



2021 年 7 月 6 日

星期二

供应宽松需求谨慎

铜价走势宽幅震荡

联系人 徐舟

电子邮箱 xu.z@jyqh.com.cn

电话 021-68555105

要点

- 上半年全球宏观经济在宽松政策和新冠疫苗大规模投入使用的共同作用下，出现了良好的复苏态势。在美联储的 6 月份议息会议上，可以大概了解到下半年美联储的方向一定是逐步退出宽松，未来市场的分歧还将是更多的节奏上的分歧。
- 供应方面，随着部分新增矿山产能也陆续在下半年开始投产，全球铜矿供应将转向宽松，铜精矿加工费也将继续攀升。精铜方面，在二季度国内炼厂的集中检修期过后，我们预计下半年国内精炼铜的产量将持续维持在历史高位。同时，国储还会继续释放一定数量的储备铜，填补国内供需缺口。废铜方面，去除了数量限制之后的再生铜进口开始大幅增长，但是由于 6 月份东南亚疫情的升级，再生铜出口受到疫情影响，预计三季度废铜供应整体呈现偏紧格局。
- 需求方面，上半年国内高铜价对于需求端的负面影响逐步显现。无论是电网投资，还是汽车和空调产销都出现了同比的回落。下半年整体需求不容乐观。但由于产业库存水平始终不高，当铜价出现明显回调，产业有逢低补库心态预计对消费亦有支撑，今年的淡季或能出现超预期增长态势。
- 预计下半年铜价将以宽幅震荡为主，沪期铜主要运行区间在 63000-75000 元/吨，伦铜主要运行区间在 8400-10500 美元/吨。
- 风险点：全球经济放缓超预期。

目录

一、上半年行情回顾	5
二、宏观经济分析	6
1、上半年全球经济维持复苏态势.....	6
2、全球宽松政策退出预期加强	7
三、铜矿供应分析	8
1、上半年海外铜矿供给不及预期.....	8
2、下半年全球铜矿供应逐步宽松.....	8
四、精铜供应分析	10
1、上半年炼检修影响产量，下半年精铜生产维持高位	10
2、国储多年后再次抛铜填补供需缺口.....	11
3、再生铜进口大幅增长，东南亚疫情升级影响短期供应	13
4、上半年内外库存分化，下半年库存压力依然较大.....	14
五、精铜需求分析	15
1、电网投资增幅收窄，对铜需求预期下调.....	15
2、房产数据依然坚韧，但竣工周期或已显现拐点.....	16
3、空调产销二季度弱势，景气周期或将结束.....	16
4、汽车产销遭遇缺芯，新能源汽车依然强势.....	17
5、下半年铜的终端需求不容乐观.....	17
六、下半年行情展望	19

图表目录

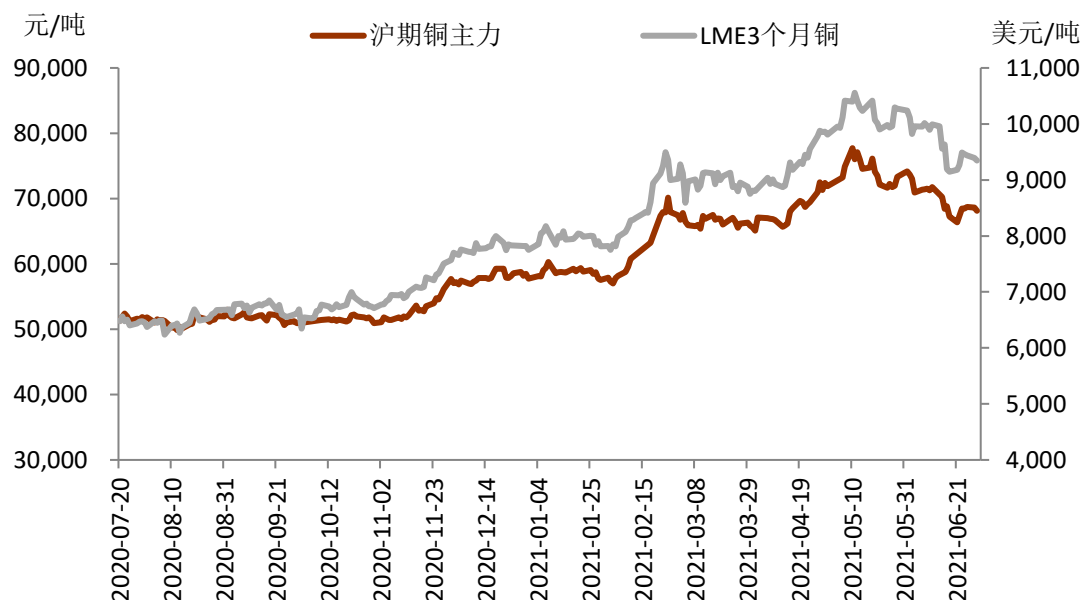
图表 1 铜期货价格走势.....	5
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	6
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	7
图表 4 发达国家制造业 PMI 指数.....	7
图表 5 中国 GDP 增速.....	7
图表 6 中国 PMI 指数.....	7
图表 7 全球主要铜矿企业 2021 年一季度产量情况（万吨）	8
图表 8 2021 年全球主要铜矿项目增量跟踪（万吨）.....	9
图表 9 国内冶炼检修计划（万吨）	10
图表 10 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	12
图表 11 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	12
图表 12 中国铜精矿现货 TC 走势.....	12
图表 13 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	12
图表 14 中国铜材产量及增速变化.....	12
图表 15 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	12
图表 16 中国精炼铜产量变化.....	13
图表 17 中国精炼铜消费量变化.....	13
图表 18 中国精炼铜进口量及增速变化.....	13
图表 19 中国精炼铜出口量及增速变化.....	13
图表 20 中国废铜进口单月变化.....	14
图表 21 中国废铜进口累计变化.....	14
图表 22 三大交易所库存变化情况.....	15
图表 23 SHFE 和保税区库存走势	15
图表 24 电力投资完成额变化.....	18
图表 25 房地产开发投资增速变化.....	18
图表 26 家用空调产量增速变化.....	18
图表 27 家用空调库存变化.....	18

图表 28 汽车产销量变化.....	18
图表 29 新能源汽车产量及销量变化.....	18

一、上半年行情回顾

2021 年上半年，铜价整体走势以上涨为主，但自 5 月中旬之后，出现了大幅回落。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；但是随着下游消费在节前逐渐冷淡，铜价也开始震荡回落，最低至 56880 元/吨。但在春节假期之前，由于宏观环境转暖，市场逐步反弹，并在节前再创新高；而春节长假期间，外盘伦铜延续涨势，带动铜价在节后高开，并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。2 月底，铜价开始震荡回落，展开了近一个半月的调整走势，期间价格主要在 65000-68000 元/吨的区间内盘整。进入 4 月下旬，铜价再次上扬，价格在 4 月底创出新高，站稳 7 万整数关口；此后五一小长假期间，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；同期伦铜也创出历史新高 10747.5 美元/吨。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，以及美联储加息预期的压力之下，铜价开始出现见顶回落走势，价格震荡走低，价格最低下探至 66560 元/吨，自高点回落超过 15%。虽然在国储抛铜靴子落地之后，铜价在 6 月底出现一定反弹，但未见明显涨势，最终收于 68490 元/吨。整体来看，沪铜指数较去年底价格相比，上涨 10690 元，涨幅 18.5%，波动区间在 56880-78390 元/吨，波动幅度为 37.8；LME 铜较去年底价格相比，上涨 1626.5 美元，涨幅 21.0%，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

