

供需双增 铜价重心上移

执笔: 吴昱晨
电话: 0591-87892521
从业资格: F0254478
Z0001732

一. 期现货行情回顾

图 1: 沪铜指数日 K 线


数据来源：文华财经 福能期货研究院

受到新冠疫情的影响，2020 年沪铜期货呈现先抑后扬的走势，在区间 35000-60000 中运行，总体可分为几个阶段：

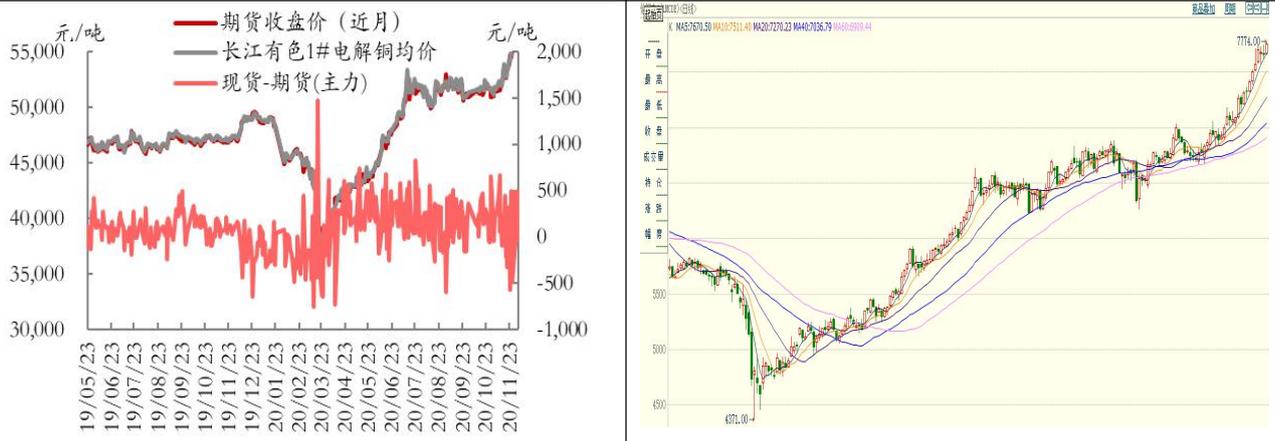
1、大幅下跌（2020 年年初至 2020 年 3 月底）：此期间沪铜指数下跌近 30%，区间（35300,50000）。受到国内外疫情的影响，市场恐慌情绪蔓延，需求预期悲观，大宗商品大幅下挫，铜价也不例外，沪铜主力最低跌至 35300 元/吨。

2、修复性上涨（2020 年 3 月底至 7 月中旬）：此期间沪铜指数大幅上涨，区间（35000,53500）。面对疫情引发的担忧，全球央行及政府相继出台了规模空前的财政政策及货币政策，流动性紧张的局面得到了缓解，市场情绪逐渐恢复。与此同时，海外矿山由于疫情导致供应收缩，我国疫情控制较好，率先复工复产。在宏观和基本面的共同作用下，铜价持续上涨，6 月已收复此前的跌幅。

3、高位震荡（2020 年 7 月中旬至 11 月上旬）：此期间沪铜高位震荡，窄幅整理，区间（49400-53500）。全球大概率宽松的货币政策持续支撑铜价，但海外疫情反复，叠加国内的“金九银十”旺季不旺等因素，铜价持续在 51500 一线震荡。

4、震荡上行（2020 年 11 月上旬至今）：此期间沪铜震荡上行，区间（51500,60000）经过 4 个多月的盘整后，沪铜再次大幅上涨。期间美国大选结束，国内外经济数据好转，宽松货币政策延续，国内需求家电、地产、汽车等板块持续复苏，铜价持续上涨，创近 8 年新高。

图表 2: 国内沪铜现货价格及伦铜走势



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

2020年沪铜现货价格走势与期货大致相近。国内方面，以长江有色市场价格为例，全年运行在36570-57630元/吨，最高点出现在11月，最低点出现在3月。伦铜方面，走势与国内期货盘面大致相近。内地以内蒙为例，全年运行在1225-1840元/吨，最高点在11月，最低则出现在8月。外盘方面，2020年CFR中国主港中间价格较国内波动更为剧烈，全年运行在152.5-262.5美元/吨，高低点的时间段与内地相近。

