



铜年报：筑顶阶段下，铜价 或将先扬后抑

研究报告·年报

摘要

报告作者

作者：蒋一星

E-mail: 1239330695@qq.com

从业资格号：F3025454

投资咨询号：Z0013829

报告日期：2021 年 12 月 2 日

独立申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要

- 1、铜精矿供应边际充裕，加工费持续回升
- 2、废铜供应偏紧状态或将延续
- 3、2022 年精炼铜新建产能维持高增速
- 4、四季度精炼铜进口量或将低位回升
- 5、国内外铜库存处于历史极低水平，成为关键支撑因素
- 6、10 月下游铜材开工率下滑，限电是主因
- 7、电网投资维持低位，但终端消费需求有所好转
- 8、PPI 与 CPI 剪刀差处于历史高位
- 9、明年 1 月，巨量人民币新增贷款正在路上

后市展望

本轮铜价上涨，最主要的原因就是全球范围内的大放水，需求迅速回升，但供给短时间内无法跟上，导致库存不断下降来到历史极低水平。目前，低库存依旧是支撑铜价的主要因素，同时在巨量的 1 月人民币放贷预期下，中短期而言，铜价难以大跌，甚至还会出现一波反弹，高点可能会出现在明年 2 月份前后，即春节累库结束点的前后。

长期而言，目前铜价正处于筑顶阶段，明年铜价重心下移的概率较高，主要因素在于美联储 taper 和加息，以及国内经济边际转弱预期。

一、行情回顾

图1 沪铜指数周线图



数据来源：文华财经 国联期货

今年铜价走势大致可以分为两个阶段，分别为：1月至5月中旬的上涨阶段，以及5月下旬至现在的震荡阶段。

在第一阶段，供应短缺是市场炒作的焦点，首先是春节前后，国内铜库存处于低位，企业被迫补库，推动铜价上行。其次是4月份，智利因新冠疫情关闭边境，引发市场对铜矿供应的担忧，导致铜精矿加工费来到历史低位。

第二阶段时，虽然利多因素仍旧时不时出现，如：7月美联储议息会议偏鸽派，10月全球能源短缺引发市场恐慌，国内外铜库存持续下降来到历史极低水平，但因为铜价已经来历史最高位，铜价仅仅只是阶段性冲高，并且每一次冲高后，就立刻回落，整体而言，铜价围绕7万元为中心宽幅震荡。

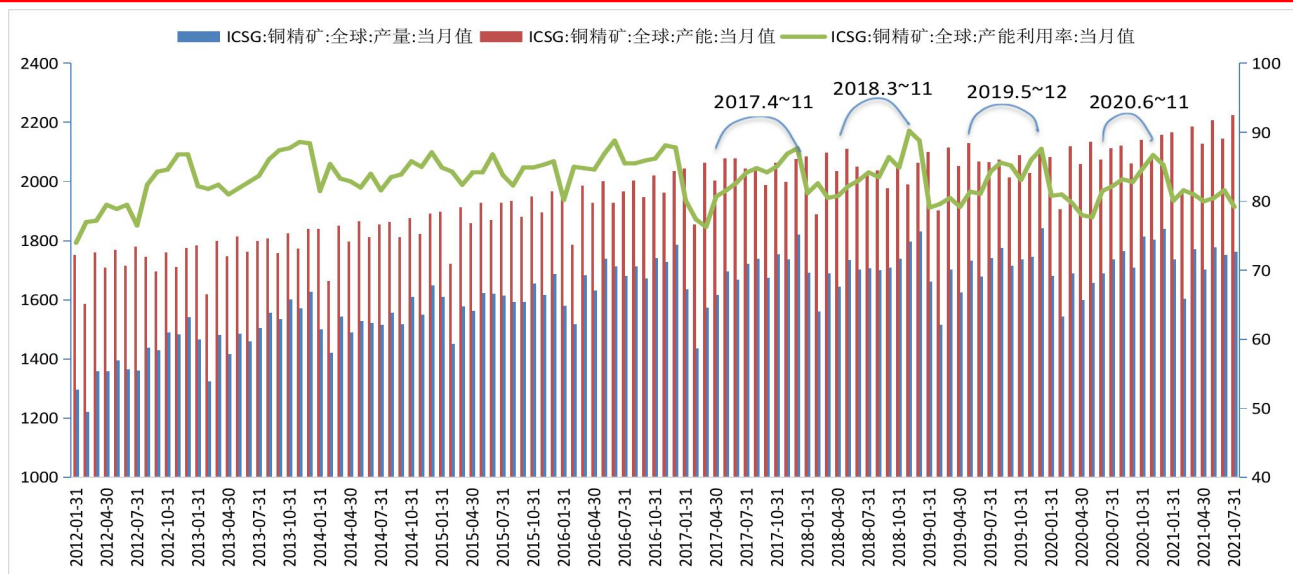
二、原因分析

2.1 铜精矿供应边际充裕，加工费持续回升

据 ICSG 统计，2020 年全球铜矿产量 2059.7 万吨，略高于 2019 年铜矿产量。今年前 7 个月，全球铜矿累计产量 1210.4 万吨，同比增加 4.3%。从长期趋势上看，全球铜矿总产能是在稳步增加的，但实际月度产量增速较慢，并且呈现周期性规律。全球铜矿产能利用率同样也是如此，自 2017 年起，铜矿产能利用率呈现明显的周期性规律，增加周期为 6~9 个月，分别为 2017 年 4 月至 11 月、2018 年 3 月至 11 月、2019 年 5 月至 12 月和 2020 年 6 月至 11 月，下降周期为 3~5 个月。但在今年，这一规律被打破，铜矿产能利用率始终处于低位，这主要是由罢工、新冠疫情、全球能源短缺等原因共

