

# 宏观进入博弈阶段，铜价或先扬后抑

2021/10/12

铜专题报告

中粮期货工业品部

## 观点综述

### 一、摘要

宏观进入博弈阶段，基建、房地产及出口三驾马车需求有向好预期，跨周期调节或将发力，美联储长期释放 Taper 信息下市场反应已偏钝化，预计铜价或走出先扬后抑的走势，四季度震荡区间预计在 67000-74000 左右。单边角度来看，四季度可轮动式做多，明年一季度春节前后可进行区间操作，建议轻仓控制风险。套利角度来看，结合近远月及内外盘价差结构来看，套利空间不大，建议暂不参与套利交易。期权角度来看，可以补充做多波动率的期权组合以增厚利润。

### 二、核心因素

1. 宏观方面，四季度开始宏观进入博弈阶段，在过热周期下，市场对大宗商品上涨已经达成高度一致的预期，四季度国内需求或有超预期反弹，迎来一波小阳春，而明年一季度伴随着需求逐步筑顶，商品顶部可能确定；

2. 需求方面，电网电源四季度投资、房地产领域企稳及出口需求在四季度对铜价仍有支撑，但由于后劲不足，需求难有爆发式增长；

3. 铜供应紧缺仍为交易主逻辑，国内产量难以弥补需求缺口、电解铜开工率下行、进口受海运及疫情影响逐月缩紧、废铜出现全球性短缺，均指向供应端紧缺局面，预计四季度至明年一季度供不应求的局面仍将维持；

4. 全球显性库存、LME 库存、SHFE 库存及保税区库存均处于下降态势，除 LME 库存外均处于历史极低位，托底铜价。

### 三、预期偏差

1. 制造业超预期下滑，需求端对三、四季度专项债及政策支持反应钝化；

2. 伴随冬季到来，疫情再度大规模爆发，导致全球经济再度出现结构性改变。

赵奕

投资咨询资格证号：  
Z0016384

邮箱：  
zhaoyi21@cofco.com

## 免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

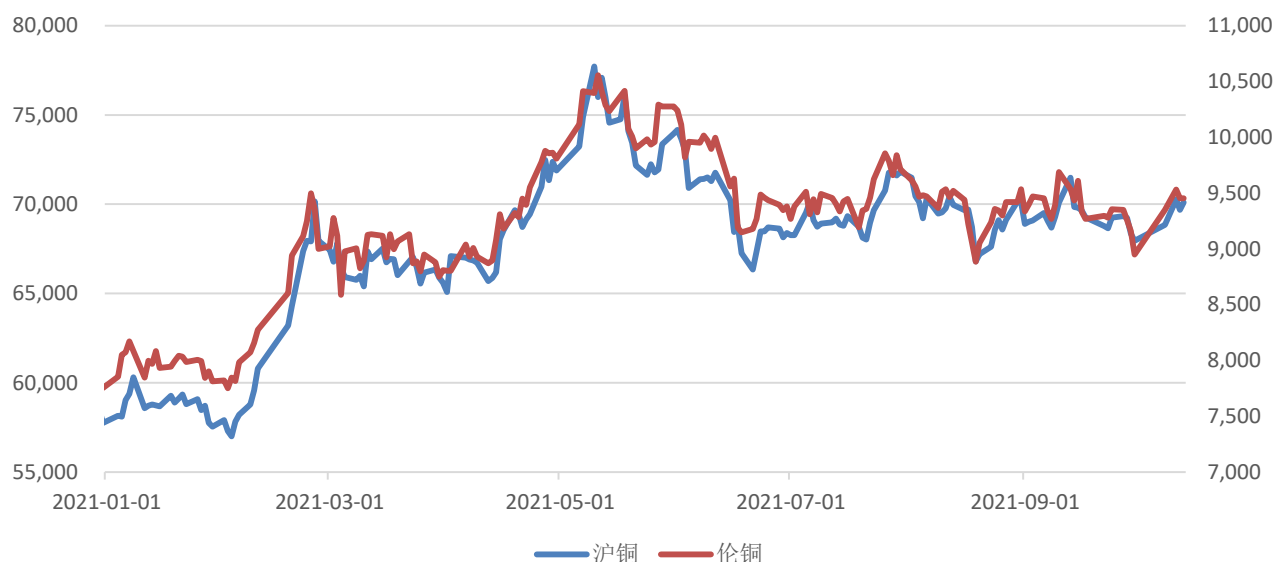
## 一、行情回顾

回顾前三季度，期铜走出两拨大涨行情后回落，而后维持高位震荡。从一季度来看，春节前铜消费由于疫情带来的供需问题而淡季不淡，节后亦在市场看多情绪及美国流动性宽松的情况下快速上行，形成今年铜价第一波大涨行情。但经过铜价过快上涨，下游消费产生负反馈，铜价承压回落，在3月上旬铜价承压回落，转为窄幅震荡。

