

## 摘要

受今年的疫情影响，2020 年全球铜矿产能和运输受到冲击导致供应端紧缺，需求端在疫情恢复之后逐渐走旺，加上在流动性溢价的基础上，铜价受到投资者的追捧，呈现出一个巨型“V”字走势。2021 年，供应端预计对产出无实质性的影响，消费端随着 2020 年下半年全球铜消费增加，中国消费强于国外，预计 2021 年全球铜消费随着疫情好转还会继续出现增长，同时预计国外的铜消费增速将大于国内。目前库存整体处于偏低水平。综合而言，2021 年一季度铜价可能会继续冲高，但可能会出现后劲不足的情况，伴随着铜矿供应端的增加，中国消费增长放缓，铜价存在下行的压力。总体而言，2021 年铜价有望上行，但从时间点上预计上半年走势将强于下半年。

风险点：病毒变异疫情再次大规模爆发，疫苗的适用性不及预期；消费需求不及预期。

## 目 录

第一章 2020 年铜价行情回顾 .....	4
第二章 宏观分析 .....	5
2.1 中国疫情率先好转，经济增长领先全球 .....	5
2.2 流动性溢价成为疫情之后铜价上涨的主要动力 .....	8
2.3 美元指数中长期仍存贬值压力利好铜价 .....	8
第三章 基本面分析 .....	9
3.1 供应分析 .....	9
3.2 精炼费粗炼费 .....	12
3.3 废铜 .....	12
3.4 终端消费 .....	14
3.5 库存 .....	17
第四章 总结与展望 .....	18
免责条款 .....	20

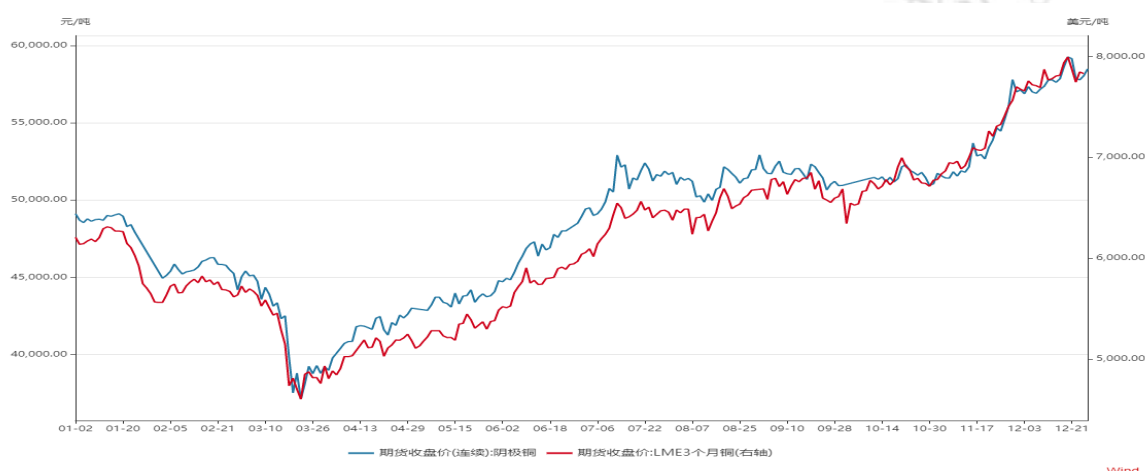
## 图表目录

图 1	铜期货价格走势	4
图 2	中国 2020 年 PMI 指数	5
图 3	美国 2020 年 PMI 指数	6
图 4	中国工业利润总额累计值与累计同比	6
图 5	中国 GDP：不变价：当季同比	7
图 6	美元指数与铜价	9
图 7	ICSG 铜矿与精炼铜产量	10
图 8	中国精炼铜月度产量	10
图 9	中国精炼铜月度进口	11
图 10	现货 TC	12
图 11	废铜月度进口	13
图 12	国内电网投资量	14
图 13	国内房地产市场	15
图 14	汽车月度产量	15
图 15	空调月度产量	16
图 16	上海伦敦纽约三大交易所铜库存	17
图 17	COMEX 铜非商业净持仓	19

# 流动性溢价和疫情主导今年铜价走势 ——2021 年铜市场年报

## 第一章 2020 年铜价行情回顾

图 1 铜期货价格走势



(数据来源：博易大师，锦泰期货投资咨询部)

2020 年铜价走势可以用“波澜壮阔”来形容，受今年的疫情影响，呈现出一个巨型“V”字走势。第一季度中国、欧美地区先后集中爆发新冠疫情导致铜价单边下跌，中国严厉的管制措施一度让铜消费停滞，3 月份沪铜库存见顶，严重的供应过剩推动铜价不断下跌到见底。伴随着中国疫情好转，消费复苏，铜价才逐渐止跌回升。国外则是美联储于 3 月中旬出台无限量 QE，才稳住恐慌的金融市场。第二季度欧美随疫情好转逐渐复工，但南美疫情却开始爆发，铜矿运输受到影响，供需错配推动铜价上涨。第三季度，由于没有新的重要主导因素，铜价在三季度形成震荡趋势，美元走弱成为铜价支撑的主要因素。第四季度，拜登赢得美国大选提振投资

者对宏观经济的乐观预期，另一方面年底新冠疫苗的出现进一步增强投资者对经济恢复的预期，导致欧美疫情二次爆发的担忧也随之减弱，铜价在经历第三季度震荡之后再度开始上行。

## 第二章 宏观分析

### 2.1 中国疫情率先好转，经济增长领先全球

受全年不断的疫情影响，2020 年无论是欧美发达地区还是南美东南亚等地区，经济增长都受到了不同程度的阻碍，但是中国的疫情由于严格的管制措施，经济层面只是在第一季度受到阻碍，在 3 月份疫情好转之后，强大的需求层面使得经济增长在全球遥遥领先，是全球主要经济体中唯一实现正增长的国家。

从 2020 年全年的制造业 PMI 可以看到，3 月中国制造业 PMI 迅速回升到荣枯线之上的 52%，之后几个月连续位于荣枯线 50% 上方。美国、欧洲等经济发达体受疫情未能及时有效控制的影响复苏有所滞后，但是在 6 月之后便也呈现出较强的复苏。美国 6 月份 ISM 制造业 PMI 在 52%、欧洲 7 月制造业 PMI 在 51.8%。到 11 月美国 ISM 制造业 PMI 升到 57.5%，欧元区 PMI 升到 53.8%。

