

中线必读——基本金属月报

2021 年 03 月 25 日

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



中国、欧美制造业扩张动能背离, 铜价高位震荡

——2021 年 3 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。1-2 月基建投资较 2019 年同期下滑。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。
- 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。
- 短期美元延续强势, 新兴市场经济风险加大; 最大的消费国中国下游需求在快速上涨的铜价面前受到抑制, 面临调整压力。但进入二季度后, 中国需求季节性回升, 且铜价经过一段时间消化, 下游接受能力增强, 铜价面临再次上涨的风险。
- 中国制造业扩张动能减弱; 欧美制造业保持强势扩张。中国以外地区消费增长成为推动铜需求上升的重要因素。
- 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:** 观望, 等待回调后买入。铜价短期面临回调压力, 但目前看向下空间不大, 中长期仍看好。
- **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）电网投资趋势下滑，房地产投资延续平稳增长	4
（二）2021 年 1-2 月中国汽车销量较 2019 年同期小增，空调销量小幅下滑	6
三、全球显性库存偏低，中国进口需求下滑	7
（一）上期所、LME 库存均处于近几年同期低位	7
（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	8
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）美元走强，基本金属承压	10

一、近期行情回顾

2月铜价大幅上涨后，3月铜价高位震荡，目前呈震荡收敛状态。中国财政与货币政策常态化，预计未来经济增速、投资、消费均向长期趋势线靠拢。2月制造业虽仍处于扩张区间，但动能有所减弱。中国前两月基础设施投资和制造业投资较2019年同期均下降。其中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）两年平均下降1.6%；制造业投资两年平均下降3.4%。电网订单需求疲软。但海外需求预计随着疫情受控将增加，欧美制造业强势扩张。另外欧美政策延续宽松，通胀预期增强，而全球显性库存偏低，均制约了铜价回落空间。（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



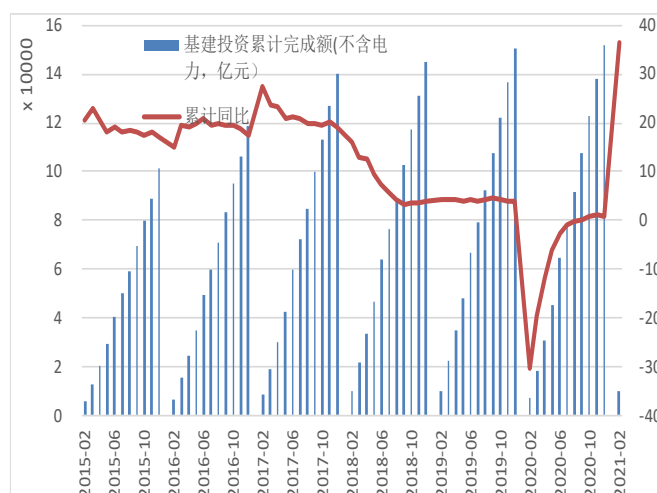
数据来源：文华财经、东吴期货研究所整理

二、中国基建投资增速下滑，房地产投资平稳

(一) 电网投资趋势下滑，房地产投资延续平稳增长

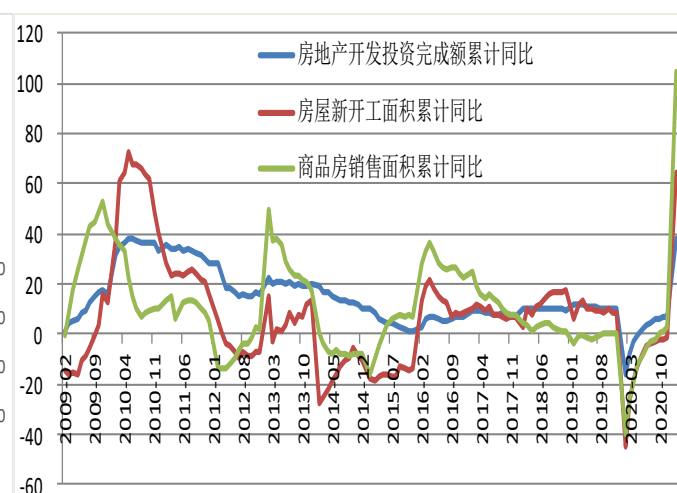
1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）45236 亿元，同比增长 35.0%；比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 36.6%，两年平均下降 1.6%；制造业投资增长 37.3%，两年平均下降 3.4%。基础设施投资中，水利管理业投资增长 47.2%；公共设施管理业投资增长 42.3%；道路运输业投资增长 30.7%；铁路运输业投资增长 52.9%。1-2 月份，全国房地产开发投资 13986 亿元，同比增长 38.3%；比 2019 年 1-2 月份增长 15.7%，两年平均增长 7.6%（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

