



## 铜：供应增多宏观承压，重心向下

### 报告要点：

吴 坤 金  
有色金属研究员  
从业资格号：F3036210  
投资咨询号：Z0015924  
☎ 0755-23375135  
✉ wukj@wkjyqh.com

2021 年海外铜矿供应增量低于预期，2022 年铜矿供应量有望进一步释放，叠加新投扩建项目增多，全球铜矿供应增量预计接近 125 万吨，增速提高至 5%以上。

经历一年多的供应放量后，2022 年全球再生铜供应增速预计下降，还要警惕海外废金属政策收紧可能导致的短期干扰加大，预计明年全球再生铜供应增量 20-25 万金属吨。

2022 年中国铜冶炼产能将迎来增长，加之原料供应增加和冶炼利润维持，精炼铜产量预计维持 5%左右的中速增长；2021 年海外精炼铜产量同比下降幅度较大，2022 年产量恢复以及额外的湿法铜项目将贡献主要增量，产量增长预计超 4%。全球精炼铜供应增量预计 115 万吨左右。

2021 年中国铜需求增速下滑，2022 年需求增量将主要由清洁能源和新能源汽车贡献，传统领域需求则乏善可陈，预计需求增速略高于 3%；2021 年海外经济恢复造成铜需求增速较高，随着经济增长放缓，2022 年海外需求增速预计下滑。全球精炼铜需求增量预计 65 万吨左右。

供需层面，2022 年全球铜精矿供应回升幅度高于需求回升幅度，供需预计较 2021 年宽松 20 万吨左右，且表现为前紧后松；2022 年全球精炼铜产量增长将提速，精炼铜需求增速预计放缓，总体供需将由 2021 年的显著短缺转为紧平衡。考虑到今年部分供应并未体现在库存变化上（隐形库存），2022 年全球精炼铜库存预计低位回升。

供需边际宽松叠加宏观层面全球经济扩张趋于放缓、海外政策收缩，2022 年铜价继续上涨驱动减弱，预计铜价运行重心将下移。节奏上看，明年一季度海外需求增速仍高和铜矿供应增量偏低对价格支撑较强，二季度以后随着宏观压力加大及原料供应增加，价格下行压力加大。我们认为明年 72000 元/吨（伦铜 9800 美元/吨）以上的铜价是较好的卖出套保或投机抛空点位，而如果价格跌到 60000 元/吨（伦铜 8000 美元/吨）附近或以下，则具备较好的做多“价值”。

结构方面，明年一季度精炼铜季节性累库概率较大，Back 结构有望阶段扭转，二季度后如果伴随铜价下跌和需求韧性下降，市场结构有望维持 Contango，否则将重回 Back 结构。内外盘方面，明年海外供需更加宽松预计使得内强外弱格局持续更长时间，沪伦比值倾向于走强。

风险提示：1、疫情持续时间超预期；2、铜需求好于预期；3、海外政策收缩力度不及预期。



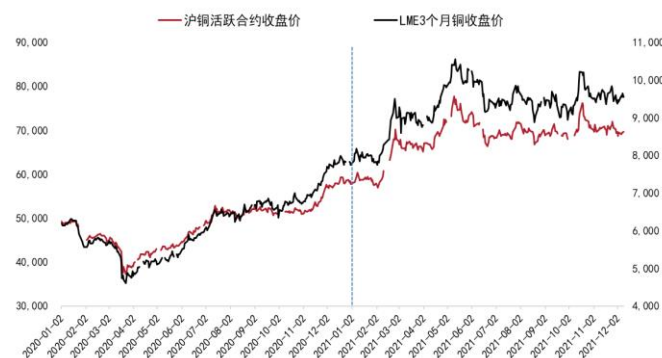
## 铜：供应增多宏观承压，重心向下

### 1、行情回顾

2021 年铜价延续了去年 4 月以来的牛市行情。上半年铜价经历了两轮拉升，分别是 2 月份美国通过 1.9 万亿财政刺激计划推动的上涨，以及 4 月份中国和海外制造业同步加速扩张、德尔塔病毒变异背景下政策宽松预期推动的铜价冲向历史高点。此后随着中国政府保供稳价措施出台，铜价高位回落；下半年铜价整体处于震荡格局，中间国内限电、海外能源危机等因素一度导致 LME 市场发生挤仓行情，短暂冲高后铜价便重新回归震荡区间。截至 12 月中旬，沪铜主力合约年涨幅 19%，LME3 个月铜价年涨幅 21%。

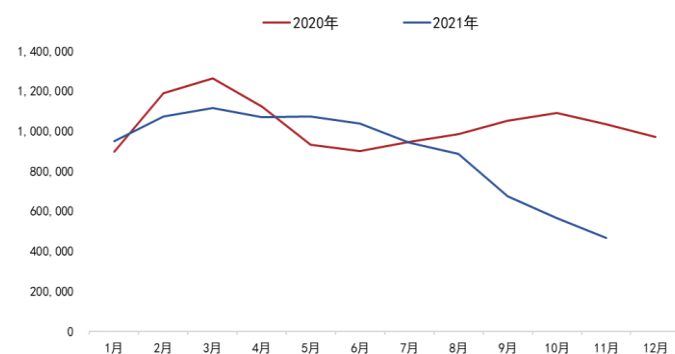
产业上，2021 年全球精炼铜显性库存大幅去化，11 月底全球显性库存约 46.7 万吨，较年初减少 48.3 万吨。下半年以来库存去化速度加快，反映全球精炼铜供应短缺幅度较大。相比之下，2020 年全球精炼铜显性库存增加了 7.6 万吨。

图 1：2021 年铜牛市行情延续



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 2：2021 年全球精炼铜显性库存大幅去化



数据来源：SHFE、LME、COMEX、Mymetal、五矿期货研究中心

### 2、供应分析

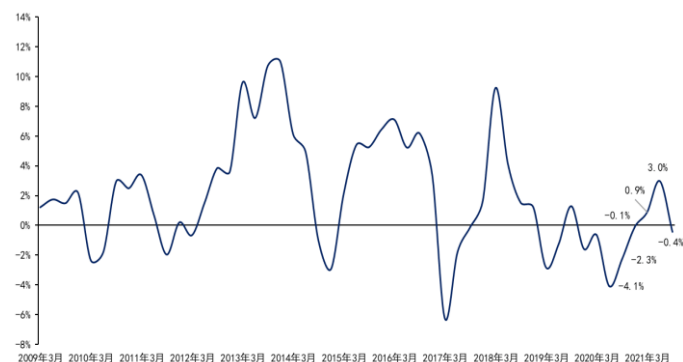
#### 2.1、铜矿供应增速预计进一步提高

今年前三季度，海外铜矿产量录得增长，统计的样本铜矿产量同比增加 14 万吨，增速 1.1%。尽管产量增长，但与去年底预计的产量增速存在较大差距，反映出疫情影响下，矿山活动仍未恢复至正常水平，同时一些意外的检修和减产也影响了产量释放。同期中国铜矿产量增加约 8 万吨，增速 6.4%。

