

经济修复，铜价前高后低

2020年12月21日 星期一

兴证期货·研发中心

有色研究团队

孙二春

期货从业资格编号：F3004203

投资咨询资格编号：Z0012934

联系人：孙二春

电话：021-20370947

邮箱：sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2020年铜价跌宕起伏。一季度疫情冲击，市场恐慌，铜价一度跌至4400美元以下，击穿大部分矿企现金成本。

二季度随着主要铜矿产地智利、秘鲁等南美国家疫情开始加速恶化，市场对铜矿供应的担忧加剧，加工费TC持续下滑，随着部分大矿企宣布矿山生产、运输等经营受阻，铜价加速上涨。

下半年随着中国经济持续好转，欧美经济刺激，美国大选落地，疫苗推进，铜价屡创新高。截至12月14日，LME铜收于7780美元/吨，相较于2019年末大涨26.11%，在有色金属中表现最好。

● 后市展望及策略建议

1. 供应端上半年对铜价支撑逻辑延续。预计2021年全球铜矿增量91.7万吨，增速在4%左右，但由于疫情恢复节奏及新增产能在下半年释放，上半年铜矿大概率会延续相对短缺状态。加工费难有实质性回升，下半年随着铜矿供应释放，加工费或将缓慢回升。

我们认为至少在明年上半年以前，供应端铜矿相对短缺引发的冶炼亏损对铜价支撑的逻辑延续，下半年随着铜矿新增产能释放以及疫情影响的完全恢复，铜供应端压力可能会逐步对铜价形成压制。

2. 海内外经济有望在明年复苏力度加大，铜消费整体向好。国内经济持续好转。国内经济正常化，铜下游各行业逐步恢复，其中出口相关及汽车等行业表现亮眼，2021年随着国内宏观经济继续修复，铜消费整体有望维持高景气度。

海外方面，随着疫苗推进，欧美经济体有望在 2021 年逐步恢复，制造业角度看，当前欧美经济持续处于扩张状态，利好国内铜下游终端产品出口消费（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20% 以上）。

节奏上，我们认为 2021 年上半年铜消费随着海内外经济从疫情中恢复，有望内外共振。下半年铜消费力度由于国内高基数等原因相对弱一些。

3. 明年上半年季节性去库可能超预期，不排除出现阶段性软逼仓行情。根据我们前文对国内铜生产及消费的分析，我们认为 2021 年上半年国内铜社会库存季节性去库力度或超预期，不排除出现阶段性软逼仓行情。

综上，我们认为从供需层面看，2021 年上半年铜基本面在经济向上，铜矿相对短缺等因素作用下，持续好转，铜价有望创新高。下半年随着铜矿产出压力加大及经济恢复高基数等原因，铜价或将出现趋势性下跌风险。仅供参考。

● 风险提示

疫情发展不稳定；实体经济超预期下滑。

报告目录

1. 行情回顾：2020 年铜价跌宕起伏	5
2. 基本面：消费向好，供应难有实质性增长.....	6
2.1 供应：铜矿前三季度负增长，加工费绝对低位.....	6
2.1.1 铜矿恢复有限	6
2.1.2 国内冶炼生产经营压力 2021 年上半年延续.....	11
2.1.3 供应端小结	13
2.2 需求：国内持续好转，海外复苏预期强烈	13
2.2.1 国内铜消费持续好转	13
2.2.2 海外复苏预期强烈	18
2.2.3 需求端小结	19
2.3 库存：2021 上半年季节性去库力度或超预期.....	19
3. 宏观：疫苗逐步推进，提振市场情绪.....	20
4. 结论：经济修复，铜价前高后低	23
5. 风险提示	24

图目录

图 1： LME 各品种 2020 年以来涨跌幅	5
图 2： LME 铜升贴水季节性（单位：美元/吨）	5
图 3： 上期所各品种 2020 年以来涨跌幅	5
图 4： 国内铜升贴水季节性（单位：元/吨）	5
图 5： 2020 年全球铜矿产量负增长（单位：万吨，%）	7
图 6： 海外累计确诊人数（单位：人）	9
图 7： 智利、秘鲁新增确诊人数（单位：人）	9
图 8： 智利、秘鲁占全球铜矿产量 40%.....	10
图 9： 中国从智利、秘鲁进口铜矿占比达 62%.....	10
图 10： 2021 年铜精矿长单 TC 下滑至 59.5 美元/吨（单位：美元/吨）	11
图 11： 短单 TC 下滑至 50 美元/吨以下（单位：美元/吨）	11
图 12： 中国冶炼产能变化（单位：万吨）	12
图 13： 国内电解铜产量（单位：万吨，%）	12
图 14： 国内冶炼企业开工率季节性（单位：%）	12
图 15： 铜冶炼副产品硫酸价格（单位：元/吨）	13
图 16： 中国制造业 PMI（单位：%）	14
图 17： 国内铜消费按品种分布.....	14
图 18： 国内铜终端消费行业分布.....	14
图 19： 电线电缆开工率（单位：%）	15
图 20： 铜杆开工率（单位：%）	15
图 21： 铜管开工率（单位：%）	15
图 22： 铜板带箔开工率（单位：%）	15
图 23： 电网投资回升（单位：亿元）	16
图 24： 国家电网计划投资额（单位：亿元）	16

图 25: 新能源汽车产量 (单位: 辆)	16
图 26: 新能源汽车产量结构 (单位: %)	16
图 27: 空调产量	17
图 28: 空调库存季节性 (单位: 万台)	17
图 29: 冰箱产量 (单位: 万台)	17
图 30: 洗衣机产量 (单位: 万台)	17
图 31: 汽车产量	18
图 32: 汽车产量同比季节性 (单位: %)	18
图 33: 欧美发达国家占全球铜消费 20%	18
图 34: 欧美国家制造业 PMI	18
图 35: 三大交易所叠加保税区库存季节性 (单位: 万吨)	19
图 36: 国内三地 (上海、江苏、广东) 库存季节性 (单位: 万吨)	19
图 37: 保税区库存季节性 (单位: 万吨)	20
图 38: 上期所库存季节性 (单位: 吨)	20
图 39: LME 库存季节性 (单位: 吨)	20
图 40: COMEX 库存季节性 (单位: 吨)	20
图 41: 铜金融属性分析框架	21
图 42: 美元指数与铜价走势	21
图 43: 中美利差扩大至 4% 以上	21
图 44: 人民币汇率走势	21
图 45: 主要资产表现	22
图 46: 市场恐慌情绪	22
图 47: COMEX 管理基金多头持仓 (单位: 张, %)	22

表目录

表 1: 全球前 15 大矿企 2020 年前三季度产量负增长	7
表 2: 2021 年铜矿增量预期 (单位: 万吨)	8
表 3: 预计 2021 年国内粗炼产能投放 68 万吨	12
表 4: 中国精炼铜供需平衡表 (单位: 万吨)	24
表 5: 全球精炼铜供需平衡表 (单位: 万吨)	24

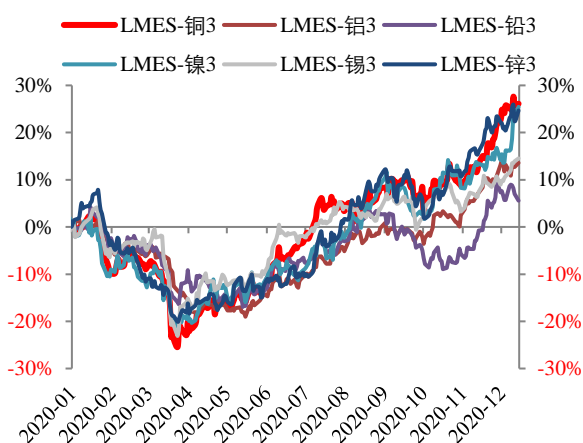
1. 行情回顾：2020 年铜价跌宕起伏

2020 年铜价跌宕起伏。一季度疫情冲击，市场恐慌，铜价一度跌至 4400 美元以下，击穿大部分矿企现金成本。

二季度随着主要铜矿产地智利、秘鲁等南美国家疫情开始加速恶化，市场对铜矿供应的担忧加剧，加工费 TC 持续下滑，随着部分大矿企宣布矿山生产、运输等经营受阻，铜价加速上涨。

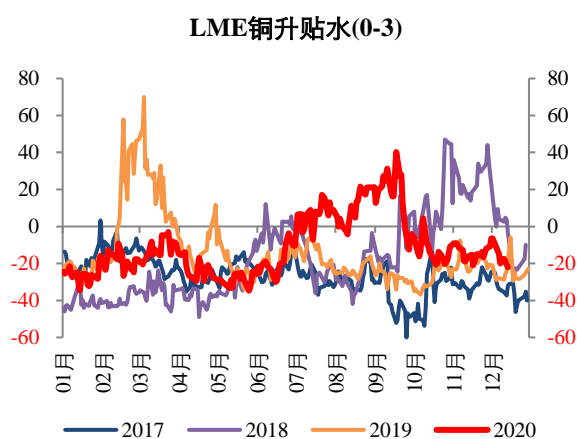
下半年随着中国经济持续好转，欧美经济刺激，美国大选落地，疫苗推进，铜价屡创新高。截至 12 月 14 日，LME 铜收于 7780 美元/吨，相较于 2019 年末收涨 26.11%，在有色金属中表现最好。

