



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290号

夏莹莹

投资咨询证号：

Z0016569

联系人

肖宇非

从业资格证号：

F3080728

宏观偏紧，需求偏弱

摘要

受到美国拜登政府上台后一系列宽松财政政策刺激，铜价于年初从 5.8 万元每吨附近的位置上升到 6.6 万元每吨。后由于多头资金涌入，铜价一度上探 7.8 万元每吨，待过热资金退出后回到 7 万元附近徘徊。10 月中旬由于能源板块的大幅波动及有色金属内部限产消息的频繁爆出，铜价跟着起伏，但最终还是回到了震荡区间。

宏观层面上，今年上半年全球主要经济体以宽松的财政及货币政策为主，拜登政府推出高达万亿美元的计划以提振美国的经济。自今年 6 月以来，美国的核心 CPI 一直在 4% 以上，令美国政府始料未及，因此下半年美联储开始着眼于收紧货币政策，并在 11 月利率决议上宣布缩减购债规模。

基本面上，供给端铜矿供给保持稳定，主要得益于我国铜企和南美铜矿生产企业的长单。精炼铜和未锻造铜材供给偏低，这和海外疫情控制不利有一定的关联。需求端电力整体保持稳定，风电依然是电源投资的支柱，太阳能光伏的投资增长迅猛，而电网投资略微偏低。房地产市场表现良好，房屋竣工面积同比上涨。白色家电则表现得不尽如人意，尤其是冰箱和彩电的产量均大幅下滑。

展望 2022 年，铜价的走势或将被分为两个阶段，一个是上半年的重心下移，另一个是下半年的震荡偏弱。2022 年的宏观经济料将以偏紧为主，铜价在上方或遇到一个较强的阻力位。美联储的缩债并不是一蹴而就的，而是循序渐进且有一定变化的，因此对铜价的影响并不像此前拜登政府的财政政策那样会对铜价在短期内影响巨大。与缩债并驾齐驱的是加息预期。若美国的通胀在缩债的过程中依然无法得到有效的控制，加息大概率会在明年下半年出现，届时铜价或持续走低。基本面上，供给端或继续保持稳中偏紧的状态。由于海外疫情的反复，铜材及精炼铜进口或有所降低，也会导致需求端我国的铜材出口降低。海外欧洲的经济复苏一直都是隐患，这为铜的需求蒙上了一层阴影。综上所述，宏观和基本面都是偏紧，所以我们认为铜价在 2022 年以下行趋势为主。

2022 年沪铜运行区间 5.8 万-7.2 万元每吨，伦铜运行区间 8000-10000 美元每吨。

策略：上半年逢高做空，下半年区间操作。

风险点：美联储加息预期导致铜价超跌；欧元区经济复苏超预期。

目录

第 1 章 2021 年度铜价回顾	4
1.1. 沪铜价格回顾	4
第 2 章 受迫于通胀压力，美联储缩减购债规模	5
2.1. 美国 PMI、CPI 高企	5
2.2. 美联储宣布缩减购债规模	6
第 3 章 供给稳中偏紧，需求或在年后走低	7
3.1. 供给稳中偏紧	7
3.2. 需求整体保持稳定，年后逐渐转弱	10
3.3. 全球三大交易所库存持续走低	12
第 4 章 2022 年铜价展望	14
免责声明	15

图表目录

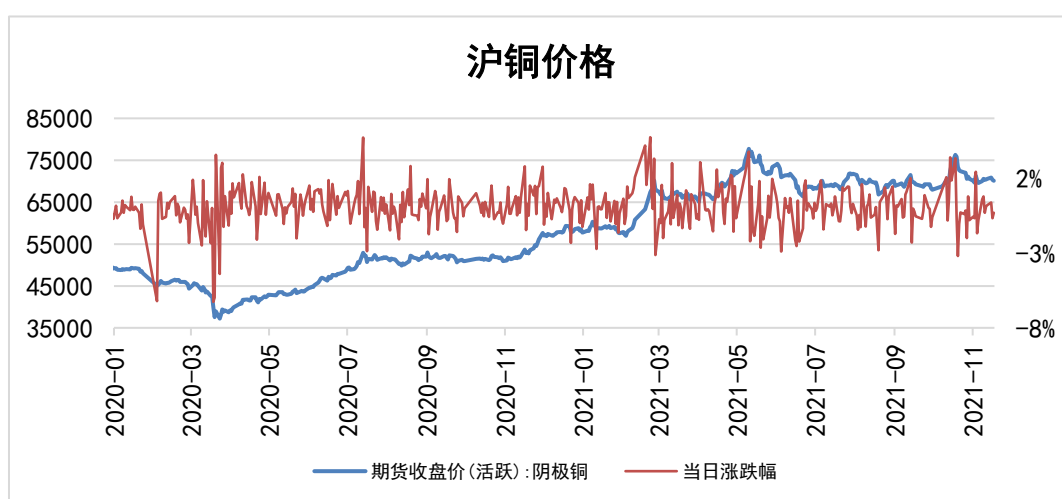
图表 1.1.1 沪铜价格上升	4
图表 1.1.2 伦铜价格上升	4
图表 2.1.1 美国 PMI、CPI 高企；欧元区 CPI 逐渐跟上	5
图表 2.1.2 失业率基本达到目标	5
图表 2.1.3 由于基数较低，GDP 同比大涨	6
图表 2.2.1 美元指数触底反弹	7
图表 2.2.2 M1/M2、社会融资均保持稳定	7
图表 3.1.1 铜矿进口同比增加	8
图表 3.1.2 铜材、精炼铜进口相对较低	8
图表 3.1.3 受限电限产影响，精炼铜产量在下半年有所回落	9
图表 3.1.4 TC/RC 持续走高；铜材产量同比降低	9
图表 3.1.5 铜价波动较大，精废价差波动较大	10
图表 3.2.1 风电、光伏将成为电源投资主流	11
图表 3.2.2 地产竣工面积同比增加	11
图表 3.2.3 汽车产销走低，新能源领域异军突起	12
图表 3.2.4 空调产销差强人意	12
图表 3.3.1 上期所铜库存持续走低	13
图表 3.3.2 保税区铜库存持续走低	13
图表 3.3.3 LME 库存迅速走低，引发监管委员会的关注	14

