

【铜】——宏观利好有望延续，下半年关注风格转换

摘要

宏观层面：2020年受新冠疫情影响，全球经济受重挫，多国二季度GDP创下历史最差表现；而随着各国加强疫情防控措施并推出各项刺激政策，全球经济活动有所好转。特别是中国在快速控制疫情后推进复工复产，国内经济稳步复苏，各项经济指标持续向好，并有望成为2020年唯一实现经济正增长的主要经济体。而海外疫情则多次反弹，全球疫情仍不容乐观，但疫苗进展取得利好，部分国家开始接种疫苗；此外，海外主要经济体复苏势头有所放缓，市场对新一轮刺激方案预期再起。对于后续而言，宏观方面主要关注三方面因素：一是随着疫苗接种，全球疫情的变化；二是全球新一轮刺激方案的力度；三是全球经济的复苏进展，特别是欧美及中国的经济复苏情况。

供需基本面：2020年疫情对铜消费产生明显抑制，特别是海外铜消费大幅下滑，而中国经济稳步复苏对铜消费产生支撑，全球精铜消费出现小幅增长；疫情对铜矿生产产生干扰，但得益于中国精炼铜产量稳步提升，2020年铜产量继续保持增长，预计2020年铜小幅短缺，但短缺幅度缩窄；展望2021年，随着海外主要经济体生产的恢复，预计中国产业替代作用减弱，精炼铜消费或呈现外强内弱局面，全球铜消费增速小幅提升。而铜矿生产恢复以及新投产产能释放，有望推动2021年精铜产量继续上涨，预计2021年铜供应小幅过剩。

操作策略：基本面方面，随着部分铜矿生产恢复以及新投产产能释放，预计2021年铜矿将迎来明显增长，并推动精铜产量进一步上涨，2021年供需由小幅短缺转为小幅过剩；但由于疫苗推广接种仍需时日，明年上半年南美铜矿生产仍面临较大考验，且新增产能主要集中在下半年，上半年铜矿供应压力较小。此外，2021年铜精矿长单继续下滑，并低于国内冶炼厂成本线，因此明年精铜产量能否如期释放仍有待观察。而当前全球铜库存处于相对低位，基本面对铜价存在支撑，沪铜继续关注买近卖远正套策略。此外，随着海外主要经济体生产的恢复，预计中国产业替代作用减弱，精炼铜消费或呈现外强内弱局面，关注内外盘买伦铜卖沪铜正套机会；宏观层面，全球疫情持续发酵，欧美国家经济复苏势头放缓，为促进经济复苏，全球推出新一轮刺激方案，全球货币流动性保持宽裕；而疫苗研究取得重大进展，部分国家开始接种疫苗，且在明年上半年有望在部分国家大规模接种，届时或将有助于疫情控制，并有利于全球经济的复苏，进而带来通胀预期的抬升。而中国经济稳步复苏，各项经济持续向好，对基本金属消费产生支撑。整体来看，明年上半年宏观宽松环境有望继续推升铜价，铜价重心或进一步上移。下半年价格则主要取决于疫情发展及全球刺激政策能否持续。

风险关注：疫苗效果不及预期，疫情进一步恶化，全球刺激政策收紧

国贸期货
有色金属研究中心

方富强

0592-5822724

fangfq@itf.com.cn

执业证号：F3043701

投资咨询：Z0015300

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

目录

一、铜产业链行情走势回顾	3
(一) 2020 年行情回顾：铜价呈现深“V”走势，价格重心小幅上移	3
(二) 内外盘价格：汇率大幅升值，伦铜表现强于沪铜	4
二、宏观经济部分	5
(一) 全球疫情持续爆发，疫苗频传利好	5
(二) 美国大选基本落下帷幕，新一轮刺激方案推出	6
(三) 欧洲服务业受重创，欧洲央行加码宽松	8
(四) 国内经济保持稳步复苏	9
(五) 全球经济展望	11
三、基本面分析	12
(一) 上游原料-2020 年产量进一步下滑，2021 年产量有望回升	12
(二) 中游冶炼-产能继续释放	16
1、全球冶炼产能：2020 年新增产能有限,2021 年产能继续大幅增长	16
2、中国精炼铜产量：产量持续修复	17
3、铜冶炼加工费 TC/RC 持续下滑	18
4、精炼铜及阳极铜进口大幅增加	20
5、废铜供应影响	21
(三) 铜下游消费	22
1、下游铜材企业开工率	23
2、家电行业铜消费情况	24
3、电网投资	26
4、汽车行业	27
5、固投及房地产	27
(四) 铜供需平衡	28
1、国内外铜供需情况	28
2、全球铜显性库存	29
3、升贴水及月间价差变化	30
四、结论及展望	31
(一) 结论	31
(二) 展望	31

一、铜产业链行情走势回顾

（一）2020 年行情回顾：铜价呈现深“V”走势，价格重心小幅上移

2020 年，铜价呈现深“V”走势，价格重心较 2019 年小幅上移。年初，受黑天鹅新冠疫情爆发并持续发酵影响，大宗商品纷纷遭到抛售，铜价大幅走低；二季度，随着国内经济复苏，全球推出大规模刺激方案，以及南美疫情影响铜生产活动，铜价低位回升，并收复一季度跌幅；三季度，受各国经济指标普遍回升影响，市场对刺激政策收紧预期抬升，叠加疫情仍持续发酵，市场风险偏好下降，铜价开启震荡走势；四季度，美国大选落定，市场对新一轮刺激方案推出的预期升温，且国内经济保持强劲复苏，叠加疫苗利好消息频传，市场风险偏好提升，铜价大幅走高，内外盘铜价均创下 2013 年 3 月份以来新高。

（1）一季度大宗商品遭抛售，铜价创 4 年新低。今年年初，新冠疫情爆发，市场避险情绪升温，大宗商品及股市纷纷下跌受挫。而后随着国内疫情得到控制，铜价出现小幅反弹，价格震荡回升。但随着欧美疫情大规模爆发，以及 OPEC+会议破产，原油价格暴跌拖累大宗商品。随后美联储意外大幅降息更是引发市场恐慌性抛售，大宗商品及股市纷纷暴跌，其中伦铜价格下探至 4371 美元/吨，创下 2016 年 1 月以来新低；沪铜价格下探至 35300 元/吨，价格创下 2016 年 6 月以来新低。

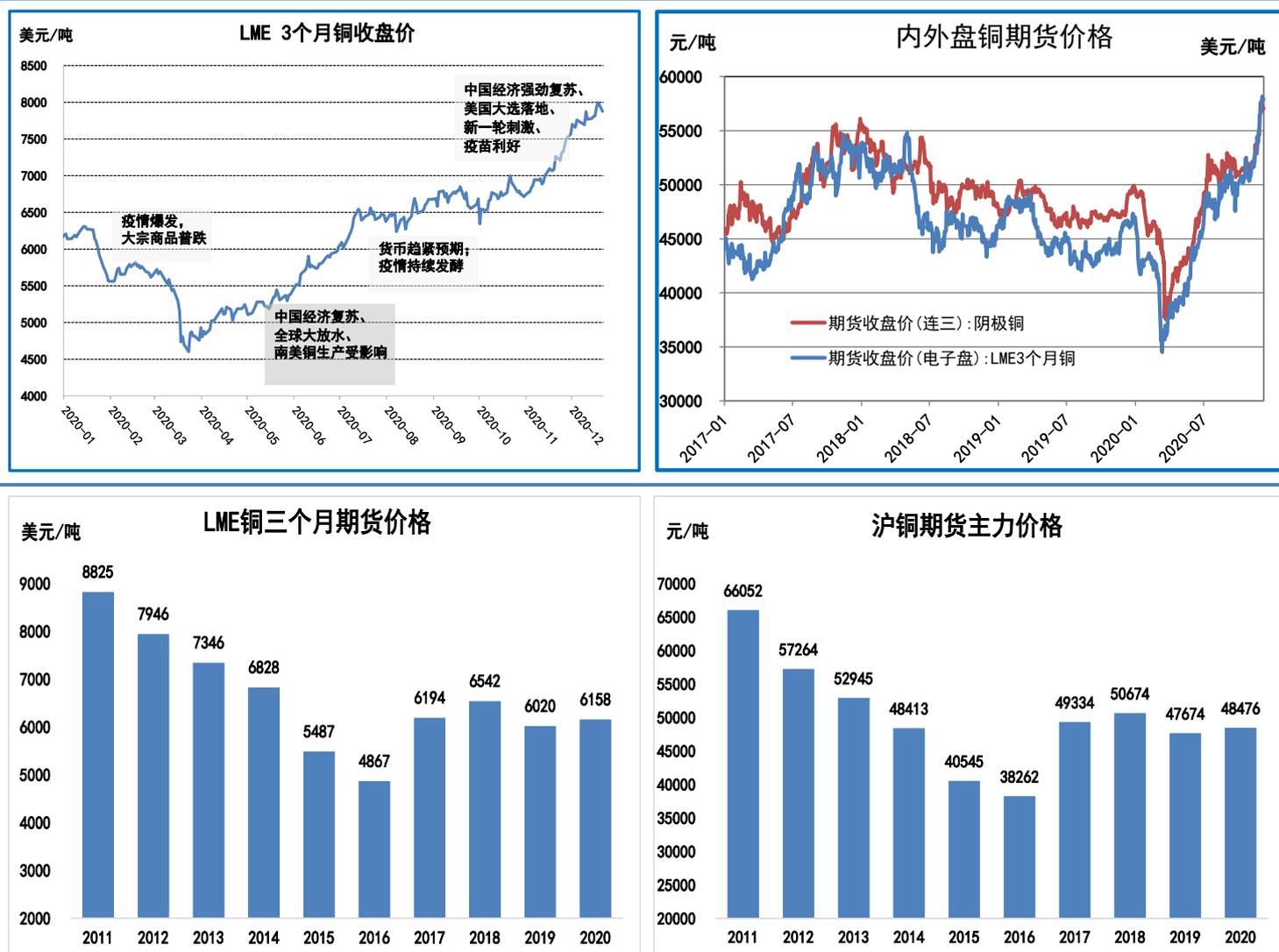
（2）二季度大宗商品纷纷止跌反弹，铜价收复一季度跌幅。自 3 月份底开始，随着中国疫情好转，国内复工复产稳步推进，而全球各国纷纷推出天量货币及财政刺激政策，大宗商品及股市纷纷止跌回升，铜价反弹明显。随着国内开启复工复产，国内电解铜库存自 3 月下旬开始快速去化，对铜价产生明显支撑。此外，随着南半球进入冬季，自 5 月开始，拉丁美洲疫情呈现加速爆发趋势，部分国家宣布进入紧急状态，铜矿生产干扰率提升，国内进口铜精矿 TC 持续走低，进一步刺激铜价上行。其中沪铜价格回涨至 49000 元/吨附近，伦铜价格回涨至 6000 美元/吨，价格分别较 3 月底的低点上涨 38.2%和 36.5%。

（3）三季度铜价重心继续上移，外盘价格表现强于内盘。三季度初铜价延续二季度涨势，内外盘价格进一步走高。而后在疫情持续爆发以及刺激政策预期降温情况下，价格进入区间震荡行情，且受人民币兑美元汇率大幅升值影响，内盘价格表现弱于外盘。7 月初，股市及大宗商品纷纷上冲，沪铜主力上探至 53520 元/吨，但由于国内经济数据持续好转，市场对国内刺激政策边际收紧担忧提升，且人民币兑美元汇率持续升值，沪铜价格开启区间震荡行情。相对而言，海外受疫情影响经济复苏相对缓慢，市场对刺激政策预期相对较高，且美联储对通胀忍受度提高，货币流动性保持充裕，受此影响伦铜价格偏强震荡。9 月底伦铜价格达到近两年高点的 6877.5 美元/吨，但价格同样呈现震荡走势。整体而言，三季度价格重心继续上移，但上移力度明显弱于二季度，其中沪铜累计上涨 2140 元/吨，涨幅 4.39%；伦铜价格累计上涨 568 美元/吨，涨幅 9.45%。

（4）四季度有色板块进一步上扬，内外盘铜价均创下 2013 年 3 月份以来新高。11 月初美国大选拉开序幕，民

主党拜登获选，而随着美国大选落地，市场避险情绪降温，叠加市场对美国推出新一轮刺激方案的预期抬升，有色板块受刺激上行。此外，中国经济继续保持强劲复苏，有色板块下游消费存在支撑，库存持续下滑。而 11 月开始，新冠疫苗利好消息频传，美国辉瑞和 Moderna 的新冠疫苗的有效性均在 95%左右，且其已在欧美各国申请疫苗的使用权。而受疫苗利好刺激，大宗及股市纷纷大幅走高，且市场对未来通胀预期抬升，有色板块涨幅居前，铜价创下 2013 年 3 月份以来新高，其中沪铜上探至 59640 元/吨附近，伦铜价格则上探至 8028 美元/吨。

图 1 铜价走势变化



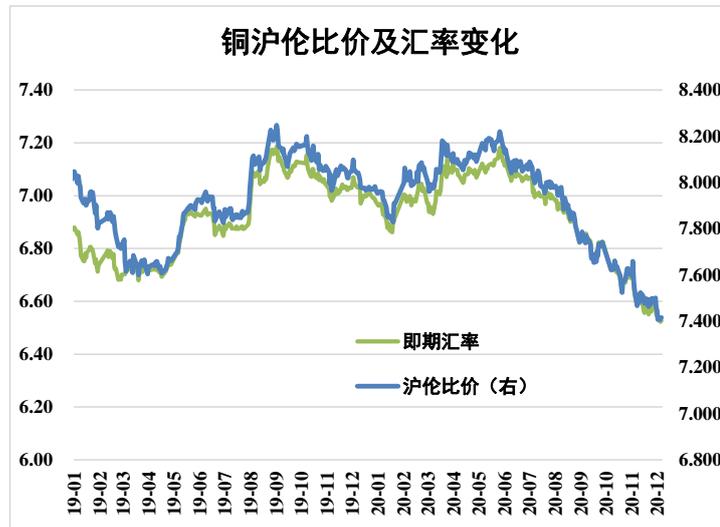
数据来源：Wind

（二）内外盘价格：汇率大幅升值，伦铜表现强于沪铜

今年 6 月份开始，随着美国疫情发酵，以及大规模刺激方案的推出，美元指数大幅走低，叠加国内经济稳步复苏，人民币兑美元汇率大幅升值，离岸人民币由 5 月底的阶段高点 7.196 大幅升值至 12 月初的 6.494，半年时间升值 7000bp。受此影响，铜沪伦比快速走低。整体上，今年 LME 铜三个月期货合约年度均价为 6158 美元/吨，较 2019 年上涨 138 美元/吨，涨幅 2.3%。年底价格则较年初大涨 1658 美元/吨，涨幅 26.8%；沪铜主力合约年度均价 48476

元/吨，较 2019 年上涨 802 元/吨，涨幅 1.7%。年底价格则较年初大涨 10050 元/吨，涨幅 20.4%。受人民币兑美元汇率大幅升值影响，伦铜表现稍强于沪铜。

图 2 铜沪伦比与汇率走势



数据来源：Wind

二、宏观经济部分

(一) 全球疫情持续爆发，疫苗频传利好

黑天鹅“新冠”飞出，且疫情愈演愈烈，每日新增确诊持续走高：三月份开始，欧美疫情大规模爆发，全球每日新增确诊增加至 10 万例左右，而后随着各国防控措施升级，新增确诊人数保持稳定；6 月份开始，随着部分国家防控措施解除，以及南半球进入冬季，印度、南美洲疫情持续爆发，全球每日新增确诊持续走高并增加至 30 万例左右；10 月份开始，随着欧美国家推进复工复产，各国放松对疫情管控，叠加北半球逐步进入冬季，欧美疫情二次反弹，每日新增确诊进一步增加至 60-70 万例，疫情愈演愈烈。此外，经过第一轮疫情冲击后，大部分国家对新冠医治越来越到位，且医疗系统不再不堪负荷，新冠死亡率持续下滑。

