

# 研究报告

## 年度视野——铜

### 加息周期下再平衡，铜价中枢下移

广州期货 研究中心

联系电话：020-22139813

#### 摘要：

预计2022年供给偏松。存量项目扩产及爬产角度，自由港旗下Grasberg，第一量子旗下Cobre Panama，力拓旗下Oyu Tolgoi，BHP旗下Spence，Codelco旗下Salvador等，依然在稳步建设与释放之中。增量项目投产及爬产角度，资金矿业旗下Kamoa-Kakula，Teck旗下项目，英美资源旗下Quellaveco等，未来3年内将继续贡献增量。ICSG称2020年精炼铜市场短缺47.90万吨，预测2021年小幅短缺4.2万吨，2022年预计供应过剩32.80万吨。而需求端，尽管海外市场仍有修复空间，但预计最好的阶段已过去。国内市场方面，尽管新能源用铜增长势头不减，但短中期的占比仍较低，难以抗下传统需求的大旗，当前消费占比较大的地产链反而下行风险更不容忽视。因此，2022年铜供需矛盾会明显缓和。

此外，从流动性角度来看，铜价会面临美联储开始加息带来的流动性收紧的风险。但对价格的影响可能更多会体现在正式宣布加息之前的预期管理阶段。基本面和宏观面如果在某一阶段形成共振，铜价下行节奏或加快，预计相对低点在2022年上半年出现的概率更大。

价格判断上看，铜价在2021年经历了近半年的高位震荡后，将向下突破进入中期的下行周期，2022年整体重心将下移，但因基本面转宽松的体现暂时并不充分，在回落的趋势中可能伴随价格的阶段性反弹。LME铜价格波动区间参考8000-9600美元/吨，沪铜主力价格波动区间参考60000-73000元/吨。策略上，建议关注沪铜主力合约71000以上沽空机会，中线布局。

**风险提示：**疫情发展超预期；地缘政治风险；需求超预期；铜矿供应端干扰超预期。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

#### 联系信息

分析师 许克元

期货从业资格：F3022666

投资咨询资格：Z0013612

邮箱：xuky@gzf2010.com.cn

#### 沪铜主力周K线走势



#### 相关报告

## 目 录

一、2021 年行情回顾：冲高-回落-震荡整理.....	1
二、流动性角度：收紧预期趋强.....	2
（一）美元指数维持强势.....	2
（二）疫情仍有反复，边际影响减弱.....	3
三、基本面：供求矛盾存缓和空间.....	5
（一）铜矿：2022-2023 年增量较明显.....	5
（二）精铜：供应紧缺转为过剩.....	7
（三）废铜：进口偏紧，关注国内政策.....	8
（四）需求：稳中趋弱.....	10
（五）库存：低库存态势难以持续.....	13
四、价格展望与投资建议.....	15
免责声明.....	17
研究中心简介.....	17
广州期货业务单元一览.....	18

## 一、2021年行情回顾：冲高-回落-震荡整理

回顾2021年，铜价基本呈现冲高-回落-震荡整理的态势。春节后2月份第一波上涨。2月份美国通过 1.9 万亿美元纾困法案，市场情绪受提振。此外，海外主要经济体持续推进疫苗接种，疫情得到初步控制，各国开始放开经济限制。叠加各国纷纷推出碳达峰时间表，市场预期新能源车、太阳能、风能等设备设施建设将进一步带动铜等基本金属消费。与此同时，南美疫情抬头加大铜矿供应紧张局面，铜价在2月份大幅冲高。铜价的快速上涨抑制下游消费，现货贴水加深，叠加美债收益率快速上行使得市场对美联储收紧流动性担忧提升，3月铜价进入阶段性盘整。

4月中后开始第二波上涨。美欧疫情逐步缓解带来境外消费强修复预期，美国通胀持续走高，4月15鲍威尔讲话称2022年年底之前加息可能性极小，市场交易通胀预期，铜价再度拉涨，5月LME3M铜价创下历史新高10747.5美元，沪铜主力冲高78270元。

5月中后，海外宽松流动性预期收紧，国内高层多次喊话、加强违规投机监管、抛储等方式管控价格。投机资金出逃，铜价出现明显回调。

7-11月，铜价大体维持高位区间震荡行情，沪铜主力主要波动区间在66000-73000。10月国庆节后，受海外能源危机发酵及伦铜挤仓风险的提振，铜价再次拉涨，冲高76700元，但很快就出现回落，再次回到震荡区间内。

截至12月3日，沪铜主力收盘69460元，较去年同期的56870元上涨12590元，涨幅22.14%；LME3M铜价收盘9417美元，较去年同期的7658.5美元上涨1758.5美元，涨幅22.96%。沪铜主力均价68312元，较去年均价48796元上涨19516元，涨幅40%；LME3M铜均价9275美元，较去年均价6199美元上涨3076美元，涨幅49.6%。

图表1：沪铜主力价格走势

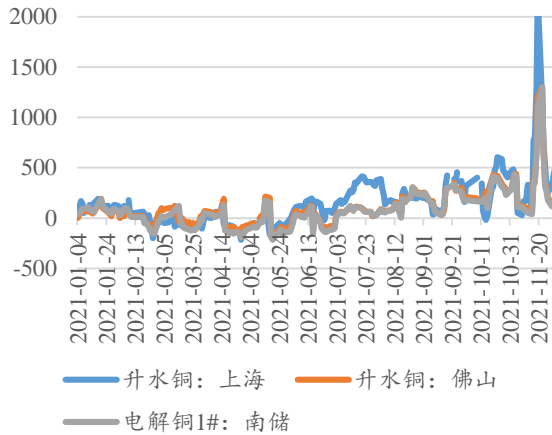


数据来源：文华财经 广州期货研究中心

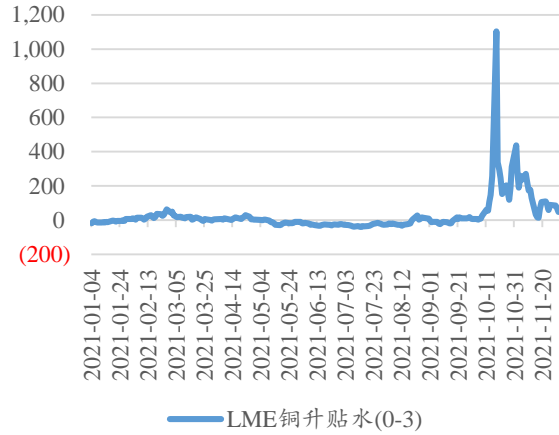
现货升贴水，沪铜在8月中旬价差结构开始转向back，到了10月份海外铜现货紧张局面大增，LME0-3 back结构升至1103.5美元，是1987年创出的前纪录高位的约两倍，出口窗口打开，国内炼厂向LME出口精铜，但国内本身现货紧张，在LME back结构回落之际国内现货升水以及沪铜月间结构大增，11月份国内在传出海关由于税控原因将导致进口铜清关大幅放缓之后，现货升水更是飙升至2000元/吨之上，创出了多年新高，进口窗口随

之打开，随着税票问题得到缓解，现货升水再次回落至此前区间内。整体来看，2021年，上半年铜价快速上行，现货难以跟上，出现贴水；但是下半年随着库存持续处于低位运行，现货呈现高位升水格局，内外库存的腾挪空间均十分有限。

图表2：沪铜现货升贴水



图表3：LME现货升贴水

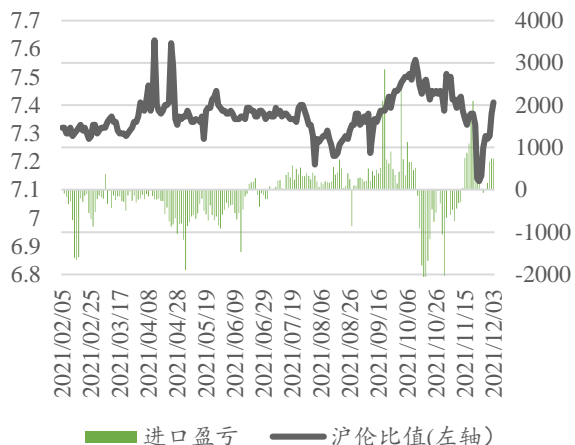


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表4：洋山铜溢价



图表5：电解铜进口盈亏（现货）



数据来源：Wind 广州期货研究中心

## 二、流动性角度：收紧预期趋强

### （一）美元指数维持强势

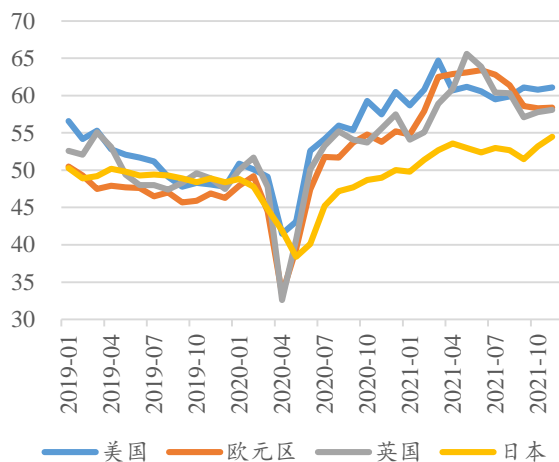
今年 6、7月美联储议息会议透露信号年底或将进行 QE，下半年随着美国通胀不断走高，美联储在11月议息会议中宣布开始以每月150亿美元的规模缩减债券购买，其中每月减少100亿国债和50亿MBS 购买规模，预计于2022年年中退出QE。12月议息会议中，美联储宣布，将加快缩减债券购买规模，将每月资产购买规模减少300亿美元。点阵图显示，官员们预计2022年美联储将加息三次，2023年加息三次。鲍威尔称缩债结束和开始加息之间不会间隔太长时间，可能在实现充分就业前加息。此外，此前一直存在的通胀“暂时性（Transitory）”也在本次会议声明中被正式删除。12月的经济预测中，美联储对于PCE和核心PCE的预测均较此前大幅提高，