同导致。

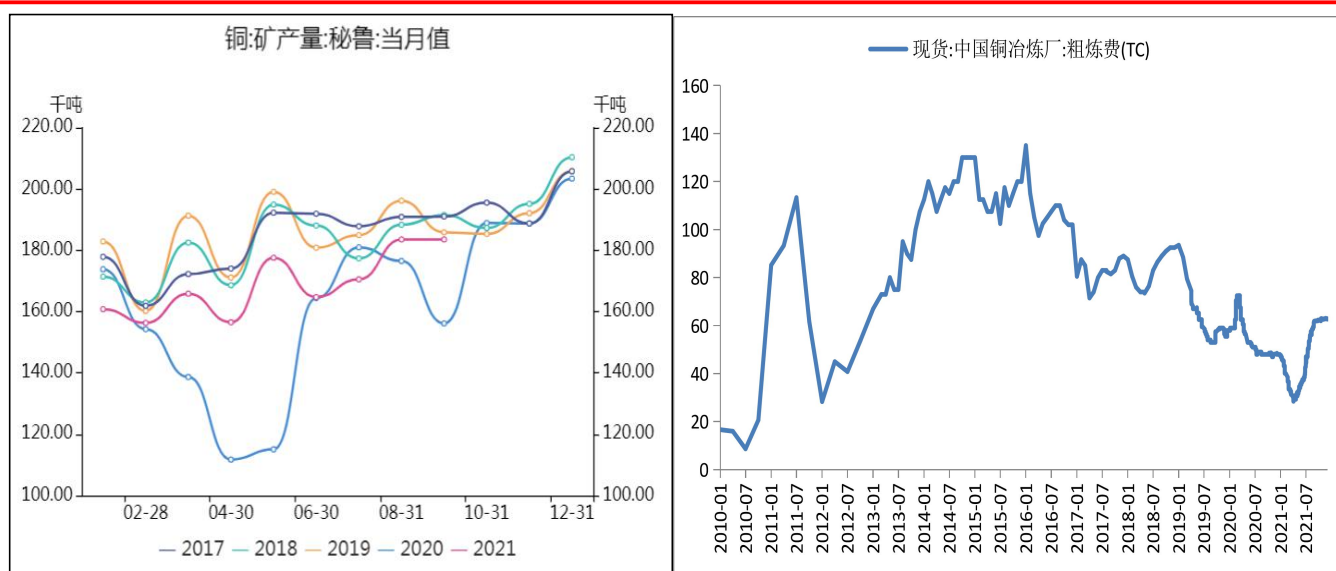
图2 全球铜精矿产量（ICSG）



数据来源：同花顺 国联期货

关于年度铜矿产量，彭博与 ICSG 的统计数据有较大差别。据彭博统计，2020 年全球铜矿产量增速为负，约减产 50 万吨。另外，据彭博预测，2021 年全球铜矿产量将大幅增加，2022 年产量增速仍将维持在高位，年度产量增幅大约为 100 万吨，略低于 2021 年产量增幅。另外，据 SMM 预测，2022 年铜精矿同比增长 110 万吨，Kamoa-Kakula、Timok、驱龙铜矿、Spence 二期、Grasberg 地下矿项目贡献核心增量。

图3 秘鲁铜矿产量、我国铜精矿加工费



数据来源：同花顺 国联期货

2021 年全球铜精矿仍处于紧平衡状态，当前现货铜精矿供需天平正在向冶炼厂端倾斜，据 SMM 预计，2022 年长协 TC 将上抬至 60 中位一线。

2.2 废铜供应偏紧状态或将延续

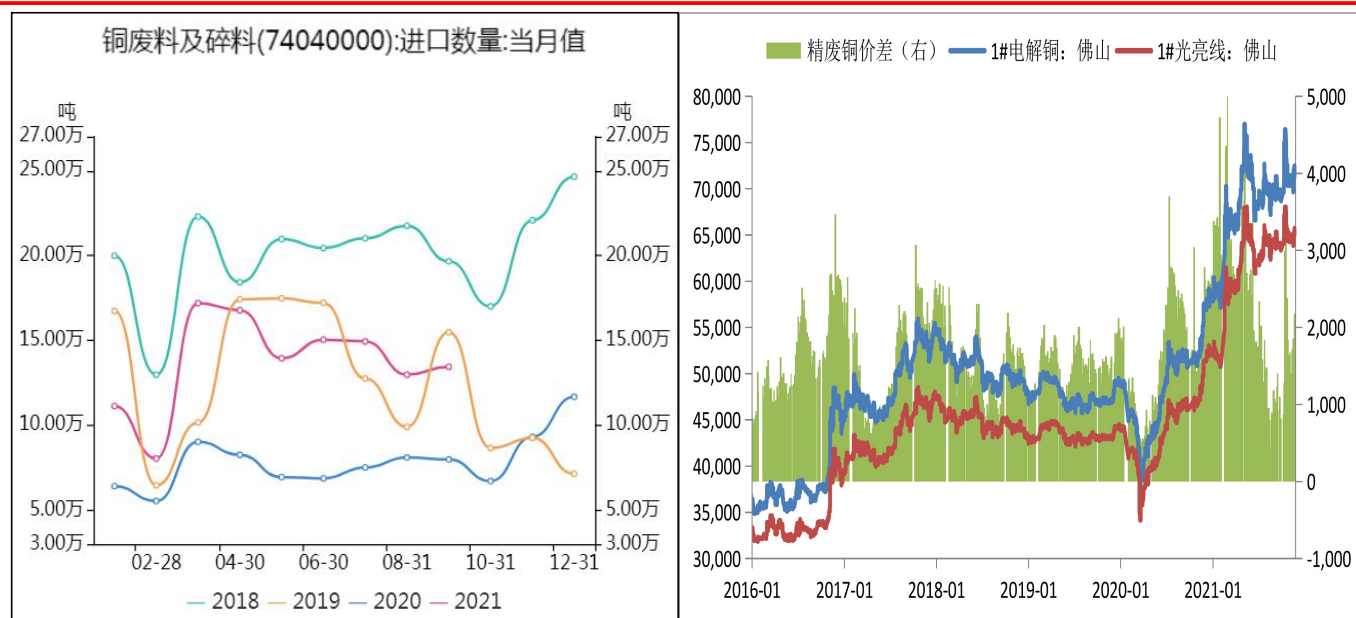
进口方面，今年前10个月，我国废铜料及碎料累计进口136.8万吨实物量，同比增加86.5%，但与2019年同期进口量基本持平。自2017年末起，我国对进口废铜的品质要求越来越严，进口废铜的含铜量在2017年大约为35%，而到2018年时，含铜量提高到了55%左右，进入2019年后，含铜量就保持在80%以上。鉴于目前铜废料进口品味处于高位，2021年度铜进口金属量处于历史较高水平。