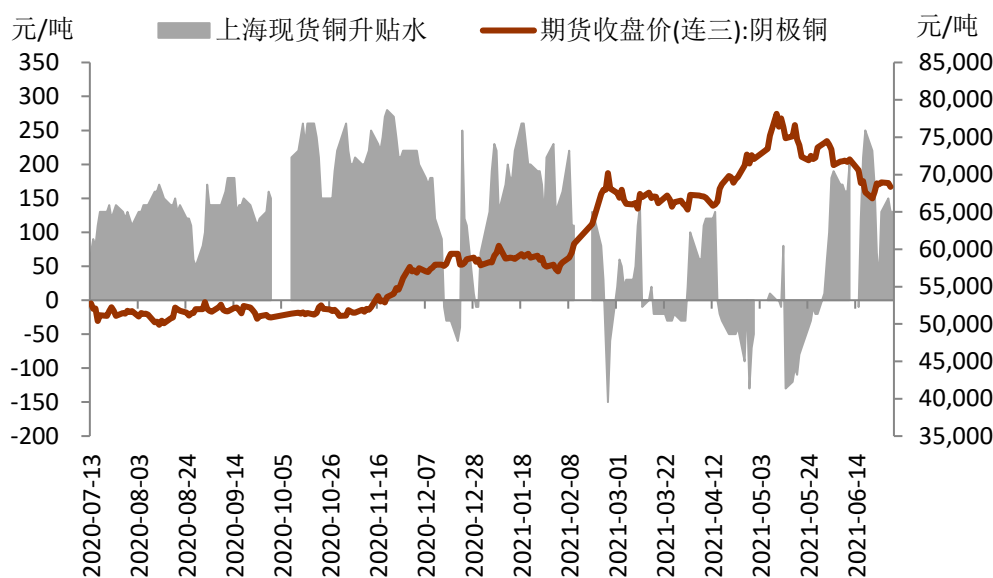


资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

2021 年上半年，铜的现货升贴水走势波动较大。首先是在进入 2021 年之后，由于整体下游需求尚可，以及库存处于低位，铜的现货一直处于升水格局，最高至 260 元/吨。但是

随着期铜在春节后的大幅拉升，现货市场难以跟上期货涨幅，现货升水开始收窄，并进一步转为小幅贴水格局。此后铜价再次陷入震荡，但是现货升贴水在下游需求转弱以及库存偏低的双重影响下，维持在平水线上下盘整。而铜价在 5 月上旬的快速上涨，再度让下游市场陷入低迷，现货贴水在这一期间继续走低，创下年内最惨淡时间。此后，随着铜价见顶回落，下游逐步尝试买入，国内库存去库恢复，现货重新转为升水，并一直保持至 6 月底。

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、上半年全球经济维持复苏态势

2021 年上半年全球主要经济体都处于复苏当中，随着新冠疫苗的不断投入使用，全球经济开始全面恢复。从制造业 PMI 数据上，也可以看到，美国最新制造业 PMI 为 60.6，虽然较此前历史高位有所回落，但已经连续多个月处于 60 以上的高位，显示了经济的强劲复苏势头。欧洲方面，也在最新的制造业 PMI 达到 63.4 的历史新高，同样连续多个月处于 60 以上的高位；日本虽然经济复苏势头不及欧美，但也多个月处于 50 荣枯线之上。

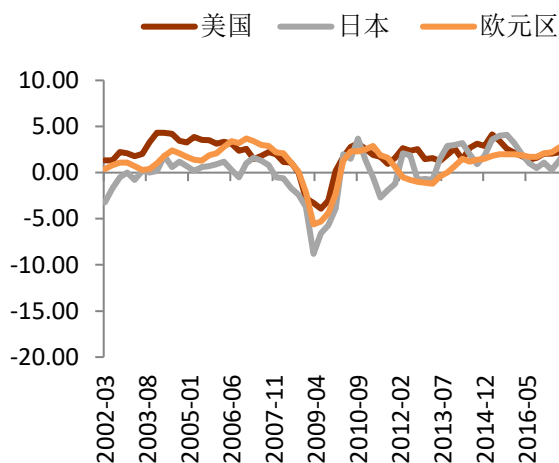
国内方面，中国 6 月份的官方 PMI 为 50.9，财新 PMI 为 51.3，都较上个月有所回落，显示了国内经济复苏经历了一季度强势表现之后，二季度复苏速度开始有所放缓。这主要和海外经济快速恢复，出口需求下降有一定关系。

整体来看，国内外经济依然处于复苏之中，特别是海外的经济在二季度都迎来了史上最强的回暖，这虽然对于国内需求来说有一定挤压效应，但整体来看，全球经济仍将保持复苏势头。

2、全球宽松政策退出预期加强

在去年疫情期间，全球主要经济体为了稳定经济预期，缓解市场恐慌情绪，都出台了宽松的政策。但今年以来，随着疫苗的投入使用，经济开始逐步企稳回升，近期更是呈现了快速的复苏态势。因此市场对于这些宽松政策的退出预期也开始显著增强。在最近的美联储 6 月议息会议上，也是对于今年的经济预测和通胀预测大幅上调，并且强调通胀虽然可能持续更久，但依然只是临时性的。这也意味着美联储对于加息的态度也出现了分水岭的变化，虽然未来一段时间内宽松政策还将继续持续，没有到头，但是下半年，美联储的方向一定是逐步退出宽松。未来市场的分歧还将是更多的节奏上的分歧，而不是方向上的分歧。国内方面，由于国内经济恢复更快，所以国内的退出政策在二季度就已经开始逐步推进。但是由于国内经济复苏的势头有所放缓，我们预计下半年国内政策反而有可能会有一定放宽。

图表 3 发达国家 GDP 增速



图表 4 发达国家制造业 PMI 指数

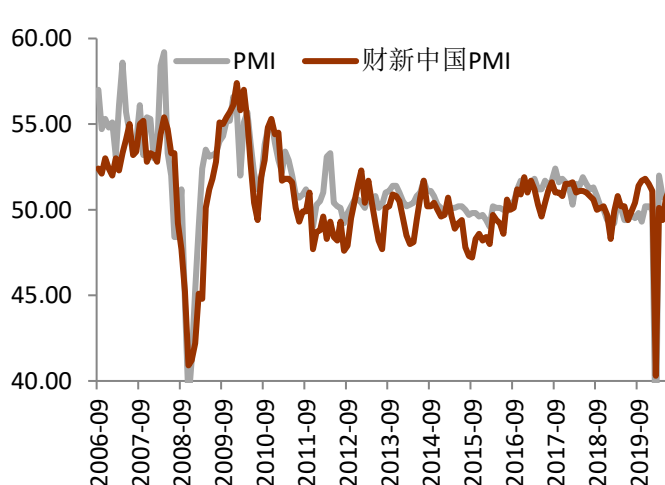


资料来源：Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

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、上半年海外铜矿供给不及预期

2020 年上半年，海外铜矿供应未能达到年初预期，主要原因还是受到了新冠疫情的影响。

在我们持续跟踪的海外 15 家大型矿企中，必和必拓、力拓、以及诺里尔斯克等矿企一季度铜产量下降明显，全球铜矿恢复情况弱于预期。年初，我们认为 2021 年全球铜矿供应会逐步从新冠疫情的影响中走出，不但去年受影响的矿山的投产会再度集中进行，还有新增矿山的投产，整体供应会比较宽松。但从实际情况来看，供应干扰事件却层出不穷。新冠疫情的阴影依然不散，贯穿了上半年，智利和秘鲁的部分矿山因疫情而暂停运营；4 月份智利更是关闭边境 30 天，秘鲁则更是执行了宵禁和交通限制等措施。此外，像南美劳资谈判，智利陆运海运等物流的延迟，秘鲁货运罢工，都造成了全球铜矿供应的短时紧张情况。