2022年的PCE和核心PCE增速分别达到2.6%和2.7%。会议声明中通胀表述的变化以及美联储对于通胀预测的大幅调高，显示美联储对于通胀的担忧增加。

美元指数在流动性紧缩预期的推动下，6月开始企稳反弹，而美国相对于欧英日的经济恢复前景亦为主要影响因素。由于这一轮是美国历史上最快的一次复苏，在11月的Taper落地后，已经在发酵加息预期，预计美元指数在2022年继续维持强势。

但从经济发展阶段差异性来看，2022年美国受通胀压力的拖累大于欧英日，且随着疫情的大概率缓解，欧英日的经济有望加速追赶美国；再加上2022年下半年美国国会中期选举所导致的政治风险，美元指数难以维持2021年的大幅上涨趋势，因此我们判断2022年美元指数高位盘整，上半年偏强而下半年偏弱。

图表6：美欧英日制造业PMI

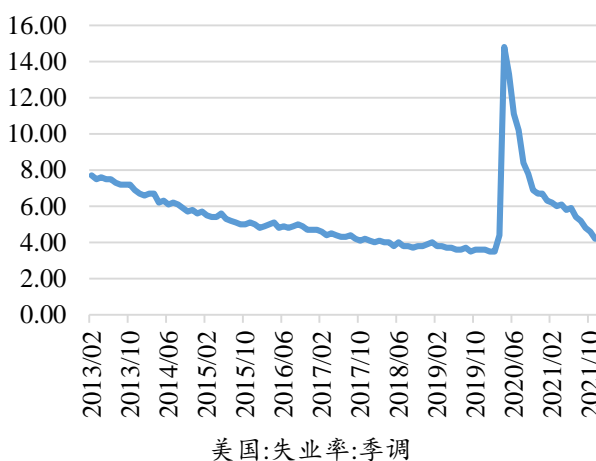


图表7：美元指数

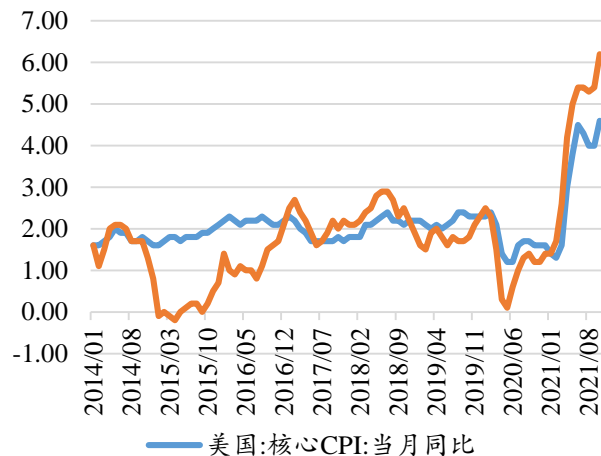


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表8：美国失业率



图表9：美国通胀数据



数据来源：Wind 广州期货研究中心

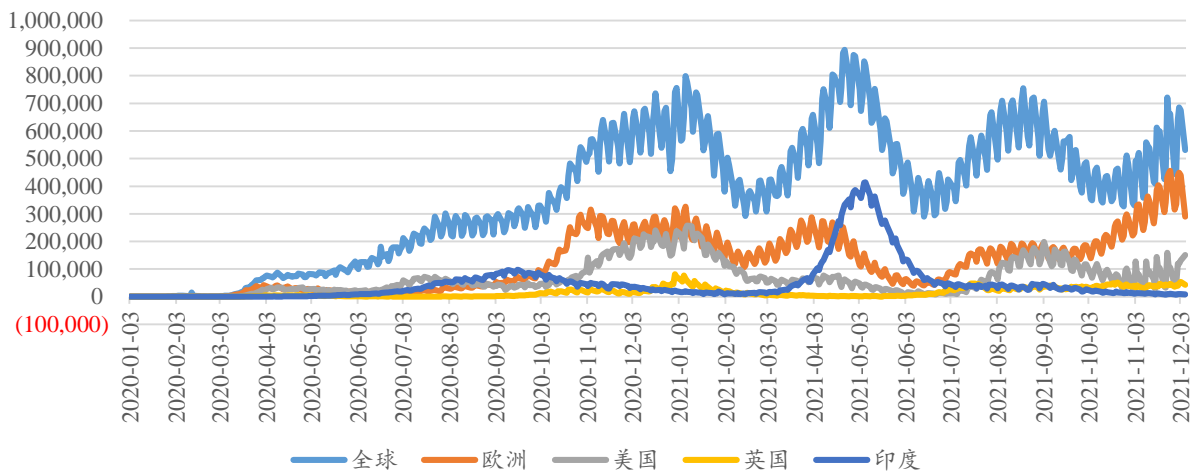
## （二）疫情仍有反复，边际影响减弱

疫情反复给市场带来了较大的不确定性，市场如何对疫情进行定价，是值得考虑的问题。回顾2020年初以来疫情的发展，第一阶段在疫情刚刚发生的2020年3月-5月之间，疫情在全球爆发，面对这一大流行，市场最

初陷入了大恐慌之中，一度导致所有的金融资产价格都出现了暴跌。第二阶段是Delta变异毒株从引发的两波疫情反弹，Delta 变异毒株最早于2020年10月在印度被发现，并于2021年3月底在印度大规模传播，至5月初达到高峰。随后 Delta 变异毒株7月初在欧盟、美国和东南亚国家开始大规模传播，至8月底、9月初达到高峰，但整体市场反应已经明显不及第一阶段，在两次疫情反弹中，体现出金融市场与病毒的“共存”的适应性逐步增强。

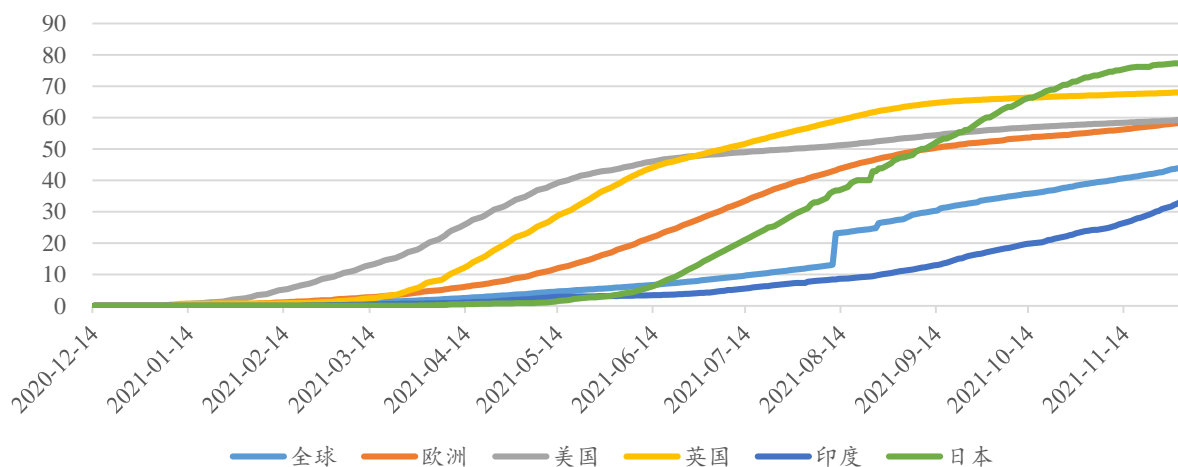
尽管本次Omicron的危害还缺乏数据的评估，但是鉴于此前的 Delta 变异毒株以及金融市场与疫情共存的适应能力的增强，且各国政府与公共卫生系统已经对可能的疫情反弹做好准备且在长达接近两年的疫情蔓延中积累了丰富的防控经验，因此我们认为新一轮疫情对全球整体经济的冲击相对有限，但是需要注意防范可能的超预期快速蔓延以及后续可能的病毒再次变异。亚特兰大联储主席博斯蒂克认为Omicron 对经济影响有限，每次出现的新变体都会导致经济放缓，但是放缓的幅度越来越小，预计经济放缓幅度将不像 Delta 变种病毒爆发时期那般强烈。