国内产量方面，根据SMM的统计数据，今年前9个月废铜累计产量86万吨，同比增长36%，较2019年同期增长55%。我国的废铜产量与铜价走势有着较高的正相关关系。自新冠疫情爆发以来，铜价持续上涨，导致我国废铜月度产量也逐步增加。从今年5月之后，铜价开始走弱，我国废铜月度产量也跟随下滑。

自10月31日起，马来西亚将废金属进口标准进一步提高，要求进口的废铜金属含量至少达到94.75%。马来西亚是我国进口废铜的第一大来源国。马来西亚出口到中国的高品位废铜，主要是由从其他国家进口的低品位废铜加工而成，因此马来西亚提高废铜进口标准后，将直接影响当地废铜加工企业的生产，进而影响我国废铜进口。

在铜价涨势放缓后，精废铜价差也开始回落。以7.3%的票点计算，目前佛山地区1#电解铜和1#光亮线的价差在1600元~2200元之间，处于中等水平。

图4 铜废料进口量、精废铜价差



数据来源：同花顺 WIND 国联期货

2.3 2022 年精炼铜新建产能维持高增速

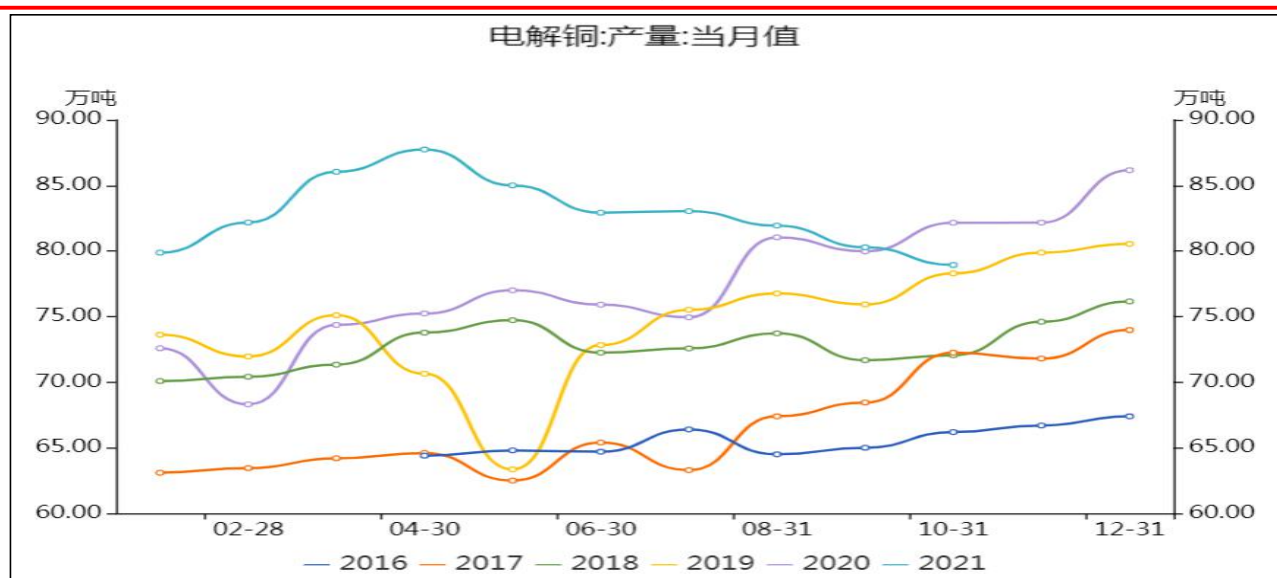
今年前10个月，国内精炼铜产量合计827.96万吨，同比增加8.7%，自今年5月份起，国内精

炼铜产量持续下降，并且下滑幅度较为显著，本轮产量下滑，一开始是由于精炼铜加工费大幅下滑，来到历史低位，导致冶炼厂冶炼亏损，随后又由于全国性限电措施，冶炼厂被迫限制产能。目前，虽然限电影响已经明显缓解，但由于冶炼厂出现硫酸胀库风险，开工率并未明显回升。

