

2022 年铜市场年报

核心观点

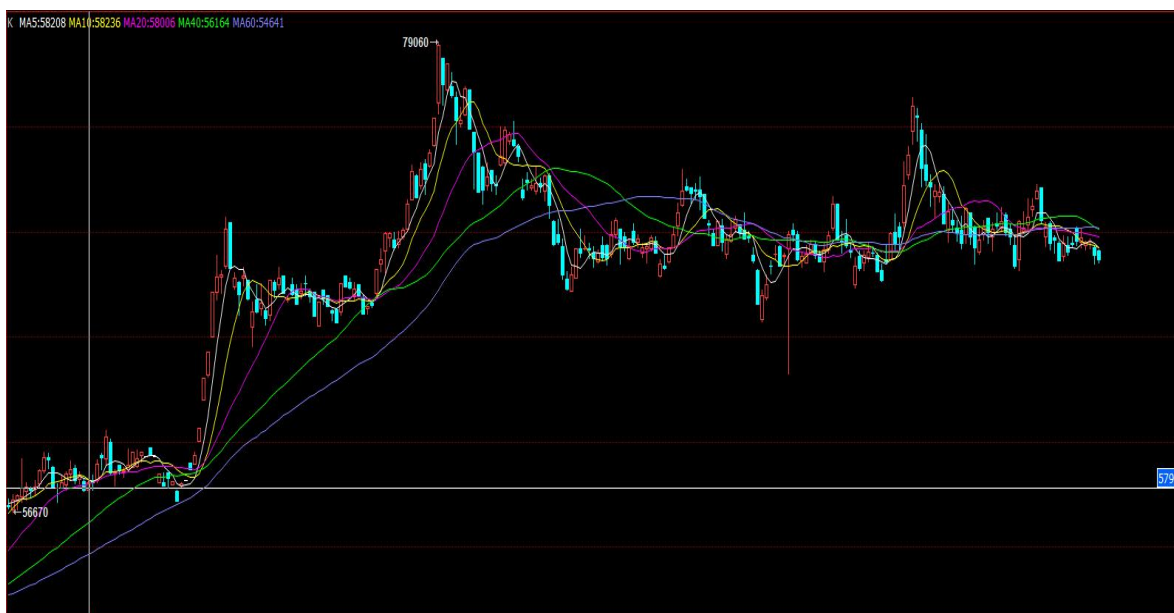
宏观层面，随着疫苗接种快速推进，尽管全球疫情仍有反复，但由于疫苗工艺日渐成熟，疫情对经济活动的负面影响力或将下降。美国经济面临高通胀压力，2022 年加息预期不断强化，中国经济面临较大的下行压力叠加美国经济高通胀，预计 2022 年货币政策内松外紧，铜价受宏观层面的影响因素降低。结合铜自身基本面来看，资本支出稳步投放，新项目后续会逐步落地，预计未来几年铜矿供应逐年增长，矿端供应呈现宽松的格局。需求端，2022 年中国经济面临下行压力，但仍不可悲观看待终端需求。十四五时期，我国将强化基础设施支撑引领作用，预计 2022 年电源电网仍能够保持稳步增长的趋势，光伏、新能源汽车所带来的需求有望为铜消费创造更高的增长量。

展望 2022 年铜价整体宽幅震荡的可能性更大，如果美联储 Taper 及加息路径全面提速，则宏观风险释放可能在上半年，铜价或出现有限的下跌，下半年更倾向于反弹。呈现出先跌后涨的趋势。

低库存支撑铜价，新能源引领需求 ——2022 年铜市场年报

行情回顾

图 1 2021 年沪铜主力合约日 K 线



(数据来源：博易大师，锦泰期货投资咨询部)

2021 年铜价走势基本可以划分为两个阶段。第一个阶段为 1—5 月，铜价走势大幅上涨。春节后在外盘伦铜持续上涨的驱动下，国内铜价展开一轮快速上涨行情，受拜登提出 1.9 万亿美元纾困法案并通过、秘鲁因疫情采取封锁措施等影响因素，流动性增加和供给减少的预期将铜价快速推高，沪铜一度冲破 7 万点。此后，在疫情好转、市场预期乐观的情形下，中国出口高速增长，铜价攀升至年内最高位 78270 元/吨，创下近十年以来的新高。

第二个阶段为 6—12 月，由于国内对于大宗商品价格上涨的严格监管并开始出台各种调控措施，加之美联储启动 Taper 预期的压力，铜价陷入

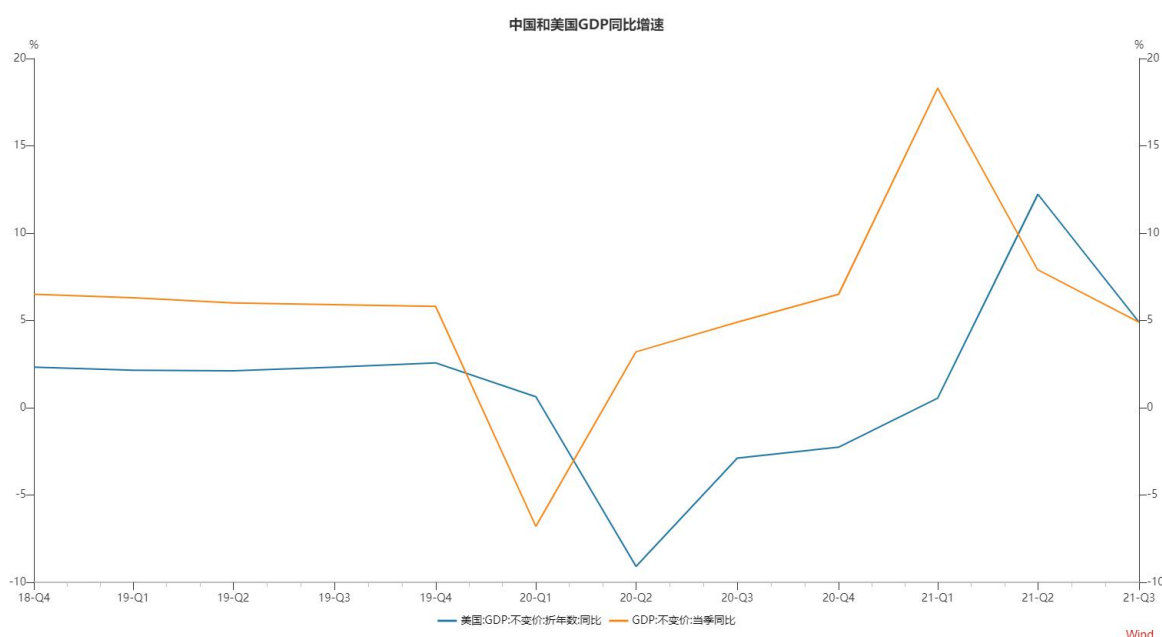
回落震荡的走势，基本在 69000 元/吨附近持续震荡。只有在 10 月份的时候受能源危机和伦铜挤仓风险的影响，铜价有所提振，但很快就再次出现回落，再次回归此前震荡区间。接近年尾，在美国 CPI、PPI 同时攀升的通胀情形下，市场预计美联储会加快缩债及加息的进程。同时新型变异病毒奥密克戎的出现让市场情绪悲观，未来的不确定性使铜价面临压制的态势。

