，中国用铜消费仍是影响全球铜市平衡的主体。目前，在我国正从中高速发展迈向高质量发展进程中，铜市需求增量正从传统需求向新能源为主体的新型需求方向转变，不过需求结构转变不是一朝一夕的事，当前铜的终端需求结构中，电力（32%）和建筑（27%）的传统领域仍占据一半以上的比例，光伏、风电和新能源汽车的需求占比或在 10%+，2025 年占比有望达到 20%。如果说 2022 年铜市需求（实际+虚拟）趋势表现出下行情况的话，那么 2023 年需求端的拖累边际逐渐消减，2024 年铜市需求端有望出现改善（与此同时，供给端也延续改善）。

1、电力：需求保持平稳

传统电力领域对铜消费占据了很大比例，在新旧转换阶段，这种格局短期暂难以撼动，因而对电力行业比较分析能较好的诠释未来下游的需求情况。先看发电设备，2024 年 1-11 月，发电设备产量为 2.4 亿千瓦，同比增速高达 16%，维持较高的增速比例；再看电力投资，2024 年 1-11 月，电力工程投资完成额达到了 1.4 万亿元（依旧最大比例），同比增幅达到了 14.66%，全年增速基本上维持 2

位数的平稳状态，起到了稳定器的作用；电网工程投资在 2024 年 1-11 月达到了 0.53 亿元，同比增幅为 18.7%高位，电源工程投资在基数等影响下，相比 2023 年中枢速度有了一定下滑，这个下滑自 2023 年 5 月开始，好在 2024 年下半年增速抬头，最终 1-11 月达到了 0.87 亿元，增速亦有 12%。其中，电源工程投资里面风电、火电等维持一定的投资增速（火电维持不错的景气度），但新能源领域，如太阳能、风电等增速 1-11 月表现都为负值。如此可以看出新能源的电力景气周期 2024 年较为萎靡，不再向过往那样高风光，2023-2024 年工业硅、多晶硅的价格持续暴跌或印证如此。整的来看，电力领域需求保持平稳。

国家电网和南方电网“十四五”电网规划投资累计将超过 2.9 万亿元，这明显高于“十三五”期间全国电网总投资 2.57 万亿元、“十二五”期间的 2 万亿元。由此可见，受益于国家长期经济发展规划，新基建、智能电网建设推进，电线电缆产业将不断优化升级，呈持续稳定增长态势发展，传统需求暂不会明显下滑。

