

铜：稳得住预期 稳不住价格

有色研究总监：展大鹏

期货从业资格号：F3013795 投资咨询资格证号：Z0013582

年报摘要：

- 2021 年行情回顾

2021 年铜价冲高回落，伦铜波动区间在 7705—10747 美元/吨，沪铜波动区间在 56860—78270 元/吨。

- 2022 年市场分析逻辑

首先，后“疫”时代，海外“直升机撒钱”模式走向终结，财政刺激政策回归常态，大宗商品的过热情绪就会受到抑制。其次，高铜价制约需求预期，同时也会带动产能的快速投建，2022 年供求将呈现由紧张到缓解态势。最后，在无明显资金增量的情况下，资金对铜价的推动作用再降低，或许能引导铜价继续走向回归。综合来看，我们对铜价保持谨慎，铜价有望进一步回归。但我们也要保持一份理性，宏观存在非理性，但基本面却存韧性，铜作为新能源高景气赛道品种，决定了场内的套利资金可能会利用市场情绪进行反向操作，从而扰动铜价运行节奏。我们预测，2022 年铜价重心将小幅下移 685 美元/吨至 8600 美元/吨，年内运行区间在 7500 美元/吨至 10200 美元/吨。

- 风险提示

宏观：美联储“鹰”转“鸽”、国内政策突然转向风险；

基本面：铜主要供应国政治不稳定下的供应扰动风险。

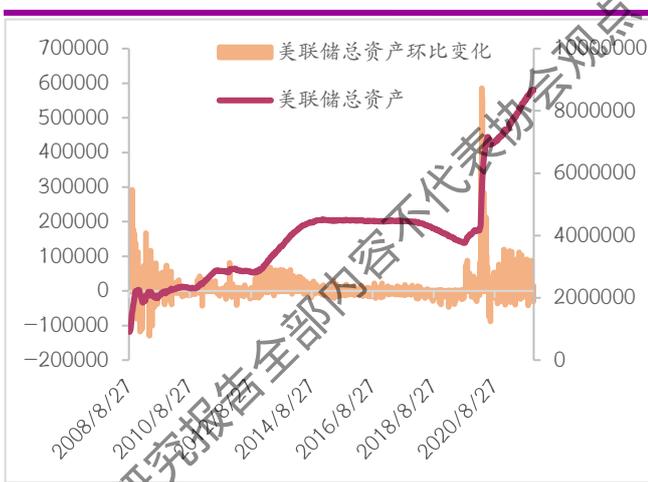
一、 宏观市场分析

1、 全球经济真正进入后“疫”时代

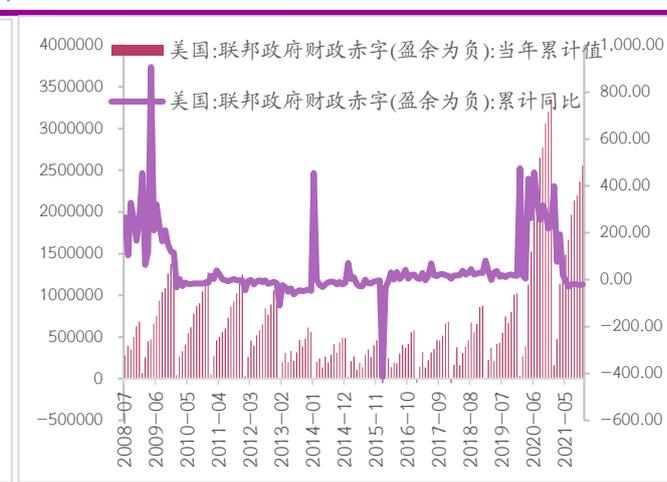
今年以来，虽然海外疫情仍很严重、也有德尔塔病毒以及奥密克戎新变异病毒的威胁，但在疫苗快速普及下，全球真正开启后“疫”时代的经济修复期。特别是年初，全球央行货币仍在宽松、各国财政刺激政策出台预期加持下，“顺周期”逻辑开启；但下半年以来，市场发现以美国为首的发达国家财政刺激“声音大、雨点小”，并未激起太多的浪花，而国内在“保供稳价”政策引导下抑制住部分工业品过热势头，“顺周期”声音渐渐低沉。

笔者认为，这是后“疫”时代的常态反应。始于 2020 的“疫情”危机以及危机后各国的应对政策与 2008 年美国次贷危机以及危机发生后各国的应对政策较为类似，即“极为宽松的货币政策+强力的财政支持”，且 2020 年相比以往也更为激进——美联储直接开启无限量 QE、美国政府向所有民众派发现金。据统计，截止 2021 年 12 月 8 日，相比 2020 年 3 月 4 日美联储资产负债表增加 4.4 万亿至 8.7 万亿美元；2021 财年（2020 年 10 月到 2021 年 9 月），美国财政赤字飙升 2.77 万亿美元，2020 财年更是达到 3.13 万亿美元。

图表 1：美联储资产负债表



图表 2：美国财政赤字

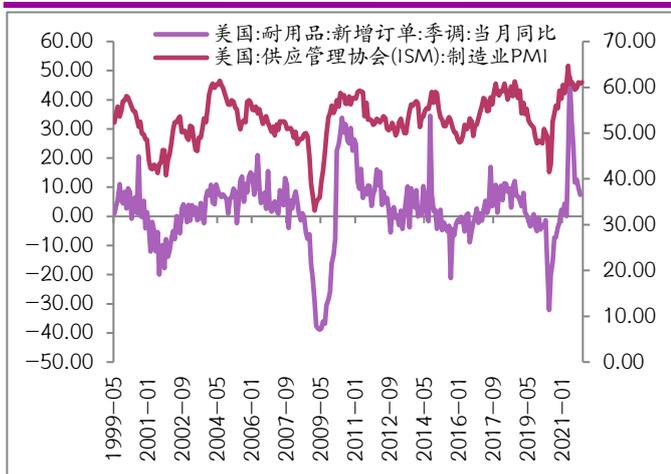


资料来源：Wind、光大期货研究所

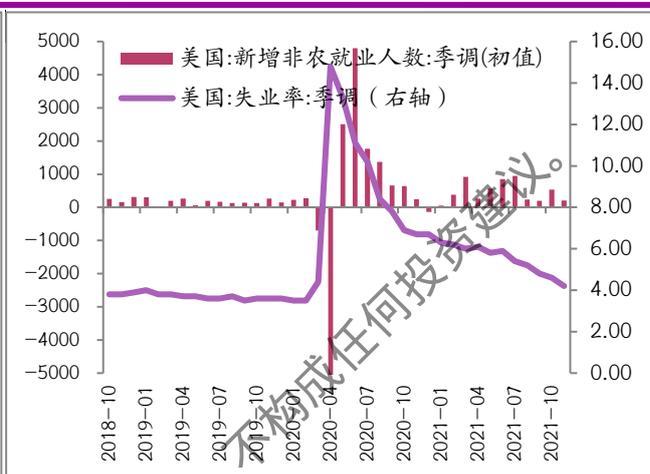
随着危机症状消退，经济开始自我修复，那么宽松的货币政策和财政支持政策就要陆续退潮。2021 年 11 月，经过长达 10 个月的预期管理，我们最终看到了美联储在议息会议上宣布 Taper，标志着美国“直升机撒钱”走向结束；今年我们也看到了财政刺激政策高增速开始出现同比下滑之势。此前部分金融属性强的品种会因“撒钱”而受到炒作，当潮水褪去由此带来的负面影响也

