

2022 年年报

海外货币政策加速，铜价下行

——2022 年铜市场展望

2021 年 12 月 15 日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

有色金属研究组

曾真 助理分析师

从业资格证号：

F03089009

闫丰 首席分析师

从业/投资咨询证号：

F0251054/Z0001643

鲍峰 分析师

从业/投资咨询证号：

F3037342/Z0014770

电话：0551-62839752

Email: tzzx@haqh.com

网址: www.haqh.com

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

要点提示：

1. 全球复苏延续弱势，区域分化格局明显；
2. 国内经济稳字当头，增长预期前高后低；
3. 美国供应改善缓慢，联储加息预期升温；
4. 采矿利润保持增长，原料增产趋势延续；
5. 冷料驱动逻辑类似，海外放量偏向宽裕；
6. 冶炼产能边际转弱，年内精铜产量冲高；
7. 电网投资结构强化，远期看拖累铜需求；
8. 地产下行风险仍在，政策调整压力缓解；
9. 空调整体或不乐观，节能汽车值得期待。

市场展望与投资策略：

通过梳理2021年铜价各个阶段背后的驱动，可以明确其交易逻辑主核心为美联储货币政策预期，该逻辑将继续作为主要矛盾贯穿2022年。我们认为，海外通胀或将高位运行，美联储在明年下半年将有可能加息，在基本面没有显著过剩的支撑下，明年上半年铜价或继续高位震荡，下半年重心下移。单边以偏空思路为主，不出现极端下跌行情谨慎做多。

宏观：发生分化，经济总体处于回落状态。美国就业、消费和地产等数据向好，明年仍处于复苏高峰；国内经济增速回落，财政支出发力前移，上半年预期高于下半年；发展中经济体恢复进程还远未完成。流动性方面，通胀的高位持续或将意味着美联储货币政策加速，海外流动性拐点提前来临。

供需：供应过剩但不显著，基本面仍有支撑。铜精矿产出维持高增速且国内仍有新增冶炼产能扩张，废铜供给偏宽松，明年全球精铜产量或将维持高增长。国内消费基本处于回落状态，海外复苏进程快仍有缺口，铜市整体盈余较今年略有上涨。

目录

一、2021 年铜市回顾	1
二、宏观面分析.....	2
2.1 全球复苏延续弱势，区域分化格局明显.....	2
2.2 国内经济稳字当头，增长预期前高后低.....	3
2.3 美国供应改善缓慢，联储加息预期升温.....	4
三、供应端分析.....	8
3.1 采矿利润保持增长，原料增产趋势延续.....	8
3.2 冷料驱动逻辑类似，海外放量偏向宽裕.....	9
3.3 冶炼产能边际转弱，年内精铜产量冲高.....	10
四、需求端分析.....	12
4.1 电网投资结构强化，远期看拖累铜需求.....	12
4.2 地产下行风险仍在，政策调整压力缓释.....	13
4.3 空调整体或不乐观，节能汽车值得期待.....	14
五、2022 年铜市展望	15
免责声明.....	16

图表目录

图表 1: LME 铜和沪铜收盘价 (美元/吨, 元/吨)	1
图表 2: 《世界经济展望》最新增速预测.....	2
图表 3: 全球主要经济体制造业 PMI	3
图表 4: 发展中经济体制造业 PMI	3
图表 5: 居民部门杠杆率 (%)	4
图表 6: 政府预期财政赤字目标 (亿元, %)	4
图表 7: 全国基金预算收支累计同比 (%)	4
图表 8: 全国公共财政收支累计同比 (%)	4
图表 9: 美国新增非农就业人数(千人).....	5
图表 10: 美国劳动力市场参与率 (%)	5
图表 11: 美国劳动力市场恢复 (% , 人)	5
图表 12: 美国制造业和非制造业 PMI	5
图表 13: 美国个人总收入 (十亿美元)	6
图表 14: 海运价格指数.....	6
图表 15: 美国房屋价格 (美元)	6
图表 16: 美国成屋库存 (万套, 月)	6
图表 17: 美国劳动力市场供需 (千人)	6
图表 18: 美国非农企业员工时薪及同比 (美元, %)	6
图表 19: Fed Watch Tool.....	7
图表 20: 全球前 40 矿业公司经营情况 (十亿美元)	8
图表 21: 全球前 40 矿业公司股价恢复速度.....	8
图表 22: 全球铜矿产能与产量 (千吨)	8
图表 23: 全球前 40 矿业公司融资规模 (十亿美元)	9
图表 24: 有色金属领域勘探投入变化 (亿美元, %)	9

图表 25: 粗铜冶炼产能投产与爬产.....	9
图表 26: 国内废铜主要进口国精炼铜消费（万吨）.....	10
图表 27: 国内废铜进口（吨，%）.....	10
图表 28: 粗铜产量（千吨，%）.....	10
图表 29: 粗铜和阳极铜进口（万吨）.....	10
图表 30: 全球铜市供需增速（%）.....	11
图表 31: 全球电解铜产能利用率（%）.....	11
图表 32: 中国铜冶炼厂粗炼费（美元/千吨）.....	11
图表 33: 全球（原生+再生）精炼铜产量（千吨）.....	11
图表 34: 铜冶炼产能投产与爬产.....	11
图表 35: 电源及电网投资完成额（亿元，%）.....	12
图表 36: 电网计划与实际投资额（亿元）.....	12
图表 37: 电源投资结构（亿元）.....	12
图表 38: 电源投资增速（%）.....	12
图表 39: 地产新开工/施工/竣工面积同比（%）.....	13
图表 40: 房地产开发企业资金来源累计同比（%）.....	13
图表 41: 百城土地成交数量及溢价率（宗，%）.....	13
图表 42: 房地产竣工面积（万平方米，%）.....	13
图表 43: 家用空调产销量及同比（万台，%）.....	14
图表 44: 家用空调内库存（万台）.....	14
图表 45: 社会消费品零售（亿元，%）.....	14
图表 46: 汽车产量及同比（万辆，%）.....	14
图表 47: 汽车销量同比（%）.....	15
图表 48: 新能源汽车产销（辆，万辆）.....	15

