

铜：由单边上涨逐渐转向高位震荡
华泰期货
新能源&有色研究总监 陈思捷

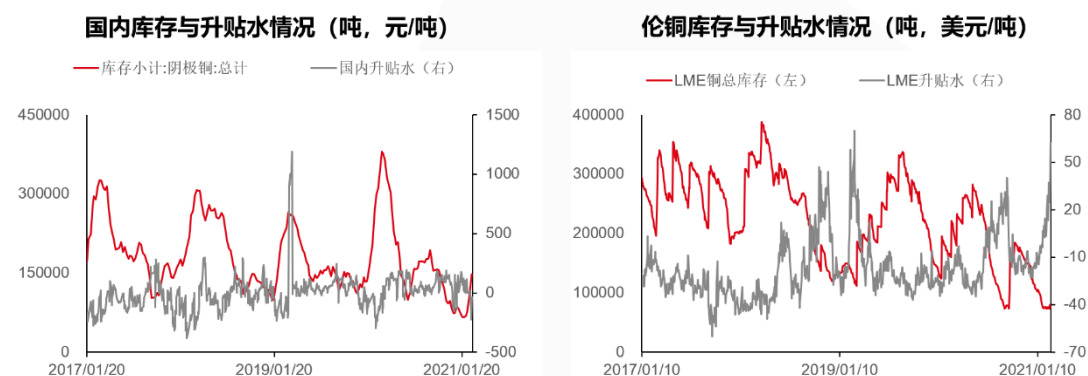
2020 年 3 月下半旬，伦铜由最低点 4391 美元/吨开始反弹，至 2021 年 2 月的最高点 9617 美元/吨，一年不到时间，整整上涨了接近 120%，可以说是一场波澜壮阔的牛市行情。

从本轮铜价大涨的驱动因素来看，其实主要原因是在疫情发生之后，全球市场发生了宏观与微观的共振，宏观上，为了应对危机，以美国为首的欧美国家相继开始开闸放水，美国更是祭出了“MMT 理论”来支持他的天量货币投放，与此同时，在微观上，随着年初疫情蔓延，全球物流、生产、消费等活动均受到了严重的阻碍，特别是在消费层面，短期影响大于供给。

4 月之后，随着一系列“封城抗疫”的措施逐步有了成效，国内疫情率先出现拐点，消费开始复苏，甚至在某些领域还出现了“报复性消费”。但这时候又发现一个问题，那就是由于海外疫情仍在扩散，导致全球物流运输始终无法恢复，最终导致的一个结果就是，国内一些对外依赖度比较高的品种，随着库存的逐渐消耗而变得供给趋紧，对于铜来说，全球 50% 以上的消费集中在中国，但中国铜对外的依赖度高达 85%，在供需层面，产生了非常大的劈叉，这也导致了库存的快速下滑，对应的就是价格的迅速上涨。

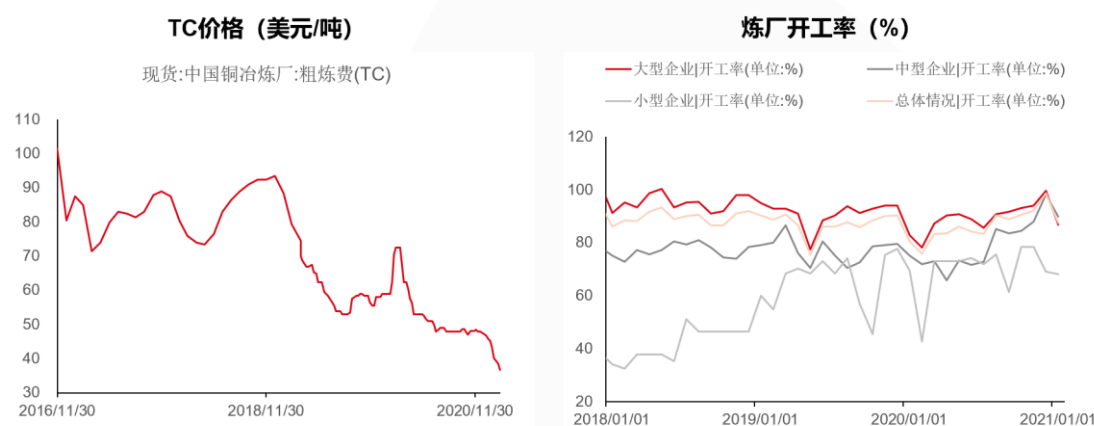
从更长的周期来看，其实早在 2012 年全球经济减速之后，中国由于出口下滑导致工业品库存大幅积压，终于在 2016 年，开启了“供给侧改革”的序幕，但随着 2020 年疫情的爆发，下游消费的大幅反弹，前期供给侧改革被淘汰的落后产能暂时没有新增产能进行替代，也在一定程度上加剧了 2020 年下半年的去库幅度，增强了此轮价格的上涨。

对于 2021 年春节前后的这波上涨，我们认为资金面的影响更大一点，期间国内外多头增仓非常明显，在非常短的时间内将价格从 6 万推高至 7 万，从基本面上来看，2 月是传统淡季，又逢春节，消费基本没有起色，对应的就是整个价格上涨过程中，现货升贴水并未明显走强，所以在价格上涨到 7 万以后，一方面下游不太接受这个价格，减少接货，另一方面冶炼厂更多的选择交仓，社会显性库存明显增加，所以也导致了价格的迅速回调，一度跌至 64000 元/吨附近，目前价格震荡整理与 66000 元/吨附近。



展望后市，我们认为更有可能是一个宽幅震荡的行情。宏观上，随着疫苗的出现以及普及，特殊时期的货币政策迟早会回归正常，当下由于全球范围内对于利率抬升的担忧仍在发酵，美元也开始止跌维稳，后续随着经济的持续复苏，市场对于流动性拐点提前到来的担忧愈发强烈，但就目前情况看，各主要经济体央行在 Q2 立刻转变货币政策的概率不大，所以流动性上即使没有增量，至少短期也不会有减量。微观上看，铜的基本面依然相对健康，供给端，南美地区的疫情仍未受到较好控制，短期内铜矿供给增量有限，国内加工费已持续下滑至 34 美元/吨的历史低位，大大挤压了冶炼厂的利润，导致市场对于 Q2 炼厂减产的预期

非常强烈，进口废铜由于政策刚落地，短期增量也较为有限。



消费端，Q2 是工业品的传统旺季，据我们调研了解到，今年各终端的订单非常火爆，预计不久后就会开始去库，就目前整体库存水平来看，依然是处于历史一个相对较低的位置，Q2 货源依旧会非常紧张，甚至可能出现现货挤仓的风险。这种低库存、高价格的格局大概率会延续，持续利好铜价。



操作上，对于下游用铜企业而言，我们的建议如下：

期货上，企业可在 61,000 至 64,000 元/吨一线逐步分批建仓。

期权上，可以选择采取买入高执行价格的看涨期权（相当于买了保险），或者卖出低执行价格的看跌期权（通过收取权利金降低采购成本）。