图表 7 全球主要铜矿企业 2021 年一季度产量情况（万吨）

企业	一季度产量	环比	同比	2021 年产量目标
必和必拓	39.10	-8.60%	-8.00%	153.5-166
安托法加斯塔	18.30	-5.00%	-5.70%	73-76
英美资源	16.03	-4.00%	9.00%	64-68
紫金矿业	12.70	17.48%	10.40%	54-58
力拓	12.05	-9.00%	-9.00%	50-55
淡水河谷	9.45	-18.20%	-19.00%	36-38
五矿资源	7.73	-32.00%	-16.00%	36-39
诺里尔斯克	9.13	-29.00%	-21.00%	33.5-35.5
嘉能可	30.12	-13.10%	3.00%	119-125

资料来源：各大企业财务报告，铜冠金源期货

2、下半年全球铜矿供应逐步宽松

CSPT 小组在最新的小组季度会议中敲定了今年三季度的现货铜精矿采购指导加工费为 55 美元/吨及 5.5 美分/磅；而此前的二季度会议上并未设定现货铜精矿采购指导加工费，一季度设定的现货铜精矿采购指导加工费为 53 美元/吨及 5.3 美分/磅。本次确定的三季度地板价与一季度的 53 美元/吨及 5.3 美分/磅小幅增长，较此前 30 美元/吨附近的铜精矿现货 TC 也有所上涨，表明目前铜精矿供应紧缺情况已有所好转。

这主要得益于两个方面的原因。首先是供应干扰的影响正在逐渐消退。智利和秘鲁的严格措施并未进一步持续，运输物流也开始恢复正常，矿山产量也逐步回暖。其次是新增矿山

产能在陆续投产。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。今年预计带来铜精矿含铜金属 8-9.5 万吨。今年 5 月，秘鲁的 mina justa 也已经完成调试工作，并开始全面投产。该矿预计在 2021 年生产约 10 万吨铜，然后逐步提高至 15 万吨/年的最大产量。扩建项目中，由于 Grasberg 矿井地下产量的持续增加，印度尼西亚的一季度产量增加了约 91%，Spence2 期也在二季度逐渐爬产。预计下半年将进一步释放更多产能。据初步统计，2021 年新扩建的铜矿增量中，近 2/3 的增量在下半年释放。

整体来看，由于一季度新冠疫情的超预期影响，全球铜矿供应出现了一定缺口；但是随着疫情影响的逐步消退，部分新增矿山产能也陆续在下半年开始投产，全球铜矿供应将转向宽松。虽然下半年疫情的影响依然不会完全结束，以及秘鲁还将面临高额矿业税的影响，但我们认为整体趋向宽松的趋势不会改变，铜精矿加工费也将继续攀升。

图表 8 2021 年全球主要铜矿项目增量跟踪 (万吨)

铜矿	国家	2021 增量 (万吨)	时间计划
Tominskoye	Russia	2.5	新建或扩建
Darehzar	Iran	0.6	新建或扩建
Dar Alou	Iran	2.7	新建或扩建
Chah Firozeh & Ljue	Iran	1.7	新建或扩建
Cobre Panama	Panama	10.5	爬产增量
Lone Star	U.S.	6.0	新建或扩建
Kennecott	U.S.	4.0	复产增量
Pumpkin Hollow	U.S.	2.2	新建或扩建
Carrapateena	Australia	1.3	新建或扩建
Mina Justa	Peru	2.0	新建或扩建
Pumpi	DRC	2.9	新建或扩建
Kamoa	DRC	5.0	新建或扩建
Mirador	Ecuador	2.0	爬产增量
Grasberg	Indonesia	28.2	爬产增量
Antamina	Peru	5.0	复产增量
Cerro Verde	Peru	5.2	复产增量
Los Pelambres	Chile	4.1	复产增量
Candelaria	Chile	4.0	复产增量
	合计	89.9	

资料来源：新闻整理，铜冠金源期货

四、精铜供应分析

1、上半年炼检修影响产量，下半年精铜生产维持高位

根据上海有色网数据，2021 年 5 月中国电解铜产量为 85.01 万吨，环比降低 3.1%，同比增加 9.5%。1-5 月中国精炼铜产量累计为 420.88 万吨，累计同比增加 14.52%。2021 年 6 月国内精炼铜产量预计为 83.14 万吨，环比降低 2.2%，同比增加 9.5%；至 6 月累计精炼铜产量为 504.02 万吨，累计同比增长 13.66%。

从上半年的国内精炼铜产量情况来看，国内精炼铜产量呈现增速先增后减的一个过程。一季度由于去年基础较低的原因，国内精铜产量整体增幅出现了大幅增长的状态；进入二季度之后，在铜精矿加工费偏低的背景下，国内部分冶炼企业集中开始检修，这也造成了国内精炼铜产量在 5 和 6 月份都出现环比回落的情况，因此二季度国内精炼铜的整体增速也在下降。

虽然国内精炼铜的产量在 5 和 6 月份出现了环比下降，但是从绝对量来看，这两个月的单月产量也处在历史高位，而 4 月份的单月近 88 万吨产量更是创出了历史新高。在这背后是，国内新增产能投放的影响逐步显现。2020 年搬迁的赤峰金剑在今年继续增产，预计达到 13 万吨。2021 年一季度投产的紫金铜业和四季度投产的大冶有色预计将分别带来 7 万吨和 10 万吨左右的增量。同时，国内铜精矿加工费的逐步回升，因此我们预计下半年国内精炼铜的产量将持续维持在历史高位，全年累计产量也将创出新高，同比增速也将达到两位数的水平。

图表 9 国内冶炼检修计划（万吨）

企业名称	粗炼产能	开始时间	结束时间	备注	影响产量
西南铜业	50	2021 年 1 月	2021 年 1 月	20 来天	1.4
东南铜业	40	2021 年 1 月	2021 年 1 月	10 来天	0.6
大冶有色	30	2021 年 1 月	2021 年 2 月	1 个月	2
飞尚铜业	10	2021 年 3 月	2021 年 3 月	15 天	
南国铜业	30	2021 年 3 月	2021 年 3 月	10 天	0.5
恒邦股份	20	2021 年 4 月	2021 年 5 月	28 天	0
青海铜业	10	2021 年 4 月	2021 年 4 月	20 来天	0.3
江西新金叶	10	2021 年 4 月	2021 年 4 月	8 天	0.1
铜陵金冠	20	2021 年 5 月	2021 年 5 月	15 天	0
飞尚铜业	10	2021 年 5 月	2021 年 5 月	20 天	
金峰铜业	40	2021 年 5 月	2021 年 6 月	48 天	2
阳谷祥光	40	2021 年 5 月	2021 年 6 月	20 来天	2
赤峰金剑	30	2021 年 5 月	2021 年 6 月	20 来天	0
友进冠华	10	2021 年 5 月	2021 年 7 月	60 天	