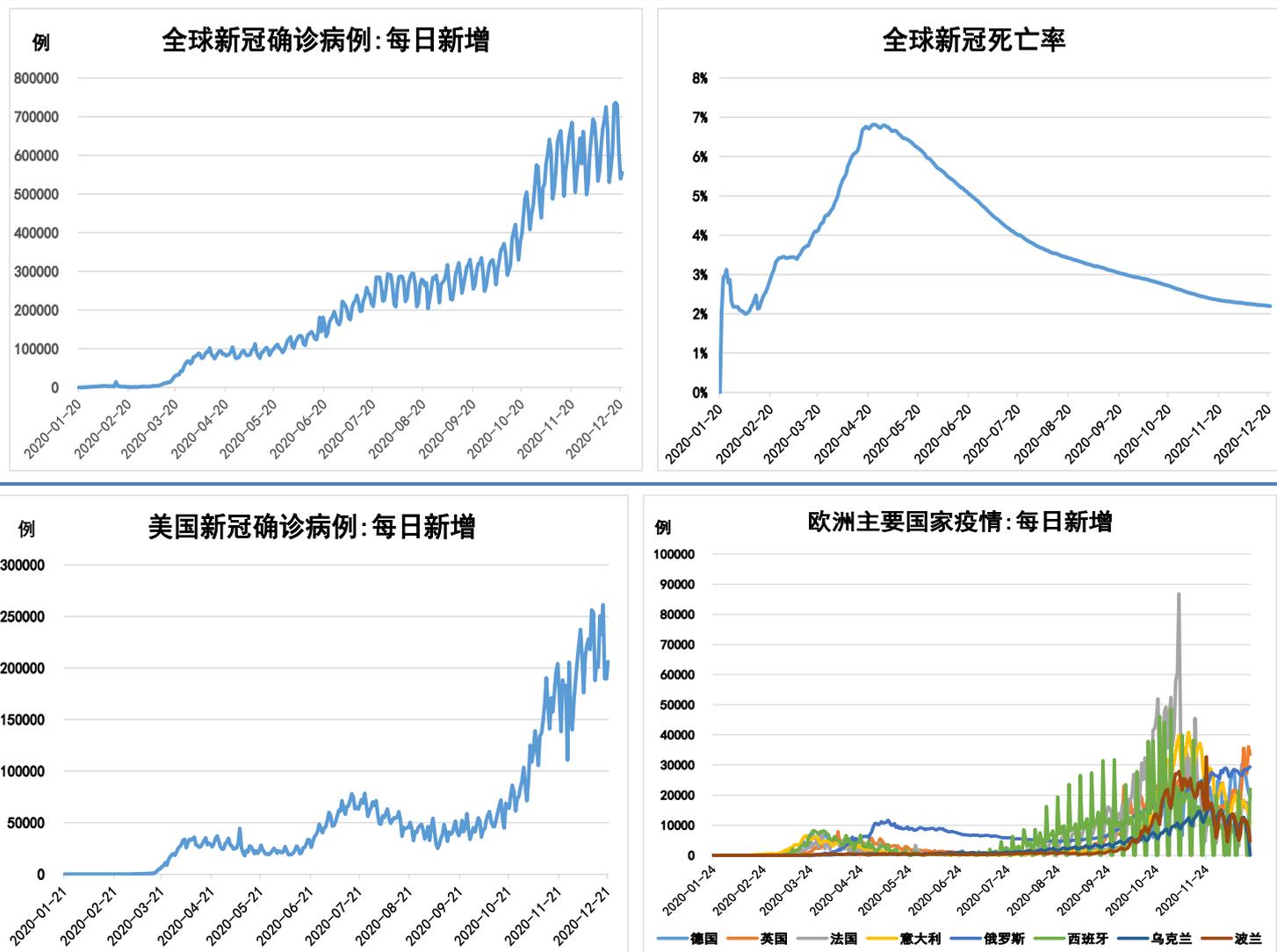
在疫情持续爆发的同时，11 月以来疫苗研究进展不断传来利好。11 月 18 日，药物巨头辉瑞和德国的合作伙伴 BioNTech 公开了其临床三期试验结果。结果显示，他们开发的新冠疫苗抑制病毒有效性达到了 95% 以上。但根据辉瑞的说法，疫苗需要保存在零下 70-80 度的低温中才能较长时间地保持活性，在普通的冰箱中只能保存 24 小时到 4、5 天，零下 70 度超低温存储对疫苗的运送、存储、接种过程都是非常大的挑战；而当地时间 11 月 16 日，美国生物技术公司莫德纳 (Moderna) 发布的初步数据显示，该公司研制的新冠疫苗的有效率为 94.5%，且据称他们开发的疫苗经特殊包埋处理，不需要严苛的低温保存环境，普通冰箱就可以维持其活性 30 天。零下 20 度冷冻更是可以保存半年之久。

12 月 2 日，英国政府宣布，批准使用辉瑞和 BioNTech 合作生产的新冠疫苗，这是全球第一个被批准大范围使用

的新冠疫苗接种计划必须在明年秋天前完成。

而后美东时间 12 月 11 日晚间，美国食品药品监督管理局（FDA）紧急批准了由美国制药公司辉瑞和德国 BioNTech 联合开发的新冠疫苗，除了英国和美国，此前加拿大、巴林、沙特阿拉伯和墨西哥已经审批通过了同款疫苗；而拜恩泰科联合创始人乌格·萨因告诉英国广播公司，如果一切顺利，辉瑞/拜恩泰科的 mRNA 疫苗将在“2020 年底至 2021 年初”开始交付，于 2021 年夏天发挥显著作用，人们将在当年冬天恢复正常生活。至关重要的是，所有疫苗接种计划必须在明年秋天前完成。

图表 3：全球疫情持续发酵



数据来源：Wind

（二）美国大选基本落下帷幕，新一轮刺激方案推出

11 月 3 日，美国大选拉开帷幕。美国媒体 11 月 7 日测算，民主党总统候选人、前副总统拜登在 2020 年美国总统选举中已获得超过 270 张选举人票。根据选举规则，率先获得 270 张选举人票的总统候选人获胜。而美国主流媒体公布“拜登胜选”后，多国政要纷纷祝贺拜登“胜选”；11 月 25 日，国家主席习近平致电约瑟夫·拜登，祝贺他当选美国总统；美国东部时间 12 月 14 日下午，选举人团确认民主党总统候选人拜登胜选，至此，拜登已取得胜选

所需的 270 张选举人票。按照程序，2021 年 1 月 3 日新一届国会宣誓就职，1 月 6 日国会将举办联席会议正式清点选举人票。

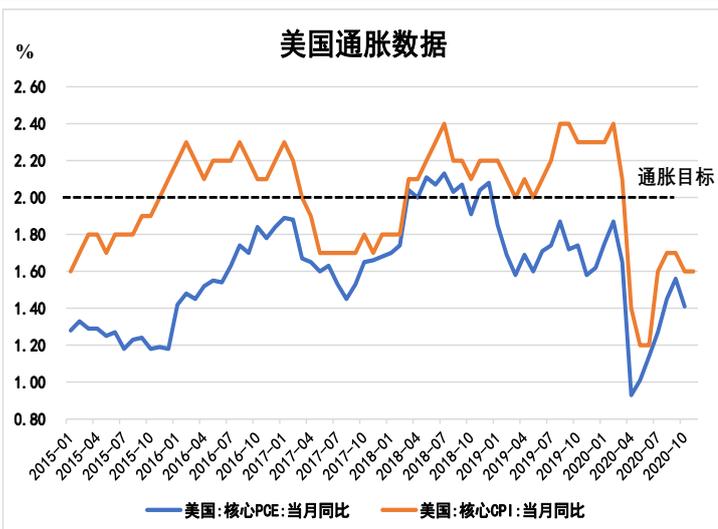
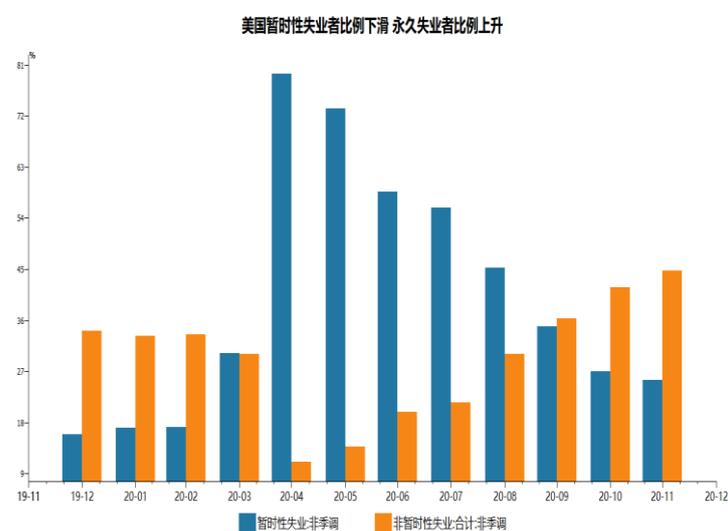
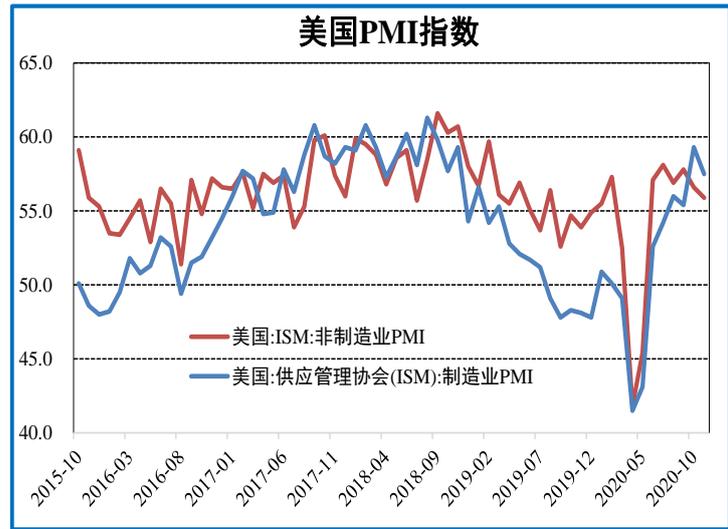
美国三季度 GDP 同比下滑 2.9%，下滑幅度较二季度缩窄 6.1 个百分点。但由于疫情持续爆发，叠加美国新一轮刺激方案迟迟未能推出，美国经济复苏势头受打压。最新的经济数据显示，美国 11 月 ISM 非制造业指数由 56.6 下滑至 55.9，意味着扩张速度变得更加温和；美国 11 月 ISM 制造业 PMI 录得 57.5，连续 6 个月扩张，但大幅低于前值 59.3，多个分项指标环比下降，其中生产、新订单和就业三大关键指标出现较大回落，尤其是就业指数从 53.2 降至 48.4，重新陷入萎缩区间。

11 月，美国新增非农就业人数 24.5 万人，逊于 10 月的 63.8 万人，连续 6 个月出现下滑；11 月美国失业率 6.7%，前值 6.9%，失业率自 4 月份以来持续下滑。但另一方面，本轮失业潮的主体开始从暂时性失业逐步转化成永久性失业，暂时性失业占总失业人数比例从 79% 下降到 25%，非暂时性失业占总失业人数比例则从 11% 上升到 45%。此外，美国 10 月份核心 PCE 为 1.4%，仍明显低于美联储通胀目标 2%。因此，在美国就业市场距完全恢复仍有较大差距，而货币宽松效用边际递减情况下，美联储货币政策仍有望保持宽松。11 月底美联储公布的会议纪要显示，美联储决策者在月初的会议上主要讨论了，未来可能如何通过调整 QE 资产购买项目追加货币刺激。与会者指出，必要时，可以通过加快购买的速度或者转向购买更长期的国债来增加宽松，也可以延长购买期；若要保持当前宽松水平，可以延长购债的久期，同时一定程度降低购买的速度。

而随着大选结果逐步落定，11 月 30 日，美国民主党总统候选人拜登和他的过渡团队宣布了几名新一届政府最高经济职位的提名和任命，包括正式提名前美联储主席耶伦成为财政部长人选。如果获得参议院批准，耶伦将成为美国财政部首位女性领导人。作为前美联储典型“鸽派”，耶伦的上台有望弥合美联储和美国财政部间的政策分歧。耶伦曾多次表示提供财政支持对经济复苏至关重要。因此，市场普遍认为，耶伦将会加速新一轮刺激方案的达成，并且在规模上也有望加码，帮助美国经济从疫情中复苏。

此外，当地时间 12 月 20 日，美国国会就 9000 亿美元的影响方案达成协议，意图在于提振美国的医疗体系，以及影响在新冠疫情重压下陷入困境的经济，9000 亿美元的影响规划仅次于本年 3 月的 2.2 万亿美元影响方案；尽管 9000 亿美元的规划较开始民主党预想的 2 万亿美元大打折扣，但两党打破几个月以来的僵局为此次法案赋予了更多的意义。当天，众议院议长佩洛西和参议院少数党领袖舒默表明，当时疫情形势严峻，经济纾困方案将为美国人供给急需的救助，但这远远不够。未来，民主党人将进一步推动新的方案。

图 4 美国主要经济数据



数据来源: Wind

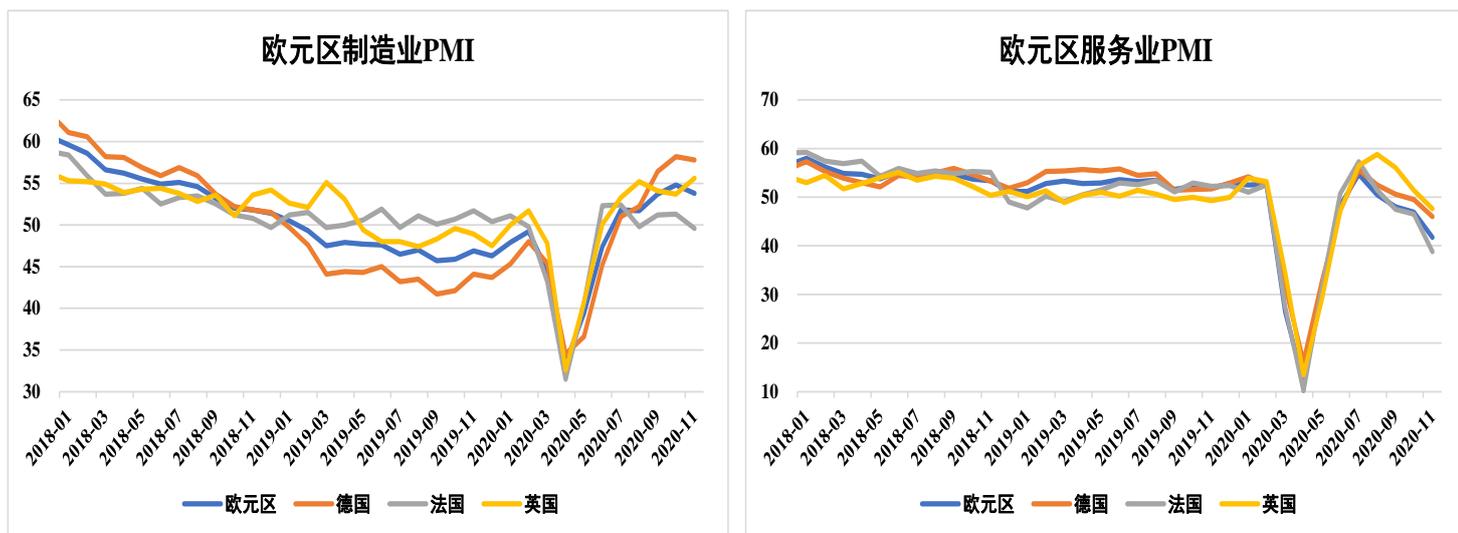
(三) 欧洲服务业受重创，欧洲央行加码宽松

欧元区公布的最新 PMI 数据显示，欧元区 12 月制造业 PMI 初值公布为 55.5，前值为 53.8，预期为 53。其中，德国 12 月制造业 PMI 初值 58.6，预期 56.5，前值 57.8；英国 12 月制造业 PMI 初值为 57.3，预期 56，前值 55.6；法国 12 月制造业 PMI 初值 51.1，预期 50.1，前值 49.6。可以看出，欧元区制造业活动仍保持强劲。