**图表10：全球主要经济体当日新增确诊病例**



数据来源：Wind 广州期货研究中心

**图表11：全球主要经济体疫苗接种占比**



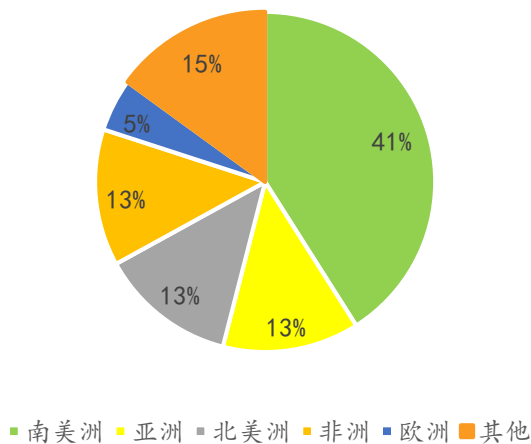
数据来源：Wind 广州期货研究中心

### 三、基本面：供求矛盾存缓和空间

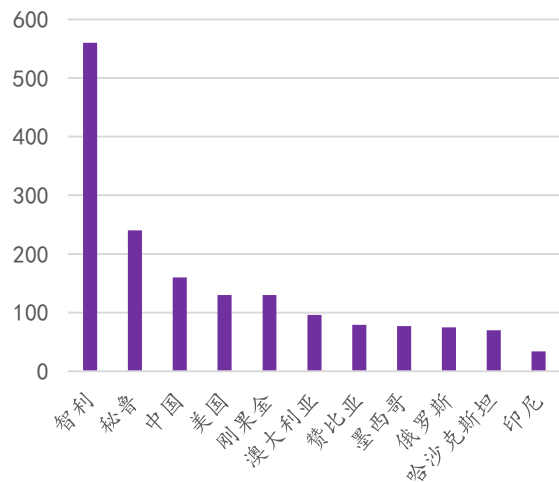
#### (一) 铜矿：2022-2023年增量较明显

根据ICSG数据，2020年全球铜矿产量2053万吨，其中智利和秘鲁铜矿产量分别为570万吨（27.8%）、220万吨（10.7%），合计占比高达38.5%，资源优势明显。相较于3%的储量占比，中国铜矿产量较高，2020年产量为170万吨，占全球产量的9%。此外，美国（120万吨）、澳大利亚（87万吨）、俄罗斯（85万吨）和墨西哥（69万吨）等铜矿主产国也均为铜矿资源储量丰富的国家。

图表12：全球铜矿产量分布



图表13：2019年前十国家铜矿产量



数据来源：Wind 广州期货研究中心

#### 1. 2021年铜矿供应从紧张到相对平衡

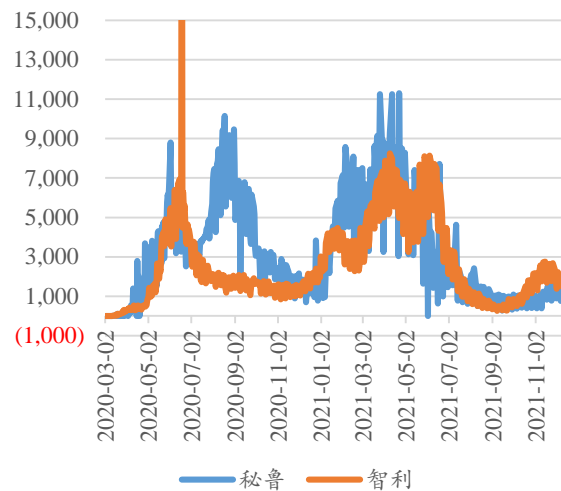
2021年一季度，铜精矿现货TC从年初的46.9美元/干吨持续下行，至4月2日达到今年低位28.5美元/干吨。主要铜矿供应端持续受海外矿山干扰性事件影响，且南美疫情抬头加大供应紧张局面，秘鲁为了防控疫情从1月底开始九个大区公路运力仅保持50%，铜精矿发运出现延误。而需求端冶炼厂正常投料，需求稳定，铜矿端供需错配情况比较突出，部分冶炼厂原料结构出现缺口，需要从现货市场上采购铜精矿，TC成交价不断下行。

4月后，海外矿山运行基本平稳，更多的铜矿新产能逐渐释放，紫金矿业卡莫阿-卡库拉铜矿一期工程第一序列年处理380万吨矿石项目已于2021年5月25日正式启动铜精矿生产；秘鲁的mina justa项目也在5月份完成调试工作，并开始全面投产。此外包括Grasberg、Spence等项目也在下半年逐渐爬产，全球铜矿供应开始转向宽松，同时国内多家冶炼厂陆续集中检修，铜精矿投料量大幅下降，TC从4月初触底后开始出现反弹，至9月初TC增幅开始大幅放缓后在62美元/干吨左右震荡，说明9月至今铜矿的供需格局相对平衡，无较大矛盾点。

图表14: 进口铜精矿TC



图表15: 智利、秘鲁当日新增确诊病例



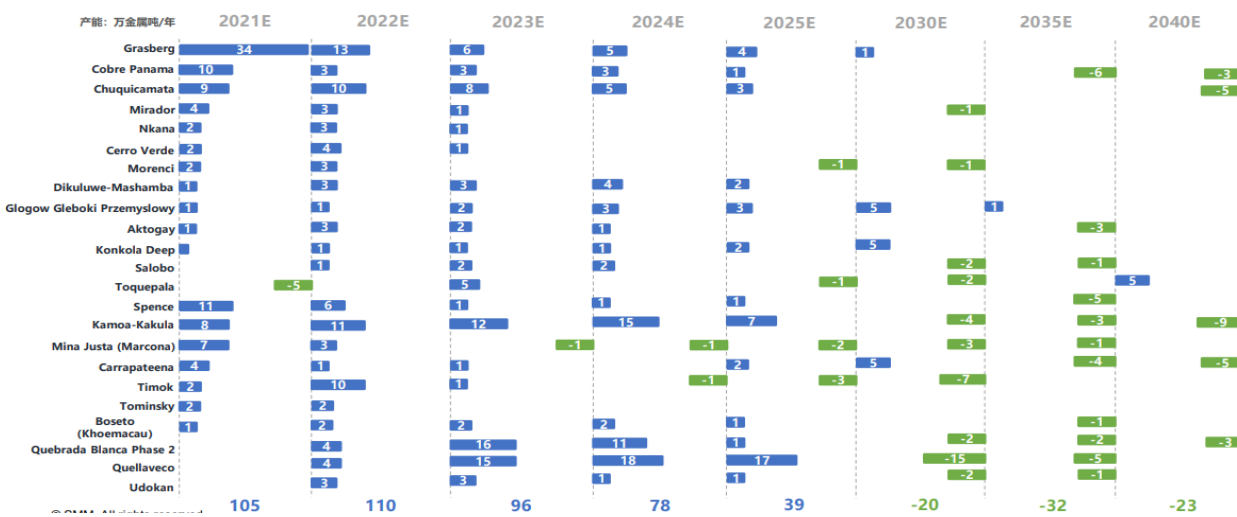
数据来源: Wind 广州期货研究中心

## 2. 2022年全球铜矿供应增量明显, 但需重视干扰率的提升

2021-2024年, 全球铜矿产能释放仍有迹可循, 疫情阻碍了部分项目建设的进度, 但这些项目最终投放的可能性依然很大。存量项目扩产及爬产角度, 自由港旗下Grasberg, 第一量子旗下Cobre Panama, 力拓旗下Oyu Tolgoi, BHP旗下Spence, Codelco旗下Salvador等, 依然在稳步建设与释放之中。增量项目投产及爬产角度, 资金矿业旗下Kamoa-Kakula, Teck旗下QB2(以及QB3), 英美资源旗下Quellaveco等, 未来3年内将继续贡献增量。

但同时我们也不能忽视铜矿端干扰率的提升。Las Bambas铜矿生产将于12月中旬停止。据五矿资源, Las Bambas铜矿当地社区再次提出过度商业需求, 于2021年11月重新架设路障, 由于欠缺关键耗材, 生产将于12月中旬停止。截至11月底, Las Bambas铜产量约27.8万吨, 矿山库存约5万吨铜精矿。2021年该矿产量约33万吨, 占全球铜矿供给1.4%, 若后续生产无法顺利恢复, 全球铜矿供应或进一步抽紧。这也体现出全球铜矿供应正在面临ESG方面越来越大的压力。此外, 疫情的不确定性也会在供应端预期会产生极强的不确定性。