豫光金铅	10	2021 年 5 月	2021 年 6 月	40 天	0.95
江铜富冶和鼎	15	2021 年 6 月	2021 年 7 月	38 天	1.5
金隆铜业	35	2021 年 5 月	2021 年 6 月	35 天	2.3
西南铜业	50	2021 年 5 月	2021 年 6 月	9 天	0.4
新疆五鑫	10	2021 年 6 月	2021 年 6 月	15 天	0
金川本部	35	2021 年 6 月	2021 年 7 月	20 来天	
云南锡业	12	2021 年 7 月	2021 年 8 月	30 天	
国投金城	10	2021 年 7 月	2021 年 8 月	40 天	0.6
包头华鼎	10	2021 年 8 月	2021 年 8 月	15 天	
五矿铜业	10	2021 年 7 月	2021 年 8 月	30 天	
广西金川	40	2021 年 9 月	2021 年 9 月	18 天	
广西南国	30	2021 年 9 月	2021 年 11 月	45 天	
江西铜业	50	2021 年 10 月	2021 年 11 月	40 天	
东南铜业	40	2021 年 12 月	2022 年 1 月	50 天	
黑龙江紫金	15	2021 年 10 月	2021 年 10 月	25 天	

资料来源：SMM，铜冠金源期货

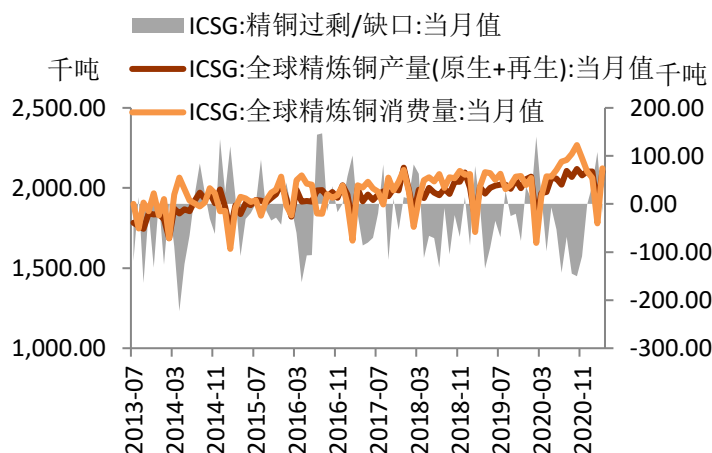
2、国储多年后再次抛铜填补供需缺口

6 月 22 日，国家粮食和物资储备局在其官网上发布关于 2021 年投放第一批国家储备铜的公告，确认第一批销售总量为 2 万吨的铜，竞买人为从事铜加工制造的相关企业。

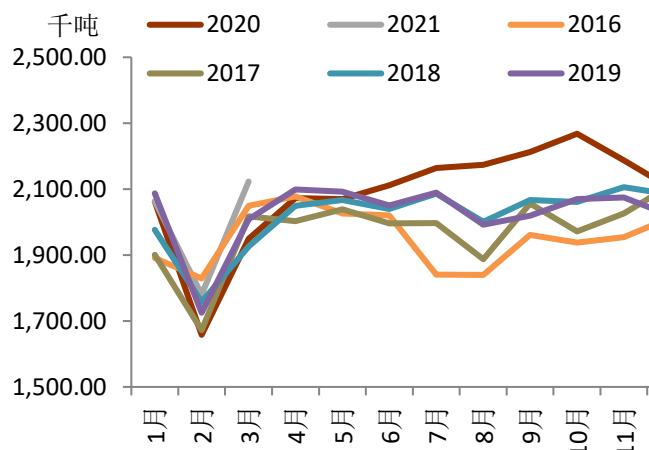
7 月 5 日，国储铜抛储开始竞价。部分地区最高成交价已出炉，具体如下：铜最高成交价：浙江地区为 67695 元/吨，河南地区为 67623 元/吨，安徽地区（含山县）为 67718 元/吨，上海地区为 67100 元/吨。

这是国储在时隔 10 多年后首次抛铜，因此引发了市场巨大的关注。从目前的铜价走势来看，发改委也是表示调控“取得初步成效”，大宗商品价格阶段性下行。我们同样认为本次抛储对于市场有重要影响。首先是供需上的影响。按照目前国储抛储的节奏，预计全年国储将抛储超过 12 万吨，这将有效填补国内电解铜的供需缺口，国内的铜基本面将从短缺转向紧平衡。对于铜价来说，最主要的上涨推动力将失去支撑。虽然这并不会导致铜价直接下跌，但对于后市的走势来说，继续上涨的难度将大幅增加。