二. 宏观经济

国内方面，“十四五”规划建议提出形成国内强大市场，构建新发展格局，把扩大内需和供给侧改革有机结合起来。12月中央政治局工作会议上提出“要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革”，预计2021年中国经济增长的动能将由房地产和基建投资驱动转向消费和制造业投资驱动。随着宏观经济逐步从疫情冲击中修复，逆周期调控政策在逐步退出，但退出节奏可能不会太快。由于当前经济恢复基础并不牢固，固定资产投资面临回落压力，出口高增难以持续，经济仍面临下行压力，国内经济发展仍需要宽松货币政策环境支持。

国际方面，展望2021年，伴随新冠疫苗推出、推广，全球经济可能逐渐扫去疫情的阴霾，走向更全面的复苏。全球经济向好回暖，全年增速呈现前低后高的“V型”走势。而去除我们对于疫苗研发的乐观预期后，可以预见的是全球流动性在2021年仍将保持充裕。充裕的流动性都将为2021年的增长提供保障，并缩小产出缺口。疫苗是否成功问世，最多只能改变复苏速度，在流动性充裕的大背景下，明年复苏的方向是明确的。详细的宏观内容请关注福能期货《2021年国内宏观经济展望——政策回归常态，经济延续复苏》、《2021国际宏观经济展望——风起于青萍之末》宏观系列报告。

三. 基本面分析

1. 供应端

(1) 铜矿产量增长，铜精矿趋于供需平衡，加工费依旧承压

铜矿的周期性特征明显，其稀缺性和开采的漫长期，使得铜矿供应对精铜供应起到决定作用。2018-2020年，全球铜矿供应受制于此前资本支出减少影响，供应增速下一台阶，3年复合增长率将从之前的4.86%大幅下降至2%附近，铜精矿供应呈现紧平衡。全球铜精矿产量主要集中在智利、秘鲁、澳大利亚等国，合计产量高达全球总产量的50%以上。恰逢2020年全球遭遇新冠疫情，南美地区疫情较为严峻，3月份智利和秘鲁相继宣布国家进入紧急灾难状态，尽管在疫情期间铜矿并未采取完全封闭，但是开采还是受到限制，据smm统计，2020年全年由疫情直接引起的减量约50万吨金属量。同时，铜矿山也放缓了大部分铜矿项目的建设，疫情加剧了铜矿偏紧的格局，对2020年的铜价形成支撑。

目前，疫情逐渐得到了一定的控制，南美的国家也从疫情干扰中逐渐恢复正常的生产，预计2021年第一季度将全面恢复。大型铜矿项目如Spence II、Grasberg地下部分、Kamoa等陆续投放或复产，叠加供应恢复，铜精矿产量将稳步增长，预计全球铜矿产量增幅攀升至7.1%。值得注意的是全球多家大型矿山已生产数十年，南美矿山老化，原矿平均品位连年下降，预计未来2-5年综合品位将从0.66%下降至0.6%。以智利为代表，Escondida明年预计有15万吨金属量减量。从长期看，矿石品位下降、矿山设备老化、环保压力等扰动因素边际效应或将逐渐增强。

受矿端的干扰与铜冶炼产能扩张所累，现货铜精矿加工精炼费已经下滑至多年低位，TC持续处于50美元/吨以下，较年初下滑了30%，冶炼厂基本进入全行业亏损状态，而且铜冶炼的重要副产品硫酸，其价格处于近5年的低位，进一步压缩冶炼厂生产利润，目前小幅恢复。相较于铜精矿恢复生产及新投产的增量，冶炼端的产量也将恢复正常，冶炼产能供应压力较大，预计加工费TC仍将承压，关注冶炼厂在加工费低位的开工情况。

图表 3：2021 年全球主要铜矿产量变化

2021 年全球铜矿主要产量变化 (单位: kCut)			
铜矿名称	所属公司	国家	产量变化
Grasberg	PT-FI	印尼	305
Spence	BHP	智利	100
Cobre Panama	First Quantum	巴拿马	100
玉龙铜矿	西部矿业	中国	70
Kamoa-Kakula	艾芬豪矿业	刚果金	65
Mirador	铜陵有色	厄瓜多尔	55
Batu Hijau	PT Amman	印尼	53

Cerro Verde	Freeport	秘鲁	48
Morenci	Freeport	美国	40
Antamina	BHP、Glencore、Teck	秘鲁	40
Carrapateena	OZ Minerals	澳大利亚	30
Mantos Verde	Mantos Copper	智利	30
Mount Isa	Glencore	澳大利亚	30
Highland Valley	Teck	加拿大	27
Ministro Hales	Codelco	智利	27
Salobo	Vale	巴西	21
Sossego	Vale	巴西	20
Mantos Blancos	Mantos Copper	智利	30
Chuquicamata	Codelco	智利	-40
Escondida	BHP	智利	-150
其它	\	\	481
合计	\	\	1439

