



春节后铜价走势展望

有色金属小组



01

PART 01

行情回顾

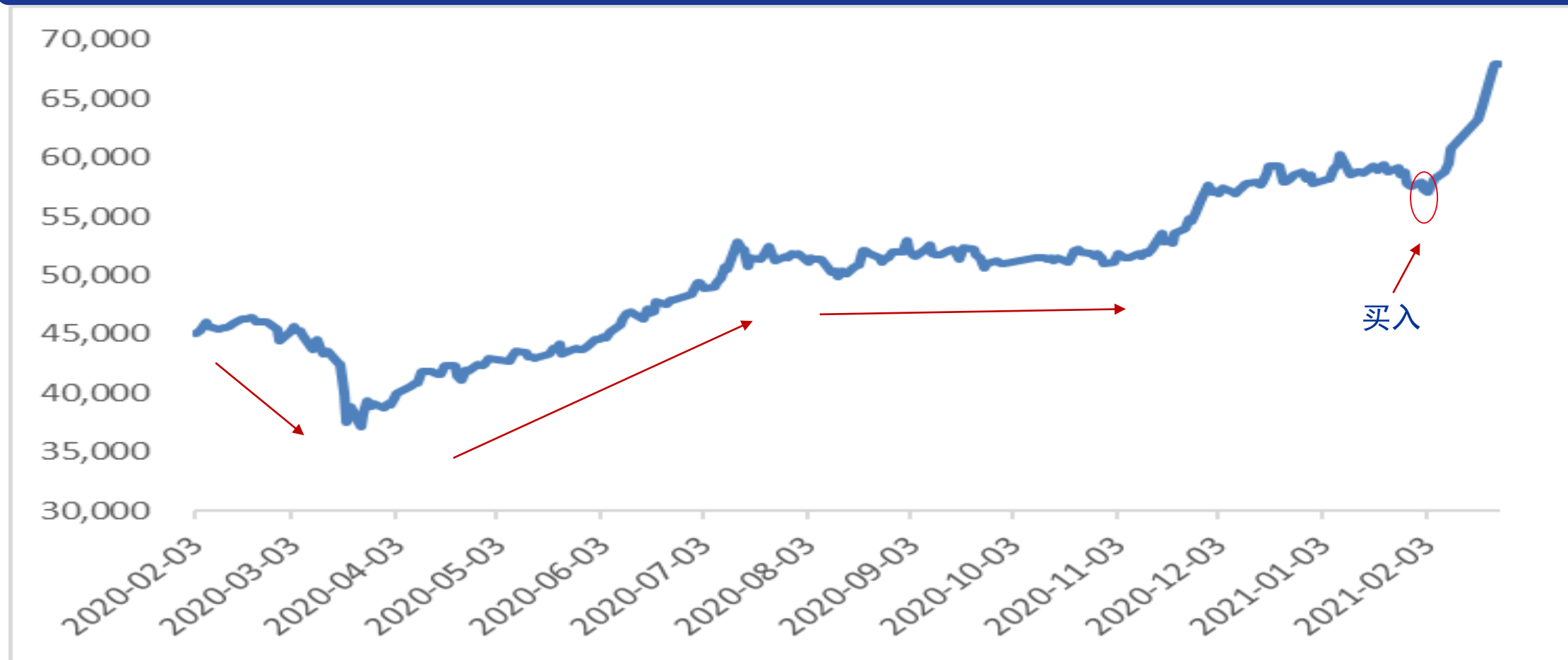
# 铜价走势回顾

## 历史上铜价走势回顾



# 铜价走势回顾

## 疫情前后铜价走势回顾

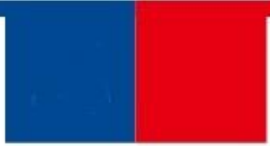


# 02

PART 02

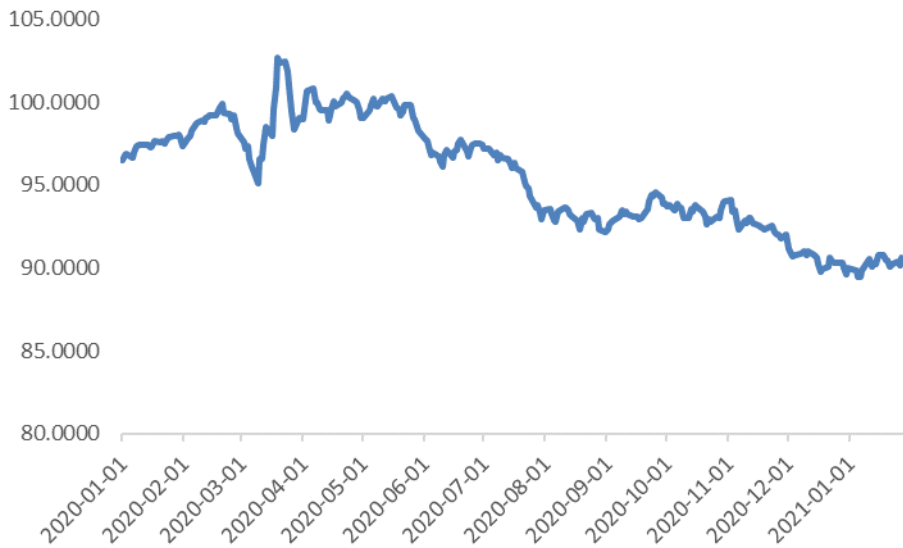
宏观：货币宽松政策下，复苏情况明朗

# 美联储长期宽松政策并未改变

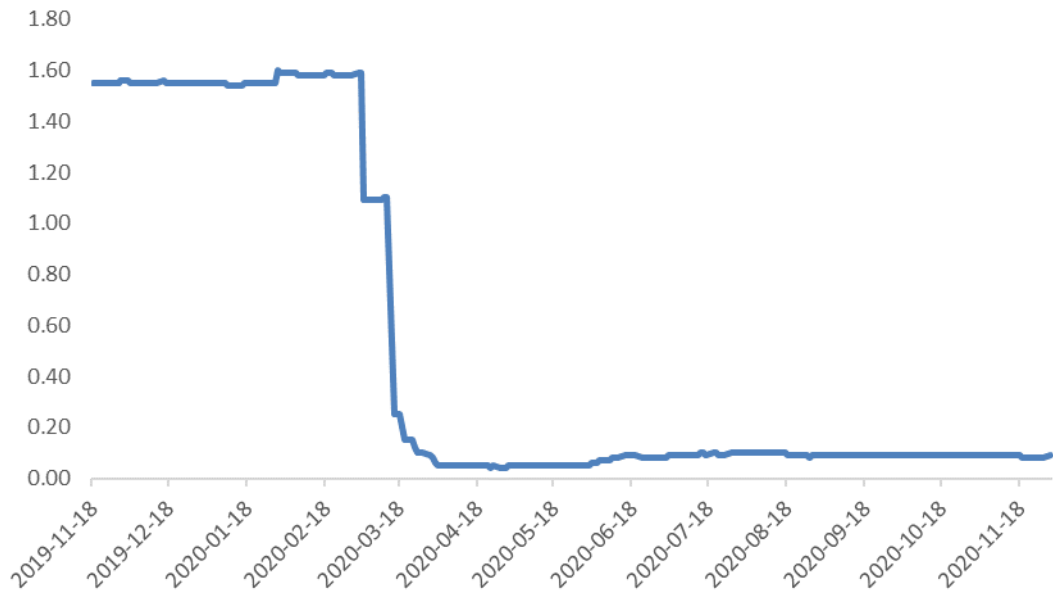


- 1月FOMC利率会议声明，美联储按兵不动，利率水平维持在0%-0.25%水平；继续维持当前的购债水平。1月份美联储利率会议表明了美联储对于目前宽松政策局面维持的倾向，给予市场较为清晰的政策信号不会过早退出，因此宽松的货币政策会继续，中期市场风险偏好上升趋势不会改变。
- 拜登政府推出1.9万亿财政刺激政策，有望在3月份出台。

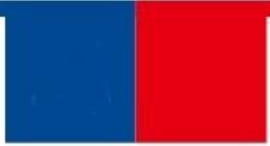
## 美元指数走势



## 联邦基金利率

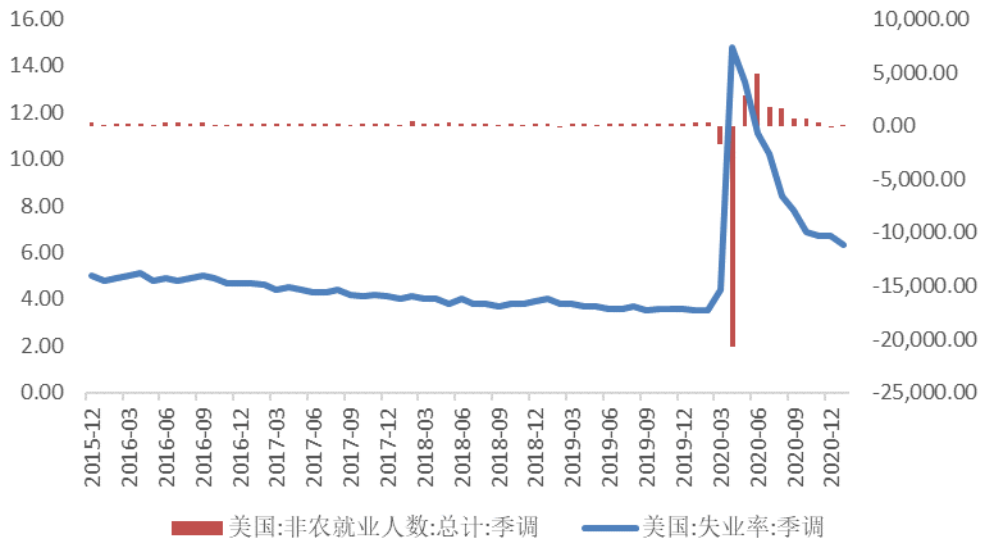


# 美联储长期宽松政策并未改变

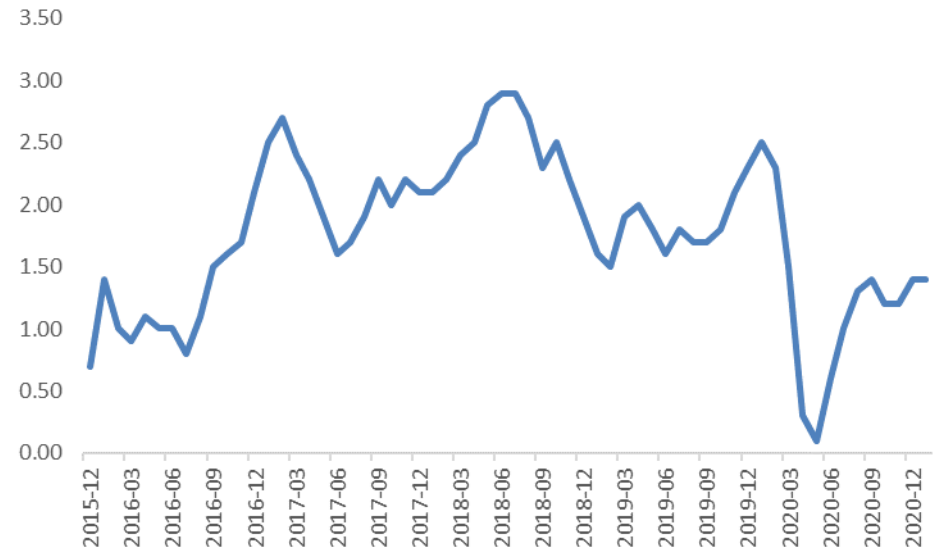


- 在周二的参议院听证会上，美联储主席鲍威尔表示将继续提供货币政策支持，即便是在看到前景改善的情况下，也将维持债券购买计划不变。直接表明了加息条件是，失业率降至4.3%以下、通胀达到2.0%、通胀预期超过2.0%。
- 在昨日的众议院听证会上，对通胀进一步陈述，认为可能需要三年才能实现2.0%的通胀目标，重申通胀会上升、但升幅不会太大也不会持久上行。

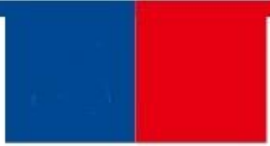
## 美国失业率



## 美国CPI

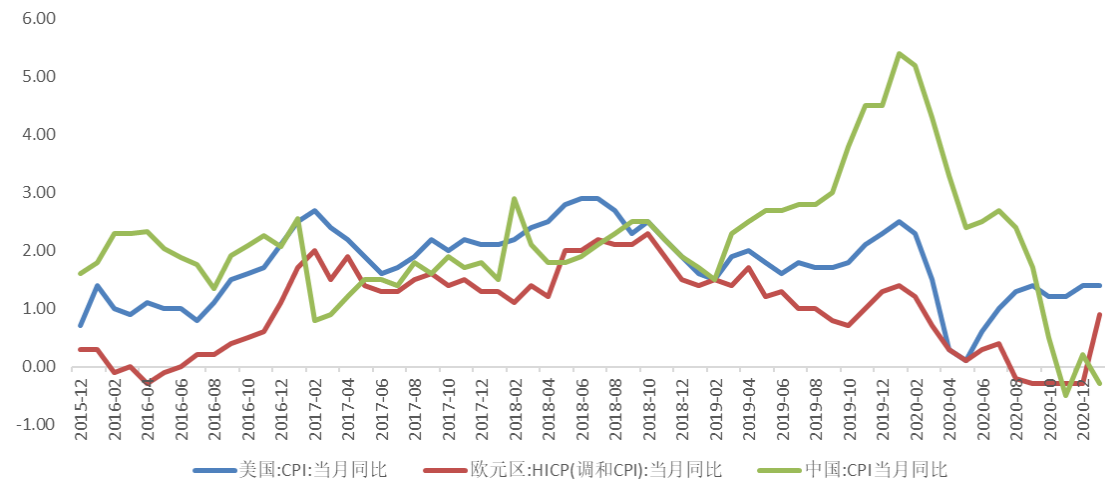


# 通胀预期走强

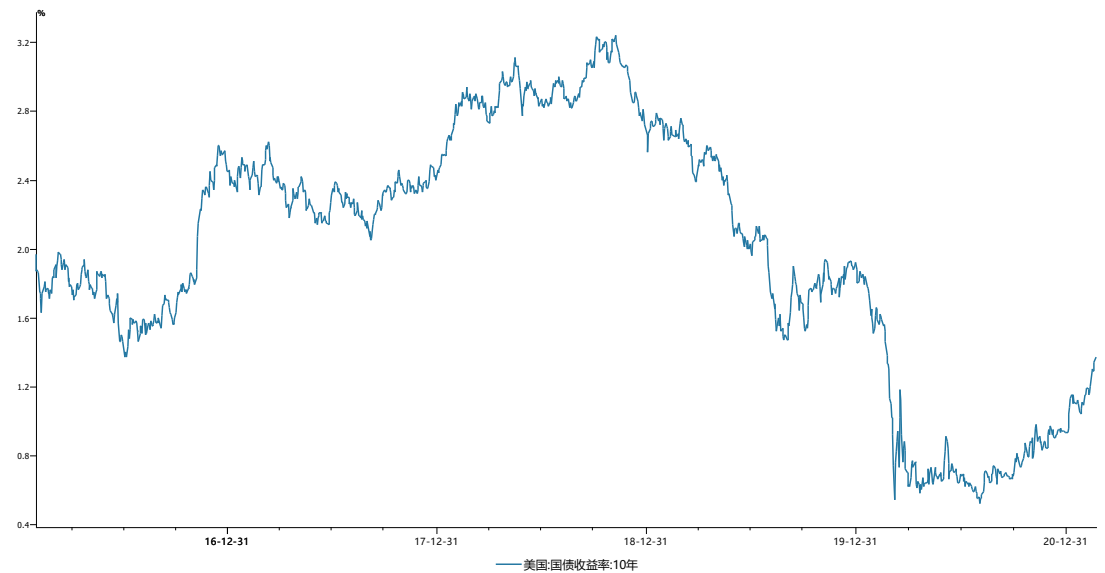


- 主要经济体实际通胀水平尚未过快走高。美国 2021 年 1 月消费者价格指数 (CPI) 同比增幅为 1.4%，欧元区 1 月通胀指标 (HICP) 同比为 0.9%。由于市场对经济复苏的预期增强，市场风险偏好回升，促使商品价格在1月末-2月初不断走高，但是尚未体现到经济数据上。
- 2月 19 日，美国 10 年期国债收益率跃升至 1.34%，创 2020 年 2 月以来新高，这其实正反映对通胀预期在增强。