图表 10 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

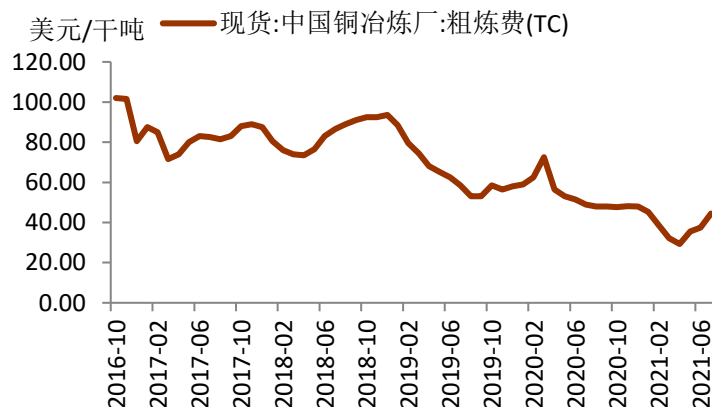


图表 11 ICSG 全球精炼铜消费变化

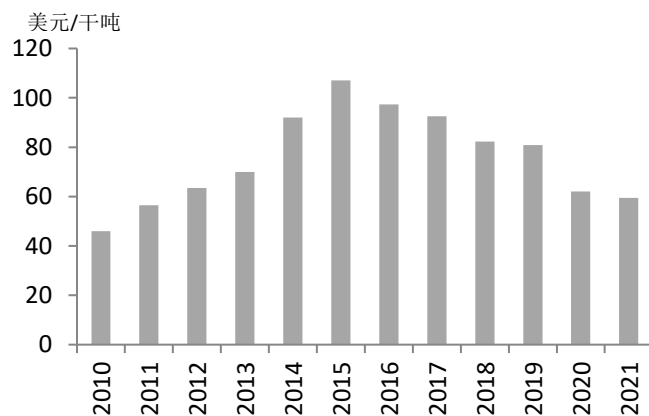


资料来源: Bloomberg, WBMS, ICSG, 铜冠金源期货

图表 12 中国铜精矿现货 TC 走势

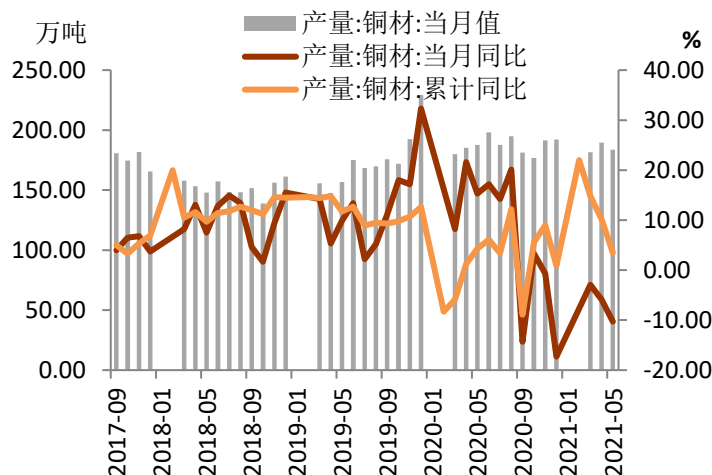


图表 13 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

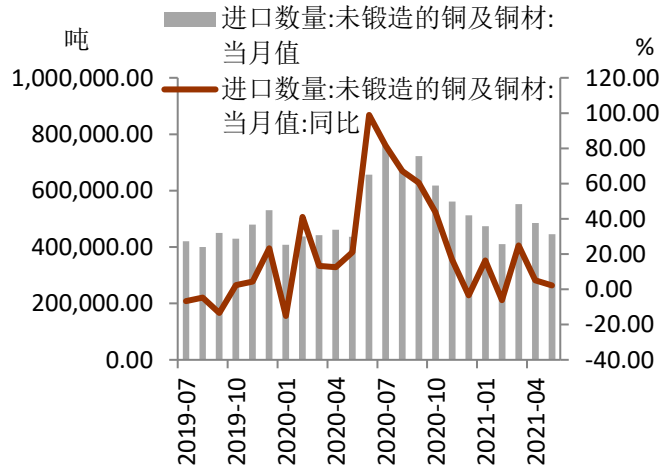


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 14 中国铜材产量及增速变化

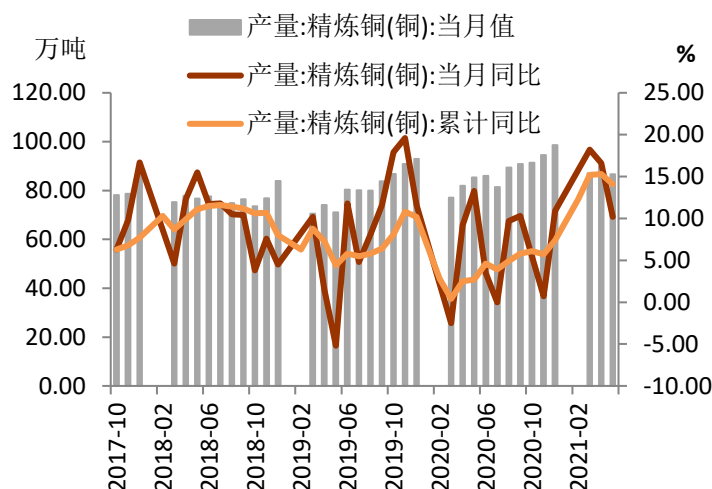


图表 15 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

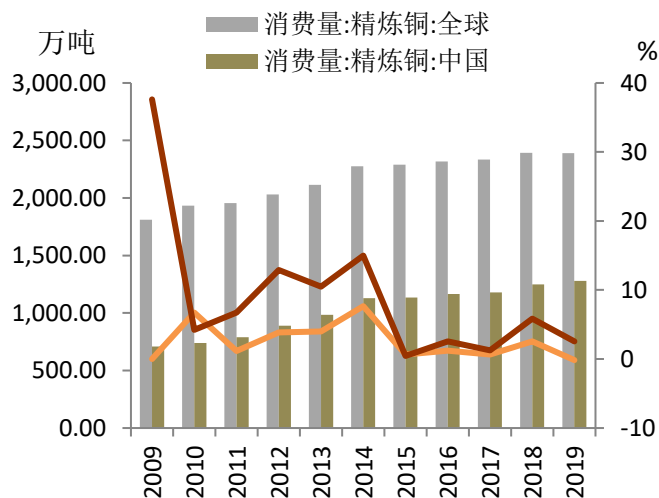


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 16 中国精炼铜产量变化

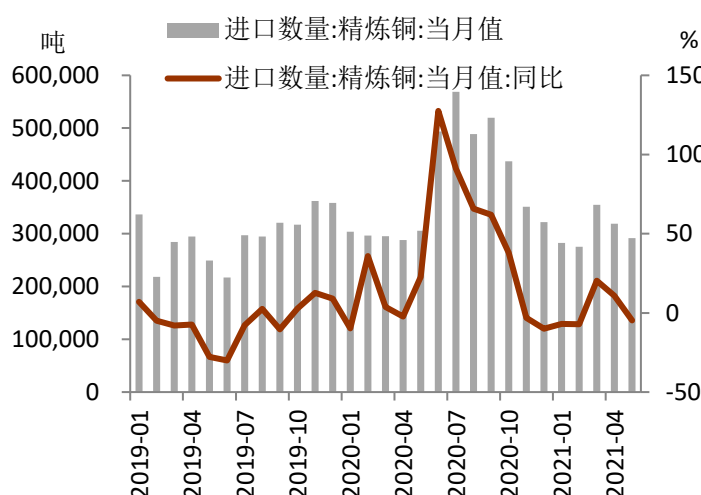


图表 17 中国精炼铜消费量变化

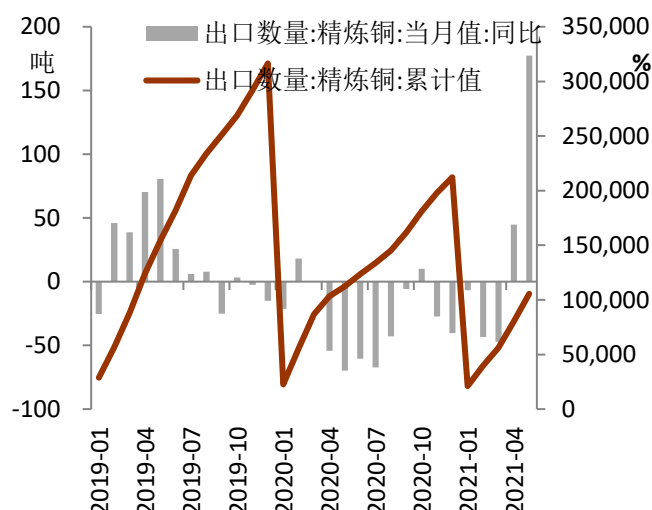


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 18 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 19 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、再生铜进口大幅增长，东南亚疫情升级影响短期供应

根据海关总署数据,中国 5 月废铜(铜废碎料)进口量为 139443.55 吨,环比下滑 16.9%,同比依然增长 100.65%。2021 年 1-5 月废铜进口量为 67.07 万吨,和去年同期的 36.19 万吨相比,大幅增长了 85.34%。

自去年 11 月份,国内再生铜进口新规落地之后,国内符合新规的再生铜进口数量不再有限制,再生铜的进口量也因此开始逐月攀升。进口贸易商在经过前期规则的探索熟悉之后,目前基本每月的进口量都能稳定在 15 万吨以上,因此可以预见,2021 年国内再生铜进口将出现大幅增长态势。

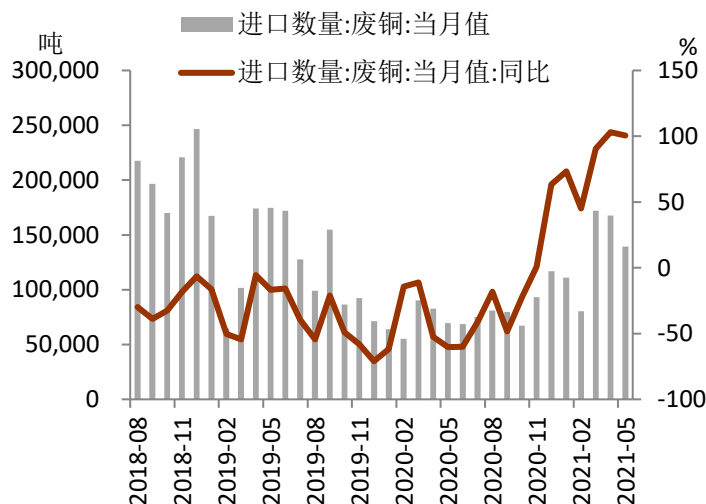
当前国内再生铜进口的主要来源国是马来西亚。但是 6 月份开始,马来西亚升级疫情管