2、房车：汽车回升+地产筑底

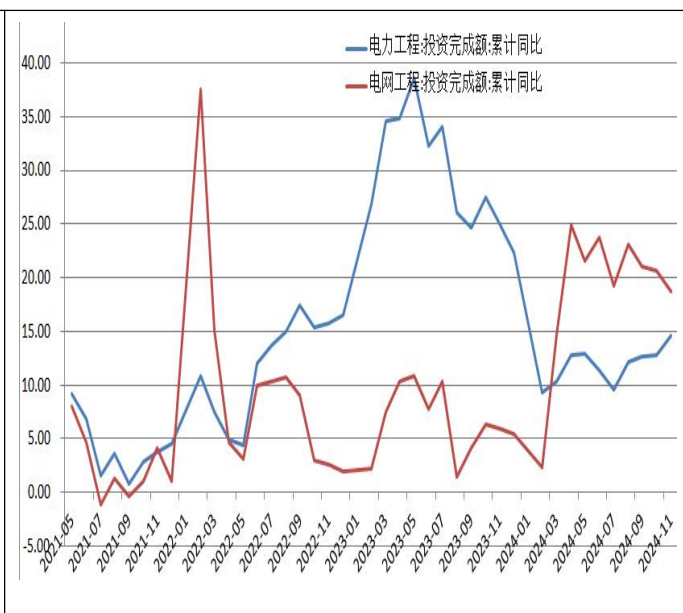
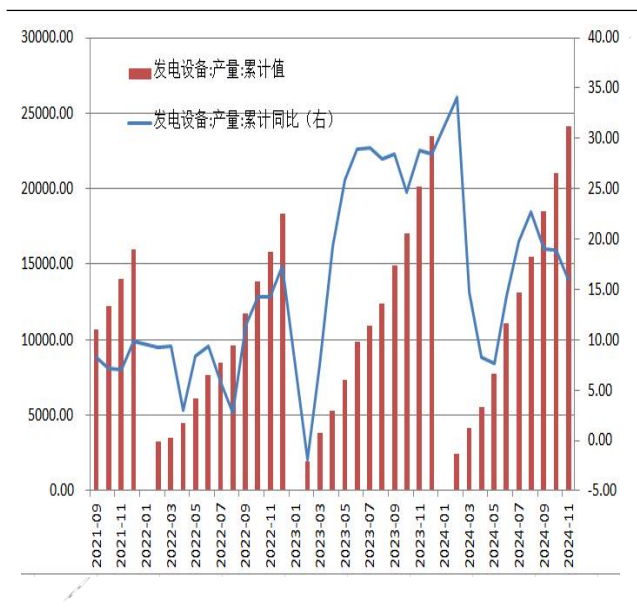
终端消费考量有多个指标，笔者最喜欢选取房车销售作为衡量消费的两个核心变量，把房子当做大宗终端需求的实际最大载体，把车子当做观察消费端直接变化的有效窗口，二者差异主要体现在：房子购买后，要经历一个装修环节，才能入住达到人的消费环节，整个影响的产业链非常长（当然，房子的实际消费也可以通过空调冰箱等家电的消费来印证），而车子购买后一般直接就能开走，从而一步到位进入消费环节。最新数据显示，2024 年 1-11 月份，中国汽车销售累计增速录得 3.7 的增幅，产量累计增幅为 4.2，汽车在 2024 年 1 月完成快速拔高后，产销数据增速全年基本上以震荡回落为主，但全年产销都维持正值，比较符合当前持续火爆的新能源汽车情况，整个上行周期或结束了，当前可能处在边际回落状态；再看房地产，2024 年 1-11 月地产销售数据累计增速录得-14.3，自 2022 年以来连续 3 年维持负增速，2022 年呈现出 2 位数下滑后，2024 年亦呈现出 2 位数下滑，可见房地产板块作为大宗终端需求最大载体，需求不足依旧为战略上的矛盾。

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

放眼整个地产从新开工-施工-竣工-待销售-销售及投资等环节来看，冰火两重天，一方面新开工-施工和销售、投资等数据自 2022 年以来全面延续下挫，尤其是 2024 年整体共振性呈现出 2 位数下行，显得地产行业异常严峻，对产业链上中游的商品需求冲击比较严重；另一方面，待售环节两位数增速全面抬升，凸显消费端-库存的压力，库存大会对房价带来较大负面影响。整体来看，和 2023 年竣工环节维持较好增速不同，2024 年房地产整个链条是全面共振性一年。背后体现了地产周期的波动。楼市的运行周期往往高达 20-30 年，中国地产市场化改革启动于 2000 年前后，截至 2024-25 年，中国地产运行周期达到了 25 年左右，此处在地产周期下行的靠近尾部阶段，这是终端需求的大定位，暂难以给予商品市场较大的提振能量。与此同时，也要看到，铜的终端消费或更多积聚在地产装修端的竣工环节，竣工增速的下行无法给予铜阶段性的需求支撑和保障。因此，我们不能对市场枯燥的盲目随从，尤其是不能看到价格脉冲就无法辨别出市场真实的东西，要能看出趋势和不同阶段的结构差异，这很重要。

