

## 铜投资月度报告

钟远 TEL: 0551-62870127

综述:库存累积+TC 转负值，铜价高位整理

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

- 1、供给层面：2月TC录得均值-7.12，环比-10.83，原料端干扰严峻局面继续；  
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，增速缓步收缩，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，1月社融、M1和M2分别为8、0.4和7，环比变动0、-0.8和-0.3，信用边际和总体局面未变；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，汽车继续回落，地产延续萎靡，但边际有所好转；

- 3、库存表现：至2月底，全球三地库存为61.99万吨，环变约13.3万吨，SHFE增12.69万吨至26.83万吨，LME和COMEX分别变化0.87万吨和-0.23万吨至26.5万吨和8.66万吨，全球库存水平再创新高；
- 4、内外环境：围绕贸易战等全球割裂冲击加剧，1月美联储在政策不确定背景下，暂停了加息行为，不过整体的宽松周期背景暂难改变，2025年核心话题之一可能为联储降息节奏或至哪里的问题，留意3月18-19迎来3月利率会议，届时国内也将迎来两会预期。

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，在历经反弹或整理阶段后，市场可能正在为第二空头战役进行酝酿（类似右侧双头），请密切关注之。

## 一、供应端:原料错配冲击加剧

### 1、2月TC均值下挫至-7.12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月跌至零值或负值附近，历经反弹后自去年11月二次下行，截至2025年2月，TC最低录得-14.8美元，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。笔者认为，2024年上半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

## 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

后阶段。与此同时，笔者也认为2024年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，这可能定位成左侧大头部，不排除2025铜价出现二次反抽来形成右侧头部，以此来测试左侧高点。总的来看，战略上处在战略空头阶段，战役上第一空头战役结束后，历经去年3-4季度横盘或反弹结束，当前需留意铜市酝酿的第二空头战役。

### 2、12月生产增速继续边际收缩

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，同比增速4.3，铜价处在高位，冶炼端的收缩仍未边际延续。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），2025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，当前冶炼加工费负值加剧，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、2月底全球库存录得61.99万吨

2025年2月底全球三地总量库存录得61.99万吨，对比上月暴增约13.33万吨，主要由中国因素所贡献（尤其是春节季节性因素）。其中，2月SHFE库存录得26.83万吨，对比上月大增12.69万吨，LME和COMEX库存分别变化0.87万吨和-0.23万吨至26.49万吨和8.66万吨，全球库存趋势自上个月结束调整后，

## 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

本月创出近年来的新高，再次印证了笔者对全球库存周期趋势的研判。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，主要围绕四季度展开。由于目前已迈入2025年1季度窗口期了，关注CU2505的潜在二次测试右侧高点可能，一旦如此，则需要密切留意第二空头战役的情况。

图 1：2月 TC 大幅跌至负值

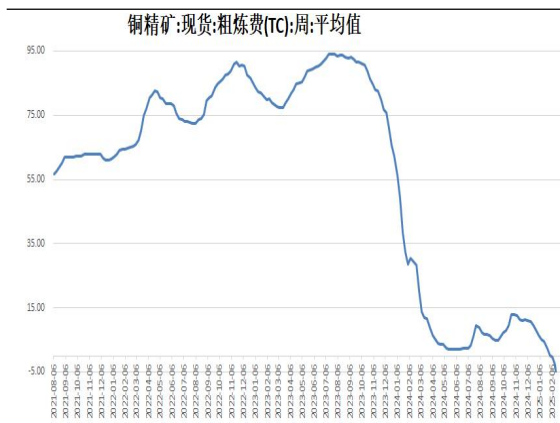
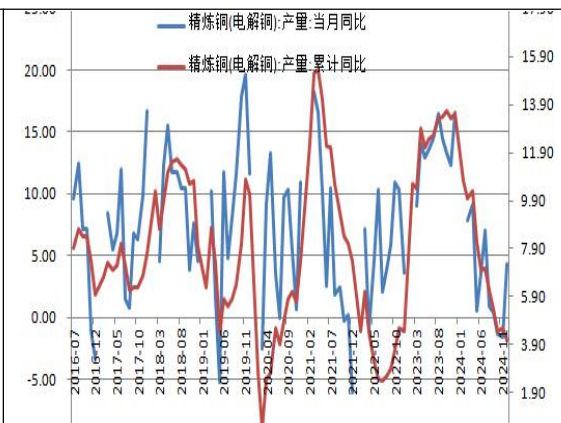