图表16: 海外主要新建扩建铜矿山未来变化量



数据来源: SMM 广州期货研究中心



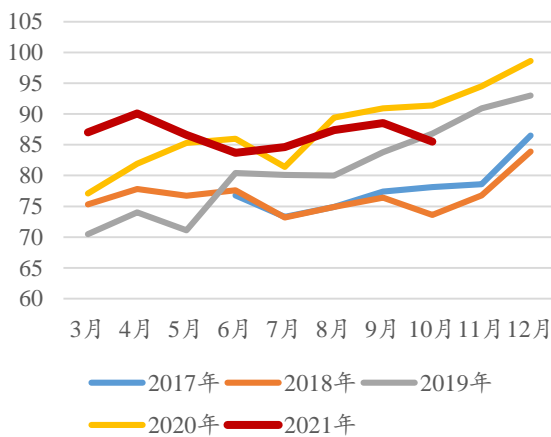
## (二) 精铜：供应紧缺转为过剩

今年以来，受限电限产及检修的影响，国内精炼铜产量在2季度后出现较明显的抑制，尽管在此期间，TC低位返升+硫酸价格持续上涨至9月的1000元上方，给冶炼厂带来丰厚利润。四季度后，随着限电问题的缓解，精铜产量在11月已呈现环比回升。目前来看，硫酸价格高位回落至500-600元/吨之间，但相对冶炼厂110元/吨附近的成本而言，利润依旧可观，预计2022年中国精炼铜产量将有明显释放。

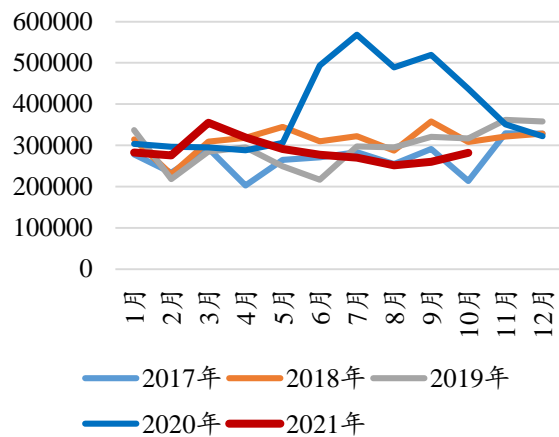
海外方面，今年以来持续的供应链问题影响了全球铜的流动。与去年的高基数相比，中国今年1-10月累计进口精炼铜286.4万吨，同比下降28.3%，但连续第二个月上升。1-10月累计进口阳极铜76.4万吨，同比下降4.8%。相比之下，精炼出口环比下降，11月上半月SHFE和LME现货价格之间的反套刺激多家中国铜生产商增加阴极出口，以缓解LME远期利差和交易所库存紧张的局面。受新变异病毒的影响，物流问题的影响可能还会持续一段时间，但预计影响会逐步趋弱。

整体而言，2022年全球精炼铜市场供应紧缺问题会明显缓解。据国际铜业研究组织(ICSG)称，2020年精炼铜市场短缺47.90万吨。ICSG预测2021年小幅短缺4.2万吨，2022年预计供应过剩32.80万吨。

图表17：中国精铜产量

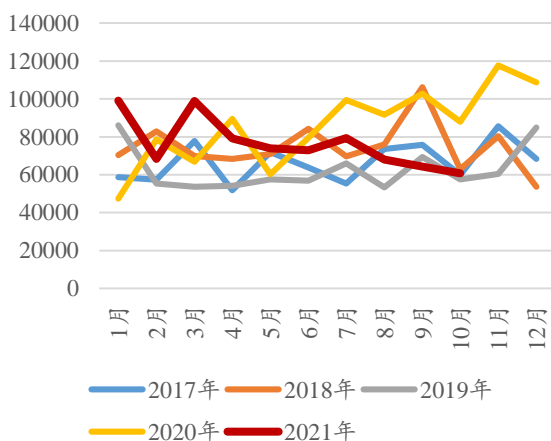


图表18：中国电解铜进口量

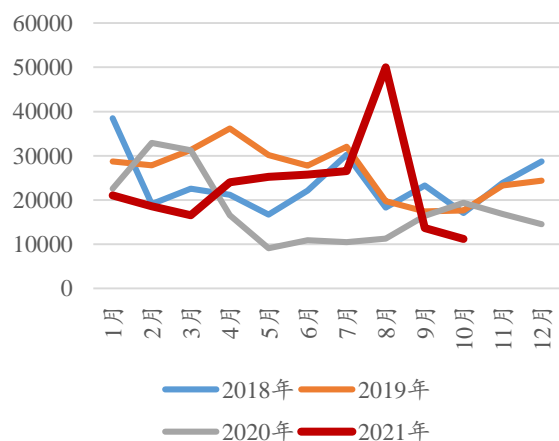


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表19：中国阳极铜进口量

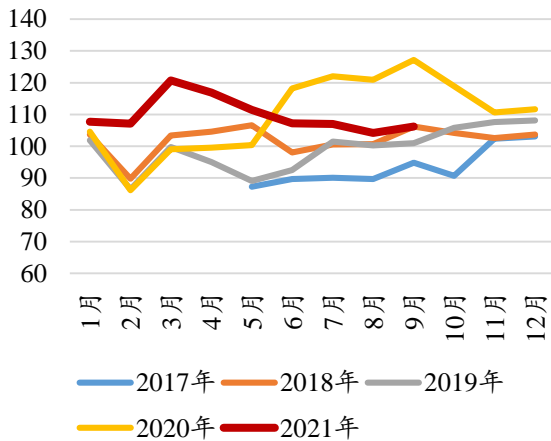


图表20：中国电解铜出口量

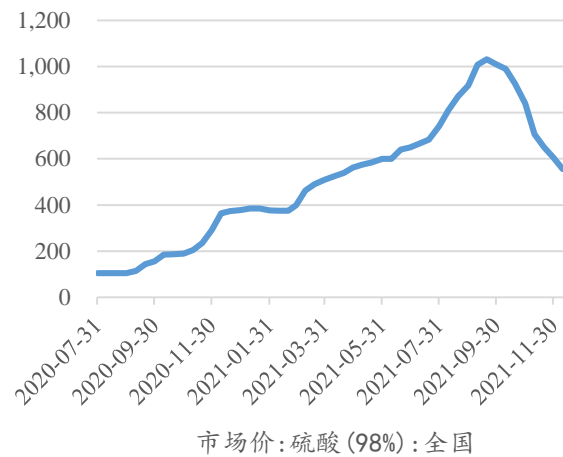


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表21: 中国精铜表观消费量



图表22: 中国硫酸价格



数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表23: 中国精炼产能释放计划

公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原料	投产年月
兰溪市自立环保科技有限公司	0	10	废杂铜/阳极铜	2020年9月
铜陵有色 (奥炉)	0	15	铜精矿	2020年6月
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020年9月
<b>Total</b>	<b>20</b>	<b>35</b>		
紫金铜业有限公司	0	10	铜精矿	2021Q1
江铜宏源铜业有限公司	0	10	阳极铜	2021Q1
江西汇盈环保科技有限公司	0	12	废铜/阳极铜	2021Q4
<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>32</b>		
包头华鼎铜业发展有限公司	0	7	铜精矿	2022
大冶有色 (阳新宏盛)	40	40	铜精矿	2022Q3
铜陵有色 (金冠铜业)	8	8	铜精矿	2022Q4
江铜富冶和鼎铜业有限公司	0	15	阳极铜	2022Q4
中条山有色金属集团有限公司	18	18	铜精矿	2022Q3
<b>Total</b>	<b>66</b>	<b>88</b>		

数据来源: SMM 广州期货研究中心

### (三) 废铜: 进口偏紧, 关注国内政策

废铜是全球铜矿供应的重要补充, 根据 ICSG 数据, 2020年全球原生铜产量为2055万吨, 再生铜产量为387万吨, 再生铜占全球总电解铜产量的16%, 再考虑到直接用于加工成铜材的废铜量, 全球废铜供应占总供给的约30%, 是电解铜供给端的重要组成部分。

根据SMM数据显示, 2021年中国的废铜供给约381万金属吨, 其中国产约223万金属吨, 进口再生铜和黄铜原料约132万金属吨, 进口铜锭约26万金属吨。2021年进口再生铜和进口铜锭约占总供给量的41.54%, 2017-2020年常在35%-45%之间, 国内的废铜供给对进口的依赖较重, 因此, 进口政策的变化对供应存在明显影响。

