



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1290号

夏莹莹

投资咨询证号:

Z002199

联系人: 肖宇非

从业资格证号:

F3080728

铜价冲高回落，第三季度窄幅震荡

摘要

2021年上半年铜价经历了两波上涨行情，一波中高位盘整和一波冲高回落行情。展望下半年：全球经济复苏为铜价提供了支撑，靓丽的经济数据或迫使主要经济体的央行收紧货币政策。美元指数在上半年持续走弱，然而在美国联储收紧货币政策的预期下，美元指数在下半年或将有所反弹。供给端秘鲁新上任的总统拟推行税改，对铜矿供给有不利的影响。智利自4月起就开始遭受第二波疫情的冲击，今年下半年或将有所好转，铜矿供应料将保持稳定。需求端在全球经济逐渐复苏的背景下于第一季度逐渐增加，尤其是新能源、电子、光伏等产业的增速明显。但是受到高铜价影响，中下游企业的资金周转压力陡增，需求受到抑制，部分订单被迫延期。若铜价能够稳定在6.5万-6.8万元每吨，中下游加工企业的需求会得到恢复，积压的订单也会逐步释放。

下半年铜价或出现V型反转走势。第三季度因宏观压力，铜价或在6.5万元附近承压。若跌破6.5万支撑位，则可能下探到年初的5.8万元每吨支撑位。跌破此支撑位的可能性不大，因为铜价在此支撑位徘徊时间较长，是供给端和需求端达到一定平衡之后的结果。铜矿供给不太可能在下半年明显增加，所以供给端会在这个位置起到非常重要的支撑作用。在需求确实转好后，欧元区和南美经济恢复的动力驱动下，铜价有望触底反弹。

下半年沪铜运行区间6.5万-7.4万元每吨，伦铜运行区间8800-10500美元每吨。

单边策略：逢低做多。

风险点：货币政策超预期收紧；铜矿供应国疫情反复；下游需求不及预期。

目录

第 1 章	2021 年上半年铜价回顾.....	4
第 2 章	全球经济复苏.....	6
2.1.	全球经济持续稳步复苏.....	6
2.2.	利空因素逐渐展现.....	7
第 3 章	全球供给偏紧，高铜价抑制需求.....	9
3.1.	全球供给偏紧，我国进口稳定.....	9
3.2.	高铜价抑制需求.....	11
3.3.	海外库存低位，国内库存较高.....	13
第 4 章	2021 年铜价展望.....	15
	免责声明.....	16

研究报告全部内容不代表协会观点。
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

图表目录

图 1.1: 沪铜走势	5
图 1.1: 伦铜走势	5
图 2.1.1: 主要经济体 CPI	5
图 2.1.2: 主要经济体制造业 PMI	5
图 2.1.3: 失业率	6
图 2.1.4: 主要经济体 GDP 同比	6
图 2.2.1: “弱”美元利于铜价上涨	7
图 2.2.2: M2/M1 同比及社融数据	7
图 3.1.1: 铜矿石及精矿进口当月值	9
图 3.1.2: 铜矿砂及其精矿进口累计值	9
图 3.1.3: 精炼铜进口当月值	9
图 3.1.4: 精炼铜产量当月值	11
图 3.1.5: TC/RC	11
图 3.1.6: 社会库存	11
图 3.2.1: 电网投资完成额	12
图 3.2.2: 发电设备产量	12
图 3.2.3: 房屋竣工面积累计值	12
图 3.2.4: 汽车产量	13
图 3.2.5: 汽车销量	13
图 3.2.6: 空调产量	13
图 3.2.7: 空调销量	13
图 3.3.1: 上期所铜库存	14
图 3.3.2: 国内铜保税区库存	14
图 3.3.3: 海外 LME 库存	15

第1章 2021 年上半年铜价回顾

2021 年上半年铜价的走势主要可以分为 5 个阶段。

第一阶段是 1 月份延续了去年年末的调整走势。铜下游需求进入了传统消费淡季，宏观上没有进一步的利好刺激，价格从 6 万元每吨小幅回调至 5.7 万元每吨。

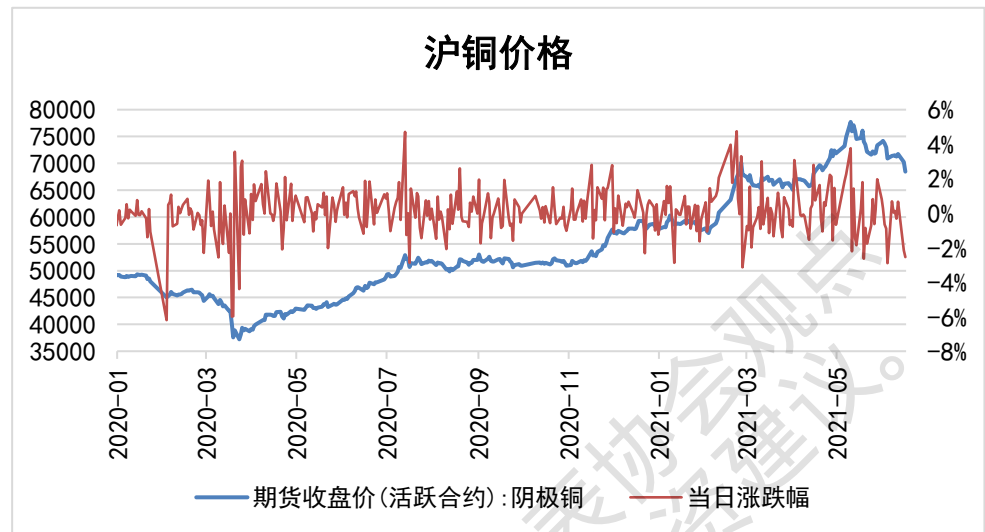
第二阶段是 2 月份的单边上涨走势。在新冠疫苗推广注射之下，海外疫情逐渐得到有效控制，市场预期全球经济从缓慢复苏期进入到强劲复苏期。短短 10 个交易日，涨幅高达 1.3 万元每吨，铜价直接从节前低位 5.7 万元每吨/吨暴涨至 7 万元每吨。期间，包括高盛和国内大型机构纷纷上调伦铜目标价也是大大助推了铜市做多热情。

