

历史次高点近在咫尺

铜的牛市周期还能走多远

鉴于本轮上行的核心驱动——流动性和供需错配已经交易较充分,且未来矛盾趋于缓和,本轮铜价上行逻辑最顺畅的时间已过,未来1—2个季度牛市周期将逐步步入尾声。

■朱善颖

4月中旬开始,铜结束了为期一个月的振荡,价格再度向上拉升,并创出本轮牛市周期的新高。铜走牛的驱动是什么,本轮牛市走到了哪个阶段?是我们本文要回答的关键问题。

超级周期的驱动是什么?

铜自2020年4月后开启了一轮牛市,伦敦铜4400美元/吨之下持续反弹至9800美元/吨之上,创2012年以来的新高。市场上有诸多关于超级周期的声音,我们回溯了过去三十年间铜价的走势,从中探寻每个超级周期背后的核心驱动。

2002年—2006年:2002年开始铜经历了一轮为期5年的超级牛市,本轮上行处于典型的需求驱动周期。中国2001年加入WTO后经济开始腾飞,工业化、城镇化进程加速,GDP以每年超10%的速度高增长,这是经济增长斜率最高的时期,作为主要应用在电力领域的金属,铜的消费迎来周期性扩张。此外,2001年美国遭受了互联网泡沫破灭和“9·11”事件双重打击,为了刺激低迷的经济,2002年开始美联储连续13次降息,小布什政府推出“居者有其屋”政策,美国居民部门杠杆率大幅提升,房地产市场迎来爆炸式繁荣。在中国的工业化叠加美国地产周期的双重驱动下,需求扩张推动铜走出了第一轮超级周期。

2009年—2011年:2008年次贷危机使所有的风险资产跌落低谷,随后美联储迅速将联邦基准利率下调至零值附近,并在2009年—2012年间启动三轮QE,为铜价上行提供了流动性支持。中国提供了信用扩张,四万亿计划启动后,中国商品房销售增速自2008年12月的-19%一跃攀升至2009年11月的53%,房屋新开工面积自2009年年初的-16%大涨至2010年5月的72%。电网投资增速在2009年达到35%,汽车产量增速在2009和2010两年间达到46%和32%。在流动性叠加信用扩张的背景下,铜价迎来了第二轮超级周期。

2020年4月至今:本轮铜的上行背景和2009年有一定相似性,疫情的黑天鹅冲击使得铜价跌落至2016年来的低点,随后在流动性刺激和供需错配下,铜价开启新一轮上行。但值得注意的是,本轮上行和前两轮也有很大的不同,第一是疫情冲击后,以美联储为代表的海外央行释放了天量流动性,刺激大宗商品整体上行;第二是本轮上行缺乏如前两轮一般的需求扩张周期,2020年铜基本面的走强主要是由于全球最大的消费国中国和海外主要的矿产资源国之间在疫情暴发和恢复的时间上存在错位,导致铜存在阶段性的供需错配,支撑铜价实现第三轮周期。

本轮驱动趋于衰减

本轮周期的核心驱动是流动性刺激下的供需错

配。从流动性的角度看,货币正常化是必然趋势。2020年四季度国内社融存量和M2增速的顶部已经确立,一季度二者持续回落,国内信贷逐渐收紧。美联储仍维持零利率和固定购债,基准利率年内预计不会变化,但随着美国疫苗接种剂次超过2亿,三季度实现群体免疫的概率较高,市场对美联储三季度缩减QE的预期持续升温。

铜基本面趋势为供需双增,前期供需错配的情况将逐渐缓解。从供给侧看,下半年在复产、扩产的压力下,铜矿产量恢复的预期较高,TC有望逐渐迎来拐点。而废铜的供应逐渐走向宽松,精废价差持续走高,对原料供应形成了有效补充。从需求侧看,内需恢复的峰值在去年,今年基建等投资性需求表现弱势,外需中美国地产及制造业的补库周期启动,将贡献年内主要的需求增量,而全球风电、光伏、新能源汽车等绿色能源领域的需求缓慢释放,年内有望为铜需求贡献2%的增量。

鉴于本轮上行的核心驱动——流动性和供需错配已经交易较充分,且未来矛盾趋于缓解,本轮铜价上行逻辑最顺畅的时间已过,我们倾向于未来1—2个季度牛市周期将逐步步入尾声。但鉴于铜消费年内仍是增长趋势,且新能源部门的需求将以平缓的方式长期释放,铜基本面依然有支撑,流动性退潮后价格也难以出现断崖式下跌,铜价重心仍能维持在高位区间运行。

