

有色金属年报-铜

有色金属策略研究

国元期货研究咨询/有色金属年报

全球货币政策转向，铜价回调有底

摘要

铜精矿：供应增量收窄

废铜：马来西亚收紧废金属贸易政策影响国内供应

精炼铜：新增产能多，但集中投放于后半年

终端需求：电力基建引领终端需求，空调需求走弱，汽车行业芯片短缺问题仍待观察

结论：铜价有望承，但回调有底

国元期货研究咨询部

电话：010-84555195

相关报告

2021 年年度报告-铜市需求前景可期，新一轮牛市即将开启

2020 年年度报告-铜：烟雨却低回，望来终不来

目录

一、行情回顾	1
二、无视病毒变异，经济持续回暖	1
2.1 从经济向好到通胀忧虑，货币政策转向警报拉响	2
2.2 新冠病毒多次变异，宏观经济“脱敏”	3
三、供应全面收紧，低库存问题或将延续	4
3.1 铜矿增量收窄，精矿供应难言乐观	4
3.2 废铜转口不畅 废铜供应面临挑战	5
3.3 精炼铜增量有限，关注硫酸滞销风险	6
四、电力基建引领 需求值得期待	7
4.1 电力基建表现亮眼，明年需求值得期待	7
4.2 需求收缩抑制 空调用铜恐将回落	8
4.3 汽车行业库存低位 生产有赖芯片供应	9
五、后市展望	9

图表 1 伦铜走势.....	1
图表 2 全球经济状况.....	2
图表 3 主要经济体 CPI.....	3
图表 4 全球疫情新增确诊趋势图（数据截止 2021 年 12 月 14 日 10:03）.....	3
图表 5 国内废铜进口量.....	5
图表 6 国家统计局电解铜月度产量.....	6
图表 7 国内地产行业现状.....	7
图表 8 国内空调产销结构.....	8
图表 9 国内汽车行业现状.....	9

一、行情回顾

2021 年的铜价的运行节奏主要受到宏观经济的影响，基本面在全年只起到了回调时的托底作用。具体而言，年初到 5 月初，全球经济在新冠肺炎疫情过后全面恢复，经济数据不断向好，铜价借此持续攀高，伦铜在 5 月中旬最高触及 10747.5 美元的历史最高位。后市场对于经济向好的乐观情绪开始转变为通胀忧虑，美联储缩减购债的预期不断强化并在 11 月如期确认，期间美元在缩债预期不断强化下被持续推高，并对铜价形成明显压力。铜价高位回落后，基本面带来的支撑作用明显体现，全球低库存令铜价回调有底，开始了长达半年的宽幅震荡走势。

