



金融投资专业理财

## 铜年报

2021年12月20日

# 经济放缓货币收紧 财政支出提振需求

## 摘要

2021年铜价整体呈现冲高回调走势，其主要因宏观面维持宽松政策，加之全球经济逐渐复苏；并且南美智利港口风浪等事件扰动，叠加库存处于历史低位，支撑铜价上行。不过下半年以来，由于美联储释放鹰派信号，并且铜市供需矛盾逐渐缓解，铜价承压回落。展望2022年，美联储开始加快收缩货币政策，全球流动性边际收紧，将对铜价造成压力；不过经济下行压力增大情况下，政府将增加财政支出，有助于改善产业链状况以及消费表现，因此预计铜价将呈现宽幅震荡。

瑞达期货研究院  
投资咨询业务资格  
许可证号：30170000

分析师：  
陈一兰  
投资咨询证号：  
Z0012698

咨询电话：059586778969  
咨询微信号：Rdqhyjy  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号  
了解更多资讯



## 目录

一、2021 年铜价行情回顾 .....	2
二、宏观基本面 .....	3
1、主要经济体制造业 PMI 回落趋势 .....	3
2、美联储加快收紧货币政策 .....	4
3、中央经济会议释放积极信号 .....	4
三、铜市供需体现 .....	5
1、2021 年铜市供应短缺扩大 .....	5
2、全球显性库存降至历史低位 .....	6
四、铜市供应 .....	7
1、全球铜矿供应预计增长 .....	7
2、中国废铜供应偏紧局面 .....	8
3、中国精炼铜产量继续增长 .....	9
五、铜市需求 .....	10
1、铜进口量达到历史新高 .....	10
3、铜材产量保持较高水平 .....	11
4、铜市下游消费行业向好趋势 .....	11
六、2022 年铜价展望及操作策略 .....	13
免责声明 .....	14

## 一、2021 年铜价行情回顾

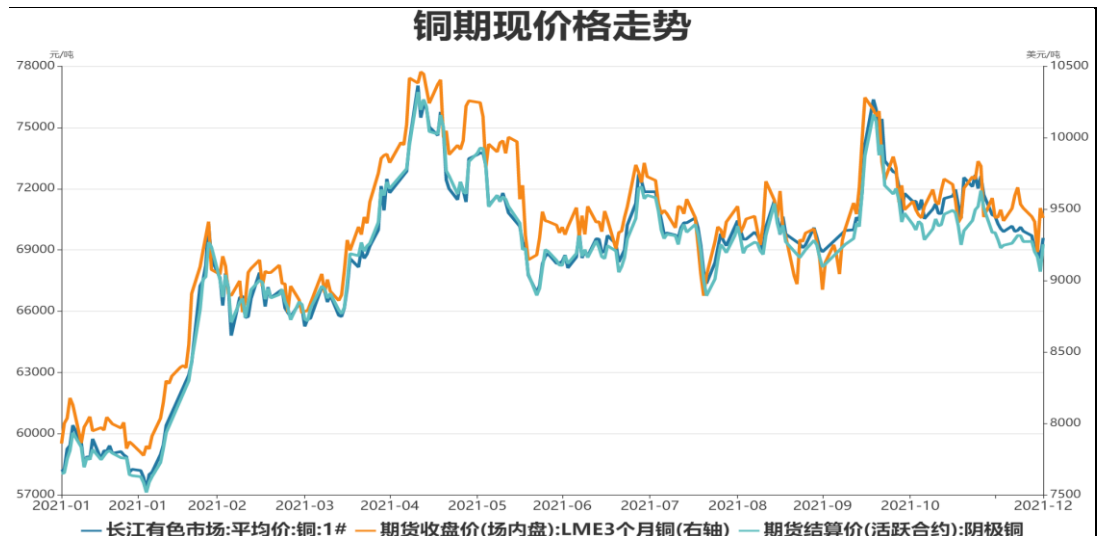
2021 年铜价呈现冲高回调走势，其主要因宏观面维持宽松政策，加之全球经济逐渐复苏；并且南美智利港口风浪等事件扰动，叠加库存处于历史低位，支撑铜价上行。不过下半年以来，由于美联储释放鹰派信号，并且铜市供需矛盾逐渐缓解，铜价承压回落。我们根据铜市场行情走势，将 2021 年年铜价走势整体分为三个阶段：

**第一阶段**，2021 年 1 月初-5 月上旬，铜价大幅上涨，主要因美联储继续维持超宽松货币政策，叠加全球疫苗接种工作陆续推进，全球主要经济体复苏势头加快，带动市场风险情绪升温；并且一季度南美智利港口遭遇风浪天气，导致海外货源进口供应下降，叠加铜库存处于历史低位，市场供应短缺局面加剧，支撑铜价大幅上涨。

**第二阶段**，5 月中旬-6 月底，铜价承压回落，美联储 6 月议息会议的点阵图显示加息时间将略有提前，美联储官员释放退出超级宽松货币政策的信号，并暗示这次收紧的速度会较上次危机来的快，令美元指数低位回升；并且南美铜供应逐渐恢复，国内铜矿加工费 TC 低位回升，加之传统需求旺季表现不及预期，国内库存去化较往年延后，使得铜价承压回落。

**第三阶段**，7 月初-12 月下旬，铜价区间调整，美联储缩减货币政策意愿继续增强，美元指数大幅回升；同时全球经济复苏势头逐渐放缓，下游需求逐渐转淡；而供应端由于铜矿供应偏紧，叠加能源供应紧张，导致产量亦受到限制，因此铜市呈现供需两淡局面，铜价保持区间运行。