进入二季度，铜价高位回落，但整体市场流动性宽裕，4-5月欧美开始逐步复苏，PMI指数超预期增长，且美国政府及时提出2.3万亿美元的基建法案，再度提振市场情绪。在宏观利多的环境下，多板块大幅上涨，铜市场进入第二波大涨行情，在5月中旬达到年内第二波高峰，沪铜最高触及77720元/吨，伦铜最高触及10556美元/吨，均达到5年内高点。而后由于大宗商品涨幅过快，国家紧急发布各项政策，保供稳健。同时铜进入季节性淡季，虽然当前铜下游季节性减弱，但是在宏观和基本面双重干预下，铜价再度回落。

三季度，国储局开始进行密集抛储，截至10月，已进行四轮铜抛储，总量为11万吨，一定程度弥补供应缺口。同时美联储不断释放Taper徐昂管信息，6-7月论调偏鹰，而后论调偏鸽，且美联储内部分歧较大，市场恐慌情绪上升，铜价宽幅波动，不断上演“狼来了”的故事。直到9-10月，美联储及市场预期基本达成一致，当前通胀及劳动力市场情况基本符合Taper条件，预计11-12月中旬开启Taper，2022年中期开始加息，市场情绪回归稳定。但在流动性收紧预期基本price in的情况下，铜价不一定在四季度见顶，低库存、供应紧缺以及下游需求优于预期的情况下，铜价或走出先扬后抑的行情，悲观情况下四季度铜价或见顶，但是若Taper执行幅度不及预期，铜价或维持高位震荡，在乐观情况下明年一季度见顶的可能性较大。

图1：沪铜及伦铜2021年前三季度走势图



数据来源：Wind，中粮期货工业品部

## 二、核心因素：

**（一）宏观因素：流动性收紧或price in，国内经济适度放缓，宏观多因素博弈**

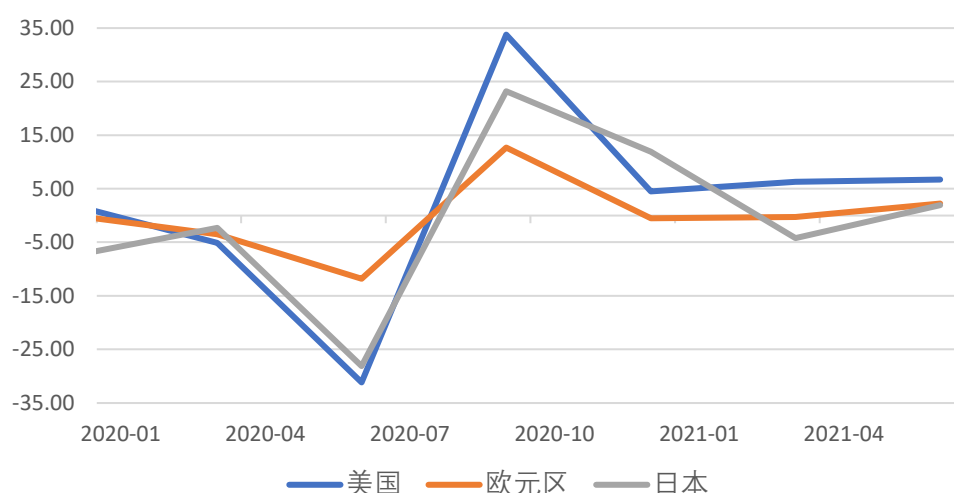
### 免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

海外来看，美国9月非农数据不及预期，当前市场普遍预计美联储将在11月-12月中旬开启Taper，但执行力度仍待考量，流动性届时将逐步收紧，对铜价有一定压制。国内方面，中国经济增长适度放缓，IMF将中国经济增长预期由8.4%下调至8.1%，且国内PMI、PPI数据均显示中国已过最快增长期，但当前出口及需求韧性仍存，四季度宏观谨慎看多。而从疫情方面，全球疫苗接种速度稳步提升，但伴随着毒株的不断变异，新冠疫情仍存较大不确定性。综上，宏观方面，我们认为四季度开始宏观进入博弈阶段，在过热周期下，市场对大宗商品上涨已经达成高度一致的预期，四季度国内需求或有超预期反弹，迎来一波小阳春，而明年一季度伴随着需求逐步筑顶，商品顶部可能确定。