图表 1 伦铜走势



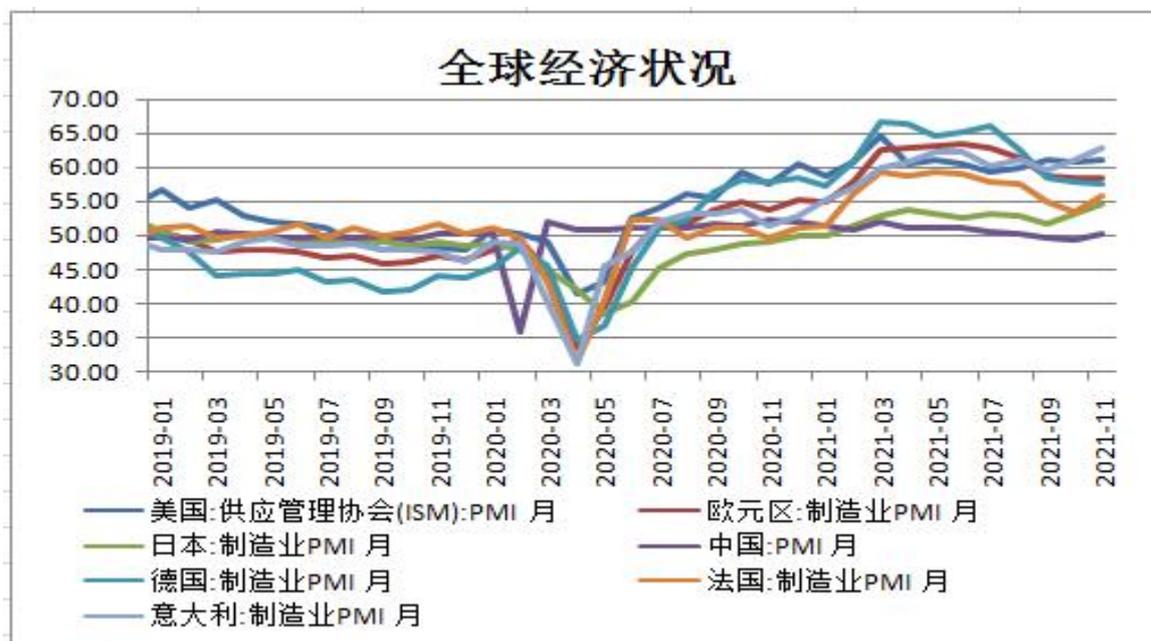
数据来源：文华财经，国元期货

二、无视病毒变异，经济持续回暖

新冠肺炎疫情在 2021 年虽然仍未完全结束，不过对市场和经济的影响已经显著减弱。全球大规模的经济复苏计划令经济持续回暖，上半年全球经济再度发力，各主要经济体宏观经济指标全面向好，不过市场对通胀问题的担忧也不断累积。2 季度起，市场开始关注美联储缩债时点，并在 11 月得到确认，为全球

