

研究员：车红云

电话：010-58363230 / QQ：81338089 / 邮箱：chehongyun@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街 A2 号中化大厦 8 层（100045） / www.yhqh.com.cn

2010 年 9 月 23 日

导读：

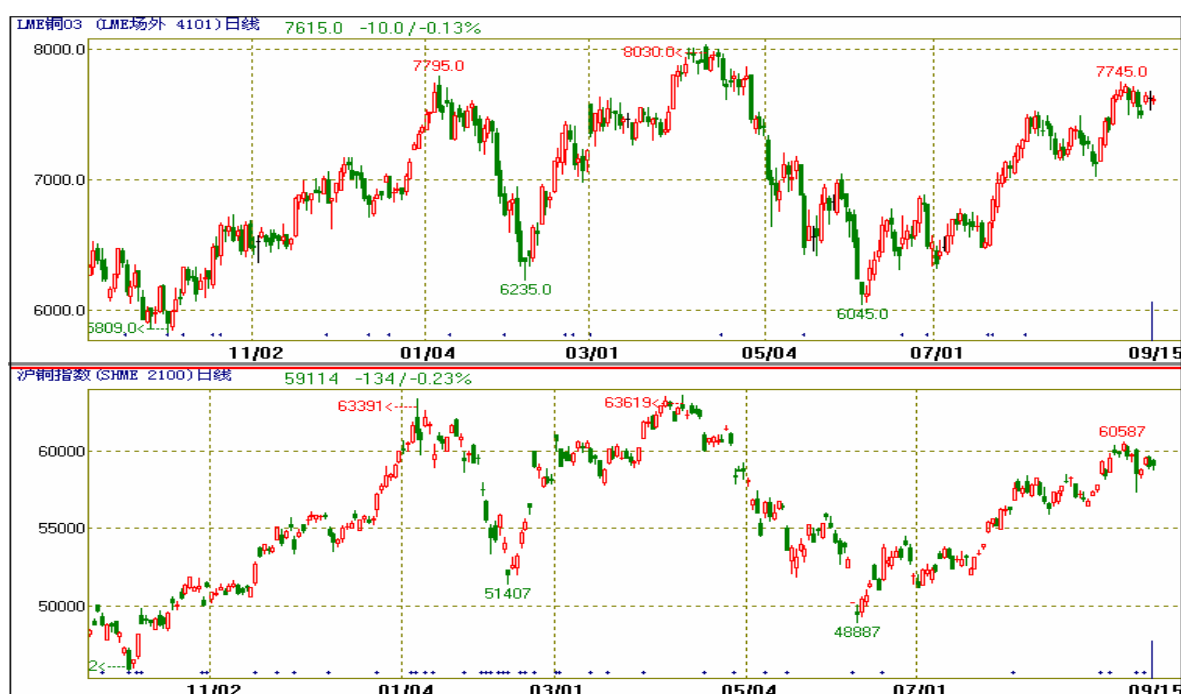
- **国内外区间剧烈震荡。**今年前三季度铜市演绎了 4 波 20%左右的波段行情，铜市震荡剧烈创铜历史之最。
- **铜市续演政策市，中美政策转变成铜市主要支撑。**经过 2009 年积极的财政政策和宽松的货币政策后，2010 年上半年各国政策倾力于流动性退出，下半年则改作维持甚至再出刺激政策，政策不稳是铜价巨幅震荡的主因。因为美国经济失去增长动力，央行有意再启定量宽松政策，面对外部环境不稳，中国选择相机原则，政策再次转向宽松给铜市创造了向上的环境。
- **铜供应瓶颈难解决，基本面成为铜市支持因素。**铜矿供应增长不如预期，并且在 2012 年之前新增产能有限，供应瓶颈给铜价提供较强支持。如果未来美国再次刺激经济，全球经济会维持增长，铜的基本面将转为绝对短缺，铜价仍会受到支持。
- **铜价表现偏强，有再次挑战历史高点可能。**鉴于中美政策转为宽松，铜的供应问题又难结束，铜市仍会成为投资资金的首选品种。估计在中美政策不发生意外的话，铜市仍会向历史高点上行。

