

安粮期货商品研究报告



铜期货月报（202512）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货研究所

2025年11月30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：静待铜价第二脉冲的结束

核心观点：从大趋势来看，铜价大萧条阶段的大牛市自 2016 年启动，且于 2024 年上半年已完成整个康波泡沫，最高点于 5 月出现，此决定了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/涨都定位成战术行为。从战役来看，第一波动战役空头（A）已于去年 2024 年结束，2025 年当下正在开展第二波动空头战役（B），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做空，尽量回避做多。鉴于铜价已测试了 2024 年 5 月高点，技术上超级波动的第二战术的条件已满足，静待第二脉冲的结束，希望各位投资者把握好第二超级波动的机会。

1、供给层面：11 月 TC 录得均值-41.97，环比上月减 0.54，原料端干扰严峻局面继续，但接近底部可能；全国开工边际回落，1-10 月累计产量 1229.5 万吨，单月产量 120.4 万吨，增速分别为 9.7 和 18.9，供给增速两位数高位边际回落；

2、需求层面：融资花钱方面，10 月社融、M1 和 M2 分别为 8.5、6.2 和 8.2，环比变动-0.2、-1 和-0.2，融资信用趋势暂回调；终端来看，1-10 月汽车销售增速为 12.4，环变-0.5，1-10 月房市销售为-6.8，环变-1.3，汽车连续 9 个月维持两位数，地产延续边际略稳；

3、库存表现：至 11 月底，全球三地库存为 63.19 万吨，环变约 6.28 万吨，SHFE 减 1.82 万吨至 9.79 万吨，LME 和 COMEX 分别变化 2.2 万吨和 5.9 万吨至 15.71 万吨和 37.69 万吨，全球库存水平连续 5 月攀升；

4、其他：美联储 12 月 9-10 号将迎来年度最后一场利率会议，联储内部存在较大分歧，预期或延续之前路径，但可能是第二战术的尾期，金融属性较强的商品（铜金等）或正处在最后的“荣光”。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:原料错配冲击紧张格局未变

1、11月TC均值下挫至-41.97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2025年5-11月底,TC最低达到且持续围绕-40美元一线横整,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)。截至当前,考虑到TC已连续几个月稳定在此区域,这可能是潜在见底信号,最新月度数值录得-41.97。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,战役上第一空头波动战役于2024年结束后,当前正进入第二空头波动战役。笔者多次郑重建议,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、1-10月生产增速高位边际回落

2025年1-10月国内精炼铜产量为1229.5万吨,累计去年同比增速为9.7%,单月产量为120.4万吨,连续2个月下滑,增速为8.9%,累计和单月增速依旧处在较高状态,但边际开始回落。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严重,冶炼端亏损依旧非常严重,冶炼端供应预期和现实往往不一致,就单月现实产量来看,供应端还依旧处在较高位置。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、11月底全球库存录得63.19万吨

2025年11月底全球三地总量库存录得63.19万吨(连续5个月增加),对比上月增加6.28万吨,欧洲和美国库存转移随着美国铜进口关税明确界定在成品环节,此导致全球电解铜库存环节大转移可能有望逐渐结束,也是全球恢复累库的关键信息之一。其中,11月SHFE库存录



得 9.79 万吨，对比上个月下滑-1.82 万吨，连续 2 个月维持在 10 万附近徘徊，LME 和 COMEX 库存分别变化 2.2 万吨和 2.33 万吨至 13.51 万吨和 31.78 万吨，全球库存趋势自 3-6 月调整结束后，连续 5 个月上行。

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以及波动战役来看，几个关键合约值得关注，其一，第一波动战役主要体现在 CU2405-2409 合约上，前者实现了完全的 100% 多头合约，也恰恰对应在高库存阶段，其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，第二波动战役可能体现在四季度也就是 CU2601 合约前后，这有望成为核心主战场，对 CU2405 的脉冲多头进行反馈；其三，围绕 CU2601-2605 所展开的行情，要密切关注其承担新战役波动的使命可能（波动前可能要先创造波动的空间，尤其是 8W 上方的机遇）。

