

东吴期货研究所

张华伟 高级分析师

021-63123060

zhanghw@dwqh88.com

从业证书: F3014881

投资咨询证书: Z0013471

期市有风险, 入市需谨慎!

研究所办公地址:

上海市-黄浦区西藏南路
1208号东吴证券大厦6楼

苏州市-工业园区星阳街5
号东吴证券大厦8楼



绿色能源转型推动需求增长, 铜价或冲击前高

——2021年4月铜投资策略报告

东吴期货研究所 工业品组

张华伟

【报告要点】

- 疫情后, 中国率先向财政与货币政策常态化靠拢。1-3月基建投资较2019年同期小涨。消费增速、经济增速亦向长期趋势靠拢。铜在中国的传统消费领域面临天花板, 但清洁能源领域的需求将弥补传统领域铜消费的下降。
- 全球清洁能源、新能源汽车及附属充电设施、智慧城市建设为铜的消费带来新的增长点, 绿色转型下, 市场看好铜的长期消费需求。在全球流动性充裕, 通胀预期上升, 显性库存偏低的情形下, 铜价易涨难跌。
- 全球疫情出现反复, 预计美联储将在更长时间内保持宽松政策。美债收益率下降, 美元回落, 全球工业品价格获得支撑。
- 铜矿供应增长空间有限, 智利、秘鲁供应扰动事件此起彼伏, 铜矿加工费不断下滑, 冶炼厂检修增加。
- **操作建议及逻辑:** 沿5日均线买入。美元流动性回流压力减弱, 全球领导人气候峰会召开在即, 铜价再次获得上涨动力。
- **重点关注:** I, 全球地缘政治风险; II, 海外疫情最新进展; III, 各主要经济体财政与货币政策变动

【目 录】

一、近期行情回顾.....	3
二、中国基建投资增速下滑，房地产投资平稳.....	4
(一) 电网投资增速趋势下滑，房地产投资延续平稳增长.....	4
(二) 2021 年 1-3 月中国汽车销量较 2019 年同期小增，空调销量下滑.....	6
三、全球显性库存偏低，中国进口量稳健.....	8
(一) 上期所、LME 库存均处于近几年同期低位.....	8
(二) 2021 年前三月中国精铜产量同比较快增长，TC 过低 4 月预计产量下滑.....	9
四、当前影响铜价走势的主要因素.....	9
(一) 中国制造业 PMI 扩张动能减弱，欧美延续强势扩张.....	9
(二) 全球通胀压力上升.....	10

一、近期行情回顾

3月月铜价高位震荡，重心略有下移。欧美制造业继续强势扩张，但中国制造业扩张动能减弱。铜价大幅上涨后，下游企业难以消化，国内累库周期拉长；美国长债收益率上涨，美元反弹强劲，铜价涨势受抑制。进入四月后铜价再次走强，因美元回落，全球经济复苏前景，以及中国需求季节性回暖。同时在全球在碳达峰、碳中和目标下，清洁能源、新能源汽车对铜的需求将明显增长，机构调高未来铜价预期（详见图1-2）。

图1：伦敦03期铜月K线走势图



数据来源：文华财经、东吴期货研究所整理

图2：沪铜指数月K线走势图



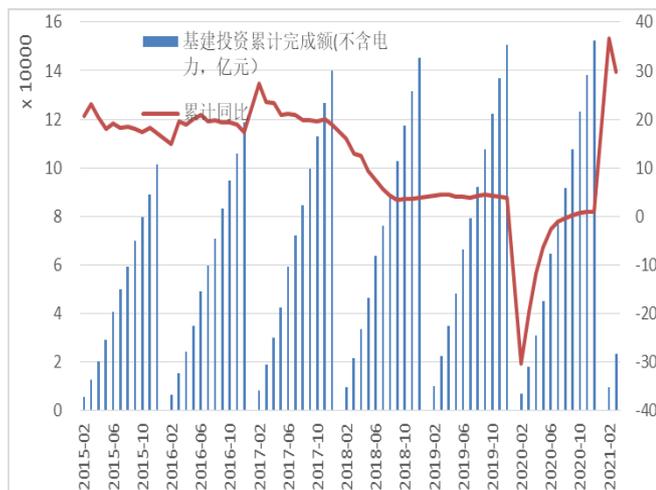
数据来源：文华财经、东吴期货研究所整理

二、中国基建投资增速下滑，房地产投资平稳

(一) 电网投资增速趋势下滑，房地产投资延续平稳增长

1-3 月份，全国固定资产投资（不含农户）95994 亿元，同比增长 25.6%；比 2019 年 1-3 月份增长 6.0%，两年平均增长 2.9%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 29.7%，比 2019 年 1-3 月份增长 4.1%，两年平均增长 2.1%。1 季度道路运输业投资增长 25.7%；铁路运输业投资增长 66.6%。1-3 月份，全国房地产开发投资 27576 亿元，同比增长 25.6%；比 2019 年 1-3 月份增长 15.9%，两年平均增长 7.6%（详情见图 3、图 4）。

