



2021 年 12 月 6 日

星期一

铜价重心逐步下移

踩节奏重于判方向

联系人 徐舟
电子邮箱 xu.z@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

要点

- 供应方面，2022 年，全球铜矿供应预计明显增长，增量在 90 万吨左右。但 2022 年国内精炼铜的产能还将继续攀升，企业集中检修和限电影响也将不及今年，2022 年国内精铜产量预计继续增产 55 万吨，达到 1050 万吨，再创历史新高。
- 需求方面，海外的需求总体上仍将稳中有升，我们预计明年海外需求将保持强劲增长，同比增速超过 4%。2022 年国内精铜下游需求整体有所分化，其中传统的下游需求，包括空调、电缆在内都将会在上半年受到房地产市场的拖累，需求出现疲弱态势。而新兴的下游需求，包括光伏、风能以及新能源汽车则将继续维持高速增长态势，进而支撑国内铜需求，预计 2022 年国内铜需求增速在 1% 左右。
- 整体而言，2022 年全球铜精矿市场继续面临宽松格局，精铜市场供需紧张程度大幅缓解，预计 2022 年铜价运行重心将逐步下移。但是低库存的状态还难以立刻转变，铜价也将在低库存下波动加大，短期拉升下跌都难以持续，交易上踩节奏重于方向判断。2021 年铜价主要运行区间为：伦铜 8000-10000 美元/吨；沪期铜 60000-74000 元/吨。
- 风险点：全球经济放缓超预期，新冠疫情发展超预期。

目录

一、 2021 年行情回顾.....	5
二、 宏观经济分析.....	6
1、 海外经济迎来全面复苏.....	6
2、 国内经济增长压力较大.....	7
3、 明年关注国内外政策节奏分化.....	7
三、 铜矿供应分析.....	8
1、 2021 年海外铜矿供应先降后增.....	8
2、 2022 年海外铜矿供应明显增长.....	8
3、 国内铜矿产能增速放缓.....	9
四、 精铜供应分析.....	10
1、 国内冶炼产量不及预期.....	10
2、 2022 年精铜产量将再创新高.....	111
3、 再生铜进口遭遇供给瓶颈.....	13
4、 精铜库存降至低位.....	14
五、 精铜需求分析.....	15
1、 电网投资预期乐观.....	15
2、 地产竣工将大幅回落.....	16
3、 空调产销将小幅回落.....	16
4、 汽车行业重新步入增长.....	16
5、 2022 年传统需求面临压力，新兴需求值得期待.....	17
六、 2021 年行情展望.....	18

图表目录

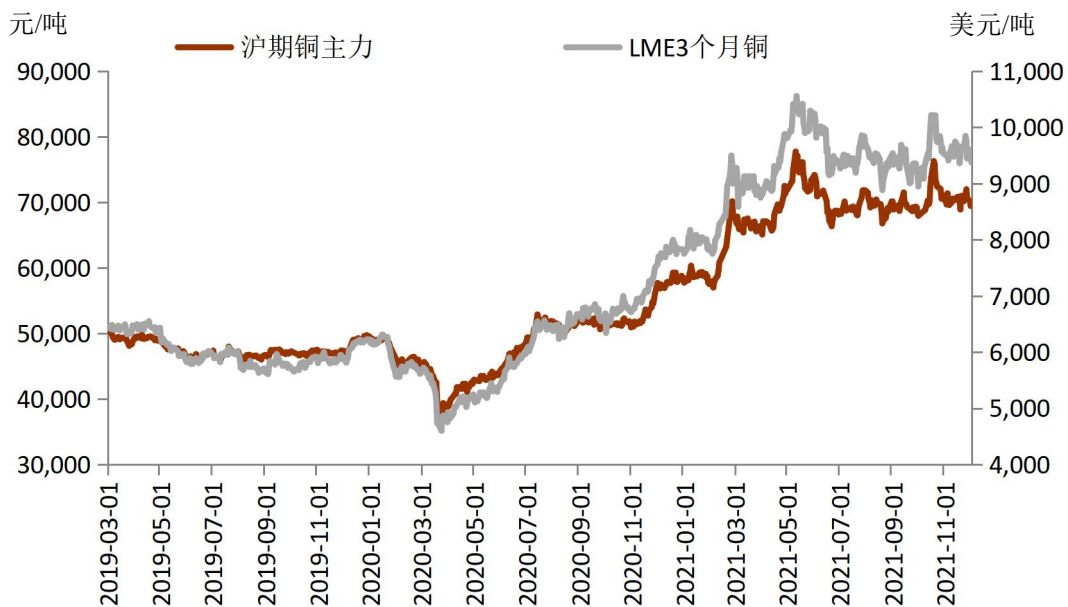
图表 1 铜期货价格走势.....	5
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	6
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	7
图表 4 发达国家制造业 PMI 指数.....	7
图表 5 中国 GDP 增速.....	8
图表 6 中国 PMI 指数.....	8
图表 7 2022 年全球主要铜矿项目增量跟踪 (万吨).....	9
图表 8 全球主要铜矿季度同比增速.....	10
图表 9 2021 年国内新增铜冶炼项目 (万吨)	11
图表 10 2022 年国内新增铜冶炼项目 (万吨)	11
图表 11 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	12
图表 12 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	12
图表 13 中国铜精矿现货 TC 走势.....	12
图表 14 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	12
图表 15 中国铜材产量及增速变化.....	12
图表 16 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	12
图表 17 中国精炼铜产量变化.....	13
图表 18 中国精炼铜消费量变化.....	13
图表 19 中国精炼铜进口量及增速变化.....	13
图表 20 中国精炼铜出口量及增速变化.....	13
图表 21 中国废铜进口单月变化.....	14
图表 22 中国废铜进口累计变化.....	14
图表 23 三大交易所库存变化情况.....	15
图表 24 SHFE 和保税区库存走势.....	15
图表 25 电力投资完成额变化.....	17
图表 26 房地产开发投资增速变化.....	17
图表 27 家用空调产量增速变化.....	17

图表 28 家用空调库存变化.....	17
图表 29 汽车产销量变化.....	18
图表 30 新能源汽车产量及销量变化.....	18
图表 31 全球铜供需平衡表（万吨）.....	19
图表 32 国内铜供需平衡表（万吨）.....	19

一、2021 年行情回顾

2021 年 1-11 月份，铜价整体走势以上涨为主，基本可以划分为两个阶段。第一个阶段为 1-5 月份，铜价走势大幅上涨。进入 2021 年，铜价走出开门红行情，第一周就大幅走高，站上 6 万整数关口。春节长假之后，外盘伦铜持续上涨带动下，国内铜价展开一轮快速上涨行情，短短 6 个交易日涨幅将近一万元，价格触及 7 万整数关口。此后，铜价开始震荡回落，展开了近一个半月的调整走势。五一小长假期间，外盘伦铜再次出现上涨行情，带动国内铜价在假期后又一次高开，并快速上涨，最高至 78390 元/吨，创下近十年来的新高。第二个阶段为 5-11 月份，铜价涨势放缓，陷入震荡回落走势。进入 5 月下旬，由于国内对于大宗商品价格上涨的严格监管，以及美联储启动 Taper 预期的压力之下，铜价开始出现见顶回落走势，价格快速走低，下探 67000 元/吨一线。此后，铜价在 67000-72000 元/吨的区间内持续盘整超过一个季度。10 月份之后，受到伦铜挤仓风险的提振，铜价再次拉升，最高至 76560 元/吨，但很快就出现回落，再次回归此前震荡区间。最终，截至 2021 年 11 月 30 日，沪铜指数收在 69470 元/吨，较上一年上涨 11670 元，涨幅 20.2%；波动区间在 56880-78390 元/吨，波动幅度为 37.8%。伦铜价格收在 9451 美元/吨，较上一年上涨 1697.5 美元，涨幅 21.9%；波动区间在 7705-10747.5 美元/吨，波动幅度为 39.5%。