(作者单位:宏源期货)

铁矿石 短期尚乐观 中期存隐忧

■刘慧峰

受国内钢厂利润明显修复、海外钢厂复产加快以及盘面高贴水影响,3月下旬以来,国内铁矿石主力合约触底反弹,再创新高。我们认为,在正反馈机制延续背景下,短期铁矿石仍会延续涨势,但中期走势存隐忧。

钢厂高利润支撑扩价

经历3月份唐山环保限产之后,国内钢厂利润明显修复。根据我们测算,长流程钢厂的螺纹钢和热轧利润已经从3月初的盈亏平衡回升至1000元/吨附近,利润水平仅次于2017—2018年高点。当前除河北外,其他产钢大省尚未出台限产政策,全国性的压减粗钢产量文件也没有出台,非限产区域钢企具有较强的提产动能,进而提振铁矿石需求。3月份国内生铁产量同比增长8.9%以及4月高炉日均铁水产量连续3周回升均验证了这一结论。

海外钢厂复产进程加快。根据国际钢铁工业协

会的数据,今年一季度除中国外的其他地区生铁产量同比增长1.57%或177.3万吨,增速较去年同期明显加快,其中3月份生铁产量已经恢复至2019年6月以来高位。当下海外钢材价格处于高位,且制造业补库存趋势依然延续,在高利润、高需求下,海外钢厂复产进程料将持续。我们看到,去年疫情期间海外生铁产量共下降4271万吨,预计年底补足这一减量的概率较大,这将增加铁矿石需求量约6833万吨。

库存依旧存在结构性问题。今年以来,在高矿价的影响下,铁矿石供给回升幅度较往年明显加快。一季度在铁水产量并不低的情况下,铁矿石港口库存不降反升,截至4月23日当周已经达到1.332亿吨。但目前港口库存依然存在一定的结构性问题,在高利润以及环保限产的影响下,钢厂更加倾向向高品矿资源,目前卡粉、PB与超特粉的价差均创出历史新高,且卡粉库存近几周也呈现持续下降态势。在高品矿资源的带动下,中低品矿资源亦跟随上涨,再加上高贴水因素,最终使得盘面价格出现明显反弹。

影响矿价中期走势因素

铁矿石价格短期走高,但中期走势依然存在隐忧。一是,在碳中和背景下,铁矿石需求长期走弱的预期将一直存在。今年一季度国内粗钢产量同比增加3659.2万吨,意味着未来几个月要减少同样数量的产量,才能实现全年粗钢产量不增长。二是,高矿价刺激了非主流矿供应回升,2021年铁矿石供应均增加1.23亿吨,除了Vale的部分装置恢复产能外,增量主要来自非主流矿,且投产时间集中于二季度以后。三是,大宗商品价格上涨过快引发关注,若后期政策层面利空导致钢厂利润收窄,则矿价也会受到压制。四是目前盘面价格与超特粉基差已经修复至百元附近,处于中低位水平。

综合来看,短期支撑矿价上涨的钢厂高利润、海外钢厂复产以及库存结构性问题等因素依然存在,铁矿石价格仍会延续涨势。但中期看,铁矿石价格存在隐忧,下跌信号需关注海外需求变化以及国内压减粗钢产量政策走向等。(作者单位:东海期货)

期货行情(4月28日)