第三阶段是 2 月底至 4 月中旬的回调盘整期。在 2 月底铜市做多热情达到高潮之后，市场情绪逐渐回归理性。同时，3 月上旬，铜下游需求还未完全恢复，基本面支撑不足。而且大幅暴涨的铜价大幅侵蚀了下游加工企业的利润，造成下游采购意愿不足，因此现货成交疲软，使得铜价一直延续调整走势，盘整区间在 6.5 万元-6.8 万元每吨之间。

第四阶段是 4 月下旬至 5 月中上旬的年内第二波单边上涨走势。在经历了为期 6 周的盘整后，下游的采购端对 6.6 万元每吨铜价的接受意愿逐步提高。与此同时，大宗商品的单边涨势受到了基金等大型金融机构的关注，资本的涌入推高了这一阶段的铜价。美国总统拜登也在此期间提出希望将 2022 年财政预算增加 8.4% 至 1.52 万亿美元，这还不包括其 2 万亿美元的基础设施建设提案和税收改革。在这样的持续宽松背景下，铜价直冲 7.8 万元每吨。

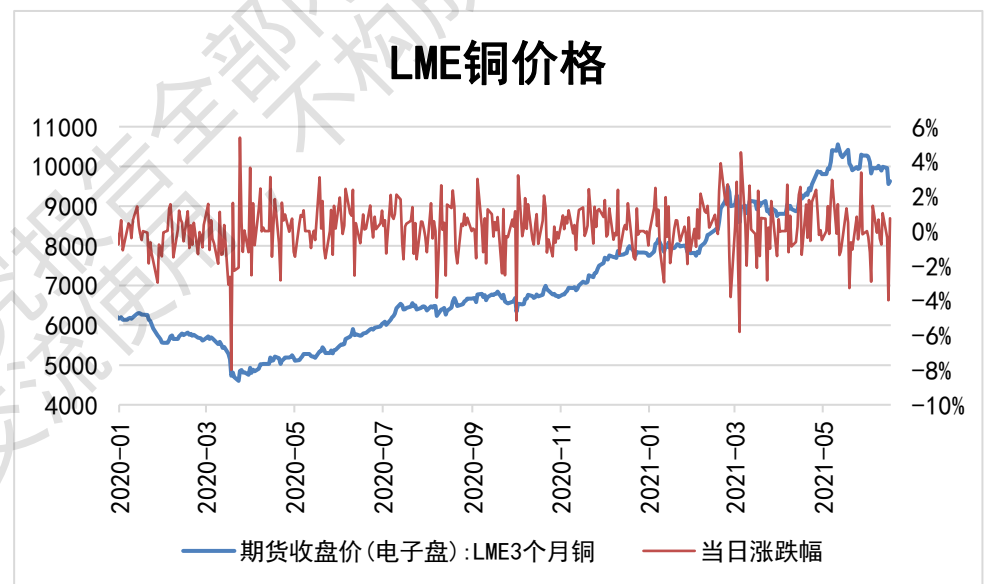
第五阶段是 5 月中下旬至 6 月的冲高回落，其背后的主要原因有三点，第一个是市场担心美联储会因为靓丽的经济数据提前缩减购债规模，第二个是多头投资者在高位获利平仓，第三个是过热的大宗商品价格引起了有关部门的关注并出手干预。铜价在下跌回调的过程中虽然在 7.1 万元每吨附近遇到支撑位，但是由于一系列的利空政策，价格已走向 6.5-6.8 万元每吨的震荡区间。

图 1.1：沪铜走势



资料来源：Wind 南华研究

图 1.2：伦铜走势



资料来源：Wind 南华研究

第2章 全球经济复苏

2.1. 全球经济持续稳步复苏

图 2.1.1: 主要经济体 CPI (%)

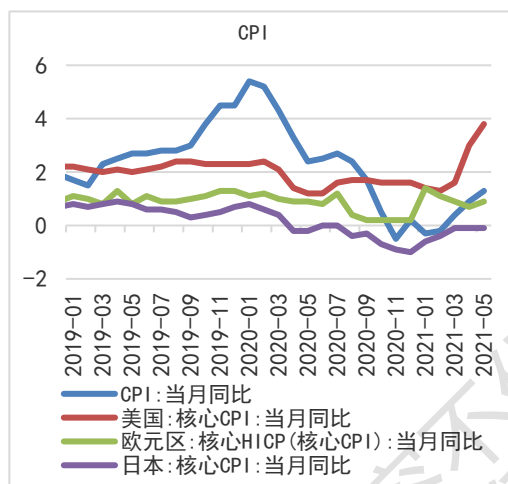
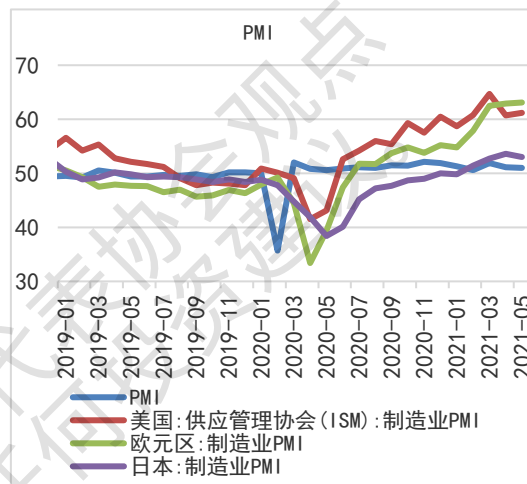


图 2.1.2: 主要经济体制造业 PMI (%)