据 SMM 统计，2022 年我国精炼铜新增扩建产能 108 万吨，主要是大冶有色计划新扩建产能 40 万吨、中条山有色金属集团有限公司计划新扩建产能 18 万吨、安徽友进冠华新材料科技股份有限公司计划新扩建产能 15 万吨、新疆五鑫铜业计划新扩建产能 10 万吨、江西铜业（清远）有限公司计划新扩建产能 10 万吨等。从统计数据来看，2022 年我国精炼铜冶炼产能仍将维持高增速。

随着国内能源危机解除，以及铜精矿加工费回升至中等水平，预计未来国内精炼铜产量大概率将逐步增加。

图 5 国内精炼铜产量



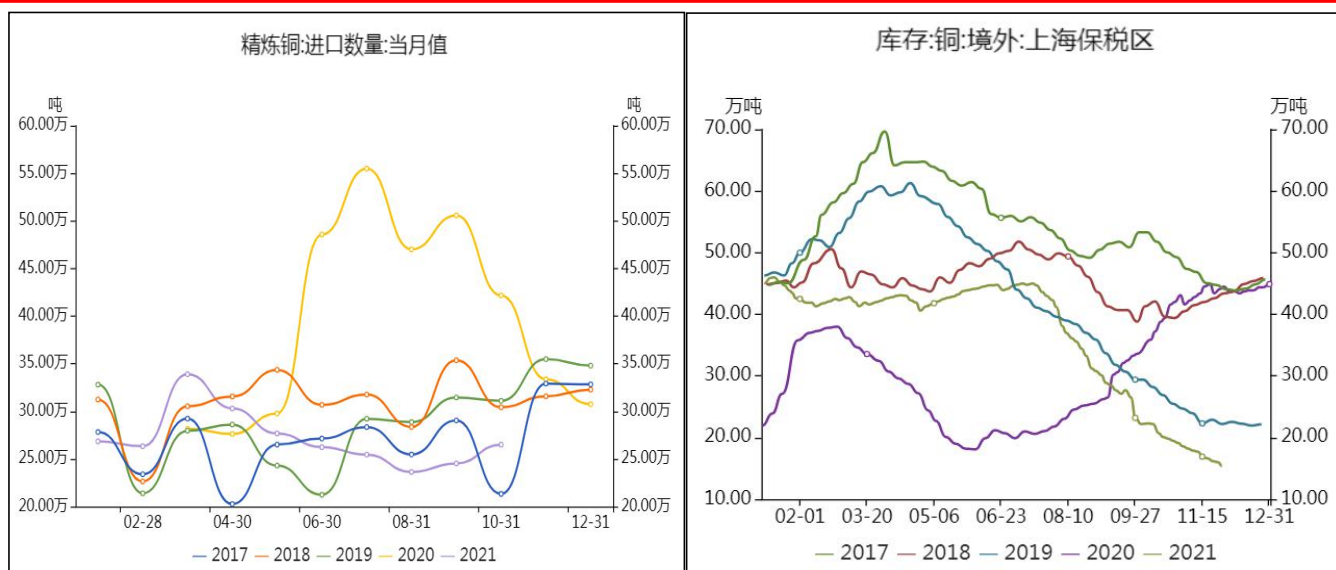
数据来源: Wind 国联期货

2.4 四季度精炼铜进口量或将低位回升

今年前 10 个月，我国精炼铜累计进口量为 271.4 万吨，同比下降 30.0%，较 2019 年同期下降 2.0%。进入 11 月中上旬，精炼铜进口盈利窗口短暂打开，但因为接近年末，海关进项税增值税发票开票存在问题，导致精炼铜进口受到极大限制。受此影响，国内现货铜升水一度来到了 2000 元/吨以上。进入 11 月下旬后，进口增值税发票有了暂时解决方案，现货铜升水明显回落，但是 12 月增值税发票还需要额外措施。

截至 11 月 29 日，上海保税区铜库存合计 15.4 万吨，处于历史极低水平，并且仍在继续下降。不断下降的库存导致洋山铜溢价大幅走高，平均提单溢价在 80 美元以上。