货币政策转向拉响了警报。

图表 2 全球经济状况

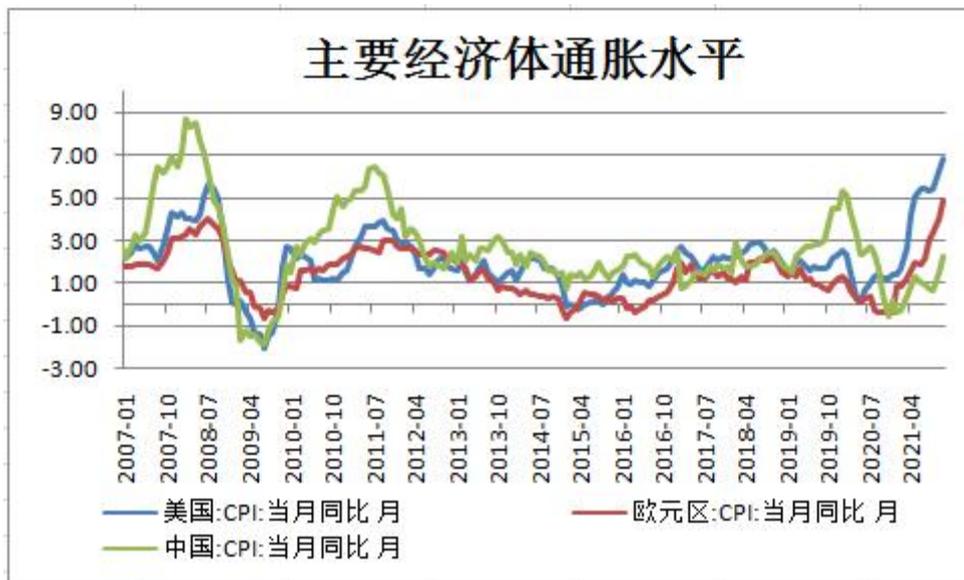


数据来源：公开资料整理，国元期货

2.1 从经济向好到通胀忧虑，货币政策转向警报拉响

2021 年全球主要经济体的经济回暖节奏不尽相同，其中：中国由于疫情控制得当，且有相当的先发优势，因此今年国内经济整体运行平稳；欧美在年初经济快速回暖，其制造业 PMI 在 3-4 月间达到峰值，随后，自高位小幅回落。伴随欧美经济数据的回暖，3 月末，5 年期美债收益率持续攀升开始引起市场对于美联储更早加息的关注，IMF 也在 4 月 6 日发布的《世界经济展望报告》中预计 2021 年全球经济将增长 6%，较 1 月份预测值上调 0.5%，不过均未引起美联储的正向反馈。直到 4 月美国的通胀和就业数据远超美联储的既定目标，美联储终于开始谈及缩减 QE，并由此开始推动美元持续走强。6 月初，OECD 预测今年全球经济将增长 5.8% 左右，为 1973 年以来最强劲的增长，通胀忧虑再度被强化。直到 9 月初，欧央行发布利率决议，宣布将放缓第四季度的紧急抗疫购债计划购债速度，PEPP 购债速度与前两个季度相比将“适度降低”，似乎给欧洲宽松的货币政策踩下了刹车，市场预期已久的货币政策转向也开始隐约出现回响。此后，全球原油、天然气等能源供应紧张在 10 月快速发酵，终于令美联储松口 taper 渐近，并在 11 月的议息会议上得到确认。

图表 3 主要经济体 CPI



数据来源：公开资料整理，国元期货

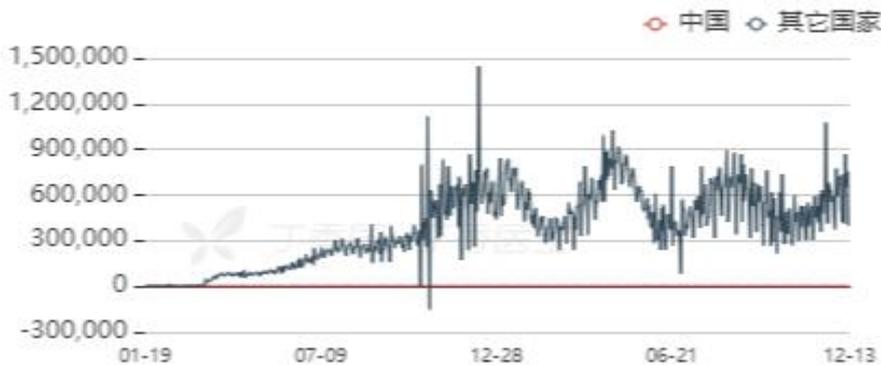
本轮由新冠肺炎疫情带来的全球经济刺激政策已经明显见效，目前全球经济增长的高峰期已过，而通胀问题却体现得越来越明显，由此，我们认为2022年的全球经济将围绕货币政策收缩这一主题展开。目前市场对美联储在2022年加息节奏预期不断加快，伴随全球货币政策从宽松转变为收缩，经济也将出现一定程度的降温，实际消费情况，仍然有待观察疫情防控成效。

2.2 新冠病毒多次变异，宏观经济“脱敏”

新冠肺炎疫情仍然是2021年难以回避的宏观背景。今年的疫情的明显特点是，上半年全球整体新增确诊人数处于低位，7月起，疫情出现明显反复，且带来整个下半年全球新增确诊人数持续处于高位。其背后的原因主要与疫苗的推广以及病毒变异有关。

图表 4 全球疫情新增确诊趋势图（数据截止2021年12月14日10:03）

全球疫情新增确诊趋势图



数据来源：丁香医生

2021年，新冠疫苗全面推广，年初，中国已经附条件上市的新冠疫苗有4个，中国国药新冠疫苗和中国科兴新冠疫苗先后获得世卫组织紧急使用授权。上半年，在全球疫苗接种不断推进下，新冠肺炎新增确诊人数出现明显放缓迹象。不过，2021年后半年全球新增确诊人数持续高位反复，新冠病毒多次变异令全球疫情防控遭到明显挑战。

虽然从目前全球股市和经济数据的表现来看，已经越来越对新冠疫情“脱敏”，不过新冠病毒多次变异以及由此带来的防控难度增加都向我们预示着，2022年新冠病毒仍将继续在宏观环境扮演重要角色。从具体影响来说，新冠病毒带来的经济影响将趋向于分散，对市场情绪的影响也趋于平淡。