## 主要经济体尚未见通胀迹象



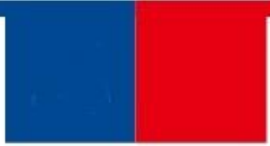
## 美国十年期国债收益率



数据来源: Wind

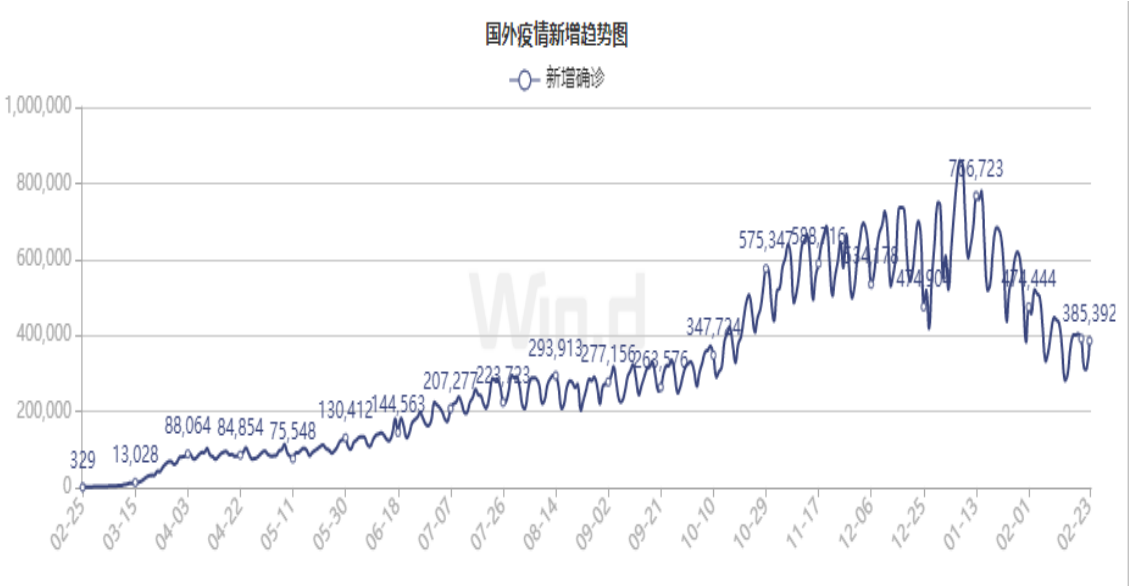


# COVID-19疫情有望在年中受控

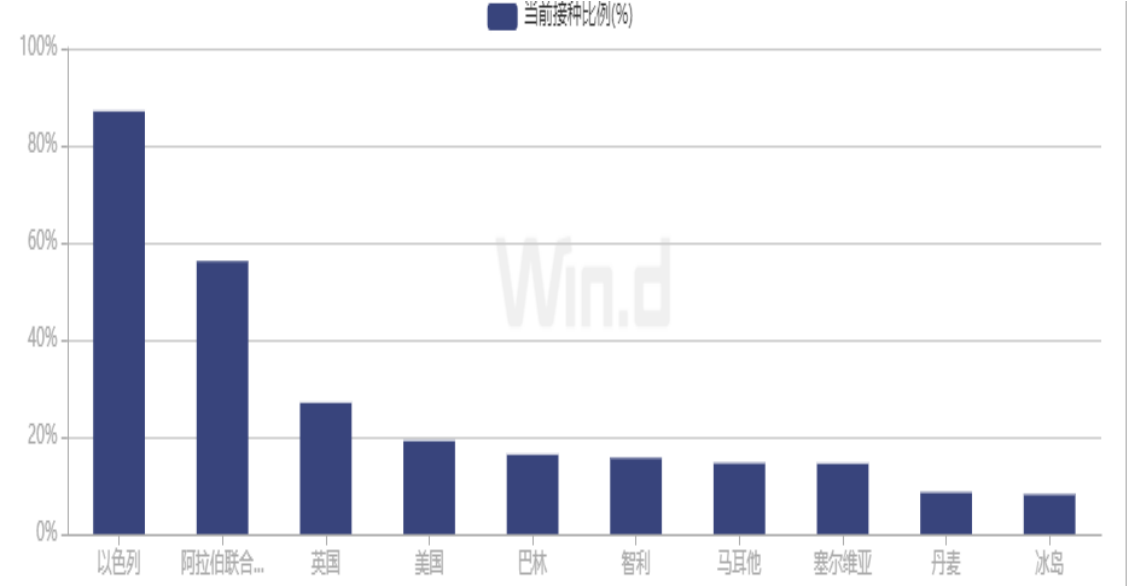


- 截止到2月23日，世界卫生组织公布的新冠新增病例约为28万人，巅峰为12月份的84万人。
- 截至 2月 20日，全球已有近 90个国家开始接种新冠疫苗，已接种数目达 2亿剂，其中美国 and 英国每百人接种人数已分别达到 18人和25人左右，有望在今年二季度左右实现“群体免疫”。各国防疫政策与疫苗推广的效果持续显现，全球疫情防控与经济复苏之路愈发明朗。

## 全球新冠确诊病例：当日新增



## 全球新冠疫苗接种比例

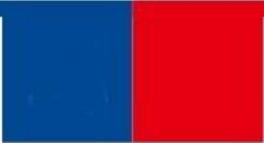


03

PART 03

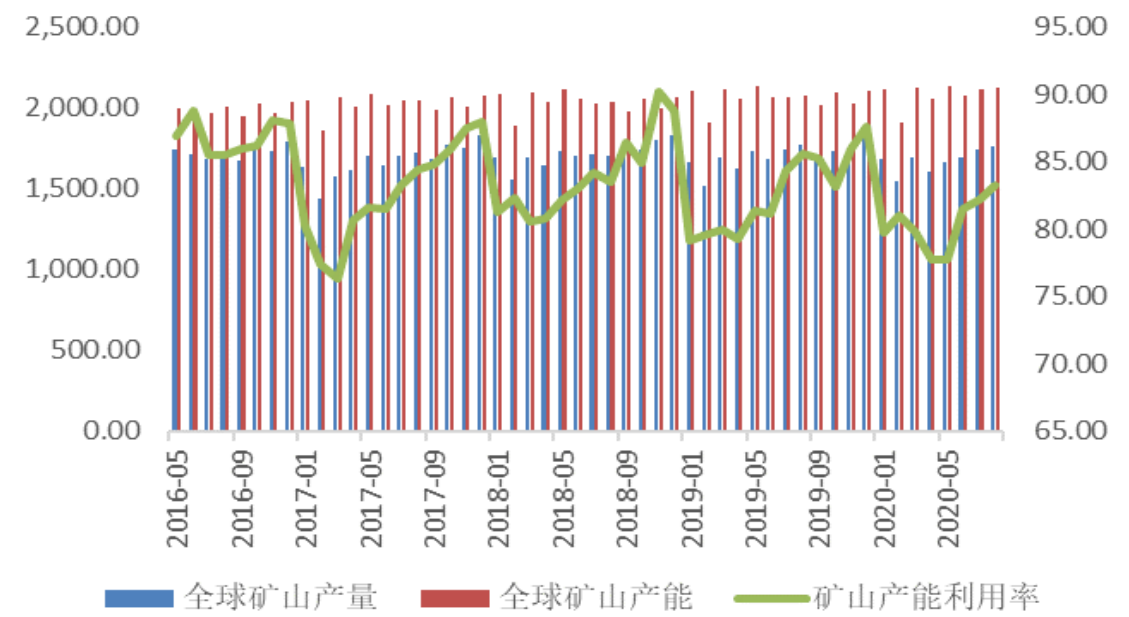
供应：或将趋紧

# 全年的铜精矿供应预计回升，但整体偏紧

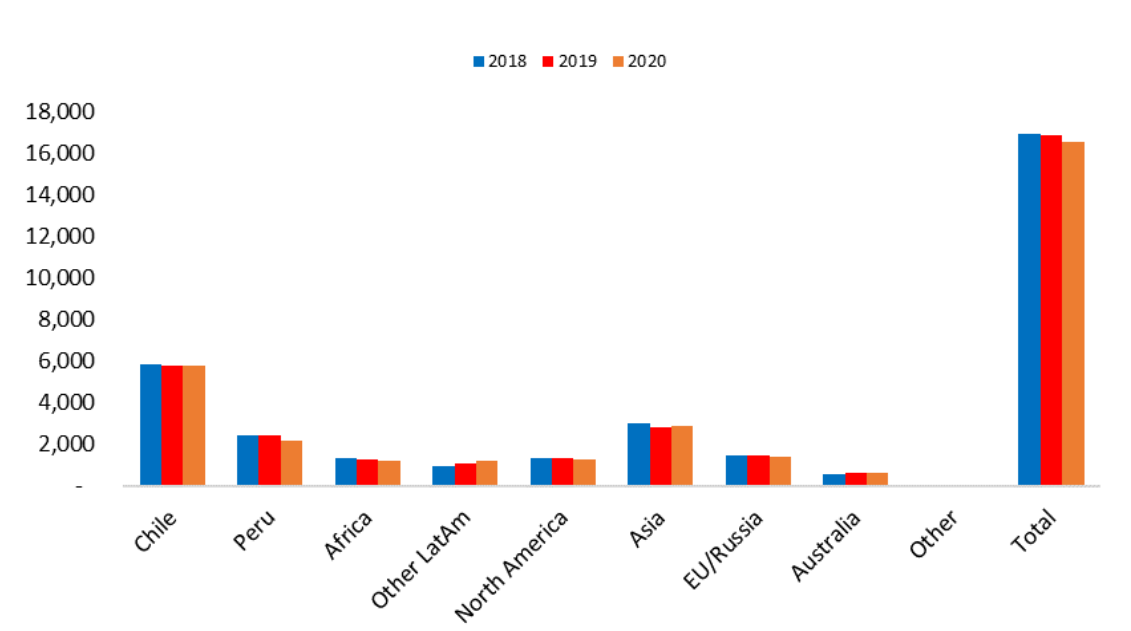


2020年铜矿增速预计约为-2.7%左右，全球总产量为2037万吨。全球主要的铜矿产区均受到疫情影响，产量有所下滑。分区域来看，智利铜矿产量全年同比几乎持平；秘鲁铜矿产量下降25.5万吨；北美地区铜矿产量下降4.9万吨。其中智利秘鲁地区疫情已趋平稳，在2021年疫苗推广顺利的情况下，预计供应将修复，产量回升。同时，2021年还有一些新的大型铜矿投产，如紫金矿业在刚果的卡莫阿项目（22万吨），BHP的Spence 2期（18万吨），秘鲁地区的Mina Justa（11万吨）等，也将给矿山供应带来一些增量。我们预计铜矿供应将回到2100万吨，环比增长3.6%。

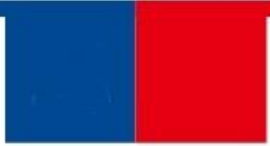
### 全球矿山产能产量（万吨）



### 全球主要产区产量(千吨)

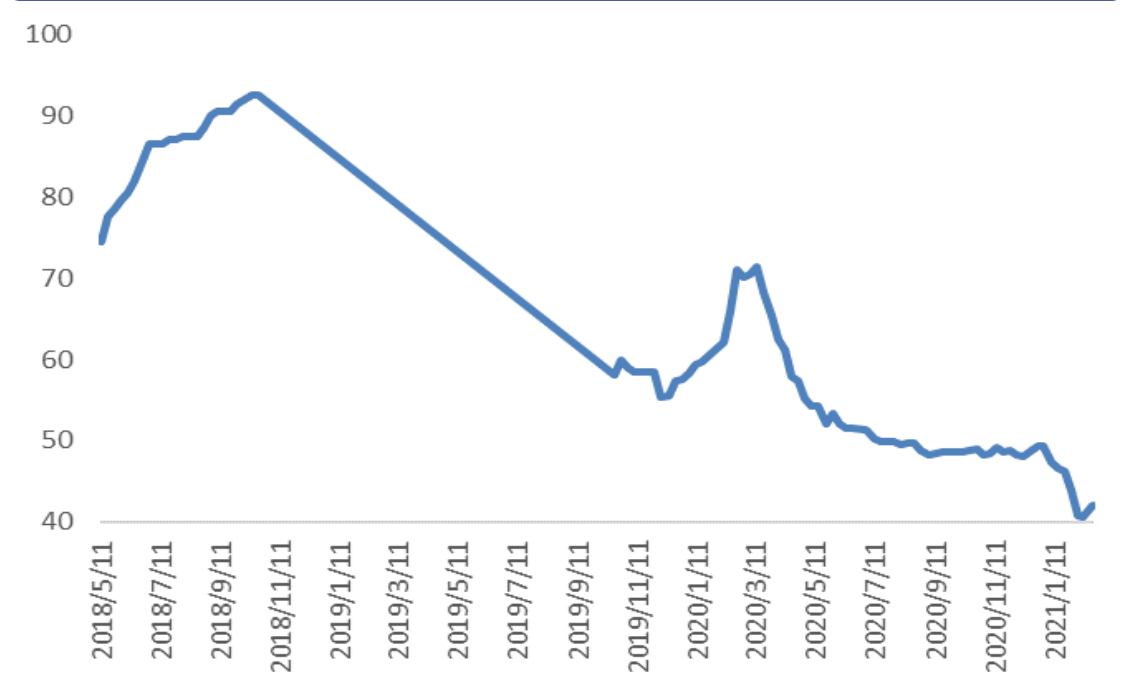


# 1季度的铜精矿依然受困扰

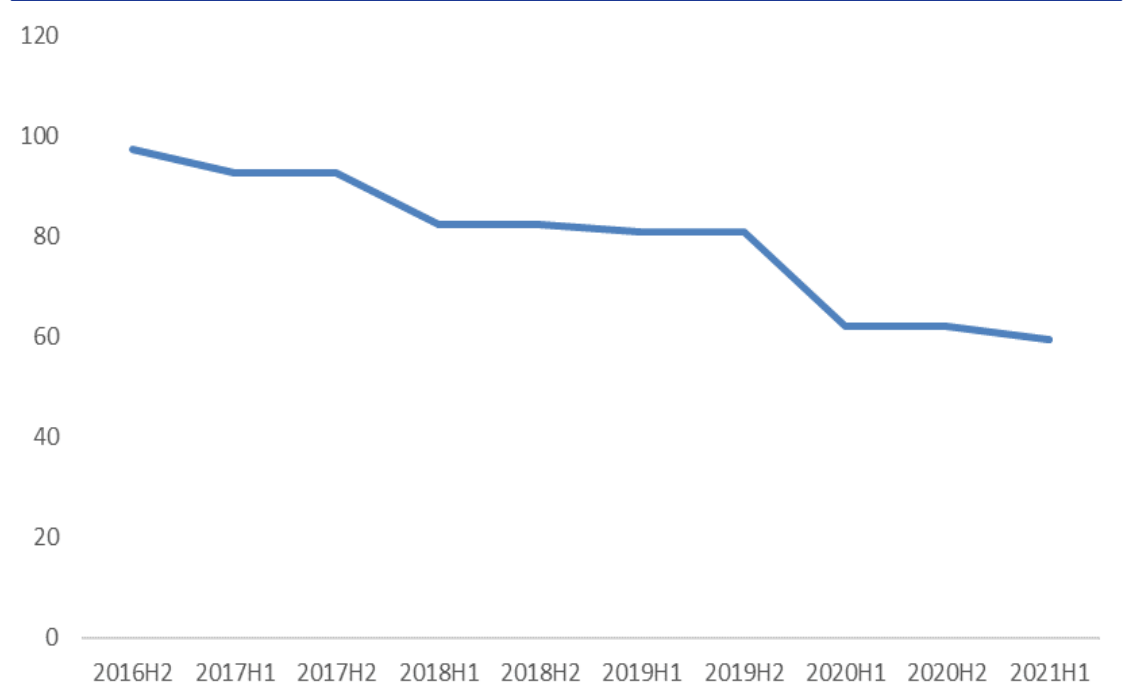


- 2021年上半年供应长单TC为60.8美元/吨，这依然是属于历年来偏低的位置。现货TC也在一路下滑，2月下旬走至40美元/吨左右的低位。
- 秘鲁政府为应对第二波疫情，总统弗朗西斯科·萨加斯蒂宣布，从1月31日至2月14日，首都利马和9个大区将被封锁，以应对持续蔓延的第二波疫情。近期智利北部港口风浪大增，已经导致1月铜出口出现大面积的推迟现象。智利北部有多个大中型港口负责电解铜及铜精矿的运输，比如Antofagasta、Mejillones、Iquique、Arica、Patache。目前除了Antofagasta港口正常运作外，其余四个港口均难实现大型船只靠岸进行电解铜装载作业。