数据来源：SMM 新闻整理 福能期货研究院

图表 4：全球铜矿产量及增速、TC 加工费



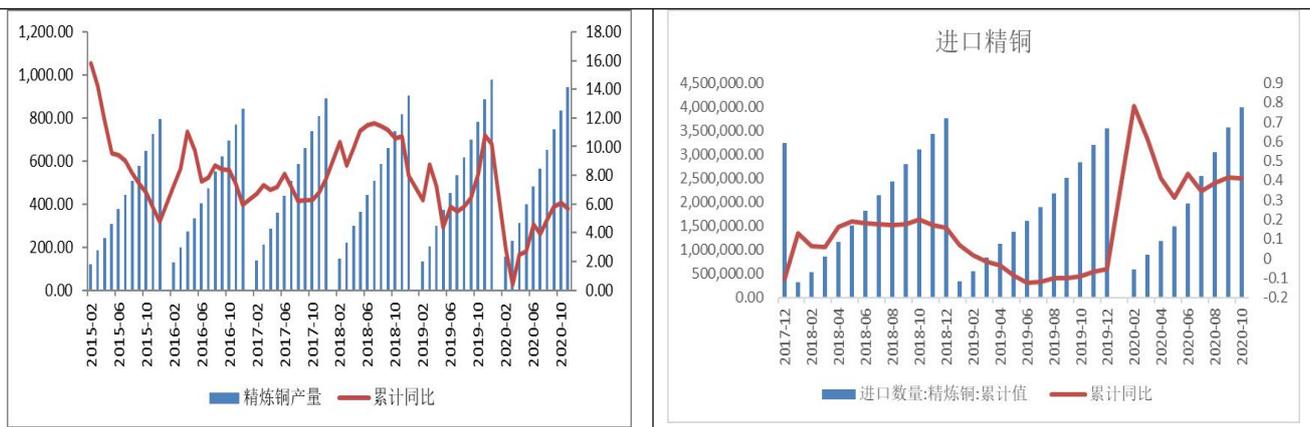
数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

(2) 国内精炼铜产量增幅有限，进口增速回落

海关统计，2020年1-11月中国精炼铜产量累计为942.2万吨，累计同比增加5.7%。铜精矿供给收紧及冶炼厂检修对其有一定影响，增量不大。我们认为后续国内精炼铜产量将保持同比增长，但是整体增幅有限。主要是由于加工费是冶炼厂的主要利润来源，前文已预计铜精矿产量增速提高，但相对于我国的冶炼产能恢复后，依旧较为紧张。因此铜精矿加工费预计将持续低位，影响冶炼厂的生产积极性，部分冶炼厂甚至因为亏损而关停。另一方面，2021年国内计划冶炼产能待投放，在目前行业利润低迷的情况下，达产时间有可能延长，难以形成有效精铜增量，实际产量预计将大幅低于预期。

2020年国内精炼铜进口数量明显增加，大幅高于去年同时期水平，根据海关数据，1-10月精炼铜累计进口399.68万吨，同比增加41.23%。其中，智利仍是中国精炼铜的最大供应国。主要是由于我国疫情控制较好，率先复工复产，铜需求出现回暖，现货持续高升水。沪铜走势持续强于伦铜，3-7月进口窗口持续打开，精炼铜进口持续增加。人民币的升值预期助长了进口量。再者2019年的进口基数较低也使得今年的增速较为明显。2021年，在需求预期好转的情况下，预计进口量稳步增长，但增速回落。

