

是时候铜价创新高了

2022 年 03 月 02 日

■ 继原油、铝创新高后，下一个创新高的会是铜吗？我们自年初以来坚定看多大宗商品，并在2022年2月2日《大宗商品为何不惧历次美联储加息？》中提到，大宗商品是加息周期下表现最好的资产，叠加近期地缘政治风险扰动，原油、铝等商品已创新高，目前S&P GSCI已较年初上涨28.2%，我们的观点得到了印证。根据铜与铝的强相关性，我们认为铜的上涨行情也将到来。展望未来，低库存、高需求、高通胀等宏观因素仍将支撑铜价，在全球多地区增加对基础设施建设、房地产投资的预期下，我们认为铜价有望在年内突破12000美元/吨。

■ 鉴于铜、铝存在较高相关性，我们认为LME铜行情将至。铜与铝在其下游运用方面多有重叠，如汽车、家电、电力、军工等行业，它们在导电性、耐用性等方面具有一定的可替代性。观察近3年LME铜与LME铝的走势可以发现，其相关性高达0.92，两者价格时常相继突破新高。在当前LME铝已突破3525美元/吨的情况下，LME铜大概率也将再创新高。

■ 战争叠加加息周期对铜价影响几何？我们在此前的文章中曾提到，大宗商品在美联储加息周期中表现较好，铜在1990年以来的加息周期中平均年化收益率达35.3%，受加息影响较小。进一步看，我们发现1990年以来共有3次战争与美联储加息周期重叠，分别是第一次车臣战争、科索沃战争和第二次车臣战争。通过对比各类大宗商品在加息周期或是临近加息时的收益表现，我们发现其与风险事件的相关性较弱，主要逻辑还是在于供需矛盾、全球经济增长状况，并且商业预期指数更具领先性。

第一次车臣战争(1994/12-1996/8): 铜价在战争爆发的第一个月出现快速上涨，此后又小幅下跌并维持震荡。由于经济增长态势于1995年下半年持续走弱，铜价出现单边下跌，并于1996年6月筑底。两事件重叠时期年化收益率为-15.9%，战争期间年化收益率为-22.0%。

科索沃战争(1999/3-1999/6)与第二次车臣战争(1999/8-2000/5): 两次战争与1999年的加息周期高度重叠，其中科索沃战争在美联储加息周期启动前快速结束，第二次车臣战争则完全重叠。除原油外，铜等多个大宗商品在科索沃战争期间均明显走弱，然而在第二次车臣战争中集体走强。商业预期指数、全球经济增长和库存情况完美诠释了其间差异。铜在这两次战争期间的年化收益率分别为-5.4%和7.5%。

■ 库存与库存消费比均已创下历史新高，供给担忧、供需矛盾仍将对铜价形成支撑。

首先，受地缘政治影响，俄罗斯铜出口量或将受到显著影响。 市场通常最为关注智利、秘鲁等地的铜矿产量，而俄罗斯也有着丰富的铜矿资源。据美国地质调查局的测算，俄罗斯拥有6200万吨铜矿石储量，约占世界总储量的7.05%，居世界第4。2021年俄罗斯铜精矿产量为88.6万吨，是我国第二大精炼铜进口国，进口量占比达11.1%。在欧盟、美国、日本的全方位制裁下，未来俄罗斯精炼铜出口或将受到影响，对铜供给形成一定干扰。

第二，全球铜库存已处于历史低位，需求提升或将加剧供需矛盾。 从铜的终端需求来看，房地产、基础设施和包括家电、乘用车等在内的制造业对铜的需求量较高，房地产需求占比在30%左右。从2021年全球精炼铜用量来看，中国、欧洲、美国的精炼铜消费分别占全球总量的54.6%、13.6%和7.2%。在各国防疫政策逐渐放松、疫苗接种率进一步提升的背景下，疫情对开工的干扰有所减退。同时，在欧洲的天然气管道项目、美国的基础设施计划和中国“十四五”规划、保障性租赁住房等因素的带动下，未来铜需求量或将进一步上升。目前全球铜库存与库存消费比均在历史低位，我们认为供应压力将对铜价形成支撑。

■ **风险提示：** 地缘政治风险加剧，疫情扩散超预期，国内外政策超预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002
 taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证号：S0600522010001
 lisq@dwzq.com.cn

