

研究创造价值

姓名：程小勇
电话：0571-89715220
报告日期：2020 年 12 月 14 日

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。此外，作者薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

且行且珍惜

—2021 年沪铜年度投资策略报告

摘要提示：

1. 2020 年，疫情冲击导致供需错配：南美铜矿产出和运输受冲击，需求则因海外订单集中到中国，出现爆发式增长，铜供应从一季度大幅过剩转为三季度小幅短缺。
2. 2020 年，金融属性发力，在全球前所未有的货币宽松和财政刺激下，通胀预期升温，铜作为对冲通胀的资产受投机买盘的青睐。截止 2020 年 11 月，美国货币供应 M1 同比增速突破 50%，流动性泛滥加剧铜市场投机。
3. 2021 年，全球铜供应恢复增长，一方面有很多的铜矿新建和扩建产能投产，预计铜矿增量达到 98.6 万吨；另一方面，随着再生铜进口新政实施，高品位废杂铜供应会逐步恢复。
4. 2021 年，全球铜消费难以再现 2020 年盛景：一方面，海外经济恢复，但对铜带来的增量有限，海外主要经济体要实现“群体免疫”可能要到二季度，新兴经济体甚至要到 2022 年，且美国制造业补库可能弱于预期，因企业部门资产负债表需要修复；另一方面中国等新兴经济体消费占比较高，中国铜消费会伴随基建投资和地产投资回落而回落，从而导致全球铜消费增速回落，供应重新回归过剩。
5. 我们认为中国信用收紧对权益类资产，如股市和铜等周期性商品影响很大，信用收紧甚至不需要货币紧缩，财政赤字率下降就可能带来信用自我收缩，铜的金融属性也会退潮。

一、2020 年铜市场回顾

2020 年国内外铜市场出现超预期的上涨，基本上类似于 2009 年的 V 型反转，驱动因素有四个：一是供应端的问题，如疫情导致南美铜矿减产，在下半年恢复较为缓慢，铜精矿加工费持续处于低位，导致国内铜冶炼处于盈亏边缘；二是需求端因素，如中国复工复产+房地产超预期强劲+制造业投资回暖，使得铜需求在二季度之后持续恢复；三是供需错配问题，如二季度至今，海外疫情持续，工业生产恢复较慢，但是需求因政府救济而恢复较快，从而导致全球的工业需求集中到中国交付，中国出口强劲，引发原材料补库，供需错配可能是今年铜市场强劲的自主要因素；四是金融属性发力，在全球前所未有的货币宽松和财政刺激下，在通胀预期升温，铜作为对冲通胀的资产受投机买盘的青睐。

图 1：2020 年沪铜和 LME 铜价“V”型反转



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

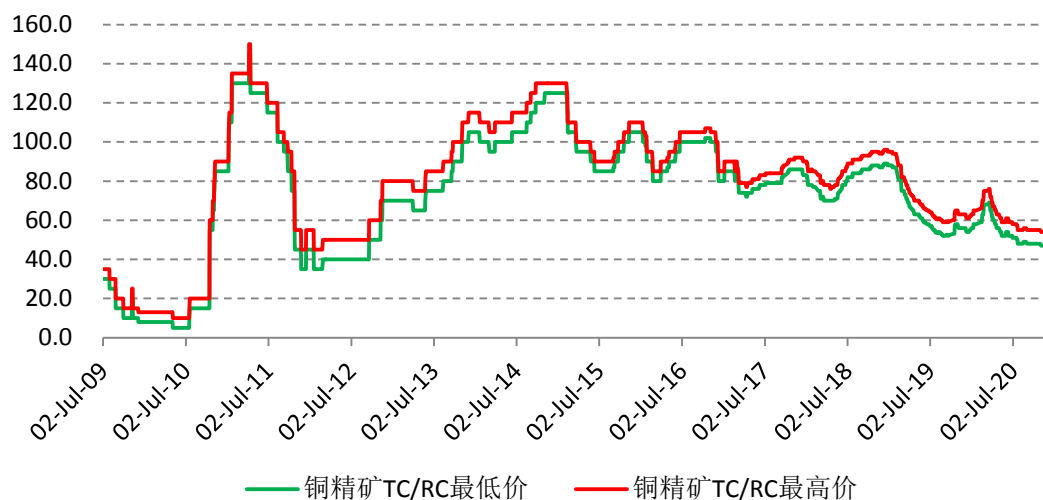
1. 铜矿和废铜受疫情影响，导致原材料供应阶段性偏紧

2020 年，新冠肺炎疫情一开始冲击全球的需求端，封锁措施导致工业生产中断，原材料累库，铜价在 2-3 月暴跌。稍后在 4-6 月份，随着各国对疫情防控措施更加有效，但为保障经济生产和居民生活，部分封锁措施解除和居家办公催生居民的需求恢复。考虑到各国财政政策对居民的扶持，海外需求先于供应恢复。

