

研究创造价值

姓 名：程小勇

电 话：0571-87633890

报告日期：2021 年 02 月 26 日

往期报告：

20210218：《资产泡沫向大宗商品蔓延，铜价重回强势》

20200114：《短期供需矛盾不突出，铜价高位徘徊》

20200107：《美国新一轮财政刺激预期助涨铜价》

20201231：《政策退出越发明朗，铜价调整势头得到确认》

当前铜市场类似于 09-11 年，而非 03-07 年

核心观点：

1. 当前，美联储对资产价格泡沫和通胀并不在乎，反而乐于见到通胀攀升，认为通胀攀升是暂时的，就算出现高通胀也有“工具”应对，因此欧美践行 MMT 理论带来的通胀攀升风险还很大，铜作为强周期性和易储存、高价值的商品备受资本青睐。

2. 从国内来看，一季度是信贷突击放贷的事情，货币流动性收紧力度暂时不会很大，而是缓慢温和的，再加上旺季需求预期，国内市场尽管下游采购清淡，除铜管之外排产不足，但是金融属性对铜价依旧有支撑。

3. 我们倾向于当前铜市场是过度刺激后的一次性爆发性涨势，类似于 2009-2011 年。原因在：一是回顾 2003-2007 年，当前全球缺乏新的消费增长的贡献极，当年是中国城镇化和工业化，现在虽然有印度和越南等潜力国家，但是由于政体问题和经济体量基础问题，暂时还替代不了中国；二是中国货币和财政政策相对克制，流动性拐点已经出现；三是中国进入中高收入国家，铜的传统需求如基建和地产对铜的消耗已经达到峰值；四是绿色和新能源带来铜的新需求增长是渐进的，且与传统需求是此消彼长的关系。

4. 短期我们需要警惕铜价过快上涨之后的技术调整，中期需要关注通胀攀升的速率。如果向通胀预期靠拢，那么美联储被动紧缩的时间也会很快到来。当前经济并非很健康，过度通胀和通缩都会导致市场剧烈动荡。

2月底，在经过10多个交易日连续拉升之后，国内外铜价涨势开始趋缓，并出调整的势头。对于此轮的铜价突破性上涨，我们认为多方面原因导致的，但主要的还是金融属性，即欧美践行MMT理论情况下，全球大宗商品受通胀预期和投机买盘的驱动，而疫情导致铜矿供应链受影响，精炼铜去库存比较彻底，从而引发资本逼仓行为。

对于未来铜价是重演2003-2007年超级周期还是重演08年金融危机之后2009-2011年由过度刺激引发的一场性爆发性涨势呢？如果是前者，那么铜市场牛市持续时间会很久，但是慢涨；如果是后者，那么上涨力度会很大，不排除再创新高可能，但冲高时间较短，回撤力度也很大。

我们倾向于当前铜市场是过度刺激后的一次性爆发性涨势，类似于2009-2011年。原因在：一是回顾2003-2007年，当前全球缺乏新的消费增长的贡献极，当年是中国城镇化和工业化，现在虽然有印度和越南等潜力国家，但是由于政体问题和经济体量基础问题，暂时还替代不了中国；二是中国货币和财政政策相对克制，流动性拐点已经出现；三是中国进入中高收入国家，铜的传统需求如基建和地产对铜的消耗已经达到峰值；四是绿色和新能源带来铜的新需求增长是渐进的，且与传统需求是此消彼长的关系。

一、美国“放水”不会停，直到高通胀难以承受

2月25日，美联储主席鲍威尔出席参议院银行委员会听证会时表示，通货膨胀率和就业率仍远低于美联储的目标，这意味着宽松的货币政策可能会保持不变。

鲍威尔表示，经济状况距离实现就业和通胀目标还有很长一段路，而且可能需要一段时间才能取得实质性进展；重申将保持利率接近零，直到充分就业和通货膨胀上升到2%，并有望在一段时间内适度超过2%；美联储不会仅仅为了应对强劲的劳动力市场而收紧货币政策，如果债券购买速度有任何变化，美联储会提早很多来明确传达信息。美联储“致力于使用我们的所有工具来支持经济，并帮助确保从困难时期复苏的势头尽可能强劲。”

