

# 安粮期货商品研究报告



## 铜期货月报（202602）

■能源 ■金属 ■农产品  
■股指 ■利率 ■期权 . . .

### 安粮期货研究所

2026 年 02 月 01 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：

张莎：从业资格号：F03088817

投资咨询号：Z0019577

复审：

赵肖肖：从业资格号：F0303938

投资咨询号：Z0022015



## 综述:铜价第二脉冲松动

**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 5 月完成左侧高点,2026 年上半年有望构造右侧高点,此决定了铜价处在多空转换的战略空头阶段。从战役来看,2026 年上半年正在着手第二空头波动战役,本轮波动下方关键价位为 8 万附近,上方关键价位为 2024 年 5 月高点约 10 万一线。交易上应留意第二脉冲结束后的潜在反 V 波动,希望各位投资者把握好第二超级波动的机会。

**1、供给层面:** 1 月 TC 录得均值-46.78,环比上月减 3.38,原料端干扰严峻局面继续,存在最后一跌可能;全国开工边际回落,1-12 月累计产量 1472 万吨,单月产量 132.6 万吨,增速分别为 10.4 和 9.1,供给增速维持近两位数高位;

**2、需求层面:** 融资花钱方面,12 月社融、M1 和 M2 分别为 8.3、3.8 和 8.5,环比变动-0.2、-1.1 和 0.52,融资信用回落;终端来看,1-12 月汽车销售增速为 9.4,环变-2,1-12 月房市销售为-8.7,环变-0.9,汽车连续 12 个月维持两位数,地产延续边际略稳;

**3、库存表现:** 至 1 月底,全球三地库存为 92.54 万吨,环变约 22.4 万吨,SHFE 增 12.13 万吨至 23.3 万吨,LME 和 COMEX 分别变化 1.58 万吨和 8.69 万吨至 17.36 万吨和 51.88 万吨,全球库存水平连续 6 月攀升,绝对水平已突破 2015-2018 年高点;

**4、其他:** 美联储 2026 年 1 月会议维持不变,印证了笔者对今年上半年空窗期的研判,今年可能是第三降息路径(若出现为最后一次)。金融属性较强的商品(铜金等)或正处在最后的“荣光”。2026 年核心话题之一可能为联储降息结束的问题。



## 一、供应端:原料错配冲击加剧

### 1、1月TC均值下挫至-46.78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,至今2026年1月触摸了-50美元附近,已初步出现三轮下行,分别为第一轮战术下行202309-202405、第二轮战术下行202410-202505、以及202509-至今,按照技术分析来看,本轮下行可能为最后一轮!这意味美TC的冲击可能在2026年结束。

笔者认为,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,是世界长波效应传导的最后阶段,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,铜市的过往低库存重建必须要以价格脉冲来实现,而全球库存累库突破拐点为2024年上半年,此时伴随铜价在康波泡沫区域的第一轮脉冲,这基本印证了上述的观点。整体来看,2024年高点可能定义成左侧高点,而2025-26年脉冲高点有望构筑成右侧高点,这都意味着铜价在战略层面的多空转换,建议投资者应重视第二脉冲的波动行情机会。

### 2、1-12月生产增速维持高位

2025年1-12月国内精炼铜产量为1472万吨,累计去年同比增速为10.4%,单月产量为132.6万吨,增速为9.1%,累计和单月增速依旧处在较高状态。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),2026年宽敞极端有望极致扭转。从阶段性角度来看,当前冶炼加工费亏损严重,但冶炼端控制产能依旧不充足,内卷较为严重,单月产量历史高位就是如此,关注年后的反内卷落实情况。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、1月底全球库存录得92.54万吨

2026年1月底全球三地总量库存录得92.54万吨(连续6个月增加),对比上月增加22.4万吨。其中,1月SHFE库存录得23.3万吨,对比上个月增加12.13万吨,连续2个月增加,LME和COMEX库存分别变化1.58万吨和8.69万吨至17.36万吨和51.88万吨,全球库存趋势



连续 6 个月加速累库上行。笔者郑重强调，围绕美国关税预期导致的全球库存往美国转移现象，只是库存局部转移，并非是消耗掉，库存转移不会一直进行，此不可能改变全球累库大趋势。

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，当前全球库存水平已超过 2015-2018 年。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。