从美国方面来看，美联储议息会议与市场预期达成一致，目前美联储认为劳动力市场和通胀数据基本符合缩债要求，市场普遍认为11-12月中旬将启动Taper。但无论如何，今年四季度（或明年1月）缩债基本是既成事实，不过美联储可能还要和市场经过一定磨合，Taper释放程度仍待考量，同时市场经过多次“狼来了”的故事，目前对于缩债的反应边际钝化，而欧美的持续性经济复苏、大宗商品普遍存在供应缺口则可能成为资金关注的新重点。

图1：发达国家季调GDP走势（单位：%）

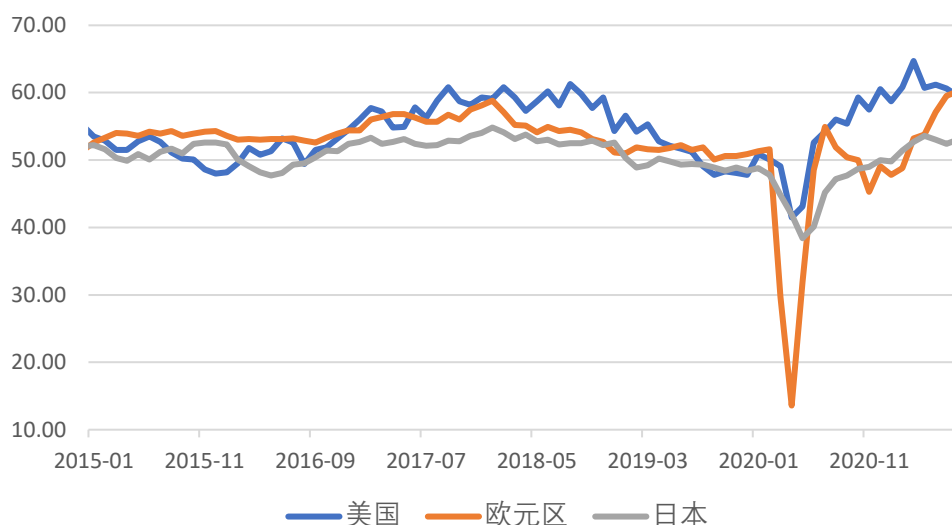


数据源：Wind，中粮期货工业品部

## 免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 2：发达国家制造业 PMI 走势（单位：%）

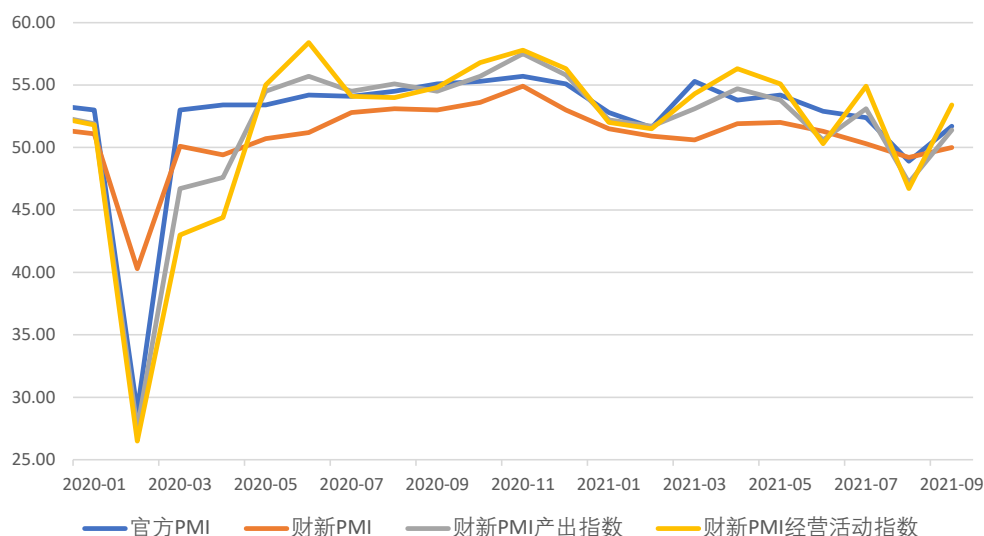


数据源：Wind，中粮期货工业品部

从中国方面来看，受疫情扰动、输入型通胀及流动性泛滥等多重因素影响，铜等大宗商品价格急剧上涨引起相关部门关注，国家发改委等各部门多次强调将加强大宗商品期现市场的监管，并严厉惩罚囤积居奇、恶意炒作等行为。同时，6月-10月，国储局已进行四轮铜铝锌抛储，抛出总量11万吨，以保证铜价的稳定，为短期影响。从宏观数据来看，国家统计局公布的9月综合PMI在51.7%，同比下降3.4%，财新PMI在50%，经营活动指数（服务业）在53.4%，环比8月有所好转，同时9月PPI与CPI均有所上行，PPI同比上涨10.7%，CPI同比上涨0.7%，PPI增长超市场预期，表明当前制造业、服务业并没有市场预期差，四季度仍有发力空间。