图 2 中国 2020 年 PMI 指数

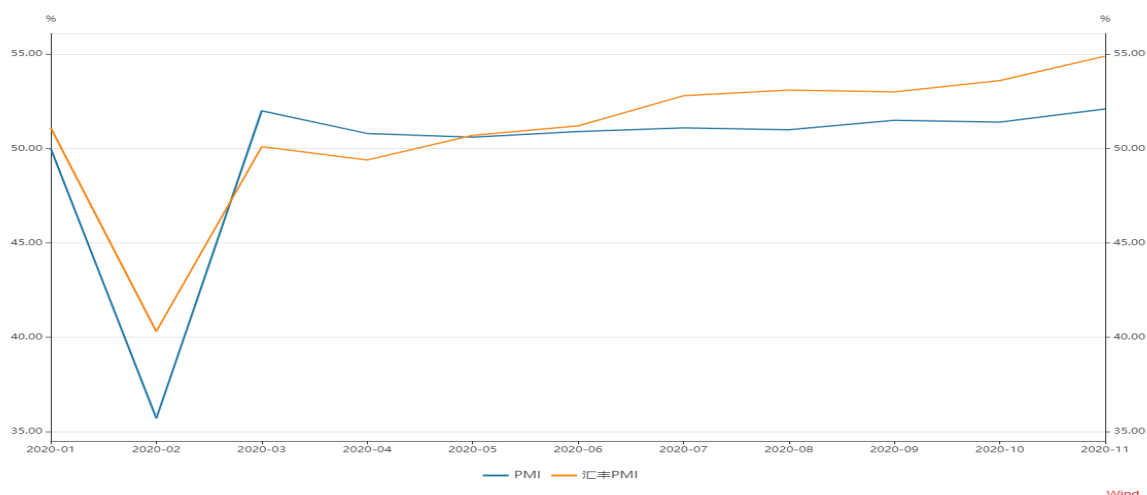
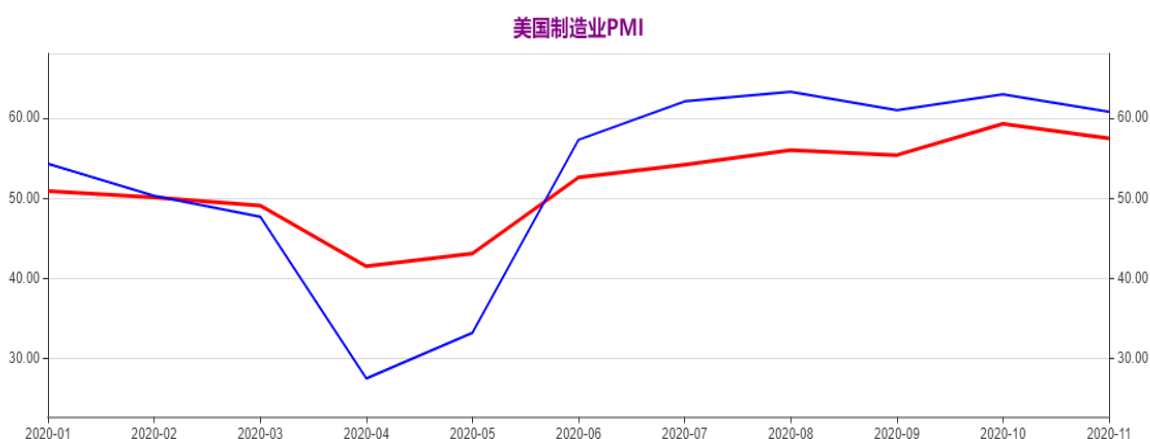


