

期货研究报告·年度视野

莫道今年春将尽，明年春色倍还人

——2021 年金属铜期货投资策略

广州期货研究所

黎俊

从业资格号：F3026388

投资咨询号：Z0014033

投资咨询业务资格 证监许可【2012】1497 号



期货研究报告·年度视野

莫道今年春将尽，明年春色倍还人 ——2021年铜产业链年报

沪铜期货

年报摘要：

从第二季度开始，我国经济逐步走出疫情阴霾，制造业 PMI 持续回暖，GDP 增速亦由负转正，这提振了铜的需求。展望明年，我国经济将持续恢复，而且中央政治局首次提出了“需求侧改革”的概念，明年内需和投资可能继续发力，这对铜价来说也是利好。

国际方面，境外疫苗研发取得积极进展，提振市场情绪。为提振经济，欧洲已经发起经济救助基金，市场流动性更加充裕。美国方面，大选接近尾声，拜登获得较多表述，当选下一任美国总统，为了抗击新冠疫情，同时为了提振美国经济，拜登政府有可能在上任初始发起经济刺激计划，届时市场流动性将更加充裕，利好铜价。

基本面，虽然铜精矿加工费偏低，硫酸价格的回暖已经进口的增加令精炼铜产量依然维持高位。由于我国从疫情中率先恢复，我国铜的需求明显反弹，终端行业的电线电缆、汽车、家电数据明显好转，库存被大量消耗，铜价也被拉涨。展望明年，随着汽车和家电下乡政策的推进，这两个行业的表现预计将继续向好。另外，“需求侧改革”概念的提出，有望进一步提振国内的需求，也利好铜价。

上半年逢低做多

黎俊

执业证书编号：F3026388

发布日期：2020年12月15日

市场表现：

沪铜



伦铜



目录

一、行情回顾.....	1
二、基本面分析.....	4
2.1 供应端：矿石供应充足，精炼铜月产量创历史第二高	4
2.2 需求端：我国铜消费占全球半壁江山，抗疫得当助力铜消费明显复苏.....	9
2.2.1 电力电缆.....	11
2.2.2 传统汽车.....	11
2.2.3 新能源汽车.....	12
2.2.4 家电.....	13
2.2.7 库存及跨期价差分析.....	17
三、宏观面：我国经济走出疫情阴霾，各项指标明显反弹，提振铜价	19
四、国际铜基本面简析.....	22
五、国际抗疫进展及国际关简析.....	23
六、后市展望.....	24

图表目录

图表 1 沪铜主连走势.....	1
图表 2 美元指数走势.....	2
图表 3 伦铜走势.....	2
图表 4 粗铜加工费(TC) 走势图.....	4
图表 5 精铜加工费(RC) 走势图.....	4
图表 6 精炼铜产量变化.....	6
图表 7 硫酸价格走势.....	6
图表 8 精废价差走势.....	7
图表 9 全球铜消费占比.....	9
图表 10 中国铜初级消费结构.....	9
图表 11 中国铜终端消费结构.....	10
图表 12 铜材产量季节走势图.....	10
图表 13 汽车产量走势.....	12
图表 14 汽车销量走势.....	12
图表 15 新能源汽车产量.....	13
图表 16 冰箱产量：当月.....	14
图表 17 冰箱产量：累计.....	14
图表 18 冰箱出口：当月.....	15
图表 19 冰箱出口：累计.....	15
图表 20 空调产量：当月.....	16
图表 21 空调产量：累计.....	16
图表 22 空调出口：累计.....	17
图表 23 铜库存季节走势.....	17
图表 24 铜期货合约跨期价差走势：连续收盘价-活跃收盘价.....	18
图表 25 我国 GDP 季度同比增长走势.....	19
图表 26 我国官方制造业 PMI 走势.....	19
图表 27 我国工业增加值同比增速走势.....	20
图表 28 我国进出口贸易差额.....	20
图表 29 LME 铜库存季节走势图.....	22
图表 30 WBMS 铜供需统计.....	22
图表 31 沪铜主连走势展望.....	25
图表 32 伦铜走势展望.....	25

莫道今年春将尽，明年春色倍还人

一、行情回顾

图表 1 沪铜主连走势



数据来源：文华财经

2020年沪铜先抑后扬，年初，新冠疫情肆虐，沪铜第一季度萎靡不振，随着时间的推移，我国疫情防控措施逐步取得效果，经济逐步恢复元气，铜价走势跟随我国经济形势稳步回暖，进入8月，沪铜开始长达3各月的震荡期，主要因为美国大选带来的宏观不确定性。在11月初，美国大选告一段落，拜登以较高票数当选，不确定性下降，市场风险偏好上升，铜价走出震荡区间，快速上行。从全年来看，沪铜主连开盘价49120元/吨，2020年12月11日收于57790元/吨，年涨8640元/吨，或17.58%。波动范围在35300~59210，成交量增加808.2万手至2552.1万手，持仓量减少18464手至10.1万手。

图表 2 美元指数走势



数据来源：文华财经

美元方面，本年美元指数先扬后抑，年初，美国诸多宏观数据回暖，令美元指数走强。从第二季度开始，新冠疫情开始在美国蔓延，美国经济收到严重影响，令美元指数持续走弱。2020年，美元指数开盘价 96.490，12月11日收于 90.956，年跌 5.526 或 5.73%，波动范围：90.471~102.990。

图表 3 伦铜走势



数据来源：文华财经

伦铜方面，与沪铜类似，今年伦铜走势亦先扬后抑，1-2月，欧洲铜市为消费淡季，伦铜阴跌，随后，新冠疫情在我国爆发，3月开始在欧洲蔓延，伦铜迎来年内至暗时刻，跌至年内低点 4371 美元/吨。触及谷底后，随着欧洲央行向市场投放流动性，以及我国经济稳步复苏，全球铜需求开始回暖，伦铜逐步回暖。从全年来看，伦铜开盘价 6188.5

美元/吨，12月11日收于7768.5美元/吨，年涨1599.5美元或25.93%，波动范围：
4371~7973。成交量增加25.7万手至402.8万手，持仓量增加1884手至32.1万手。

二、基本面分析

2.1 供应端：矿石供应充足，精炼铜月产量创历史第二高

图表 4 粗铜加工费(TC) 走势图



数据来源：Wind, 广州期货

图表 5 精铜加工费(RC) 走势图

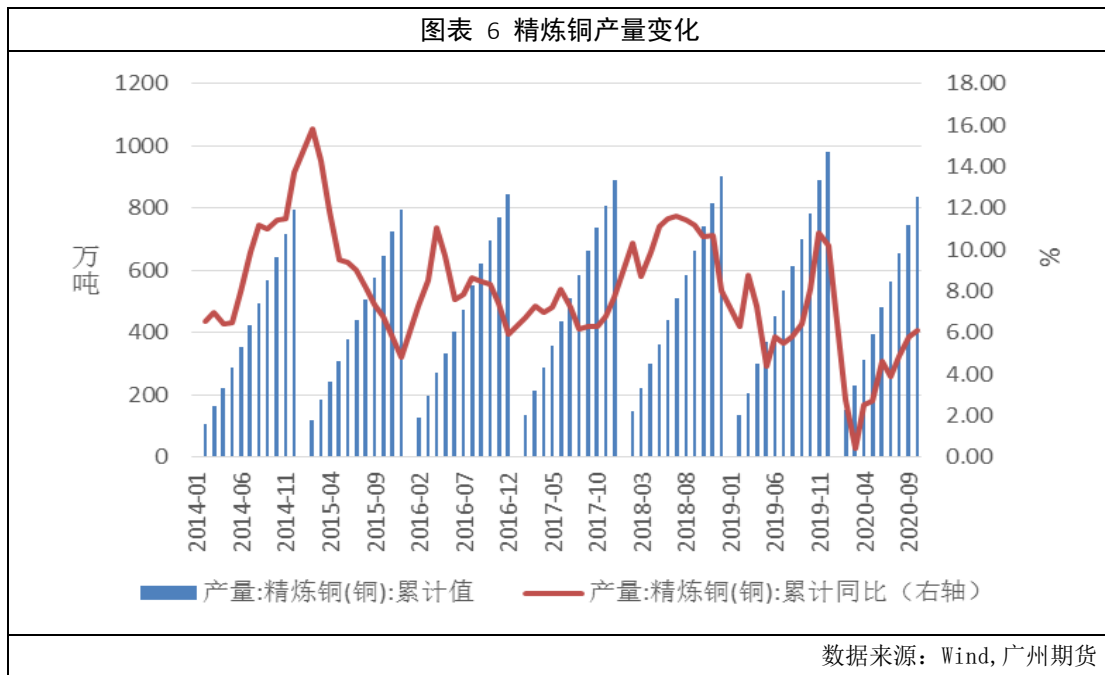


数据来源：Wind, 广州期货

从 2020 年伊始，无论是 TC 还是 RC 均出现回落，TC 从年内高点 72.5 美元/干吨持续下降至年底的 48.5 美元/干吨；RC 则是从第一季度的年内高点 7.25 美分/磅下跌至 4.85 美分/磅，铜矿加工费持续下跌，很大原因是因为今年第一季度爆发的新冠疫情。一般来说，铜精矿加工费与铜价呈现负相关关系，即当铜精矿加工费下跌时，铜价有望走强。因此，从表面上来看，今年铜价的回暖，很大程度上与铜精矿加工费下跌有一定的关系。但是从产量来看，1-9 月，我国铜精矿累计产量为 1223694 吨，高于去年同期的 1196059 吨，铜精矿累计产量高于去年同期，反映出了我国疫情在第二季度控制得当，诸多实体企业包括矿山的开工率已经有了明显的回升。因此，加工费的持续下降并未有真正反映出我国铜精矿供应的真实情况。

