

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格编号：F3004203

投资咨询编号：Z0012934

联系人

孙二春

021-20370947

[sunec@xzfutures.com](mailto:sunec@xzfutures.com)

## 内容提要

### ● 行情回顾

**2月铜价走势波澜壮阔。**春节前铜价连续小幅上涨至60000元/吨上方，节后在海外疫情缓解、美国财政刺激、国内复工预期加快等条件下，一举突破70000元/吨大关，创下2011年8月以来新高。月内最后一个交易日铜价在海外宏观货币预期转向等因素干扰下，开始大幅回调。截至2月26日，国内主力合约CU2104收于67950元/吨，月涨幅高达18.07%。

### ● 后市展望及策略建议

**1. 铜矿加工费TC跌破40美元/吨。**南美等主要铜矿产地疫情反复，主要矿企产量不乐观，已公布的15家矿企4季度产量仍为负增长。铜矿加工费TC不断创新低，截至2月26日当周，铜矿加工费仅为37.15美元/吨。从全球主要大矿企产量预期看，上半年铜矿相对短缺局面大概率延续，预计铜矿加工费TC维持低位。

**2. 冶炼厂生产亏损。**冶炼厂生产亏损减仍在。根据测算，在不足40美元/吨的加工费水平下，铜冶炼亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期仍在。这是我们认为供应端对铜价有所支撑的主要逻辑之一。

**3. 国内宏观经济好转。**受鼓励“就地过年”政策影响，预计春节后下游开工恢复速度会显著快于往年，铜消费有望持续改善。

**4. 海外欧美国家经济复苏预期较强。**欧元区2月制造业PMI回升至57.7，其中德国2月制造业PMI回升至60.6高位。随着疫苗接种推进，疫情缓和，海外经济复苏预期较强，利好国内铜终端产品

出口消费。

**5. 全球铜库存处于近年来季节性低位。**当前全球显性库存处于近年来季节性低位，根据对铜供应及消费的分析，我们认为上半年国内铜季节性去库力度或超预期。

**6. 宏观面乐观情绪降温。**经济恢复、宏观货币预期变化交织，市场乐观情绪降温，铜价波动加大。

综上，当前铜基本面供需改善预期较强（商品属性），但宏观层面近期海外货币预期转变，市场乐观情绪降温（金融属性），短期铜价波动加大。中长期看，在基本面改善条件下，铜价向上趋势大概率延续。仅供参考。

● **风险提示：**

1. 海外疫情发展不确定； 2. 中美关系再起波澜； 3. 欧美实体经济恢复不及预期。

## 报告目录

1. 行情回顾.....	5
2. 疫情情况.....	5
3. 基本面.....	7
3.1 铜矿加工费 TC 跌破 40 美元/吨.....	7
3.2 国内下游消费季节性恢复速度有望加快.....	11
3.3 全球铜库存近年来季节性低位.....	15
4. 宏观面：经济恢复、宏观货币预期变化交织，市场乐观情绪降温.....	17
5. 结论.....	18
6. 风险提示.....	19

## 图目录

图 1： LME 各品种 2020 年以来涨跌幅.....	5
图 2： 沪铜期限结构（单位：元/吨）.....	5
图 3： 海外每日新增确诊人数（5 日均值，单位：例）.....	5
图 4： 智利、秘鲁每日新增确诊人数（5 日均值，单位：例）.....	6
图 5： 智利、秘鲁占全球铜矿产量 40%.....	6
图 6： 中国从智利、秘鲁进口铜矿占比达 62%.....	6
图 7： 铜精矿加工费 TC 屡创新低（单位：美元/吨）.....	9
图 8： 2021 年铜精矿长单 TC 下滑至 59.5 美元/吨（单位：美元/吨）.....	9
图 9： 国内电解铜产量（单位：万吨，%）.....	10
图 10： 铜精矿现货加工盈亏（单位：元/吨）.....	10
图 11： 硫酸价格（单位：元/吨）.....	10
图 12： 中国制造业 PMI.....	11
图 13： 国内铜消费按品种分布.....	11
图 14： 国内铜终端消费行业分布.....	11
图 15： 电线电缆开工率（单位：%）.....	12
图 16： 铜杆开工率（单位：%）.....	12
图 17： 铜管开工率（单位：%）.....	12
图 18： 铜板带箔开工率（单位：%）.....	12
图 19： 电网投资负增长（单位：亿元，%）.....	13
图 20： 国家电网计划投资额（单位：亿元）.....	13
图 21： 空调产量（单位：万台，%）.....	13
图 22： 空调库存压力较大（单位：万台）.....	13
图 23： 汽车产量（单位：万辆，%）.....	14
图 24： 汽车产量增速季节性（单位：%）.....	14
图 25： 乘联会狭义乘用车销量变化（单位：%）.....	14
图 26： 欧美国家铜消费占比 20%.....	15

图 27: 欧美发达国家制造业 PMI.....	15
图 28: 三大交易所叠加保税区库存 (单位: 万吨) .....	15
图 29: 国内三地社会库存 (单位: 万吨) .....	16
图 30: 保税区库存季节性 (单位: 万吨) .....	16
图 31: 上期所铜库存季节性 (单位: 吨) .....	16
图 32: LME 铜库存季节性 (单位: 吨) .....	16
图 33: COMEX 铜库存季节性 (单位: 吨) .....	16
图 34: 美元指数与铜价走势.....	17
图 35: 主要资产表现.....	17
图 36: 市场恐慌情绪有所回升.....	18

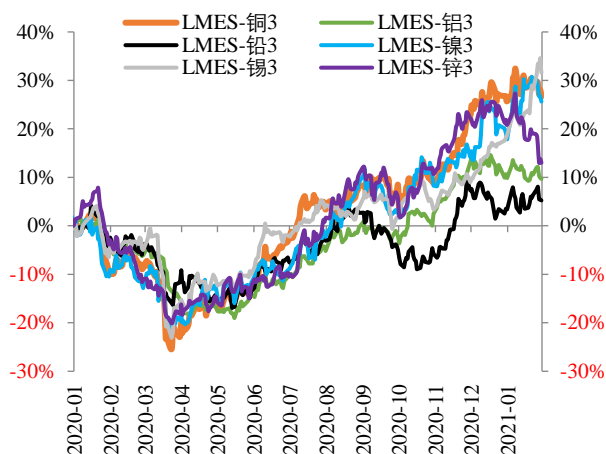
**表目录**

表 1: 全球前 15 大矿企 2020 年 4 季度产量负增长.....	8
---------------------------------------	---