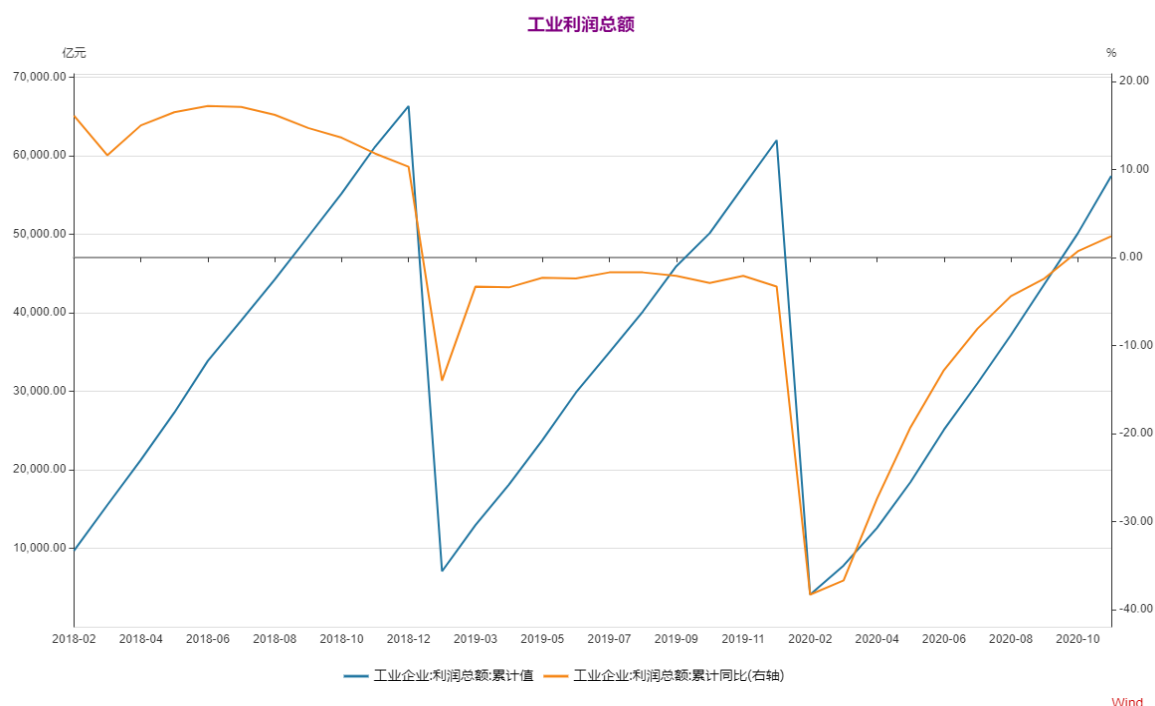
图3 美国2020年PMI指数



（数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部）

从中国的工业利润总额情况看到，工业企业利润在3月份见底之后就持续回升一直到年底，预计2021年疫情好转之后将稳步回到前几年的趋势，中国的经济恢复势头持续好转。

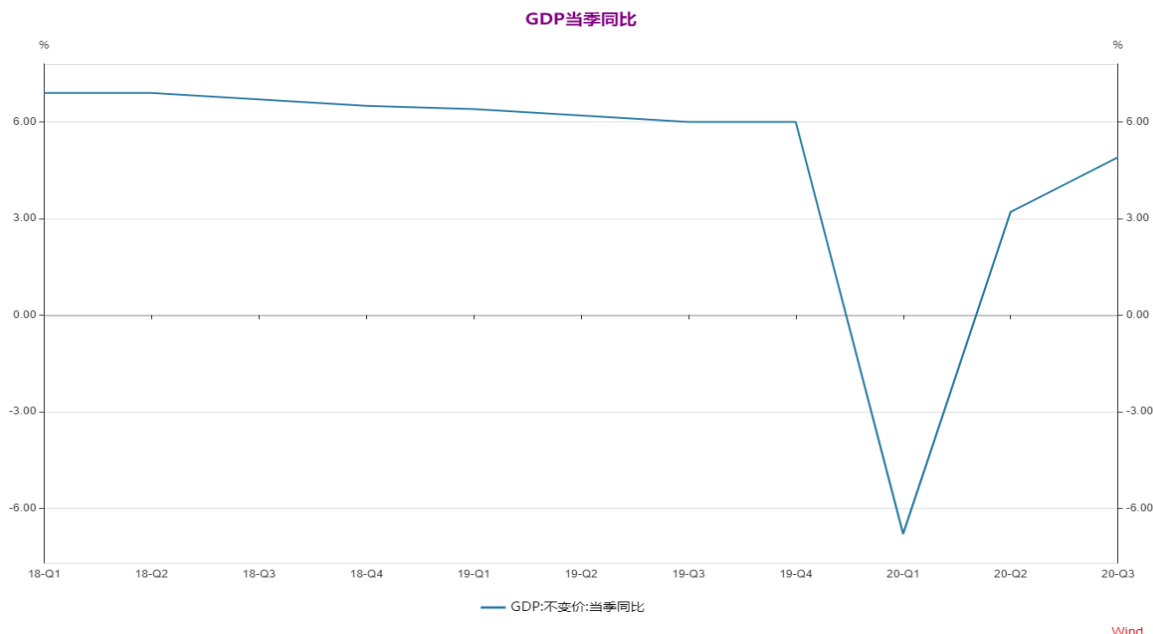
图4 中国工业利润总额累计值与累计同比



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

2020 年中国一季度 GDP 同比下滑 6.8%，和 PMI 指数呈现的趋势几乎没有区别，在第二季度疫情好转之后，第三季度 GDP 同比增加 4.9%，经济增速由负转正，在预期疫情好转的情况下，明年国内经济还是会延续复苏的趋势。

图 5 中国 GDP：不变价：当季同比



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

## 2.2 流动性溢价成为疫情之后铜价上涨的主要动力

2020 年在美国疫情爆发之后就开始无限量 QE。3 月 23 日, 美联储宣布了包括开放式的资产购买, 扩大货币市场流动性便利规模, 无限量按需买入美债和 MBS 等措施。之后在短短两个月内大幅扩表, 因此流动性泛滥也是铜价上涨的直接推手。随着 2020 年底特朗普签署了新冠纾困法案之后, 当前全球经济的流动性还会有可能延续扩张的势头, 这意味着铜消费远期前景偏乐观。

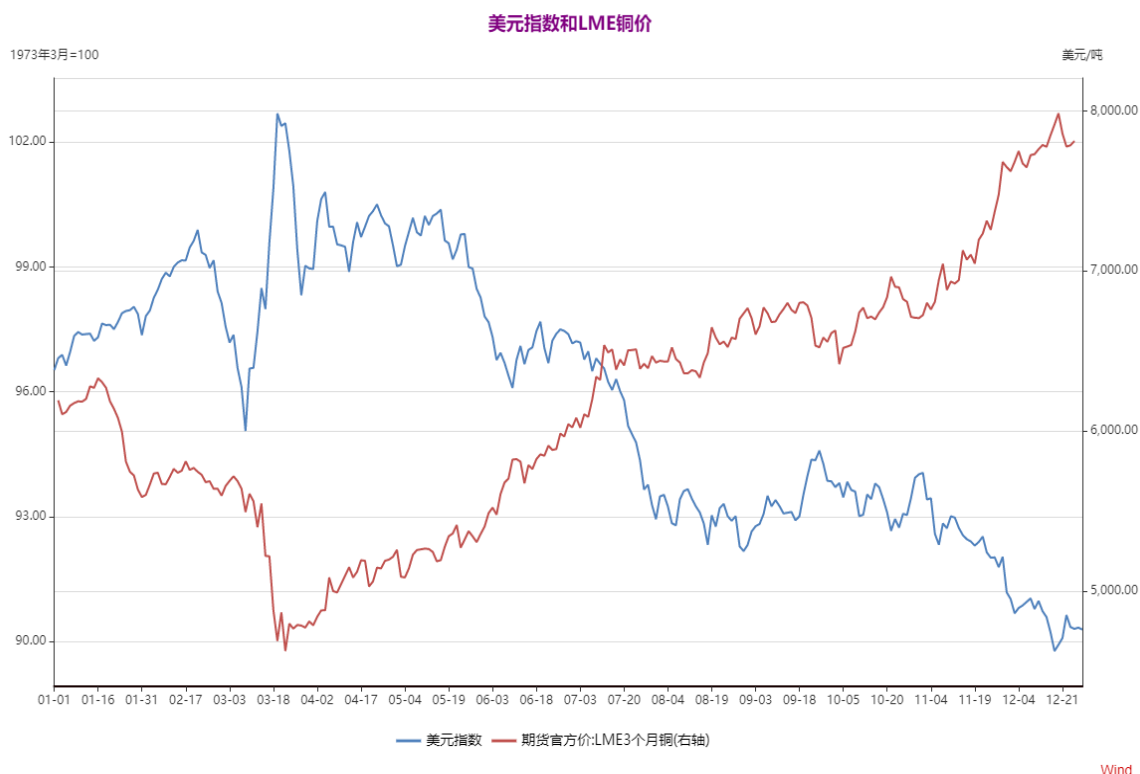
## 2.3 美元指数中长期仍存贬值压力利好铜价

随着市场流动性溢价之后, 市场对美元流动性需求边际减弱导致美元指数出现下跌, 从相关系数统计来看, 这对铜价形成了强有力的支撑。从美元指数基金净持仓变动来看, 基金对美元指数中长期押注偏空。另一方



面，在今年全球贸易萎缩的背景下，中国商品贸易出口强劲，贸易顺差大幅增长，并且服务贸易逆差大幅收窄，直接的结果就是资金流入国内，我们看到今年人民币非常强势，年内上涨将近 7%。综合来看，我们认为美元指数中长期仍存贬值压力。

图 6 美元指数与铜价



(数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部)

