

安粮期货商品研究报告



铜期货月报（202508）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货

2025年8月4日

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203号

研究所 有色小组

研究员

钟远

从业资格号：F0303681

投资咨询号：Z0011824

电话：0551-62870127

初审：

潘兆敏：从业资格号：F3064781

投资咨询号：Z0022343

复审：

李雨馨：从业资格号：F3023505

投资咨询号：Z0013987



综述:8W 上方抛压回落, 关注库存配合情况

核心观点: 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, 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) 已于去年结束, 历经反弹或盘整后, 2025 年上半年实际上已迈入第二战役空头波动的窗口, 4 月冲击或如此, 核心围绕 CU2505-06 合约, 当下关注 CU2509 接力后的使命, 交易上整体依旧以 8 万大关为分界线, 此价上方只考虑如何步空 (7 月已提供了一次 8 万上方机遇)。

1. 供给层面: 7 月 TC 录得均值-42, 环比上月增加 1.11, 原料端干扰严峻局面继续, 但或见底; 2025 年 1-6 月累计产量 736.3 万吨, 单月产量 130.2 万吨, 增速分别为 9.5 和 14.2, 供给增速继续放量;

2. 需求层面: 融资花钱方面, 6 月社融、M1 和 M2 分别为 8.9、4.6 和 8.3, 环比变动 0.2、2.3 和 0.4, 融资信用延续上行; 终端来看, 1-6 月汽车销售增速为 11.4, 环变 0.5, 1-6 月房市销售为-3.5, 环变-0.6, 汽车连续 5 个月维持两位数, 地产延续边际好转;

3. 库存表现: 至 7 月底, 全球三地库存为 43.87 万吨, 环变约 7.65 万吨, SHFE 减 0.9 万吨至 7.25 万吨, LME 和 COMEX 分别变化 4.07 万吨和 4.48 万吨至 13.44 万吨和 23.18 万吨, 全球库存水平调整有结束的迹象;

4. 其他: 美联储 7 月底的利率会议连续 5 次维持不变, 再显政策的不确定, 但联储内部官员开始分化, 进一步对潜在的 9 月拐点带来指引, 2025 年核心话题之一可能为联储降息节奏或至哪里的问题, 整体影响力磕磕绊绊。



一、供应端:原料错配冲击加剧未变

1. 7月TC均值下挫至-42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6-7月底,TC最低达到(-43,-44)美元一线,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之一(要有信仰)。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(二季度或兑现)。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,当前正在酝酿第二战役阶段(关税冲击可能是一个预演)。笔者郑重建议,铜价若在年内出现超级波动,则2025年4季度极可能是一个重要的超级窗口区!

2. 1-6月生产增速继续放量

2025年1-6月国内精炼铜产量为736.3万吨,累计去年同比增速为9.5%,单月产量为130.2万吨,创历史新高,增速为14.2%,累计和单月增速放量上扬。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年属于极端冲击(利润集中在矿产端),对应着生产增速处在不错的水平。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,冶炼端供应收缩预期短期难以改变,预期和现实往往不一致,就单月现实产量来看,供应端还在放出历史天量。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,持续创高的存货价值增速印证了此。本质上要清晰认识。

3. 7月底全球库存录得43.87万吨

2025年7月底全球三地总量库存录得43.87万吨,对比上月增加7.65万吨,欧洲和美国库存转移随着美国铜进口关税界定在成品环节,此可能导致全球电解铜库存环节大转移结束。其中,7月SHFE库存录得7.25万吨,连续6个月低于10万大关,对比上月变化-0.9万吨,LME和COMEX库存分别变化4.07万吨和4.48万吨至13.44万吨和23.18万吨,全球库存趋势自3月以来的调整阶段有望结束。当前,全球库存结构异化有望回归,主要体现出美铜大幅溢价的修复,此背后的关键就是美国对铜进口关税的明确界定在铜成品环节,而对矿产和冶炼端并未有最后关税锁定。

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,这对铜价的战略-战役层面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，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，定位成大泡沫的左侧高点；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，主要围绕去年四季度展开，已结束。其四，CU2505 当家时期主导了铜价高位第二次波动，典型的波动节奏及窗口期。当前 CU2509 逐步开始接力，关注其承担潜在二次波动的使命可能（波动前可能要先创造波动的空间，尤其是 8W 上方的机遇）。

