

强势反弹确认底部区域，远期铜价乐观待之  
张维鑫 中信建投期货

自 2021 年 2 月 25 日创下新高之后，近两周铜价基本保持弱势调整状态，3 月 5 日一度跌至 64210 元/吨。本次调整大概可分为两个台阶，第一个的中枢在 67300 元/吨，第二个中枢则是 66000 元/吨。3 月 11 日上午，铜价早间开盘后迅速走低，最低跌至 65410 元/吨，但稍后便快速反弹，回到 66000 元/吨，临近午盘再度拉升，逼近 67000 元/吨。午后，铜期货主力合约运行于本次回调的第一台阶水平，最高涨至 67770 元/吨。本周以来，这是沪铜第三次冲击这个价位。分析认为，今日的反弹基本确认了本次铜价回调的底部区域，即使短时间内不会快速突破新高，但调整的空间亦较为有限。

春节后，铜价快速上行，连续多根大阳线，最高突破 70000 元/吨，伦铜亦是达到 9600 美元，距一万美元仅一步之遥。关于这一次上行的驱动因素，市场上有不少声音认为是由于货币超发，铜的金融属性发力，引发了这一轮上涨。如果我们看比特币价格，其接连创下新高的行情背后，货币极度宽松当是非常重要的因素之一，但对于铜而言，这个因素的影响或许并不如想象中那么大。

回顾 2020 年 3 月至 5 月铜价与金价的比例，尽管期间铜价反弹了近 20%，但铜金比却并未明显上升。我们知道，黄金的价值属性里面，金融属性占据了绝对主导，从某种程度上来说，它本身就是作为一种货币而存在，商品属性在其价格体系中的影响微乎其微。因此，我们事实上可以用金价的上涨去解释铜价上涨中的金融属性的成分。换言之，去年 3-5 月的反弹行情，便主要是由金融属性驱动。

铜金比价真正的上升始于 8 月上旬，彼时金价开始回落，而伦铜依然保持震荡上行的态势，二者走势分化，铜金比缓慢回升至 3.5 附近。11 月中旬，铜价再度向上突破，铜金比则快速上升，来到 4.3 附近，包括 2 月份的行情，结果亦是铜金比的进一步抬升。铜金比的上升，意味着铜价上涨已经不能完全用金融属性的力量来解释了。



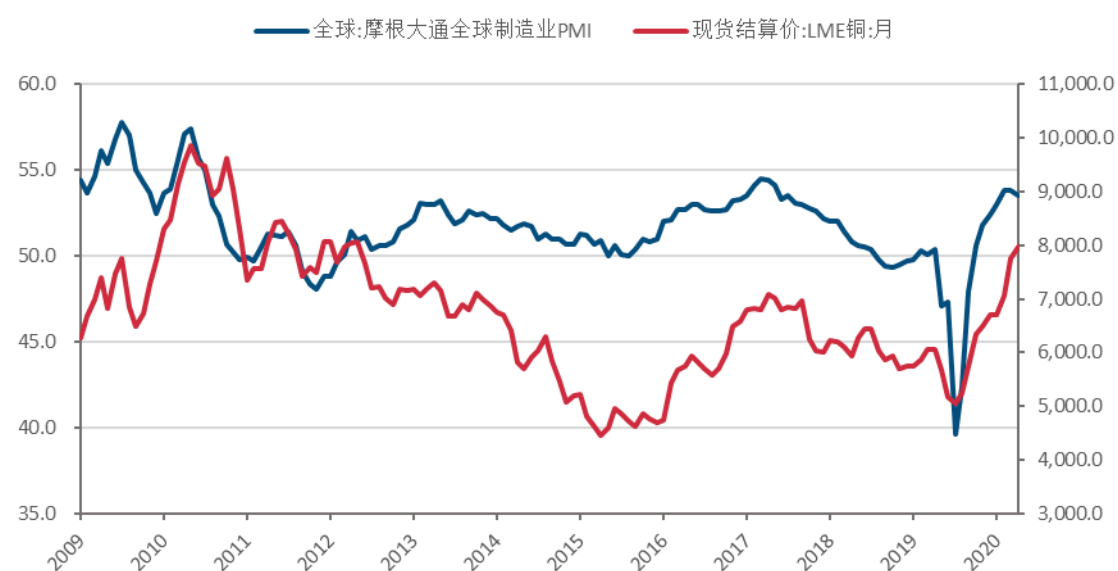
如果要铜自 2020 年 3 月以来的行情进行分割，笔者认为 2020 年 3 月-7 月的行情是由金融属性驱动的，而 11 月之后则是商品属性，7-11 月则是一个切换的过程。从这个逻辑出发，2 月份铜价的快速上行，乃是商品属性主导，非是金融属性。

关于 2 月份的行情，笔者的观点一直认为是全球经济复苏和通胀的强烈且一致的预期所致。

关于经济复苏，并无更多新颖观点，本文便不再赘述，而关于通胀方面，笔者有一些观点可以分享。在铜价疯涨的那段时间，一个流行的词叫做“再通胀交易”。再通胀，指的是通货膨胀处在上升过程中，但尚未超过目标值的阶段。再通胀的本质其实是通胀预期兑现的过程。通胀预期兑现的原因则是经济复苏，货币从金融市场逐步进入实体经济，投资、消费回升，进而使得总需求回暖。一言蔽之，一切都是基于经济复苏。

从另一个角度考虑，如果当下的行情是金融属性在驱动，那便无法解释金价的持续下行，金银价格的分化，以及金融属性更少的工业金属，如镍、铝、锌的上涨。

基于以上分析，我们可以得出一个结论，只要经济还在持续复苏，那么铜价就不能轻言见顶。



回顾金融危机以来铜价与全球制造业 PMI 数据，二者呈现出较为明显的正相关关系，PMI 上升，全球经济上行，铜价多数时候也是处在偏强状态中。这个历史规律同样指向一个结论，随着全球经济的进一步复苏，铜价还有进一步走高的可能。

更进一步考虑，如果铜价的驱动力量是全球经济的复苏，那看多铜价者便不必过于担忧一些资金层面的波动，比如流动性收紧预期、美国国债利率的快速上升等。从历史规律来看，流动性收紧、利率上升，并不一定会导致铜价的下跌。2004-2006 年，2017-2018 年，铜价与美国国债利率同步上行。背后的基础逻辑是，利率上升通常也意味着经济的复苏与繁荣，而这显然也有利于铜价。



从逻辑的角度讲，经济复苏驱动的铜上涨行情还未结束，但短期内的压力仍旧不可忽略。当下，LME 和上期所铜库存均在累积，消费淡季下供需明显偏宽松。此外，前期铜价的大涨在一定程度上透支了市场对于经济复苏的乐观预期，而预期的兑现需要时间，且当下全球市场亦并非完全不存在不确定性，这也是铜价调整的压力之一。

尽管铜价有一定调整压力，但笔者并不看空，对未来更是坚定地看好。短期来看，今日的反弹大概率意味着本次调整的底部已经出现，未来最悲观的情况是出现二次探底，而更可能的情况则是维持偏强运行。基于以上分析，笔者仍旧建议投资者以多头策略为主，而产业链中下游客户应抓住此次调整机会，积极采购、补库，加大点价力度。