宏观分析

1. 国外经济走出衰退趋势是铜价上行的主要因素

2021 年随着新冠疫苗在海外的大范围接种，海外经济体开始逐渐摆脱新冠疫情的影响，同时在政策的刺激之下，海外经济开始转向全面复苏。根据统计，美国二季度 GDP 同比增速为 12.23%，三季度 GDP 同比增速为 4.9%；欧洲二季度 GDP 同比增速为 14.2%，三季度 GDP 同比增速为 3.7%。

图 2 中国和美国 GDP 同比增速



但与此同时，海外的通胀数据也在提高。美国 10 月个人消费支出（PCE）物价指数同比增 5%，创下 31 年来最高；11 月 PPI 上涨超预期，需求 PPI 环比增长 0.8%，同比增长 9.6%，创 2010 年开始统计该数据以来的最大年增幅。欧洲方面，19 个欧元区国家 11 月通货膨胀率为 4.9%，创下了近 25 年来的最高纪录。美联储主席也在这一年的发言中由鸽转鹰，承认通胀将不会是暂时的，未来将更快的收紧货币政策。

图 3 中国 CPI 和 PPI 同比增速

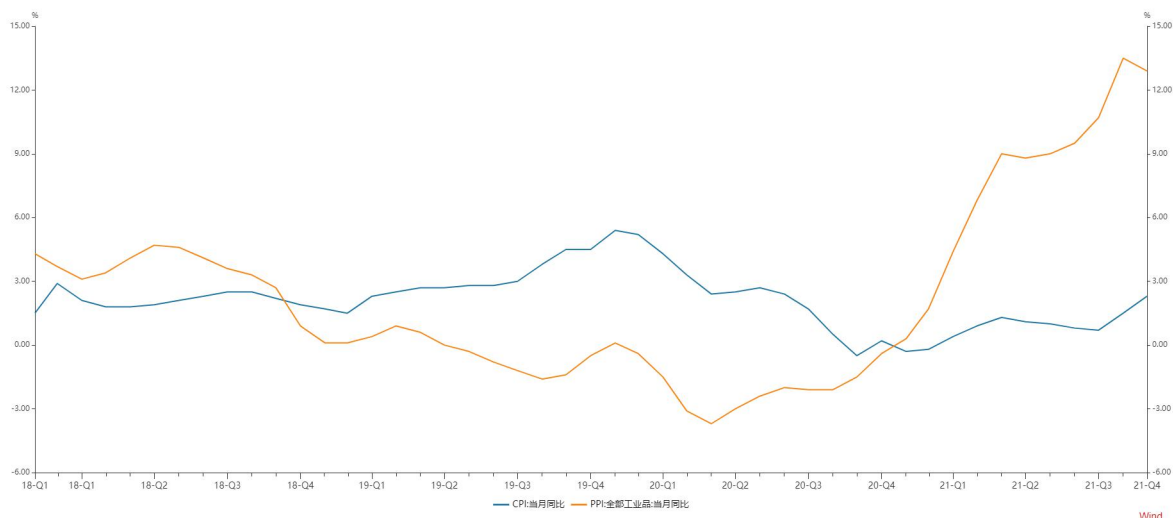
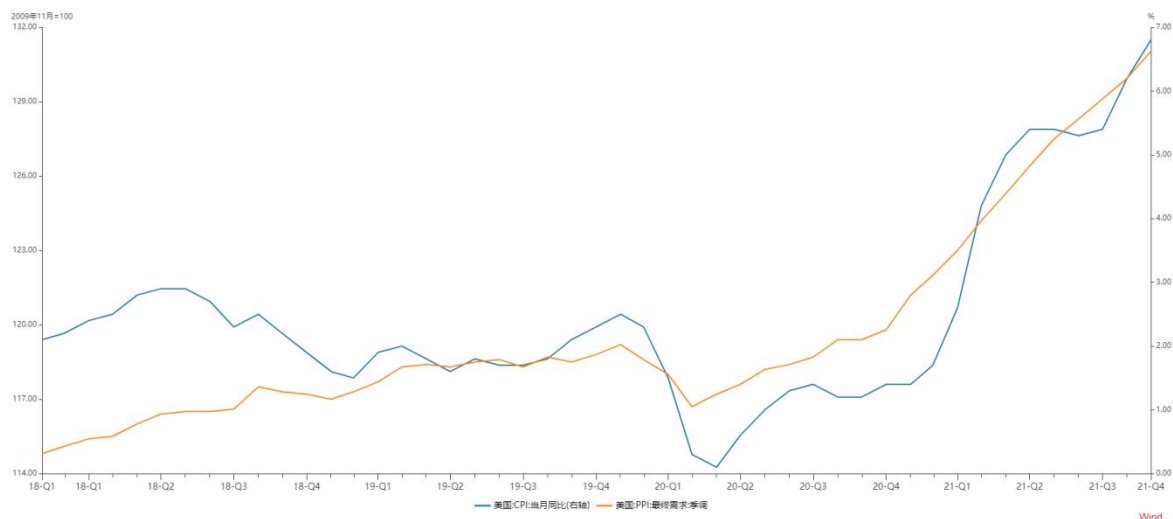