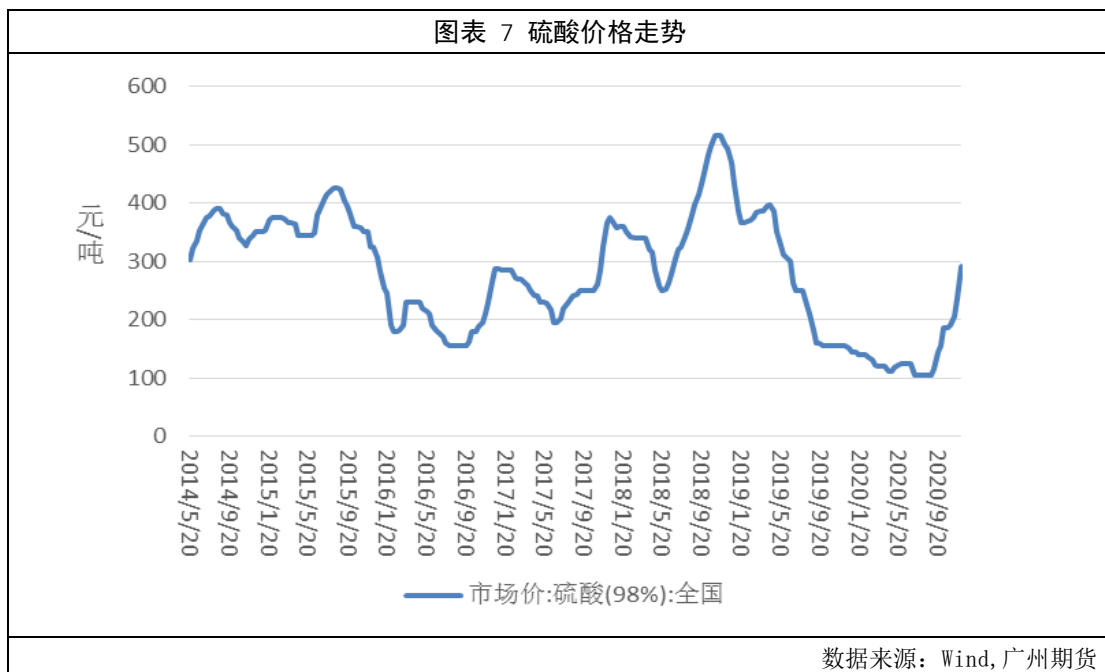
从进口情况来看，1-10 月，我国铜精矿累计进口为 169.04 万吨，去年同期进口量为 191.44 万吨，铜精矿进口量低于去年同期，反映出境外矿山受疫情的影响更加严重，因此发往中国的货少了，这是造成我国今年铜精矿供应偏紧的主要原因。

值得注意的是，钴和铜是伴生矿，现在新能源汽车的发展受到许多国家的重视，钴的需求向好，因此未来铜精矿山的开采意愿也会增加。



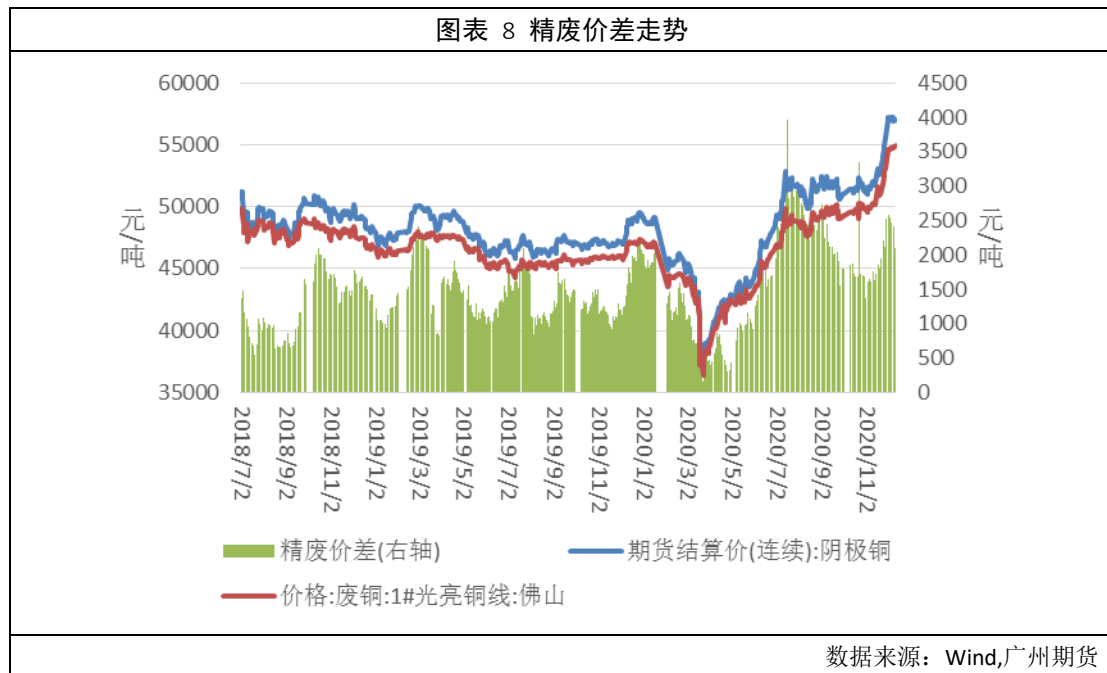
精铜方面，10月份我国精炼铜产量为91.4万吨，同比增长5.4%，1-10月份我国精炼铜累计产量为836.2万吨，同比增长6.1%。在上半年疫情影响如此严重的情况下，我国精炼铜累计产量依然超过了去年，表明我国的电解铜供应实际上是充足的。

精炼铜产量高于去年，还有其他的因素，其中一个因素是硫酸价格。



在生产精炼铜时,同时也会有硫酸生成,硫酸是精炼铜的副产品,如果副产品价格可观,即使精炼铜不好卖,冶炼厂也会继续生产,因为硫酸的利润可以在一定程度上弥补精炼铜带来的亏损。在2月初开市时,铜价急速下跌,硫酸价格维持稳定,均价在150元/吨附近,炼厂的生产情绪尚在。然而,随着疫情的逐步严重,全国各地均采取严格的交通管控措施,这导致炼厂生产的硫酸无法运输出去,而硫酸又是危险品,产量过多时,存放就存在一定的风险,因此,在今年第一季度,诸多地方出现硫酸涨库的现象,迫使精炼铜冶炼厂停工生产。

这样一来,在第一季度,精炼铜产量出现了同比下降,但是在第二季度,随着我国经济逐步从疫情的阴霾中恢复,精炼铜的产量也随之逐步增长,并呈现增速加快的趋势。硫酸价格也稳步回升,截至11月30日,全国硫酸均价为291.7元/吨,处于年内高位。硫酸价格回暖,也让铜冶炼厂的盈利水平提升。



废铜方面,今年第一季度,精废价差水平较小,低于1000元/吨,主要受疫情影响,精炼铜以及废铜生产企业开工均不顺畅,然而,随着时间的推移,企业开工逐步恢复正常,精废价差也随之拉开,截至11月底,精废价差再度扩大到今年第二季度时的水平,2200

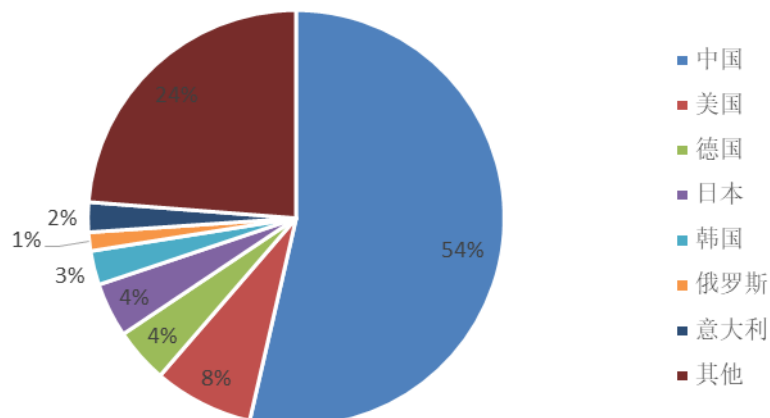
元/吨左右，表明废铜较精炼铜价格存在比较明显的优势。但值得注意的是，我国废铜主要是来源于进口，在 18 年限废令开始执行后，废铜进口量就开始明显降低。