从鲍威尔周三的讲话来看，通胀并不是目前需要担心的问题。他以当前芯片短缺导致汽车价格走高为例，称这种临时性现象不能叫通胀。在基数效应以及美国经济重新开放后需求飙升的影响下，美联储的确预期通胀会走高，但是依然“有工具加以应对”。

我们目前所处的时代是，全球都在面临显著的通缩压力，所有主要发达经济体央行在实现2%通胀目标上都很艰难。我们相信自己有能力做到，也相信能够做到。至于达到通胀目标要多长时间，鲍威尔称，“这可能要花费超过三年。”在这期间，他称美联储会每个季度都发布对通胀的评估。美联储希望通胀预期被锚定在2%，而不是低于2%。

在谈及货币政策时，鲍威尔重申，美联储打算维持超低利率并继续进行大量资产购买，直到美国经济进一步复苏为止，而实现充分就业和物价稳定目标“可能需要一些时间”。

美联储将针对QE政策潜在的调整尽可能提前地与外界沟通。具体来说，美联储希望看到“实际数据”表明正在接近目标，随后才会减慢债券购买速度；放缓债券购买速度是退出宽松政策立场的第一步。

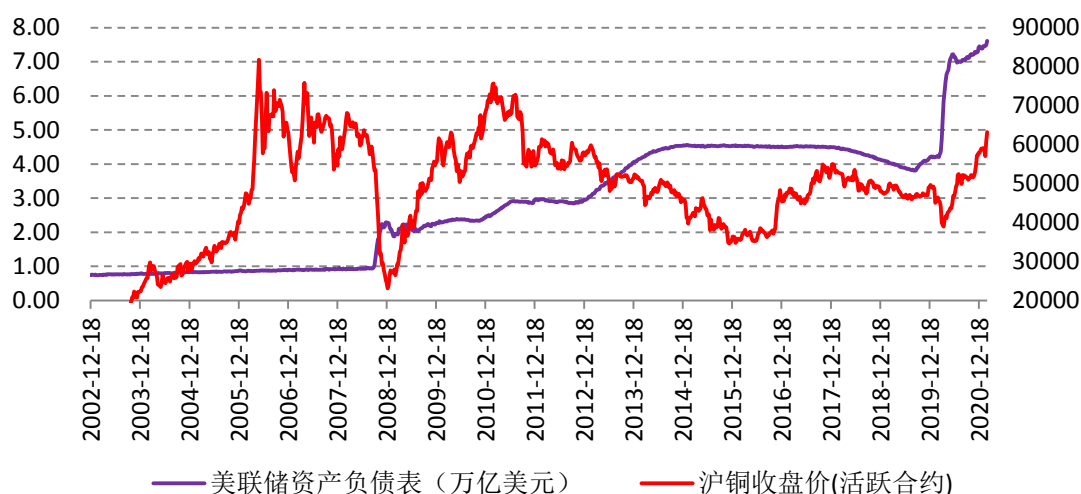
在满足以下三个条件之前，美联储都不会加息，即通胀率已达到2%；预测者认为通胀将保持在该水平或更高；一系列统计数据表明劳动力市场处于最大强度。

当被问及是否看到资产泡沫形成时，鲍威尔表示“情况错综复杂”，尽管按某些指标来看，“部分资产价格偏高”，但金融稳定的其他方面“温和”，特别是金融系统中的杠杆水平和融资风险。

回顾历史，美联储在经济没有完全复苏或者经济增长力度温和的情况加息的情况只有上个世纪70年代滞涨期和2007年房地产过热带来的次贷危机。站在美联储的角度，如果通胀水平走高来自家庭消费复苏加快、企业产出缺口收缩等内生增长动能的拉动，那么商品价格上涨和长端美债利率上行是经济向好的信号；如果通胀水平走高来自商品供给缺口、美元流动性外溢等外生因素，那么商品价格上涨和长端美债利率上行就不是积极的信号，原因是家庭消费复苏放缓，企业信用环境收紧的风险增加。当前金融市场在美债收益率攀升的情况下出现波动加剧，符合第二种情况的特征。

