

金属动态分析月报

导

读

研究所-金属研究小组：

郭 勇：0755-83005875

guoyong@jrqh.com.cn

符 彬：0755-83005884

fubin@jrqh.com.cn

侯心强：0755-83679381

hxq@jrqh.com.cn

龙丽质：0755-83005862

longlz@jrqh.com.cn

柴 静：0755-83005819

chaij@jrqh.com.cn

陈帝喜：0755-83005862

chendx@jrqh.com.cn

杨小光：0755-83002743

yangxg@jrqh.com.cn

2011 年全球宏观经济整体上将保持低速增长状态，但美国、欧洲和日本等发达经济体的工业生产继续恢复，中国等新兴市场国家依旧是全球经济增长的主要来源。在此背景下，发达国家宽松货币政策导致的流动性泛滥对铜价有一定推动作用。

全球精铜消费需求继续保持增长，中国仍是增速最快的地区，而欧美发达国家在工业生产恢复的背景下对精铜的消费需求也将继续增长，其它新兴市场国家潜力巨大但目前的影响相对有限。

全球精铜供应的瓶颈在矿山，前期勘探的大规模投入并未带来铜精矿产能的迅速扩大，且近期铜矿增加的主要地区是非洲等政治不稳定地区。除此之外，罢工、水资源供应等问题将影响铜矿生产，预计全球铜精矿产量在 2011 年的增幅小于 5%。

我们认为 2011 年的铜价走势以上涨为主，预计全年均价在 11000 美元左右，最高价格甚至有可能突破 13000 美元。精铜供应紧张的状态会在现货市场逐步体现出来，最晚从二季度开始，国内的现货就会重回升水状态，且升水水平会逐步提高。

铜价回调的主要风险仍然来自于宏观经济方面，特别是希腊主权债务问题的根本解决面临重重困难，希腊进行债务重组的可能性很大，若希腊进行债务重组将会给全球的商品市场带来巨大的冲击，导致铜价出现 20% 左右的回调。

◇ 市场评论

周期性因素将铜价推向新高度

金瑞期货 郭勇

11 月，国内外铜价走出冲高回落行情。月初，铜价延续着之前的强劲上扬，11 月 11 日 LME 更是一度创出 8966 美元/吨历史新高。之后，在中国采控制通胀以及爱尔兰主权债务危机的影响下，国内外铜价转而下行。11 月 30 日，LME 铜价报收于 8387 美元/吨，较 10 月底的 8190 美元上涨了 197 美元/吨。相对伦铜，国内铜价依然显得偏弱，11 月 30 日，沪铜 1103 合约报收于 62660 元/吨，较 10 月底上涨了 160 元/吨。经历了前期的快速下跌之后，国内外铜价走势有所企稳。后期价格企稳反弹还是再度回归跌势成为市场关注的焦点。

2010 年的铜价走势主要可以用两个词来概括：盘整、突破。前三季度铜价在 6000-8000 美元这个区间内盘整，但刚进入十月就一举突破了 8000 美元的整数关口并创下了 8966 美元的历史新高。随着奥巴马政府同意延长减税政策以及对爱尔兰债务问题担忧的缓解，铜价在年末更是成功站在了 9000 美元之上。2010 年铜价的走势超出了很多机构的预测，特别是年末不断创出的新高，更是出乎市场很多人的意料。不过在伦铜不断创出新高之时，国内铜价却并未跟上其步伐，充裕的现货供应和现货贴水抑制了国内铜价的涨幅。

加息、提高存款准备金率、欧洲国家主权债务危机和定量宽松政策是主导 2010 年铜价走势的关键词，而现货市场情况、下游消费、库存变动等基本因素却未对铜价走势产生重大影响。究其原因，2010 年全球铜市基本上处于一个大体供需平衡的状态，基本面缺乏炒作的热点。但是在金融属性不断强化的背景下，大宗商品投资、对抗通货膨胀等优点不断被市场提及，使得宏观因素成为驱动铜价走势的主要动力。2010 年市场一直试图在多种复杂的背景下为铜确定一个长期的合理价格——新兴市场国家工业化带来的大量需求、有限的供应增长潜力、不稳定的欧洲金融体系以及不断贬值的美元等，铜价早已超出了其生产成本，但是上升到哪个高度才是长期的合理价格？

展望 2011 年，全球铜市将如何演化，铜价将走向何方？我们认为 2011 年全球宏观经济整体上将保持低速增长状态，美国、欧洲和日本等发达经济体的工业生产将继续保持低速增长状态，中国等新兴市场国家依旧是全球经济增长的主要来源。在这样的宏观经济背景下，全球对精铜消费需求的进一步增长使得 2011 年的全球铜市更加趋紧，而在库存被大量消耗的情况下“周期性因素”将主导铜价的走势，未来一年需求、供应缺口、现货升水将会是市场的热点词汇。与此同时，现货 ETF 产品的推出加剧了现货短缺的情况，将会进一步推高铜价。在整体上涨的背景下，铜价回调的主要风险仍然是来源于宏观经济：欧洲不稳定的债务问题、中国政府的货币紧缩措施等。在下文的分析中，我们首先简单阐述 2011 年全球宏观经济的整体走势，然后从铜价的驱动因素来逐个分析市场的热点和风险点，希望以此能更好地把握未来一年的铜价走势。