一、2021 年铜市回顾

2021 年铜价整体中枢上移。

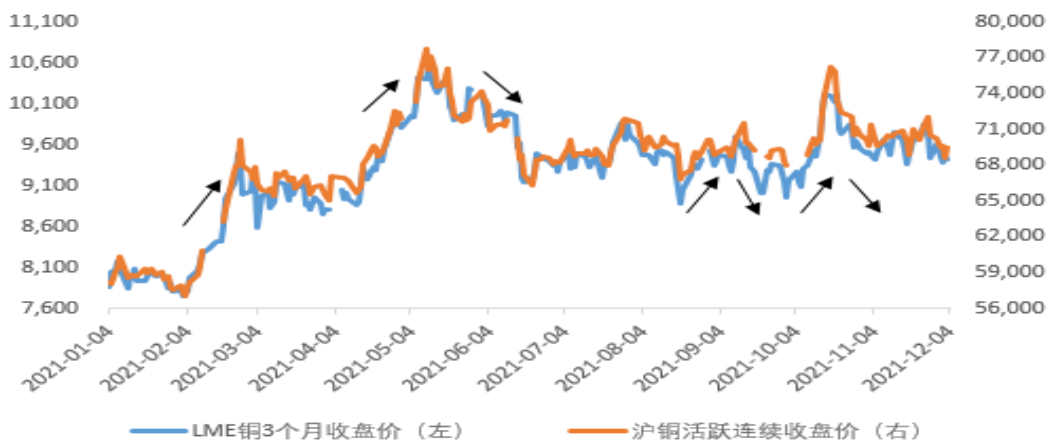
一季度：单边上涨后回落，整体涨幅约 13%。美国通过 1.9 万亿美元纾困法案，同时秘鲁因疫情采取封锁措施，春节前后国内消费淡季不淡，支撑铜价冲破 7 万。后高企的铜价影响消费复苏，同时美债收益率快速回升，铜价一度回落。

二季度：大幅冲高后回落，整体涨幅约 7%。美国再提 2.3 万亿美元基建法案，海外鸽声一片，同时国家电网上调 2021 年投资目标，铜价冲高至 7.8 万。后国会密集提到大宗原材料过快上涨，全球制造业 PMI 走弱，铜价开始回落。

三季度：震荡偏弱，整体跌幅约 5%。美联储议息会议透露年底将进行 QE，恒大债务出现危机，国内房地产悲观预期释放，同时受限电影响供给端偏紧，铜价在强基本面和弱宏观的交易逻辑中宽幅震荡。

四季度：震荡偏强，至拟稿日涨幅约 6%。海外炒作能源危机，同时伦铜挤仓，铜价快速上涨，随着 LME 实施现货溢价限制和交割延期机制，铜价回吐涨幅。美联储 11 月议息会议确认缩债，国内房地产悲观预期压制，在低库存的支撑下铜价维持高位震荡。

图表 1：LME 铜和沪铜收盘价（美元/吨，元/吨）



数据来源：华安期货投资咨询部；Wind

二、宏观面分析

2.1 全球复苏延续弱势，区域分化格局明显

伴随着海外刺激政策的退坡，全球经济恢复将有所减弱，中国经济增长将回归常态，欧美发达国家正处复苏高峰。在今年 10 月份公布的最新版《世界经济展望》报告中，IMF 预测全球经济 2021 年增速为 5.9%，2022 年增长 4.9%。其中，中国经济 2022 年增速为 5.6%，已回落至疫情前趋势水平，美、英、日等发达国家明年将维持较高经济增速，新兴市场国家由于受疫情的冲击更大，增长相对较弱。

图表 2：《世界经济展望》最新增速预测

	2020	2021E	2022E
世界产出	(3.1)	5.9	4.9
发达经济体	(4.5)	5.2	4.5
美国	(3.4)	6.0	5.2
欧元区	(6.3)	5.0	4.3
德国	(4.6)	3.1	4.6
法国	(8.0)	6.3	3.9
意大利	(8.9)	5.8	4.2
西班牙	(10.8)	5.7	6.4
日本	(4.6)	2.4	3.2
英国	(9.8)	6.8	5.0
加拿大	(5.3)	5.7	4.9
其他发达经济体	(1.9)	4.6	3.7
新兴市场和发展中经济体	(2.1)	6.4	5.1
亚洲新兴市场和发展中经济体	(0.8)	7.2	6.3
中国	2.3	8.0	5.6
印度	(7.3)	9.5	8.5
东盟五国	(3.4)	2.9	5.8
欧洲新兴市场和发展中经济体	(2.0)	6.0	3.6
俄罗斯	(3.0)	4.7	2.9
拉丁美洲和加勒比	(7.0)	6.3	3.0
巴西	(4.1)	5.2	1.5
墨西哥	(8.3)	6.2	4.0
中东和中亚	(2.8)	4.1	4.1
沙特阿拉伯	(4.1)	2.8	4.8
撒哈拉以南非洲	(1.7)	3.7	3.8
尼日利亚	(1.8)	2.6	2.7
南非	(6.4)	5.0	2.2
新兴市场和中等收入经济体	(2.3)	6.7	5.1
低收入发展中国家	0.1	3.0	5.3

数据来源：华安期货投资咨询部；IMF

Omicron 变异毒株存在扩散风险，全球联动恢复将再度受阻。由于疫情并没有带来发达国家人口流动性的显著下降，多数发达经济体增长步入稳态区间。发展中经济体的增长更依赖于全球经济联系的恢复程度，在发达经济体恢复渐趋平稳的情况下，发展中经济体的恢复进程还远未完成。

图表 3：全球主要经济体制造业 PMI



图表 4：发展中经济体制造业 PMI



数据来源：华安期货投资咨询部；Wind

2021 年我国经济有“稳增长压力较小的窗口期”，2022 年面临着“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，国内经济将回归常态，GDP 增速回落将至 5%-6% 合理区间。这一增速虽然较 2021 年有所回落，但大致与中国经济的潜在增长率相契合，也能为 2035 年基本实现社会主义现代化奠定扎实的年度基础。

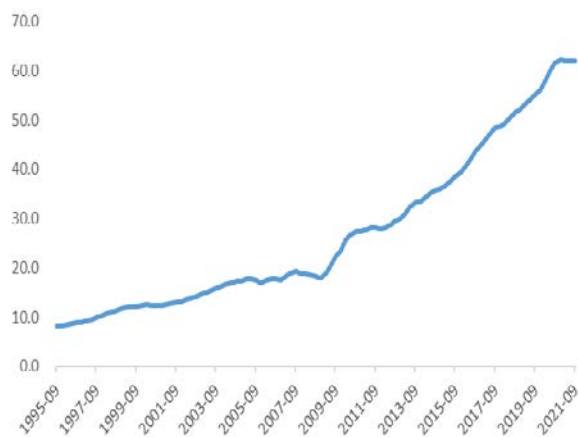
2.2 国内经济稳字当头，增长预期前高后低

2021 年中央经济工作会议于 12 月 8 日至 10 日召开，会议部署了 2022 年经济工作。本次会议定调全面转向稳增长，要“稳字当头、稳中求进”，政策调控要求“跨周期和逆周期宏观调控政策有机结合”，要“积极推出有利于经济稳定的政策”。明年上半年或将是稳增长政策的密集出台期。

