

沪铜：短期缺乏支撑，近月合约大概率弱势运行

张维鑫 江露

春节过后，期货市场已开市 4 个交易日，沪铜却是连续的低开高走，截至周四收盘，已回升至 46000 元/吨以上，较周一开盘价上涨逾 1000 元/吨。笔者认为，铜价的上涨主要是由预期的修复所致，基本面仍然处于供大于求的状态，短期内继续上涨的可能性不大。

悲观预期修复，支撑铜价反弹

春节期间 LME 铜价跌幅 8.92%，但考虑到离岸人民币跌至 7 附近，沪铜只需要一个跌停就可以完成补跌，并且把进口利润缩小到相对正常的水平。但是，国内铜价在周一大跌后却是走出了连续反弹的态势。笔者认为，这种反弹的原因是疫情的影响尚未体现在经济数据中，表面仍是“一片繁荣”，悲观预期有所修复。

从疫情发展来看，笔者认为，1 月份制造业受疫情的影响相对有限。首先，很多企业早已逐步降负，疫情对生产的实质影响不大；其次，春节期间的疫情防控主要影响终端消费，其传递到制造端还需要一段时间。笔者判断，疫情真正开始对经济产生实质影响将发生在 2 月份，然后持续到一季度末，甚至二季度。

从市场表现看，得益于近期经济数据亮眼，节后国际资本市场表现强势，LME 铜持续反弹，改善了市场的悲观预期。例如，美国 1 月 ISM 制造业指数重回扩张区间、就业数据大好；欧元区制造业 PMI 超出预期；中国 1 月制造业 PMI 虽有回落，却未跌破 50，且据第一商用车网数据显示，1 月重卡行业销量同比增长 18%，环比增长 26%，再创记录新高。在种种正向经济数据的支撑下，市场悲观预期有所淡化，于是迎来修复性反弹。

当前市场状态：疫情加重阶段性供大于求

笔者认为疫情尚未对经济产生实质影响，但却已经埋下了隐患。春节前后原本便是季节性供需宽松的时间，但在新型肺炎防控措施的影响下，需求受到的冲击甚于供给，加剧了这种供大于求的形势，也增加了后期库存消化的压力。

从生产端看，多数铜冶炼企业在节前会备足相对充足的原材料，然后在春节期间按照既定计划正常生产。但是，在交通管制、物流吃紧的情况下，产成品外发困难，包括硫酸在内的库存日渐积累，压力较大。据调研数据显示，江西、广西等地面临较大的库存压力。

从需求端看，大陆 31 个省市自治区中的 26 个将节后企业复产复工时间延迟到 2 月 9 日

24 时之后，较正常时间推迟 11 天。延迟复工除了直接减少需求外，建筑业的延后复工也令得今年市场一致预期的房地产竣工高潮被延后，短期内对家电需求造成了冲击。此外，防疫“三字诀”之一是“宅”，汽车、家电、消费电子等可选消费行业受到了显著影响，间接地影响了对铜的需求。

综合而言，当前疫情对需求端的影响大于供给端，不可避免地加剧了阶段性的供需矛盾，铜价短期内是缺乏大幅上涨的基本面支撑的。

后期关注点：“减产、复工、刺激”三大关键词

铜价后市怎么走，笔者认为主要关注三个关键词，一是减产，二是复工，三是刺激。

减产主要是指铜冶炼企业的减产。一方面，在疫情影响下，冶炼企业原材料库存大量消耗，却难以得到有效补充，成为减产的客观因素；另一方面，在库存压力下，企业存在主观减产的意愿。据我的有色网调研统计，湖北 2 月预计减产 25%，广东将减产 20%。后期，投资者需要关注上游企业的减产力度是否能够有效助力库存消化。

复工主要是指中下游企业复工的时间以及复工的节奏。首先，疫情发展是复工时间的第一大不确定性。目前来看，全国主要省市能否在 2 月 9 日后逐步复产复工仍然存在一定的不确定性，部分疫情严重的地区可能会再次延迟复产。除了复产时间外，复产节奏也是影响需求回升的重要因素之一。根据历年六大电厂煤炭日耗数据观测，节后企业完全恢复正常生产的时间周期从 10 天到 15 天不等。但今年受疫情影响，这个时间周期可能会被延长。一方面，部分省市要求异地返回的居民要居家隔离 14 天；另一方面，交通运输也受到限制，比如部分省市城际大巴停运，以及严格控制交通运输工具的客座率等。因此，今年人员返岗的节奏大概率慢于往年。换句话说，即使全国各省市在 2 月 9 日后正常复工，经济活动要恢复正常可能也要等到 2 月底以后。

刺激是指疫情结束之后的经济刺激措施。2020 年是十三五收官之年，也是全面建成小康社会的决胜之年，国家对经济增长是存在一个相对硬性的需求的。因此，目前市场普遍预期官方会在疫情结束后推出强有力的经济刺激计划。事实上，现在已经可以看到某些经济维稳的措施。比如，交通运输部表示，要稳定交通固定资产投资，加快川藏铁路、深中通道等一批标志性重大工程，加大新项目开工力度，积极推进在建项目。投资者需要注意的是，疫情结束之后的经济刺激计划叠加企业，尤其是建筑业的赶工，可能会造成阶段性的供不应求，从而带来一轮大宗商品的牛市行情。

总而言之，当前期铜的上涨是缘于悲观预期适当修复下的“表面繁荣”，供大于求才是背后的事实，沪铜近月合约不宜过度乐观。后期，上游企业减产的力度和效果、下游复产的时间和节奏、经济维稳和刺激的方案等三个方面将决定铜价拐点何时到来，以及向上的空间有多大。