## 1. 行情回顾

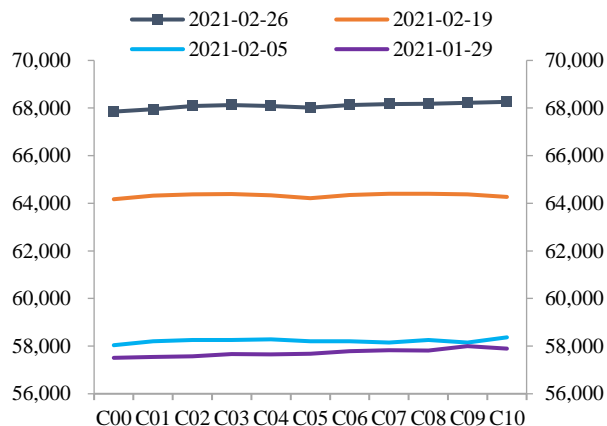
2月铜价走势波澜壮阔。春节前铜价连续小幅上涨至60000元/吨上方，节后在海外疫情缓解、美国财政刺激、国内复工预期加快等条件下，一举突破70000元/吨大关，创下2011年8月以来新高。月内最后一个交易日铜价在海外宏观货币预期转向等因素干扰下，开始大幅回调。截至2月26日，国内主力合约CU2104收于67950元/吨，月涨幅高达18.07%。

图1: LME各品种2020年以来涨跌幅



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图2: 沪铜期限结构(单位: 元/吨)

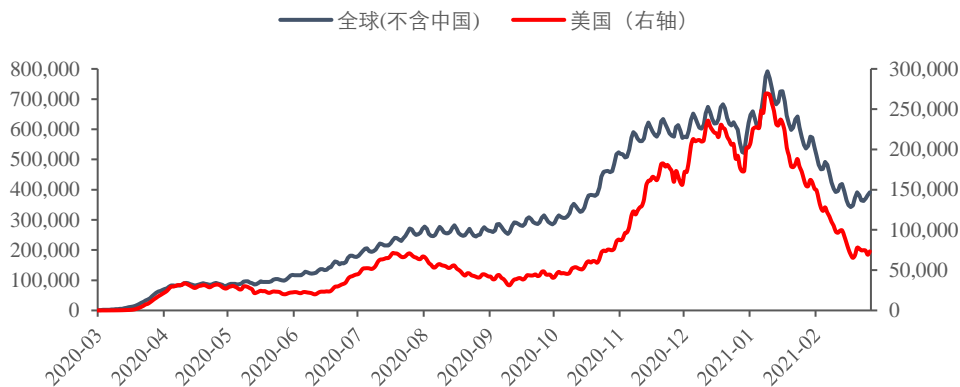


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2. 疫情情况

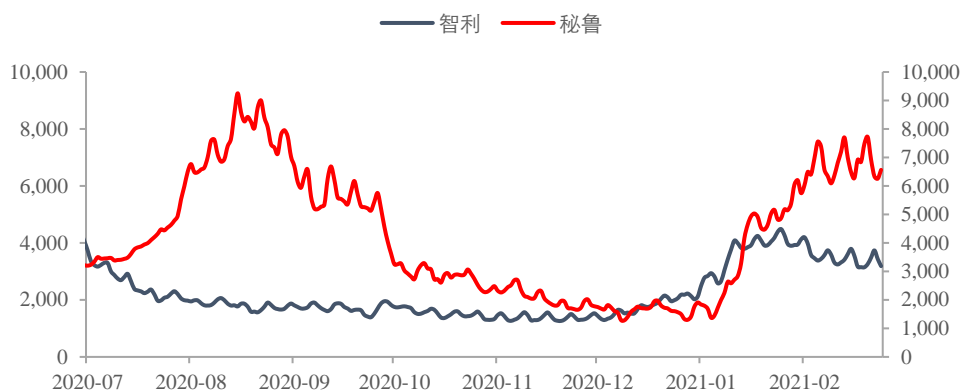
海外疫情逐步缓解。截至2月26日，海外确诊病例超过1.13亿人，其中美国确诊病例超过2900万人。随着疫苗接种逐步推进，海外每日确诊病出现下滑。但智利、秘鲁（智利、秘鲁占全球铜矿产量40%）等主要铜矿生产地疫情出现反复，新增确诊人数维持高位。

图3: 海外每日新增确诊人数(5日均值, 单位: 例)



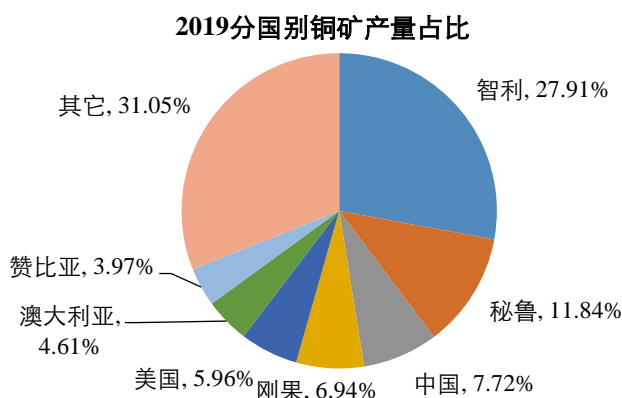
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

**图4：智利、秘鲁每日新增确诊人数（5日均值，单位：例）**



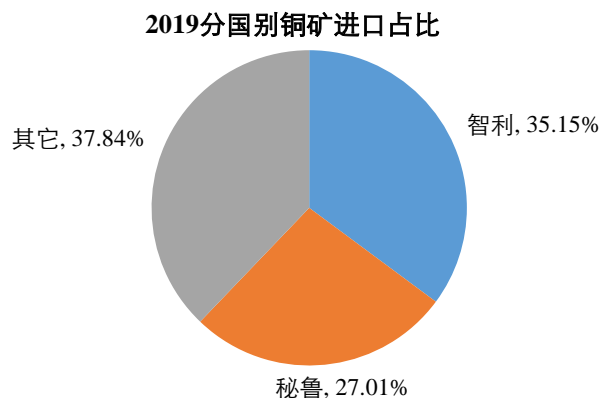
数据来源：Wind，兴证期货研发部

**图5：智利、秘鲁占全球铜矿产量 40%**



数据来源：Wind，兴证期货研发部

**图6：中国从智利、秘鲁进口铜矿占比达 62%**



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3. 基本面

**铜矿加工费 TC 跌破 40 美元/吨。**南美等主要铜矿产地疫情反复，主要矿企产量不乐观，已公布的 15 家矿企 4 季度产量仍为负增长。铜矿加工费 TC 不断创新低，截至 2 月 26 日当周，铜矿加工费仅为 37.15 美元/吨。从全球主要大矿企产量预期看，上半年铜矿相对短缺局面大概率延续，预计铜矿加工费 TC 维持低位。