图1：LME 各品种 2020 年以来涨跌幅



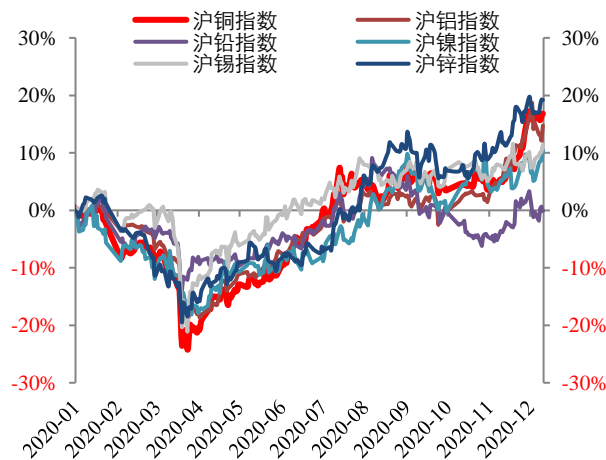
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2：LME 铜升贴水季节性（单位：美元/吨）



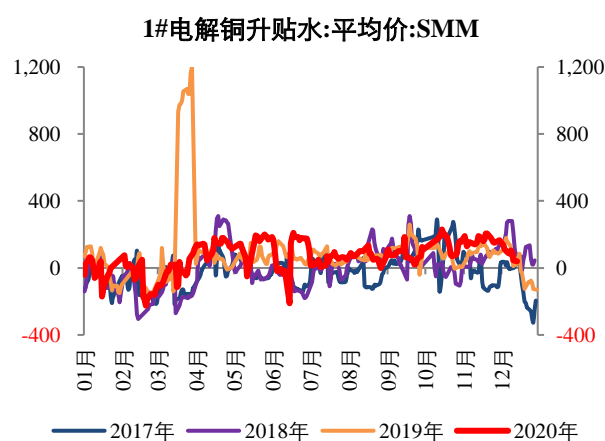
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图3：上期所各品种 2020 年以来涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图4：国内铜升贴水季节性（单位：元/吨）



数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

2. 基本面：消费向好，供应难有实质性增长

2.1 供应：铜矿前三季度负增长，加工费绝对低位

预计 2021 年全球铜矿增量 91.7 万吨，增速在 4% 左右，但由于疫情恢复节奏及新增产能在下半年释放，上半年铜矿大概率会延续相对短缺状态。加工费难有实质性回升，下半年随着铜矿供应释放，加工费或将缓慢回升。

我们认为至少在明年上半年以前，供应端铜矿相对短缺引发的冶炼亏损对铜价支撑的逻辑延续，下半年随着铜矿新增产能释放以及疫情影响的完全恢复，铜供应端压力可能会逐步对铜价形成压制。

2.1.1 铜矿恢复有限

A. 三季度全球前 15 大矿企铜矿产量负增长，内生性增长有限

全球前 15 大矿企（CR15:0.63）三季度产量受疫情等因素影响产量下滑幅度仍较大，部分矿企由于担忧疫情，限制人员、原料、产成品流动，再度调低产量预期，叠加近期南美地区部分矿山罢工干扰，铜矿产量不确定性仍较高。

分矿企来看：

Rio Tinto 三季度产量大幅下滑 6.06 万吨（-28%）。由于冶炼厂延迟重启，以及矿山铜品位下滑，旗下位于美国的 Kennecott 铜矿产量下滑 40%，冶炼产量下滑 74%。受制于 Kennecott 冶炼问题，公司再度下调全年预期 3 万吨。

BHP 三季度产量下滑 1.65 万吨（-4%），旗下 Escondida 矿山由于疫情管控矿山运营人员以及矿山品位下滑导致产量受损。公司 2021 财年产量预期维持在 156.25 万吨。

Antofagasta 三季度产量大幅下滑 2.74 万吨（-14%），主要由于旗下 Los Pelambres 检修以及 Antucoya 矿区铜矿品位下滑导致公司铜矿产量。2020 全年产量预期维持在 72.5-75.5 的区间下沿，但仍受制于没有矿山因为疫情暂停生产的假定条件。

MMG 三季度产量下滑 1.34 万吨（-12%）。公司对 2020 年全年产量预期下调 5 万吨，至 38.15 万吨，Las Bambas 矿山受疫情及运输影响严重。

Vale 三季度产量下滑 1.07 万吨（-11%），背后主要原因一是疫情对巴西及加拿大矿山生产的影响，二是 Sudbury 矿区检修及铜矿品位的下滑。全年产量预期仍维持在 37 万吨。

First Quantum 三季度产量增加 1.89 万吨（+10%），主要是由于 Sentinel 和 Cobre Panama 产量随着运营逐步恢复，产量创纪录增加。

Freeport 三季度产量微幅下滑 0.91 万吨，公司基于生产现状及对旗下矿山的评估，把 2020 年销量预期上调 1.36 万吨。

Anglo American 三季度产量增加 0.68 万吨（+5%），公司 2020 年铜矿产量预期维持在 64.5 万吨不变。

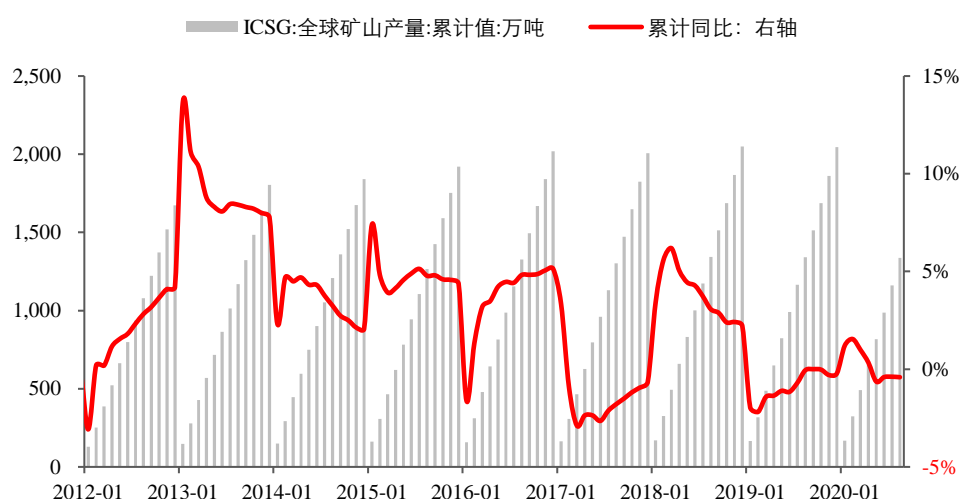
综合主要产地疫情情况及矿企的产量预期来看，我们预计短期铜矿产量恢复力度有限，铜矿加工费 TC 难有实质性回升。

表1：全球前 15 大矿企 2020 年前三季度产量负增长

序号	公司	2020Q3 (万吨)	2020Q3 增量 (万吨)	2020Q3 同比	2020Q1-Q3 增量 (万吨)	2020Q1-Q3 同比
1	Codelco	44.70	0.75	1.71%	3.41	2.82%
2	Freeport	38.28	-0.91	-2.32%	-3.54	-3.23%
3	BHP Billiton	41.30	-1.65	-3.84%	-4.16	-3.22%
4	Glencore	34.66	-0.62	-1.76%	-8.11	-7.98%
5	Grupo Mexico	28.06	-0.58	-2.01%	0.28	0.33%
6	Antofagasta	16.96	-2.74	-13.91%	-4.29	-7.34%
7	Rio Tinto	15.44	-6.06	-28.19%	-13.22	-21.10%
8	KGHM Polska	17.03	-0.74	-4.16%	-0.85	-1.61%
9	MMG	10.25	-1.34	-11.56%	-6.00	-18.10%
10	Anglo American	16.57	0.68	4.28%	0.05	0.10%
11	First Quantum	21.14	1.89	9.81%	7.79	15.64%
12	Vale	8.76	-1.07	-10.89%	-2.38	-8.20%
13	Norilsk	11.87	-0.20	-1.65%	-1.34	-3.60%
14	Teck Resources	6.78	-1.12	-14.18%	-2.79	-12.35%
15	Kazakhmys	7.62	-0.67	-8.08%	-0.05	-0.22%
Total		307.09	-13.07	-4.08%	-31.30	-3.40%

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图5：2020 年全球铜矿产量负增长（单位：万吨，%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

