

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

初审:

沈欣萌:

从业资格号 F3029146

投资咨询号: Z0014147

复审:

李雨馨:

从业资格号: F3023505

投资咨询号 Z0013987

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:铜矿冶炼加工费录得负值

- 1、供给层面,1月TC录得均值3.71,环比-5.77,原料端错配至极值;2024年1-12月累计产量1364.4万吨,单月产量124.2万吨,增速分别为4.1和4.3,增速持续收缩,在利润亏损情况下,增速预期或存在延续收缩可能;
- 2、需求层面:融资花钱方面,12月社融、M1和M2分别为8、-1.4和7.3,环比变动-0.2、2.3和0.2,信用进程在年底有边际改善迹象;终端来看,1-12月汽车销售增速为4.5,环变0.8,1-12月房市销售为-12.9,环变1.4,地产和汽车分化中延续边际改善信号;
- 3、库存表现:至1月底,全球三地库存为48.65万吨,环变约4.69万吨,SHFE增5.83万吨至14.14万吨,LME和COMEX分别变化-1.476万吨和0.34万吨至25.62万吨和8.89万吨,全球库存水平调整有望结束;
- 4、内外环境:1月美联储利率会议维持不变,体现出政策的不确定性背景,尤其是特朗普再度开启全球贸易战,导致全球割裂等冲击加剧(全球铜产业链供给端亦存在这样的预期),短期有望主导市场波动;当前,国内围绕两会节点预期进行。

总部地址: 合肥市包河区花园大道986号安粮中心23-24层

客服热线: 400-626-9988

网站地址: www.alqh.com

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

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:原料错配冲击达到极致

1、1 月 TC 均值攀升至 3.71 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，截至 2025 年 2 月上中旬，再度出现冶炼加工费为负值现象，这都是矿产端冲击极致标志，也是铜价在大萧条阶段的战略性大头部信号。至 2025 年 1 月底，TC 均值录得 3.71 美元左右，而进入 2 月上旬已经跌至 -1.2。笔者认为，原料端对铜价的大头部的冲击，存在大双头的可能性，这就是 2024 年上半年和 2025 年上半年的影响，要密切关注战略层面的第二空头战役可能性。

2、12 月生产增速继续收缩

2024 年 1-12 月国内精炼铜产量为 1364.4 万吨，对比 2023 年 1-12 月的产量同比增速为 4.1%，增速从高速往偏低转变；12 月单月产量为 124.2 万吨，创历史新高，同比增速 4.3，2024 年下半年以来增速连续维持个位数，冶炼端的边际收缩延续。从生产的动力-利润源角度来看，行业利润向冶炼端转移的趋势在 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），2025年或原料端达到极致，而冶炼端也亏损达到极致。从阶段性角度来看，当前冶炼加工费跌至负值后，这意味着冶炼端加工生产，不仅赚不到冶炼费，还倒贴钱，这就是产业链长鞭效应传导的极致。笔者再次郑重强调，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。这将提供一个非常重大的投资机遇。

3、1月底全球库存录得48.65万吨

2025年1月底全球三地总量库存录得48.65万吨，对比上月增加约4.69万吨，主要由中国因素所贡献，尤其是春节季节性累库。其中，1月SHFE库存录得14.14万吨（平均值），对比上月增5.83万吨，LME和COMEX库存分别变化-1.48万吨和0.34万吨至25.62万吨和8.89万吨，全球库存趋势有结束的迹象。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，几个合约值得关注，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，

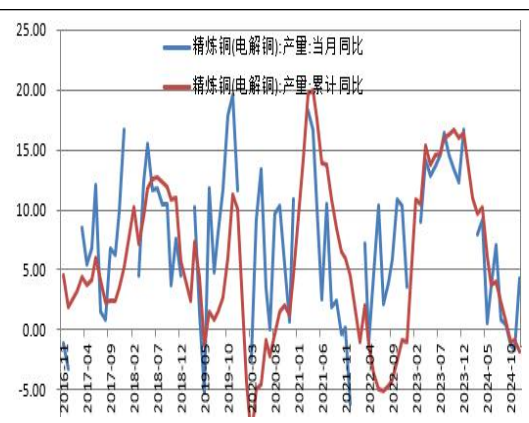
研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