三、供应全面收紧，低库存问题或将延续

3.1 铜矿增量收窄，精矿供应难言乐观

2021年全球铜精矿供应呈现明显的先紧后松格局。年初，五矿资源旗下的Las Bambas铜矿遭到抗议者设置路障三周、智利北部港口风浪影响铜精矿装运，而当时正值冶炼厂生产高峰期，铜精矿供应异常紧张，进口铜精矿加工费被一路碾压，并在4月中旬被打压至最低29.63美元/吨。二季度南美主要港口海运条件恢复正常，国内15家骨干铜冶炼企业联合宣布计划减少二季度开始的进口矿采购126万矿吨（约30万吨金属量），才令加工费止跌。下半年虽然有智利国家铜业、BHP等多家矿山进行薪资谈判，但并未对铜精矿的供应产生明显影响，疫情对矿山的影响也持续减弱，铜精矿进入快速释放期，进口铜精矿加工费也自4月起持续回升，并在4季度稳定在60美元/吨以上。

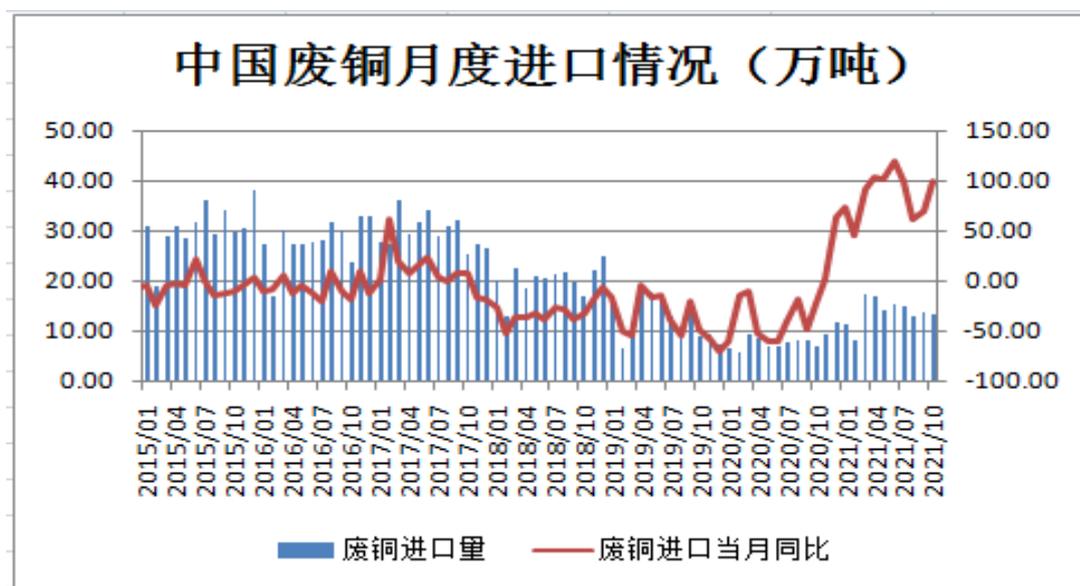
据SMM调研数据，2022年全球主要矿山项目预计将新增铜精矿74.3万金属吨，该增量明显低于2021

年 111.6 万金属吨的预计增产水平。其中，铜矿增产主要来自刚果金的 Kamoakakula、塞尔威亚的 Timok、蒙古国的 Oyu Tologoi 以及秘鲁的 Quellaveco 铜矿。不过，印尼的 Grasberg 地下矿、巴拿马境内的 Cobre Panama 以及厄瓜多尔的 Mirador 铜矿等预计增量均明显低于 2021 年。并且，在 2021 年 12 月初，五矿资源曾宣布，由于道路封锁使基本供应无法到达 Las Bambas 铜矿，公司将在 12 月中旬之前结束其在秘鲁的 Las Bambas 矿的铜生产，保守预计将对明年铜精矿供应带来 30 万吨以上的减少量。此外，今年铜价虽然攀升至历史高位，但高铜价对矿山新增产能的刺激时间周期需要好几年，矿山实际供应增量难以在 2022 年如此迅速地体现。由此，我们有理由推测，2022 年的铜精矿供应并不乐观。

3.2 废铜转口不畅 废铜供应面临挑战

国内废铜供应在 2021 年后半年明显出现紧张，6 月起马来西亚由于疫情封锁对废铜供应产生明显影响，国内含税精废价差自 7 月初起便明显回落，8 月甚至一度出现精废价格倒挂，直到四季度才逐渐回归正常。虽然我国进口自美国、日本等国家的废铜量有回升，但并未能很好的弥补马来西亚的供应扰动，再加上国内废铜产量在后半年出现明显回落，因此国内精铜替代效应较为明显。