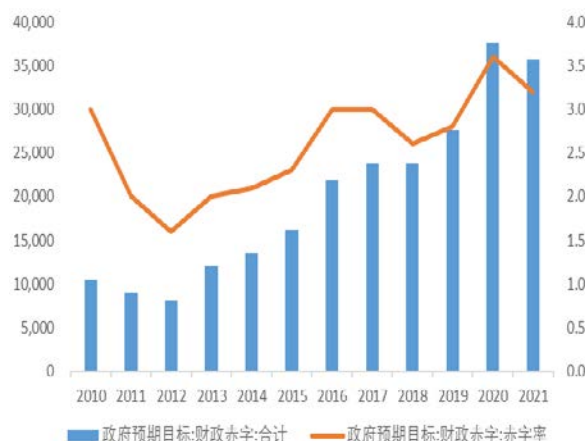
货币政策方面，会议强调“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”。目前降准已经落地，短期内央行或以定向宽信用为主，尤其是加大对“小微企业、科技创新、绿色发展”的支持，全面降息可能不会太快到来。

2021 年 9 月我国居民部门杠杆率高达 62.1%，土地财政将受制于居民杠杆率提升潜力的约束。今年以来，房市调控政策不断地深入，房企面临银行贷款和销售回款走弱的双重资金压力，拿地积极性下降。2022 年房地产市场很可能继续承压，土地出让收入增长面临较大挑战，将直接影响基金预算支出。另外，考虑到“减税降费”及“政府隐性债务”的管控，明年财政支出扩张规模可能有限。

图表 5：居民部门杠杆率（%）



图表 6：政府预期财政赤字目标（亿元，%）



数据来源：华安期货投资咨询部；Wind

图表 7：全国基金预算收支累计同比（%）



图表 8：全国公共财政收支累计同比（%）



数据来源：华安期货投资咨询部；Wind

财政政策方面，中央经济工作会议特别指出“要保证财政支出强度，加快支出进度”，方向上强调了“适度超前开展基础设施投资”。加快支出进度也意味着有限增长的财政支出发力要前移，下半年政策力度将收敛。因此，上半年的经济预期或在 5% 以上，下半年的经济预期可能调低。

2.3 美国供应改善缓慢，联储加息预期升温

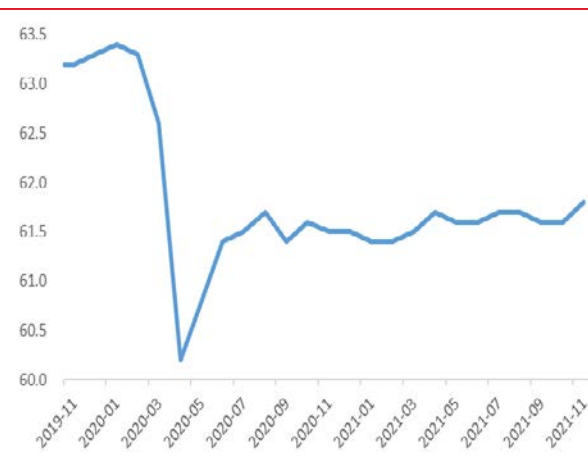
11 月美国新增非农就业（NFP）放缓幅度超市场预期，而今年以来已有 9 个月的 NFP 得到上修。11 月机构调查录得 2008 年以来的最低回复率，仅为 65%，10 月回复率为 71%，去年同期回复率为 74%。预计 12 月非农报告发布时，11 月 NFP 将成为今年第 10 个月上修的数据。

11 月劳动力参与率达到 61.8%，摆脱了横盘半年之久的 61.6%-61.7% 震荡区间，失业率下降至 4.2%，失业率加速走低和劳动力参与率上扬或许更能反映真实的劳动力市场恢复状况。当周初请失业金人数连续处于低位，最新公布的制造业、非制造业 PMI 仍位于高景气区间，从趋势上看，美国就业市场依然具改善动能。

图表 9：美国新增非农就业人数(千人)

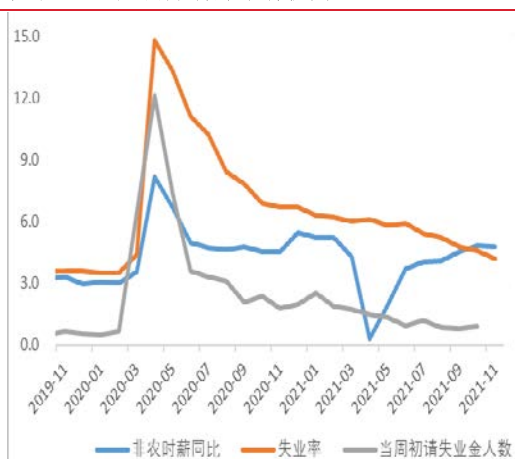


图表 10：美国劳动力市场参与率(%)



数据来源：华安期货投资咨询部；Wind

图表 11：美国劳动力市场恢复(%, 人)



图表 12：美国制造业和非制造业 PMI



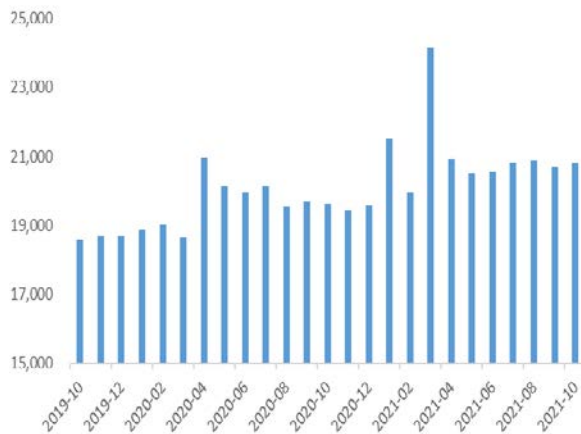
数据来源：华安期货投资咨询部；Wind

美联储 9 月 FOMC 决议表示将逐步减码 QE 并在 2022 年中结束, 2022 年美联储退出量化宽松已无悬念, 其货币政策的核心在于是否有加息可能。在就业持续改善较为确定的判断下, 美联储加息的节奏很大程度上取决于通胀走势。目前市场最大的分歧在于通胀是否具有可持续性, 我们认为通胀或将持续高位运行。

今年以来, 美国居民总收入维持增长, 本轮财政刺激显著推高了居民消费能力, 居民端旺盛的消费需求将推动产业链价格由上游向下游传导。供给端最大的制约因素是劳动力不足, 剔除老龄化的影响, 11 月美国劳动力参与率仍比疫情前低 1 个百分点, 此外, 当前美国港口堵塞问题仍然严重, 全球海运价格仍处在高位, 供应链困局的改善将是个缓慢的过程, 短期内美国通胀水平将难以快速回落。

住房、人力等价格将加剧通胀水平。10 月美国成屋销售涨幅创九个月新高, 新屋销售创半年新高, 反映了健康的市场需求。而当前房屋库存有限, 建筑商面临物流紧张、劳动力紧缺等限制, 在供需偏紧的态势下, 预计住房价格将持续上行。美国劳动力需求在 10 月保持强劲, 职位空缺数比失业人数多出 280 万, 再创新高, 当前劳动力供给紧缺将导致美国企业不断涨薪。

