



2021 年信达期货沪铜年报： 供需面改善叠加宏观向好 沪铜重心有望进一步上移

有色年报

2020年12月20日

韩冰冰

有色研究员

投资咨询号：Z0015510

联系电话：

0571-28132528

邮箱：

hanbingbing@cindasc.com

楼家豪

有色研究员

从业资格号：F3080463

联系电话：

0571-28132516

邮箱：

loujiahao@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区钱江世纪城

天人大厦19、20楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：

www.cindagh.com

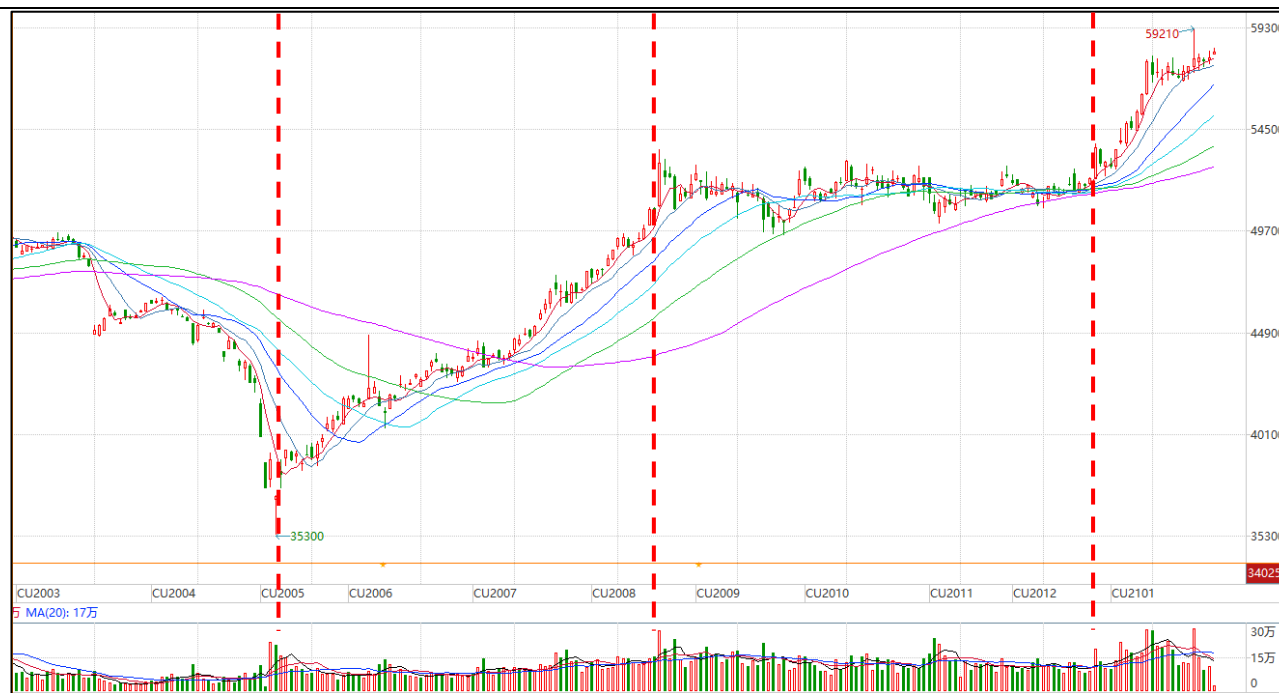
主要观点：

- **2020 年，供需矛盾较为突出，宏观情绪主导上涨行情。**2020 年整体有色行业呈现先抑后扬走势，疫情影响下沪铜走出 v 型反转行情，在宏观情绪向好的背景下，矿端偏紧，冶炼 TC/RC 加工费低位及全球显性库存偏低等因素推动沪铜价格重心明显上移。
- **供应偏紧局面或将缓解。**2020 年铜矿端在供应下行周期和疫情扰动的双重影响下，铜矿供应供应偏紧，2021 年预计铜矿端产量逐渐恢复，供应增量约 100 万吨；冶炼企业开工率在高铜价驱动下持续修复，但 TC/RC 加工费持续维持近年来低位，根据年末铜精矿已敲定长单价格来看，2021 年粗炼费仍将维持低位；2021 年度铜进口政策放开，但标准提高，进口量难大涨。
- **需求增长的兑现是明年铜价上行的有效保证。**首先，本年度电源电网投资投资完成额环比稳步提高，明年有望保持稳步增长；其次，房地产行业受到“三条红线”政策的压力，地产企业开始主动去库存、去杠杆，房屋新开工、施工和竣工面积曲线有望趋同，新一轮竣工周期可能开启，同时空调行业或受房地产后周期提振，需求或保持稳定；再次，汽车行业或将继续 2020 年疫情后的稳步回暖行情；最后，2021 年作为十四五元年，基建行业将因批复项目较多而受益。总体 2021 年中国宏观经济或乘风而行，内外共振拉动新一轮制造景气周期，亦将带动下游铜消费。
- **核心观点：**明年铜价将继续得益于偏低库存的支撑，下方安全边际较高，2021 年全球金融大放水格局或将继续，若再能配合明年疫苗大规模投放和全球新冠疫情改善所带来的下游需求增长超预期，沪铜牛市行情或将到来，预计沪铜主力价格重心将上移至 65000 元/吨附近。全年走势或以震荡偏强为主。
- **风险提示：**宏观不及预期、需求增速不及预期、矿端超量生产、重大宏观风险事件、废铜进口政策调整



一、行情回顾：量化宽松和经济复苏共振，沪铜走势先抑后扬

图 1、沪铜期货 2020 年走势（元/吨）



资料来源：WIND

2020 年整体有色行业呈现先抑后扬走势，全球突发公共卫生事件——新冠疫情的爆发影响了全球经济和大宗商品价格原有的节奏，3 月份欧美股市出现暴跌行情，导致全球金融市场出现显著流动性危机。面对全球疫情恶化，尤其是美国本土疫情快速爆发，美联储迅速反映，多举措救市。美联储全方位给经济主体输送流动性，极大程度上缓解了流动性危机。3 月流动性危机之后，全球大宗商品价格在货币极度宽松和大规模财政刺激计划的驱使下，开始走出一轮轰轰烈烈的牛市，不管是有色金属还是贵金属，各品种价格重心都有显著抬升，甚至突破若干年前高点。

2020 年，内外铜价走势总体较为相似，均走出一波 V 型反转行情，但从涨跌幅来看，伦铜走势明显强于沪铜。截止 2020 年 12 月 10 日，沪铜主力收盘于 57450 元/吨，较年初上涨 16.7%；伦铜 10 日收盘报 7873 美元/吨，较年初上涨 26.85%，内外盘价格重心均有较大幅度的抬升。沪铜年内低点出现在 3 月 23 日，一度下探 35300 元/吨，蜡烛线图留下一根长下影线，出现“金针探底”形态，价格较年初下跌 28.3%，主要原因在于国内新冠疫情肆虐下多头恐慌离场。伦铜年内低点同样出现在 3 月 23 日，至 4601 美元/吨，