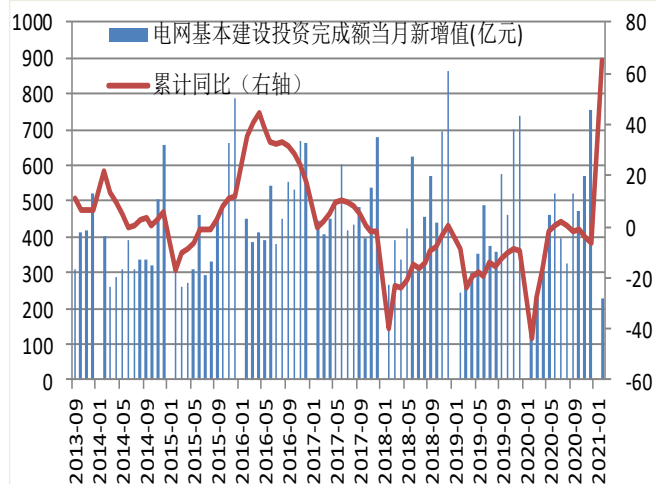


数据来源：国家统计局，Wind，东吴期货

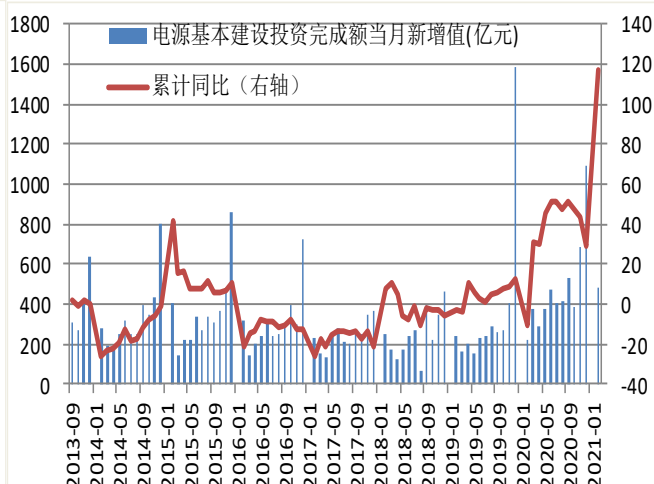
1-2 月份，全国电网工程完成投资 227 亿元，同比增长 64.9%，比 2019 年同期下降 6.97%。1-2 月份，全国主要发电企业电源工程完成投资 480 亿元，同比增长 117.1%，比 2019 年同期增长 97.5%。2020 年，全国电网工程完成投资 4699 亿元，同比下降 6.2%。由于我国的电网建设高歌猛进了十多年，目前已经组网完毕，因此，近四年电网投资的力度开始减弱。尽管电源投资的数据表现良好，但电网投资的数据近期表现一般。1-2 月水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的 91.9%，比上年同期提高 2.6 个百分点，清洁能源投资继续拉动铜需求增长，但预计仍难以完全填补电网投资下滑带来的缺口（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