图表 5 国内废铜进口量



数据来源：海关总署，国元期货

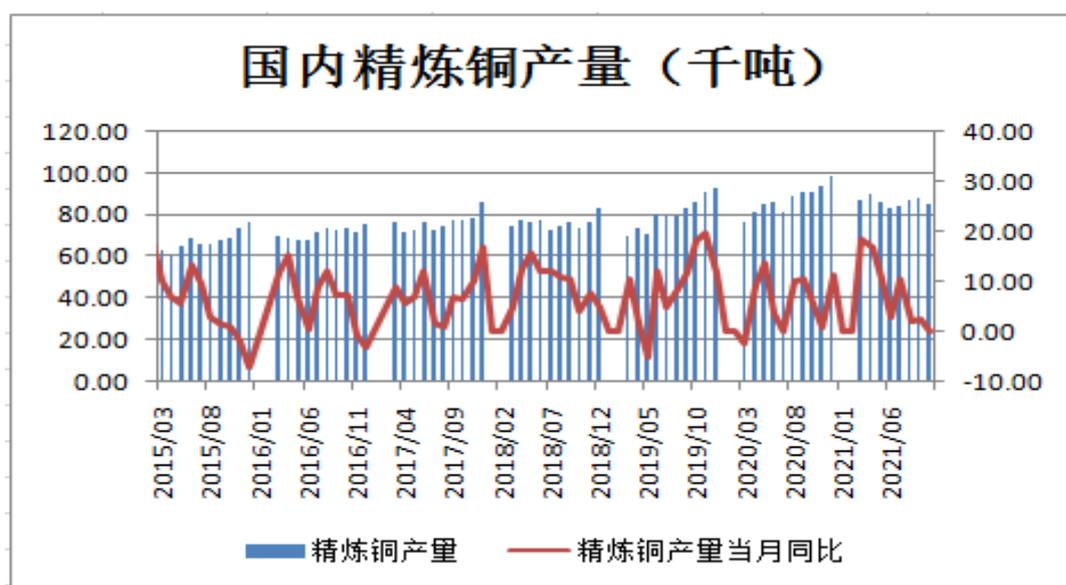
马来西亚在 10 月末宣布将原计划 2021 年 11 月 1 日开始执行的金属废料进口新规推迟至 2022 年开始执行，新规要求进口的废铜金属含量至少达 94.75%，该进口要求与中国现行的再生铜原料标准相差无几，因此马来西亚当地的回收、加工企业将无法引进七类废铜和部分低品位的六类废铜。目前我国对马来西亚

的废铜进口依存度高达 30%，如果国内废铜生产无法弥补这一供应缺口，则马来西亚金属废料进口新规将是明年我国废铜供应所面临的巨大挑战。

3.3 精炼铜增量有限，关注硫酸滞销风险

2021 年国内进口铜精矿加工费伴随铜精矿供应节奏呈现先抑后扬态势，4 月间虽然加工费曾一度下破 30 美元/吨低水平，但由于彼时铜价正值历史高位，冶炼厂的生产并未过多受到加工费的影响，加之国内硫酸价格不断走高，精炼铜产量甚至远高于往年同期。后受限电影响，国内冶炼厂在四季度检修相对较多，且由于全球铜显性库存低位持续，铜价在高位表现出了较好的价格支撑。

图表 6 国家统计局电解铜月度产量



数据来源：国家统计局，国元期货

通过前述对 2022 年铜精矿供应的分析，我们认为铜精矿增量收缩将对加工费产生一定下行压力，进而影响冶炼厂利润。此外，考虑到明年全球货币政策收紧预期，工业需求对冶炼厂副产品硫酸的消费量恐将难免下滑，同样对冶炼厂生产不利。