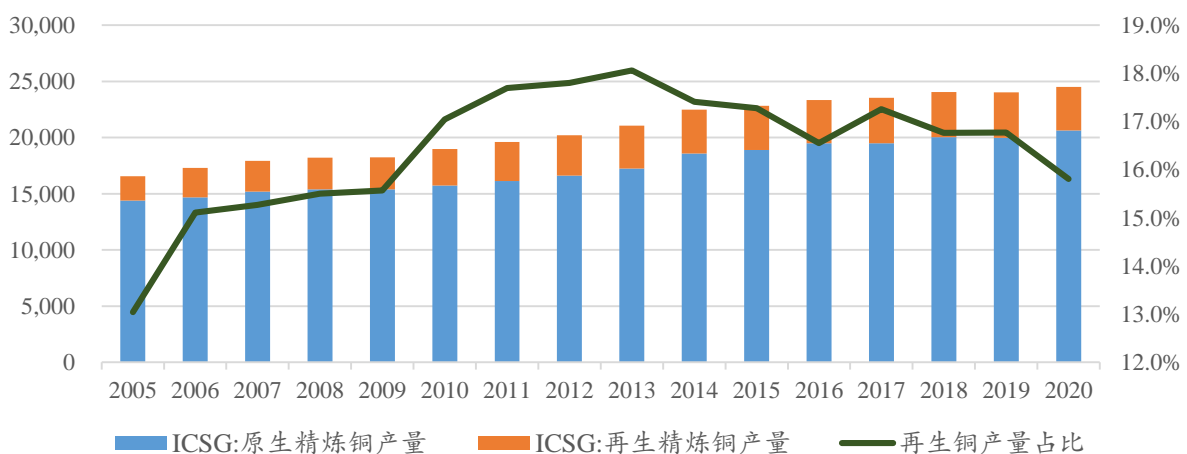
固体废物进口管理方案实施后，2018年起废铜进口量下降，国内拆解七类废铜的企业已提前出海，转移至东南亚。马来西亚政治稳定、且在位于马六甲海峡关键位置，中转物流成本低，成为国内企业扎堆前往的国家，是目前我国进口废铜第一大来源国，2020年占比17.46%，约167.1千吨。2020年底，再生铜原料标准出台后，再生铜原料进口量大幅回升。

从进口量来看，虽然今年中国再生铜原料进口量同比大增超过80%，但是国内再生铜制杆产能迅速扩张，废铜原料供应仍然存在较大缺口，无论是进口还是国内回收的再生铜原料供应，均较难在短期内大幅增加以满足需求。SMM预估2021年中国废铜制杆产能达到了600万吨，铜棒企业预期达到300万吨的产能。预期2021年国内废铜供应总量为381万金属吨，约530万吨的实物量，即使不包括废铜粗炼产能，单加工产能也远超废铜供给。长期以来，国内废铜缺口较大，废铜制杆产能一般只能开一半，每年经常有短缺情况出现，2021年则基本全年偏紧，三季度尤为紧缺。主因疫情导致海外港口出现拥堵，运价走高，以及船期不稳定，进口周期延长，成本增加。

2021年11月，马来西亚拟收紧允许进口的废金属标准，要求进口的废铜金属含量至少达94.75%，固体黑色金属含量不超过5.0%，非金属废料的含量不超过0.25%，电路板或电子废料含量不超过0%。新标准对铜金属量的要求严格程度，与中国的再生铜原料标准相差无几，即说明马来西亚当地的回收企业将无法引进七类废铜和部分低品位的六类废铜，恐将影响当地的废铜回收加工企业，例如铜米厂，铜锭厂等，产业的转移也需要时间，且受疫情反复的影响，转移周期可能延长。

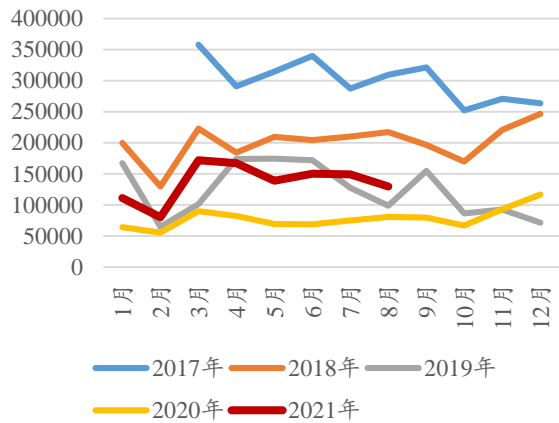
11月欧盟将修订欧盟固废运输条例，限制固废废物出口，对于向愿意接收固废，并有较严格处置能力，不增加额外污染的地区出口固废，可以作为例外。主要是为遏制向不符合欧盟环境标准的第三方国家出口废物。欧洲约占我国废铜进口贸易21.93%，北美洲13.16%，大洋洲3.53%，南美洲1.17，非洲占比仅1.17。若欧盟固废条例修订通过后，高品质的废料，像紫铜等流通预期阻碍较小，而低品位的废铜，像黄杂铜等出口难度会增加，同时也阻碍全球的废金属流通，直接或间接地影响中国的废铜进口，预计废铜进口货源依旧会维持较长时间的偏紧状态。因此，中国需要推动其国内回收行业，以对冲此类风险政策风险，这也符合国家发展和改革委员会2021年7月1日发布的《“十四五”循环经济发展规划》。

图表24：全球再生铜产量及占比

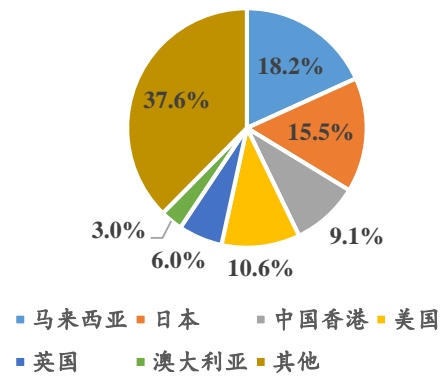


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表25: 废铜进口量



图表26: 中国废铜进口来源分国别



数据来源: Wind 广州期货研究中心

#### (四) 需求: 稳中趋弱

##### 1. 宏观层面

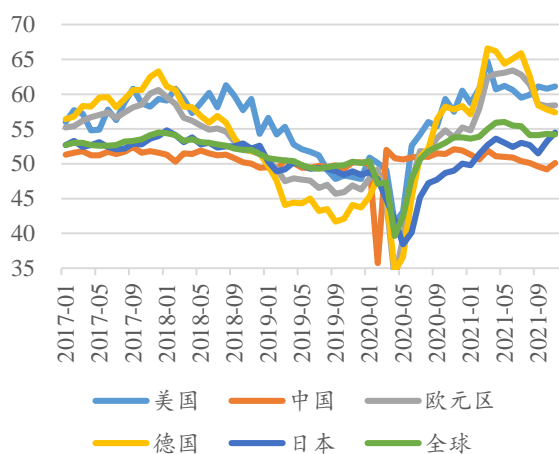
更多宏观指标显示经济复苏的边际增长已有所减弱。制造业PMI角度, 数据显示主要经济体制造业PMI从今年二季度开始出现回落, 主要经济体的生产修复后缺乏新的增长引擎, 从产能利用率来看, 美国和欧洲的制造业产能利用率均已超过2019年疫情前的水平。

全球的经济结构决定了中国经济已经成为了世界经济的晴雨表, 但2022年中国的经济增速预计不容乐观, 外部金融市场的高风险与国际贸易额的预期回落会给中国经济增加变量。

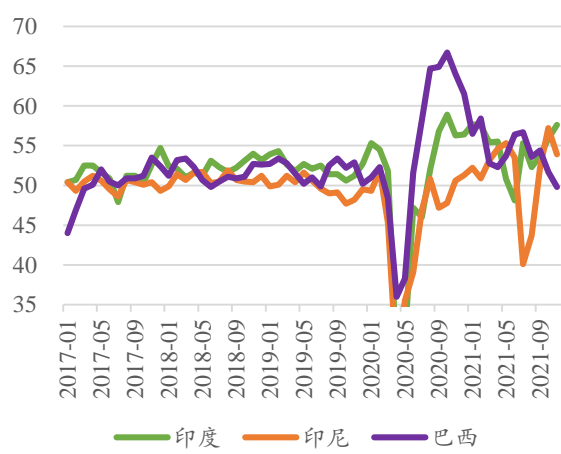
国内方面, 经济下行风险较大, 国内对新冠疫情的零容忍及销售端金融条件的收紧将对整个链条造成巨大的冲击; 因房地产税试点扩大的新闻, 一二线城市居民暂观望; 二三季度是“锁死地产放松一切”的试验窗口期, 四季度开始微调地产政策, 但幅度可能相对有限, 总体地产数据还将偏弱运行。

IMF预期2022年全球经济增长4.9%, 较2021年放缓1.0个百分点。OECD和世界银行的预测值分别为4.5%和4.3%, 分别较2021年放缓1.1和1.3个百分点。