另一方面，随着欧洲主要经济体在整个 11 月采取了更为严厉疫情管控措施，欧元区服务业遭受了严重的打击。11 月欧元区服务业 PMI 为 41.7，预期 42.5，前值 46.9；而 12 月欧元区服务业 PMI 初值 47.3，前值 41.7，预期 42，虽然随着部分国家解除封锁，服务业活动有所好转，但仍明显低于荣枯线。

在欧洲疫情持续发酵情况下，欧洲央行加码宽松政策。12 月 10 日，欧洲央行公布利率决议，欧洲央行维持主要再融资利率在 0% 不变，维持存款利率在 -0.50% 不变，维持边际贷款利率在 0.25% 不变，符合预期。欧洲央行称，将紧急抗疫购债计划（PEPP）规模增加 5000 亿欧元至 1.85 万亿欧元，紧急抗疫购债计划（PEPP）将至少持续至 2022 年 3 月底（此前为持续至 2021 年 6 月底）；此外，12 月 10 日，欧盟委员会主席冯德莱恩在社交媒体上表示，欧盟 27 个成员国领导人已就欧盟长期预算方案达成共识。总额 1.8 万亿欧元（含 7500 亿欧元复苏基金）的长期预算将用于打造一个更具韧性、更加绿色环保和数字化的欧洲。

图 5 欧元区 PMI 指数



数据来源：Wind

（四）国内经济保持稳步复苏

今年受疫情冲击，国内一季度 GDP 大幅下滑，同比下降 6.8%，为改革开放以来首次下滑。而后随着国内快速控制疫情并推进复工复产，国内 GDP 大幅反弹，三季度 GDP 同比回升至 4.9%，并有望成为 2020 年全球唯一正增长主要经济体。

经济数据方面，11 月官方制造业 PMI 为 52.1，较前值回升 0.7 个百分点，连续 9 个月处于扩张区间，主要分项指标不同程度回升；11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 7.0%，增速比 10 月份加快 0.1 个百分点；环比增

长 1.03%。1-11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 2.3%，比 1-10 月份加快 0.5 个百分点；1-11 月，固定资产投资累计同比增 2.6%，较前值回升 0.8 个百分点；11 月份，社会消费品零售同比增长 5.0%，较 10 月份加快 0.7 个百分点。可以看出，随着国内复工复产稳步推进，各项经济数据指标持续向好，经济继续稳健复苏。

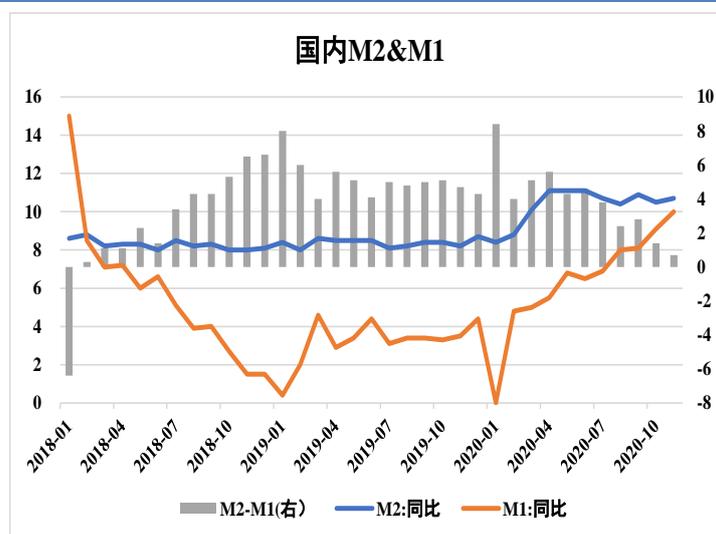
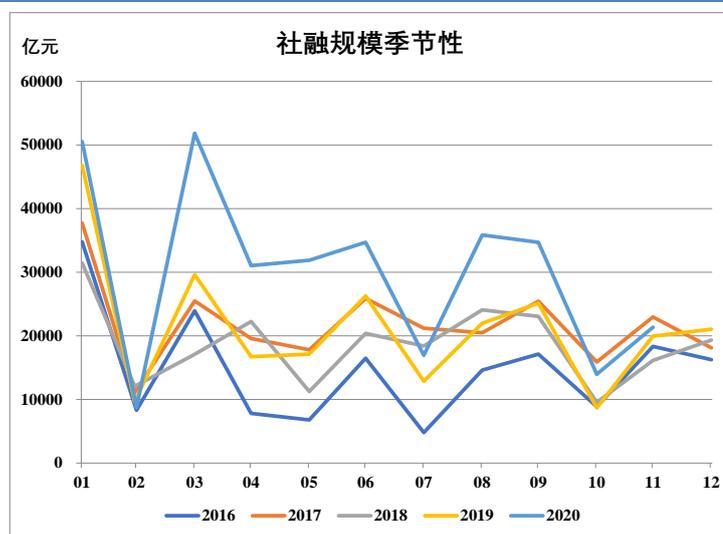
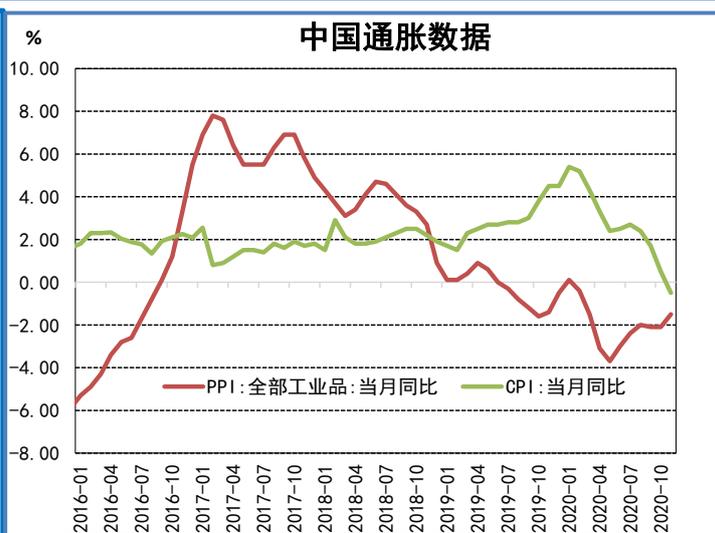
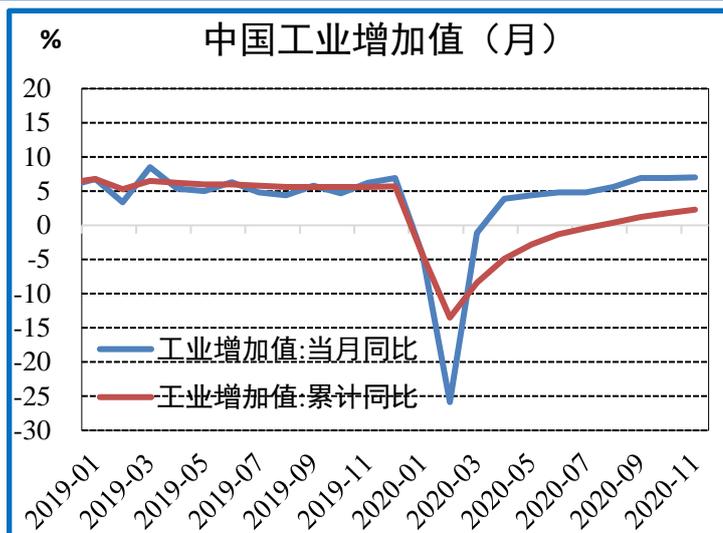
通胀数据方面，中国 11 月 CPI 同比降 0.5%，预期涨 0.1%，前值涨 0.5%；中国 10 月 PPI 同比下降 1.5%，预期降 1.8%，前值降 2.1%。随着供给的不断增加，猪肉、蔬菜等价格持续走弱，拖累食品价格整体回落。而随着基数的抬升，预计 CPI 将继续下降，通缩预期有所升温。但随着国内经济的复苏以及商品价格的回暖，2021 年的通胀或重新回升。而后续随着疫苗的普及，全球经济将加快复苏，工业品需求持续改善将延续，PPI 将继续处于向上的修复通道中。整体来看，国内经济虽持续修复，但还难言过热，需求端仍有较大修复的空间，且 CPI 转负而 PPI 尚未转正，货币进一步收紧的条件尚不成熟，或维持适度宽松的环境。

金融数据方面，中国 11 月社会融资规模增量 21300 亿元，预期 20750 亿元，前值 14200 亿元，同比增加 1363 亿元，为 2 月以来年内新低；中国 11 月新增人民币贷款 14300 亿元，预期 14500 亿元，前值 6898 亿元；中国 11 月 M2 货币供应同比增 10.7%，M1 同比增 10%。整体来看，11 月金融数据喜忧参半，喜的是 M1 表现亮眼，连续两个月大幅攀升回归两位数增速，或强化市场对于未来经济的乐观预期。忧的是社融增速乏力，今年信贷投放前置，受制于全年额度的限制年尾有所收紧，且信用爆雷事件的催化，11 月企业债券融资大幅收缩。

整体来看，国内各项经济数据持续向好，而金融数据表明国内社融增速或见顶，但 M1 表现亮眼，强化市场对未来经济乐观预期，且 CPI 转负而 PPI 尚未转正，货币进一步收紧的条件尚不成熟，或维持适度宽松的环境，预计国内经济有望继续保持稳步复苏。

图 6 中国 GDP 及主要经济指标





数据来源: Wind

(五) 全球经济展望

2020年, 全球经济遭遇疫情冲击陷入深度衰退, 多国各季度经济呈现了“大起大落”走势, 其中第二季度由于疫情的深度困扰, 出现了最近数十年来的增速新低, 三季度及四季度又迎来明显的反弹。对此, OECD (经合组织) 在其最新的报告中预测, 2020年全球经济将实际萎缩4.2%, 其中, 预计2020年美国经济增长速率为-3.7%, 预计2020年欧元区经济增长速率为-7.5%, 预计2020年日本经济增长速率为-5.3%, 2020年中国经济增速在1.8%左右, 将再度成为“主要经济体中增速最高者”;

对于2021年的经济预测, OECD表示, 在中国经济强劲复苏的带领, 以及内需、出口、投资和疫苗接种等多项因素驱动下, 2021年全球经济或将迎来4.2%的增长。其中, 中国各项刺激措施会继续发力, 加上全球经济回暖对中国出口的提振作用, 2021年中国经济增速有望达到8%左右; 预计欧元区整体经济增长速在2021年预计将达到3.6%, 预计2021年美国经济增长3.2%, 低于前几个月预估的4%。

表 1 全球主要经济体 GDP 增速 (%)

国家/地区	2018	2019	2020E	2021E
Argentina	-2.6	-2.1	-12.9	3.7
Australia	2.8	1.8	-3.8	3.2
Brazil	1.2	1.1	-6	2.6
Canada	2	1.7	-5.4	3.5
France	1.8	1.5	-9.1	6
Germany	1.3	0.6	-5.5	2.8
India	6.1	4.2	-9.9	7.9
Indonesia	5.2	5	-2.4	4
Italy	0.8	0.3	-9.1	4.3
Japan	0.3	0.7	-5.3	2.3
Korea	2.9	2	-1.1	2.8
Mexico	2.2	-0.3	-9.2	3.6
Russia	2.4	1.3	-4.3	2.8
South Africa	0.8	0.2	-8.1	3.1
Turkey	3	0.9	-1.3	2.9
United Kingdom	1.3	1.3	-11.2	4.2
China	6.7	6.1	1.8	8.0
United States	3	2.2	-3.7	3.2
Euro area	1.9	1.3	-7.5	3.6
OECD - Total	2.3	1.6	-5.5	3.3
World	3.4	2.7	-4.2	4.2

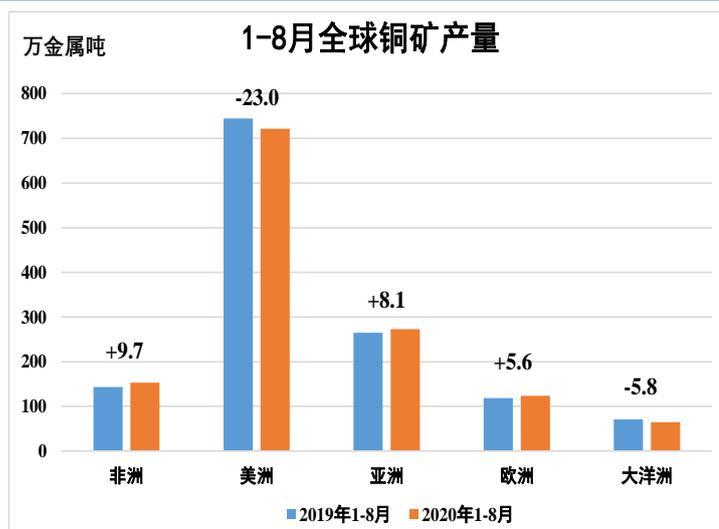
数据来源：OECD

三、基本面分析

（一）上游原料-2020 年产量进一步下滑，2021 年产量有望回升

根据 ICSG (国际铜业研究组织) 数据显示，2020 年 1-8 月全球铜矿产量 1336.5 万金属吨，同比下降 5.4 万吨（-0.4%）。其中，美洲及大洋洲地区铜矿产量出现下滑，特别是美洲地区 1-8 月份铜矿产量大幅下降 23 万吨（-3.1%）。而非洲、亚洲及欧洲铜矿产量则出现一定增长。

图 7 全球铜矿产量变化



数据来源: Wind

2020年,受疫情影响,全球铜矿生产干扰率显著提升,主要矿企减产达到35-45万金属吨,其中有一半减产来自南美洲的秘鲁。而2020年铜产量的下降将被新投产矿山的额外产量部分抵消,其中包括俄罗斯铜业公司的Tominskoye矿和刚果民主共和国的Deziwa铜钴矿。ICSG在一份声明中表示,包括Tominskoye和Deziwa在内的新项目的额外产出,再加上巴拿马科布雷岛等产能增加,以及印尼产量的显著回升将部分抵消疫情造成的减产。据ICSG预测,2020年全球铜矿产量将下降约1.5%,折合金属吨约30万吨。