较年初跌幅达 25.87%。

具体来看，2020 年沪铜走势可以大致分为 4 个阶段：

第一阶段，1 月-3 月底，因国内新冠疫情集中爆发影响走出一波单边下行行情，沪铜主力从 49230 元/吨一路下探 37200 元/吨，疫情致需求骤降，被动累库导致价格坍塌，行业亏损面逐渐扩大，冲击国内铜产业链及终端消费，多头纷纷选择离场躲避风险。但同时，国内财政刺激计划和宽松的货币政策加码也为此后的反转行情奠定了基础。

第二阶段，4 月初-7 月中旬，沪铜价格在复工复产背景下走出一波矿端供应偏紧的上涨行情。7 月 13 日，沪铜上冲至 53520 元/吨，创下自 2018 年 6 月份以来的新高，较年内低点涨幅达惊人的 43.87%。此阶段国内已基本走出疫情的阴霾，基建、房地产复工复产情况良好，同时，新冠疫情造成全球铜矿供给端扰动，使得铜矿供应增速继续下滑，部分铜企因为疫情带来的经济影响，搁置了一些铜生产项目，降低了总体目标产量，铜矿产量的增速持续放缓。在 2020 年上半年，主要铜企的产量总计达到了 534.55 万吨，较去年同比下降了 1.15%。

第三阶段，7 月中旬-11 月初，沪铜在多重利多和利空交织下走出一波震荡行情。此阶段，国内铜精矿供需矛盾依然突出，由于国外的疫情持续蔓延，主要生产国秘鲁的铜矿开采项目和新投项目频繁受到影响，需求侧复工复产后需求增加的预期得到充分释放。而国外疫情则集中爆发，对于国外铜的需求产生较大影响，但充分的财政刺激计划和超量宽松的货币政策对冲了该影响，多空双方均未有明显逻辑支撑，沪铜得以在 50000-53000 元/吨附近震荡。

第四阶段，7 月初-12 月，走出一波宏观氛围推动的大涨行情。11 月 9 日，辉瑞与 BioNTech 宣布全球首个新冠疫苗试验的中期分析初步结果，显示其有效性超过 90%；此后，第四次区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）领导人会议于 11 月 15 日以视频方式举行，会后 15 个 RCEP 成员国正式签署该协定；美大选拜登胜选，相较于特朗普，其在经济刺激计划方面加码更大。该阶段，宏观利好集中释放，市场风险情绪重新得到提振，沪铜在宏观氛围的推动下得以走出一波较为流畅的上涨行情，12 月 17 日，沪铜收盘于 58120 元/吨，创 2013 年 2 月以来的新高。