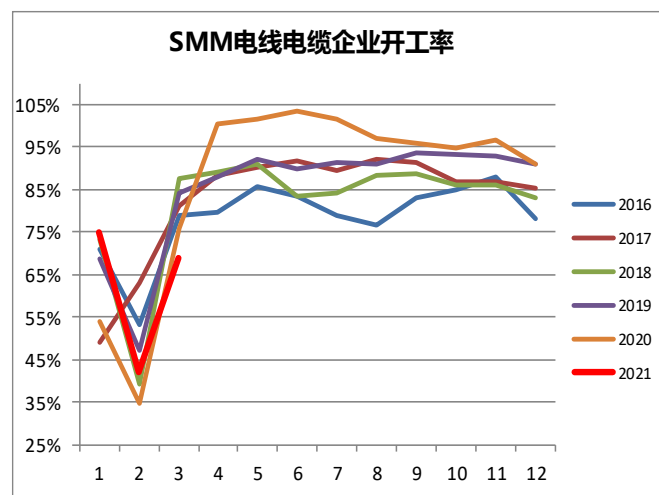


数据来源：国家能源局，Wind，东吴期货

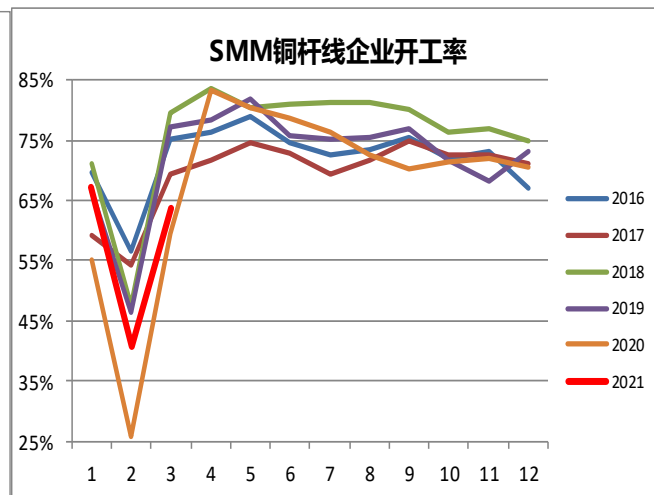
2021年2月电线电缆企业开工率为41.91%，环比减少32.91个百分点，同比增加7.23个百分点。据SMM调研，预计3月电线电缆企业开工率为68.72%，环比增加26.81个百分点，同比下降7.11个百分点。2月份精铜制杆企业开工率为40.62%，环比减少26.42个百分点，同比增加14.75个百分点。铜杆2月份开工率大幅下滑，环比减少26.42个百分点，除春节假期影响外，暴涨的铜价对开工率抑制明显。2月份铜杆企业新增订单远不及预期。一方面，由于地产、基建等项目复工较晚，导致下游线缆需求清淡，而不少电线电缆企业也顺势推迟其开工时间，加之新增订单的大幅减少，线缆企业开工率大幅下滑，拖累铜杆需求大减；另一方面，受高铜价制约，下游漆包线企业新增订单亦出现减弱。预计3月铜杆企业开工率为63.81%，环比增加23.19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

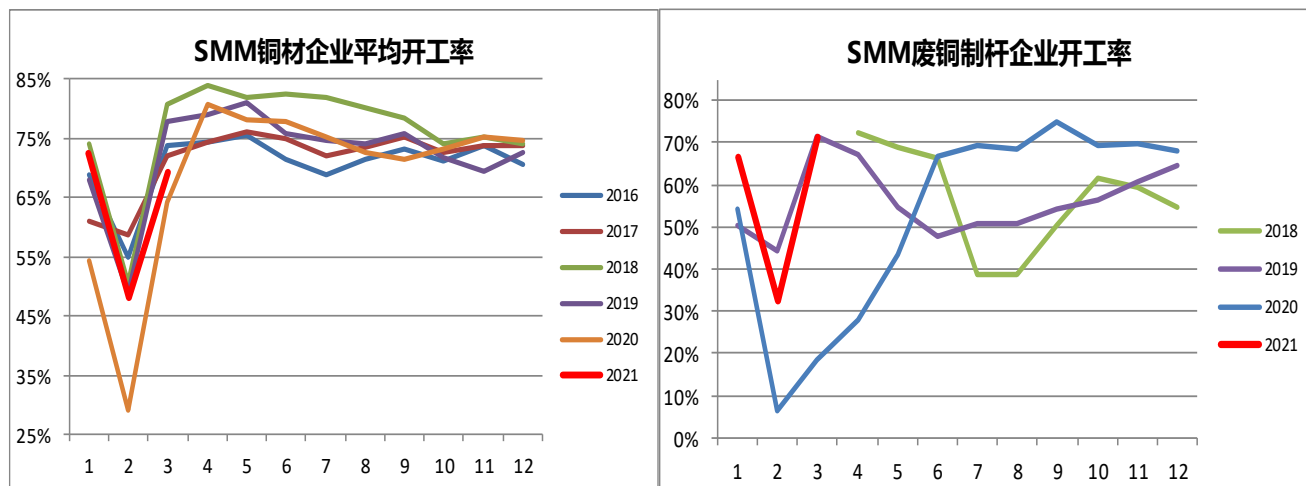


数据来源：SMM，Wind，东吴期货

根据SMM调研，2月国内铜材整体开工率为48.0%，环比小幅回落24.54个百分点，同比上升19.05个百分点；与2019年同期比，下降0.75个百分点。预计3月国内铜材整体开工率为69.38%，环比上升21.38个百分点，同比上升5.17个百分点；与2019年同期比，下降8.41个百分点（详情见图9）。