从库存对应合约来看，应密切关注 CU2601-2605 潜在转折点。

图 1：1 月 TC 值再创新低

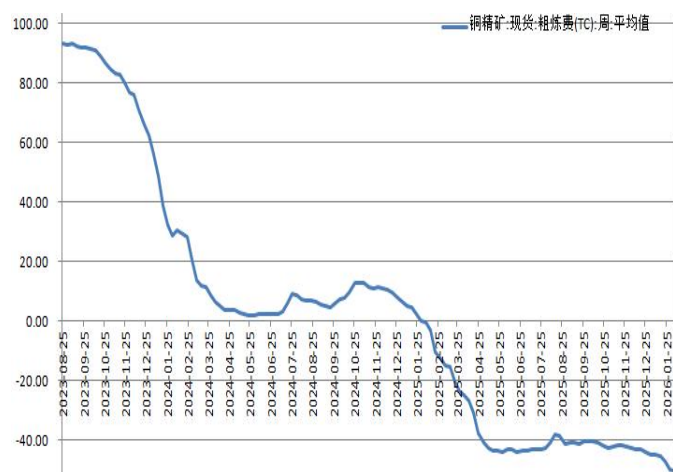


图 2：1-12 月铜供应维持较高增速

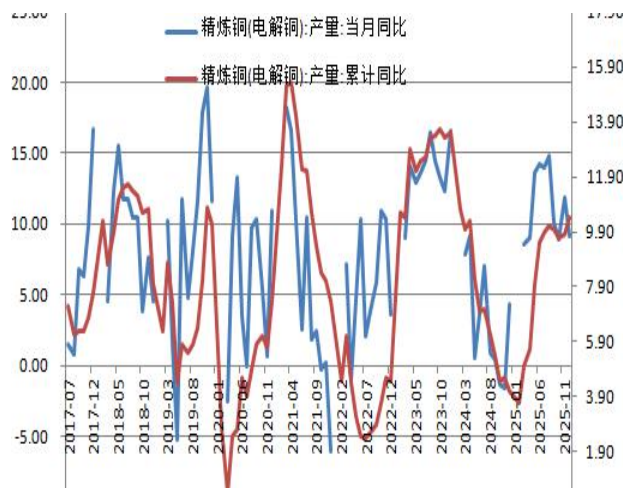


图 3：1 月利润维持亏损



图 4：全球库存连续 6 月攀升

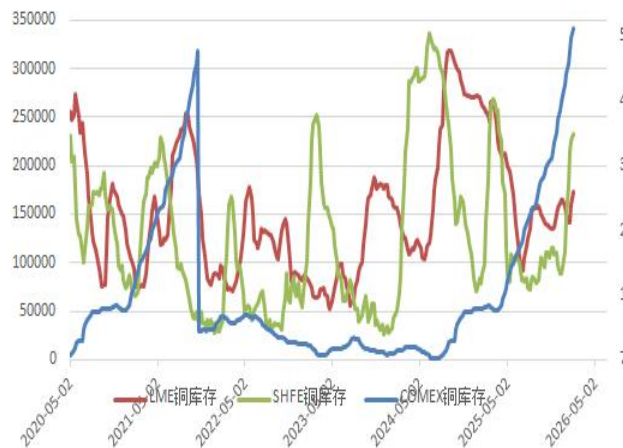


图 5：1 月价差整体走弱

图 6：沪铜结构维持正向





资料来源：IFIND，安粮期货

## 二、需求端：阶段性调整

### 1、12月融资+M1/M2 延续回落

从融资角度看，2025年12月社融增速录得8.3，环比上月变-0.2，融资信用进程连续4个月下滑，整个信用周期偏弱，这点需要知晓（主要是地产拖累，需要留意高度）。与此同时，基于2025年信用变化来看，这可能也得出地产价格在2026年有望企稳甚至开启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12月录得3.8，环比变-1.1，代表企业投资的M2在12月录得8.5，环变0.5，剪刀差为-4.7，供需总体有所下滑。

图7：12月社融延续回落



图8：12月M1/M2 稳中回落



资料来源：IFIND，安粮期货

### 2、房车：12月汽车维持高位+12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1-12月份，中国汽车销售累计增速录得9.4，环变-2，依旧维持接近在两位数高位；再来看房市，2025年1-12月房市销售数据录得-8.7，环比-0.9，经过2024年全年2位数的下滑后，2025年全年整体维持个位数，这就是边际稳定。综合看，此对大宗终端的需求依旧不利。当前，商品市场已经处在春季阶段