图表 13: 美国个人总收入 (十亿美元)



图表 14: 海运价格指数



数据来源: 华安期货投资咨询部; Wind

图表 15: 美国房屋价格 (美元)

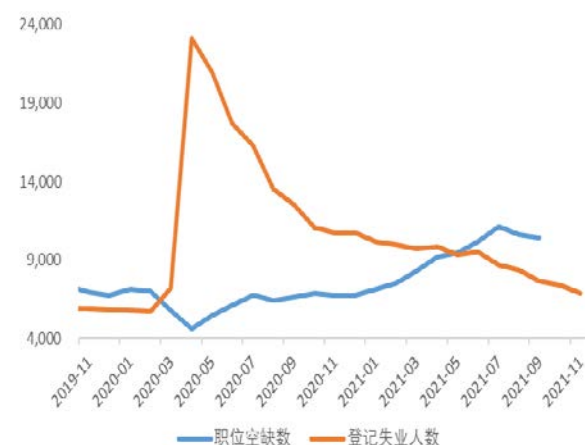


图表 16: 美国成屋库存 (万套, 月)



数据来源: 华安期货投资咨询部; Wind

图表 17: 美国劳动力市场供需 (千人)



图表 18: 美国非农企业员工时薪及同比 (美元, %)



数据来源: 华安期货投资咨询部; Wind

考虑到通胀可能不会在明年下半年回落，美联储加速完成 Taper 或将是合适的。目前市场预期 2022 年底前将会有 2 次可能的加息，从 Fed Watch Tool 来看，美联储在明年 6 月首次加息的概率较大。另外，从美联储官员的立场来看，2021 年拥有投票权的官员整体偏鸽派，而 2022 年在投票权轮换后官员整体的立场或向鹰派偏移，可能会对明年海外流动性形成一定压力。

图表 19: Fed Watch Tool

会议日期	概率							
	0-25	25-50	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200
2021/12/15	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2022/1/26	95%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2022/3/16	69.3%	29.4%	1.3%	0%	0%	0%	0%	0%
2022/5/4	49.3%	40.9%	9.4%	0.4%	0%	0%	0%	0%
2022/6/15	24%	45.2%	25.6%	5.0%	0.2%	0%	0%	0%
2022/7/27	17.1%	39.1%	31.2%	10.9%	1.6%	0.1%	0%	0%
2022/9/21	9.9%	29.9%	34.5%	19.4%	5.5%	0.7%	0%	0%
2022/11/2	8.7%	27.4%	34.0%	21.3%	7.2%	1.3%	0.1%	0%
2022/12/14	3.3%	15.8%	29.9%	29.2%	16%	5%	0.8%	0.1%
2023/2/1	2.5%	12.8%	26.5%	29.3%	19.1%	7.6%	1.8%	0.3%

数据来源：华安期货投资咨询部；CME

三、供应端分析

3.1 采矿利润保持增长，原料增产趋势延续

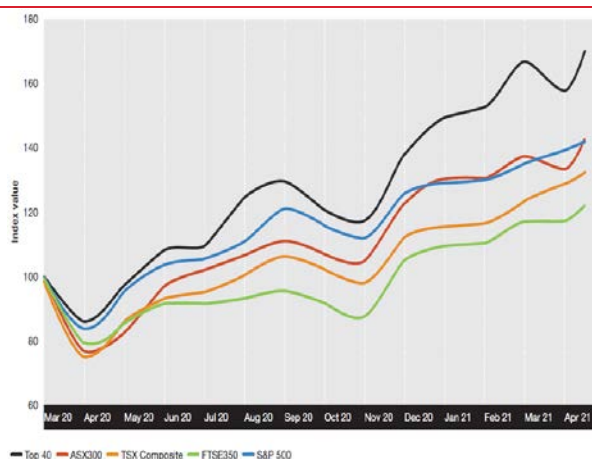
据普华永道预测，2021 年全球前 40 矿业公司的收入水平将达到过去 18 年中最高纪录，净利润也将达到第二高记录，并且在过去一段时间，这些企业股价恢复速度超过了一些主要股指。国家统计局近日发布的数据显示，在生产资料价格高位运行拉动下，1-10 月采矿业细分行业利润同比均实现两位数以上增长。

图表 20：全球前 40 矿业公司经营情况（十亿美元）

	2021E	2020	2019	2020-2021	2019-2020
收入（不包括贸易收入）	700	545	525	29%	4%
贸易收入	126	112	167	13%	-33%
营业费用	(583)	(482)	(524)	21%	-8%
EBITDA	243	174	168	40%	3%
折旧和摊销	(52)	(50)	(50)	3%	0%
减值准备转回/费用	(11)	(11)	(14)	3%	-22%
净财务成本	(8)	(10)	(14)	-23%	-27%
税前利润	172	103	89	68%	15%
所得税费用	(54)	(32)	(29)	67%	12%
净利润	118	70	61	68%	15%
盈利能力指标					
息税折旧摊销前利润率	29%	26%	24%		
净利润率	14%	11%	9%		
资本回报率	17%	11%	11%		
股本回报率	20%	12%	11%		