会在金融属性较强的品种上先行显现，我们看到了黄金自 2020 年 9 月份开始触顶调整，铜自 2021 年 5 月份开始调整。

图表 3：美经济正确定性修复

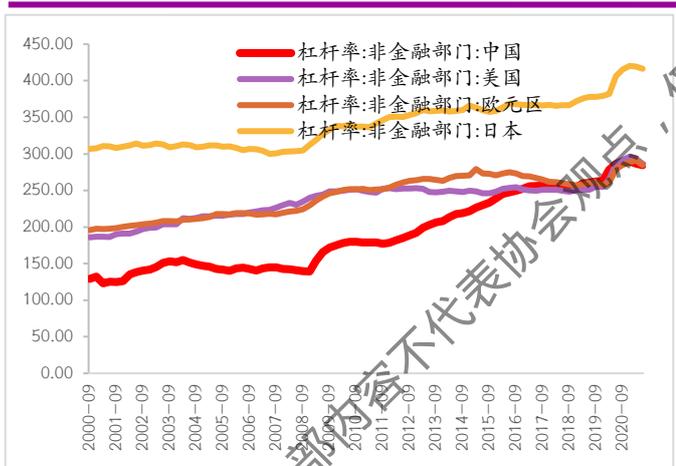


图表 4：美国非农就业数据好转

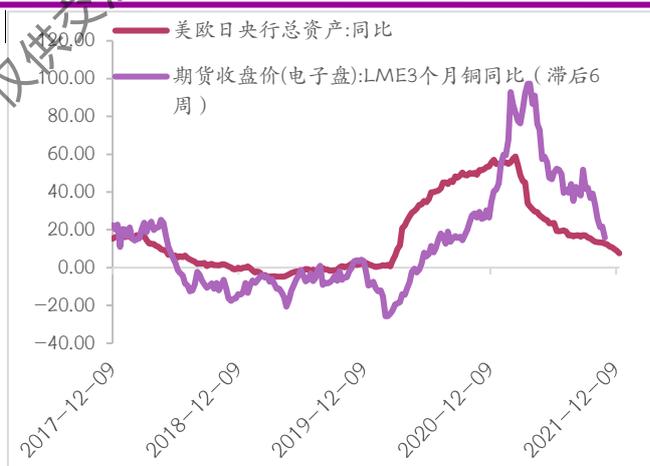


资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 5：各国杠杆率快速上升空间有限



图表 6：美欧日央行总资产与铜价

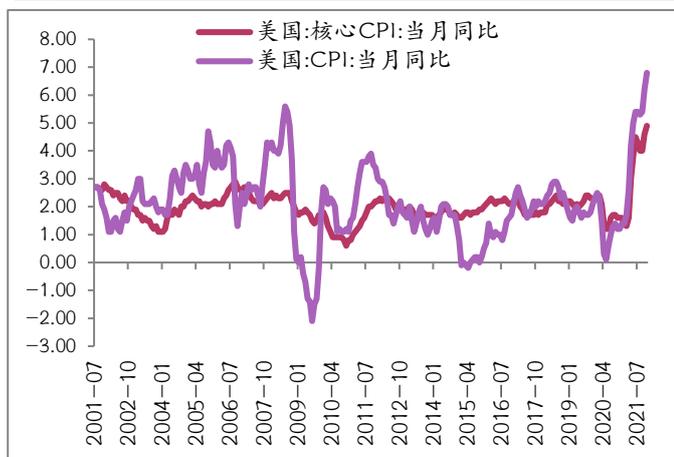


资料来源：Wind、光大期货研究所

2、“鲍威尔转变”控通胀成美联储首要目标

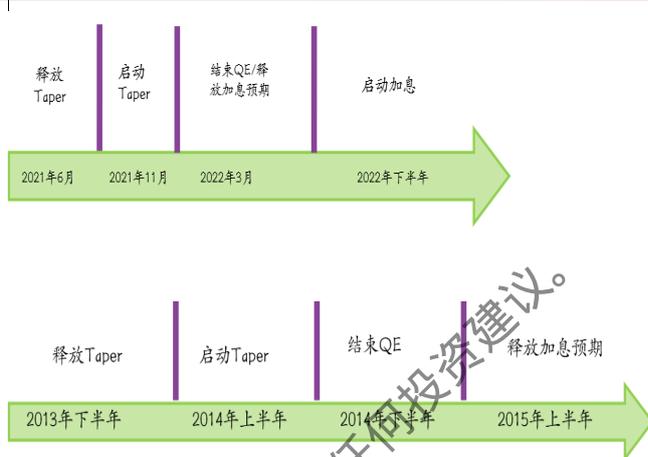
2021 年 11 月，美国通胀数据已连续 7 个月站在 5% 以上，给了美联储很大的压力，美联储主席鲍威尔也被迫放弃了此前几个月通胀“暂时的”观点，政策着力点转向控通胀，也称鲍威尔转变 (Powell Pivot)。12 月 15~16 日，美联储年终最后一次议息会议上，最终加快了 Taper，将由每月递减 150 亿美元的资产购买，加倍成明年 1 月份开始每月递减 300 亿美元的资产购买，即预期明年 6 月份完成的 Taper 将提前至 3 月；点阵图显示有 12 名委员认为 2022 年至少加息 3 次。

图表 7: 美 CPI 数据“爆表”



资料来源: Wind、光大期货研究所

图表 8: 美联储加快 Taper



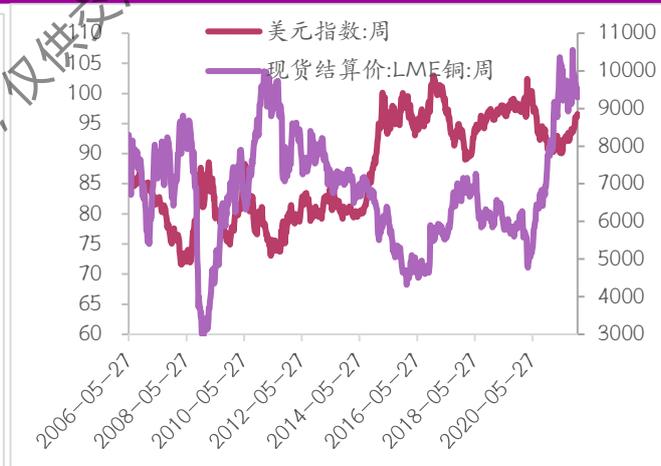
以史为鉴, 在上一轮美联储 Taper (2013~2015 年) 期间, 尽管美联储资产负债表仍会惯性向上, 但随着加息预期愈加强烈, 美元指数水涨船高, 而有色市场均表现不佳, 重心下移。

图表 9: 美联储资产与铜价



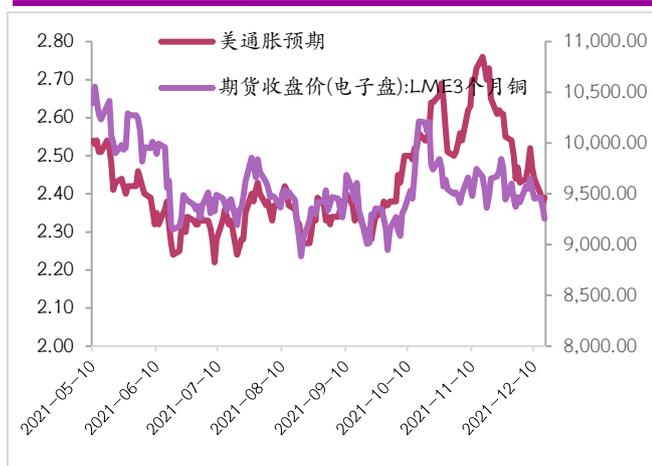
资料来源: Wind、光大期货研究所

图表 10: 美元指数与铜价

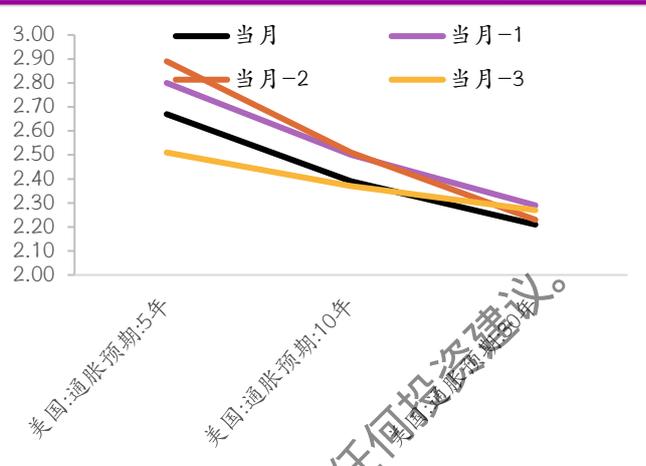


另外, 美长期通胀预期与铜价关系自 2008 年以来呈现较强的正相关性, 即美长期通胀预期向上, 则对铜价涨价指引作用愈强。相对来说, 笔者比较赞同美联储主席鲍威尔此前关于通胀是“暂时的”观点, 因为从长期通胀预期 (5 年以上) 来看, 依然处于偏低位; 且从结构来看, 呈现近高远低。这表明中短期通胀 (2 年以内) 更多可能受到供应端以及下游补库扰动; 但长期通胀预期更关注经济内生动力, 并不能给铜价上行带来更多的指引或推动力。

图表 11: 美 10 年通胀预期与铜价



图表 12: 美 5、10、30 年通胀预期结构



资料来源: Wind、光大期货研究所

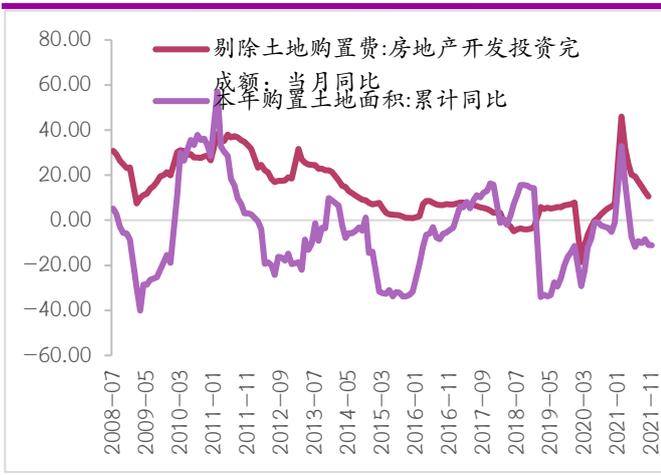
综合来看,从海外宏观的角度来看,随着美经济修复进入正常轨道,美联储启动 Taper 是一种必然。从以往经验来看, Taper 至加息启动前,宏观氛围偏弱,美元指数上升,有色市场表现萎靡。从本次宏观环境来看,短端通胀给美联储政策造成困扰,迫使美联储加速 Taper 和提前启动加息,作为全球流动性的总阀门,会给资本市场带来一定困扰,流动性偏紧预期也会对有色市场造成扰动;从长端通胀预期来看,依然维持低位,难以有效抬升,同样也会压制住有色市场的反弹情绪。

3、中国经济“降速换挡”转向高质量发展

根据我国“十四五”规划,我国经济已转向高质量发展阶段,不能简单以 GDP 增速论英雄。由“量”到“质”,这也就意味着靠传统房地产+基建刺激经济的做法逐步走向尾声,更加注重高科技新兴产业的培育和发展。

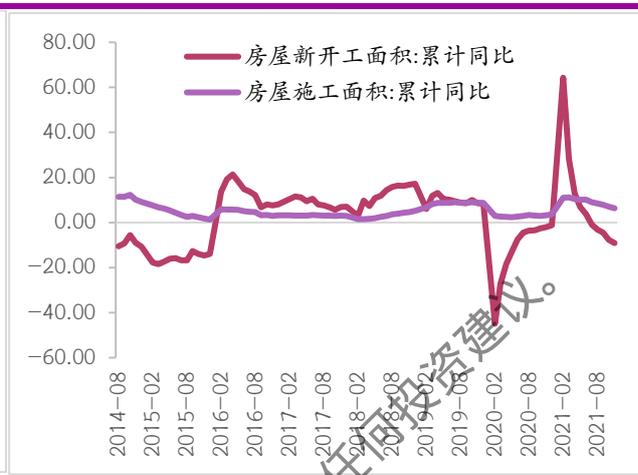
笔者的理解,从投资的角度,房地产+基建求“稳”,制造业投资求质的提“升”。实际上 2021 年,房地产无论从拿地面积还是从新开工上我们均可以看出已呈现出下滑势。有色市场作为房地产开发后周期需求,这方面 2022 年面临的压力可想而知。另外,基建作为对冲房地产需求下滑的有效手段,在各级地方政府财政吃紧下,明年也不宜期待过高。制造业投资方面,保持相对旺盛,这方面会给有色需求提供继续提供一定的增量。