图表 5：精炼铜产量、进口量



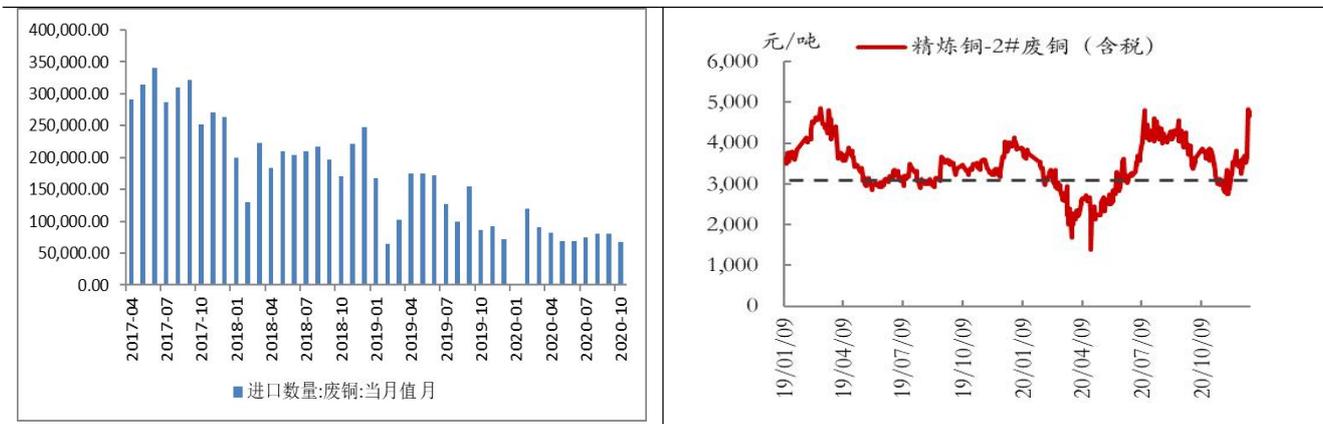
数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

(3) 废铜进口政策有变，进口及需求预计环比增加

上半年，废铜进口量大幅下降，据海关总署最新数据显示，1-10月铜废碎料累计进口73.38万吨，累计同比减少约45%。迄今为止，国家合计公布了十三批废铜进口批文，涉及铜废碎料核定进口量总计89万吨，批文的核定进口量超过了真实的废铜进口量。由此可知国内废铜进口大幅下降并不是批文导致，主要还是由于新冠疫情限制了全球的废品收集和处理，尤其是东南亚一带，导致废铜拆解原料受限，以及拆解厂开工下降，整体出口也明显受到影响。累计同比大幅减少除了海外地区供应缩减外，也有去年国内企业在废六类转限制类前抢进口导致基数过大问题。政策方面，近年来废铜进口政策趋严趋紧，2020年10月19日，生态环境部等部门正式印发了关于再生铜（黄铜）税号等细则通知，符合标准的高品质原料将可自由进口，2020年底再生（黄）铜将取代废铜，

实现废铜零进口，根据最新的“再生铜”标准，铜平均含量超过 95%。目前的废六类进口品位也逐步提高，多数品位超过 90%。预计新标准实施后，短期进口量会因品位达不到标准有所减少，影响废铜进口量。目前面对新政策企业有适应的过程，仍处于观望状态，长期看海外拆解企业将提高废铜品位以满足进口要求，后续进口废铜金属量将出现增长。

图表 6：废铜进口量、精废价差



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

2. 需求端

(1) 疫情逐步控制，国外需求恢复

从全球铜消费分区域来看，中国依旧占比消费份额最大接近 50%，全球其他国家尚未发现明显的需求新增长点，其中欧美日等发达国家消费平稳，东南亚等新兴经济体虽然铜需求增速较高，但由于本身基数相对较小，对铜整体影响有限，未来几年内对铜消费贡献作用小，消费重点依旧在中国。今年由于疫情因素，全球需求受到沉重打击，根据国际铜研究小组 ICSG 最新数据，1-8 月全球铜消费 1633.2 万吨，同比增加 1.17%。全球各大经济体以超宽松货币政策应对，受疫情冲击最严重的时期已经过去。由于中国政府疫情防控得当，密集出台逆周期政策托底经济，国内较全球率先复工复产，需求比较快得到了恢复。欧美方面，由于疫情蔓延尚未结束，需求晚于中国复苏，ICSG 数据显示，1-8 月美国消费量为 171.7 万吨，同比下降 6.89%。1-8 月欧洲消费量为 237.9 万吨，同比下降 8.92%。目前疫苗已有重大进展，全球疫情将逐步得到控制，预计欧美的需求将恢复至稳定。

(2) 国内铜需求将温和复苏

国内方面，铜终端消费主要集中在电力行业，占比近 50%，其次是家电、汽车、房地产等行业板块。铜材作为电解铜到消费终端的中间品，其开工情况可以侧面反映下游消费情况，除了一季度受疫情影响外，而后铜杆、铜管、铜板带的开工率皆恢复至往年水平，年底甚至出现了翘尾行情。分行业来看，电力行业的投资对铜消费起到关键作用。由于新冠疫情的影响，国内经济出现了明显的下行压力，政府出台各项政策拖底经济。年初国家电网投资计划投资额从 4080 亿元追加投资至 4600 亿元，据了解国家电网的特高压建设规划也持续加码，从 1128 亿元升至 1811 亿元，增幅高