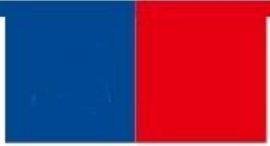
现货TC (美元/吨)



TC长协 (美元/吨)

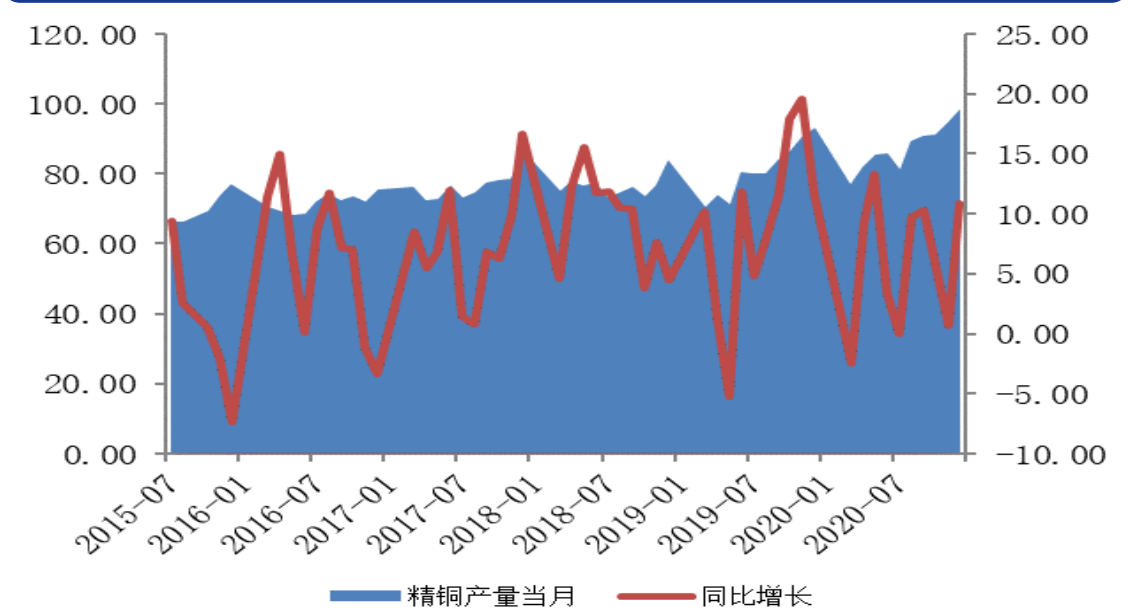


# 1季度精炼铜产量或环比回落

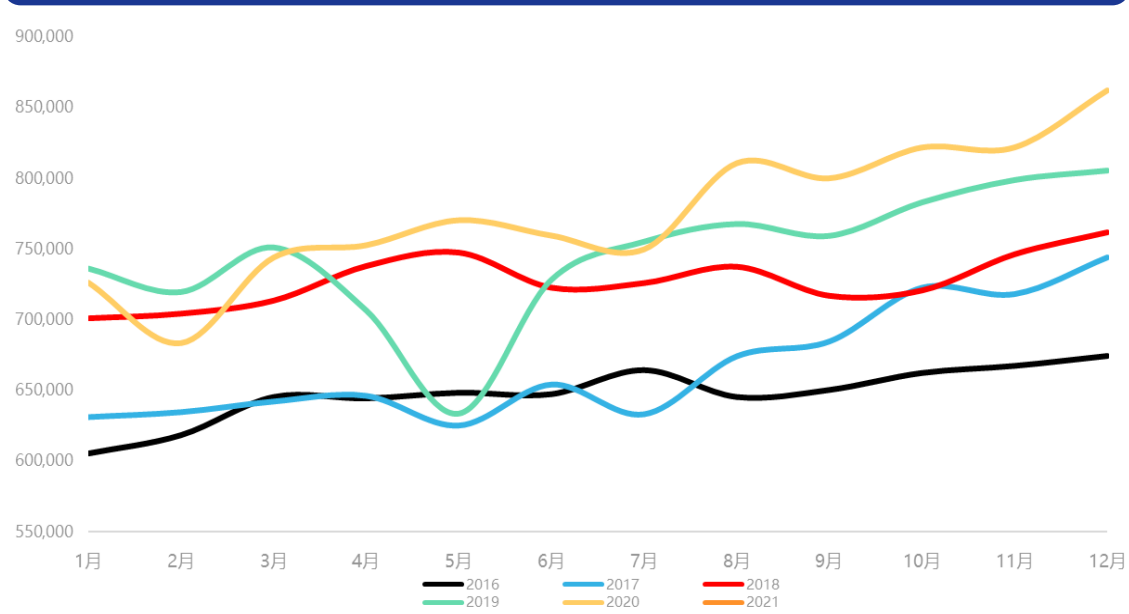


2021年1月SMM中国电解铜产量为79.83万吨，环比减少7.39%，同比增加9.97%。在2020年末铜炼厂赶工完成年度计划后，在1月铜冶炼开工率有较明显下滑，一些炼厂主动下调产量，以及部分炼厂进行检修，致使国内电铜产量环比下滑。另一方面，在南美发运受阻情况下，铜精矿供应趋紧也对炼厂生产带来压力。不过，相较2020年1月同比增量仍旧明显，主要来自新增产能部分。2月份预计产量环比小幅回升，但是整体1季度的精铜产量仍处于全年低位。

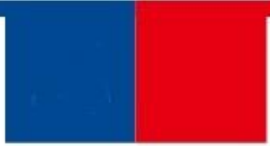
精炼铜产量（万吨）



精铜产量季节性（吨）

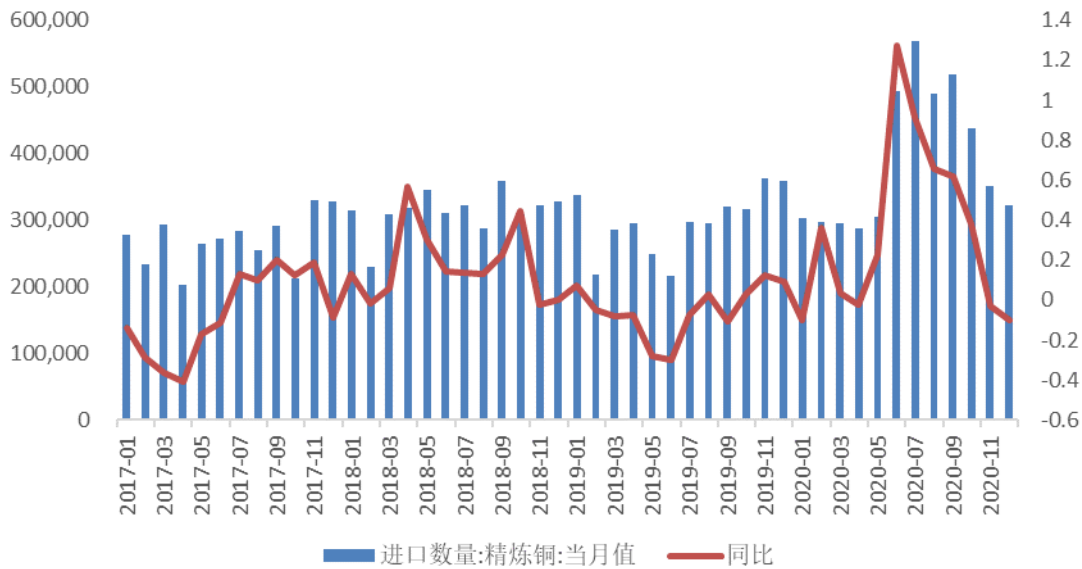


# 精铜进口量回归正常

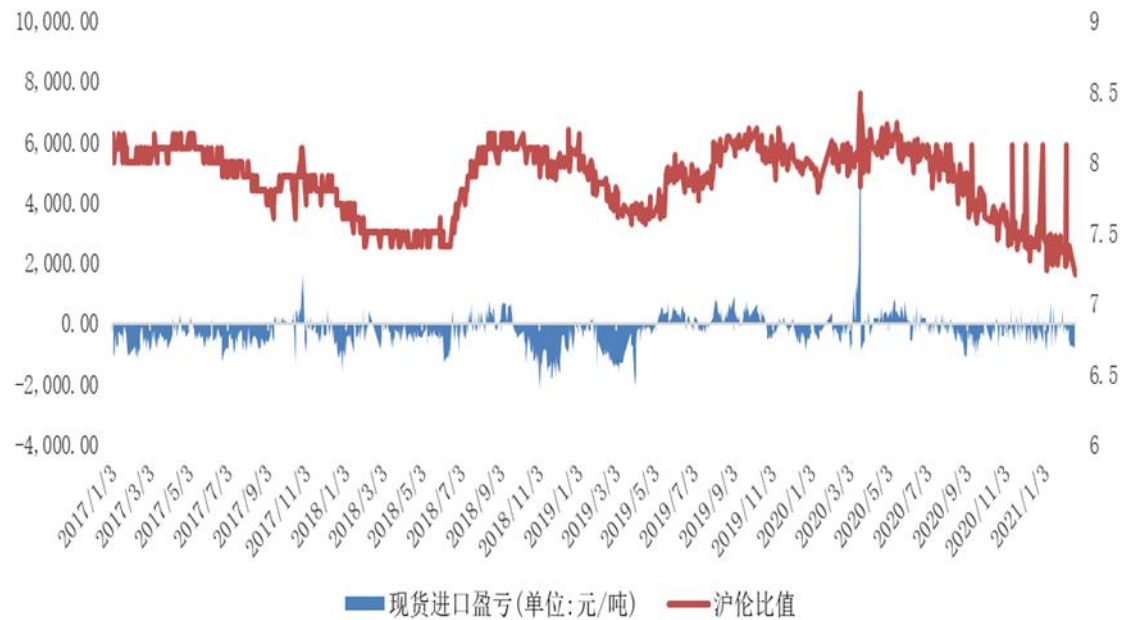


随着国储影响逐渐消退，去年11月中国精铜进口便回归到正常水平，考虑到进口窗口持续关闭，并且1月智利沿海风浪较大，估计1-3月中国精铜进口量可能继续回落，尤其2月和3月。

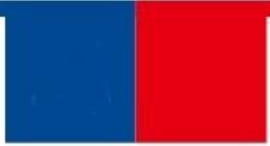
## 精炼铜进口量 (万吨)



## 现货进口盈亏与沪伦比

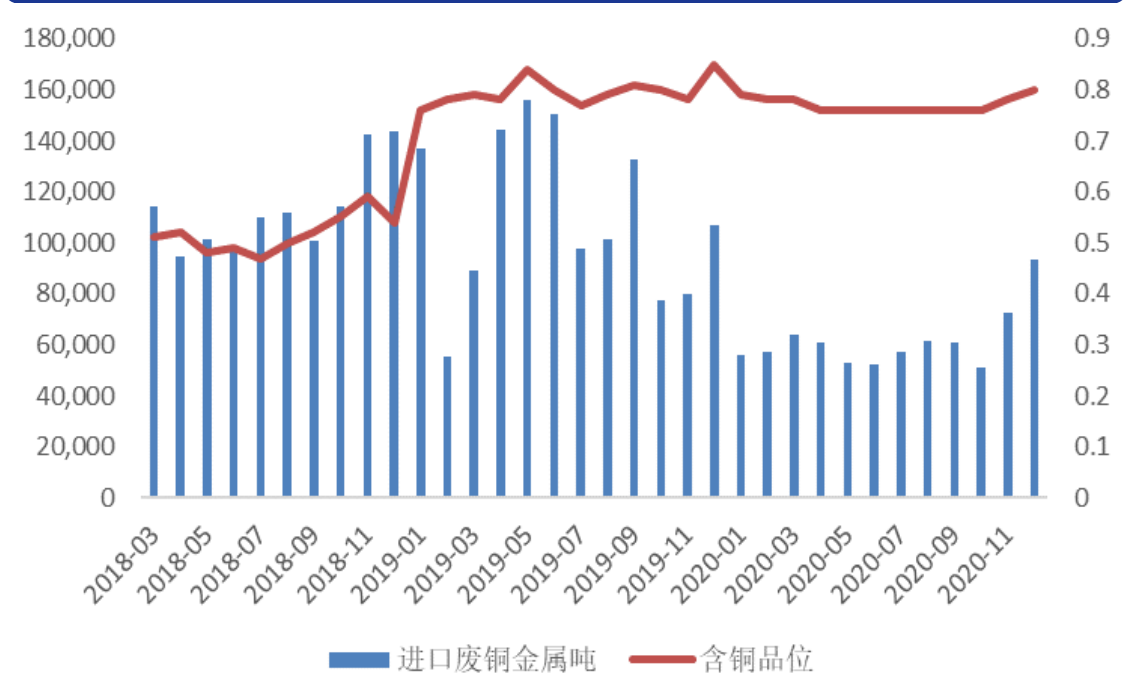


# 废铜进口政策发生重大变化

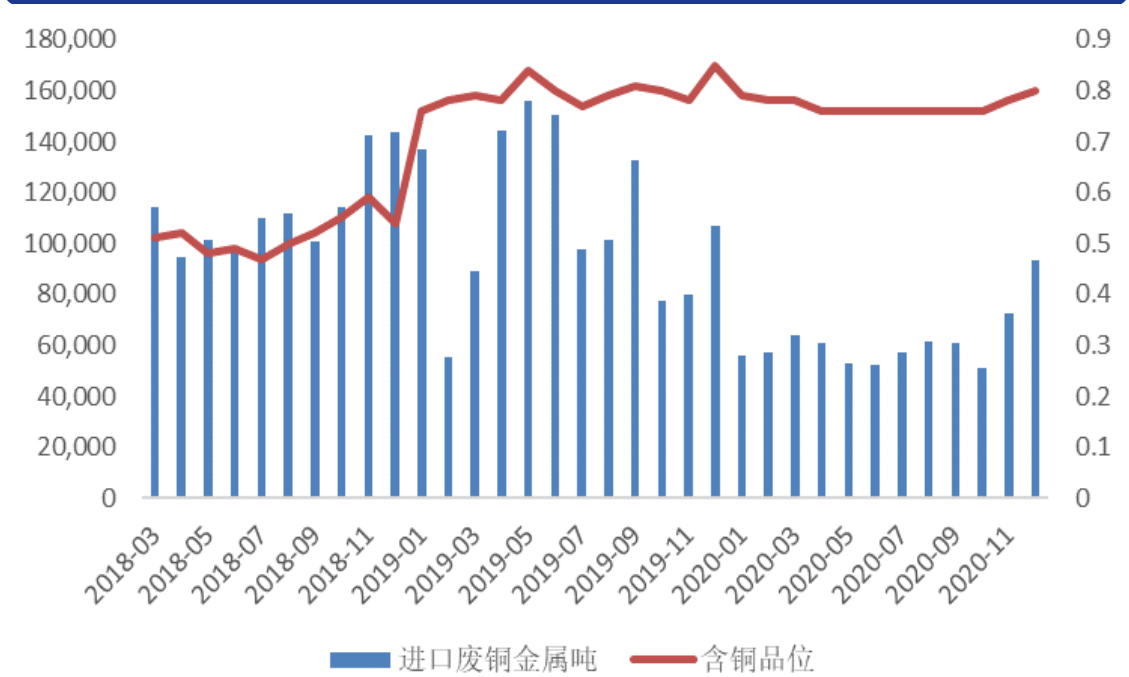


新的进口政策规定，再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料，不属于固体废物，可自由进口。在疫情平复，正常流通后，进口废铜量有望大幅增长。