图表 13: 土地购置面积转负增长

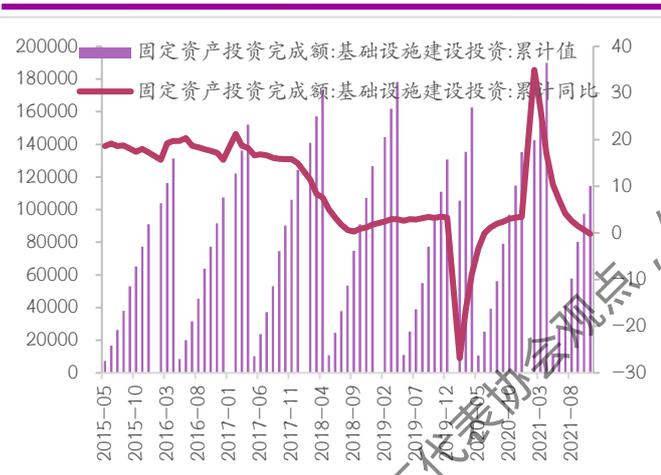


资料来源: Wind、光大期货研究所

图表 14: 房屋新开工面积转负增长

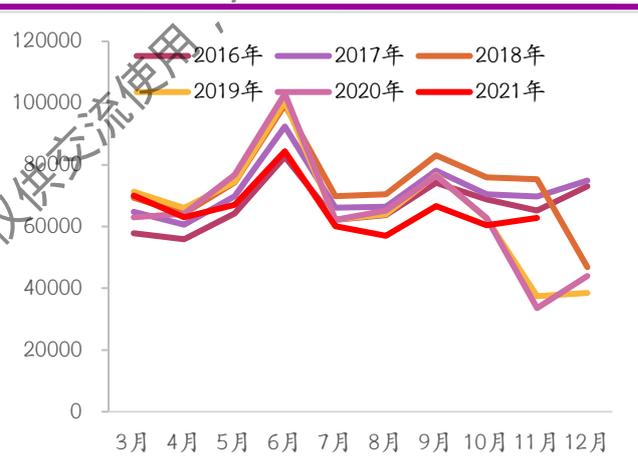


图表 15: 基建投资保持个位数增长



资料来源: Wind、光大期货研究所

图表 16: 固定资产投资完成额+商品房销售额

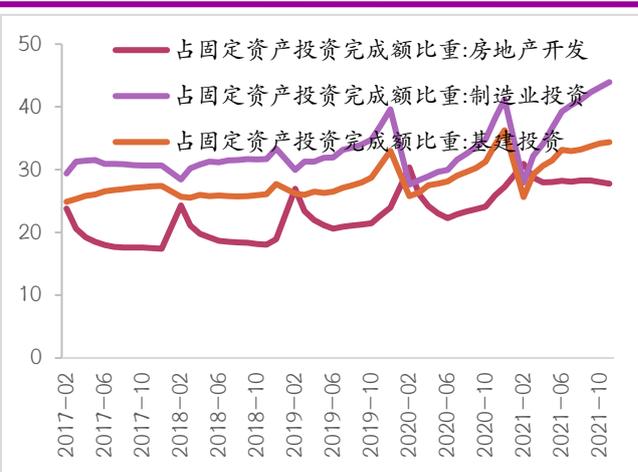


图表 17: 制造业投资增速提升



资料来源: Wind、光大期货研究所

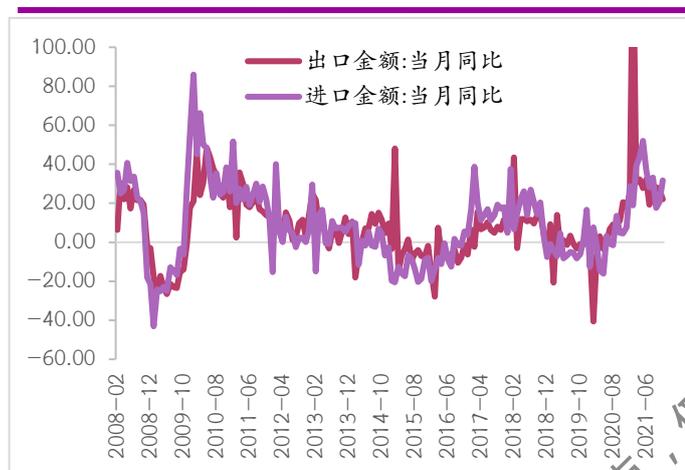
图表 18: 制造业投资占比提升



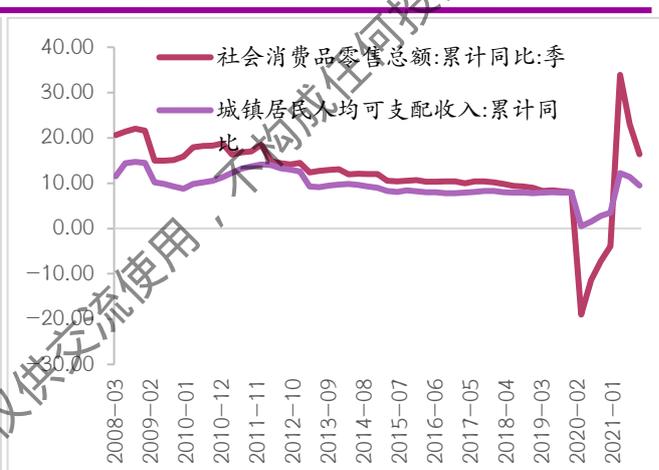
进出口方面，今年我国进出口水平再度攀升至历史高位，疫情影响下海外市场订单的转移，这也促进了有色市场的需求。但随着海外制造业的复苏，进出口高增速下滑成为一种必然。从历史角度来看，高增长年之后的若干年进出口增速往往会表现偏弱。从增速来看，也难以再给有色价格很好的推动作用。

最后，从消费的角度。这一点从全国失业率和居民收入水平即可看出，增速具有韧性，但中短期内难以成为经济发动的引擎。

图表 19：进出口同比增速



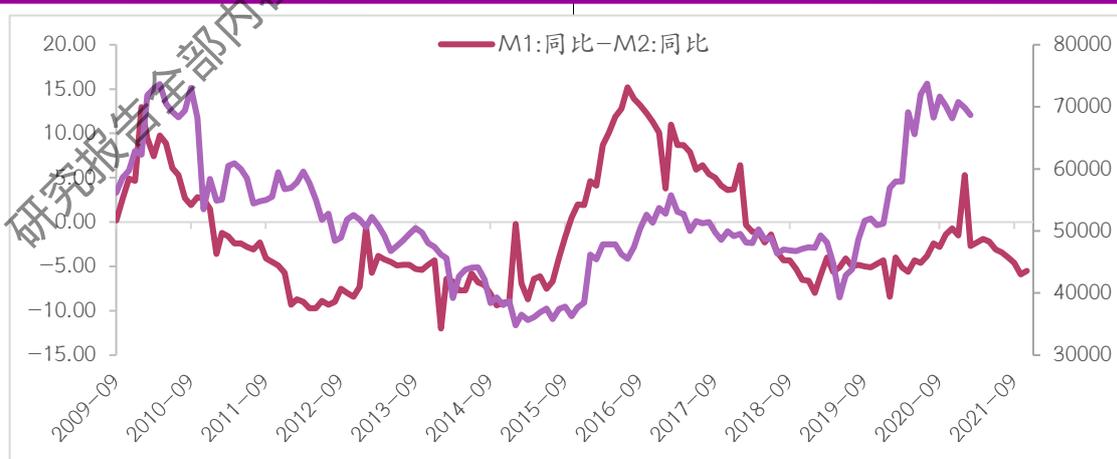
图表 20：零售与居民可支配收入



资料来源：Wind、光大期货研究所

引申到我国货币政策上，货币政策更加注重市场流动性合理，站在“十四五”规划的角度，笔者认为仍会保持“宽（稳）货币、紧信用”。

图表 21：M1-M2 仍具有一定的领先性



资料来源：Wind、光大期货研究所

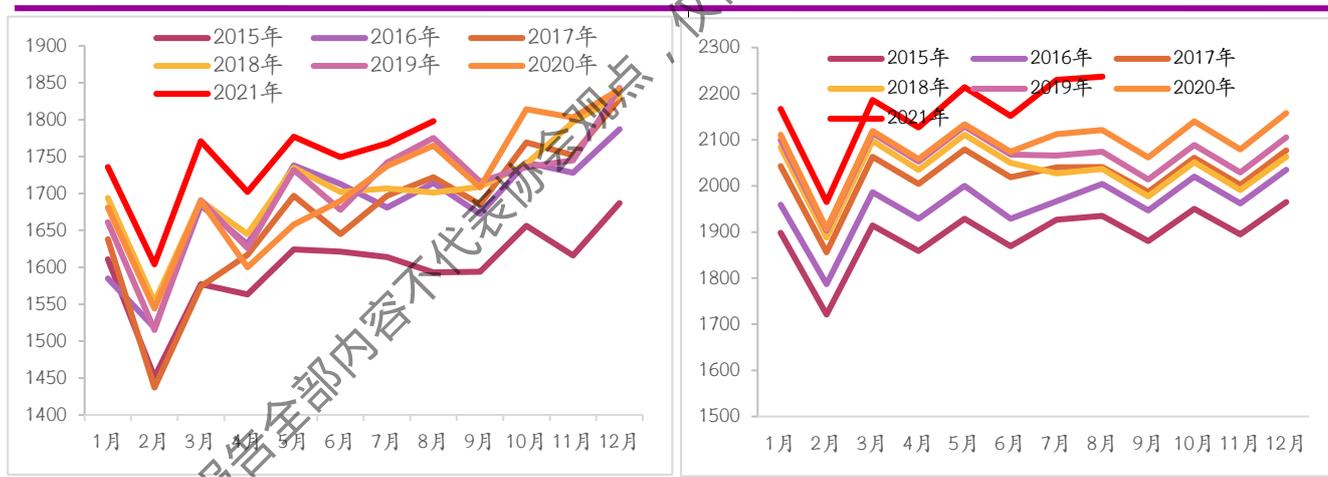
二、铜市基本面分析

虽然相较于宏观面，基本面对铜价影响已经退居其次，但是基本面仍会影响到铜价波动的幅度以及节奏。尤其是当基本面和宏观面产生共振的时候，影响不容小觑。2019 年中国精炼铜表观消费增长 4.1%；2020 年则达到 17.2%。2020 年宏观弱、基本面强，带来铜价快速修复；2021 年宏观强，基本面并未明显掣肘下，铜价创出新高后维系在高位震荡。展望 2022 年，铜矿供应继续恢复，而总需求增长难觅亮点，铜市或将比 2021 年呈现出边际上供增需缓的基本面预期。因此，我们认为基本面更加难以成为推动铜价上涨的正向因素，反而起到负向（回归）作用。