铜价随政策而舞 供应瓶颈显支撑

——2010 年第四季度铜市预测

2010 年前 9 个月，国内外铜市维持高位剧烈震荡，LME 三个月铜价在 6000—8000 美元之间完成了两上两下四个波段，波幅均在 1500—2000 美元，国内铜价主要位于 48000—64000 元间，也完成了完美的两个周期，幅度均在 20%—25%。从波动幅度和波动频率来看，今年铜价波动剧烈的程度开创了铜市的新纪录。

从影响市场的主因来看，1 月份和 4、5 月份铜价分别出现了 20% 和 25% 的跌幅，这两波行情正好是欧洲主权债务危机爆发和达到高潮的阶段，对欧洲主权债务危机可能引发经济二次衰退的担忧成为铜价波动的主要原因。5 月底铜价曾下破铜的大势分界线 200 日均线，但从 6 月份铜价开始，铜市回复 200 日均线，并且走出了强劲的上漲行情。分析来看，除了欧洲建立防火墙消除了欧洲主权债务危机外，市场上对中美政策转向、流动性可能再次泛滥的担忧是主因。从基本面上看，铜的供应瓶颈难以解决仍是吸引资金进入铜市的主要原因。



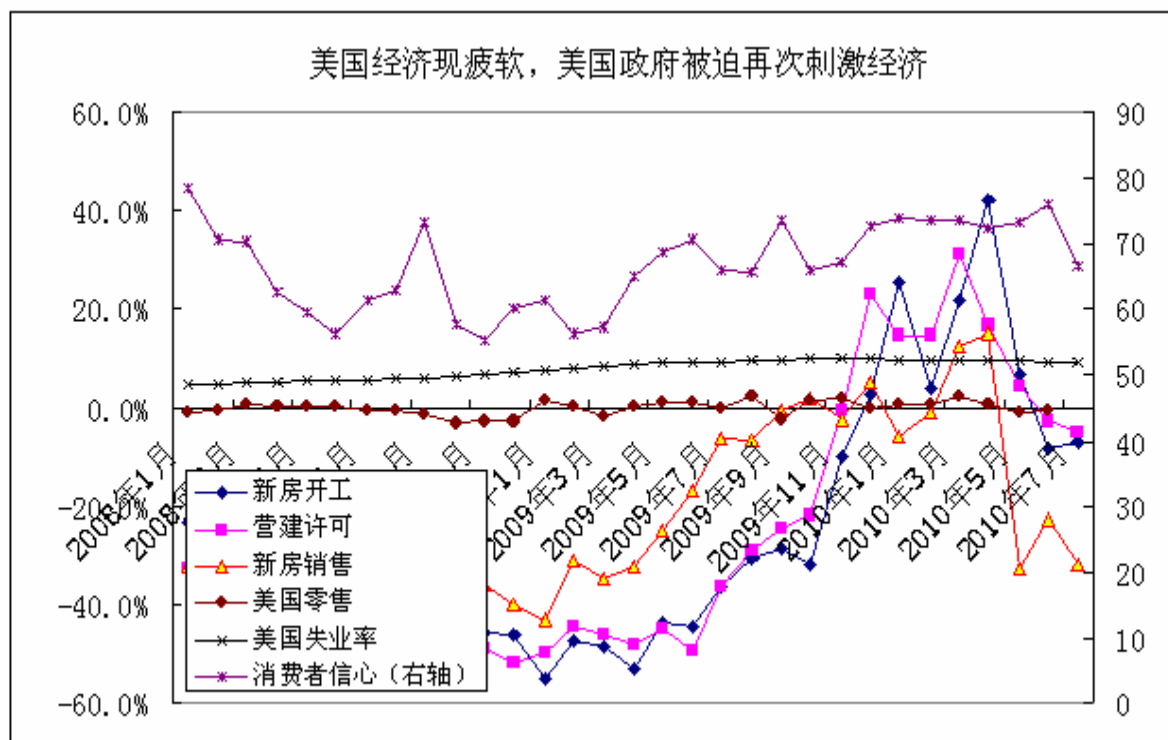
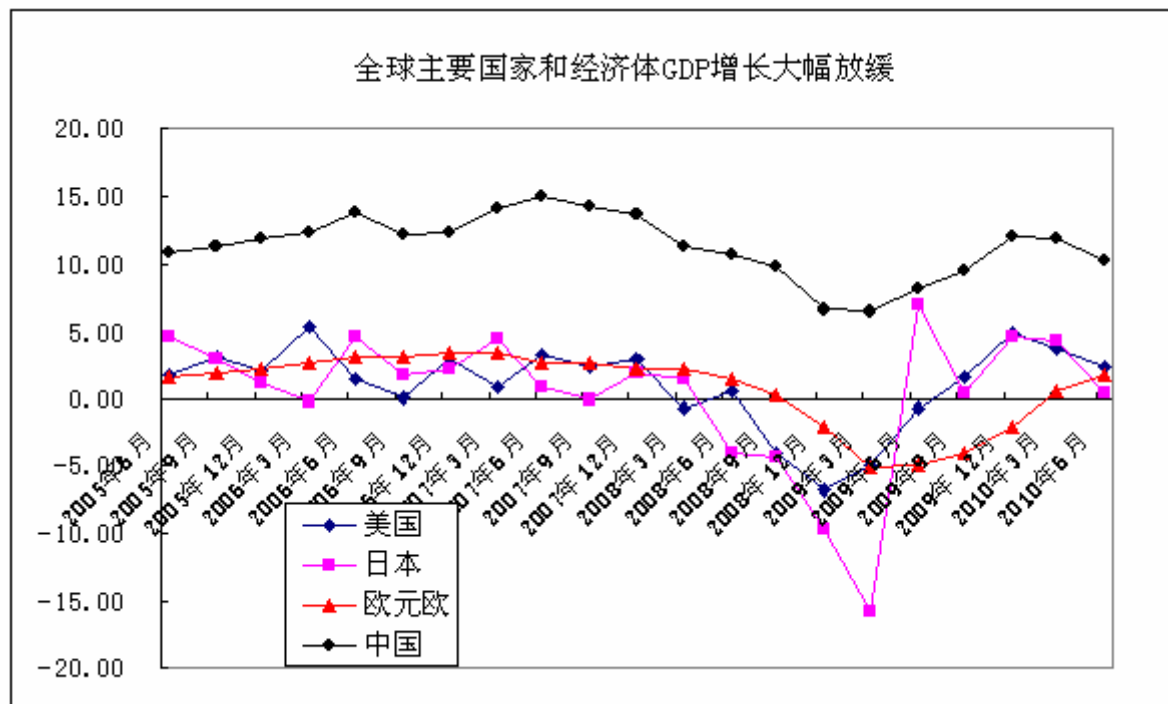
一. 铜市续演政策市，中美政策转变成铜市主要支撑