图9：中国铜材企业开工率走势图

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

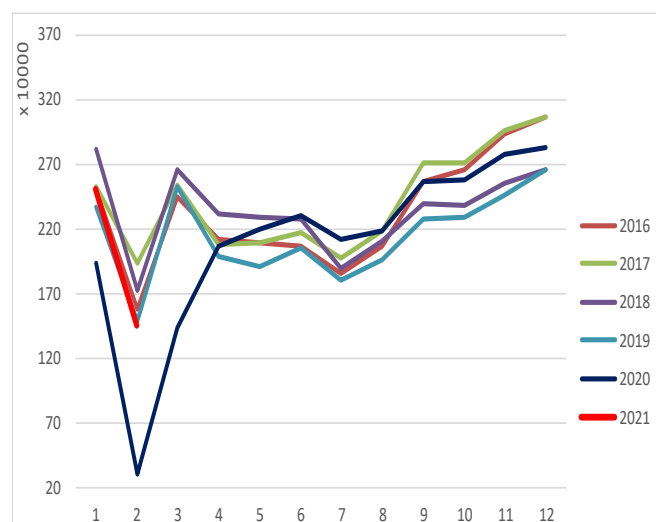
数据来源：SMM，Wind，东吴期货

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，预计3月废铜质感企业开工率为71.13%，远高于去年同期的18.54%，接近于2019年同期的71.25%（详情见图10）。

（二）2021年1-2月中国汽车销量较2019年同期小增，空调销量小幅下滑

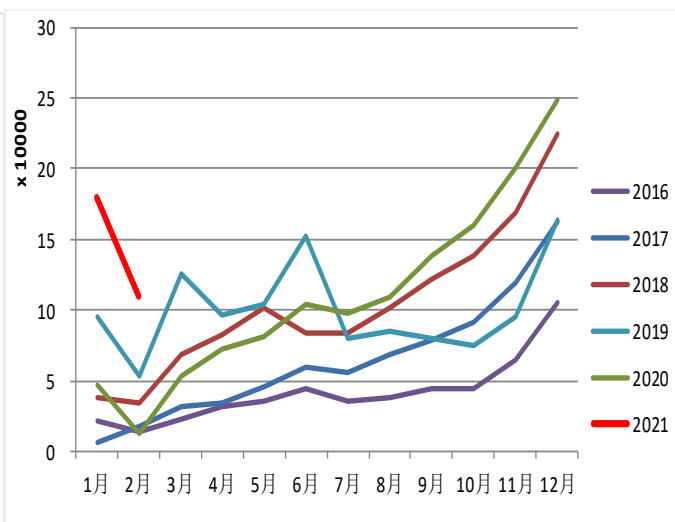
中汽协数据显示，2021年2月，汽车产销分别完成150.3万辆和145.5万辆，同比分别增长4.2倍和3.6倍。2021年1-2月，汽车产销分别完成389.0万辆和395.8万辆，同比分别增长88.9%和76.2%。与2019年数据相比，汽车产销略有增长，同比增长2.9%和2.7%。中汽协预计2021年汽车销量有望超过2600万辆，同比增长4%（详见图9）。

图9：中汽协汽车销量走势图



数据来源：中汽协，Wind，东吴期货

图4：中汽协新能源汽车销量走势图



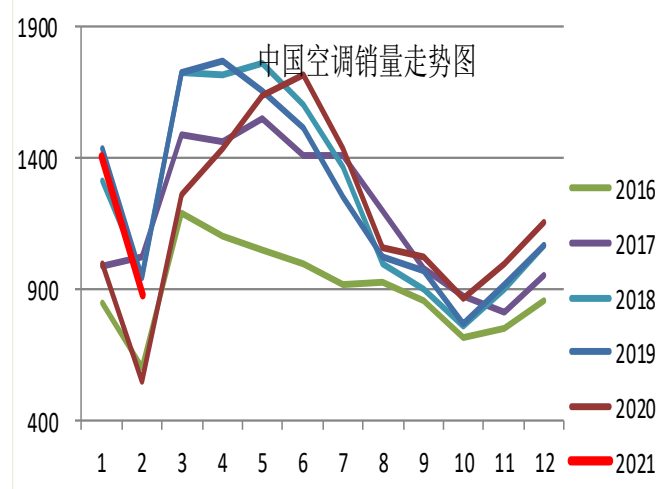
数据来源：中汽协，Wind，东吴期货

2月新能源汽车产销分别达到12.4万辆和11.0万辆，同比增长7.2倍和5.8倍。新能源汽车产销继续刷新当月历史记录，单月产销量均突破10万辆。1-2月，新能源汽车产销分别完成31.7万辆和28.9万辆，同