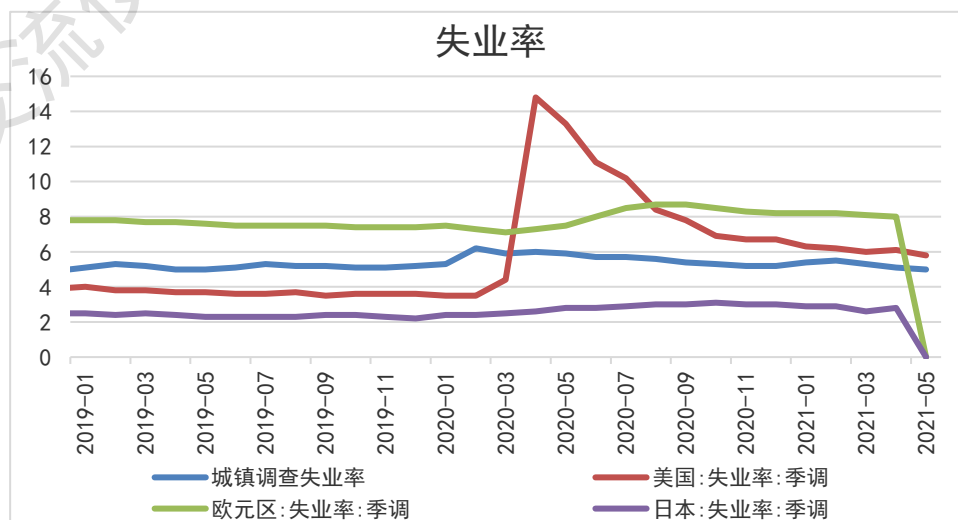


资料来源: Wind 南华研究

资料来源: Wind 南华研究

在 2021 年上半年，美国的经济较为健康。从制造业 PMI 到 CPI 的转化来看，美国的 PMI 持续稳定在 60 以上，同时 CPI 从年初的不到 2% 提高到了 5 月的 3.8%，证明下游终端对上有生产及原材料价格上涨接受程度较高。相对而言，欧元区的表现就不尽如人意，PMI 和美国不相上下，但是 CPI 却始终低迷。这为下半年欧洲经济的复苏埋下了一定的隐患。

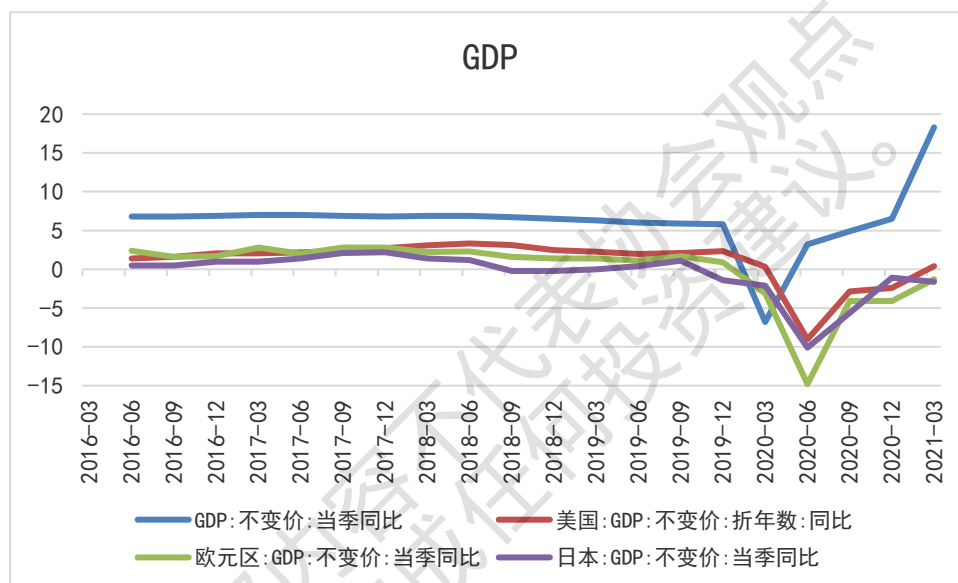
图 2.1.3: 失业率



资料来源：Wind 南华研究

在 2021 年上半年，全球经济逐步复苏，劳动力市场也在稳步恢复。美国的最新失业率为 5.8%，低于预期的 5.9%，表现良好，不过非农就业表现不尽如人意，这也成为美联储目前对美国本土经济最主要的担忧。

图 2.1.4：主要经济体 GDP 同比



资料来源：Wind 南华研究

2021 年上半年全球主要国家和经济体的经济都在从疫情中恢复。站在 GDP 的角度上看，中国的表现尤为强劲，第一季度出现爆发式增长，主要得益于我国对疫情的控制以及去年的基数相对较低。受到大规模财政政策的刺激，美国的经济也在恢复。美联储在最新的一次利率决议中将 2021 年全年 GDP 增长预期从 6.5% 上调至 7%，足以见得其对美国经济的信心。

2.2. 利空因素逐渐展现

在铜价不断抬高，于 5 月中旬达到了近 10 年高位后，多重利空因素开始显现。

第一个是美国靓丽的经济数据令市场担忧美联储会提前缩减购债规模，缩紧货币政策。虽然在 4 月末利率决议后的声明中美联储表示当前货币政策符合市场预期，也符合经济从疫情恢复的步伐，但是也提到了会在将来的某一个时间点讨论缩减购债规模。在 6 月中旬的利率决议后，这个措辞更加偏鹰派，很可能在 9 月讨论，12 月实施对购债规模的调整。