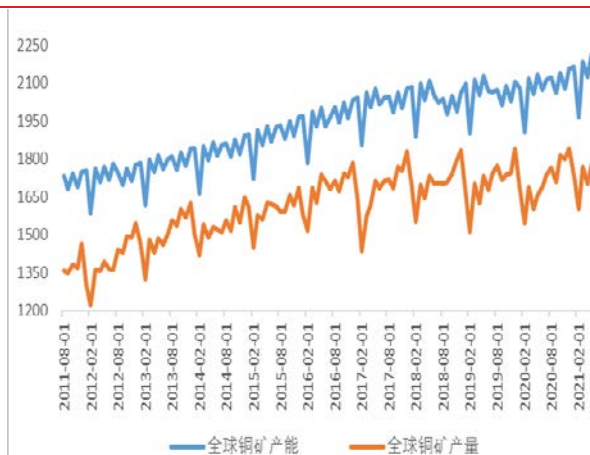
数据来源：华安期货投资咨询部；普华永道

图表 21：全球前 40 矿业公司股价恢复速度



数据来源：华安期货投资咨询部；普华永道、钢联

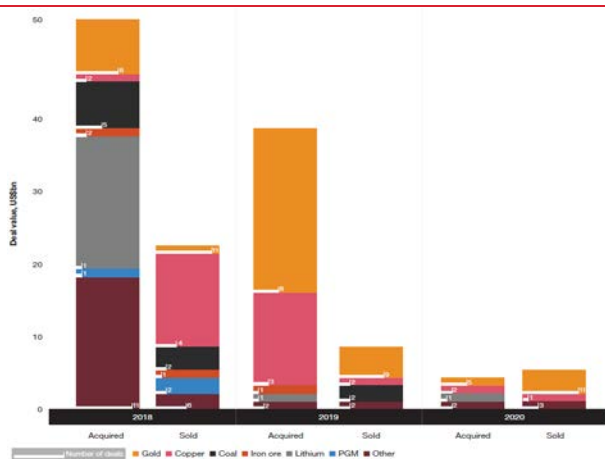
图表 22：全球铜矿产能与产量（千吨）



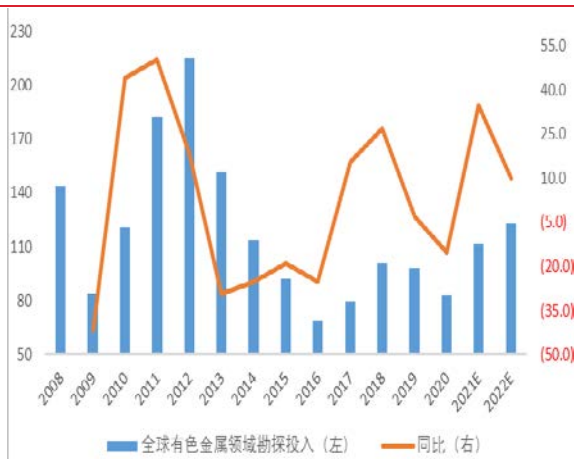
根据自由港、英美资源等矿企披露的偿债计划，明年将迎来偿债高峰期；近年来矿业融资活动不断放缓，尤其是对大型交易而言。因此，与大宗十年间铜企的高利润以及 09 年低廉投资成本催化的矿企投资行为相比，未来几年超级投资周期可能难以复制，矿企的资本开支或将维持在适当水平。根据标普预测，2022 年全球年度勘探预算总额将同比增长 5%-15%，仍处于历史较低水平。

铜价上涨、铜精矿相对紧张、矿山利润已处于周期性较高水平等因素都在刺激矿企生产更多的铜矿，预计明年增产的趋势或有所延续。矿端的不确定性在于外部因素，主产国的罢工风险为明年客观约束重点的观察对象。市场预期差在于短期与长期增长的矛盾，短期矿山恢复强度及确定性将在供给端对价格施压，但资本投入不足带来的长期增长隐患仍在市场顾虑之中。

图表 23：全球前 40 矿业公司融资规模（十亿美元）



图表 24：有色金属领域勘探投入变化（亿美元，%）



数据来源：华安期货投资咨询部；普华永道、标准普尔

3.2 冷料驱动逻辑类似，海外放量偏向宽裕

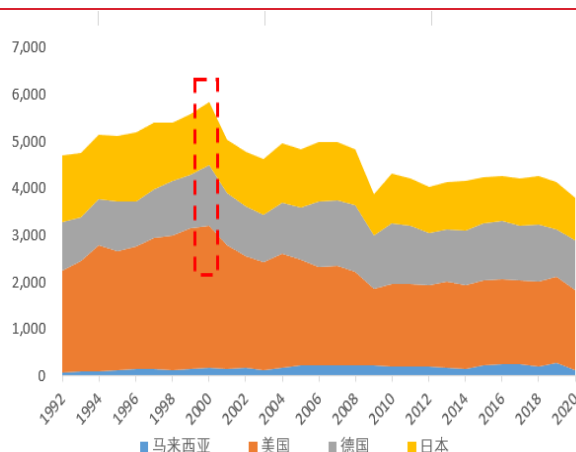
2021 年废铜贸易量显著增长，尤其表现在美国与中国的再生铜供需增长，底层逻辑在于铜价高位促进了全球废铜的释放以及废铜经济性的提升。目前我国废铜进口增量主要来自东南亚及欧美，这些国家精炼铜消费在 2000 年左右达到峰值，从铜产品的使用寿命来看，未来几年海外废铜供应仍会增加。与废铜的驱动逻辑类似，粗铜进口量的增长也较为显著，进口激增的中长期趋势还将延续，冷料供应在调节原料供需平衡中的作用将更明显。

图表 25：粗铜冶炼产能投产与爬产

公司	国家	设计产能	建设进度
艾芬豪矿业	刚果（金）	50 万吨	预计耗时 7 个月完成基础工程设计，并于 2022 年第二季度开始土方工程，总体执行时间预计可在 3 年内完成

数据来源：华安期货投资咨询部；新闻整理

图表 26: 国内废铜主要进口国精炼铜消费(万吨)

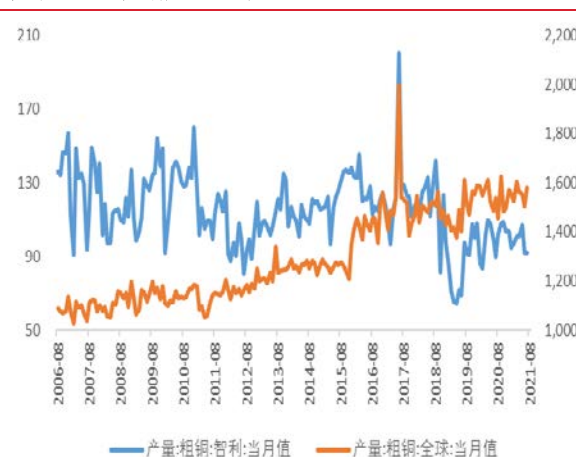


图表 27: 国内废铜进口(吨, %)

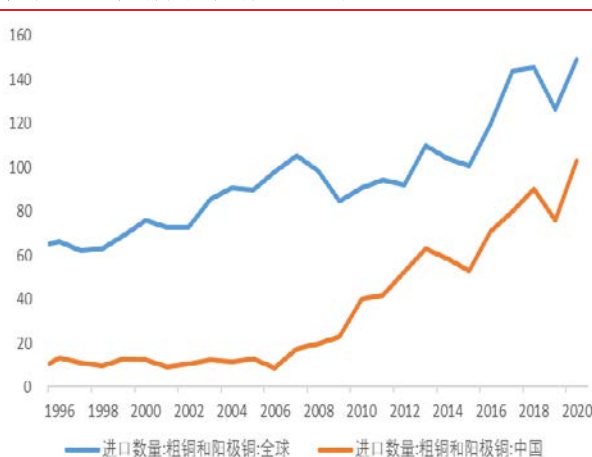


数据来源: 华安期货投资咨询部; Wind

图表 28: 粗铜产量(千吨, %)



图表 29: 粗铜和阳极铜进口(万吨)