比分别增长 3.9 倍和 3.2 倍。预计新能源汽车 2021 年销量 180 万辆，同比增长 40%，预计新能源汽车带来的铜需求增量为 4 万吨左右（详见图 10）。

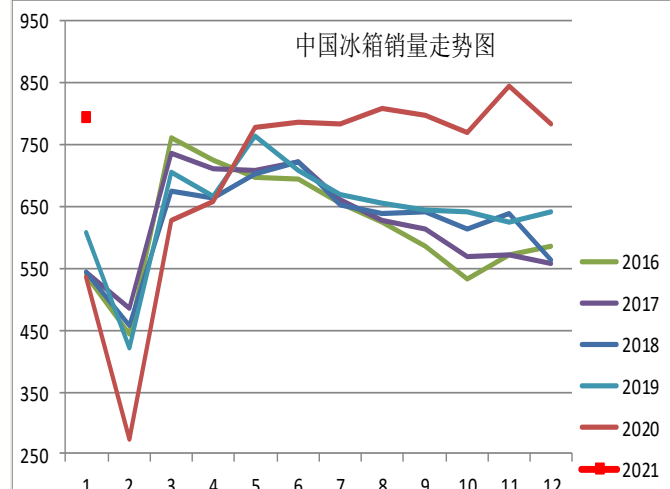
产业在线数据，2021 年 2 月空调总销量 876 万台，同比增长 58.51%，其中内销增长 128.62%，出口增长 29.58%。1-2 月累计销量 2282 万台，同比上升 47.4%，但较 2019 年同期下降 4.34%（详见图 11）。

图 11：产业在线中国空调销量走势图



数据来源：产业在线，Wind，东吴期货

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

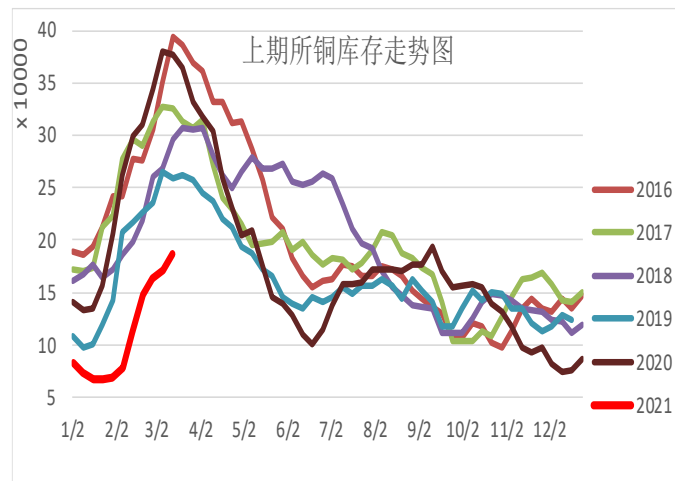
2021 年 1 月冰箱总销量 794.9 万台，同比增长 48.1%，内销同比增长 51.3%；出口同比增长 44.7%。2020 年全年销量增长 8.9%。与 2019 年比，销量同比增长 30.8%（详见图 12）。

三、全球显性库存偏低，中国进口需求下滑

（一）上期所、LME 库存均处于近几年同期低位

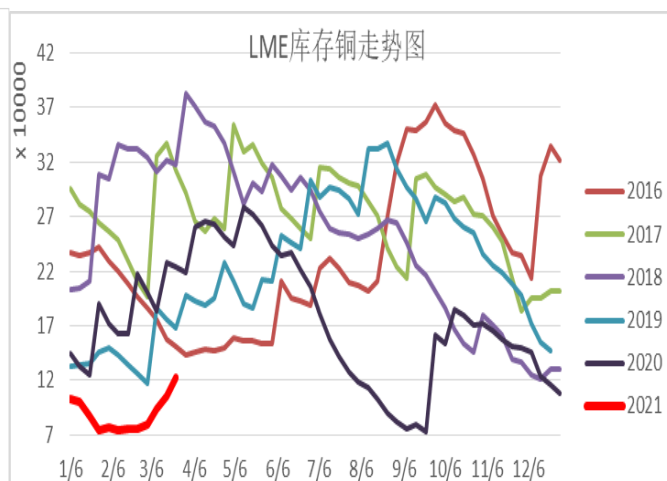
上周国内上期所库存连续第七周累库，库存水平上升 1.6 万吨至 18.7 万吨，比去年同期低 19.0 万吨，处近几年以来同期低位，春节前后累库量处于近几年同期中等水平。（详情见图 13）。