一、全球宏观经济缓慢增长

金瑞期货竭诚为您服务！ www.jrqh.com.cn

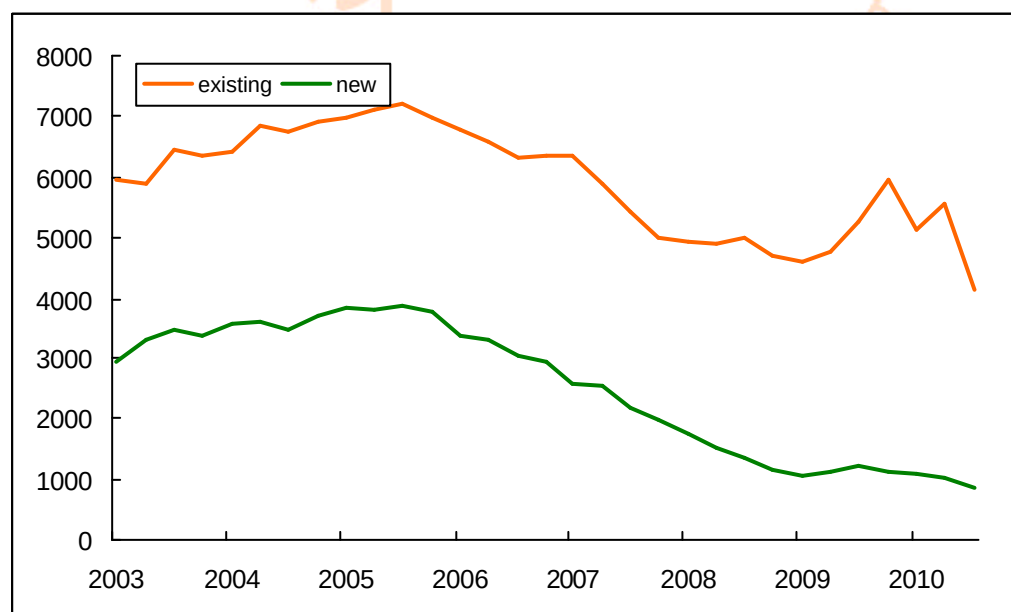
表一 全球经济展望

%	2010			2011		
	GDP	CPI	利率	GDP	CPI	利率
全球	4.90	3.20	2.99	4.20	3.30	3.44
发达国家	2.60	1.40	0.58	2.10	1.50	0.77
新兴国家	7.40	5.10	5.66	6.40	5.30	6.27
美国	2.80	1.60	0.125	2.30	1.00	0.125
欧元区	1.80	1.60	1.00	1.70	1.90	1.25
英国	1.70	3.20	0.50	2.00	3.00	0.75
日本	3.30	-1.00	0.05	1.50	-0.10	0.05
中国	10.30	3.30	5.81	9.10	4.50	6.31
巴西	7.30	5.00	10.75	4.10	5.20	12.25