**冶炼厂生产亏损。**冶炼厂生产亏损减仍在。根据测算，在不足 40 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期仍在。这是我们认为供应端对铜价有所支撑的主要逻辑之一。

**国内宏观经济好转。**受鼓励“就地过年”政策影响，预计春节后下游开工恢复速度会显著快于往年，铜消费有望持续改善。

**海外欧美国家经济复苏预期较强。**欧元区 2 月制造业 PMI 回升至 57.7，其中德国 2 月制造业 PMI 回升至 60.6 高位。随着疫苗接种推进，疫情缓和，海外经济复苏预期较强，利好国内铜终端产品出口消费。

**全球铜库存处于近年来季节性低位。**当前全球显性库存处于近年来季节性低位，根据对铜供应及消费的分析，我们认为上半年国内铜季节性去库力度或超预期。

综上，当前铜基本面供需改善预期较强（商品属性），但宏观层面近期海外货币预期转变，市场乐观情绪降温（金融属性），短期铜价波动加大。中长期看，在基本面改善条件下，铜价向上趋势大概率延续。

#### 3.1 铜矿加工费 TC 跌破 40 美元/吨

南美等主要铜矿产地疫情反复，主要矿企产量不乐观，已公布的 15 家矿企 4 季度产量仍为负增长。铜矿加工费 TC 不断创新低，截至 2 月 26 日当周，铜矿加工费仅为 37.15 美元/吨。从全球主要大矿企产量预期看，上半年铜矿相对短缺局面大概率延续，预计铜矿加工费 TC 维持低位。

冶炼厂生产亏损减仍在。根据测算，在不足 40 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期仍在。这是我们认为供应端对铜价有所支撑的主要逻辑之一。

### 3.1.1 大矿企 2020 年 4 季度产量负增长

全球前 15 大矿企 (CR15:0.63) 2021 年 4 季度产量维持负增长，截至目前，南美主要铜矿生产地疫情再度反复，每日新增确诊人数高位，铜矿产量不确定性仍较高。

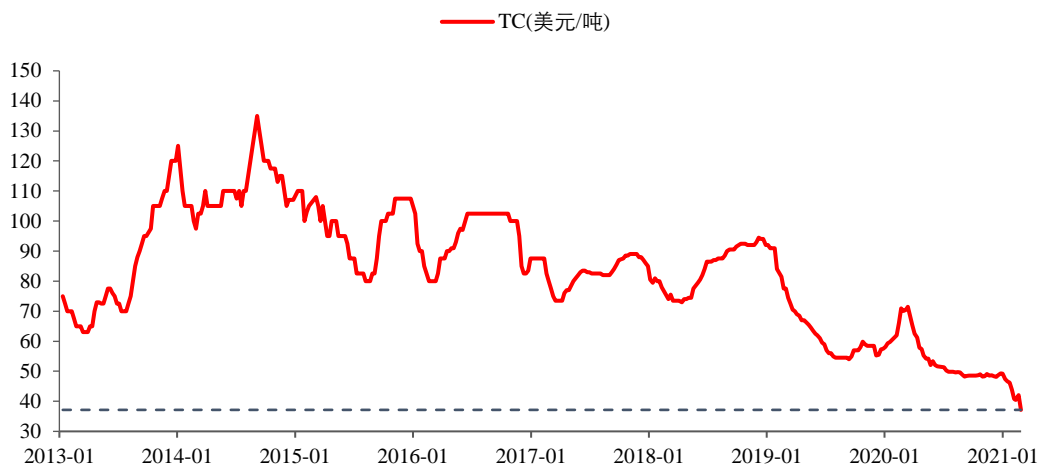
表 1: 全球前 15 大矿企 2020 年 4 季度产量负增长

序号	公司	2020Q4 (万吨)	2020Q4 增量 (万吨)	2020Q4 同比	2020Q3 同比	2020Q1-Q3 同比
1	Codelco	48.40	-1.30	-2.62%	1.71%	2.82%
2	Freeport	39.19	1.68	4.47%	-2.32%	-3.23%
3	BHP Billiton	42.81	-2.73	-5.99%	-3.84%	-3.22%
4	Glencore	32.34	-3.20	-9.00%	-1.76%	-7.98%
5	Grupo Mexico	28.99	0.69	2.43%	-2.01%	0.33%
6	Antofagasta	19.26	0.71	3.83%	-13.91%	-7.34%
7	Rio Tinto	18.86	-2.20	-10.45%	-28.19%	-21.10%
8	KGHM Polska	18.82	1.62	9.42%	-4.16%	-1.61%
9	MMG	11.32	-0.74	-6.15%	-11.56%	-18.10%
10	Anglo American	16.78	0.90	5.67%	4.28%	0.10%
11	First Quantum	20.30	-0.13	-0.62%	9.81%	15.64%
12	Vale	9.35	0.32	3.54%	-10.89%	-8.20%
13	Norilsk	12.86	0.15	1.14%	-1.65%	-3.60%
14	Teck Resources	7.81	0.71	10.00%	-14.18%	-12.35%
15	Kazakhmys	7.57	-0.52	-6.43%	-8.08%	-0.22%
<b>Total</b>		<b>321.56</b>	<b>-2.96</b>	<b>-0.91%</b>	<b>-4.08%</b>	<b>-3.40%</b>