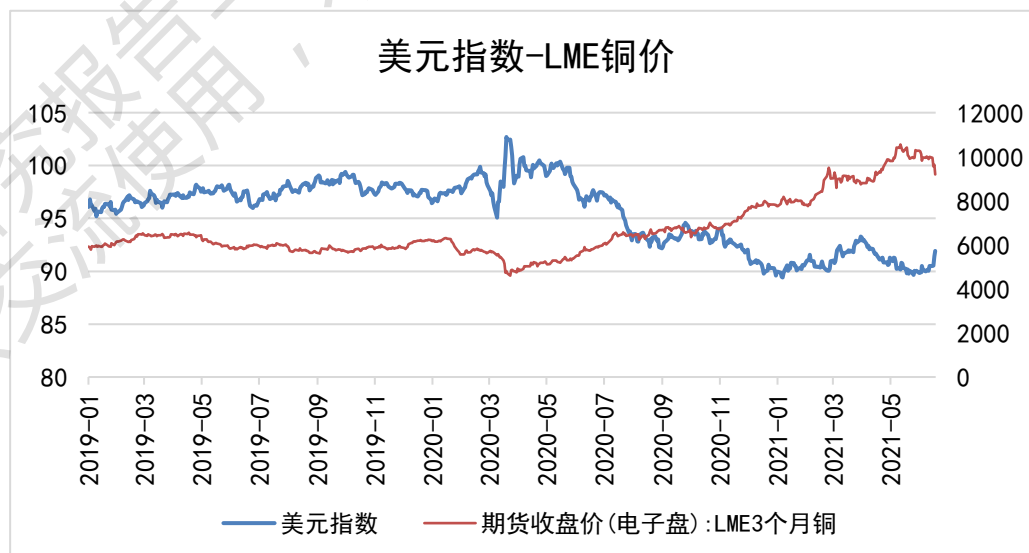
第二个是美联储内部存在分歧。部分官员认为，美联储应当立即缩紧货币政策，因为在拜登政府大规模的财政政策刺激之下，美国经济的表现已经比预料的要强，说明财政政策足以让美国从疫情中恢复。紧缩的货币政策只会让美国的经济过热，负债增加，

对未来的持续性发展不利。另一部分官员则认为，美联储不仅仅需要考虑美国本土的经济，也需要考虑世界经济对美国的影响。南美、印度和欧洲的部分国家的疫情情况仍然较为严峻。若美联储在当下缩紧货币政策，未来势必还会需要一定的宽松，这对美联储的操作是不利的。

第三个是我国有关部门对大宗商品进行的宏观调控。在 5 月底，国务院总理李克强表示，今年以来，受主要是国际传导等多重因素影响，部分大宗商品价格持续上涨。国家会想方设法做好大宗商品的保供稳价工作，合理引导市场预期。既要适当储备、进行调控，又要打击囤积居奇，以支持企业应对成本上升等经营困难，努力防止向居民消费价格传导，避免影响人民群众生活。国家发改委等部门多次约谈铜、铝等重点企业，强调有关监管部门将密切跟踪监测大宗商品价格走势，加强大宗商品期货和现货市场联动监管，对违法行为“零容忍”，持续加大执法检查力度，排查异常交易和恶意炒作，坚决依法严厉查处达成实施垄断协议、散播虚假信息、哄抬价格、囤积居奇等违法行为。

第四个是国储局抛储。6 月 16 日，国家粮食和物资储备局公告，按照国务院常务会议关于做好大宗商品保供稳价工作部署，将于近期分批投放铜、铝、锌等国家储备。投放面向有色金属加工制造企业，实行公开竞价，相关工作由国家物资储备调节中心具体负责。据报道，国储局有 180-200 万吨铜，足以应对 3 个月国内的铜需求。此次在这个时间节点上抛储，说明国家有关部门认为 7 万以上的铜价对中小企业有较大的不利影响。

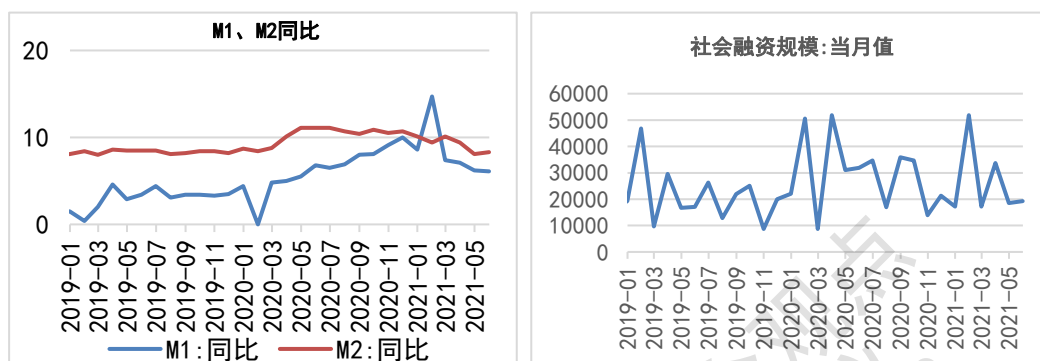
图 2.2.1：“弱”美元利于铜价上涨



资料来源：Wind 南华研究

5 月社会融资规模为 19205 亿元，M2 同比保持稳定，M1 同比在 2 月激增至 15%，在第二季度则回归到 7%附近。

图 2.2.2: M2\M1 同比及社融数据 (单位: 亿元)