资料来源：美林

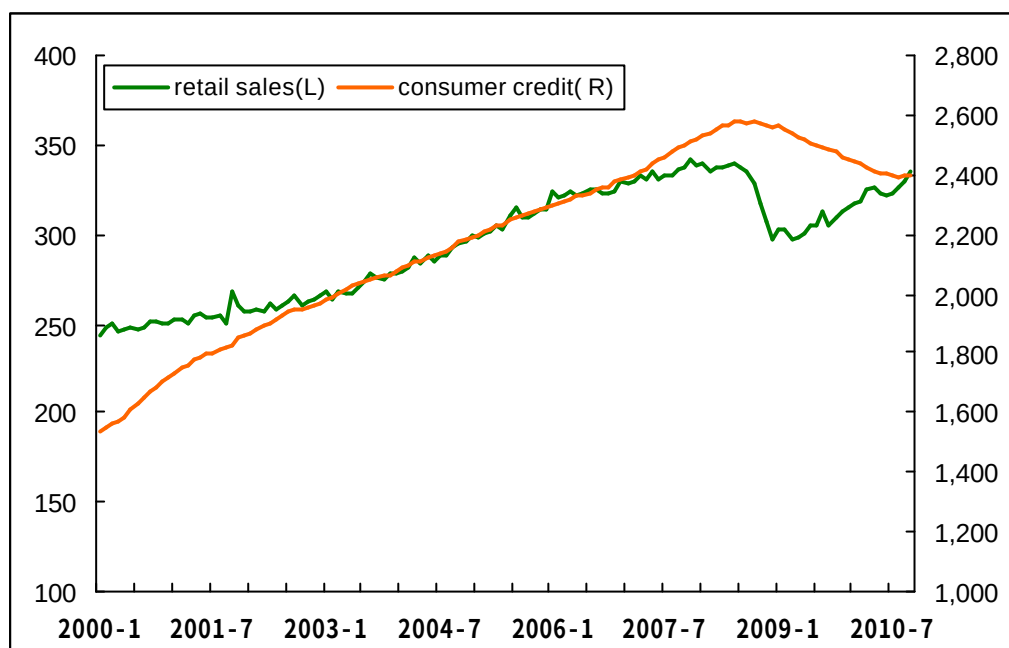
2011 年全球经济仍处于衰退之后的缓慢复苏过程中，在这个过程中呈现出两极分化的局面：受累于低迷的房地产市场、高企的失业率以及不时爆发的欧洲主权债务问题，美国、欧洲和日本等发达经济体的经济增速仍处于低位，甚至有进一步放缓的可能；与此相反，以中国、印度、巴西为代表的新兴市场国家仍然保持了较高的增长速度，是全球经济增长的主要动力源。发达国家和新兴市场国家宏观经济表现的差异也深刻地体现在了政府的政策上：发达国家的通胀压力小，甚至有通货紧缩的风险，因此货币政策相对宽松；但在大宗商品价格不断上升、发达国家热钱纷纷涌入的背景下，新兴市场国家的通货膨胀压力显著增大，为抑制通货膨胀其货币政策适度从紧，利率可能会不断上调。

图一 美国房屋销售



资料来源：路透

图二 美国消费者信贷和零售



资料来源：路透

美国的住房市场仍是未来影响美国经济走势的最重要因素，房地产市场泡沫的破灭使得美国普通家庭的资产负债表急剧恶化，为改善资产负债表进行了相当程度的去杠杆化，在这个过程中普通家庭大幅压缩消费支出加剧了经济的衰退程度。美国住房市场目前仍面临重重困难，根据美国统计局的数据，美国目前大约有 230 万个住房抵押贷款濒临违约的边缘，这意味着贷款家庭要么主动出售住房归还银行欠款，要么最终违约住房被银行没收。不论最终是哪种结局，都会对房地产市场价格、住房市场供应和银行带来深远影响：首先，这种形式出售的住房都会折价出售，根据经验数据其折价幅度达到 15%-30%，因此短期内美国的住房市场价格不会有明显起色；第二，230 万套住房相当于美国目前一年多的销售量，这无疑增加了美国的住房市场供应量，目前美国销售的房屋中有 45% 属于折价销售；第三，居民和银行都面临大幅的损失，这损害了居民未来的消费能力。

表二 欧洲国家财政整固规模

%GDP	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2011	2010-2015
希腊	-6.2	-4.9	2.2	-1.9	-1.6	n.a	-11.1	-16.8
爱尔兰	-1.8	-4.3	-2.9	-1.5	-2	-1.4	-6.1	-13.9
英国	-1.8	-2.9	-2.1	-2.3	-1.6	-0.9	-4.7	-11.7
西班牙	-2.9	-3.1	-1.7	-1.6	-0.7	n.a	-6	-10.6
葡萄牙	-1.2	-2.9	-0.8	-0.7	n.a	n.a	-4	-5.5
意大利	-0.3	-1.2	-1.4	-0.3	n.a	n.a	-1.5	-3.2

资料来源：IMF 政府预算报告

发达国家特别是欧洲国家政府的财政状况在过去两年不断恶化，因此在未来的数年内不得不实行痛苦但必要的财政整固措施（减少开支 + 增加税收）。根据各国政府目前公布的财政预算报告，英国、爱尔兰、希腊、葡萄牙和西班牙未来 5 年的财政整固幅度超过 GDP 的 10%，其中希腊和爱尔兰财政整固的力度最大，在未来 5 年内的幅度达到了 GDP 的 16.8% 和 13.9%，意大利、法国和德

国也要实施略微温和的措施。各国政府的财政整固途径无非是增加税收和减少开支，其中最主要的途径是减少公共支出。政府减少公共开支降低了政府雇员的工资和各种福利收入，这些短期内给国内带来痛苦的做法却能够提高国家在国际上的竞争力，从而降低宏观经济增长受到的影响。此外，未来欧洲的货币政策倾向于宽松，这有助于财政紧缩措施的成功，同时欧元一定程度的贬值也有利于提高欧元区国家的国际竞争力。因此虽然各国政府的财政整固力度巨大，但从西欧国家的历史经验来看这是可行的。