图 3：中国基建投资完成额走势图



数据来源：国家统计局，Wind，东吴期货

图 4：中国房地产投资完成额走势图



数据来源：国家统计局，Wind，东吴期货

1-2 月份，全国电网工程完成投资 227 亿元，同比增长 64.9%，比 2019 年同期下降 6.97%。1-2 月份，全国主要发电企业电源工程完成投资 480 亿元，同比增长 117.1%，比 2019 年同期增长 97.5%。2020 年，全国电网工程完成投资 4699 亿元，同比下降 6.2%。由于我国的电网建设高歌猛进了十多年，目前已经组网完毕，因此，近四年电网投资的力度开始减弱。尽管电源投资的数据表现良好，但电网投资的数据近期表现一般。（详情见图 5、图 6）。

图 5：中国电网基本建设投资完成额走势图

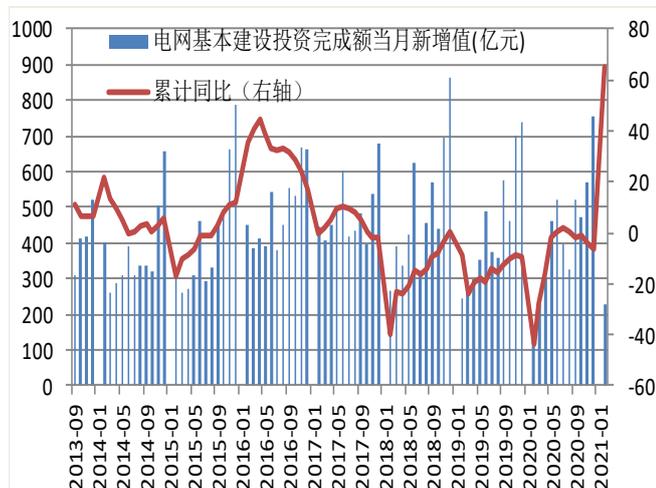
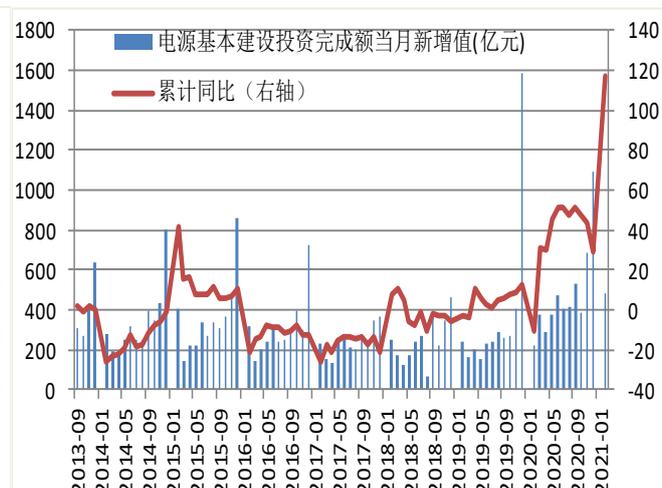