10 月份，我国废铜进口 67145.72 吨，1-10 月我国废铜累计进口 773796.41 吨，明显低于去年 1-10 月份的 1322634.93 吨。这也充分体现了限废令政策的效果。2020 年 10 月 19 日，国家印发关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告，该公告内容显示，2020 年 11 月 1 日再生铜原料符合规格可自由进口。该政策的颁布相当于放开了一部分的废铜进口，但是和以前相比，废铜进口的量预计不会有明显的增加，未来废铜的供应会主要来自于国内。

2.2 需求端：我国铜消费占全球半壁江山，抗疫得当助力铜消费明显复苏

图表 9 全球铜消费占比

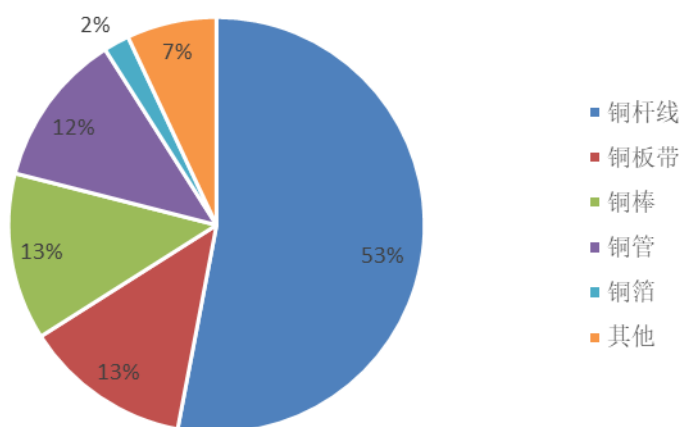
全球铜消费占比



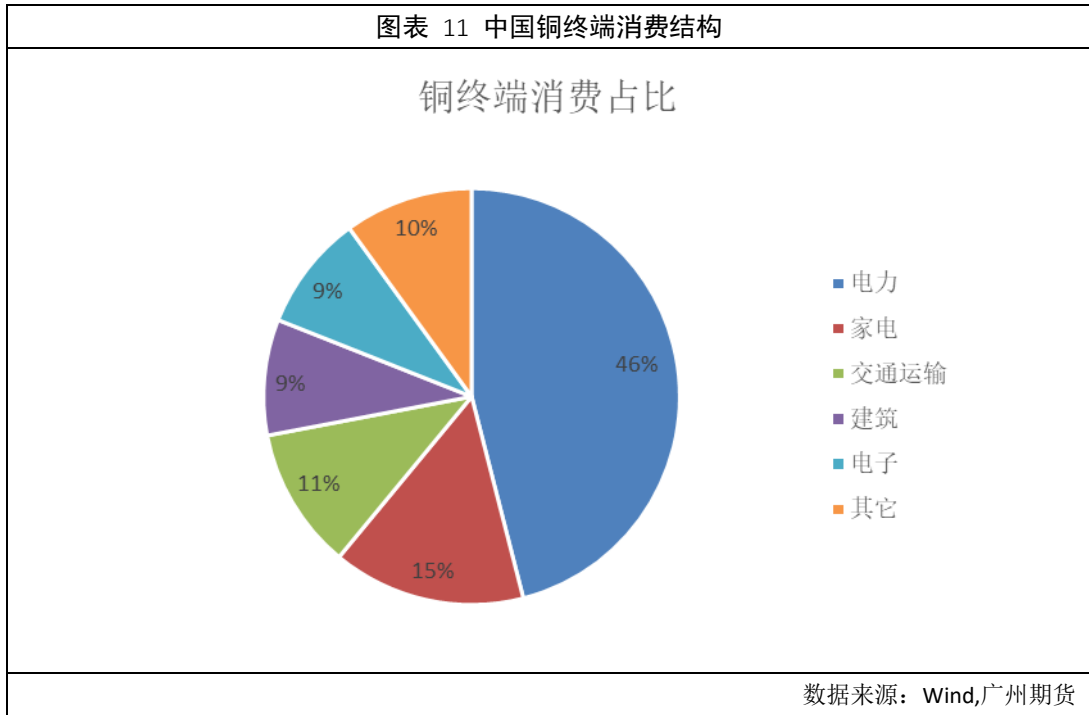
数据来源：Wind,广州期货

图表 10 中国铜初级消费结构

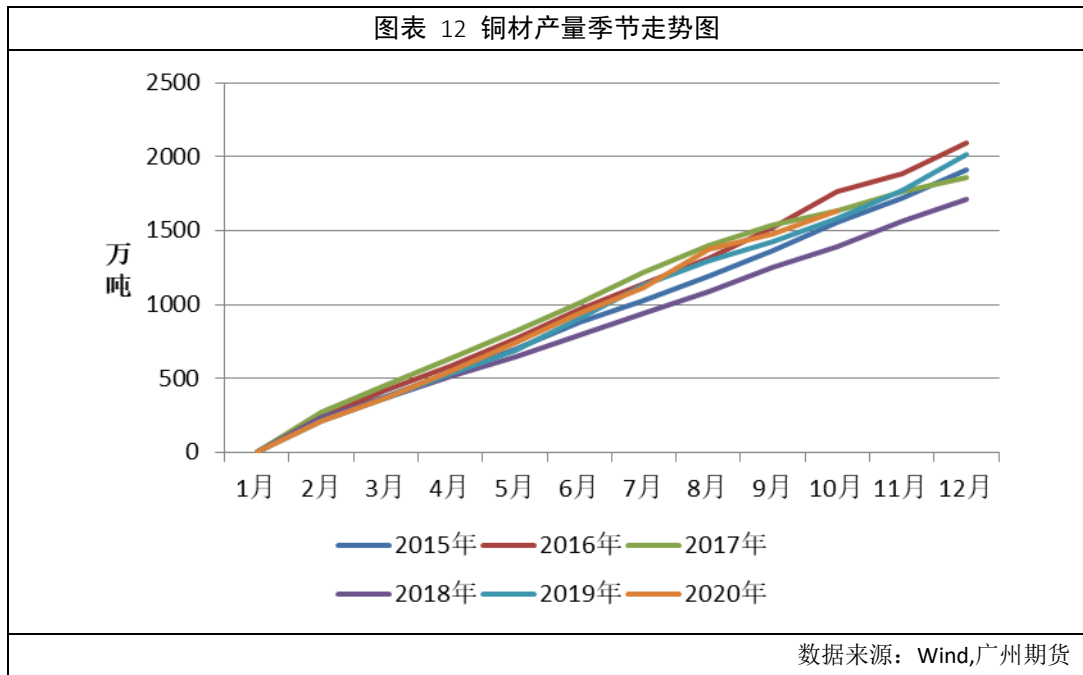
铜初级消费占比



数据来源：Wind,广州期货



中国的铜消费占比超过全球的一半，因此，铜的消费看中国。从初级消费结构来看，铜杆占大头，占比超过 50%。产量方面，1-10 月份铜材产量 1633.8 万吨，同比增长 5.6%，去年同期铜材累计产量为 1586.10 万吨，今年铜杆产量好于去年，主要因为终端消费如电线电缆、汽车、家电行业等的迅速回暖，提振了铜的需求。