随着部分铜矿投产、复产，预估四季度海外铜矿供应增速有所提高，国内新扩建铜矿项目产能仍在释放，四季度产量也有望小幅增加。加总全年全球铜矿供应增量预计接近 40 万吨，增速 1.5%-2%。

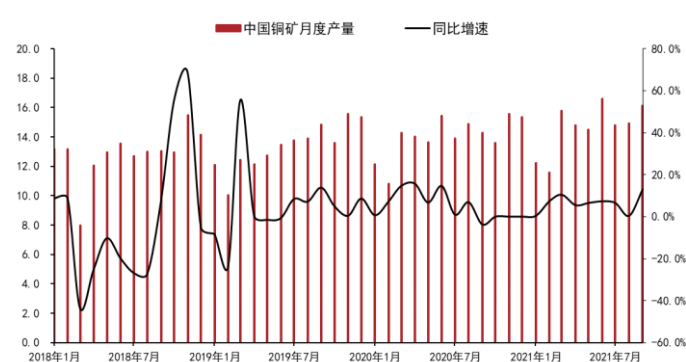


图 3：海外样本季度铜矿产量同比增速



数据来源：公司公告、公开资料、五矿期货研究中心

图 4：中国铜矿月度产量&同比增速



数据来源：国家统计局、五矿期货研究中心

展望 2022 年，全球铜矿供应增速有望进一步提高。一方面，扩建项目和新投项目增多将带来不小的供应增量，比如，紫金矿业旗下 Kamoa-Kakula 一期产能释放和二期项目投产预计将增加 15 万吨产量，自由港（Freeport）旗下 Grasberg 项目产能继续爬升预计带来 6 万吨左右供应增量，英美资源（Anglo American）旗下 Quellaveco 投产预计贡献 5 万吨增量，泰克资源（Teck Resources）旗下 Quebrada Blanca 二期投产也将贡献 5 万吨左右增量；部分中国企业（洛阳钼业、中铁资源、中国有色矿业、盛屯矿业等）在刚果（金）投扩建湿法铜项目有望贡献 20 万吨左右增量，嘉能可（Glencore）旗下 Mutanda 项目复产预计也将贡献 2.5 万吨左右增量。

另一方面，相当数量铜矿的生产率提升和干扰率下降也有望带来一定供应增量，包括 Freeport 北美和秘鲁的铜矿项目、全球最大的铜矿 Escondida、淡水河谷（Vale）旗下项目以及五矿资源（MMG）旗下 Las Bambas 铜矿等。

预估 2022 年全球铜矿供应增量约 125 万吨，对应增速 5% 以上。其中铜精矿供应增量约 90 万吨，湿法铜增量约 35 万吨。

图 5：全球主要湿法铜项目增量梳理（万吨）

公司	湿法铜项目	国家	备注	2021增量	2022增量	2023增量
Bhpbilliton	Spence扩建	智利	2021Q1投产	6.0	6.0	
Norilsk Nickel	Polar	俄罗斯		(6.0)	6.0	
赤峰黄金	Sepon	缅甸	减产	(3.0)	(1.0)	
万宝矿产	Monywamines	缅甸		(4.5)	4.5	
万宝矿产	Lamikal	刚果（金）	2021Q1投产	3.5		
中国有色矿业	Deziwa	刚果（金）	2020Q1投产	0.5		
中国有色矿业	Kambove	刚果（金）	2021Q3投产	0.7	1.5	0.5
中铁资源	Sicomines Sari	刚果（金）	2021H2投产	4.0	8.0	
盛屯矿业	Kalongwe	刚果（金）	2021H2投产		2.0	1.0
盛屯矿业	CCM	刚果（金）	2021H2投产		3.0	
洛阳钼业	Tenke Fungurume	刚果（金）	2021Q3投产	3.0	5.0	
Glencore	Mutanda	刚果（金）	2021Q4复产		2.5	
其它				0.0	0.0	8.0
全球湿法铜增减				4.2	37.5	9.5

数据来源：公司公告、北矿力澜、SMM、公开资料、五矿期货研究中心



图 6：全球主要铜精铜项目增量梳理（万吨）

公司	铜精矿项目	国家	备注	2021增量	2022增量	2023增量
First Quantum	Cobre Panama	巴拿马		12.0	1.0	2.0
First Quantum	Sentinel	赞比亚		(1.0)	2.5	
First Quantum	Other sites			(7.0)	(2.0)	
Zijin	Kamoa -Kakula一期	刚果（金）	2021Q2投产	9.5	9.0	
Zijin	Kamoa -Kakula二期	刚果（金）	2022Q2投产		6.0	8.0
Zijin	Timok	塞尔维亚	2021Q4投产		6.0	2.0
Zijin	Bor	塞尔维亚	扩产	3.0	2.0	
Zijin	驱龙铜矿	中国	2021H2投产	0.5	6.0	5.0
Freeport	Grsberg Underground	印尼	2021年投产	26.0	6.0	4.0
Freeport	Other sites			4.0	18.0	(4.0)
Anglo American	Quellaveco	秘鲁	2022Q3投产		5.0	15.0
Anglo American	Other sites			2.0	2.5	5.0
Rio Tinto	Oyu Tolgoi	蒙古	2022Q4			8.0
Bhpbilliton	Escondida	智利		(10.0)	6.0	
Codelco	Chuquibambilla	智利		(4.0)	(5.0)	(5.0)
Codelco	Other sites	智利		4.0	3.0	3.0
Teck Resources	Quebrada Blanca二期	智利	2022H2投产		5.0	15.0
Teck Resources	Other sites			4.0	2.0	0.0
Vale	Salobo 三期	巴西	2022年投产		2.0	2.0
Vale	Other sites			(3.0)	3.0	
Group Mexico	Pilares	墨西哥	2022H1投产		1.0	2.5
Antofagasta	Los Pelambres扩建	智利	2022H2投产			3.0
Tongling	Mirado	厄瓜多尔	产能释放	3.5	2.0	
Minsur	Mina Justa	秘鲁	2021Q3投产	5.0	3.0	
MMG	Las Bambas	秘鲁	产能恢复		6.0	2.0
Chinalco	Toromocho	秘鲁	扩产	4.0	4.0	
Medcoenergi	Batu Hijau	印尼	扩产		3.0	2.0
Western Mining	玉龙铜矿二期	中国	2020Q4投产	6.5	1.5	
KGHM	Sierra Gorda	智利	扩产	4.0		
Others				(25.0)	(8.0)	(5.0)
全球铜精矿增减				38.0	90.5	64.5