1、《宏观月报 20220301：以史为鉴，2月 PMI 透露了什么信号？》 2022-03-01

2、《宏观周报 20220227：两会前瞻：拐点将至？》 2022-02-27

3、《宏观周报 20220227：ESG 与长期价值投资——解析海外养老金的评估指标》 2022-02-27

4、《宏观周报 20220224：以史为鉴，原油站上 100 美元后如何演绎？》 2022-02-24

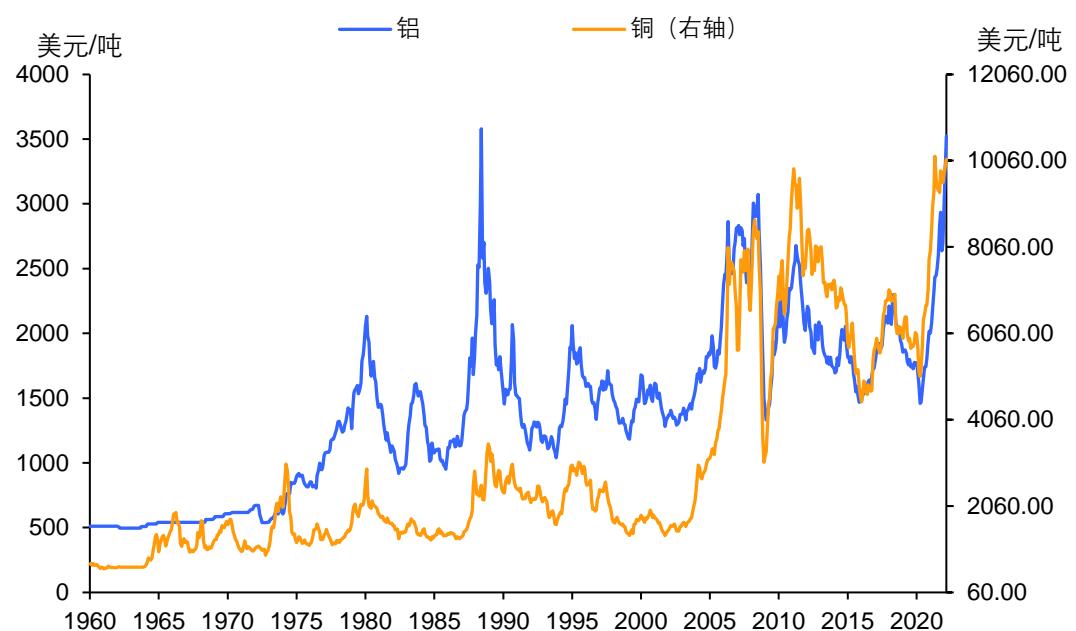
5、《宏观周报 20220222：新趋势下的投资避险指南——ESG 系列研究开篇》 2022-02-23

表 1：铜价与铝价具有较强相关性

相关性系数:3Y	原油	COMEX黄金	LME铝	LME铜
原油	1.000	-0.002	0.851	0.752
COMEX黄金		1.000	0.396	0.537
LME铝			1.000	0.920
LME铜				1.000