截至 12 月 17 日，沪铜期货指数运行区间为 56880-78390 元/吨，较 2020 年 12 月末上涨 19.33%，相应的伦铜运行区间为 7705-10747.5 美元/吨，年上涨 21.83%。



数据来源：瑞达期货、WIND

## 二、宏观基本面

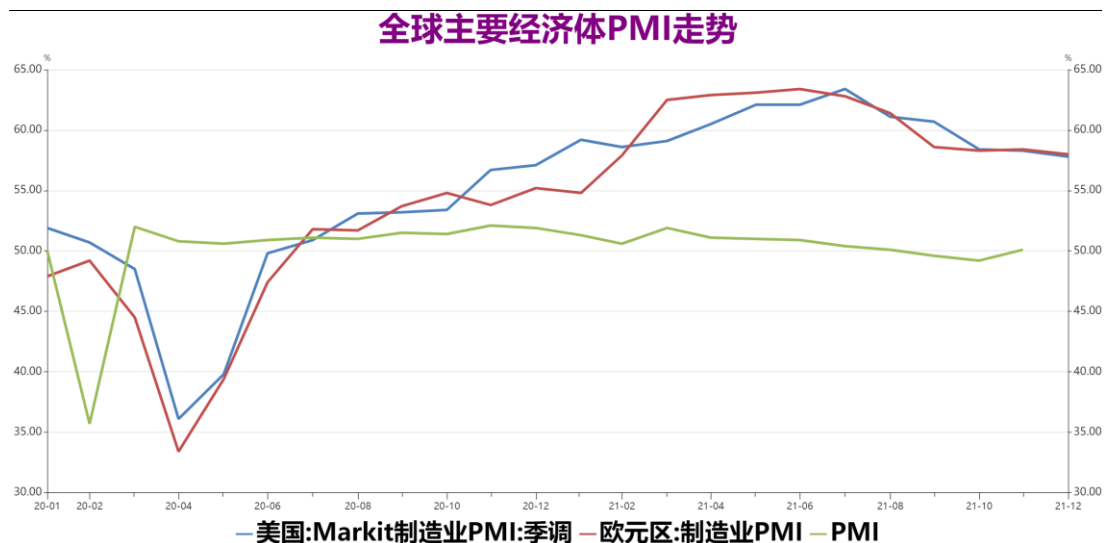
### 1、主要经济体制造业 PMI 回落趋势

中国 11 月官方制造业 PMI 指数为 50.1，比上月上升 0.9 个百分点，重回扩张区间；非制造业商务活动指数为 52.3，比上月略降 0.1 个百分点；综合 PMI 产出指数分别为 52.2%，比上月上升 1.4 个百分点。三大指数均位于扩张区间，表明我国经济景气水平总体有所回升。

美国 12 月 Markit 制造业 PMI 初值上升至 57.8，预期 58.5，前值 58.3。服务业 PMI 初值 57.5，预期值 58.8，前值 58。综合 PMI 初值 56.9，前值 57.2。较上月全线回落，商业活动有所放缓。除去新冠疫情初期的价格下滑，12 月制造业工厂投入价格通胀跌幅创近十年最大，表明供应链问题现缓和。但服务业和综合 PMI 的价格压力依然很大，相关输入价格分项指数均创下纪录新高。

欧元区 12 月制造业 PMI 初值为 58，预期 57.8，前值 58.4；服务业为 53.3，预期 54.1。综合 PMI 初值为 53.4，预期 54，前值 55.4。虽然新订单的增速减弱，但本月工业产出增长有所回升，部分原因是供应限制有所缓解，同时这也令通胀压力“降温”。不过不断上升的新冠病例抑制了服务业的增长，导致 2021 年底的经济形势令人失望。展望未来，预计 Omicron 变种将对增长前景构成进一步的下行风险。

2021 年中国经济复苏势头明显减弱，其中中国在 9、10 月制造业 PMI 数据一度降至收缩区间。而欧元区以及美国在三季度以来，制造业 PMI 增速同样出现放缓，显示海外经济重启的阶段福利出现边际减弱迹象，12 月份欧美 Markit 制造业 PMI 继续下降。