数据来源：公司公告、CRU、SMM、公开资料、五矿期货研究中心

## 2.3、再生铜供应增速趋缓

按照有色金属协会预测，今年 1-9 月国内再生铜产量约 290 万吨，同比增长 29%左右，据此推测，全年国内再生铜产量有望达 360-380 万吨，以 60%左右的含铜量估算，国产再生铜产量约 216-228 万吨，同比增长约 20%。

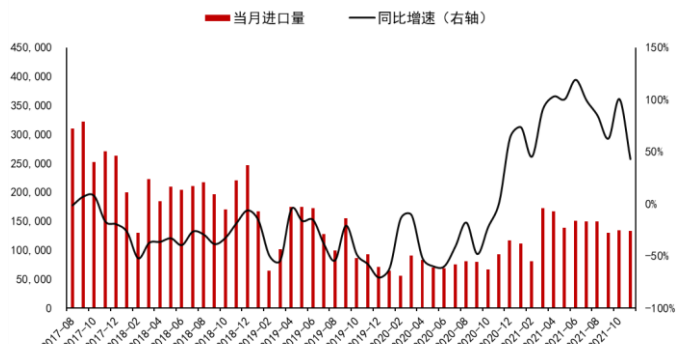
进口供应方面，根据海关总署数据，1-10 月我国进口再生铜 136.8 万吨，同比增长 86.4%，折合金属量约 108.2 万吨，较去年同期增加 50.3 万吨。按照当前进口节奏，预计今年国内再生铜进口量增加约 55-58 万吨。

图 7：中国精废铜价差&铜价（元/吨）



数据来源：SMM、WIND、五矿期货研究中心

图 8：中国再生铜月度进口量&同比增速（吨）



数据来源：海关总署、五矿期货研究中心

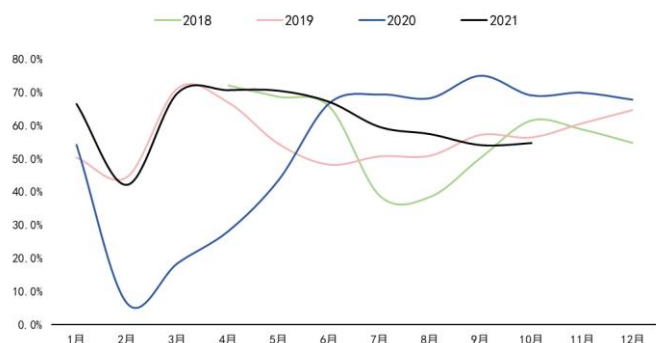


展望 2022 年，国产再生铜供应量有望延续小幅增长，但随着基数变高及持货商库存去化，明年供应增速预计明显下降。与此同时，进口再生铜供应增速预计也将放缓，主要原因是马来西亚收紧废金属进口的政策将于明年初落地，海外废铜初加工产能或面临阶段紧缺，另外欧盟修订固体废物运输条例也将在短期影响我国的再生铜进口。预估明年国产再生铜供应量增加约 5%，进口再生铜供应增速预计下滑至 10% 以内，全年国内再生铜供应增量约 15-20 万金属吨。

海外方面，高铜价和经济活动恢复有望刺激海外再生铜供应延续增长，但增速预计也将下滑。从 2011 年以来的情况看，全球再生精炼铜产量变化便不大，其对铜价上涨的反应更多表现为短期行为。不过由于出口受政策影响限制加大，明年海外再生铜利用比例预计提高，增量预计 5-10 万吨。

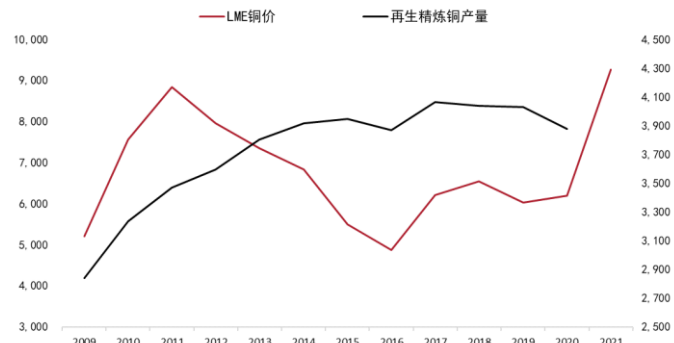
加总国内国外，2022 年全球再生铜供应量预估增加 20-25 万金属吨。

图 9：中国废铜制杆企业开工率



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 10：再生精炼铜产量与铜价走势对比（千吨、美元/吨）

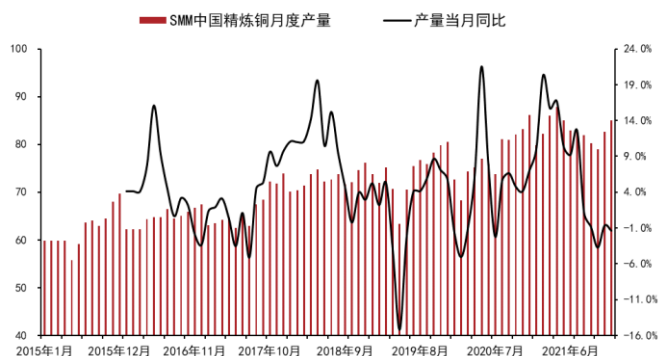


数据来源：WIND、ICSG、五矿期货研究中心

## 2.3、精炼铜供应增速大概率提高

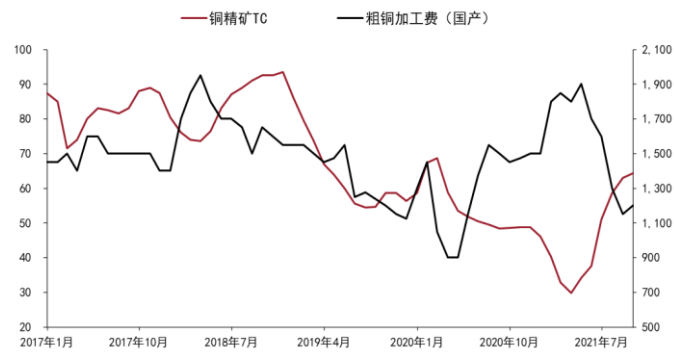
据 SMM 调研数据，今年 1-11 月国内精炼铜产量约 910.6 万吨，同比增长 7.8%，绝对量增加 66 万吨。8-10 月国内精炼铜产量受限电影响增长不及预期，进入 11 月限电缓解，加之年底冶炼厂冲量，产量环比回升，预计全年精炼铜产量 995 万吨，同比增长 7.0%，绝对量增加 65 万吨。