可能定位成横盘或反弹阶段，春节前印证了如此。由于目前已经处在2025年的2月份，铜的横盘或反弹阶段已结束，铜市有望进入一个新的高波动阶段，密切关注之。

图 1：2 月 TC 录得负值



图 2：1-12 月铜供应增速继续回落



资料来源：IFIND，安粮期货

图 3：1 月利润维持亏损

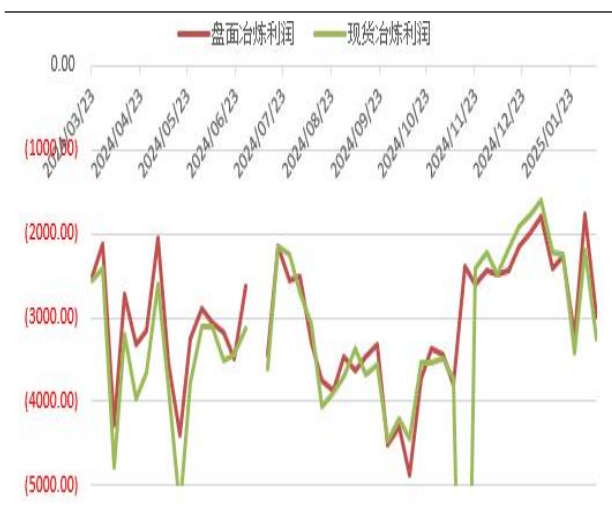
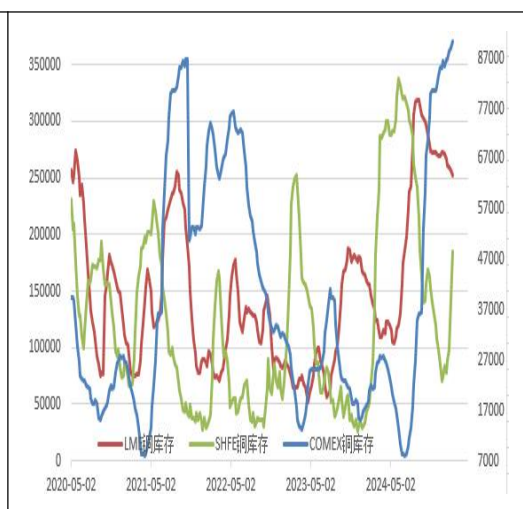