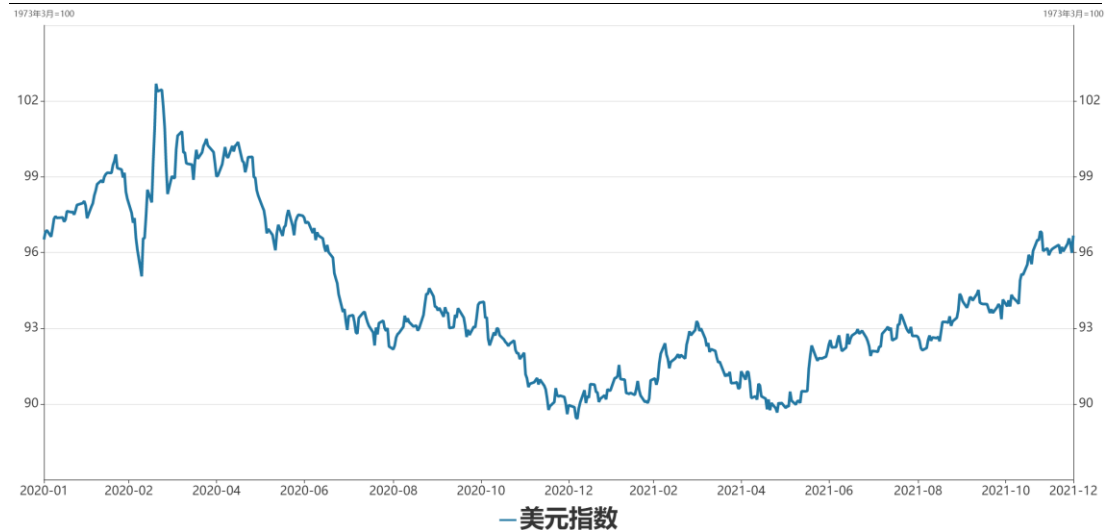
数据来源：瑞达期货、IMF

## 2、美联储加快收紧货币政策

2021年12月，美国联邦公开市场委员会(FOMC)声明显示，此次议息会议如期加速Taper，计划每月减少300亿美元购债规模（国债减少200亿美元、MBS减少100亿美元），缩减速度翻倍；从2022年1月开始，每月至少购买600亿美元资产（国债至少400亿美元、MBS至少200亿美元）。按此节奏2022年一季度末将完成Taper，符合此前市场预期。

同时声明称，通胀已达到目标水平，重心转向充分就业。美联储承认通胀已达到美联储的目标水平，声明中明确表示“通胀已经在一段时间内超过2%”。并且美联储删除了有关通胀是“暂时性”的表态，首次表示供需失衡是推动通胀持续走高的原因。同时声明中给出的利率指引为：“利率将维持在当前水平直到就业市场完成最大就业的目标”，表明在物价目标达成后，未来货币政策的观测重心将转向充分就业。

点阵图显示，大幅前移，2022-2023年预期各加息3次。此次点阵图中2022年有10位委员认为应加息3次至0.75%-1%（9月点阵图无委员认为应加息3次）；2023-2024年的加息预期分歧较大，不过也有明显前移，2023年有11位委员认为应加息3次以上（对应联邦基金利率为1.5%以上，9月点阵图仅3位）；2024年有5位委员认为应加息至2.75%以上，9月点阵图则为0人。



数据来源：瑞达期货、WIND

## 3、中央经济会议释放积极信号

2021年12月召开的中央经济会议提到，明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，

## 4 请务必阅读原文之后的免责声明

政策发力适当靠前。①宏观政策要稳健有效；②微观政策要持续激发市场主体活力；③结构政策要着力畅通国民经济循环；④科技政策要扎实落地；⑤改革开放政策要激活发展动力；⑥区域政策要增强发展的平衡性协调性；⑦社会政策要兜住都牢民生底线。

从会议内容来看，高层明确传达了对宏观经济工作很大的调整信息，首先是对明年宏观经济工作的基本定调，对经济着重强调了稳。对比过去两年的报告，2019年提出确保不发生系统性金融风险，2020年提出要抓好各种存量风险的化解和增量风险防范，而今年提出要正确认识和把握防范化解重大风险，仅着重强调了重大风险。其次，过去两年都提到了环境治理，分别是确保实现污染防治攻坚战阶段性目标、持续改善生态环境质量，今年并没有提及，显示稳经济增长的需求更高。其三，会议提出，积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续，要适度超前进行基础设施建设；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，删去了管好货币总闸门、坚决不搞大水漫灌。显示财政和货币政策均呈现宽松态势。此外，会议提出，要推进保障性住房建设，支撑商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。预计对房地产融资和居民住房贷款的限制将边际放松，有助于促进消费改善。

### 三、铜市供需体现

#### 1、2021年铜市供应短缺扩大

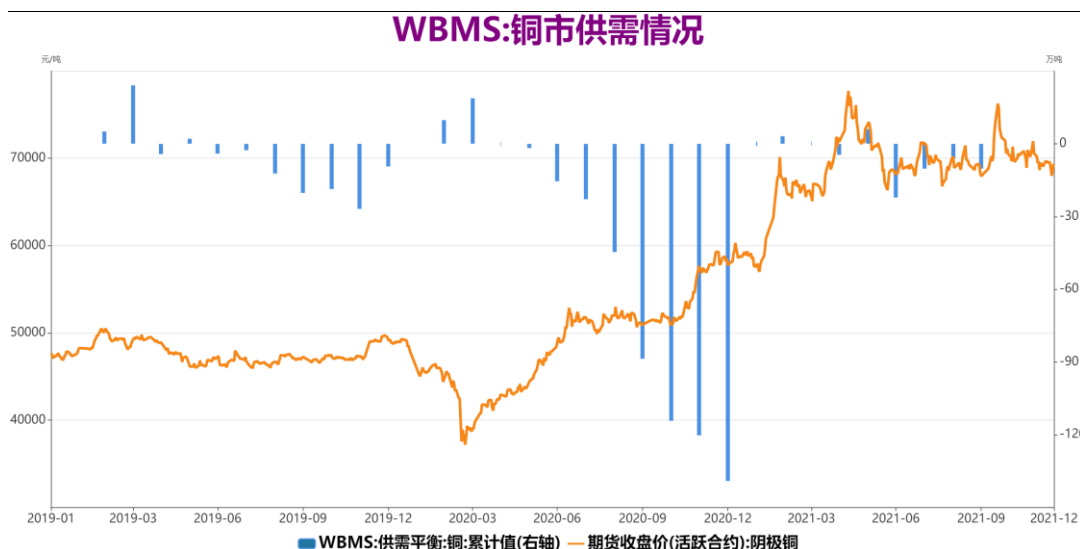
世界金属统计局(WBMS)报告显示，2021年1-10月全球铜市供应短缺18.80万吨，2020年全年供应短缺69.19万吨。截至2021年10月底，报告库存(包括LME注销仓单)较2020年12月底水平低13.38万吨。2021年1-10月全球矿山铜产量为1,769万吨，较2020年前10个月增加4.6%。1-10月全球精炼铜产量为2,038万吨，较去年同期增加1.3%，中国(+25.8万吨)和印度(+11.5万吨)增幅明显。2021年1-10月全球铜需求为2,057万吨，2020年同期为2,070万吨。同期，中国需求量为1,127万吨，较2020年同期下滑7.3%。0月份全球精炼铜产量为206.67万吨，需求量为207.15万吨。