第1章 2021 年度铜价回顾

1.1. 沪铜价格回顾

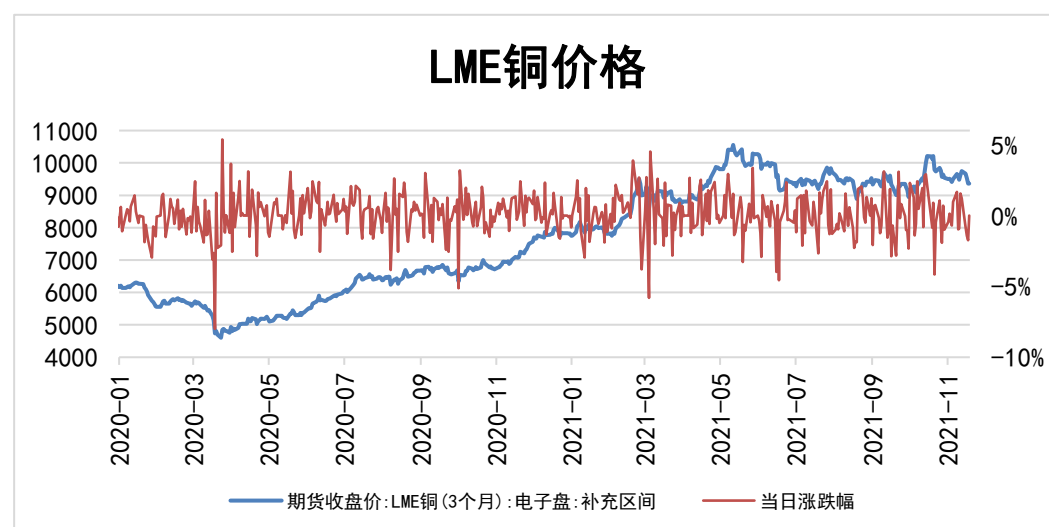
受到美国拜登政府上台后一系列宽松财政政策刺激，铜价于年初从 5.8 万元每吨附近的位置上升到 6.6 万元每吨。后由于多头资金涌入，铜价一度上探 7.8 万元每吨，待过热资金退出后回到 7 万元附近徘徊。10 月中旬由于能源板块的大幅波动及有色金属内部限产消息的频繁爆出，铜价跟着起伏，但最终还是回到了震荡区间。

图表 1.1.1 沪铜价格上升



资料来源: Wind 南华研究

图表 1.1.2 伦铜价格上升



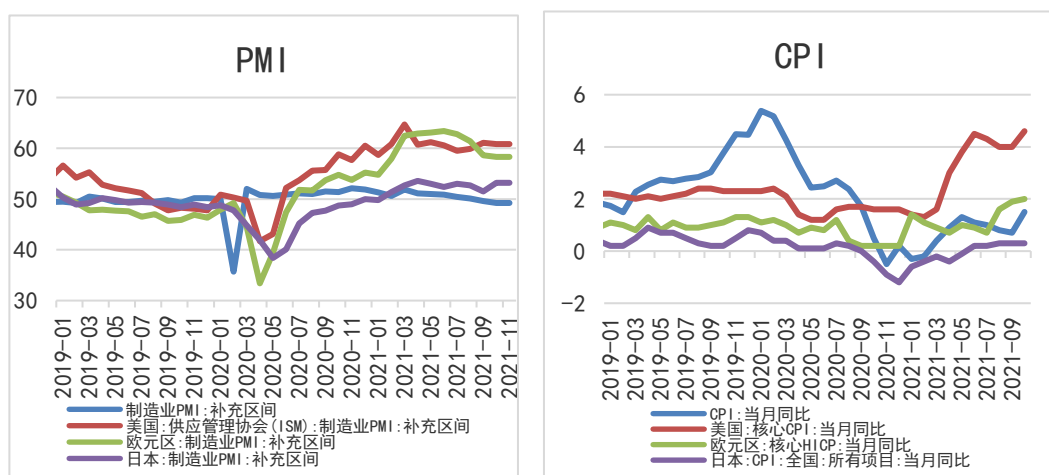
资料来源: Wind 南华研究

第2章 受迫于通胀压力，美联储缩减购债规模

2.1. 美国 PMI、CPI 高企

美国核心 CPI 在 10 月高达 4.6%，创下了近 20 年的新高，PMI 也一直稳定在 60 附近。眼下美国最关心的经济数据就是通胀，其次是就业。因此在通胀高企的情况下，美联储率先宣布缩减购债规模，以期能对通胀有所控制。相较于美国，欧元区的通胀来得要晚一些，PMI 到 CPI 的传导逐渐开始顺畅。