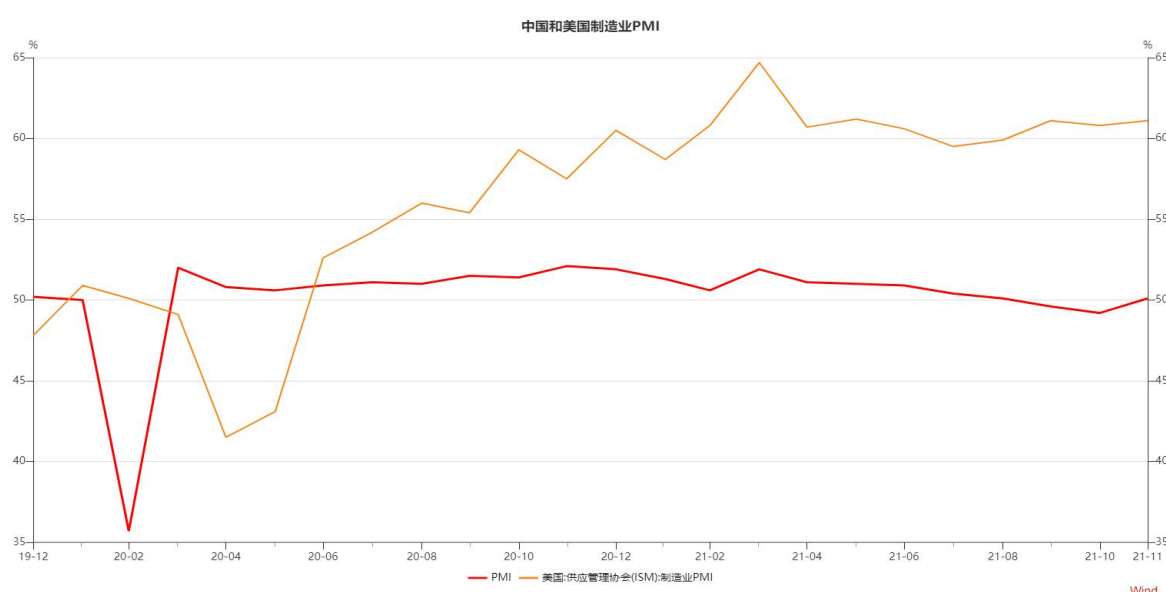
图 4 美国 CPI 和 PPI 同比增速



2. 国内经济增长压力较大，国币政策改变比美国相对提前

由于国内的防疫措施得当，国内经济早在去年就开始复苏，一直延续到今年上半年，因此在货币政策的改变与国外大部分国家，尤其是美国可以说是相对提前，图 2 也表现的尤为明显。在今年年末美国预期加息，国内政策却开始慢转弯的情况下尤为明显。随着国内下半年工业品价格的飙升，以及国内对于房地产行业的强监管，国内需求出现了回落，经济增长的压力也开始增大。从今年的国内外 PMI 数据可以分析，国内制造业 PMI 数据震荡走低，并在 9 和 10 月份一度跌落至 50 荣枯线之下。相反美国 PMI 在下半年稳中有升，2021 年 11 月美国 PMI 指数为 61.1，创今年下半年以来的新高。截止至年底，虽然国内工业品价格已经出现回落，但房地产市场还没出现趋势性好转迹象，这也将继续拖累国内经济增长。但从近两个月的数据来看，国家已经开始在基建方面发力，这或将缓解部分经济增长的压力。

图 5 中国和美国制造业 PMI



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

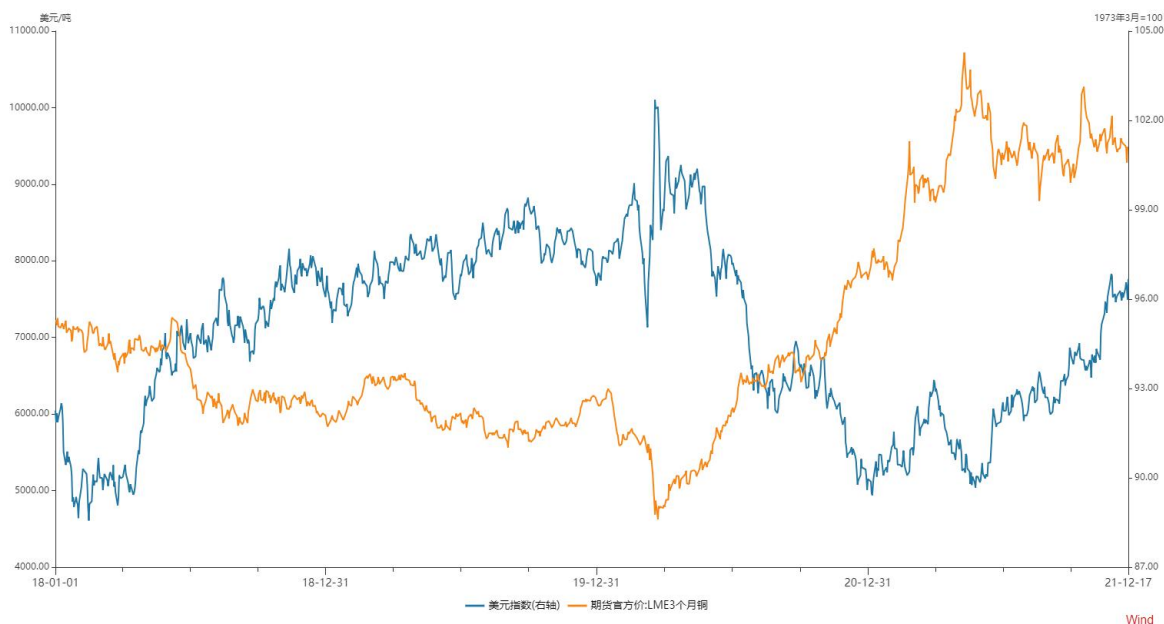
3. 奥密克戎和通胀令全球经济复苏的持续性蒙上一层阴影

海外经济虽然从今年开始显现了强势复苏的态势，但受到年底奥密克戎新型冠状病毒的出现令这种高增长难以持续，预计明年海外经济增速也将开始出现放缓。于此同时，国内外经济复苏的不同步也决定了内外的政策也将出现分化。国内方面，在经济增长遭遇较大压力的情况下，国内明年政策或将更加宽松，包括新基建在内的各项政策都有可能得到进一步推动。国外方面，随着海外通胀的高企，欧洲和美国都将面对退出刺激政策的问题，从最新一期的美联储会议纪要显示，美联储内部对于资产购买做了更多讨论，Taper 靴子落地。此外还对未来资产购买缩减的具体方式做了讨论，大部分参与者认为同时降低美债和 MBS 的购买速度较好。实体经济表现上，部分与会者认为通胀目标已经取得“重大进展”，未来几个月通胀仍会保持高位，而最大就业目标仍未实现但接近取得，复苏仍存在不均衡现象，可能需要更多观察。

4. 美元指数维持高位压制铜价上行

美元指数与铜价具有较高的负相关性，主要原因在于大宗商品是以美元计价的商品，如果美元指数上涨，为了达到其他货币市场的盈亏平衡价格，以美元计价的铜价就相应的有所降低。2021 年美元指数从低位走向高位也从侧面反映了铜价的走势。虽然美国以美元信用的削弱换取了自身经济的增长动力，但是这可能为新一轮经济危机埋下隐患，并且在新冠疫情威胁下，复苏带来的通胀压力让美联储因不得不开启加息之路。