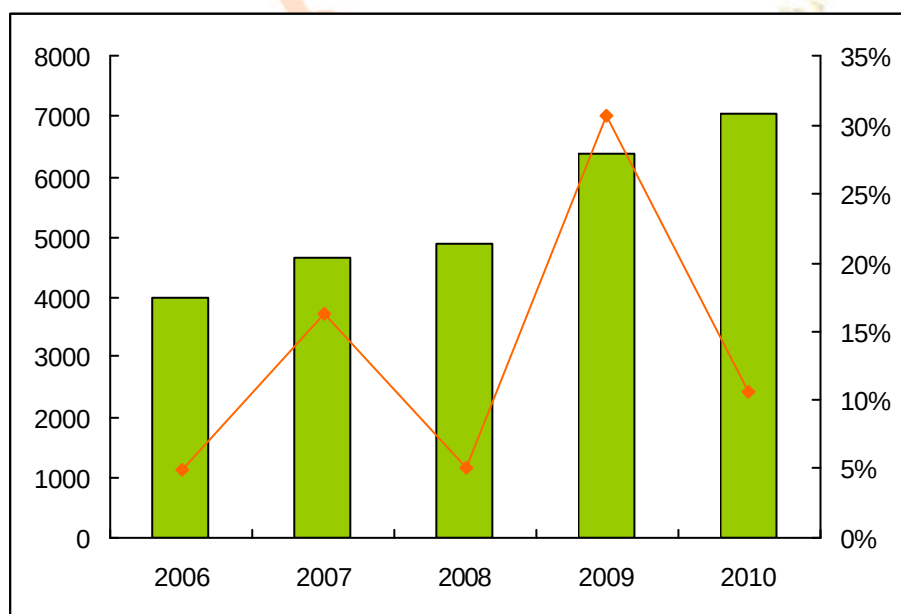
美国持续宽松的货币政策使得全球流动性总体仍将保持宽裕。如果美国经济复苏弱于预期，甚至不排除美国进一步推出量化宽松政策的可能。这使得流动性对铜价的支撑作用仍将延续。而中国收紧货币政策在初期将对铜价构成不利影响，但最终决于中国经济的增长情况。如果中国经济继续保持强劲，收紧货币政策对铜价的影响表现将逐步弱化。从而总体上来说，2011 年流动性因素对铜价依然带来正面影响。

2011 年全球经济略有放缓，主要原因是欧美发达国家仍然面临较多的问题：美国住房市场短期内难有起色，住房违约问题将使得居民受损从而抑制了消费增长，且政府的财政刺激力度可能略有减弱。为控制债务问题，欧洲国家将不得不进行财政整固，政府开支的减少给宏观经济带来负面影响，降低了经济增速。