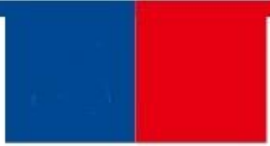
废铜进口（吨）



进口废铜金属吨及品位（万吨，%）

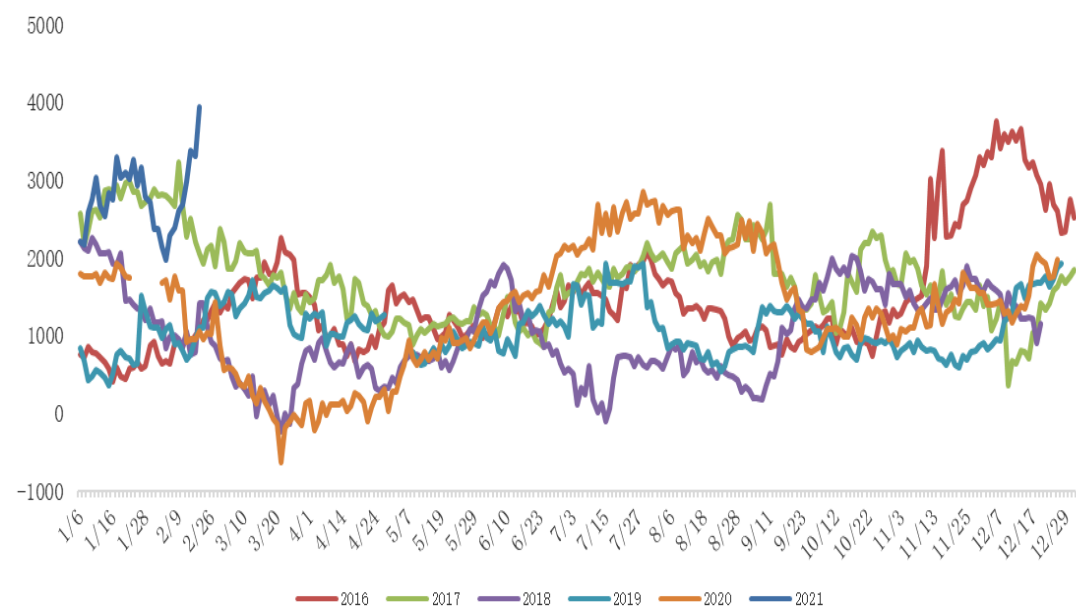


# 近期精废价差快速拉升

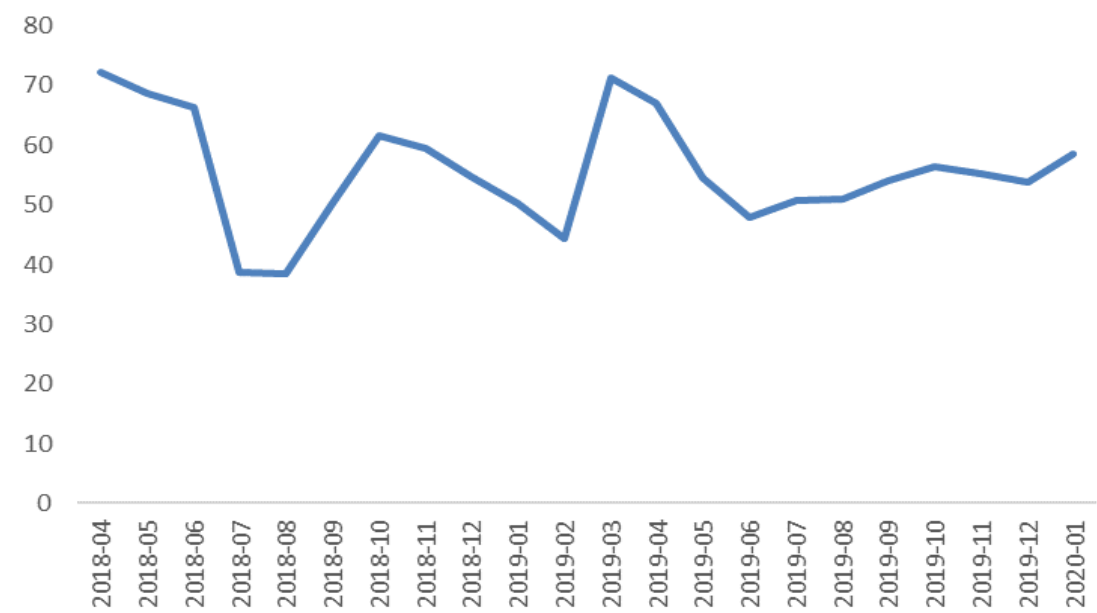


随着东南亚进口渠道受疫情压力减小，以及再生铜政策的落地，进口废铜量开始明显增长，国内废铜供应渐显宽裕。2月份精废价差均值在3000元/吨以上，最高上冲至将近4000元/吨。随着再生铜政策的效果逐渐显现，废铜供应预计将保持持续增长，精废价差高位或将成为新常态。

精废价差（吨）



废铜制杆率（%）



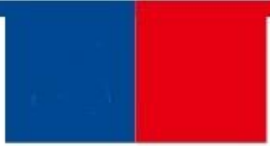


# 04

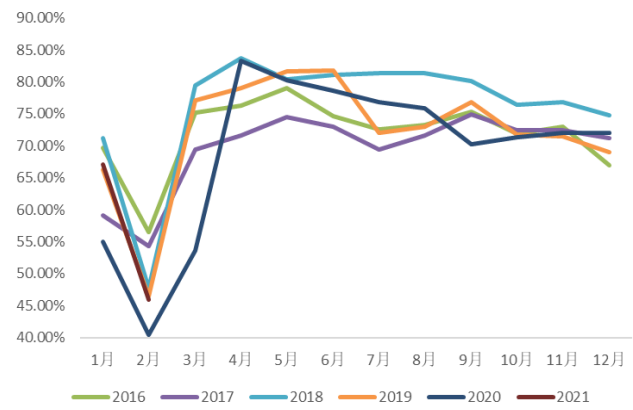
PART 04

需求：好于往年

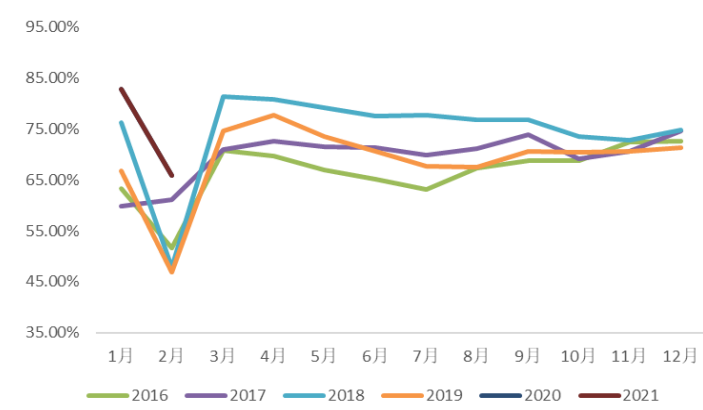
# 1-2月下游开工率表现不错



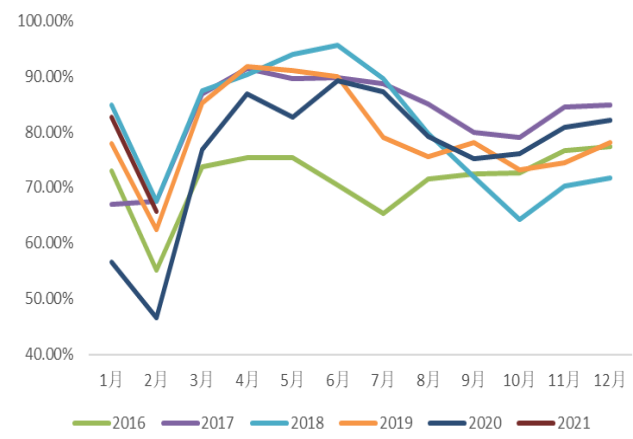
### 铜杆开工率



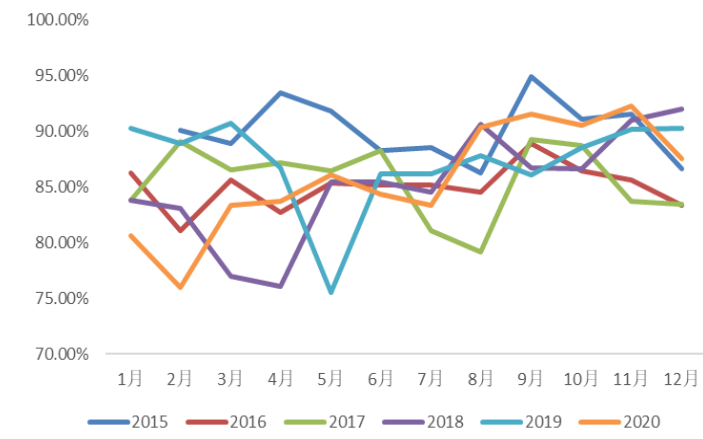
### 铜板带箔开工率



### 铜管开工率

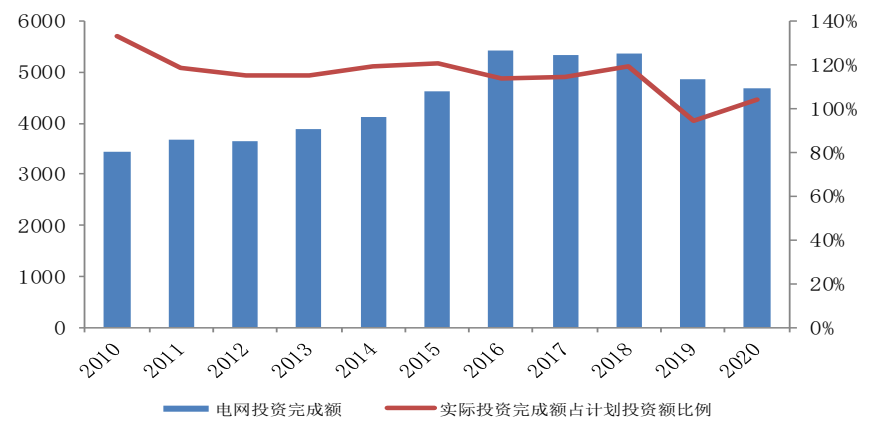


### 冶炼厂开工率

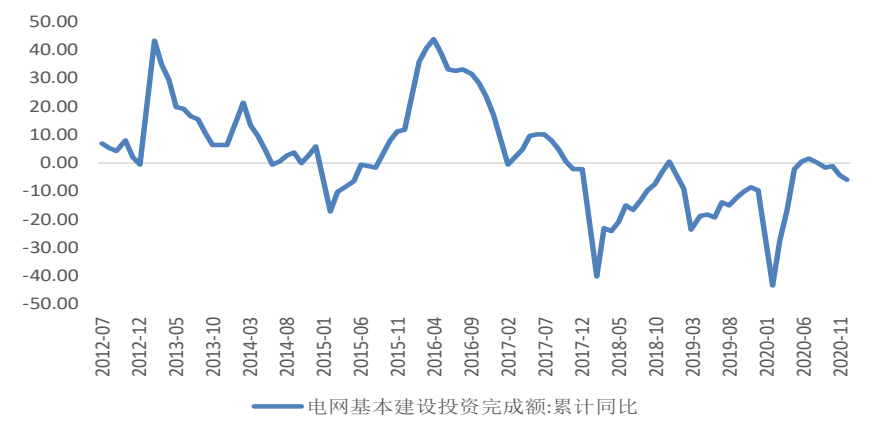


# 电网投资或成为消费中的不确定性

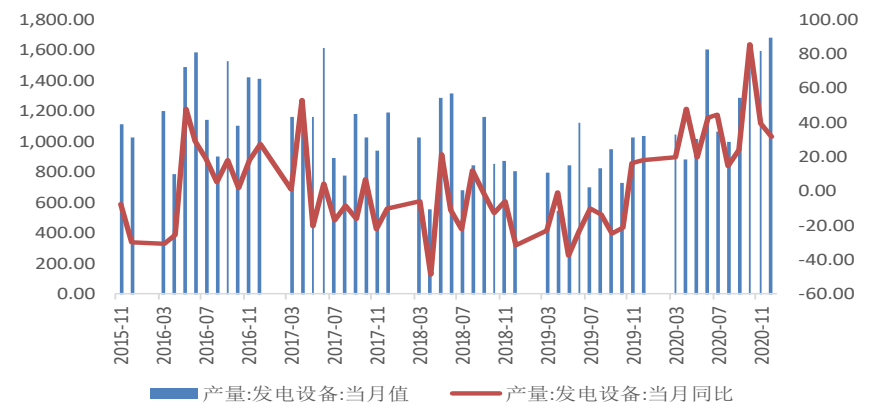
电网基本建设实际投资完成额（亿人民币）



电网基本建设投资完成额累计同比



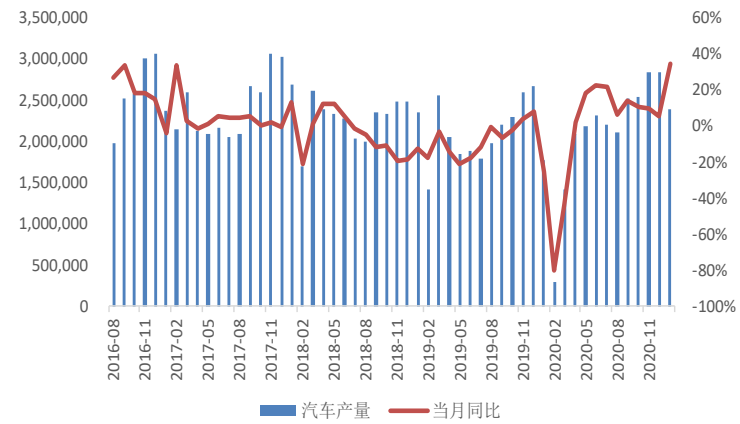
发电设备产量（万千瓦）



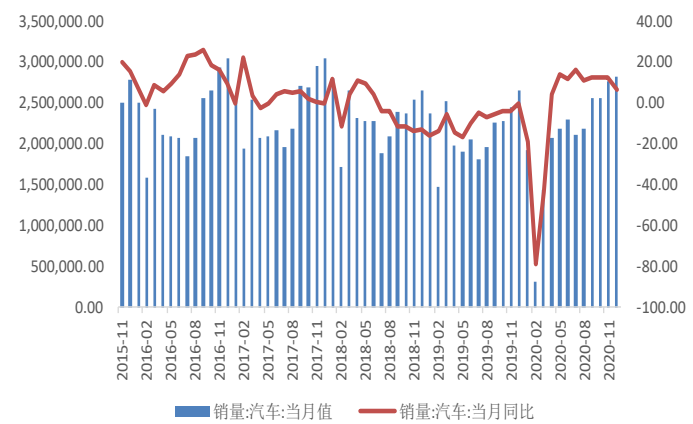
- 2020年1-12月电网基本建设投资完成额累计4699亿元，累计同比下降6.2%，而全年计划投资完成额为4500亿元。2020年上半年电网投资力度较大，有效的催生了2季度铜价上升的行情。但是在4季度的传统旺季投资力度有所下滑，全年同比下降6.2%，这使得市场担心2021年电网的投资是否会继续滑坡，并拖累用铜需求。