回到原材料方面，海外包括铜矿等在内的产出影响一直持续到二季度，从而导致全球铜矿产出在年内受到干扰。据国际铜研究组的数据，2020 年上半年，全球铜矿产量为 980 万吨，同比仅下降 1%，其中在 4 月和 5 月期间，秘鲁铜矿受疫情的影响最大，由于矿场停产、经营问题以及天气恶劣，这两个月的产量同比下降 38%。

另外，在 6 月份秘鲁、智利产出恢复的情况下，运输问题又导致很多铜矿没办法运到中国，挤压在港口。且全球矿产运输船只变得紧缺，导致运输费用大涨且无船可订。在海外铜矿产出受干扰的情况下，2020 年铜精矿现货加工费持续下滑，直到 2020 年 12 月还保持低位。据亚洲金属网调研数据，截止 2020 年 12 月 10 日，25%Min 进口铜精矿现货加工费（TC）维持在 47-54 美元/吨的低位，创下 2012 年 9 月以来最低记录。

图 2：进口铜精矿现货加工费（TC）处于低位

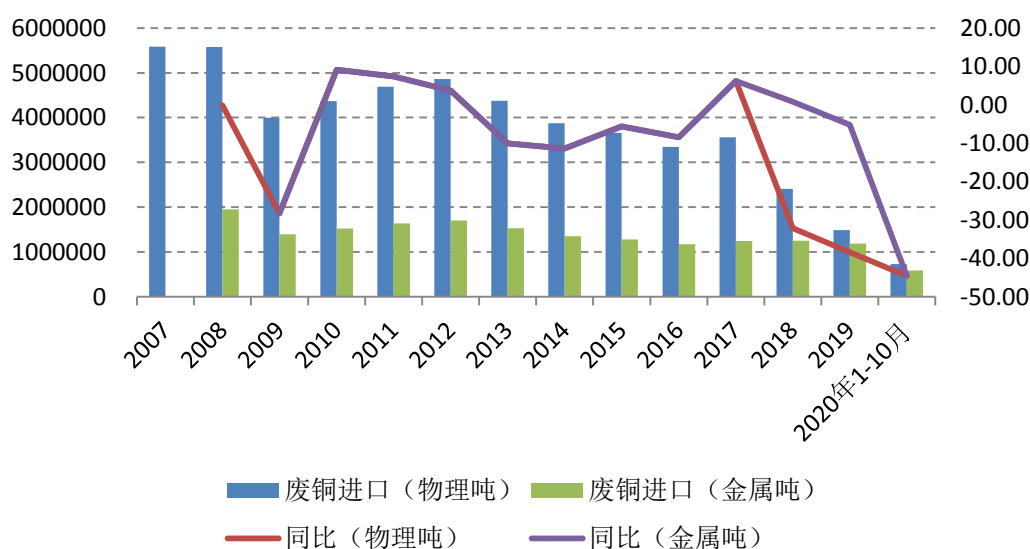


数据来源：亚洲金属网 宝城期货金融研究所

废杂铜方面，由于疫情冲击，欧美发达经济体废杂铜回收大幅下滑，再加上中国废铜进口审批严格，废铜品位上升在一定程度上抵消了废铜进口物理量的下滑。2020 年共计审核废铜进口公示十三批次，共计审核额为 88.54 万吨。而 2019 年废铜进口审核七个批次，共计 55.3 万吨，相较于去年全年额度增加约 60%，单单从进口审核额度来看废铜进口不会受到限制，但是受疫情影响 2020 年废铜进口到货量明显减少。

在废六类禁止进口后，从 2019 年起废铜进口额度大幅减少，从物理吨的角度看大幅下滑，但是按照品位换算成金属吨，那么下降势头会有所放缓。海关总署公布的数据显示，2020 年 1-10 月，按物理吨计算，废铜进口同比下降 44.5%，降至 73.4 万吨。如果折算成金属吨，那么废铜进口仅仅只有 58.7 万吨。