图 4：全球库存阶段性继续回落



资料来源：IFIND，安粮期货

图 5：1 月价差高位整理

图 7：沪铜市场结构变正向



资料来源：IFIND，安粮期货

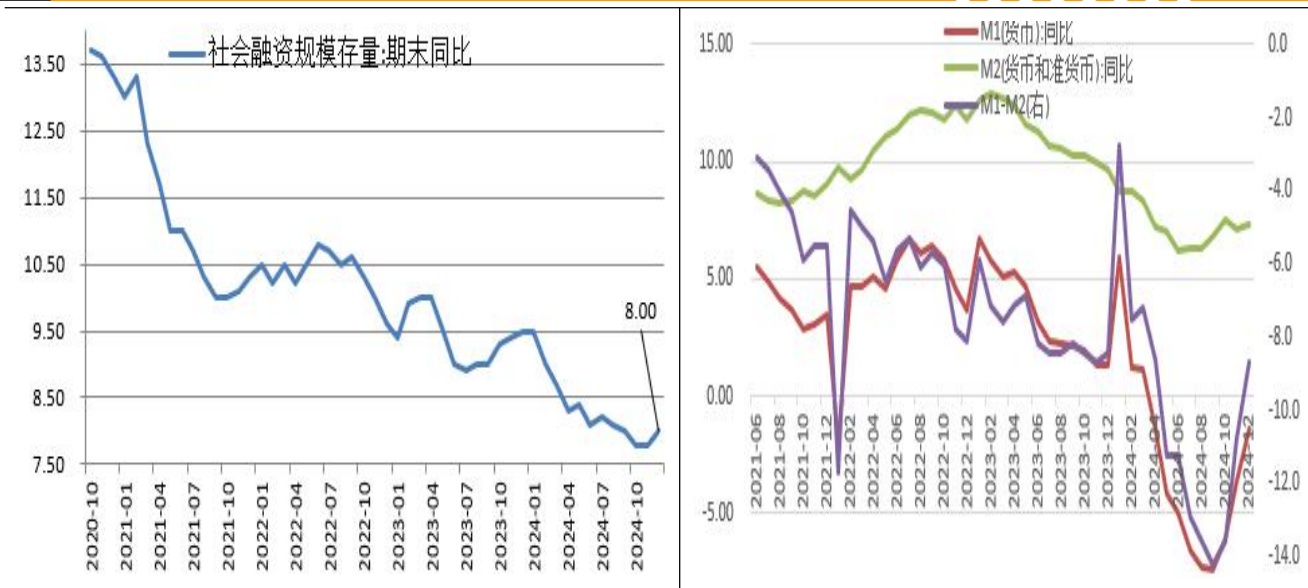
二、需求端：偏弱局面边际改善

1、12月融资+M1/M2 双双改善

从融资角度看，2024年12月社融增速录得8，环比0.2，是否扭转需要继续等待信号检验，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12月录得-1.4，环比增2.3，代表企业投资的M2在12月录得7.3，环变0.2，剪刀差为-8.7，供需自去年四季度以来边际上延续改观。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 7,12月社融弱势有改善

图 8: 12月 M1/M2 边际延续转好



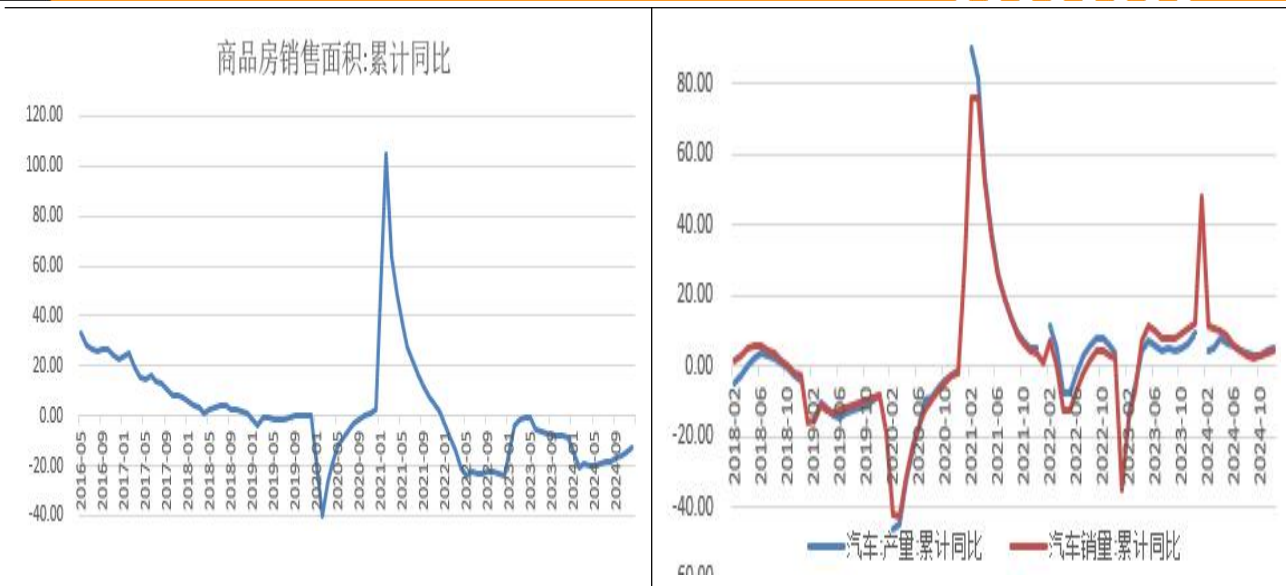
资料来源：IFIND，安粮期货

2、房车：12月汽车+地产分化中边际向好

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1-12月份，中国汽车销售累计增速录得4.5环变0.8，再来看房市，2024年1-12月房市销售数据录得-12.9，环比变化1.4，2024年严重萎靡状况难以彻底改变，但边际上好转也是事实。综合看，此对大宗终端的需求依旧不利，但阶段性可能存在机会。

