



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290号

夏莹莹
投资咨询证号：
Z0016569

肖宇非
从业资格证号：
F3080728

震荡行情延续

摘要

第三季度铜价如期在 6.5 万-7.4 万元每吨之间震荡，因为多头并不存在明显的上涨动力，而空头也缺乏宏观层面上的支撑。由于宏观对美联储收紧货币政策的预期，铜价在 8 月下旬跌破 6.6 万元每吨后存在明显的支撑，铜产业链中的中下游企业在价格下跌后采买意愿强烈。铜价在上升到 7.1 万元每吨之后则因为宏观预期而触顶。基本面铜矿供给稳中有升，铜材及精炼铜供给回到疫情前的水平。精炼铜产量并未受到限电影响出现大跌。需求端个人消费偏弱导致汽车及白色家电领域的产销均出现不同程度的下滑，电力产业尚未进入发力期。

第四季度铜价很可能延续震荡行情，其背后的逻辑和第三季度相似。以往年投资来看，电力行业在年末或出现较大增长，再加上今年上半年因为铜价上涨而积压的部分订单，第四季度的用铜需求将比较旺盛，这会为铜价提供较强的支撑。上方压力位依然存在。美联储虽然没有明确缩债开始的时间，但是大概率会在今年 12 月。和加息造成的短期铜价巨震不同，缩债很可能会持续对铜价起到压制作用。在这样的背景下，第三季度的高位很可能会成为第四季度的压力位，第四季度的压力位则可能继续向明年传导。

第四季度沪铜运行区间 6.5 万-7.4 万元每吨，伦铜运行区间 8800-10500 美元每吨。

策略：震荡区间内操作。

风险点：货币政策超预期收紧；铜矿供应国疫情反复；下游需求不及预期。

目录

第 1 章	2021 年第三季度铜价回顾	4
第 2 章	宏观经济通胀拉升，美联储或缩紧货币政策	5
2.1.	全球经济持续稳步复苏	5
2.2.	美联储 9 月利率决议暗示第四季度或缩债	6
第 3 章	基本面供给稳中偏紧，需求或在年末回暖	8
3.1.	供给稳中偏紧	8
3.2.	需求或年末发力	10
3.3.	国内库存持续走低，海外 LME 累库	12
第 4 章	2021 年第四季度铜价展望	14
免责声明	15

图表目录

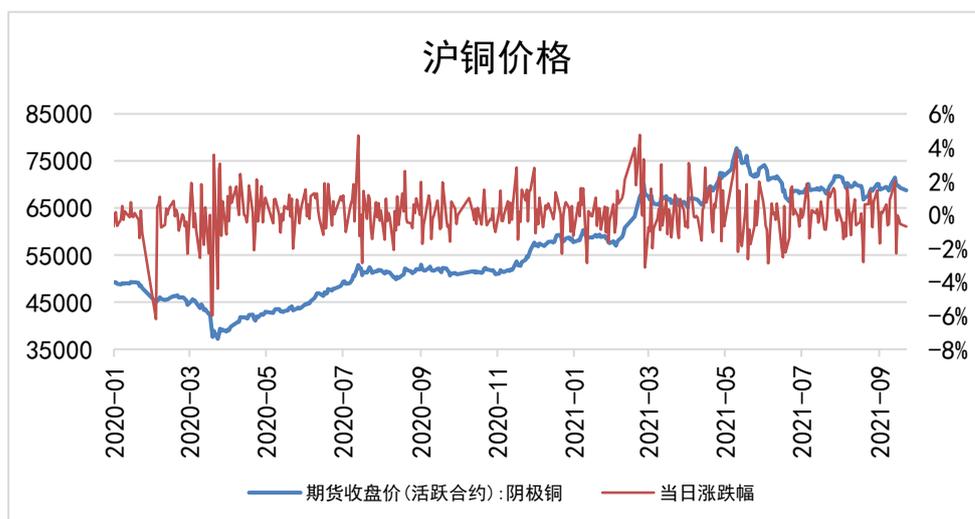
图表 1 沪铜价格第三季度震荡为主	4
图表 2 LME 铜价格第三季度震荡为主	4
图表 3 美国 CPI 在 7、8 月回落，欧元区 CPI 有所恢复；欧元区 PMI 在第三季度持续高企	5
图表 4 欧元区失业率居高不下	5
图表 5 中国 GDP 在第二季度由于基数较大同比回落	6
图表 6 美元指数触底反弹	7
图表 7 M1/M2、社会融资均保持稳定	7
图表 8 铜矿进口基本恢复到疫情前的水平	8
图表 9 铜材、精炼铜进口均保持稳定	9
图表 10 精炼铜产量创下新高	9
图表 11 TC/RC 回到疫情前的水平；社会库存持续走低	10
图表 12 电源投资、电网投资完成额在第三季度表现一般，第四季度或将回暖	10
图表 13 房屋竣工面积逐渐修复	11
图表 14 汽车产销同比下降，但新能源领域异军突起	11
图表 15 空调产销差强人意	12
图表 16 上期所铜库存持续走低	12
图表 17 保税区铜库存持续走低	13
图表 18 LME 铜库存持续累库，目前已达年内高点	13