图 3：废铜进口大幅下滑



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

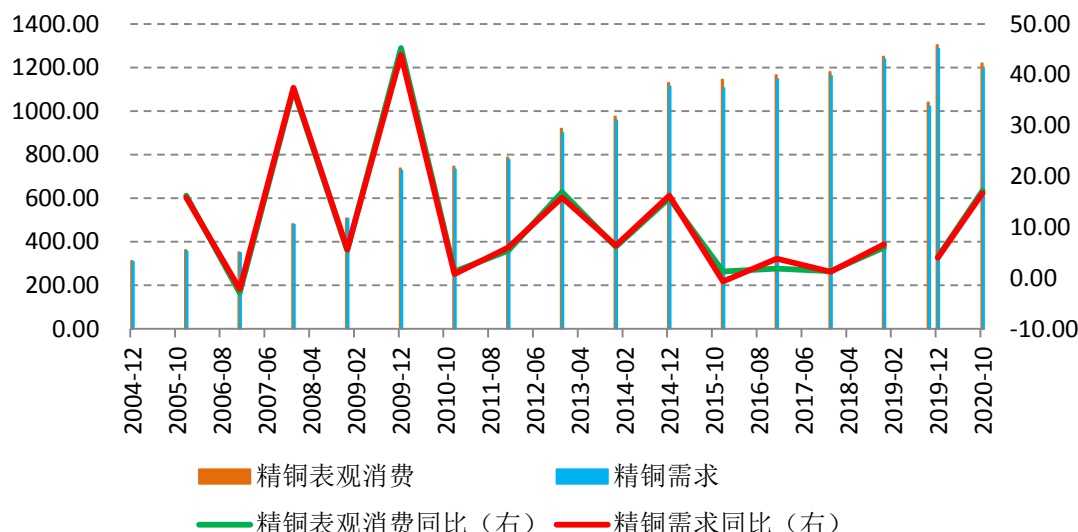
2. 供需错配，铜需求超预期

二季度，我们此前预计由于海外疫情导致欧美发达经济体机电产品进口会大幅下降，从而导致全球铜消费锐减。然而实际情况是，由于海外工业系统受疫情影响开工率不足，居家办公导致中国防疫物资、机电产品出口超预期增长。中国由于防控措施到位，复工复产下，工业生产持续恢复，对原材料消耗大增，叠加海外需求订单集中到中国，从而形成“中国原材料补库，海外产成品补库存”的格局。

此外，国内财政和货币政策扶持，基建和房地产投资回升，使得国内需求也集中释放，从而出现供需错配。4-7 月份国内外需求集中释放，导致中国承接全球的订单需求，这使得中国原材料补库力度超预期，铜消费也超预期回升。

通过测算，2020 年 1-10 月，中国精炼铜表观消费为 1217.79 万吨，较 2019 年同期大幅增长 17.2%，这是 2010 年至今最大的年度涨幅。如果库存来调整，那么 2020 年 1-10 月，中国铜需求（包括实际消费和囤货需求）为 1192.3 万吨，较去年同期增长 16.7%。

图 4：中国铜表观消费和需求（包括实际消费和囤货需求）



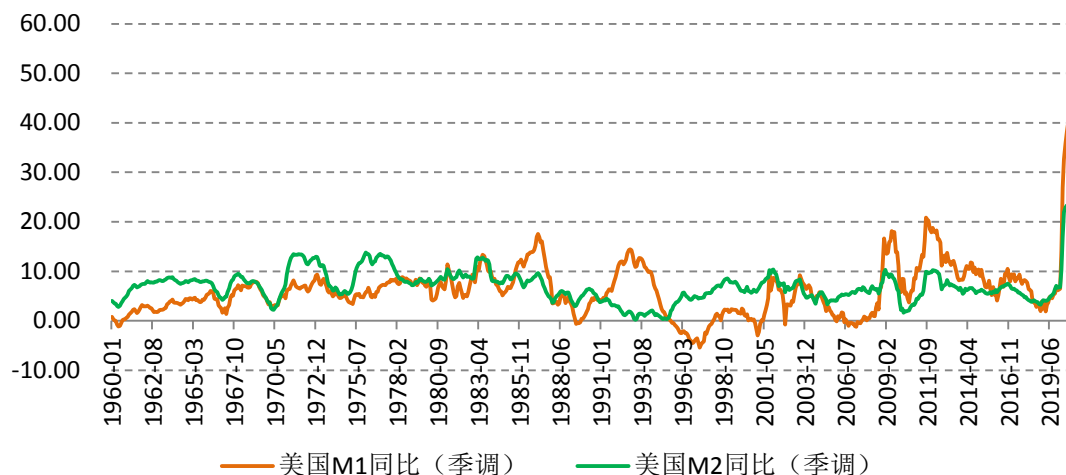
数据来源：宝城期货金融研究所测算

3. 金融属性导致铜价投机买盘强劲

从全球市场来看，由于美国是全球央行的央行，美元流动性是全球的流动性，因此美联储无限量 QE 和美国财政部债务货币化都导致全球美元流动性反弹。然而，美元流动性并没有全部流向实体，例如美国消费信贷和工商业信贷增速都不及美国货币供应增速，这导致权益类资产价格大幅上涨，例如欧美股市和铜等。

从美国货币供应量来看，美国流动性还在明显扩张。数据显示，2020 年 11 月，美国货币供应 M1 和 M2 同比增速分别升至 53.22% 和 25.14%，超过 3 月份启动无限量 QE 时的增速。

图 5：美国货币供应 M1 和 M2 增速再创新高

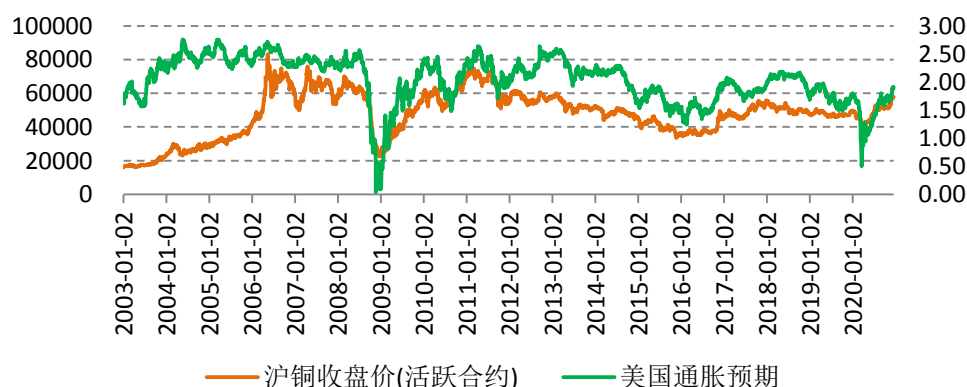


数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

细分来看，除了美联储释放基础货币外，美国货币乘数也在攀升，这和 2008 年金融危机后的情况不太一样。数据显示，截止 2020 年 10 月，美国基础货币达到 4.92 万亿，在 5 月份一度创下 5.1 万亿的历史最高纪录。而 M1 和 M2 的货币乘数分别为 1.13 和 3.82。