图表 2.1.1 美国 PMI、CPI 高企；欧元区 CPI 逐渐跟上

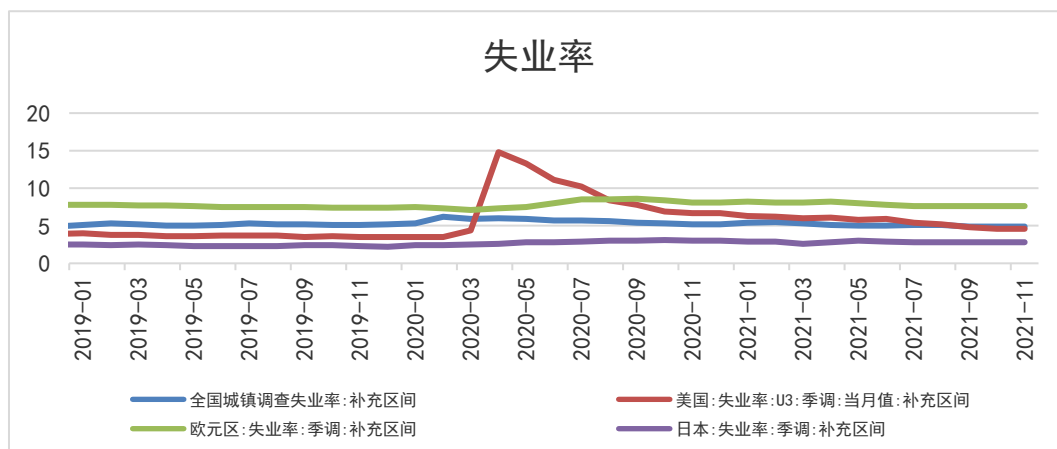


资料来源: Wind 南华研究

资料来源: Wind 南华研究

美国的失业率持续走低，已经达到充分就业的水平。欧元区的失业率自 7 月起一直稳定在 7.6%，基本符合欧洲央行的预期。

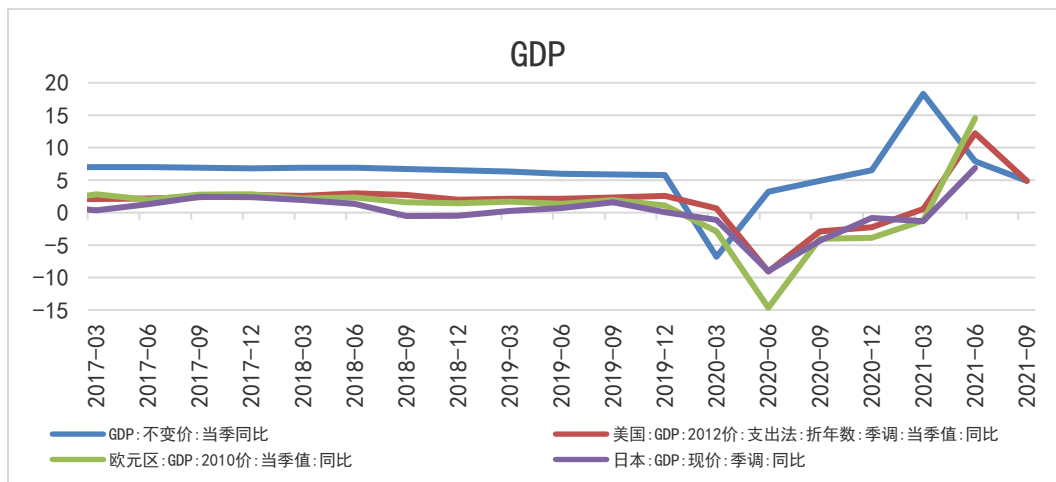
图表 2.1.2 失业率基本达到目标



资料来源: Wind 南华研究

由于去年基数较低，各个主要经济的 GDP 在今年下半年都出现了较大幅度的增长。目前中美两国的经济情况都较理想，欧元区虽然也在复苏，但是其内部的分歧依然存在隐患。

图表 2.1.3 由于基数较低，GDP 同比大涨



资料来源: Wind 南华研究

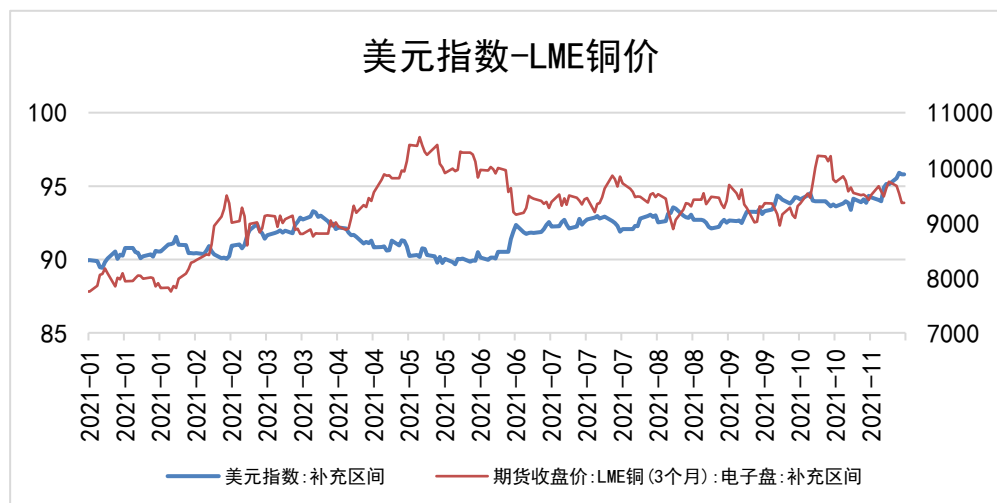
2.2. 美联储宣布缩减购债规模

11月4日凌晨美联储宣布，将从11月早些时候开始逐月减少150亿美元资产购买规模（Taper），并视情况调整资产购买速度。美联储同时宣布，维持联邦基金利率目标区间在零至0.25%之间。美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会上进一步释放鸽派信号，他对通胀回落、充分就业的预期都比较乐观，还强调现在不是加息的时候。