上海期货交易所主力合约行情

品种	交割月	开盘价	最高价	最低价	收盘价	结算价	涨跌	成交量	持仓量	持仓变化
铜	2106	22150	22380	21900	22140	22100	-200	24329	12626	-13443
	2106	14340	14350	14250	14300	14300	0	1324	4888	-118
铝	2106	14340	14350	14250	14300	14300	0	1324	4888	-118
	2106	14340	14350	14250	14300	14300	0	1324	4888	-118
国内铜	2106	14340	14350	14250	14300	14300	0	265	265	155
	2106	14340	14350	14250	14300	14300	0	265	265	155
锌	2106	18200	18250	18150	18200	18200	0	2728	13026	526
	2106	18200	18250	18150	18200	18200	0	2728	13026	526
铅	2106	18100	18150	18050	18100	18100	0	2874	10700	81
	2106	18100	18150	18050	18100	18100	0	2874	10700	81
镍	2106	15550	15580	15450	15550	15550	0	6128	4055	1054
	2106	15550	15580	15450	15550	15550	0	6128	4055	1054
锡	2106	14570	14570	14570	14570	14570	0	10	10	0
	2106	14570	14570	14570	14570	14570	0	10	10	0
银	2106	12650	12720	12580	12650	12650	0	6263	14174	2679
	2106	12650	12720	12580	12650	12650	0	6263	14174	2679
螺纹钢	2106	3600	3620	3580	3600	3600	0	1310	11701	31
	2106	3600	3620	3580	3600	3600	0	1310	11701	31
热卷	2106	18610	18650	18550	18600	18600	-50	3173	13241	-1126
	2106	18610	18650	18550	18600	18600	-50	3173	13241	-1126
铁矿石	2106	1000	1000	1000	1000	1000	0	10	10	0
	2106	1000	1000	1000	1000	1000	0	10	10	0
黄金	2106	345	345	345	345	345	0	10	10	0
	2106	345	345	345	345	345	0	10	10	0
白银	2106	145	145	145	145	145	0	10	10	0
	2106	145	145	145	145	145	0	10	10	0
铜铝比	2106	1.51	1.51	1.51	1.51	1.51	0	10	10	0
	2106	1.51	1.51	1.51	1.51	1.51	0	10	10	0
镍铁	2106	550	550	550	550	550	0	10	10	0
	2106	550	550	550	550	550	0	10	10	0
氧化铝	2106	375	375	375	375	375	0	10	10	0
	2106	375	375	375	375	375	0	10	10	0
电解铜	2106	14350	14350	14350	14350	14350	0	10	10	0
	2106	14350	14350	14350	14350	14350	0	10	10	0
电解铝	2106	14300	14300	14300	14300	14300	0	10	10	0
	2106	14300	14300	14300	14300	14300	0	10	10	0
电解锌	2106	18200	18200	18200	18200	18200	0	10	10	0
	2106	18200	18200	18200	18200	18200	0	10	10	0
电解铅	2106	18100	18100	18100	18100	18100	0	10	10	0
	2106	18100	18100	18100	18100	18100	0	10	10	0
电解镍	2106	15550	15550	15550	15550	15550	0	10	10	0
	2106	15550	15550	15550	15550	15550	0	10	10	0
电解锡	2106	14570	14570	14570	14570	14570	0	10	10	0
	2106	14570	14570	14570	14570	14570	0	10	10	0
电解银	2106	12650	12650	12650	12650	12650	0	10	10	0
	2106	12650	12650	12650	12650	12650	0	10	10	0
电解铜铝比	2106	1.51	1.51	1.51	1.51	1.51	0	10	10	0
	2106	1.51	1.51	1.51	1.51	1.51	0	10	10	0
电解镍铁	2106	550	550	550	550	550	0	10	10	0
	2106	550	550	550	550	550	0	10	10	0
氧化铝	2106	375	375	375	375	375	0	10	10	0
	2106	375	375	375	375	375	0	10	10	0
电解铜	2106	14350	14350	14350	14350	14350	0	10	10	0
	2106	14350	14350	14350	14350	14350	0	10	10	0
电解铝	2106	14300	14300	14300	14300	14300	0	10	10	0
	2106	14300	14300	14300	14300	14300	0	10	10	0
电解锌	2106	18200	18200	18200	18200	18200	0	10	10	0
	2106	18200	18200	18200	18200	18200	0	10	10	0
电解铅	2106	18100	18100	18100	18100	18100	0	10	10	0
	2106	18100	18100	18100	18100	18100	0	10	10	0
电解镍	2106	15550	15550	15550	15550	15550	0	10	10	0
	2106	15550	15550	15550	15550	15550	0	10	10	0
电解锡	2106	14570	14570	14570	14570	14570	0	10	10	0
	2106	14570	14570	14570	14570	14570	0	10	10	0
电解银	2106	12650	12650	12650	12650	12650	0	10	10	0