# 1月汽车产量239万辆,同比增长35.11%

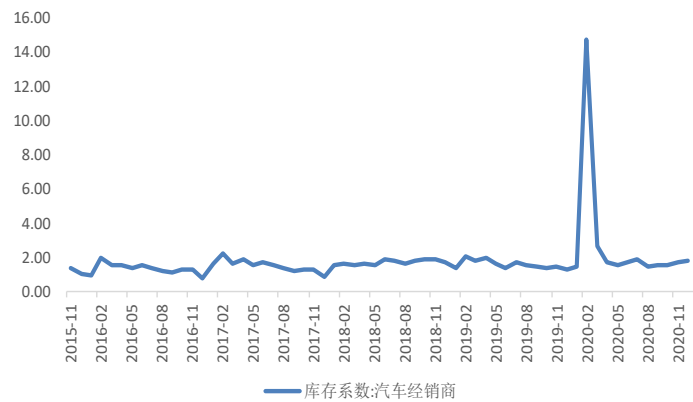
## 汽车产量（万辆）



## 汽车销量（万辆）



## 汽车经销商库存系数

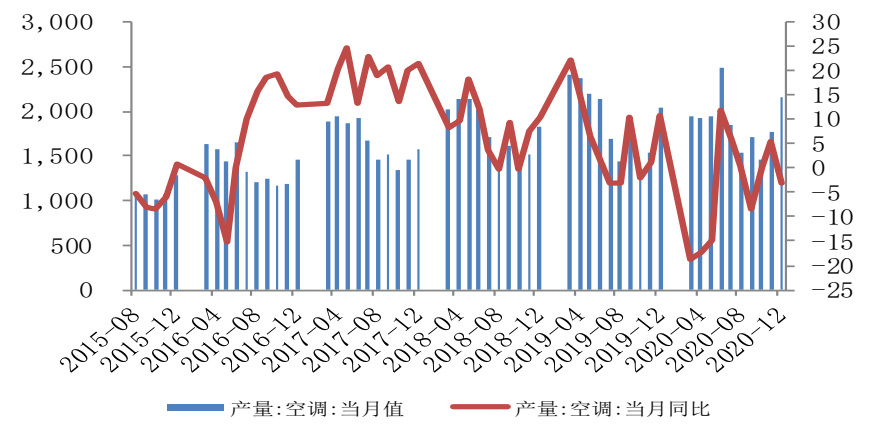


## 汽车库存（万辆）



# 空调订单饱满

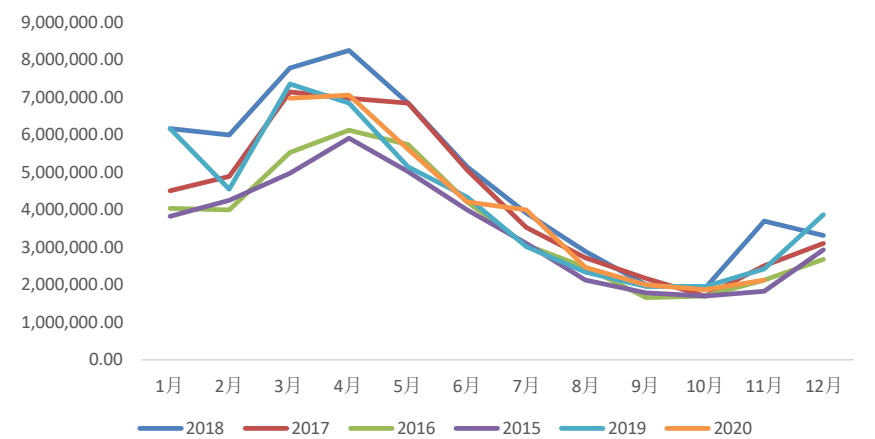
## 空调产量（累计同比）



## 空调库存（万台）



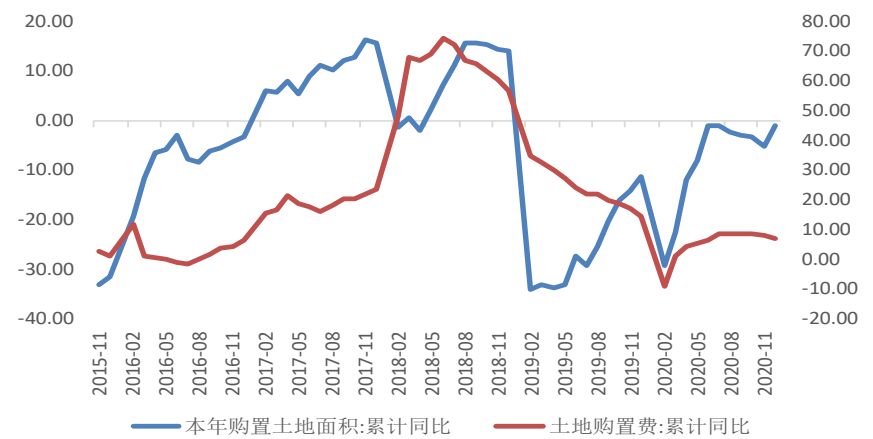
## 空调出口（台）



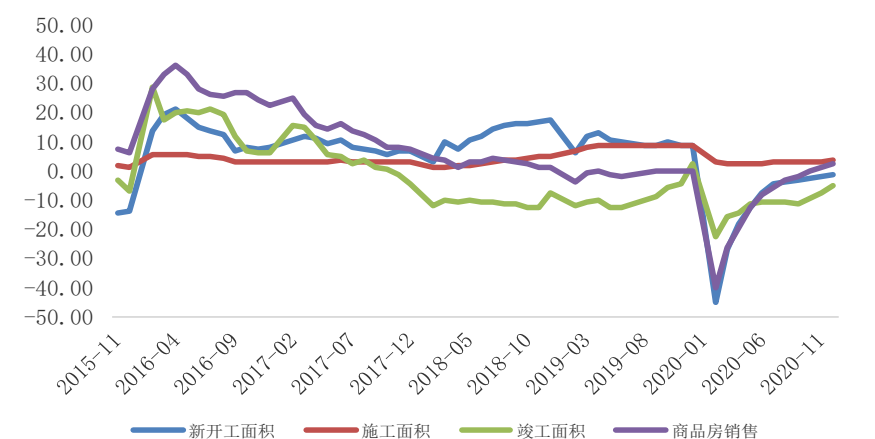
- 2020年12月空调产量为2152.5万台,环比增长381万台。据调研反应，空调一季度订单饱满，开工旺盛，后续产量依然将保持高水平。

# 房地产景气度持续回升

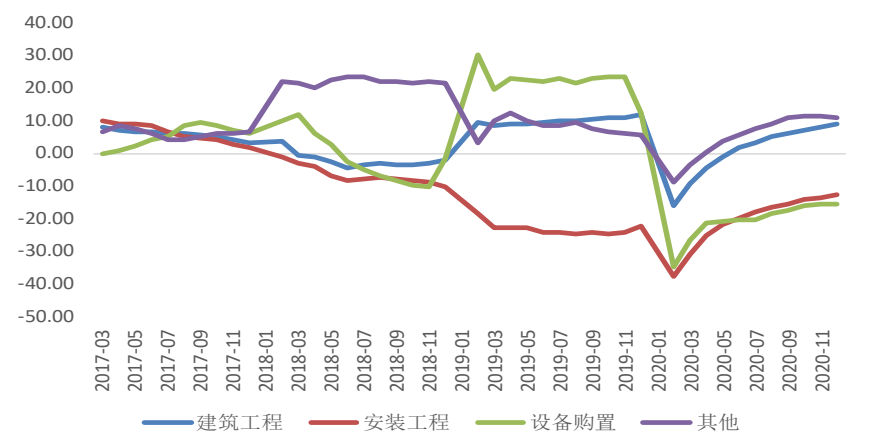
## 土地购置费和购置面积



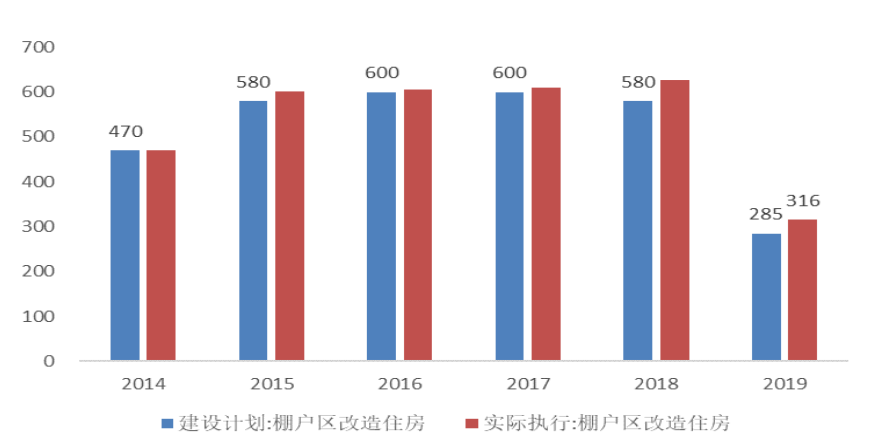
## 房屋开工与竣工同比



## 房地产开发投资完成额累计同比（分用途）

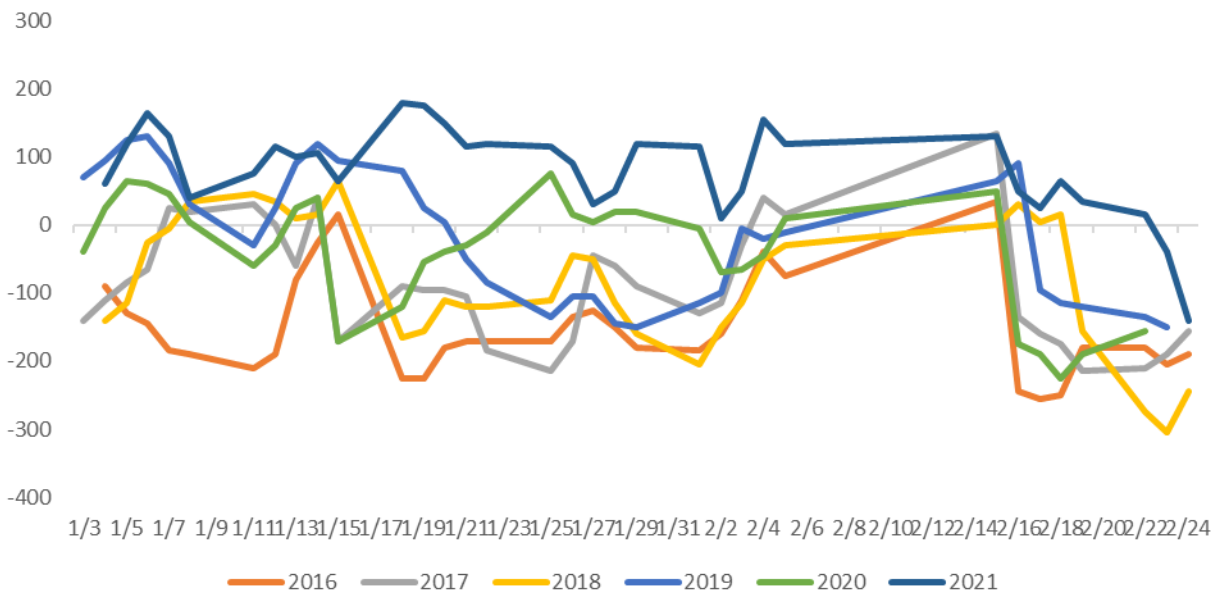


## 棚改计划（万套）



# 现货升贴水反映下游需求

过去4年1月份上海电解铜大约日均贴水45元/吨，但是2021年1月份上海电解铜日均升水42元/吨。年后随着期货价格的暴涨，现货转贴水，但依旧好于往年同期水平。



05

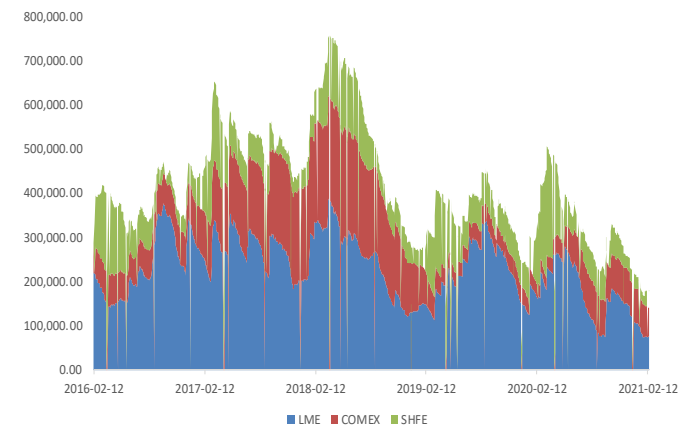
PART 05

库存：依然处于低位

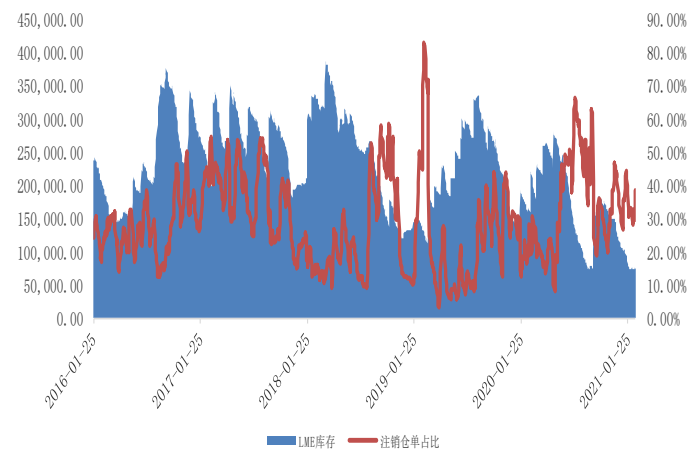


# 全球显性库存

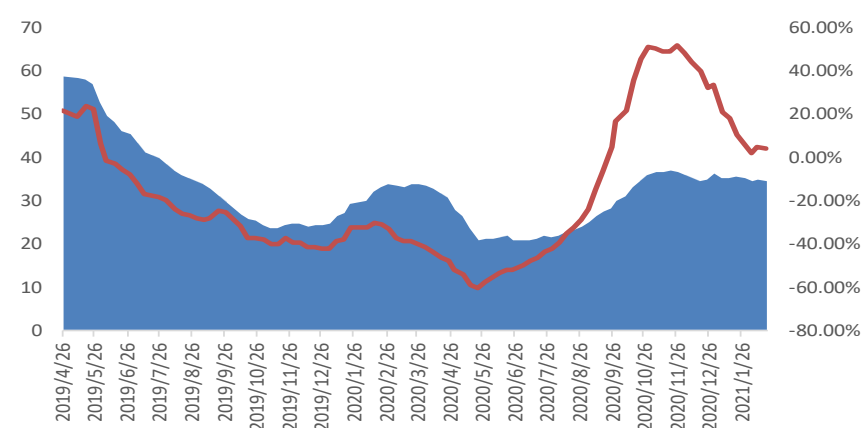
交易所库存（吨）



LME注销仓单占比（吨）

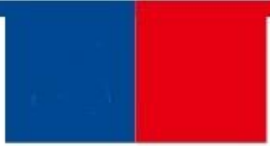


保税区库存（万吨）



- 截止至2月19日全球交易所仓单库存为18.1万吨，同比减少48.66%，环比上周增加0.3万吨。
- 2月19日保税区库存为34.53万吨，同比增加4.01%，环比减少0.5万吨。

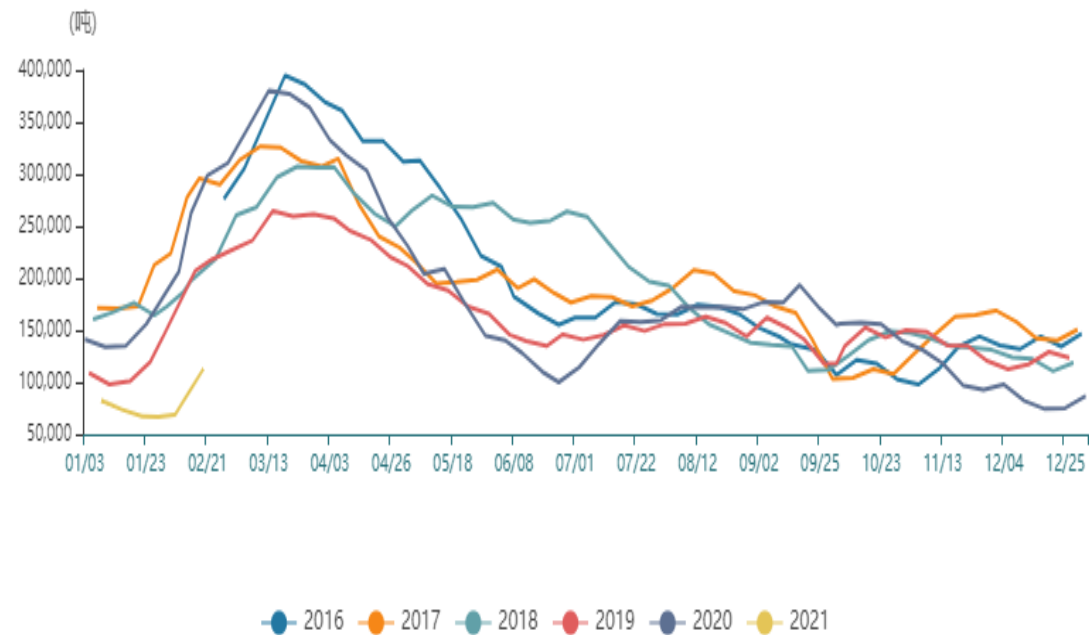
# 短期库存的对比



1-2月份国内外库存继续降势，印证基本面的强势。尤其国内库存，累库周期来的晚，且幅度也低于预期。过去4年的1月份平均累库14600吨，而2021年1月份反而降库12800吨，2月份约累库42000吨。