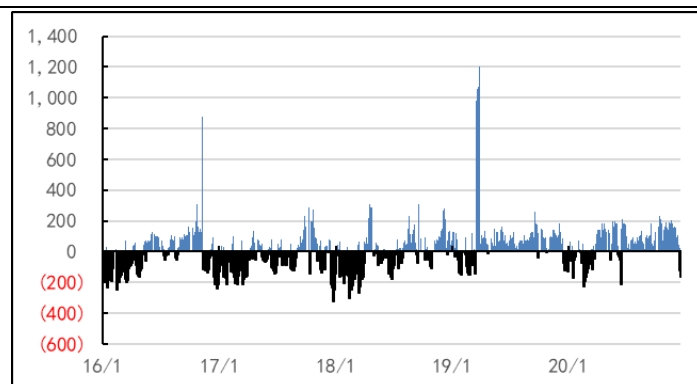


图 2：电解铜现货升贴水

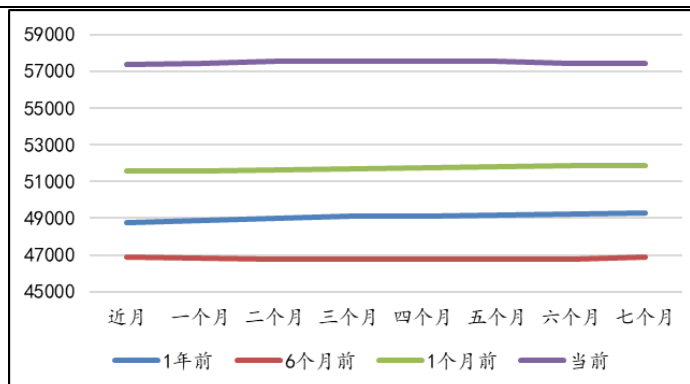
单元：元/吨

图 3：沪铜期限结构

单位：元/吨



资料来源：WIND、信达期货研发中心

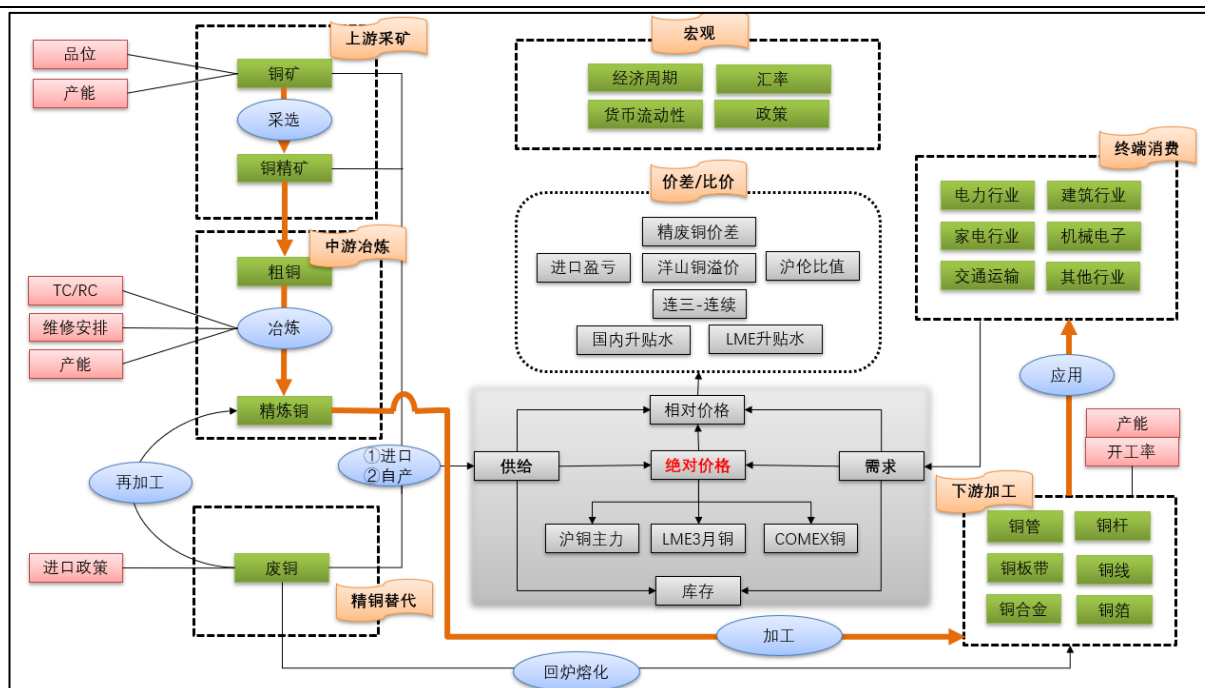


资料来源：WIND、信达期货研发中心

二、2021 年沪铜基本面展望

1、供应：疫情扰动难再续，铜矿供给偏紧局势或得以缓解

图 4：铜产业链图



资料来源：资料整理、信达期货研发中心



图 7：全球铜矿产量处于下行周期

单位：千吨

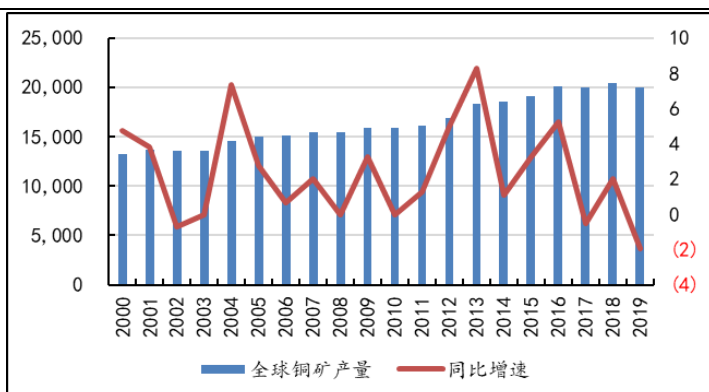


图 8：2020 年铜精矿总体供应短缺

单位：千吨

单位：千吨	2020（矿量）	2020（金属量）
铜精矿产量	67389	16698
库存变化量	-2523	-489
冶炼损失	1398	344
铜粗炼量	68514	16843
埋没库存量	126	24
全球铜精矿供需平衡	-2650	-513

资料来源：WIND、信达期货研发中心

资料来源：SMM、信达期货研发中心

图 9：主要铜企上半年产量及全年调整目标产量

单位：万吨

公司	2020Q2	2020H1	2019H1	H1同比变化	2019年产量	2020年目标
智利国家铜业	40.9	79.6	76.9	3.50%	170.6	新冠病毒大流行的经济影响可能迫使其搁置其中一些项目
力拓	13.28	26.57	27.97	-5%	57.7	下调2020年铜产量目标值47.5-52万吨；精炼铜产量在16.5-20.5万吨之间。2020年资本支出介于50-60亿美元，原定于今年的资本支出问题可能向后延续至2021和2022年
自由港	34.79	67.95	70.76	-4%	162.8	2020年资本支出预算将削减18%(13亿元)，措施包括裁员、扩建项目延期、减少铜产量约4亿磅和采矿率下降20%
第一量子	16.91	36.43	30.51	19.30%	70.2	今年铜产量指导降低了7.5万吨，至75.8-80.5万吨，但仍高于2019年的70.2万吨
英美资源	16.68	31.39	32.02	-2%	63.8	对2020年铜产量目标维持62-67万吨不变
必和必拓	41.4	83.9	86.6	-3%	铜精矿102+精炼铜66	2020年财年，必和必拓铜产能总计172.4万吨，同比增加2%，预计铜产量在2020/2021财年（2020.7-2021.6）将下降5-14%至148-165.5万吨；2019/2020财年为172万吨
嘉能可	26.74	58.81	66.3	-11.30%	137.1	下调全年铜产量预估至125万吨，此前为130万吨；二季报时将全年产量125万吨下调至125万吨；全年资本支出将从最初预期的55亿美元降至10-15亿美元
antofagasta	17.77	37.17	38.73	-4%	77	基于下半年没有疫情相关关停的假设下，预计全年铜产量将处于72.5-75.5万吨预估区间的低端
伦丁矿业	6.53	12.75	3.38	35.90%	23.55	2020年，伦丁矿业计划产铜25.1-27.4万吨
淡水河谷	8.45	17.9	19.21	-7%	38.11	2020年将按计划达成36-38万吨的指导产量
泰克资源	5.9	13	14.7	-11.60%	29.7	预计今年下半年将生产14.5-16万吨的铜
五矿资源	5.87	13.24	18.65	-29%	38.25	源于其2020年的铜产量为41.8-44.5万吨，4月撤销2020年秘鲁Las Bambas铜矿全年指引
墨西哥集团	28.58	55.84	54.99	1.50%	111.9	无产量目标指引
总体	263.8	534.55	540.75	-1.15%	1149.61	

资料来源：安泰科、信达期货研发中心

从各铜矿生产因疫情扰动引致的减量来看，位于巴拿马的 Cobre Panama 中断经营约 4 个月，预计减少 10 万吨金属量，全球第二大的秘鲁 Antamina 铜矿在秘鲁全国疫情蔓延严重时停工较长时间，减量 6 万吨，同样位于秘鲁境内的 Cerro Verde 铜矿也减少了 6 万吨产量。我们可以从下图看出，全球疫情对铜矿端生产的影响较为明显，对于铜产国智利、秘鲁尤其突出，致使 2020 年全球铜矿端持续偏紧，在后疫情时代铜下游需求持续修复的背景下，矿端偏紧将助推铜价走出一波流畅的反弹。



图 10： 疫情直接引起全球铜矿减量约 50 万金属量



资料来源：SMM、信达期货研发中心

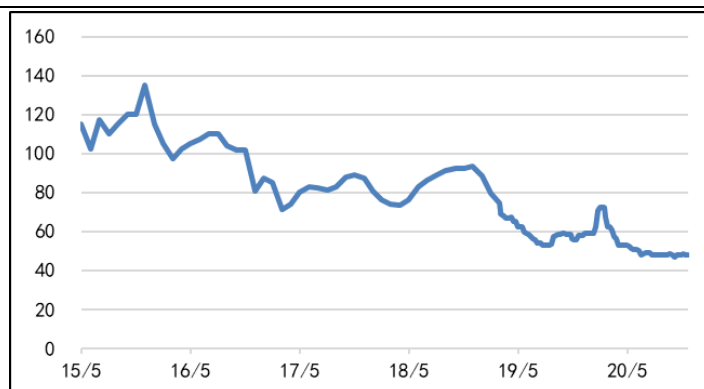
国内铜精矿供需矛盾较为突出。我国的铜精矿产量占全球 8%，而铜消费量占全球 47%，自有铜矿产量完全不能满足我国的消费需求，因而需要通过进口来弥补国内铜精矿的消费缺口。然而由于国外的疫情持续蔓延，主要生产国智利和秘鲁的铜矿开采项目和新投项目频繁受到影响。智利铜业委员会报道称受影响最重的国家包括墨西哥、秘鲁和智利，其产量将分别下降 20%、15%和 1.2%。预测 2020 年全球铜产量将下降 60.30 万吨，降幅 3%。但是，随着海外加快复工复产，2021 年铜生产将逐渐恢复，预测产量会增加 100 万吨，同比增幅达到 5.1%。