1、铜精矿供应分析

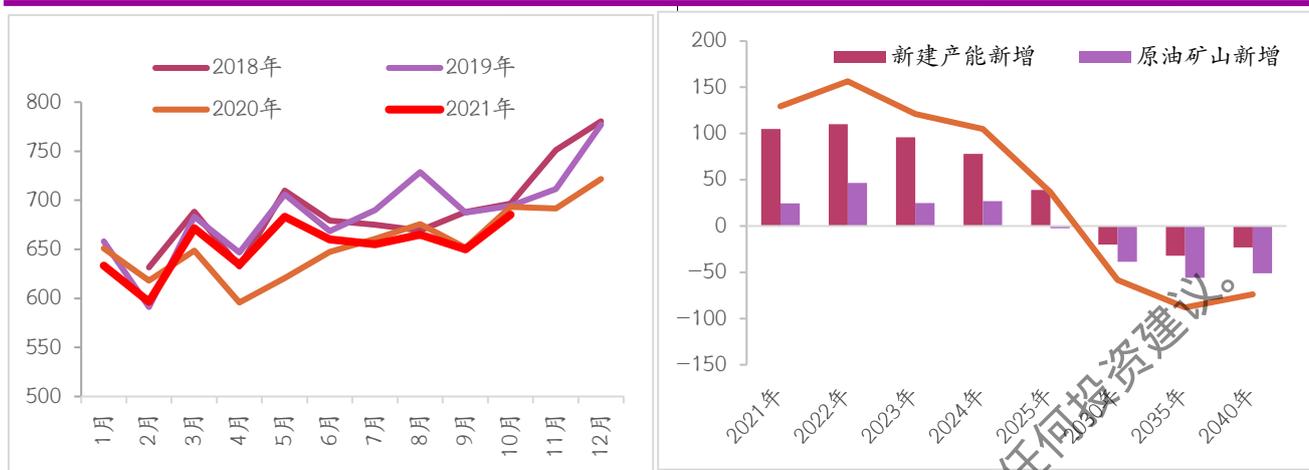
2021 年，全球铜精矿供应隐现宽松预期。据 ICSG，1~8 月份全球铜矿山产量 1390.5 万吨（金属吨，下同），同比增长 4.4%；且 8 月份当月全球铜矿山产能达到 223.7 万吨，居历史新高。不过，今年受疫情和罢工影响，智利和秘鲁铜精矿产量小幅增长，但并不如预期，据 SMM 统计 1~10 月份两国产量共计 653.5 万吨，同比 2020 年仅增长 1.1%，低于 2018 年和 2019 年同期水平。

图表 22：INSG 全球铜矿山产量（单位：千吨） 图表 23：INSG 全球铜矿山月度产能（千吨）



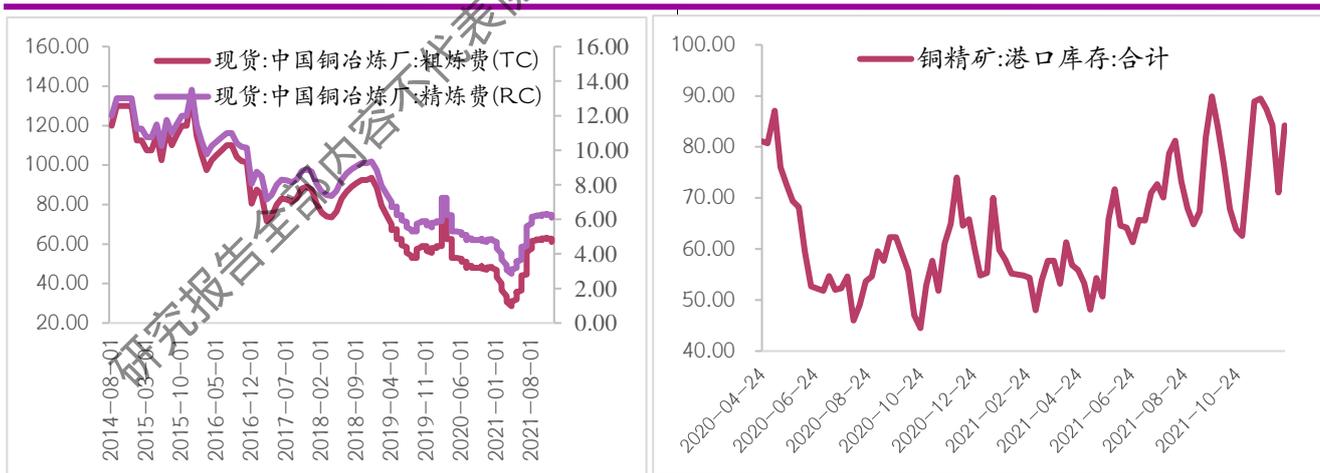
资料来源：Wind、光大期货研究所

另根据 SMM 预测，无论是原有矿山产能增量还是海外新建扩建铜矿山未来 4 年均有一定的提升，2021 年合计新增产能 129.5 万吨，2022 年合计新增 156.5 万吨，增幅达到 20.8%。若能按时按量投产，无疑会大幅缓解市场对 2022 年铜精矿不足的担忧。

图表 24：智利+秘鲁铜精矿产量（单位：千吨） **图表 25：全球铜矿山新增产能（单位：万吨）**


资料来源：SMM、光大期货研究所

国内来说，无论从铜冶炼厂的粗炼费（TC）还是从港口库存来看也存在供应宽松的佐证。冶炼厂粗炼费方面，截止 12 月 10 日 TC 费用相比上年增加 27.1% 至 61 美元/吨；港口库存方面，截止 12 月 10 日港口库存合计相比去年增加 29.7% 至 71.1 万吨。另据 SMM，中国铜业、铜陵有色、降息铜业以及金川集团与 Freeport 确定 2022 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 65 美元/吨与 6.5 美分/磅，高于 2021 年水平（59.5 美元/吨与 5.95 美分/磅），也显示出国内 2022 年铜精矿供求平衡情况将进一步缓解。

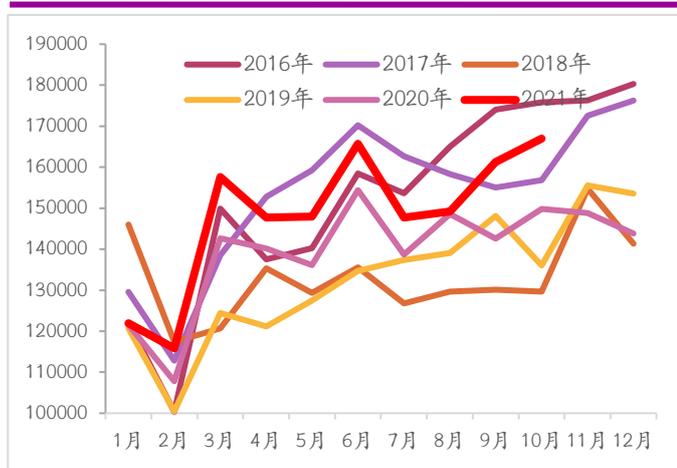
图表 26：国内 TC、RC 费用（美元/吨，美分/磅） **图表 27：铜精矿港口库存（单位：万实物吨）**


资料来源：Mysteel, wind, 光大期货研究所

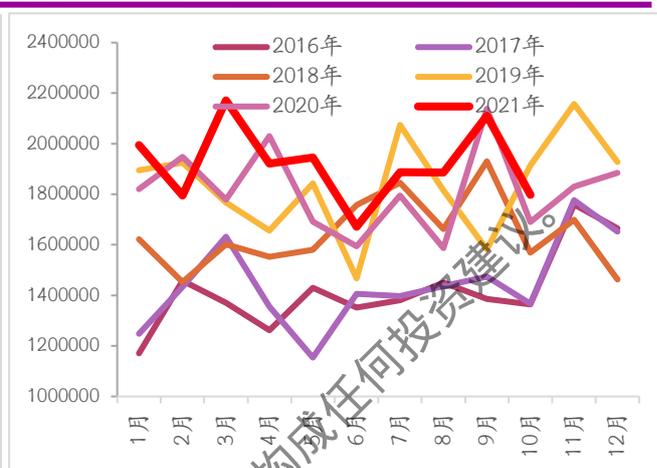
据国家统计局统计，2021 年 1~10 月国内累计铜精矿产量 149.6 万吨，同比增加 5.06%；据海关数据，2021 年 1~10 月国内铜精矿进口累计 2136.8 万实物吨，同比增加 7.52%。根据品位折算，我国铜精矿进口占比已经达到 77.1%，相比 2020 年全年提升 1.6%，这也意味着我国进口铜精矿依

赖性进一步提高。

图表 28: 国内铜精矿产量 (吨)



图表 29: 铜精矿进口量 (单位: 实物吨)