资料来源: 美联储 南华研究

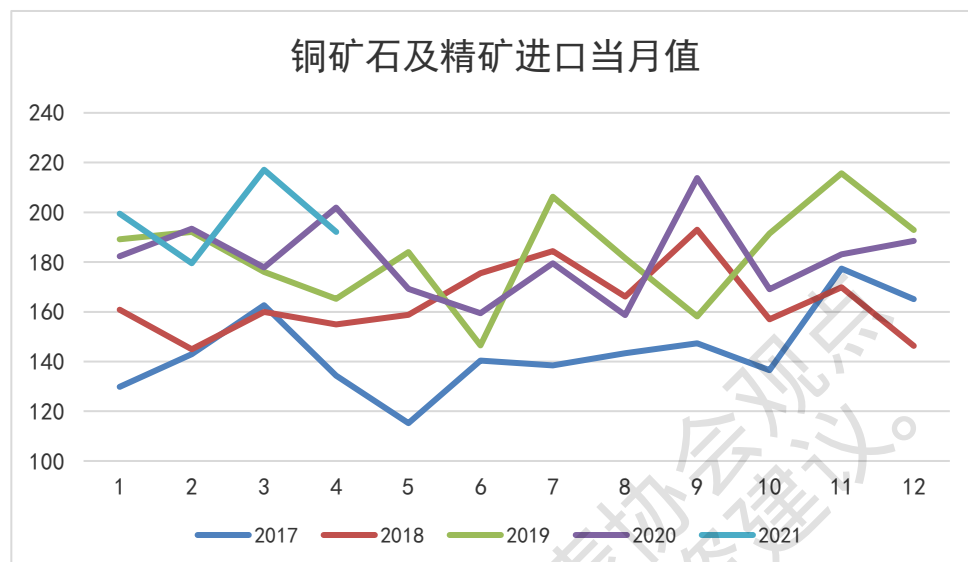
第3章 全球供给偏紧, 高铜价抑制需求

3.1. 全球供给偏紧, 我国进口稳定

2021 年全球主要铜矿供给国智利和秘鲁遭受疫情肆虐。智利在 4 月宣布封锁国境一个月以期控制海外病毒的输入, 然而由于内部疫情防控不利, 此举收效甚微。秘鲁总统大选已基本落下帷幕, 左翼候选人卡斯特略暂时领先。他在竞选中提到, 矿业公司正在掠夺秘鲁的财富, 他希望对铜业公司按铜价的高低征税。此举和智利目前正在讨论的高昂税收计划类似。如果秘鲁的这项税收计划最终实施, 按照每吨同 3.5 美元每磅计算, 铜业公司将多缴纳超过 15% 的税。下半年铜矿的供给可能不会有太大的变化, 因为两大供给国的政策和产能并没有大变的迹象。

我国的铜矿及铜材进口基本保持稳定。铜矿石及精矿的 1-5 月进口累计量略微高于去年, 同比小幅增加 6.04%。智利和秘鲁仍然是我国铜矿进口的主要国家, 占进口总量的 50% 以上。由于和澳大利亚关系紧张, 自去年 12 月起, 我国暂停了从澳大利亚进口铜矿石, 占总进口量的约 4%。

图 3.1.1: 铜矿石及精矿进口 (单位: 万吨)

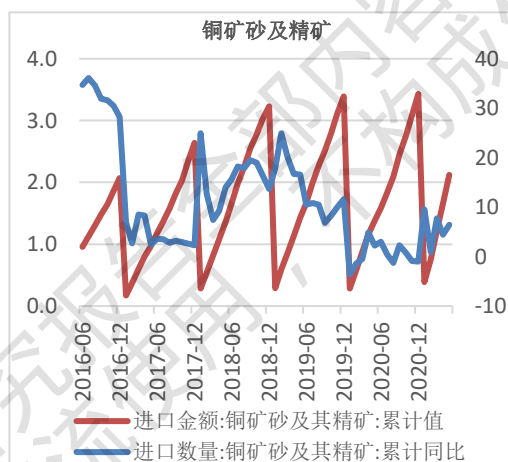


资料来源: wind 南华研究

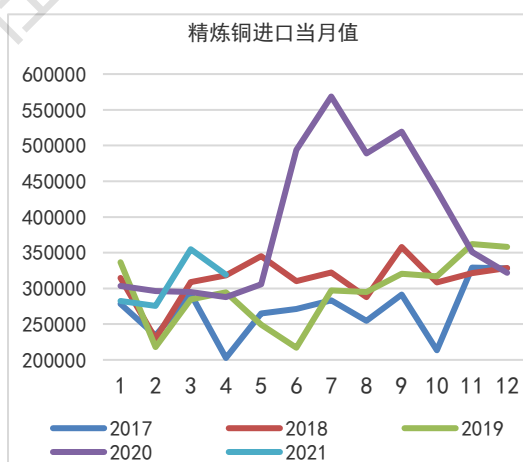
截止今年 5 月, 铜矿砂及精矿的进口数量同比上升 6.4%, 精炼铜进口量也有所增加。

图 3.1.2: 铜矿砂及其精矿进口累计值

图 3.1.3: 精炼铜进口当月值 (单位: 吨)



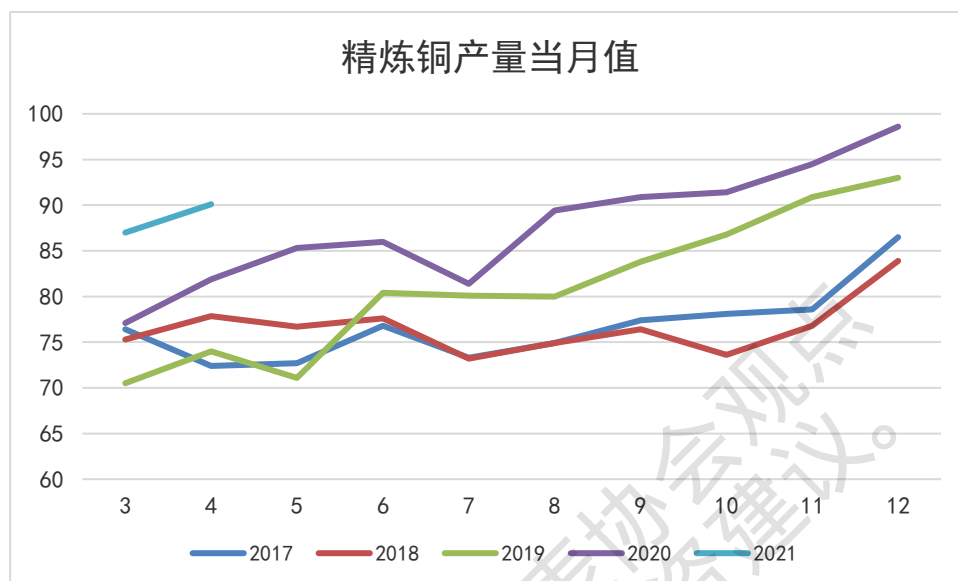
资料来源: Wood Mackenzie 南华研究



资料来源: Wood Mackenzie 南华研究

2021 年 1-5 月中国电解铜产量约为 422 万吨, 累计同比增长约 14.5%。5 月份起冶炼厂进入检修旺季, 但是由于 TC/RC 的反弹和铜价的走高, 电解铜产量并未受到太大影响。

图 3.1.4: 精炼铜产量当月值 (单位: 万吨)