冶炼产能释放速度放缓 TC 持续维持低位

全球铜冶炼产能相对过剩，2017 年之前精炼开工率保持在 75%左右，近几年全球铜消费增速下滑，但全球尤其是中国的冶炼产能扩产速度并未放缓，导致冶炼开工率下滑，目前在 70%左右，这也导致冶炼企业对精矿的需求相对过大，采购竞争激烈，加工费谈判过程中处于劣势。据 ICSG 的数据，2019 年全球冶炼铜产能为 2277.6 万吨，同比增加 1.61%，而 2018 年产能数据为 22416 万吨，同比增加 1.77%，增速明显小于 2016 年和 2017 年水平。

图 11：国内 TC 加工费低迷

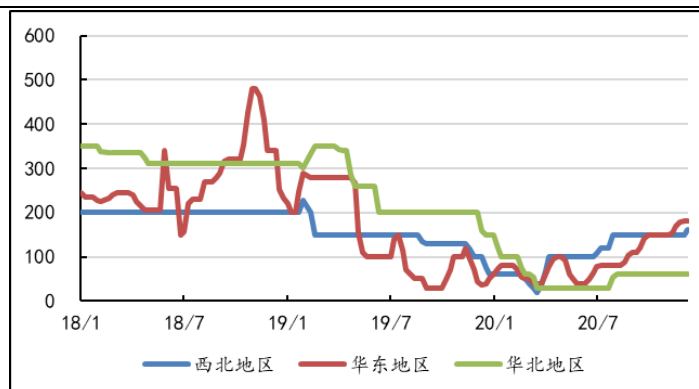
单位：美元/吨



资料来源：WIND、信达期货研发中心

图 12：冶炼酸出厂价低位回升

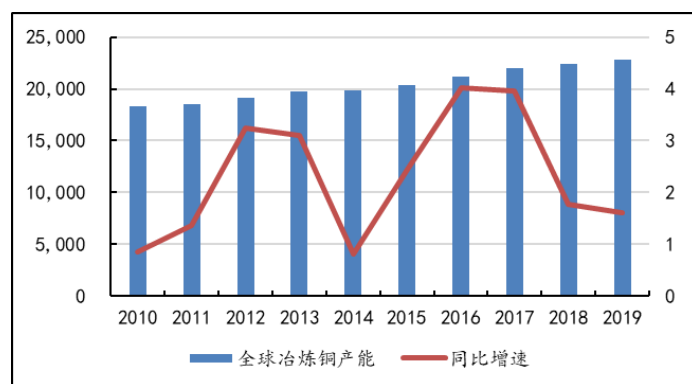
单位：元/吨



资料来源：WIND、信达期货研发中心

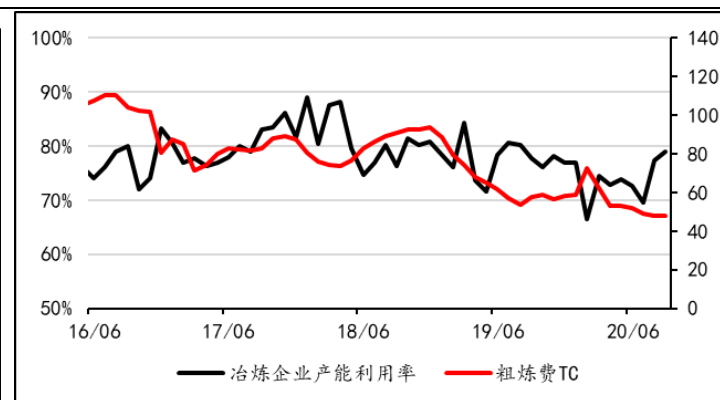
图 13：全球冶炼铜产能稳定释放

单位：千吨



资料来源：WIND、信达期货研发中心

图 14：冶炼企业产能利用率企稳回升



资料来源：WIND、信达期货研发中心

同时，今年以来 TC 持续下降并维持绝对低位，这也很好地印证了今年铜矿供应持续偏紧的格局，铜价下方存在较强支撑。12 月 14 日中铜、铜陵、江铜、金川与 Freeport 确定了 2021 年 TC 长单价格为 59.5



美元/吨，原因其一为市场对 2021 年铜精矿市场供需平衡均存改善预期，一方面 2020 年受到新冠疫情干扰部分的产量将基本恢复，另一方面 Grasberg 地下项目、Spence 二期、Kamoa 等大型铜矿项目投产也保证了未来铜矿增量，因此长单加工费在目前现货水平上有较明显上浮。根据 SMM 统计全球火法铜精矿产量，预计 2021 年产量为 1814 万吨，同比增加 144 万吨。其二为年内现货加工费持续低位，尤其是进入下半年后现货 TC 持续处于 50 美元/吨之下，因此 2021 年长单 TC 想定在较高水平较为困难。根据 SMM 历史数据，每年敲定的来年长单 Benchmark 价格都与当年的铜精矿现货 TC(截至长单谈判前)均价十分接近。受矿端的干扰与铜冶炼产能扩张所累，今年现货铜精矿加工精炼费已经下滑至多年低位，10 月 SMM 铜精矿月度现货 TC 均价报 48.62 美元/吨，创自 SMM 有记录以来的最低水平。截止 11 月 27 日，2020 年 SMM 铜精矿指数(周度)均价为 54.94 美元/吨。

因此，结合冶炼铜产能过剩的现状以及 2020 年 TC 粗炼费走势和 2021 年已敲定长单价格的事实来看，明年全球冶炼端 TC 加工费将继续维持低位，冶炼端也依然能够在底部支撑起铜价。