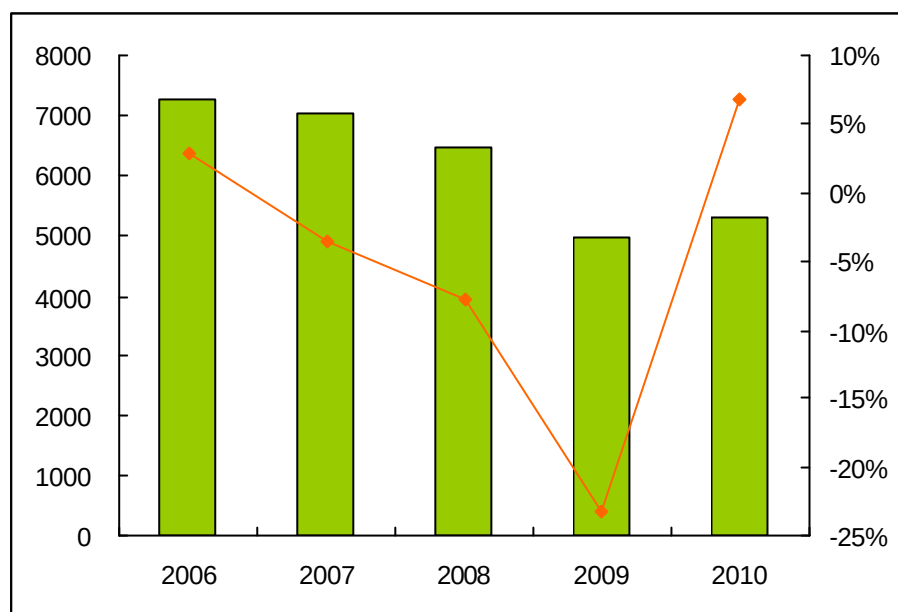
二、全球电铜的消费需求继续增长

（一）2010 年发达国家精铜消费增长缓慢

图三 中国精铜消费



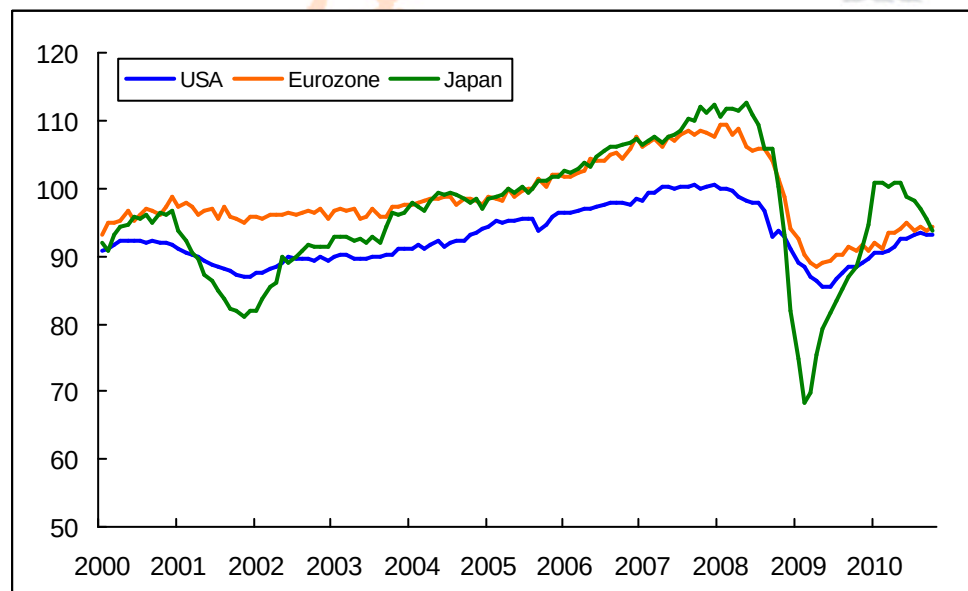
图四 G3 精铜消费



资料来源：CRU

2010 年全球的精铜消费增长了约 8.4% 左右，其中主要的增长来源依旧是中国。根据 CRU 的数据，2010 年中国的精铜消费量将达到 705.3 万吨，比 2009 年增加 67 万吨，增幅达到 10.5%。以美国、西欧和日本（G3）为代表的西方发达经济体对精铜的消费需求虽然比 2009 年实现了增长，但仍未恢复到危机之前的水平：2010 年 G3 的精铜消费量为 531.5 万吨，较 2009 年增长了 6.8%，但与 2008 年的消费量相比仍然少了 116.7 万吨。

图五 G3 工业产出指数



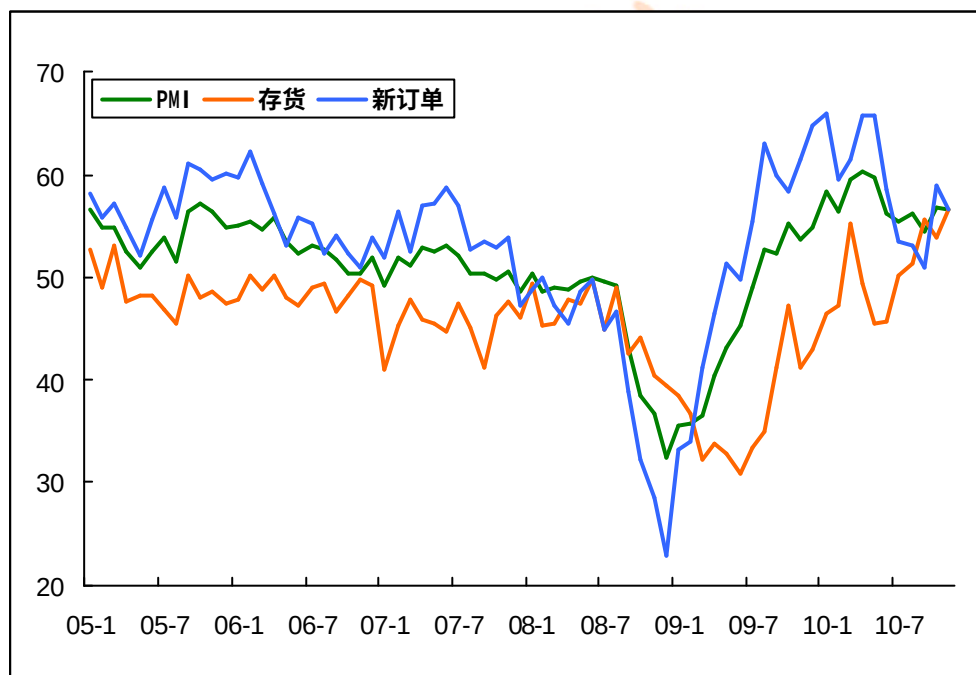
资料来源：路透

2010 年发达国家的经济复苏之路坎坷，甚至一度有“二次探底”的危险。美国房地产市场泡沫的破灭使得美国的普通家庭对其资产负债表进行调整，通过缩减开支来进行去杠杆化的过程，这使