图 11：中国精炼铜月度产量&同比增速（万吨）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 12：进口铜精矿粗炼费&国产粗铜加工费（美元/吨、元/吨）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心





展望 2022 年，国内铜冶炼产能将有相当规模的增量，增量既来自今年四季度重启的东营方圆冶炼产能的产能释放，又来自部分新投和扩产项目，包括大冶有色 40 万吨产能项目、中条山有色侯马铜业 18 万吨项目、铜陵有色金冠铜业 8 万吨扩建项目等，预计新增粗炼产能接近 70 万吨。精炼产能方面，除了大冶有色、中条山有色侯马铜业配套精炼产能增量，还有新投的山东国兴铜业，以及扩建的江铜清远和江铜富冶和鼎等项目增量，总计新增产能超 80 万吨。

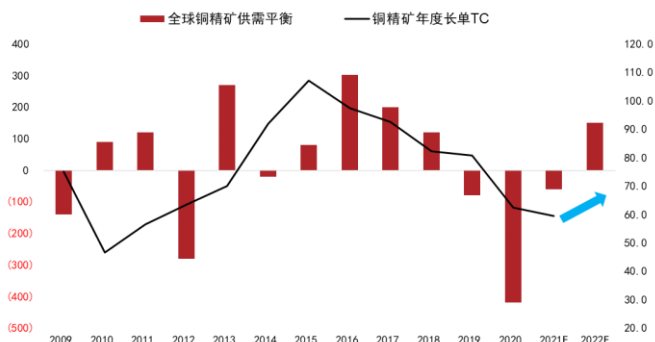
考虑到国内冶炼产能投放时间集中于明年下半年，且海外铜冶炼新增项目较少，明年全球铜精矿供应增量有望大于需求增量，铜精矿供需关系改善预期下，冶炼加工费有望进一步抬升，激励冶炼厂维持较高开工水平。

图 13：中国铜冶炼新增产能梳理（万吨）

项目	省份	新增冶炼产能	新增精炼产能	预计/实际投产时间
东营方圆	山东	30.0	0.0	2021年四季度
大冶有色	湖北	40.0	40.0	2022年三季度
中条山有色侯马	陕西	18.0	18.0	2022年三季度
铜陵金冠	安徽	8.0	0.0	2022年四季度
国兴铜业	山东	6.0	6.0	2022下半年
江铜清远	广东	0.0	10.0	2022下半年
江铜富冶和鼎	浙江	0.0	15.0	2022四季度

数据来源：SMM、公开资料、五矿期货研究中心

图 14：全球铜精矿供需平衡&年度长单加工费（万吨、美元/吨）



数据来源：CRU、SMM、五矿期货研究中心

副产品硫酸方面，在环保限产、海运费大涨、海外供应短缺以及下游强劲需求等因素驱动下，今年硫酸价格一路上扬，四季度由于油价下跌和需求走差，价格回落，但绝对价格仍不低。明年随着海外供应释放，硫酸价格有一定向下压力，但预计仍将为冶炼厂贡献一定的额外收入。此外，随着国家更加注重能源安全和用电需求增速下滑，明年发生限电的可能性降低，铜冶炼厂生产干扰因素减少，亦有利于开工率和产量提升。

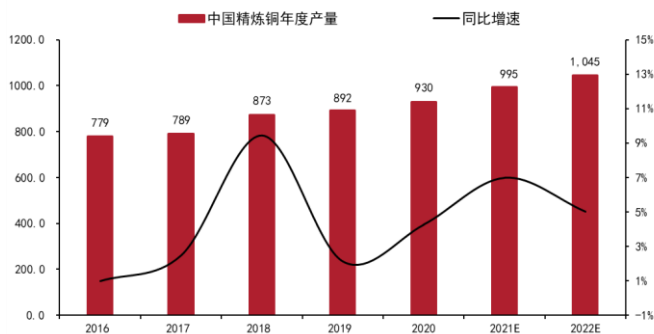
总体预估 2022 年国内精炼铜产量增加 50 万吨左右，对应增速约 5%。

图 15：中国主流地区冶炼硫酸价格（元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 16：中国精炼铜年度产量预测（万吨）



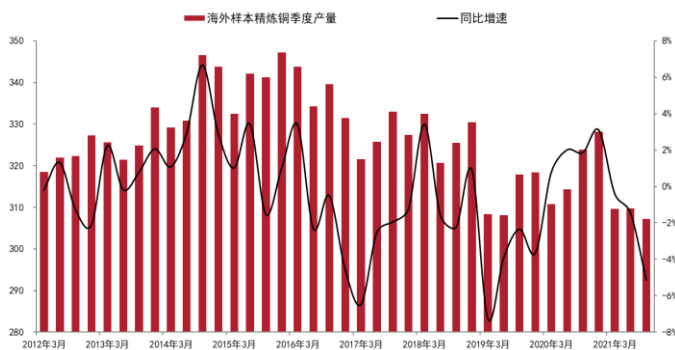
数据来源：SMM、五矿期货研究中心



海外方面，今年前三季度海外样本精炼铜产量同比下降 2.4%，绝对量减少约 22 万吨。由于意料外的检修减产仍多，四季度产量预计延续同比下降，全年产量预计下降 2.4% 左右，绝对量减少约 30 万吨。未来几年，海外冶炼产能也有一定的扩张预期，明年产能增量主要来自中国有色矿业旗下刚果（金）卢阿巴冶炼产能释放和紫金矿业旗下塞尔维亚波尔铜业扩建项目，预计新增产能 17 万吨左右。产能增长叠加开工率回升及湿法铜产量增加，明年海外精炼铜产量有望实现较快增长，预计增量接近 65 万吨。