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：铜价与铝价具有较强相关性



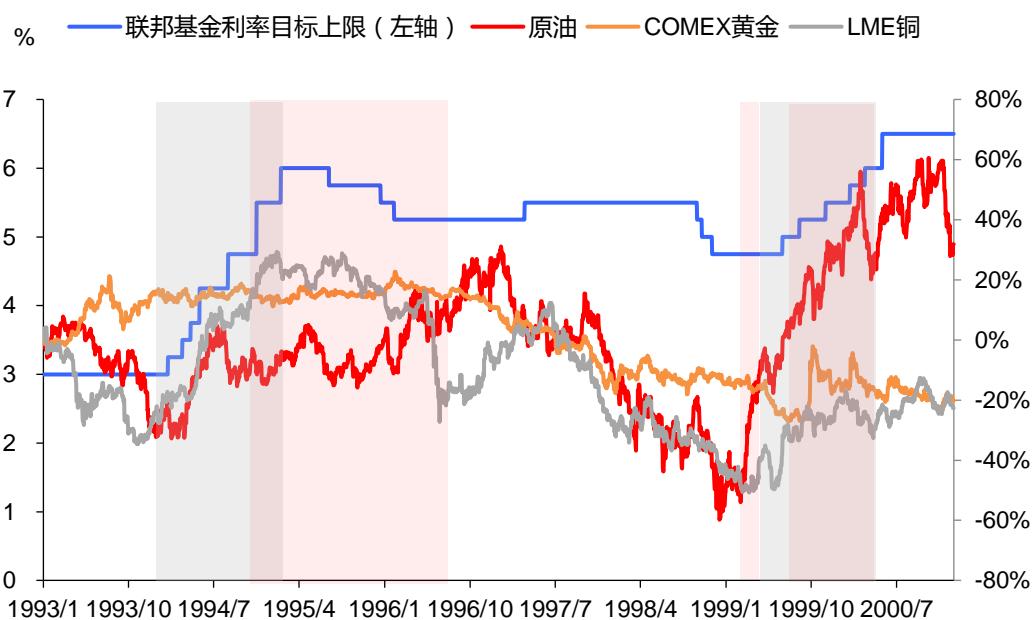
数据来源：WB，东吴证券研究所

表 2：地缘政治危机时期各资产年化收益率

日期	美联储加息周期	年化收益率计算区间	S&P GSCI	S&P 500	美元指数	布伦特原油	COMEX黄金	LME铜
第一次车臣战争	1994/12-1996/8	1994/3-1995/2	战争与加息周期重叠时期	4.1	56.2	-11.7	46.6	-2.3
			战争期间	26.5	25.7	-1.3	23.7	1.0
科索沃战争	1999/3-1999/6	1999/6-2000/5	战争期间	24.9	13.5	11.0	87.7	-30.3
			战争期间	58.5	3.9	10.3	66.3	-5.4
第二次车臣战争	1999/8-2000/5						9.6	7.5