根据目前国内经济情况来看，讨论更为严格的货币政策还为时尚早，四季度及明年国家将在全面降准的条件下稳物价、保民生、保进口以稳定国民就业和中小微企业的健康发展。

图 3：国内官方 PMI 及财新 PMI 指数



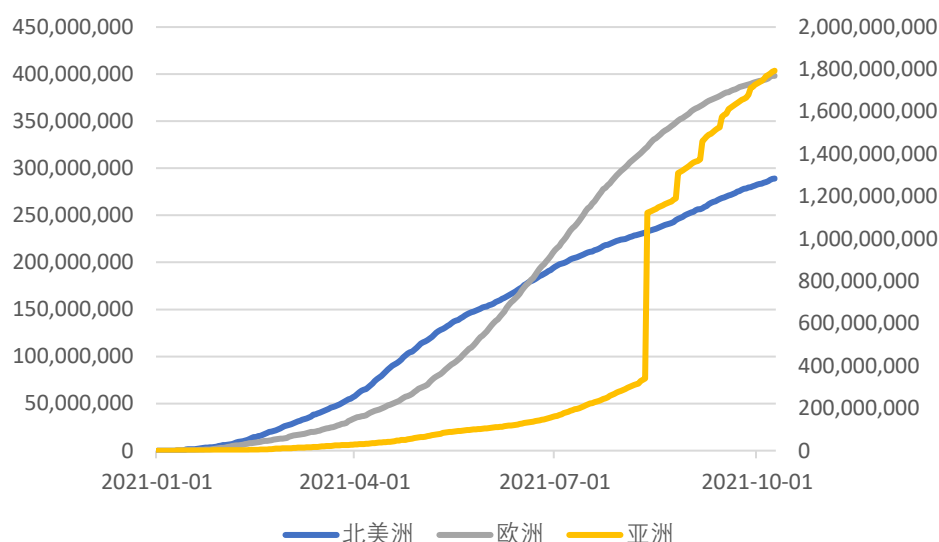
数据源：Wind，中粮期货工业品部

## 免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

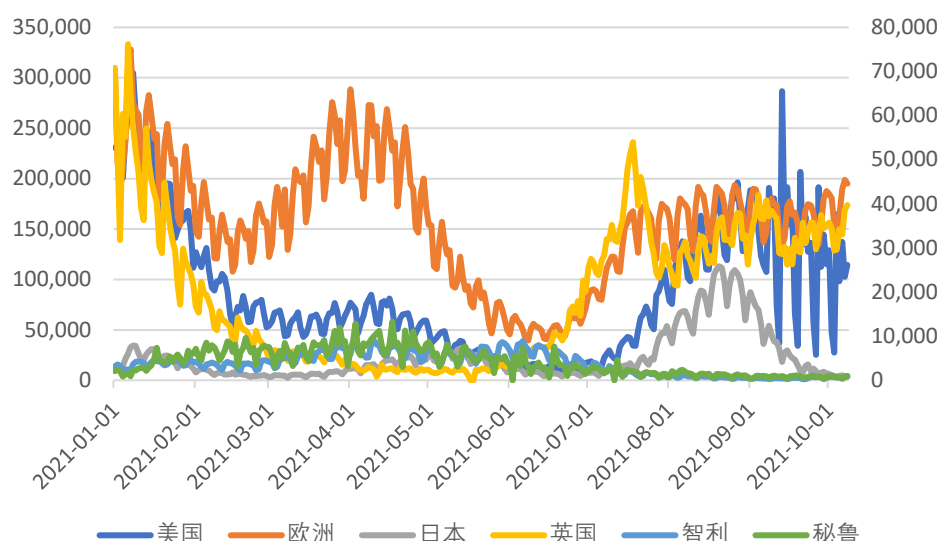
从全球新冠疫情角度来看，新冠病毒不断变异给全球带来了极大的不确定性，同时影响着大宗商品的供需端和海运等方面。可以看到，在特效疫苗问世之后，各大洲疫苗接种人数快速上升，且根据数据显示，特效疫苗对变异毒株抑制效果较好。同时，从各国新增新冠病毒确诊人数来看，日本、智利及秘鲁确诊人数基本保持低位，而欧美、英国等地仍维持脉冲式上涨，特别是近期欧洲及英国虽然接种人数不断上升，但疫情并没有表现出明显好转，这是四季度及明年一季度值得担忧的问题，欧洲及英国疫情的反复或导致全球供需格局反复，是投资者需要考量的因素。