达 60.55%，释放国家推动基建拖底经济的积极信号。电网累计投资增速从 2 月的-43.5%至 6 月转正，迅速增加，二季度国网交货量集中，推动铜杆消费，铜需求迅速好转，这也是 4 月至 7 月铜价表现超预期的重要原因。下半年国网整体交货量偏低，电缆消费转弱，拖累了铜消费。2020 年 11 月，国家电网基本建设投资完成额累计达到 3942 亿元，累计同比下降 4.2%，预计年度计划难以完成。但是随着经济的持续恢复，我们预计未来一段时间，后续投资将加码，国内电网上半年将继续带动铜杆消费。

铜需求和家电消费中空调产量的相关性较高。2020 年 1-11 月空调产量累计 16608.1 万台，累计同比下降 1.58%，较年初降幅 18.8%收窄。2020 年 1-11 月空调累计销量 12990.6 万台，累计同比下降 7.1%，较年初降幅 28.3%收窄。11 月份的产销数据已超过去年同期水平，累计降幅的持续收窄，整体超预期，主要得益于复工复产，需求恢复，以及东南亚等国的订单回流，出口数据走强等因素。随着疫情影响消退，国内外的地产数据都出现好转，尤其国内竣工面积和销售面积都开始复苏，预计 2021 年空调等家电的产销产销量环比将出现好转，订单乐观。

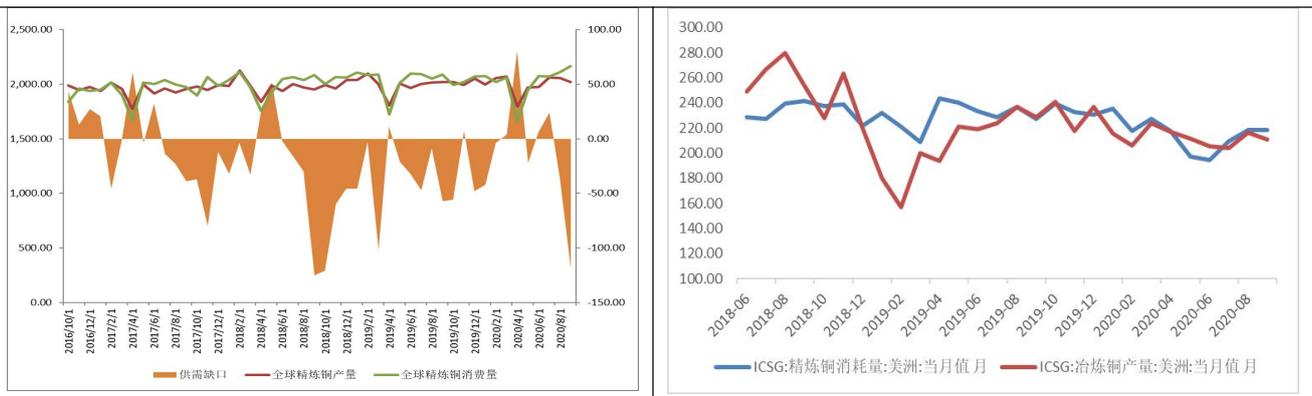
汽车方面，根据中汽协数据，2020 年 1-11 月汽车产量 2009.5 万辆，累计同比增加 3.69%，较年初降幅 43%转正。2020 年 1-11 月汽车累计销量 2247 万辆，累计同比下降 2.9%，较年初降幅 18%收窄。受到疫情冲击，汽车行业一季度产销遭到重创。随着疫情得到控制，各地复工复产，中央、地方各级政府也出台了多项政策，比如放松限牌限购、免购置税、消费补贴等措施，促进汽车消费。从数据看，这些措施成效不错，4 月以来，销量和产量当月同比转正，累计同比降幅迅速收窄，产量和销量都有明显的回升，车市出现回暖，拉动铜需求。新能源汽车方面，10 月 20 日国务院发布新能源汽车发展规划（2021-2035 年），规划中新能源汽车的发展目标为 2025 年，新能源汽车销售量达到汽车销售总量的 20%左右，市场竞争力显著提升。目前新能源汽车占汽车销量的 5%左右，按照规划来长远看，预计新能源车后续发展强劲。目前来看，新能源车虽耗铜量较汽车高，但基数较小，拉动铜需求有限。整体来看，汽车行业产销比改善，产量已超过全年同期水平，预计汽车行业大概率进入复苏阶段。