图8 2020年全球铜矿生产干扰不断

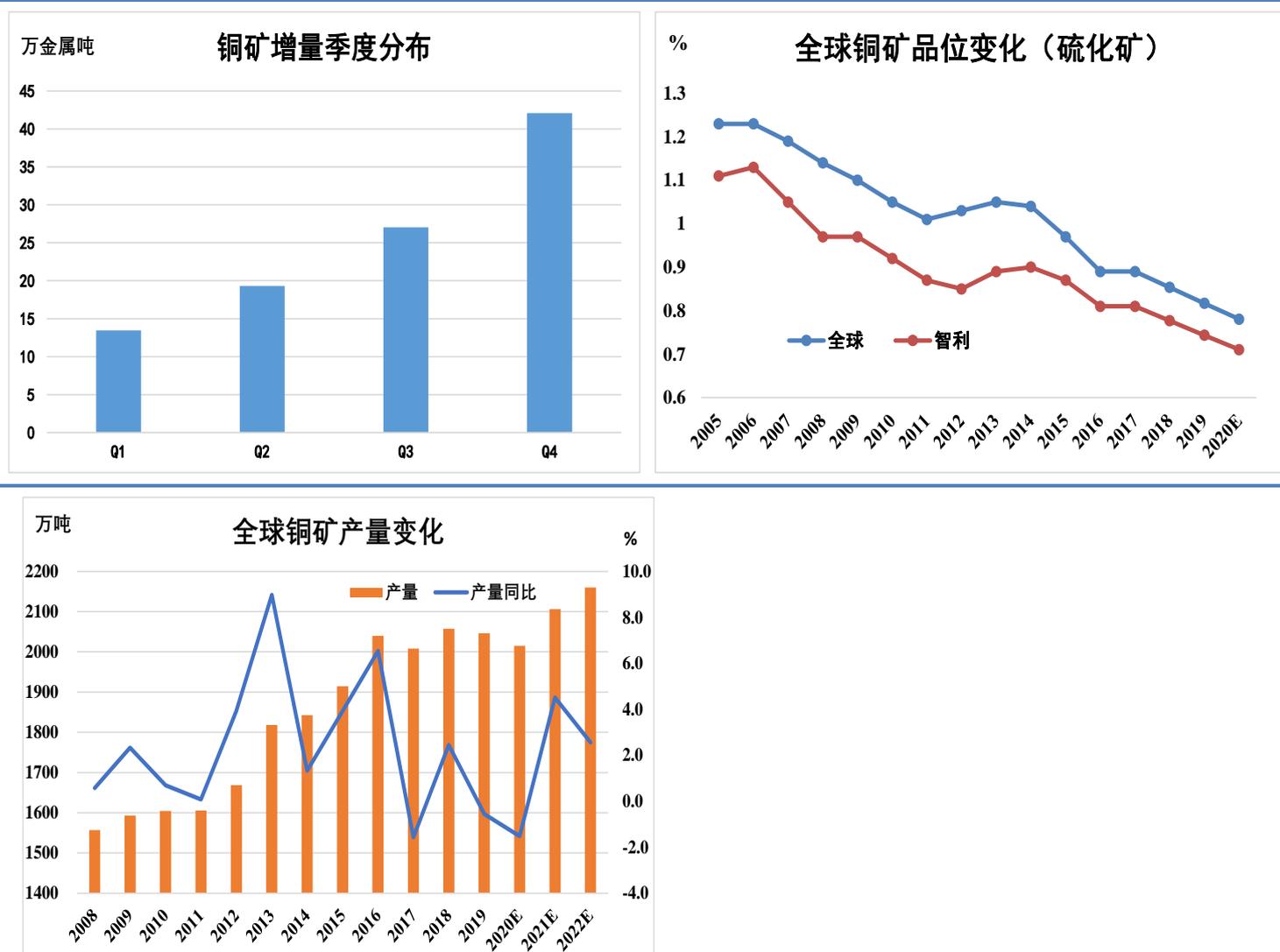
国家	铜矿名称	受损产量 (万金属吨)	国家	铜矿名称	受损产量 (万金属吨)
巴拿马	Cobre Panama	-7	巴拿马	Cobre Panama	-10
秘鲁	Antamina	-5.4	秘鲁	Antamina	-6
秘鲁	Cerro Verde	-4.6	秘鲁	Cerro Verde	-6
秘鲁	Las Bambas	-2.6	秘鲁	Las Bambas	-5
秘鲁	Toquepala	-1.7	智利	Escondida	-4
智利	Caserones	-1.5	秘鲁	Constancia	-3.6
秘鲁	Toromocho	-1.3	厄瓜多尔	Mirador	-1.3
秘鲁	Antacappay	-1.3	秘鲁	Antacappay	-1.2
智利	El Abra	-1.2	智利	El Abra	-1.2
秘鲁	Constantia	-1.1	秘鲁	Cuajone	-1.1
秘鲁	Cuajone	-1.1	智利	Candelaria	-1
加拿大	Copper Mountain	-1	美国	Pumpkin Hollow	-0.9
美国	Pumpkin Hollow	-0.9	智利	Collahuasi	-0.8
智利	Collahuasi	-0.8	加拿大	Copper Mountain	-0.8
墨西哥	Buenavista	-0.5	智利	Caserones	-0.6
智利	Los Bronces	-0.5	美国	Chilno	-0.6
智利	Colorado	-0.4	墨西哥	Buenavista	-0.5
美国	Chilno	-0.35	智利	Los Bronces	-0.5
美国	Canyon	-0.3	智利	Colorado	-0.4
合计		-33.55	合计		-45.5

数据来源: 百川盈孚, SMM

展望 2021 年，随着疫情对南半球国家影响逐步减弱，以及部分国家铜矿项目产能释放，预计 2021 年全球铜矿将迎来明显上涨。据百川盈孚及 SMM 数据，2021 年铜矿新增产量达到 100-130 万金属吨，2022 年-2023 年的铜矿增量也可达到 50 万吨左右。此外，根据项目投产时间来看，预计 2021 年新增产量主要集中在下半年，一季度及二季度产量增量分别为 13 万吨和 20 万吨。

与此同时，南美铜矿山老化，铜矿品位连年下降，铜矿实际增量略少于新投资项目预期增量。据 ICSG 估算，2021 年全球铜矿产量预计新增 4.5%，折合金属吨约 90 万吨。此外，由于疫苗推广使用仍需时日，特别是疫苗在南美地区普及或需在 2021 年二季度之后，因此疫情对铜矿生产作业影响短期仍将持续，明年特别是明年上半年铜矿新增产量仍面临一定不确定性。

图 9 全球铜矿产量变化



数据来源：百川盈孚、SMM、ICSG

图 10 全球铜矿产量变化

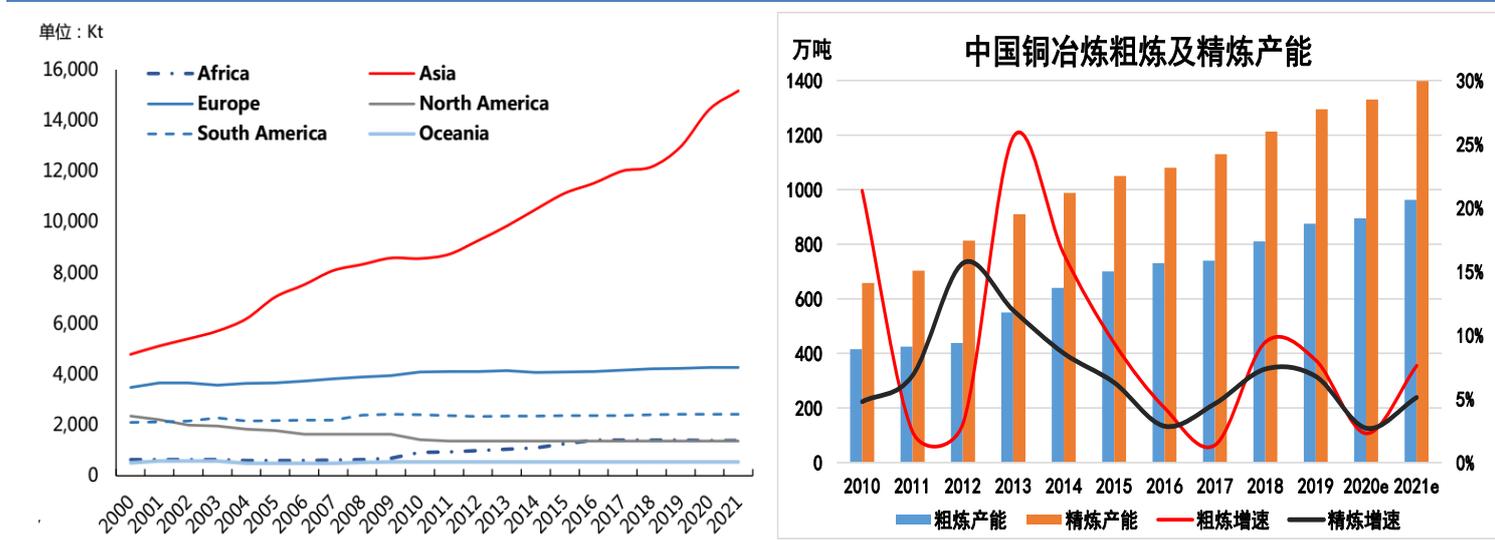
公司	铜精矿项目	国家	备注	产能 (万吨)	2020 增量	2021 增量	2022 增量	2023 增量
First Quantum	Cobre Panama	巴拿马	2019Q1 投产	33	8	9	3	2
Lunding Mining	Candelaria	智利	扩产	-	2			
Freeport	Grsberg Underground	印尼	2021 年投产	-	8	25	8	5
Medcoenergi	Batu Hijau	印尼	扩产	-	6			
oz Minerals	carrapateena	澳大利亚	2020Q1 投产	4	2.5	1.5		
Norilsk Nickel	Bystrinskoe	俄罗斯	2018Q2 投产	6	1.5			
紫金矿业	多宝山	中国	2020 年扩产	12	4			
铜陵有色	Mirado	厄瓜多尔	2019Q3 投产	10		4	4	
Nevada Copper Corp	Pumkin Hollow	美国	2020Q2 投产	2.3	1	1		
Freeport	Lone Star	美国	2020H2 投产	9	2	5	2	
西部矿业	Yulong 二期	中国	2020Q4 投产	11		7	4	
Bhpbilliton	Spence 扩建	智利	2021Q1 投产	-		3	8	
紫金矿业	Kamoa 一期	刚果(金)	2021Q2 投产	30		8	10	
紫金矿业	Timok	塞尔维亚	2021Q2 投产	13.5		5	7	1
紫金矿业	Bor	塞尔维亚	扩产	.		3	2	3
紫金矿业	Qulong	中国	2021H2 投产	16.5			6	8
Teck Resources	QR2	智利	2022H2 投产	29			5	17
Anglo American	Quellaveco	秘鲁	2022Q3 没产	22.5			5	15
Vale	Salobo 三期	巴西	2022 年投产	.			2	2
Antofagasta	Los Pelambres	智利	2022H1 投产	.			3	3
Group Mexico	Pilares	墨西哥	2022H1 投产	.			1	2.5
codeco	ElTeniente	智利	2023 年投产	.				4
其它					-30	25	-15	-10
全球铜矿增减					5	96.5	55	52.5
公司	湿法铜项目	国家	备注		2020 增量	2021 增量	2022 增量	2023 增量
Glencore	Mutanda	刚果(金)	2019Q4 停产	20	-10			
中国有色矿业	Deziwa	刚果(金)	2020Q1 投产	8	3	5		
中铁资源	华刚矿业	刚果(金)	2021H2 投产	12		4	8	
其它					-3	-5.5	-5	-2.5
湿法铜增减					-10	3.5	3	-2.5
铜精矿+湿法增减					-5	100	58	50

（二）中游冶炼-产能继续释放

1、全球冶炼产能：2020 年新增产能有限, 2021 年产能继续大幅增长

近几年全球铜冶炼新扩建项目基本集中在亚洲，根据 ICSG 数据，至 2020 年亚洲地区铜冶炼产能将达到 1400 万吨/年以上，占全球铜冶炼产能 50%。而亚洲地区产能增长主要来自中国，2012 年至 2020 年，中国铜粗炼产能由 438 万吨增长至 915 万吨，年均增长 57 万吨，年复合增长率达到 13.0%。2020 年国内铜粗炼产能增速有所下滑，约为 20 万吨（+2.3%），但 2021 年增速将回升至 68 万吨（+7.6%）。

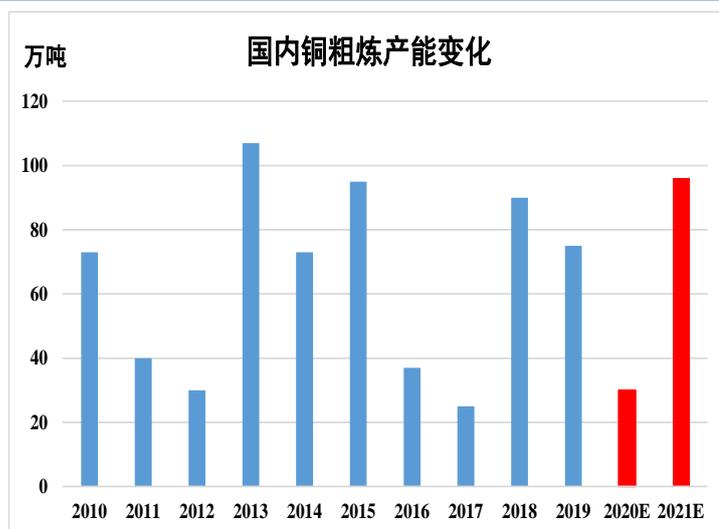
图 11 全球精炼铜产能变化



数据来源：SMM, ICSG

2020 年国内铜冶炼产能增速有限，主要包括赤峰金剑、铜陵有色等，年内粗炼产能及精炼产能新增量分别为 20 万吨/年和 35 万吨/年；2021 年国内铜冶炼产能继续大幅增长，主要新投产项目包括紫金铜业（福建）、大冶有色、新疆五鑫等，预计粗炼产能及精炼产能新增量分别为 68 万吨/年和 68 万吨/年。但由于近两年铜矿加工费持续走低，具体投产进展可能会受一定影响。

图 12 国内粗铜产能变化



数据来源：SMM，ICSG

表 2 国内铜冶炼产能变化

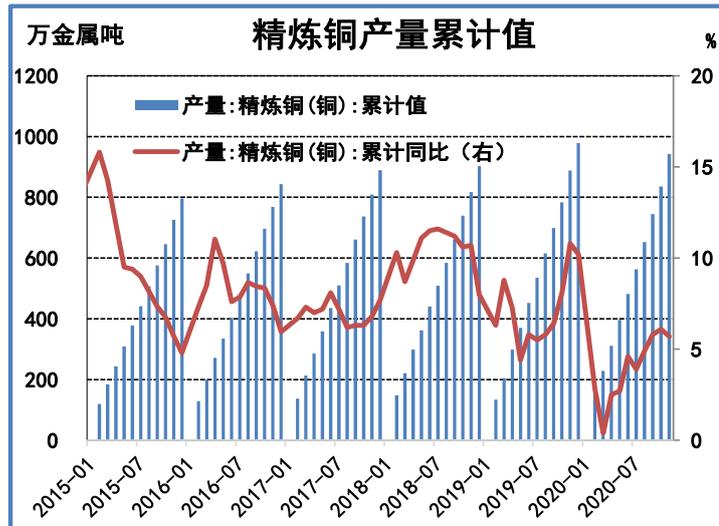
公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原料	投产年月
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019年5/12月
广西南国铜业有限公司	30	30	阳极铜/铜精矿	2019年4月
山东恒邦股份有限公司	0	10	铜精矿	2019年下半年
黑龙江紫金铜业有限公司	10	15	铜精矿	2019年8月
2019年合计	65	80		
兰溪市自立环保科技有限公司	0	10	废杂铜/阳极铜	2020年8月
铜陵有色（奥炉）	0	15	铜精矿	2020年6月
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020年8月
2020年合计	20	35		
紫金铜业有限公司（福建）	10	10	铜精矿	2021年
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	10	铜精矿	2021年
大冶有色	40	40	铜精矿	2021年
山东烟台国润铜业	8	8	铜精矿	2021年
2021年合计	68	68		
中条山有色金属集团有限公司	18	18	铜精矿	2022年
水口山有色	20	20	铜精矿	2022年
合计	38	38		

数据来源：SMM

2、中国精炼铜产量：产量持续修复

今年受疫情影响，一季度国内精铜产量大幅下滑，而后随着复工复产稳步推进，精铜产量稳步回升。根据国家统计局数据，中国 11 月精炼铜 94.5 万吨，同比增长 0.7%，单月产量创下纪录新高；1-11 月精炼铜产量 942.2 万吨，同比增加 5.7%。可以看出，二季度以来，国内精铜产量持续回升，并基本回到疫情前水平，且单月产量继续突破前高。但另一方面，相较于往年 10%的增速，今年 5-6%的累计涨幅相对偏低。

图 13 中国精炼铜产量变化



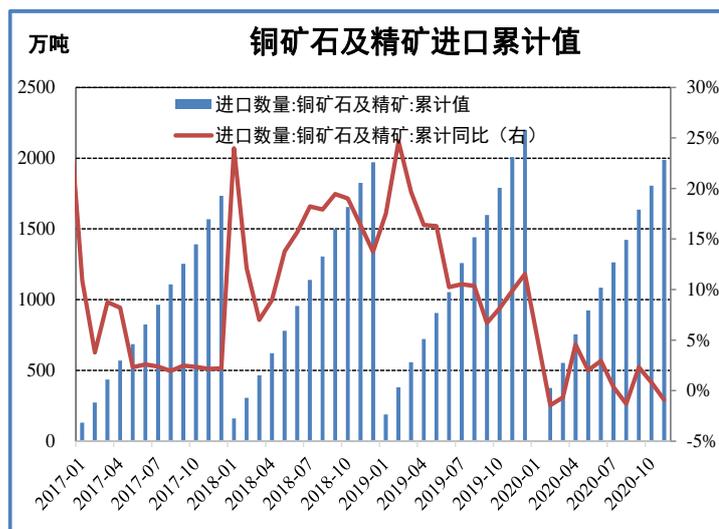
数据来源：SMM，ICSG

3、铜冶炼加工费 TC/RC 持续下滑

今年受海外铜矿产量下滑以及疫情对运输干扰的影响，国内铜精矿进口量有所下滑；2020年11月，铜精矿进口量183.1万吨，环比增长8.3%，同比下降15.1%。1-11月，铜精矿进口量1988万吨，较去年同期下滑0.9%，进口增速明显低于往年。在矿端趋紧情况下，铜精矿现货TC/RC持续走低。