图 15：2020 年冶炼厂检修动态

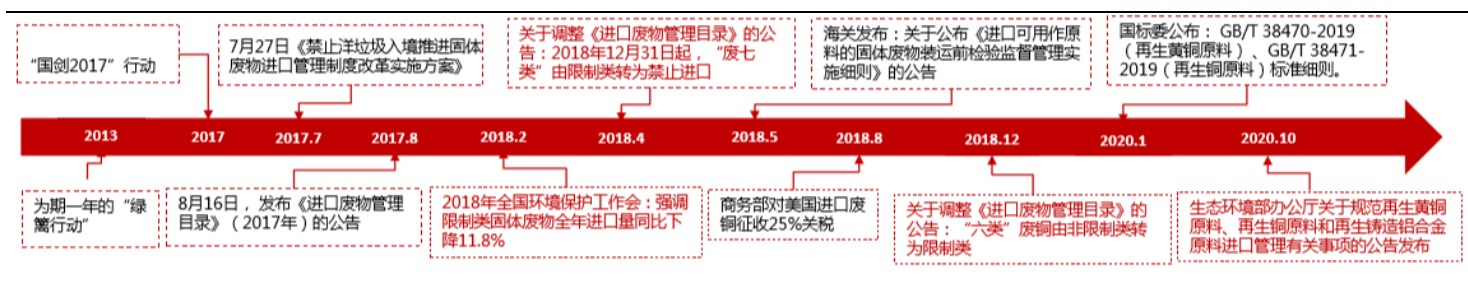
企业名称	产能	开始时间	结束时间	备注	影响产量
易门铜业	10	2020.1	2020.1	15天	
云南铜业(本部)	50	2020.1	2020.1	7-10天	0.6
江铜富冶和鼎铜业有限公司	30	2020.1	2020年2月底	35天	1.6
铜陵金昌	20	2020.2	2020.3	25天	0.5
金隆铜业	35	2020.2	2020.2	30天	0.5
广西金川有色金属有限公司	40	2020.3	2020.3	7-10天	0
中条山有色	10	2020年3月下旬	2020年4月30日	45天	1.7
云南锡业股份有限公司	10	2020.3	2020.4	30天	0.6
滇中铜业	10	2020Q1	2020Q1	35天	
豫光金铅	15	2020.4	2020.4	20天	0.65
青海铜业责任有限公司	10	2020.4	2020.6	47天	1.4
赤峰金剑	10	2020.5	2020.9	搬迁	4
珲春资金	10	2020.4	2020.5	20天	0
中铝宁德	40	2020.4	2020年5月底	30-35天	1.4
赤峰金峰铜业有限公司	40	2020年5月上旬	2020年7月底	75-80天	3
恒邦股份	20	2020.5	2020.6	30天	0
白银有色	20	2020.6	2020年7月初	10天	0.5
金川集团(本部)	35	2020年6月底	2020年7月底	30天	1.5
江铜富冶和鼎铜业有限公司	30	2020年6月中	2020年7月底	45天	0.9
盛海化工	10	2020.5	2020年11月	4-6个月	
国投金城冶金	10	2020.7	2020.8	20天	0.3
广西金川有色金属有限公司	40	2020.7	2020.7	6天	0
赤峰富邦	10	2020.7	2020.7	15天	
黑龙江紫金铜业有限公司	15	2020.7	2020.7	20-30天	0.4
飞尚铜业	10	2020.7	2020.8	15-25天	
包头华鼎	10	2020.8	2020.8	12天	
烟台国润	10	2020年8月底	2020.9	25天	0.8
葫芦岛宏跃北方铜业	10	2020.9	2020.9	30天	0
东营方圆	40	2020年10月	2020年11月	50天	0
铜陵金冠	40	2020年10月	2020年11月	15天	
中原黄金冶炼厂	35	2020年10月27日	2020年11月27日	20天	0.65
紫金铜业有限公司	30	2020年11月4日	2020年12月初	40-50天	1.3
大冶有色	40	2020年12月	2020年12月	25-30天	1.3

资料来源：SMM、信达期货研发中心

废铜进口政策放开，但标准较高进口量难大涨

据 2020 年 10 月生态环境部、海关总署、商务部、工业和信息化部四部门发布的《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》，自 2020 年 11 月 1 日起，符合《再生铜原料》标准的再生铜将不属于固体废物，可自由进口。但值得注意的是，再生铜标准非常严格，据富宝数据，2018/2019 年，进口废铜估算平均含铜品位分别为 57.6%和 75%，而 2020 年的政策要求再生紫铜进口品位不得低于 94%，再生黄铜金属含量不低于 95%，标准大幅提高。总的来说，2020 年底再生（黄）铜将取代废铜，实现废铜零进口，政策的放开利于废铜进口量回复，但废铜进口如要大幅提升或有一定难度。

图 16：2017-2020 年废铜进口政策梳理

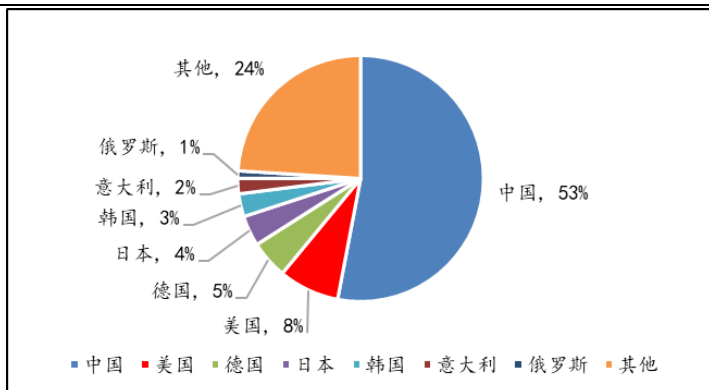


资料来源：SMM、新闻整理、信达期货研发中心

2、需求：2021 年下游需求有望创新高

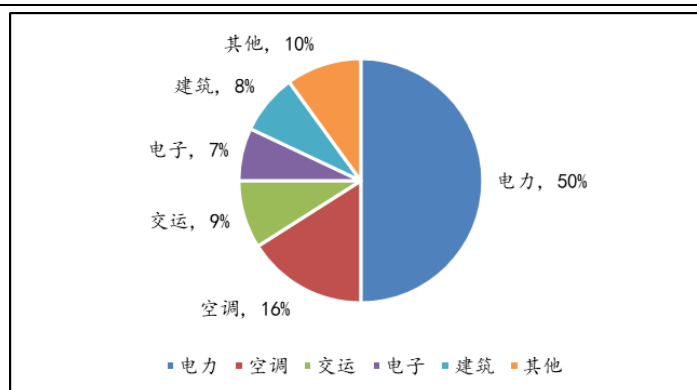
中国作为基建和制造业大国，铜消费占全球近 50%，其次是日本、美国、德国等发达国家。我国铜消费领域较为集中，大规模电网建设使得电力领域铜消费占国内铜消费总量近一半；全球范围内铜消费领域分布较为均衡，主要是电力、建筑、交通等领域。从铜的最终使用形态来看，主要是利用铜良好的导电性，电力传导占总量 60%，这也决定铜在涉及电力的新兴领域有着广阔的应用前景，如新能源汽车、光伏、大数据中心等。