图 1：11 月 TC 值延续底部

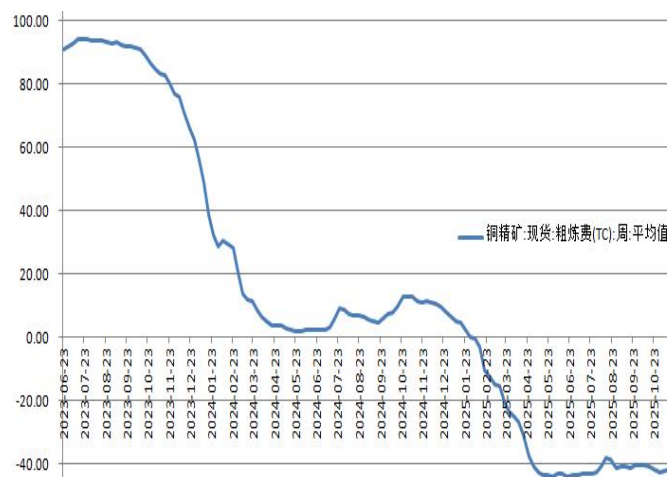


图 3：11 月利润维持亏损

图 2：1-10 月铜供应高增速边际回落



图 4：全球库存连续 5 月攀升





图 5：11 月价差整体走弱

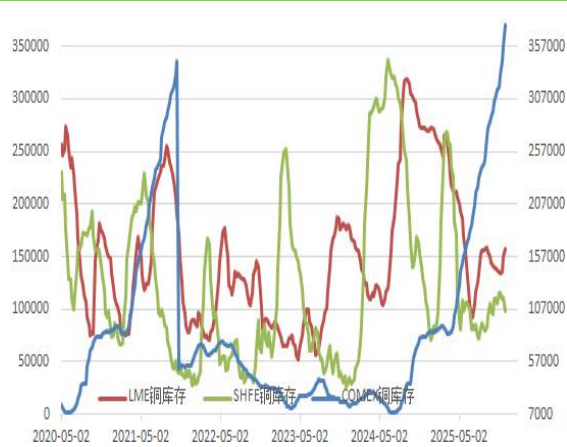


图 6：沪铜结构维持负向



资料来源：IFIND，安粮期货

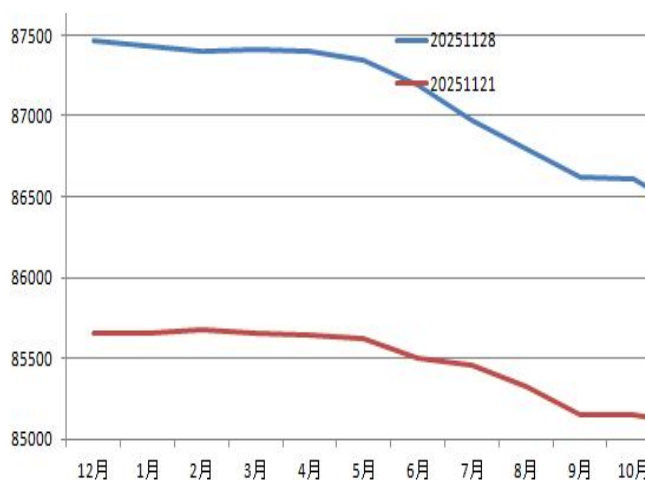


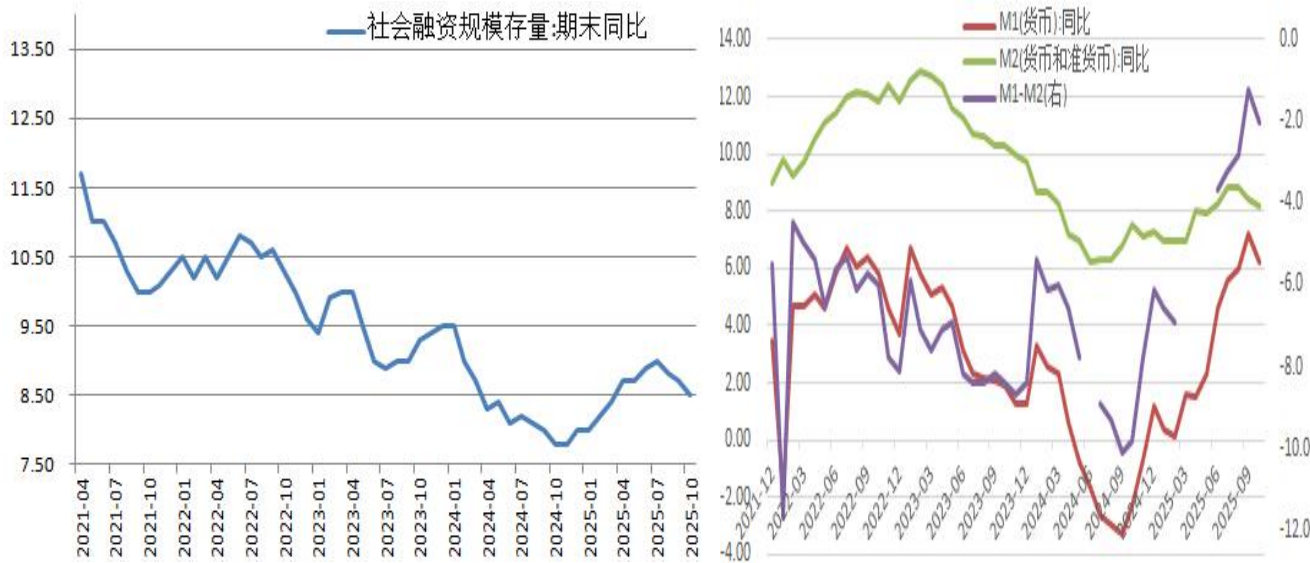
图 8：10 月 M1/M2 稳中调整

二、需求端：延续稳定

1、10 月融资+M1/M2 调整

从融资角度看，2025 年 10 月社融增速录得 8.5，环比上月变-0.2，融资信用进程连续 3 个月下滑，暂维持趋势不变（不过需要警惕之），印证了笔者过往持续对信用周期的研判，即：2024 年 4 季度可能是本轮社融的底部关键节点之一，而 2025 年是一个信用之扭转之年。本轮信用的变化幅度至今略微偏弱，这点也是需要知晓的（主要是地产拖累，需要留意高度）。从另外一角度而言，这可能也得出地产价格有望在 2025 年暴跌要首次见底，然后开启 1 年左右且难以超过 2 年的反弹进程，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 10 月录得 6.2，环比变-1，代表企业投资的 M2 在 10 月录得 8.2，环变-0.2，剪刀差为 -2，供需总体延续改善，且 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。

图 7：10 月社融调整



资料来源：IFIND，安粮期货

2、房车：10月汽车维持高位+10月地产持续边际稳定

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。最新跟踪数据显示，2025年1-10月份，中国汽车销售累计增速录得12.4，环变-0.5，依旧维持在两位数高位；再来看房市，2025年1-10月房市销售数据录得-6.8，环比-1.3，经过2024年全年2位数的下滑后，今年继续维持个位数，这就是边际好转或稳定。综合看，此对大宗终端的需求依旧不利，但拖累逐渐减少。当前，商品市场已经处在秋冬攻势后阶段。

图9：1-10月房市销售边际稳定



图10：1-10月汽车产销维持高增速