在美国货币供应增速攀升的情况下，流动性必然外溢至股市等金融市场，并刺激了市场的通胀预期，铜作为传统对冲通胀和流动性泛滥背景下的投资标的备受青睐。数据显示，截止 2020 年 12 月 25 日，通过 10 年期美债收益率和 10 年期通胀指数国债收益率测算的通胀预期指数回升至 1.91 个百分点，回到 2019 年 5 月时的水平。

图 6：通胀预期催生铜的投机买盘



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

二、2021 年全球铜供应恢复增长

1. 矿山复产及新产能投资带来铜矿增量

2020 年南美铜矿主产国生产与运输活动受疫情干扰不断，但是 2021 年这种干扰会明显消退：首先，随着疫苗接种在 2021 年二季度在诸多国家展开，智利、秘鲁等政府一般会有限安排疫苗用于涉及国计民生行业的群体使用，南美铜矿预计在 2021 年产能利用率会提升，运输干扰也会降低。

其次，2021 年将有更多的铜矿新建和扩建产能投产。数据显示，2021 年，多个世界级新投产矿山接踵而至，新老更替或新增扩产，例如紫金矿业旗下位于刚果（金）的 Kamo-Kakula 铜矿正加快推进卡库拉矿段地采建设，一期设计产能年处理矿石量 600 万吨，年产量超过 30 万吨铜，预计 2021 年 2 季度末建成投产，早期处理平均品位 6% 以上。截至 2020 年 2 月，该矿已探明资源储量铜金属量 4369 万吨，平均品位 2.53%，是近 10 年全球发现的规模最大的铜矿，为非洲第一大、全球第四大未开发的高品位铜矿。还有紫金矿业位于塞尔维亚的 Timok 铜金矿，该矿上部矿带为地下开采，设计生产规模年处理量 330 万吨，基建期 2.5 年，总服务年限 13 年，计划 2021 年 6 月底建成投产，达产后年产铜金属约 7.96 万吨，金金属约 2 吨。截至 2019 年底，上部矿带资源储量为铜金属量 105 万吨，平均品位 3.7%，金金属量 68 吨，平均品位 2.4 克/吨，顶部存在超高品位矿体，分布相对集中。下部矿带推断资源量铜金属 1430 万吨，平均品位 0.86%；金金属量 299 吨，平均品位 0.18 克/吨，下部矿带处于可行性研究阶段。另外，必和必拓(BHP)在智利北部的 Spence 铜矿扩产项目预计将在 2020 年 12 月至 2021 年 3 月期间投产。国内方面，巨龙铜业旗下驱龙铜矿计划 2021 年年底建成投产，建成后年产铜 16.5 万吨，产钼 0.62 万吨。

据上海有色网统计，2021 年，全球新建、扩将项目投产带来的增量约为 98.6 万吨，其中新建项目分别为位于巴拿马的 Cobre Panama 铜矿、位于厄瓜多尔的 Mirador 等，扩建项目有印尼的 Grasberg 地下开采项目、位于智利的 Spence 二期项目。

图 7：2021 年全球新建和扩建铜矿项目

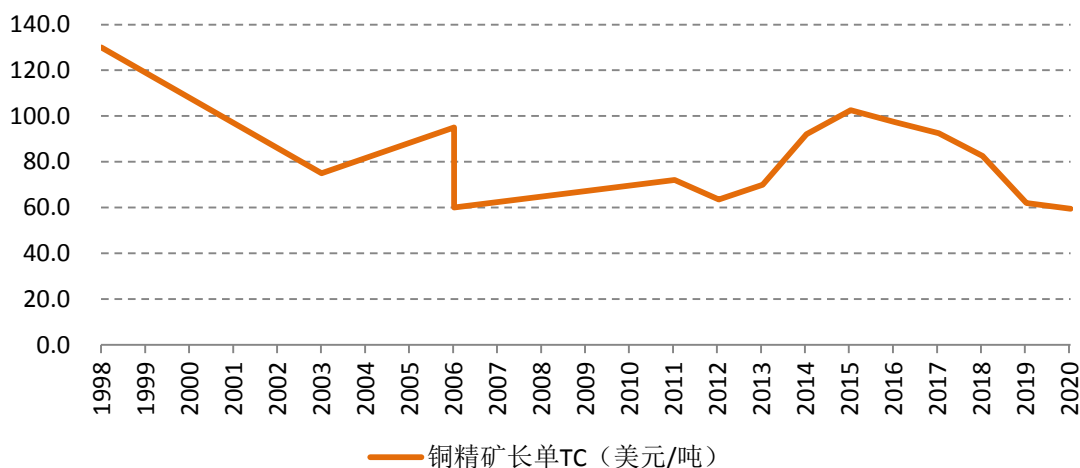
矿山名称	国家	2021增量（千金属吨）
新建项目		
Cobre Panama	巴拿马	100
Mirador	厄瓜多尔	55
Kamo-Kakula	刚果金	50
Mina Justa	秘鲁	50
Carrapateena	澳大利亚	33
Tominsky	俄罗斯	30
Mantos Verde	智利	30
Pumpkin Hollow	美国	11
扩建项目		
Grasberg Underground	印尼	305
Spence II	智利	100
Chuquibambilla Underground	智利	90
Yulong II	中国	70
Batu Hijau	印尼	53
Palabora	南非	39
Toromocho	秘鲁	30
Mantos Blancos	智利	20

