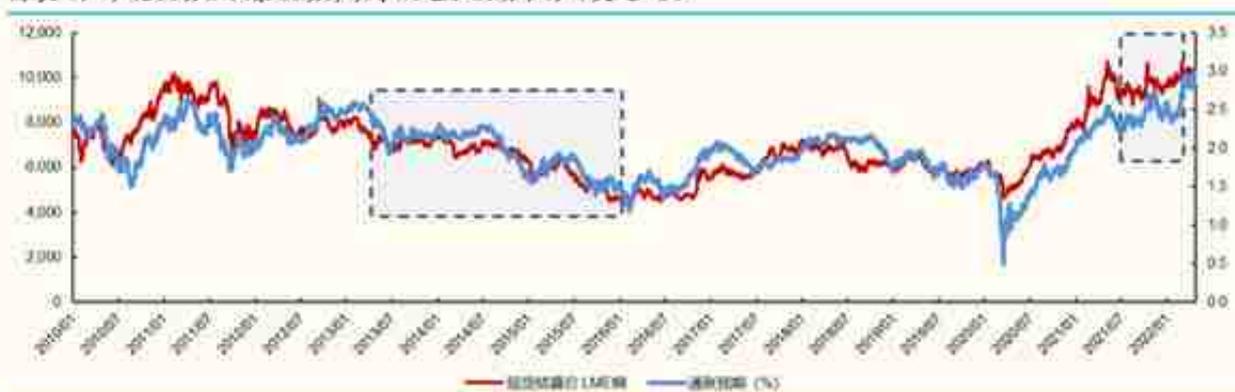


上周五国际市场伦铜、美铜强力拉涨，LME三个月期铜收盘涨幅7.51%，美铜主力合约收盘涨幅达8.06%；国内市场，周五夜盘沪铜跳空高开，涨幅超过4%。

这种上涨行情在加息周期中可谓是绝无仅有的，为何金属铜能够不惧全球经济衰退预期而具有较强的价格韧性？投资者该如何审视此次迟迟未决的大宗商品行情？本文将详细解析以上问题。

金融角度：加息周期虽长但幅度减弱，不会对铜价形成制约

图表 3: 本轮流动性收紧预期并未导致通胀预期下行 (美元/吨)



这到底是什么原因？回溯到上次13年货币紧缩周期中，铜价有明显的下跌趋势，这是因为市场中关于通胀的预期已被打消。然而本轮周期中虽有流动性收紧预期，但通胀预期并未下降，因此铜价持续高位。从历史走势中也可以发现铜价与通胀预期相关性较强。

那为何此次通胀预期无法缓和呢？这是因为从供应角度出发，铜这类大宗商品的供给缺口有着短期难以缓和的问题，而紧缩的货币政策只是在一定程度上抑制总需求，但供应端的紧

缺在本轮通胀中也起到了至关重要的作用。考虑到俄乌战争引发资源品及粮食短缺、美国劳动力市场持续短缺导致用工成本上升等因素，供应问题在短期内无法得到有效缓解，使得 22 年的通胀仍将维持高位，对铜价形成一定支撑。