2.2.1 电力电缆

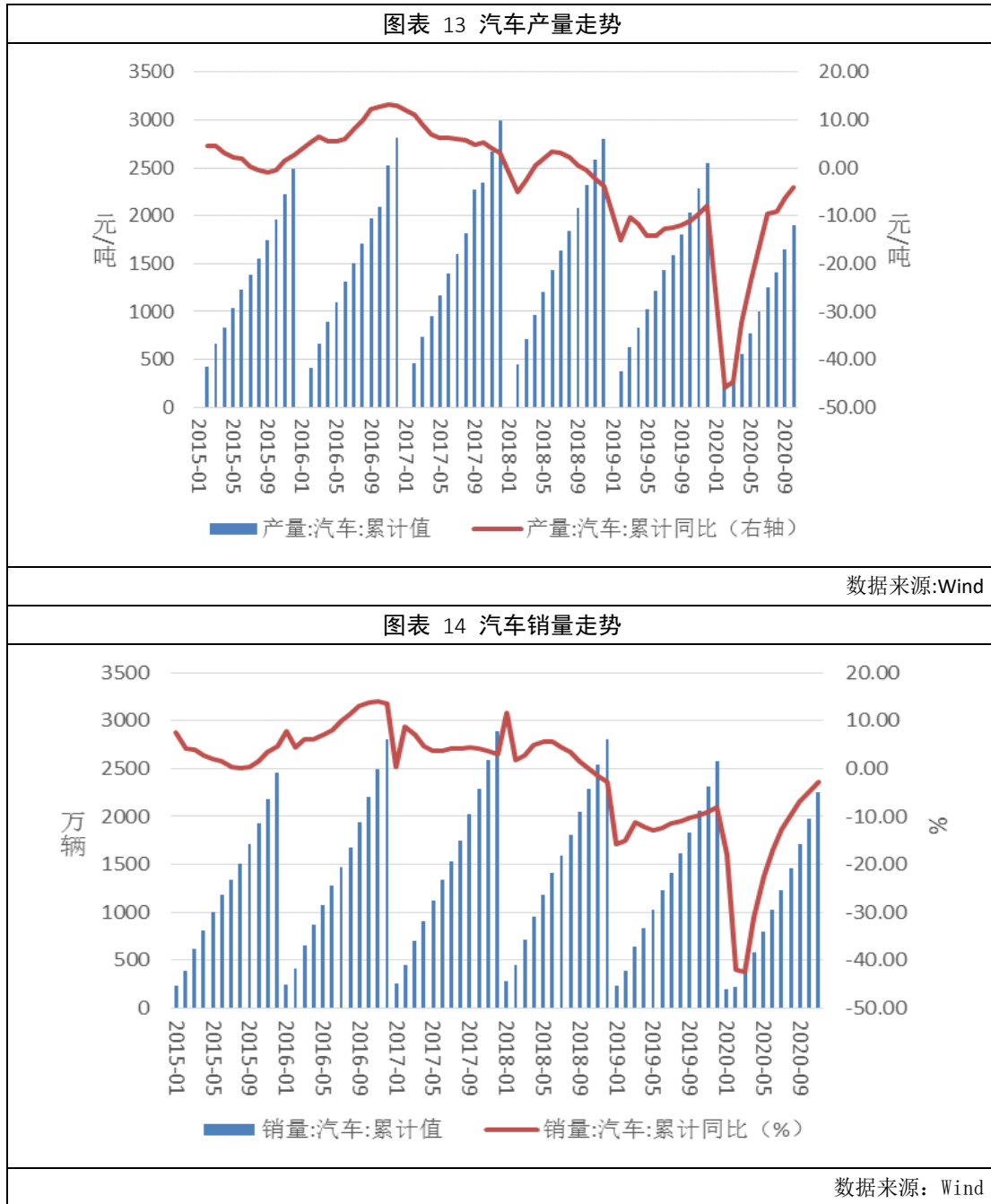
电力消费占铜终端消费的大头。从终端消费来看，电力电缆行业今年出现明显的回暖。9月份，电力电缆产量为5156352.9千米，同比增长14.61%，创下年内最高增速，亦比去年同期增速高11.7个百分点，纵观2020年全年，电线电缆当月产量除了3月份受疫情明显影响同比减少19.16%意外，其余月份均实现正增长，除了8月份同比增长为6.63%之外，其余的月份均实现双位数增长，同比增速如此之高，也体现了国家为抗击疫情而采取的扩张性的财政政策。1-9月，我国电线电缆累计产量37236659.94千米，同比增长2.13%。

明年是“十四五”开局之年，而且我国经济尚未从疫情中完全恢复，另外为建设交通强国，诸多大型基建项目将陆续上马，因此，预计铜材的需求不会差。

2.2.2 传统汽车

汽车方面，从今年第二季度开始，汽车市场明显回暖，自五月份开始，汽车市场无论是产量，还是销量，都实现了双位数的增长。10月份，我国汽车产量为248万辆，同比增长11.1%，我国汽车销量257.3万辆，同比增长12.49%。1-12月份我国汽车累计产量1897.9万辆，同比下降4.1%，同比降幅比1-9月缩窄2个百分点；我国汽车累计销量1969.9万辆，同比下降4.7%，同比降幅比1-9月份缩窄2.2个百分点。第一季度汽车市场受疫情影响较大，我国亦出台了相应的扶植政策，而随着抗疫取得积极进展，交通管制逐步放开，居民出行更加便利，购车的需求便被释放出来。年底是车市的消费旺季，预计车市将继续向好，进而提振铜的需求。

明年汽车市场表现依然向好。11月26日，商务部在北京召开消费升级行动计划推进现场会，会议强调，明年是“十四五”规划开局之年，要努力创造消费存进工作新局面。稳定和扩大汽车消费。这将利好铜价。

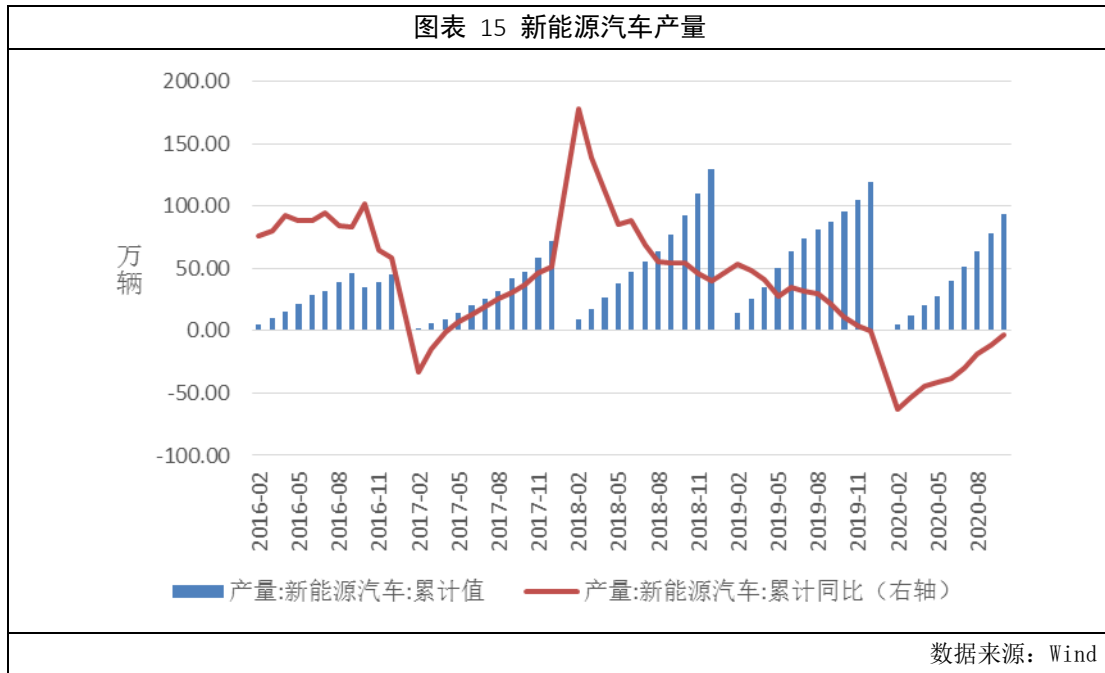


2.2.3 新能源汽车

另外，新能源汽车用铜量比铜更大，因此，新能源汽车市场表现好的话，对铜的需求也有提振。

随着国家以及各地区对新能源汽车的大力支持，例如财政部 2021 年共安排新能源汽车补贴 375.8529 亿元，相当于 2020 年补贴总额的 3.34 倍，新能源汽车行业持续回暖。

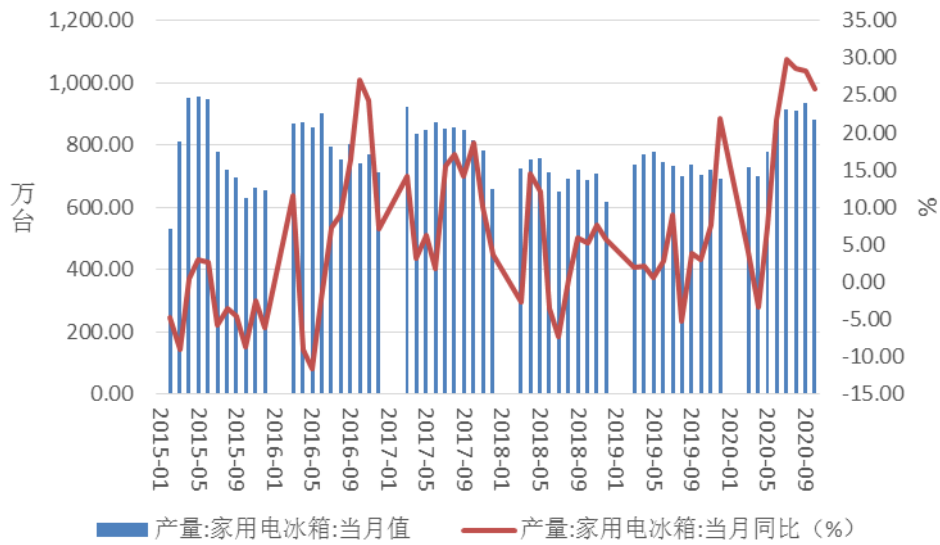
虽据数据显示，1-10月，新能源汽车产销 91.4 万辆和 90.1 万辆，同比分别下降 9.2% 和 7.1%，较去年仍是负增长。但 SMM 认为，从车企排产计划来看，预计 11、12 月产销量会持续环比上涨，一是为完成全年指标开始抢装行为，二是终端消费市场需求持续升高，新能源汽车影响力也逐步扩大，预计全年产量可超 120 万辆，同比去年增长 5%。