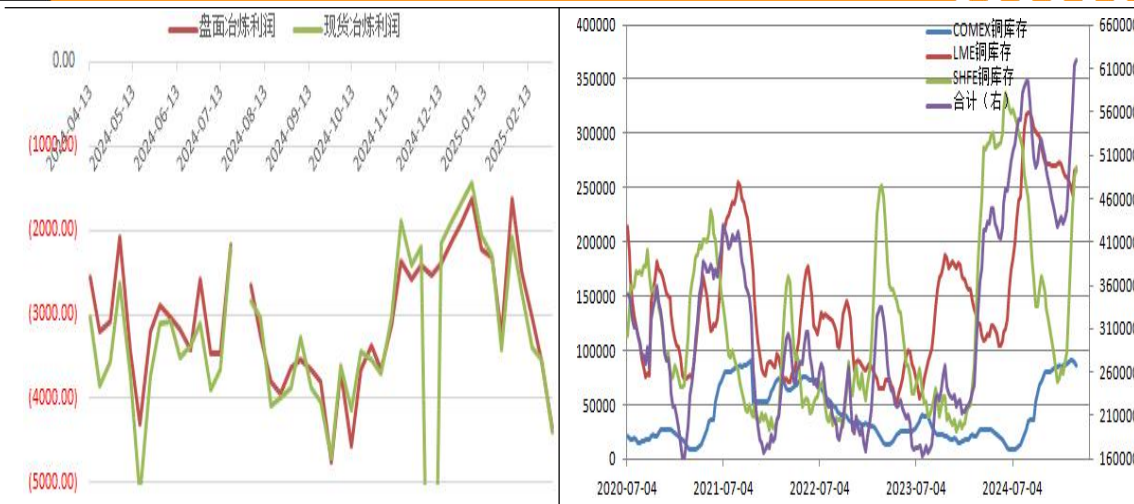
图 2：1-12月铜供应增速边际回落



资料来源：IFIND，安粮期货

图 3：2月利润维持亏损

图 4：全球库存创出新高



资料来源：IFIND，安粮期货

图 5：2 月价差偏弱运行

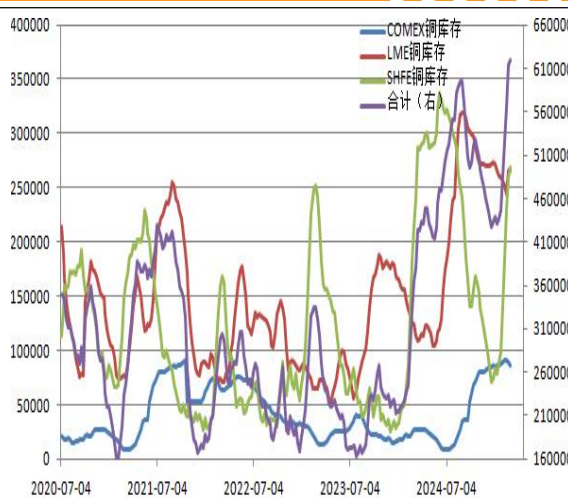
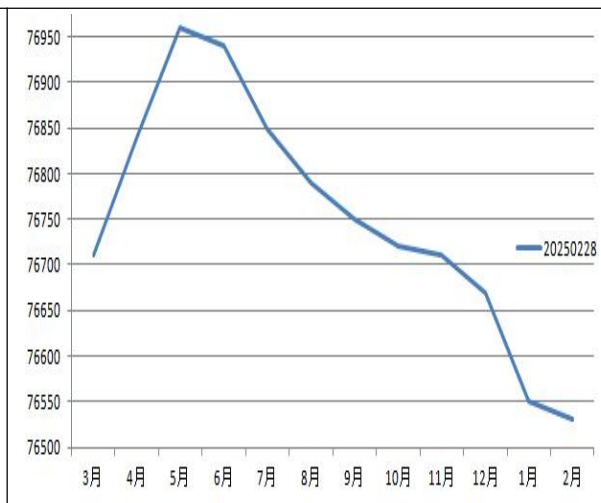