图表 1 铜期货价格走势

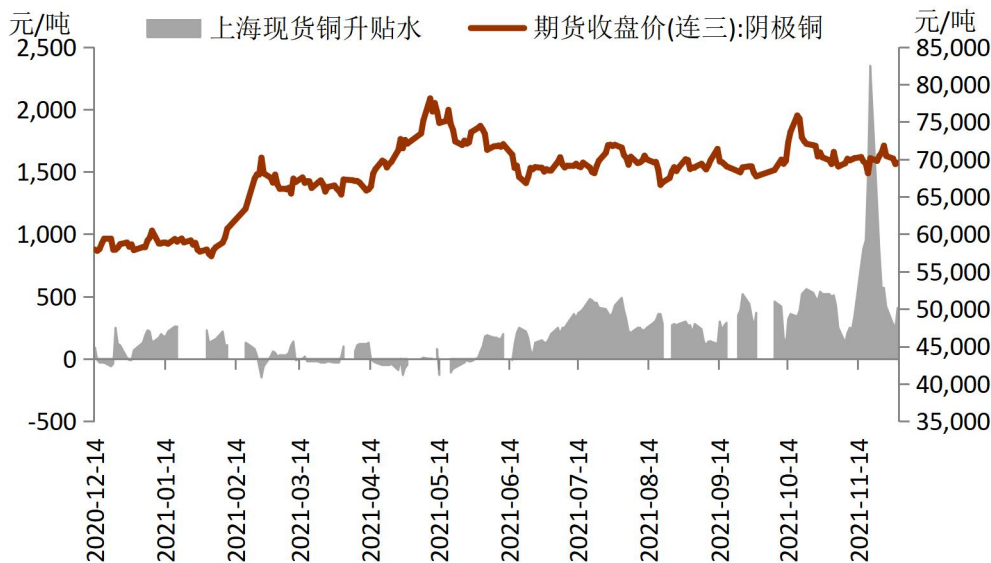


资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

2021 年，国内铜的现货升水走势整体呈现逐步上涨的态势，其中下半年现货升水较上半年明显上升一个台阶。从走势上来看，进入 2021 年之后，在国内累库不及预期的情况下，现货升水维持在 100-200 元/吨的区间内波动，但是伴随着铜价在春节和五一两个假期之后

的快速上涨，现货涨势难以跟上，现货开始转为贴水格局。6 月份铜价开始见顶回落，现货开始显现抗跌态势，再次逐步转为升水格局。特别是国内库存的快速回落，并持续处于低位，支撑了现货升水维持在 200-500 元/吨的高位运行。其中，11 月份国内在传出海关由于税控原因将导致进口铜清关大幅放缓之后，现货升水更是飙升至 2000 元/吨之上，创出了多年新高。但此后随着进口铜清关速度恢复，现货升水再次回落至此前区间内。整体来看，2021 年，上半年铜价快速上行，现货难以跟上，出现贴水；但是下半年随着库存持续处于低位运行，现货呈现高位升水格局。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、海外经济迎来全面复苏

2021 年，对于海外经济来说关键词仅有一个，那就是复苏。随着新冠疫苗在海外的大范围接种，海外经济体开始逐渐摆脱新冠疫情的影响，同时在政策的刺激之下，海外经济开始转向全面复苏。根据统计，美国二季度 GDP 同比增速为 12.23%，三季度 GDP 同比增速为 4.9%；欧洲二季度 GDP 同比增速为 14.2%，三季度 GDP 同比增速为 3.7%；日本二季度 GDP 同比增速为 6.4%，三季度 GDP 同比增速为 0.3%。

伴随着海外经济的强势复苏，海外的通胀水平也在水涨船高。美国 10 月个人消费支出（PCE）物价指数同比增 5%，创下 31 年来最高。欧洲方面，19 个欧元区国家 11 月通货膨胀率为 4.9%，创下了近 25 年来的最高纪录。美联储主席也在最新发言中承认通胀将不会是暂时的，未来将更快的收紧货币政策。

2、国内经济增长压力较大

由于国内的防疫措施得当，国内经济在去年二季度开始就迎来了强势复苏，这一复苏势头一直延续到今年上半年。但是随着国内工业品价格的飙升，以及国内对于房地产行业的强监管，国内需求出现了断崖式回落，经济增长的压力也开始增大。从 PMI 数据可以看出，国内制造业 PMI 数据震荡走低，并在 9 和 10 月份一度跌落至 50 荣枯线之下。

目前来看，虽然国内工业品价格已经大幅回落，国内中小企业的成本压力已经下降。但是房地产的销售还没出现趋势性好转迹象，我们预计明年一季度国内房地产市场仍将面临较大的压力，这也将继续拖累国内经济增长。但从近两个月的数据来看，国家已经开始在基建方面发力，这或将缓解部分经济增长的压力。

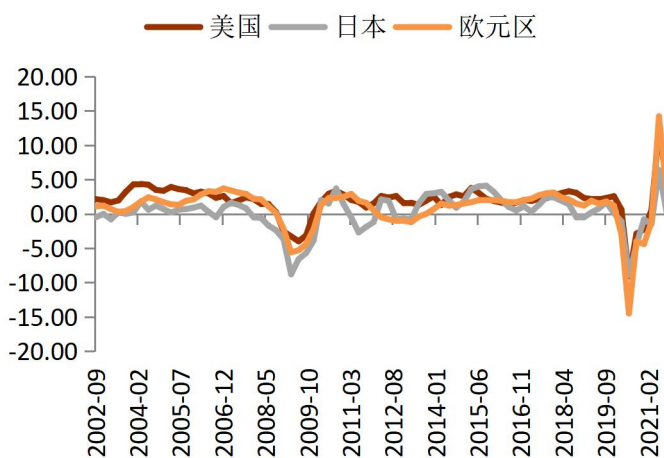
3、明年关注国内外政策节奏分化

由于疫情防控政策的区别，国内外的经济复苏也并不同步。国内经济在去年二季度开始率先复苏，但今年下半年开始遭遇增长压力；海外经济则从今年开始显现了强势复苏的态势，但这种高增长难以持续，预计明年海外经济增速也将开始出现放缓。国内外经济复苏的不同步也决定了内外的政策也将出现分化。