B. 2021 年铜矿产量恢复性增长，但大概率在下半年才能有实质性体现

根据全球部分主要铜矿企业对 2021 年产量预期看，2021 年铜矿恢复主要是对 2020 年疫情干扰的恢复性增量，内生性铜矿产能释放相对不足。

明年比较大的新增产能项目，譬如紫金矿业旗下位于刚果（金）的 Kamo-a-Kakula 项目要在 7 月份后才会投产。

恢复性增量方面，目前海外疫情仍较为严重，铜矿恢复至疫情前水平预估在二季度以后，上半年铜矿相对紧缺的状态大概率难改变。

我们预计 2021 年全球铜矿增量 91.7 万吨，增速在 4% 左右，但由于疫情恢复节奏及新增产能在下半年释放，上半年铜矿大概率会延续相对短缺状态。

表2：2021 年铜矿增量预期（单位：万吨）

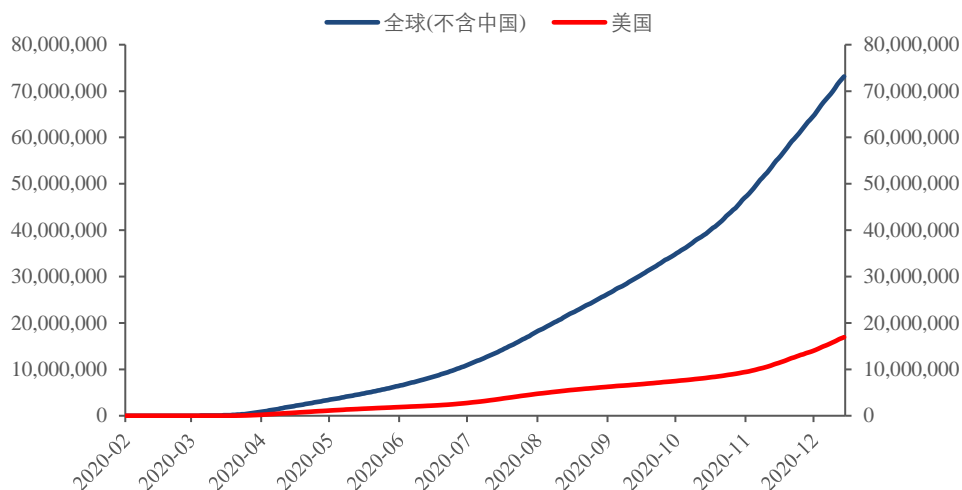
序号	公司	2019A (万吨)	2020E (万吨)	2020 增量 (万吨)	2021E (万吨)	2021 增量 (万吨)
1	Codelco	170.60				
2	Freeport	147.28	144.24	-3.04	174.63	30.39
3	BHP Billiton	168.93	172.41	3.48	156.25	-16.16
4	Glencore	137.12	125.50	-11.62	122.00	-3.50
5	Grupo Mexico	111.92				
6	Antofagasta	77.00	74.00	-3.00		
7	Rio Tinto	83.71	65.25	-18.46	78.90	13.65
8	KGHM Polska	70.16	71.34			
9	MMG	45.20	38.15	-7.05		
10	Anglo American	63.80	64.50	0.70	66.00	1.50
11	First Quantum	70.21	76.75	6.54	82.50	5.75
12	Vale	38.11	37.00	-1.11	39.00	2.00
13	Norilsk	49.91	49.15	-0.76	46.75	-2.40
14	Teck Resources	29.70	27.73	-1.97	29.75	2.02
15	Kazakhmys	31.14	29.00	-2.14		
16	洛阳钼业	20.65	20.80	0.15		
17	江西铜业	20.92	20.75	-0.17		
18	紫金矿业	36.99	41.00	4.00	53.00	12.00
19	Lundin Mining	23.55	22.25	-1.20	28.70	6.45
20	Barrick Gold	19.60				
	小计			-35.66		51.70
	其它					40
	总计					91.7

数据来源：公司公告，公开资料，兴证期货研发部

C. 主要铜矿生产地疫情仍不乐观。

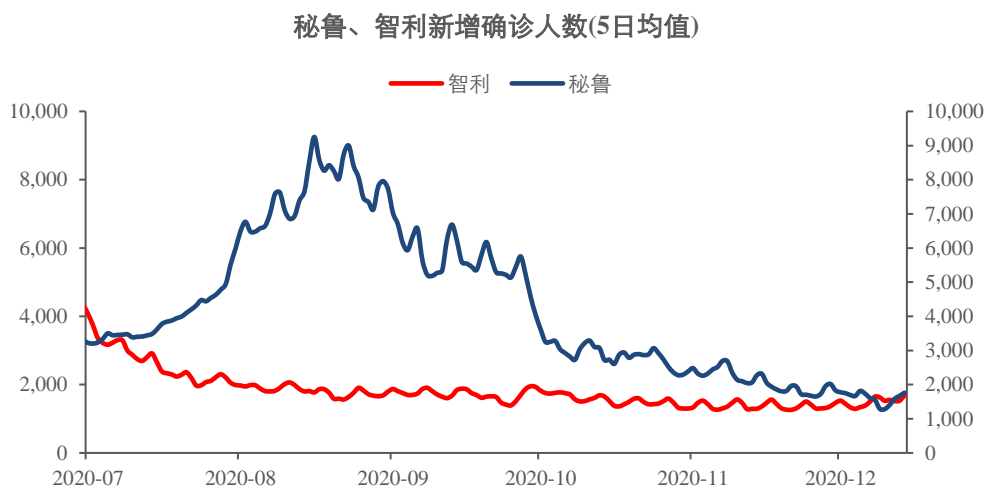
海外疫情仍在恶化。截至 12 月 11 日，海外确诊人数超过 7000 万人，其中美国最为严重，确诊人数超过 1600 万人。智利、秘鲁（智利、秘鲁占全球铜矿产量比重 40%）等主要铜矿生产地疫情近期再度反弹，每日确诊人数仍在 1000 以上。

图6：海外累计确诊人数（单位：人）



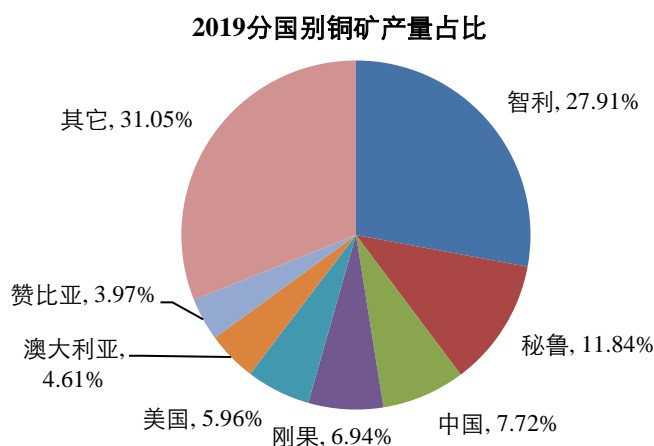
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图7：智利、秘鲁新增确诊人数（单位：人）



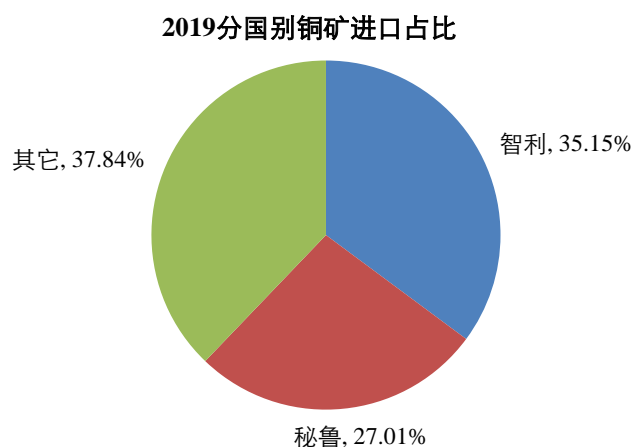
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图8：智利、秘鲁占全球铜矿产量 40%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图9：中国从智利、秘鲁进口铜矿占比达 62%



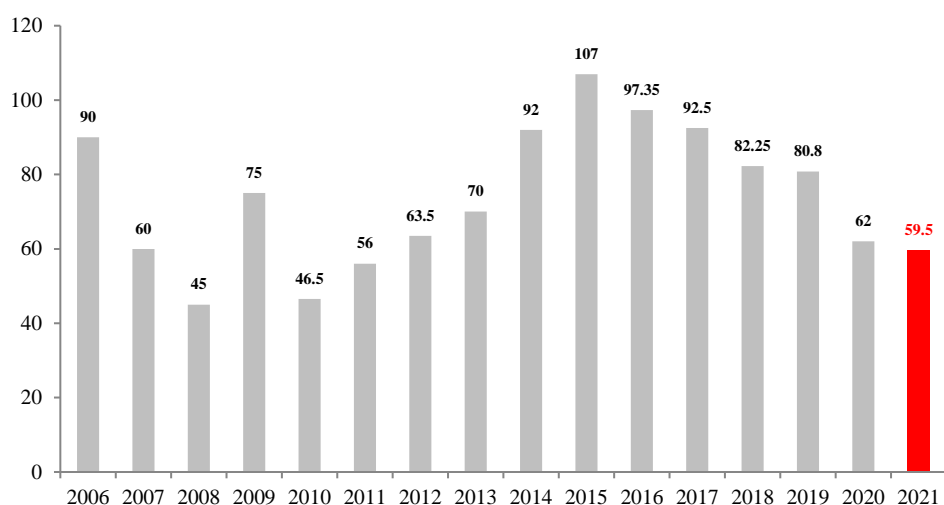
数据来源：Wind，兴证期货研发部

D. 短单加工费降至 50 美元/吨以下，铜冶炼厂经营压力较大

据最新消息，中国铜业、铜陵有色、江西铜业以及金川集团与 Freeport 确定 2021 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 59.5 美元/吨，环比 2020 年下滑 2.5 美元/吨，侧面佐证当前市场对明年铜矿增长的预期并不是特别乐观。