国际铜业研究组织(ICSG)最新报告中称，2021年8月份全球精炼铜市场出现5.2万吨的供应过剩。相比之下，7月份的全球供应缺口为3.1万吨，6月份的供应缺口为9.8万吨。

今年头8个月，全球精炼铜市场供应短缺10.2万吨，而去年同期供应短缺9.7万吨。2021年1至8月份世界精炼铜产量同比提高2.1%左右，其中电解铜(包括电解法和电积法)产量同比提高1.2%，利用废铜生产的再生铜产量同比提高6.5%。中国发布的初步官方

数据显示，1至8月份中国精炼铜产量同比提高5.8%。智利精炼铜产量同比降低5%，因为电积精炼铜的产量同比降低8%。在非洲，刚果民主共和国的精炼铜产量同比提高11%，因为新铜矿投产或者湿法冶炼工厂扩产。美国精炼铜产量同比提高11.5%，主要因为冶炼厂从2020年运营问题中恢复。初步数据显示，巴西、德国、日本、缅甸（SX-EW）、俄罗斯、西班牙（SX-EW）以及瑞典的产量下降，减产原因各有不同，其中包括停产维修、运营问题，以及SX-EW工厂关闭。从全球来看，再生铜产量提高6.5%，其中中国产量增长最多。

2021年1至8月份世界精炼铜的表观用量同比提高2.1%左右。全球疫情相关的封锁对世界经济以及关键的最终用户行业造成显著负面影响。虽然用量开始从2020年下半年恢复，全球大多数国家的需求依然低于疫情爆发前的水平。在除了中国以外的世界其他地区，2020年的精炼铜用量同比降低9.5%。2021年头8个月的用量较2020年同期提高8.5%，但是依然比2019年同期低了4%。1至8月份期间，由于中国精炼铜的进口量同比降低78万吨或27%，中国精炼铜表观用量（不包括保税区库存以及未报告库存）同比降低2.8%，部分抵消了世界其他地区的用量增长。

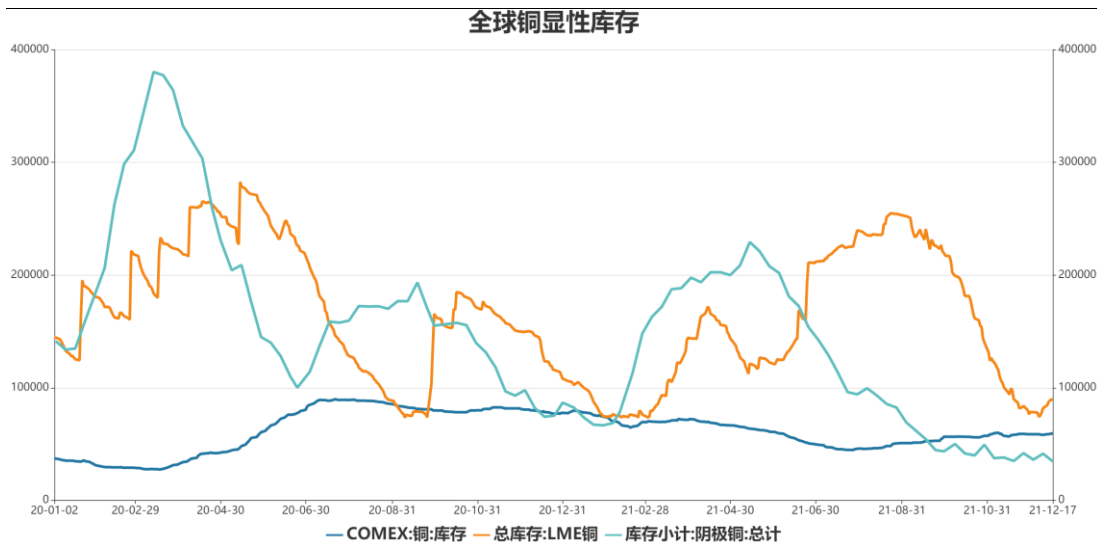


数据来源：瑞达期货，WBMS

## 2、全球显性库存降至历史低位

全球铜显性库存方面，截至12月17日，全球铜显性库存报177938吨，较去年底下降87074吨。其中COMEX铜库存59766短吨，较去年底下降17833短吨，2021年库存水平继续下移，不过7月份以来自低位小幅回升；LME铜库存89150吨，较去年底下降18800吨，2021年LME铜库存冲高回落，目前重回2005年12月以来的低位水平；上期所铜库存34580吨，较去年底下降52099吨，2021年二季度以来，上期所库存大幅去化，目前已经降至12