图 6 美元指数和 LME 铜价

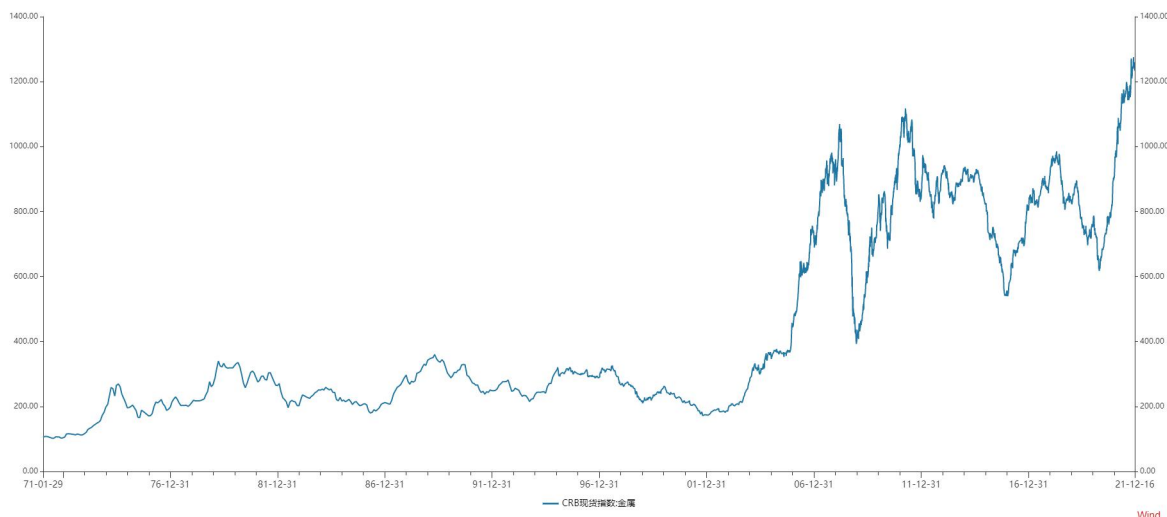


(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

5. 2022 年需关注国内外政策节奏

2021 年全球主要国家经济均呈现复苏趋势, 在宽松周期下带来了通胀压力。展望 2022 年, 美国 Taper 和加息将是关键问题之一, 回溯历次加息周期中 CRB 金属指数的表现, 在历次的加息中 CRB 金属指数从未单边下跌。因此美联储加息并不用一定导致铜价下跌, 还需考察经济表现。

图 7 CRB 金属指数



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

国内方面,在经济增长遭遇较大压力的情况下,国内明年政策或将更加宽松,2021 年中央经济工作会议明确提出明年经济要稳字当头、稳中求进,财政政策上加快支出进度,货币政策上保持流动性合理充裕。不仅反映出了当前经济面临的重大下行压力,也给予了市场稳增长的预期。12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5%则是政策反转的一个信号,紧接着又下调支农、支小再贷款利率 0.25%,预计包括新基建在内的各项政策都有可能得到进一步推动,这对铜价或将有所支撑。因此总结来看,虽然国内外政策节奏出现分化,但是这些对铜价都没有出现明显的利空因素,铜价仍具备利多的潜力。

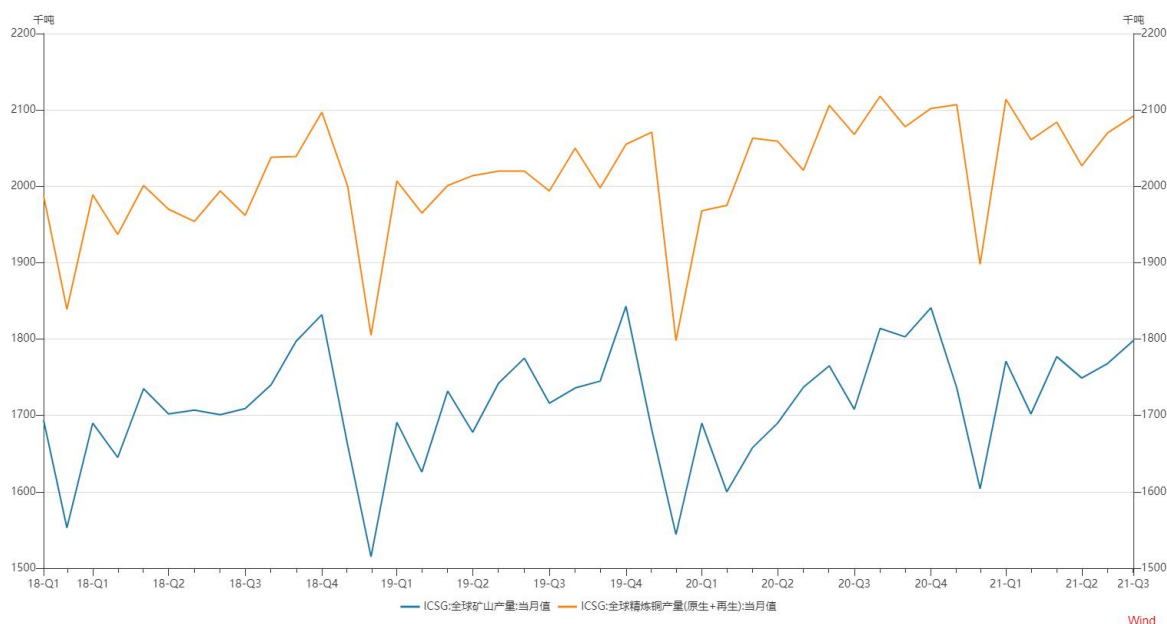
基本面分析

1. 供应分析

根据 ICSG 统计,2021 年 08 月份,原生精炼铜产量为 1,757 千吨,

废精炼铜产量 335 千吨，全球精炼铜总供给（原生+废）为 2,092 千吨；全球精炼铜消费量为 2,039 千吨，精炼铜增加 52 千吨。从今年的矿山运营情况看，铜价持续攀升，矿山利润达到历史较高水平，智利和南美矿山劳资合同都顺利签署，运营风险缓解。另一方面，随着疫情防控的不断升级，海内外各国逐渐从疫情中恢复过来，大部分项目都相继投入生产，铜矿供应逐渐恢复。据预计 2021 年全球矿山铜产量将实现 7.8% 的同比增长。因此预计随着多个新项目的推进，预计 2022 年铜矿产量同比仍然能够实现一定稳定的增长。