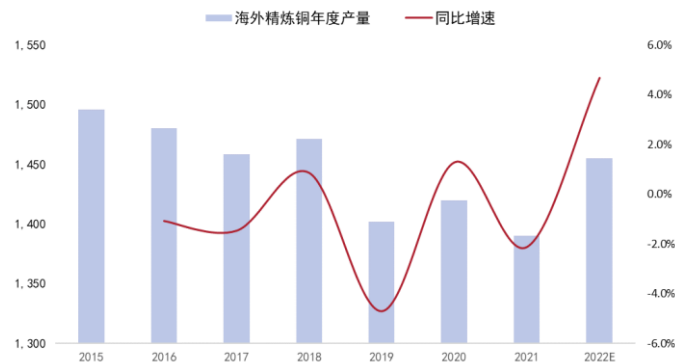
加总国内和海外，预估 2022 年全球精炼铜产量增加 115 万吨左右，对应增速 4% 以上。

图 17：海外样本精炼铜季度产量&同比增速（万吨）



数据来源：公司公告、公开资料、五矿期货研究中心

图 18：海外精炼铜年度产量预测（万吨）



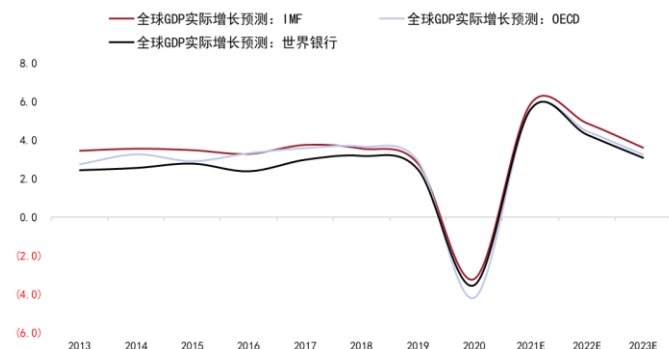
数据来源：ICSG、五矿期货研究中心

### 3、宏观展望

2021 年全球经济仍处于疫情后恢复期，经济增速高。2022 年全球经济增速预计下滑，按照国际研究机构预测，明年全球实际 GDP 增速约 4.5%，低于今年约 5.7% 的增速，但仍高于 2013-2019 年的经济增速。表明疫情进入常态化防控后需求有望进一步释放，并为明年经济增长提供动能。

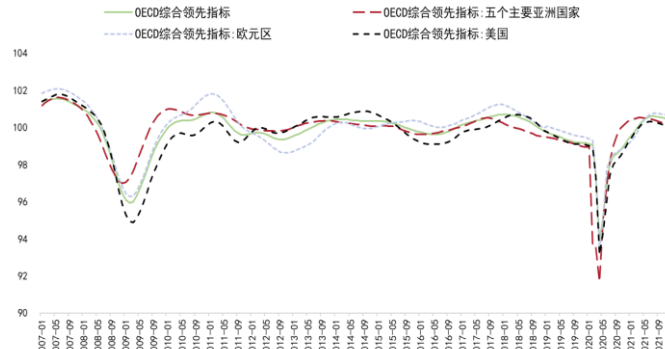
从 OECD 领先指标看，当前亚洲国家经济扩张已开始面临向下压力，欧元区和美国等发达经济体经济仍处于较快扩张进程中。对比次贷危机后的经济走势和季节性走势，我们认为欧元区和美国经济领先指标高点可能出现在今年四季度或明年一季度，再往后经济增长压力变大。

图 19：全球 GDP 实际增长预测



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 20：OECD 综合领先指标

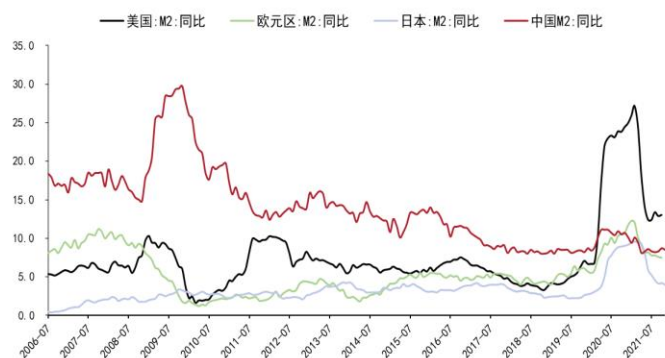


数据来源：WIND、五矿期货研究中心



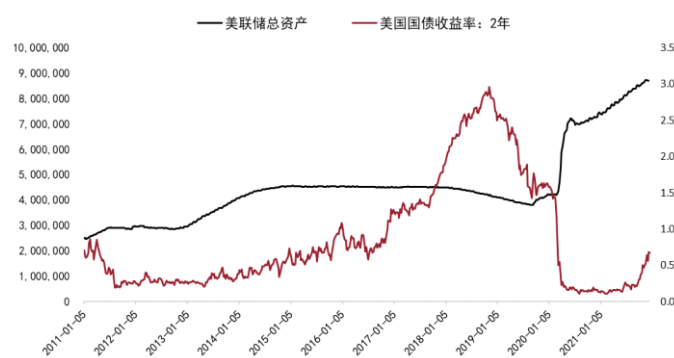
货币信贷方面，主要经济体信贷增速（以 M2 衡量）已从历史高位回落，其中欧美日信贷增速仍高于疫情前水平，而国内信贷增速已与疫情前水平相当。由于基数提高，明年海外主要经济体信贷增速或将进一步回落，而且由于通胀持续高位，作为全球货币政策风向标的美联储已经开始缩减债券购买规模，且大概率于明年年中前退出量化宽松，明年年底前进行加息概率大大提升，政策和信贷条件趋于收紧也给信贷增长保持较快速度形成挑战。国内方面，尽管地产端调控导致经济下行压力加大使得明年政策更注重“稳”，信贷政策有望边际放松，但只要经济不出现大的下滑，预计国内信贷政策仍将相对平稳，明年信贷增速预计维持稍高于经济增长的增速，强刺激、极宽松的货币环境或较难见到。

图 21：主要经济体货币供应增速 M2



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

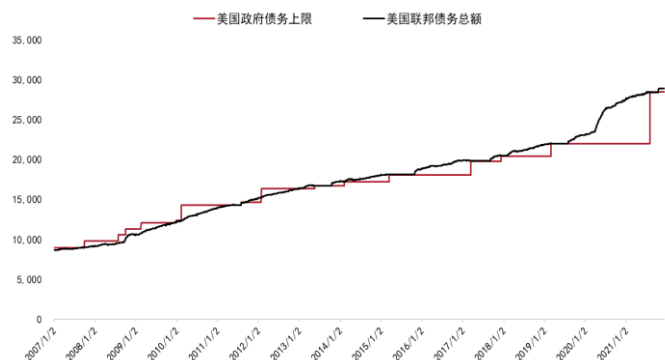
图 22：美联储资产负债表&2 年期国债利率（百万美元）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