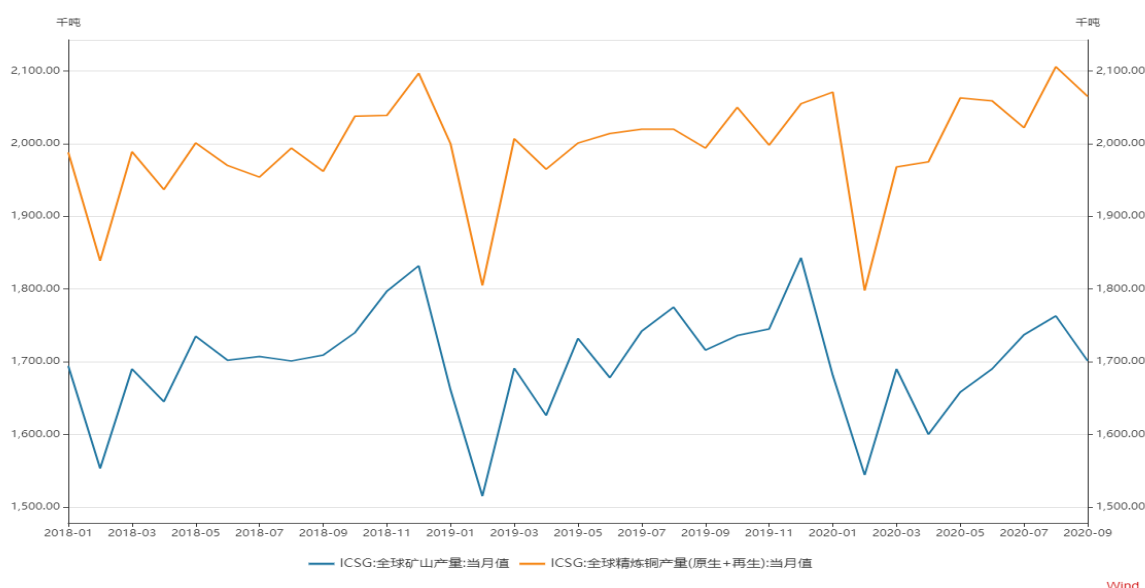
## 第三章 基本面分析

### 3.1 供应分析

2020 年受疫情影响，全球铜供应均受到一定影响，但主要还是对铜矿的产出和运输存在一定的下降。据估计疫情使得全球铜矿减产大约 50

万吨。从全球十大铜矿山来看，一季度多数矿山的产量同比下滑，并下调全年指引。其中秘鲁 Antamina、Cerro Verde、Las Bambas 铜产量同比分别下滑 5%、22%和 28%。智利的 Los Bronces 铜产量同比下跌 28%。其他智利矿山铜产量出现不同程度上升，Escondida、Collahuasi、Los Pelambres 等智利铜矿山一季度铜产量同比分别增长 7%、16%和 4.5%。观察减量较明显的矿企，发现其均在秘鲁境内有铜矿山资产，而该部分产量由于疫情冲击在上半年减量较为明显，因为此时疫情在南美地区出现了爆发。预计 2021 年，在疫情好转的情况下产能将恢复。