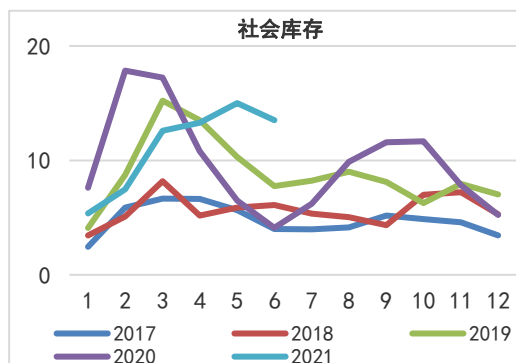
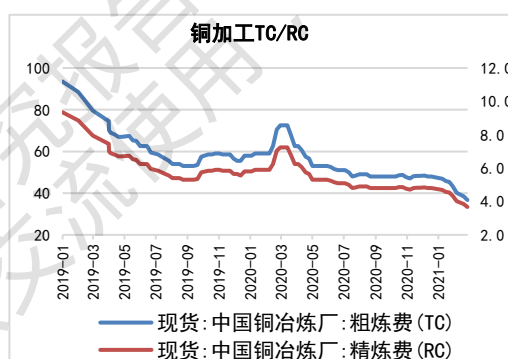
资料来源: SMM 南华研究

TC/RC 在第一季度下滑, 第二季度触底反弹, 这为铜价提供了一定的支撑。

社会库存在 2021 年上半年不断攀升, 于 5 月中旬达到年内峰值, 此后温和去库。社会库存随着铜价升高而增加, 其背后的原因是多方面的。首先, 电解铜产量同比增加。其次, 部分贸易商和冶炼厂在看到电解铜价格攀升时不急于出售。另外, 高铜价抑制下游需求也导致社会库存居高不下。不过 6 月铜价冲高回落后, 中下游加工企业得到了一丝喘息的机会。

图 3.1.5: TC/RC (单位: 美元/千吨)

图 3.1.6: 社会库存 (单位: 万吨)



资料来源: Wind 南华研究

资料来源: Wind 南华研究

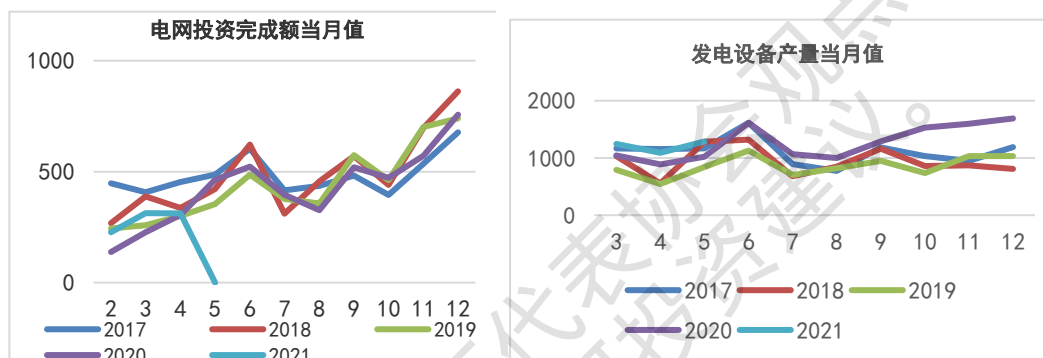
3.2. 高铜价抑制需求

电力消费作为铜消费的主力军, 与铜杆企业息息相关。据了解, 第一季度线缆厂开工情况尚可, 大部分企业已经基本摆脱疫情带来的影响。然而第二季度铜价猛增, 电线

电缆、铜板带、漆包线等电力企业的生产开始延缓，两极分化现象明显。大型中下游加工企业在面临价格上涨的情况下，由于其本身的资金周转能力强，议价能力强，同时利用套期保值控制住了风险，生产经营情况保持稳定。然而中小型企业面临资金压力，自身议价能力较弱，只能优先保证大客户或电网相关的订单。

图 3.2.1: 电网投资完成额 (单位: 亿元)

图 3.2.2: 发电设备产量 (单位: 万千瓦)

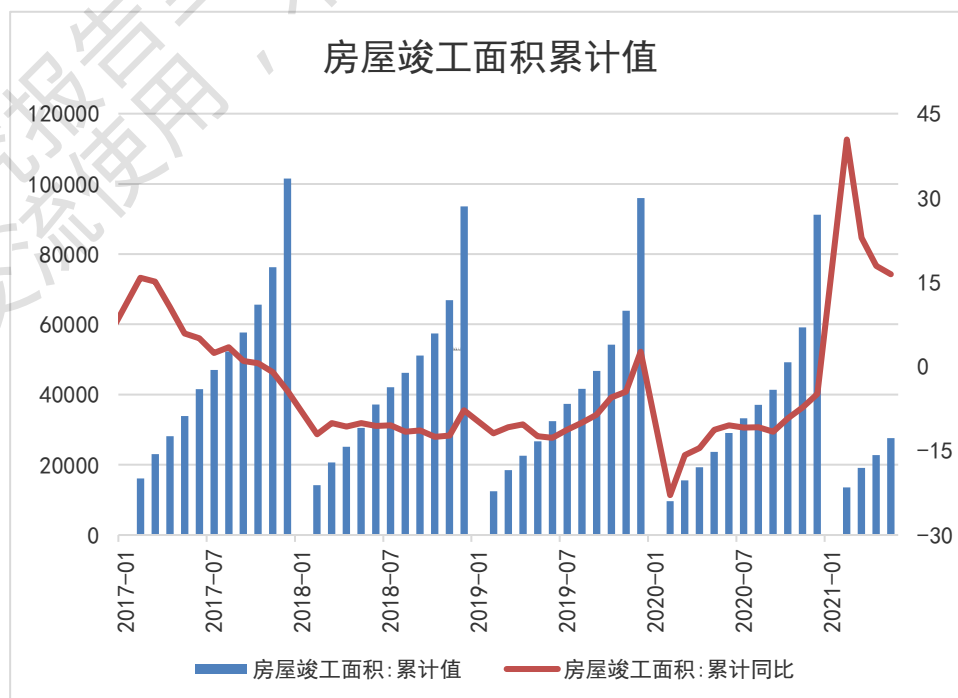


资料来源: 国家电网 南华研究

资料来源: Wind 南华研究

地产竣工延续向上修复的态势。2021 年 1-5 月房屋竣工面积 27583 万平方米，累计同比上年增长 16.4%。第一季度的房地产表现优于第二季度，整体的房地产水平表现稳健。