图 9：1-12 月房市销售边际稳定

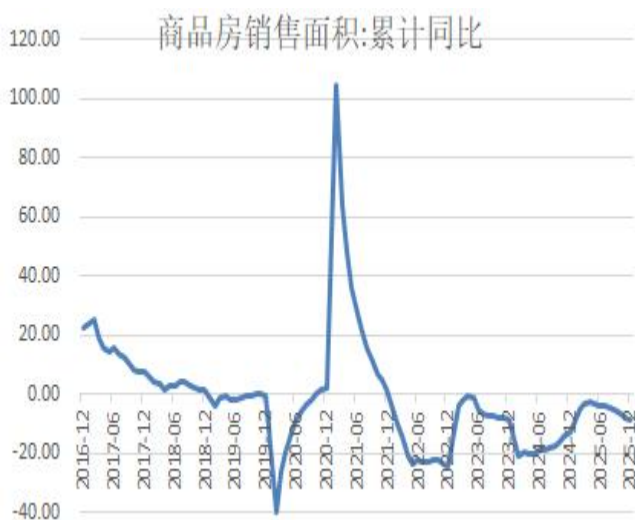
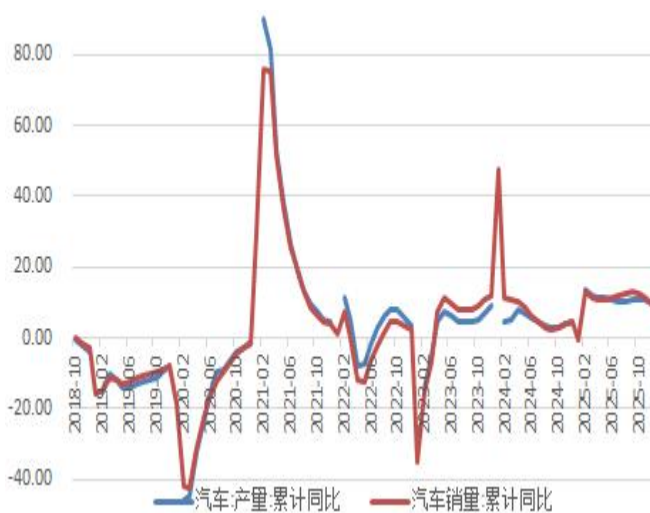


图 10：1-12 月汽车产销维持高增速



资料来源：WIND，安粮期货

### 三、1 月联储利率维持不变

2022 年是加息、2023 年是何时暂停加息，2024-2025 年的关键话题是降息，2026 年有望是暂停降息。

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，若 2026 年继续出现降息，则定义成最后的第三降息路径，此可能为降息尾声标志。上述整体隶属于 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，第三降息路径将是偏向多头。

第二战术路径和第三战术路径需要一个间歇期，此意味着 2026 年上半年可能是美联储空窗期，1 月利率会议维持不变印证如此。下个利率会议为 2026 年 3 月 17-18 号，预期可能继



续维持不变。不管怎样，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

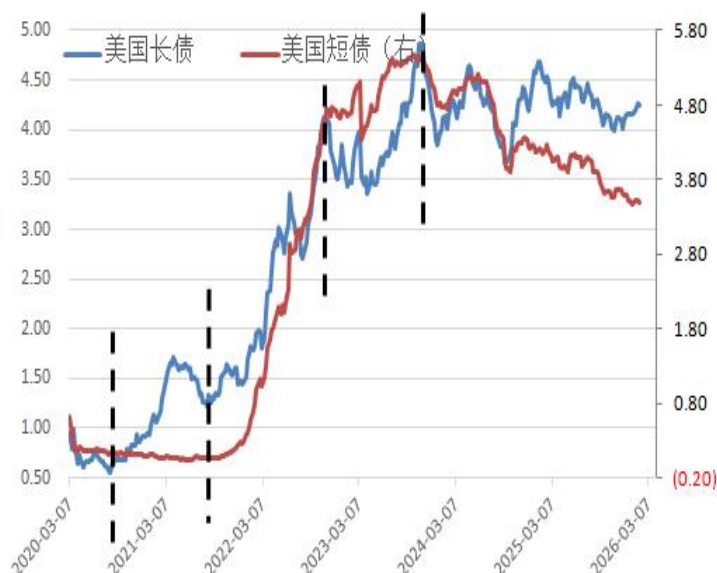
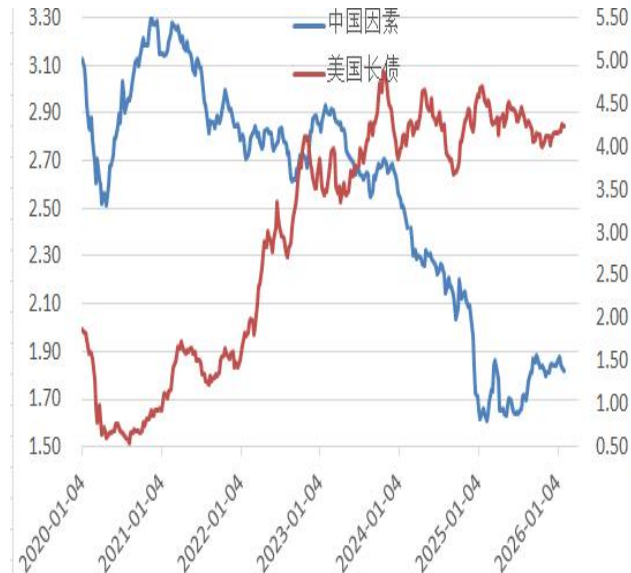


图 12：中美因素劈叉或已极致



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 年或 2020 年启动，且于 2024 年上半年 5 月完成左侧高点，2026 年上半年有望构造右侧高点，此决定了铜价处在多空转换的战略空头阶段。从战役来看，2026 年上半年正在着手第二空头波动战役，本轮波动下方关键价位为 8 万附近，上方关键价位为 2024 年 5 月高点约 10 万一线。交易上应留意第二脉冲结束后的潜在反 V 波动，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。