图 7 ICSG 铜矿与精炼铜产量

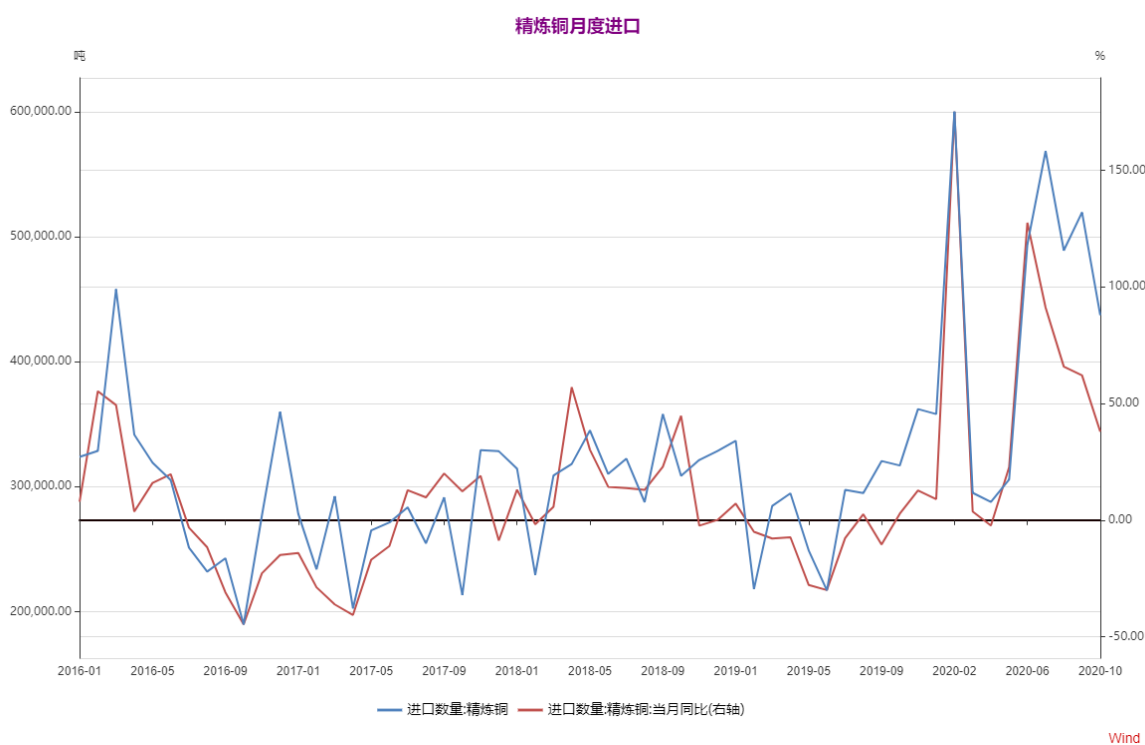


(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

图 8 中国精炼铜月度产量



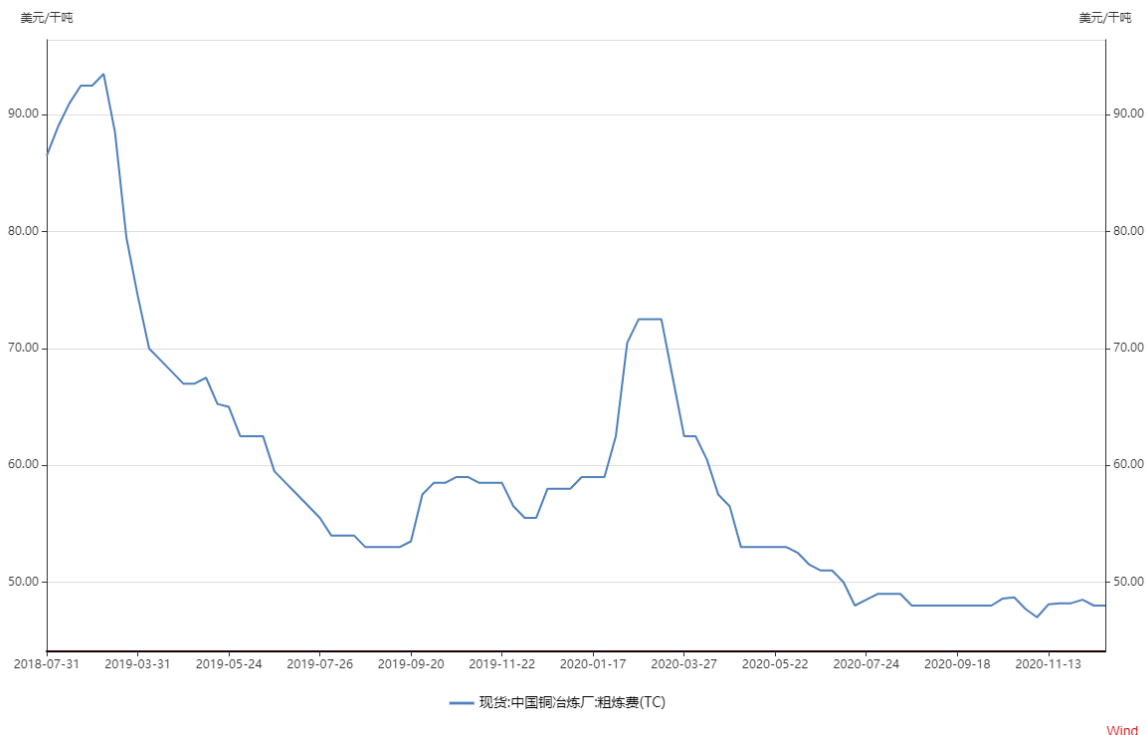
图 9 中国精炼铜月度进口



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

### 3.2 精炼费粗炼费

图 10 现货 TC



（数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部）

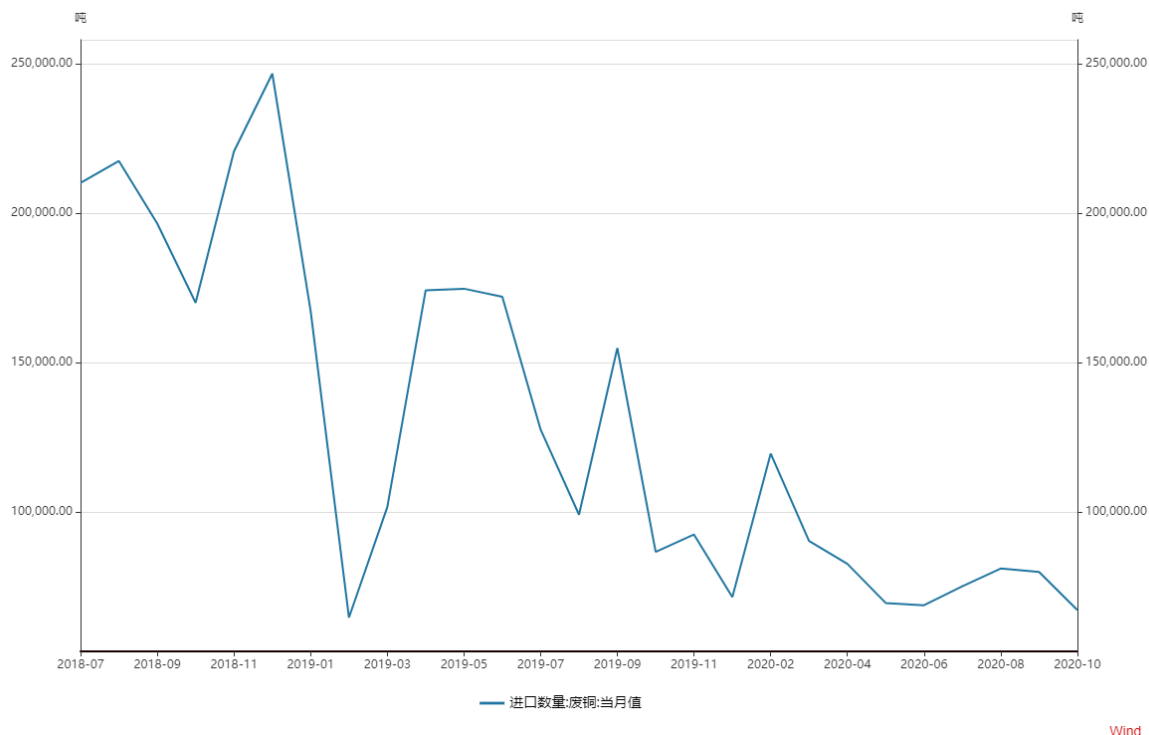
今年现货铜精矿加工精炼费已经下滑至多年低位。据 SMM 新闻，中铜、铜陵、江铜、金川与 Freeport 确定了 2021 年 TC 长单价格为 59.5 美元/吨。根据 SMM 历史数据，每年敲定的来年长单 Benchmark 价格都与当年的铜精矿现货 TC 均价十分接近。目前的 TC/RC 接近冶炼厂的生产成本，压缩冶炼厂的利润，对冶炼企业将产生一定的影响。SMM 预测 2021 年中国铜粗炼和精炼新增产能均为 66 万吨，对铜矿偏紧的局面有所缓解。