数据来源：上海有色网 宝城期货金融研究所

另外，预计受疫情干扰的铜矿产出恢复在 2021 年带来的增量约为 28.7 万吨，其中最引人注目的是位于秘鲁的 Las Bambas 铜矿。

再次，2021 年铜精矿长单加工费较 2020 年下滑幅度不大，高于 2020 年 12 月 54 美元的铜精矿现货 TC，因此我们预计 2021 年全球铜矿有望增产。从历史上看，铜精矿长单加工费变动一般落后于铜矿产能变动。有媒体报道，中铜、江铜、铜陵与 Freeport 确定了 2021 年铜精矿长单加工费（TC）为 59.5 美元/吨，而 2020 年铜精矿长单加工费（TC）为 62 美元/吨。由于 2020 年，现货铜精矿加工费（TC）持续低迷，导致冶炼厂粗炼小幅亏损，部分冶炼厂关闭粗炼产能，大量进口阳极铜来进行精炼，这意味着 2021 年中国冶炼厂对粗铜或阳极铜需求强于铜矿，会引发铜矿供求再平衡。

图 8：铜精矿长单加工费逐渐企稳



数据来源：宝城期货金融研究所整理

长期来看，受制于全球铜矿资本开支与铜矿品位的下滑，全球铜矿供给增速将长期维持低位，但是全球铜消费也维持低位，尤其是中国城镇化和工业化进入后期，对精炼铜的消费增速下滑至个位数增长，因此铜矿低速增长并不构成铜价看涨的基础，而是要对比铜矿增速和精炼铜消费增速。

2. 高品位废杂铜供应会逐步恢复

2020 年 10 月 19 日，生态环境部、海关总署、商务部、工业和信息化部发布《关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告》，再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料的海关商品编码分别为 7404000020，7404000030 和 7602000020，不符合《再生黄铜原料》(GB/T 38470-2019)、《再生铜原料》(GB/T 38471-2019)、《再生铸造铝合金原料》(GB/T 38472-2019)国家标准规定的禁止进口（已领取 2020 年铜废碎料、铝废碎料限制进口类可用作原料固体废物进口许可证的除外）。公告自 2020 年 11 月 1 日起实施。

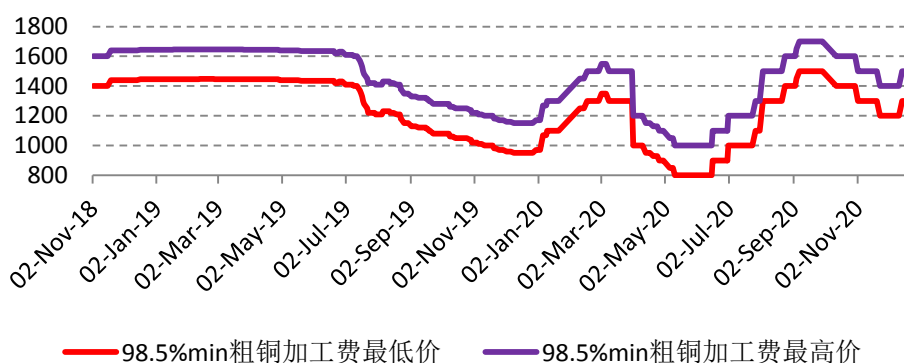
11 月 1 日后，企业可以通过两种方式进口原料，一是已领取 2020 年铜废碎料、铝废碎料限制进口类可用作原料固体废物进口许可证的企业还可以按照配额进口废料，二是符合再生新标准的再生原材料可以自由进口至国内。到 2020 年底，固体废物全面禁止进口，符合新标准的高质量废铜将通过“再生铜原料”和“再生黄铜原料”的名义作为原料产品进口至国内。届时“废铜”这一定义将消失，“再生铜”登