图 4：2021 年各大洲新冠疫苗接种人数（完全人数）迅速上升



数据源：Wind，中粮期货工业品部

图 5：2021 年重点国家新冠疫情每日新增人数（单位：人）



数据源：Wind，中粮期货工业品部

## （二）三季度需求优于预期，海外需求稳步回升

### 免责声明

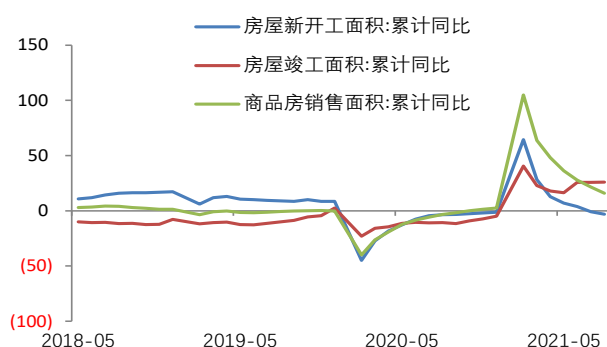
本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。



受益于三季度后期铜价走弱，国内铜消费需求整体表现优于预期，而淡季不淡的需求中出口对于铜需求的贡献度最大，欧美地区的电子设备、白家电等多依赖中国出口。目前来看，电网电源四季度投资、房地产领域企稳及出口需求在四季度对铜价仍有支撑，但由于后劲不足，需求难有爆发式增长，当明年需求见顶后，铜价或迎来一波下跌，特别是春节前后若需求受高铜价、出口“增产不增收”等影响采购疲软，铜价或承压下行。

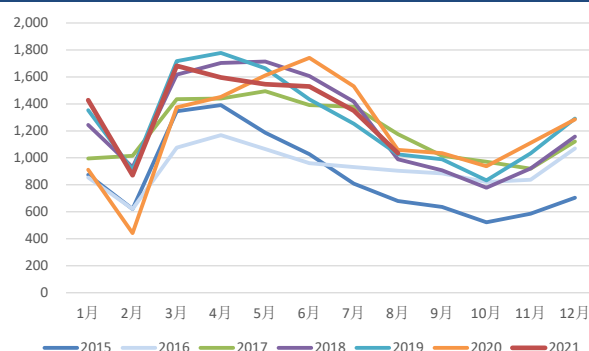
从国内角度来看，电网电源消费四季度预计有较好表现，在政府专项债盈余较多的情况下，四季度专项债发行应当对电网等终端基建有刺激作用，预计刺激强度能够维持至明年一季度，电网需求韧性较大，对铜消费来说为利好因素。房地产领域竣工面积仍呈上涨态势，但新开工、销售面积有所下滑，房地产呈现阶段性平稳发展，但后劲不足的趋势；白家电及汽车行业表现较为平淡，白家电及汽车出口均节节攀升，但整体提价不明显，企业“增产不增收”，汽车受制于芯片短缺问题，整体产量不及预期，而新能源汽车虽然发展强劲，但占比仅10%左右，并不能弥补传统汽车产销下行的缺口——自2021年3月起，汽车产销同比均呈现负值，不过，新能源汽车的增量表现较为突出，根据国际铜业协会测算，中国新能源汽车平均耗铜量在78.4kg/辆，国外新能源汽车平均耗铜量在75kg/辆左右，耗铜量远高于传统汽车。截至报告期，2021年我国新能源汽车累计产量已达到181.30万辆，超出中汽协等部门预估值，全球新能源汽车也在飞速发展，该部分新增产能未来对铜的需求拉动将有显著提升。