### 3.3 废铜

最近几年政府对废铜进口趋于严格，2019 年禁止进口废七类，只准进口废六类，2020 年废铜进口出现明显的下降，2020 年 1-10 月废铜进口

74.7 万吨，同比下降 46%。这部分则被精铜进口所替代。

图 11 废铜月度进口

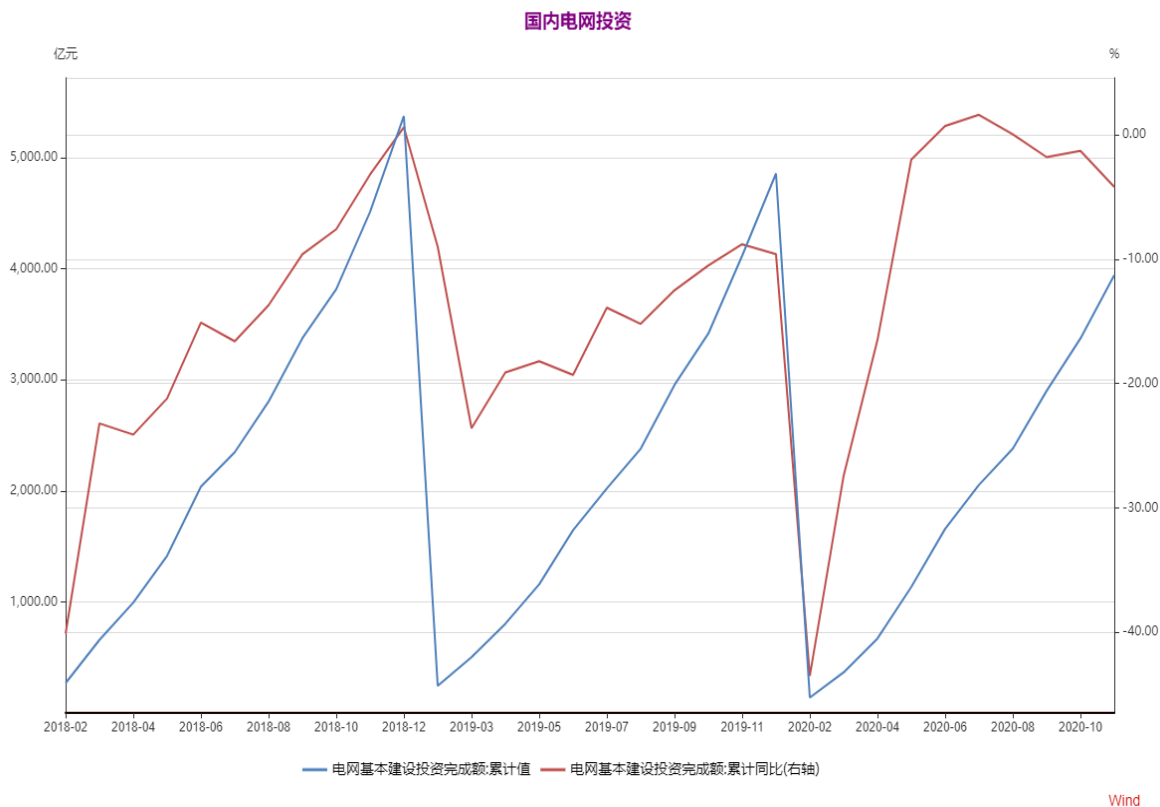


(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

今年废铜进口的新标准于 7 月 1 日开始实施,符合新标准的高品级废铜将归类为再生资源,可实现自由进口。自七类废铜全面禁止进口、六类废铜转限制类以来,进口废铜结构已经实现了优化,低品位的废杂铜较少,目前 90%左右的进口废铜可满足再生铜进口标准对铜含量的要求。废铜的大幅减少加剧了铜精矿的紧张,对铜价有所支撑。2020 年 10 月 19 日,生态环境部等部门正式印发了关于再生铜(黄铜)税号等细则通知,符合标准的高品质原料将可自由进口,随着企业普遍熟悉新政策之后,预计 2021 年总体进口废铜进口量将出现少量增长,有望缓解废铜供应量的紧张。

### 3.4 终端消费

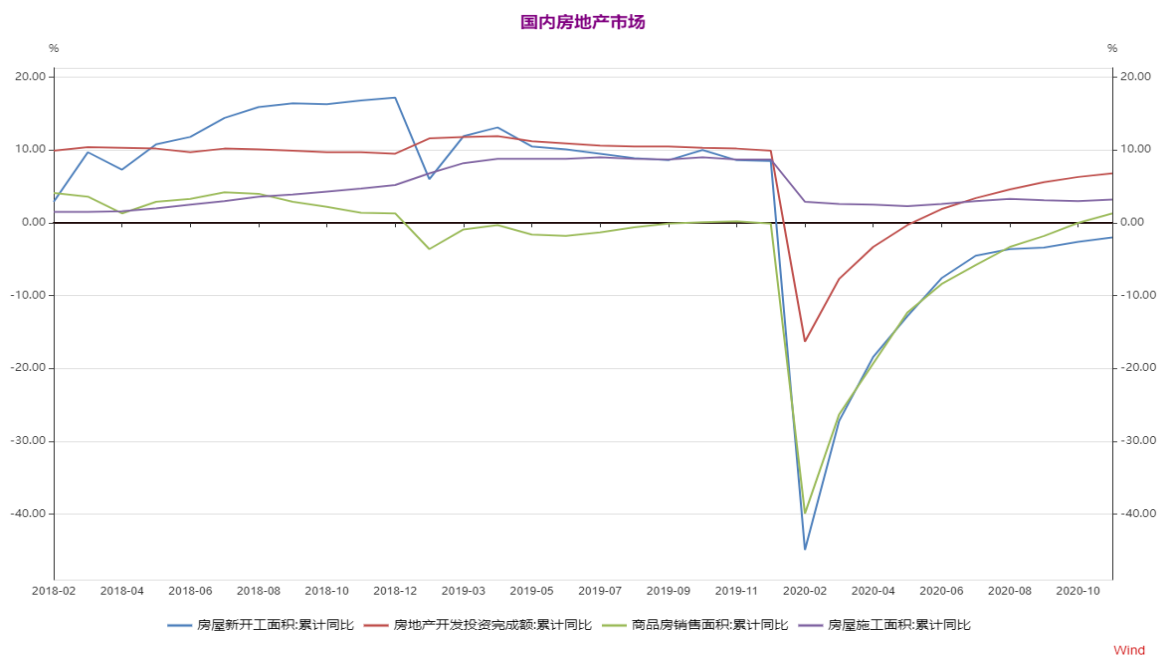
图 12 国内电网投资量



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

国家对电网基建投资增加, 电力板块消费集中在上半年。今年 1 月, 国家电网曾计划将 2020 年电网投资计划定在 4080 亿元, 同比下降 8.8%。不过, 面对疫情冲击, 国家电网在 3 月安排 2020 年电网投资为 4500 亿元, 比年初计划上调 10%。今年 1-10 月, 全国电网工程完成投资 3371 亿元, 同比下滑 1.3%, 完成了全年计划的 75%。按照之前电网的经验, 为了完成年度投资计划, 根据投资到项目落地转化成铜需求预计明年一季度。因此预计 2021 年第一季度电网需求会有一定的增量。

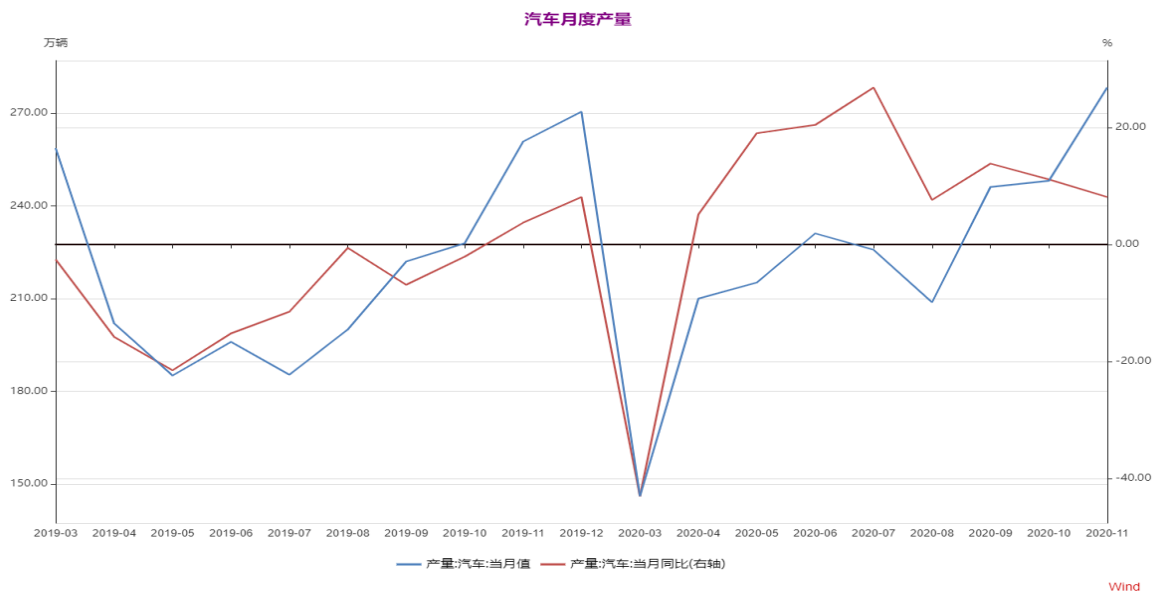
图 13 国内房地产市场



（数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部）

地产竣工延续向上修复的态势。房地产开发投资总额延续向上修复的趋势。今年受到疫情的影响，房屋新开工面积在2月见底，但是之后持续向上。预计2021年房地产市场将会维持向上态势，这对铜价上涨有利。