资料来源：WIND，安粮期货

三、12月降息或是第二战术尾声

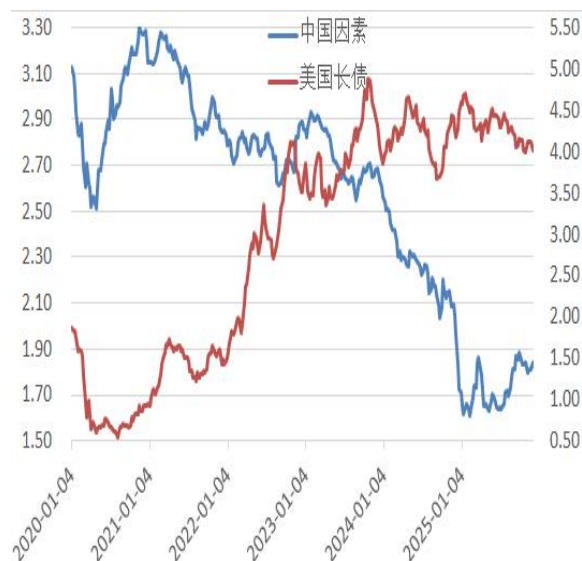
2022年是加息、2023年是何时暂停加息，2024年的关键话题是降息。

2025年9月启动连续三次降息共计75个基点的路径，定义成第一战术路径；2025年9月、11月和12月有望亦连续3次降息（11月延续9月路径给12月带来了指引），定义成第二战术路径，整体隶属于2024年9月开启的降息周期。第一战术路径是市场的影响可能以单边空头对待，第二次战术路径逐渐从单边偏向多空平衡演变（11月降利率会议宣告于12月1号结束缩表）。12月美联储会议将于中旬举行，鉴于联储内部存在的分歧，12月降息可能为第二战术路径的尾声。不管如何，这都对铜金等金融属性非常高的商品将带来重大性影响（临界波动），一般来说金融属性排序大概有黄金-白银-铜-铝-锡等，各位投资者朋友在选择品种的时候要有针对性和前瞻性，当贵金属开始出现高位大幅逆向波动后，对金属属性稍显弱的其他有色品种来说有着非常重要的前瞻指引的。

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



资料来源：IFIND，安粮期货

四、小结

从大趋势来看，铜价大萧条阶段的大牛市自2016年启动，且于2024年上半年已完成整个康波泡沫，最高点于5月出现，此决定了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/涨靠近此价位都定位成战术行为（这是笔者尾声反复建议避免做多的缘由）。从战役来看，第一波动战役空头（A）已于去年2024年结束，2025年当下正在开展第二波动空头战役，交易上整体依旧以8万大关为分界线，此价上方尽量回避做多。鉴于铜价已测试了



2024 年 5 月高点，技术上超级波动的第二战术的条件已满足，希望各位投资者把握好第二超级波动的机会。

这里笔者再度强调，为啥在产业界和技术层面非常明显看多背景下，笔者反复强调回避多头而尽量耐心抓高点做空呢？这里关键就是绝对价格水平和时间周期潜在要共振，尤其是 8 万上方全部是泡沫，在泡沫区域战术做多没问题，战略-战役做多要犯重大根本性原则的错误的。（要具备战略眼光，笔者在 2024 年上半年上涨的交易观点就是这样）。



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。





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。