图 6：中国电源基本建设投资完成额走势图



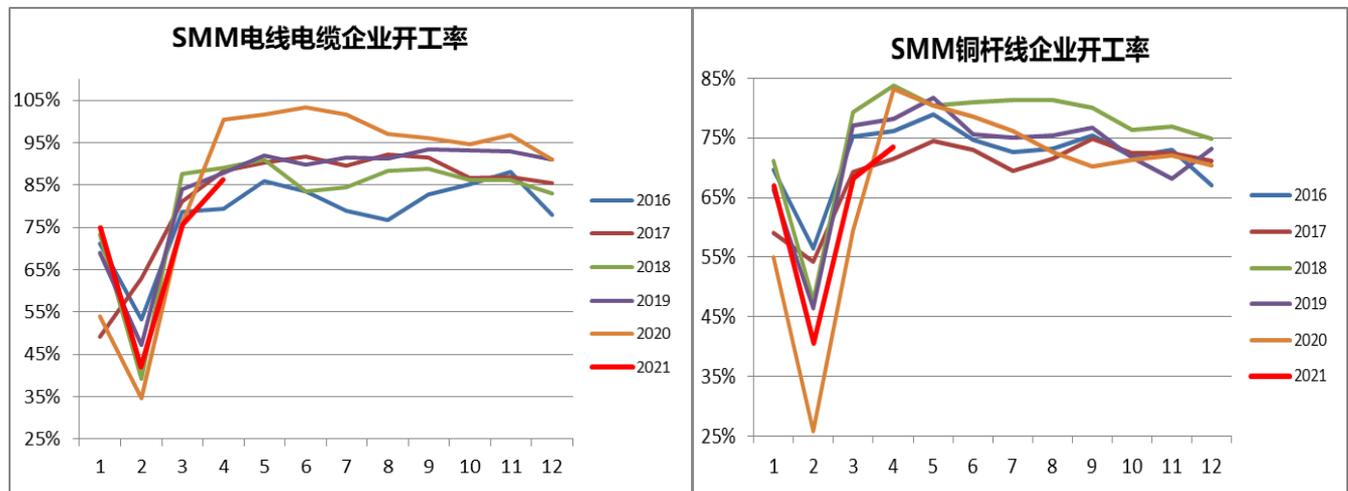
数据来源：国家能源局，Wind，东吴期货

数据来源：国家能源局，Wind，东吴期货

2021年3月电线电缆企业开工率为75.58%，环比增加33.67个百分点，同比减少0.25个百分点。预计4月电线电缆企业开工率为86.31%。分线缆品种来看：3月份产量较好的为中高压线缆、家装布电线、家电连接线、汽车用线、电气装备用线等。而电力的消费主力中高压线的产量较好，多为此前国网订单释放的表现。其他版块则与终端消费向好息息相关下游对四月份的消费预期较为乐观，除了电网交货量的逐步增加外，随着季节性旺季的到来，下游的采购需求也会明显增加，预计4月份电线电缆的开工率将持续向好。但部分中小型企业表示要回到往年同期的消费水平，仍有一定难度。3月精铜制杆企业开工率为68.22%，同比增加2.82个百分点，环比增加27.6个百分点。3月精铜杆企业开工率未及往年同期，主因电力端口消费不佳拖累。一方面，电线电缆端释放的订单较往年大幅减少，精铜杆销售不佳。另一方面，3月精废价差处于2000元附近，再生铜制杆对精铜杆冲击明显。预计4月开工率升至73.43%，同比下降9.86个百分点（详情见图7、图8）。

图7：中国铜材企业开工率走势图

图8：中国精炼铜产量走势图



数据来源：SMM，Wind，东吴期货

数据来源：SMM，Wind，东吴期货

据国家电网社会责任报告显示，21年国网的计划投资额为4730亿元，较20年实际投资额增加125亿元，增幅2.7%。在原材料暴涨的背景下，国家电网4730亿元的计划投资数据，略显单薄，不容乐观，难以大幅刺激电力行业实体经济的消费复苏。目前的形势，我们预计21年的电解铜的全年均价为6.45万元/吨，较20年的4.87万元/吨，同比大涨32.3%。理论上最大用电解铜量仅为259万吨，远低于21年时的334万吨，大大不利电解铜消费（见表1）。

表1 国家电网历年计划投资与实际完成情况（亿元）

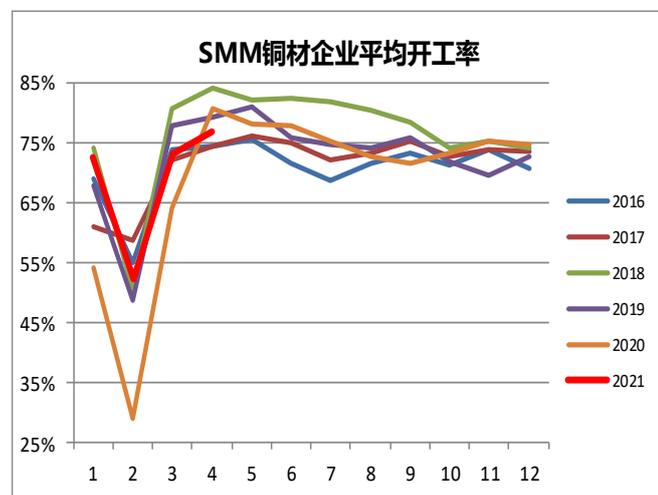
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
计划投资	4390	4657	4989	5126	4600	4730
计划增长率	-6.2%	6.1%	7.1%	2.7%	-10.3%	2.8%
实际投资	4964	4854	4889	4473	4605	
实际增长率	9.8%	-2.2%	0.7%	-8.5%	3.0%	
完成率	113.1%	104.2%	98.0%	87.3%	100.1%	
全年电解铜均价	38167	49177	50549	47740	48752	64500
理论最大耗铜量（万吨）	461	350	342	331	334	259