2020年发往中国铜矿的长单TC/RC为62美元/吨和62美分/磅，但今年铜精矿现货TC费用冲高回落，重心进一步下移。铜精矿现货TC由年初60美元/吨下滑至年底50美元/吨，年度均价56.7美元/吨，同比2019年均值（64.5元/吨）下滑12.2%，较长单价格则下滑8.5%。

图 14 中国铜矿进口累积值及同比

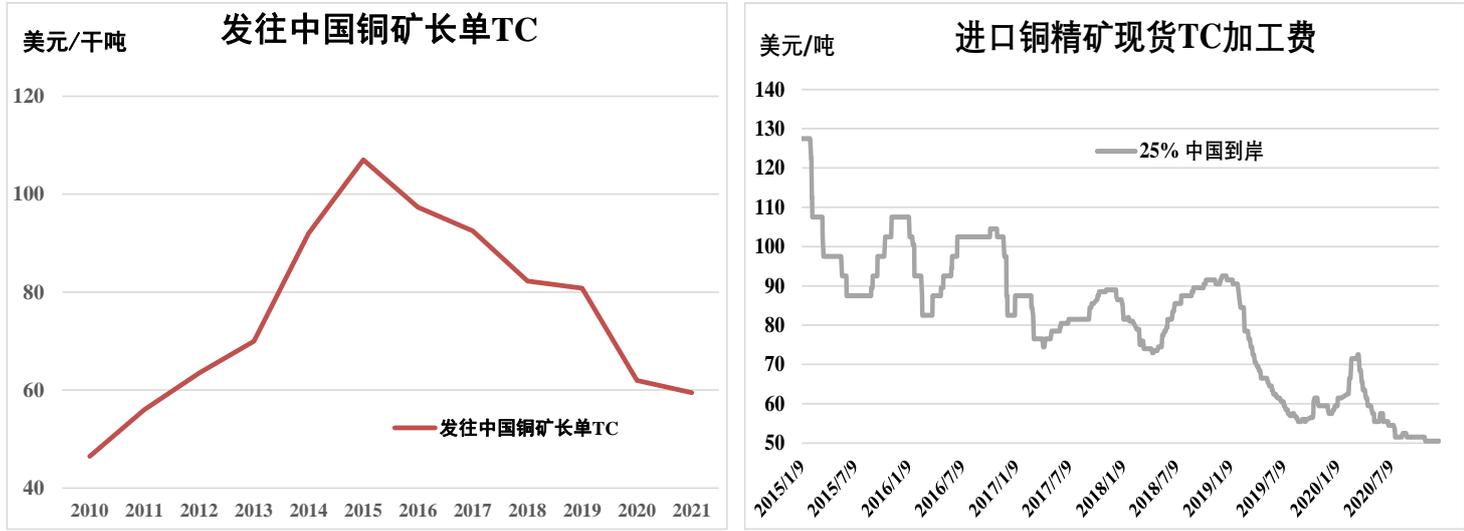


数据来源：Wind

2021年全球铜精矿虽有企稳回升预期，但国内冶炼产能增量较高，且年底现货铜精矿供应偏紧、加工费持续低位运行，导致市场对2021年铜精矿供应预期仍相对偏紧，铜精矿长协加工费进一步下滑。12月14日，中国铜业、

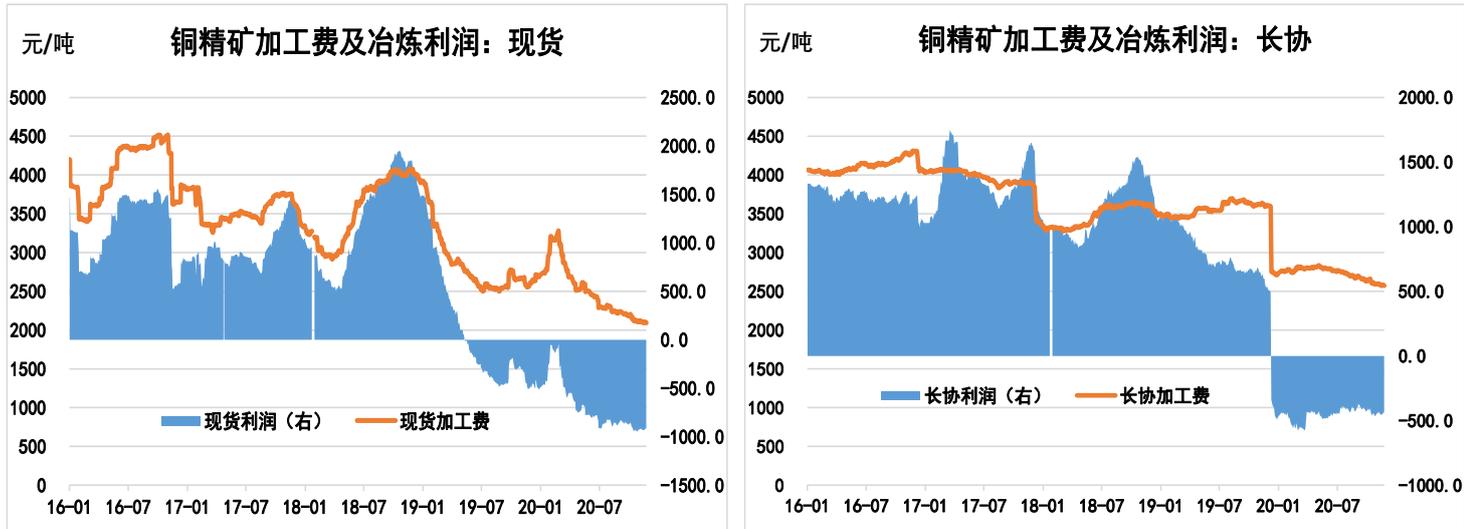
铜陵有色、江西铜业以及金川集团与自由港确定了 2021 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 59.5 美元/吨与 5.95 美分/磅，较 2020 年的 62 美元/吨下降 2.5 美元/吨。

图 15 进口铜精矿长单 TC 及现货 TC



数据来源：Wind, SMM

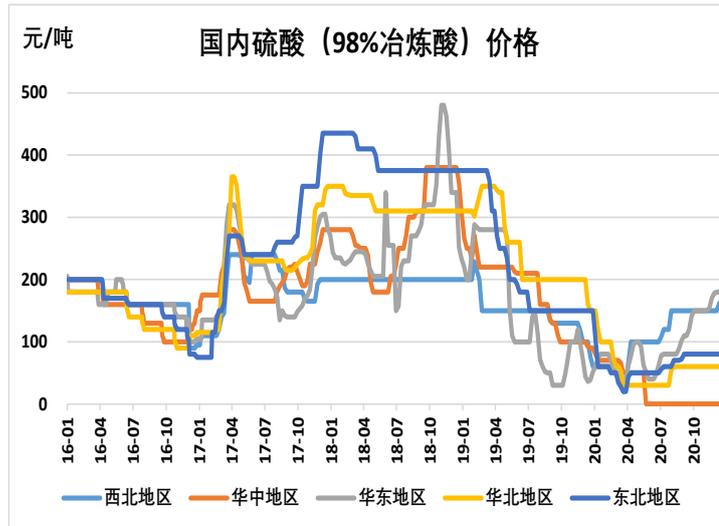
图 16 国内铜冶炼厂加工利润



数据来源：Wind, SMM

据了解，中国冶炼厂加工费盈亏平衡点在 55-75 美元/吨，取中间值为 65 美元/吨。2020 年以来，铜精矿长协及现货价格均偏低，叠加硫酸价格持续走低，冶炼厂生产普遍难有利润空间，特别采用现货铜精矿生产的冶炼厂亏损明显。而 2021 年铜精矿长协进一步下滑，若现货加工费同样低位运行，预计铜冶炼干扰率将上升，对冶炼新产能投产也将产生影响。

图 17 国内硫酸价格变化



数据来源: Wind

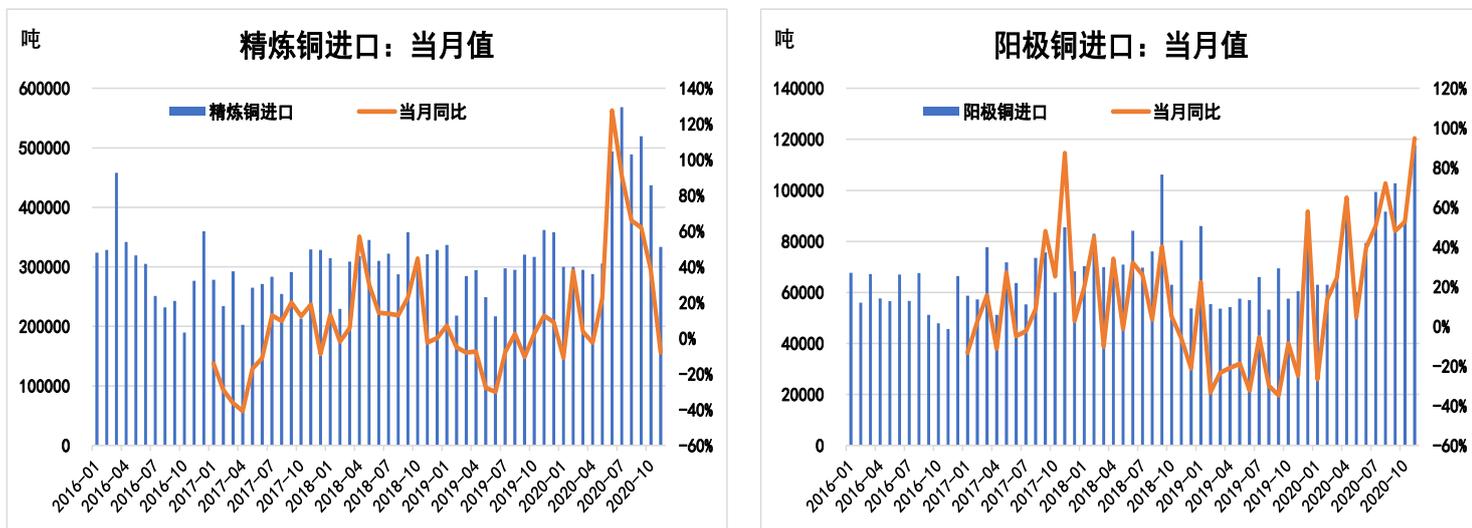
4、精炼铜及阳极铜进口大幅增加

2020年二季度铜进口窗口长时间打开,对进口起到明显促进作用,叠加人民币兑美元汇率明显升值,精炼铜及阳极铜进口明显增加。2020年1-11月进口精炼铜421.3万吨,累计同比大增34.8%;1-11月进口阳极铜92.0万吨,较去年同期大增36.7%。可以看出,今年国内铜精矿进口增速及产量增速略有下降,进口废铜大幅下滑,但精炼铜及阳极铜大量进口在一定程度上弥补了国内对精炼铜的需求。

表 2 精炼铜进口盈亏 (元/吨)

日期	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年				
					年度	Q1	Q2	Q3	Q4
现货	-595	-351	-322	-237	-124	-220	189	-332	-77
三个月	-492	-177	-237	-283	-225	21	-352	-347	-209

图 18 中国精炼铜及阳极铜进口





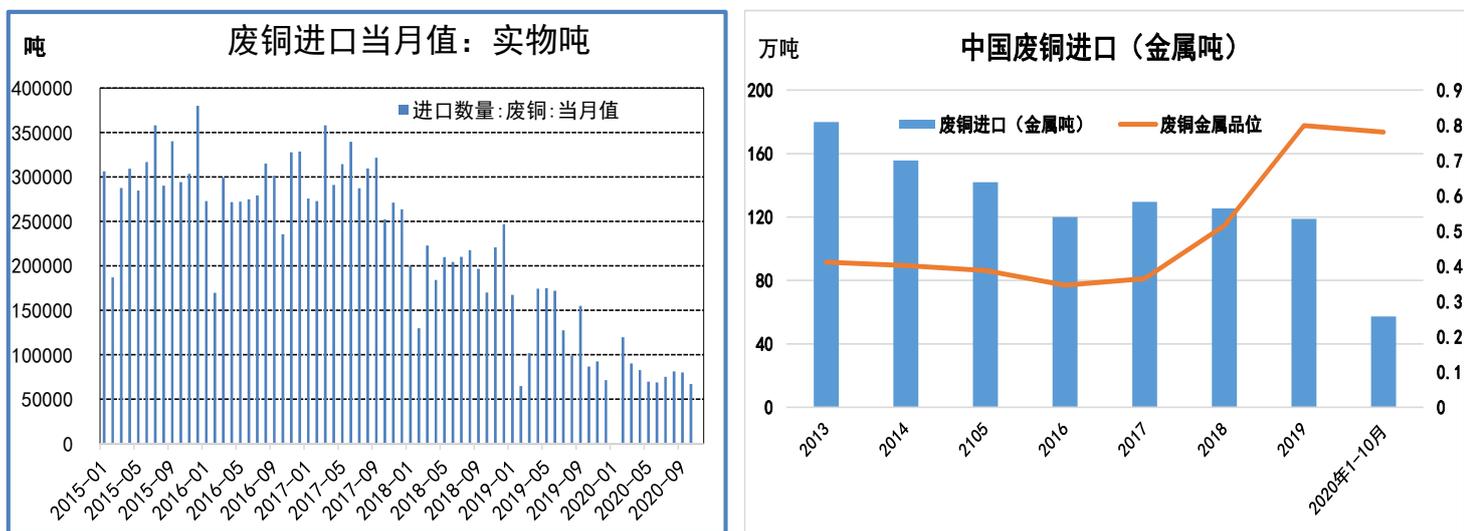
数据来源: Wind

5、废铜供应影响

近年来,我国对进口废铜政策不断收紧。自 2017 年 7 月开始,国内政策紧密出台要求加强对固体废物进口管理,2018 年逐渐限制“七类”废铜(包括废电线、废电机马达,散装废五金)进口,并从 2019 年 1 月 1 日开始,“七类”废铜禁止进口;紧接着,自 2019 年 7 月 1 日开始,“六类”废铜(包括 1#光亮线、2# 铜、紫杂铜、黄杂铜等)由《非限制进口类类可用作原料的固体废物目录》调入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》。受此影响,近年来,我国废铜进口量持续下滑,但进口废铜品位有所提升,整体废铜进口金属量下滑有限。

而受废铜进口政策趋严,以及疫情对废铜供应干扰影响,2020 年废铜进口量明显走低。2020 年 1-10 月,废铜进口实物吨 73.4 万吨,较去年同期大幅下滑 44.5%。与此同时,2020 年进口废铜平均品位约为 78%,依此计算 1-10 月进口废铜 57.3 万金属吨,较去年同期下降 48.5 万吨,降幅 45.8%。

