

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:铜价绝对价格水平已高估

- 1、供给层面：3月TC录得均值-18.54，环比-11.42，原料端干扰严峻局面继续；2025年1-2月累计产量230万吨，单月产量124.2万吨，增速分别为4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，2月社融、M1和M2分别为8.2、0.1和7，环比变动0.2、-0.3和0，信用边际维持弱稳局面未变；终端来看，12月汽车销售增速为13.1，环变13.7，1-2月房市销售为-5.1，环变7.8，关注汽车调整是否有结束可能，地产延续萎靡，但边际延续好转；
- 3、库存表现：至3月底，全球三地库存为53.78万吨，环变约-8.2万吨，SHFE减3.3万吨至23.53万吨，LME和COMEX分别变化-4.76万吨和-0.14万吨至21.73万吨和8.52万吨，全球库存水平创新高后共振调整；
- 4、内外环境：在政策不确定和全球关税扰动下，美联储3月利率会议继续维持不变，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哪里的问题，进一步关注关税政策兑现后的市场扰动；国内进入了传统旺季阶段。

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，且历经反弹



到达 8.3 万附近后，满足了开启第二战役的可能性（8 万上方全部定义成泡沫）。

交易上，需要关注美铜在测试 2024 年 5 月高点价格的潜在拐点，择机考虑介入！

一、供应端:原料错配冲击加剧

1、3 月 TC 均值下挫至 -18.54 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 3 月，TC 最低录得 -24.3 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，2025 铜价出现的二次上涨可能来形成右侧头部，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、1-2 月生产增速继续边际收缩

2025 年 1-2 月国内精炼铜产量为 230 万吨，累计去年同比增速为 3.7%，边际上增速继续下滑，已进入了低增速水平，背后体现了矿产和冶炼端的严重错配。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、3月底全球库存录得53.78万吨

2025年3月底全球三地总量库存录得53.78万吨，对比上月下滑约8.2万吨，主要由LME因素和中国因素联袂所贡献（中国是季节性因素+海外是非美库存大转移至美国）。其中，3月SHFE库存录得23.53万吨，对比上月减3.3万吨，LME和COMEX库存分别变化-4.76万吨和-0.14万吨至21.73万吨和8.52万吨，全球库存趋势自上个月创出近几年来的新高后，再次进入调整阶段，但趋势上暂难以改变全球库存周期方向。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，此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

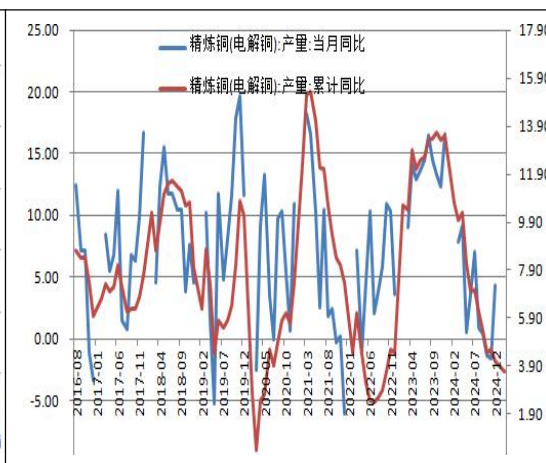
研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

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，已结束。其四，当前正处在CU2505当家时期，此合约可能会形成潜在二次右侧高点，这将对铜价第二空头战役埋下伏笔。