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

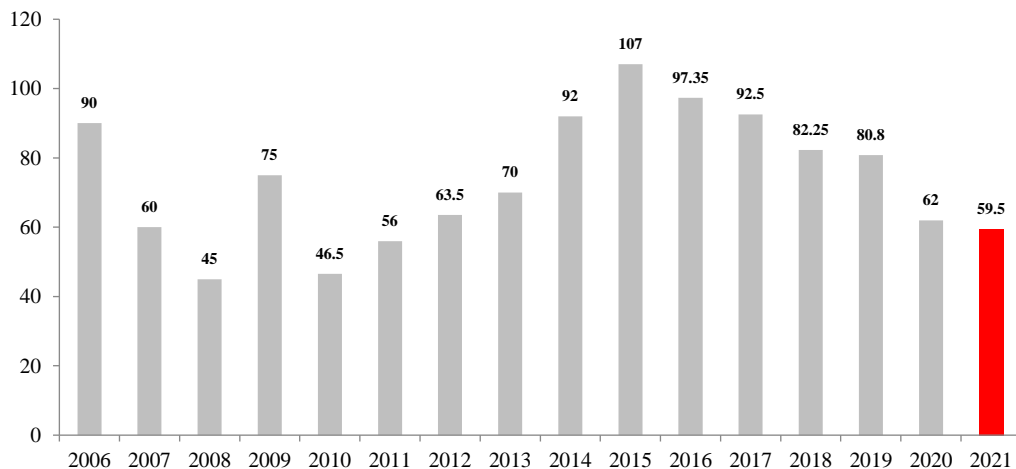


图7：铜精矿加工费 TC 屡创新低（单位：美元/吨）



数据来源：CRU，兴证期货研发部

图8：2021 年铜精矿长单 TC 下滑至 59.5 美元/吨（单位：美元/吨）

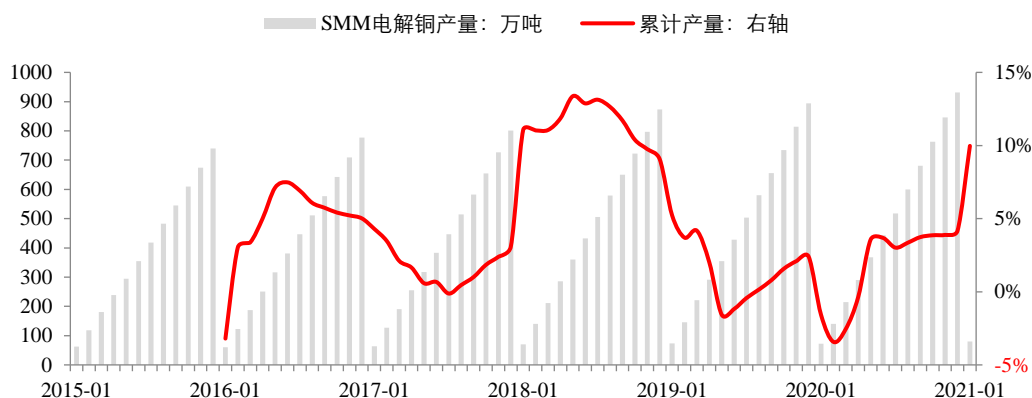


数据来源：公开资料，兴证期货研发部

### 3.1.2 冶炼厂亏损减产预期仍在

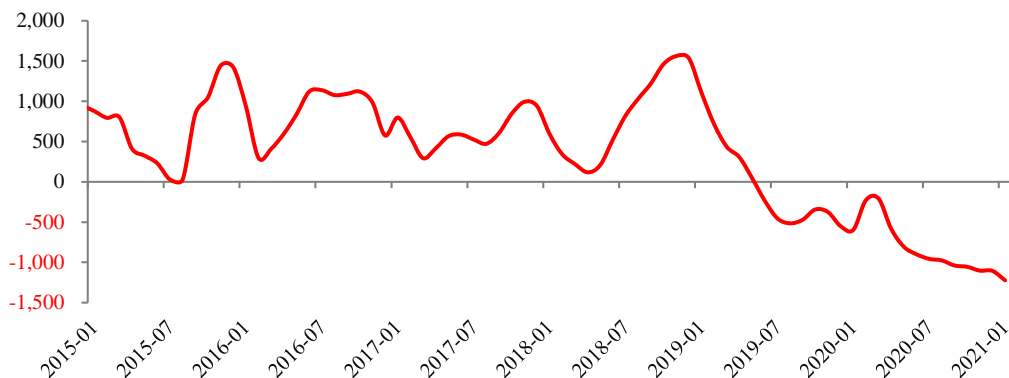
冶炼厂生产亏损减仍在。根据测算，在不足 40 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期仍在。这是我们认为供应端对铜价有所支撑的主要逻辑之一。

图9：国内电解铜产量（单位：万吨，%）



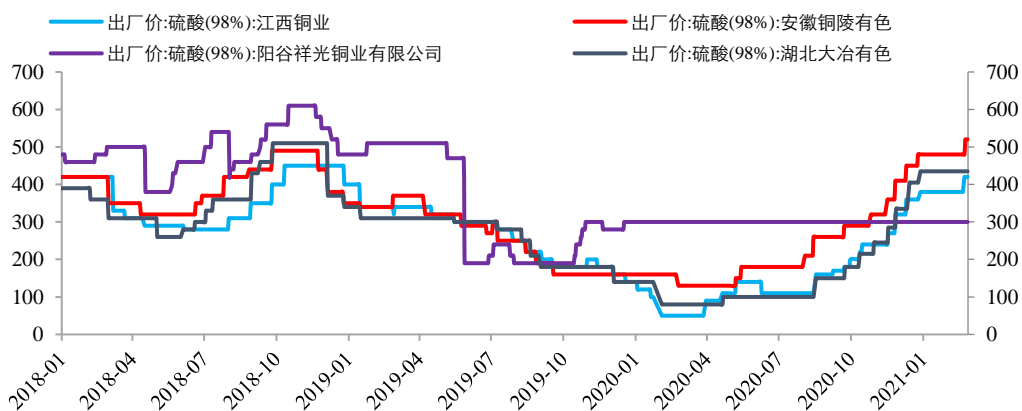
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图10：铜精矿现货加工盈亏（单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图11：硫酸价格（单位：元/吨）

