



宏观因素驱动，铜价创十年新高

2021年4月29日

内容摘要：

4月中旬以来，美元指数持续下跌，铜价开启新一轮上涨行情，沪铜最高触及73000元/吨，伦铜最高触及10000美元/吨，双双创出十年新高。虽然高铜价对下游消费产生抑制作用，但宏观因素及铜矿供应端干扰频繁发生，国际投行大幅上调铜目标价格，吸引资金介入铜市。

基本面来看，供应方面，本月铜精矿现货加工费仍在30美金/吨附近低位盘整，铜精矿供应再次受到海外疫情和罢工影响；由于其他冷料供应充足，国内冶炼厂精铜产量继续攀升。5-6月国内冶炼厂将进行集中检修，或将缓解精铜供应压力，开启国内库存去库周期。需求方面，下游铜材开工率旺季不及预期，汽车、家电、地产用铜保持较高景气度，而今年国网计划投资额不容乐观，电网基建仍成最大拖累。库存方面，4月中旬开始，海外及国内交易所库存下降趋势隐现，现阶段海外去库进程较为顺畅，注销仓单比例升至50%，国内去库情况不佳，但随着出口窗口开启以及炼厂集中检修，国内去库预期依然存在。

整体来看，目前铜价上涨以宏观驱动为主，基本面除铜矿干扰外，供需矛盾不是特别突出，但在大宗商品多头氛围中，铜价易涨难跌。后续建议关注货币政策、美元走势、消费及库存变化，建议逢回调介入多单。期权方面，建议卖出虚值看跌期权，执行价可选择68000或者69000。

风险关注：货币政策、美元指数、消费需求强度及库存变化。

上海中期期货研究所
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1462号

李白瑜
投资咨询号
Z0014049
021-60209141
libaiyu@shcifco.com



请扫描关注我们的微信。

表 1: 铜相关价格数据

	2020/2/28	2020/3/31	2021/4/28	月度变化(数值)	月度变化(百分比)
SHFE 铜主力(元/吨)	67950.00	65600.00	71340.00	5740.00	8.75%
LME 铜 3 个月(美元/吨)	9000.00	8809.50	9856.50	1047.00	11.88%
美元指数	90.94	93.18	90.61	-2.58	-2.77%
人民币中间价	6.4713	6.5713	6.4715	-0.0998	-1.52%
沪伦比值	7.55	7.45	7.24	-0.21	
LME(0-3)升贴水	62.25	2.25	4.25	2.00	
CIF 提单溢价	74.00	57.00	37.00	-20.00	
上海物贸现货平均升水	-100.00	-130.00	-205.00	-75.00	

表 2: 中国精炼铜表观需求量

(万吨)	2021 年 3 月	环比	同比	累计同比	上期
产量	86.05	+4.71%	+15.71%	+15.23%	+14.98%
进口	55.23	+34.70%	+24.98%	+11.70%	+4.70%
出口	7.11	+6.15%	-24.18%	-3.90%	+10.80%
表观消费量	134.16	+15.18%	+22.89%	+15.12%	+11.13%

资料来源: Wind, SMM, 上海中期

主要影响因素分析

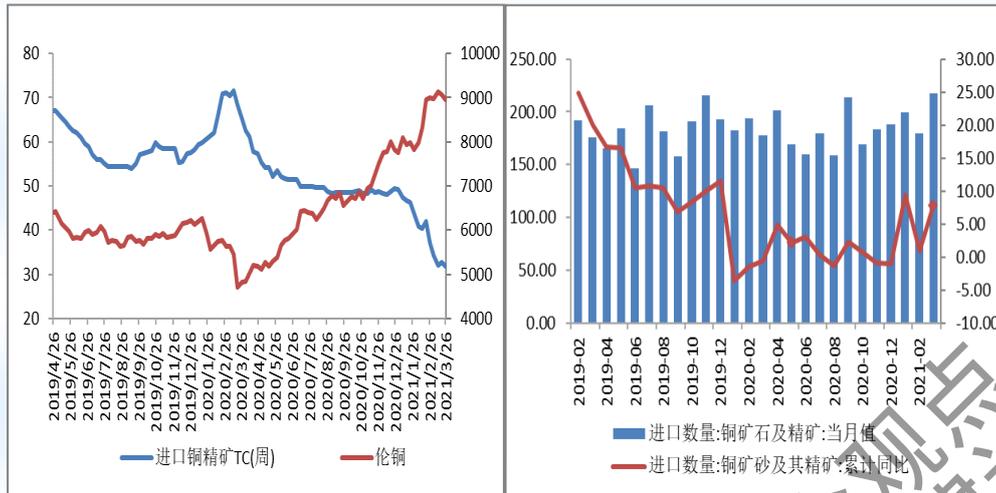
1. 铜精矿: 智利举行罢工, 铜精矿 TC 低位盘整

图 1: 铜精矿进口 TC 与伦铜(周)