4月19日，国家能源局综合司发布《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知(征求意见稿)

稿)》，与之前版本相比《意见稿》首次提出风电、光伏发电量占比到 2025 年达 16.5%左右的目标。《意见稿》提出，2021 年全国风电、光伏发电发电量占全社会用电量的比重达到 11%左右，后续逐年提高，到 2025 年达到 16.5%左右。文件还要求加快确定 2022 年并网规模。公开数据显示，2020 年全国风电、太阳能累计发电量达到 7270 亿千瓦时，全社会用电量 75110 亿千瓦时，占比在 9.7%左右。这意味 2021 年风电和光伏发电比重将提升 1.3%。市场分析推算认为今年风电光伏并网装机可能在 1.1 亿千瓦左右。

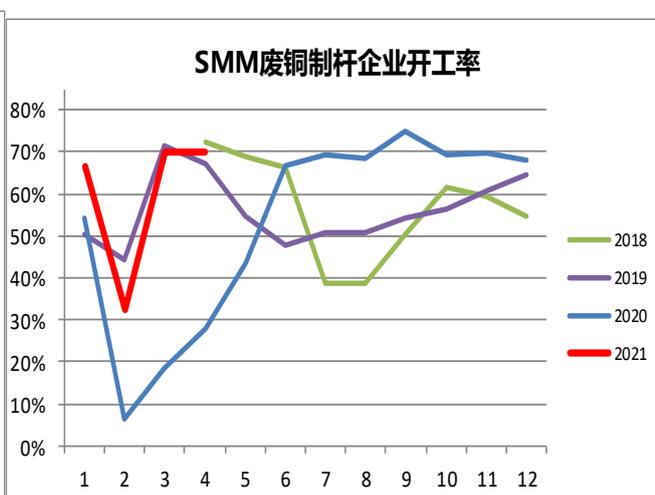
根据 SMM 调研，3 月铜材企业整体开工率为 73.03%，环比上升 20.72 个百分点，同比上升 8.82 个百分点（比 2019 年同期下降 4.76 个百分点）。3 月份铜材企业开工率环比大增，季节性回升是主要原因，同比增加则得益于去年节后下游企业因疫情原因复产缓慢。预计 4 月铜材企业整体开工率为 76.94%，环比上升 3.91 个百分点，同比下降 3.7 个百分点（比 2019 年同期下降 2.22 个百分点）。铜管和铜板带行业的开工率仍会维持在高位，电解铜杆行业的开工率虽然也会上升，但增幅有限，精废替代仍是制约电解铜杆行业开工率快速上升的主要原因；同时也是导致今年旺季不旺的重要原因（详情见图 9）。

图 9：中国铜材企业开工率走势图



数据来源：SMM, Wind, 东吴期货

图 10：中国废铜杆企业开工率走势图



数据来源：SMM, Wind, 东吴期货

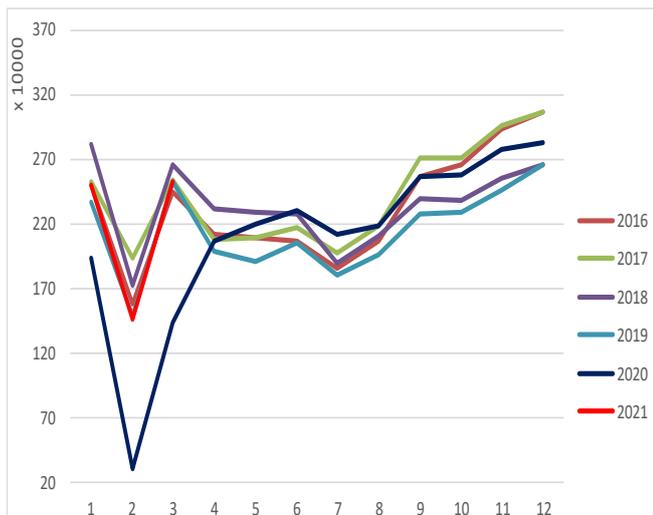
进入 3 月后国内消费复苏不如预期，精废价差居于 2000 元/吨以上，废铜替代精铜，废铜杆企业开工率大幅上升。3 月废铜制杆企业开工率为 69.82%，环比上升 37.24 个百分点，同比上升 51.28 个百分点（比 2019 年同期下降 1.43 个百分点）。预计 4 月废铜制杆企业开工率为 70.02%，环比上升 0.20 个百分点，同比上升 41.86 个百分点（比 2019 年同期上升 3.04 个百分点）（详情见图 10）。