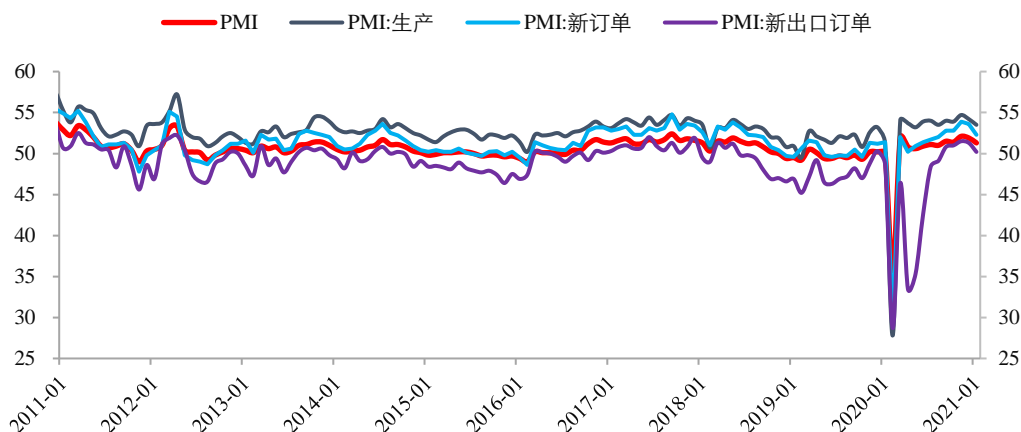


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.2 国内下游消费季节性恢复速度有望加快

国内宏观经济好转，受鼓励“就地过年”政策影响，预计春节后下游开工恢复速度会显著快于往年，铜消费有望持续改善。

图12：中国制造业 PMI

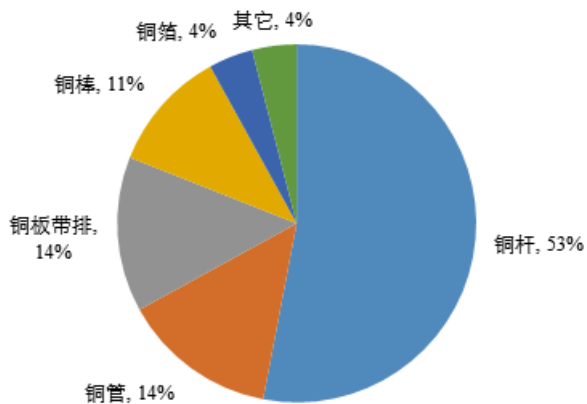


数据来源：Wind，兴证期货研发部

#### 3.2.1 下游铜材开工整体高于往年

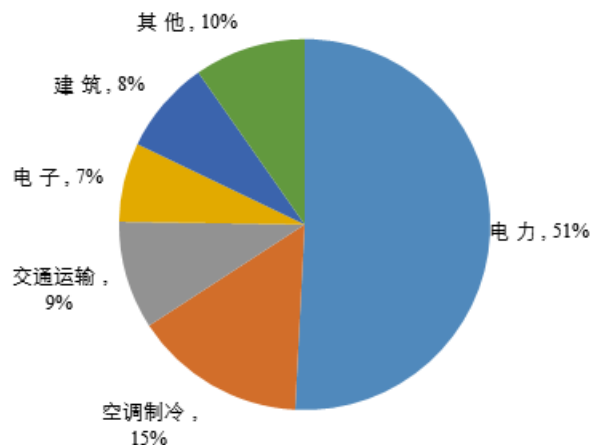
从铜下游开工来看，由于出口维持高景气度以及疫情导致春节效应相对弱化，下游开工率明显好于往年。

图13：国内铜消费按品种分布



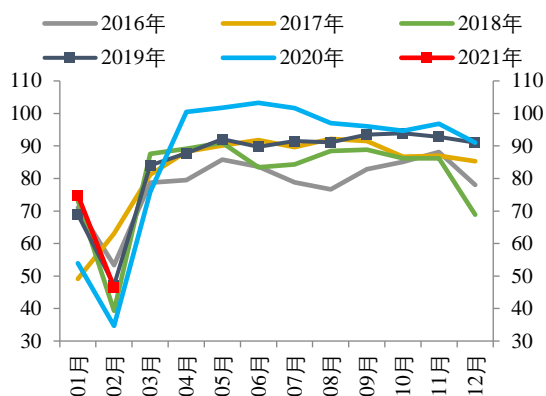
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图14：国内铜终端消费行业分布



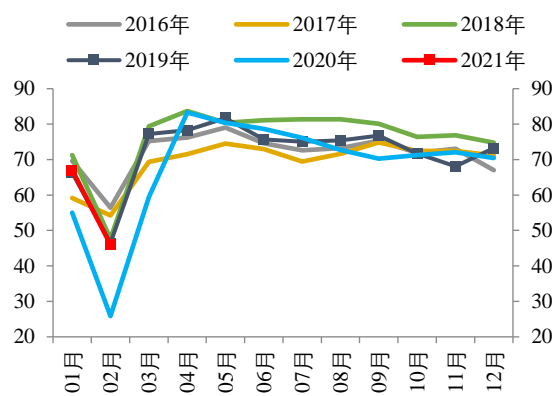
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图15: 电线电缆开工率 (单位: %)



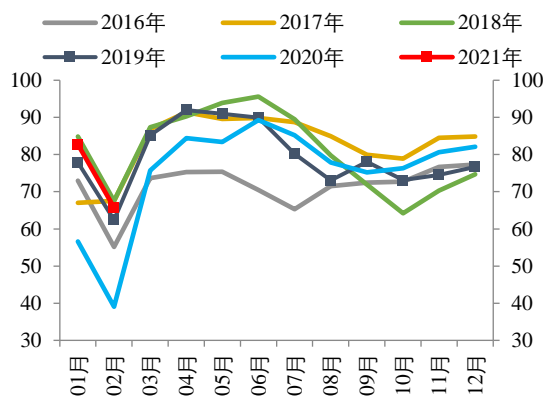
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图16: 铜杆开工率 (单位: %)



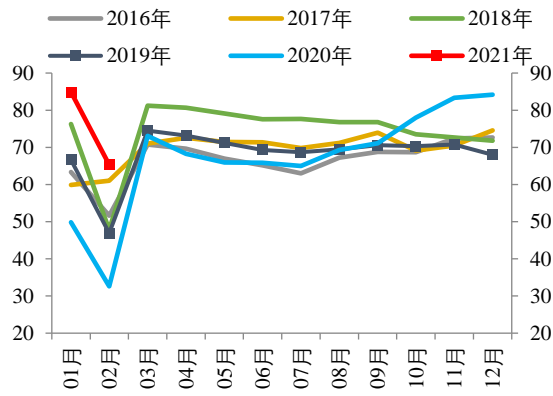
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图17: 铜管开工率 (单位: %)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图18: 铜板带箔开工率 (单位: %)