图 17：中国精炼铜消费占全球 50%



资料来源：WIND、信达期货研发中心

图 18：中国下游铜消费电力、空调、交运排名前三



资料来源：WIND、信达期货研发中心

从国内的消费结构来看，精铜消费仍在电力电网领域，占据市场份额的一半左右，因此电力电网的投资消费对铜消费的影响具有显著作用。

2021 年中国经济或乘风而行，内外共振拉动新一轮制造景气周期。

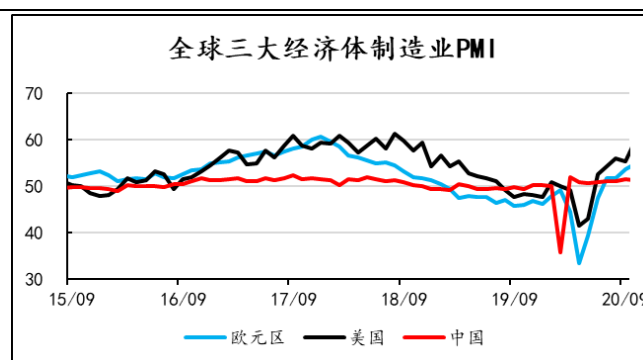
2020 年中国经济和世界经济都受到了新冠疫情较为强烈的冲击，2020 年一季度，中国 GDP 当季同比下降 6.8%，创近年来最低，但中国依靠强硬的隔离制度和先进的卫生医疗手段，先于海外走出疫情阴霾，GDP 和 PMI 制造业水平迅速拉升至往日水平。展望 2021 年，后疫情阶段复苏逻辑和“十四五”开年政策红利将构成宏观经济运行主线，全年经济将在经济弱复苏和政策缓退坡的拉锯之中运行，全年实际增速预计在 9% 左右。电源电网投资或保持稳步增长；房地产方面，三道红线于 2021 年 1 月正式实施，房地产行业开始逐渐去库存、去杠杆，竣工周期有望开启，开工与竣工长期背离的现实将得到改善；汽车方面，2020 年下半年持续复苏逻辑或将持续，行业温和复苏将进入上行周期，增速有望继续走高。

图 19: 中国 GDP 不变价: 当季同比



资料来源: WIND、信达期货研发中心

图 20: 世界三大经济体制造业 PMI 对比



资料来源: WIND、信达期货研发中心

本年度电源电网投资完成额环比增速均提高, 2021 年或保持稳步增长

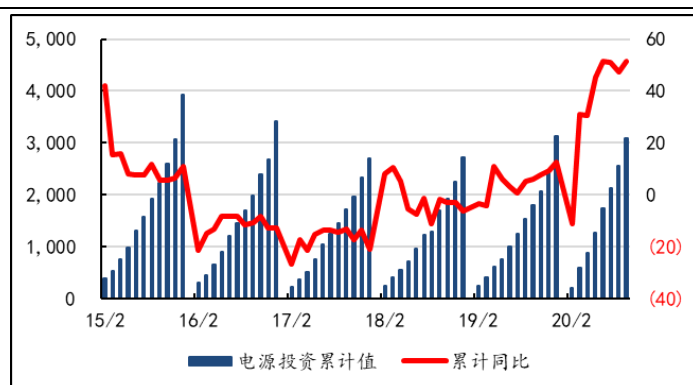
2020 年前三季度, 电源投资累计完成额 3082 亿元, 同比增长 51.6%, 创年内新高; 电网投资累计完成额 2899 亿元, 同比下降 1.8%; 2020 年 9 月, 电源投资完成额同比增加 99.5%、环比增加 26.7%至 527 亿元, 电网投资完成额同比降 9.6%、环比增加 59.5%至 520 亿元, 9 月电源电网基建投资环比增速分别提高 22.9%和 77.2%。另外, 2020 年, 国网初步安排电网投资 4500 亿元, 比年初计划上调 10%, 其中特高压建设项目投资规模 1811 亿元。明年电源电网投资有望保持稳步增长。