2.2.4 家电

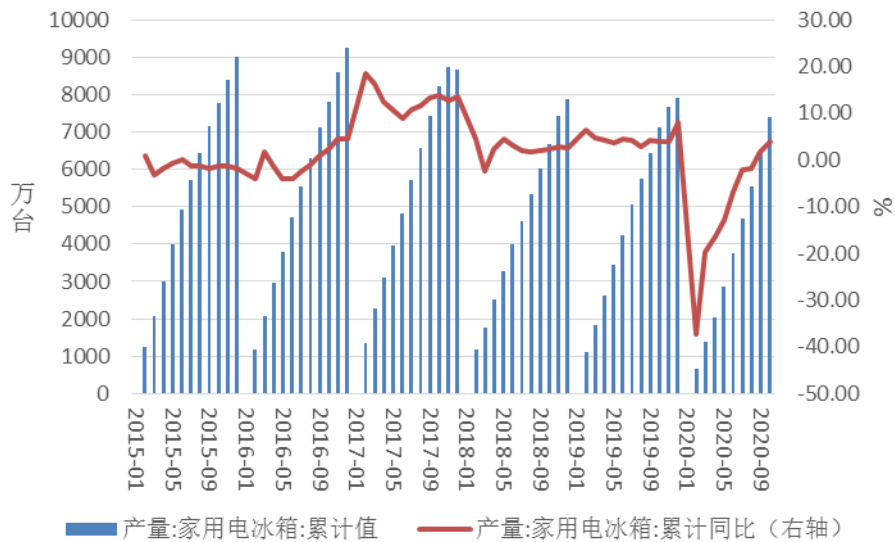
家电方面，铜主要用在空调和洗衣机的制冷铜管上，因此，空调和冰箱的销量提高将有利于铜的需求。而从数据来看，今年家电市场的表现也是可圈可点。冰箱方面，2020年10月份，我国冰箱产量为 879.6 万台，同比增长 25.80%，连续 5 个月同比增速超过 20%。1-10 月份我国冰箱累计产量为 7381.7 万台，同比增长 4%，同比增速比去年同期提高 0.2 个百分点。除此之外，冰箱出口的表现也恢复迅速。10 月份，我国冰箱出口 647 万台，同比增长 36.7%，同比增速连续 5 个月在双位数以上，1-10 月，冰箱累计出口量达到 5601 万台，同比增长 28.3%，同比增速连续 4 个月在双位数以上，同比增速比去年同期提高 21.3 个百分点。

图表 16 冰箱产量：当月

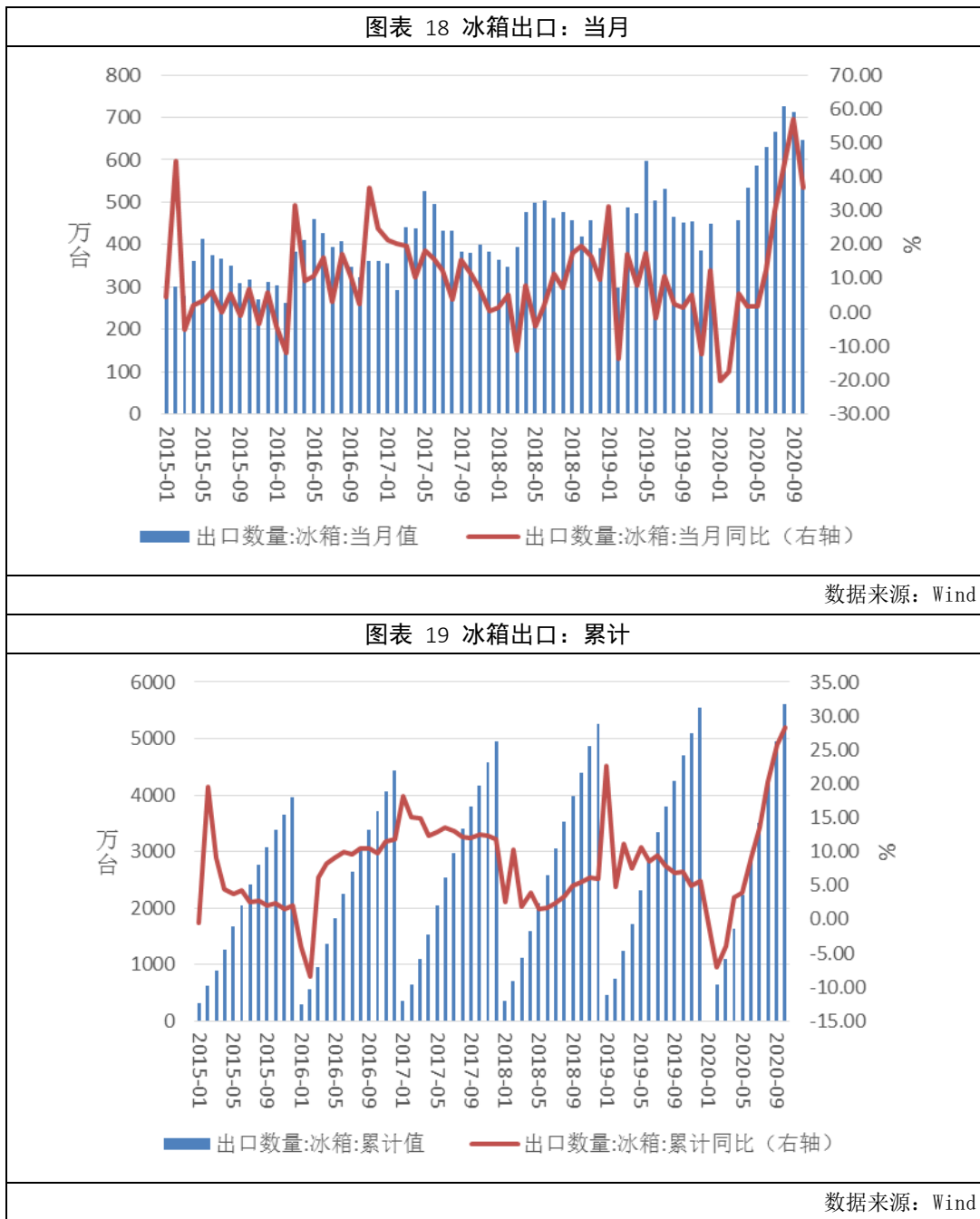


数据来源：Wind

图表 17 冰箱产量：累计

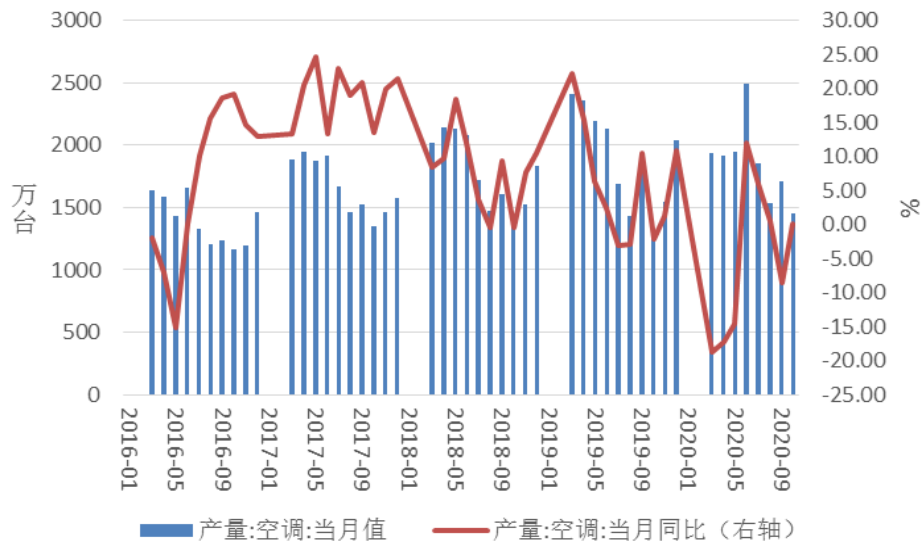


数据来源：Wind



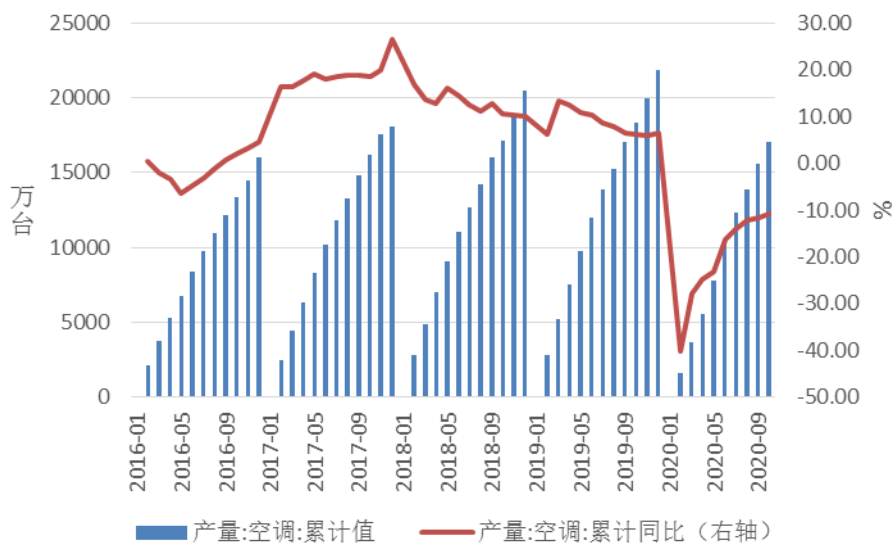
空调方面，10月，空调产量为1448.9万台，同比增长0.20%，1-10月我国空调累计产量为17046.6万台，同比下降10.7%，降幅比1-9月缩窄1个百分点，从图中我们可以看出，空调累计产量的同比降幅是在逐月缩窄的，表明空调市场在持续回暖。从出口方面来看，1-10月我国空调累计出口量达到4153万台，同比增加12.8%，同比增速比去年同期提高了16.7个百分点。