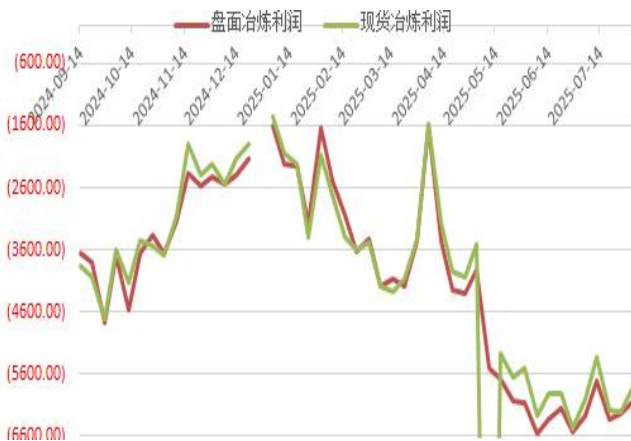
图一：7月TC负值见底



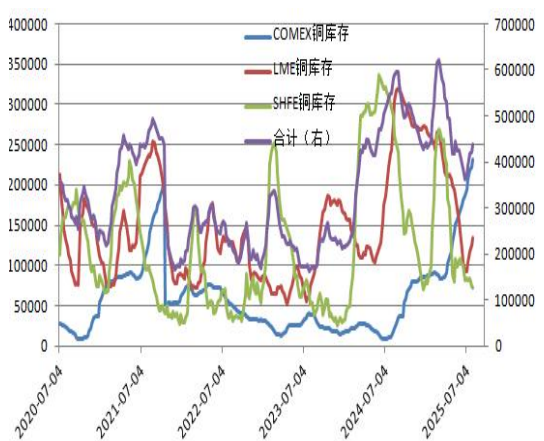
图二：1-6月铜供应增速大放量



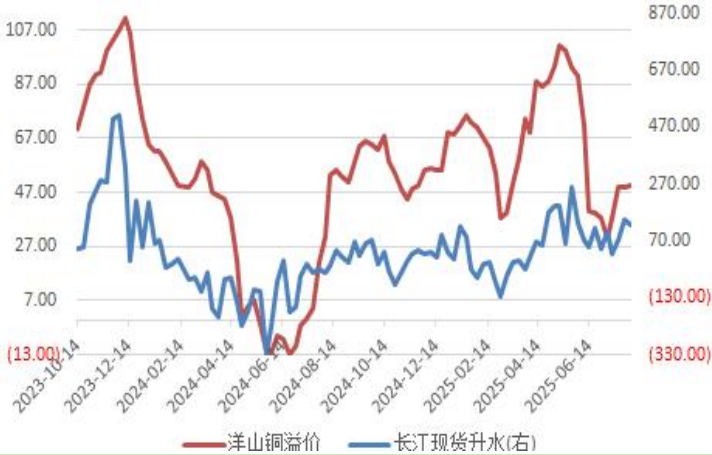
图三：7月利润维持亏损



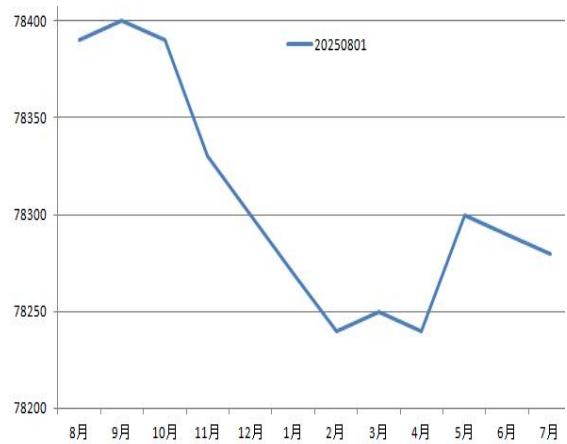
图四：全球库存调整有望结束



图五：7月价差高位回落转整理



图六：沪铜结构从单边负向被破坏



数据来源：iFinD，安粮期货

总部地址：安徽省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

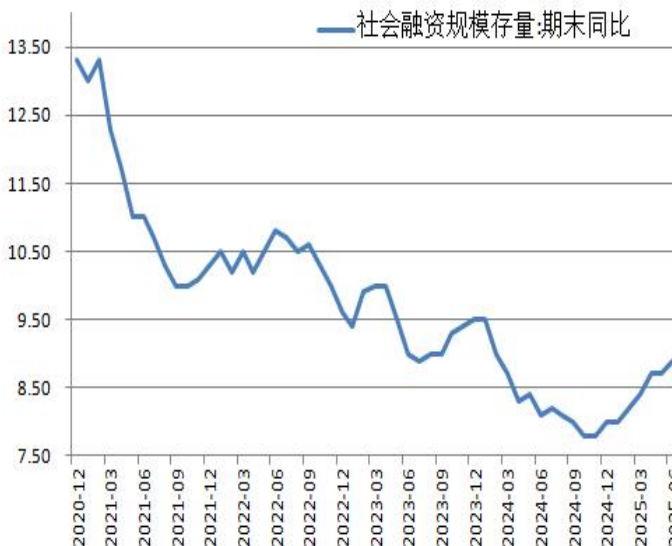


二、需求端：延续好转

1. 6月融资+M1/M2 好转

从融资角度看，2025年6月社融增速录得8.9，环比上月增加0.2，融资增速连续4个月反弹，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，4-6月的融资数据，基本确认了信用进程的好转。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年要首次暴跌见底，静待数据的显现；从花钱的角度看，代表实质性消费购买力的M1在6月录得4.6，环比变2.3代表企业投资的M2在6月录得8.3，环变0.4，剪刀差为-3.7，供需总体延续改善，M1持续改善则对边际引导更为关键，至少阶段性是好转的。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（只是暂时被海外拖累着）。