控措施，限制人们出行以及经营范围，并两次延长封锁期限，不再设截止限期，此次变异病毒来势凶猛，东南亚多国，例如菲律宾、印尼、越南等，以及澳大利亚的疫情情况均不容乐观。据了解，严格的管控措施导致马来西亚部分拆解企业持续关停，也有体量较小的拆解、熔炼企业表示，经营受影响程度不大，陆续有货物出口，但总体废铜出口无疑将受损。

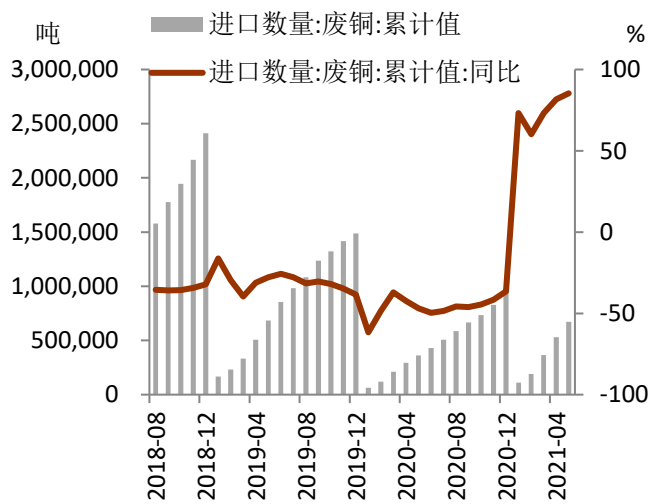
此外，随着海外特别是欧美经济的复苏，海外再生铜的需求也在增加，再生铜的货源持续被消耗，导致货源趋紧。我们预计 6 月份我国的废铜进口数量仍会环比下降，但下降幅度要小于 5 月，数量约 12-14 万吨，进口量不佳或导致国内废铜供应维持偏紧。

整体来看，2021 年是国内再生铜新规实施的第一个完整年份，去除了数量限制之后的再生铜进口开始大幅增长，上半年整体增速达到 80% 以上，预计全年仍将保持高增速。但是由于 6 月份东南亚疫情的升级，再生铜出口受到疫情影响，加之海外需求也在增加，预计三季度废铜供应整体呈现偏紧格局。

图表 20 中国废铜进口单月变化



图表 21 中国废铜进口累计变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

4、上半年内外库存分化，下半年库存压力依然较大

截至 6 月 30 日，LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存分别为 21.15 万吨、4.51 万吨和 15.38 万吨，合计 41.04 万吨，较去年同期的 38.95 万吨，增加 2.09 万吨，较年初 26.50 万吨，增加 14.54 万吨。

中国方面，保税区库存 44.1 万吨，较去年同期增加 23.4 万吨，较年初小幅下降 0.39 万吨。国内显性铜库存（SHFE+保税区）为 59.48 万吨，较去年同期增加 28.78 万吨，较年初增加 6.3 万吨。

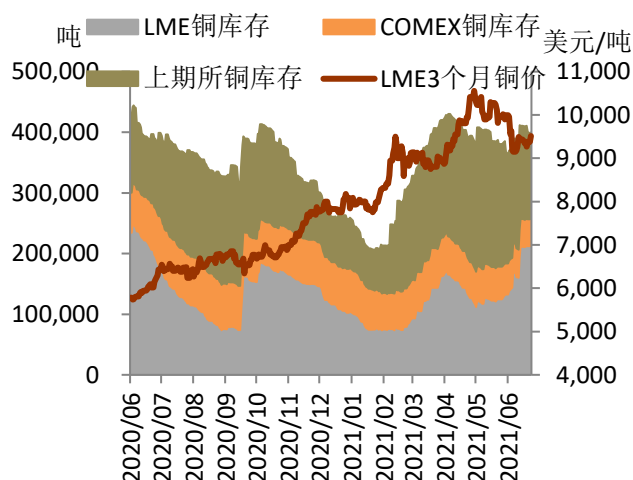
从库存变化情况来看，国外库存（LME+COMEX）上半年整体下降为主，其中 LME 铜库存基本和去年同期相当，而 COMEX 铜库存则出现明显下降。这也体现了海外经济在复苏之后，整体需求走高情况下，库存开始出现一定消耗。

国内方面，国内的铜显性库存在上半年出现了明显的增加，特别是在春节过后的消费旺

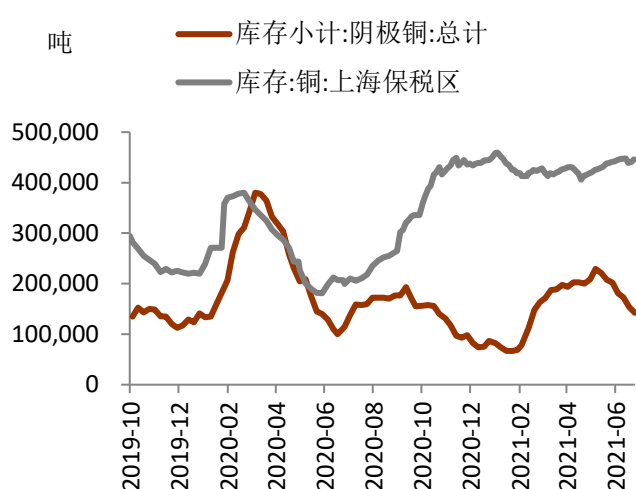
季里，国内的铜显性库存一度出现逆季节性变化，不减反增。虽然在 6 月份，国内的铜显性库存出现了一定的回落，但整体库存水平处于近年来的高位。这主要是由于国内铜需求在旺季不旺，受到高铜价的压制，整体消费低迷；以及国内废铜供应增长，替代了部分精铜的消费。

整体来看，上半年国内外铜库存水平的变化有所分别，这主要和国内外的经济恢复的节奏不同有关，其中国内铜库存在二季度逆季节性变化，更是超出市场预期。下半年，国内精铜供应依然居高不下，我们认为三季度末和四季度初的去库依然不会顺利，整体库存压力将超过上半年。

图表 22 三大交易所库存变化情况



图表 23 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、电网投资增幅收窄，对铜需求预期下调

电力行业是国内精铜消费占比最大的行业。2021 年 5 月，国家电网基本建设投资完成额累计达到 1225 亿元，累计同比增长 8.02%，较上个月大幅回落 19.14 个百分点；国家电网基本建设投资完成额 1392 亿元，累计同比增加 10.13%，较上个月大幅回落 15.4 个百分点。国家电网和电源基本建设投资完成额合计 2617 亿元，同比增长 14.52%。

从数据来看，无论是电网还是电源建设的累计投资都在 5 月份出现了大幅回落的情况，这其中除了去年二季度国内基数较高的缘故之外，更重要的因素还是国内建设需求的大幅下降。5 月份国内铜价出现快速拉升，对于部分下游终端企业来说，此前招投标的订单开始出现亏损，整体采购需求降至冰点，国网订单也是迟迟未发。据悉，6 月份随着铜价回落，中建、中铁、中能、中石化等国有企业的工程电缆敷设订单有所释放，2021 年 6 月电线电缆企业开工率为 83.94%，环比增加 2.75 个百分点，但是整体依然低于往年同期水平。