图 8 ICSG 全球矿山产量和精炼铜产量



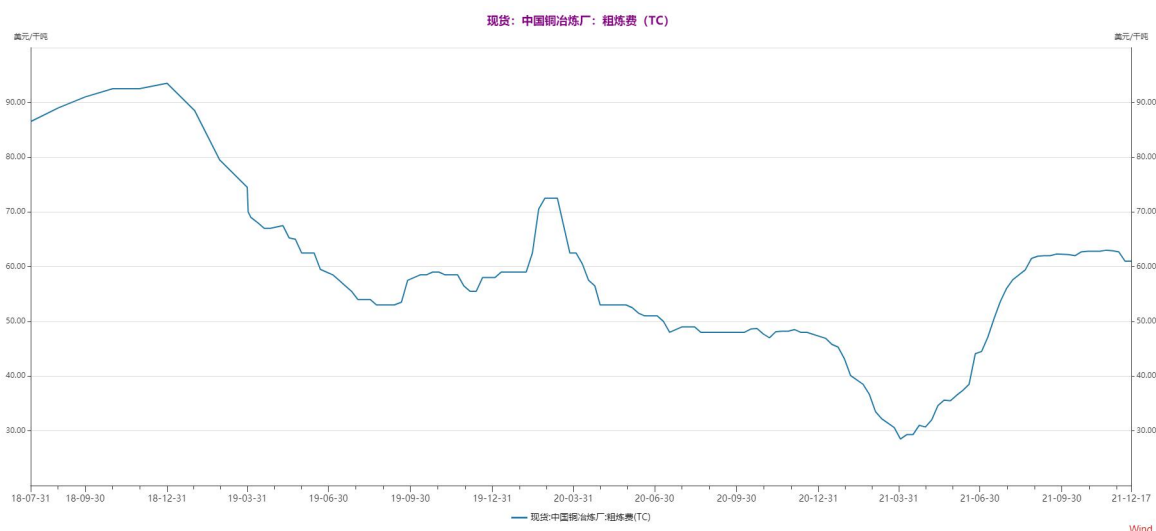
(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

2. 精炼费粗炼费

2021 年精炼费粗炼费走出 V 型翻转趋势，意味着下半年铜矿供应较上半年充足。据 SMM 报道，Freeport 与中国铜冶炼厂江西铜业、中国铜业敲定 2022 年铜精矿长协 Benchmark 为 65 美元/吨，较 2021 年上涨 5.5

美元/吨。表明 2022 年铜矿供应将可能会增长，冶炼厂在议价中掌握主动权，从而议定的 TC 长协价高于 2021 年。

图 9 国内 TC 加工费



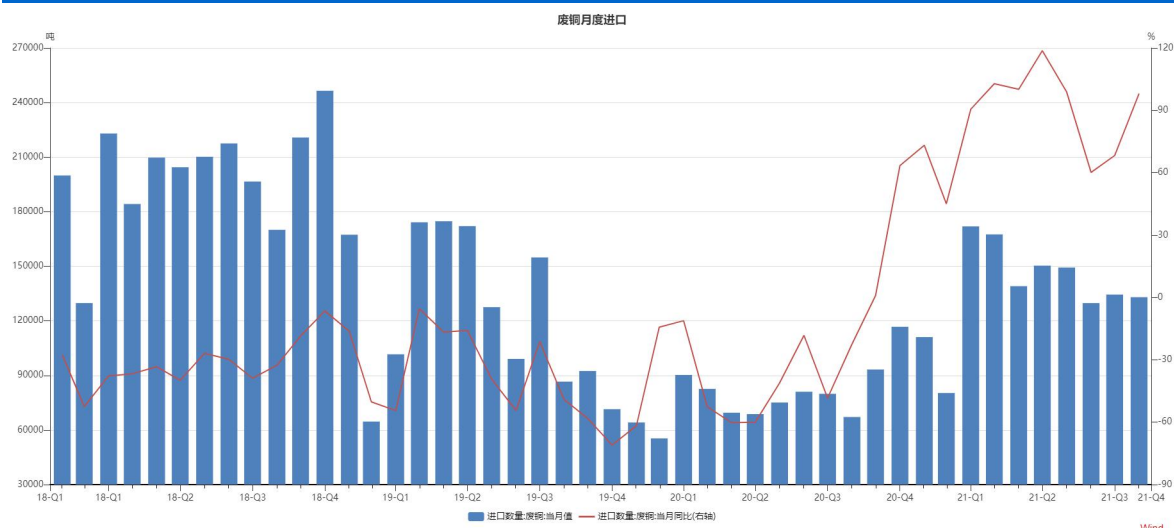
(数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部)

因此，在产能扩张、TC 价格上升的支撑之下，预期 2022 年铜矿供应将从原先的紧缩趋势变为宽松趋势。

3. 废铜

2021 年取消废铜进口配额，因此废铜进口不再受限。在这样的背景下 2021 年废铜进口数量出现增长。2021 年 12 月 3 日，工信部印发《“十四五”工业绿色发展规划》，提出建设一批大型一体化再生钢铁，再生有色金属等绿色分拣加工配送中心，其中规划再生铜产量达 400 万吨。在国家政策的大力支持下，国内回收体系不断完善之后，未来废铜的供应还可以增加。

图 10 废铜月度进口



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

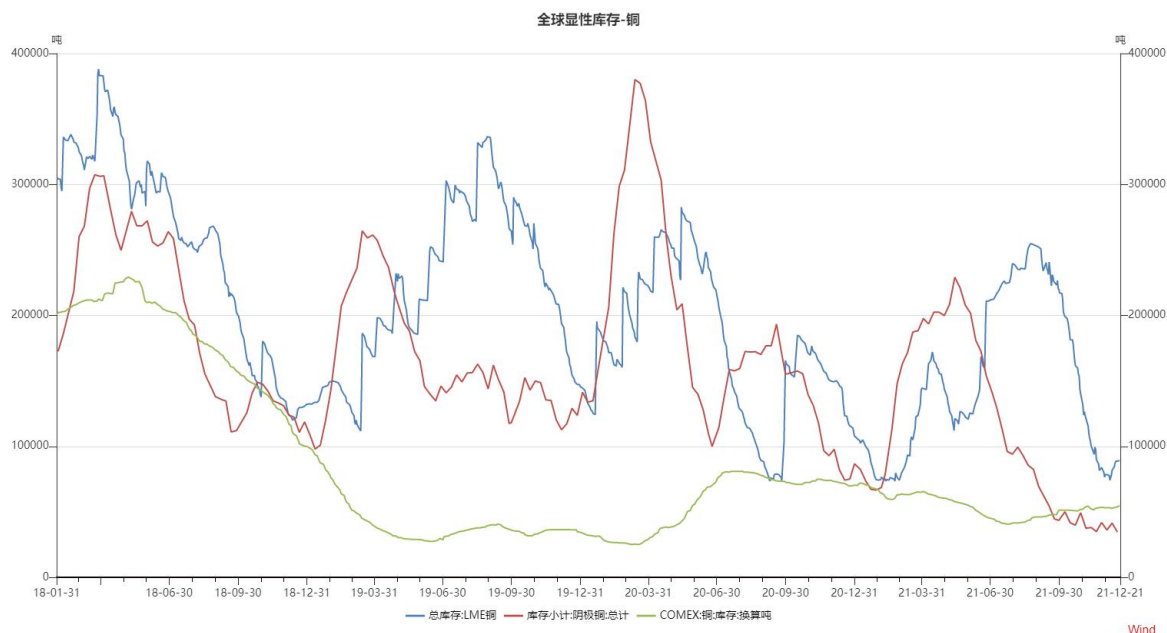
尽管国内已经放开了废铜的进口限制,但是海外废铜的供应瓶颈将会成为未来限制废铜进口的重要因素。欧盟在 2021 年 11 月表示,中国没有回复欧盟的调查问卷,未能与中国就废料监管达成共识,已暂停从欧盟国家向中国运送废料金属。2021 年马来西亚为中国废铜提供 20%进口量,成为废铜供应的第一大国,但马来西亚将在明年之后正式收紧废金属进口的废物标准。综合来看,国内规划还有待数年的运行,预计 2022 年废铜供应不会过于宽松。