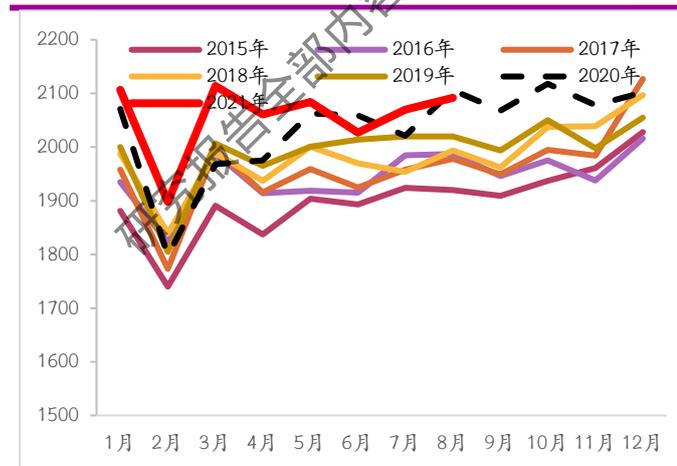


资料来源: wind, 光大期货研究所

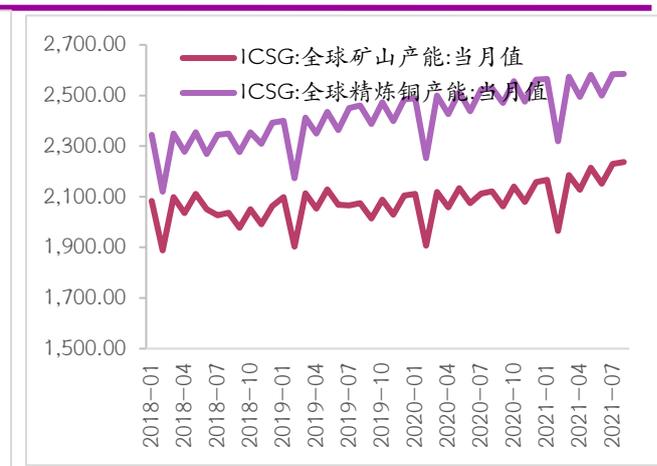
2、铜供应分析

2021 年, 全球精炼铜 (原生+再生) 供应隐现宽松预期。据 ICSG, 1~8 月份全球精炼铜产量 1645.3 万吨 (金属吨, 下同), 同比增长 2.44%, 其中原生铜产量 1375.9 万吨, 同比增长 2.07%, 占比 83.6%; 再生铜产量 269.4 万吨, 同比增长 4.38%。另精炼铜产能方面, 8 月份当月产能在 258.5 万吨, 相比 2020 年未有明显变化, 产能利用率维系在 80% 上方。当前全球精炼铜产能高于矿山铜产能, 且产能利用率在 80% 左右仍有上浮空间, 2022 年若铜精矿供给有效缓解, 也就意味着精炼铜产量仍会小幅增长。

图表 30: ICSG 全球精炼铜产量 (千吨)

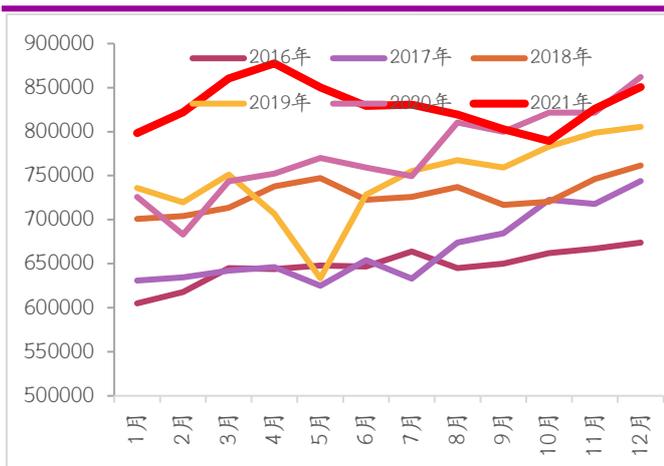
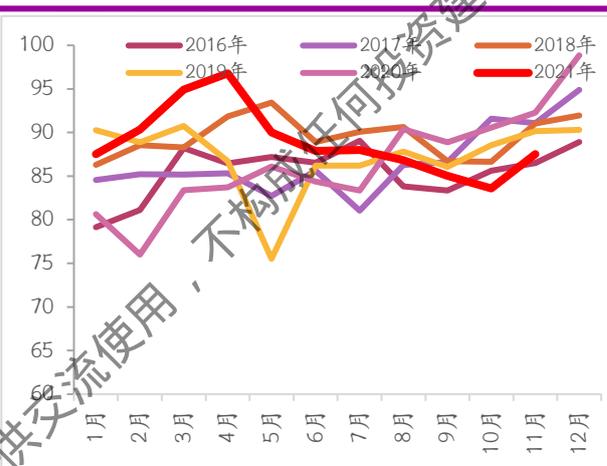


图表 31: 铜精矿进口量 (单位: 实物吨)

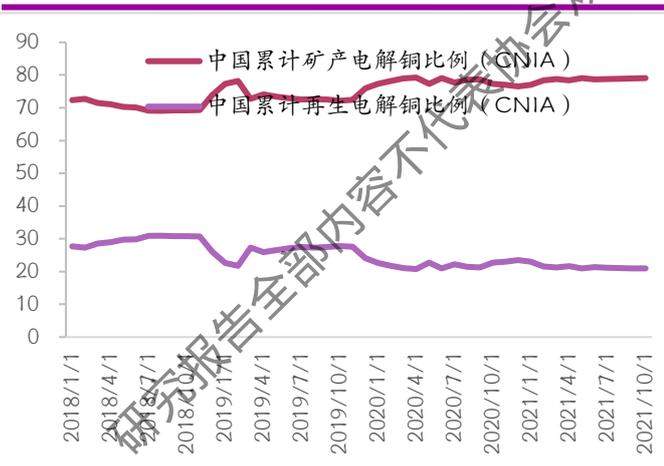


资料来源: wind, 光大期货研究所

我国精炼铜产量前高后底，全年受能耗双控、限电限产影响较大，特别是下半年先后从云南、广西等地区扩展到江苏、安徽和山东等铜冶炼大省，对精炼铜产出造成了一定的损失。据 SMM 统计，2021 年全年累计产出 995.6 万吨，较 2020 年增长 7.06%。另外，受铜精矿增产及废料供给影响，我国矿产铜占比提升 1.2% 至 79%；再生铜比例则下滑至 21%。铜原料自给率进一步小幅下降，由 2020 年的 22.91 下滑至 22.54%。

图表 32：国内精炼铜月度产量（单位：吨）

图表 33：精炼铜开工率（单位：%）


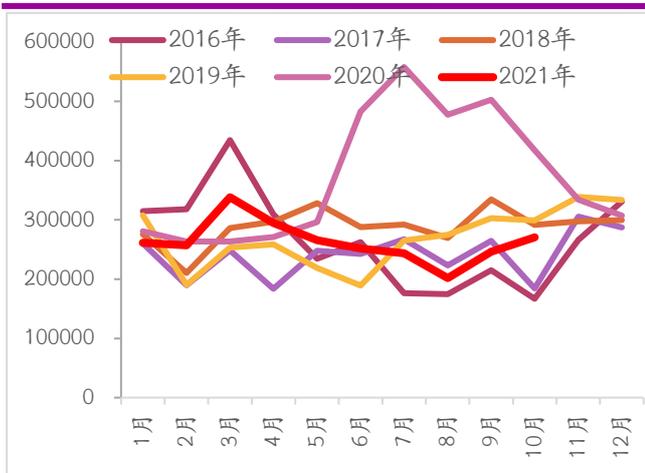
资料来源：SMM，光大期货研究所

图表 34：我国矿产铜和再生铜比例（单位：%）

图表 35：我国原料自给率（单位：%）

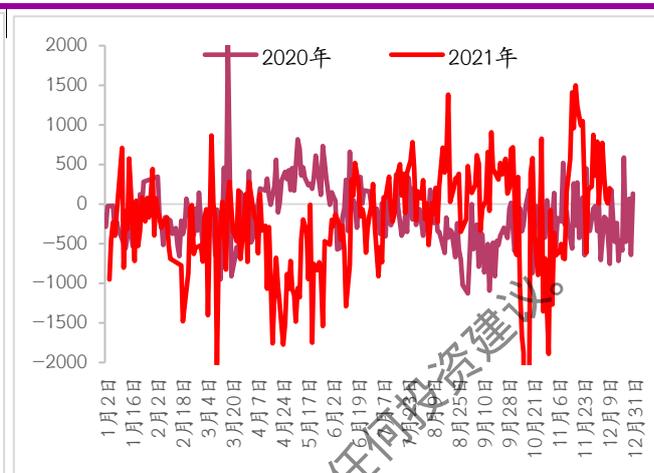

资料来源：SMM，WIND，光大期货研究所

进出口方面，2021 年 1~10 月精炼铜净进口约 263.1 万吨，同比大幅下滑 31.04%。上半年，铜价大幅拉升，但国内企业对于高价格抵触心理较强，这也影响了内外价差，进口窗口多数关闭；下半年，随着铜价回归理性，内外价差趋于合理，国内大幅降库下存在补库需求，进口窗口一度打开，进口量也随之走高。预计 2021 年全年精铜净进口有望达到 320 万吨，同比下滑收窄至 25.6%。

图表 36: 我国精炼铜净进口 (单位: 吨)



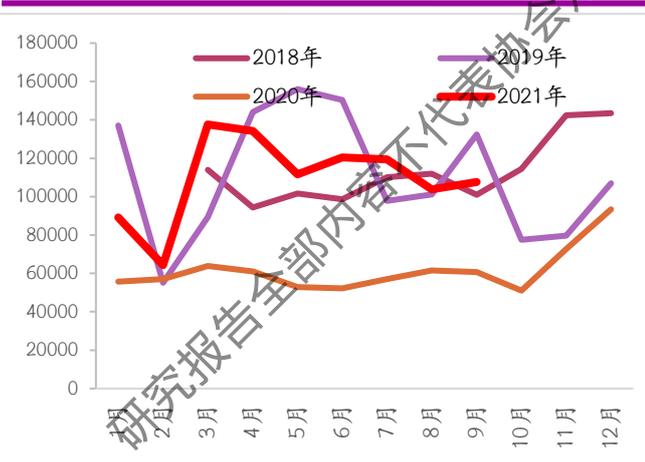
图表 37: 精铜进口盈亏 (单位: 元/吨)