第1章 2021 年第三季度铜价回顾

2021 年第三季度铜价的走势以震荡为主。

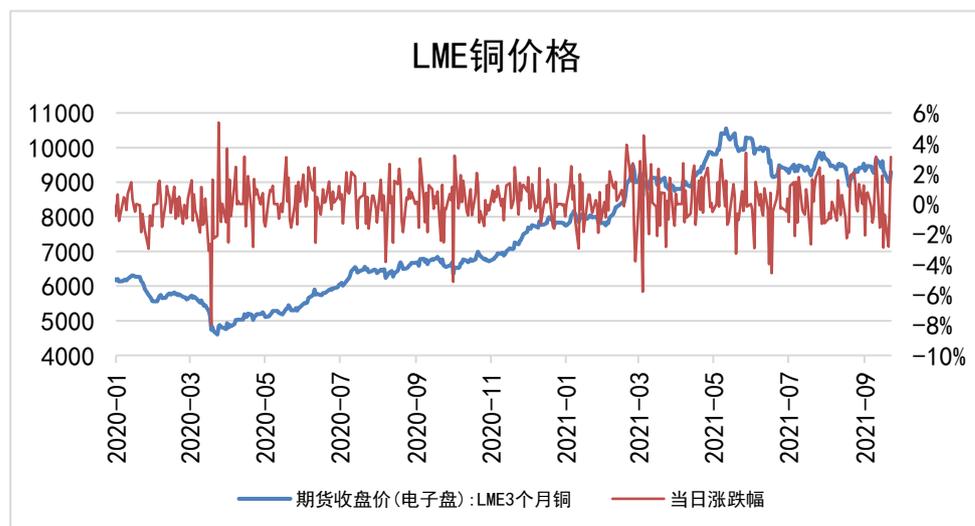
7 月末铜价一度上探 7.1 万元每吨，此后向下回调。受宏观情绪影响，铜价在 8 月末跌破 6.6 万元每吨，此后强势反弹，于 9 月中旬再度上探 7.1 万元每吨后回到 7 万元以下。