上历史舞台，界定为原料的再生铜将不按固体废物进行管理，而纳入一般原料进口管理范畴，保障高品质的金属原料能够进入国内市场，以弥补我国金属资源短缺问题。

废铜作为原料一般流向冶炼与加工，废铜作为铜原料的重要组成部分，根据 ICSG 统计废铜占铜消费比重约为 35%，精铜生产中约有 15-17% 以废杂铜原料。冶炼端直接使用废铜为原料进行冶炼，将废铜转化为电解铜供应，加工端则使用废铜生产铜杆级黄铜材等相关铜材。目前随进口政策，环保等多因素影响下废铜加工端比重正逐步提高。目前预估 2020 年废铜流向铜材加工端约 58%，流向铜冶炼的占比约 42%。

据统计，2020 年 12 月中旬开始，粗铜加工费再度回升，这意味着随着再生铜进口新规实施，2021 年国内再生铜原材料供应会出现明显的恢复性增长。亚洲金属网调研数据显示，98.5%Min 粗铜加工费在 2020 年 12 月 16 日报 1300-1500 元/吨，回到 2019 年水平。

图 9：粗铜加工费回升

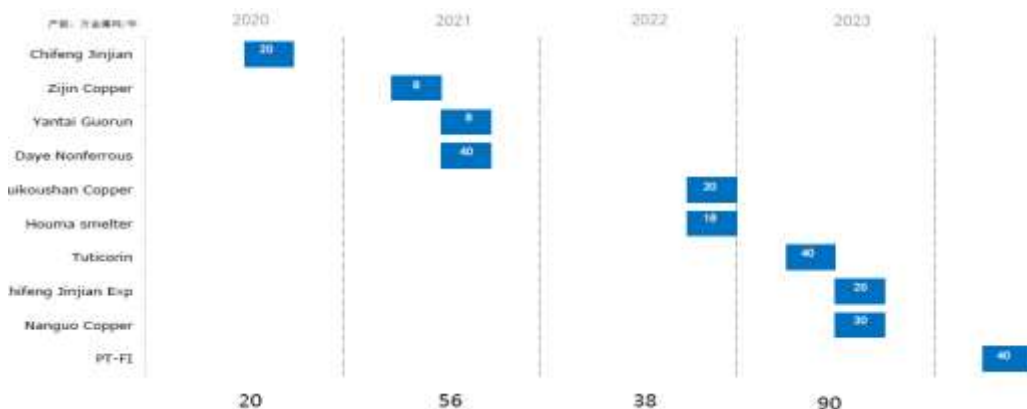


数据来源：亚洲金属网 宝城期货金融研究所

3. 中国铜冶炼产能扩张放缓，但利用率不高

从全球范围来看，中国铜冶炼产能占全球第一，但是部分以废铜为原料的冶炼项目开工不足，因最近三年环保压力导致废杂铜进口大幅下降。上海有色网统计数据显示，2021 年新增冶炼投产项目约为 56 万吨，新增冶炼产能规模回落的主要原因是产能利用率不高。

图 10：2021 年新增冶炼项目并不多



数据来源：上海有色网 宝城期货金融研究所

三、需求难现 2020 年盛况

1. 海外经济恢复，但对铜带来的增量有限

据国际铜研究小组的数据，2019 年中国铜消费占全球铜消费比重达到 53.59%，如果用我们自己模型测算的消费数据，中国铜消费占全球的比重同样达到 50%。因此，就算 2021 年海外经济因“群体免疫”而加快复苏，但是带来的增量并不大。更何况，海外经济复苏步伐不一致，发达经济体铜消费低于新兴经济体。

从疫苗接种到产生“群体免疫”，我们认为全球主要发达经济体需要等到 2021 年二季度或三季度才能广泛分发疫苗，直到 2021 年的最后三个月，预计才可以形成群体免疫；大多数新兴经济体要实现群体免疫至少要到 2022 年底或更晚的时候。因此我们可以得出 2021 年海外铜消费会较 2020 年略微反弹，但是很难回到 2019 年的水平。

通过测算，2020 年 1-8 月海外经济体铜消费同比下降 11.6%。

表 1：2020 年中国和海外经济体铜消费对比

	全球铜消费（万吨）	中国铜消费（万吨） （1-10 月）	海外经济体铜消费（万吨）
2020 年 1-8 月	1633.2	1020.4	724.59
2019 年 1-8 月	1614.3	1192.3	819.74

数据来源：宝城期货金融研究所整理

分国别来看，2021 年，我们看到欧美等发达经济体铜消费增量主要来源于新能源汽车。2019-2020 年，欧美等经济体强化了对新能源汽车的政策支持。2019 年 4 月，欧盟发布史上最严碳排放标准《2019/631 文件》，挪威、荷兰、英国、法国、葡萄牙设定燃油车禁售时间分别为 2025、2030、2040、2040、2040 年，发展新能源汽车成唯一出路；德国已立法确认境内电动车补贴不降反升，售价 4 万欧元以下的纯电动车补贴由 4000 欧元提高至 6000 欧元。2020 年 1 月，欧盟开始执行全球最严碳排放法规规定：2020 年销售的 95% 新车碳排放必须达到 95g/k，而 2019 年欧盟平均实际碳排放还是 122g/k，也就是说两年必须下降 22%，此前每年下降仅为 3%-4%。