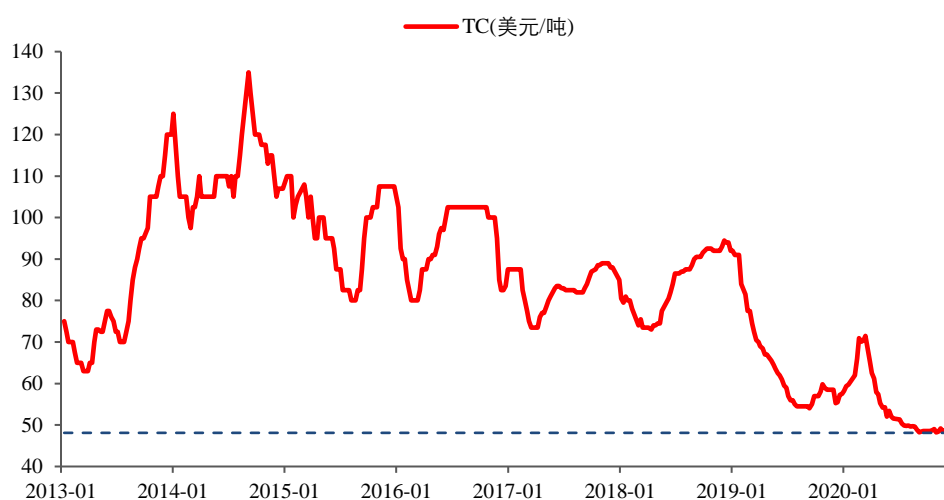
根据前文分析，我们认为加工费 TC 在 2021 年上半年之前难有实质性回升，下半年或将在铜矿产量逐步释放后，稳步走高。

图10：2021年铜精矿长单TC下滑至59.5美元/吨（单位：美元/吨）



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图11：短单TC下滑至50美元/吨以下（单位：美元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.1.2 国内冶炼生产经营压力 2021年上半年延续

国内2021年仍有68万吨新增粗炼产能释放，对比铜矿释放情况，冶炼相对劣势的状态在明年上半年难改变。

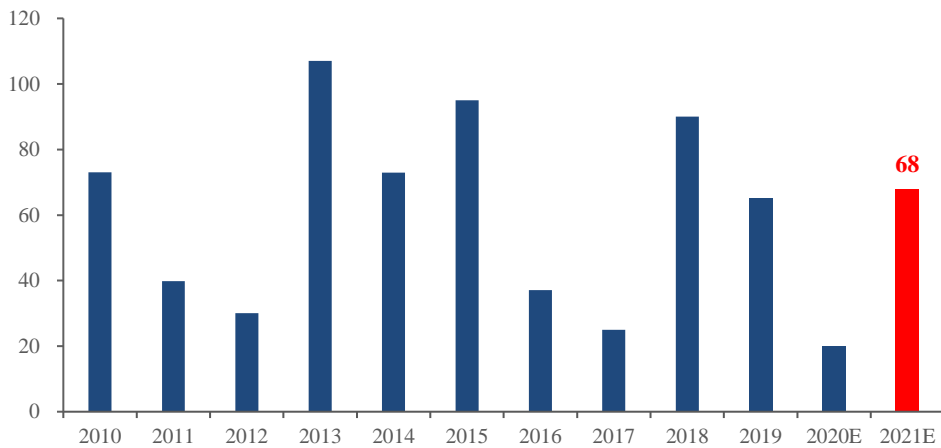
当前加工费水平下，国内部分冶炼厂来说已经亏损至现金成本，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响相对钝化，减产发酵周期拉长。

表3: 预计 2021 年国内粗炼产能投放 68 万吨

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
紫金铜业有限公司	10	10	铜精矿	2021 年
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	20	铜精矿	2021 年
大冶有色	40	40	铜精矿	2021 年
山东烟台国润铜业	8	8	铜精矿	2021 年
2021 年小计	68	78		
中条山有色金属集团有限公司	18	18	铜精矿	2022 年
水口山有色（五矿铜业湖南有限公司）	20	20	铜精矿	2022 年
2022 年小计	38	48		

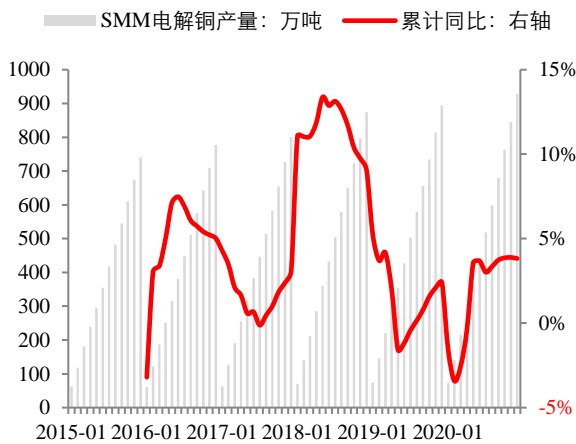
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图12: 中国冶炼产能变化（单位：万吨）



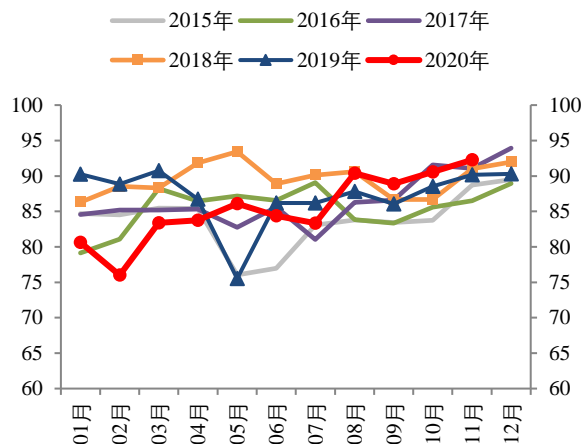
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图13: 国内电解铜产量（单位：万吨，%）



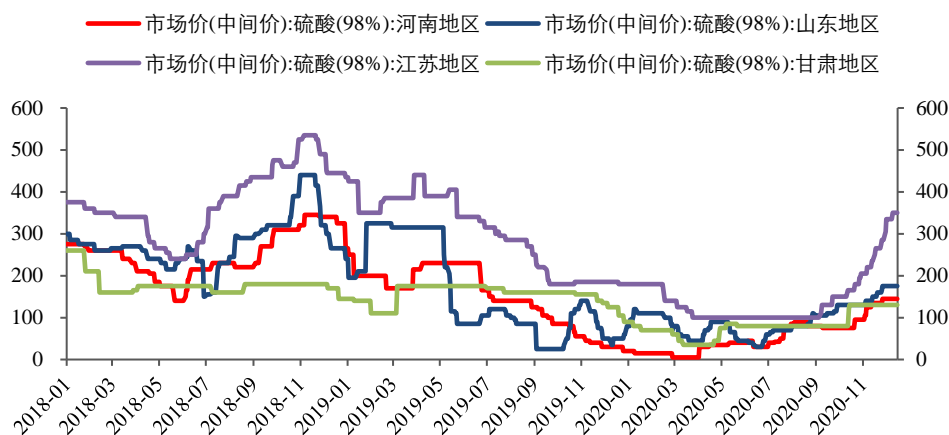
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图14: 国内冶炼企业开工率季节性（单位：%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图15：铜冶炼副产品硫酸价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.1.3 供应端小结

我们认为至少在明年上半年以前，供应端铜矿相对短缺引发的冶炼亏损对铜价支撑的逻辑延续，下半年随着铜矿新增产能释放以及疫情影响的完全恢复，铜供应端压力可能会逐步对铜价形成压制。