4. 库存

截至 12 月 17 日, LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存分别为 89150 吨、34580 吨和 54218.8 吨,为 5 年多来低位。整体来看,2021 年是国内外铜市场去库存的一年,这也支撑了国内外的现货升水。特别是年底国内外库存都处于低位,都引发了市场的挤仓现象, LME 现货升水创下 1000 美元以上的高点,国内现货升水同样也到过 2000 元之上。展望 2022 年,预计海外库存依然难以出现明显增长,而国内库存在年底迎来了拐点有望累库,但是整体幅度并不会太大,因此预计国内现货升水的格局仍将继续

维持。

图 11 全球三大显性库存

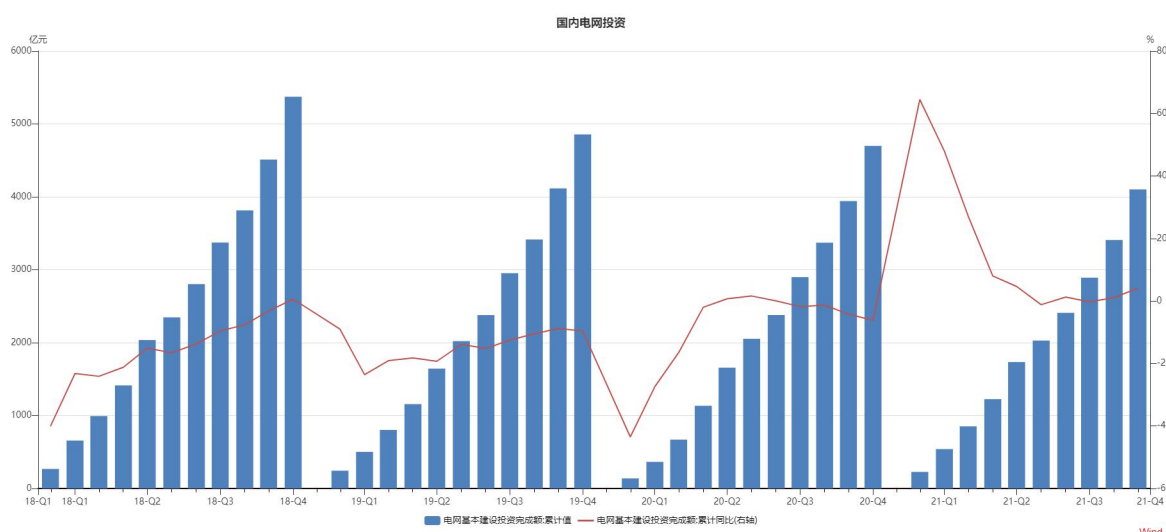


5. 终端消费

电网投资方面，2021 年国家电网的投资额不及预期。根据统计局数据，2021 年 1-10 月份，国家电网基本建设投资完成额累计为 3408 亿元，累计同比小幅增长 1.1%，国家电源基本建设投资完成额累计为 3628 亿元，累计同比增长 4.52%。近日，南方电网公司印发《南方电网“十四五”电网发展规划》提出“十四五”期间，南方电网电网建设将规划投资约 6700 亿元。此前，国家电网公布计划“十四五”期间投入 3500 亿美元推进电网转型升级。这意味着，国家电网和南方电网“十四五”电网规划投资累计将超过 2.9 万亿元，若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。这明显高于“十三五”期间全国电网总投资 2.57 万亿元、“十二五”期间的 2 万亿元。从结构上来看，十四五期间电网投资方向在电网转型、能源升级、大力发展新能源等，

在一定程度上或将提振铜消费。

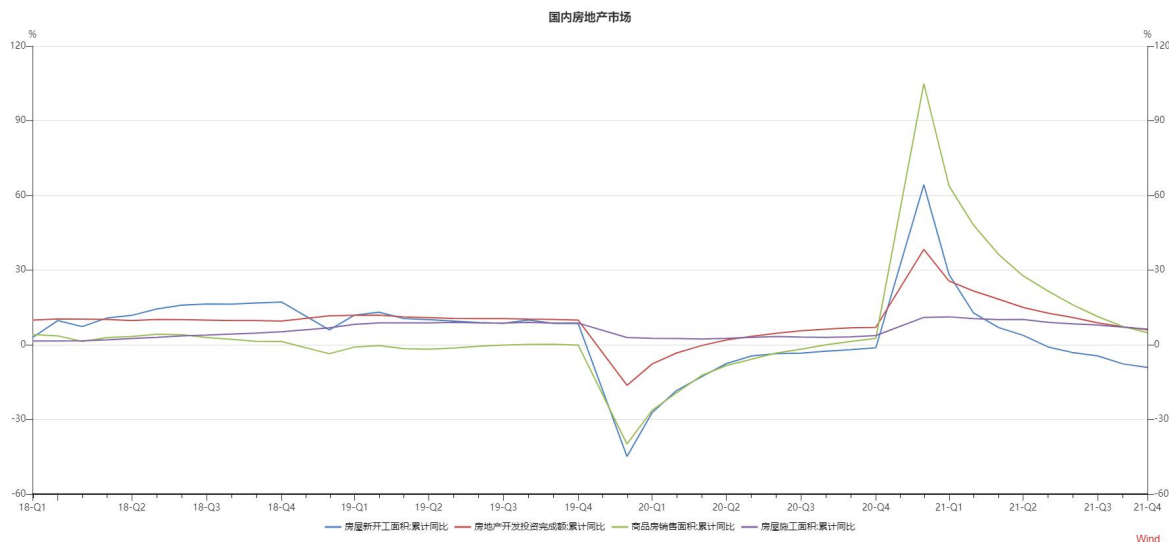
图 12 国内电网投资



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

房地产市场方面，2021 年 1-10 月份国内房屋新开工面积 166736.25 万平方米，同比下降 7.7%；1-10 月份房屋竣工面积 57290.28 万平方米，同比增长 16.3%；1-10 月份商品房销售面积 143040.71 万平方米，同比增加 7.3%。从数据上来看，房地产的产销形势出现了明显的恶化。结合中央对房地产行业的疏导政策来看，政府秉持着“房子是用来住的，不是用来炒”这一原则，2021 年的房产政策偏紧，反映在市场上便是房市的发展增速迅速回落。从政策层面来说，目前国家对房市的调控政策逐渐趋向温和，致力于逐步引导房市向着健康、稳健的方向靠拢，预计 2022 年政策导向相比 2021 年更为温和。近期央行决定全面下调存款保证金 5 个百分点，随后又进一步定向降息，也佐证了明年的政策相对宽松。在这样的政策背景下，预计 2022 年房地产行业发展将有所企稳并逐步实现小幅回暖。