美联储表示，从11月开始逐月下调资产购买速度“可能是合适的”。但如果美国经济前景发生变化，美联储也将做好调整资产购买速度的准备。在未来经济展望上，鲍威尔认为，可能会在2022年下半年前实现充分就业。目前的失业率高估了劳动力市场的复苏。就业改善的步伐随着新冠病例的增加而放缓。鲍威尔还表示，预计今年经济将强劲增长；随着新冠疫情的消退，美国本季度经济增长应该会加快。

美联储的动作比我们预料的要快一些，因为CPI的持续高企。在美联储宣布缩债后，市场将在未来的6个月内持续关注CPI的变化以及失业率是否会持续稳定在5%附近。鉴于在2022年内加息的预期持续存在，通胀和就业将会成为最为关键的两个经济指标。

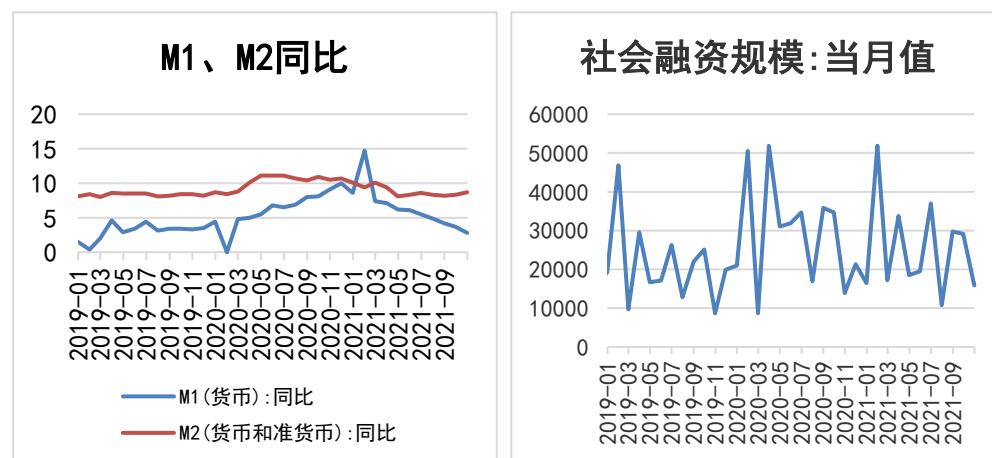
图表 2.2.1 美元指数触底反弹



资料来源：Wind 南华研究

我国的 M1 同比持续走低，M2 则相对走高，10 月社会融资规模近 1.6 万亿人民币。

图表 2.2.2 M1/M2、社会融资均保持稳定



资料来源：Wind 南华研究

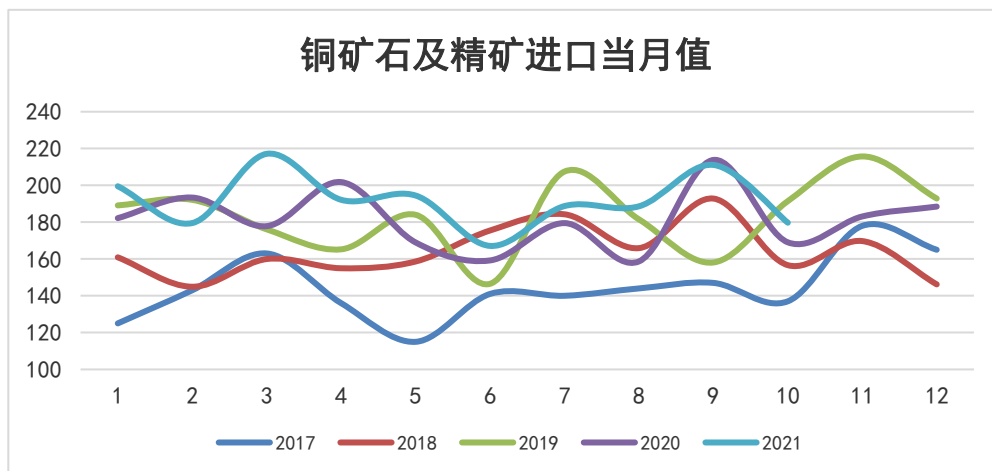
第3章 供给稳中偏紧，需求或在年后走低

3.1. 供给稳中偏紧

今年虽然疫情和罢工导致铜矿生产国风波不断，但是得益于我国大型铜冶炼企业和智利、秘鲁的铜矿企业之间的长单，铜精矿进口依然保持增长。截止到今年 10 月，铜矿累计进口同比增加 6.3%。然而精炼铜和未锻造铜材的进口不如预期，截止到今年 10 月，两者的累计进口量均为近 4 年新低。

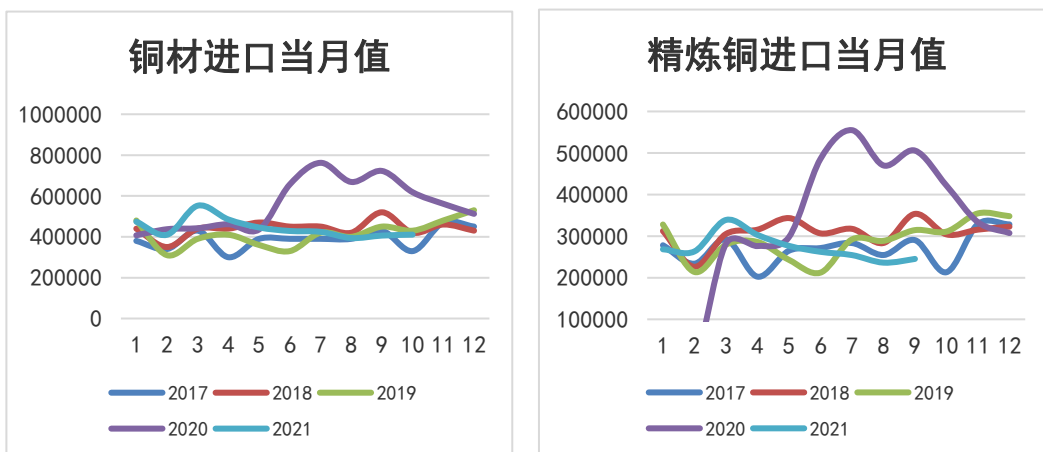
南美矿场罢工事件在前三季度偶有发生，第四季度较为罕见。在当地政府的协调之下，矿厂和工会大多数都在 1-2 周内达成了新的劳动合同。罢工已经逐渐从黑天鹅事件变成了白犀牛事件，这或许为未来的铜矿供给埋下隐患。