数据来源：Fred, Wind，东吴证券研究所

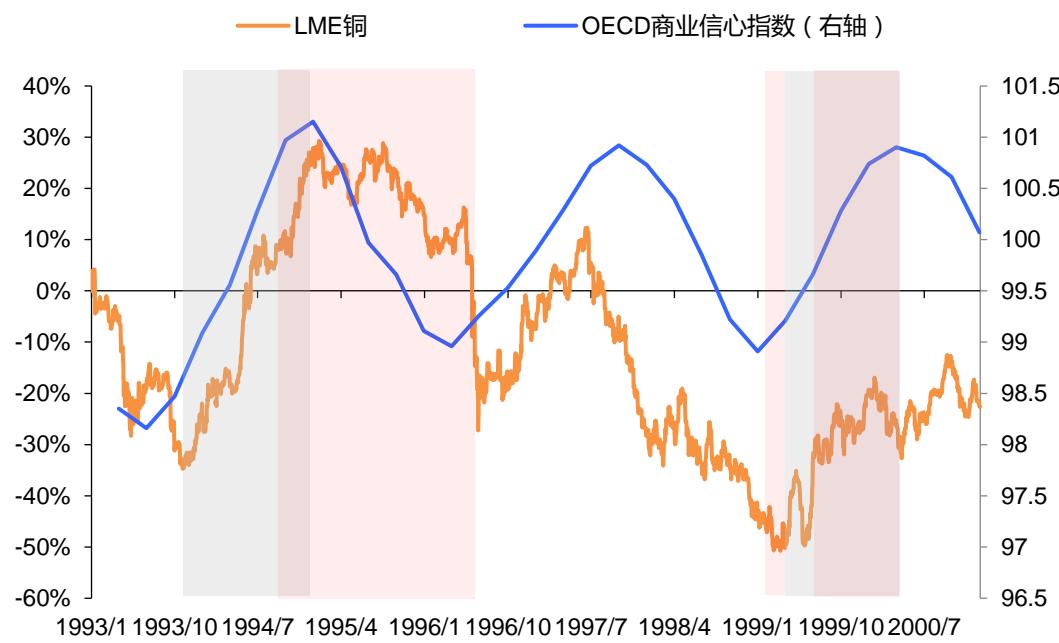
图 2: □1990 年以来有 3 次战争与加息周期重叠



数据来源: Fred, Wind, 东吴证券研究所

备注: 大宗商品区间涨跌幅以 1993 年为基准

图 3: □风险事件时期的 LME 铜走势与商业信心指数



数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

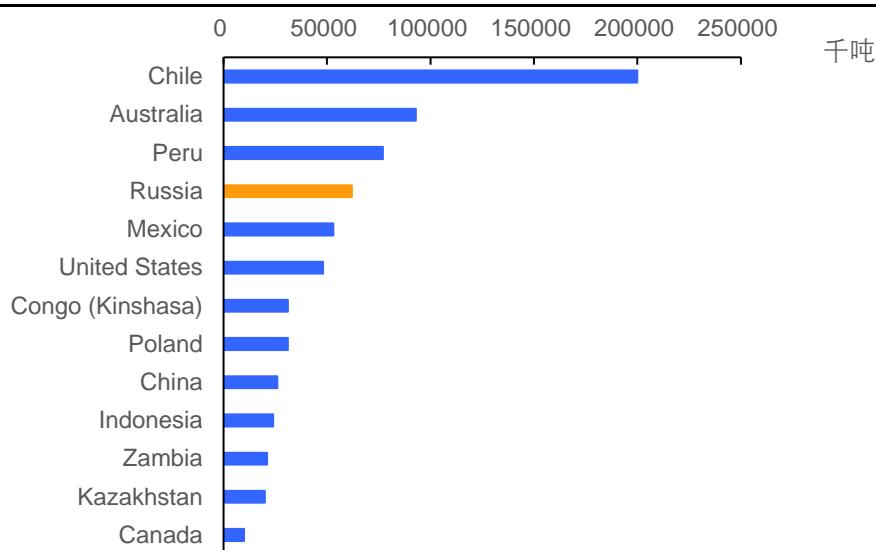
备注: LME 铜区间涨跌幅以 1993 年初为基准

图 4: □铜与 OECD 商业信心指数



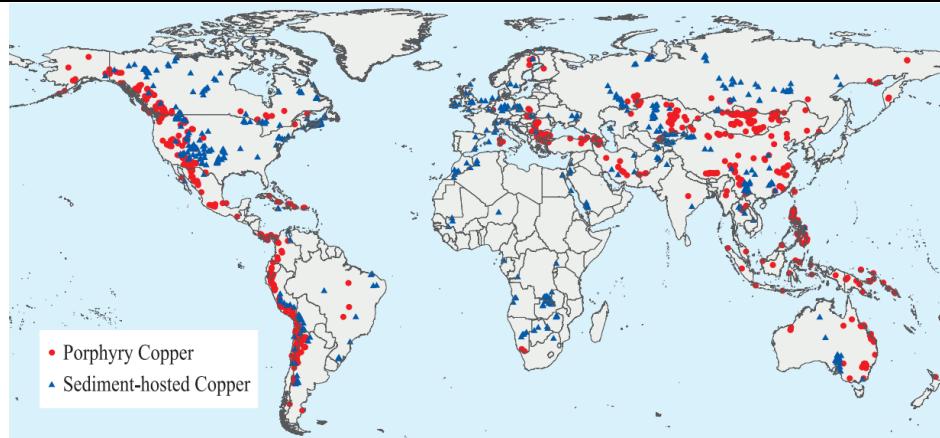
数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图 5: □2022 年各国铜矿储备情况