图七：6月社融延续反弹



图八：6月M1/M2 稳中向好



数据来源：iFinD，安粮期货

2. 房车：6月汽车维持高位+6月地产持续边际好转

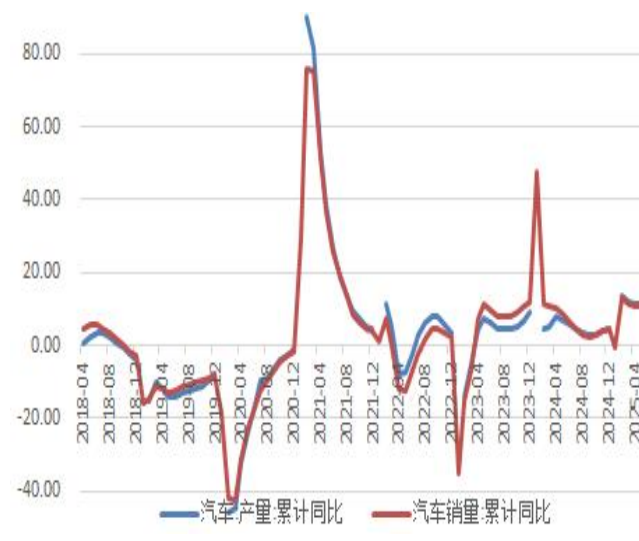
终端消费考量有多个指标，笔者选取房车销售作为衡量消费的两个变量，把房子当做大宗需求端的实际最大载体，把车子当做观察消费端直接变化的有效窗口，二者差异主要体现在：房子购买后，要经历一个装修环节，才能入住达到人的消费环节（当然，房子的实际消费也可以通过空调冰箱等家电的消费来印证），而车子购买后一般直接就能开走，从而一步到位进入消费环节。最新数据显示，2025年1-6月份，中国汽车销售累计增速录得11.4，环变0.5，依旧维持在两位数高位；再来看房市，2025年1-6月房市销售数据录得-3.5，环比-0.6，经过2024年全年2位数的下滑后，今年有望维持个位数，这就是边际好转。综合看，此对大宗终端的需求依旧不利，但拖累逐渐减少，商品市场在夏季的不错表现印证了笔者的早先研判。



图九：1-6月房市销售边际好转



图十：1-6月汽车产销维持高增速



数据来源：WIND，安粮期货

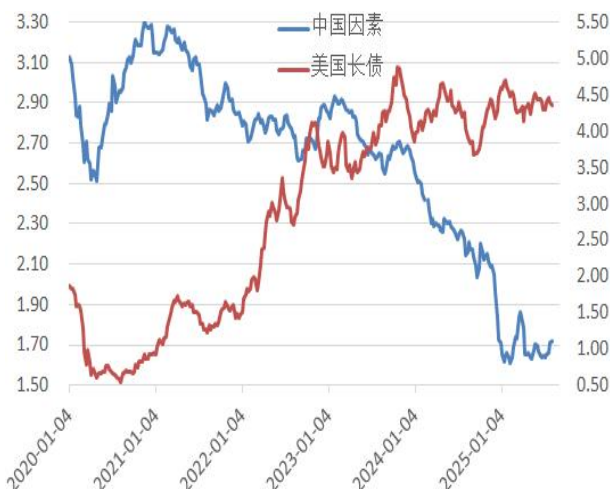
三、7月美联储利率会议维持不变

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、5月、6月和7月利率会议连续5次维持观望不变，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。但是，本次美联储内部却出现较大分歧，有两位票委支持降息，这是联储从一致转向逐渐分化的信号之一，此可能对9月利率会议带来一些关键指引。笔者一直强调，美股的超级波动可能是美联储行动的关键之一。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波动表现。

图 11：美债长短利率高位宽幅波动



图 12：中美因素劈叉或已极致



数据来源：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，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）已于去年结束，历经反弹或盘整后，2025 年上半年实际上已迈入第二战役空头波动的窗口，4 月冲击或如此，核心围绕 CU2505-06 合约，当下关注 CU2509 接力后的使命，交易上整体依旧以 8 万大关为分界线，此价上方只考虑如何布空（7 月已提供了一次至关重要的 8 万价位机遇）。



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。