图表 3.1.1 铜矿进口同比增加



资料来源：Wind 南华研究

图表 3.1.2 铜材、精炼铜进口相对较低

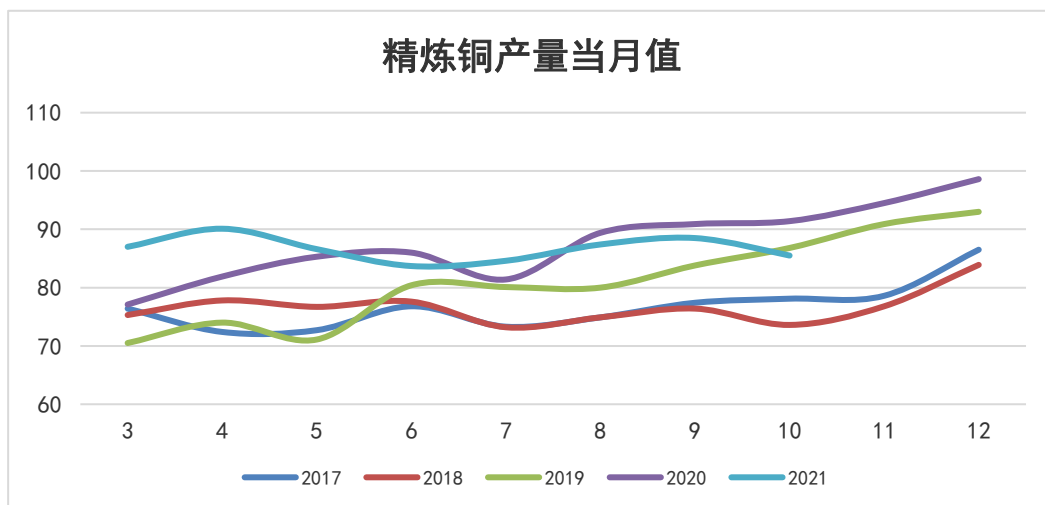


资料来源：Wind 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

受到限电限产的影响，今年夏天精炼铜产量同比有所降低，但是依然高于疫情前的水平。考虑到今年第一季度产量的大增，今年全年精炼铜产量或小幅高于去年。

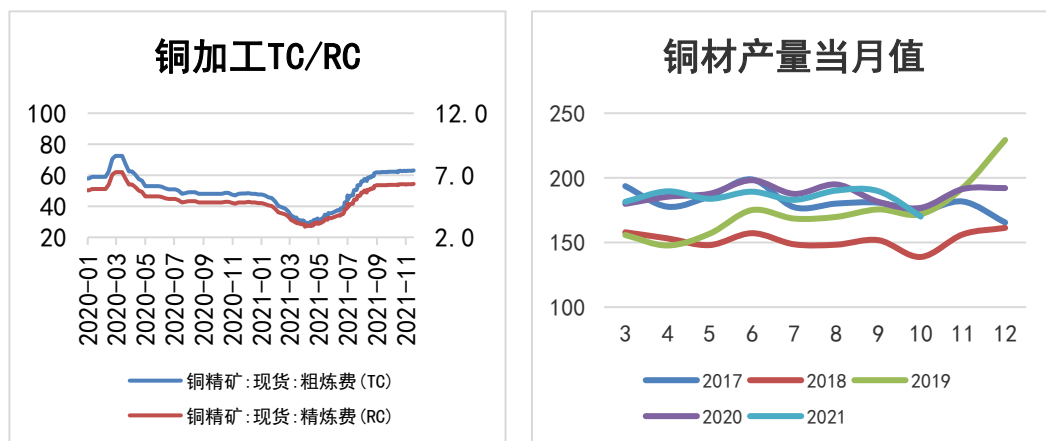
图表 3.1.3 受限电限产影响，精炼铜产量在下半年有所回落



资料来源：SMM 南华研究

TC/RC 在今年 5 月跌至低谷后反弹，于 9 月开始持续稳定在 60/6.2 以上。这个走势反映出今年上半年铜精矿供给的短缺，下半年精炼铜需求的相对不足。铜材产量同比略微走低，在经济复苏不明朗的背景下，完成度已经符合市场的预期。

图表 3.1.4 TC/RC 持续走高；铜材产量同比降低



资料来源：Wind 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

精废价差年内波动较大，反映出不同时间段的资金涌入。今年的精废价差在铜价波动率较低时稳定在 1500-2000 元每吨之间，在铜价大幅拉升或回调时跟着出现较大的波动。