2010 年伊始，铜市便进入了巨幅震荡，并且在上半年出现了两波超过 20% 的回落行情。从大的氛围来看，全球的主要国家倾向于回收货币流动性对整个商品和金融市场形成巨大的压力。其实，对收缩流动性的担忧在 2009 年下半年就已经开始。因为在 2008 年第四季度美国次贷危机转变成金融危机之后，全球陷入百年不遇的经济危机，对经济可能陷入大萧条的担忧促使各国政府和央行在 2009 年采取了历史上最大规模的救助政策，其中最为突出的就是中美政策。美国为了应对危机，实行了定量式宽松货币政策，即由美联储购买国债和银行的金融资产以解决市场流动性不足的问题。根据数据统计，美联储购买的国债和机构债达到 1.7 万亿，从而使其资产负债表从危机前的 8600 亿美元迅速增加到 2.3 万亿美元。同时，美国政策采取了积极的刺激经济的计划，从而 2009 年美国财政赤字创纪录的达到 1.4 万亿，为 2008 年的三倍多。中国方面也实施了积极的财政政策和超宽松的货币政策，年初中央提出两年四万亿计划，带动 2009 年全国财政支出高达 7.5 万亿元。新增贷款高达 9.6 万亿元，

几乎是 2009 年 GDP 的 28%。在全球经济进入衰退之时，各国政府大量印刷钞票，这注定了在经济复苏时，货币乘数的上升会导致货币供应大幅增加，并引发大规模的通货膨胀，因此在 2009 年下半年全球经济摆脱衰退进入复苏之时，各国政府就在讨论流动性退出的问题。进入 2010 年，中国率先表现出了退出流动性的迹象，年初便连续两次上调存款准备金率，4 月份出台房地产调控新政策，而美国方面也在 3 月份结束了资金购买的计划，并且扬言要收回流动性，这将包括出售去年购买的资金和上调利率。同时美国 4 月底房地产优惠政策结束。2009 年铜价在全球经济衰退之时上涨有很大的原因是与流动性过剩和对全球经济复苏的预期有关，因此在 2010 年以中美为主的国家开始有意或开始退出流动性之时，市场担心全球经济会失去复苏的动力，投资资金开始大量撤出，导致了铜市的大幅回落。