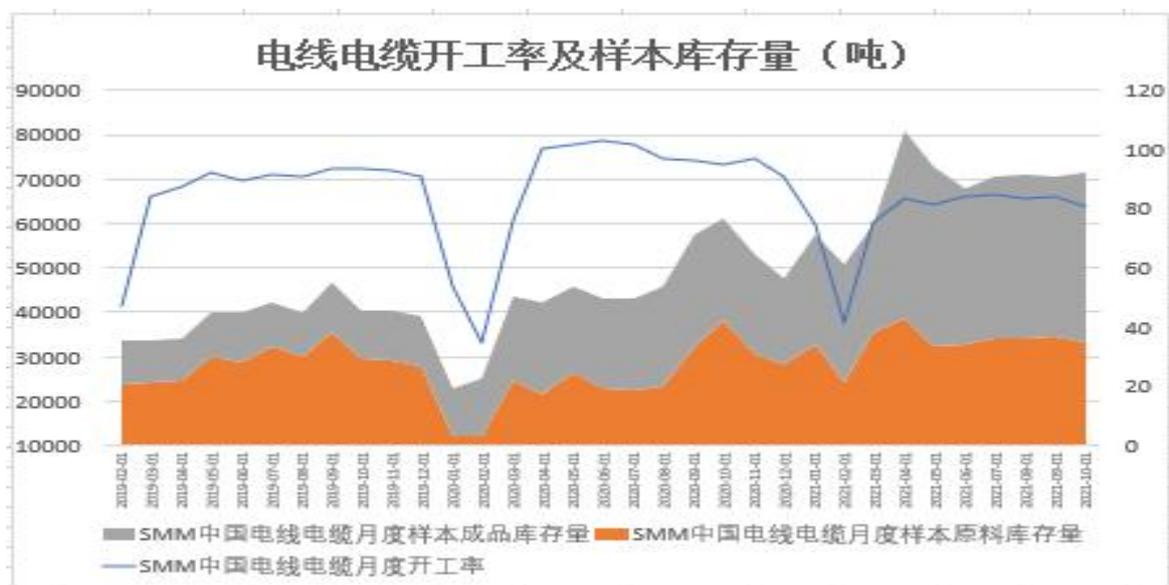
根据 SMM 调研情况，2022 年新增精炼产能约为 91 万吨，较 2021 年 64 万吨的新增产能明显扩大。不过，除大冶有色将在年中新增 40 万吨精炼产能，其余新增产能绝大多数将在下半年投产，因此，从实际产量贡献来看，2022 年新增精炼产能对年内精炼铜产量贡献不会太大。精炼铜生产积极性仍将主要有赖于铜价、硫酸销售情况以及加工费，其中，硫酸销售问题至关重要，并预计将对铜冶炼产生一定影响。

四、电力基建引领 需求值得期待

4.1 电力基建表现亮眼，明年需求值得期待

2021年是电力用铜相对清淡的一年，国内固定资产完成额持续处于近几年的低水平，上半年铜价快速上涨令终端需求明显受到抑制，其中，电网等电力工程实施进度明显放缓，由此带来线缆行业在4月份明显的库存积压，并使整个行业在接下来的日子里生产谨慎。虽然国储自6月末开始释放储备铜，但投放节奏相对平稳，市场影响也较为温和。不过，上半年电源工程投资建设进展积极，在一定程度上弥补了电力用铜需求。（7月中旬降准、）

图表 7 国内地产行业现状



数据来源：国家统计局，国元期货

地产用铜方面，今年地产竣工面积出现明显回升，上半年铜价持续上涨之际正值地产竣工高峰期，两者出现了较好的相互强化效应。地产竣工第二轮高峰在2021年9月表现得更强一些，也在一定程度上支持了线缆行业的短期去库。

据央视新闻报道，未来五年，国家电网将投资约2.23万亿元，推进电网转型升级，持续完善各级电网网架，加快建设新型电力系统，促进能源清洁低碳转型。南方电网公司“十四五”期间将超预期规划投资约6700亿元，投资规模较“十三五”增速在20%以上。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