年以来的低位，且明显低于往年同期水平。整体来看，2021 年全球铜显性库存去化十分明显，因此 2022 年将以低库存局面开始，供应紧张的担忧增加。



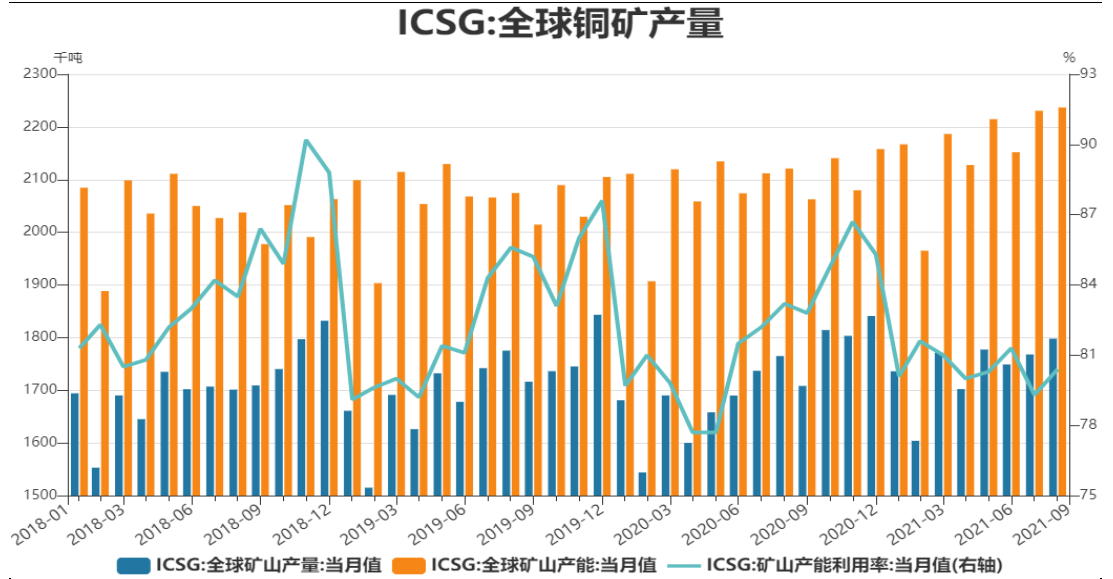
数据来源：瑞达期货，WIND

## 四、铜市供应

### 1、全球铜矿供应预计增长

国际铜业研究组织 (ICSG) 数据显示，8 月全球铜矿产量 179.8 万吨，同比增加 1.87%，1-8 月铜矿产量累计 1390.5 万吨，同比增加 4.04%。世界矿铜产量从去年 6 月份开始恢复性增长，因为封锁措施放松，行业也开始适应更严格的卫生管理。在全球头号铜生产国智利，2021 年头 8 个月的产量同比降低 1.5%，其中铜精矿产量增长 1%，但是 SX-EW 电解铜产量降低 8%，这主要因为埃斯孔迪达铜矿的电解铜产量下降。在第二大生产国秘鲁，今年 1 至 8 月份的产量提高了 10%，因为 3 至 5 月份期间的产量同比激增 35%，去年同期实施的封锁导致铜行业受到严重冲击。但是 2021 年 1 至 8 月份的产量仍然比 2019 年同期减少 8%。展望 2022 年，铜矿端供应干扰因素预计减少，主要因全球疫情影响逐渐减弱，以及劳资谈判基本已达成一致，此外部分矿场扩建项目计划投产，明年 chuiquicamata 项目全面转入地下开采以后，预计产量会增加 4 万吨，spencegrowth 项目今年底完成建设以后，明年会带来 6 万吨增量，TECK 资源 QB2 二期预计明年全面投产，也会带来部分增量。因此明年铜矿供应预计将有明显增长。