图表 1 沪铜价格第三季度震荡为主



资料来源：Wind 南华研究

图表 2 LME 铜价格第三季度震荡为主

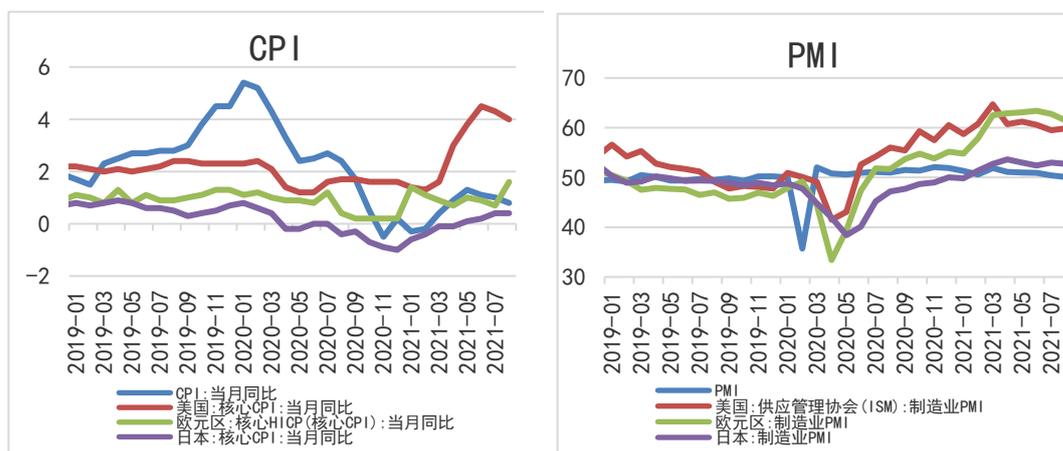


资料来源：Wind 南华研究

第2章 宏观经济通胀拉升，美联储或收紧货币政策

2.1. 全球经济持续稳步复苏

图表 3 美国 CPI 在 7、8 月回落，欧元区 CPI 有所恢复；欧元区 PMI 在第三季度持续高企

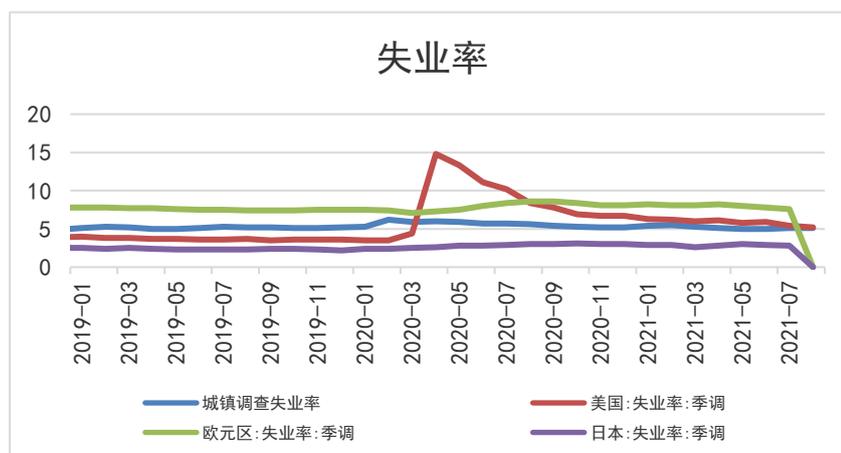


资料来源: Wind 南华研究

资料来源: Wind 南华研究

美国的通胀在 8 月有所回落，这对美联储未来的货币政策操作空间有所提升。以鲍威尔一直以来的鸽派态度，美联储在通胀回落采取更加温和的收紧货币政策措施，大概率会延长缩债周期。从 PMI 到 CPI 的传导上来看，欧元区在第三季度开始逐渐顺畅，这和疫情的控制有一定的关联。若欧洲的 PMI 和 CPI 连续三个月出现良好的传导，则欧洲的经济实质性得到了恢复。

图表 4 欧元区失业率居高不下

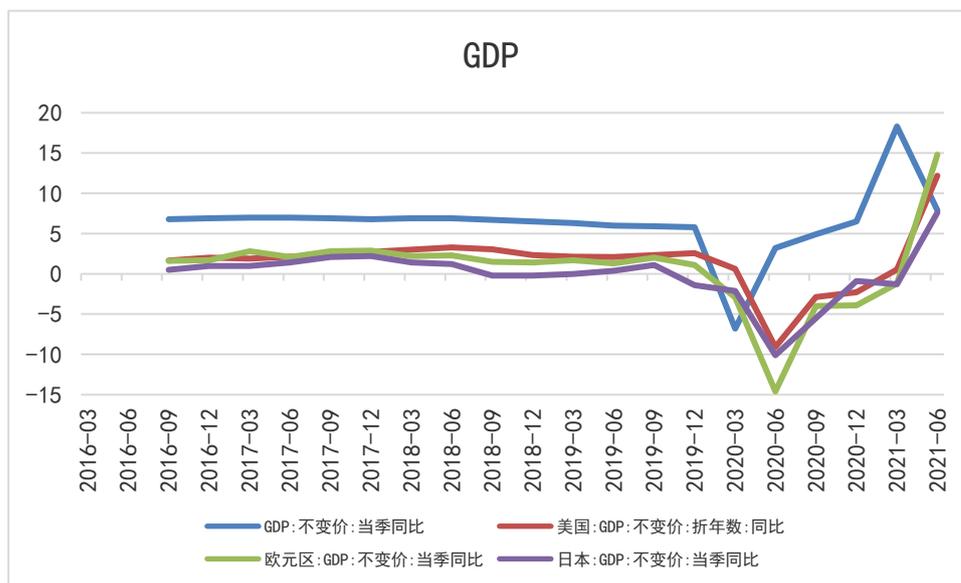


资料来源: Wind 南华研究

美国的劳动力市场在第三季度继续表现良好，失业率持续走低。但是内在隐患依然

不可忽视。低失业率有部分原因是部分劳动人口并不急于寻找工作。非农就业数据起伏较大，反映出劳动力市场的不稳定。

图表 5 中国 GDP 在第二季度由于基数较大同比回落



资料来源: Wind 南华研究

我国第二季度 GDP 虽然回落明显，第三季度也大概率不会出现两位数的增长，主要原因有以下两点：1. 我国经济在去年第二季度就开始逐渐恢复，是全球所有主要经济体中恢复最快的，这也导致去年同期基数较高，今年同比增长率偏低；2. 欧元区经济开始恢复，但是还未达到实质性的全面恢复，导致我国出口受到一定的影响。

2.2. 美联储 9 月利率决议暗示第四季度或缩债

9 月下旬的美联储利率决议为整个第四季度的铜价奠定了一个基调。

美联储主席鲍威尔表示，美联储可能最早于 11 月开始缩减资产购买规模，并在 2022 年年中之前完成这一过程。此前，美联储官员透露，美联储越来越倾向于在明年加息。鲍威尔在记者会上就美联储开始撤出对经济的紧急支持措施时说道，缩减购债规模 (tapering) “最快可能在下次会议上就会出现”。这指的是 11 月 2 日至 3 日的政策会议。不过他表示，如果有必要的话，可以再等一段时间，并强调，缩减购债计划并不是对加息时机的直接信号。在为期两天的联邦公开市场委员会 (FOMC) 会议结束后，他表示：“未来缩减资产购买的时机和速度，不会传递有关加息时机的直接信号。”

关于缩债的时间点和周期，我们认为在未来的两个月内，美国的通胀数据将成为主要的参考标准。依据鲍威尔此前在全球央行会议上的讲话和一贯以来的鸽派态度，只有当通胀长期高于预期时，他才会倾向于使用较紧的货币政策。参考美国近 3 个月的 CPI，