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

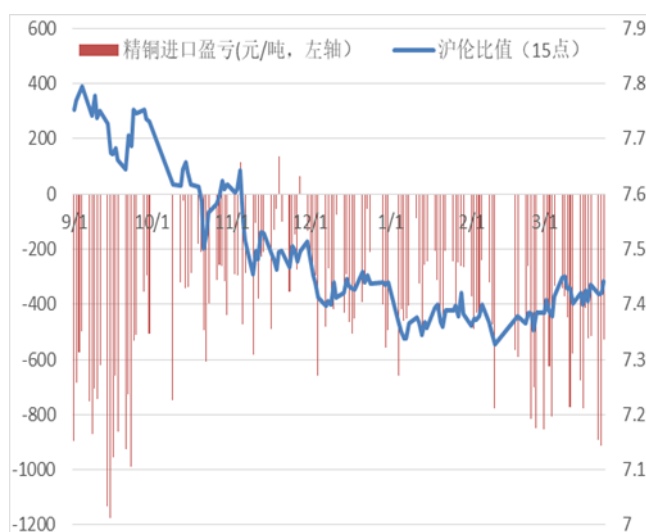


数据来源：LME，Wind，东吴期货

截止到3月23日，LME库存升至去年12月21日以来最高水平的12.2万吨，自本月初以来已经上升65.0%，供应紧张局面不断改善。LME现货较3月期货转为贴水，为2月以来首次（详情见图14）。

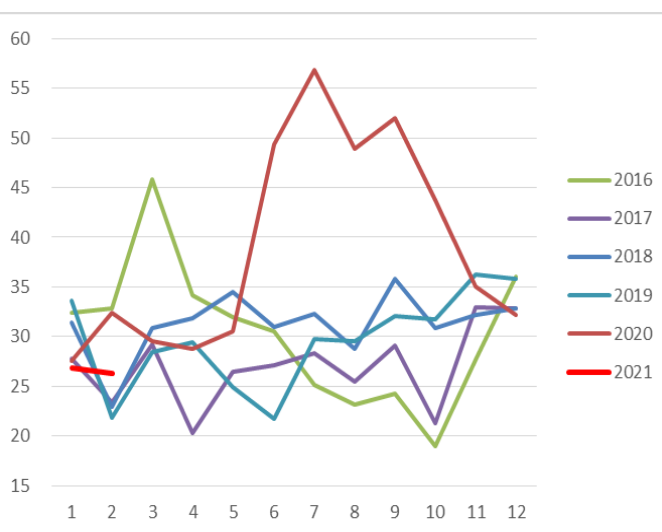
据海关总署数据显示，2021年1-2月中国进口精炼铜（未锻轧铜含量>99.9935%的精炼铜阴极及未锻轧其他精炼铜阴极）共53.18万吨，累计同比减少9.09%，较2019年同期减少4.13%。其中1月进口26.85万吨，2月进口26.34万吨。进口窗口维持关闭状态较长时间，国内买方缺乏向国内运输大量电解铜动力，叠加南美地区1月份的发运问题，导致今年1-2月份进口量同比下降。但自1月底起智利发运问题逐渐缓解，预计3月份电解铜到港量将环比增长。从美金铜现货市场的报盘来看，3月中下旬到港货物显露宽裕。但国内消费在前期高价影响下恢复周期有所拉长，库存还在累增阶段，而LME全球库存仍处低位，海外现货偏紧预期仍在。内外结构未有明显改善，周内进口窗口维持关闭状态，买方市场特征明显，比价的长期关闭对报关进口需求有明显抑制（详情见图15-16）。