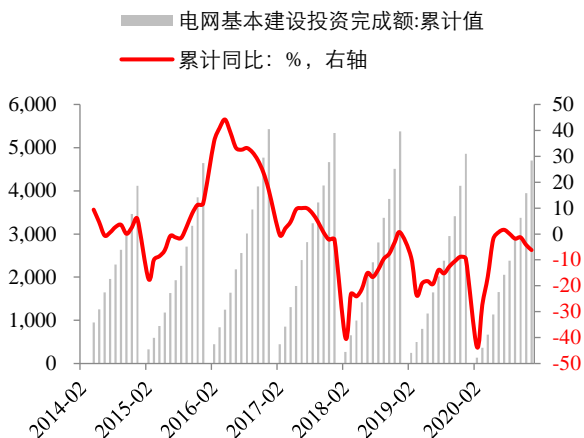


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### 3.2.2 电网投资 2020 年负增长

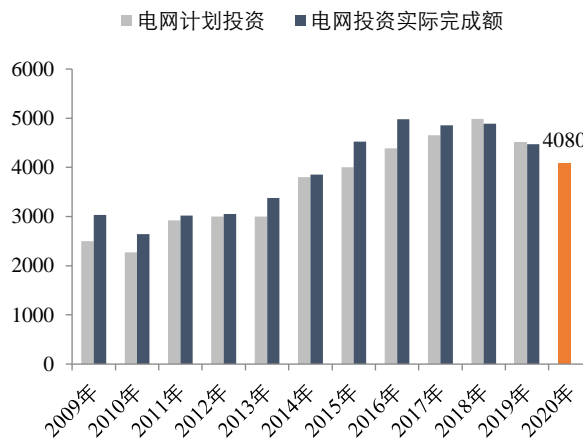
2020 年 12 月单月电网投资完成额同比转正 2.3%，2020 全年实际完成额 4699 亿元，同比下滑 6.20%。

图19: 电网投资负增长 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图20: 国家电网计划投资额 (单位: 亿元)

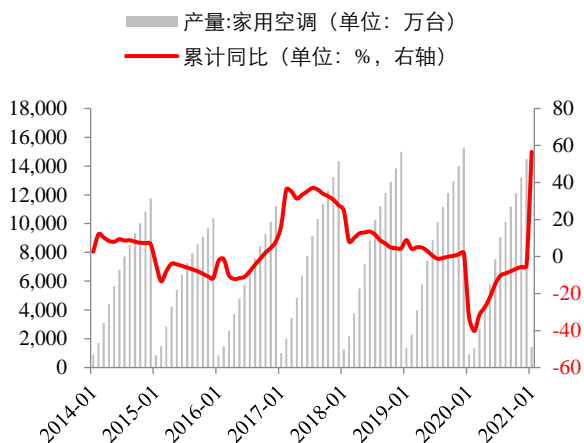


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2.3 空调产量回升

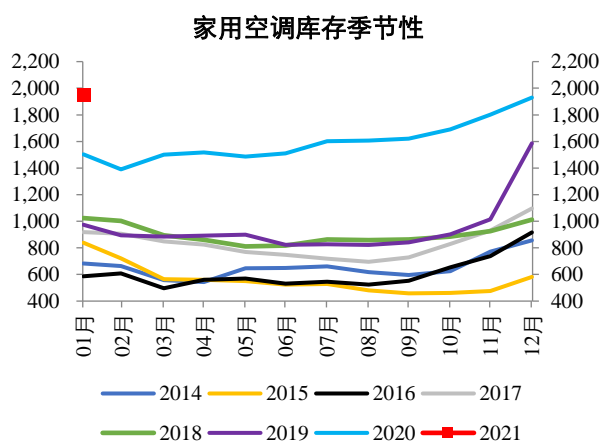
产业在线数据显示, 2021年1月家用空调总产量1427.5万台, 同比大增56.54%。1月空调库存1691.69万台, 空调库存压力仍较大。

图21: 空调产量 (单位: 万台, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图22: 空调库存压力较大 (单位: 万台)

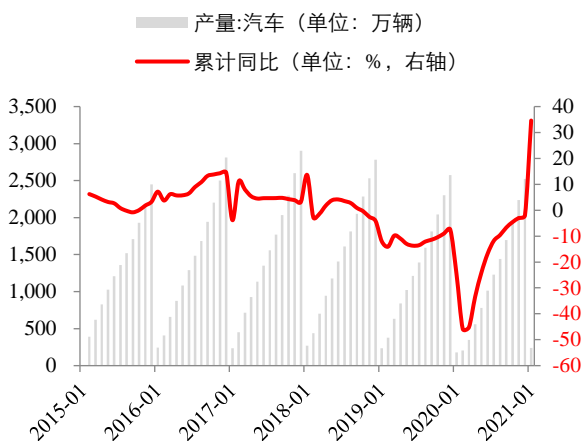


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2.4 汽车产量维持高景气度

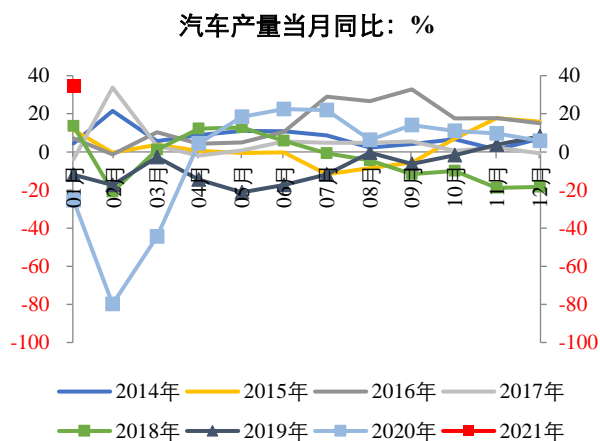
据中国汽车工业协会数据，2021年1月单月汽车产量同比正增长34.64%，汽车产业维持高景气度。

图23：汽车产量（单位：万辆，%）



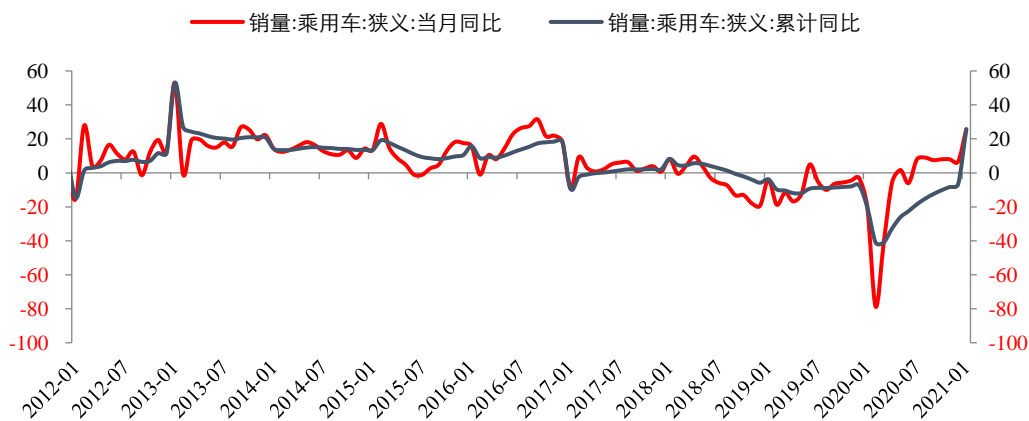
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图24：汽车产量增速季节性（单位：%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图25：乘联会狭义乘用车销量变化（单位：%）