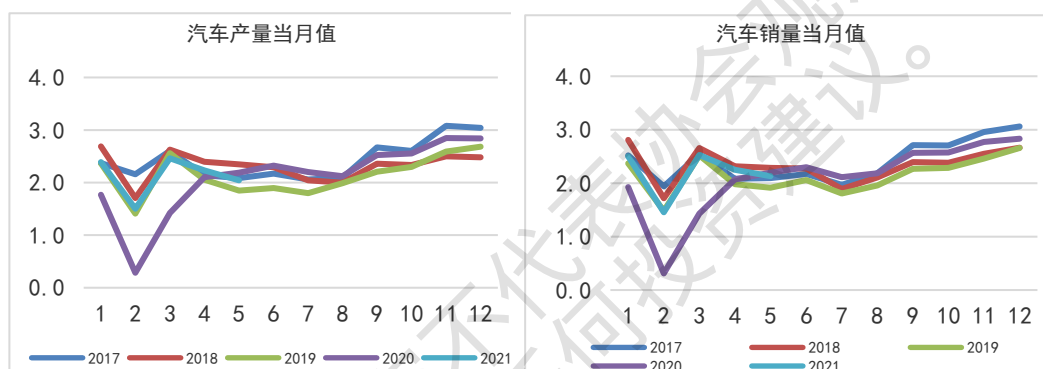
图 3.2.3: 房屋竣工面积累计值 (单位: 万平方米)



资料来源: Wind 南华研究

虽然新能源汽车用铜总量依然不高,但是增量明显。2021 年 1-5 月,汽车产销分别达到 1062 万辆和 1087 万辆,同比增长 36.4%和 36%。受国家汽车产业链政策调整,新能源汽车表现较为突出,1-5 月的产销均同比增长超过 150%。相较于传统燃油轿车,新能源汽车的用铜量为传统燃油轿车的 3-4 倍。根据国家十四五规划,新能源汽车充电桩将成为电力系统的一个新的业务增长点,整个新能源领域对铜的需求会发生明显的提高。

图 3.2.4: 汽车产量快速回升(单位:百万辆) 图 3.2.5: 汽车销量快速回升(单位:百万辆)



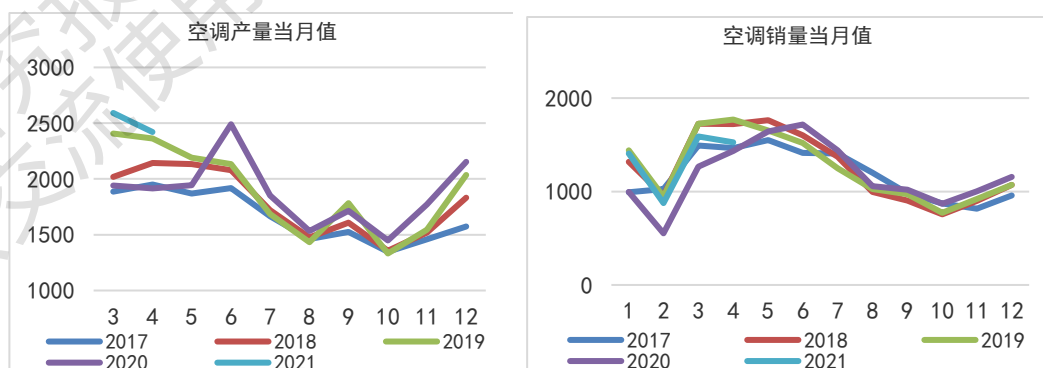
资料来源: Wind 南华研究

资料来源: Wind 南华研究

空调产销在 2021 年上半年表现差强人意。虽然销量较 2020 年有明显的提高,但是和 2019 年疫情前的情况相比还是有明显的下降。整个白色家电产业在第二季度的表现都比较一般,空调的销量并未和预计的一样向好。第三季度是传统的淡季,空调产销很可能不会出现反转。

图 3.2.6: 空调产量(单位:万台)

图 3.2.7: 空调销量(单位:万台)