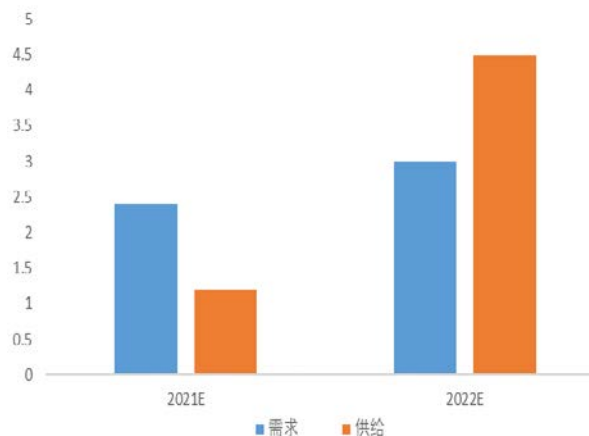
数据来源: 华安期货投资咨询部; Wind

3.3 冶炼产能边际转弱, 年内精铜产量冲高

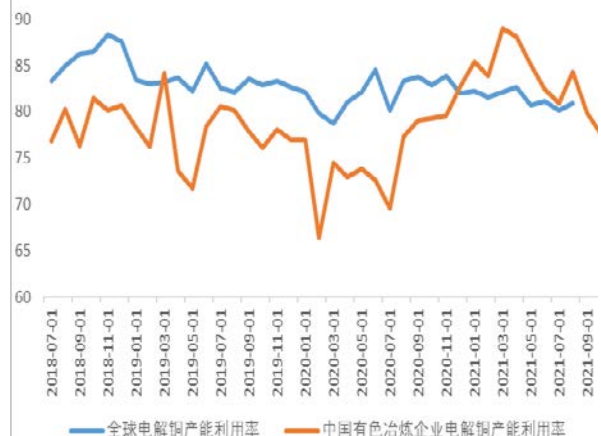
考虑到明年铜精矿产出维持高增速且国内仍有新增产能扩张, 废铜供给偏宽松的环境下, 冶炼企业利用废铜生产精铜的驱动力也较强, 明年全球精铜产量或将维持高增长。智利国家铜业委员会 Cochilco 预计 2021 年和 2022 年铜供应量分别增长 1.2% 和 4.5%, ICSG 预测今明两年铜市盈余分别为 8 万吨和 11 万吨。

从冶炼产能扩张来看, 尽管近年仍有一些新项目投入运营, 但本轮中国冶炼厂产能扩张(2018 年-2022 年)或已接近尾声, 资源瓶颈、利润约束、环保限制等接下来对产能扩张将产生更强的阻力。海外冶炼厂鲜有产能扩张, 印尼冶炼厂产能扩建项目建成时间不确定, 未来全球铜冶炼产能将逐步出现瓶颈。

图表 30: 全球铜市供需增速 (%)

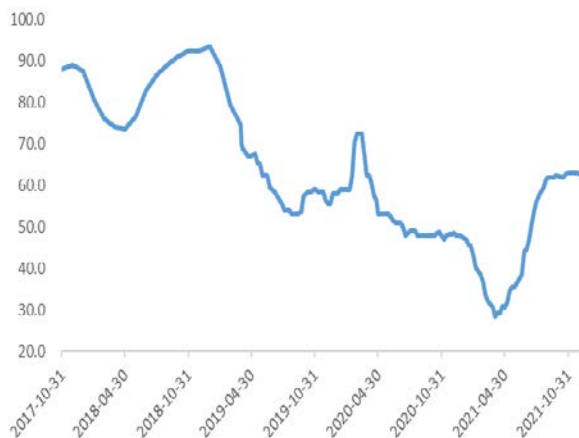


图表 31: 全球电解铜产能利用率 (%)

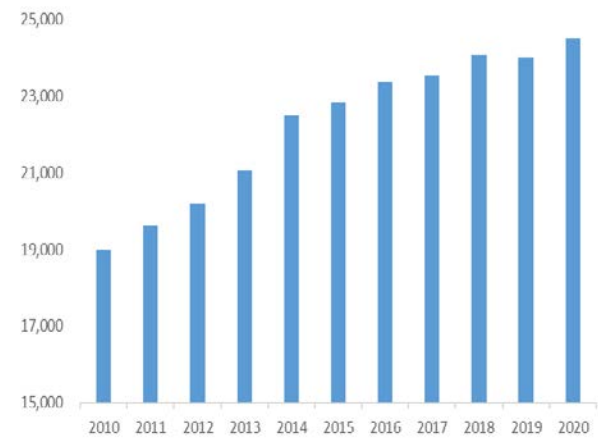


数据来源: 华安期货投资咨询部; Cochilco、钢联

图表 32: 中国铜冶炼厂粗炼费 (美元/千吨)



图表 33: 全球 (原生+再生) 精炼铜产量 (千吨)



数据来源: 华安期货投资咨询部; Wind

图表 34: 铜冶炼产能投产与爬产

公司	国家	新增精炼产能	投产及预估
大冶有色	中国	40 万吨	2022 年中
阿达尼集团	印度	100 万吨	—
印度韦丹塔	印度	50 万吨	—

数据来源: 华安期货投资咨询部; 新闻整理

四、需求端分析

4.1 电网投资结构强化，远期看拖累铜需求

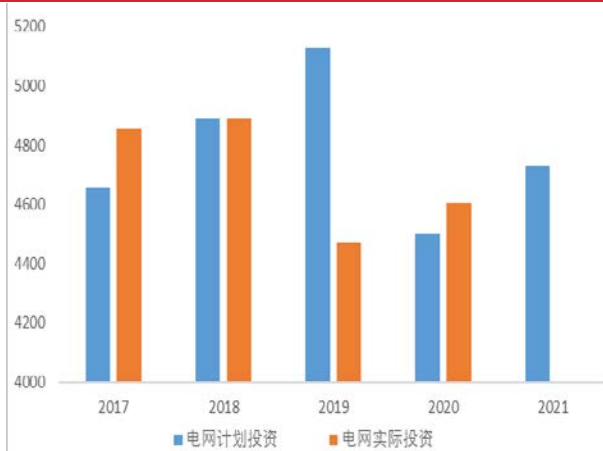
十四五期间国家电网计划投入 2.23 万亿元，南方电网将规划投资约 0.67 亿元，如果算上两大电网巨头之外的部分地区电网公司，十四五期间全国电网总投资预计近 3 万亿元，高于十三五总投资 2.57 万亿元、十二五期间 2 万亿元。

2022 年国家电网计划投资额仍然要等待官方文件，需要注意的是，电网投资本质上属于基建，因此还是会受到基建整体考量的影响。2022 年投资总量可能在 5000 亿元左右，全年增量弹性有限，节奏上或将跟随基建前高后低发力。