若美国能够在 10 月将它控制在 4%以内甚至更低，缩债可能会被推迟到 12 月。一旦缩债开始执行，美元指数料将有所反弹，最终达到 95 附近。

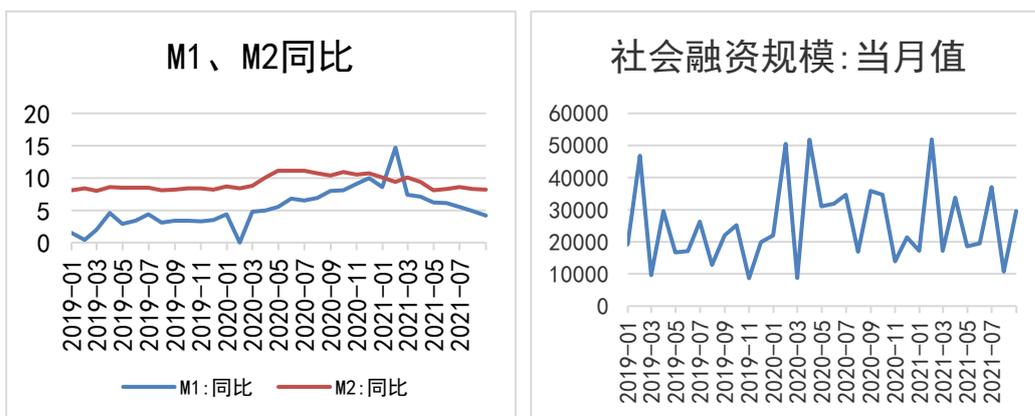
图表 6 美元指数触底反弹



资料来源：Wind 南华研究

为应对美联储即将到来的紧缩货币政策，我国的 M1 同比增速持续走低，M2 则保持在 8.5%的增速。从第三季度央行的货币政策来看，整体保持稳中偏紧。

图表 7 M1/M2、社会融资均保持稳定



资料来源：Wind 南华研究

第3章 基本面供给稳中偏紧，需求或在年末回暖

3.1. 供给稳中偏紧

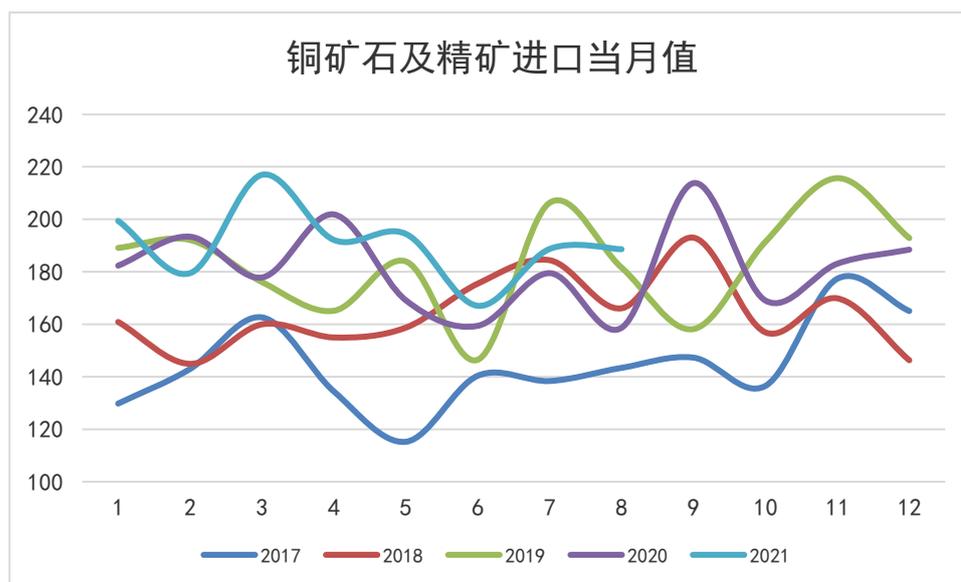
第三季度铜矿供给基本保持稳定，虽然 7 月铜矿进口偏低，但是 8 月的大量进口还是弥补了此前的不足。

秘鲁总统大选已落下帷幕，左翼候选人卡斯特略当选。他在竞选中提到，矿业公司正在掠夺秘鲁的财富，他希望对铜业公司按铜价的高低征税。此举和智利目前正在讨论的高昂税收计划类似。如果秘鲁的这项税收计划最终实施，按照每吨同 3.5 美元每磅计算，铜业公司将多缴纳超过 15% 的税。

南美矿场罢工事件偶有发生。在当地政府的协调之下，矿厂和工会大多数都在 1-2 周内达成了新的劳动合同。罢工已经逐渐从黑天鹅事件变成了白犀牛事件，这或许为未来的铜矿供给埋下隐患。