	2106	12650	12650	12650	12650	12650	0	10	10	0
电解铜铝比	2106	1.51	1.51	1.51	1.51	1.51	0	10	10	0
	2106	1.51	1.51	1.51	1.51	1.51	0	10	10	0
电解镍铁	2106	550	550	550	550	550	0	10	10	0
	2106	550	550	550	550	550	0	10	10	0
氧化铝	2106	375	375	375	375	375	0	10	10	0
	2106	375	375	375	375	375	0	10	10	0
电解铜	2106	14350	14350	14350	14350	14350	0	10	10	0
	2106	14350	14350	14350	14350	14350	0	10	10	0
电解铝	2106	14300	14300	14300	14300	14300	0	10	10	0
	2106	14300	14300	14300	14300	14300	0	10	10	0
电解锌	2106	18200	18200	18200	18200	18200	0	10	10	0
	2106	18200	18200	18200	18200	18200	0	10	10	0
电解铅	2106	18100	18100	18100	18100	18100	0	10	10	0
	2106	18100	18100	18100	18100	18100	0	10	10	0
电解镍	2106	15550	15550	15550	15550	15550	0	10	10	0
	2106	15550	15550	15550	15550	15550	0	10	10	0
电解锡	2106	14570	14570	14570	14570	14570	0	10	10	0
	2106	14570	14570	14570	14570	14570	0	10	10	0
电解银	2106	12650	12650	12650	12650	12650	0	10	10	0
	2106	12650	12650	12650	12650	12650	0	10	10	0
电解铜铝比	2106	1.51	1.51	1.51	1.51	1.51	0	10	10	0
	2106	1.51	1.51	1.51	1.51	1.51	0	10	10	0
电解镍铁	2106	550	550	550	550	550	0	10	10	0
	2106	550	550	550	550	550	0	10	10	0
氧化铝	2106	375	375	375	375	375	0	10	10	0
	2106	375	375	375	375	375	0	10	10	0
电解铜	2106	14350	14350	14350	14350	14350	0	10	10	0
	2106	14350	14350	14350	14350	14350	0	10	10	0
电解铝	2106	14300	14300	14300	14300	14300	0	10	10	0
	2106	14300	14300	14300	14300	14300	0	10	10	0
电解锌	2106	18200	18200	18200	18200	18200	0	10	10	0
	2106	18200	18200	18200	18200	18200	0	10	10	0
电解铅	2106	18100	18100	18100	18100	18100	0	10	10	0
	2106	18100	18100	18100	18100	18100	0	10	10	0
电解镍	2106	15550	15550	15550	15550	15550	0	10	10	0
	2106	15550	15550	15550	15550	15550	0	10	10	0
电解锡	2106	14570	14570	14570	14570	14570	0	10	10	0
	2106	14570	14570	14570	14570	14570	0	10	10	0
电解银	2106	12650	12650	12650	12650	12650	0	10	10	0
	2106	12650	12650	12650	12650	12650	0	10	10	0
电解铜铝比	2106	1.51	1.51	1.51	1.51	1.51	0	10	10	0
	2106	1.51	1.51	1.51	1.51	1.51	0	10	10	0
电解镍铁	2106	550	550	550	550	550	0	10	10	0
	2106	550	550	550	550	550	0	10	10	0
氧化铝	2106	375	375	375	375	375	0	10	10	0
	2106	375	375	375	375	375	0	10	10	0
电解铜	2106	14350	14350	14350	14350	14350	0	10	10	0
	2106	14350	14350	14350	14350	14350	0	10	10	0
电解铝	2106	14300	14300	14300	14300	14300	0	10	10	0
	2106	14300	14300	14300	14300	14300	0	10	10	0
电解锌	2106	18200	18200	18200	18200	18200	0	10	10	0
	2106	18200	18200	18200	18200	18200	0	10	10	0
电解铅	2106	18100	18100	18100	18100	18100	0	10	10	0
	2106	18100	18100	18100	18100	18100	0	10	10	0
电解镍	2106	15550	15550	15550	15550	15550	0	10	10	0
	2106	15550	15550	15550	15550	15550	0	10	10	0
电解锡	2106	14570	14570	14570	14570	14570	0	10	10	0
	2106	14570	14570	14570	14570	14570	0	10	10	0
电解银	2106	12650	12650	12650	12650	12650	0	10	10	0
	2106	12650	12650	12650	12650	12650	0	10	10	0
电解铜铝比	2106	1.51	1.51	1.51	1.51	1.51	0	10	10	0
	2106	1.51	1.51	1.51	1.51	1.51	0	10	10	0
电解镍铁	2106	550	550	550	550	550	0	10	10	0
	2106	550	550	550	550	550	0	10	10	0
氧化铝	2106	375	375	375	375	375	0	10	10	0
	2106	375	375	375	375	375	0	10	10	0
电解铜	2106	14350	14350	14350	14350	14350	0	10	10	0
	2106	14350	14350	143						