供需角度：铜矿开发跟不上下游冶炼的扩产速度

表3 2014—2021年全球精炼铜消费情况

单位：万吨（铜）

国家/地区	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
欧洲	387.8	371.0	378.1	377.7	375.8	353.5	337.5	377.8
德国	116.2	121.9	124.3	118.0	120.0	101.7	105.7	96.5
意大利	62.5	61.3	89.6	63.5	55.2	55.6	47.0	61.1
俄罗斯	61.1	33.0	57.1	38.5	38.7	34.7	35.8	60.9
法国	20.7	18.2	19.6	21.0	20.1	19.9	17.2	17.1
非洲	13.7	17.7	14.0	11.9	13.6	13.0	15.3	15.2
埃及	6.3	9.0	7.3	5.8	8.8	8.2	10.8	10.8
亚洲	1583.7	1602.0	1639.8	1659.9	1714.8	1725.8	1864.5	1827.5
中国	1130.3	1135.3	1164.2	1179.0	1248.2	1280.0	1452.8	1388.5
日本	107.2	99.7	97.5	99.8	103.9	101.1	89.1	90.9
韩国	75.0	70.5	75.9	65.6	71.7	63.3	61.9	60.1
印度	43.4	49.1	49.9	48.6	51.2	52.7	43.2	50.3
美洲	287.1	296.0	285.8	273.7	283.2	288.6	268.2	283.2
美国	176.7	179.6	181.1	177.1	181.4	182.9	175.8	176.6
墨西哥	36.1	39.3	42.3	37.2	40.7	44.2	40.5	47.8
巴西	38.4	43.4	29.3	28.2	29.1	30.4	25.5	24.2
大洋洲	25.6	26.6	23.0	32.2	22.6	20.0	30.6	30.0
澳大利亚	25.6	26.6	23.0	32.2	22.6	20.0	30.6	30.0
世界总计	2275.0	2289.3	2320.0	2326.2	2392.5	2342.2	2468.2	2382.2

而从铜的需求端来看，铜的需求端来自于电力电子、机械制造、交通运输、建筑和国防工业等领域。2020年，我国铜消费量已逼近1450万吨，全球占比约为60%，也就是说我国的需求直接决定了铜的价格走势。“双碳”背景下，能源结构转换推动电力系统发展，以光伏、风电等为代表的清洁能源产业和新能源汽车产业发展为铜带来新的增量需求，预计2035年前我国铜资源消费将保持增长态势，2035—2050年需求将持续维持高位。

总结来看，投资者的确需求关注铜这类的大宗商品周期的投资机遇，因为当大宗商品价格长期高企，上游资源开采类企业或将迎来长期的价值重估行情。

铜产业链基本面分析



从产业链角度出发可以发现，大部分上市公司的营收来源主要源于中游冶炼，靠上游采选盈利的企业少之又少。资源禀赋上，目前上市企业中铜权益资源量超过1000万吨的有三家：紫金矿业、洛阳钼业和江西铜业。最大的铜资源企业为紫金矿业，截至2020年底，紫金矿业权益铜资源量达6206万吨。洛阳钼业总铜资源量为3432万吨，权益铜资源量为2840万吨，江西铜业权益资源量为1318万吨。从品位上看，洛阳钼业、中国有色矿业、华友钴业资源品位较高，平均品位分别达到了1.88%、1.94%和1.92%。

从海外布局上看，紫金矿业、洛阳钼业、五矿资源、中国有色矿业拥有较多海外铜资产，紫

金矿业的境外矿产铜资源量占公司总量的75%，境外产量占比为44%，洛阳钼业、五矿资源和中国有色矿业的铜资产均布局在海外；江西铜业、中国黄金国际、西部矿业则均为国内矿资源；铜陵有色目前均为国内铜矿，但其母公司铜陵有色金属集团拥有的超过1100万吨铜资源中，海外占比高达92.3%，未来有向上市公司注入的预期。

从产量上看，同样是紫金矿业冠绝全国，2020和2021年矿产铜分别为45.3万吨和58.4万吨，其次为五矿资源，2020年产量38.5万吨，洛阳钼业和江西铜业年产量也都超过了20万吨。

我国铜矿资源禀赋较差，对外依存度持续多年超过70%。“双碳”目标下，新能源产业发展推动铜需求继续增加，需求峰值可能出现在2030—2035年，铜资源供应“大头在外”的格局不可逆转。当前，全球已形成以智利、秘鲁等少数国家为主导的全球采矿和以中国为主导的集中冶炼生产格局，叠加全球资源问题政治化、近期资源民族主义全球化、矿产品价格金融化等因素影响，我国铜资源保供形势更为严峻。