若疫情能够较好的控制，第四季度铜矿的供给可能稳中有升。

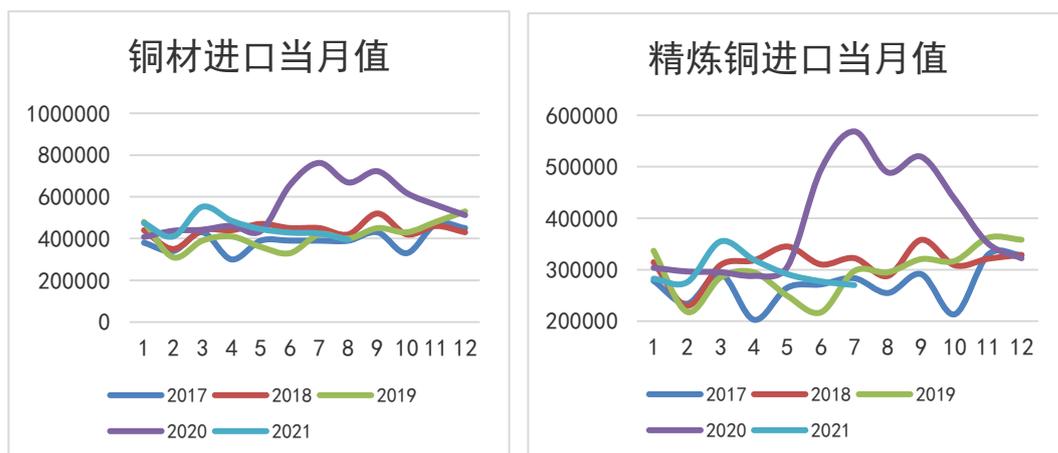
图表 8 铜矿进口基本恢复到疫情前的水平



资料来源：Wind 南华研究

2021 年 1-8 月铜材累计进口 361 万吨，同比减少近 15%；精炼铜进口同比大跌。第三季度铜材和精炼铜进口同比放缓，主要的原因是去年下半年铜价依然在低位，我国自去年下半年就逐渐摆脱疫情带来的困扰，成为最早从疫情中恢复的经济体，进口量大增导致去年基数较高。

图表 9 铜材、精炼铜进口均保持稳定

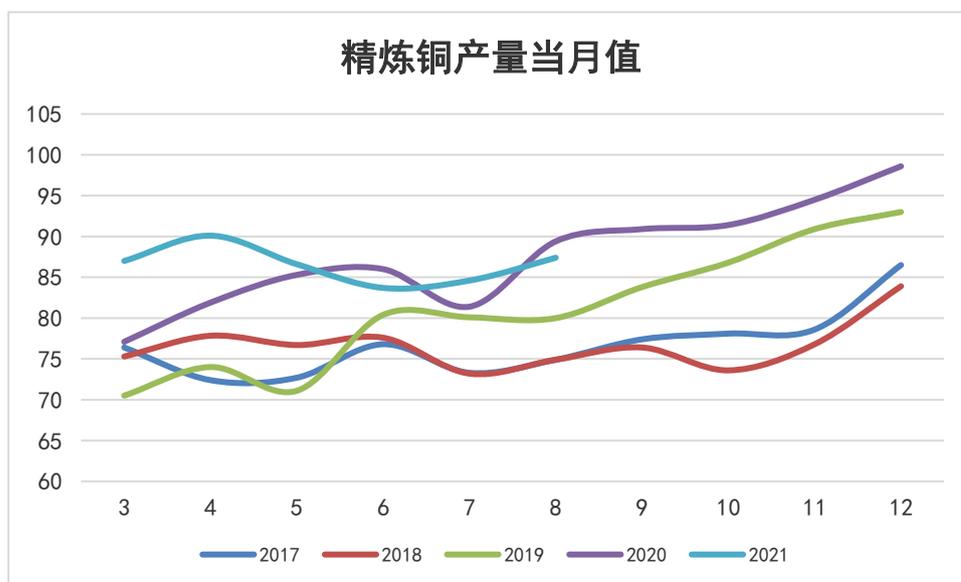


资料来源：Wind 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

2021 年 1-8 月电解铜累计产量 686.7 万吨，同比增加近 10%。虽然受到限电影响，但是第三季度产量基本符合预期。据了解国内几大电解铜生产商在第三季度产量均维持稳定。

图表 10 精炼铜产量创下新高

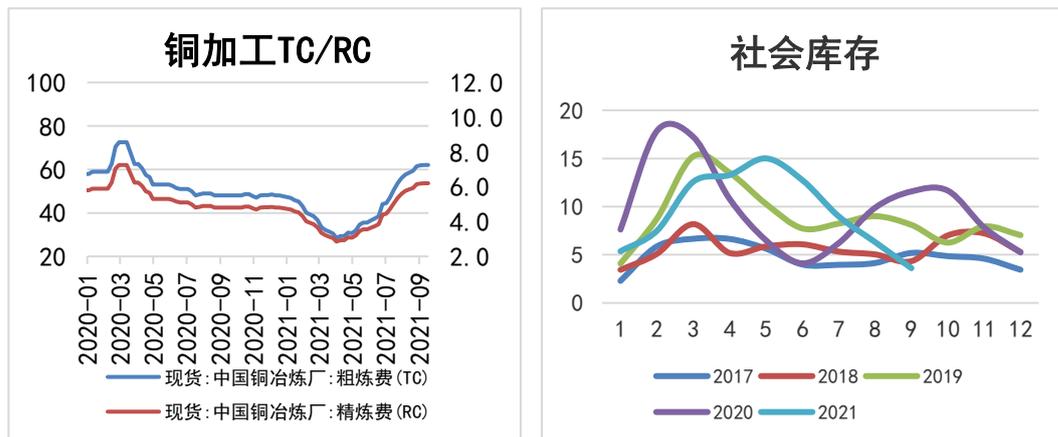


资料来源：SMM 南华研究

TC/RC 在第三季度持续走高，因为国内电解铜生产商的长单已定，铜矿生产商的议价能力相对较低。社会库存在第三季度持续走低，其背后的原因主要是来自电力端需求的恢复，积压的订单在铜价稳定后得到释放。随着限电的结束，社会库存或在第四季度