图 13 国内房地产市场



汽车方面，根据中汽协数据，2021 年 1-10 月汽车产量 2058.7 万辆，累计同比增长 5.4%；1-10 月汽车销量 2097 万辆，累计同比增长 6.4%。汽车市场产销的累计增长同样是由于去年基数较低的缘故，实际上自下半年开始，国内汽车的产销月度数据就开始同比出现回落。这里面既有芯片问题短缺影响生产的缘故，也有国内需求不振的因素。但新能源汽车的产销则呈现了一片向好的态势。根据乘联会数据，2021 年 1-10 月份，国内新能源乘用车的累计销量已经达到 238.1 万辆，累计同比增长 204.3%，对应的渗透率为 13.8%。考虑到新能源汽车用铜是传统汽车用铜的 3-4 倍，因此汽车整体销量虽然不及预期，但对于铜的需求则继续维持增长。

图 14 汽车月度产量

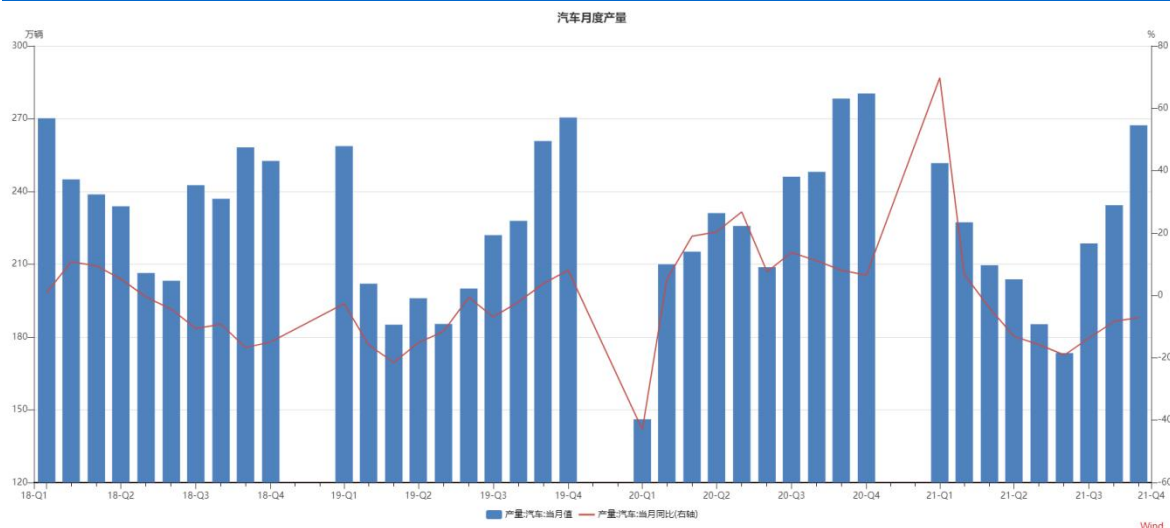
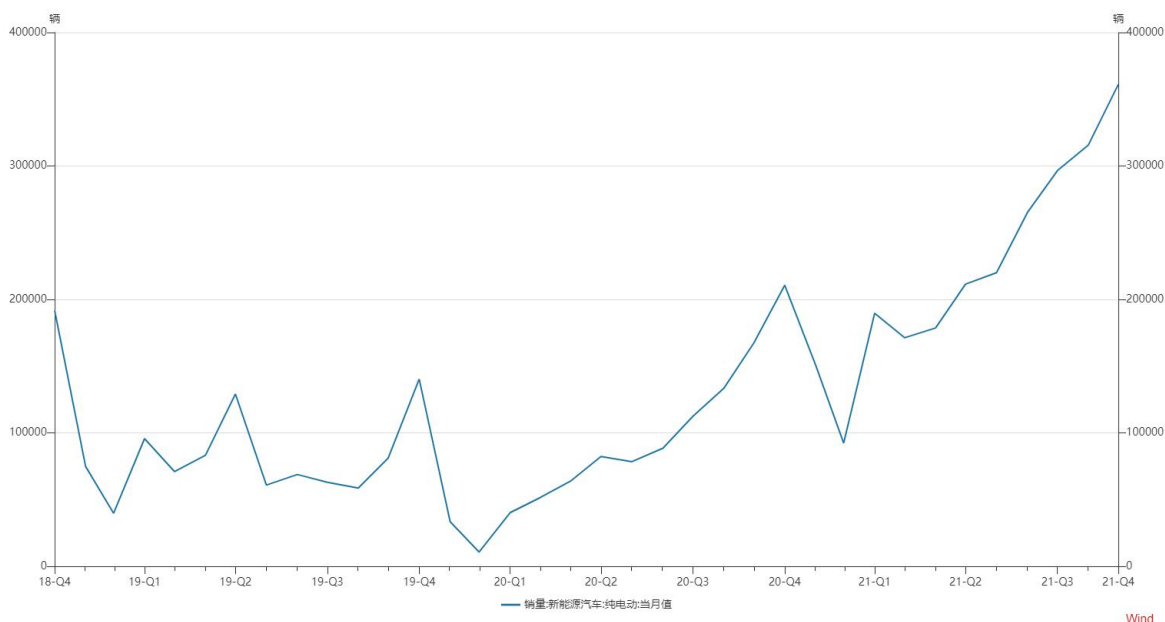