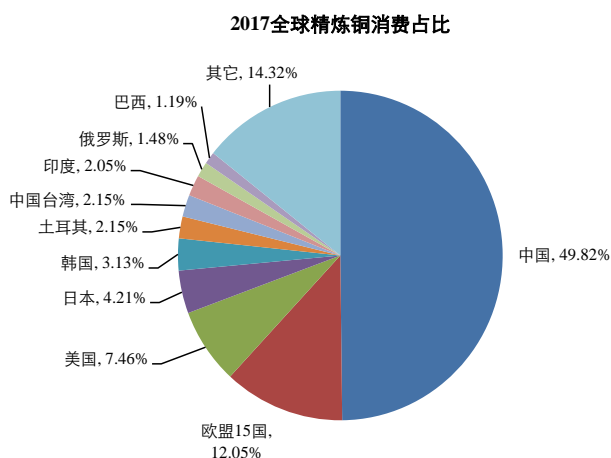


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.2.5 欧美国家经济复苏

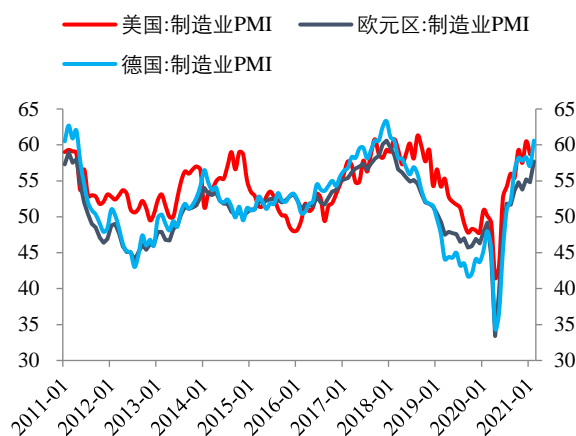
海外欧美国家经济复苏预期较强。欧元区2月制造业PMI回升至57.7，其中德国2月制造业PMI回升至60.6高位。随着疫苗接种推进，疫情缓和，海外经济复苏预期较强，利好国内铜终端产品出口消费。

图26：欧美国家铜消费占比 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图27：欧美发达国家制造业 PMI

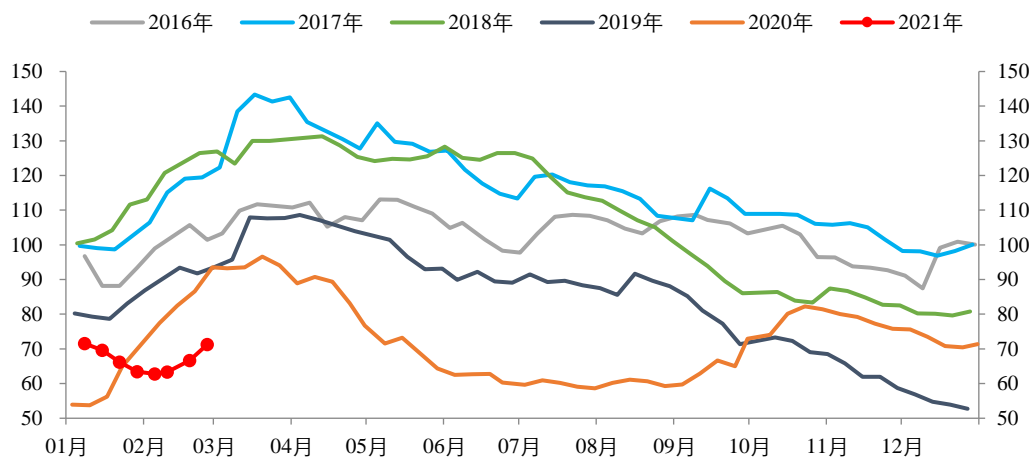


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.3 全球铜库存近年来季节性低位

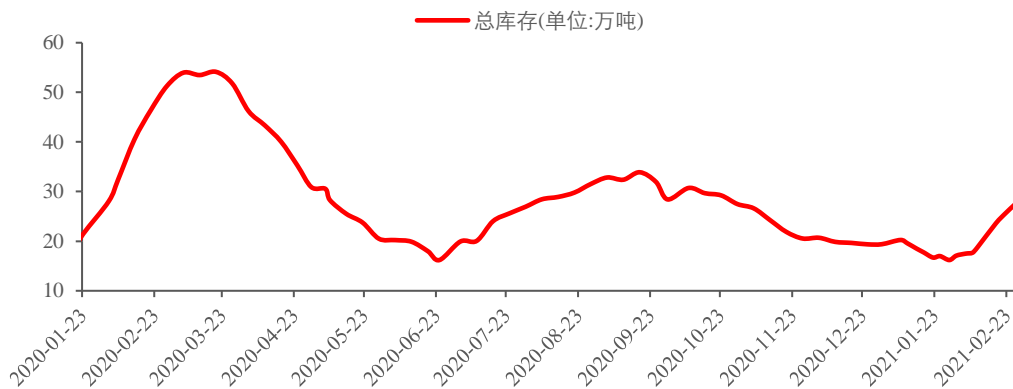
全球铜库存处于近年来季节性低位。当前全球显性库存处于近年来季节性低位，根据对铜供应及消费的分析，我们认为上半年国内铜季节性去库力度或超预期。

图28：三大交易所叠加保税区库存（单位：万吨）



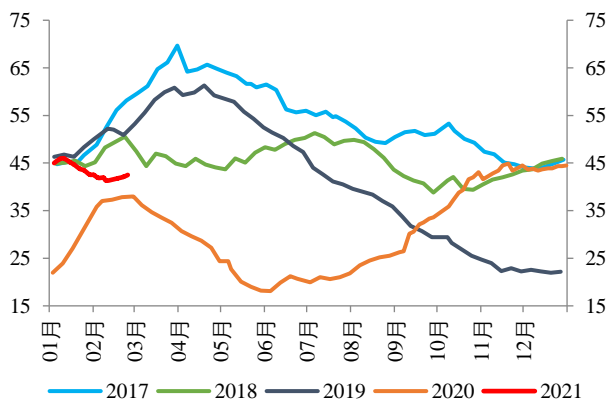
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图29：国内三地社会库存（单位：万吨）