图6 精炼铜进口量、上海保税区铜库存



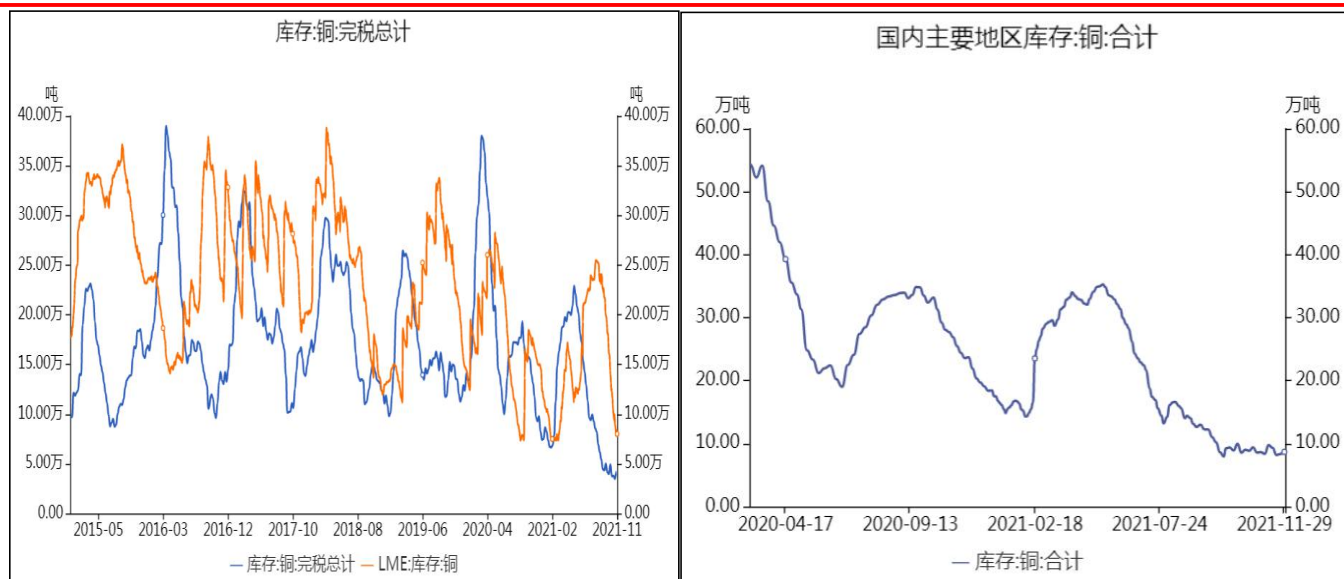
数据来源: Wind 国联期货

2.5 国内外铜库存处于历史极低水平，成为关键支撑因素

截至11月26日，上期所铜库存合计4.2万吨，处于历史极低水平。虽然已经处于11月末，但周期性的持续性累库依旧没有开始。截至11月29日，全国主要市场铜库存合计8.7万吨，同样处于极低水平。根据历史规律，一般在每年年末或者来年一月份时，国内企业就会开始春季补库，这是因为要满足第二年的生产需要。笔者认为在当前价位，企业补库的可能性还是比较高的。

截至11月29日，LME铜库存合计8.0万吨，同样处于历史低位。在10月中旬时，LME铜升水一度来到1000美元以上，创下1994年以来最大值。在低库存下，挤仓随时都可能出现。

图7 国内外铜库存



数据来源: 同花顺 国联期货

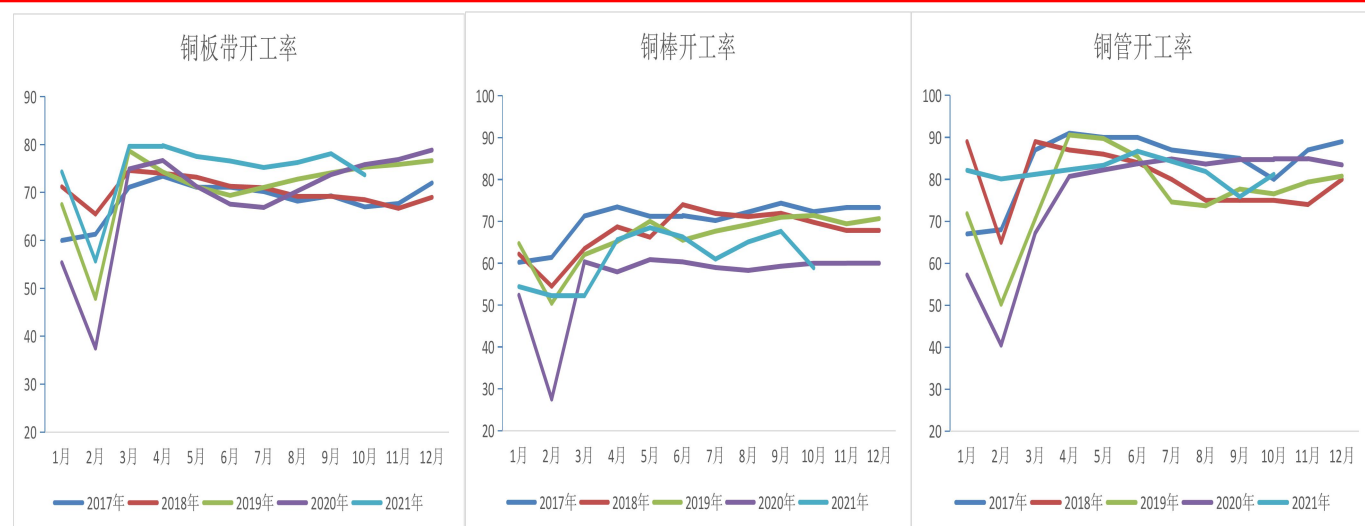
2.6 10 月下游铜材开工率下滑，限电是主因

10 月全国铜板带企业开工率为 73.7%，环比下降 4.4 个百分点。10 月铜板带企业开工率下滑，与当时全国电力供应紧张有着较为密切的关系。11 月初，国家电网发布消息称，截至 11 月 6 日，除个别省份、局部时段对高耗能、高污染企业采取有序用电措施外，全网有序用电规模接近清零。这意味着 9 月份以来的全国性限电情况基本结束，叠加新能源汽车消费和芯片半导体加速发展，预计 11 月份的铜板带企业开工率较 10 月份将会出现回升。

10 月全国铜棒企业开工率为 58.9%，环比下降 8.7 个百分点，来到往年同期的低位。10 月铜棒开工率大幅下滑，一方面是因为限电，另一方面是因为需求不佳，企业畏高情绪浓。

10 月全国铜管企业开工率为 81.2%，环比增加 5.3 个百分点，10 月铜管企业开工率意外回升，主要是因为下游企业进入年底备库阶段，铜管采购量明显增加，导致铜管企业提高产量和增加原料库存。