图 1：3 月 TC 负值扩大



图 2：1-2 月铜供应增速延续回落



资料来源：IFIND，安粮期货

图 3：3 月利润维持亏损

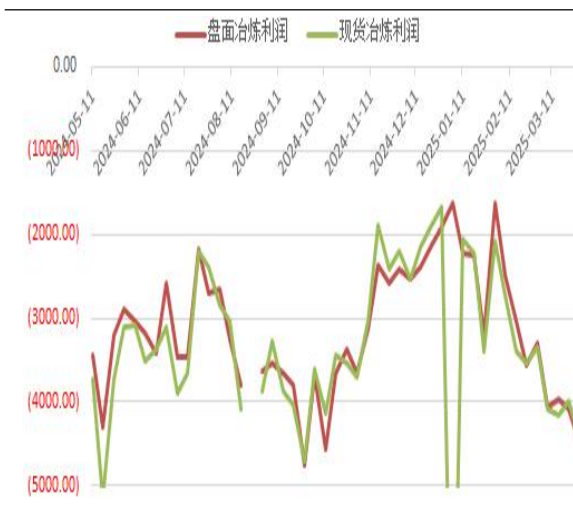
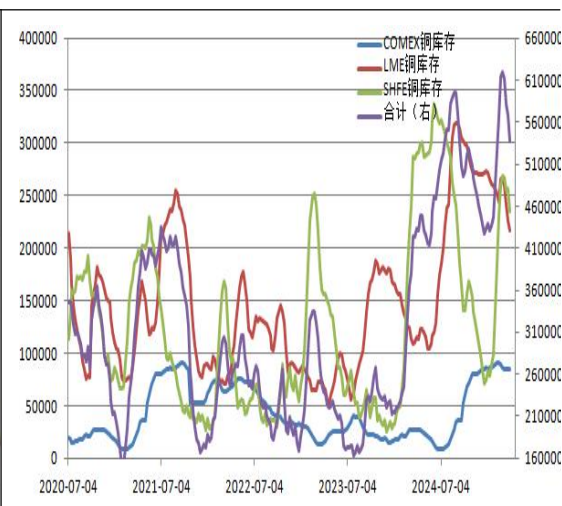


图 4：全球库存创新高后调整



资料来源：IFIND，安粮期货

图 5：3 月价差偏强运行

图 7：沪铜市场结构转负向



资料来源：IFIND，安粮期货

二、需求端：偏弱局面总体未变，边际好转

1、2月融资+M1/M2 边际格局未变

从融资角度看，2025年2月社融增速录得8.2，环比增0.2，融资增速连续反弹，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，即：2025年可能是一个底部关键之年。通过技术角度看，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2月录得0.1，环比减-0.3，代表企业投资的M2在2月录得7，环变持平，剪刀差为-6.9，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, 2月社融弱反弹