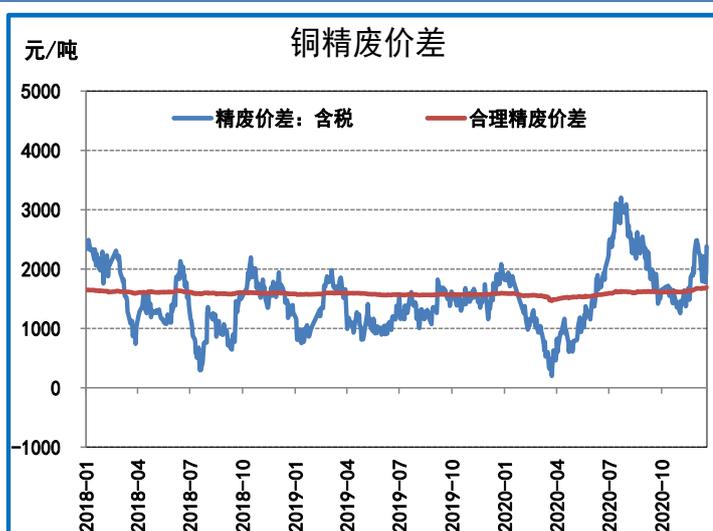
图 19 废铜进口量变化



数据来源: Wind, SMM

此外，根据 2018 年 6 月国务院公布的《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，在固体废物污染防治方面，“全面禁止洋垃圾入境，严厉打击走私，大幅减少固体废物进口种类和数量，力争 2020 年年底基本实现固体废物零进口”。而今年 10 月，生态环境部办公厅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发布，确定符合《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）标准的再生黄铜原料、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，自 2020 年 11 月 1 日起实施。根据 SMM 分析，再生原料标准对铜金属含量的规定基本符合市场预期，且目前的进口废铜中 90%以上可满足此标准，仅从铜含量即品位规定来看，目前废铜进口结构中大部分废铜可以满足再生铜标准。从该方面来看，未来废铜进口有望逐步恢复。

图 20 国内精废价差

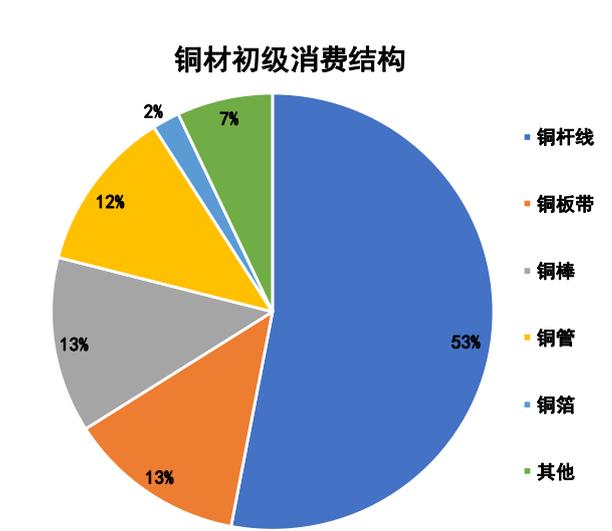
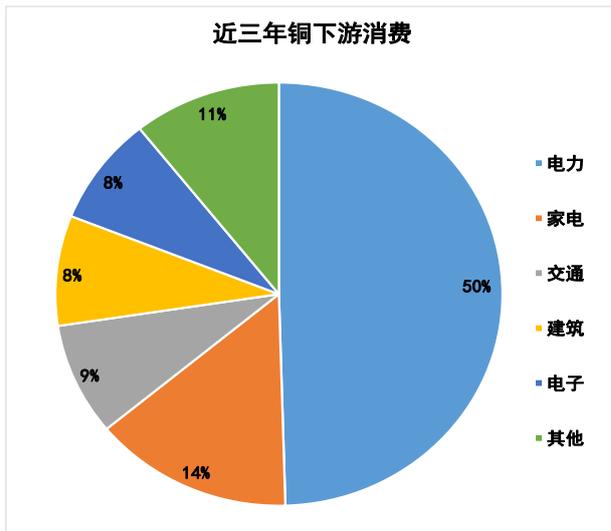


数据来源: Wind

(三) 铜下游消费

中国铜消费量快速增长，目前国内铜消费占全球铜消费总量约 50%，且近年来铜消费增量主要来自中国；国内主要铜消费领域包括，电力方面用铜占 50%左右；家电领域用铜量占比 14%；交通运输领域铜消费占比 9%，建筑及电子领域铜消费占比 8%左右。

图 21 中国铜消费结构

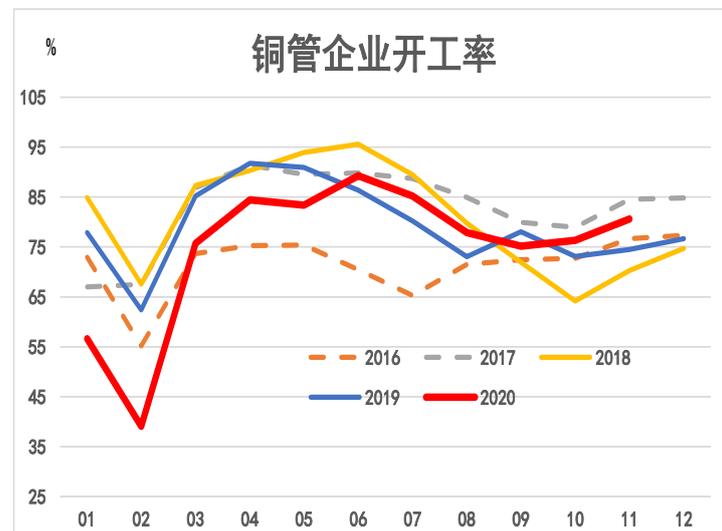
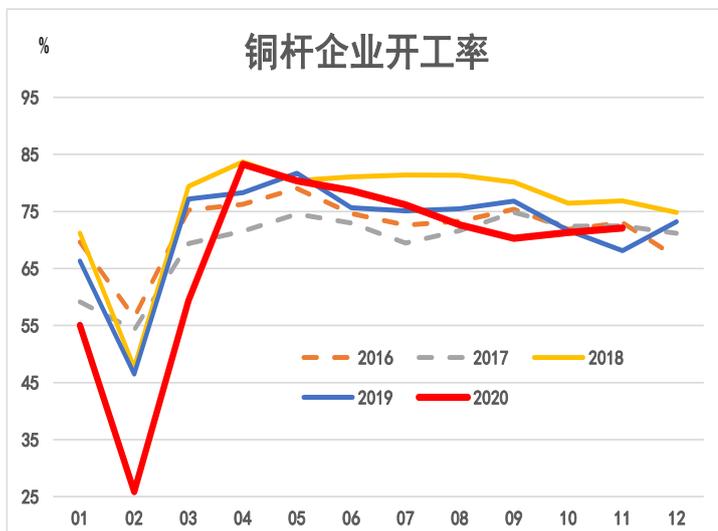


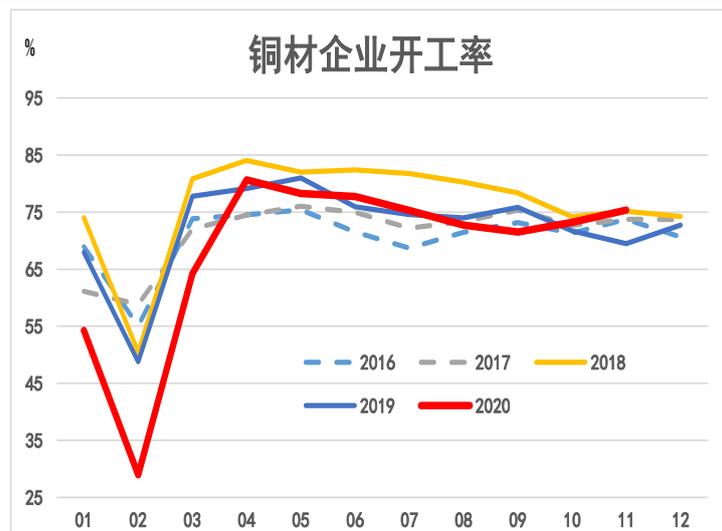
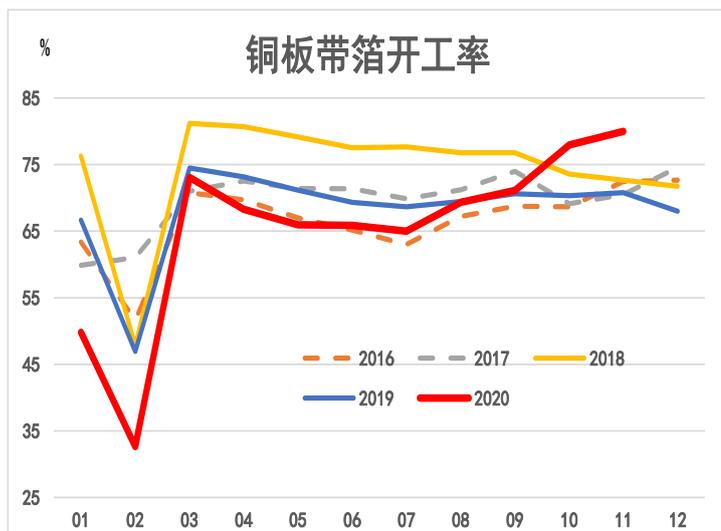
数据来源：百川盈孚、SMM

1、下游铜材企业开工率

2020 年一季度受疫情影响，下游企业开工率断崖式下跌；而后二季度随着复工复产推进，下游开工率持续提高并恢复至往年水平；三季度部分下游进入季节性消费淡季，开工率有所下滑；四季度，下游消费好转，整体铜材开工率出现翘尾。

图 22 铜材企业开工率





数据来源：SMM

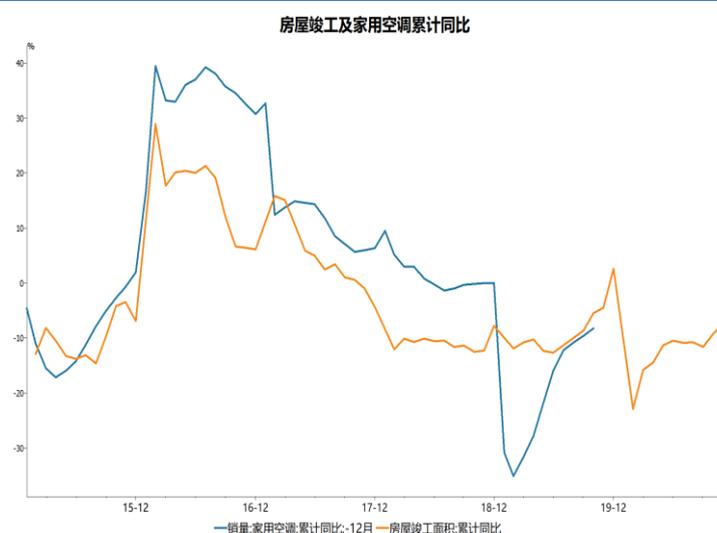
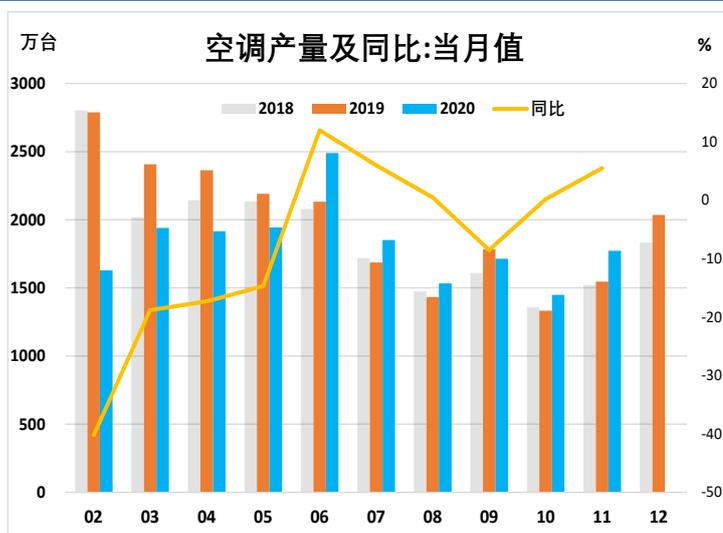
2、家电行业铜消费情况

空调方面，2020年1-11月，全国空调产量为18929万台，累计同比下降8.8%，下滑幅度较1-10月缩窄1.9个百分点；自6月份开始，空调产量回升，且在年底出现明显翘尾。此外，今年空调出口量同比出现明显回升，从往年数据来看，空调出口占国内产量比例约30%，而今年空调出口增速约为13%，依此计算空调出口对空调产量拉动约4个百分点。与此同时，国内空调库存继续累库，对空调产量增速或产生一定的拖累。

一般而言，空调销量较房屋竣工增速滞后约12个月时间，今年受疫情影响，空调销量及竣工速度均在上半年创下新低，而随着竣工增速的回升，预计空调产量有望保持稳中有升。

预计2020年空调产量下滑约在7%左右，空调用铜量平均5.5-6.5kg/台，估算2020年空调用铜量为122.0万吨，较2019年下滑8.5万吨左右。

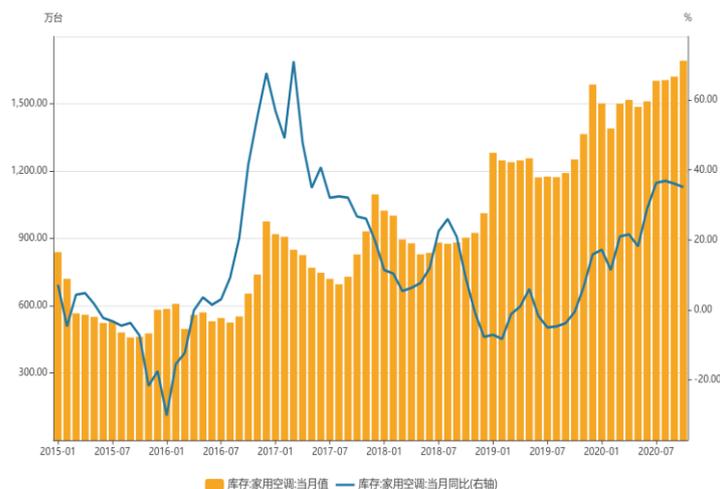
图 23 国内空调产量及库存



空调出口累计值及累计同比



家用空调库存及同比

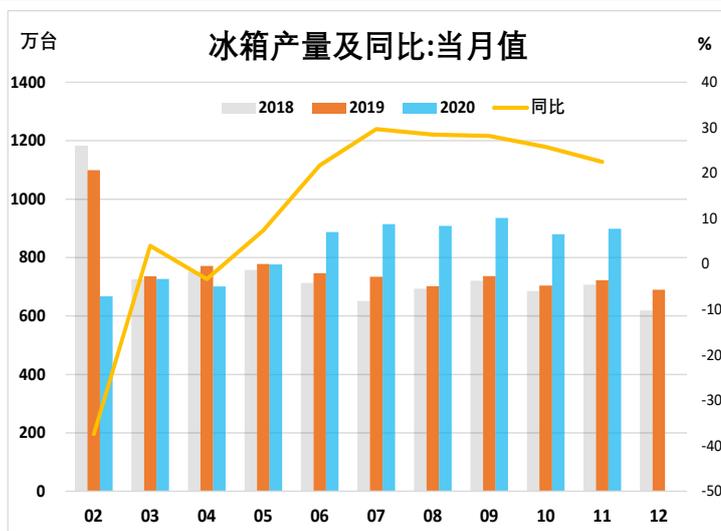


数据来源：Wind

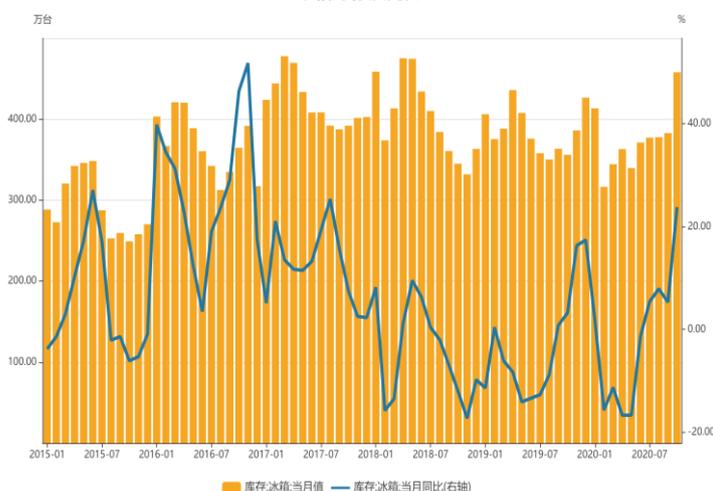
冰箱方面，2020年1-11月，全国冰箱产量为8260万台，累计同比增长6.3%，较1-10月份扩大2.3个百分点，且自6月份以来月度产量增速均同比20%以上，增速迅猛；此外，冰箱库存相对稳定，对冰箱产量影响较小。