图表27: 全球主要经济体制造业PMI

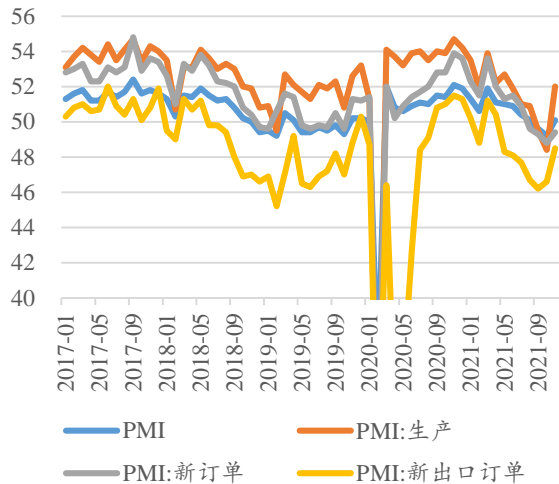


图表28: 新兴市场制造业PMI

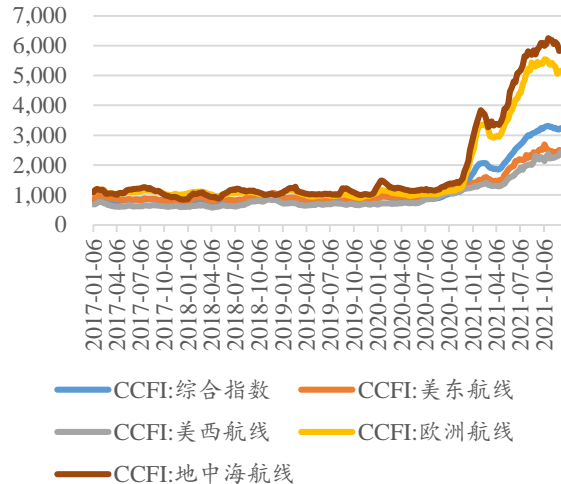


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表29：中国PMI新出口订单

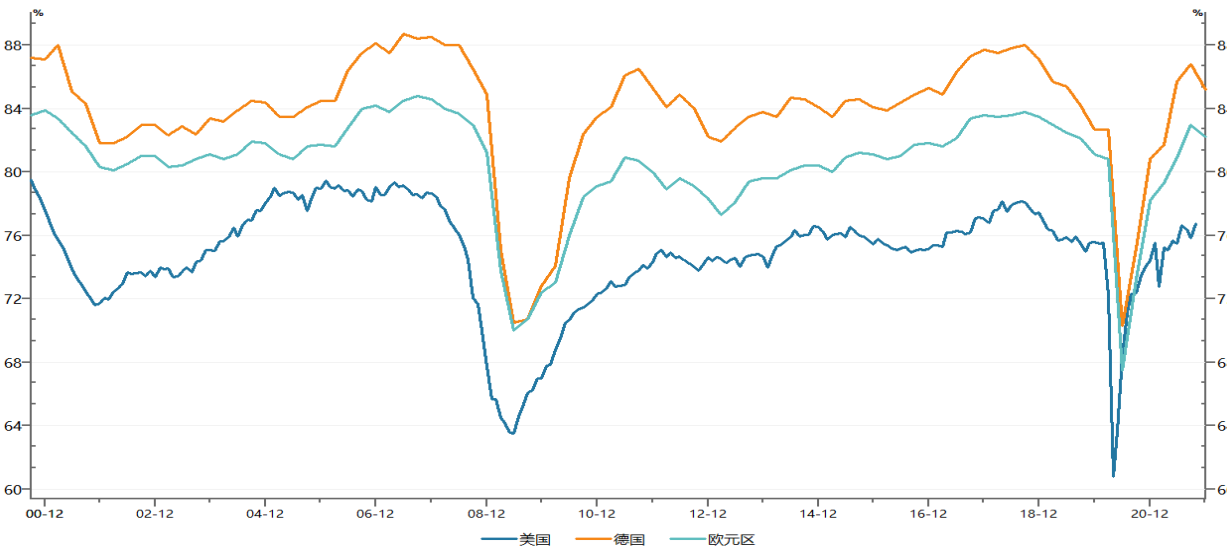


图表30：中国出口集装箱运价指数



数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表31：主要经济体制造业产能利用率



数据来源：Wind 广州期货研究中心

## 2. 微观层面

中国作为基建和制造业大国，铜消费占全球近50%，其次是美国、德国、日本等发达国家。我国铜消费领域较为集中，大规模电网建设使得电力领域铜消费占国内铜消费总量近一半，其次是空调制冷、汽车制造业和建筑业施工等，以上四个行业耗铜量合计占比可达80-90%；全球范围内铜消费领域分布较为均衡，主要是电力、建筑、交通等领域。从铜的最终使用形态来看，主要是利用铜良好的导电性，电力传导占总量60%，这也决定了铜在涉及电力的新兴领域有着广阔的应用前景，如新能源汽车、光伏、大数据中心等。

电力设备耗铜占铜消费量一半，国内电网投资建设基本成熟，传统电力板块难见明显增量，房地产铜消费中处于产业链后期，2021年竣工增速受资金紧张而不及预期，随着房企监管边际放宽松，2022年竣工增速会有所反弹，考虑到房地产市场处于转型期，预计后续该领域增量有限。家电耗铜中空调占比 85%，在地产销售放缓期内需仍不足，不过外需偏韧性；

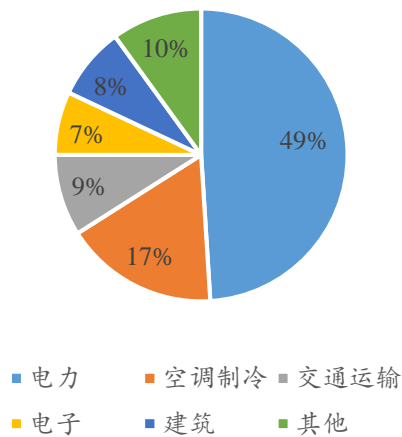
汽车行业缺芯问题好转，同时2021年新能源汽车大爆发，据中国汽车工业协会统计分析，2021年1-11月，新能源汽车产销继续创新高，累计产量已超过300万辆，销量接近300万辆，同比增长均为1.7倍。11月，新能源汽车市场渗透率17.8%，继续高于上月，其中新能源乘用车市场渗透率达到19.5%。

中汽协副秘书长陈士华表示，预计2021年汽车市场总销量将达到2610万辆，同比增长3.1%，2022年汽车市场总销量或将达到2750万辆，同比增长5.4%。其中，新能源汽车2022年销量将达到500万辆，同比增长47%。

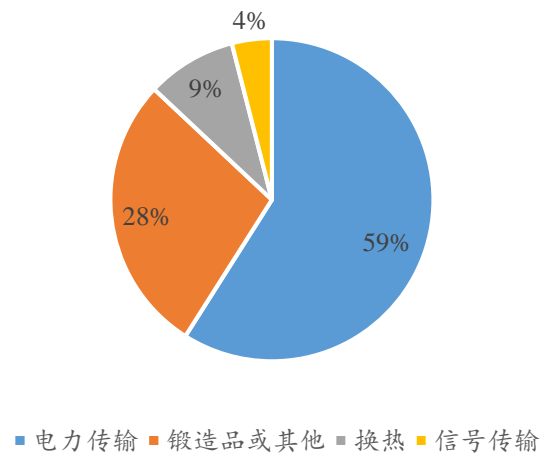
整体而言，2022年电网、地产耗铜难有明显增量，汽车耗铜回升，空调对铜需求小幅回落。

电动汽车+光伏风电，新兴应用领域需求正在爆发，据SMM华南年会资料显示，2021年全球新能源车、国内风电光伏对铜的需求量分布为46、114万吨；而2021-2023年，新兴领域对铜的需求量分布为160、202、257万吨，预计占铜总需求量比例分别为6.65%、8.11%、9.95%。到2025年这个占比会提升到14%以上，2030年占比达到22%。