年初我们认为，2021 年是“十四五”的开局之年，国网的计划投资额为 4730 亿元，较

20 年实际投资额增加 125 亿元，无疑会对整体消费预期产生支撑作用。但是随着铜价的大幅上涨，我们预计 2021 年整体实际投资额可能会略超预期，但是对于铜需求的拉动，将会低于预期。

而电源投资增速将会在后期继续维持高位，国内对于光伏和风能的新增投资并不会放慢脚步，虽然短期增速可能回落，但是全年目标依然会继续达成。

2、房产数据依然坚韧，但竣工周期或已显现拐点

2021 年 1-5 月份国内房屋新开工面积 74348.71 万平方米，累计同比增长 6.9%，增幅较上个月收窄 5.9 个百分点；1-5 月份房屋竣工面积 27582.69 万平方米，累计同比增长 16.4%，增幅较上个月收窄 1.5 个百分点；1-5 月份商品房销售面积 66383.32 万平方米，累计同比增长 36.3%，增幅较上个月收窄 11.8 个百分点。从前五个月份的房地产数据来看，5 月份国内房地产数据较 4 月份增速有所下降，但是和去年同期相比，依然有较大的增长。

数据上看，国内居民购房的需求依然韧性十足，销售同比保持高速增长态势；但是国内房屋的新开工增速却出现了明显的下降，我们认为这主要和房企的信贷额度收窄，以及面临的三条红线有关。随着新开工增速的下降，这块对于国内铜需求的支撑也将有所回落。

此外，我们也关注地产后周期对于铜需求的影响。一般来说地产竣工好转会持续一年以上，自新冠疫情之后，国内地产竣工增速也已经好转超过一年，目前虽然增速依然保持高位，但是整体速度也在逐渐回落。而随着新开工增速的回落，我们认为地产竣工增速在后期也将逐步下降，整体地产需求将出现下滑。

3、空调产销二季度弱势，景气周期或将结束

根据产业在线数据，2021 年 5 月家用空调产量 1546.1 万台，同比下降 4.00%；2021 年 1-5 月家用空调累计产量 7124.3 万台，累计同比增长 23.04%，增幅收窄 10.43 个百分点。2021 年 5 月家用空调销量 1588.4 万台，同比下降 3.30%；2021 年 1-5 月家用空调累计销量 6986.9 万台，同比增长 18.63%，降幅收窄 8.47 个百分点。

数据上看，5 月份空调产销的单月同比已经转为负增长，导致累计产销的增幅也出现了明显的下降。其中 5 月份内销同比下滑 14.5%，出口同比增长 15.5%。这是空调内销增速连续两个月出现了同比大幅回落，主要原因是零售端的表现不佳，自 4 月中下旬开始这种迹象就较为明显，行业信心因此受到打击，工厂的生产和出货也大幅下滑。出口依然表现较好，这主要得益于海外经济依然处于快速复苏的良好势头，但是虽然销量增长，涨价谈判却异常艰难，企业增产却不增收。

整体来看，二季度国内空调市场零售表现欠佳，在原材料价格大涨行情下空调企业生产积极性有所减弱，整体产销下滑明显。这也导致空调用铜管订单整体有所减弱，铜管用铜也在回落。虽然海外销售目前表现较好，但是从更长周期来看，我们认为国内地产竣工周期的拐点已至，后续空调内销将长期面临较大压力，整体需求不宜过分乐观。

4、汽车产销遭遇缺芯，新能源汽车依然强势

根据中汽协数据，2021 年 5 月汽车产量 204.02 万辆，同比下降 6.78%；2021 年 1-5 月汽车累计产量 1062.6 万辆，累计同比增长 36.4%，增幅收窄 17 个百分点。2021 年 5 月汽车销量 212.77 万辆，同比下降 3.06%；2021 年 1-5 月汽车累计销量 1087.5 万辆，累计同比增长 36.6%，增幅收窄 15.2 个百分点。

从近期的汽车产销数据来看，国内汽车产销在近期增速大幅回落，这主要和去年基数的变化有关。但是值得注意的是 5 月份单月汽车的销量出现了同比下降，市场的需求正在接受考验。

另一个需要我们关注的是汽车的缺芯问题。自 2020 年年底蔓延至今的缺芯潮，在 2021 年 2 月经历瑞萨电子火灾之后，愈发朝着不可控的方向发展蔓延，汽车行业也受到较大的冲击，包括蔚来、大众、福特、本田等全球多家车企都曾被迫停产。据 AutoForecast Solutions 最新数据显示，由于芯片短缺的持续影响，全球汽车累计停产数量已达 299 万辆。随着芯片供应问题持续发酵，最终可能会造成全球汽车停产达到 409 万辆，占全球汽车全年产量的 5% 左右。

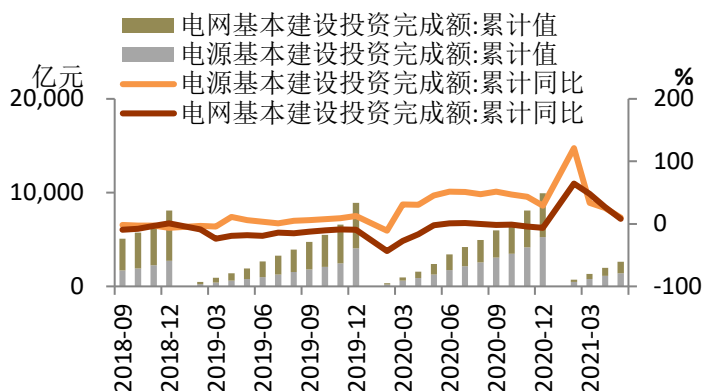
新能源汽车方面，整体产销表现依然强势。5 月新能源汽车产销环比略增，同比继续保持高速增长，产销均为 21.7 万辆，环比增长 0.5% 和 5.4%，同比增长 1.5 倍和 1.6 倍。中汽协预测新能源汽车完成年销 200 万辆也是可以实现的。

5、下半年铜的终端需求不容乐观

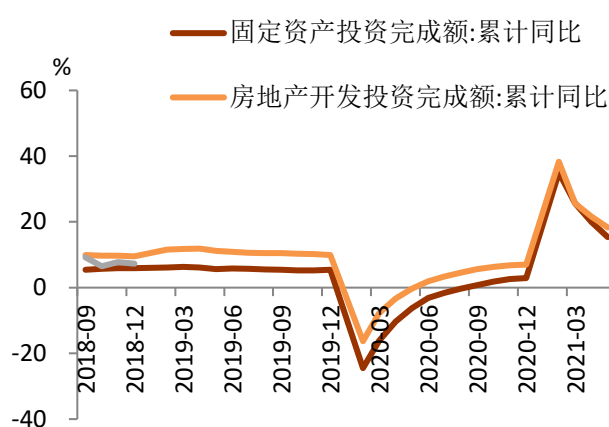
通过对铜下游终端各领域的分析，我们看到由于铜价在上半年的历史性上涨，对于下游终端的负面作用已经逐步显现。特别是进入二季度之后，无论是电网投资，还是汽车和空调产销都出现了同比的回落，中游铜材企业的开工率也是低于往年同期水平。我们认为部分行业的周期甚至已经出现拐点，下半年整体需求不容乐观。

但是我们认为尽管下半年整体需求将维持弱势，但是节奏上仍有可能出现超预期行情。由于今年以来铜价的快速上涨，实体企业资金压力显著提升，整体采购意愿较差，因此产业库存水平始终不高。低库存水平下，当铜价出现明显回调，产业有逢低补库心态预计对消费亦有支撑，今年的淡季或能出现超预期增长态势。