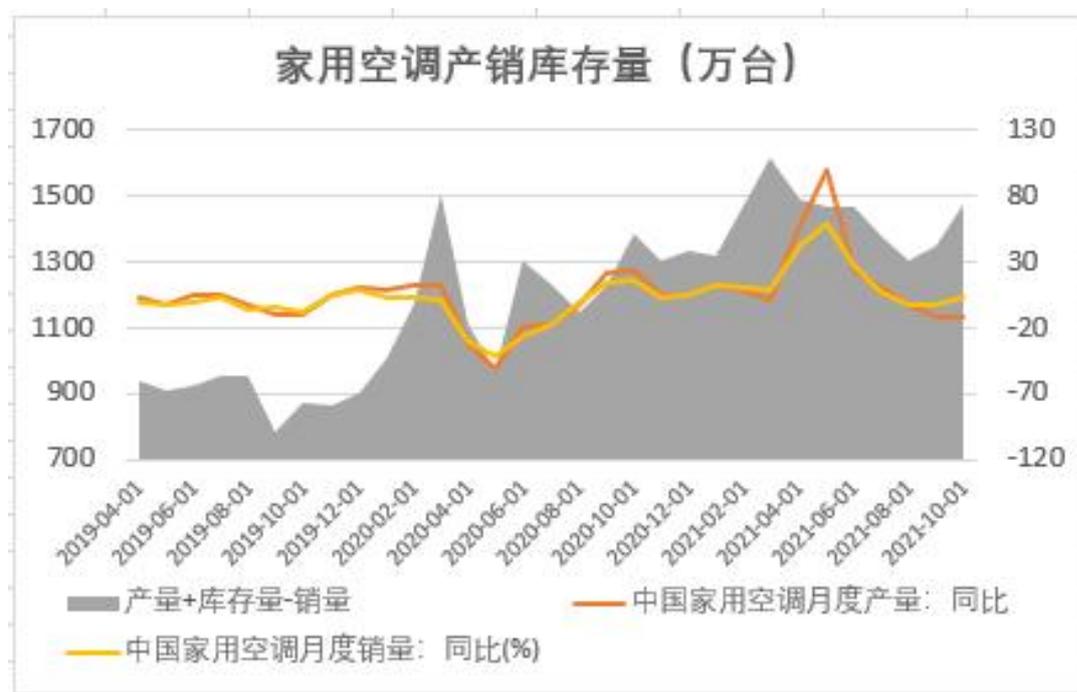
计近 3 万亿元，明显高于“十三五”期间全国电网总投资 2.57 万亿元。“双碳”战略背景下，电力系统正在进行一场升级优化的变革，电源工程建设将继续在明年支持电力用铜需求。此外，由于南网在“十四五”期间将配电网建设列入工作重点，规划投资达 3200 亿元（约占总投资的 50%），较前期预期有大幅度增长，因此电网建设需求也值得期待。

地产用铜方面，2021 年 11 月末，成都发布房企新政，提高预售资金支取比例上限，给予重点企业开发贷款展期、降息，市场对地产行业乐观预期提升，预计地产用铜也将温和平稳。

4.2 需求收缩抑制 空调用铜恐将回落

空调行业在 2021 年用铜需求可以算得上是终端需求中表现最好的。虽然空调库存持续处于高位，但并未对年初的空调生产带来影响，春节后虽然铜价一路上涨，但空调生产旺季已过，因此整体行业用铜需求影响并不大。但由于空调销量不及以往，2021 年空调行业的垒库进程在上半年明显加快，并抑制了下半年的空调生产。

图表 8 国内空调产销结构



数据来源: Wind, 国元期货

目前国内空调库存有 1500 万台以上，库存水平虽然很高，但空调行业已经认可高库存这一“新常态”，企业多认为库存问题并不会明显制约行业生产。目前市场普遍对美国在 2022 年收紧货币政策抱有期待，