（二）2021 年 1-3 月中国汽车销量较 2019 年同期小增，空调销量下滑

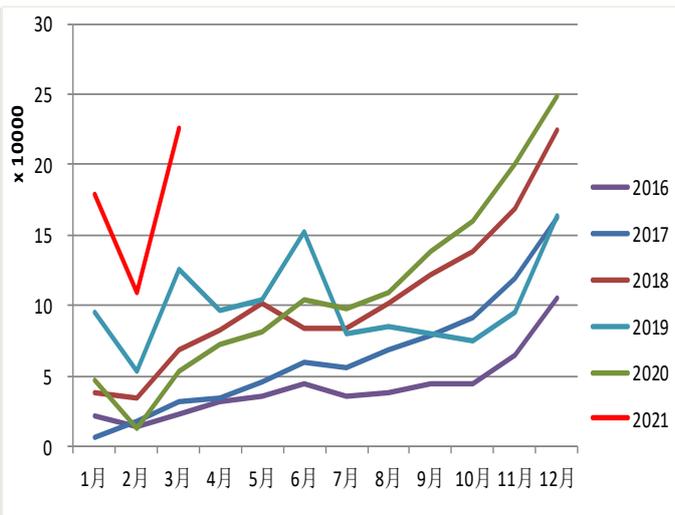
中汽协数据显示，2021 年 3 月汽车产销量分别为 246.2 和 252.6 万辆，同比增长 63.9%、74.9%；1-3 月份汽车产销销量分别为 635.2、648.4 万辆，同比增长 81.7%、75.6%。与 2019 年数据相比，2021 年 1 季度汽车产销略有增长，同比增长 2.6%和 1.8%。（详见图 9）。

图 9：中汽协汽车销量走势图

图 4：中汽协新能源汽车销量走势图



数据来源：中汽协，Wind，东吴期货



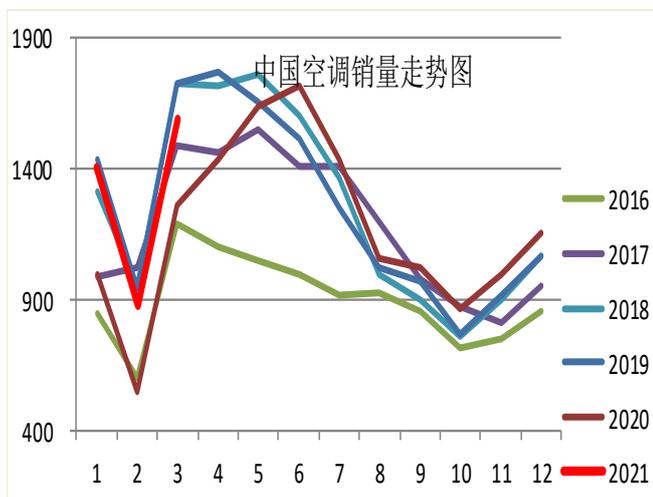
数据来源：中汽协，Wind，东吴期货

3月国内新能源汽车产销量分别达到了21.6与22.6万辆，同比大增247.4%与238.9%，新能源在连续两个月环比下跌之后迎来首次正增长。2021年1-3月新能源汽车已累计产销53.3万辆与51.5万辆，相较于2020年同期增长318.6%与279.6%，较2019年同期增长75.3%和72.3%（详见图10）。

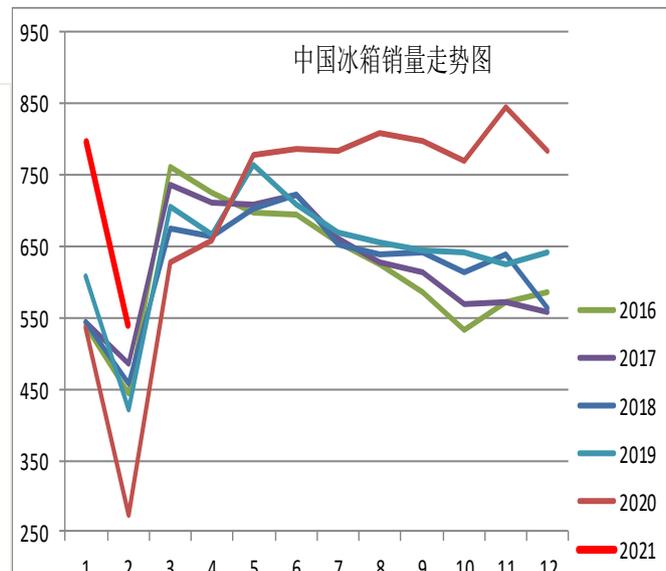
产业在线数据，2021年3月空调总销量1589万台，同比增长25.7%，其中内销增长89.7%，出口下降6.5%。1-3月累计销量3871万台，同比上升66.2%，但较2019年同期下降18.3%（详见图11）。