图 8 铜下游加工企业开工率



数据来源：同花顺 国联期货

2.7 电网投资维持低位，但终端消费需求有所好转

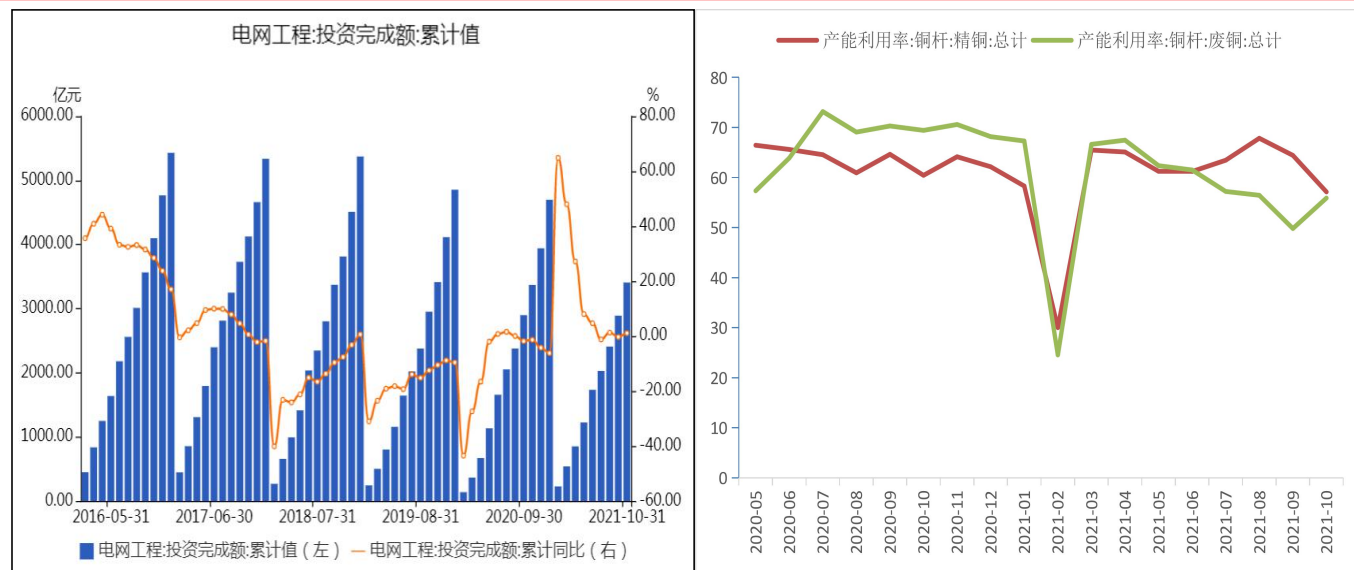
1、电网工程投资增速仍旧缓慢，预计今年难有大变化

今年前 10 个月，电网工程累计投资完成额为 3408 亿元，同比增加 1.1%。自今年年初以来，电网投资累计同比增速就持续下滑，主要是因为前期铜价大幅走高，有相当一部分电网订单被递延。2020 年国家电网完成电网投资 4605 亿元，2021 年国家电网的电网投资计划为 4730 亿元，同比增加 125 亿元。但今年前 10 个月电网投资完成额仅有 3408 亿元，因此根据计划，今年年内还要有 1322 亿元的电网投资需要完成。但就目前而言，电网完成额增速依旧较慢，没有丝毫“赶工”表现。