上半年全球政策和流动性退出的担忧引发铜价出现大幅回落，尤其是美国房地产在优惠政策结束后再陷弱势，新房销售下降幅度超过 30%，新房开工率和营建指数均出现滑坡，同时美国零售和消费者信心疲软，失业率居高不下，种种现象表明在刺激政策结束后，美国经济有再次失去增长动力的可能。正在在这种背景下，全球的政策倾向开始发生改变。以美国为首，8 月 10 日美联储在举行货币政策例会后宣布，将通过购买更多国债维持现有资产负债表的债券持有规模，而非此前计划的逐步压缩至正常水平。此举措被认为是美联储实施新一轮货币扩张的先兆。8 月 27 日 美联储主席伯南克表示，如果经济前景显著恶化，美联储将通过“非常规”货币政策向经济提供进一步支持。具体措施包括：启动新的长期债券购买计划、调整美联储在利率政策上的措辞以及下调商业银行在美联储的超额准备金利率等。不仅如此，美国总统奥巴马也在 9 月 8 日表示要启动第二次经济刺激方案，这包括 500 亿美元用于道路等基建建设，1000 亿美元用于企业研发税收优惠计划，另外还有 2000 亿减债计划。与此同时，中国政府的调控动作明显放松下来。面对刚刚过去的欧洲主权债务危机，又看到美国经济再生险情，外部的不定性令中国政府不敢贸然再次加大调控政策。国家总理温家宝在达沃斯论坛致中强调，要保持经济的增长速度和政策的连续性，这似乎暗示，在世界经济面临二次探底之际，宏观调控政策短期之内不会转向。银监会也表示，不会对房地产调控加码。可见下半年全球政策再次偏向于宽松。

政策的转变又使全球经济处于货币供应过剩的环境。2010 年的主要矛盾就是通胀与资产泡沫破裂的问题，即不收缩流动性会导致高通胀，收缩流动性又会使经济出现滑坡。从下半年的氛围来看，各国还是将重心放在了保经济增长上，因此通胀和流动性过剩再次成为市场的主要因素，这成为铜市维持强势的大背景。以美元指数为参考，如果美元指数下破今年以来的支持线 81，那么流动性过剩将再次成为市场的主导因素，铜市将再次产生向上的动能。