图 11：产业在线中国空调销量走势图

图 12：中汽协新能源汽车销量走势图



数据来源：产业在线，Wind，东吴期货



数据来源：产业在线，Wind，东吴期货

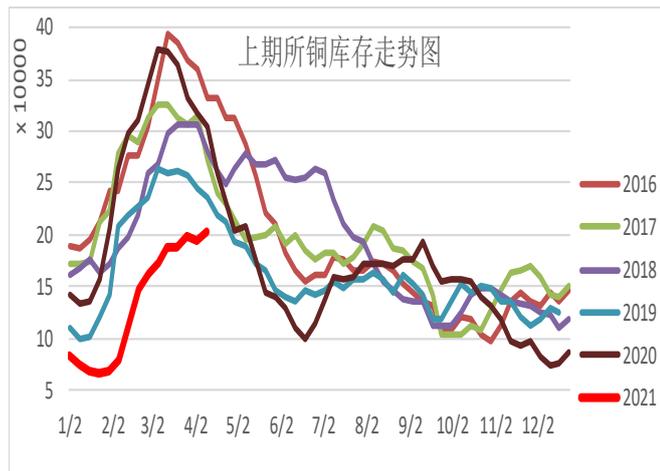
2021年2月冰箱总销量541万台，同比增长98.4%，较2019年2月增长28.1%。内销同比增长75.7%；出口同比增长121.2%（详见图12）。

三、全球显性库存偏低，中国进口量稳健

(一) 上期所、LME 库存均处于近几年同期低位

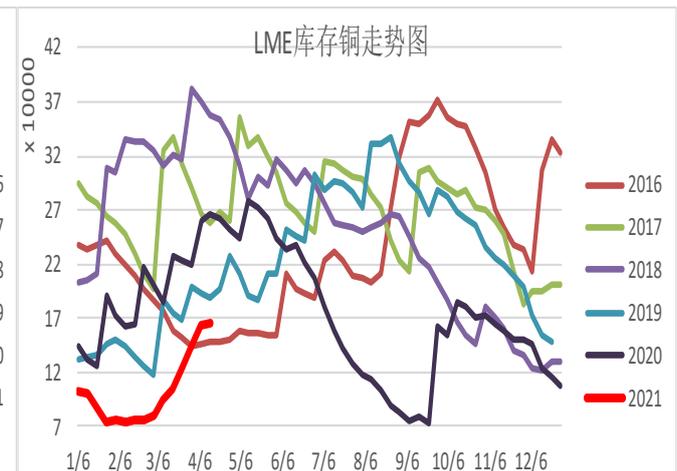
截止到4月16当周，国内上期所库存上升0.9万吨至20.2万吨，比去年同期低10.1万吨，处近几年以来同期低位，但是国内传统旺季消费平淡，累库周期较往年延长。（详情见图13）。

图 13：上期所铜库存走势图



数据来源：SHFE, Wind, 东吴期货

图 14：LME 库存走势图



数据来源：LME, Wind, 东吴期货

截止到4月16日，LME库存升至去年11月中旬以来的最高水平16.5万吨，3月初以来库存翻倍，供应紧张局面有所改善。近期注销仓单占比上升，LME现货较3月期货小幅升水（详情见图14）。

据海关总署数据显示，2021年3月中国进口未锻轧铜及铜材55.23万吨，环比增长34.7%，同比增长25.0%；1-3月累计进口143.60万吨，累计同比增加11.51%。尽管全球头号生产国智利发货受到干扰，进口量仍创至少2008年以来同期最高水准。进口窗口维持关闭状态较长时间，国内买方缺乏向国内运输大量电解铜动力，叠加南美地区1月份的发运问题，导致今年1-2月份进口量同比下降。但自1月底起智利发运问题逐渐缓解，3月份电解铜到港量将环比增长，到港货物显露宽裕（详情见图15-16）。