截止 2 月 17 日，美国资产负债表进一步扩张至 7.61 万亿美元，再创历史新高，前一周为 7.49 万亿美元。回顾历史，初了 2012-2014 年因中国经济减速换挡之外，美联储资产负债表扩张都会带来铜价上涨。

图 1：美联储资产负债表还在扩张



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

二、美债收益率攀升已经产生负反馈

拜登政府上台后积极推进新冠疫苗接种，美国新一轮 1.9 万亿美元财政刺激将至，美联储依然保持超级宽松，美国国债收益率大幅攀升。2 月 25 日美股早盘，美国 10 年期基准国债收益率一度逼近 1.50%，连续第二日创去年 2 月以来盘中新高，日内升幅曾超过 10 个基点，周三才刚刚一年来首度盘中突破 1.4%。5 年期美债收益率突破 0.75%，创去年 3 月以来新高，日内当前升约 15 个基点。

回顾历史上滞胀期或高通胀期，美债收益率攀升一开始会在股市进行估值，而商品开始表现强劲，但最终会因美联储承受不了高通胀和导致货币收紧提前，从而引发商品在大涨后暴跌，类似于上个世纪 80 年代初。

历史上大宗商品进入“超级周期”往往与全球经济出现新增长动力紧密相关。然而，本轮上涨的宏观经济背景更多表现为从去年谷底状态反弹，而非出现了可支撑经济长期发展的新动力。

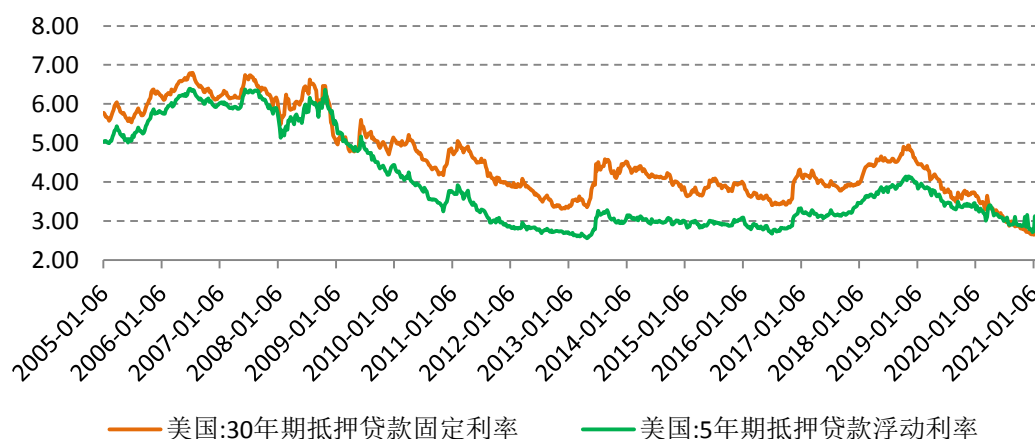
在滞胀期，美国股市十年左右几乎没有上涨，1969 年 12 月 31 日，道琼斯指数是 800.36 点，到了 1979 年 12 月 31 日仅为 838.74 点；标普 500 指数 1969 年 5 月 31 日是 104.6 点，而 1979 年 5 月 31 日的指数为 99.73 点。其中第一轮严重滞胀期标普 500 指数在 1972-1974 年大幅下挫之后，但在 1974 年-1978 年大幅回升。当前美国股市也在美债收益率攀升的情况下出现大幅回撤。

商品市场在滞胀期表现亮眼，分别在第一轮和第二轮严重滞胀期大幅上涨 52.7% 和 28.9%，几乎忽略供需基本面，体现在实际利率下降，通胀预期会不断的自我强化，通胀攀升下的保值需求和无风险利率下降强化了商品的金融属性。具备对冲通胀的工业金属、原油和贵金属等大宗商品都在滞胀期大幅上涨，其中铜、原油和黄金涨幅分别达到 53.3%、261.8% 和 1200%。