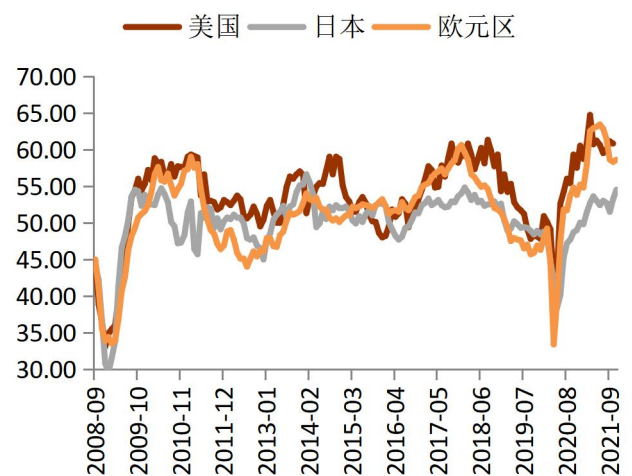
国内方面，在经济增长遭遇较大压力的情况下，国内明年政策或将更加宽松，包括新基建在内的各项政策都有可能得到进一步推动。国外方面，随着海外通胀的高企，欧洲和美国都将面对退出刺激政策的问题，美联储可能会采取更加激进的退出刺激政策，这也将复苏产生不利影响。

此外，疫情未来发展情况，以及新的变异病毒会给各国防疫政策带来怎样影响，也是需要未来密切关注的。

图表 3 发达国家 GDP 增速



图表 4 发达国家制造业 PMI 指数

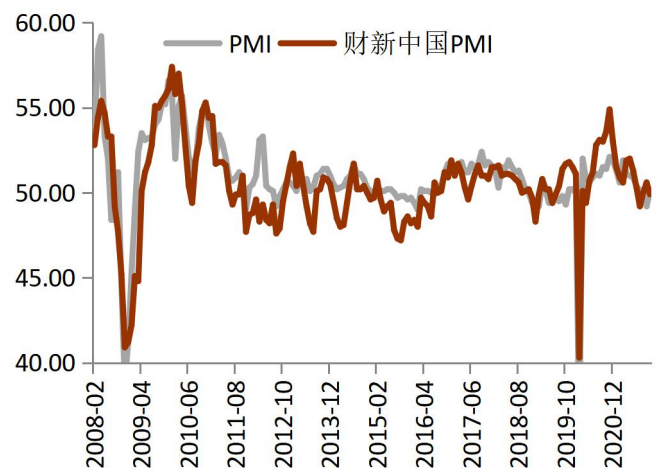


资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

三、铜矿供应分析

1、2021 年海外铜矿供应先降后增

年初, 我们预计 2021 年全球铜精矿供应将出现较大幅度的增长, 其中既有来自于新增产能的投产, 也有来自于逐步从疫情影响中恢复的产能。但从实际情况来看, 2021 年一季度, 全球铜矿生产运营依然处于新冠疫情的阴影之下。智利和秘鲁的部分矿山因疫情而暂停运营; 智利更是关闭边境 30 天, 秘鲁则更是执行了宵禁和交通限制等措施, 外加 1 月底智利接二连三出现地震以及港口风浪问题, 大型船只难以靠岸进行装载作业, 铜相关产品出口出现大面积的推迟现象。根据我们统计的全球主要境外铜矿企业的产量数据显示, 一季度整体产量仅是小幅增长 0.6%, 增长主要原因是去年基数低, 实际水平大幅不及预期。

但从二季度开始, 我们看到了全球铜矿产量的企稳回升, 紫金矿业卡莫阿- 卡库拉铜矿一期工程第一序列年处理 380 万吨矿石项目已于 2021 年 5 月 25 日正式启动铜精矿生产; 秘鲁的 mina justa 项目也在 5 月份完成调试工作, 并开始全面投产。此外包括 Grasberg、Spence 等项目也在下半年逐渐爬产, 全球铜矿供应开始转向宽松。这也反映在了进口铜精矿的加工费变化上, 进口矿的 TC 在 4 月份触及 29.3 美元的底部之后一路上涨, 到 11 月份已经达到了 62.8 美元, 涨幅超过 110%。整体来看, 2021 年全球铜精矿产量预计增长 2% 左右, 不及年初 4.5% 增长的预期。

2、2022 年海外铜矿供应明显增长

2022 年, 我们认为全球海外铜矿产量将出现明显的恢复性增长。2017-2018 年在铜价的持续上涨过程中, 大量的新建和扩建铜矿项目逐步立项, 目前这些项目开始逐渐投产。必和必拓在智利的 Spence 项目于 2021 年第一季度投产, 卡莫阿- 卡库拉铜矿一期项目在 2021

年 5 月开始投产，秘鲁 Mina justa 矿于 2021 年 7 月生产了第一批铜精矿，预计在 2022 年第一季度实现满产。此外，未来两年还将有一些大型铜矿项目进入投产阶段，包括秘鲁的 Quellaveco、智利的 QB2、俄罗斯的 Udokan 和蒙古的 Oyu Tolgoi 扩建。

值得注意的是，高企的铜价也让非洲的铜矿项目加快了投产进程。2021 年 7 月，中国铝业集团在刚果民主共和国的 Tenke Fungurume 铜钴矿扩建工程开始试产，预计可以生产 19-23 万吨电解铜；到 2023 年，该项目可能将总产量提高到 40 万吨。紫金矿业在刚果民主共和国的巨型 Kamo a 项目一期工程也于 5 月 25 日提前投产；二期项目也将在明年年中投产，投产后产能将达到 40 万吨。在刚果民主共和国以外，博茨瓦纳 Boseto 铜矿的重启，有可能使该国重新成为铜生产国，并开启开发卡拉哈里铜带(Kalahari Copperbelt)的可能性。

整体来看，结合目前的新建和扩建铜矿项目投产时间表，我们预计全球铜矿供应将会在 2024 年迎来近年来的峰值；而未来的 2022 年、2023 年产量将分别增长 3.8%、4.7%，达到 2138 万吨和 2239 万吨。

3、国内铜矿产能增速放缓

根据有色金属协会数据，2021 年 1-8 月国内铜精矿产量达到 118.54 万吨，累计同比增速为 5.81%。2020 年产量预计为 179 万吨，增幅预计达到 7%以上。整体来看，2018 年以来国内铜精矿产量稳中有升，包括甲马二期、沙溪、普朗、多宝山二期、西藏玉龙、驱龙铜矿在内的大型铜矿项目逐步投产，预计未来几年国内铜精矿产量将继续提升。

2022 年，国内铜精矿产量的主要增量来自于西藏，其中驱龙铜矿的继续爬产，预计贡献 4.5 万吨的增量；而玉龙铜矿二期项目也会贡献大概 2 万吨左右的增量，整体来看，2022 年国内铜精矿产量将增长 7.1 万吨，增速在 4%左右，较 2021 年有所放缓。