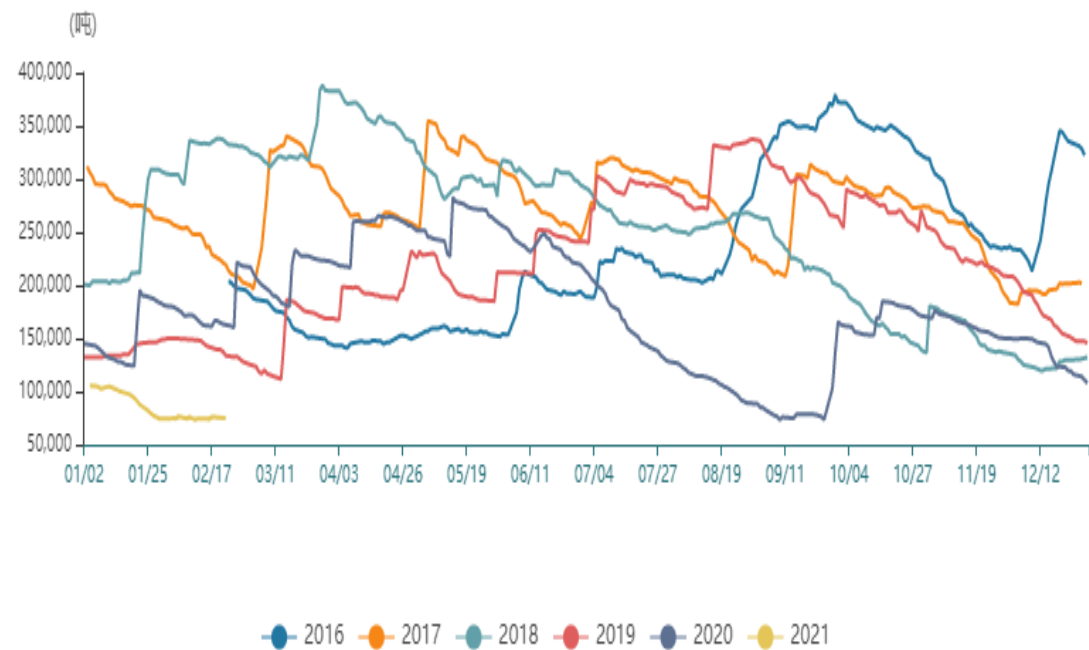
## SHFE库存 (吨)

SHF阴极铜库存季节性分析



## LME库存 (吨)

LME铜库存季节性分析

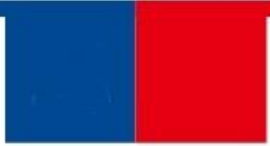


06

PART 06

是否会出现铜的大牛市

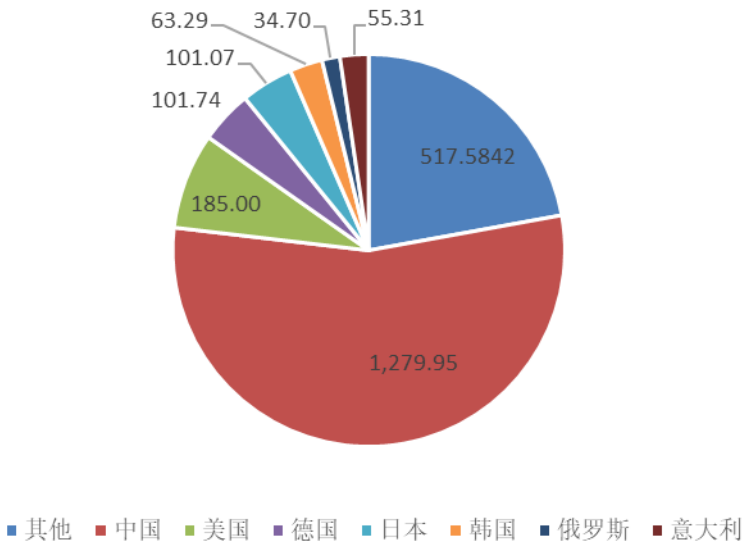
# 全球铜需求的增量主要在中国



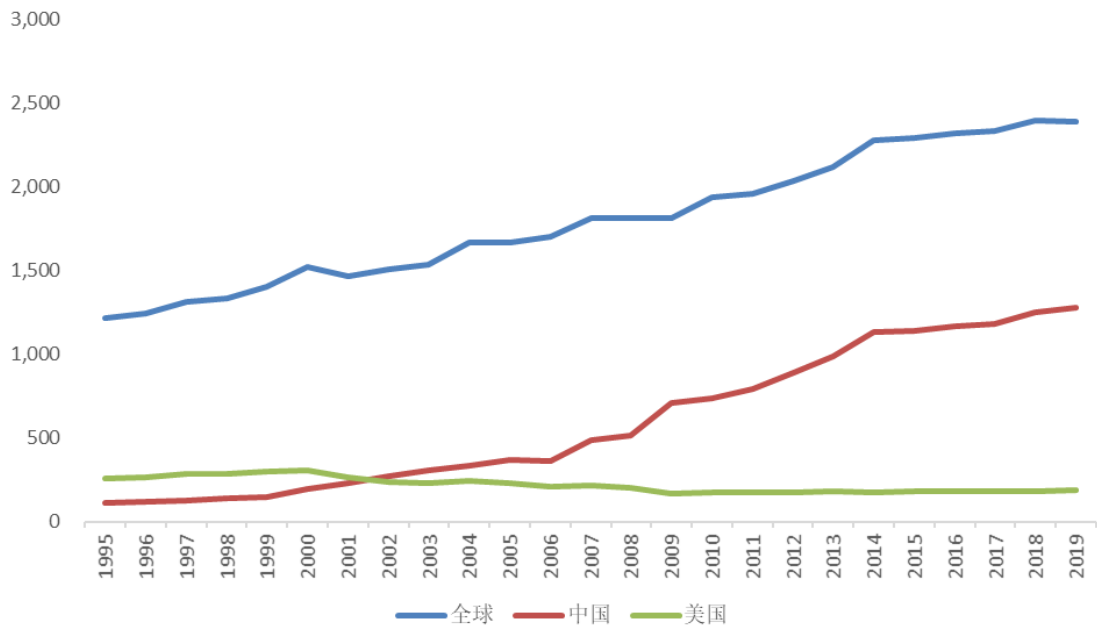
2019年全球精铜消费量为2338万吨，中国的消费量占其中的54.7%。

而自2000年以来，全球精铜消费的主要增量也是来自于中国。

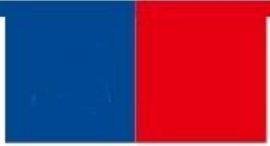
中国占全球铜消费的一半以上



2000年后中国贡献了几乎全部铜消费增量



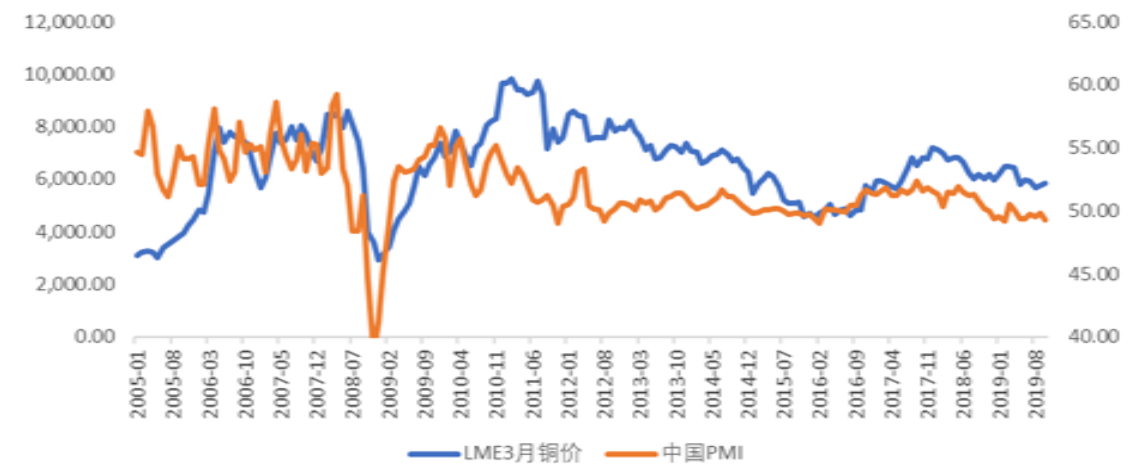
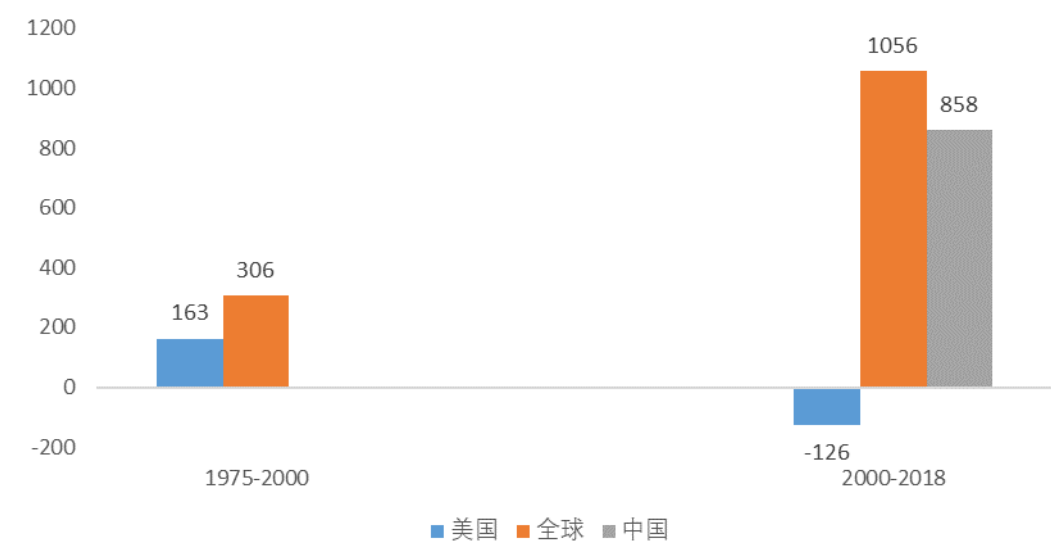
# 全球铜需求的增量主要在中国



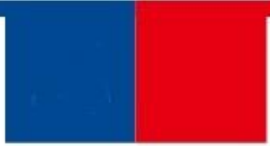
- 1975年-2000年间，全球年用铜量自818万吨增长至1124万吨，同期美国用铜量由139万吨增长至302万吨。
- 2000年后发生了变化，美国的经济的发展转向了以第三产业发展为重心，制造业用铜量出现了萎缩。到2018年，美国用铜减少到180万吨，距离其峰值缩减了41%。中国的用铜量增长了1056万吨，而全球增长了858万吨。

2000年之后中美铜消费量变化

中国制造业PMI和铜价显示高相关性



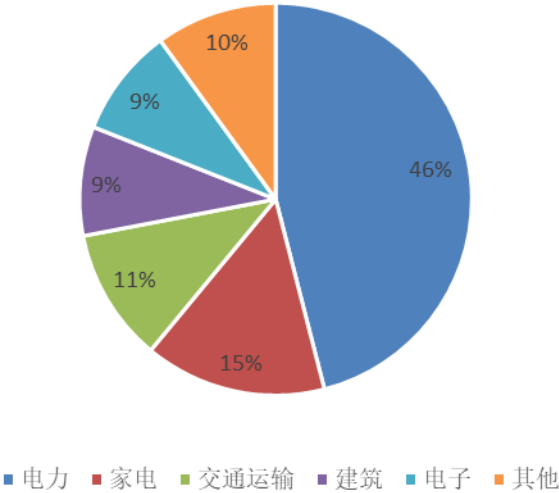
# 当下的铜需求



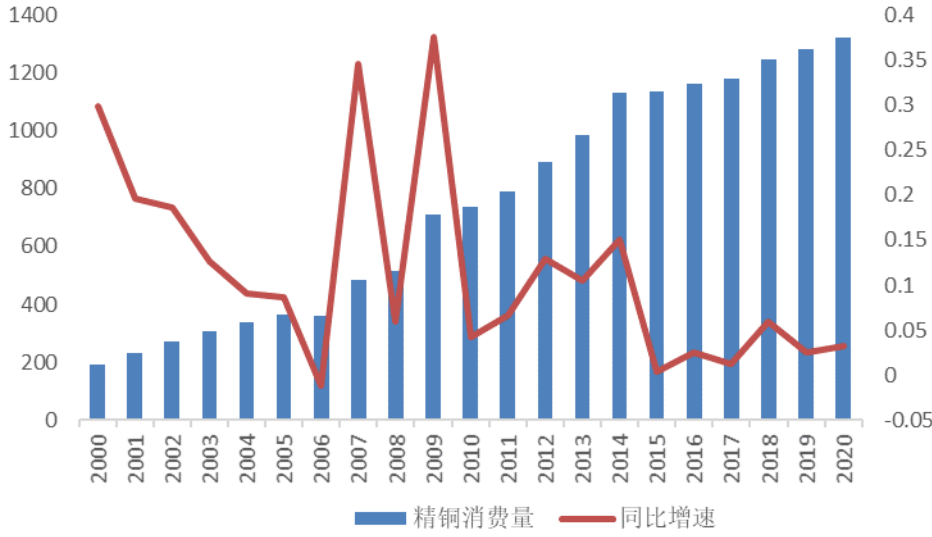
中国的铜终端需求主要分布在电力建设，家电，交通，建筑等几大领域。

自2014年以来中国的铜消费增速明显回落。

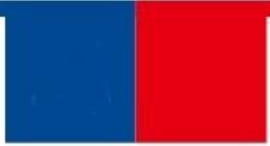
中国铜终端需求结构



中国铜消费增速

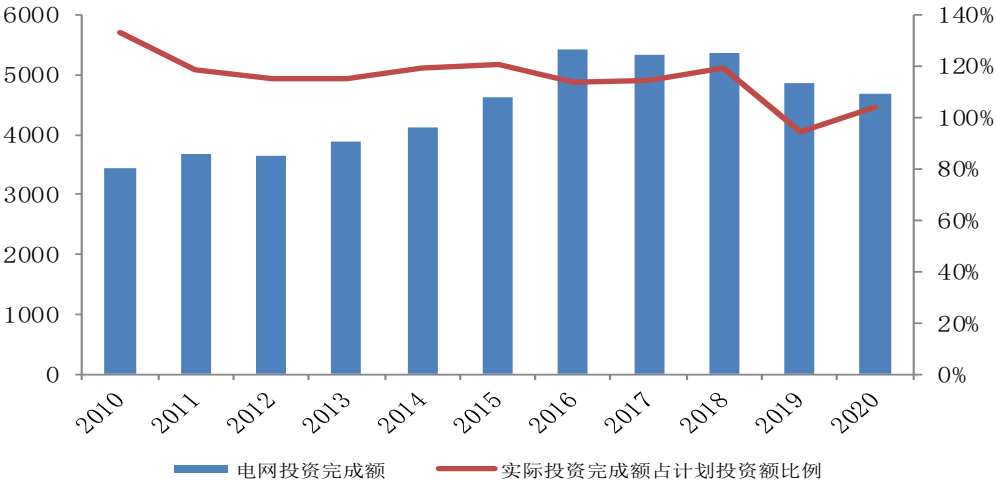


# 当下的铜需求

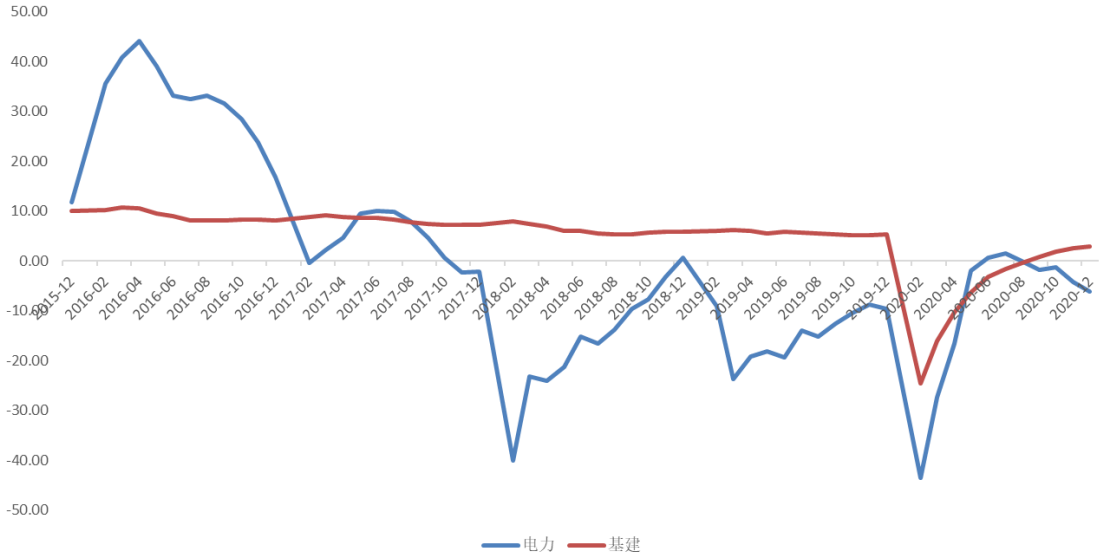


- 2019年11月22日，国家电网下发《关于进一步严格控制电网投资的通知》，要求严格控制投资规模，转变高投入低效率的投资方式，电网投资持续扩张的时代或许过去。
- 今后电网建设的主要目标在特高压，特高压电网铺设的架空线全部采用钢芯铝绞线，而不是电力电缆，实际用铜非常有限，对铜消费拉动很小。
- 2021年电网投资有可能随基建投资一起退坡。