图 7：沪铜市场结构维持弱正向



资料来源：IFIND，安粮期货



## 二、需求端：偏弱局面未变，预期存在分化

### 1、1 月融资+M1/M2 边际格局未变

从融资角度看，2025 年 1 月社融增速录得 8，持平上月，调整状态未变，中国整个信用进程跟随地产调整跨越了 4 年的时间窗口，笔者维系 2024 年 4 季度或为潜在拐点变化的窗口。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 季度-2025 年 1 季度的下滑，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

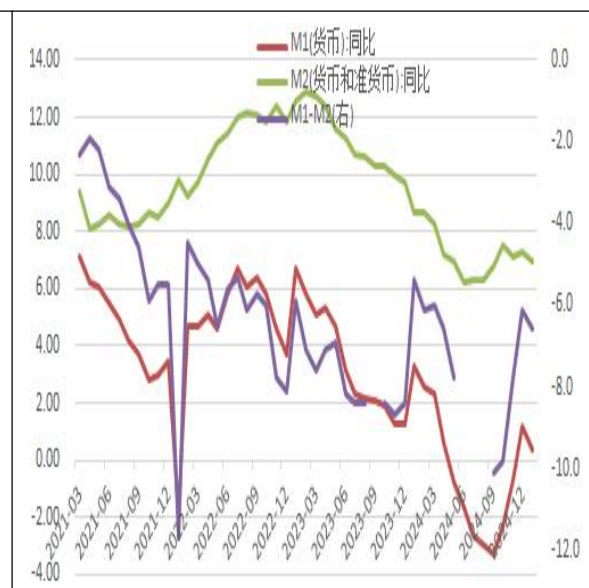
## 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

最后一轮下滑则为超跌部分。这就是去年四季度可能为本轮社融的大底部的关键线索之一（从另外一角度，可能也得出地产价格要在 2025 年要首次见底）；从花钱的角度看，代表实质性消费购买力的 M1 在 1 月录得 0.4，环比减-0.8，代表企业投资的 M2 在 1 月录得 7，环变-0.3，剪刀差为-6.6，供需总体未变不大。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

### 2、房车：12 月汽车延续回落+12 月地产依旧萎靡

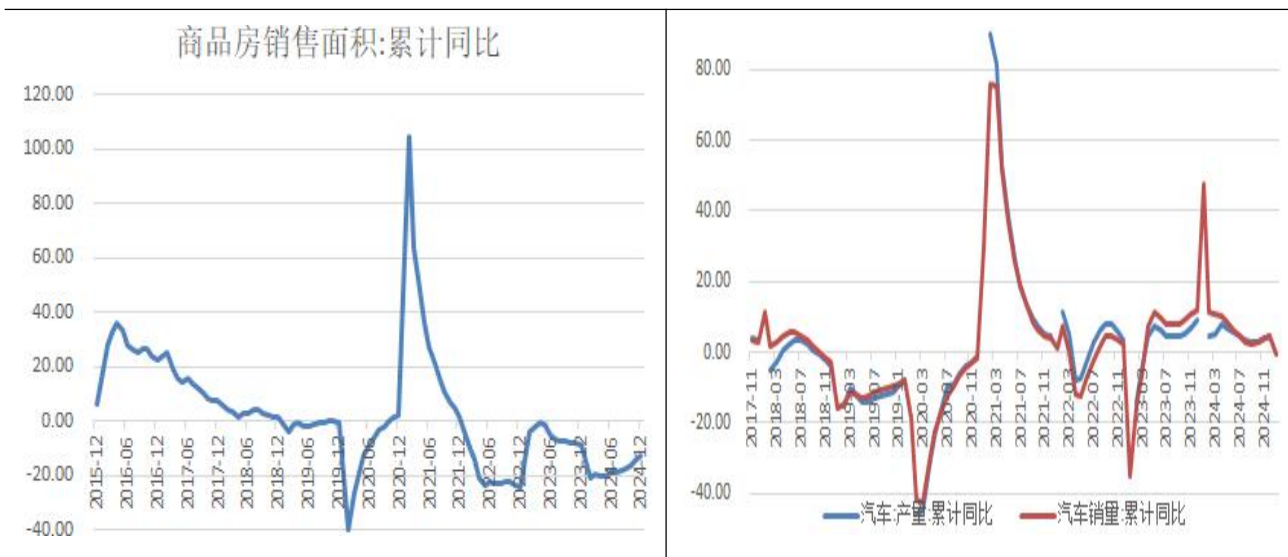
终端消费考量有多个指标，笔者选取房车销售作为衡量消费的两个变量，把房子当做大宗需求端的实际最大载体，把车子当做观察消费端直接变化的有效窗口，二者差异主要体现在：房子购买后，要经历一个装修环节，才能入住达到人的消费环节（当然，房子的实际消费也可以通过空调冰箱等家电的消费来印证），而车子购买后一般直接就能开走，从而一步到位进入消费环节。最新数据显示，2024 年 1-12 月份，中国汽车销售累计增速录得 4.5 环变 0.8，全能处在边际下滑境地，不排除 2025 年增速录得负值可能；再来看房市，2024 年 1-12 月房市