图表 35：电源及电网投资完成额（亿元，%）



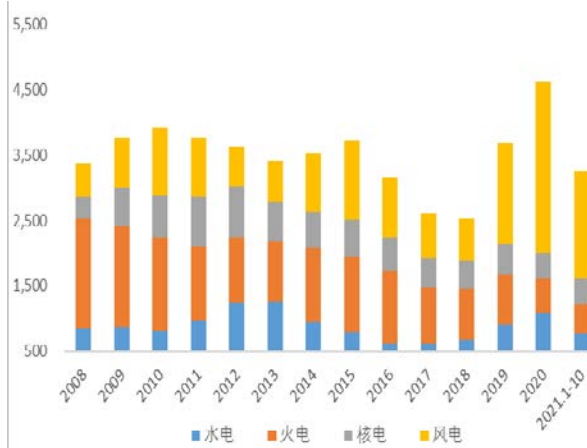
图表 36：电网计划与实际投资额（亿元）



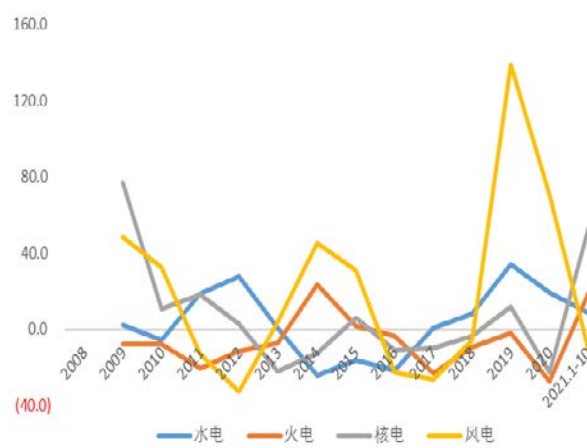
数据来源：华安期货投资咨询部；Wind，国家电网

剔除基数效应，电网投资近两年复合增速接近 0，而电源投资增速相对较高。从更宏大的视角来看，随着碳中和的不断推进，光伏、风电、新能源等行业的迅速发展，电源投资前景较为乐观，需要政策进一步的支持。由于电网投资耗铜量远大于电源投资，并且十四五期间电网投资增速可能大幅度下降，整个电力板块在远期可能会拖累铜消费增长。

图表 37：电源投资结构（亿元）



图表 38：电源投资增速（%）



数据来源：华安期货投资咨询部；Wind

4.2 地产下行风险仍在，政策调整压力缓释

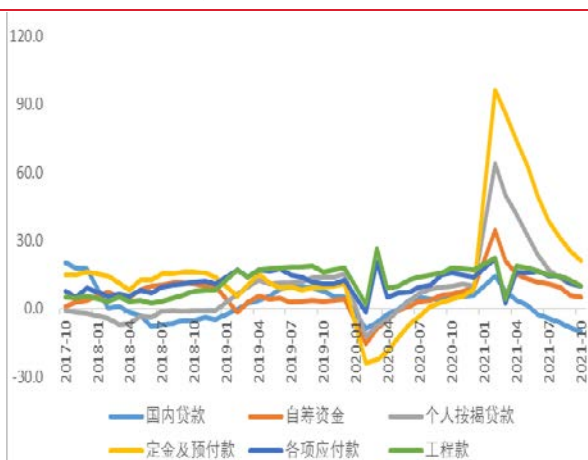
2021 年下半年受政策转向影响，恒大等企业出现兑付危机，房地产新开工、竣工增速不断回落。1-10 月房地产新开工面积累计 166,736 万平方米，同比减少 7.7%；1-10 月房地产竣工面积累计值为 57,290 万平方米，同比增长 16.3%，至 10 月份，房地产竣工已低于去年和 2019 年同期水平。

客观来说，房地产下行风险仍未结束。从领先指标地产销售来看，自今年 7 月开始，全国商品房销售开始出现明显下滑，2021 年 7-10 月全国商品房单月销售面积同比分别为-9%、-16%、-13%、-22%，2 年复合增速分别为 0.1%、-2.0%、-3.5%、-5.0%，意味着明年地产竣工面积将受到影响。

图表 39：地产新开工/施工/竣工面积同比 (%)

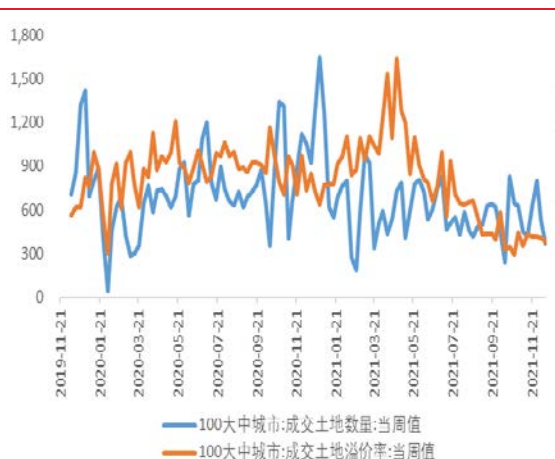


图表 40：房地产开发企业资金来源累计同比 (%)

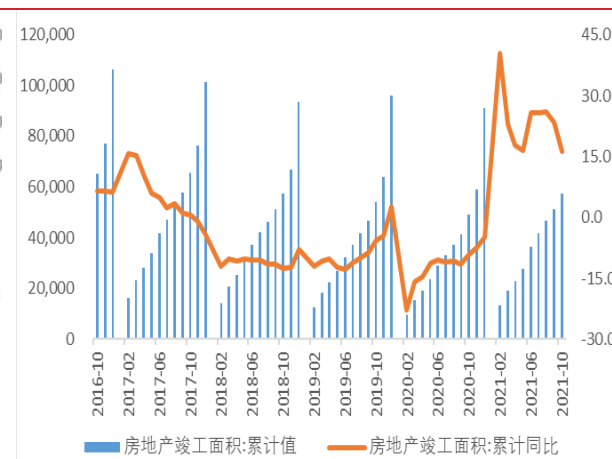


数据来源：华安期货投资咨询部；同花顺

图表 41：百城土地成交数量及溢价率 (宗, %)



图表 42：房地产竣工面积 (万平方米, %)



数据来源：华安期货投资咨询部；同花顺

今年以来，地产开发商到位资金持续回落，资金链条边际收紧。11 月，房企拿地积极性减退，大多房企放弃年末补仓机会。2021 年 1-11 月，全国 300 城住宅用地推出 10.1 亿平方米，同比下降 11.3%；住宅用地成交 7.0 亿平方米，同比下降 28.3%；土地出让金 4.1 万亿元，同比下降 9.2%。土地供应和成交表现较差、溢价率持续回落，将对明年的地产投资带来压力。

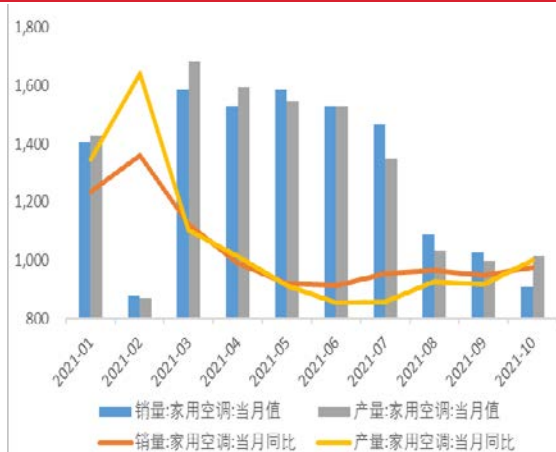
房地产政策方面，本次中央经济工作会议重提了“房住不炒”，增加了“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”，这似乎也是针对今年房地产市场的新变化做出的回应。展望明年，预计在政策引导下，房地产市场将逐步修复，前期过紧的金融政策应该可能会进行结构性调整，购房信贷环境将得到改善，房地产市场下行压力减小。