图 15：沪伦比值及进口盈亏走势图

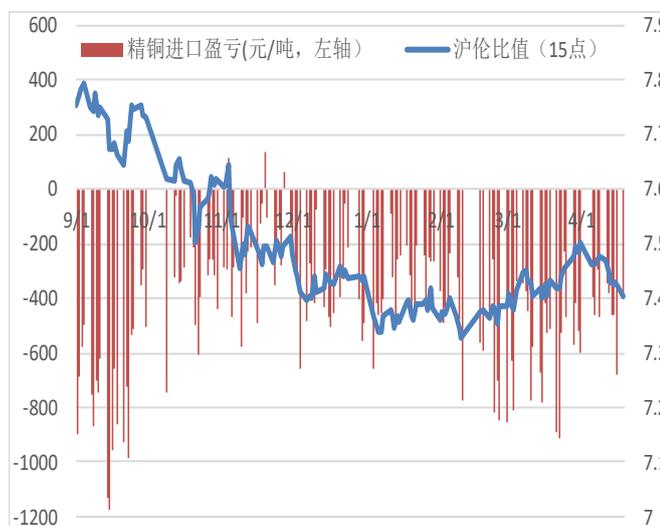
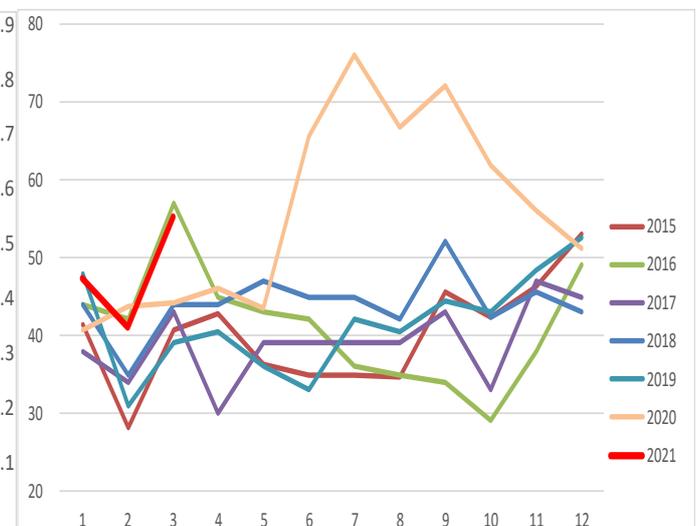


图 16：中国未锻轧铜及铜材进口量走势图



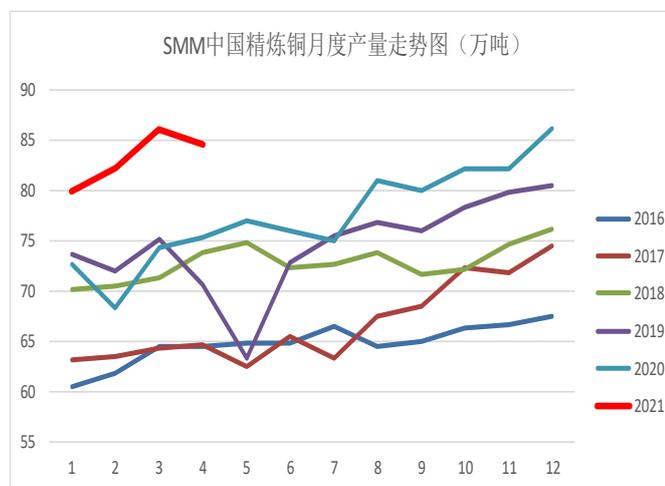
数据来源: Wind, SMM, 东吴期货

数据来源: 海关总署, Wind, 东吴期货

(二) 2021 年前三月中国精铜产量同比较快增长, TC 过低 4 月预计产量下滑

2021 年 3 月 SMM 中国电解铜产量为 86.05 万吨, 环比增长 4.7%, 同比增加 15.7%。因部分冶炼厂持续从检修中恢复, 外加节后 3 月生产天数恢复正常, 国内铜冶炼厂产量环比录得小幅增长。近月来国内粗铜加工费的持续上涨以及以华东、华南地区为代表的硫酸价格快速上行给予了冶炼厂一定支撑, 炼厂维持高开工率, 但同比增速较 2 月有所放缓。主要还是由于去年 3 月起, 国内冶炼厂在经历了疫情最困难的阶段后产值逐渐恢复。另外, 随着铜价企稳, 消费逐渐走入旺季, 冶炼厂成品库存压力明显减缓。预计 4 月国内电解铜产量为 84.65 万吨, 环比降低 1.63%, 同比增长 12.51% (详情见图 17)。