预计2020年冰箱产量增速在8.5%左右，冰箱用铜量平均3.0kg/台，估算2020年冰箱用铜量为27.4万吨，较2019年增加2.2万吨左右。

图 24 国内冰箱产量及库存



冰箱库存及同比

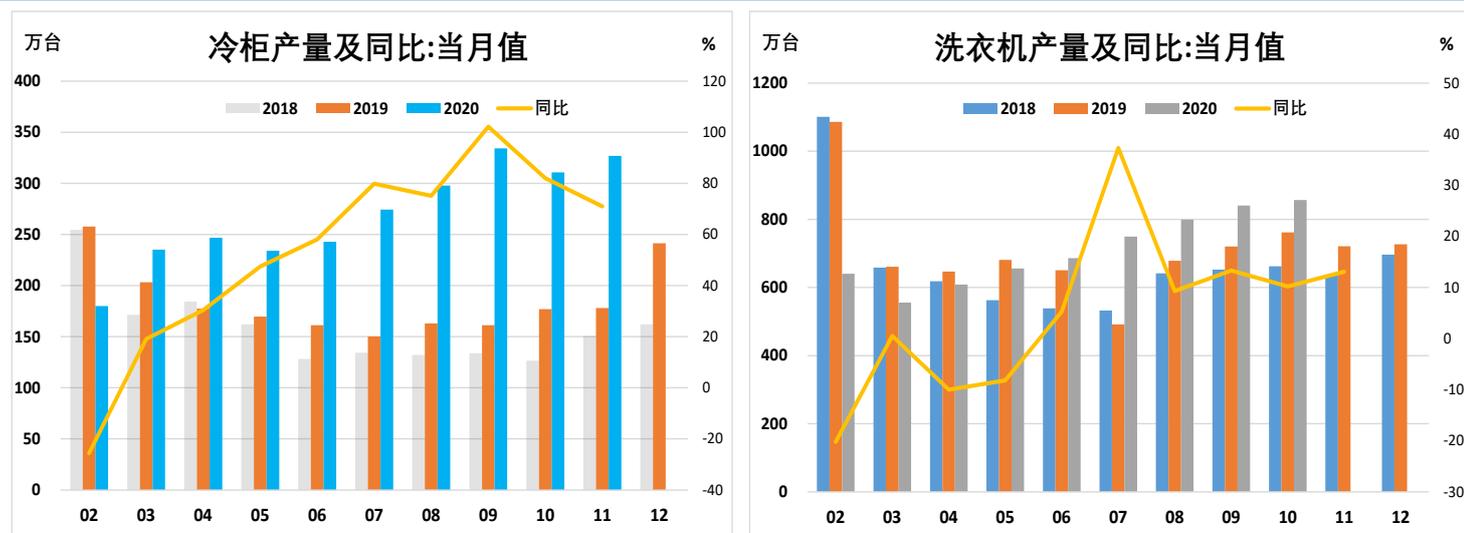


数据来源：Wind

冷柜方面，2020年1-11月，全国冷柜产量为2714万台，累计同比大幅增长51.7%，较1-10月份扩大1.8个百分点，二季度以来冷柜产量保持大幅增长；预计2020年冷柜产量增速在50%左右，冷柜用铜量平均3.0kg/台，估算2020年冷柜用铜量为9.1万吨，较2019年增加3万吨左右。

洗衣机方面，2020年1-11月，全国洗衣机产量为7228万台，累计同比上涨3.6%，增速较1-10月扩大2个百分点；预计2020年洗衣机产量较2019年同比增长5.5%左右，洗衣机用铜量平均0.5kg/台，估算2020年洗衣机用铜量为4.1万吨，较2019年增加0.2万吨。

图 25 国内冷柜、洗衣机产量及库存



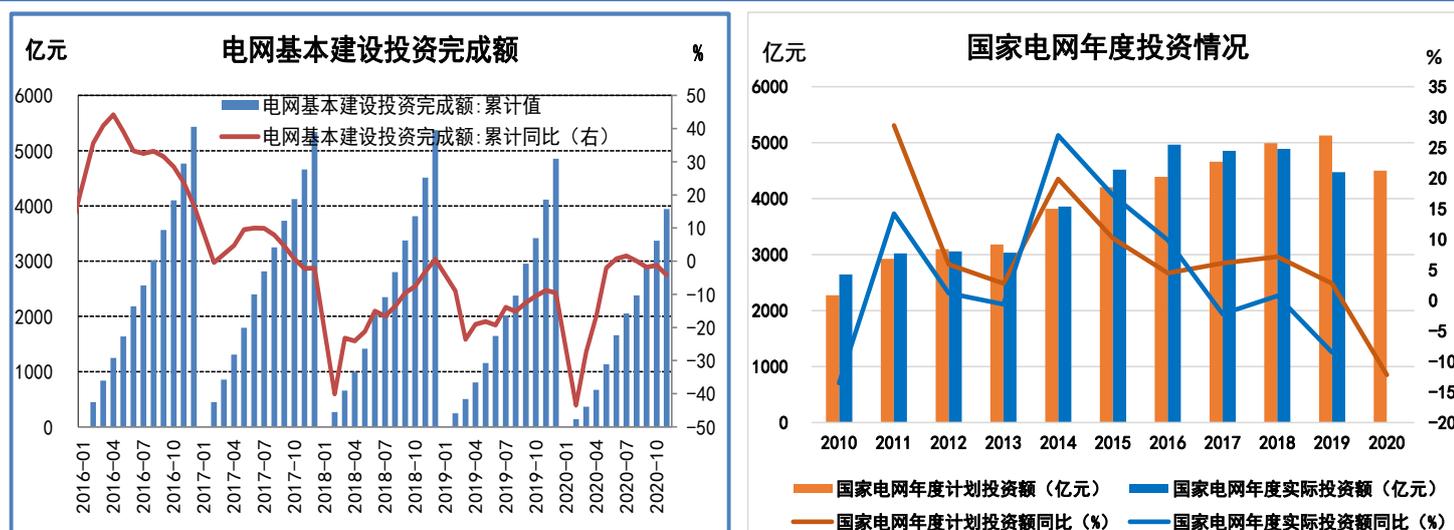
数据来源: Wind

整体来看, 2020 年空调用铜量减少约 8.5 万吨, 冰箱新增铜用量 2.2 万吨, 冷柜新增用铜量 3 万吨, 洗衣机用铜量增加 0.2 万吨; 2020 年主要家电铜用量 162.6 万吨, 同比 2019 年下滑约 3 万吨; 而由于 2020 年基数偏低, 且冰箱、冷柜等产量有望保持高增长, 预计 2021 年家电用铜增量较 2020 年小幅增长。

3、电网投资

2020 年 1-11 月国内电网投资累计完成额 4116 亿元, 累计同比下滑 4.2%, 下滑幅度较 1-10 月扩大 2.9 个百分点; 此外, 今年国家电网安排 2020 年电网投资 4500 亿元, 比年初计划的 4080 亿元上调 10%, 较 2019 年实际完成额则微增 0.6%。按今年的投资进展来看, 预计今年电网投资难以完成年度计划。

图 26 电网基本建设累计投资完成额



数据来源: Wind, SMM

此外, 2019 年 11 月 22 日, 国家电网公司发布《关于进一步严格控制电网投资的通知》, 要求充分认识严控

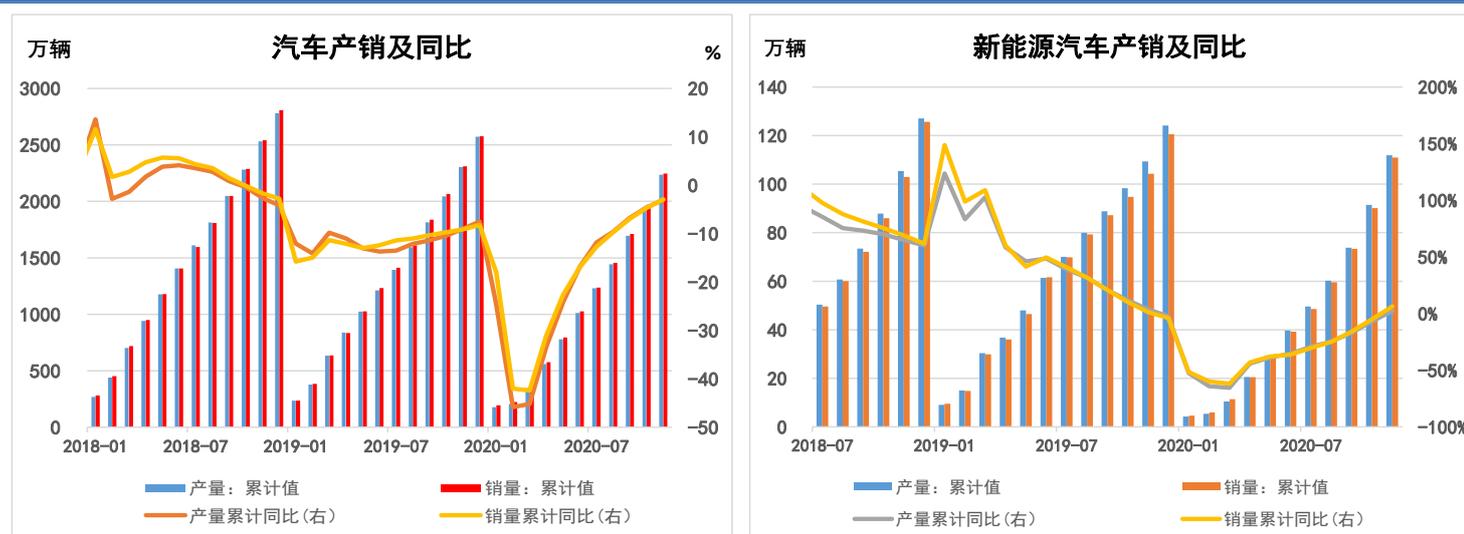
电网投资的重要性和紧迫性；以产出定投入，严控电网投资规模；狠抓亏损治理，亏损单位不再新增投资；聚焦效率效益，加强电网投资管理。而随着国内经济持续复苏、经济运行常态化，预计 2021 年电网投资维持稳中有降趋势。

4、汽车行业

2020 年 1-11 月汽车产销分别为 2237 万辆和 2247 万辆，分别同比下降 3.0%和 2.9%，下滑幅度持续缩窄；从当前增速来看，2020 年汽车产量预计下滑 1.5%左右，按传统汽车用铜量 30-35kg/辆，预计 2020 年汽车用铜量约为 88.7 万吨，较 2019 年下降约 1.3 万吨。

中汽协发布的《2021 年中国汽车市场预测报告》指出，中汽协预测 2021 年汽车总销量预计达 2630 万辆，同比增长 4%左右，带来约 3.5 万吨用铜增量。可以看出随着国内各项政策推出对汽车行业产生支撑，2021 年汽车行业对铜消费产生一定提振。

图 27 传统汽车与新能源汽车产量



数据来源：Wind

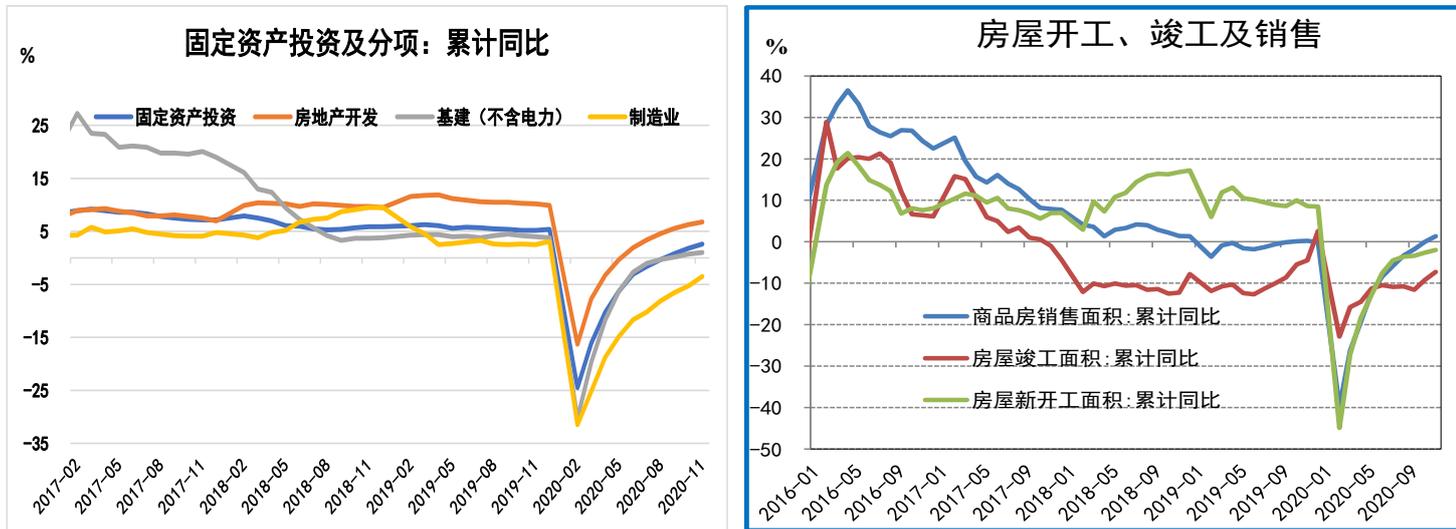
与此同时，新能源汽车表现同样低迷，2020 年 1-11 月，新能源汽车产销分别为 112 万辆和 111 万辆，分别同比增长 2.4%和 6.4%；新能源汽车用铜量 70-80kg/量（混合动力电池需要用铜 60 公斤/辆，纯电动至少需要用铜 83 公斤/辆，而其中电动巴士的铜使用量介于 224-369 公斤/辆，因此纯电动新能源汽车用铜量暂按 100 公斤/辆计算），预计 2020 年新能源汽车铜用量为 9.1 万吨，较 2019 年提高 0.5 万吨；此外，中汽协预测，2021 年新能源汽车产销 180 万辆，同比增长 40%左右，将对铜需求拉动约 3.5 万吨。

5、固投及房地产

2020 年 1-11 月，固定资产投资完成额累计同比增长 2.6%，增速较 1-10 月提高 0.8 个百分点；分项来看，房地产投资继续保持较高增速，同比增长 6.8%，较 1-10 月 0.5 个百分点；制造业投资下滑 3.5%，下滑幅度缩窄 1.8

个百分点；基建投资增速为 1.0%，较 1-10 月扩大 0.3 个百分点。综合来看，固定资产投资稳步回升，其中制造业投资增速加快修复，且后续有望加快修复速度，并带动固定资产投资继续回升。

图 28 固投及房地产投资



数据来源: Wind

2020 年 1-11 月，房屋新开工累计同比-2.0%，较前值缩窄 0.6 个百分点；1-11 月房屋竣工累计同比-7.3%，较前值缩窄 1.9 个百分点；房屋销售面积累计同比 1.3%，较前值扩大 1.3 个百分点。而国内房地产仍处于严格调控中，预计房地产表现难以带动铜消费提升，但另一方面随着竣工面积的回升，其对后续电线及家电消费或产生一定的支撑。

(四) 铜供需平衡

1、国内外铜供需情况

2020 年，国内外铜消费有所分化，随着中国复工复产持续推进，国内对铜消费保持强劲增长，叠加废铜进口大幅下滑，精铜替代明显，据 SMM 估算，2020 年国内铜消费 1283 万吨，同比增加 78 万吨 (+6.5%)。而受到疫情相关封锁的影响，海外铜消费预计下滑 73 万吨，ICSG 预计 2020 年全球铜短缺约 5 万吨。