房地产方面，铜需求一般是处于房地产的后期，因此竣工面积比较有借鉴意义。房地产新开工数据较竣工数据有一定领先性，纳入观察。2020 年 1-11 月份国内房屋新开工面积 201084.67 万平方米，累计同比下降 2%，较年初降幅 44.9%迅速收窄；1-11 月份房屋竣工面积 59172.64 万平方米，累计同比下降 7.3%，较年初降幅 22.9%收窄；1-11 月份商品房销售面积 150834 万平方米，累计同比上升 1.3%，较年初降幅 39.9%转正。疫情叠加春节因素导致年初的地产数据大幅回落。疫情得到控制后，房地产数据同比降幅迅速收窄，销售面积已转正。目前国内较为宽松的货币政策，使得资金面边际改善，流动性宽松，部分资金流入房地产市场，5 月开始单月销售面积及竣工面积均实现正增长，部分核心城市房地产市场恢复超预期，预计国内房地产竣工将持续回升，销售也有望进一步向好，整体进入恢复平台期。目前中央对地产的定调依旧是坚持房住不炒，政策

延续，房地产市场整体呈现韧性特征，预计将支撑铜需求。同时，基建板块“补短板”持续加码，基建投资依然存在上升空间。各级地方政府专项债发行和使用情况良好，重大基础设施项目建设顺利。中国 11 月基建投资累计同比增加 3.32%，预计基建投资后续将大幅回补，拉动需求。

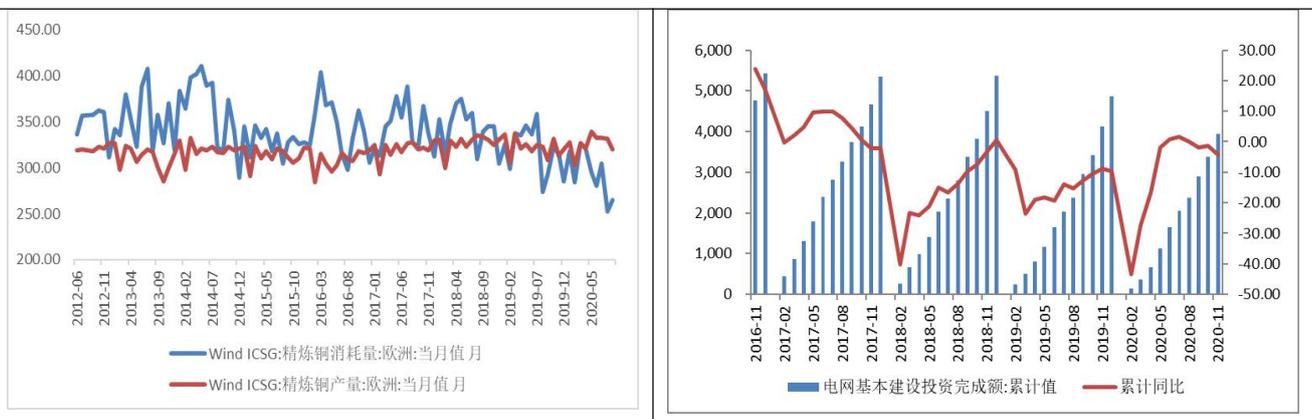
2020 年在电源、集成电路、光伏等领域也拉动了铜的需求。2020 年 1-11 月，国家电源基本建设投资完成额 4157 亿元，累计同比增加 43.5%，迅速增加。2020 年 1 月 11 月，光伏电池的累计同比增加 24.8%，集成电路累计同比 15.9%。今年受到疫情的干扰，对全球经济都造成了一定的打击，这三个领域逆势大幅增长，支撑了铜的需求。目前政府出台了各项政策扶持光伏等领域，预计后续将持续增长。