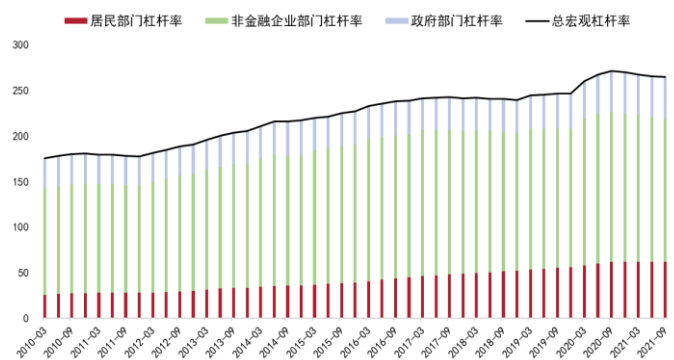
财政政策方面，今年主要国家财政刺激规模已较 2021 年收缩。随着经济进一步恢复，明年海外主要经济体财政刺激规模预计继续收缩，美国财政刺激还面临政府债务上限问题的约束。相比之下，中国政府部门杠杆率更低，加杠杆空间更大，明年财政政策有望相对积极。

图 23：美国政府债务&政府债务上限（十亿美元）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 24：中国各部门宏观杠杆率



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

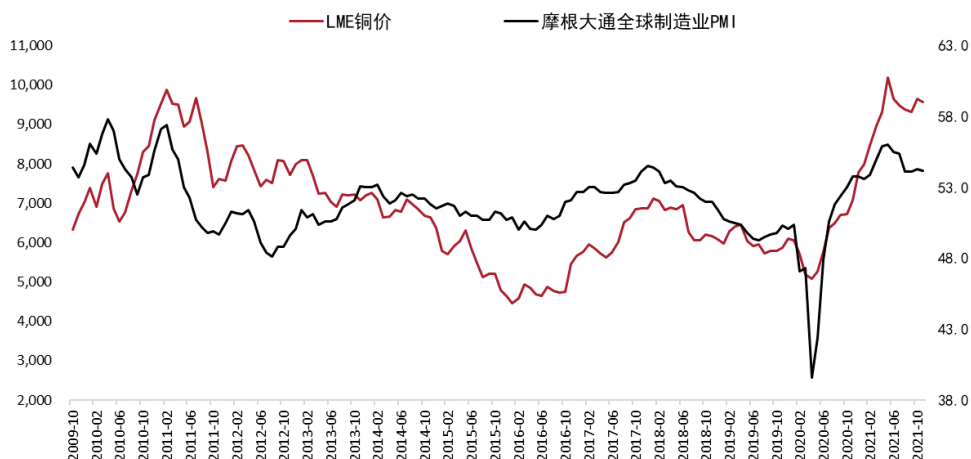
结合以上分析，我们认为明年全球经济增速将环比下滑（尽管增速仍不低），节奏上年底和明年一季度经济增长预期更强，此后增长压力加大。明年海外货币政策倾向于收缩，国内货币政策可能边际放松，但预计保持相对克制，各国财政政策对经济增长的刺激也趋于减弱，全球经济预期总体向下。





从铜价和宏观经济的关系看，铜价与全球信贷敏感且与全球制造业 PMI 高度相关，明年信贷环境收缩和经济扩张放缓的大环境下，铜价面临一定的向下压力。

图 25：LME 铜价&摩根大通全球制造业 PMI（美元/吨）



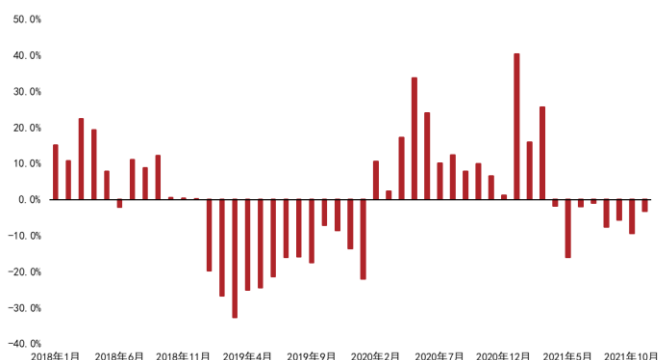
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

## 4、需求分析

今年 1-11 月国内精炼铜表观消费增长约 0.8%，低于去年 10.1% 的增速（考虑收储及抛储影响，1-11 月国内精炼铜表观消费增长约 4.2%，去年同期增速 7.4%）。反映到下游开工率，根据 SMM 调研数据，今年 1-11 月铜材企业加权平均开工率 70.8%，较去年同期提高 2 个百分点，表明除了开工率提升，铜材产能增加也促进了消费增长。

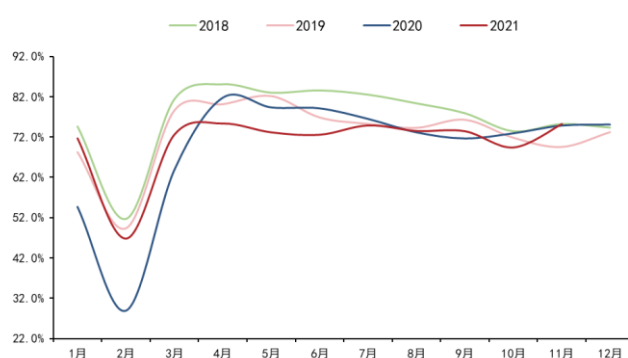
行业方面，1-10 月国内汽车、发电设备产量同比增长约 7%，地产施工面积增长 7.1%，地产竣工面积增长 16.3%，空调产量增长 12%，同期电力投资增长 2.8%。

图 26：中国精炼铜表观消费同比变化



数据来源：海关总署、SMM、Mymetal、五矿期货研究中心

图 27：中国铜材企业加权平均开工率



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

展望 2022 年，国内地产相关需求预期仍弱，而新能源汽车和清洁能源相关的消费有望延续较快增长，从而贡献主要需求增量。

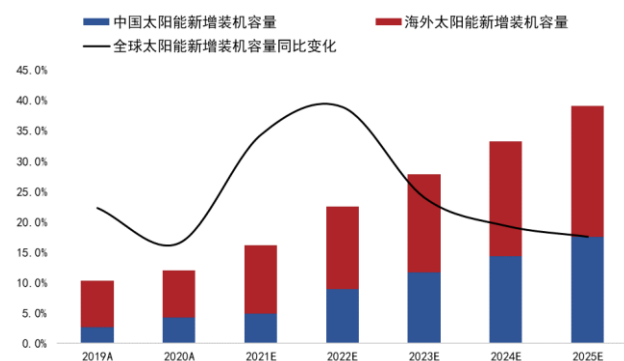


新能源汽车方面，今年国内新能源汽车产量预计 340 万辆左右，同比增速接近 130%，明年产量预计维持高增速，中性假设下，明年产量约 550 万辆，带动的铜需求增量约 10.5 万吨（新能源汽车耗铜取 80kg/辆）。