2.2 需求：国内持续好转，海外复苏预期强烈

国内经济持续好转。国内经济正常化，铜下游各行业逐步恢复，其中出口相关及汽车等行业表现亮眼，2021年随着国内宏观经济继续修复，铜消费整体有望维持高景气度。

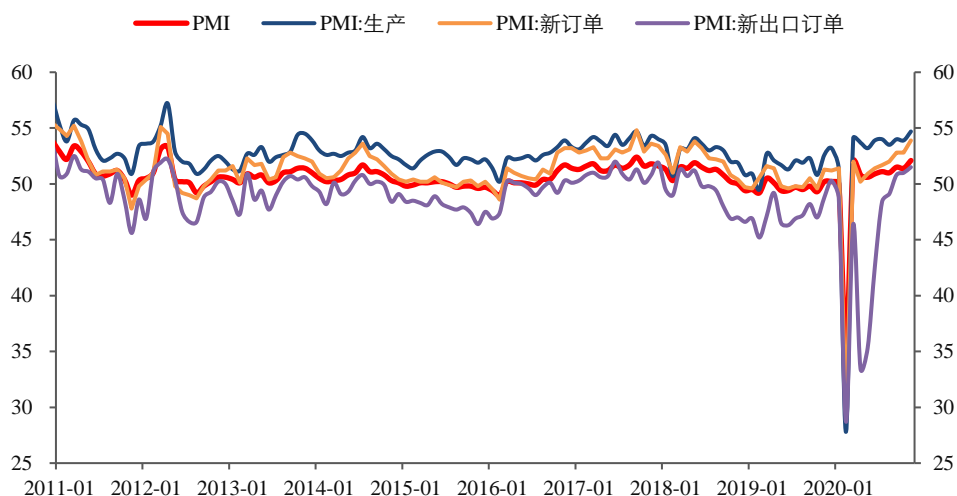
海外方面，随着疫苗推进，欧美经济体有望在2021年逐步恢复，制造业角度看，当前欧美经济持续处于扩张状态，利好国内铜下游终端产品出口消费（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量20%以上）。

节奏上，我们认为2021年上半年铜消费随着海内外经济从疫情中恢复，有望内外共振。下半年铜消费力度由于国内高基数等原因相对弱一些。

2.2.1 国内铜消费持续好转

国内下游消费好转。国内经济持续向好，铜消费逐步好转，制造业角度，国内制造业连续9个月处于景气度上方，其中新出口订单PMI连续3个月处于50%以上。

图16: 中国制造业 PMI (单位: %)

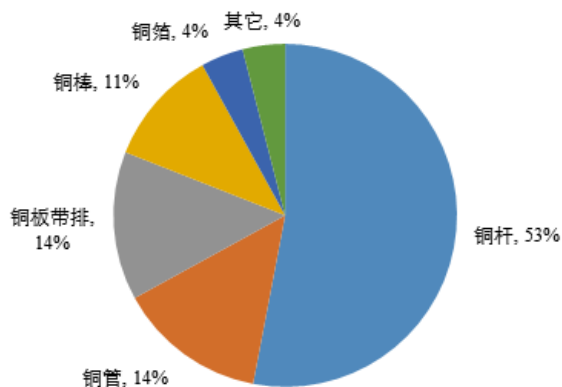


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

A. 下游铜材企业开工率整体好于去年

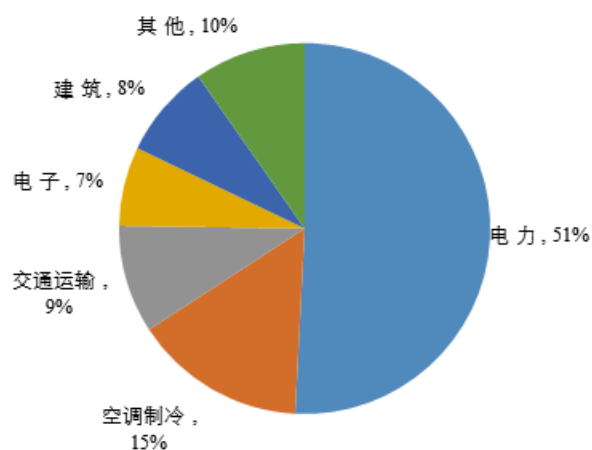
从铜下游企业开工率来看, 国内铜杆, 铜管, 铜板带企业开工率持续高于去年, 与国内经济持续向好相互佐证。

图17: 国内铜消费按品种分布



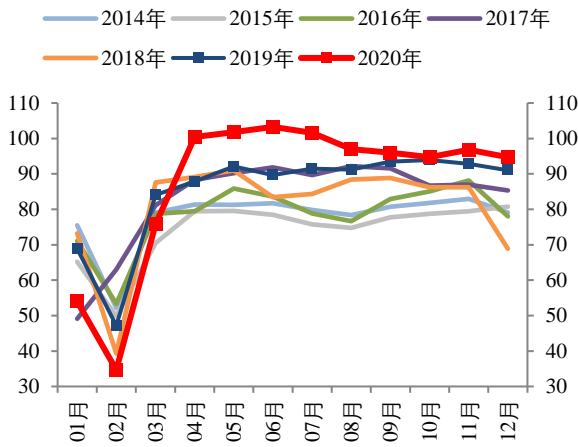
数据来源: 我的有色网, 兴证期货研发部

图18: 国内铜终端消费行业分布



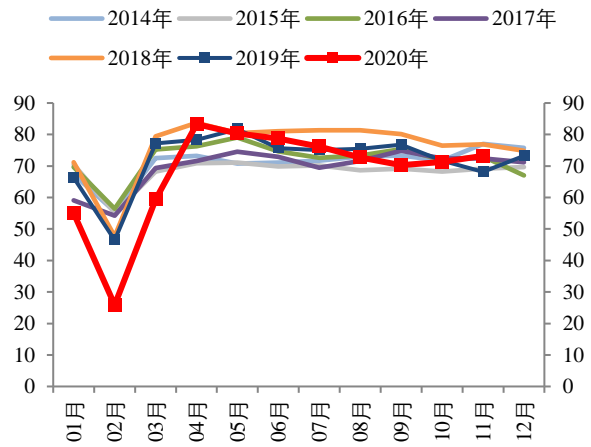
数据来源: 安泰科, 兴证期货研发部

图19: 电线电缆开工率 (单位: %)



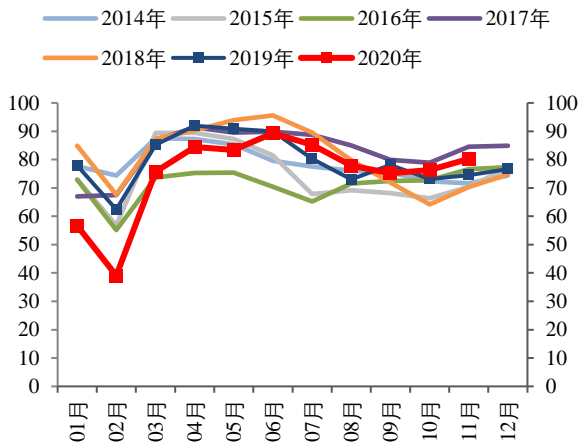
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图20: 铜杆开工率 (单位: %)



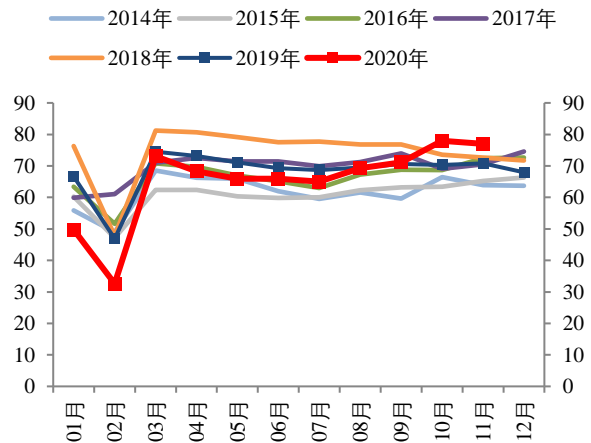
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图21: 铜管开工率 (单位: %)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图22: 铜板带箔开工率 (单位: %)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

B. 电网投资持续回升

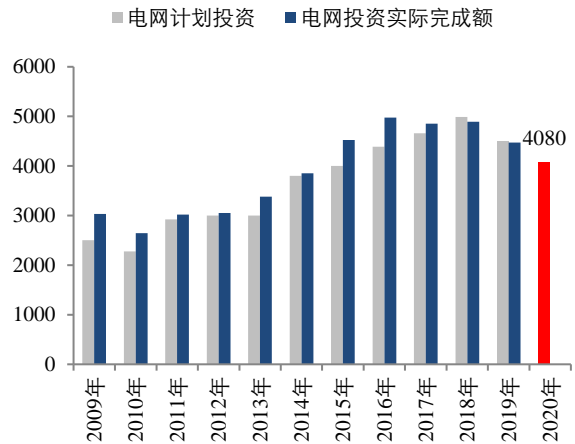
电网投资持续回升, 2020年10月单月电网投资完成额同比转正2.16%, 前10月实际完成额3371亿元, 同比微幅下滑1.30%。

图23: 电网投资回升 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图24: 国家电网计划投资额 (单位: 亿元)