图表32：中国铜消费领域

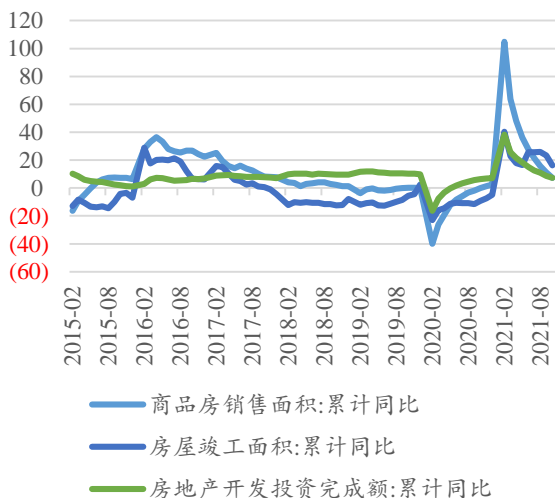


图表33：全球铜最终使用形态

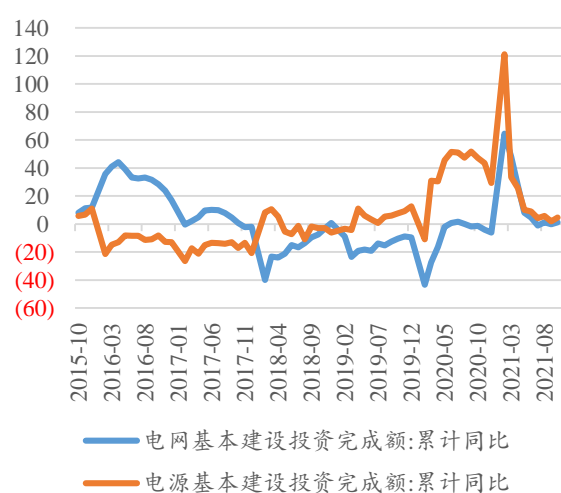


数据来源：Wood Mackenzie 广州期货研究中心

图表34：中国房地产数据

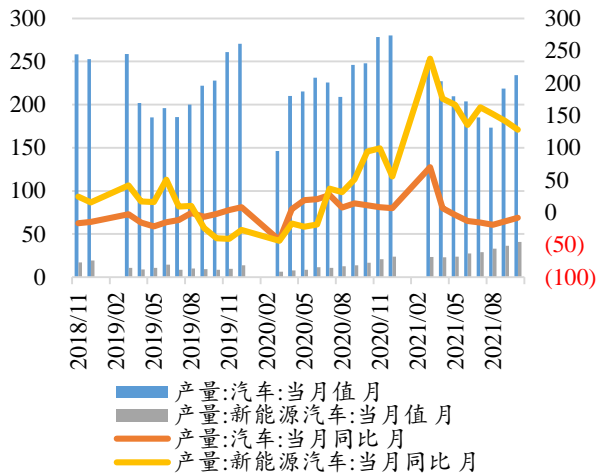


图表35：中国电网电源投资完成额

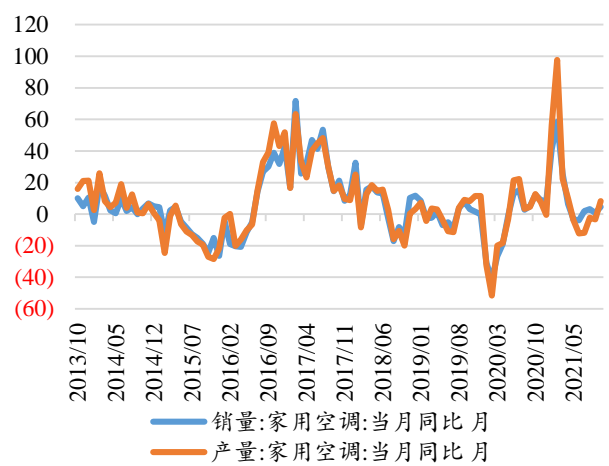


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表36: 中国汽车数据

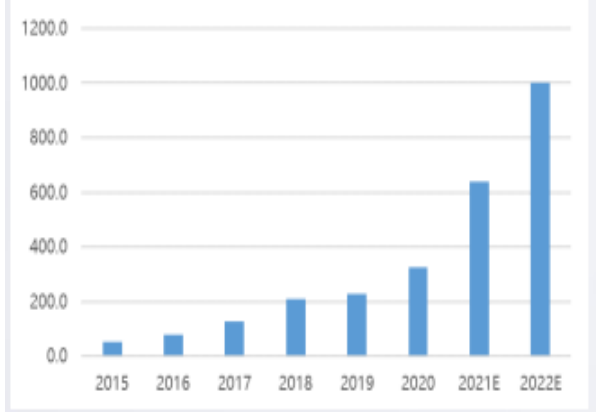


图表37: 中国空调产销

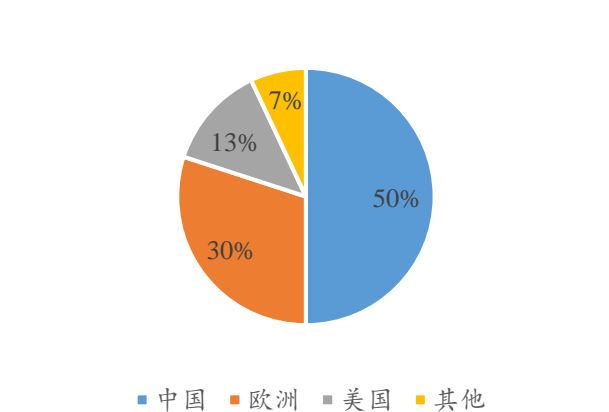


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表38: 全球新能源汽车销量 (万辆)



图表39: 2022年新能源销量占比分国别



数据来源: Wind 广州期货研究中心

### (五) 库存: 低库存态势难以持续

国内方面, 2021年整体库存过山车行情, 上半年持续走高, 下半年创历史新低。现货升贴水在整个上半年均处于贴水状态, 9月后在库存持续处于历史低位的刺激下, 现货升水大幅走高。春节后, 铜价连续攀升, 尤其4月中旬后的涨幅远超预期, 精废价差扩大, 下游大量改用废铜替代电解铜, 导致电解铜消费差, 持货商大量交仓。6月后, 国内冶炼厂进入密集检修期且遭遇限电限产, 电解铜产量明显下滑, 与此同时, 精废基差持续收窄, 下游重新用回电解铜, 供弱需强的情况下, 电解铜库存持续去化。临近年末, 全国库存处于历史低位, 叠加海关对进口铜税票限开, 国内出现逼仓行情, 好铜升水一度扩大到2000上方。

境外方面, 上海保税区库存存在1-7月运行相对平稳, 基本维持在40-45万吨。直到7月后, 进口盈利窗口打开, 保税区库存开始下降转移到国内, 洋山铜溢价也在6月触底后开始回升。LME铜库存前9个月基本呈现回升态势, 并达到年内高点25万吨附近, 9月后LME库存见顶回落, 持续下降至历史低位水平, 并在10月国庆后因大的贸易商通过快速注销仓单, 使得LME可利用库存极低出现了逼仓行情。

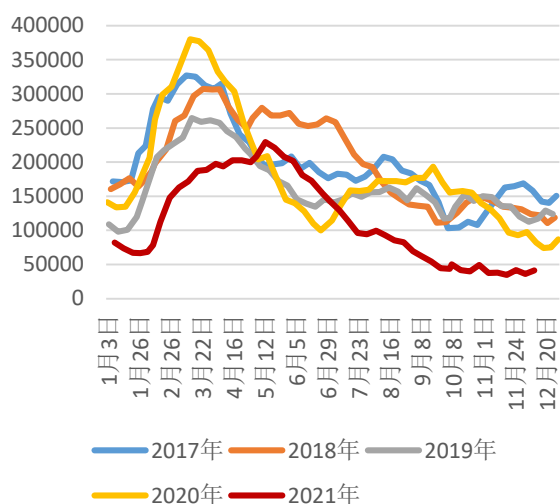
截至2021年12月10日, 三大交易所加上海保税库的铜库存约为31.8万

吨，较2020年底的72.1万吨，减少约40.3万吨。分区域来看，LME铜库存约为8.2万吨，较去年底的10.8万吨减少约2.6万吨；COMEX铜库存约为5.8万吨，较去年底的7.7万吨减少约1.9万吨；SHFE铜库存约为4.1万吨，较去年底的8.7万吨减少约4.6万吨；上海保税区库存约13.7万吨，较去年底的44.9万吨减少约31.2万吨。

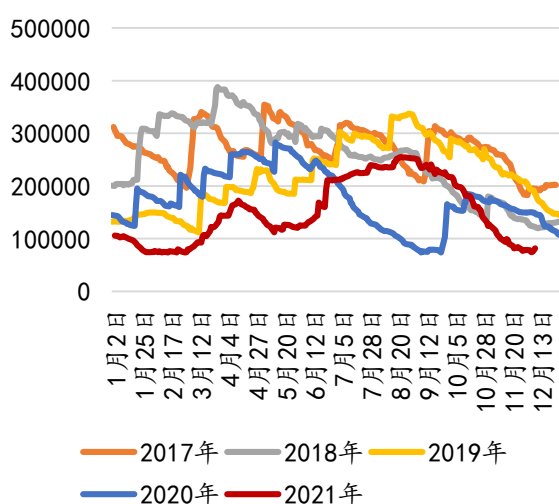
2020年ICSG公布的全年精铜消费量2503.3万吨，全球每天平均消费量约6.94万吨，以目前三大交易所+保税区库存合计31.8万吨计算，库存可消费天数约4.58天，库存消费比处于6年以来的绝对低位。