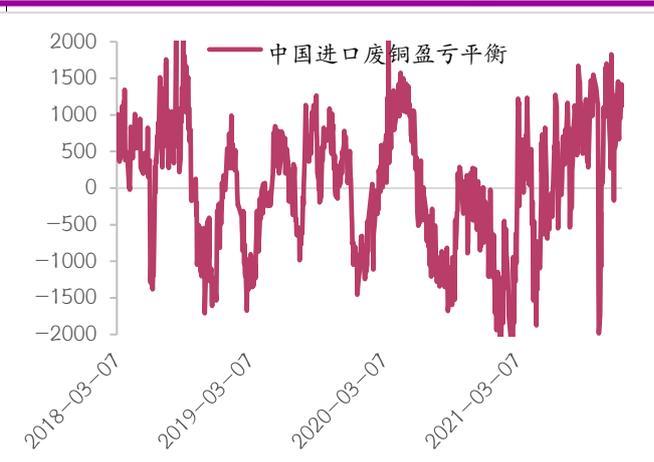
资料来源: SMM, 光大期货研究所

废铜方面, 2021 年我国废铜供给量约 113.4 万吨, 同比增加约 21.6%; 前 9 月国内废铜累计进口量约 98.8 万金属吨, 同比增加 89.2%, 低于 2019 年同期水平, 同时品位由 78% 进一步提升至 80% 以上。笔者认为今年废铜进口仍然受疫情影响较重, 东南亚拆解废铜量不足, 虽然进口量大幅高于去年, 但也未达预期, 废铜进口量自 3 月起呈现逐月走低态势。再生铜作为绿色环保产业, 2022 年供给量有望进一步提升。

图表 38: 废铜净进口量 (单位: 金属吨)



图表 39: 废铜进口盈亏 (单位: 元/吨)



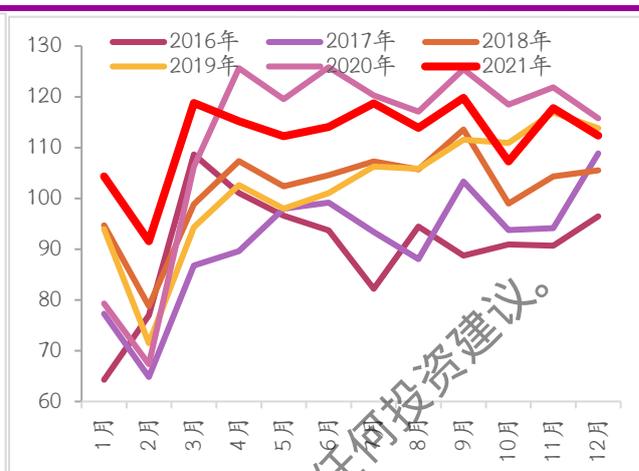
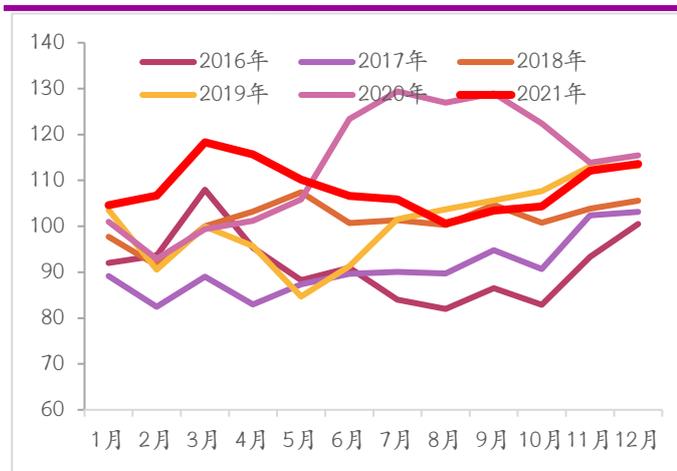
资料来源: SMM, 光大期货研究所

3、铜需求分析

据 ICSG 统计, 2021 年 1~8 月份全球精炼铜消费量 1649.4 万吨 (金属吨, 下同), 同比增长 1.43% (增速低于供给), 由此核算, 全球前 8 月供求缺口约 4.1 万吨, 小于去年的 20.1 万吨。不过, 全球显性库存仍然呈现快速去库状态, 截止 12 月 10 日全球显性库存较去年已累计下滑 33.8

图表 43: 国内铜表观消费量 (万吨)

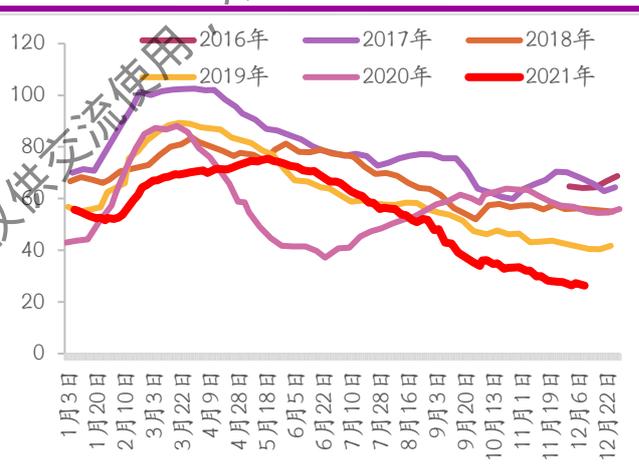
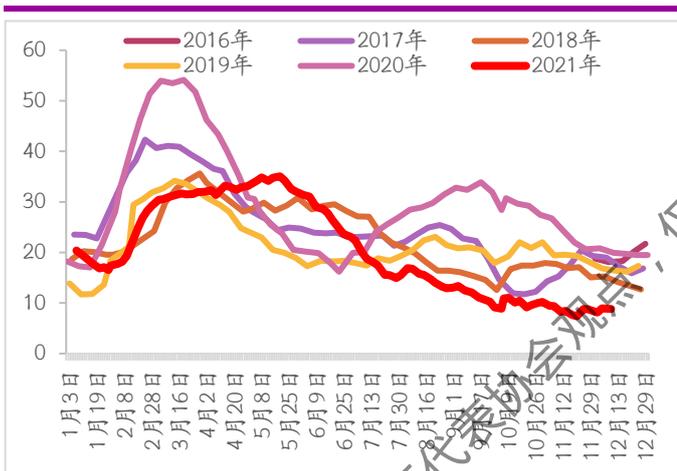
图表 44: 国内铜实际消费量 (万吨)



资料来源: SMM, 光大期货研究所

图表 45: 国内铜社会库存 (不含保税, 万吨)

图表 46: 国内铜社会库存 (含保税, 万吨)



资料来源: SMM, 光大期货研究所

展望 2022 年国内铜消费, 我们认为韧性有余, 后劲不足, 相较 2021 年在 $\pm 1\%$ 以内。

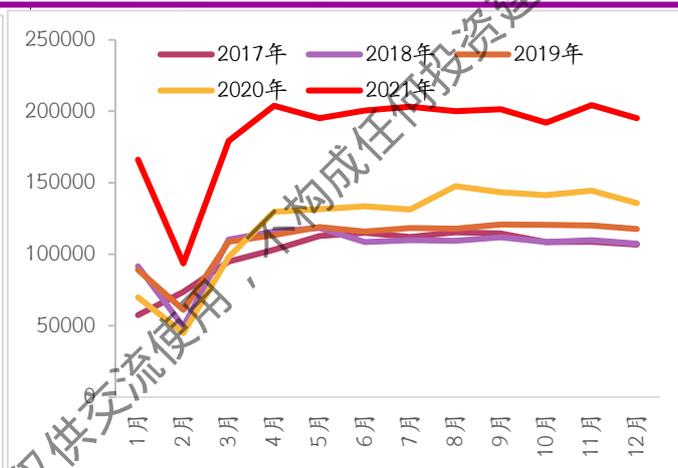
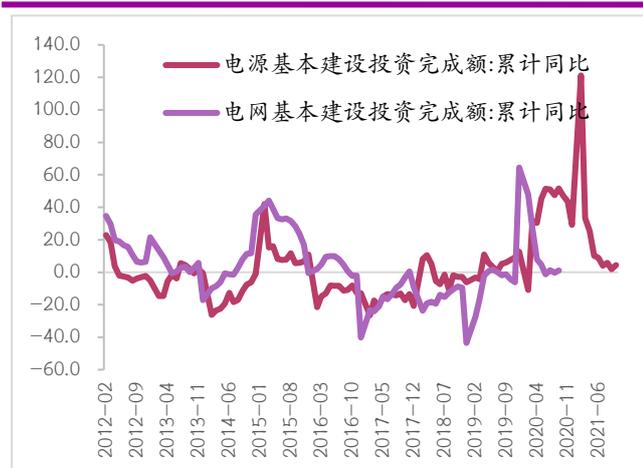
首先, 从前面宏观分析中, 我们认为“顺周期”渐进尾声——房地产后周期将进入负增长、基建托底有望发力但对有色需求后置、进出口保持较高增长但增速重心下移以及居民消费在收入难有效提升下很难成为经济内生引擎, 因此在看到政策突然转向“强刺激”之前, 我们很难看到需求增速预期再度挑高向上。

其次, 传统用铜分项来看。电网需求在今年高价下订单不断后移, 从统计局数据上并未显现电网需求的中高速增长, 但从样本数据上来看表现要强于去年, 这部分需求或随着电源投资的下滑, 铜在电网方面的需求明年也会随之放缓。房地产后需求及家电需求更不用多谈, 无论从新开工推测竣工还是从商品房销售面积去推测装修, 均难以再看到竣工和装修的高增速。