2020 年 5 月，法国推出 80 亿欧元汽车援助计划，加码电动化补贴政策，C 端纯电动车汽车补贴从 6 千欧提升至 7 千欧，B 端补贴 5 千欧，插电式 2 千欧，换购纯电动车补贴 5 千欧；2020 年 6 月，德国 1300 亿刺激落地，电动化力度加大补贴政策，电动车补贴售价 4 万欧元以内纯电车型政府补贴翻倍，单车补贴 6 千欧升至 9 千欧，另外税收减免由 25 年延长至 30 年。

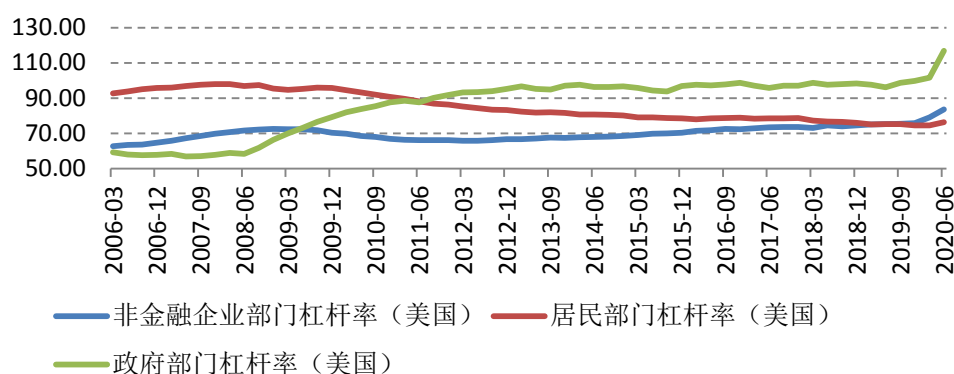
在补贴力度加大的情况下，2020 年 10 月份，欧洲新能源车细分市场异常火爆。其中，德国新能源车市场份额翻了两番，达 17.5%（去年同期为 4.1%），电气化转型速度超出所有预期。据德国交通部表示，虽然 10 月德国总体新车注册量同比下滑 3.6%，至 274,303 辆，但是电动车市场仍异常火爆。当月，电动汽车共注册 48,017 辆，其中，纯电动车注册量同比上涨 365%，至 23,158 辆，市场占比 8.4%；插电式混合动力车注册量同比上涨 256%，至 24,859 辆，市场份额为 9.1%。英国共注册 17,110 辆电动汽车，不仅同比上涨 172%，更是占据了车市 12.1% 的份额。其中纯电动车注册 9,335 辆，同比上涨 195%，市场占比 6.6%；插电式混合动力车注册 7,775 辆，同比上涨 149%，市场占比 5.5%。

不过，由于新能源汽车销售绝对数量较低，因此短期相对增速攀升带来的消费增量有限。据我们

测算，2020 年，欧美和日本新能源汽车带来铜消费增长乐观估计 10 万吨左右，但实际可能更低。2020 年 1-8 月，美国铜消费同比下降了 5.85 万吨，整个欧洲铜消费下降了 23.3 万吨。

其他制造业对铜消费增量很难有起色，当前部分观点认为美国制造业补库会带来铜消费增长，但是我们认为美国制造业补库力度温和甚至不大可能启动补库，因制造业存货同比降幅不及销售和批发行业，且补库还需要企业资产负债表健康。由于疫情冲击，2020 年企业部门资产负债表有所恶化，2021 年美国私人部门大概率会修复资产负债表，资本支出和补库力度温和，因 2020 年美国的财政刺激措施是针对居民而不是企业部门。国际清算银行（BIS）发布的数据显示，截止 2020 年二季度，非金融企业部门杠杆率攀升至 83.5%，创下有记录以来最高纪录。

图 11：美国非金融企业部门杠杆率创纪录新高



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

2. 中国铜消费增量回落

首先，房地产韧性会下降。在三道红线的制约下，我们认为 2021 年房地产投资增速回到个位数甚至零附近增长，未来“需求侧改革”的题中之意就是消除地产对居民消费的挤出效应。而 2021 年房地产竣工面积大概率低位徘徊。据我们测算，2020 年 1-10 月，中国铜消费在房地产方面约为 119 万吨，同比增加约 17 万吨，而 2021 年可能回落至 100 万吨。

在家电方面，空调用铜是最大的领域。国家统计局数据显示，2020 年 1-10 月，中国空调产量同比下降 10.7%，约 1281.4 万台。按照每台空调平均用铜 10.5 千克计算，那么 2020 年 1-10 月空调用铜量同比下降 1.28 万吨。