清洁能源方面，1-10 月国内太阳能光伏和风电新增装机容量分别为 28GW 和 30GW，同比分别增长 23.7%和 30.4%，全年新增装机预计分别为 55GW 和 50GW。明年国内光伏新增装机容量有望加速增长，相关机构预测新增装机容量将达 100GW。除了国内装机，组件出口也是我国光伏用铜需求的主要来源，今年光伏组件出口预计突破 100GW，增速超 25%，明年有望维持接近 20%的增速。明年国内风电新增装机容量预计 65GW，假设风电组件出口小幅增加 2GW，则加总太阳能光伏和风电，2022 年新增用铜需求约 30 万吨。（1MW 光伏新增装机耗铜量取 3.5 吨，1MW 风电新增装机增长耗铜量取 4 吨）。

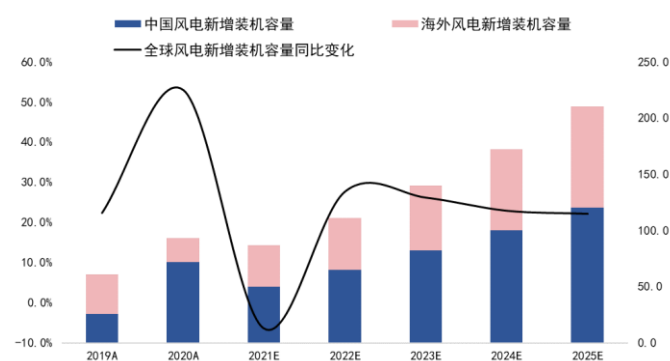
新能源汽车和清洁能源之外，考虑到传统领域用铜需求增长较慢，给予需求微增的假设，则明年国内铜需求预计增加 45 万吨，增速约 3.2%。

图 28：中国&海外太阳能光伏新增装机容量预测（GW）



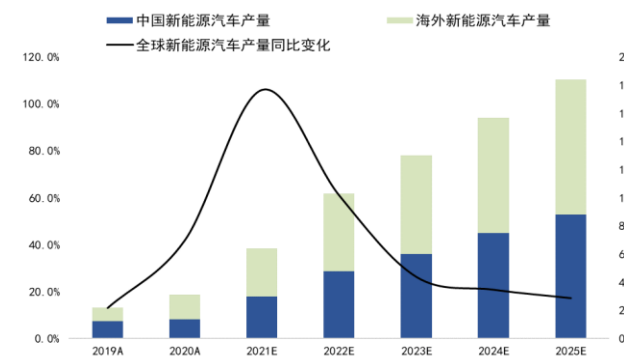
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 29：中国&海外风电新增装机容量预测（GW）



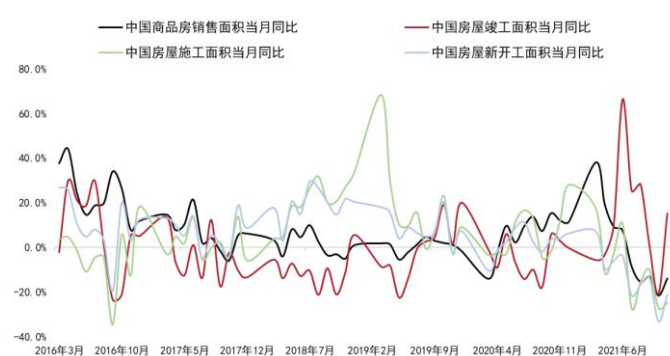
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 30：中国&海外新能源汽车产量预测（万辆）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 31：中国房地产月度数据同比



数据来源：国家统计局、五矿期货研究中心

海外方面，由于基数原因，二季度以来海外精炼铜消费高速增长，按照国际铜研究小组（ICSG）数据，1-8 月海外消费增长约 4.1%，且已回升至疫情前水平。另外根据美国、欧盟和日本官方公布的数据推算，美国前三季度精炼铜表观消费量约 130 万吨，同比增长 24%；欧盟前三季度

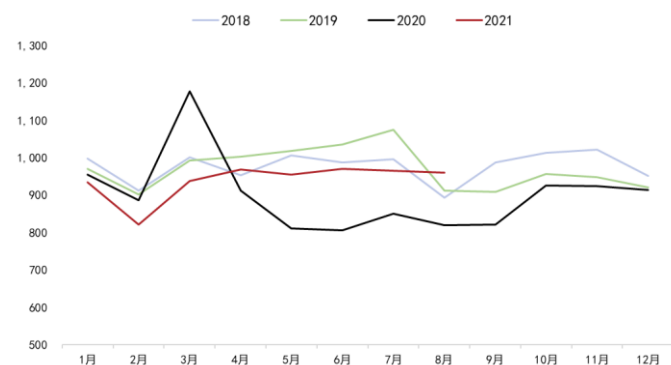


精炼铜表观消费约 198 万吨，同比提升 10%；日本 1-10 月精炼铜表观消费约 80 万吨，同比增长 12%。四季度随着基数提高，消费增速预计回到偏低水平。

2022 年海外经济进一步从疫情中恢复有望带动铜需求延续增长，但增速大概率下滑，预计明年海外需求增速下滑至 2% 左右，绝对量增加约 20 万吨。

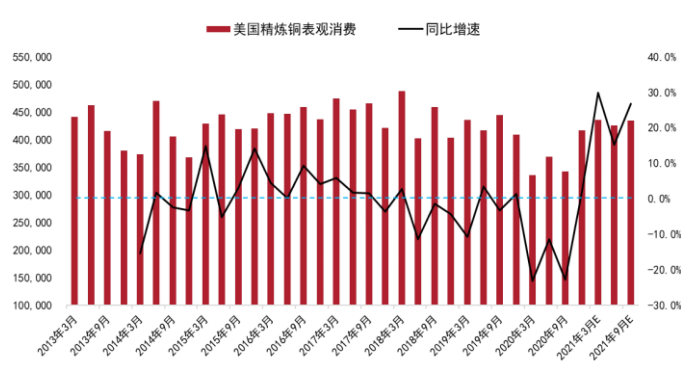
加总预估 2022 年全球精炼铜表观消费增加 65 万吨左右，对应增速 2.8% 左右。