美债实际收益率上行会导致美国金融市场潜在波动风险上升，引发市场的不稳定性，最终终结美国经济复苏进程：一是美债收益率攀升会很带动房美国按揭利率也上行，使得美国居民加杠杆中断；二是影响美国实体企业的筹融资环境，表现在信用债收益率攀升，进而对美国就业市场产生不利影响；三是导致股市高估值调整，企业筹融资成本上升，必将会制约美国上市企业通过发债来募集其股票回购的资金来源。

截止 2 月 25 日，美国 30 年期抵押贷款固定利率和 5 年期抵押贷款浮动利率分别升至 2.97% 和 2.99%，分别创下去年 8 月 27 日和 7 月 30 日以来的新高。

图 2：美国按揭贷款利率回升



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

次轮通胀预期攀升中，美债收益率，尤其是长端美债收益率出现加速上涨，在实际通胀回升慢于通胀预期的情况下，美元实际利率在反弹。随着市场将更高通胀和更强劲的经济复苏计入价格，美国 10 年期国债收益率近几个月来持续攀升，本月更是从年前的不到 1% 快速跃升至 1.37%，高于 2 月 15 日的 1.157% 和今年初的 0.9% 左右。截至 2 月 22 日，以 10 年期 TIPS（通胀指数国债）收益率衡量的美元实际利率回升至 -0.79%，此前在 1 月 4 日一度下降至 -1.08%。

美债实际收益率的抬升，暗含着在经济前景预期持续改善下，市场对于美联储政策预期发生了明显变化。例如，美国联邦基金利率期货市场的最新数据显示，市场押注美联储于 2022 年年底加息的概率已高达 70%，押注 2023 年 3 月加息概率更是 100%。之前，美联储一直释放的信号是，2023 年前不会加息。

当前的美债利率上升继续伴随着通货膨胀的上升，直到它影响到负债累累的经济，这是美联储不愿看到的局面，因此，美联储可能会实施“收益率曲线控制”。然而，由于通胀攀升，尽管美联储通过控制收益率曲线控制将短端利率维持在低位，但是长端利率由市场决定，长期债券需要更高的回报率才能发行出去。回顾历史，上个世纪 70 年代，美国长短端收益率都在攀升，且短端收益率比长端收益率攀升更快。因此，在高通胀或滞胀期，美国很难实施收益率曲线控制，且可能因无法承受的高通胀的备货进行货币紧缩。

三、当前铜市场类似于 2009-2011 年

1. 库存处于历史偏低位置

数据显示，截止 2 月 19 日，包括 LME、COMEX 和上期所三大交易所的全球铜显性库存为 24.8 万吨，与 2008 年 10 月份水平相当。而 2009 年-2011 年期间，由于金融危机引发库存累积，但同样低库存助涨了铜价。

图 3：全球铜显性库存偏低助涨铜价



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

2. 同样都是出现了刺激过度

2020 年，受新冠疫情冲击，全球经济一度停摆，包括中国在内的全球央行实施宽松的货币政策，积极的财政政策极力避免让经济从停摆中走出来，但是当前刺激规模远超 2009 年。在内生动力缺乏，贫富分化加剧，民粹主义兴起和“逆全球化”的不利环境下，发达经济体将货币宽松政策发挥到极致，甚至出现大规模负利率资产。这还不足以挽救欧美经济体的实业，由此欧美国家开始践行 MMT 理论（赤字货币化）。MMT 理论不关注财政赤字有多大，不关心发行货币有多大规模，只要不发生恶性通胀，那么就可以无限制的刺激经济。

然而，本轮修复是疫情“暂停键”之后的经济活动回弹。一旦疫苗宣布有效，预期可以迅速起来，而实际经济修复速度显著落后预期。更为重要的是疫情后经济面临 K 型修复，财政货币政策一时难以全面退出，也在一定程度上加深通胀预期。

美国新一轮大规模财政刺激看似越来越近。但与强调复苏、支持“1.9 万亿”的华尔街高管们不同，部分经济学家之前就曾对该计划提出怀疑，他们的主要担忧是通胀。曾任克林顿政府财政部长、奥巴马政府首席经济顾问的经济学家 Lawrence Summers 曾在《华盛顿邮报》发表评论文章称，拜登的经济刺激计划雄心勃勃，但也存在巨大的风险，可能引发“我们这一代人从未见过的通胀压力，对美元价值和金融稳定造成一定的后果”。