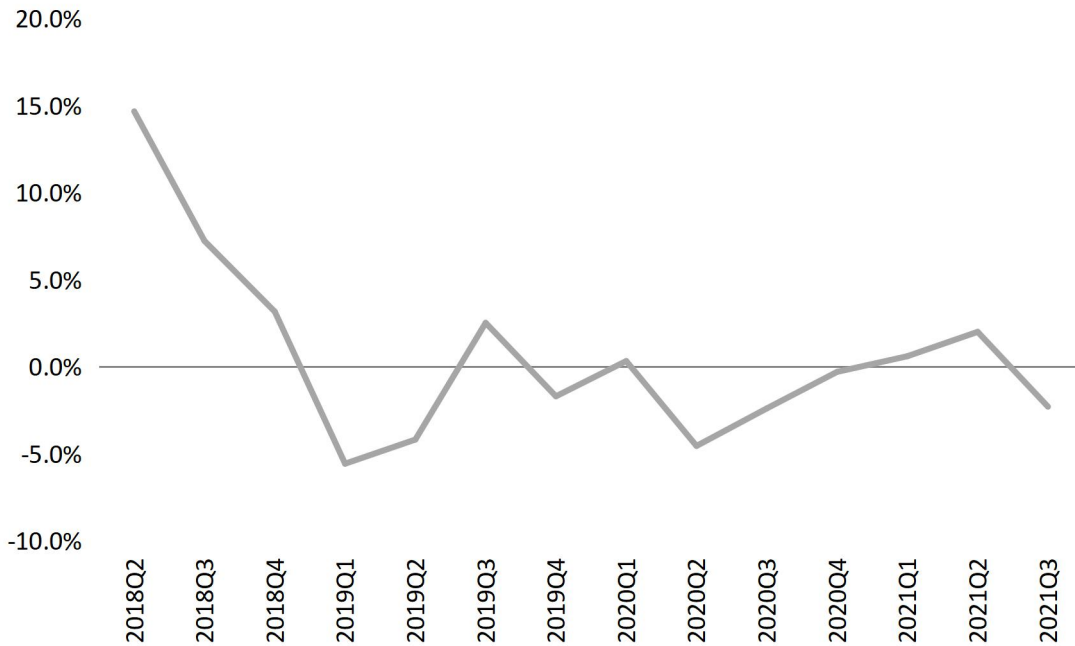
图表 7 2022 年全球主要铜矿项目增量跟踪 (万吨)

铜矿	国家	2022 增量 (万吨)
Grasberg	印尼	13
Chuquicamata	智利	10
Spence	智利	6
QB2	智利	4
Timok	塞尔维亚	10
Boseto	博兹瓦纳	2
Morenci	美国	3
Nkana	赞比亚	3
Carrapateena	澳大利亚	1
Cobre Panama	巴拿马	3
Tominsky	俄罗斯	2
Udokan	俄罗斯	3
Mirador	厄瓜多尔	3

Kamoa-Kakula	刚果金	20
Oyu Tologoi	蒙古	3
Mina Justa	秘鲁	3
Quellaveco	秘鲁	4
Cerro Verde	秘鲁	4
	合计	97

资料来源：新闻整理，铜冠金源期货

图表 8 全球主要铜矿季度同比增速



资料来源：新闻整理，铜冠金源期货

四、精铜供应分析

1、国内冶炼产量不及预期

2021 年，国内冶炼产能的扩张步伐继续放缓，全年新增精炼产能仅为 32 万吨，接近于 2020 年的 35 万吨新增产能。但是得益于过去几年产能的大量投放，国内精炼铜的产量维持增长态势。根据上海有色网统计，2021 年 1-10 月份中国电解铜产量累计为 828.24 万吨，累计同比增长 8.75%；全年电解铜产量预计达到 994 万吨，累计同比增长 6.91%。

2021 年国内精炼铜产量尽管出现增长，但是整体增速不及预期，主要有两个方面的原因。首先是年初加工费的持续回落，触及多年新低，冶炼厂的利润大幅收缩，在二季度出现集中检修的情况。其次是 9 月份开始，国内部分省市都遇到了不同程度的电力紧张问题，并采取了限电的政策，这也造成了 9 和 10 月份产量又一次回落。

图表 9 2021 年国内新增铜冶炼项目（万吨）

炼厂名称	新建粗炼 产能	新建精炼 产能	原料	投产时间
紫金铜业	0	10	铜精矿	2021Q1
江铜宏源铜业	0	10	阳极铜	2021Q1
江西汇盈环保科技	0	12	废铜/阳极铜	2021Q4
总计	0	32		

资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 10 2022 年国内新增铜冶炼项目（万吨）

炼厂名称	新建粗炼 产能	新建精炼 产能	原料	投产时间
包头华鼎	10	7	铜精矿	2022
江铜富冶和鼎铜业	0	15	阳极铜	2022Q4
大冶有色	40	40	铜精矿	2022Q3
金冠铜业	8	8	铜精矿	2022Q4
中条山有色	18	18	铜精矿	2022Q3
总计	66	88		

资料来源：SMM，铜冠金源期货

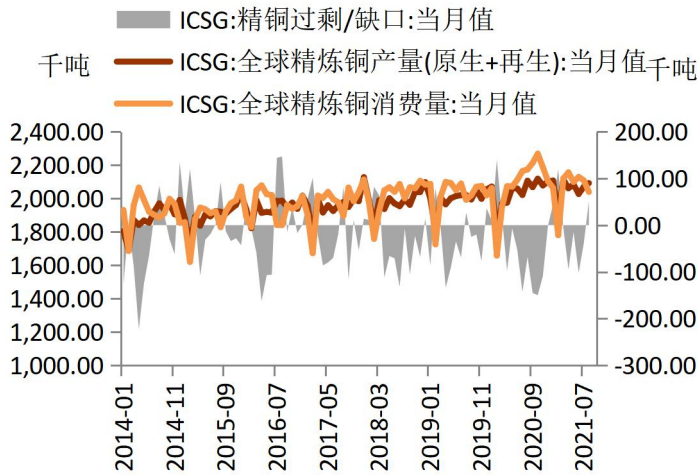
2、2022 年精铜产量将再创新高

2022 年，国内冶炼的新增产能再度开始加速。根据统计，2022 年国内将新增 66 万吨粗炼产能，以及 88 万吨的精炼产能，预计这些产能主要将在下半年投产，届时将继续给国内铜供应带来较大压力。

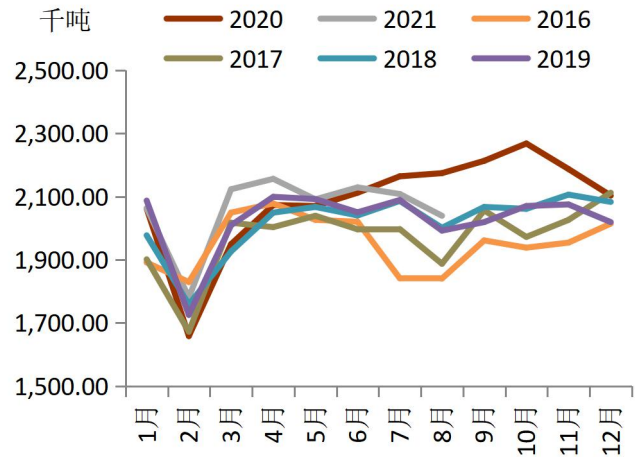
除了新增产能带来的压力之外，明年国内冶炼开工率提升也将让国内整体产量继续增长。我们预计明年国内的加工费将继续处于高位，这对于国内冶炼厂来说仍有足够动力去全力生产。此外，我们认为在今年二季度的集中检修之后，明年继续大修的概率较小，这也将有助于开工率的提升。同时，我们认为明年国内限电因素的影响也会小于今年，同样有助于产量的提升。

整体来看，2022 年，国内冶炼产能扩张速度加快，以及国内干扰因素影响减少，我们预计 2022 年产量将达到 1050 万吨，创出历史新高，同比增幅为 5%左右。