图表 7: ICSG 精炼铜供需、ICSG 美洲产销量



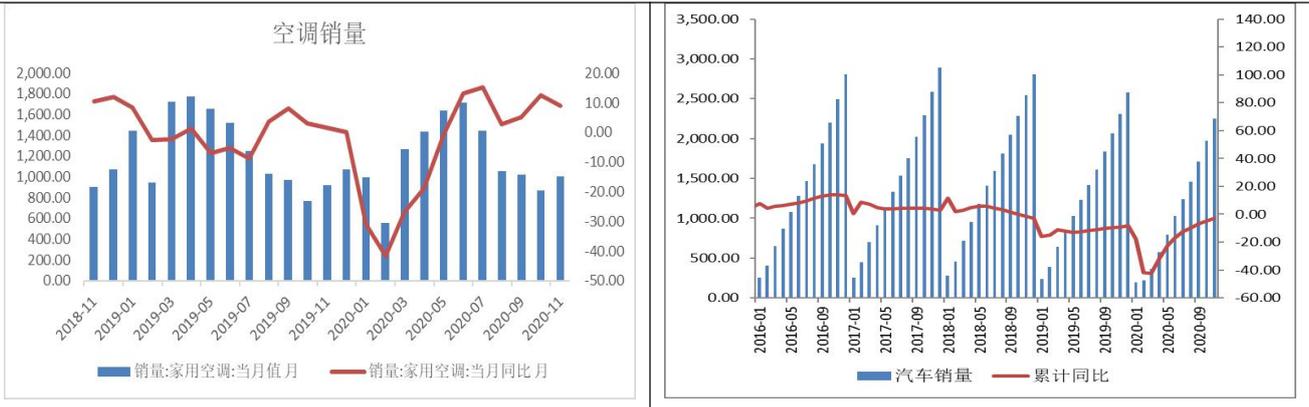
数据来源: Wind 资讯 福能期货研究院

图表 8: ICSG 欧洲产销量、电网基本建设投资完成额



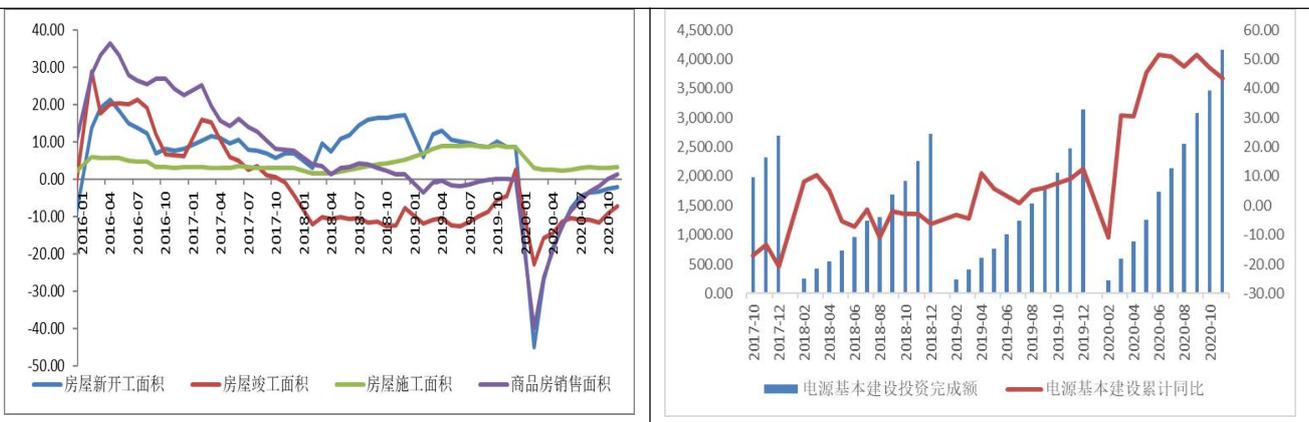
数据来源: Wind 资讯 福能期货研究院

图表 9: 空调销量、汽车销量



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

图表 10：房地产竣工、开工、销售面积累计同比及电源基本建设投资完成额



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

三、总结

宏观经济方面，2020 年全球受到疫情冲击，中国经济率先修复，由于当前经济恢复基础并不牢固，固定投资面临回落压力，出口高增难以持续，经济仍面临下行压力，国内经济发展仍需要宽松货币政策环境支持。国际方面，伴随着新冠疫苗的利好，全球经济有望走向复苏。充裕的流动性将为 2021 年的增长提供保障，也提升了通胀预期，为铜价提供一定的支撑。

基本面部分，矿端方面，2020 年全年由疫情直接引起的减量约 50 万吨金属量。同时，铜矿山也放缓了大部分铜矿项目的建设，疫情加剧了铜矿偏紧的格局，对 2020 年的铜价形成支撑。2021 年南美的国家也从疫情干扰中逐渐恢复正常的生产，大型铜矿项目陆续投放或爬产，尤其下半年预计铜精矿产量将稳步增长，预计全球铜矿产量增幅攀升至 7.1%。总体来看，预计 2021 年铜精矿市场趋于供需平衡。进入 2020 年下半年后，受矿端的干扰与铜冶炼产能扩张所累，现货铜精矿加工精炼费已经下滑至多年低位，TC 持续处于 50 美元/吨以下，较年初下滑了 30%。相较于铜精矿恢复生产及新投产的增量，冶炼端的产量也将恢复正常，冶炼产能供应压力较大，预计加工费 TC 仍将承压。废铜方面，由于全球化疫情和中国固废进口政策调整，1-9 月中国进口废铜减近 50 万吨金属量，在一定程度上加剧了铜精矿的紧张，2020 年 10 月 19 日，生态环境部等部门正式印发