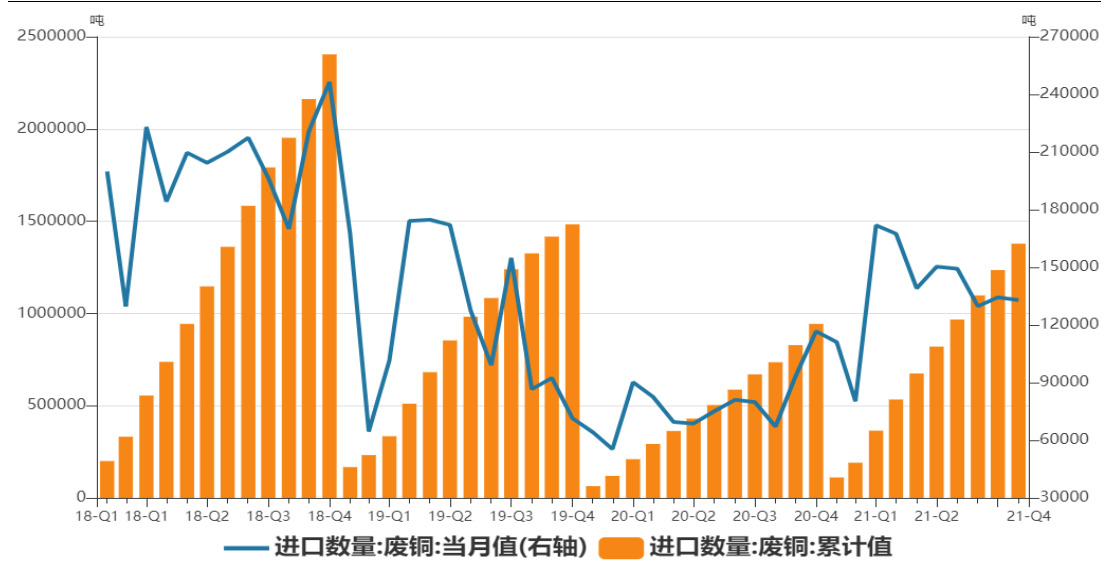




数据来源：瑞达期货、WIND

## 2、中国废铜供应偏紧局面

中国收紧废铜进口政策后，马来西亚是中国重要的废铜中转国，低品位废铜通过流传到马来西亚，拆解并处理成高品位废铜并转出口至中国。马来西亚在2021年11月底开始要求进口废铜金属含量至少达到94.75%等标准；印尼废铜进口政策也逐步趋严，2021年9月开始废铜预检杂质含量不得超过2%。而印度2021年10月提出希望加强废旧金属回收利用，预计未来印度将成为新的全球废铜中转中心。在碳中和政策的背景下，国内废铜供应预计将逐渐增长，《“十四五”循环经济发展规划》提出到2025年再生铜产量达到400万吨，约合2020年中国精炼铜消费量的28%。展望2022年，中短期来看全球废铜库存面临低库存局面，叠加重要供应国马来西亚收紧政策，废铜供应紧张情况难以迅速得到改善；长期来看，全球制造业发展以及碳中和背景下，废铜释放将迎来加速增长周期，预计逐渐缓解废铜供应紧张局面。



数据来源：瑞达期货、WIND

### 3、中国精炼铜产量继续增长

据 ISCG 数据显示，2021 年 1 至 8 月份世界精炼铜产量同比提高 2.1% 左右，其中电解铜(包括电解法和电积法)产量同比提高 1.2%，利用废铜生产的再生铜产量同比提高 6.5%。中国发布的初步官方数据显示，1 至 8 月份中国精炼铜产量同比提高 5.8%。智利精炼铜产量同比降低 5%，因为电积精炼铜的产量同比降低 8%。在非洲，刚果民主共和国的精炼铜产量同比提高 11%，因为新铜矿投产或者湿法冶炼工厂扩产。美国精炼铜产量同比提高 11.5%，主要因为冶炼厂从 2020 年运营问题中恢复。初步数据显示，巴西、德国、日本、缅甸 (SX-EW)、俄罗斯、西班牙 (SX-EW) 以及瑞典的产量下降，减产原因各有不同，其中包括停产维修、运营问题，以及 SX-EW 工厂关闭。展望 2022 年，上游铜矿供应预计将有明显回升，包括硫酸价格达到历史加高水平，叠加国内工业用电限制状况缓解，冶炼厂生产积极性较高，预计明年精炼铜产量爬升将有所加快。



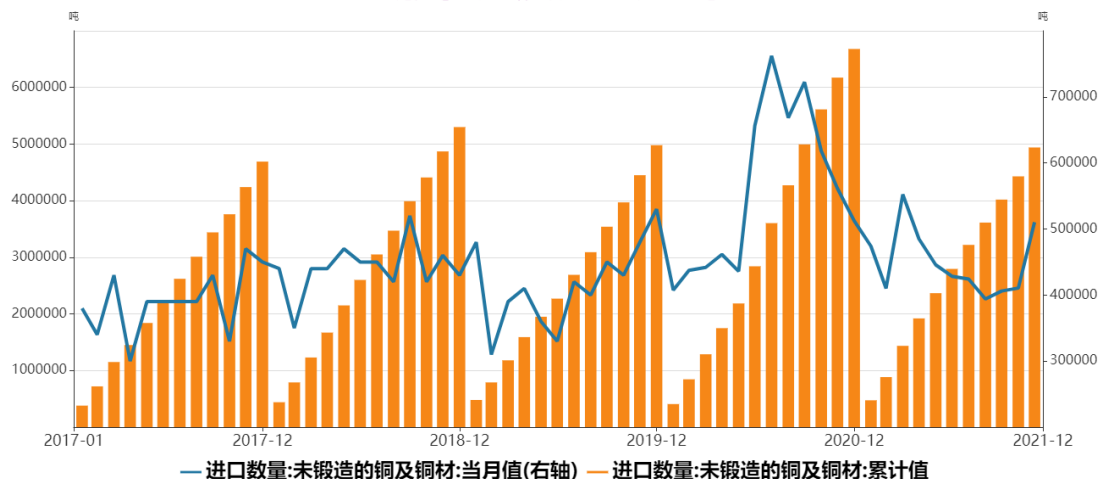
数据来源：瑞达期货、WIND

## 五、铜市需求

### 1、铜进口量达到历史新高

中国 2021 年 1-11 月未锻造铜及铜材累计进口 493.96 万吨，同比下降 20%，今年下半年国内需求转弱，叠加去年高基数效应，导致进口同比出现较大下滑。其中 11 月未锻造铜及铜材进口 51.04 万吨，这是连续第三个月增长，但是仍比去年同期的进口量低了 9.1 个百分点。11 月份，中国制造业和建筑业的活动有所回升，因为原材料价格上涨势头受到遏制，电力供应也得以改善。展望 2022 年，预计中国经济将呈现探底态势，因此铜进口需求的表现预计呈现先低后高走势，此外考虑到海外经济阶段性复苏进入尾声，也将一定程度吸引海外资源流入，因此整体进口总量也将高于今年。