3. 铜的需求只是恢复，缺乏新的增长极

回顾上个世纪 50 年代至今，唯有 2003-2011 年铜价超级周期是由经济快速增长带来需求指数级增长驱动的，上个世纪 50-60 年代铜市场上涨主要是战后重建，需求同样只是恢复。2003 年，中国城镇化和工业化正式加速，中国铜消费占比从 200 年初不到 10% 升至 2007 年的 50% 左右，而美国铜消费占全球的比重从 20% 将至 10% 左右。

现在虽然有印度和越南等潜力国家，但是由于政体问题和经济体量基础问题，暂时还替代不了中国。印度经济增长，特别是大规模基建受经济结构、政治体制和宗教等一系列因素的制约。另外，由于印度疫苗产能弱于发达国家，要实现全民免疫需要较长时间。

4. 新能源带来的通需求增长是渐进的。

根据《国务院关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》，提升可再生能源利用

比例，大力推动风电、光伏发电发展，因地制宜发展水能、地热能、海洋能、氢能、生物质能、光热发电，是实现碳中和碳达峰的一个重要举措。然而，据我们测算，新能源或绿色经济转型带来的铜的新需求是渐进的，短期占比不足，且未来五年新需求和传统需求是此消彼长的关系。

据我们测算，截至 2020 年底的“十三五”期间，全国风电累积并网装机容量达到 2.8 亿千瓦（约为 28.2 万兆瓦），较 2015 年增加了 15078 万千瓦，约为 15.1 万兆瓦，合计增加铜消费量约 30 万吨左右，年均增长万吨不到。预计“十四五”期间，2025 年后，中国风电年均新增装机容量应不低于 6000 万千瓦（6 万兆瓦），每年增加约 12 万吨，而煤电去产能可能回收和减少 8 万吨新增消费，实际每年增加铜消费约为 4 万吨。

“十三五”期间，我国光电装机容量达到 2.53 亿千瓦，较 2015 年增加 2.11 亿千瓦，光电发电用铜主要集中在电力传输领域，即电力电缆，并且光电场一般较为集中，对铜电缆的需求低于同等级别的风电。因此“十三五”规划年度平均需求量为 0.70 万吨左右。预计，“十四五”期间光电增量带来的铜消费增量约为 1 万吨。

四、行情展望

当前，美联储对资产价格泡沫和通胀并不在乎，反而乐于见到通胀攀升，我们认为通胀攀升是暂时的，就算出现高通胀也有“工具”应对，因此欧美践行 MMT 理论带来的通胀攀升风险还很大，铜作为强周期性和易储存、高价值的商品备受资本青睐。

从国内来看，一季度是信贷突击放贷的事情，货币流动性收紧力度暂时不会很大，而是缓慢温和的，再加上旺季需求预期，国内市场尽管下游采购清淡，除铜管之外排产不足，但是金融属性对铜价依旧有支撑。

我们倾向于当前铜市场是过度刺激后的一次性爆发性涨势，类似于 2009-2011 年。原因在：一是回顾 2003-2007 年，当前全球缺乏新的消费增长的贡献极，当年是中国城镇化和工业化，现在虽然有印度和越南等潜力国家，但是由于政体问题和经济体量基础问题，暂时还替代不了中国；二是中国货币和财政政策相对克制，流动性拐点已经出现；三是中国进入中高收入国家，铜的传统需求如基建和地产对铜的消耗已经达到峰值；四是绿色和新能源带来铜的新需求增长是渐进的，且与传统需求是此消彼长的关系。

短期我们需要警惕铜价过快上涨之后的技术调整，中期需要关注通胀攀升的速率，如果向通胀预期靠拢，那么美联储被动紧缩的时间也会很快到来，当前经济并非很健康，过度通胀和通缩都会导致市场剧烈动荡。

风险因素：经济复苏不及预期

免责声明

客户不应视本报告为做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任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。