图 2: 铜精矿进口量

免责声明:

报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供投资者参考, 并不构成投资建议。投资者据此操作, 风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。



资料来源: Wind, SMM, 上海中期

本月铜精矿现货加工费低位盘整, 铜精矿供应受到海外疫情和罢工影响。截至4/23当周, 铜精矿现货TC指数报在30.2美元/吨, 较3月下跌1.7美元。近期铜精矿供应干扰不断, 智利Escondida矿山工人将于6月开始新的劳动协议谈判, 此外, 智利主要港口和矿山工人进行全国性大罢工, 以敦促国会批准第三次提取退休金, 罢工将于4月30日结束; 虽然年内新扩建项目Grasberg、Spence、Timok、Mina Justa等铜矿发运将逐步增加, 但多数铜矿贸易商表示库存紧张, 矿山招标价格仍低位徘徊。随着二季度冶炼厂进入集中检修期, 供需矛盾将有所缓和, 预计铜精矿加工费有望迎来拐点。

进口方面, 3月铜精矿进口量增幅明显, 因前期海上风浪影响, 船期延后至3-4月集中到港。2021年3月中国铜精矿的进口量为217.12万吨, 创历史新高, 累计同比增加7.7%。分国别来看, 我国从智利、秘鲁等南美国家进口的铜精矿占进口总量超过60%, 3月中国自智利进口铜精矿82.53万吨, 累计同比增加21.71%; 自秘鲁进口铜精矿51.80万吨, 累计同比增加4.29%。根据主流机构预测, 2021年铜精矿供应增速约在4-5个百分点左右, 后续铜精矿供应量有望逐步释放。

2. 精炼铜: 冶炼厂产能利用率维持高位, 下游开工率旺季不旺

图3: 冶炼企业产能利用率

图4: 铜加工企业产能利用率

免责声明:

报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供投资者参考, 并不构成投资建议。投资者据此操作, 风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