图 6：房屋面积（万平方米）



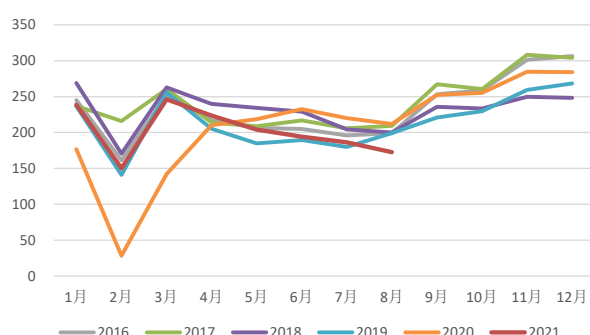
数据源：Wind，中粮期货工业品部

图 7：空调月度产量（万台）



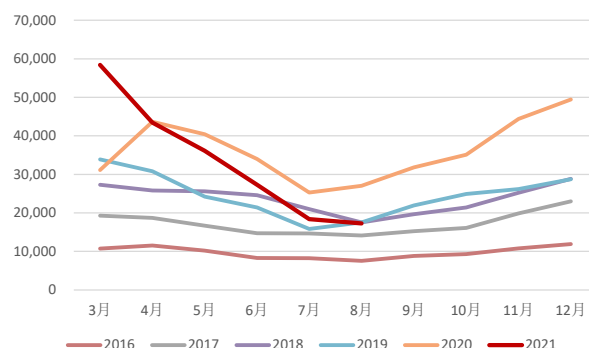
数据源：Wind，中粮期货工业品部

图 8：汽车月度产量（万辆）



数据源：Wind，中粮期货工业品部

图 9：挖掘机月度产量（辆）



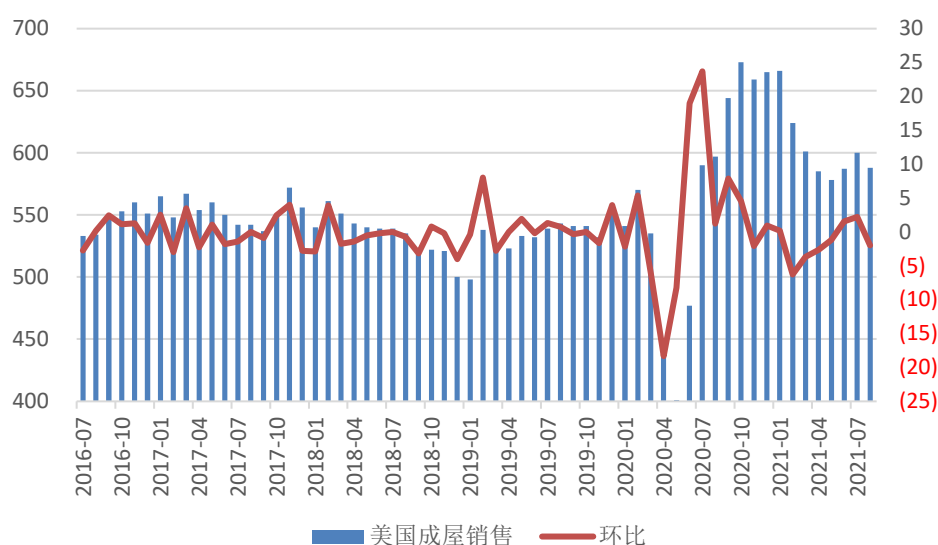
数据源：Wind，中粮期货工业品部

从海外角度来看，美国房地产领域成屋销售维持高景气状态，全球新能源汽车需求增加迅猛，对我国的白家电需求也较高，提振铜消费。

## 免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 10：美国成屋销售及环比变化（万套）



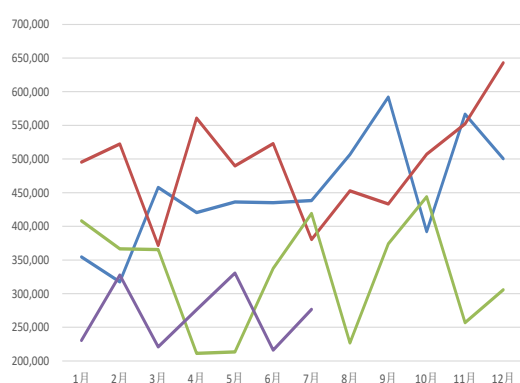
数据源：Wind，中粮期货工业品部

### （三）供应端紧缺支撑铜价，明年供应或有所提升

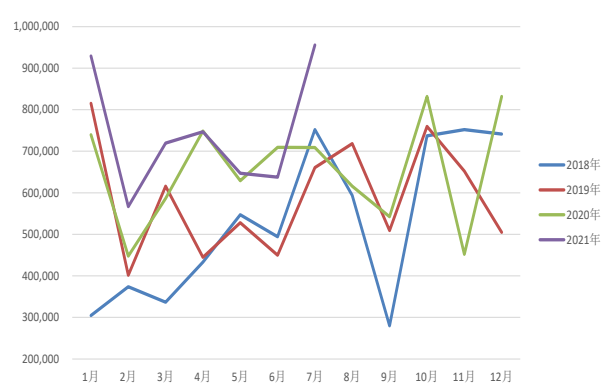
下半年全球铜矿供应转向宽松，虽然疫情扰动仍存，但根据目前不断攀升的 TC 以及新释放的铜精矿产能来看，铜精矿供应整体趋于宽松。智利、秘鲁等地罢工干扰基本解除，且新冠疫情干扰减弱，至 2021 年 8 月，秘鲁铜精矿月产量增至 30.67 万吨，智利铜精矿月产量增至 98.95 万吨，均处于回升阶段，虽然秘鲁产量仍处于往年低位，但智利产量已远超往年。