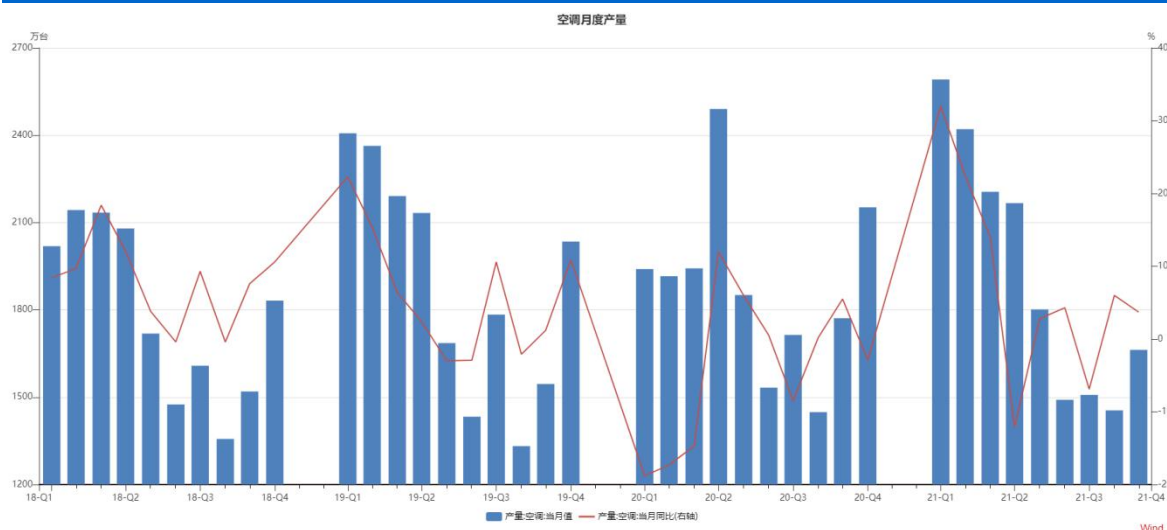
图 15 新能源汽车月度销量



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

空调方面, 2021 年 11 月空调产量为 1662.8 万台, 同比增长 3.7%。目前出口家电仍保持韧性, 铜管开工率回升, 空调企业重回旺季补库生产模式。但受国内房地产市场的影响, 因此预计 2022 年国内空调市场的产销将继续承压。

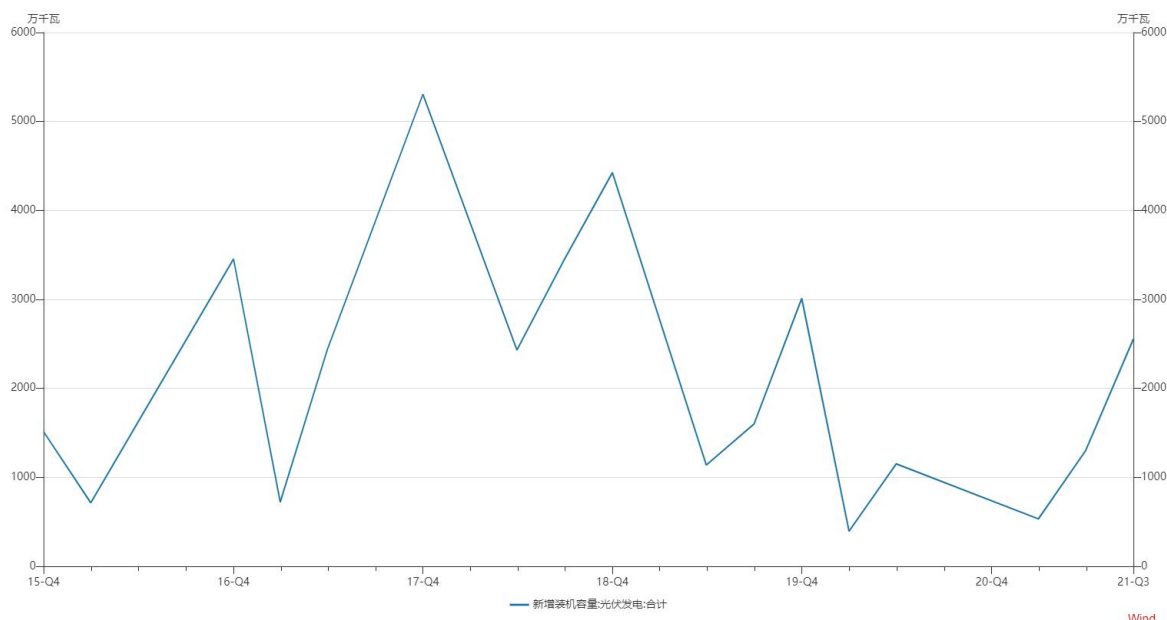
图 16 空调月度产量



(数据来源: Wind, 锦泰期货投资咨询部)

2021 年以来, 绿色需求是市场重要交易主题之一, 绿色需求带来的增量预期一定程度上推动了上半年的上涨行情。除了新能源汽车以外, 光伏行业的发展也在支撑铜的需求。光伏所用铜材主要在于连接焊带, 在光伏组件中占据重要的作用。2021 年在中国经济新发展格局下, 我国朝着“碳达峰”和“碳中和”的目标不断迈进, 因此国内光伏装机超预期增长。2020 年全球新增光伏装机达 130GW, 创历史新高, 2021 年 9 月我国光伏新增装机容量达到 2555.6 万千瓦, 在光伏发电成本持续下降和全球可持续发展政策等有利因素的推动下, 光伏市场也将快速增长。据《中国光伏产业发展路线图》预测, 2025 年我国光伏新增装机容量将达到 110GW, 可再生能源发展空间依然很大, 光伏产业未来有望为铜需求提供更多增量。

图 17 光伏发电新增装机容量



总体来看，2022 年国内下游需求整体有所分化，其中传统的下游需求受到房地产市场的拖累，需求出现疲弱态势。而新兴的下游需求，包括光伏、新能源汽车等则将继续维持高速增长态势，进而支撑国内铜需求。

总结与展望

通过上文分析，宏观层面，随着疫苗接种快速推进，尽管全球疫情仍有反复，但由于疫苗工艺日渐成熟，疫情对经济活动的负面影响力或将下降。美国经济面临高通胀压力，2022 年加息预期不断强化，中国经济面临较大的下行压力叠加美国经济高通胀，预计 2022 年货币政策内松外紧，铜价受宏观层面的影响因素降低。

结合铜自身基本面来看，资本支出稳步投放，新项目后续会逐步落地，预计未来几年铜矿供应逐年增长，矿端供应呈现宽松的格局。需求端，2022

年中国经济面临下行压力，但仍不可悲观看待终端需求。十四五时期，我国将强化基础设施支撑引领作用，预计 2022 年电源电网仍能够保持稳步增长的态势，光伏、新能源汽车所带来的需求有望为铜消费创造更高的增长量。

展望 2022 年铜价整体宽幅震荡的可能性更大，如果美联储 Taper 及加息路径全面提速，则宏观风险释放可能在上半年，铜价或出现有限的下跌，下半年更倾向于反弹。呈现出先跌后涨的趋势。

■ 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，锦泰期货研发部力求准确可靠，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。本报告仅向特定客户传送，未经锦泰期货研发部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。