## 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

销售数据录得-12.9，环比 1.4，2024 年全能维持严重萎靡状况不变，不过边缘开始持续好转。综合看，此对大宗终端的需求依旧不利。

图 9：1-12 月房市销售继续萎靡

图 10：1-12 月汽车产销延续回落



资料来源：WIND，安粮期货

### 三、关注 3 月联储利率会议

2022 年关键话题是加息、2023 年是何时暂停加息，2024 年的关键话题是降息，而 2025 年可能是如何暂停或降息至哪里。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，主要背景为特朗普再度上台并开启了全球贸易战和美国国内的整肃，相关影响需要进一步观察（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（比如通胀）。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”（美股当前周 K 盘面正在面临较大背离）。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。

# 研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

下一次美联储利率会议在 3 月 18-19 号。

图 11: 美债长短利率阶段性反弹结束

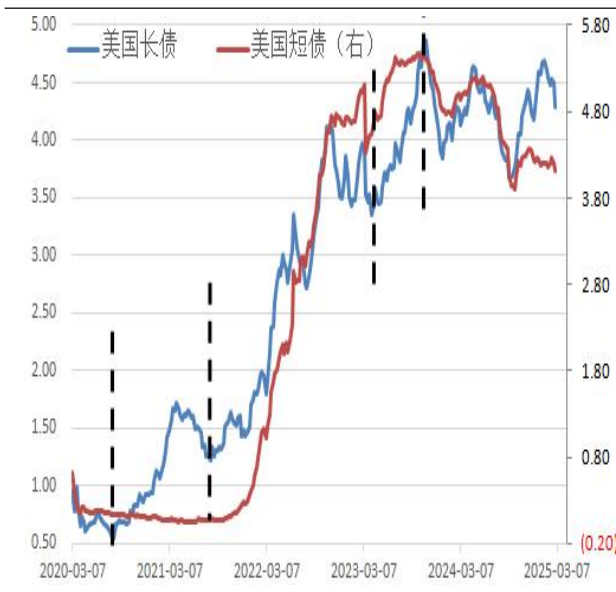
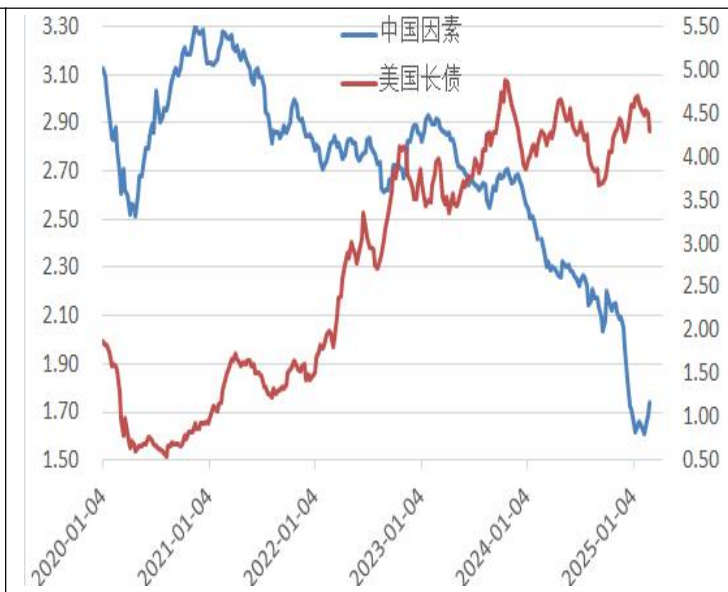


图 12: 中美因素劈叉或已极致



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，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

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。