图 15：发电设备产量维持稳定

图 16：电力投资保持平稳

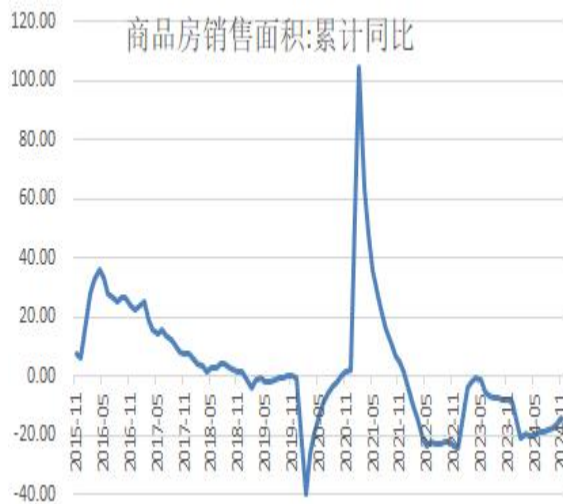
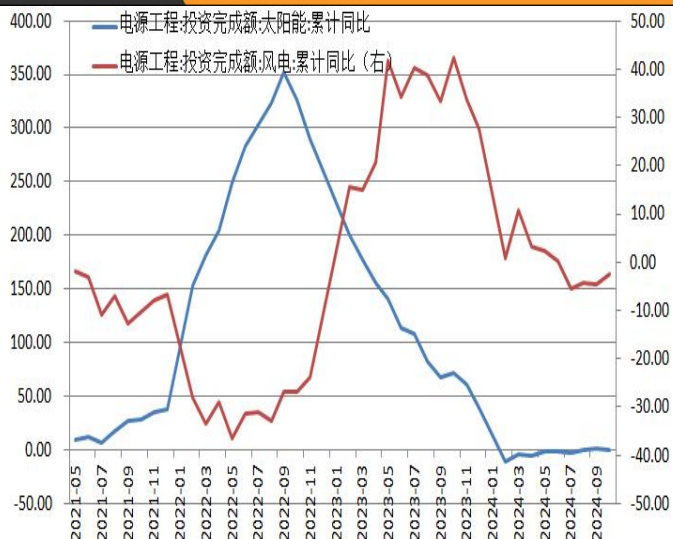


资料来源：IFIND,安粮期货

图 17：新能源投资增速下滑

图 18：房市销售较为萎靡

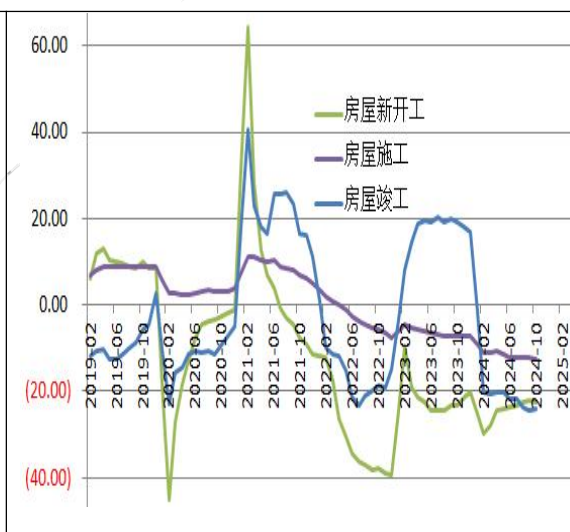
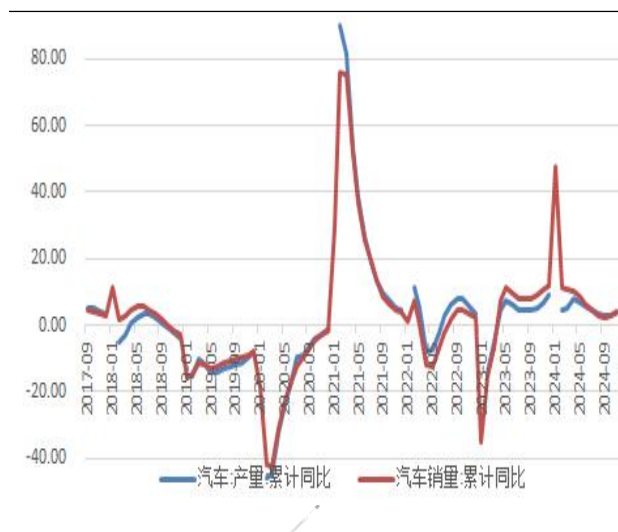
研报的简单+实用：唯一不变的宗旨