图 15：沪伦比值及进口盈亏走势图



数据来源：Wind，SMM，东吴期货

图 16：中国精炼铜进口量走势图



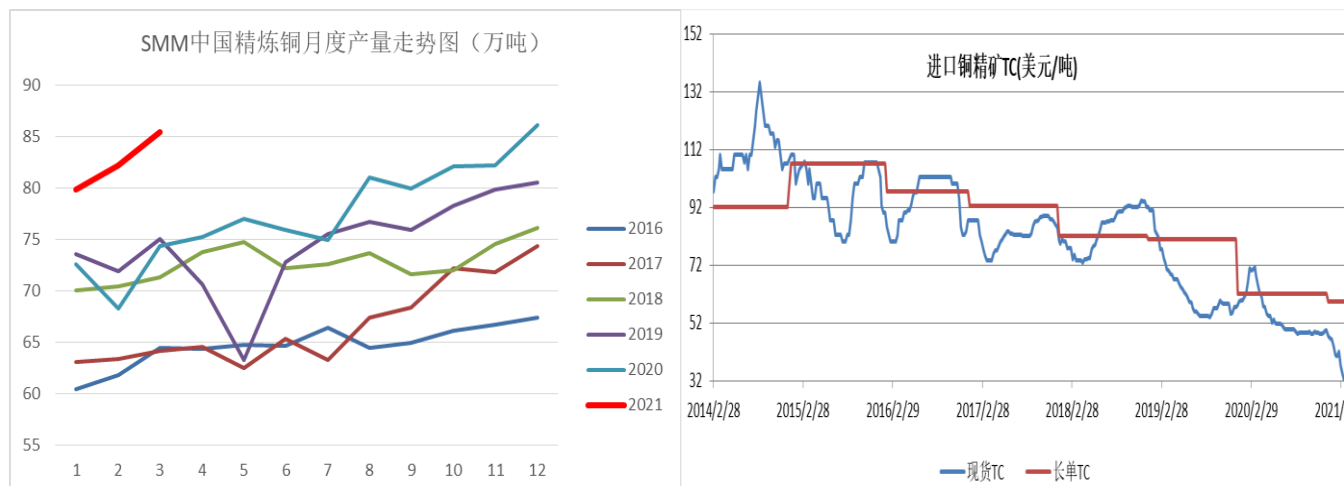
数据来源：海关总署，Wind，东吴期货

（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

2月中国电解铜产量为82.18万吨，环比增长2.89%，同比增加20.31%。2月实际生产天数较少，但月度产量环比仍录得小幅增长，因部分冶炼厂从检修中恢复。另外，据SMM了解，2月国内硫酸价格继续上涨，其中华东与华中地区涨幅最为明显，这也弥补了部分因铜精矿TC下滑所带来的压力。不过，今年2月同比增量仍然明显，主要因为去年2月硫酸胀库压力导致部分炼厂减产。但是，因为春节归来后铜价的迅速冲高抑制了下游买盘，消费恢复周期长于预期，冶炼厂面临较大成品库存压力。从3月份排产计划来看，虽然冶炼厂目前承受TC下滑的压力，但是粗铜供应尚充足，3月基本无检修计划。SMM预计3月国内电解铜产量为85.48万吨，环比增加4.01%，同比增加14.94%（去年同期山东地区炼厂因资金压力产量处于低位，另有环保及疫情导致的硫酸胀库压力均对炼厂产量形成拖累）；至3月累计电解铜产量为247.54万吨，累计同比增长14.99%，较2019年同期增长12.2%（详情见图17）。

图 17：中国精炼铜月度产量走势图

图 18：中国进口铜精矿 TC 走势图



数据来源: SMM, Wind, 东吴期货

数据来源: SMM, Wind, 东吴期货

今年 1、2 月秘鲁、智利相继受到堵路、疫情、海浪等一系列突发事件后, 铜精矿现货 TC 持续下挫, 2021 年 3 月 12 日, SMM 进口铜精矿周度指数为 32.07 美元/吨, 为十多年来的最低水平(见图 18)。由 CSPT 小组将于本月早些时候开会研讨其二季度现货铜精矿 TC / RC 底价“地板价”。据国外消息, 三位消息人士称, 近期招标中的 TC 交易价均低于每吨 20 美元。贸易商甚至正在接受更低的价格以确保供应。两名直接了解此事的消息人士称, 安托法加斯塔 (Antofagasta) 上周以 10 美元的价格招标了 10,000 吨四月份的铜精矿。安托法加斯塔首席财务官 Mauricio Ortiz 称, 他无法透露此次出售的细节, 但他表示, “从我们的角度来看, 市场是积极的”。虽然对矿场来说是个好消息, 但较低的 TC / RCs 却在挤压着冶炼厂的利润。一季度铜精矿 TC/RC 地板价为 53 美元/吨及 5.3 美分/磅, 较 2020 年四季度地板价下降了 5 美元/吨及 0.5 美分/磅。3 月 19 日, SMM 进口铜精矿周度指数较前一周上涨 0.72 美元/吨至 32.8 美元/吨, 市场成交有所增多, 但成交 TC 有一定分化, 下有 20 高位, 上有 30 中位, 但绝大部分冶炼厂坚决表示坚守 30 美元/吨底线, 市场买卖双方博弈依旧焦灼。进入 4 月冶炼厂将进入检修密集期, 届时冶炼厂产量将有所下降; 另外受近期进口亏损较大影响, 料 4 月进口铜量也不会明显增加。而且随着消费的复苏, 市场用铜量将持续增加, 4 月去库存将是大概率事件。