展望 2021 年，随着疫苗接种推广，全球经济有望迎来复苏，并带动精炼铜需求的提升。而随着海外主要经济体生产的恢复，预计中国产业替代作用减弱，精炼铜消费或呈现外强内弱局面。SMM 预计 2021 年中国精炼铜消费 1226 万吨，同比下降 57 万吨 (-4.4%)。海外铜消费则有望迎来明显上涨，预计 2021 年海外铜消费 1249 万吨，同比增加 84 万吨 (+7.2%)。此外，精炼铜产量有望提升约 40 万吨 (+1.60%)，ICSG 预计 2021 年全球铜过剩约 7 万吨。

表 3 精炼铜供需平衡表

年份		2017	2018	2019	2020E	2021E
供给	中国	830.3	873	894	925	961

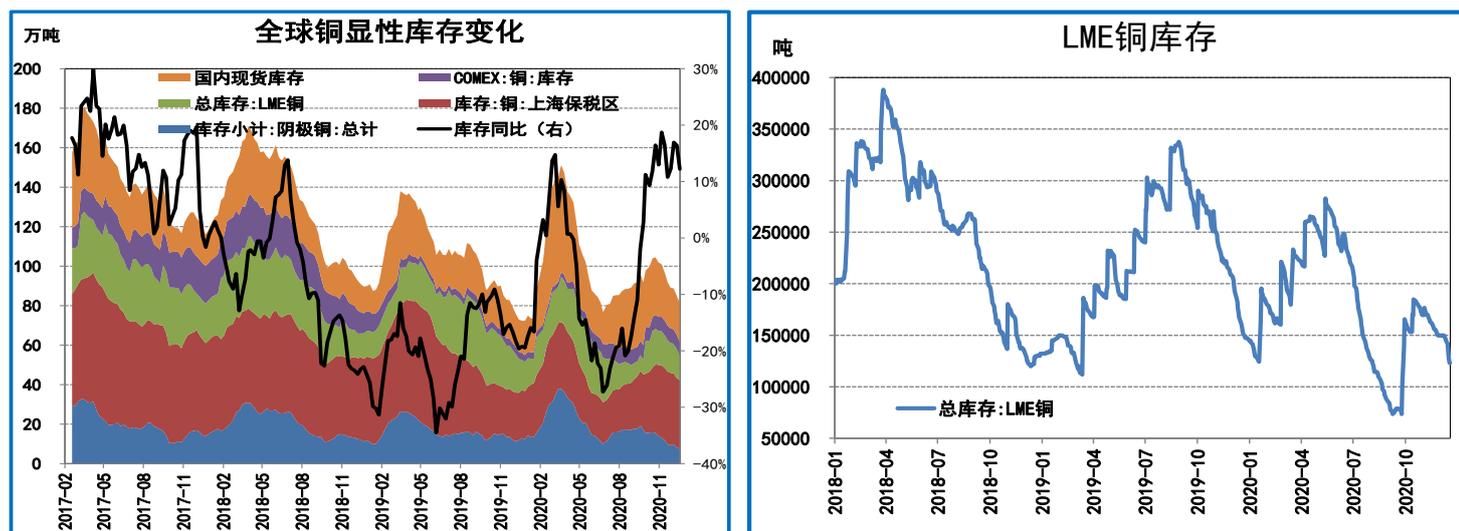
	海外	1477.9	1480	1511	1518	1521
	全球	2308.2	2353	2405	2443	2482
	同比	1.48%	1.94%	2.21%	1.58%	1.60%
需求	中国	1105.4	1199	1205	1283	1226
	海外	1198.9	1190	1238	1165	1249
	全球	2304.3	2389	2443	2448	2475
	同比	2.10%	3.68%	2.26%	0.20%	1.10%
供需平衡	中国	-275.1	-326	-311	-358	-265
	海外	279	290	273	353	272
	全球	3.9	-36	-38	-5	7

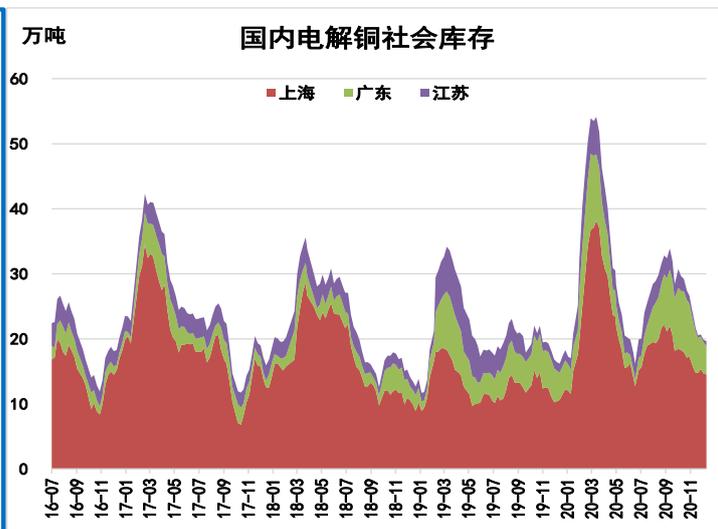
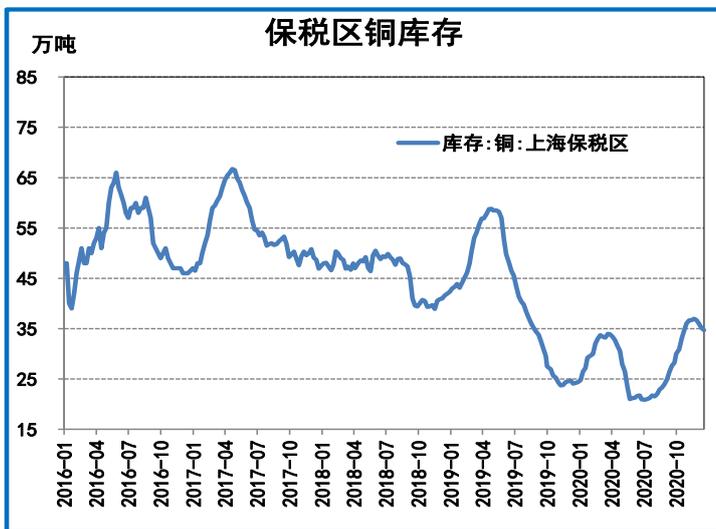
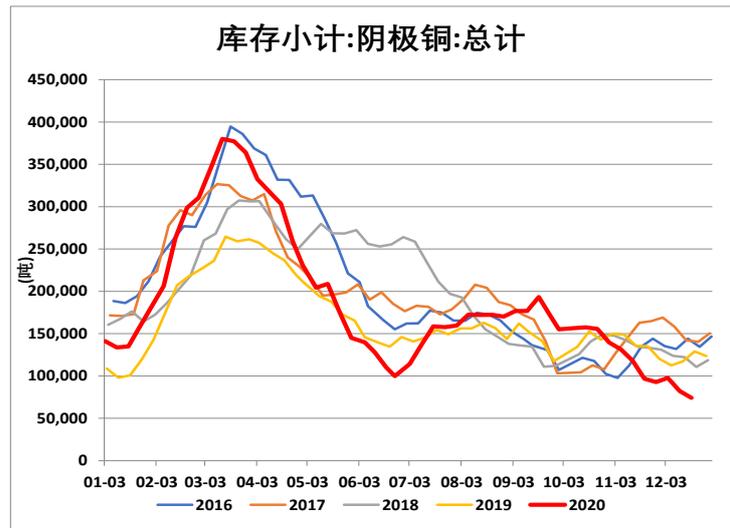
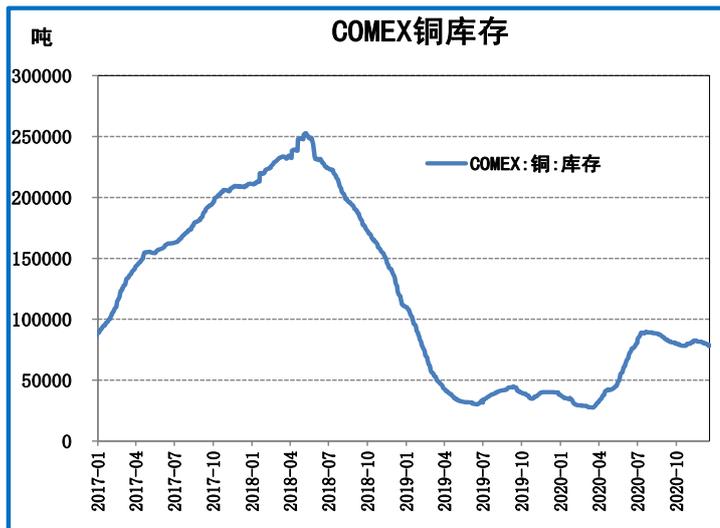
数据来源：SMM，ICSG

2、全球铜显性库存

2020年，疫情对工业生产及下游消费产生影响，精铜库存出现累库，但累库幅度有限。截至2020年12月18日，全球铜显性库存81.2万吨，较2019年底增加8.8万吨，增幅12.2%。其中，1) LME铜库存为12.3万吨，同比下降3.1万吨(-20.1%)，库存处于历史相对低位；2) COMEX铜库存为7.1万吨，同比增加3.5万吨(+96.2%)，美国疫情持续发酵，库存明显累库；3) 上期所铜库存7.4万吨，同比下降5.5万吨(-42.5%)，国内经济持续复苏，对铜消费产生支撑；4) 上海保税区库存为34.7万吨，同比增加10.5万吨(+43.4%)，今年铜进口窗口打开时间有限，下半年保税铜库存持续累库；5) 国内铜现货库存为19.6万吨，同比增加3.5万吨(+21.3%)。

图 29 全球铜显性库存变化





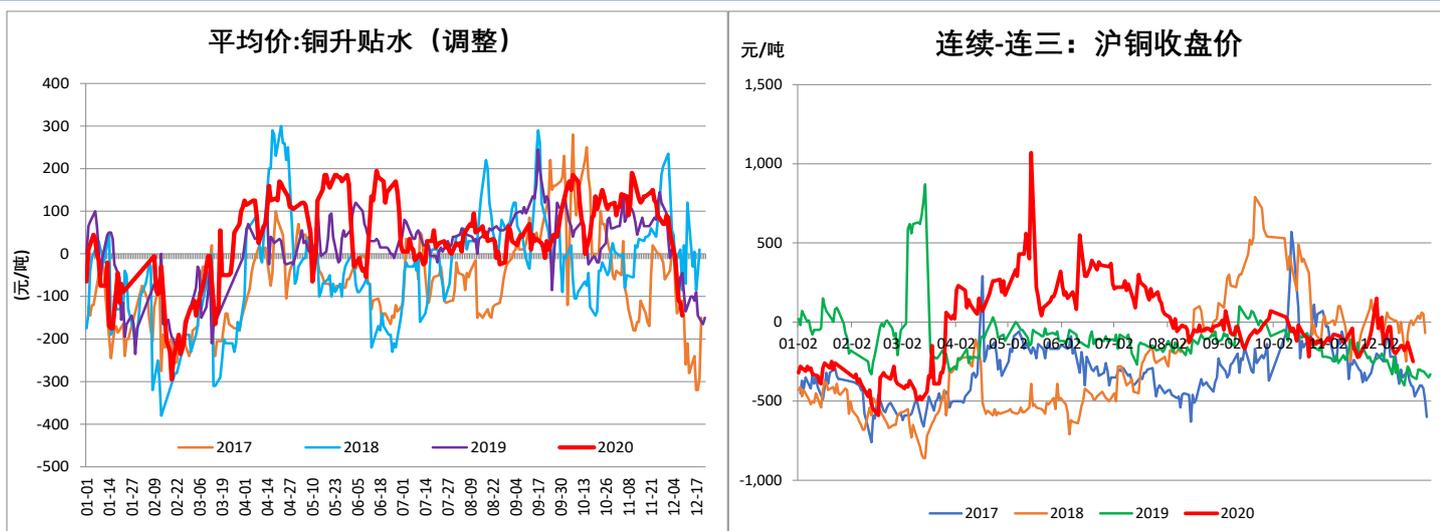
数据来源: Wind

3、升贴水及月间价差变化

2020年二季度需求大幅好转, 现货持续保持较高升水, 而四季度在去库带动下现货升水保持高位, 带动2020年现货升水较往年出现明显上涨。具体来看, 2020年平水铜现货升水37元/吨, 升水较2019年缩窄15元/吨, 此外若不考虑2019年增值税下调期间现货升水, 则2020年升水较2019年扩大24元/吨; 此外, 2017及2018年现货分别贴水64元/吨和32元/吨; 与之相对应的, 2020年连续(近月)对连三的月间价差则收窄明显, 今年均值连续-连三均值为-37元/吨, 而2017-2019年均值则分别为-313元/吨, -245元/吨和-102元/吨。

2021年铜精矿长单TC仅59.5美元/吨, 基本处于大中型冶炼厂盈亏平衡线附近, 2020年冶炼厂将面临较大的经营压力, 叠加国内经济持续修复对基本金属消费产生支撑, 且国内库存处于相对低位, 对现货及近月价格将产生支撑, 在价差合适时可考虑正套结构操作。

图 30 铜升贴水及月间价差



数据来源: Wind

四、结论及展望

(一) 结论

宏观方面: 2020 年受新冠疫情影响, 全球经济受重挫, 多国二季度 GDP 创下历史最差表现; 而随着各国加强疫情防控措施以及推出各项刺激政策, 全球经济活动有所好转。特别是中国在快速控制疫情后推进复工复产, 国内经济稳步复苏, 各项经济指标持续向好, 并有望成为 2020 年唯一实现经济正增长的主要经济体。而海外疫情则多次反弹, 全球疫情仍不容乐观, 但疫苗进展取得利好, 部分国家开始接种疫苗; 此外, 海外主要经济体复苏势头有所放缓, 市场对新一轮刺激方案预期再起。对于后续而言, 宏观方面主要关注三方面因素: 一是随着疫苗接种, 全球疫情的变化; 二是全球新一轮刺激方案的力度; 三是全球经济的复苏进展, 特别是欧美及中国的经济复苏情况。

供需基本面: 2020 年疫情对铜消费产生明显抑制, 特别是海外铜消费大幅下滑, 而中国经济稳步复苏对铜消费产生支撑, 全球精铜消费出现小幅增长; 疫情对铜矿生产产生干扰, 但得益于中国精炼铜产量稳步提升, 2020 年铜产量继续保持增长, 预计 2020 铜小幅短缺, 但短缺幅度缩窄; 展望 2021 年, 随着海外主要经济体生产的恢复, 预计中国产业替代作用减弱, 精炼铜消费或呈现外强内弱局面, 全球铜消费增速小幅提升。而铜矿生产恢复以及新投产产能释放, 有望推动 2021 年精铜产量继续上涨, 预计 2021 年铜供应小幅过剩。

(二) 展望

展望: 基本面方面, 随着部分铜矿生产恢复以及新投产产能释放, 预计 2021 年铜矿将迎来明显增长, 并推动精铜产量进一步上涨, 2021 年供需由小幅短缺转为小幅过剩; 但由于疫苗推广接种仍需时日, 明年上半年南美铜矿生产仍面临较大考验, 且新增产能主要集中在下半年, 上半年铜矿供应压力较小。此外, 2021 年铜精矿长单继

续下滑，并低于国内冶炼厂成本线，因此明年精铜产量能否如期释放仍有待观察。而当前全球铜库存处于相对低位，基本面对铜价存在支撑，沪铜继续关注买近卖远正套策略。此外，随着海外主要经济体生产的恢复，预计中国产业替代作用减弱，精炼铜消费或呈现外强内弱局面，关注内外盘买伦铜卖沪铜正套机会；宏观层面，全球疫情持续发酵，欧美国家经济复苏势头放缓，为促进经济复苏，全球推出新一轮刺激方案，全球货币流动性保持宽裕；而疫苗研究取得重大进展，部分国家开始接种疫苗，且在明年上半年有望在部分国家大规模接种，届时或将有助于疫情控制，并有利于全球经济的复苏，进而带来通胀预期的抬升。而中国经济稳步复苏，各项经济持续向好，对基本金属消费产生支撑。整体来看，明年上半年宏观宽松环境有望继续推升铜价，铜价重心或进一步上移。下半年行情则主要取决于疫情发展及全球刺激政策能否持续。

以上内容，仅供参考

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否



符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险 入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读



长按二维码进入小程序