展望2022年，预计随着国内精炼铜产量的释放以及海外物流问题的逐步缓解，全球低库存态势或不可持续。

图表40：SHFE铜库存

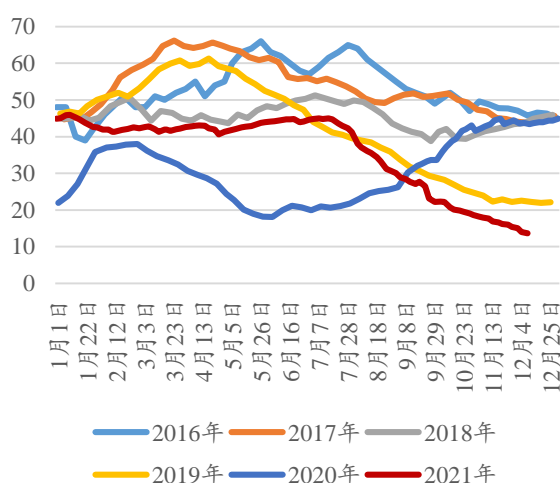


图表41：LME铜库存

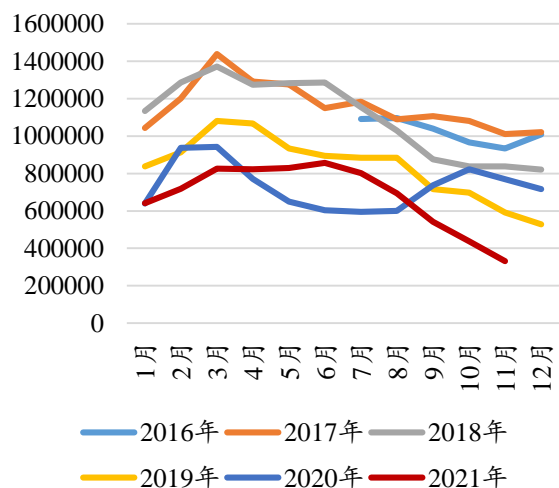


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表42：上海保税区库存



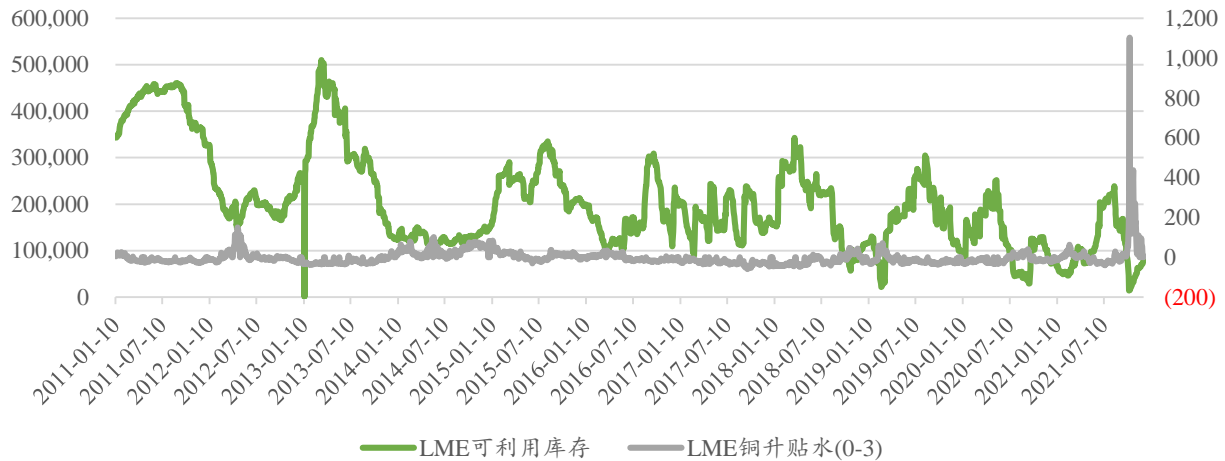
图表43：三大交易所+保税区库存合计



数据来源：Mysteel 广州期货研究中心



图表44: LME铜的逼仓行情



数据来源: Wind 广州期货研究中心

#### 四、价格展望与投资建议

图表45: 全球铜市场供需平衡

单位: 千吨	2020	2021E	2022E	2023E
铜矿产量	20968	21496	22570	23811
同比变化 (%)	0.10	2.50	5.00	5.50
精炼铜产量	23940	24346	25085	26088
同比变化 (%)	1.70	1.70	2.80	4.00
精炼铜需求量	23499	24380	24940	25722
同比变化 (%)	-0.80	3.70	2.30	2.60
供需平衡	441	-34	145	366

数据来源: Wood Mackenzie 广州期货研究中心

预计2022年供给偏松。存量项目扩产及爬产角度,自由港旗下Grasberg,第一量子旗下Cobre Panama,力拓旗下Oyu Tolgoi, BHP旗下Spence, Codelco旗下Salvador等,依然在稳步建设与释放之中。增量项目投产及爬产角度,资金矿业旗下Kamoa-Kakula, Teck旗下项目,英美资源旗下Quellaveco等,未来3年内将继续贡献增量。ICSG称2020年精炼铜市场短缺47.90万吨,预测2021年小幅短缺4.2万吨,2022年预计供应过剩32.80万吨。而需求端,尽管海外市场仍有修复空间,但预计最好的阶段已过去。国内市场方面,尽管新能源用铜增长势头不减,但短中期的占比仍较低,难以抗下传统需求的大旗,当前消费占比较大的地产链反而下行风险更不容忽视。因此,2022年铜供需矛盾会明显缓和。

此外,从流动性角度来看,铜价会面临美联储开始加息带来的流动性收紧的风险。但对价格的影响可能更多会体现在正式宣布加息之前的预期管理阶段。基本面和宏观面如果在某一阶段形成共振,铜价下行节奏或加快,预计相对低点在2022年上半年出现的概率更大。

价格判断上看,铜价在2021年经历了近半年的高位震荡后,将向下突破进入中期的下行周期,2022年整体重心将下移,但因基本面转宽松的体现暂时并不充分,在回落的趋势中可能伴随价格的阶段性反弹。LME铜价格波动区间参考8000-9600美元/吨,沪铜主力价格波动区间参考60000-

73000元/吨。策略上，建议关注沪铜主力合约71000以上沽空机会，中线布局。

风险提示：疫情发展超预期；地缘政治风险；需求超预期；铜矿供应端干扰超预期。

## 免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本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，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。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！**

## 研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的核心价值观和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及全球的衍生品投资者。

研究中心下设综合部、农产品研究部、金属研究部、化工能源研究部、金融衍生品研究部、创新研究部等六个二级部门，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

### 研究中心联系方式

金融衍生品研究部：(020) 22139858

金属研究部：(020) 22139817

化工能源研究部：(020) 23382623

创新研究部：(020) 23382614

农产品研究部：(020) 22139813

综合部：(020) 22139817

办公地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼10楼

邮政编码：510623

## 广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

### 广州期货主要业务单元联系方式

<b>佛山南海营业部</b>	<b>清远营业部</b>	<b>上海陆家嘴营业部</b>	<b>北京分公司</b>
联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市南海区桂城街道海五路 28 号华南国际金融中心 2 幢 2301 房	联系电话：0763-3882201 办公地址：清远市清城区人民四路 36 号美吉特华南装饰商贸中心永泰中心 5 层（19-23A 号）	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路 899 号 1201-1202 室	联系电话：010-68525389 办公地址：北京市西城区月坛南街 59 号 5 层 501-1、501-26、501-27
<b>深圳营业部</b>	<b>长沙营业部</b>	<b>东莞营业部</b>	<b>广州体育中心营业部</b>
联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A 座 704A、705	联系电话：0731-82898516 办公地址：湖南省长沙市芙蓉区五一大道 618 号银华大酒店 18 楼 1801	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路 2 号粤丰大厦办公 1501B	联系电话：020-28180338 办公地址：广州市天河区体育东路 136、138 号 17 层 02 房、17 层 03 房自编 A
<b>杭州城星路营业部</b>	<b>天津营业部</b>	<b>郑州营业部</b>	<b>湖北分公司</b>
联系电话：0571-89809632 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路 111 号钱江国际时代广场 2 幢 1301 室	联系电话：022-87560710 办公地址：天津市南开区长江道与南开三马路交口融汇广场 2-1-1604、1605、1606	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路 80 号 1 号楼 2 单元 23 层 2301 号	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼 14 层 1401-9 号
<b>苏州营业部</b>	<b>山东分公司</b>	<b>肇庆营业部</b>	<b>广东金融高新区分公司</b>
联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场 58 幢苏州中心广场办公楼 A 座 07 层 07 号	联系电话：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街 150 号中信广场主楼七层 703、705 室	联系电话：0758-2270760 办公地址：广东省肇庆市端州区星湖大道六路 36 号大唐盛世第一幢首层 04A	联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路 28 号华南国际金融中心 2 幢 2302 房
<b>青岛分公司</b>	<b>四川分公司</b>	<b>上海分公司</b>	<b>华南分公司</b>
联系电话：0532-88697836 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 6 号农商财富大厦 8 层 801 室	联系电话：028-86282772 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路 4 段 12 号 6 栋 802 号	联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路 69 号 1 幢 12 层（电梯楼层 15 层）03 室	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路 171 号南沙金融大厦第 8 层自编 803B
<b>总部金融发展部</b>	<b>总部机构发展部</b>	<b>总部产业发展部</b>	<b>总部机构业务部</b>
联系电话：020-22139814 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼	联系电话：020-22139836 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼	联系电话：020-23382586 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼	联系电话：020-22139802 办公地址：广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼 10 楼
<b>广期资本管理（上海）有限公司</b>			
联系电话：(021) 50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路 388 号越秀大厦 701 室			