图 14 汽车月度产量

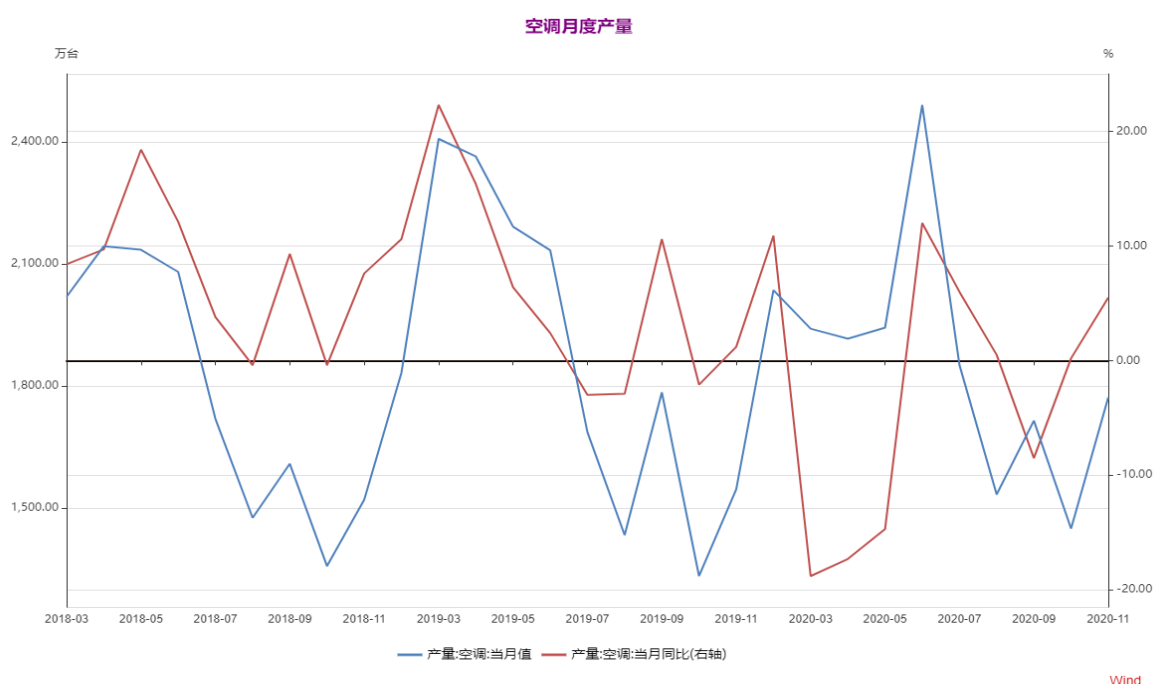


（数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部）

2020 年 11 月，汽车产销量分别达到 287.3 万辆和 277 万辆，同比增长 8.1% 和 12.6%。前期国家出台的刺激汽车消费政策逐渐起到了增加居民购车需求。当前汽车对铜消耗量的乐观预期主要来自于新能源车对传统车的替代，由于新能源车耗铜量是传统车的 3 倍左右，新能源车产量占比提升对铜消费来说有积极作用。今年 1-10 月新能源汽车产量累计值为 93.7 万辆，同比下降 2.5%，2019 年新能源汽车产量为 119 万辆，占当年汽车产量的比重为 4.7%，新能源汽车远期前景非常乐观。

年底国家提出了需求侧改革，其中重要的一项就是促进汽车消费。具体的政策包括了新一轮汽车下乡和以旧换新，还包括新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年，广东深圳上海等城市放开限牌配额，随着这一系列利好政策的实施，明年汽车需求增长乐观，再加上充电桩的需求，预计对铜整体需求增速提升比较明显。

图 15 空调月度产量



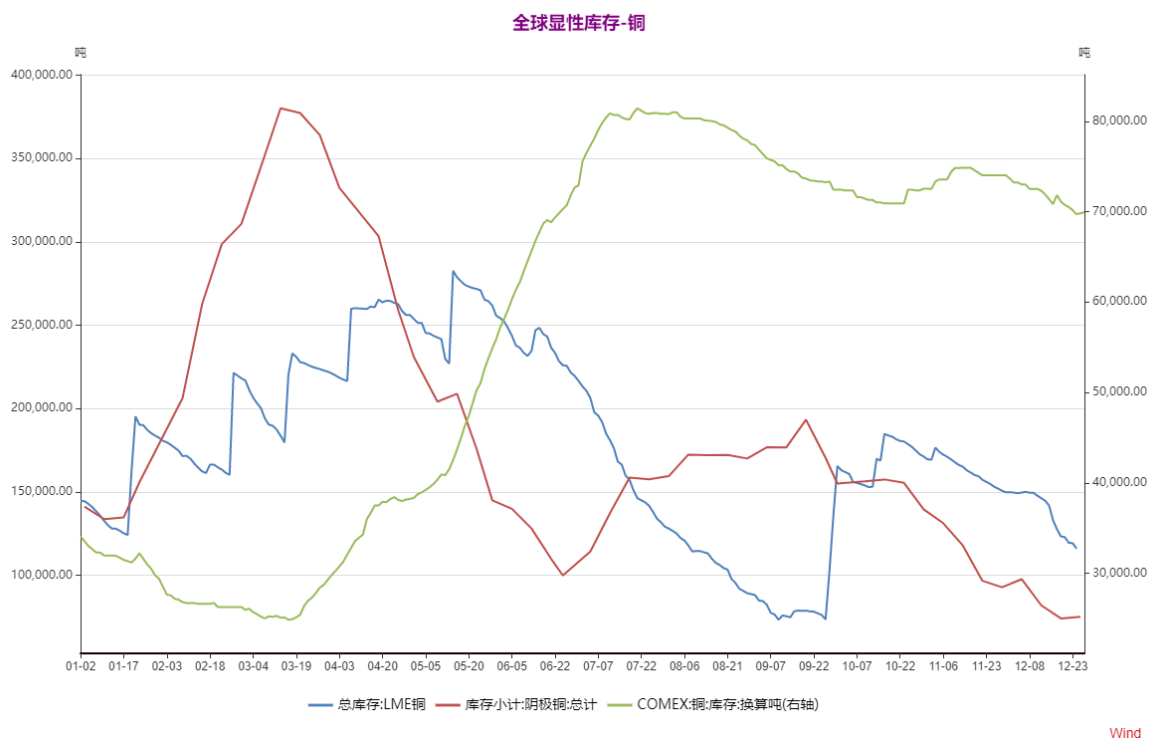
(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)