得美国的居民消费仍处于较低水平，无法对经济起到拉动作用。而欧洲国家的主权债务问题使得政府不但无法通过财政刺激经济，反而被迫缩减财政开支。因此由于各种原因，西方发达国家的工业生产未能实现大幅增长，对基本金属等工业原料的需求自然无法实现大幅增长。中国工业化和城市化进程对金属的强劲需求，再加上中国政府前期“四万亿”工程的开工，这两项因素使得中国对铜的消费需求仍保持了高速增长。

（二）中国和发达经济体的精铜需求将继续保持增长

图六：美国 PMI

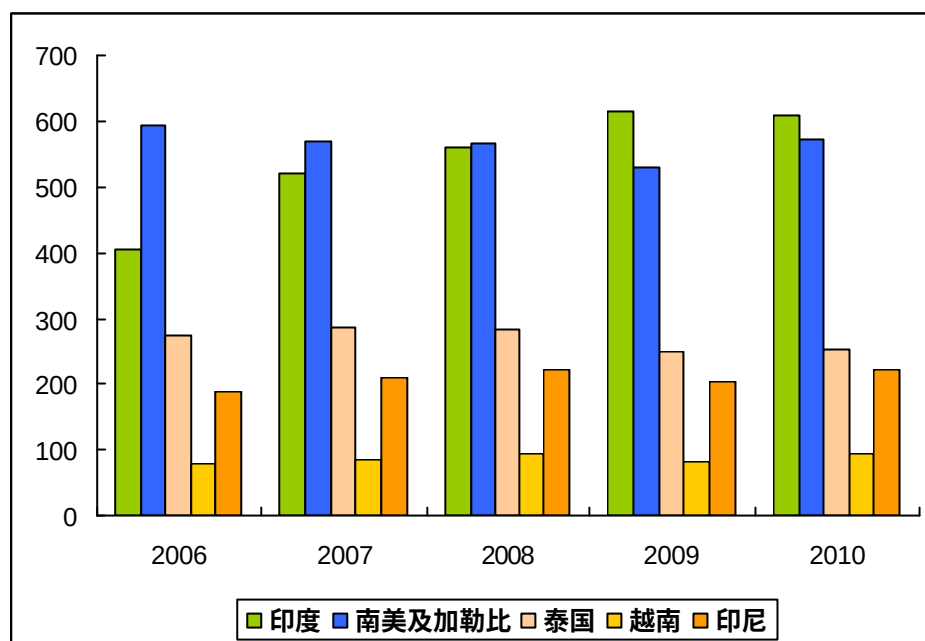


资料来源：路透

目前从各种经济指标来看，美国的经济和工业生产在 2011 年仍将实现稳定的增长，特别是奥巴马政府延长了布什政府的减税计划，这对美国的经济具有相当的提振作用。虽然欧洲有多国政府缩减了开支，但这对欧洲的宏观经济影响较小。我们预计 2011 年 G3（美国、西欧、日本）的经济仍会维持目前的增长速度，对基本金属等工业原料的需求继续保持低速增长状态。对铜等基本金属消费需求的主要动力仍旧来自于中国，从刚刚结束的中央经济工作会议来看，虽然调低了 2011 年经济增长的目标，但明年的新增贷款等指标仍维持高位。从国家电网十二五规划来看，国家电网十二五期间的投资额度要高于十一五，其中 2011 年的投资额更是达到了历年最高值，因此明年中国依然是铜消费增长的主力。