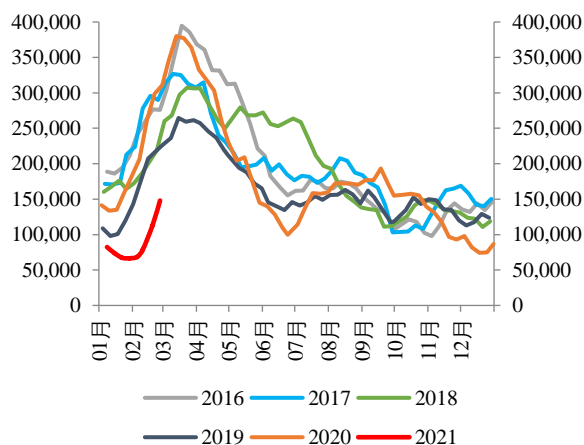
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图30：保税区库存季节性（单位：万吨）



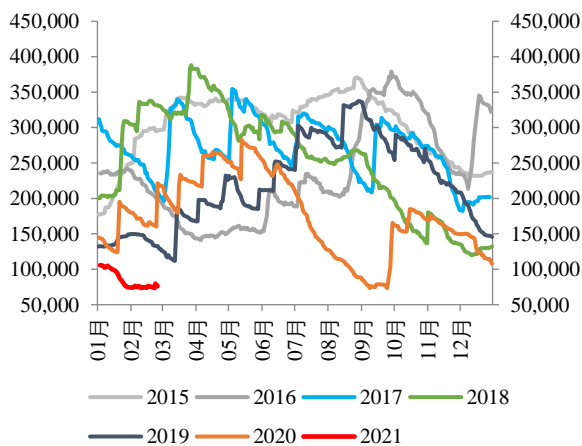
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图31：上期所铜库存季节性（单位：吨）



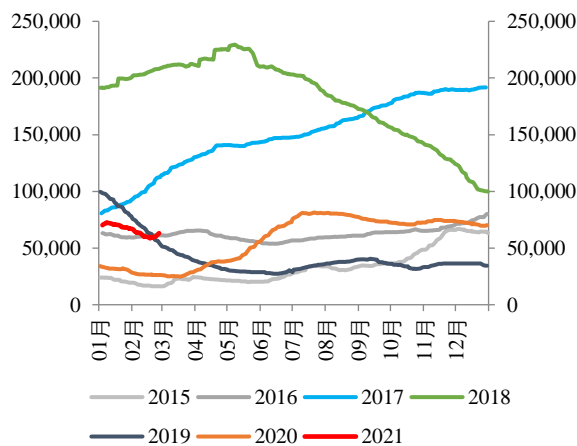
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图32：LME 铜库存季节性（单位：吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图33：COMEX 铜库存季节性（单位：吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部



## 4. 宏观面：经济恢复、宏观货币预期变化交织，市场乐观情绪降温

美元指数小幅下滑，截至 2 月 26 日，收于 90.1989，月环比下滑 0.3393。

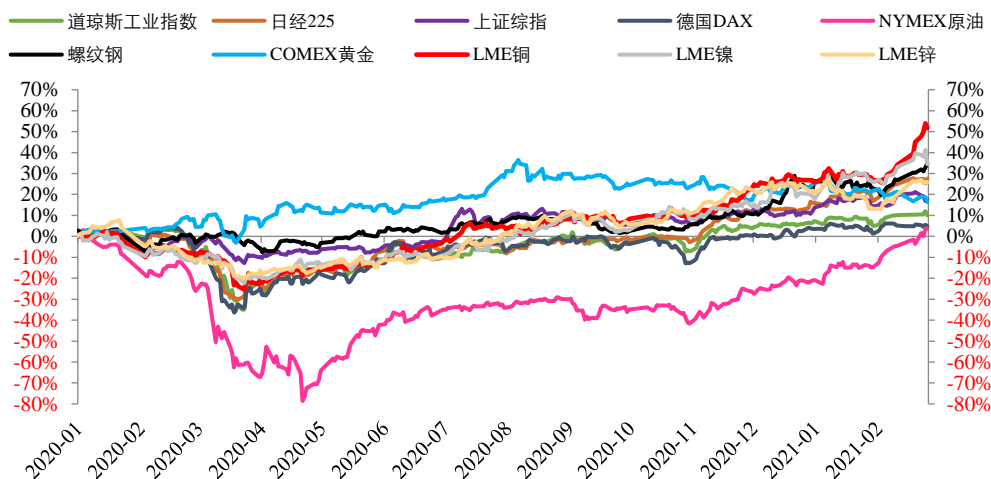
经济恢复、宏观货币预期变化交织，市场乐观情绪发生转向，铜价波动明显放大。

图34：美元指数与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图35：主要资产表现



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图36：市场恐慌情绪有所回升



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 5. 结论

**铜矿加工费 TC 跌破 40 美元/吨。**南美等主要铜矿产地疫情反复，主要矿企产量不乐观，已公布的 15 家矿企 4 季度产量仍为负增长。铜矿加工费 TC 不断创新低，截至 2 月 26 日当周，铜矿加工费仅为 37.15 美元/吨。从全球主要大矿企产量预期看，上半年铜矿相对短缺局面大概率延续，预计铜矿加工费 TC 维持低位。

**冶炼厂生产亏损。**冶炼厂生产亏损减仍在。根据测算，在不足 40 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期仍在。这是我们认为供应端对铜价有所支撑的主要逻辑之一。

**国内宏观经济好转。**受鼓励“就地过年”政策影响，预计春节后下游开工恢复速度会显著快于往年，铜消费有望持续改善。

**海外欧美国家经济复苏预期较强。**欧元区 2 月制造业 PMI 回升至 57.7，其中德国 2 月制造业 PMI 回升至 60.6 高位。随着疫苗接种推进，疫情缓和，海外经济复苏预期较强，利好国内铜终端产品出口消费。

**全球铜库存处于近年来季节性低位。**当前全球显性库存处于近年来季节性低位，根据对铜供应及消费的分析，我们认为上半年国内铜季节性去库力度或超预期。

宏观面乐观情绪降温。经济恢复、宏观货币预期变化交织，市场乐观情绪降温，铜价波动加大。

综上，当前铜基本面供需改善预期较强（商品属性），但宏观层面近期海外货币预期转变，市场乐观情绪降温（金融属性），短期铜价波动加大。中长期看，在基本面改善条件下，铜价向上趋势大概率延续。

## 6. 风险提示

1. 海外疫情发展不确定；
2. 中美关系再起波澜；
3. 欧美实体经济恢复不及预期。

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。