最后，新能源消费用铜依然向好，但新能源用铜量依然作为边际增量来去看待。新能源汽车方面，中国科学院院士、中国电动汽车百人会副理事长欧阳明高，预测今年新能源汽车总体大约在 330 万辆左右，明年可能会到 500 万辆，如果没有电池供应、芯片供应和产能限制，完全按需求侧推算，预计比这一数字还要高；光伏和风电作为绿色能源，一直受到市场热捧，明年风电补贴退坡预计装机量将平稳运行，但光伏装机量今年受成本干扰较大预计明年将迎来小高潮。

图表 47：电源与电网投资增速（单位：%）

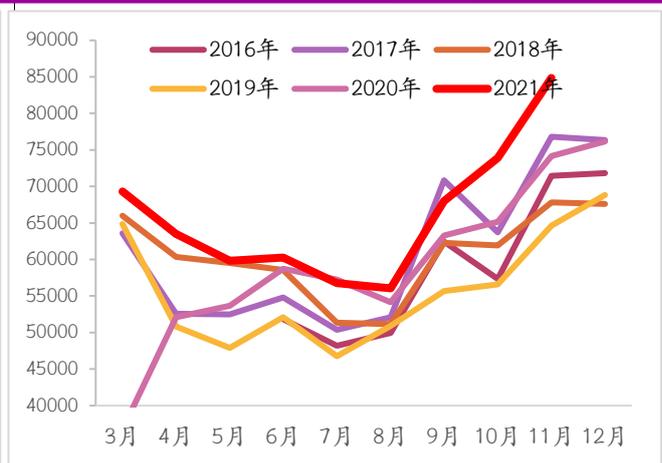
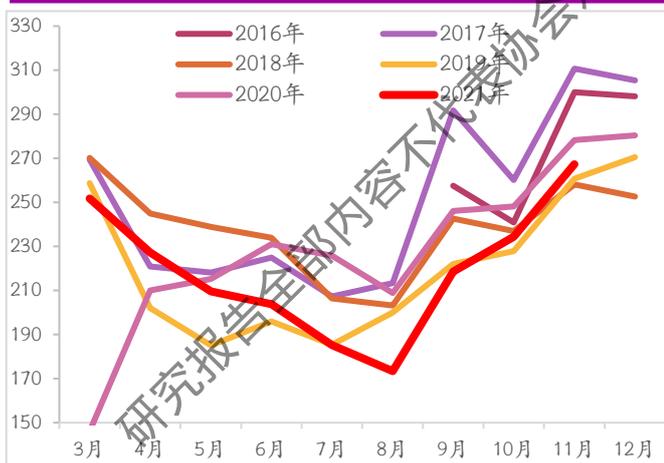
图表 48：样本企业电线电缆产量（吨）



资料来源：WIND，光大期货研究所

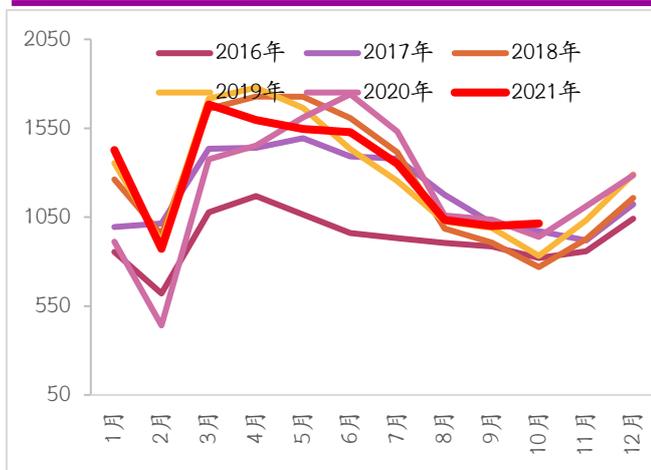
图表 49：国内汽车产量（万辆，含新能源）

图表 50：国内汽车用铜量测算（吨）

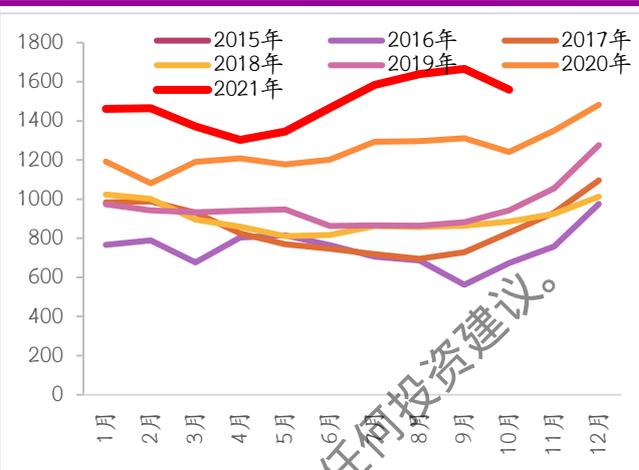


资料来源：WIND，光大期货研究所

图表 51: 国内空调产量 (万台)

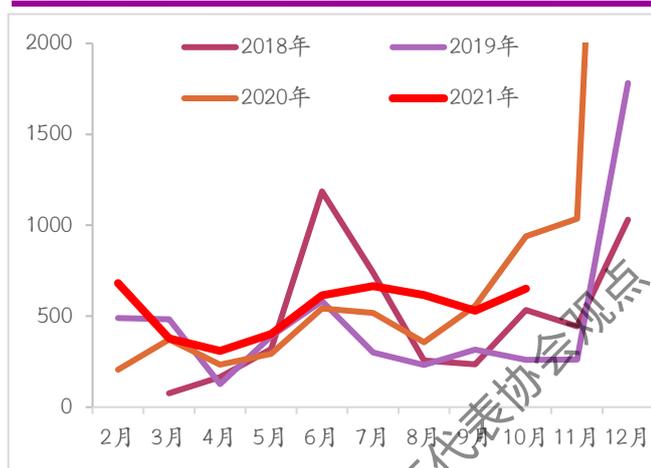


图表 52: 国内家用空调企业库存量 (万台)

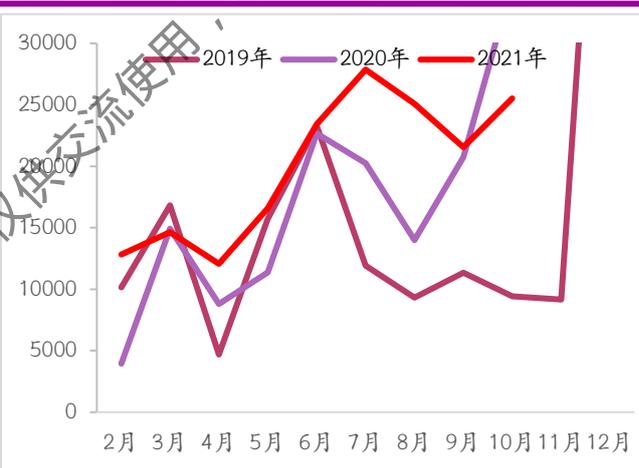


资料来源: WIND, 光大期货研究所

图表 53: 光伏+风电月度装机量 (万千瓦)



图表 54: 光伏+风电用铜量测算 (吨)



资料来源: WIND, 光大期货研究所

图表 55: 新能源领域用铜量测算

	2021年新增	2022年新增	单位
新能源汽车	195	200	万辆
风电	30	40	GW
光伏	40	65	GW
上述新增用铜	41	54	万吨
储能+充电桩用铜	2	2	万吨
合计新增用铜	43	56	万吨

资料来源: WIND, SMM, 光大期货研究所

4、2022 年供求平衡预测

根据国际铜业研究组织(ICSG)预测,全球铜市场 2021 年将出现 4.2 万吨的缺口,2022 年将出

现 32.8 万吨的过剩。随着投产的矿山和扩建项目的增加，以及一些大型项目的计划启动，也将为铜过剩提供支持，并表示在 2020 年增长 2% 之后，2021 年全球精炼铜产量预计将增长约 1.7%，2022 年将增长 3.9%。

结合国内供求情况及进口预期，我们推测了 2022 年供求平衡表，如下所示。我们预测，2022 年国内铜的供求关系将出现缓解，摆脱库存持续下滑的局面，并可能最终实现累库。这里存在两个不确定性。第一，我国对于铜精矿、精铜以及废铜等原材料进口依赖在不断提升，因此海外相关国家因政治不稳定性存在政策扰动风险；第二，来自于国内房地产政策转向性风险（不同于稳预期），从而再度打破市场对未来商品需求预期，这点出现的概率偏小。

图表 56：2022 年精炼铜供求平衡预测（单位：万吨）

		2020 年	2021 年 E	2022 年 E	同比
全球	精铜产量	2451	2490	2587	3.9%
	精铜消费量	2498	2494.2	2554.2	2.4%
	供求平衡	-47	-4.2	32.8	
中国	精铜产量	930	995	1045	5.0%
	精铜消费量	1291	1350	1363	1.0%
	净进口量	445.7	320	330	3.1%
	供求平衡	84.7	-35	12	