（三）其它新兴经济体的需求存在潜力

图七 新兴市场国家精铜消费



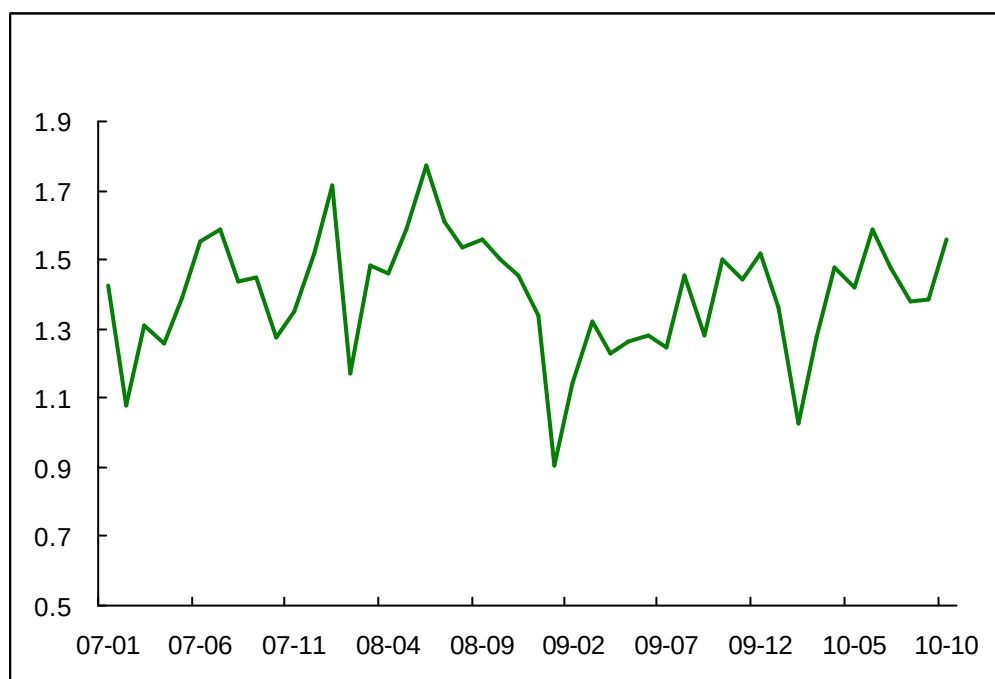
资料来源：CRU

除了中国之外，印度、巴西、印尼等新兴市场国家工业化和城市化对精铜等基本金属的消费需求一直是市场的遐想。从这些国家的精铜消费量来看，印度等国的消费增速丝毫不差于中国，但是这些国家目前的消费总量远远无法与中国相比：印度目前的精铜消费总量刚刚超过 60 万吨，整个南美洲的精铜消费更是还未达到 60 万吨，因此这些国家对精铜市场的影响仍较为有限。但是按照印度目前的消费增长速度，再过十年必定将会成为国际精铜市场的一股重要影响力量。

（四）中国去库存化接近尾声

根据国际机构的预计，全球铜市在 2010 年就处于短缺状态，但是从中国现货市场的表现来看丝毫看不出这一点：2010 年的大部分时间内国内的现货铜都处于贴水状态，最高贴水幅度达到 700-800 元/吨。现货长期处于贴水状态充分说明了国内现货市场供应的充裕程度，当然铜价不断创出新高导致消费企业不敢提高库存也是一方面的原因。

图八 中国精铜的去库存化过程-铜材产量/电铜表观消费量



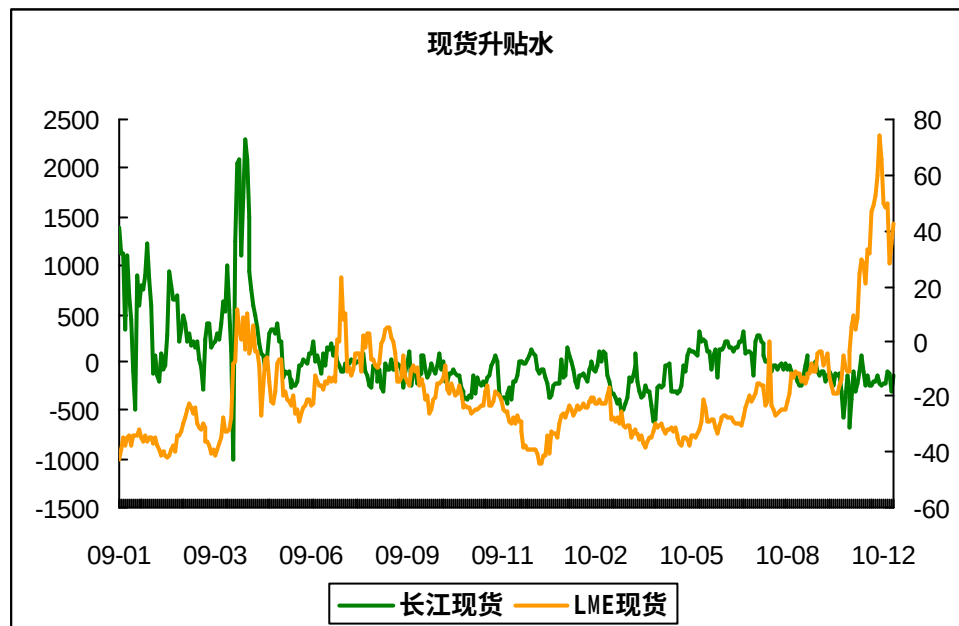
资料来源：国家统计局 中国海关

2009 年电铜的天量进口量使得国内积累了大量的库存,各方机构对此的估计从几十万吨到上百万吨,不论具体数量有多少,但有一点是肯定的:即国内确实积累了大量的精铜库存。进入 2010 年,除了国家储备局的库存之外,其它的库存均以各种形式流入现货市场。从国内铜材产量与精铜表观消费量的比值来看,2009 和 2010 年的平均比值分别为 1.3 和 1.4,比值的上升预示了国内企业在 2010 年的去库存过程,但是目前这个比值仍低于 2007-2008 年的水平。我们认为国内市场 2010 年的去库存化已经逐步接近尾声,这一过程可能在 2011 年第一个消费旺季来临时结束,届时国内企业将会重新进入补库周期。