二. 铜供应瓶颈难解决，基本面成为铜市支持因素

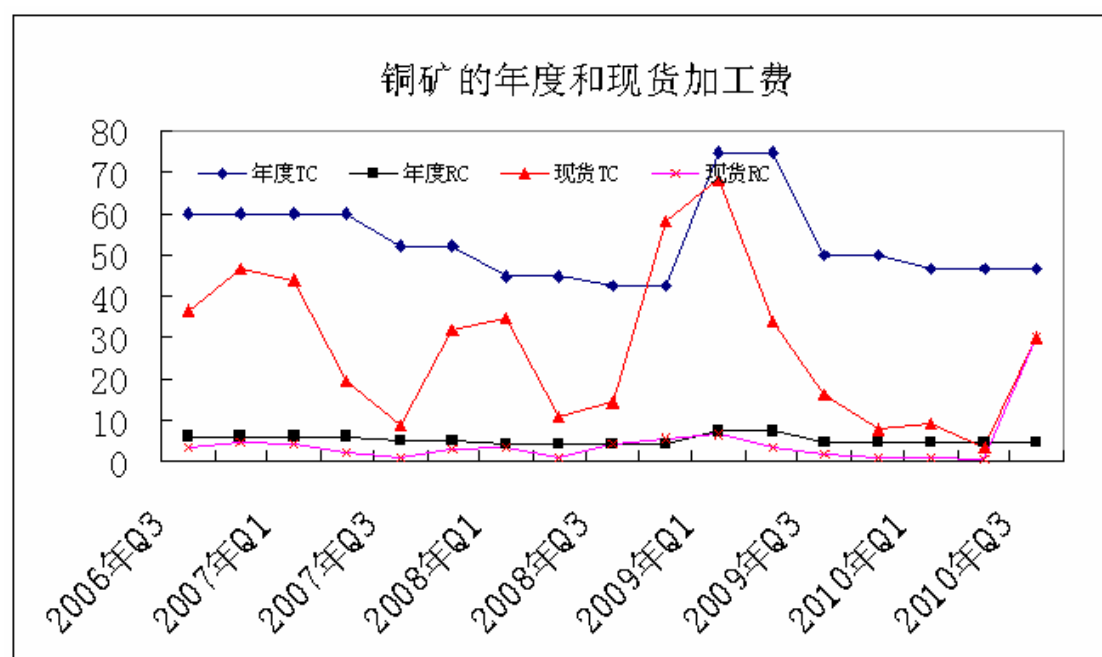
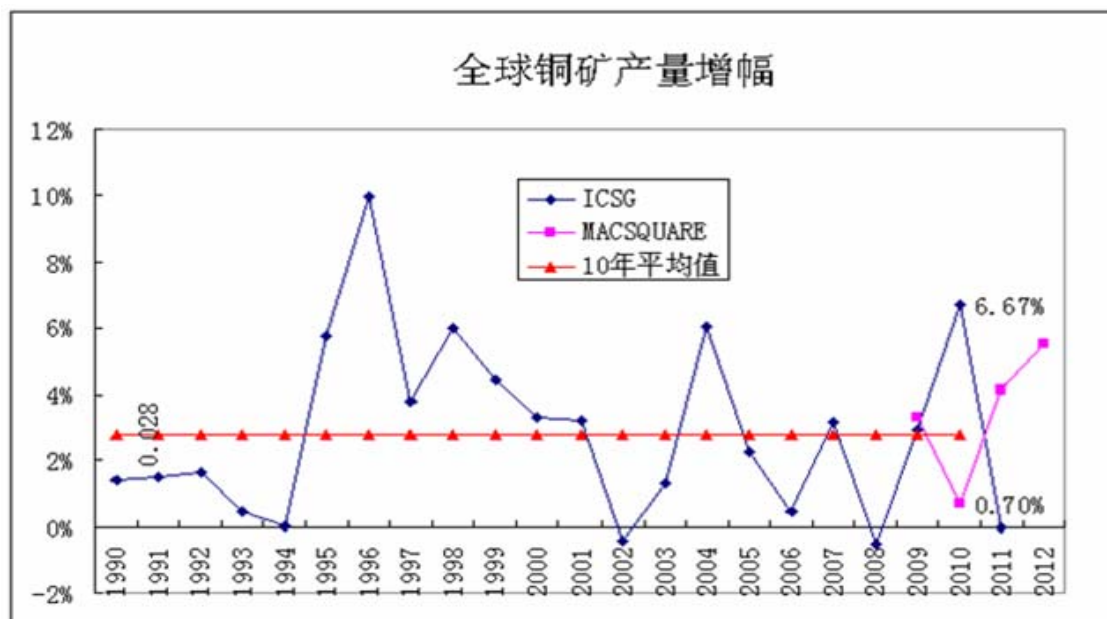
2010 年上半年全球商品市场出现两波大的下滑，有色金属市场中，国内铝价打破企业的成本线，锌价一度

令矿山减产，但铜价调整的幅度远小于其它商品。其实这种情况在 2008 年也曾出现过，当时在铝的 50% 企业、锌的 70% 的企业亏损并大量减产的时候，铜市竟然几乎没有出现因为生产成本而减产的企业。从原因上看，这是与铜的供应紧张有很大关系，而且这主要体现在铜的原材料铜精矿产能难有大的增长上。由于 90 年代末的亚洲危机令铜价长期受压，铜矿的勘探和投资受到抵制，这使近十年来很少有大的铜矿投产。不仅如此，由于铜矿罢工或事故以及原有铜矿品位不断下降等原因，铜精矿增产一直受限，这使得冶炼产能很难得到释放。作为铜矿供应状况晴雨表的铜的加工费 TC/RC 已经跌到历史以来的最低水平，2010 年铜加工费只有 46.5 美元/吨和 4.65 美分/磅，而现货加工费一度降至 10 美元/吨和 1 美分/磅。由于铜矿供应紧张，部分铜冶炼厂出现减产，如云南铜业关闭了 10 万吨的精炼产能，日本泛太平洋铜业把减产计划从 7% 扩大到 13%，近期现货铜加工费有所回升，在 30 美元/吨和 3 美分/磅，但仍低于冶炼厂的生产成本。最新公布的消息，2010 年上半年，全球有十分之一的铜矿产量较上年同期下降超过 6%。印尼的矿主要是 Grasberg，其 2009 年产量为 77.1 万吨，由于品位下降，全年产量将下降约 15%，全球最大铜矿 Escondida 因石品位下降，今年产量将下降 5-10%。根据 CRU、Brook Hunt 及众多投行统计的数据，今年铜矿产量增幅都会低于 1%，而过去十年铜矿产量的平均增幅在 2.8%。受铜矿产量增长有限影响，铜冶炼厂的产能需要废铜来弥补，但因为欧美国家经济尤其是房地产回复力度有限，废铜的供应也显得紧张，因此铜冶炼产能难以能到完全释放。行业内估计 2010 年精铜产量增幅在中，也低于十年来的平均水平。