图 11：秘鲁铜精矿月产量（吨）

图 12：智利铜精矿月产量（吨）



数据源：iFind，中粮期货工业品部



数据源：iFind，中粮期货工业品部

精炼铜方面，根据 ICSG 预估，今年四季度供应仍有一定缺口，但 2021 年全球精炼铜供应或产出 8 万吨盈余，不过由于疫情的不确定性以及未来的不可抗力，供过于求的局面暂时只是假设，目前铜供应仍然偏紧。精炼铜进口方面，受东南亚疫情泛滥和集装箱紧张影响，一直未有大量释放，三季度下降至 25-27 万吨/月左右，就目前情况来看，进口量或进一步缩紧。再生铜供应出现全球性紧缺，9 月出现精废价差倒挂情况，10 月精废价差回归至 300-500 元/吨，但仍未回归合理区间，下游多采购精铜及粗铜进行加工。整体来看，铜供应紧缺问题是短期难以解决的，国内产量难以弥补需求缺口、电解铜开工率下行、进口受海运及疫情影响逐月缩紧、

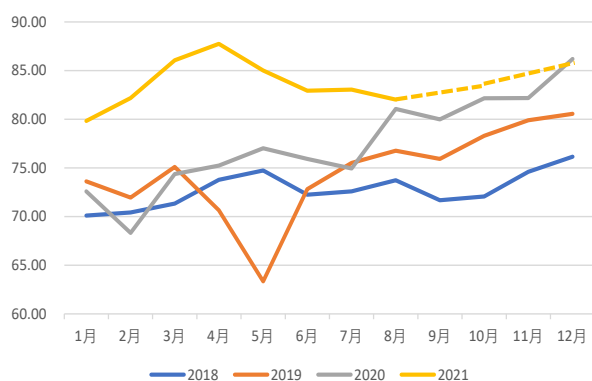
#### 免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

废铜出现全球性短缺，均指向供应端紧缺局面，预计四季度至明年一季度供不应求的局面仍将维持。

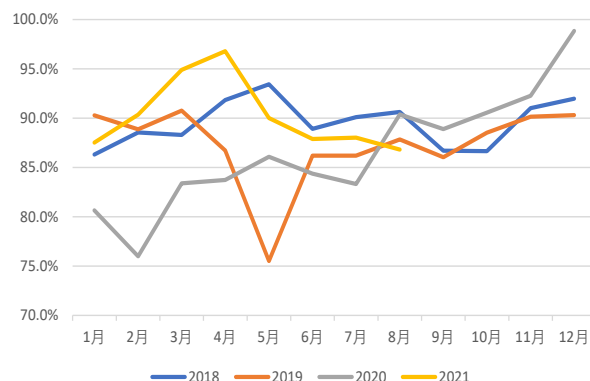
不过，国储局有序抛储一定程度上缓解了铜短缺的情况，但量级上远未达到改变供需格局的程度。6-10月国储局共进行四次抛储，共抛储11万吨铜，根据市场预计，国家或有180-200万吨国储铜量可供抛储。