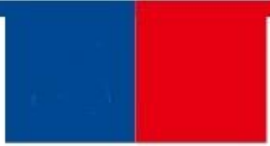
电网投资完成额累计同比



电网与基建累计同比

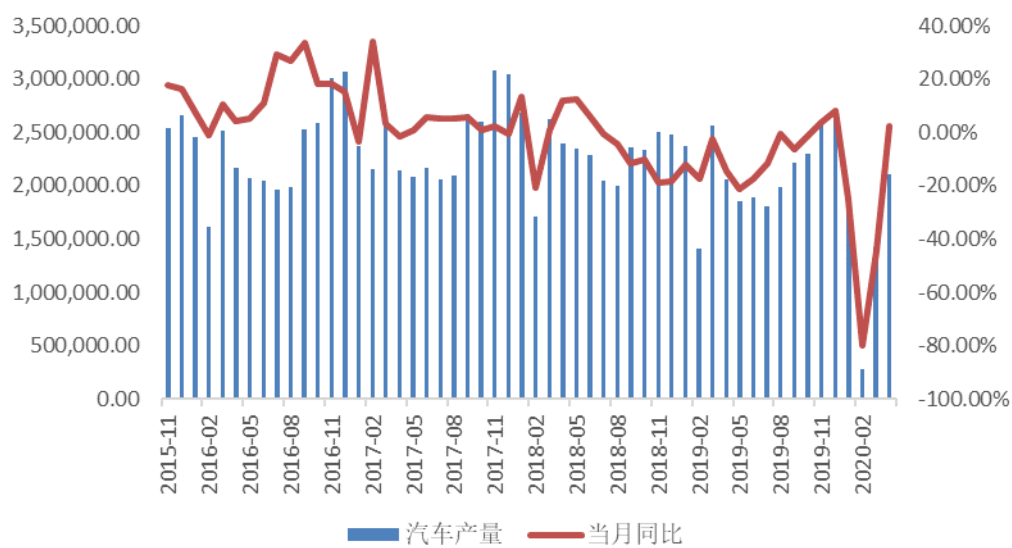


# 消费品：政策托底，修复力度存疑

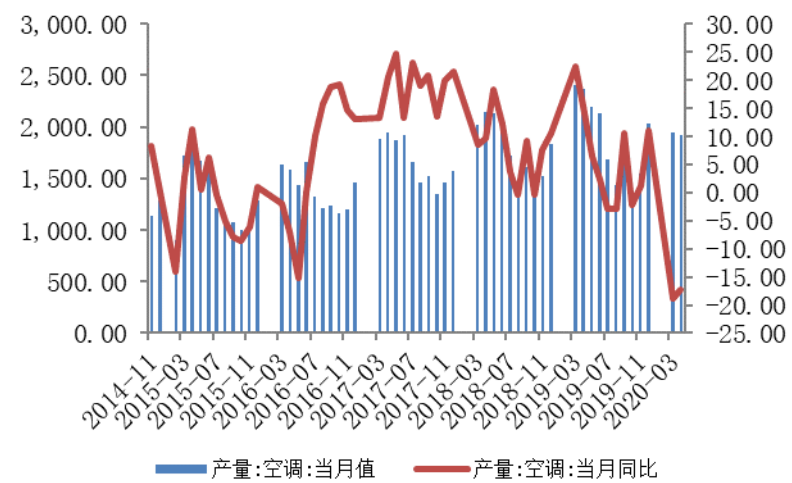


商务部屡次提出：稳住汽车消费，各地商务主管部门要积极推动出台新车购置补贴、汽车“以旧换新”补贴、取消皮卡进城限制、促进二手车便利交易等措施，组织开展汽车促销活动，实施汽车限购措施地区的商务主管部门要积极推动优化汽车限购措施，稳定和扩大汽车消费。

## 汽车产量

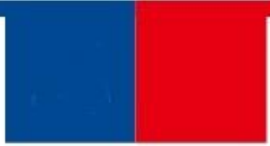


## 空调产量





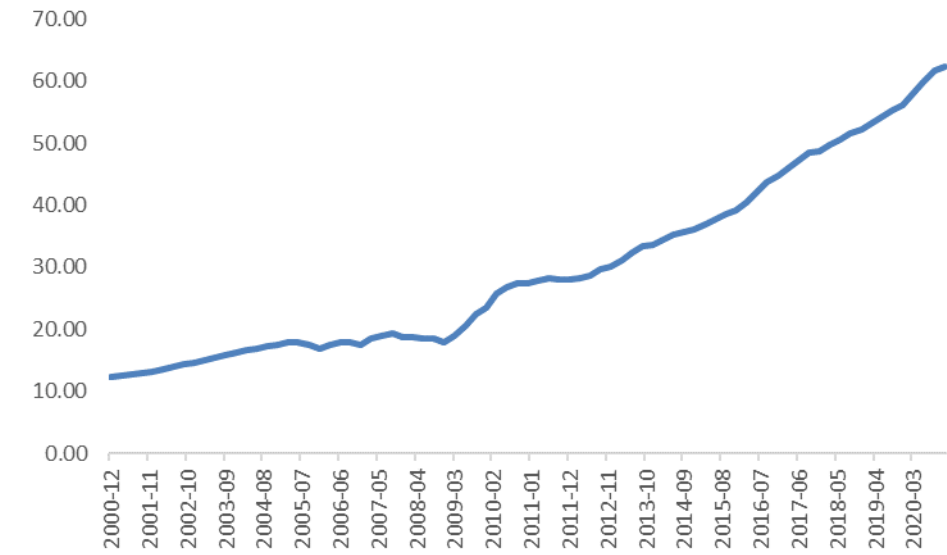
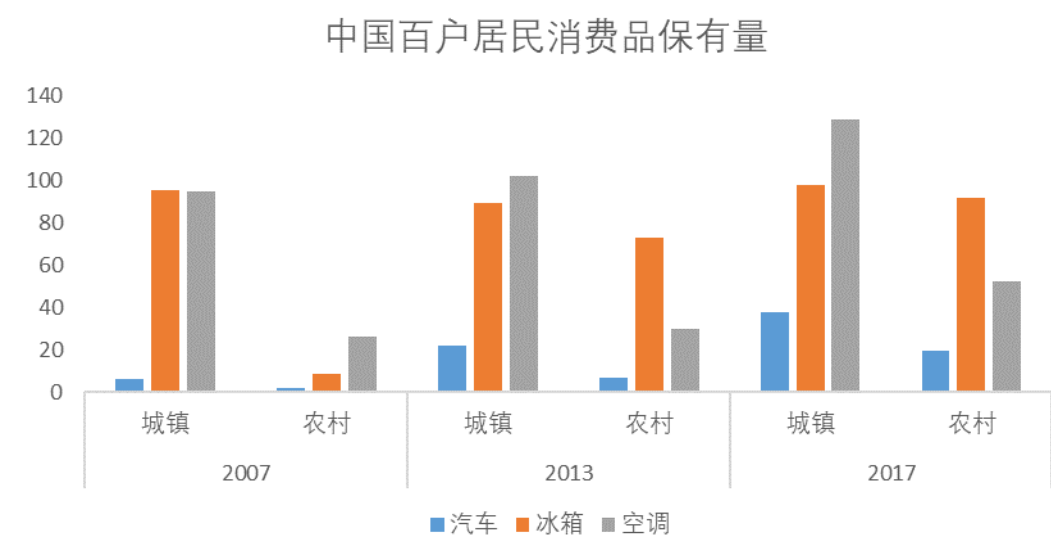
# 消费刺激政策的效果或难比拟此前



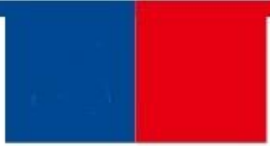
- 当前居民拥有的消费品数量已经较2008年时期大幅提升，可刺激的消费空间相对有限。
- 由于房地产价格走高等因素，当前居民的杠杆率已经较2009年翻近两倍，达到62.28，而2009年仅为23.5。高位的杠杆率也势必将抑制居民的消费欲望，降低刺激政策的效果。

现在的消费品保有量和2008年时已经不可同日而语

居民杠杆率也压制居民消费意愿



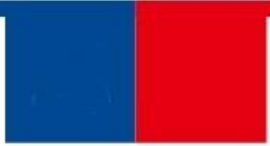
# 后疫情逻辑对于铜价其实是悖论



- 基本面的坚挺来源于供需错配，但是当下的铜价对于需求复苏的预期已经打的很高，但是却忽略了对供应端的修复。如果原材料问题缓解，新增产能放量，而需求不及预期，下半年的不确定性还很多。
- 逻辑转换的时刻，很容易出现预期差带来的踩踏。

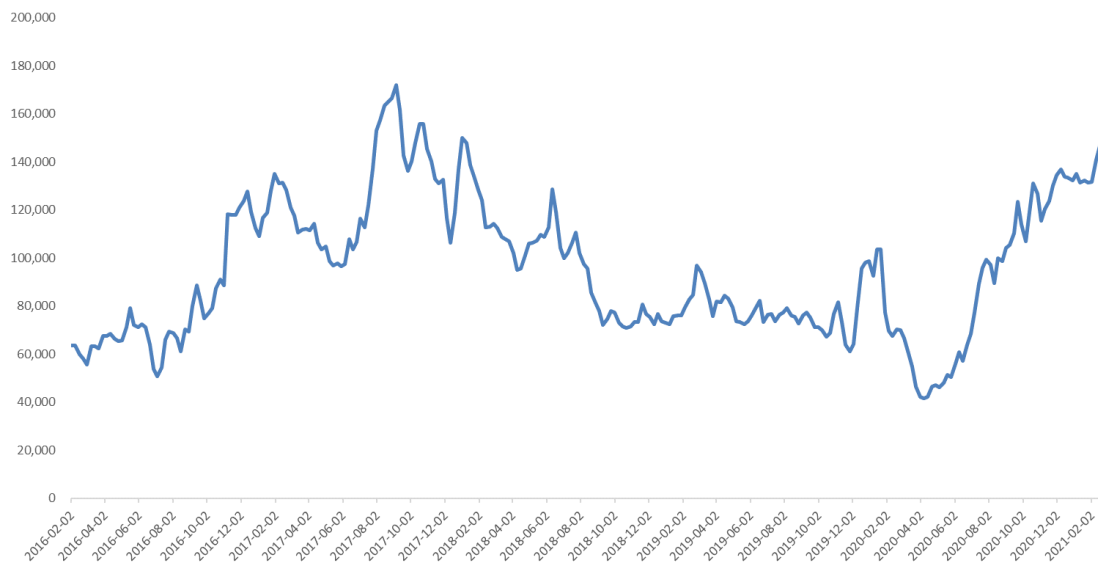
表：中国冶炼产能投放表				
公司名称	粗炼	精炼	原料	投产时间
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019年5/12月
广西南国铜业有限公司	30	30	阳极铜/铜精矿	2019年4月
山东恒邦股份有限公司	0	10	铜精矿	2019年下半年
黑龙江紫金铜业有限公司	10	15	铜精矿	2019年9月
Total	65	80		
兰溪市自立环保科技有限公司	0	10	废杂铜/阳极铜	2020年6月
铜陵有色（奥炉）	0	15	铜精矿	2020年下半年
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020年8月
Total	20	35		
紫金铜业有限公司	10	10	铜精矿	2021
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	10	铜精矿	2021
大冶有色	40	40	铜精矿	2021
山东烟台国润铜业	18	18	铜精矿	2021
Total	68	68		

# 投资资金占比明显走高

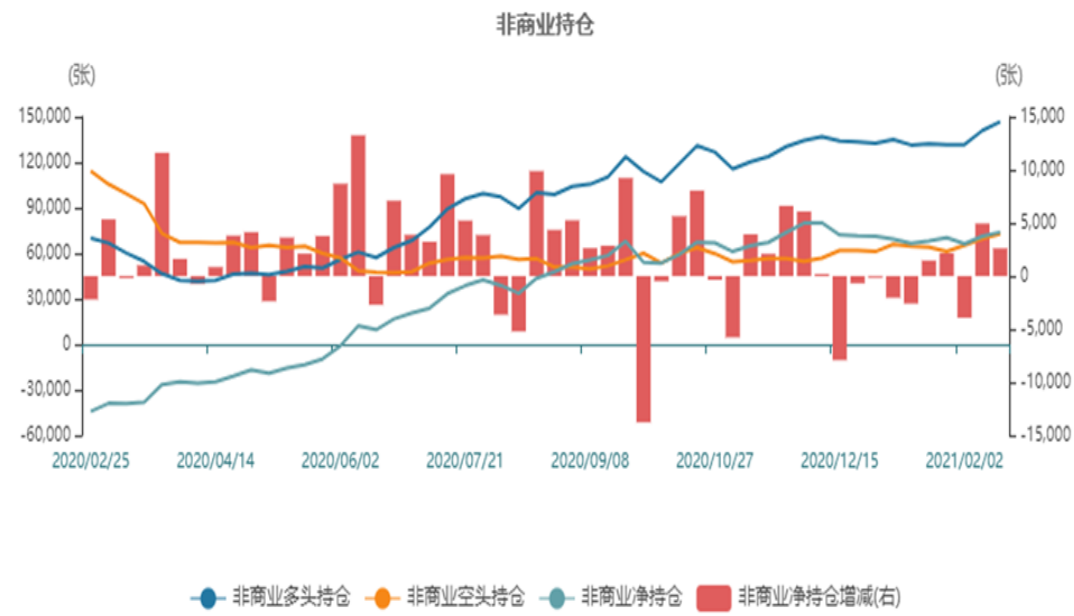


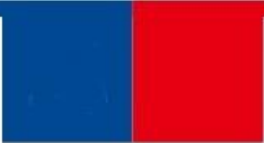
投机资金有明显流入铜市的趋势，这种情况下更容易加大铜市场的波动。

## COMEX非商业多头持仓处于高位



## 非商业持仓对比





2021年全球供需平衡表

表:全球供需平衡表 (万吨)						
年份	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
铜精矿产量	2036	2003	2082	2094	2037	2110
增速 (%)	6.3	-1.6	4.5	-0.4	-2.7	3.6
精铜产量	2366	2360	2379	2417	2292	2448
增速	1.5	1.2	0.8	1.6	-3.1%	6
精铜需求	2345	2372	2393	2404	2278	2437
增速	2.1	1.1	0.9	0.5	-3.6%	6.9
过剩/短缺	11	12	20	13	14	11

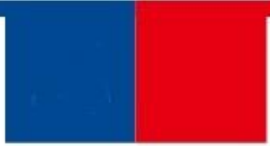
数据来源: Bloomberg Woodmackenzie 广发期货发展研究中心