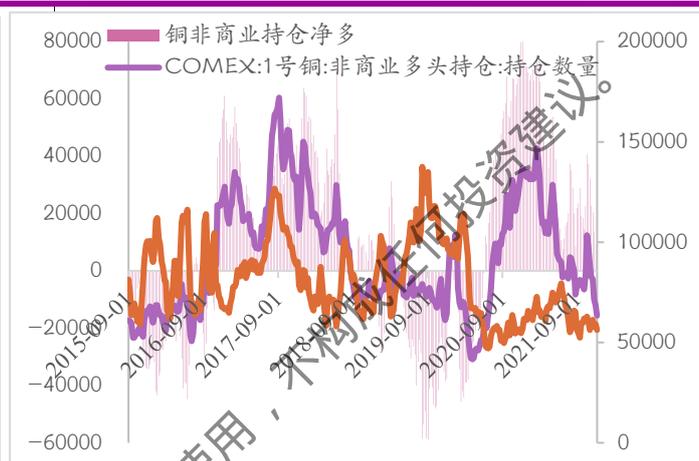
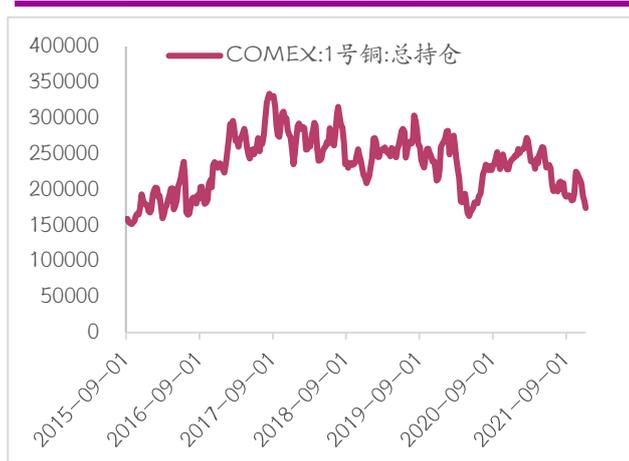
资料来源：SMM，WIND，光大期货研究所

三、资金面分析

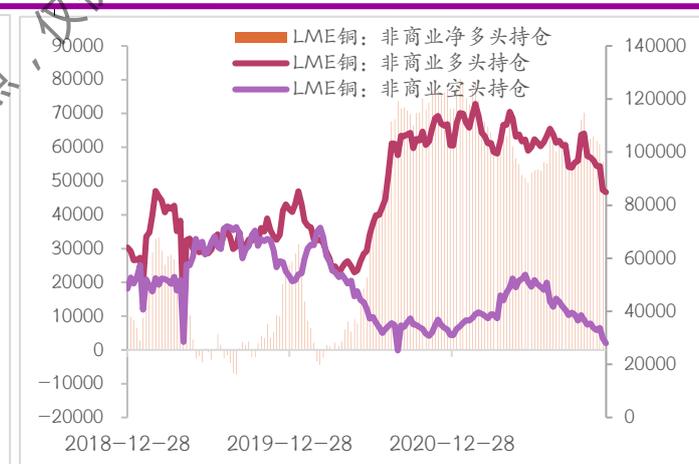
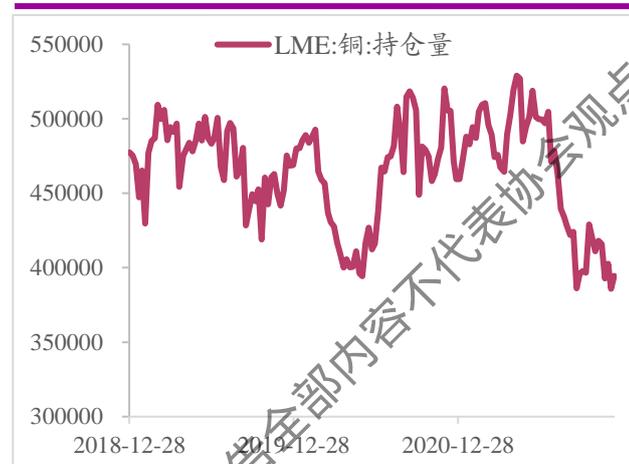
2021 年，“顺周期”概念加持下，有色市场再起波澜，铜价上半年表现一再突破市场预期，年度高点达到 10747.5 美元/吨，涨幅一度达到 38.6%；5 月份起，铜价开启整理之势，截止 12 月 17 日，LME 铜价仍在 9000 美元/吨上方，且临近年终，多空再现较大分歧。

从资金层面来看，我们观察 LME 和 COMEX 市场总持仓，在今年上半年均有增仓动作，特别是一季度，且非商业净多持仓增长也主要集中在一季度，说明市场年初一度看好铜价表现；二

季度开始无论是总持仓还是净多持仓均开始陆续撤退，三季度之后多空头均呈现快速撤退迹象。从总持仓来看，我们有理由相信资金在铜上关注度降低；从多空持仓来看，排除阶段性回补，显示资金对铜价未来走势的不明朗态度。

图表 57: COMEX 铜总持仓 (张)
图表 58: COMEX 铜非商业持仓 (张)


资料来源: WIND, 光大期货研究所

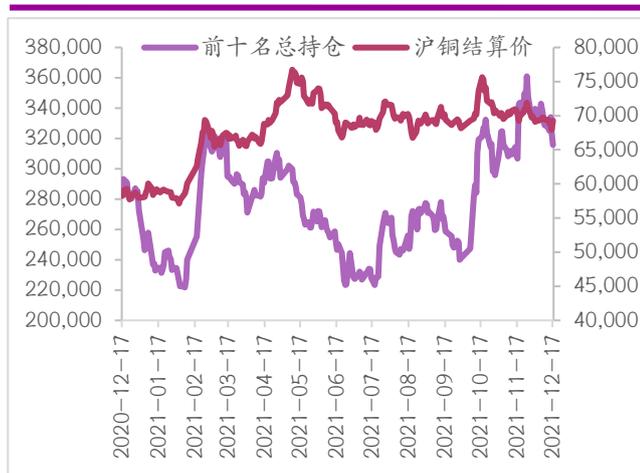
图表 59: CFTC 铜非商业持仓 (张)
图表 60: LME 铜非商业持仓 (吨)


资料来源: WIND, 光大期货研究所

国内来看，沪铜前十总持仓（交易所公布持仓）与铜价呈现较强的正相关性，显示资金对价格的主导作用，2021 年全国期货市场资金总量突破 1.2 万亿元，比 2020 年末增长 44.5%。但是我们从前十净空持仓可以看出，多数时间也与铜价呈正相关，这说明在铜价上涨过程中空头也在积极增仓，这显示我国多空对铜价表现出相比海外更大的分歧。这种分歧进入 4 季度有所消褪，总持仓和净空持仓均呈现下降势，与 LME 和 COMEX 相类似，也显示出国内多空头对铜价后市的不明朗态度。当然，与上半年价涨量增相比，当前在无资金增量的情况下，我们认为资金对

铜价的作用再降低，或许能引导铜价继续走向回归。

图表 61：沪铜前十总持仓（张）



图表 62：沪铜前十净空持仓（张）



资料来源：WIND，光大期货研究所

展望 2022 年，铜市供求紧张局面趋缓，基本面对铜的推动作用减弱，这方面资金对铜的偏好有可能会降低，同时站在宏观的角度，美联储加速 Taper 下，排除阶段性回补需求，铜上再出现大幅增量向上的盛景或较难再现。不过，当前铜面临的问题是“新能源高景气品种+超低库存”，这也决定了铜价不会“四平八稳”，过度看空或看多均不可取，资金利用市场情绪可能会制造出更多的波动性，扰动铜价运行节奏。

四、 结论

展望 2022 年铜价，我们保持谨慎情绪。

首先，宏观面整体偏弱。随着新冠疫情引起的危机症状消退，经济开始自我修复，宽松的货币政策和财政支持政策就要陆续退潮，否则会带来经济和金融市场过热以及恶性通胀等严重后果。我们已经看到了美联储加快实施 Taper 以及在控制通胀上的努力。当“直升机撒钱”走向终结，当财政刺激政策回归常态，大宗商品的过热情绪就会受到抑制，我们也可以把 2022 年称为“挤水分”的过程，留下来的“干货”才可能是未来的“明星”品种。国内来看，传统房地产+基建刺激经济的做法逐步走向尾声，更加注重高科技新兴产业的培育和发展，2021 年 12 月份政府转向“稳增长预期下，并不意味着“强刺激”的到来，更多的是“稳”住经济预期下滑之势，因此政策性期待不宜“过高”，由此导致的商品反弹情绪也不会“持续”。

其次，铜基本面供求紧张开始缓解。高铜价制约需求，同时也会带动产能的快速投建。源于全球铜精矿的放量，以及国内需求的放缓，无论是 ICSG 对于全球铜供求预测，还是我们对国内

铜供求预测，均呈现由紧张到缓解态势，这也决定了 2022 年基本面更加难以成为推动铜价上涨的正向因素。

最后，从资金层面来看。LME、COMEX 以及 SHFE 三个全球主要的铜市场，从 2021 年四季度开始总持仓量以及多空持仓开始陆续出现下降之势，显示出资金对铜价后市的不明朗态度。这与上半年价涨量增相比具有“天壤之别”，后市在无资金增量的情况下，我们认为资金对铜价的推动作用再降低，或许能引导铜价继续走向回归。

综合来看，我们对铜价保持谨慎，铜价有望进一步回归。但我们也要保持一份理性，宏观存在非理性，但基本面却存韧性，铜作为新能源高景气赛道品种，决定了场内的套利资金可能会利用市场情绪进行反向操作，从而扰动铜价运行节奏。

我们预测，2022 年铜价重心将小幅下移 685 美元/吨至 8600 美元/吨，年内运行区间在 7500 美元/吨至 10200 美元/吨。

风险提示：

- 1、宏观：美联储“鹰”转“鸽”、国内政策突然转向风险。
- 2、基本面：铜主要供应国政治不稳定下的供应扰动风险。

图表 63：2022 年铜价走势预测

	年均价	涨跌幅度	高点	低点	波动幅度
2017	6204	1332	7312	5450	1862
2018	6543	339	7348	5773	1575
2019	6022	-521	6608	5518	1090
2020	6199	177	8028	4371	3657
2021	9285	3086	10747	7705	3042
2022F	8600	-685	10200	7500	2700

资料来源：光大期货研究所

作者简介：

• 展大鹏，理科硕士，现任光大期货研究所有色研究总监，贵金属资深研究员，黄金中级投资分析师。对于商品研究主张在分析透彻当前经济金融形势和货币政策的基础上，深入产业链各个环节，切实了解企业产销运作情况，宏观、基本面及期现市场结合研判未来走势。

期货从业资格号：F3013795，投资咨询资格号：Z0013582

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、可靠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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。