图表 20 空调产量：当月

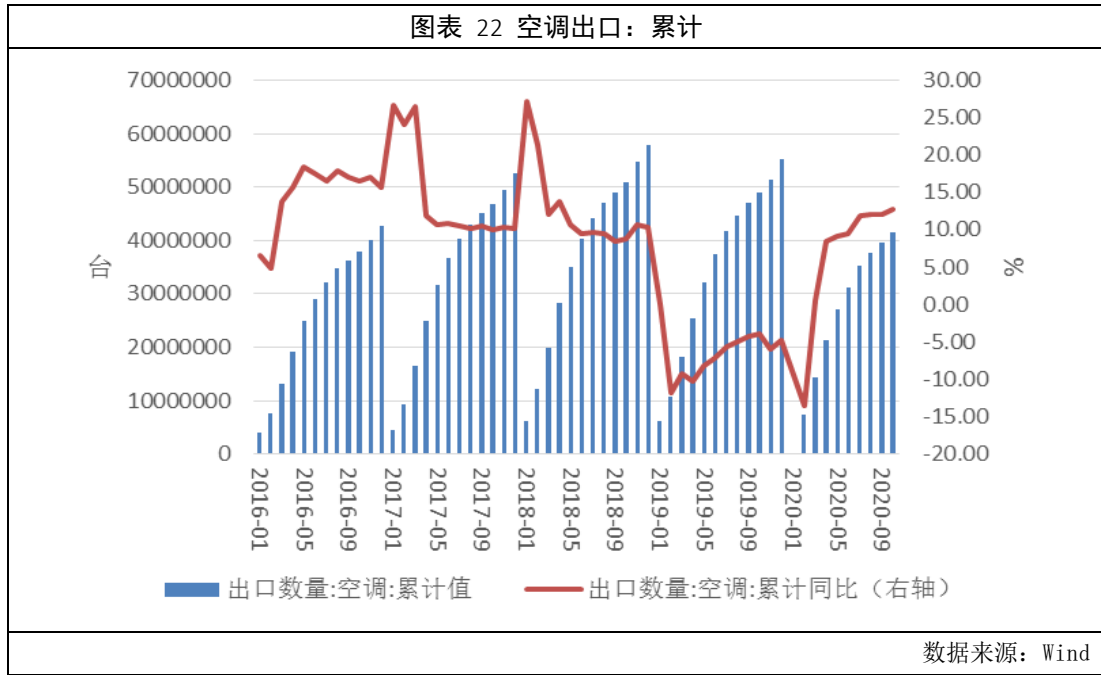


数据来源：Wind

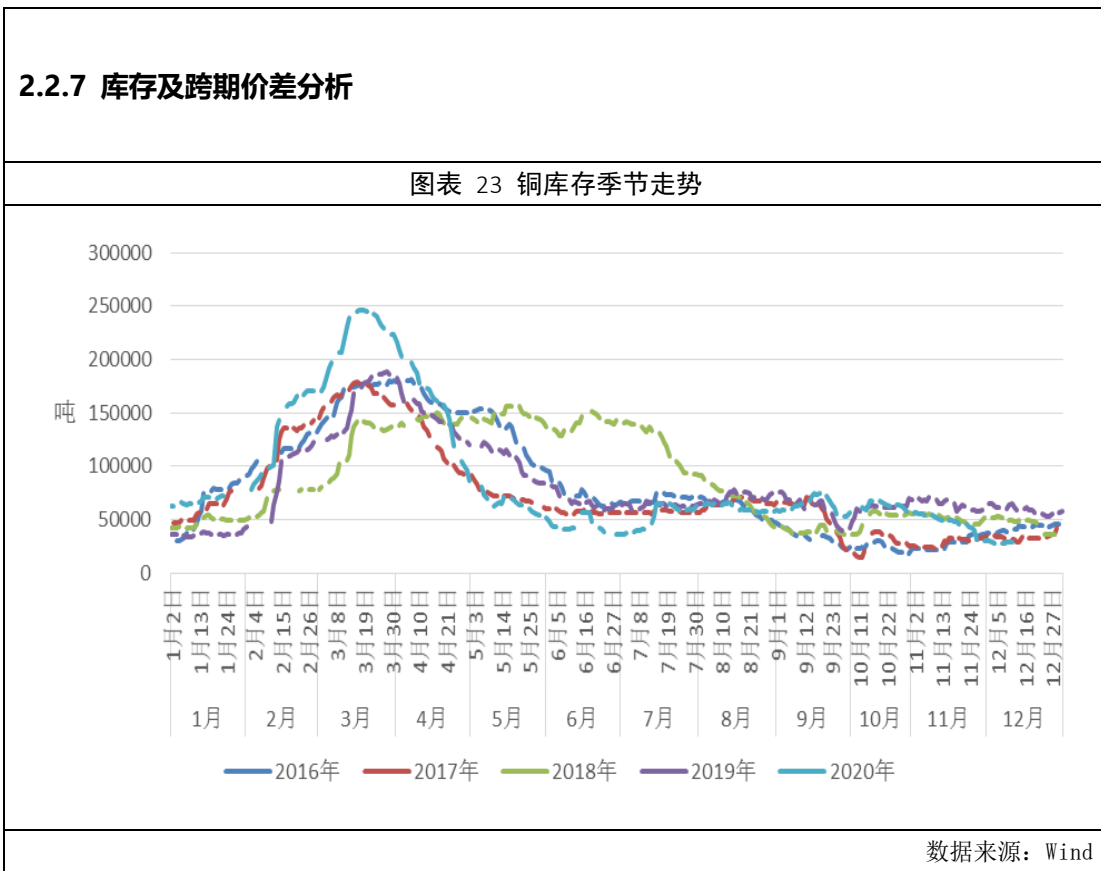
图表 21 空调产量：累计



数据来源：Wind

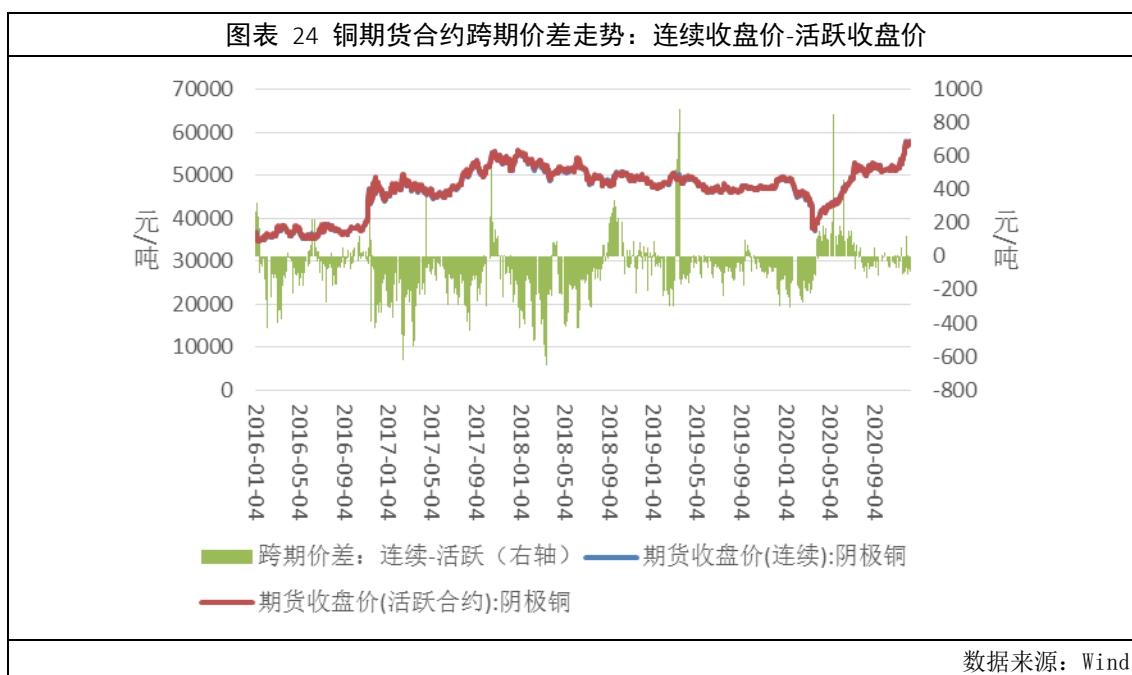


综合来看，冰箱和空调的持续回暖也提振了铜的需求。由于境外疫情蔓延有所放缓，境外主要经济体元气有所恢复，令我国家电出口明显回暖。



库存方面,截至 12 月 11 日,上期所铜库存为 29498 吨,目前处于 5 年同期的最低位。

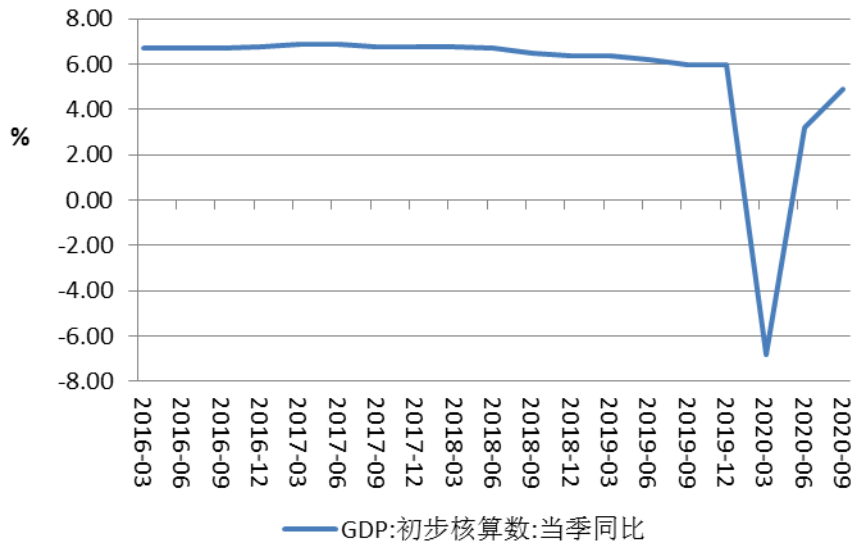
从图中可以看出，沪铜库存的变化规律比较明显，在第一、第二季度类库，然后在第三、第四季度去库。从图中亦不难发现，在今年第一季度，铜库存一度触及 25 万吨的近 5 年同期高位，这体现出了疫情对我国铜消费产生了非常负面的影响，然而，从 4 月份开始，铜库存便开始稳步下降，铜价也渐渐止跌回升，这背后，均是我国疫情控制得当带来的积极效果。



从跨期价差来看，今年沪铜的跨期价差变化相对稳定，仅仅是在第一季度近月合约出现小幅升水，其余大部分时间保持贴水，跨期价差稳定，则表明供应并不紧张。结合精炼铜产量，终端行业，如电线电缆、汽车、家电行业的表现可以得出如下结论：今年铜价的上涨是由于需求端的回暖带动的，即需求端表现好于供给，令铜价走强。