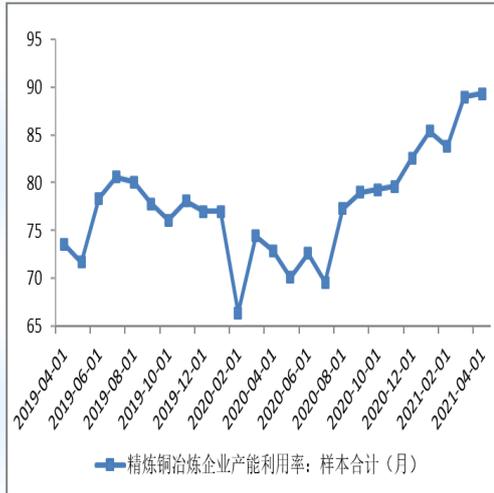


图 5: 现货升贴水

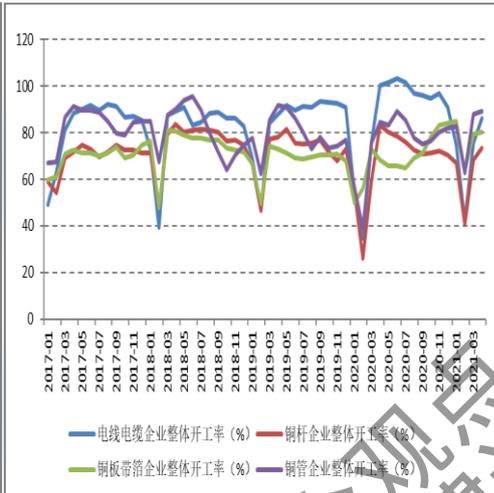
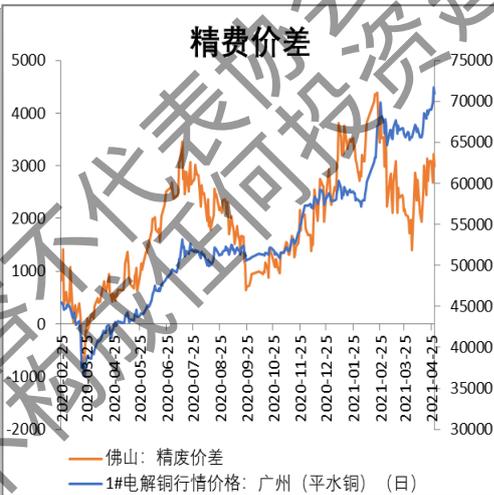
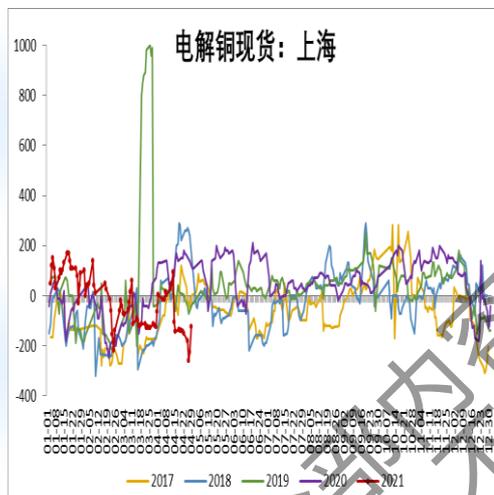


图 6: 精废价差



资料来源：Wind, SMM, 上海中期

冶炼厂方面，3月国内电解铜产量86.05万吨，环比增长4.71%，同比增幅为15.71%。3月生产天数恢复正常，国内铜冶炼厂产量环比录得小幅增长。近期国内粗铜加工费的持续上涨以及以华东、华南地区为代表的硫酸价格快速上行给予了冶炼厂一定支撑，炼厂维持高开工率。从排产计划来看，SMM预计4月国内电解铜产量为84.65万吨，环比降低1.63%，同比增长12.51%。二季度冶炼厂将进行集中检修，5月-6月影响较为明显，将缓解精铜供应压力，或将开启国内库存去库周期。现货市场方面，铜价快速刷新逾十年新高，下游成本压力大增，订单不及预期，现货贴水幅度扩大。截至4/28，上海1#电解铜现货对当月合约贴100-200元/吨，广东1#电解铜现货贴150-250元/吨。

废铜方面，近期废铜市场供应转向宽裕，精废价差扩大至3500元/吨附近。受益于再生铜政策变化，废铜进口量明显改善，且高铜价背景下，下游对再生铜更为青睐，废铜市场活跃度有所提升，利好

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

废铜对精铜的替代。海关数据显示，中国 3 月废铜进口量为 17.2 万吨，环比增长 113.98%，同比增长 90.57%。中长期来看，废铜供应将呈现趋势性增长，去年 11 月开始，符合标准的再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料等将可自由进口。根据 SMM 的分析，目前进口的 90% 废铜符合国家新标准，新标准的实施对废铜进口属于利好。

下游加工企业产能利用率春节后季节性回升，但铜价大涨抑制了下游消费节奏，旺季消费未如预期。分类别来看，4 月电线电缆企业开工率为 86.31%，环比回升 10.73 个百分点；精铜制杆企业开工率为 73.43%，环比回升 5.21 个百分点；铜板带箔开工率 80.36%，环比增加 0.8 个百分点；铜管企业开工率为 89.23%，环比回升 1.42 个百分点。目前与汽车、电子消费关联较高的铜板带箔开工保持较高景气度，铜管行业受到家电出口及房地产后周期刺激表现较好，而电力电缆行业订单较弱，开工率创五年期新低，不少企业在五一假期安排检修。

表 3：二季度国内冶炼厂检修计划

企业名称	粗炼产能	开始时间	结束时间	检修时长	影响产量
恒邦股份	20	2021 年 4 月	2021 年 5 月	25-30 天	0.5
青海铜业责任有限公司	10	2021 年 4 月	2021 年 4 月	20 来天	0.3
江西新金叶实业有限公司	10	2021 年 4 月	2021 年 4 月	7-10 天	0.1
铜陵金冠（奥炉）	20	2021 年 5 月	2021 年 5 月	15 天	0.5
飞尚铜业有限公司	10	2021 年 5 月	2021 年 5 月	20 天	
西南铜业（云南铜业）	50	2021 年 5 月	2021 年 5 月	12 天	1
金川集团（本部）	35	2021 年 5 月	2021 年 6 月	30 天	1.5
新疆五鑫	10	2021 年 5 月	2021 年 5 月	10 来天	0.4
赤峰金峰铜业有限公司	40	2021 年 5 月	2021 年 6 月	50 天	3
阳谷祥光铜业有限公司	40	2021 年 5 月	2021 年 6 月	20 来天	0.45