资料来源: Wind 南华研究

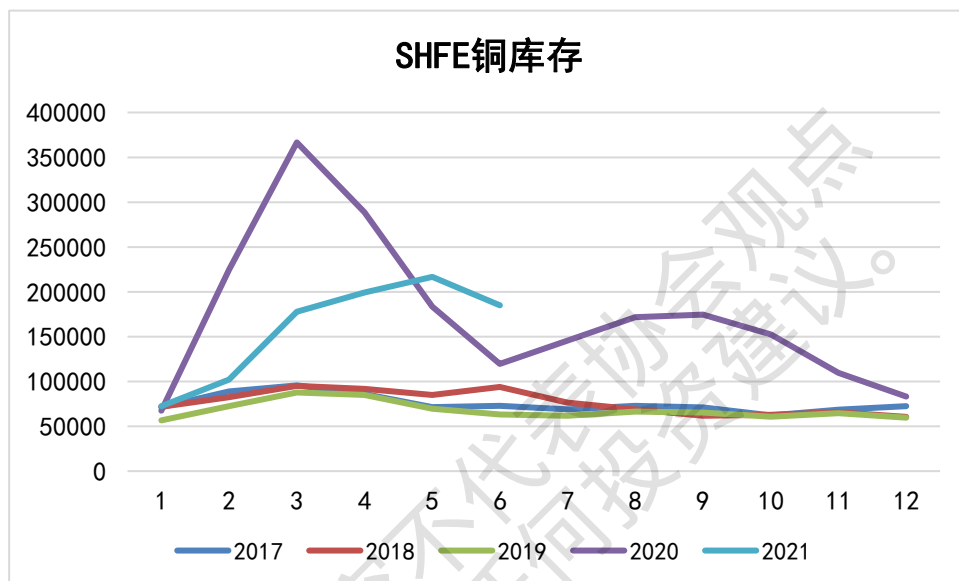
资料来源: Wind 南华研究

3.3. 海外库存低位, 国内库存较高

国内库存方面, 上期所库存在 5 月中旬达到年内峰值 22.9 万吨, 此后随着铜价的

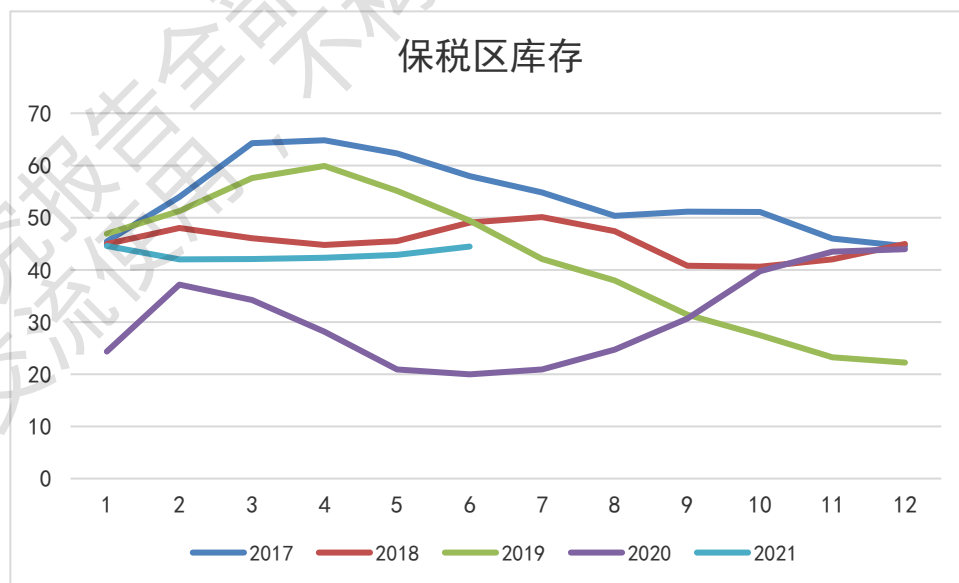
下跌温和去库。第三季度库存有望持续温和走低，不过不太可能回到 10 万吨左右的低位。保税区库存一直稳定在 40 万吨附近。

图 3.3.1：上期所铜库存（单位：吨）



资料来源：Wind 南华研究

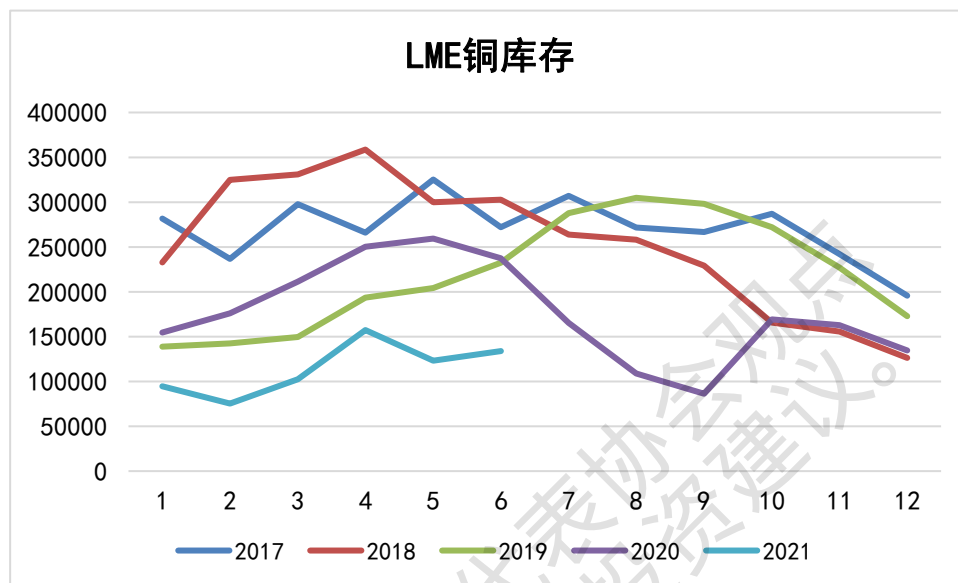
图 3.3.2：国内铜保税区库存（单位：万吨）



资料来源：Wind 南华研究

伦铜库存较去年同期有明显下降，今年下半年也不太可能有明显的累库，因为海外经济正在逐步恢复，欧美地区的用铜量料将持续回升。

图 3.3.3: 海外 LME 铜库存 (单位: 吨)



资料来源: Wind 南华研究

第4章 2021 年铜价展望

2021 年上半年铜价经历了两波上涨行情，一波中高位盘整和一波冲高回落行情。展望下半年：全球经济复苏为铜价提供了支撑，靓丽的经济数据或迫使主要经济体的央行收紧货币政策。美元指数在上半年持续走弱，然而在美联储收紧货币政策的预期下，美元指数在下半年或将有所反弹。目前市场对于美联储在下半年收紧货币政策有着一定程度上的共识。供给端秘鲁新上任的总统拟推行税改，对铜矿供给有不利的影响。智利自 4 月起就开始遭受第二波疫情的冲击，今年下半年或将有所好转，铜矿供应料将保持稳定。需求端在全球经济逐渐复苏的背景下于第一季度逐渐增加，尤其是新能源、电子、光伏等产业的增速明显。但是受到高铜价影响，中下游企业的资金周转压力陡增，需求受到抑制，部分订单被迫延期。若铜价能够稳定在 6.5 万-6.8 万元每吨，中下游加工企业的需求会得到恢复，积压的订单也会逐步释放。

综上所述，下半年铜价或出现 V 型反转走势。第三季度因宏观压力，铜价或在 6.5 万元附近承压。若跌破 6.5 万支撑位，则可能下探到年初的 5.8 万元每吨支撑位。跌破此支撑位的可能性不大，因为铜价在此支撑位徘徊时间较长，是供给端和需求端达到一定平衡之后的结果。铜矿供给不太可能在下半年明显增加，所以供给端会在这个位置起到非常重要的支撑作用。在需求确实转好后，欧元区 and 南美经济恢复的动力驱动下，铜价有望触底反弹。

下半年沪铜运行区间 6.5 万-7.4 万元每吨，伦铜运行区间 8800-10500 美元每吨。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点