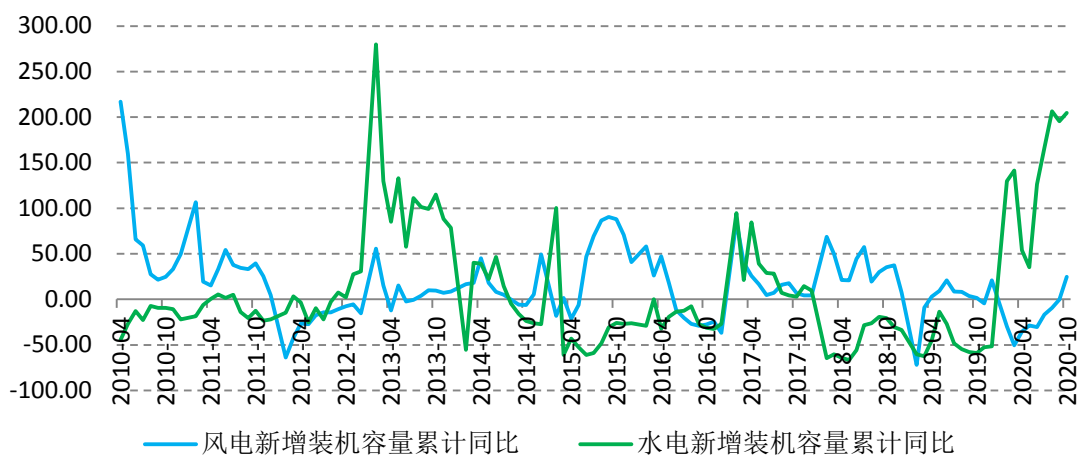
其次，汽车行业消费增速也会放缓，2020 年铜消费增长很大一部分来源于汽车产销的增长，尤其是新能源汽车带来的增速相对较高，但绝对量很少。据我们测算，2020 年 1-11 月，新能源汽车产量增长带来铜消费增量约为 2 万吨，如果考虑到充电桩的安装，我们预计不到 4 万吨。

最后，2021 年中国基建投资大概率回落的，尤其是电力行业投资在 2021 年大概率滑坡，主要是维持 2020 年新开工项目。其中我们发现风电和光伏发电投资在 2020 年增速较快，但是实际上二者带来铜的消费增量也极为有限。

从电力行业来看，绝大多数铜消费在电网投资。2020 年 1-10 月，电网投资同比下降了 1.3%，10 月当月则同比大幅下滑 32.7%。唯独电源投资在 1-10 月出现了 47.1% 的大幅增长，但是 10 月当月同比下降了 4.2%。

进一步细分来看，火电、水电、风电和核电装机容量在 2020 年出现大幅增长的是水电和风电，分别同比大幅增长 204.5%和 24.7%，达到 889 万千瓦和 1829 万千瓦。然而，由于电源投资耗铜量明显小于电网投资，我们估算 2020 年 1-10 月，水电和风电装机容量增量带来的铜消费增量约为 18.9 万吨，约占中国铜总消费的 1.8%左右。

图 12：风电和水电新增装机容量累计同比



数据来源：wind 宝城期货金融研究所

光伏发电带来的铜消费增量更小。尽管 10 月光伏太阳能电池产量同比大幅增长 40.1%，但是光伏发电用铜主要是逆变器和输电线，光伏逆变器是由电路板、熔断器、功率开关管、电感、继电器、电容、显示屏、风扇、散热器、结构件等部件组成。以 50KW 的光伏逆变器为例，三相 du380V，三相 480V 和三相 540V，分别对应的铜线是：25mm²，25 或者 16mm² 以及 16mm²。

因此，我们测算出 2020 年 1-10 月，地产、汽车和风电、光伏带来的消费增量合计增量约 39 万吨左右，另外包括 5G 等新基建投资增量可能约 5 万吨，实际消费需求增量约 44 万吨，然而，投资需求增量较大，从而导致 2020 年 1-10 月中国铜表观消费增量达到 178 万吨，因此铜价存在一定的水分。

四、行情研判

2020 年，疫情冲击导致供需错配：南美铜矿产出和运输受冲击，需求则因海外订单集中到中国，需求爆发式增长，铜供应冲一季度大幅过剩转为三季度小幅短缺。

2020 年，金融属性发力，在全球前所未有的货币宽松和财政刺激下，在通胀预期升温，铜作为对冲通胀的资产受投机买盘的青睐。截止 2020 年 11 月，美国货币供应 M1 同比增速突破 50%，流动性泛滥加剧铜市场投机。

2021 年，全球铜供应恢复增长，一方面有很多的铜矿新建和扩建产能投产，预计铜矿增量达到 98.6 万吨；另一方面，随着再生铜进口新政实施，高品位废杂铜供应会逐步恢复。

2021 年，全球铜消费难以再现 2020 年盛景：一方面，海外经济恢复，但对铜带来的增量有限，海外主要经济体要实现“群体免疫”可能要到二季度，新兴经济体甚至要到 2022 年，且美国制造业补库可能弱于预期，因企业部门资产负债表需要修复；另一方面中国等新兴经济体消费占比较高，中国铜消费会伴随基建投资和地产投资回落而回落，从而导致全球铜消费增速回落，供应重新回归过剩。

最后，我们认为中国信用收紧对权益类资产，如股市和铜等周期性商品影响很大，信用收紧甚至不需要货币紧缩，财政赤字率下降就可能带来信用自我收缩，铜的金融属性也会退潮。

我们预计 2021 年铜价在一季度创下高点，二季度逐渐见顶回落。

免责声明

客户不应视本报告为做出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。