图表 11 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

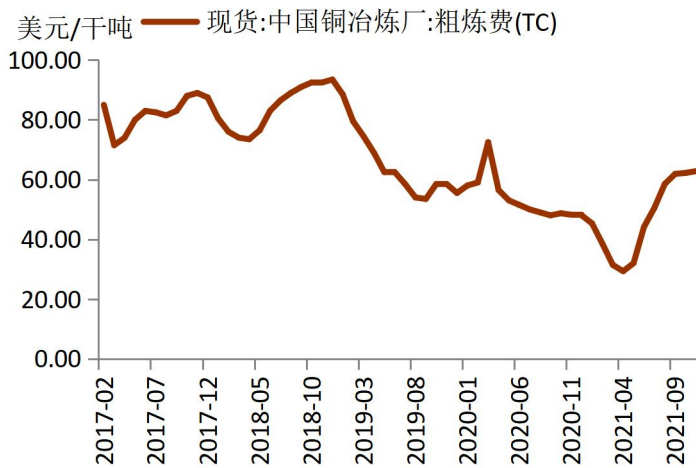


图表 12 ICSG 全球精炼铜消费变化

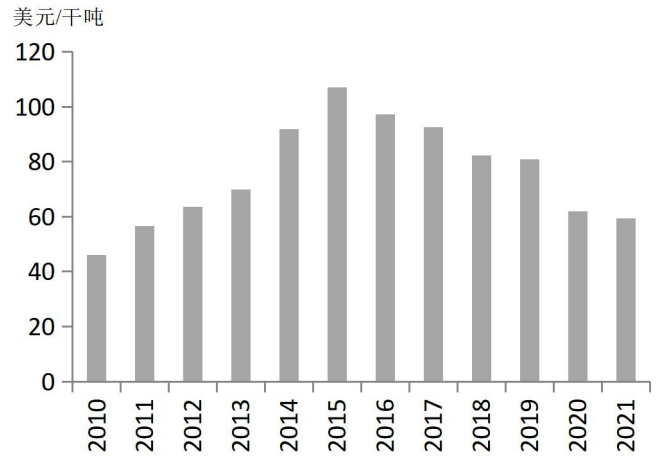


资料来源: Bloomberg, WBMS, ICSG, 铜冠金源期货

图表 13 中国铜精矿现货 TC 走势

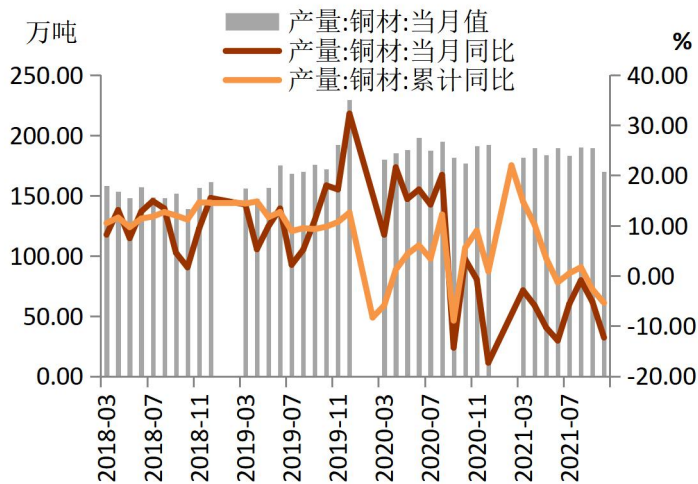


图表 14 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

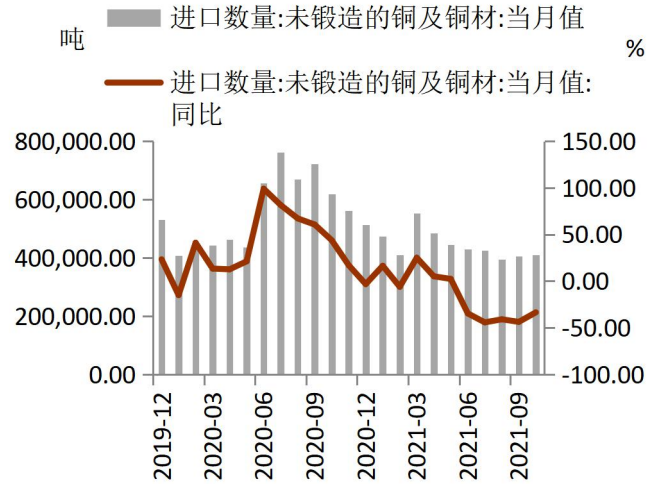


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 15 中国铜材产量及增速变化

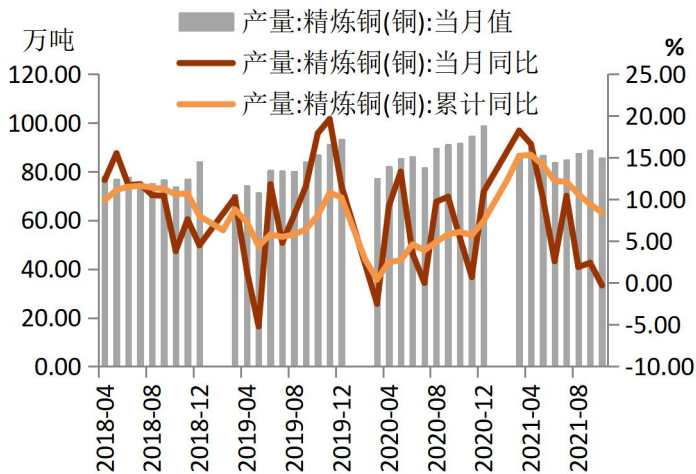


图表 16 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

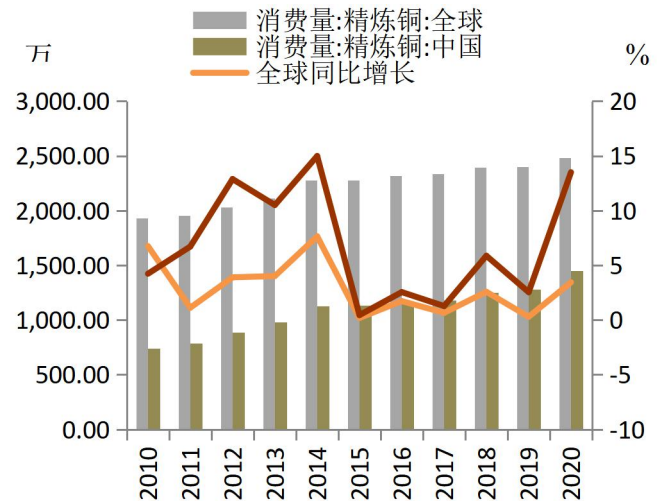


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 17 中国精炼铜产量变化

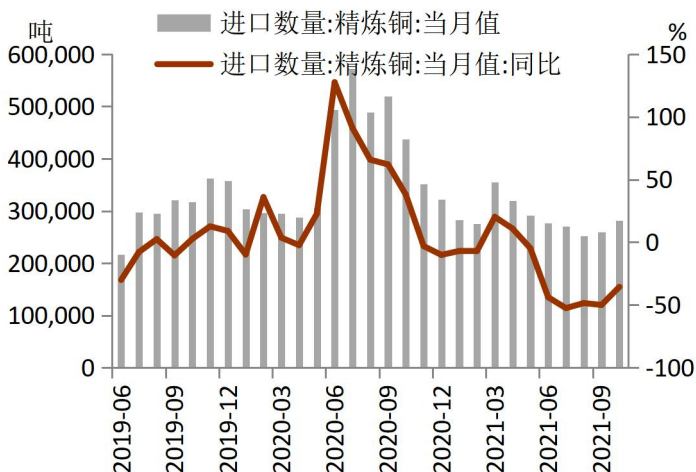


图表 18 中国精炼铜消费量变化

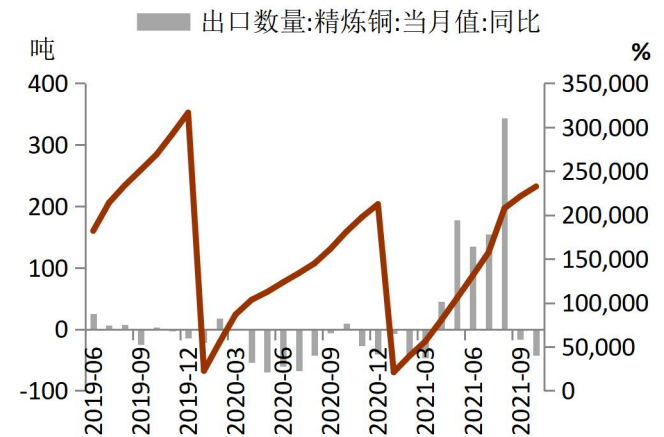


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 19 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 20 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