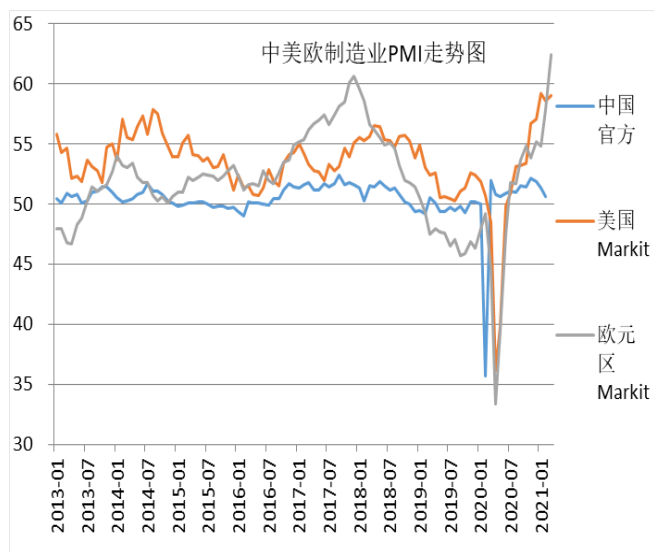
四、当前影响铜价走势的主要因素

(一) 中国制造业 PMI 扩张动能减弱, 欧美延续强势扩张

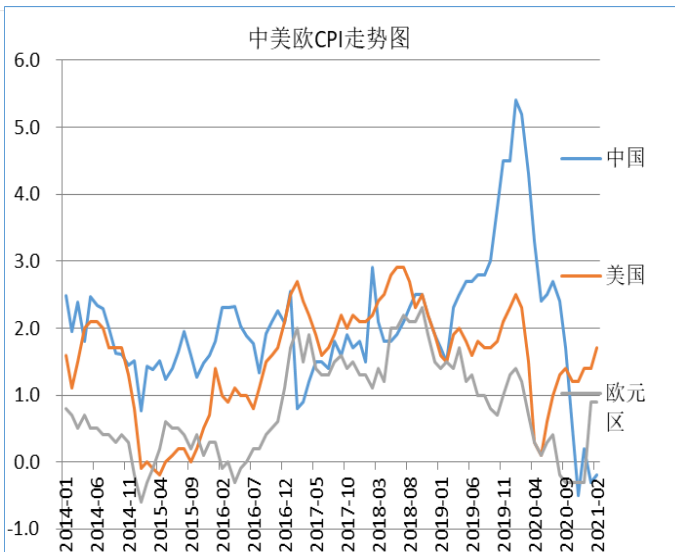
中国 2 月官方制造业 PMI 为 50.6, 比上月回落 0.7 个百分点, 连续 12 个月保持在荣枯线以上, 表明我国经济总体延续扩张态势, 但步伐有所放缓。欧元区 3 月 Markit 制造业 PMI 初值 62.40, 预期值 57.60, 前值 57.90。欧元区 3 月 IHS Markit 综合 PMI 录得 52.5, 创 2018 年年末以来新高。美国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值为 59, 预估为 59.5, 前值为 58.6。欧美制造业均保持强劲的增长势头(详情见图 17)。

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）美元走强，基本金属承压

美国2月CPI为1.7%，升至去年3月以来最高水平。美国过去1年推出共计5万亿美元的财政刺激计划，正在对全球输出“恶性通胀”。在出台1.9万亿美元的经济刺激计划之后，目前美国还在力推一项价值3万亿美元的新刺激计划。全球通胀预期上升，新兴市场国家被动加息。10年期美债收益率正重返新冠疫情爆发前的水平。美元回流，全球流动性收紧，美元走强，外盘基本金属承压（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!