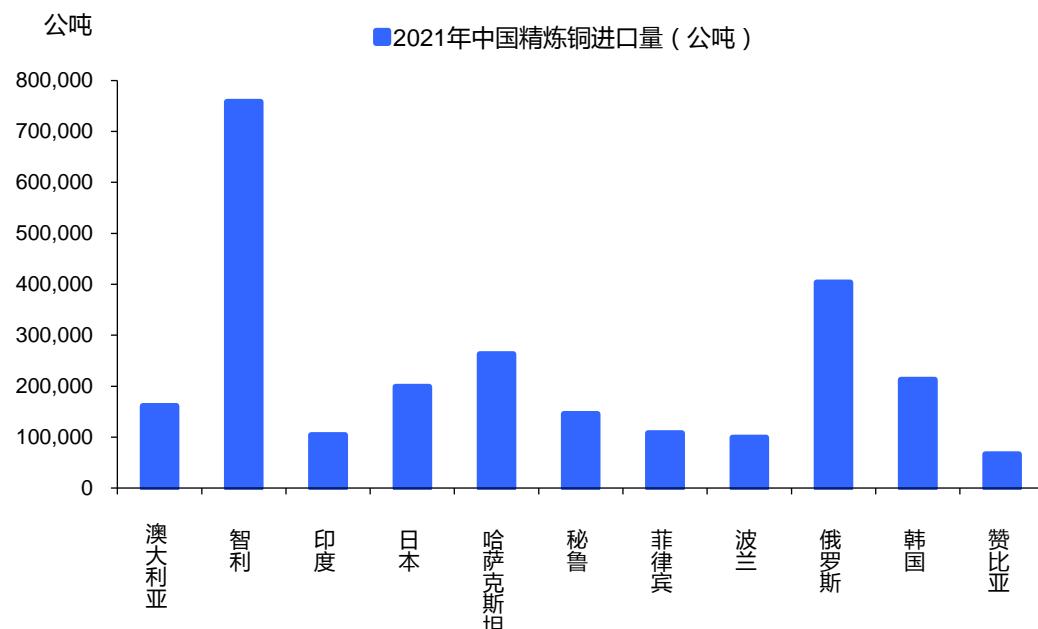
数据来源: USGS, 东吴证券研究所

图 6: □全球已知斑岩铜矿、沉积物铜矿分布情况



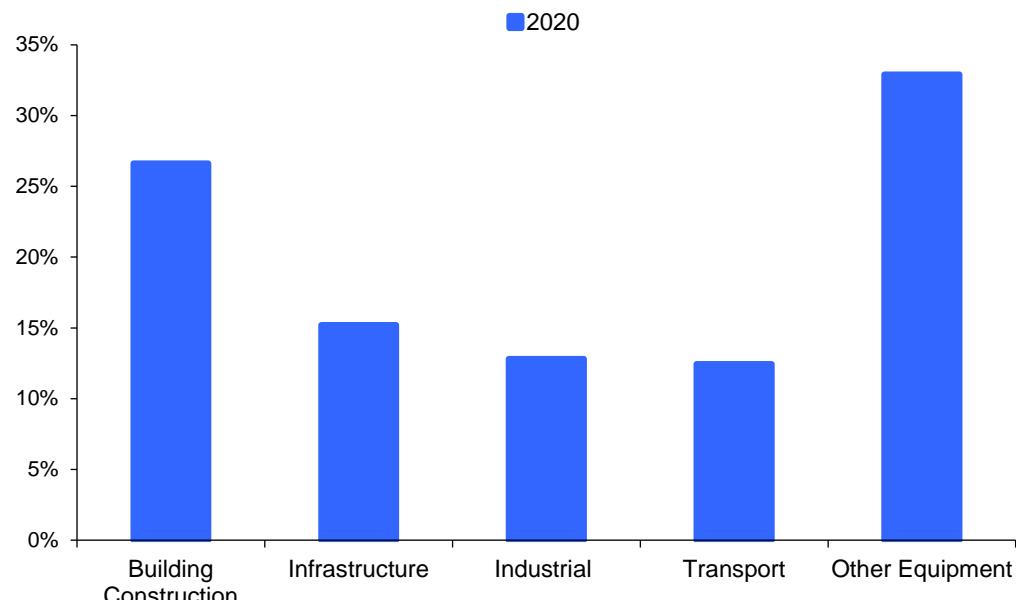
数据来源: USGS, 东吴证券研究所

图 7: □中国精炼铜进口情况



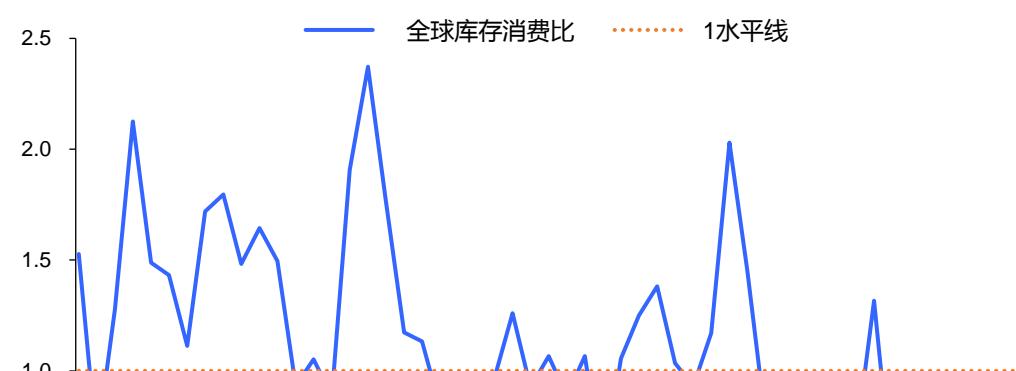
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 8：铜终端需求占比



数据来源：IWCC，东吴证券研究所

图 9：全球铜库存消费比已在历史低位



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39013