图表 24 电力投资完成额变化

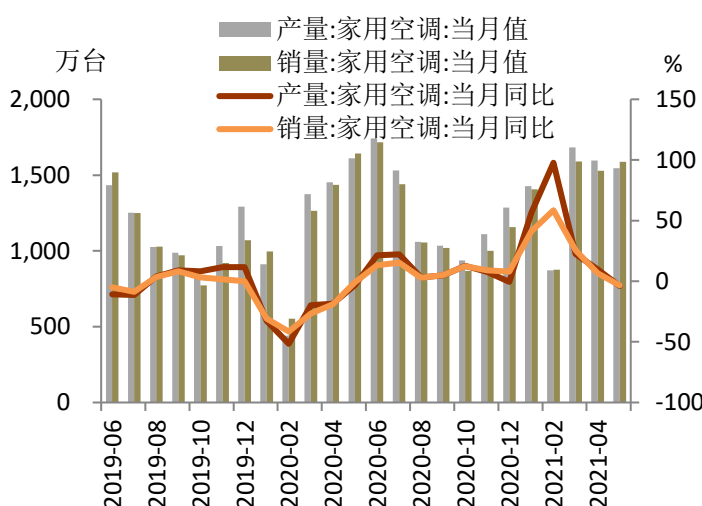


图表 25 房地产开发投资增速变化

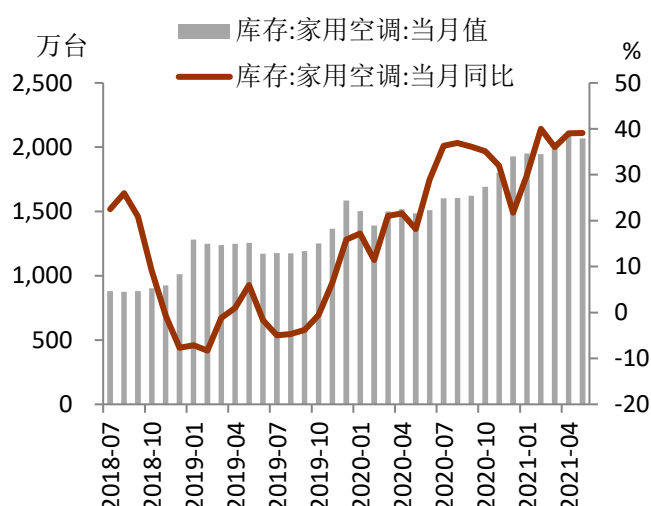


资料来源: Wind, 铜冠金源期

图表 26 家用空调产量增速变化

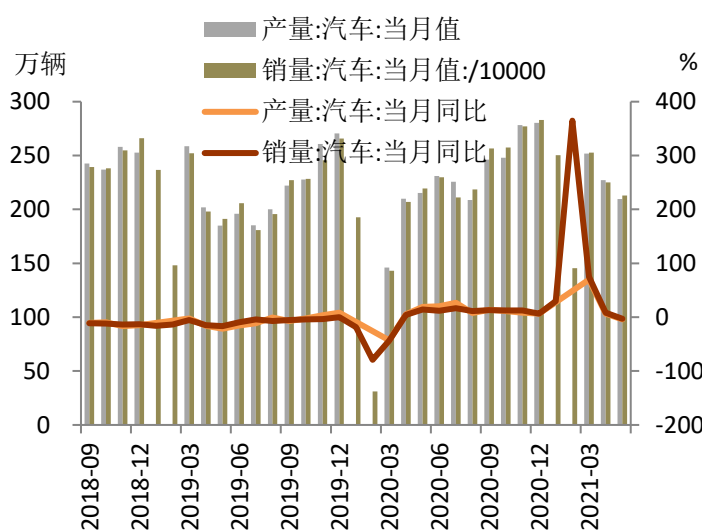


图表 27 家用空调库存变化

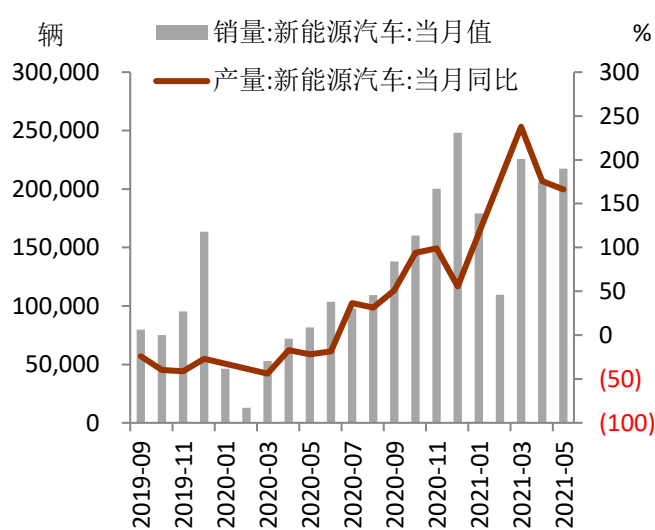


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 28 汽车产销量变化



图表 29 新能源汽车产量及销量变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

六、下半年行情展望

宏观方面，上半年全球宏观经济继续走出新冠疫情的影响，在宽松政策和新冠疫苗大规模投入使用的共同作用下，出现了良好的复苏态势，但是国内外复苏节奏略有差异。当前海外，特别是欧美都处于经济的高增长期。而随着经济的复苏，市场开始关注这些疫情期间推行的宽松政策何时退出，在美联储的 6 月份议息会议上，可以大概了解到下半年美联储的方向一定是逐步退出宽松，未来市场的分歧还将是更多的节奏上的分歧。

供应方面，上半年全球铜矿供应依然受到新冠疫情影响，智利和秘鲁都出台了限制过矿，不同程度的影响铜矿生产运营，因此全球铜矿供应一度出现缺口。但是随着部分新增矿山产能也陆续在下半年开始投产，全球铜矿供应将转向宽松，铜精矿加工费也将继续攀升。精铜方面，在二季度国内炼厂的集中检修期过后，我们预计下半年国内精炼铜的产量将持续维持在历史高位，全年累计产量也将创出新高，同比增速也将达到两位数的水平。同时，国储还会继续释放一定数量的储备铜，填补国内供需缺口。废铜方面，去除了数量限制之后的再生铜进口开始大幅增长，上半年整体增速达到 80% 以上，预计全年仍将保持高增速。但是由于 6 月份东南亚疫情的升级，再生铜出口受到疫情影响，加之海外需求也在增加，预计三季度废铜供应整体呈现偏紧格局。

需求方面，上半年国内高铜价对于需求端的负面影响逐步显现。特别是进入二季度之后，无论是电网投资，还是汽车和空调产销都出现了同比的回落，中游铜材企业的开工率也是低于往年同期水平。我们认为部分行业的周期甚至已经出现拐点，下半年整体需求不容乐观。但由于产业库存水平始终不高，当铜价出现明显回调，产业有逢低补库心态预计对消费亦有支撑，今年的淡季或能出现超预期增长态势。

整体来看，下半年铜的供应逐步转向宽松，铜精矿加工费将继续上调，国内精炼铜产量在检修之后将持续维持高位，而废铜供应整体也将保持大幅增长。需求方面，大部分领域终端消费增速回落，面对高铜价无力应对，全年消费增速需要下调，但由于产业库存较低，存在一定补库需求。

预计下半年铜价将以宽幅震荡为主，沪期铜主要运行区间在 63000-75000 元/吨，伦铜主要运行区间在 8400-10500 美元/吨。

风险点：全球经济放缓超预期

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

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。