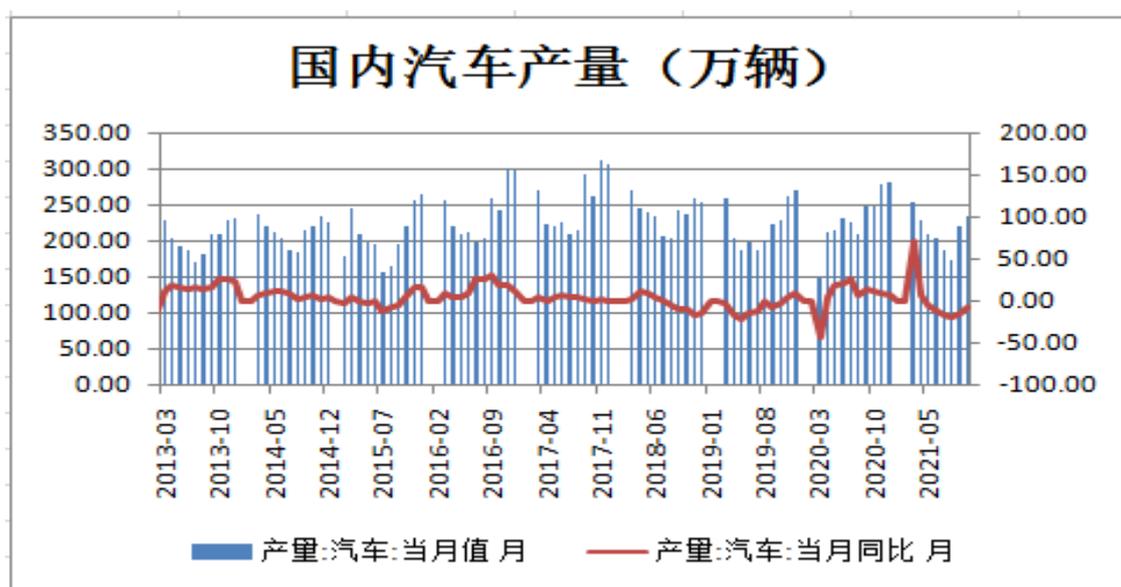
相应海外需求将有收缩，国内经过 2020 年消费券、直播带货等方式促进国内空调消费之后，短期消费再度爆发潜力恐将较为有限，并由此推断空调产销将在 2022 年有所收缩。

4.3 汽车行业库存低位 生产有赖芯片供应

汽车行业产销两旺的行业格局未能在 2021 年有效延续。由于受到全球芯片短缺影响，国内汽车生产仅在上半年艰难维持往年常值，下半年便快速回落，汽车销售环节相对生产环节稍好，但在 8 月前后产销仍然同步跌至年内低点。由于疫情带来的生活方式的改变，芯片业更多地向智能手机等行业流入，加之贸易战等诸多影响，芯片短缺问题在 2021 年持续影响汽车产业。

目前市场对于 2022 年汽车行业芯片短缺局面能否缓解尚存在分歧，而国内汽车行业因持续的芯片短缺影响目前库存已在低位。如 2022 年全球芯片供应能有效增加，则汽车行业生产将会有较大发力空间，否则产销两淡格局难以避免。

图表 9 国内汽车行业现状



数据来源：中汽协，国元期货

五、后市展望

全球经济在 2021 年实现了从全面回暖到通胀忧虑的转变，2022 年全球宏观经济将围绕货币政策收紧展开。新冠肺炎疫苗正在不断推广进程当中，虽然病毒几经变异，但市场对疫情已经明显产生“免疫”，因此，虽然疫情仍未完全消除，但全球央行货币政策将主导新一年的宏观市场，并进而影响铜市节奏。

基本面来看，铜市的供应格局整体并不宽松：矿山供应将在 2022 年出现收窄，马来西亚收紧废金属贸易政策也将对国内废铜供应带来明显影响，冶炼环节虽然在来年有较大数量的新增产能，但由于投产时间多在后半年，因此实际贡献精炼铜数量将相对有限。需求方面，电力基建将是最有可能带来惊喜的终端需求行业，空调行业由于外需明显乏力需求将有收缩，而汽车行业的用铜需求仍然有待观察芯片供应进程。

综上，我们认为 2022 年的铜价将有承压，不过铜市自身基本面存在价格韧性，因此判断铜价回调有底。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，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。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层

电话：010-84555000

合肥分公司

地址：合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼（中国科技大学金寨路大门斜对面）

电话：0551-62895501

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312522

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：上海自由贸易试验区民生路 1199 弄 1 号 3 层 C 区

电话：021-50872756

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层

电话：0475-6380818

合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115906、0551-68115888

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386892/53386809

青岛营业部

地址：青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 室

电话 0532-66728681

深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300