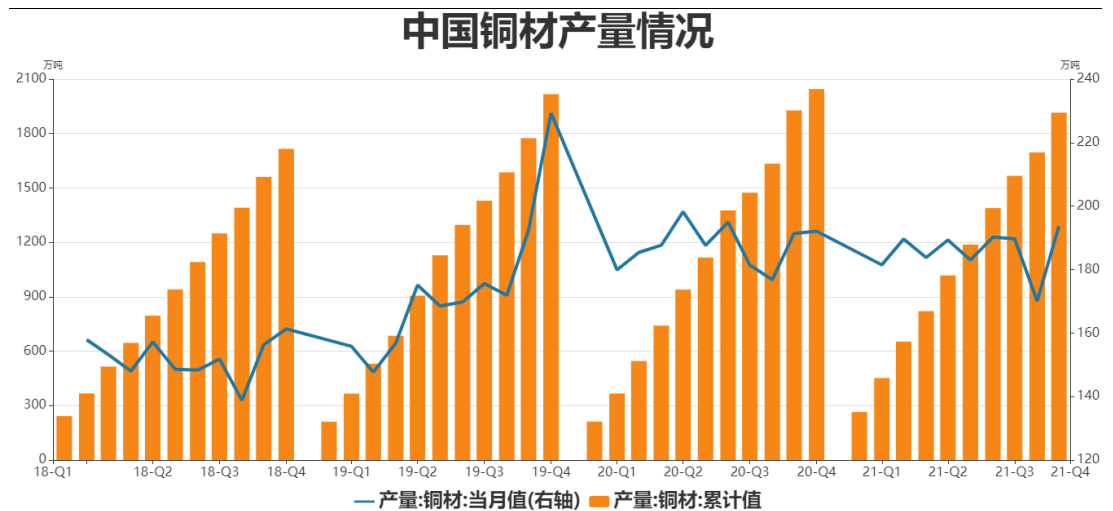
### 未锻轧铜及铜材进出口



数据来源：瑞达期货、WIND

### 3、铜材产量保持较高水平

2021年1-11月铜材累计产量达1915.33万吨，同比增加0.9%。今年国内铜材产量基本保持稳定，在10月份由于国内电力供应短缺，铜材企业开工率大幅下滑，使得当月产量受到较大影响，而随后11月份限电情况缓解，铜材产量得到恢复。整体来看今年铜材产量保持在依然较高水平，虽然铜价高位以及电力短缺带来一定负面影响，加工企业基本以按需采购，厂内库存整体处在较低水平。展望2022年，国内经济预计呈现探底态势，叠加二季度需求旺季来临，预计铜材产量开始增长，加工企业低库存也将使得需求释放更明显，全年表现预计好于今年。



数据来源：瑞达期货、WIND

### 4、铜市下游消费行业向好趋势

从国内终端需求来看，铜的主要下游消费行业得到明显恢复，其中电网投资在二季度以来同比降幅大幅缩窄，不过年末同比减幅有所增加；而房地产投资持续向上修复，12月房地产开发景气连续10个月上升；空调行业产销量得到明显回升，并且四季度表现明显好于预期，12月销量同比延续高增长，市场需求进一步得到释放。

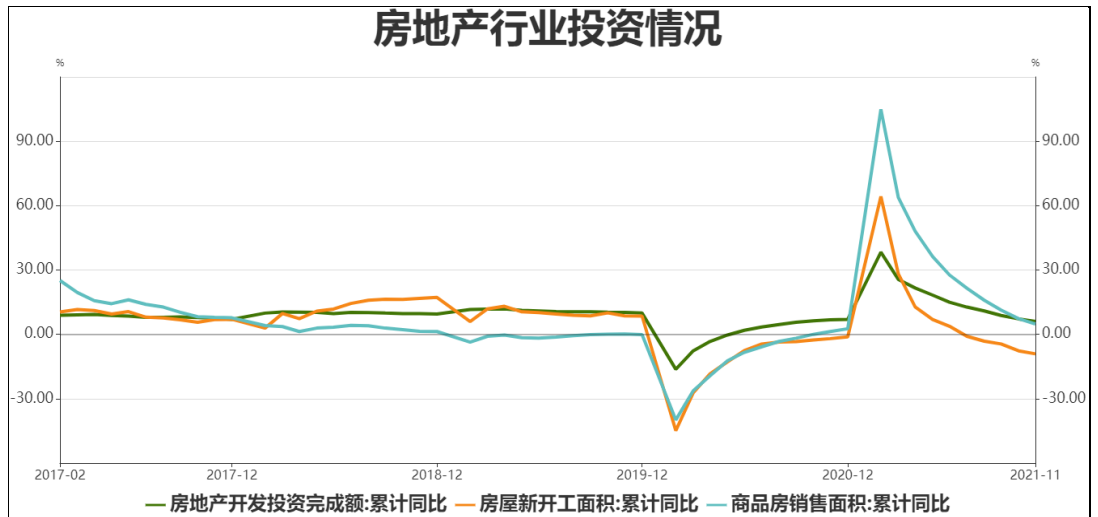
电网投资方面，2021年1-10月，电网基本建设投资完成额累计值为3408亿元，累计同比去年增加1.1%，较2019年同期减少0.2%。2021年1-10月累计产量5389.7万千米，同比增长24.2%。2021年，国家电网承诺，今年发展总投入5795亿元，同比增长4.06%，其中电网投资4730亿元，同比增长2.71%。展望2022年，“十四五”期间，国家电网和南方电网规划投资累计将超过2.9万亿元，如果算上其他部分地区电网公司，总投资预计近3万亿元。这明显高于“十三五”期间全国电网总投资2.57万亿元、“十二五”期间的2