由于电网投资速度较慢，上游铜杆企业开工率来到较低水平。10 月精铜杆企业开工率为 57.1%，

环比下降 7.3 个百分点；10 月废铜杆企业开工率为 55.9%，环比增加 6.1 个百分点。

图 9 电网工程投资完成额、铜杆开工率



数据来源：同花顺 国联期货

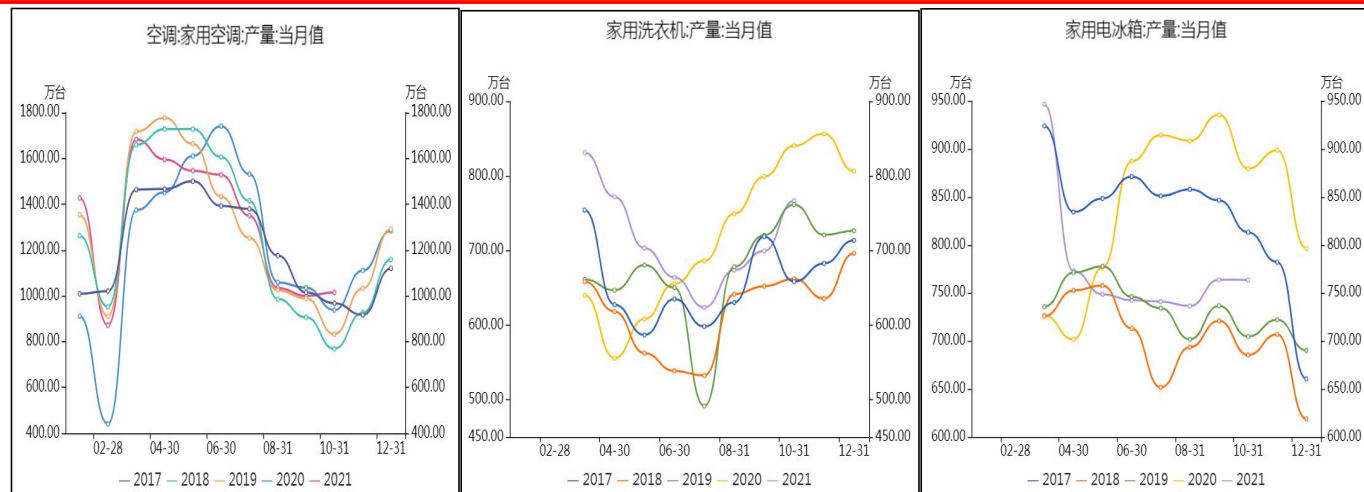
2、家用电器产量回升

今年前 10 个月，家用空调产量为 1.31 亿台，较去年同期增加 7.9%。空调生产有着十分明显的季节性规律，一般在每年的 4~6 月份，空调月度产量就达到年度产量的顶峰，随后开始下降，直至 9~11 月份，然后再开始回升。因此预计 11、12 月份空调产量回升概率较高。

今年前 10 个月，家用洗衣机产量为 6968.5 万台，较去年同期增加 12.4%。洗衣机产量也有比较明显的生产季节性规律，三季度产量回升后，四季度产量或将维持在当前水平。

今年前 10 个月，家用电冰箱产量为 7412.3 万台，较去年同期增加 0.3%。虽然目前电冰箱整体产量是高于去年同期的，但增幅却持续下滑，在高基数下，累计产量同比增幅或将继续回落。

图 10 家用空调、洗衣机、电冰箱产量



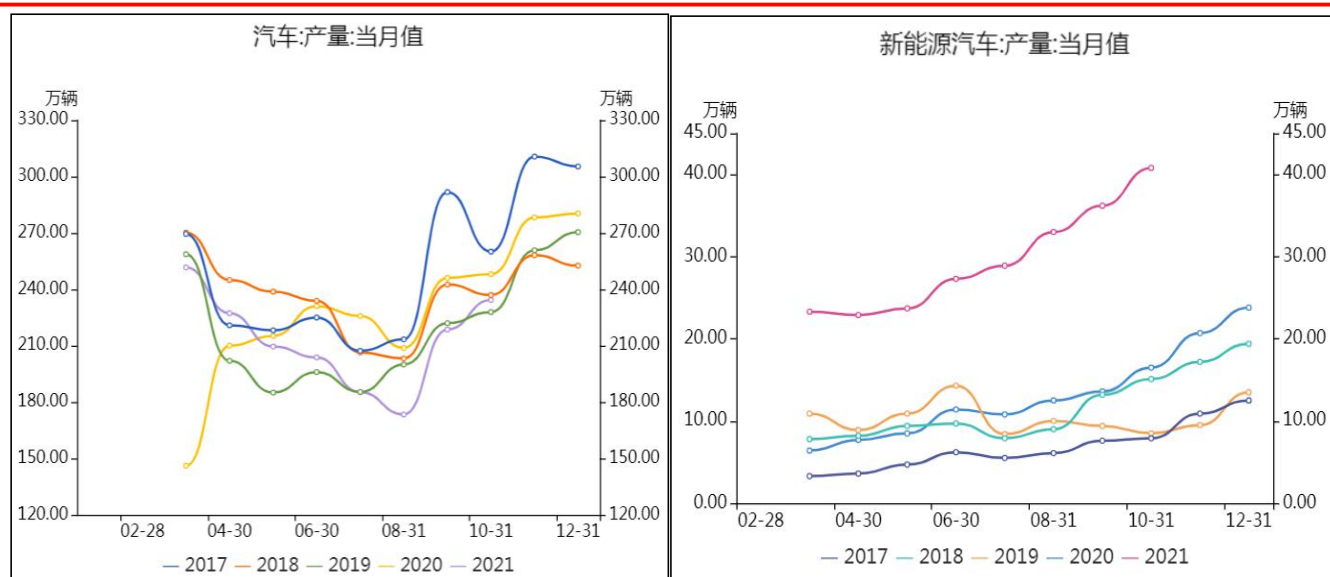
数据来源：同花顺 国联期货

3、传统汽车产量重新回升，新能源汽车产量维持增长

今年前10个月，传统汽车产量累计2091.7万辆，较去年同期增加7.1%。受芯片供应短缺影响，今年前8个月，传统汽车月度产量是持续下滑的，但从9月份开始，传统汽车产量大幅回升，来到了往年同期的中等水平。目前传统汽车供需依旧偏紧的，许多汽车厂商取消了购车优惠，就相对于变相涨价，另外，汽车库存持续下降，处于低位，因此预计未来传统汽车产量将继续回升。

今年前10个月，新能源汽车产量累计270.1万辆，较去年同期增加164.0%，月度产量再创历史新高。新能源汽车行业经历了2016~2018年的快速增长阶段后，因补贴退坡，无竞争力生产企业遭到淘汰，目前新能源汽车产量正处于稳定增长阶段。目前在政策的扶持下，电动汽车产量和保有量的比例正在逐步提高，预计未来新能源汽车行业将进入稳定快速的增长阶段，另外，配套设施充电桩也会逐步跟进，对于铜需求而言，将是新的增长点。

图 11 传统汽车、新能源汽车产量



数据来源：同花顺 国联期货

2.8 PPI 与 CPI 剪刀差处于历史高位

CPI 全称为消费者物价指数，通常作为观察通胀水平的重要指标。PPI 全称为生产者物价指数，主要用来衡量工业企业产品出厂价格的变化。笔者认为：PPI 与 CPI 剪刀差，可以有两种理解，一是工业品价格与农产品价格变动幅度差，二是产业上游和产业下游的价格变动幅度差。从历史数据上看，PPI 与 CPI 剪刀差在一个大区间内波动，目前正处于区间上沿。