图 8: 2月 M1/M2 边际弱稳



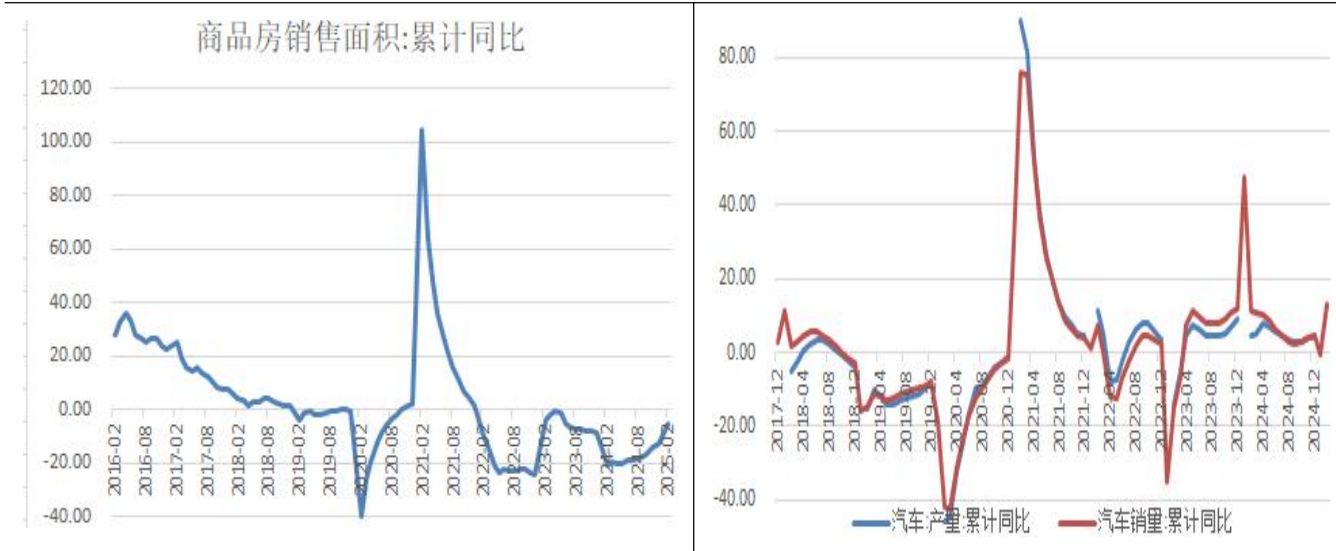
资料来源：IFIND，安粮期货

2、房车：2月汽车抬头+2月地产依旧为负

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，2025年1-2月份，中国汽车销售累计增速录得13.1环变13.7，关注是脉冲季节性因素还是边际调整结束，依旧需要后面数据来辅证；再来看房市，2025年1-2月房市销售数据录得-5.1，环比7.8，经过2024年全年2位数的下滑后，今年有望维持个位数，这就是边际好转。综合看，此对大宗终端的需求依旧不利，但拖累逐渐减少。

图9：1-2月房市销售边际好转

图10：1-2月汽车产销小幅脉冲



资料来源：WIND，安粮期货

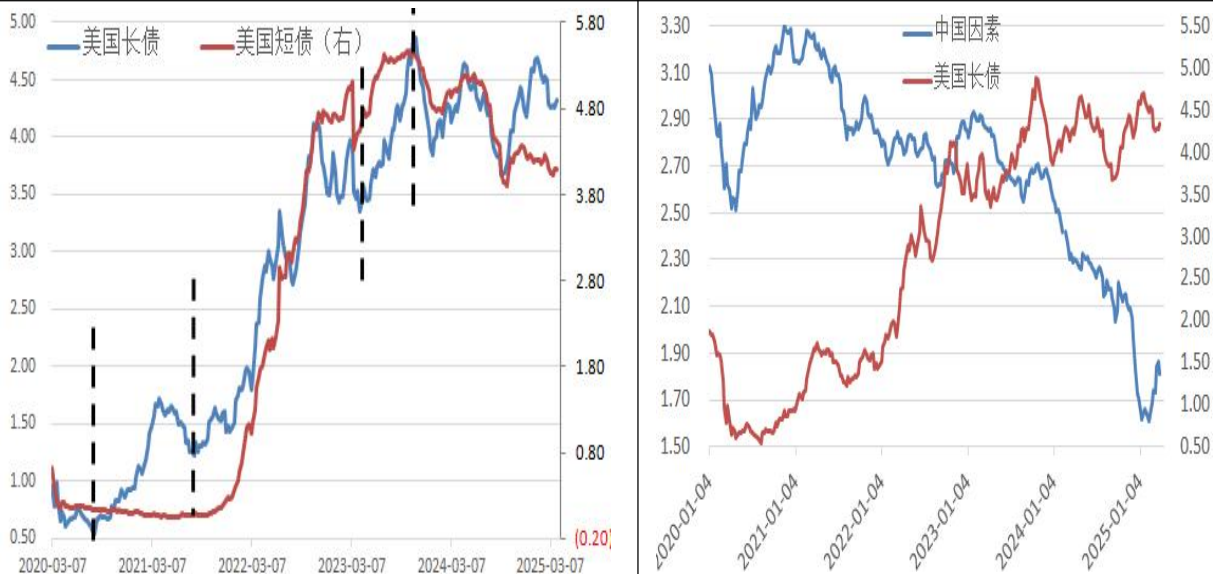
三、3月联储利率会议按兵不动

2022年是加息、2023年是何时暂停加息，2024年的关键话题是降息。自1月份美联储利率会议暂停行动后，3月份利率会议维持观望不变，背后体现出全球政策的不确定性以及关税扰动，美联储可能需要更多的数据或信息来辅证其是否采取行动。4月份未有美联储利率会议，关注5月6-7号的会议情况。总的来看，2025年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（去年4季度已表现出）。下一步密切关注4月2号，美国关税政策落地后的扰动情况！

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

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，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，在历经反弹至 8.3 万附近后，满足了开启第二空头战役 (B) 的可能性，8 万上方全部定义成泡沫，重点关注 CU2505-6 合约，交易上择机尝试介入。



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

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。