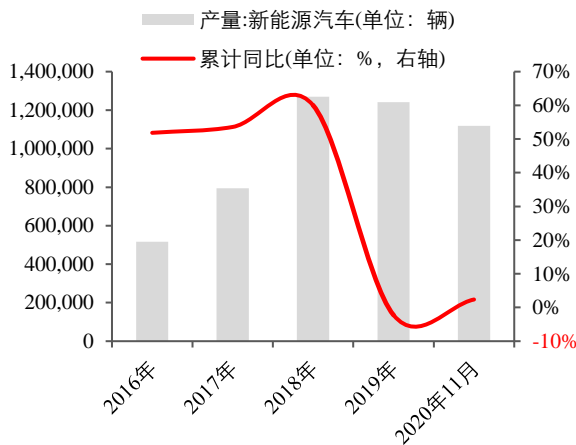
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

C. 新能源汽车表现亮眼

疫情冲击减弱后, 叠加政策刺激, 国内新能源汽车产销迅速修复。11月新能源汽车产销分别完成19.8万辆和20万辆, 同比分别增长75.1%和104.9%, 其单月产销第五次刷新了当月历史记录。细分能源类型来看, 其中纯电动汽车产销分别完成16.4万辆和16.7万辆, 同比分别增长66.2%和100.5%。

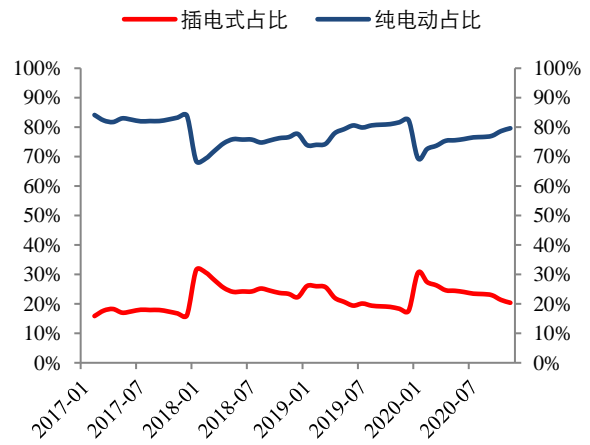
随着国家持续的政策刺激与鼓励, 以及消费者接受度和体验感的提升, 2021年国内新能源汽车产销有望维持高速增长, 新能源汽车领域对精铜的消费增长空间值得期待。

图25: 新能源汽车产量 (单位: 辆)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图26: 新能源汽车产量结构 (单位: %)

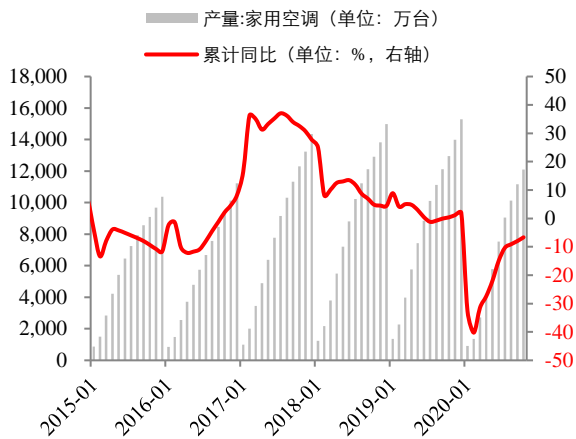


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

D. 家电领域维持好转

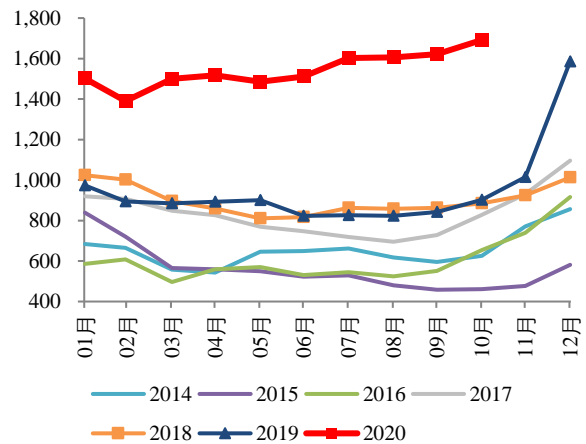
产业在线数据显示，2020年10月家用空调总产量938万台，同比大幅增长12.67%，1-10月空调产量12095万台，同比下滑幅度缩窄至-6.65%。中国地产市场在“三道红线”监管下，进入“去库存”周期，开发商竣工力度提升，地产后周期相关家电领域有望在2021年持续好转。

图27：空调产量



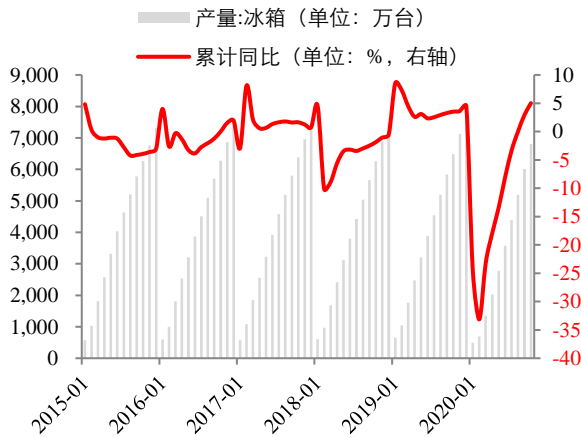
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图28：空调库存季节性（单位：万台）



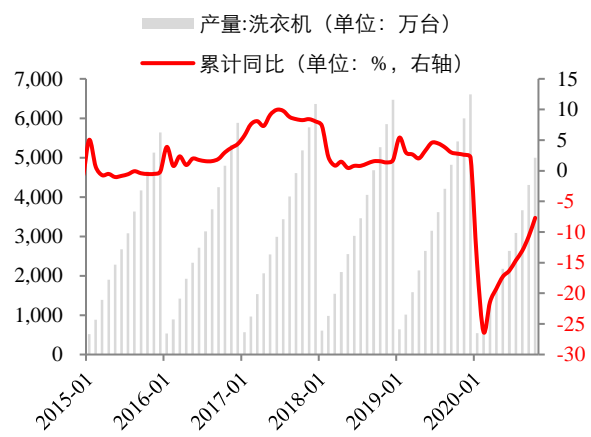
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图29：冰箱产量（单位：万台）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图30：洗衣机产量（单位：万台）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

E. 汽车行业整体稳步复苏

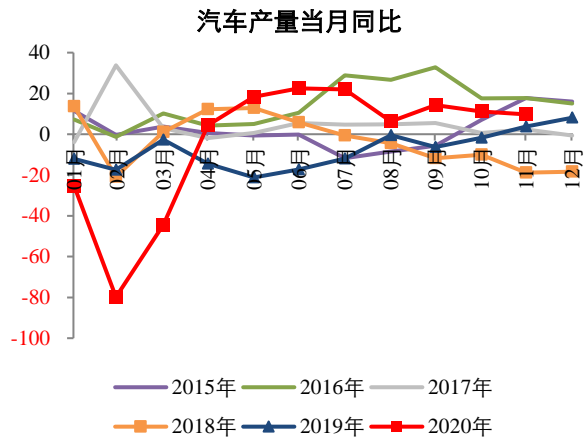
汽车产量4月份开始持续正增长。据中国汽车工业协会数据，11月单月汽车产量同比正增长9.78%，1-11月全国共生产汽车2237.2万辆，同比下滑幅度缩窄至-2.89%。随着国内经济持续复苏，促消费政策逐步落地，叠加新能源汽车产业发力，汽车板块有望在2021年维持高景气度。

图31: 汽车产量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图32: 汽车产量同比季节性 (单位: %)



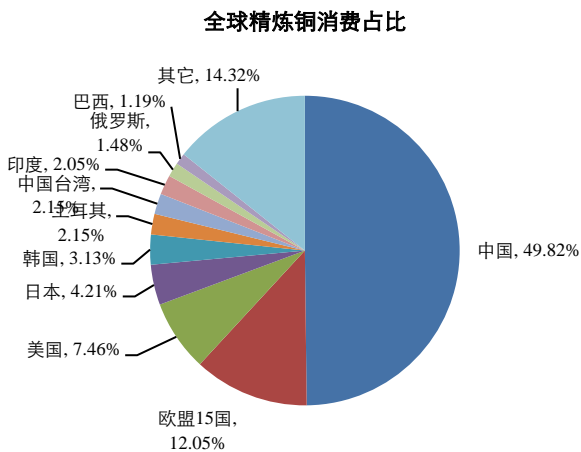
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2.2 海外复苏预期强烈