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

赤峰金剑	30	2021年5月	2021年5月	20天	0.4
安徽友进冠华新材料科技股份有限公司	10	2021年5月	2021年7月	60天	
豫光金铅	10	2021年5月	2021年6月底	40天	0.7
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15(老线)	2021年5月底	2021年6月底	35-40天	1.8
国投金城冶金有限责任公司	10	2021年5月底	2021年6月下旬	20-25天	0.6
金隆铜业有限公司	35	2021年5月	2021年6月底	35天	3

资料来源：SMM, 上海中期

三、库存：库存拐点出现，跟踪去库进程能否顺利开展

图 7：全球电解铜库存

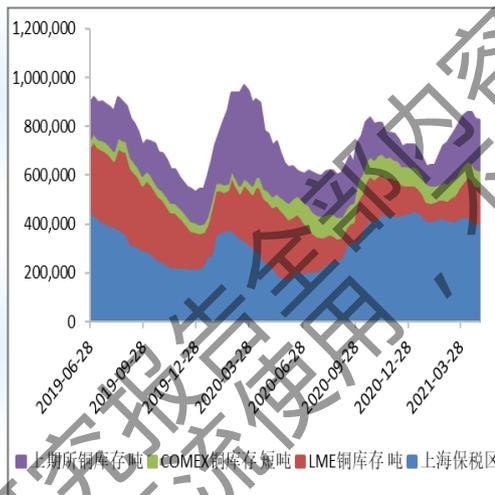
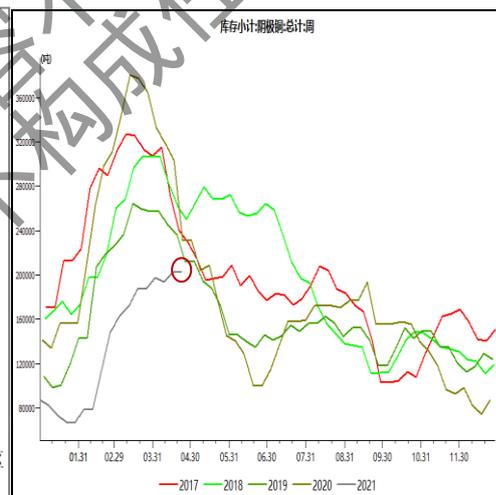


图 8：上期所电解铜库存



资料来源：Wind, 上海中期

本月全球库存拐点出现，4月中旬开始，海外及国内交易所库存下降趋势隐现。今年累库拐点较往年延后约2-3周，炼厂开工率维持高位而高铜价使得下游消费受抑制，是库存拐点较晚出现的主要原因。现阶段海外铜消费强度胜于国内，注销仓单比例升至50%，去库进程也较为顺畅，而随着国内出口精铜窗口开启以及炼厂集中检修，国内去库预期依然存在。截止4/28，上期所阴极铜库存20.24万吨，

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

较上月增加 1.4 万吨；保税库存 40.6 万吨，较上月末减少 2 万吨；LME 库存 14.73 万吨，较上月末增加 2.35 万吨，其中欧洲库存 13.58 万吨（+2.79 万吨），亚洲库存 0.1 万吨（-0.4 万吨），北美库存 1.04 万吨（-0.5 万吨）；COMEX 库存 7.35 万吨，较上月末减少 0.56 万吨。总体来看，全球四地（SHFE+保税区+LME+COMEX）显性库存当前合计 82.93 万吨，较上月末增加 1.2 万吨，位于历史五年平均水平。

从库存变动来看，1) 上期所库存目前由五年同期最低回升至均值附近，因春节前后累库速率不低，下游消费情况一般，需重点关后续去库进程。2) 保税库存小幅下降，进口方面，中国 3 月未锻轧铜及铜材进口 55.23 万吨，累计同比增加 11.70%。从近期的情况来看，进口铜市场萧条难改，铜价内弱外强的格局导致进口大幅亏损，已有国内冶炼厂转做出口贸易。3) 近期欧美经济复苏超预期，供应干扰频繁发生，LME 铜库存去库顺畅。