07

PART 07

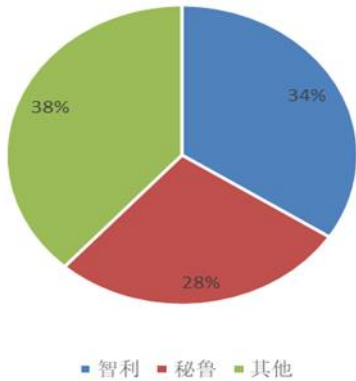
后市的主要关注点

# 铜精矿的供应修复情况

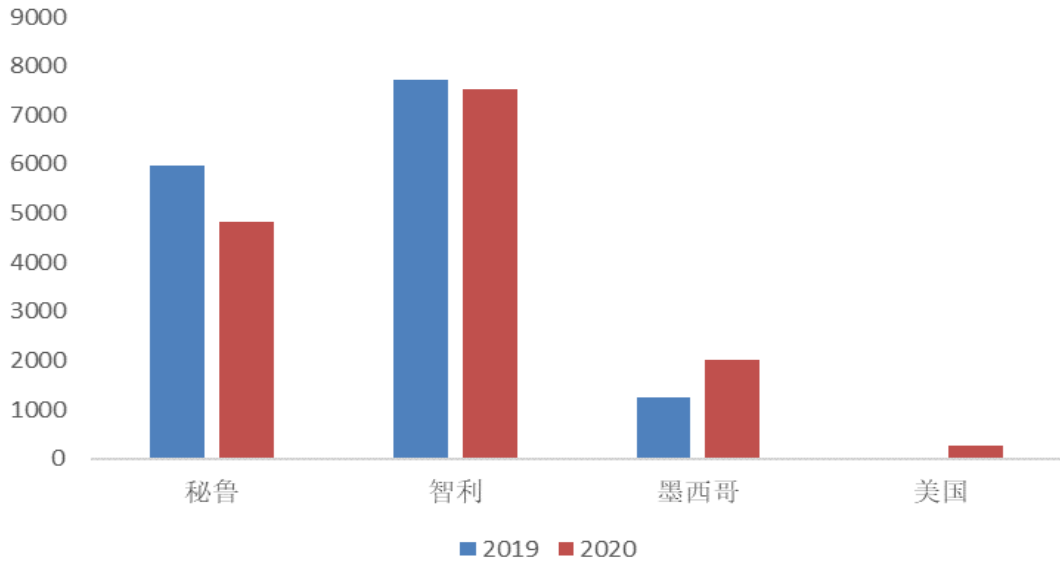


南美洲的疫情直接关系到铜精矿供应，疫情发展状况需紧密关注。

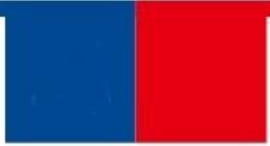
中国铜精矿进口占比



铜精矿进口国别对比（千吨）



# 铜精矿的供应修复情况



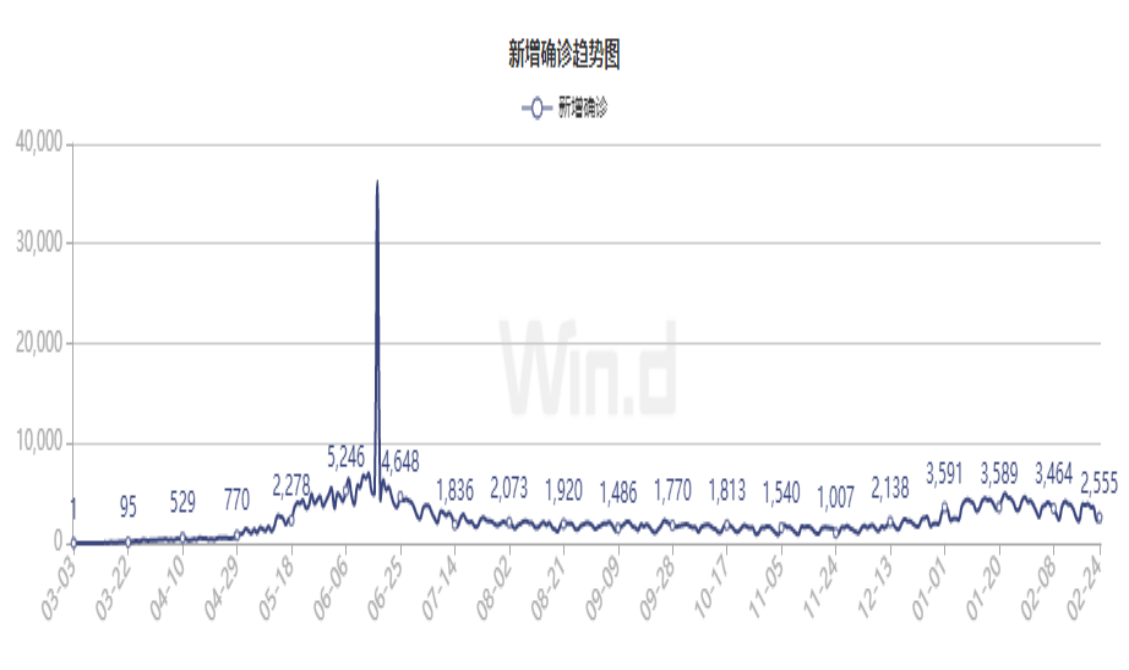
南美洲的疫情直接关系到铜精矿供应，疫情发展状况需紧密关注。智利疫情相对稳定，而秘鲁的感染率高达3%，处于全球疫情最严重的国家之一。

秘鲁2月9日正式启动新冠疫苗接种工作，首批接种者接种了中国国药集团研发的疫苗。

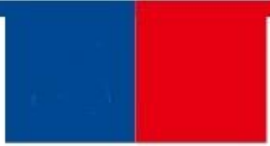
秘鲁新增确诊人数



智利新增确诊人数

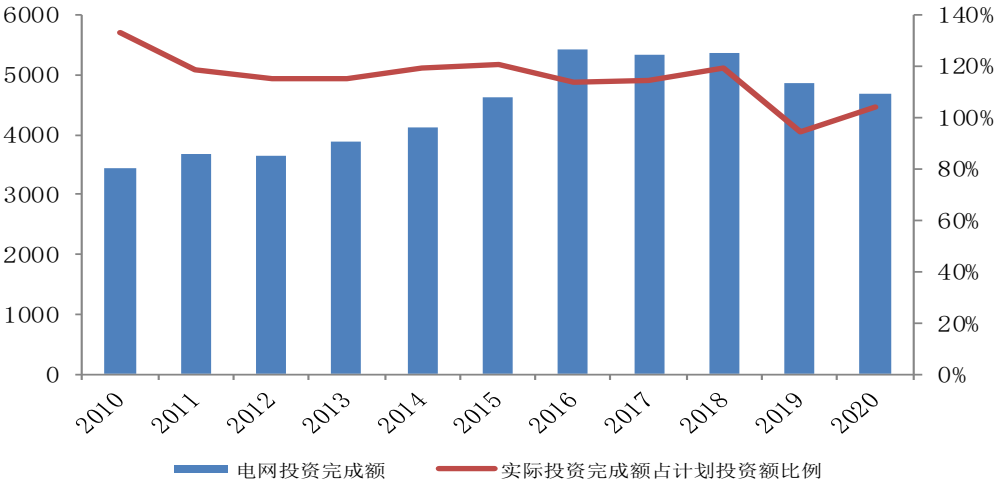


# 电网投资是否会随基建退坡

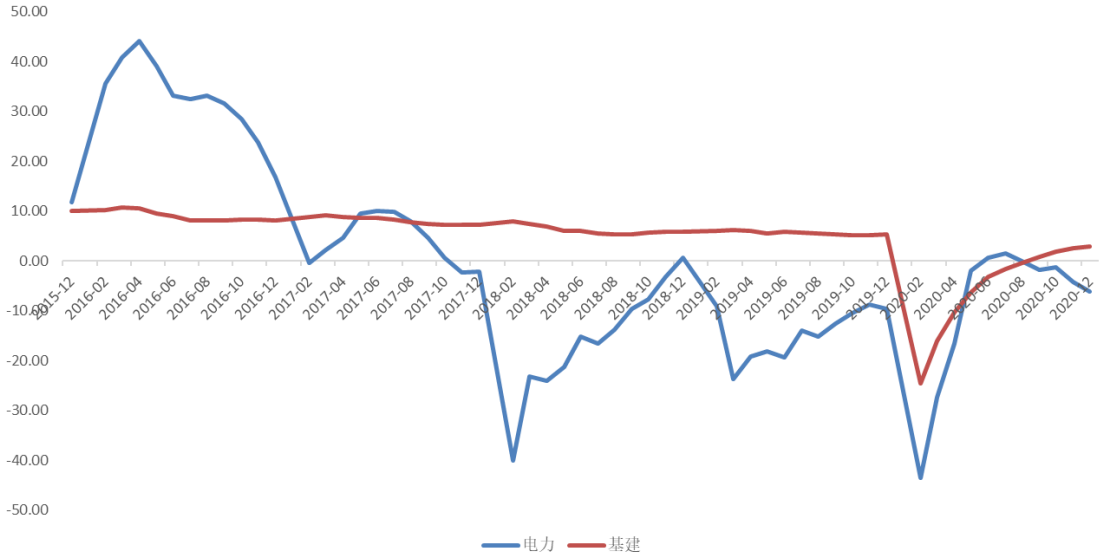


2020年由于疫情的原因，电力建设和整个大基建板块保持一致，追加了投资总额，在2季度给经济托底。但是下半年基建投资乏力，电力建设也较上半年力度回落。参考电网2019年发文的精神，随着明年经济的复苏，财政政策可能在基建投入上减少，那么明年电力方面的需求其实有较大的不确定性。如果基建投入退坡，很有可能电力建设也会回到2019年底的轨道上严控投资，那么明年电力建设能否保持今年4500亿元的力度还是未知之数。

### 电网投资完成额累计同比

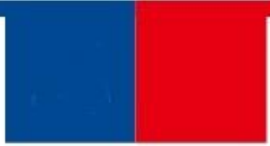


### 电网与基建累计同比





# 碳中和概念拉动需求能否超预期

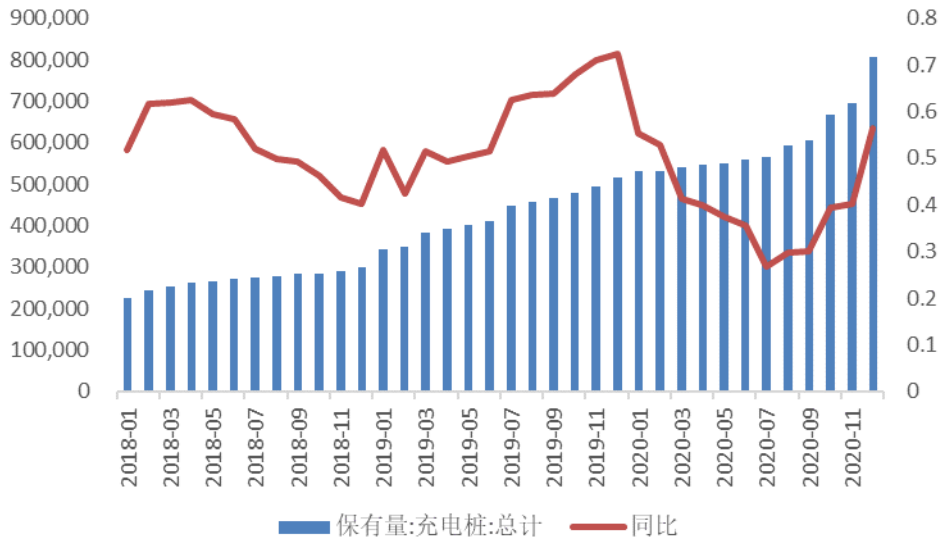


在2020年政府推出新的新能源汽车补贴政策之后，新能源汽车的产销增长迅猛。新能源汽车的用铜量就是普通汽车的3倍左右，我们测算2020年国内新能源汽车板块的总用铜量在15万吨以上，根据工信部预计2021年新能源汽车总产量为180万台，新能源汽车的用铜量将超过20万吨。

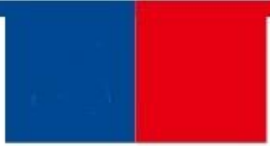
新能源汽车产量（万台）



充电桩保有量（个）

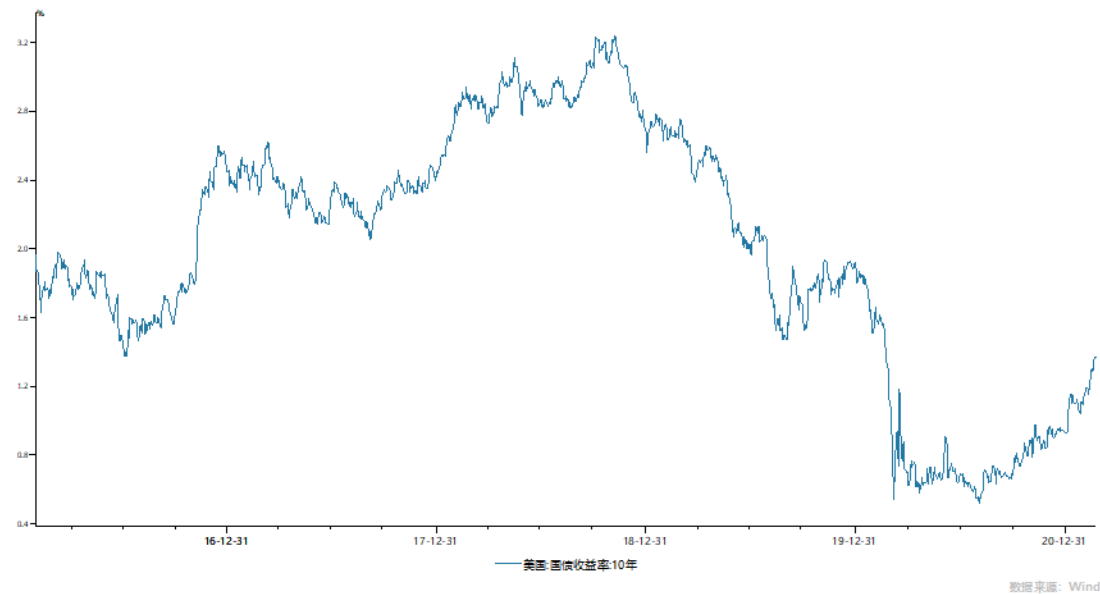


# 资本市场对于周期的判断

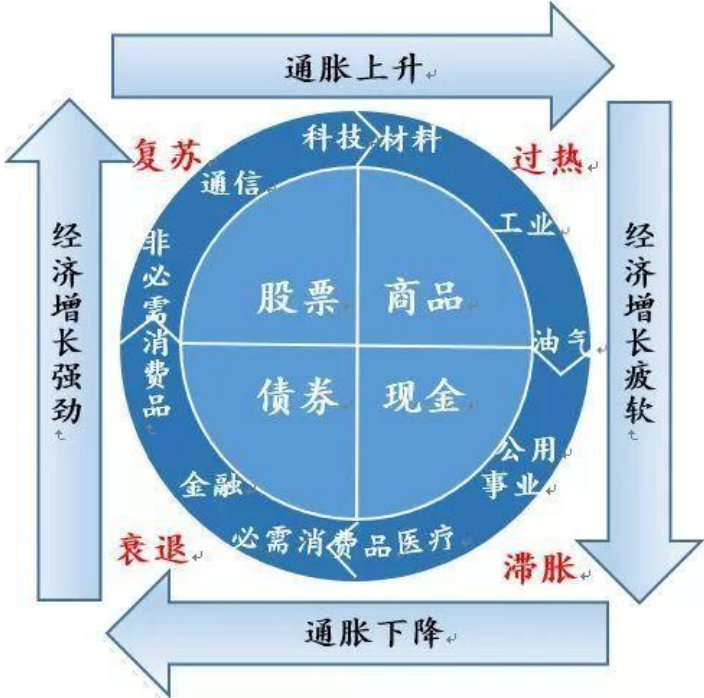


- 从美林时钟的角度来说，当前处于商品价格暴涨，而通胀数据尚未起来的时候，处于复苏和滞胀之间。
- 市场上预期美国通胀数据将在4-5月份达到高位，届时是观察美联储进一步态度的关键时点。

## 十年期美债收益率



## 美林时钟



# 08

PART 08

## 总结与策略

# 总结与策略：

## ◆ 供应：

- ◆ 铜矿供应1季度依旧偏紧，且南美洲再遇干扰事件，预计将使得铜精矿更加紧张
- ◆ 精铜生产受疫情和季节性影响，预计从高位滑落
- ◆ 废铜进口政策发生重大变化，后续或持续增长

## ◆ 需求

- ◆ 电网投资将是行情最大变数，或有随基建共同退坡的可能性
- ◆ 消费品景气度提升确定性高
- ◆ 房地产依旧稳中向好

## ◆ 库存

- ◆ 库存存量处于历史低位，且持续下降

## ◆ 策略

- ◆ 对于2021年铜市，我们总体是偏乐观的，但是这种乐观预期又确实存在着落空的隐患。在2020年末-2021初年的这波商品多头情绪中，铜价被炒至了近十年的新高，而基本面相较此前数月并没有太大的好转，可以说市场上对于铜价走牛的预期打的非常足。而一旦电力投资确实随基建退坡，预期中的需求并不能落地，那么估价过高的铜价就会由于预期差而下跌。
- ◆ 1季度的行情依然稳固，但是到1季度之后不确定性将多很多，一旦情绪退潮，需求证伪，供给修复，铜价的行情还是有反转的可能。
- ◆ 而如果铜精矿紧缺无法解决，电网投入加大，商品情绪持续亢奋，调整之后铜价还会继续走牛。

# 免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1292号

毛萌，投资咨询资格：Z0015796

**广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！**