图表 3.1.5 铜价波动较大，精废价差波动较大



资料来源: Wind 南华研究

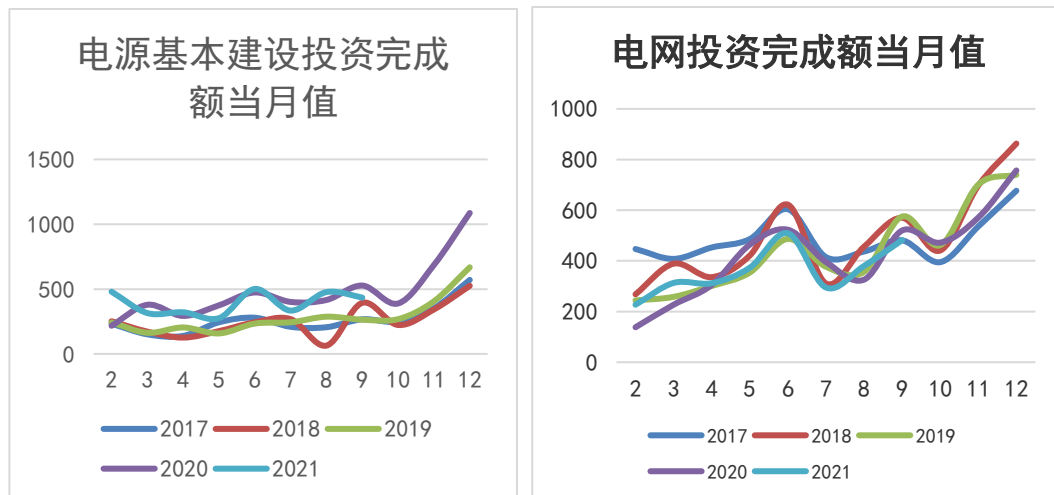
3.2. 需求整体保持稳定，年后逐渐转弱

铜的需求格局依然没有大的改变，电力占近一半的需求，其次是白色家电、建筑、机械制造、汽车等。在国家稳定 GDP 发展的前提下，由于消费和净出口表现较差，政府投资基建将成为 GDP 的根基，因此今年电力投资整体或好于去年。

今年电源投资完成额略高于去年，基本符合市场预期。其中，风电投资占近一半的份额，略微低于去年同期。光伏领域的投资有较大的增量，但总投资额依然仅占 10%。2021 年 10 月 24 日，国务院发布了关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见。意见指出，到 2030 年，经济社会发展全面绿色转型取得显著成效，重点耗能行业能源利用效率达到国际先进水平。非化石能源消费比重达到 25% 左右，风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上，二氧化碳排放量达到峰值并实现稳中有降。积极发展非化石能源。实施可再生能源替代行动，大力发展风能、太阳能、生物质能、海洋能、地热能等，不断提高非化石能源消费比重。坚持集中式与分布式并举，优先推动风能、太阳能就地就近开发利用。根据国家对于清洁能源的发展规划，未来风电和太阳能光伏依然是主要发展方向，后者的增速很可能快于前者。