海外方面，欧美制造业维持高景气度。欧元区11月制造业PMI53.8，其中德国制造业11月PMI57.8，欧美国家制造业维持扩张。

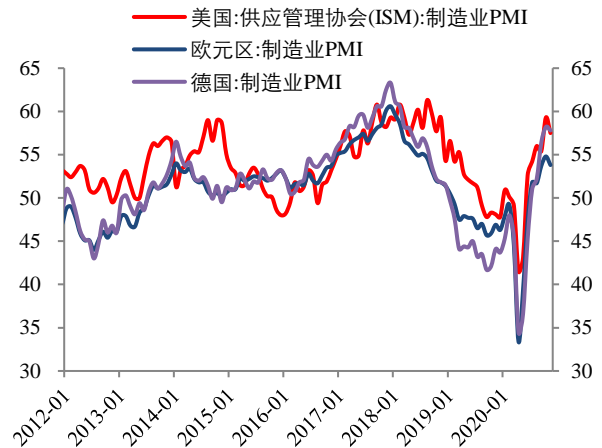
拉长周期看，随着疫苗推进，欧美经济体有望在2021年逐步恢复，利好国内铜下游终端产品出口消费（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量20%以上）。

图33: 欧美发达国家占全球铜消费 20%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图34: 欧美国家制造业 PMI



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

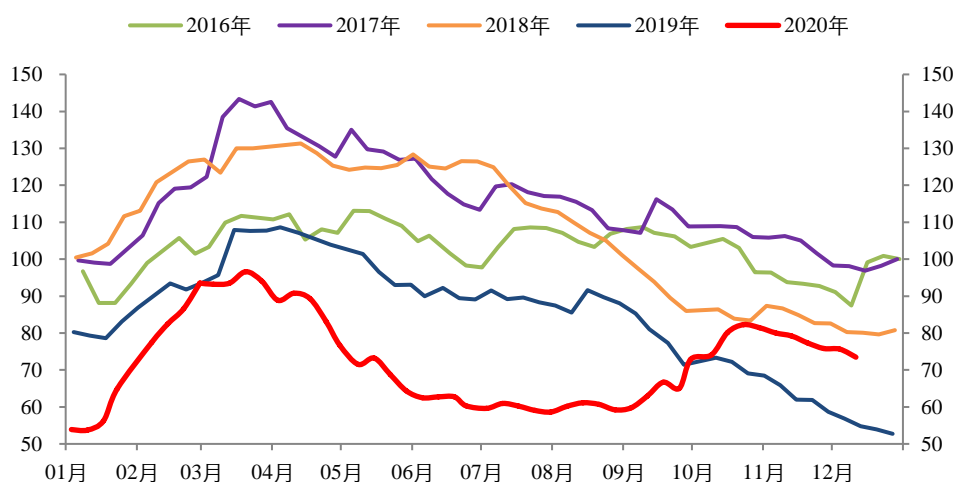
2.2.3 需求端小结

我们认为 2021 年上半年铜消费随着海内外经济从疫情中恢复，有望形成共振。下半年铜消费力度由于国内经济高基数，基建刺激力度下滑等作用相对弱一些。

2.3 库存：2021 上半年季节性去库力度或超预期

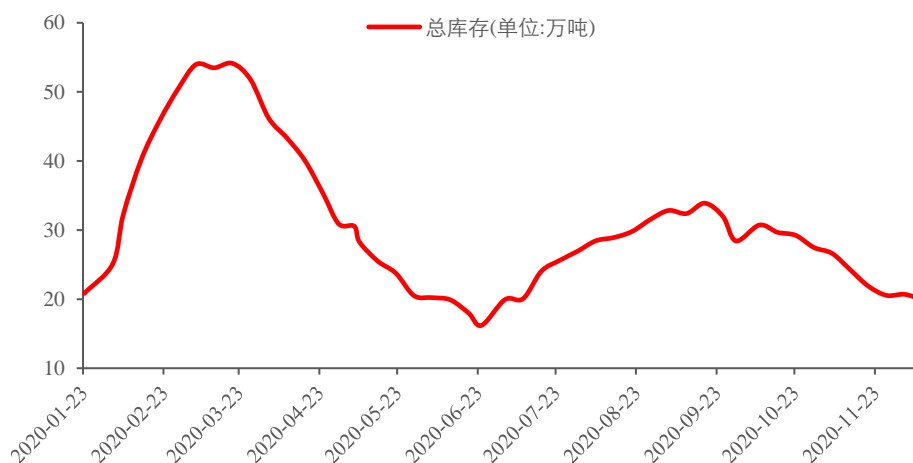
根据前文对铜供应及消费的分析，我们认为 2021 年上半年国内铜社会库存季节性去库力度或超预期，不排除出现阶段性软逼仓行情。

图35：三大交易所叠加保税区库存季节性（单位：万吨）



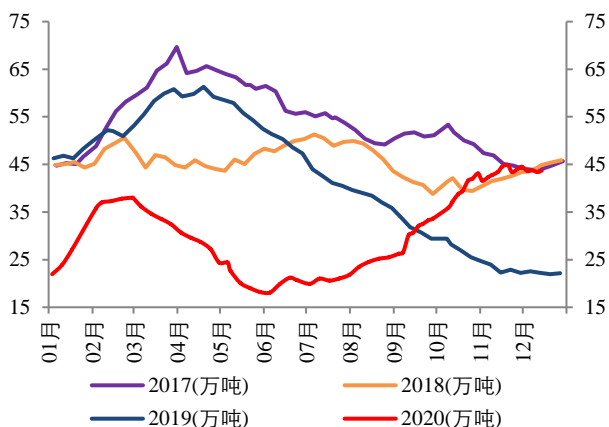
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图36：国内三地（上海、江苏、广东）库存季节性（单位：万吨）



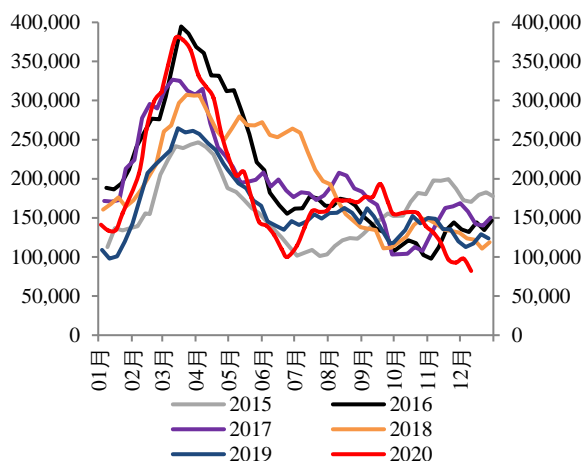
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图37: 保税区库存季节性 (单位: 万吨)



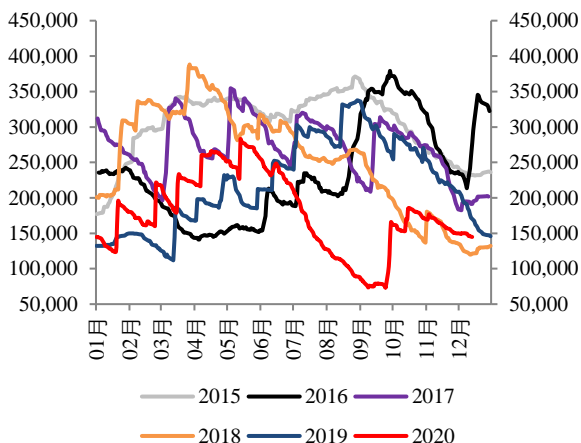
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图38: 上期所库存季节性 (单位: 吨)



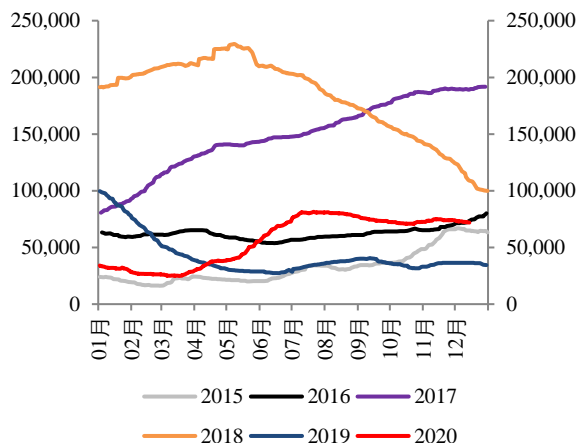
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图39: LME 库存季节性 (单位: 吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图40: COMEX 库存季节性 (单位: 吨)