空调销量进入到下半年以来增速明显，一方面是国内疫情防控有效，经济企稳较快，对于地产后周期需求恢复的比较迅速；另一方面是海外疫情由于持续反复，很多订单转移到国内，造成出口量非常好，很多企业订单已经接到了明年6月份。中长期来看，受益于地产后周期的需求，空调消费有望持续回暖。以空调为代表的家电需求，明年预计有较好的增速，从而对铜需求带来增量。

### 3.5 库存

图 16 上海伦敦纽约三大交易所铜库存



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

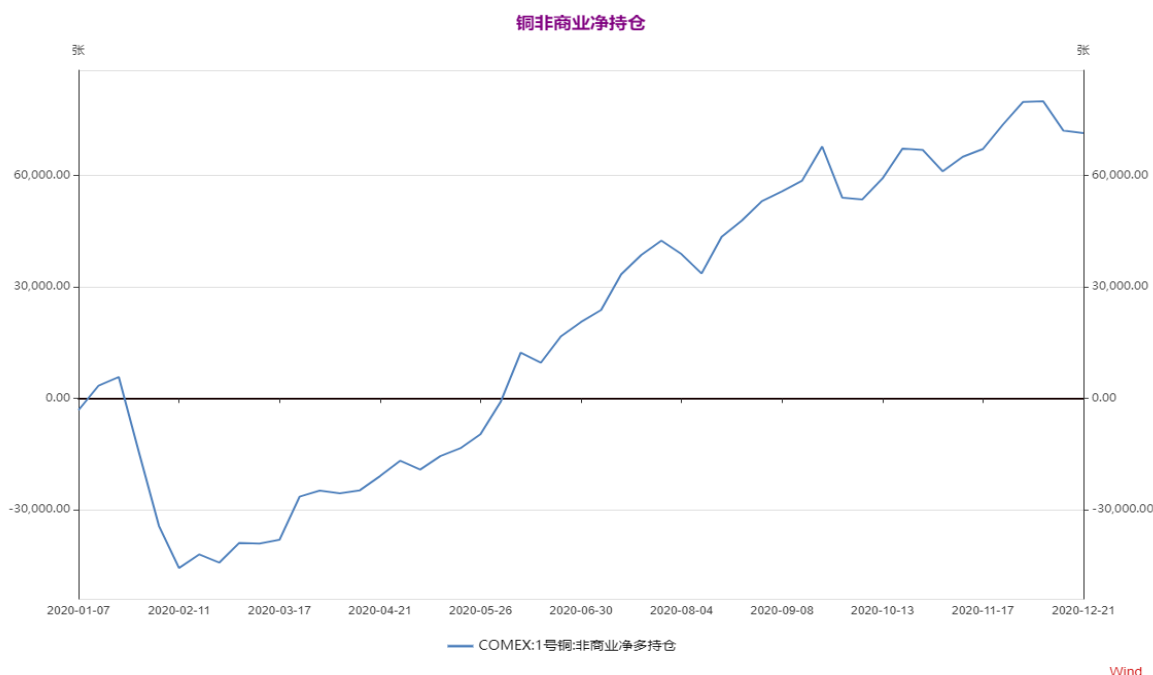
截止12月28日，伦铜LME库存为11.61万吨，绝对量来看，处于近10年偏低水平，一方面由于海外经济逐渐恢复带动海外需求持续回暖；另一方面由于国内需求强劲，进口窗口打开，大量的铜从海外流入到国内，

加速了伦铜库存的下降。纽约 Comex 铜库存处于近 10 年偏高水平，较去年同期增加 4.3 万吨。上期所铜库存处于近几年较低水平，主要是由于随着经济复苏和海外需求持续恢复，铜库存预计将继续处于去库存阶段。根据我们对房地产、汽车和空调的消费水平分析，我们可以看到国内的消费在第四季度呈现出一个偏强的特征，尤其在 11 月呈现淡季不淡的特征，拉动沪铜库存下降，这对铜来说是很强的一个支撑。

## 第四章 总结与展望

受今年的疫情影响，2020 年全球铜矿产能和运输受到冲击导致供应端紧缺，需求端在疫情恢复之后逐渐走旺，加上在流动性溢价的基础上，铜价受到投资者的追捧，从今年 Comex 铜非商业基金净多头持仓量的变动也可以看出，基金对铜的态度从极度悲观到极度乐观，年初新冠疫情集中爆发度乐观，年初新冠疫情集中爆发，基金净空头达到 4.5 万张，3 月中下旬美联储无限 QE 加之南美疫情开始爆发导致铜矿供应紧缺，多头净持仓开始由空翻多。随着欧美疫情好转且中国下半年的消费强劲，基金的看多的热情逐渐高涨，12 月净多头持仓接近 8 万张。总结一下就是海外过度泛滥的流动性叠加疫情好转的驱动因素使得基金一致看多铜价。

图 17 COMEX 铜非商业净持仓



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

2021 年, 我们预计随着疫苗开始逐渐普及, 全球经济有望逐渐恢复正常, 铜市场供需也有望恢复正常, 铜价也有望从流动性溢价逐渐回归真实的基本面定价。宏观方面, 在疫苗的助推下, 2021 年全球经济将大概率复苏, 除非再次出现疫情的二次爆发。据年底的疫情消息, 国内在各个省市已经开始零星的出现新冠病例, 虽说预计还是可以得到有效的控制, 但与此同时国外的情况就比较难说了, 疫情的动向将是影响价格涨跌的一个风险点, 可以参考 2020 年; 流动性方面, 明年美联储宽松的货币政策有望延续, 但需要留意中国的货币政策可能收紧, 预计流动性将不再是 2021 年的主导因素; 基本面方面, 供应端考虑 2021 年南美矿端是否会出现阶段性扰动, 如劳资纠纷或者疫情因素, 但预计对产出无实质性的影响, 消费端 2020 年下半年全球铜消费增加, 中国消费强于国外, 预计 2021 年全球铜消费随着疫情好转还会继续出现增长, 同时预计国外的铜消费增速将

大于国内。综合以上几点来看，2021 年一季度铜价可能会继续冲高，但可能会出现后劲不足的情况，伴随着铜矿供应端的增加，中国消费增长放缓，铜价存在下行的压力。总体而言，2021 年铜价有望上行，但从时间点上预计上半年走势将强于下半年。

## ■ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，锦泰期货研发部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经锦泰期货研发部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。