重新缓慢回升。

图表 11 TC/RC 回到疫情前的水平；社会库存持续走低



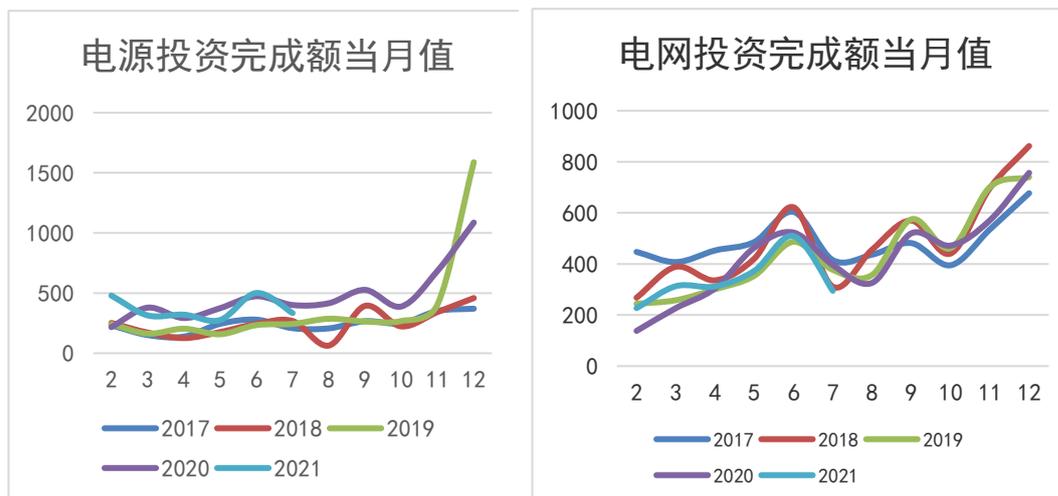
资料来源: Wind 南华研究

资料来源: Wind 南华研究

3.2. 需求或年末发力

电力消费作为铜消费的主力军，与铜杆企业息息相关。由于铜价在第三季度保持稳定，铜加工企业的开工情况逐渐恢复。考虑到电力消费的季节性因素影响，在第四季度电源投资和电网投资或将出现同比大幅增加的情况。届时铜价也将获得较强的支撑。