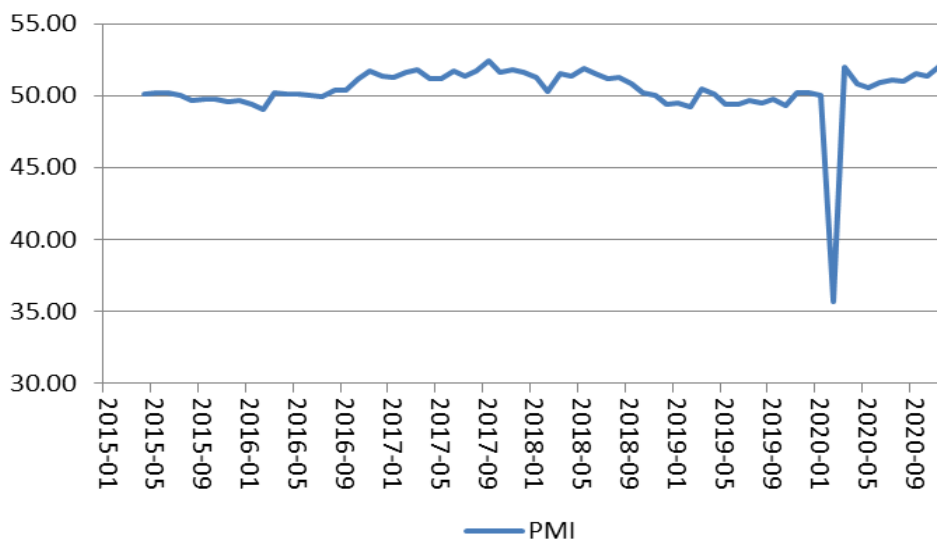
三、宏观面：我国经济走出疫情阴霾，各项指标明显反弹，提振铜价

图表 25 我国 GDP 季度同比增长走势

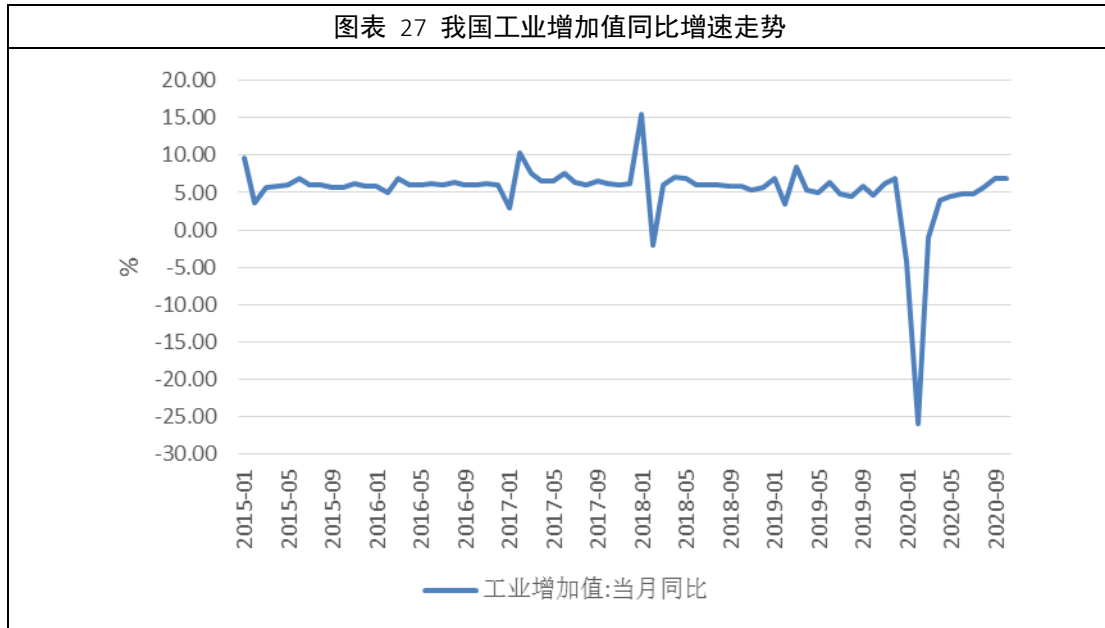


数据来源：Wind

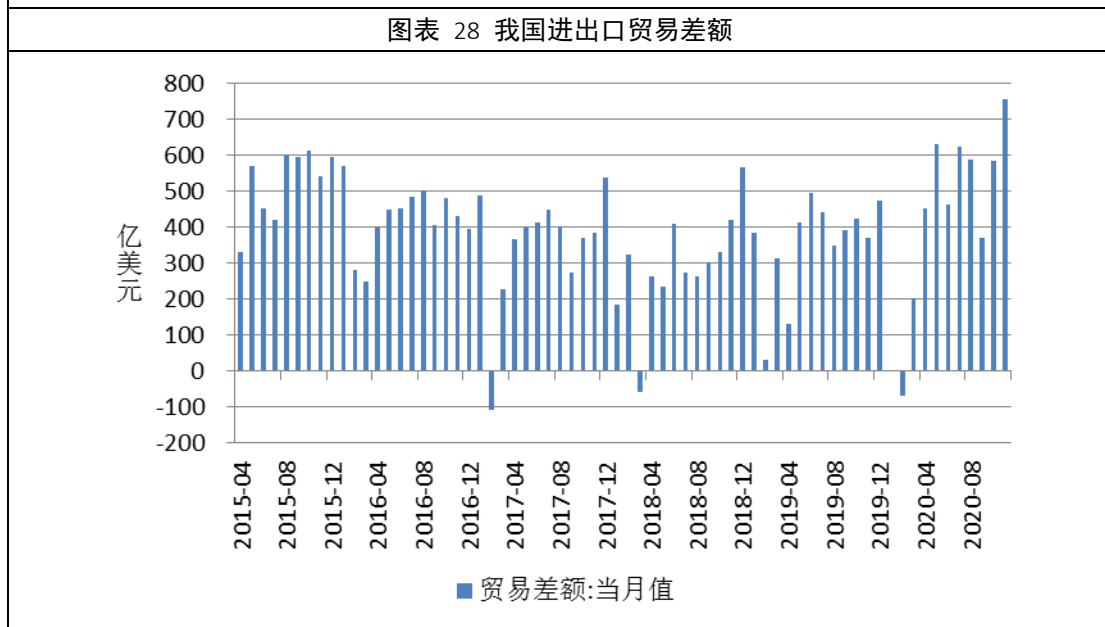
图表 26 我国官方制造业 PMI 走势



数据来源：Wind



数据来源: Wind



数据来源: Wind

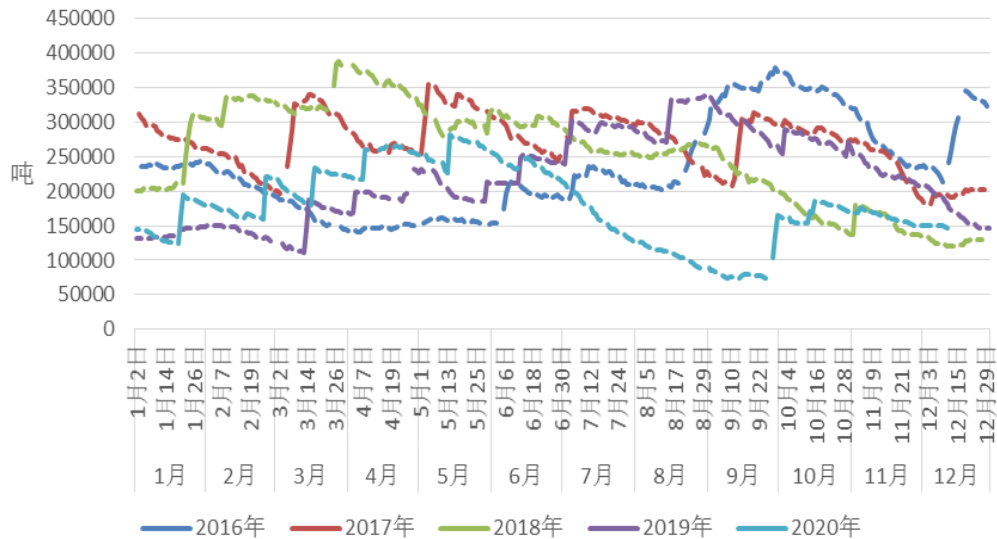
宏观方面，由于我国疫情控制得当，令我国经济迅速走出新冠疫情阴霾。GDP 明显反弹，第三季度同比增速达到 4.9%。官方制造业 PMI 仅仅经历了 3 月份的低迷变反弹，11 月份更是创下了 52.10 的年内新高，连续 9 各月为与荣枯线上。服务业方面，11 月我国服务业 PMI 为 56.4，连续 11 个月位于荣枯线向上，表明服务业亦迅速地从疫情中恢复了过来。工业增加值方面，1-10 月工业增加值累计同比增长 1.8%，比 1-9 月份增速提高 1.6 个百分点。进出口方面，我国 10 月份贸易顺差为 584.43 亿美元，为年内次高。诸多宏观

数据表明，我国经济复苏明显，未来值得期待。

在刚刚结束的政治局会议中，出现了一个新的提法，即需求侧改革，我们认为，在经历疫情之后，国内的需求潜能还有释放的空间，因此，为了更好地服务国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，国内的需求点有望进一步增加，比如新基建、新能源汽车等，铜价有望从中受益。

四、国际铜基本面简析

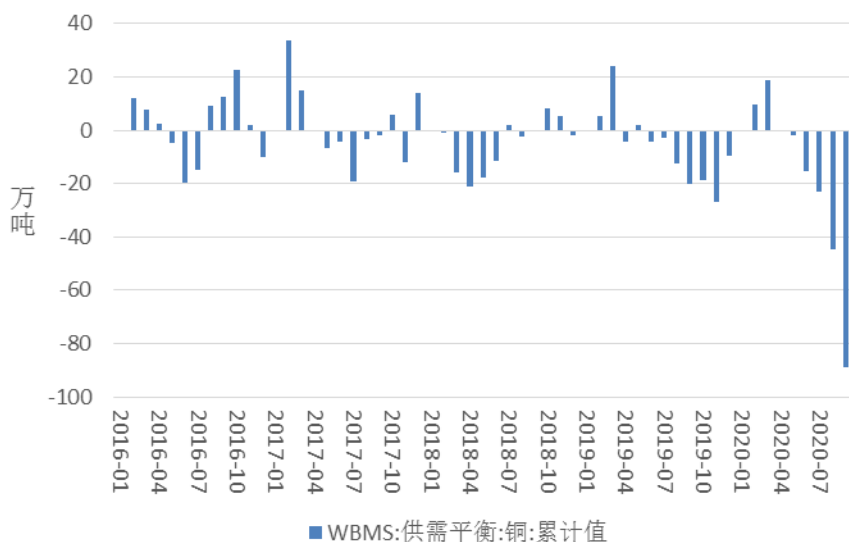
图表 29 LME 铜库存季节走势图



数据来源: Wind

截至 12 月 11 日，LME 铜库存为 146325 吨，从图中可以看出，这个库存水平处于近 5 年来的次低位，这也反映出境外需求有所恢复。

图表 30 WBMS 铜供需统计



数据来源: Wind

根据世界金属统计局的数据，2020 年 9 月全球铜供应缺口达到了 88.7 万吨，为近 4 年的最大缺口。其中 9 月份中国铜消费量达到了 130.8 万吨，全球铜消费为 209.8 万吨，

可见中国的铜消费占据了世界的半壁江山。而去年同期，中国的铜消费为 106.6 万吨。中国率先从疫情中恢复，铜需求得到扩大，而境外矿山受疫情影响，期间工人罢工事件又时有发生，开工并不能顺利，因此全球铜供应缺口被拉大。因此，可以得出这样一个结论，全球铜的消费看中国，其他地区的宏观经济政策对铜价有影响。

五、 国际抗疫进展及国际关简析

我国经济率先复苏，固然利好铜价，境外主要经济体的好转，也对铜价期待了提振的作用。

欧洲、美国、日本的防疫措施均不谨慎，导致新冠疫情严重蔓延，极大地影响了这些发达国家的实体经济，为提振实体经济，这些主要的发达经济体先后颁布了经济刺激计划，这样市场的流动性明显增多，而沪铜是所有金融属性中最强，当有流动性释放时，沪铜便会跟涨。12月8日，欧洲就救济基金方案达成一致，将会有 7500 亿美元投入到扶持企业的发展中，这将利好铜价。

美国方面，美国大选接近尾声，拜登获得较多票数，将当选新一任美国总统。与现任总统特朗普不同，拜登对于新冠疫情更加重视。预计他上台后，为了对抗新冠疫情，将会要求美国国会通过经济刺激计划，届时市场流动性又将变得充足，铜价将再度受到利好。在对华关系上，拜登相对于特朗普更加温和，中美关系有可能降温，但必须清楚地意识到，其中还是会出现意想不到的插曲，因此，拜登上台对中美关系的影响如何，还有待观察。