了关于再生铜(黄铜)税号等细则通知,符合标准的高品质原料将可自由进口,2020年底再生(黄)铜将取代废铜,实现废铜零进口,此项政策的放开利于废铜进口量恢复。目前面对新政策企业有适应的过程,仍处于观望状态,后续进口废铜金属量将出现些许增长。2020年预计中国电解铜增量在31万吨附近,增速3.5%,2021年增量在近40万吨,增速近4%。需求方面,2020年初国家将电网计划投资额由4000亿上调至4600亿元,释放国家托底经济的积极信号。下半年铜国网交货量偏低,致电缆消费转弱,年度计划难以完成,后续投资加码,预计将带动上半年铜杆消费。房地产竣工的复苏,后续也将带动建筑及家电需求。2020年来自于电源、集成电路、光伏等领域支撑铜消费,预计2021年将持续拉动铜消费。欧美房屋建筑的数据好转,证明2021年铜需求也将复苏。

综上所述,全球经济的复苏及流动性宽松,宏观面支撑铜价。供应在下半年或有较大增长,需求的增量预计持续发力,预计2021年铜价重心将上移,区间48000-60000。上半年走势或将延续2020年末的强势,而下半年不定因素增加,例如经济复苏强于预期,流动性边际收紧、矿山投产导致精矿产量增加等等,预计走势不及上半年。

风险因素:宏观环境变化、疫情二次爆发、罢工、铜精矿投产不及预期、电网投资等

免责声明

本报告版权属于福能期货股份有限公司所有，仅作参考之用。不管在何种情况下，本报告都不能当作购买或出售报告中所提及的商品依据。报告是针对商业客户和职业投资者准备的，所以不得转给其他人员。尽管我们相信报告中数据和资料的来源是可靠的，但我们不保证它们绝对正确。我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。未经允许，不得以任何方式转载。

福能期货经营机构办公地址信息

公司地址：福建省福州市鼓楼区五四路 75 号海西商务大厦 31 层
邮编：350003 电话：0591-87871692 传真：0591-88265617
网址：www.fnqh.com.cn

厦门分公司

地址：厦门市东渡路 61 号振华大厦 B 座二楼
邮编：361012 电话：0592-5678309
传真：0592-5678778

湖北分公司

地址：武汉市洪山区徐东大街 67 号广泽大厦 9 层 D 户
邮编：430070 电话：027-88773007
传真：027-88773003

青岛营业部

地址：青岛市市南区香港中路 36 号招银大厦 1901 室。
邮编：266001 电话：0532-82023818
传真：0532-82023820

龙岩营业部

地址：龙岩市新罗区华莲路金融中心 A1A2 栋 1203-1205
邮编：364000 电话：0597-2251100
传真：0597-2257711

晋江营业部

地址：晋江市崇德路金融广场 3 号楼 1401-1402 室
邮编：362200 电话：0595-85612808
传真：0595-85610966

漳州营业部

地址：漳州龙文区万达写字楼 b 座 603-604
邮编：363000 电话：0596-2038010
传真：0596-2020009

宁德营业部

地址：宁德市蕉城南路 94 号泓源·国际-1-607
邮编：352000 电话：0593-2999108
传真：0593-2999106

莆田营业部

地址：莆田市城厢区联创国际广场 B 区 B4#201 号
邮编：351100 电话：0594-2209090
传真：0594-2606058

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区田安路北段阳光大厦 A 幢 7 楼
邮编：362000 电话：0595-36616716
传真：0595-22116955

永安营业部

地址：永安市含笑大道 1196 号阳光丽景 1 号楼 1503-1507 室
邮编：366000 电话：0598-3859578
传真：0598-3859978

南昌营业部

地址：南昌市南滨国际金融大厦 2003-2005 室
邮编：330000 电话：0791-86213373
传真：0791-86210701

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 65 号世外桃源广场 B 座 1917
邮编：610042 电话：028-87590801
传真：028-87590805

上海营业部

地址：上海市浦东新区东方路 969 号 8 楼 805
邮编：200122 电话：021-68827096
传真：021-68827678

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路大都会广场 911
邮编：510620 电话：020-38550010
传真：020-38550010

深圳营业部

地址：深圳市福田区彩田路福建大厦 B 座 1701、1706
邮编：518000 电话：0755-82529159
传真：0755-82993386

南京营业部

地址：南京市玄武区中山路 268 号汇杰广场 1508 室
邮编：210000 电话：025-83209186
传真：025-83209187