3、再生铜进口遭遇供给瓶颈

废铜是国内铜供应的一个重要补充,国内有 17%电解铜来自于废铜的再利用,国内铜材加工中有 10%左右的产量来自于废铜,因此废铜在冶炼及加工环节对于国内铜供应的调节有重要意义。

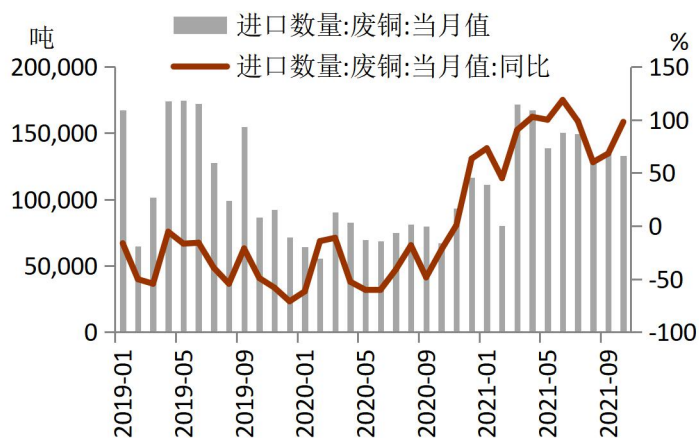
2020 年 11 月 1 日起,再生铜不属于固体废物,可自由进口。2021 年,10 月铜废碎料进口量为 133010.94 吨,同比增加 98.09%;2021 年 1-10 月铜废碎料累计进口 1366768.28 吨,同比增加 86.26%。我们预计全年废铜进口将达到 160 万吨,同比增长 70%以上。

尽管国内已经放开了再生铜的进口限制,但是海外再生铜的供应瓶颈将会成为未来限制再生铜进口的重要因素。欧盟在 11 月底表示,中国没有回复欧盟的调查问卷,未能与中国就废料监管达成共识,已暂停从欧盟国家向中国运送废料金属。

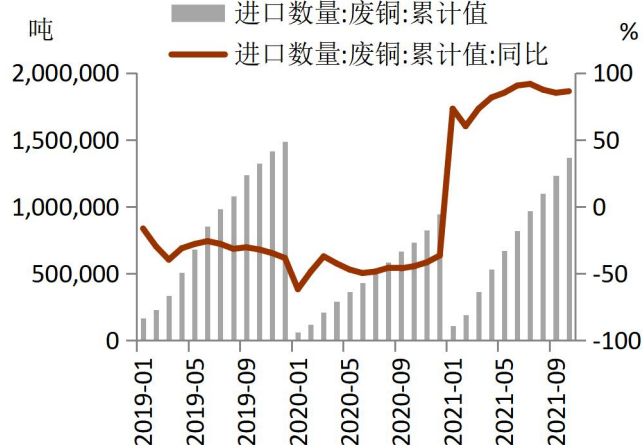
而国内再生铜进口的主要来源地东南亚也开始提高废铜的进口标准。明年马来西亚拟收紧允许进口的废金属标准，要求进口的废铜金属含量至少达 94.75%，固体黑色金属含量不超过 5.0%，非金属废料的含量不超过 0.25%，电路板或电子废料含量不超过 0%。新标准对铜金属量的要求严格程度，与中国的再生铜资源标准相差无几。这也意味着马来西亚当地的回收企业将无法引进七类废铜（含废旧线缆、废电机、废变压器和废五金等）和部分低品位的六类废铜（含 2#铜、紫杂铜、黄杂铜等）。过去欧美废铜经东南亚拆解加工再流入国内的生产链条也将再一次改变。

整体来看，再生铜进口新规落地之后，2021 年国内再生铜进口大幅增加；但是 2022 年海外再生铜供应将开始遇到瓶颈，国内再生铜进口或将难以继续增长，我们预计 2022 年国内再生铜进口将降至 140 万吨的水平。

图表 21 中国废铜进口单月变化



图表 22 中国废铜进口累计变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

4、精铜库存降至低位

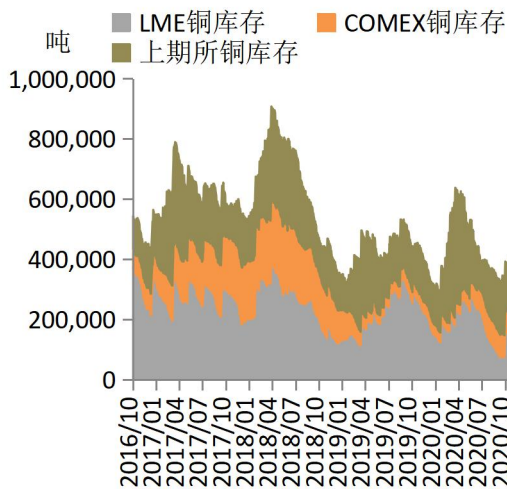
截至 11 月 30 日，LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存分别为 7.65 万吨、4.19 万吨和 5.32 万吨，合计 17.15 万吨，为 5 年多来低位，较 2021 年年初下降 9.35 万吨。

中国方面，保税区库存 15.4 万吨，国内显性铜库存（SHFE+保税区）为 19.59 万吨，低于去年同期水平，较 2020 年初下降了 33.57 万吨。

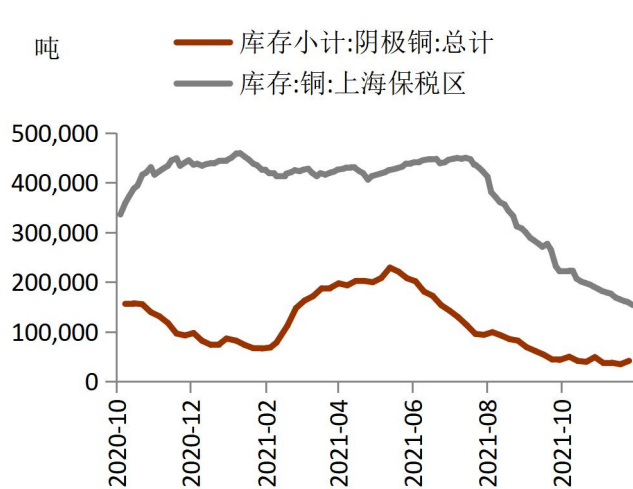
整体来看，2021 年是国内外铜市场去库存的一年，这也支撑了国内外的现货升水。特别是年底国内外库存都处于低位，都引发了市场的挤仓现象，LME 现货升水创下 1000 美元以上的高点，国内现货升水同样也到过 2000 元以上。