疫苗方面，虽然经历了曲折，但是目前境外疫苗研发取得了积极成果，摩德纳，阿斯利康的疫苗均取得良好表现，英国、美国政府已经开始安排接种工作，全球经济复苏进程有望加快，对于铜价来说，这又是一个利好因素。

六、后市展望

综上所述，我国经济率先从疫情中复苏，铜的需求得到提振，令铜库存明显下降。展望明年，我国经济将进一步复苏，而且需求侧改革的概念的提出，利好我国的整体需求，双循环格局将得到更好的体现，预计铜价也将获得积极影响。从终端行业来看，传统汽车市场以及新能源汽车市场将因为汽车下乡政策持续向好，地产行业的回暖，也将带动白色家电的消费继续恢复，这些行业回暖，将带动电线电缆的生产，总体来看，明年铜的需求不会太差。国际方面，新冠疫苗研发取得重要进展，各国已经开始陆续接种，全球经济复苏的步伐有望加快。另外，美国大选接近尾声，拜登当选总统，他上台后，为了抗击疫情，挽救美国经济，可能出台一系列的经济刺激计划，届时市场流动性再度增加，货币持续宽松，美元短期可能继续维持低位，这对于铜价来说，也是一个提振的因素。

技术上看，沪铜主连周 K 线已经突破了扇形的上沿，上方依然存在想象空间，预计明年上半年沪铜主连将继续维持强势，短期关注 60000 一线压力，若突破，则上看前高 76950。

伦铜方面，周 K 线突破了震荡区间，上方同样存在想象空间，但由于境外疫情控制效果不佳，明年伦铜的上涨可能并不顺畅，在市场氛围的提振下，伦铜上冲至前高 1 万美金也不是没有可能。

图表 31 沪铜主连走势展望



数据来源：文华财经

图表 32 伦铜走势展望



数据来源：文华财经

研究所

公司研究所具有一批资深优秀的产业服务、策略实战经验的分析师，具有齐全的期货投
询、金属能化农林产业研究、宏观研究、衍生品及专一品种等一体化研究职能。

研究致力于为客户提供中国资本市场前瞻性、可操作性的投资方案及各类型市场的研究
报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的
研究探索，为辖区乃至全国的实体经营和机构运作保驾护航。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇产业链的研究；我们看重数
量分析法；我们提倡研究的独立性，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒，保持市场观
点的一致顺延。

我们将积极依托越秀金控在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“宏观、产业
和行情策略分析”为主要核心，大力推进研究市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，
打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融行业的资深研究所。

核心理念：研究创造价值，深入带来远见

联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-23382623

地址：广东省广州市南沙区海滨路 171 号南沙金融大厦第 8 层自编 803A

邮编：510000

免责声明：本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。