图 21: 电源投资累计值

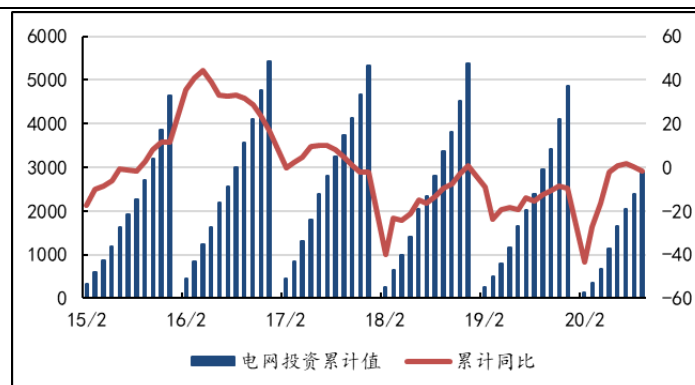
单位: 亿元

图 22: 电网投资累计值

单位: 亿元



资料来源: WIND、信达期货研发中心

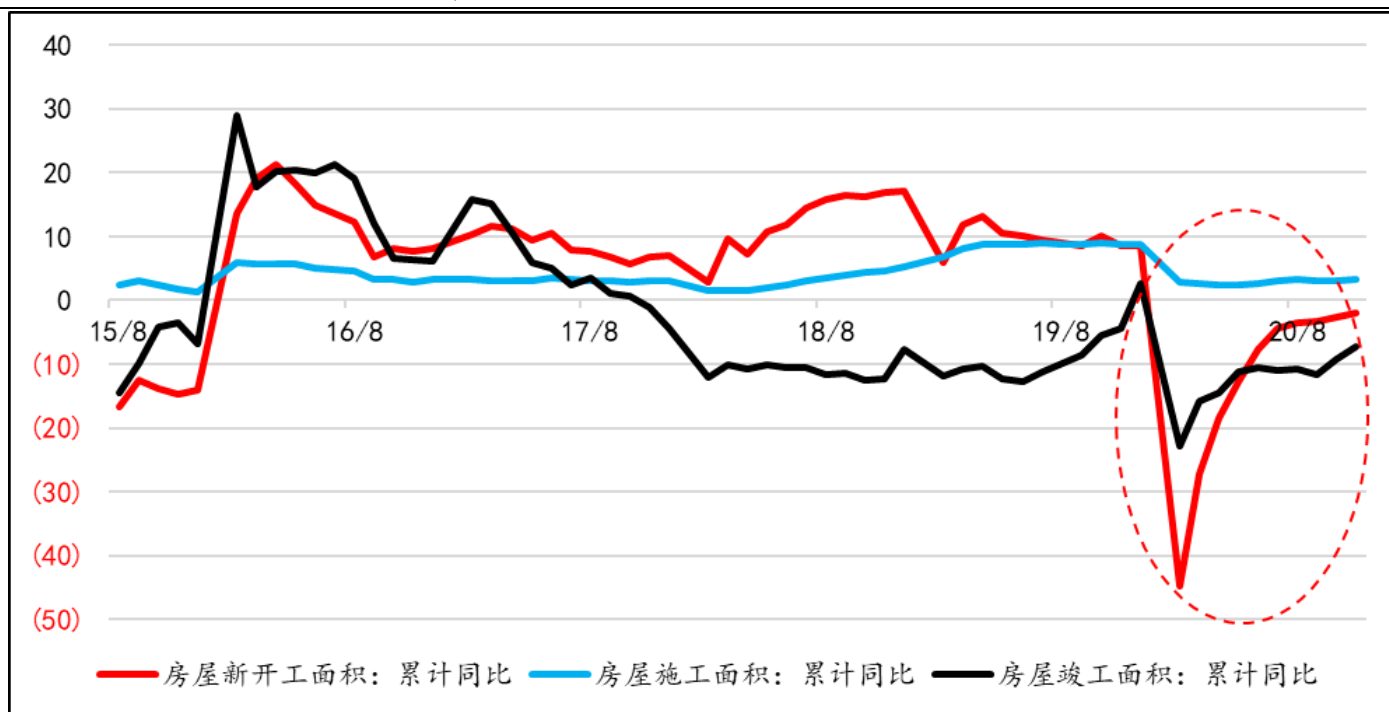


资料来源: WIND、信达期货研发中心

地产行业新开工增速及施工增速同竣工增速相趋同，三道红线政策加持下竣工周期有望开启。

房地产行业新开工和施工增速与竣工增速呈现显著背离的现象自 2017 年起就已存在，竣工面积增速从 2017 年 11 月开始一直维持负增长，且长期维持两位数的负增长，对于房地产开发商来说，拿地和开工预售可以帮助开发商迅速扩张规模，获取更大规模的融资支撑，从而在规模排位赛上获取先机。而竣工更像是一种受到合同约束的“义务”，并不能够帮助扩张规模，但确是开发商确认收益、降杠杆的关键一环。因此，过去两年竣工一直不及预期，是因为开发商将资源倾斜到前端的拿地和开工。2020 年 8 月国家开始进行“三条红线”管控，这将加速竣工结算，加快去库存、去杠杆**预计竣工增速在 2021 年将持续提升，对房地产投资带来较强支撑**。从图中我们可以看出。8 月三条红线管控实施以来，新开工、施工和竣工有回归趋势，预计 2021 年开发商进行竣工结算的动力也较强。虽说新开工的动力可能会下滑，但是竣工端的修复也将对房地产投资带来较强的支撑。届时将带动建筑钢材消费，且会在一段时间周期内支撑整体钢材消费。

图 23：新开工、施工与竣工相趋同，三条红线政策加快去库存、去杠杆



资料来源：WIND、信达期货研发中心 0

空调行业 2021 年或将需求稳定，受房地产提振作用较大

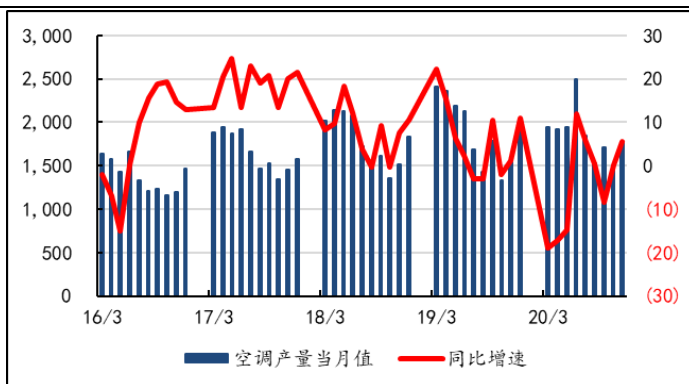
2020 年 11 月，空调产量同比增加 15.90%、环比增 30.4%至 1882.6 万台；2020 年 1-11 月，空调累计产量同比下降 8.8%至 18929.2 万台，累计降幅自 3 月以来逐渐缩小。根据奥维云网预测数据，预测 2020 年中国空调零售量规模为 5120 万台，同比下降 15.1%，零售额 1543 亿元，同比下降 22.0%。线下市场量额双降，零售量规模 2461 万台，同比下降 28.4%，线上市场量增额降，零售量规模 2659 万台，同比增长 2.6%。展望 2021 年，随着房地产后周期的到来，预计空调行业 2021 年总体需求将保持稳定。

图 24：空调产量当月值

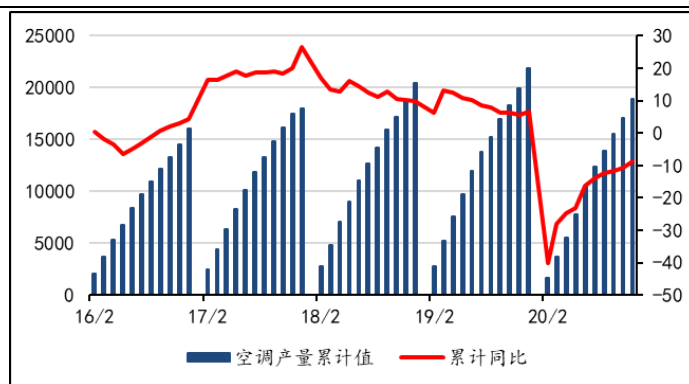
单位：万台

图 25：空调产量累计值

单位：万台



资料来源：WIND、信达期货研发中心



资料来源：WIND、信达期货研发中心

汽车行业 2021 年复苏预期较强，提振汽车用铜消费

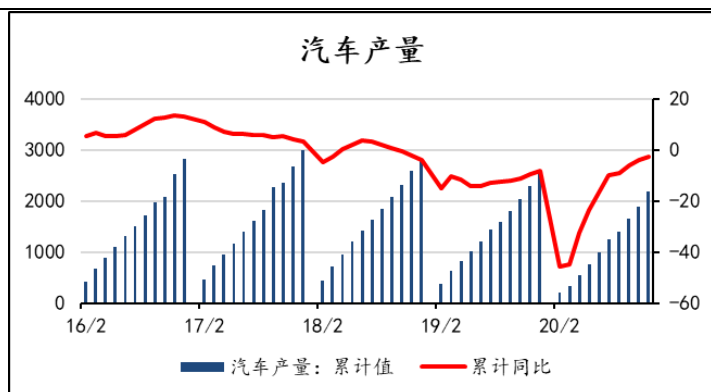
作为国内电解铜消费的第三大行业交通运输业，主要体现在汽车行业和轨道交通用铜方面。今年由于新冠疫情的影响，截止 10 月数据，前 10 月汽车累计销量 1969.9 万辆，降幅继续收窄至 4.6%，其中 10 月销量 257.3 万辆，同比增长 12.7%，连续第 7 个月正增长，反映出市场的复苏。乘用车方面，根据中汽协数据，前 10 月乘用车累计销量 1549.5 万辆，降幅收窄至 9.8%，其中 10 月销量 211.0 万辆，同比增长 9.4%，连续第 6 个月正增长。作为国家重要产业，汽车行业刺激政策料将推动国内消费回暖。