图表 12 电源投资、电网投资完成额在第三季度表现一般，第四季度或将回暖

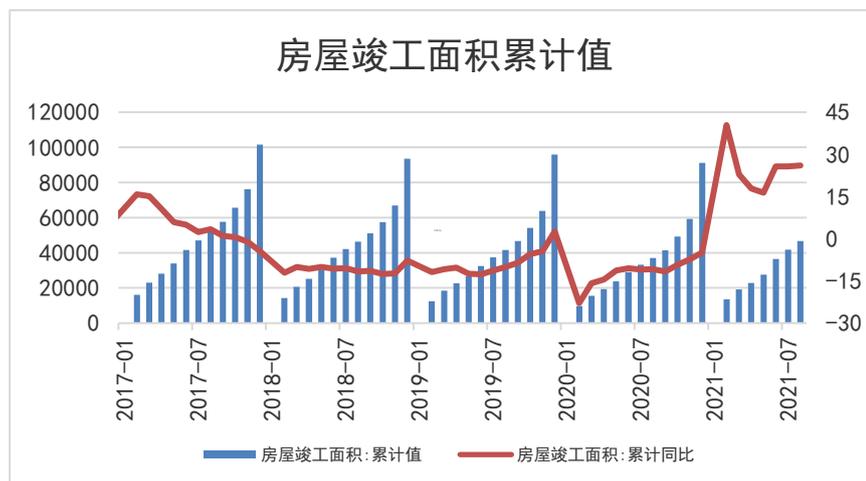


资料来源: 国家电网 南华研究

资料来源: Wind 南华研究

地产竣工延续向上修复的态势。2021 年 1-8 月房屋竣工面积 46738 万平方米，累计同比上年增长 26%。整个第三季度的表现要优于第二季度。

图表 13 房屋竣工面积逐渐修复

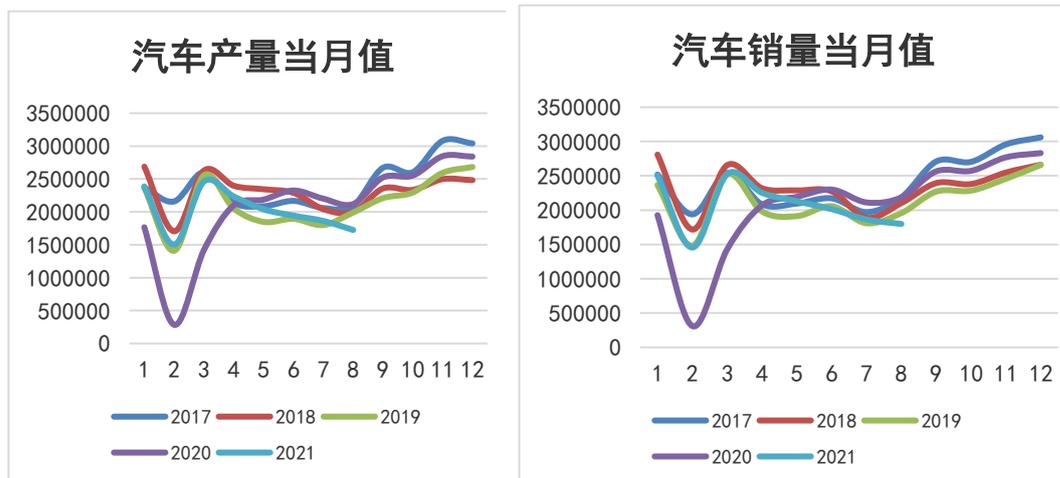


资料来源：Wind 南华研究

2021 年 1-8 月，汽车产销分别达到 1616 万辆和 1655 万辆，同比增长 11.9% 和 13.7%。然而在 7 月和 8 月，汽车单月产销均同比下滑。这反映出国内消费市场的疲弱。在第四季度汽车消费或不会有太大的改观，用铜量或将减少。

虽然新能源汽车产销依旧有限，但是增量明显。新能源汽车在第三季度月均产销均超过 22 万辆，同比大增超过 150%。预计今年新能源汽车领域，包括新能源汽车和充电桩，用铜量将超过 10 万吨，在未来 5 年年化增长率将超过 30%。

图表 14 汽车产销同比下降，但新能源领域异军突起

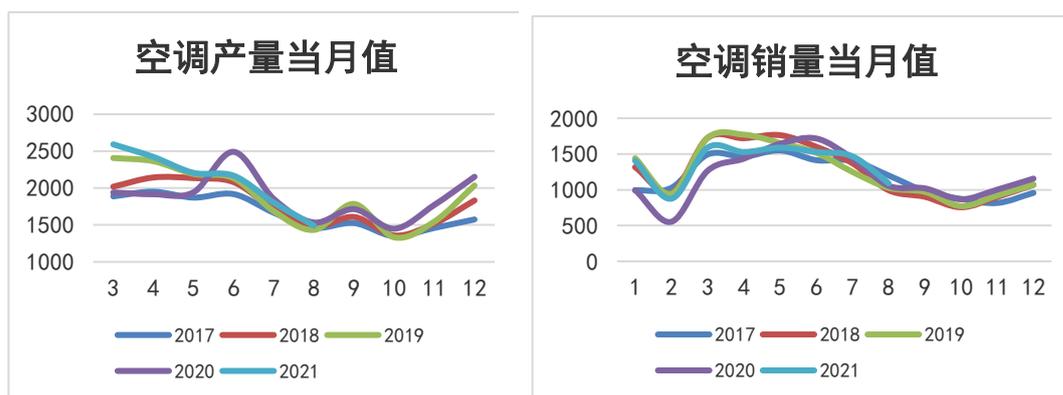


资料来源：Wind 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

随着天气逐渐转冷，空调的产销均环比降低，整体表现差强人意。第四季度整个白色家电的产销或均保持较低的状态，对铜价的影响甚微。

图表 15 空调产销差强人意



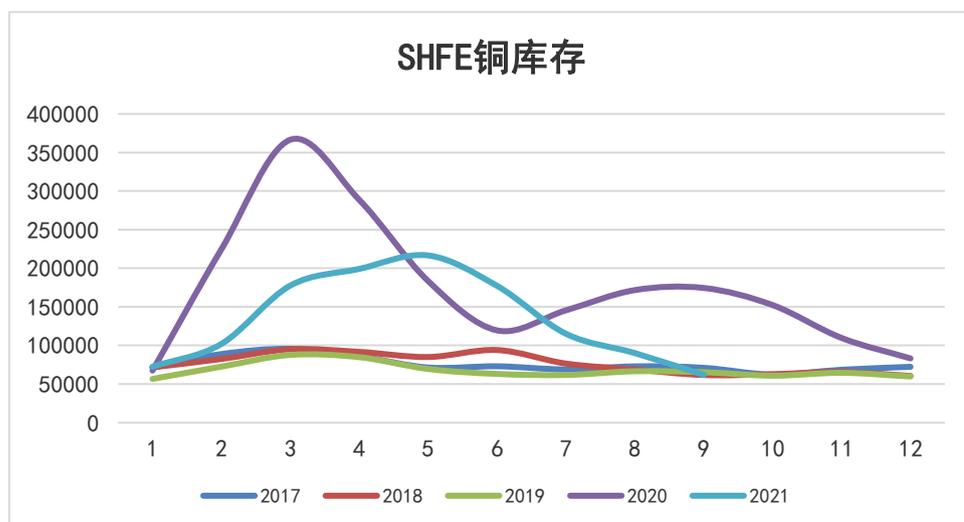
资料来源：Wind 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