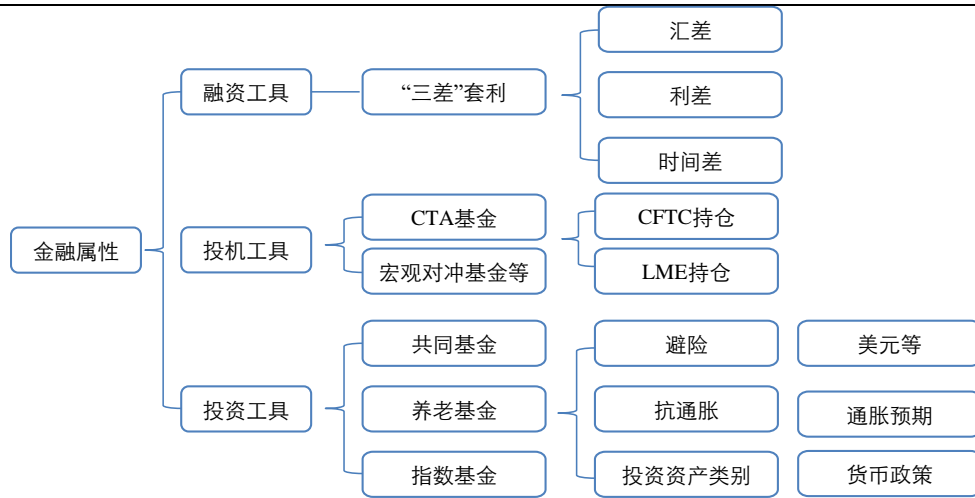


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 宏观：疫苗逐步推进，提振市场情绪

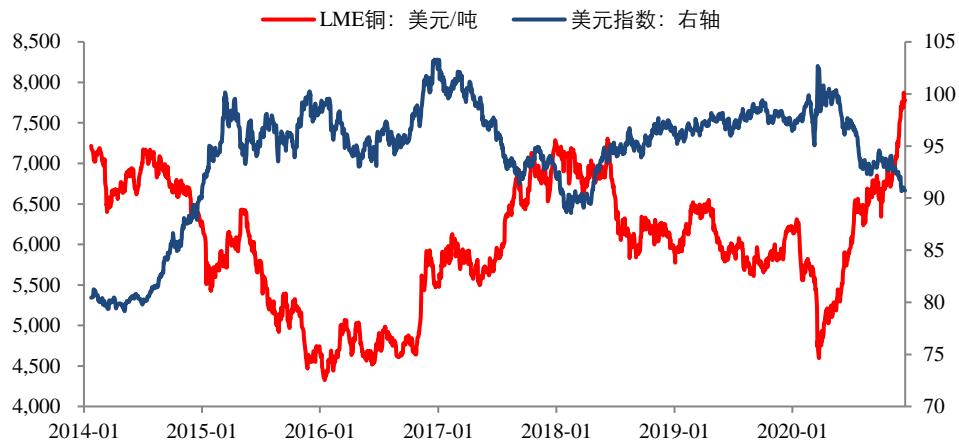
铜的金融属性主要体现在融资，投资，投机三个方面。随着疫苗逐步推进，市场情绪进一步缓和是大概率事件，支撑基本金属金融属性。我们认为 2021 年市场环境整体支撑基本金属金融属性，在供需、金融属性共振下，铜价有望出现阶段性爆发式行情。

图41: 铜金融属性分析框架



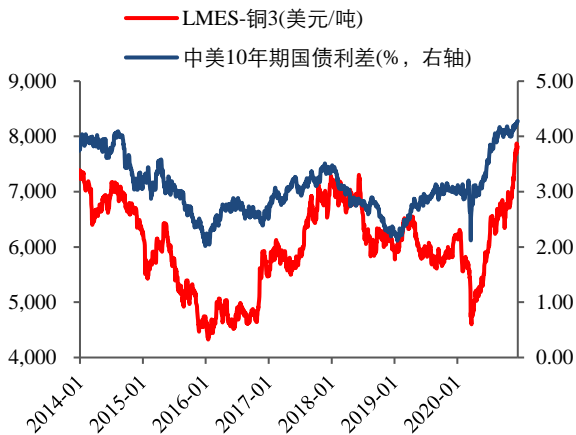
数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部

图42: 美元指数与铜价走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图43: 中美利差扩大至 4%以上



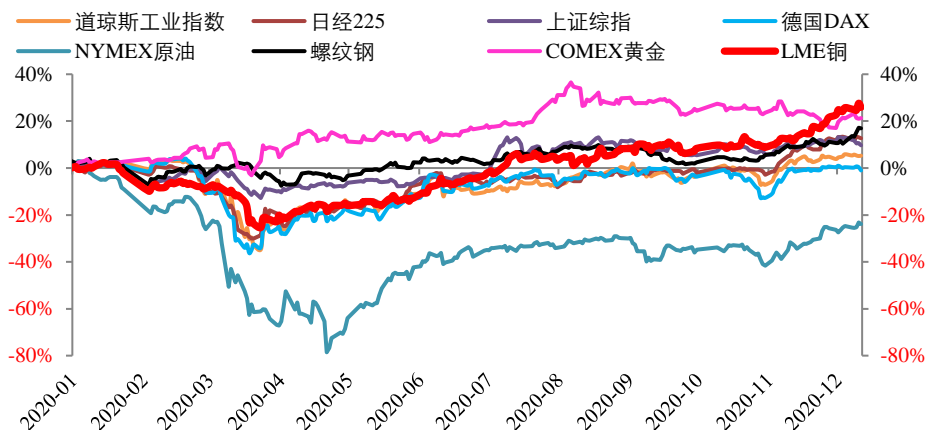
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图44: 人民币汇率走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图45: 主要资产表现



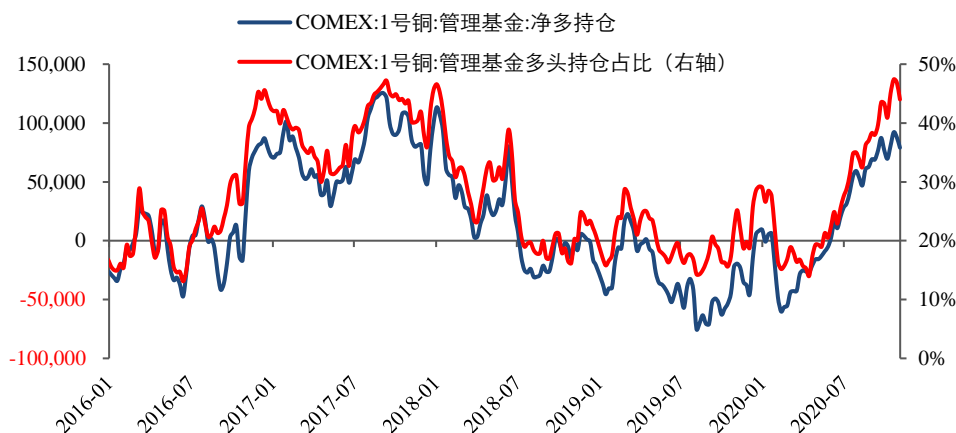
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图46: 市场恐慌情绪



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图47: COMEX 管理基金多头持仓 (单位: 张, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 结论：经济修复，铜价前高后低

1. 供应端上半年对铜价支撑逻辑延续。预计 2021 年全球铜矿增量 91.7 万吨，增速在 4% 左右，但由于疫情恢复节奏及新增产能在下半年释放，上半年铜矿大概率会延续相对短缺状态。加工费难有实质性回升，下半年随着铜矿供应释放，加工费或将缓慢回升。

我们认为至少在明年上半年以前，供应端铜矿相对短缺引发的冶炼亏损对铜价支撑的逻辑延续，下半年随着铜矿新增产能释放以及疫情影响的完全恢复，铜供应端压力可能会逐步对铜价形成压制。

2. 海内外经济有望在明年复苏力度加大，铜消费整体向好。国内经济持续好转。国内经济正常化，铜下游各行业逐步恢复，其中出口相关及汽车等行业表现亮眼，2021 年随着国内宏观经济继续修复，铜消费整体有望维持高景气度。

海外方面，随着疫苗推进，欧美经济体有望在 2021 年逐步恢复，制造业角度看，当前欧美经济持续处于扩张状态，利好国内铜下游终端产品出口消费（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20% 以上）。

节奏上，我们认为 2021 年上半年铜消费随着海内外经济从疫情中恢复，有望内外共振。下半年铜消费力度由于国内高基数等原因相对弱一些。

3. 明年上半年季节性去库可能超预期，不排除出现阶段性软逼仓行情。根据我们前文对国内铜生产及消费的分析，我们认为 2021 年上半年国内铜社会库存季节性去库力度或超预期，不排除出现阶段性软逼仓行情。

综上，我们认为从供需层面看，2021 年上半年铜基本面在经济向上，铜矿相对短缺等因素作用下，持续好转，铜价有望创新高。下半年随着铜矿产出压力加大及经济恢复高基数等原因，铜价或将出现趋势性下跌风险。仅供参考。

表4: 中国精炼铜供需平衡表 (单位: 万吨)

中国	2018	2019	2020E	2021E
产量	873	895	925	950
净进口	347	315	435	380
实际需求	1225	1225	1325	1365
供需平衡	-5	-15	35	-35

数据来源: 兴证期货研发部

表5: 全球精炼铜供需平衡表 (单位: 万吨)

全球	2018	2019	2020E	2021E
产量	2380	2390	2440	2490
实际需求	2400	2410	2420	2520
供需平衡	-20	-20	20	-30

数据来源: 兴证期货研发部

5. 风险提示

疫情发展不稳定; 实体经济超预期下滑。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。