展望 2022 年，我们预计海外库存依然难以出现明显增长，而国内库存则在供应回升的基础上，有望迎来累库，但是整体幅度并不会太大，因此国内现货升水的格局仍将继续维持一段时间。

图表 23 三大交易所库存变化情况



图表 24 SHFE 和保税区库存走势



资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

五、精铜需求分析

1、电网投资预期乐观

电力行业是国内精铜消费占比最大的行业。2021年，由于原材料价格的大幅上涨，以及国内投资的力度下降，国家电网的投资额不及预期。根据统计局数据，2021年1-10月份，国家电网基本建设投资完成额累计为3408亿元，累计同比小幅增长1.1%，国家电源基本建设投资完成额累计为3628亿元，累计同比增长4.52%。目前来看，年初的国网4730亿元的计划投资额或将有可能完成。

近日，南方电网公司印发《南方电网“十四五”电网发展规划》提出，“十四五”期间，南方电网电网建设将规划投资约6700亿元。此前，国家电网公布计划“十四五”期间投入3500亿美元（约合2.23万亿元），推进电网转型升级。这意味着，国家电网和南方电网“十四五”电网规划投资累计将超过2.9万亿元，若算上两大电网巨头之外的部分地区电网公司，“十四五”期间全国电网总投资预计近3万亿元。这明显高于“十三五”期间全国电网总投资2.57万亿元、“十二五”期间的2万亿元。从结构上来看，十四五期间电网投资方向在电网转型、能源升级、大力发展新能源等，在一定程度上或将提振铜消费。

此外，市场也关注光伏和风能的对于铜需求的拉动作用。光伏方面，根据CPIA预测，2021年全球光伏装机150-170GW，国内光伏装机55-65GW。预计2022年全球光伏装机180-225GW，国内光伏装机60-75GW。根据GWEC预测，2022-2025年中国风电新增装机规模分别为37/40/42.5/45GW，其中海上风电新增装机规模分别为4/4/5/5GW。在投资中测算装机的耗铜量，可以简化记忆：1GW光伏或光伏装机，约需5000吨的铜。因此，我们预计2022年国内光伏和风能的装机耗铜将达到52万吨以上，较2021年的耗铜增加10%。

2、地产竣工将大幅回落

房地产用铜也是国内铜消费的重要组成部分，特别是房地产会带动其它行业对于铜的需求。2021 年 1-10 月份国内房屋新开工面积 166736.25 万平方米，同比下降 7.7%；1-10 月份房屋竣工面积 57290.28 万平方米，同比增长 16.3%；1-10 月份商品房销售面积 143040.71 万平方米，同比增加 7.3%。从数据上来看，房地产的产销形势出现了明显的恶化。由于国内对于房企的强监管政策以及房地产税的预期，让房地产的销售和企业拿地积极性都明显下降。

根据最新的草根数据，我们对 2021 年四季度至 2022 年年初的房地产投资持相当谨慎态度，预计地产投资同比增长可能从 2020 年的 6.8%，降至 2021 年的 3.3%及 2022 全年的-8%左右，其中 2022 年一季度的降幅可能达到 20%左右，这将继续拖累地产相关的需求。

此外，最值得关注的是房地产的竣工数据，虽然目前国内地产的竣工同比数据依然处于两位数的增速，但是考虑到今年国内新开工面积的大幅回落，我们预计明年竣工数据也将开始出现回落，对于地产后周期的有色需求来说又将是一个重大打击。

3、空调产销将小幅回落

2021 年空调行业经历了动荡一年，根据产业在线数据，2021 年 1-10 月份家用空调累计产量 13052.3 万台，累计同比增长 7.91%；1-10 月家用空调累计销量 13007.3 万台，累计同比增长 8.49%。我们预计 2021 年空调产销增速将回落至 7%左右。虽然国内空调产销数据较去年同期有所增长，但这主要是去年疫情影响之下，基数较低缘故。而从月度的变化来看，空调产量已经多个月开始出现同比回落，而国内销量也表现不佳，目前仅有出口需求依然坚挺，但是考虑到明年海外经济增速回落的需求，预计届时出口需求也将出现较大压力。

一般来说，商品房销售面积累计增速会领先空调销量累计增速一年左右，2021 年一季度开始，国内商品房销售面积开始出现拐点，因此我们认为明年国内空调市场的产销将继续承压，预计 2022 年国内空调的销量将小幅回落。

4、汽车行业重新步入增长

汽车方面，根据中汽协数据，2021 年 1-10 月汽车产量 2058.7 万辆，累计同比增长 5.4%；1-10 月汽车销量 2097 万辆，累计同比增长 6.4%。汽车市场产销的累计增长同样是由于去年基数较低缘故，实际上自下半年开始，国内汽车的产销月度数据就开始同比出现回落。这里面既有芯片问题短缺影响生产的缘故，也有国内需求不振的因素。

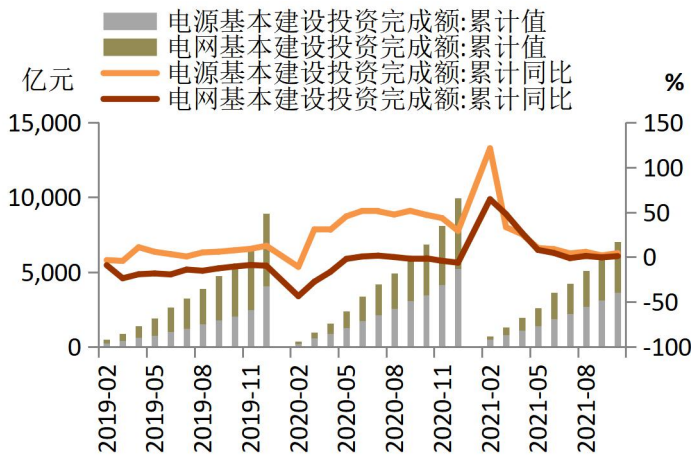
令人欣喜的是，国内新能源汽车的产销则呈现了一片向好的态势。根据乘联会数据，2021 年 1-10 月份，国内新能源乘用车的累计销量已经达到 238.1 万辆，累计同比增长 204.3%，对应的渗透率为 13.8%。而国内造成的新势力，更是在 11 月份交出了蔚来交付 10,878 辆，同比增长 106%；小鹏汽车交付 15,613 辆，同比增长 270%；理想交付 13,485 辆，同比增长 190%的成绩。考虑到新能源汽车用铜是传统汽车用铜的 3-4 倍，因此汽车整体销量虽然不及预期，但对于铜的需求则继续维持增长。

我们预计 2021 年新能源汽车销量有望达 340 万辆，2022 年有望达 500 万辆。按照混动汽车整车用铜量大约 40kg，插电汽车用铜量大约 60kg，纯电动汽车用铜量 83kg 测算，2022 年国内电动车用铜需求将超过 30 万吨。

5、2022 年传统需求面临压力，新兴需求值得期待

通过对铜下游终端各领域的分析，2022 年国内精铜下游需求整体有所分化，其中传统的下游需求，包括空调、电缆在内都将会在上半年受到房地产市场的拖累，需求出现疲弱态势。而新兴的下游需求，包括光伏、风能以及新能源汽车则将继续维持高速增长态势，进而支撑国内铜需求。因此，我们对于 2022 年国内铜整体需求维持小幅增长的预期，预计 2022 年国内铜需求增速在 1% 左右。