3.3. 国内库存持续走低，海外 LME 累库

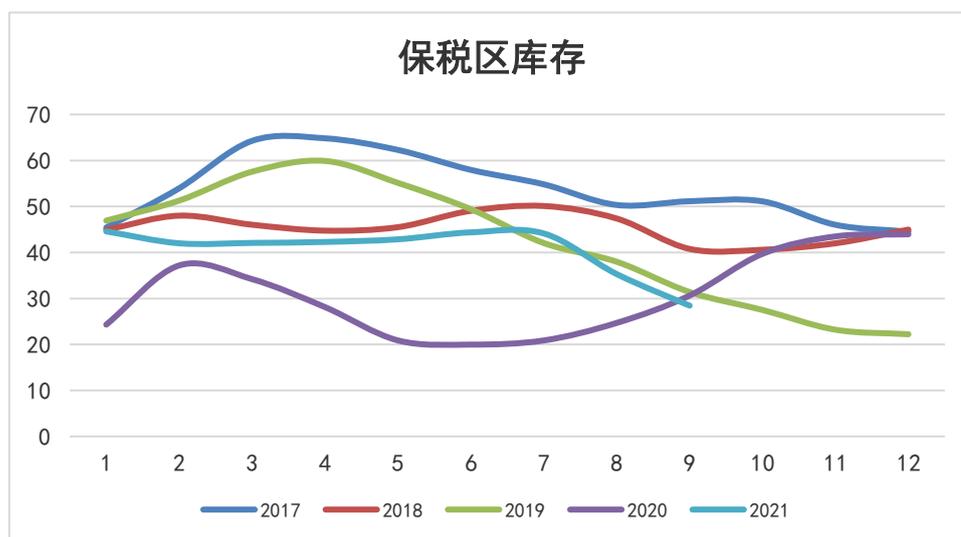
国内库存方面，上期所库存在在第三季度如期走低，目前已经回到了疫情前的水平。在第四季度供给稳定，需求旺盛的预期下，上期所库存或继续保持在 10 万吨以下。

图表 16 上期所铜库存持续走低



资料来源：Wind 南华研究

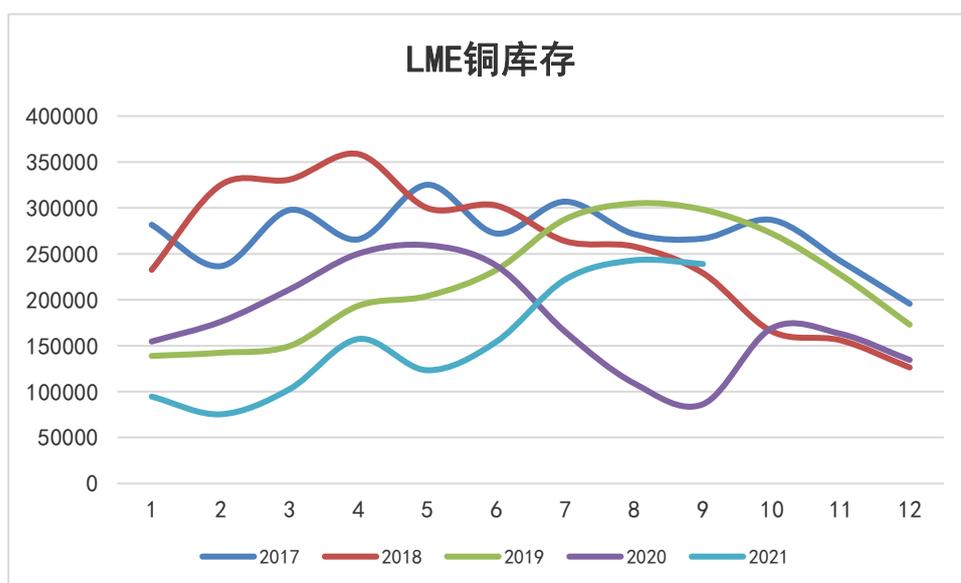
图表 17 保税区铜库存持续走低



资料来源: Wind 南华研究

伦铜在第三季度累库明显, 从 LME 铜库存的走势上看, 今年和 2019 年库存的走势相近。考虑到季节性因素, 伦铜在第四季度或逐渐去库。若欧洲经济获得实质性复苏, 东南亚地区逐渐摆脱疫情的困扰, LME 铜库存或将去库更加明显。

图表 18 LME 铜库存持续累库, 目前已达年内高点



资料来源: Wind 南华研究

第4章 2021 年第四季度铜价展望

第四季度铜价很可能延续震荡行情，其背后的逻辑和第三季度相似。以往年投资来看，电力行业在年末或出现较大增长，再加上今年上半年因为铜价上涨而积压的部分订单，第四季度的用铜需求将比较旺盛，这会为铜价提供较强的支撑。上方压力位依然存在。美联储虽然没有明确缩债开始的时间，但是大概率会在今年 12 月。和加息造成的短期铜价巨震不同，缩债很可能会持续对铜价起到压制作用。在这样的背景下，第三季度的高位很可能也会成为第四季度的压力位，第四季度的压力位则可能继续向明年传导。

第四季度沪铜运行区间 6.5 万-7.4 万元每吨，伦铜运行区间 8800-10500 美元每吨。

风险点：货币政策超预期收紧；铜矿供应国疫情反复；下游需求，尤其是电力部分，不及预期。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点