图 9：电解铜现货进口利润

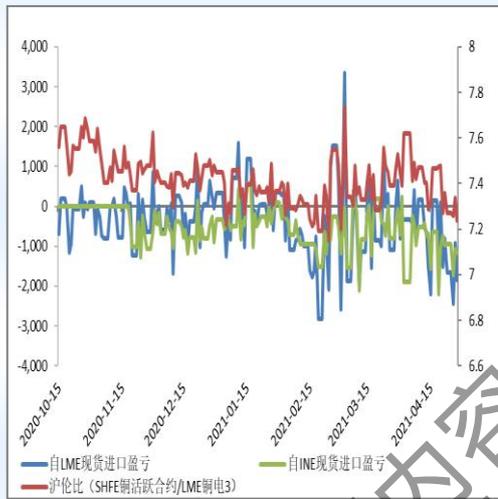
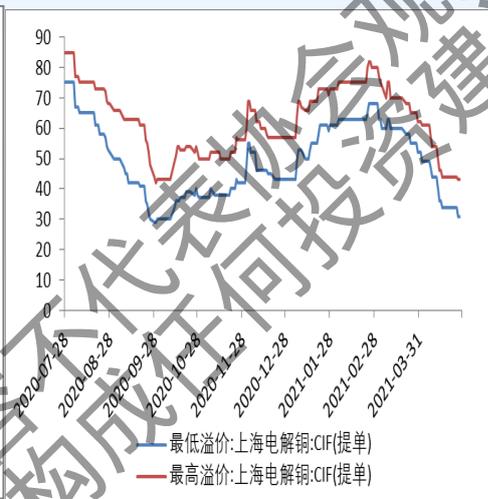


图 10：电解铜 CIF 提单溢价



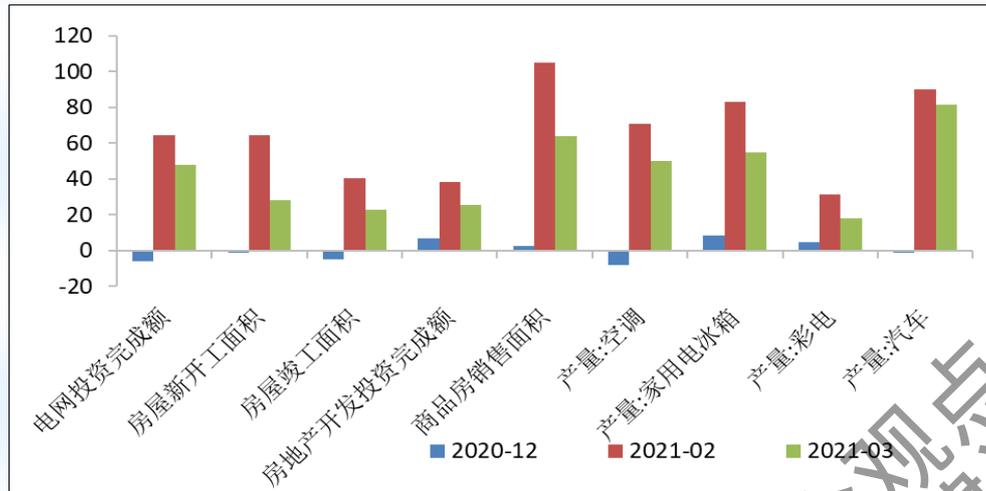
资料来源：Wind, 上海中期

四、终端市场：低基数下终端消费亮点频出，电力消费仍成拖累

图 11：终端消费累计同比增速

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。



资料来源: Wind, 上海中期

今年一季度经济数据反映的供需形势与去年四季度相似,供给方面,工业生产继续维持近期的高速增长状态,需求方面,出口和房地产依然是需求保持较快增长的主要原因。同时,全球供应链修复过程曲折反复,在供给约束、海外复苏及中美地产投资需求共振的影响下,国内经济继续向好的确定性有所提升。