图 17: 中国精炼铜月度产量走势图



数据来源: SMM, Wind, 东吴期货

图 18: 中国进口铜精矿 TC 走势图



数据来源: SMM, Wind, 东吴期货

今年 1 季度, 秘鲁、智利相继受到堵路、疫情、海浪等一系列突发事件后, 铜精矿供应收紧, 现货 TC 持续下挫 (见图 18)。在供应偏紧的情形下, 国内进口需求仍较大, 源于近两年国内产能大幅增长。2021 年 3 月中国进口铜矿砂及其精矿 217.1 万吨, 创下历史新高, 环比增长 20.9%, 同比增 22.0%; 1-3 月累计进口 596.2 万吨, 同比增长 7.7%。全球铜精矿供应非常紧俏, 进口铜精矿现货 TC 不断下滑, 4 月初进口铜精矿指数跌至 30 美元 / 吨以下。

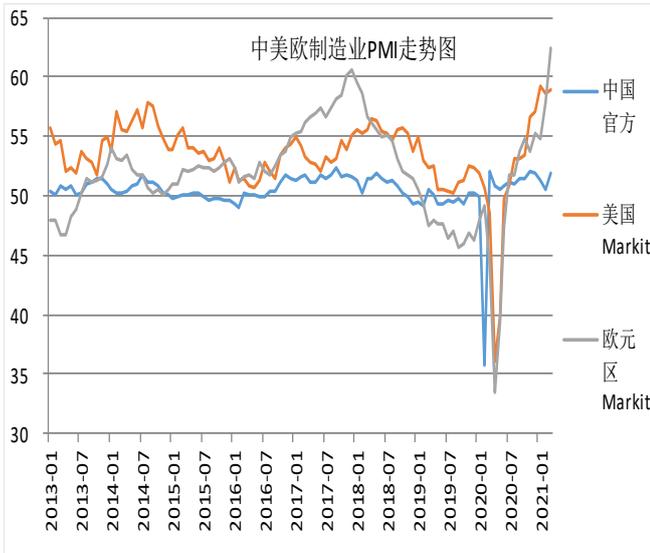
四、当前影响铜价走势的主要因素

(一) 中国制造业 PMI 扩张动能减弱, 欧美延续强势扩张

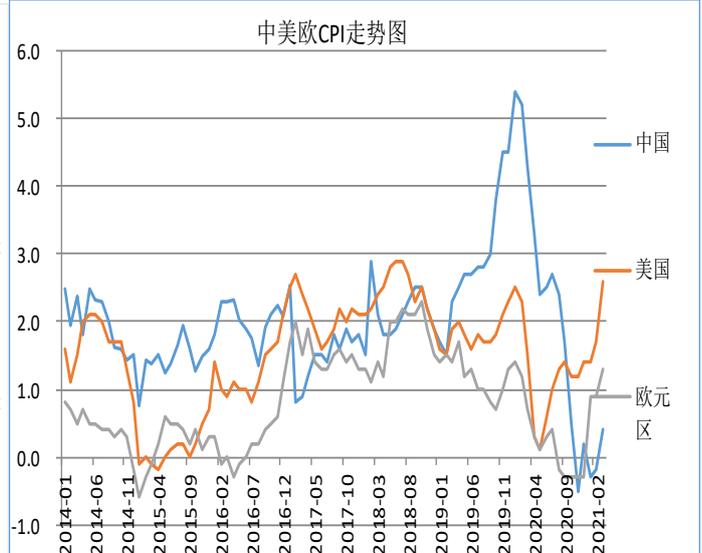
中国 3 月官方制造业 PMI 51.9, 超预期的 51.2, 前值 50.6, 进口指数和价格指数升至近年高点。中国 3 月财新制造业 PMI 录得 50.6, 远低于市场预期的 51.4, 环比下降 0.3 个百分点。美国 3 月 Markit 制造业 PMI 为 59, 略低于市场预期的 59.5, 但高于 2 月的 58.6, 同时该数据也创下了 2007 年以来的第二高。欧元区 3 月 Markit 制造业 PMI 初值 62.40, 预期值 57.60, 前值 57.90 (详情见图 17)。

图 19: 中美欧制造业 PMI 走势图

图 20: 中美欧 CPI 走势图



数据来源：Wind,东吴期货



数据来源：Wind,东吴期货

(二) 全球通胀压力上升

3月中国CPI同比上涨0.4%，预期增长0.3%，前值下降0.2%；环比下降0.5%，预期下降0.4%，前值上涨0.6%。中国3月PPI同比上涨4.4%，涨幅为2018年7月以来最大，超过预期的3.6%和前值1.7%；环比上涨1.6%。美国通胀加速，3月CPI同比增长2.6%，创2018年8月以来新高。欧元区3月CPI同比上升1.3%，预期上升1.3%。欧元区3月CPI月率与预期一致，总体数据再次印证了通胀增长（详情见图20）。

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点, 文章中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证, 文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下, 我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险, 投资需谨慎!