图 32：海外精炼铜月度消费量（千吨）



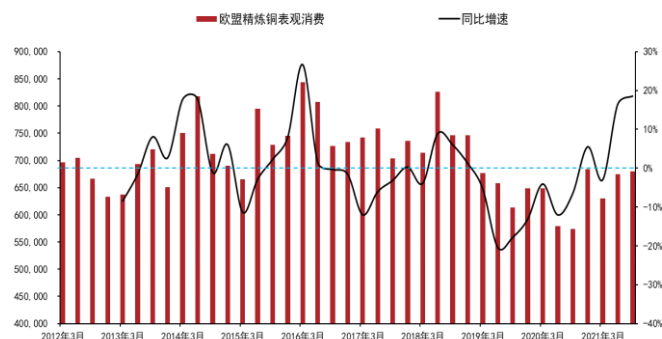
数据来源：ICSG、五矿期货研究中心

图 33：美国精炼铜季度表观消费&同比变化（吨）



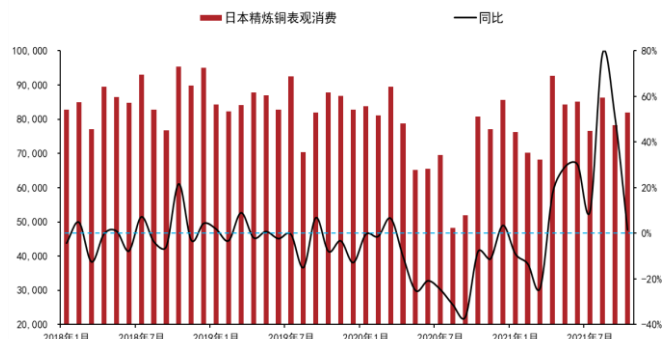
数据来源：美国商务部、五矿期货研究中心

图 34：欧盟精炼铜季度表观消费&同比变化（吨）



数据来源：欧盟统计局、五矿期货研究中心

图 35：日本精炼铜月度表观消费&同比变化（吨）



数据来源：日本官方网站、五矿期货研究中心

## 5、供需平衡及价格展望

结合以上对供应和需求的分析，我们认为，2022 年全球铜精矿供应和需求将双双回升，且供应回升幅度高于需求回升幅度，供需将较 2021 年宽松 20 万吨左右，并表现为前紧后松；精炼铜产量增长将提速，精炼铜需求增速预计放缓，总体供需将由今年的显著短缺转为紧平衡，考虑到今年部分供应并未体现在库存变化上（隐形库存），2022 年全球精炼铜库存预计低位回升。

供需边际宽松叠加宏观层面全球经济扩张趋于放缓、海外政策收缩，2022 年铜价继续上涨驱动减弱，预计铜价运行重心将下移。节奏上看，明年一季度海外需求增速仍高和铜矿供应增量偏低对价格支撑仍强，二季度以后随着宏观压力加大及原料供应增加，价格下行压力加大。



图 36：全球铜精矿&精炼铜供需平衡预测（万吨）

	2020	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4E	2022Q1E	2022Q2E	2022Q3E	2022Q4E
<b>铜精矿</b>									
供应	16,730	4,140	4,210	4,280	4,420	4,330	4,430	4,500	4,680
需求	17,150	4,290	4,220	4,250	4,350	4,350	4,400	4,480	4,560
平衡	(420)	(150)	(10)	30	70	(20)	30	20	120
<b>精炼铜</b>									
中国供应	9,300	2,480	2,560	2,450	2,460	2,540	2,610	2,620	2,680
中国需求	13,210	3,190	3,440	3,500	3,480	3,280	3,580	3,620	3,580
国储变化	(300)	0	0	80	30	0	0	0	0
中国平衡	(4,210)	(710)	(880)	(970)	(990)	(740)	(970)	(1,000)	(900)
中国以外供应	14,000	3,390	3,370	3,350	3,450	3,520	3,520	3,610	3,560
中国以外需求	9,600	2,500	2,580	2,650	2,650	2,580	2,640	2,680	2,680
中国以外平衡	4,400	890	790	700	800	940	880	930	880
总平衡	190	180	(90)	(270)	(190)	200	(90)	(70)	(20)

数据来源：公司公告、CRU、ICSG、SMM、Mymetal、五矿期货研究中心

对于价格，我们认为明年 72000 元/吨（伦铜 9800 美元/吨）以上的铜价是较好的卖出套保或投机抛空点位，而如果价格跌到 60000 元/吨（伦铜 8000 美元/吨）附近或以下，则具备较好的做多“价值”。

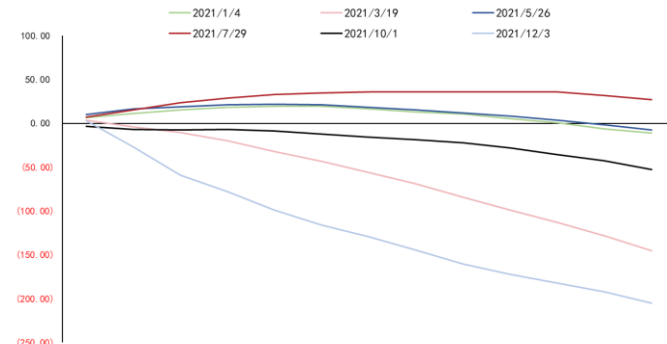
结构方面，明年一季度精炼铜季节性累库概率较大，Back 结构有望扭转，二季度后如果伴随铜价下跌和需求韧性下降，市场结构有望更长时间维持 Contango，否则将重回 Back 结构。内外盘方面，明年海外供需更加宽松有望使得内强外弱的格局持续更长时间，沪伦比值倾向于走强。

图 37：LME 铜价&CFTC 基金净多持仓比例（美元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 38：LME 铜期货近远月结构变化（美元/吨）



数据来源：LME、五矿期货研究中心

## 6、风险提示：

第一：全球疫情持续时间超预期。如果明年全球疫情比预想持续时间更久，全球供应链恢复预计更慢、海外矿山生产增量可能不及预期，铜价或在高位维持更长时间。

第二：全球铜需求好于预期。

第三：海外宽松政策持续时间超预期。

# 免责声明

---

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于研究所信箱（[research@wkqh.cn](mailto:research@wkqh.cn)），欢迎您及时告诉我您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为**五矿期货有限公司**所有。本刊所含文字、数据和图表未经**五矿期货有限公司**书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律责任。

## 公司总部

---

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：[www.wkjyqh.com](http://www.wkjyqh.com)

## 研究中心团队介绍

---