今年铜矿供应仍然紧张，根据国际铜研究小组和 Brook Hunt、CRU 等铜研究机构公布的数据，在 2012 年之前，铜的供应都难有大的增长。国际铜研究小组在 9 月份公布的全球新增产能数据显示，2011 年新增产能为 80.9 万吨，同比增幅只有 1.85%，低于 2010 年的 2.7%，直到 2012 年，铜矿的新增产能才会增加 148 万吨，增幅达到 4.99%。因此在 2012 年之前，铜矿供应偏紧的局面都难有实质性的增长，这成为支持铜价的主要因素，也是投资者首选铜市的主要原因。

2010 年全球经济进入正增长，以国际货币基金组织预测全球 GDP 增长 4.7% 计算，2010 年全球铜消费量的增幅会在 4.8%，尤其值得注意的是中国，年初国家电网消减投资 26% 曾引发市场对中国铜消费增长大幅放缓的担忧，但实际情况是，因为铁路和建筑的带动，今年电缆行业仍维持了增好的增长，多数企业增长幅度达到 10%。而空调行业增幅在 40% 以上，汽车和房地产行业都保持高速增长，这使得中国的消费好于预期。

从今年铜的基本面来看，由于对 2009 年基本面的分歧很大，2010 年供需平衡很难给出定论，但多数预测在短缺 20 万吨到过剩 10 万吨之间，可见铜的供需还是倾向于平衡，如果未来美国继续刺激经济，铜的消费维持增长，那么未来铜供应瓶颈将使铜的基本面在 2011 年上半年进入绝对短缺的状况。



ICSG: 2009-2014年全球新增加铜矿产能预估

('000t Cu)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	accumulated growth %	Avg annual growth 2009-2014
SX-EW	4,330	4,513	4,576	4,784	5,041	5,178	19.6%	3.7%
Concentrates	15,131	15,428	15,733	16,334	17,557	18,983	25.5%	4.7%
Total Mines	19,461	19,941	20,309	21,118	22,598	24,161	24.2%	4.4%
Total Smelters	18,166	18,341	18,751	19,411	20,066	20,676	13.8%	2.6%
Electrolytic Refineries	18,507	18,641	19,222	20,282	21,292	21,872	18.2%	3.4%
Total Refineries	23,606	23,905	24,602	25,830	27,097	27,814	17.8%	3.3%
Year on Year Growth (tonnage)								
	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	accumulated growth		
SX-EW	183	63	208	257	137	848		
Concentrates	297	305	601	1,223	1,426	3,852		
Total Mines	480	368	809	1,480	1,563	4,700		
Total Smelters	175	410	660	655	610	2,510		
Electrolytic Refineries	134	581	1,060	1,010	580	3,365		
Total Refineries	299	697	1,228	1,267	717	4,208		

三.铜价表现偏强，有再次挑战历史高点可能

综上所述，2010年是最为复杂的一年，因为政策的不定，铜市也随之大幅震荡。但从目前来看，美国再启刺激政策，并且美联储声明会在经济恶化时再施宽松政策，美国经济将再受支持并且引发流动性的外溢。与此同时，中国政策又转为相机原则，年底再次出台调控政策的可能性不大。全球再次处于宽松货币政策氛围之下，同时铜的供应瓶颈在2012年之前难以得到解决，铜市将再次成为流动性过剩条件下的主要投资对象。我们认为在宽松的政策改变之前，铜价将位于7000美元之上，并且不排除再次挑战8000甚至9000美元的可能。交易上可参考美元指数在今年支持线81附近的表现，如果81失守，铜价也将上破7800美元打开上行空间。