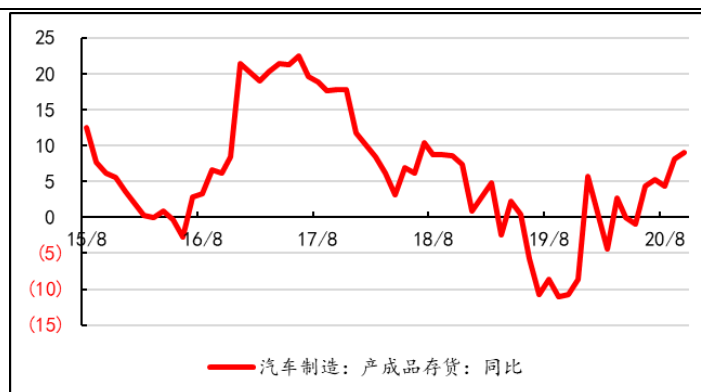
图 26：汽车累计产量接近去年水平

单位：万辆

图 27：汽车库存回升，关注补库节奏



资料来源：WIND、信达期货研发中心



资料来源：WIND、信达期货研发中心

政策红利或引导国内基建等下游铜行业需求表现超预期

后疫情时代的“十四五元年”或加速经济修复，通过重大工程落地刺激工业金属需求集中释放。随着疫情的好转与疫苗推出进度的逐步加快，各国经济修复成为未来一段时间的核心任务之一，而我国今年在严控疫情与“六稳、六保”方针的指引下，经济修复速度明显快于海外，每一次全球重大事件窗口都会带来新一轮的产业转移。目前正临近“十四五规划”的发布，以及国家坚定实施扩大内需战略的关键时刻，我国有望通过一轮基建政策刺激，使生产、分配、流通、消费各环节更多依托国内市场实现良性循环，成为新一轮产业转移下的受益国。

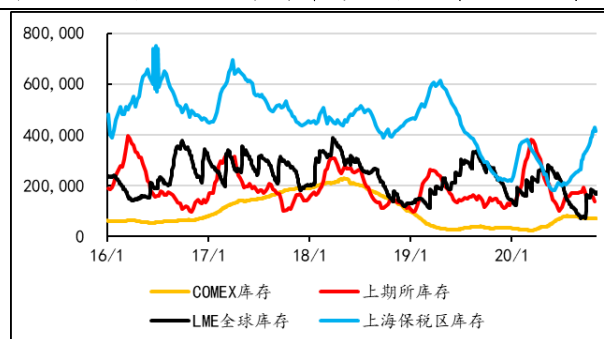
综合来看 2021 年，全球经济将迎来衰退后的复苏周期元年，宏观经济会呈现“修复+增长”的形态。随着新冠疫苗这个全球经济的最大助推剂在 2021 年逐渐铺开，全球经济增速明年有望实现“前低后高”的增速轨迹。全球铜消费亦将较 2020 年显著回暖，房地产行业新开工增速及施工增速同竣工增速相趋同，三道红线政策加持下竣工周期有望开启；空调行业受房地产后周期提振，新的一年需求有望保持稳定；汽车行业 2021 年复苏预期较强，提振汽车用铜消费。铜消费或稳步增长。

图 28：中国铜终端实际消费增速

行业	2019	2020E	2021E
电力	1.23%	1.13%	1.63%
家电	2.11%	-0.52%	2.59%
交通运输	-5.32%	-1.87%	3.05%
建筑	0.90%	1.79%	4.39%
机械电子	0.88%	3.51%	-0.85%
其他	1.59%	1.56%	1.54%
总计	0.60%	0.88%	1.93%

资料来源：SMM、信达期货研发中心

图 29：全球三大交易所库存位于近年低位 单位：万吨



资料来源：WIND、信达期货研发中心

三、总结和展望

2020 年尽管年初的疫情使得内外盘铜价出现断崖式地下跌，但在宏观面积极财政刺激政策和货币超量宽松的推动下铜价得以迅速修复。疫情引致铜矿端持续偏紧和冶炼端 TC/RC 的持续低迷，再加之国内外由于下游精炼铜需求的复苏不及预期，也同时助推铜价能不断越过前高压力位，宏观面和供需基本面共振推动沪铜走出一波波澜壮阔的牛市行情。

2021 年来看，中国经济或乘风而行，内外共振拉动新一轮制造景气周期，将带动电解铜消费端稳步增长。就供需结构维度来看，供给端 2021 年铜矿端会缓慢恢复供给缺口，全年供给增量约为 100 万吨，但整体来看供应偏紧局势将会持续；需求端将较 2020 年继续稳步修复，其一是电力行业，电源电力投资完成额 2021 年将顺着今年 3 月来继续环比修复，实现投资完成额的稳步增长；其二是三条红线政策下竣工周期的到来将带动下游建筑铜材的消费，同时房地产行业回暖也较有力保证空调行业的需求保持稳定；其三是汽车行业料将维持今年疫情后的稳步回暖行情；此外明年是十四五规划的元年，基建新批复项目较多，也将一定程度提振铜材消费，据 SMM 相关数据，2021 年国内电解铜产量 961 万吨，进口量 310 万吨，出口量 25 万吨，表观消费量 1246 万吨，减去明年预期去库 20 万吨，2021 全年精炼铜实际消费量为 1226 万吨，实际耗铜量为 1286 万吨。另据麦肯锡相关数据，2021 年全球精炼铜供应增速为 4%，需求增速为 3%。



图 31：国内精炼铜供需平衡

单位：万吨

	2019	2020E	2021E
产量	894	925	961
进口量	348	460	310
出口量	35	22	25
精炼铜表观消费量	1207	1363	1246
库存变化	2	80	20
精炼铜实际消费量	1205	1283	1226
废铜实际消费量	52	40	60
耗铜量	1257	1323	1286

资料来源：SMM、信达期货研发中心

图 32：全球铜精矿季度平衡表

单位：万吨

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021E	2022E
供应	565	571	586	589	2393	2480
供应增速	-3%	-2%	-1%	-1%	4%	4%
需求	492	582	618	602	2359	2448
需求增速	-7%	-4%	0%	-1%	3%	4%
供需平衡	73	-11	-32	-12	35	32

资料来源：Wood Mackenzie，信达期货研发中心

根据以上分析，如若基本面环比改善和宏观面连动共振，铜价重心有望进一步上移，价格重心中枢将至 65000 元/吨。但需谨防宏观不及预期、需求增速不及预期、矿端超量生产、重大宏观风险事件、废铜进口政策调整等风险点。



【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378，由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。公司总部设在杭州，下设 17 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建、宁波 7 家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、萧山 10 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

【雄厚金融央企背景】

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。





【全国分支机构】

分公司	金华	浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810	0579-82300876
	台州	浙江省台州市路桥区路北街道双水路 669 号华能国际 10-2 室	0576-82921160
	深圳	深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A	0755-83739066
	苏州	苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室	0512-62732060
	四川	成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号	028-85597078
	福建	厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元	0592-5150160
	宁波	浙江省宁波市鄞州区姚隘路 796 号 9 楼 9-3-2、9-4 室	0574-28839988
营业部	北京	北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室	010-64101771
	上海	中国（上海）自由贸易试验区民生路 118 号 2201A	021-58307723
	广州	广州市天河区体育西路 189 号 20A2	020-89814589
	沈阳	沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层	024-31061955
	哈尔滨	黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号	0451-87222486
	石家庄	河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层	0311-89691960
	大连	辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2408 房间	0411-84807776
	乐清	浙江省温州市乐清市城东街道旭阳路 6688 号总部经济园 2 幢 803-1 室	0577-27868777
	富阳	浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室	0571-23255888
	萧山	浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室	0571-82752636

【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，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、财政状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。
- 未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。