图表 25 电力投资完成额变化

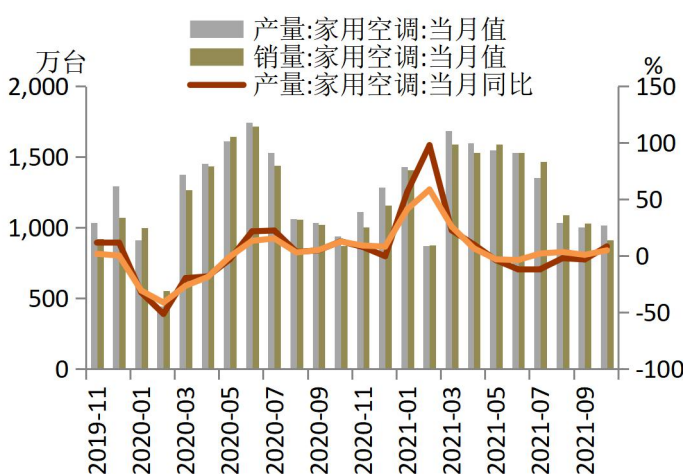


图表 26 房地产开发投资增速变化

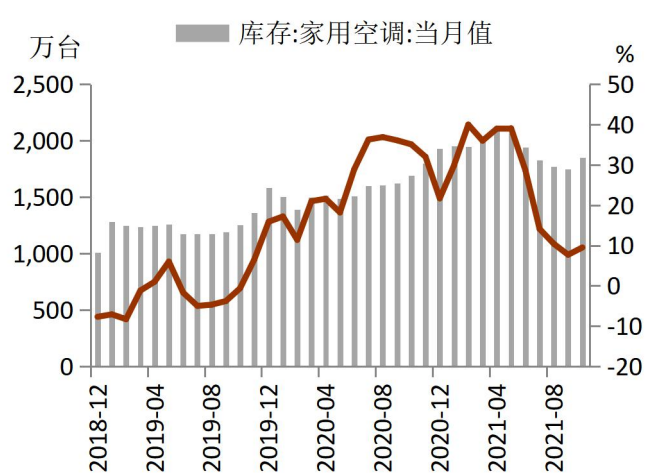


资料来源: Wind, 铜冠金源期

图表 27 家用空调产量增速变化

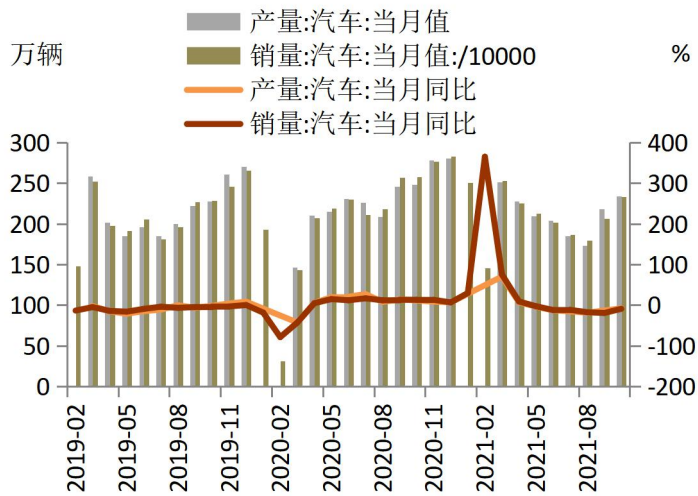


图表 28 家用空调库存变化

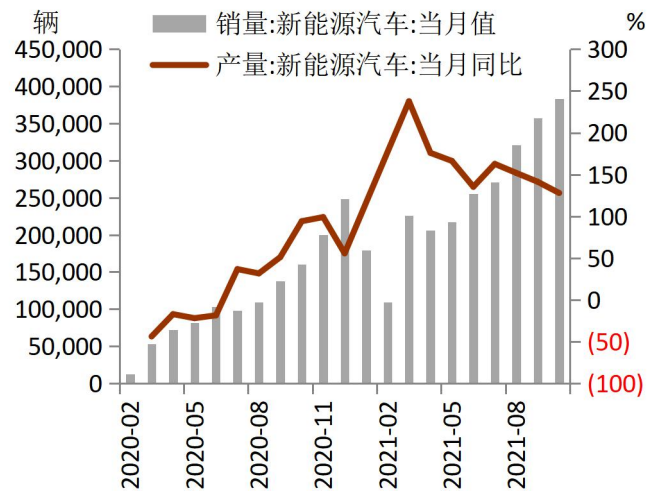


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 29 汽车产销量变化



图表 30 新能源汽车产量及销量变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

六、2021 年行情展望

2021 年全球经济从新冠疫情的影响中走出，特别是海外经济出现了强劲的复苏势头，但也伴随了高通胀的现象，预计明年海外经济将开始逐步退出宽松刺激政策，经济增速也将出现回落。国内方面，由于国内对于房地产的强监管，经济增长压力在下半年开始显现，我们预计明年整体政策会略显宽松，包括新基建在内的各项政策都有可能得到进一步推动，以缓解经济增长压力。

供应方面，2022 年，全球铜矿供应预计明显增长，增量在 90 万吨左右。但 2022 年国内精炼铜的产能还将继续攀升，企业集中检修和限电影响也将不及今年，2022 年国内精铜产量预计继续增产 55 万吨，达到 1050 万吨，再创历史新高。

需求方面，海外的需求总体上仍将稳中有升，我们预计明年海外需求将保持强劲增长，同比增速超过 4%。2022 年国内精铜下游需求整体有所分化，其中传统的下游需求，包括空调、电缆在内都将会在上半年受到房地产市场的拖累，需求出现疲弱态势。而新兴的下游需求，包括光伏、风能以及新能源汽车则将继续维持高速增长态势，进而支撑国内铜需求，预计 2022 年国内铜需求增速在 1% 左右。

整体而言，2022 年全球铜精矿市场继续面临宽松格局，精铜市场供需紧张程度大幅缓解，预计 2022 年铜价运行重心将逐步下移。但是低库存的状态还难以立刻转变，铜价也将在低库存下波动加大，短期拉升下跌都难以持续，交易上踩节奏重于方向判断。2021 年铜价主要运行区间为：伦铜 8000-10000 美元/吨；沪期铜 60000-74000 元/吨。

风险点：全球经济放缓超预期，新冠疫情发展超预期

图表 31 全球铜供需平衡表（万吨）

	2020E	2021E	2022E	2023E
铜精矿产量	2096.8	2148.2	2217.4	2387.8
增速 (%)	0.1	2.5	3.2	7.7
精炼铜产量	2394.0	2429.9	2503.2	2627.0
增速 (%)	1.7	1.5	3.0	4.9
精炼铜需求	2349.9	2438.0	2506.4	2572.2
增速 (%)	-0.8	3.7	2.8	2.6
过剩/缺口	44.1	-8.1	-3.2	54.8

图表 32 国内铜供需平衡表（万吨）

	2020	2021E	2022E	增速
精铜产量	930	995	1050	5.62%
精铜净进口量	441.5	313	320	2.21%
铜供应量	1371.5	1324	1370	3.46%
铜需求量	1352.9	1356	1369	0.91%
库存变化	+18.6	-32	+1	

资料来源：CRU，ICSG，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。