终端需求来看,由于去年1-2月低基数影响程度最大,3月终端数据同比增速有所回落,但仍保持高速增长。**电力电网方面**,2021年1-3月,我国电网投资完成额540亿元,同比增加47.95%,较1-2月增速回落16.54%。今年随着国内经济的超预期复苏,财政赤字大概率回归至中性区间,对基建的资金支持将相应减少。自2016年以来,国家电网的实际投资量均出现逐年下跌,2020年为保经济电网投资得以重新增加。据悉2021年国网计划投资额为4730亿元,较2020年实际投资额增加125亿元,增幅2.7%,考虑到铜价的涨幅,今年电网用铜消费实际不容乐观。根据国家发展规划,未来电力投资将向特高压、充电桩、以及光伏、风电等清洁能源方向倾斜,成为铜消费新的增长点。**房地产方面**,2021年1-3月房地产开发投资完成额同比增长25.6%,较1-2月增速回落12.70%;商品房销售面积累计同比增长63.80%,增速回落41.10%;土地购置费累计同比增加11.40%,增速回落5%;房屋新开工面积累计同比增加28.20%,增速回落36.10%;房屋竣工面积累计同比增加22.90%,增速回落17.50%。近期,上海、广州、深圳、杭州等多地出台房贷新规等调控政策,在“房住不炒”的政策基调以及偏紧的融资环境制约下,地产周期将承受一定的压力。从工地情况来看,呈现出开工向竣工的传导迹象,释放出房地产后周期的铜消费的积极信号。下阶段需关注房屋开工向竣工的传导路径是否通畅,将对包括小区配电、入室电网、门窗水管、白色家电等等的铜消费产生重要指引。**汽车消费方面**,3月汽车销量同比高速增长,新能源产销再创记录。2021年1-3月汽车产量638.30万辆,同比增加81.70%,增速较1-2月回落8.2%;新能源汽车累计销量51.47万量,同比增长351.29%,增速较1-2月回落32.5%。考虑到今年经济继续修复,顺周期的消费板块将维持高景气度,预计汽车消费增速仍有较好表现。**白色家电方面**,在出口环

免责声明:

报告观点仅代表作者个人观点,不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息,仅供投资者参考,并不构成投资建议。投资者据此操作,风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性,但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告,版权均属于上海中期期货股份有限公司,未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

单激增及房地产后周期拉动下，白色家电产销延续增长态势。具体数据来看，2021年1-3月，我国空调产量累计同比增长49.80%；电冰箱累计同比增长54.60%；彩电累计同比增长18.10%。

展望二季度，铜的终端消费方面，顺周期的汽车、白电、电子消费相关需求有望保持高位景气，供应链受到疫情影响修复路径曲折，国内出口需求将继续回暖。另外，房屋竣工将带动地产后周期产业链，包括小区配电、入室电网、门窗水管、白色家电、橱柜等等。电网基建则可能因财政政策回归中性而有所回落。此外，铜价走势也将受到宏观政策环境、全球疫情控制情况及美元走势影响。

后市观点

4月中旬以来，美元指数持续下跌，铜价开启新一轮上涨行情，沪铜最高触及73000元/吨，伦铜最高触及10000美元/吨，双双创出十年新高。虽然高铜价对下游消费产生抑制作用，但宏观因素及铜矿供应端干扰频繁发生，国际投行大幅上调铜目标价格，吸引资金介入铜市。

基本面来看，供应方面，本月铜精矿现货加工费仍在30美金/吨附近低位盘整，铜精矿供应再次受到海外疫情和罢工影响；由于其他冷料供应充足，国内冶炼厂精铜产量继续攀升。5-6月国内冶炼厂将进行集中检修，或将缓解精铜供应压力，开启国内库存去库周期。需求方面，下游铜材开工率旺季不及预期，汽车、家电、地产用铜保持较高景气度，而今年国网计划投资额不容乐观，电网基建仍成最大拖累。库存方面，4月中旬开始，海外及国内交易所库存下降趋势隐现，现阶段海外去库进程较为顺畅，注销仓单比例升至50%，国内去库情况不佳，但随着出口窗口开启以及炼厂集中检修，国内去库预期依然存在。

整体来看，目前铜价上涨以宏观驱动为主，基本面除铜矿干扰外，供需矛盾不是特别突出，但在大宗商品多头氛围中，铜价易涨难跌。后续建议关注货币政策、美元走势、消费及库存变化，建议逢回调介入多单。期权方面，建议卖出虚值看跌期权，执行价可选择68000或者69000。

风险关注：货币政策、美元指数、消费需求强度及库存变化。

（执笔：李白瑜）

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。