图 9：1-12 月房市销售底部边际好转

图 10：1-12 月汽车产销整理为主



资料来源：IFIND，安粮期货

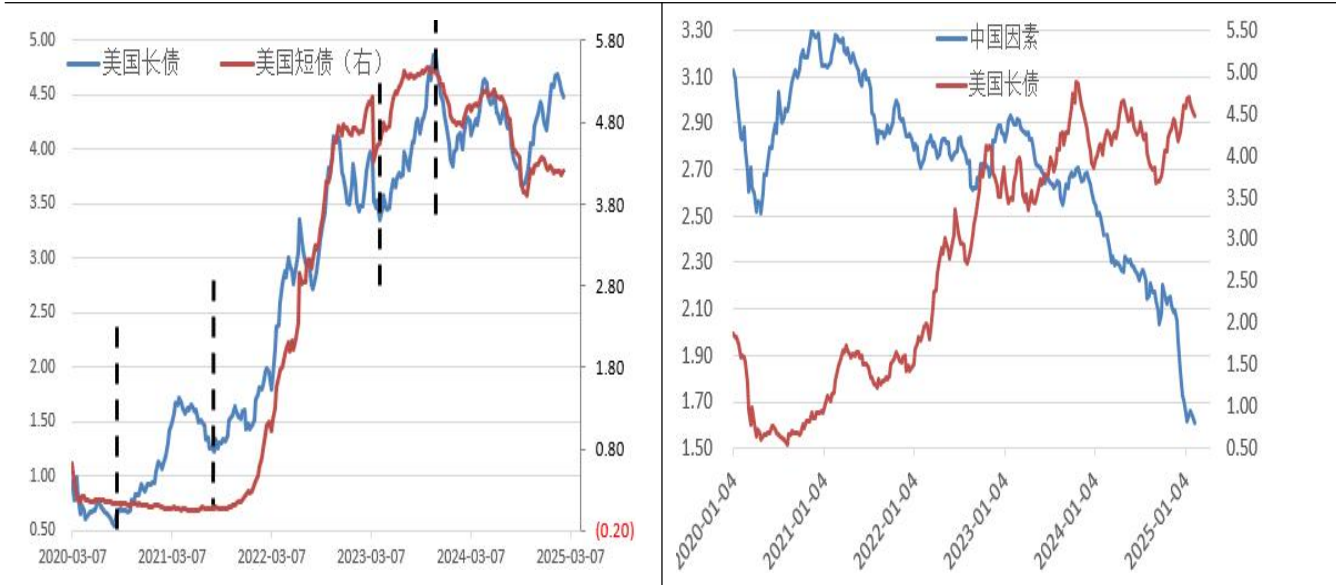
三、1月联储利率会议暂停降息

2022年是加息、2023年是何时暂停加息，2024年的关键话题是降息，而2025年可能是如何暂停。在历经2024年3次分别都为25个基点的降息后，2025年1月底的美联储在政策不确定背景下暂停了降息（下一次美联储利率会议在3月中下旬），这主要是由特朗普再度开启了全球贸易战和美国国内的整肃，相关影响需要观察（尤其对通胀），但要说降息结束还为时过早，相关信息数据依旧不足。在过往的研报中，笔者多次阐明观点：“尽管美联储启动了降息周期，但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”。通过新任财长的政策主张来看，美国未来重点可能是10年期国债收益率，因此，需要继续关注之。

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

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，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，2025 年存在冲击形成右侧大头部的可能，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。因此，建议各位投资者要密切留意高位的技术性信号，抓住第二空头战役的投资机会（8 万附近或为关键价位），在泡沫阶段多头尽量回避。



免责声明

总部地址：合肥市包河区花园大道986号安粮中心23-24层

客服热线：400-626-9988

网站地址：www.alqh.com

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

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。