电网投资近几年都保持相对稳定的体量，今年也未出现太大的波动，对铜价起到了较好的支撑作用。

图表 3.2.1 风电、光伏将成为电源投资主流

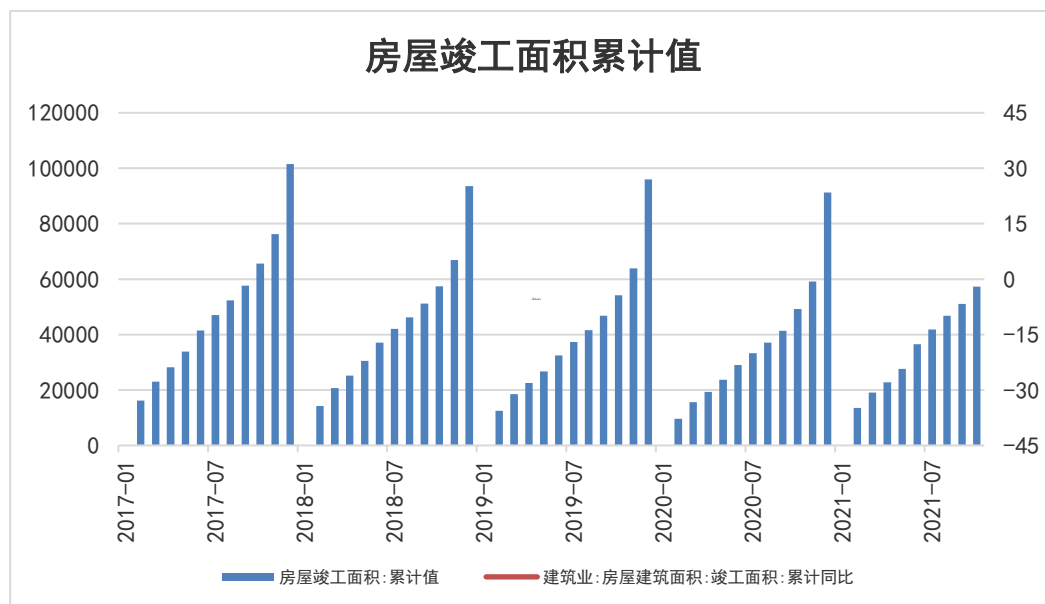


资料来源: 国家电网 南华研究

资料来源: Wind 南华研究

地产竣工面积同比增加, 拉动铜建筑端需求。今年铜管企业开工率一直保持良好的。然而在大环境不景气的背景下, 地产增速或放缓, 届时对铜的需求也会降低。

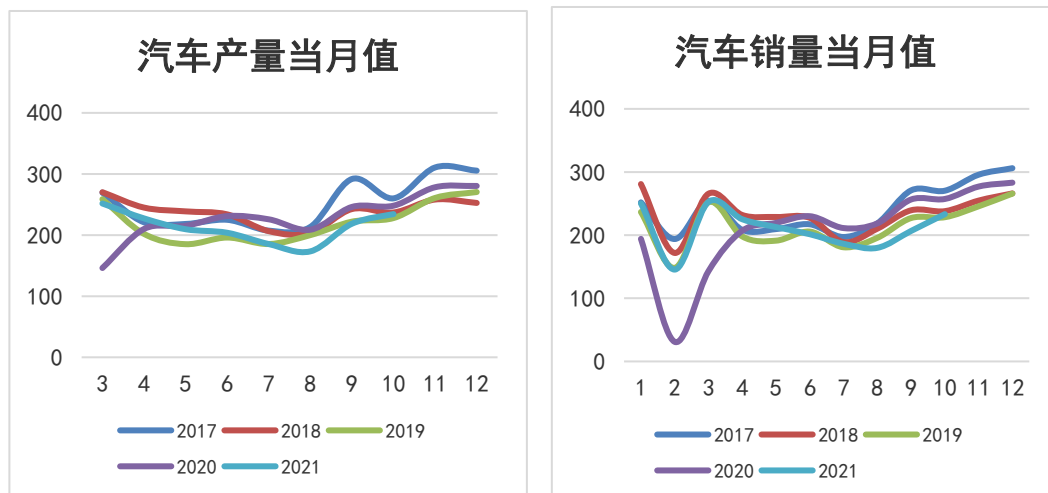
图表 3.2.2 地产竣工面积同比增加



资料来源: Wind 南华研究

2021 年 1-10 月, 汽车产销分别达到 2091 万辆和 2097 万辆, 同比增长 7.1% 和 6.4%, 增速较上半年有所放缓, 符合市场对于消费疲弱的预期。新能源领域仍然火热, 月均产量同比均保持在 150% 以上, 环比增加 10% 以上。从对铜的消耗来看, 新能源领域的增量几乎可以弥补传统汽车涨幅的下跌, 因此我们认为在国家对新能源领域重视的档口, 汽车端的同需求或保持一定的增长。