万亿元。并且在碳达峰、碳中和的战略目标要求下，电力将成为我国未来的主体能源，因此预计未来五年电网投资将保持增长趋势。此外中央经济工作会议指出，适度超前开展基础设施投资，因此预计 2022 年电网投资方面将有较明显增长。



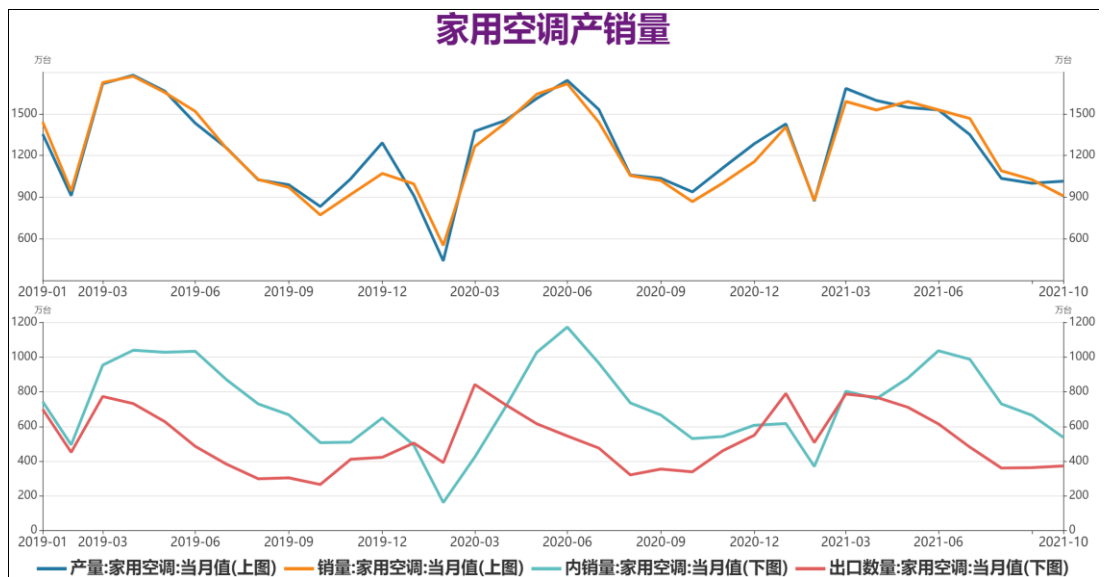
数据来源：瑞达期货、WIND

虽然我国房屋建设的用铜量（不包含线缆）约占 2%，但电力建设（强弱电布置）、家用电器行业与房地产息息相关，因此国内房地产建设与精铜终端消费具有较强关系。根据国家统计局公布数据显示，2021 年 1-11 月份，全国房地产开发投资完成额为 137314 亿元，同比增加 6%，今年投资增速呈现高开低走，一方面受到去年基数波动较大影响，另一方面今年房地产调控政策趋严，行业景气度下滑。展望 2022 年，在今年年底国家对房地产的融资和居民住房贷款的限制边际放松，并且中央经济会议提出，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。因此预计 2022 年房地产行业资金压力将得到有效缓解，考虑到从政策面传导到房地产基本面的改善仍需要较长时间，在需求端逐渐释放下，预计明年二季度房地产行业才能出现好转。



数据来源：瑞达期货、WIND

我国家用电器耗铜大约 12%，产业在线数据显示，2021 年 1-11 月空调行业产销量累计分别为 14247.8 万台和 13985 万台，累计同比分别增加 7.89%和 7.65%。其中，1-11 月内销出货量累计 7896.11 万台，同比增加 6.4%；出口累计 6211.16 万台，同比增长 11.5%。空调行业由于房地产行业下行周期，以及经济景气度偏弱的影响，空调市场内需不及去年同期。并且外销增速开始下行，显示海外需求大幅释放后开始回归。展望 2022 年，从往年来看需求淡季将延续至明年一季度。随着房地产融资环境放松，明年二季度有望好转，叠加夏季的传统需求旺季，预计空调需求将迎来明显回升。



数据来源：瑞达期货、WIND

## 六、2022 年铜价展望及操作策略

综上所述，2022 年一季度，美国通货膨胀可能将继续维持在高位，美联储缩减购债可能加快，也将增加美联储提前加息的可能，进而打击市场风险情绪。同时海外经济阶段性

复苏预计将开始走弱，加上国内房地产、空调行业预计还将处于探底阶段，需求端存在较大压力。预计明年一季度，铜价将有较大下行。

二季度至三季度，中央经济会议来看，财政和货币政策预计宽松，预计基建投资计划步伐加快，且房企融资和居民房贷限制将放松，因此国内房地产、空调行业基本面预计将得到改善；并且根据十四五规划，以及碳达峰、碳中和的战略目标要求下，预计电网投资规模也将扩大，有望拉动需求回暖。此外，从季节性来看，进入下半年，全球铜库存将进入去库周期，铜市基本面整体有望转强，预计明年二季度至三季度，铜价将震荡上行。

四季度，铜市进入传统供需两弱阶段，目前判断明年经济整体呈现探底，需求淡季难有亮眼表现，同时上游供应趋向充裕可能性较大，因此铜价预计将震荡回落。

在此背景下，笔者认为 2022 年铜价整体将维持高位震荡运行。2022 年沪铜的运行区间关注 60000-78000 元/吨，运行中轴关注 66000 元/吨，相应的伦铜则交投于 8100-10600 美元/吨。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。