10月中国CPI同比上涨1.5%，PPI同比上涨13.5%，PPI与CPI剪刀差进一步扩大。从历史规律上看，PPI与CPI剪刀差与铜价呈现正相关关系。因为目前PPI与CPI剪刀差正处于高位，长期而言，

回落概率大于上涨概率，因此笔者认为目前铜价或正在筑顶。

图 12 ppi 与 cpi 同比差值与铜价关系

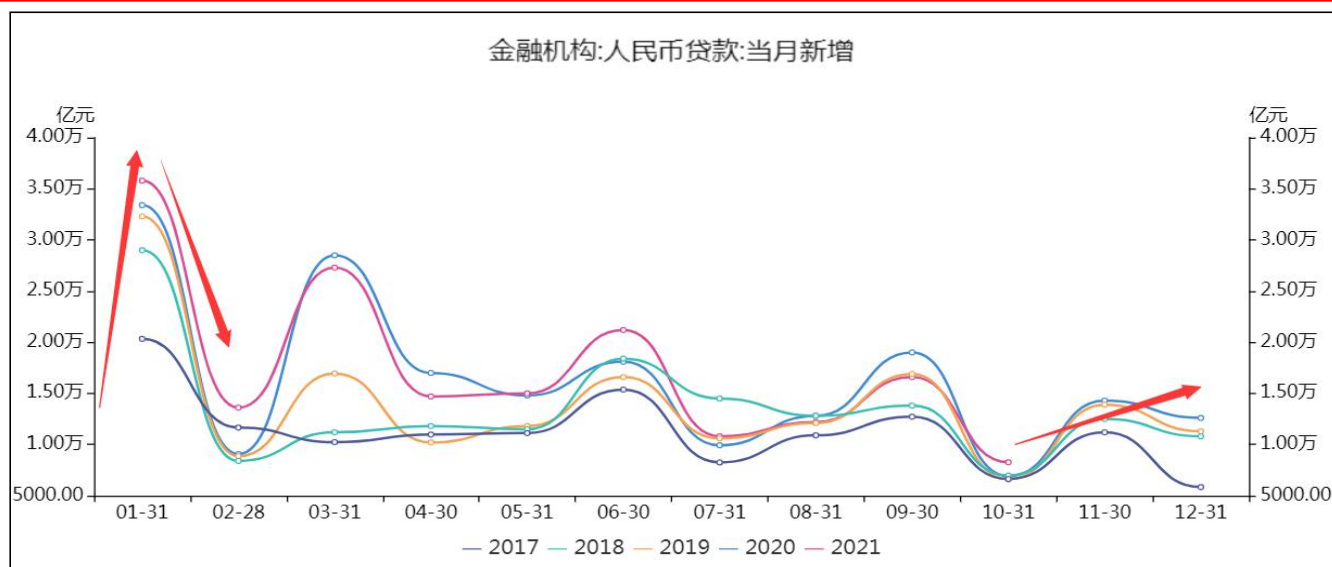


数据来源：同花顺 国联期货

2.9 明年 1 月，巨量人民币新增贷款正在路上

2021 年 10 月新增人民币贷款 8262 亿元，同比增加 1364 亿元，环比减少 8338 亿元。根据往年规律，人民币新增贷款一般在 10 月触底，然后逐步回升，在第二年 1 月份时达到高点。巨量的人民币放贷对大宗商品价格上涨具有推动作用。

图 13 新增人民币贷款



数据来源：同花顺 国联期货

三、总结与后市展望

3.1 总结

上游供应方面，当前铜精矿加工费 TC 报价已经站稳 60 美元/吨，表明铜矿供应最紧张的时期已经过去。受马来西亚提高废金属进口标准影响，废铜供应偏紧或将延续。2022 年我国精炼铜新增扩建产能 108 万吨，依旧维持高增速。

下游需求方面，电缆是铜最大的消费端，虽然目前电网投资完成额离全年计划还有很大的差距，但从月度完成额看，仍没有丝毫“赶工”的迹象。近期，家用电器产量开始止跌回升，传统汽车行业在供不应求的环境下，产量重新回升，新能源汽车产量维持增长。

库存方面，国内外铜显性库存一直在下降，处于历史极低水平。笔者认为，这是当期支撑铜价的最主要因素。

宏观方面，PPI 与 CPI 剪刀差与铜价呈现正相关关系，剪刀差处于区间上沿，长期而言，回落概率大于上涨概率，因此笔者认为目前铜价或正在筑顶。而中短期，1 月份巨量人民币放贷预期或将支撑铜价反弹。

3.2 展望

本轮铜价上涨，最主要的原因就是全球范围内的大放水，需求迅速回升，但供给短时间内无法跟上，导致库存不断下降来到历史极低水平。目前，低库存依旧是支撑铜价的主要因素，同时在巨量的 1 月人民币放贷预期下，中短期而言，铜价难以大跌，甚至还会出现一波反弹，高点可能会出现在明年 2 月份前后，即春节累库结束点的前后。

长期而言，目前铜价正处于筑顶阶段，明年铜价重心下移的概率较高，主要因素在于美联储 taper 和加息，以及国内经济边际转弱预期。

联系方式

国联期货

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

E-mail: jiangyixing@glqh.com

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货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国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