图表 3.2.3 汽车产销走低，新能源领域异军突起

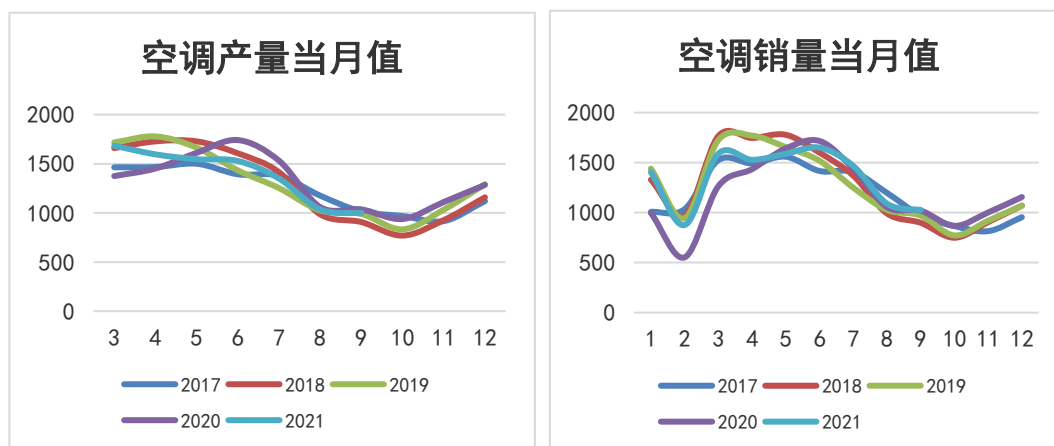


资料来源: Wind 南华研究

资料来源: Wind 南华研究

今年三大白色家电产销均不尽如人意，尤其是冰箱的产量大幅不如去年同期，彩电的产量也跌至近 4 年新低。

图表 3.2.4 空调产销差强人意



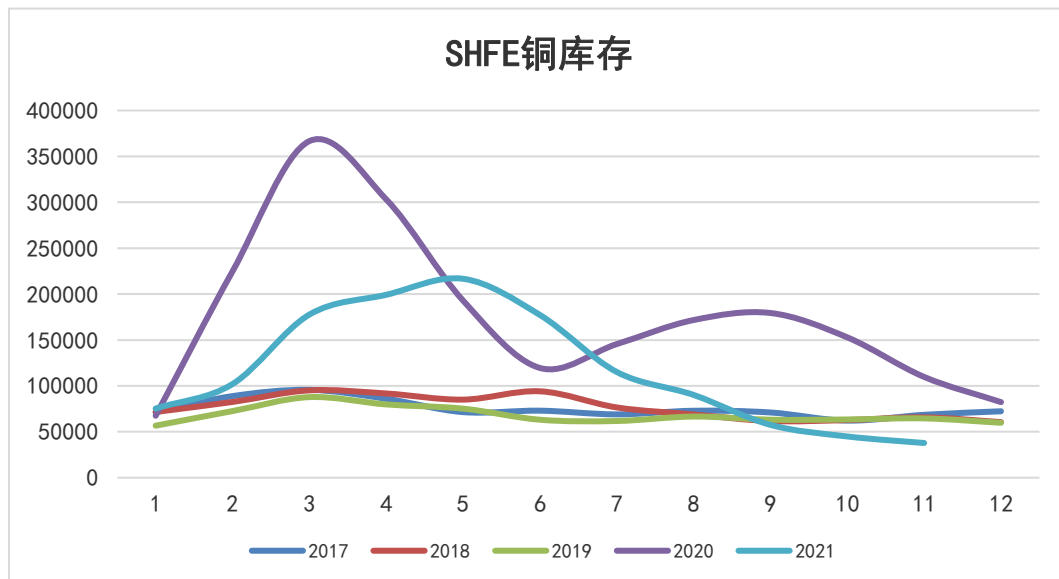
资料来源: Wind 南华研究

资料来源: Wind 南华研究

3.3. 全球三大交易所库存持续走低

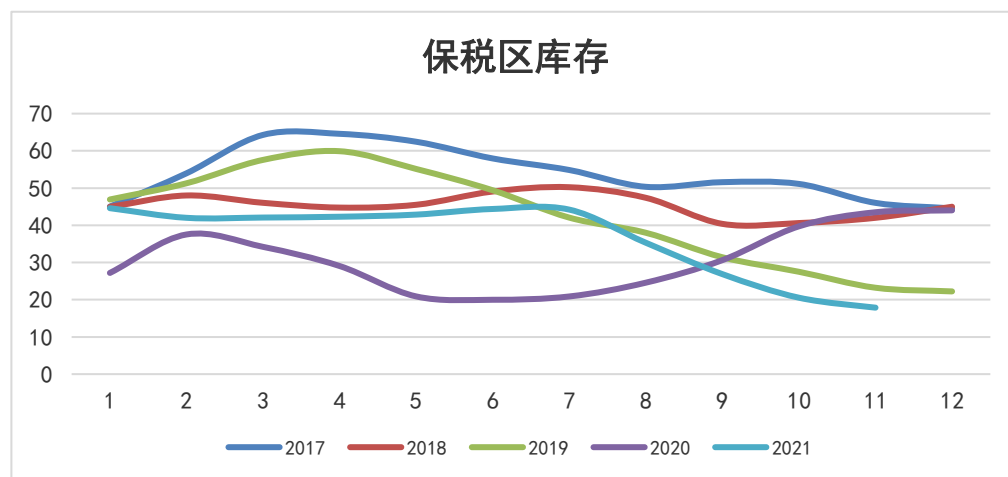
国内库存方面，上期所库存波动巨大，一度达到 20 万吨，目前跌至 5 万吨以下的历史地位。第四季度的低库存仅能为铜价提供一定的支撑，并不能提供上涨的动力。

图表 3.3.1 上期所铜库存持续走低



资料来源: Wind 南华研究

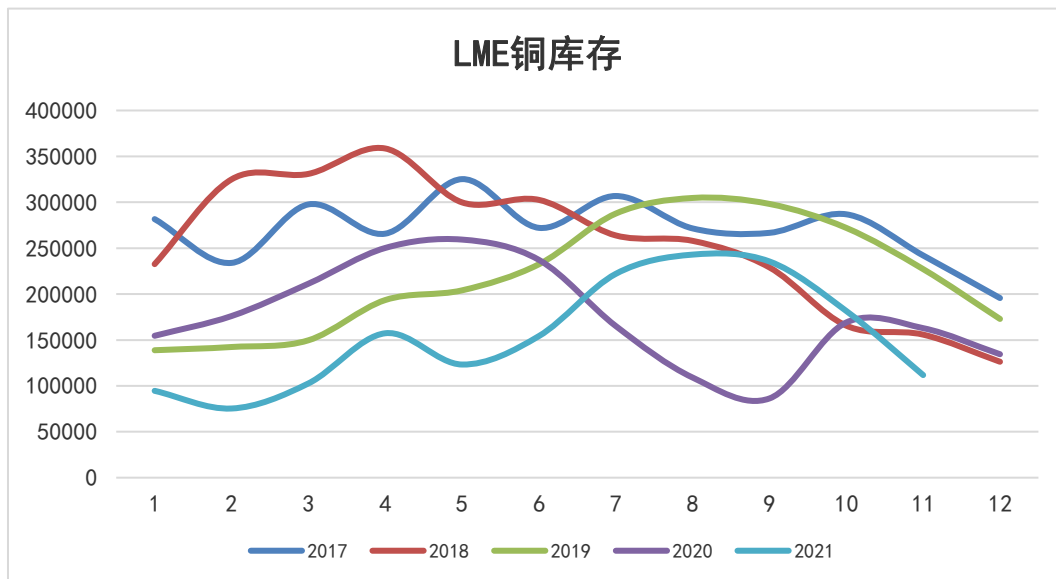
图表 3.3.2 保税区铜库存持续走低



资料来源: Wind 南华研究

伦铜在第四季度如期去库，但是去库力度超过预期，库存已近 10 万吨，其背后的原因和托克集团的大量提单有一定的关系。为了确保铜交易的市场秩序，LME 拟提出多项修改措施，其中包括：1、其将修改铜贷款规则；2、对次日合约的现货溢价设置限制；3、对某些合约引入延迟交付机制。

图表 3.3.3 LME 库存迅速走低，引发监管委员会的关注



资料来源: Wind 南华研究

第4章 2022 年铜价展望

展望 2022 年，铜价的走势可以分为两个阶段，一个是上半年的重心下移，另一个是下半年的震荡偏弱。2022 年的宏观经济以偏紧为主，使得铜价形成一个较强的阻力位。美联储的缩债并不是一蹴而就的，而是循序渐进且有一定变化的，因此对铜价的影响并不像此前拜登政府的财政政策那样会对铜价在短期内影响巨大。与缩债并驾齐驱的是加息预期。若美国的通胀在缩债的过程中依然无法得到有效的控制，加息大概率会在明年下半年出现，届时铜价或持续走低。基本面上，供给端或继续保持稳中偏紧的状态。由于海外疫情的反复，铜材及精炼铜进口或有所降低，也会导致需求端我国的铜材出口降低。海外欧洲的经济复苏一直都是隐患，这为铜的需求蒙上了一层阴影。综上所述，宏观和基本面都是偏紧，所以我们认为铜价在 2022 年以下行趋势为主。

2022 年沪铜运行区间 5.8 万-7.2 万元每吨，伦铜运行区间 8000-10000 美元每吨。

策略：上半年逢高做空，下半年区间操作。

风险点：美联储加息预期导致铜价超跌；欧元区经济复苏超预期。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点