4.3 空调整体或不乐观，节能汽车值得期待

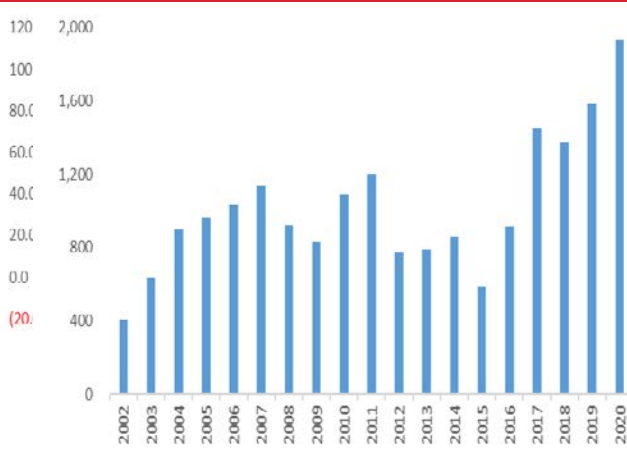
近年空调产量整体趋于稳定，但库存越堆越高，截至今年10月，家用空调库存达到1852万台，同比增长9.5%。各厂家竞争惨烈、头部厂商下沉与二线厂商争夺市场，侧面反映空调行业景气度将下行。分内外销市场来看，今年出口表现总体好于内销。预计明年内外销分化将延续，整体销售或不乐观。

国内销售，主逻辑还是地产竣工周期，2022年地产竣工面积总体或将缩减，具体分析见前文地产相关部分。国外销售，美国地产需求强劲将继续带动空调消费，而外国工厂仍存在供应瓶颈，出口带动下国内制造业依然有占有市场的机会。

图表 43: 家用空调产销量及同比 (万台, %)



图表 44: 家用空调库存 (万台)

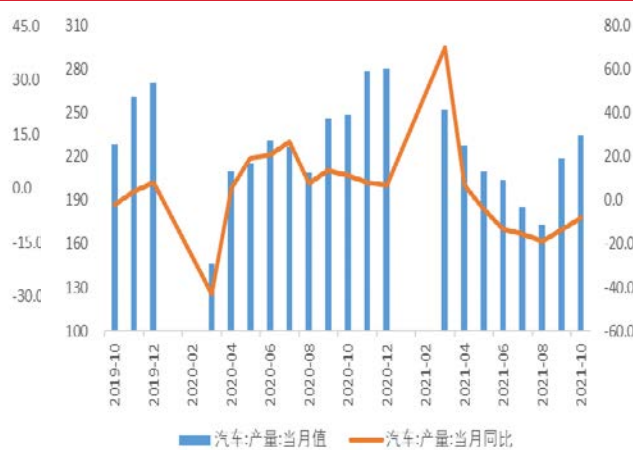


数据来源：华安期货投资咨询部；同花顺

图表 45: 社会消费品零售 (亿元, %)



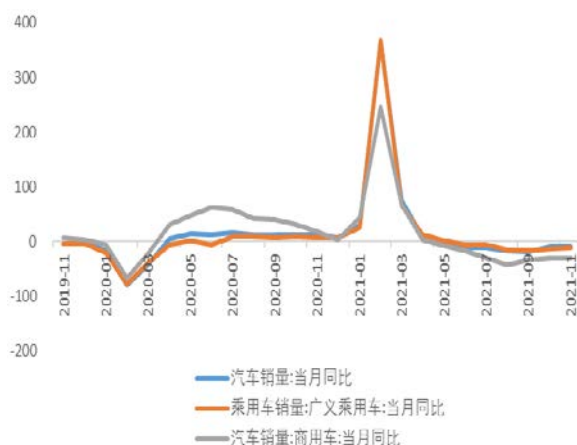
图表 46: 汽车产量及同比 (万辆, %)



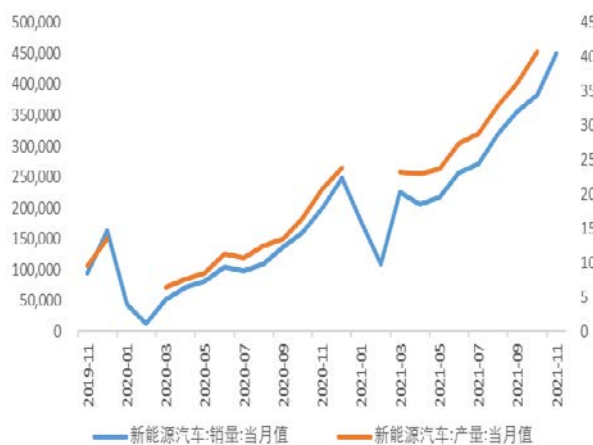
数据来源：华安期货投资咨询部；同花顺

虽然过去几年汽车产销量呈现稳步下降趋势，但目前汽车行业对铜消耗量的乐观预期主要来自于新能源车对传统车的替代。2020 年 11 月，国务院发布新能源汽车产业发展规划，2025 年新能源车占汽车产量的比例将提升到 20%。新能源汽车的单车耗铜量比传统汽车高出 3 至 5 倍，占比提升对铜消费来说有积极作用，预计未来汽车行业铜耗量将提高。

图表 47：汽车销量同比 (%)



图表 48：新能源汽车产销 (辆, 万辆)



数据来源：华安期货投资咨询部；同花顺

五、2022 年铜市展望

通过梳理 2021 年铜价各个阶段背后的驱动，可以明确其交易逻辑主核心为美联储货币政策预期，该逻辑将继续作为主要矛盾贯穿 2022 年。我们认为，海外通胀或将高位运行，美联储在明年下半年将有可能加息，在基本面没有显著过剩的支撑下，明年上半年铜价或继续高位震荡，下半年重心下移。单边以偏空思路为主，不出现极端下跌行情谨慎做多。

宏观：发生分化，经济总体处于回落状态。美国就业、消费和地产等数据向好，明年仍处于复苏高峰；国内经济增速回落，财政支出发力前移，上半年预期高于下半年；发展中经济体恢复进程还远未完成。流动性方面，通胀的高位持续或将意味着美联储货币政策加速，海外流动性拐点提前来临。

供需：供应过剩但不显著，基本面仍有支撑。铜精矿产出维持高增速且国内仍有新增冶炼产能扩张，废铜供给偏宽松，明年全球精铜产量或将维持高增长。国内消费基本处于回落状态，海外复苏进程快仍有缺口，铜市整体盈余较今年略有上涨。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。