图 13：电解铜产量（万吨）



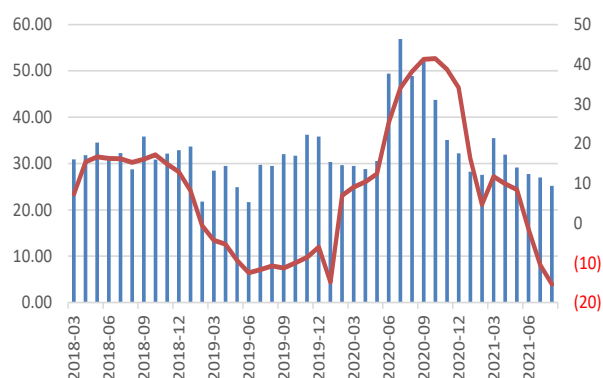
数据源：Wind，中粮期货工业品部

图 14：电解铜开工率（%）



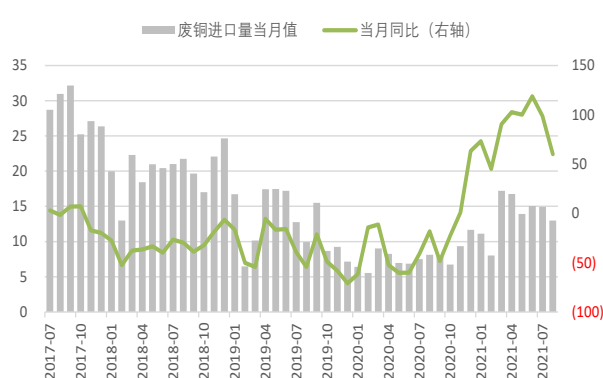
数据源：SMM，中粮期货工业品部

图 15：电解铜进口量及同比（万吨）



数据源：Wind，中粮期货工业品部

图 16：废铜进口量及同比（万吨）



数据源：Wind，中粮期货工业品部

#### （四）全球显性库存维持下行，铜库存维持低位

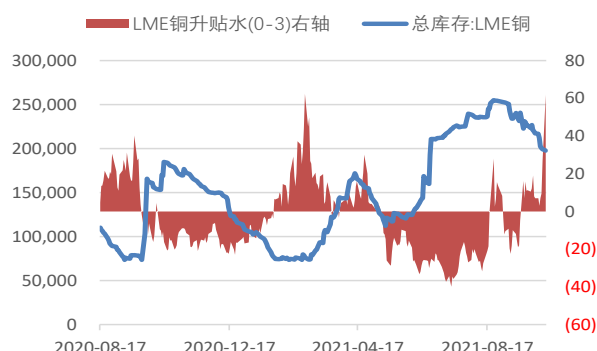
截至报告日，全球显性库存仍维持下行，目前已降至30万吨左右，处于历史同期低位，同时LME、SHFE库存均处于流出状态，LME铜库存约在19.77万吨，SHFE铜库存约在5万吨，SHFE铜库存、全球显性库存、保税区库存及中国三大库存均处于历史极低位置，在基本上应当能为四季度至明年一季度铜价起到托底作用。

#### 免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

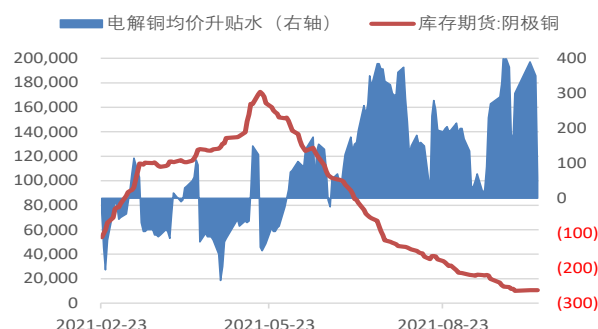


图 17: LME 库存及升贴水



数据源: Wind, 中粮期货工业品部

图 18: SHFE 库存及升贴水



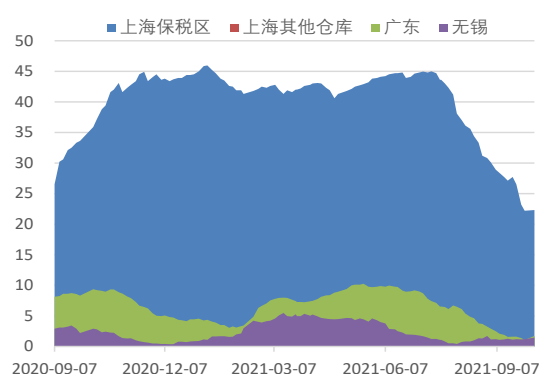
数据源: Wind, 中粮期货工业品部

图 19: 全球显性库存



数据源: Wind, 中粮期货工业品部

图 20: 保税区及三大仓库库存



数据源: Wind, 中粮期货工业品部

### 三、策略建议

综上，四季度宏观进入博弈阶段，基建、房地产及出口三驾马车需求有向好预期，跨周期调节或将发力。同时，自 2020 年起铜下游淡季旺季转换已开始不太明显，预计春节前后仍有补库需求，叠加冬季再度进入疫情爆发期，新冠疫情不稳定性仍存，虽然 2022 年年初或不会复制 2021 年年初大涨盛况，但如果新冠疫情小规模爆发，或仍将推动大宗商品上行。

目前宏观博弈下，虽然铜价对宏观情况反复已略有钝化，但情绪面资金仍较为敏感，铜价波动加剧，四季度震荡区间预计在 67000-74000 左右。单边角度来看，四季度可轮动式做多，明年一季度春节前后可进行区间操作，建议轻仓控制风险。套利角度来看，结合近远月及内外盘价差结构来看，套利空间不大，建议暂不参与套利交易。期权角度来看，可以补充做多波动率的期权组合以增厚利润。仅供参考。

### 四、预期偏差

1. 制造业超预期下滑，需求端对三、四季度专项债及政策支持反应钝化；
2. 伴随冬季到来，疫情再度大规模爆发，导致全球经济再度出现结构性改变。

#### 免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

#### 风险揭示

- 1.本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
- 3.在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

#### 免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。