资料来源：IFIND,安粮期货

图 19：汽车产销稳中边际回落

图 20：地产开工、施工和竣工全面负增长



资料来源：IFIND,安粮期货

表 4：中国铜终端消费增速

下游	消费占比	2023 年	增速	2024 年	增速
交通	8.7%	131	8.3%	139	6.1%
建筑	22.5%	340	-0.6%	350	2.9%
空调	12.7%	191	9.8%	195	2.1%
电力	20.9%	315	11.7%	328	4.1%

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

其他	35.2%	532	-1.1%	550	3.4%
总计	100.0%	1509	4.9%	1562	3.5%

资料来源：CRU，SMM，安粮期货

(三) 小结

总的来看，长期资本支出低迷导致的原料供给紧张以及冶炼产能扩张矛盾，在 2024-25 年得到大爆发，矛盾趋势上暂难改变（对应节点是 2016-2017 资本支出最为紧张，真正的改变可能要到 25 年以后）；中国地产、汽车等终端载体在 2023-25 年出现分化，尤其是地产行业持续维持萎靡状态，这将对总需求带来较大的负面影响，需求不足依旧是 2024-25 年根本性矛盾之一。不过在全球降息和国内政策托底或扶持下，边际上存在缓解可能。

表 5:铜 2025 年供需平衡表预估

万吨	2019 年	2020 年	2021 年	2022	2023	2024	2025E
产量	894	925	1001	1106	1182	1197	1257
净进口	323	446	350	344	326	330	275
库存变化	5	-9	-26	-22	-7.82	6	10
总供给	1222	1362	1325	1428	1499	1533	1542
总消费	1232	1323	1338	1438	1510	1562	1525
供需平衡	-10	39	-13	-10	-11	-29	17

资料来源：IFIND，SMM,安粮期货

五、 结论和建议

(一) 研究结论

1.中国稳中蓄势+海外宽松周期。一方面，中国经过 2022-24 年的持续下行和“出清”后，

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

2024 或是实际性底部，而 2025 年有望呈现出底部蓄力可能，即为名义底部；另一当面，美联储代表的海外全部迈入宽松周期，印证海外的经济下行压力，2024-2025 年以寻底为主；本轮波动力度是个弱周期，对经济和商品价格系统影响力度相对有限。

2. 原料供应扰动 2024-25 年达到极致。全球有色资本支出已在 2021 年边际扭转，2025 年或是实际性原料短缺的尾部关键窗口，而矿产和冶炼的错配之矛盾在 2024 年大爆发（面粉比面包贵为标志），尤其是 2025 年全年长协 TC 创历史新低，暗示长鞭效应传导的极致。

3. 全球库存趋势面临扭转。全球库存在 2021-2023 年实现了四重底（约 17 万吨），2024 年伴随铜价脉冲而出现库存突破近 4 年的库存上限，印证了 2024-25 年或为全球库存重建的临界窗口期。这是趋势面临扭转的信号。

4. 价格处在喜马拉雅高度。2024 年铜价突破或触及 2006 年、11 年和 2021 年高点后，铜价终极出现了康波超级大泡沫，这意味着自 2016 年以来近 10 年的“牛市”上行周的结束。铜价处在战略空头阶段。

（二）操作建议

综上所述，笔者认为：2021 年高点为铜价战略多头实际结束窗口期，而 2024 出现了康波大泡沫之名义大头部，这可能是铜价的终极高点之一，此宣告了自 2016 年以来的多年牛市上行周期的尾部或结束，这注定了 2024-2025 年为铜价的战略空头机遇期。

交易上，2025 年交易思路和 2024 年类似，康波泡沫区域（2021 年头部上方）战略沽空为全年上策，沪铜泡沫临界或为 7.8-8 万，伦铜泡沫临界大约为 10000 美元/吨。祝各位投资者好运。



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。