(五) 精铜现货市场将重回升水状态

2011 年全球铜供应的缺口将逐步增大,根据 CRU 和高盛的估计供应缺口将会达到 70 万吨左右。在主要的金属消费国中,欧美日等发达经济国家的工业生产仍处于稳步恢复过程之中,因此对铜等工业原料的需求仍保持了稳步的增长;与此同时,中国对铜的消费需求继续保持高速增长,预计 2011 年的消费量将达到 850 万吨,占全球消费总量的 41%。受制于多种不利因素的制约,全球的精铜产量只能维持小幅增长,因此在这种背景下全球铜市的短缺状态将会进一步加剧。

图九 精铜现货升贴水



资料来源：金瑞期货

随着国内去库存化的结束，再加上国内外市场对精铜的旺盛需求，2011 年全球铜市将重回升水状态。从 LME 目前的情况来看，LME 现货铜从 10 月开始就回到了升水状态，且升水幅度不断升高。2011 年发达国家对精铜的消费需求稳步增长，而中国将继续保持高速增长的势头，加上现货 ETF 产品的推出，各种力量均提高了市场对精铜现货的需求。我们估计最早从 2011 年一季度末开始，中国的现货市场也将进入稳定的升水状态，从二季度开始现货升水的幅度会逐步拉大，不排除达到 2000-3000 元/吨的水平。

(六) 2011 年全球铜市短缺达到 70 万吨

表三 全球精铜供需平衡表

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2009	2010	2011
美国	388	402	394	380	1479	1536	1564
欧盟	910	910	830	914	2943	3293	3564
日本	262	271	266	263	875	1048	1062
中国	1929	2273	2079	2244	7144	7752	8525
全球消费	4913	5343	5103	5314	18248	19491	20674
全球产量	4808	5049	5018	5104	18515	19328	19979
供需平衡	-105	-294	-85	-210	267	-163	-695

资料来源：CRU 高盛

根据 CRU 和高盛的估计，2011 年全球铜供应缺口将达到 70 万吨，虽然这个数量与全球的消费量相比微不足道，但是在大宗商品的金融属性不断强化的今天，现货的短缺很容易被市场利用从而将铜价推上一个新的高度。我们还认为 2011 年现货供应的短缺还将在精铜现货市场全面体现出来，LME 现货升水将会进一步上升，中国精铜现货市场会重新回到升水状态，在第三季度现货升水水平很可能会达到一个较高的水平。

三、全球铜供应增长缓慢

自新千年以来，供应紧张就是铜市场中的主基调。在次贷危机之后，全球需求的下滑使得供应不再成为一个问题。但随着经济复苏带来的需求增长，供应再度受到市场投资者的关注。2011 年，全球铜市场供应将发生哪些变化？供应变化将给市场带来什么样的影响？

随着以中国为代表的亚洲冶炼产能的连续大幅增长，2010 年全球铜冶炼产能超过 2100 万吨。在产能增长的同时，产量的涨幅显得明显不足。冶炼行业的开工率从 2004 年的 84% 下滑至 2010 年的 76%。对于不同企业来说，产能开工率下滑的原因并不一样。然而，对于铜行业来说，原料供应短缺是开工率下滑的重要原因。对于 2011 年来说，原料供应问题依然是决定市场供应的最重要的因素。

图十 全球铜冶炼产能、产量及开工率



数据来源：路透、金瑞期货

一直以来，铜矿产量在很大程度上决定着市场供应情况。因此，铜矿发生的变化受到市场投资者的关注。铜矿产量的变化主要取决于两个方面：铜矿产能和产能利用率。

2000 年以后，全球高勘探投入并未带来大规模铜矿的发现。这在一定程度上制约了后期铜矿产能的增长。而次贷危机的发生使得新建矿山的融资受到影响，许多矿山的产能扩张计划没有按期进行，这更是使得近期产能的增长并不明显。这种情况在未来一段时间仍将存在。根据路透的统计，2011 年全球铜矿山产能有望达到 1896.5 万吨，但同比增速仅为 4%。而 2012 年之后，矿产产能增长速度将有所放大。

2011 年，全球铜矿产能的增长主要发生在拉美和非洲。其中拉美地区产能从 2010 年 801.6 万吨/年上升至 852.6 万吨/年。产能增长较大的地区依然将发生在矿产资源丰富的智利和秘鲁。智利铜矿产能的增长主要来自 Minera El Tesoro 旗下的 Esperanza 矿山和 Cia Minera Casale 旗下的 Collahuasi

矿山。其产能增长分别达到 16 万吨/年和 12.5 万吨/年。2009 年 5 月中旬 Antofagasa 宣布将投资 10.5 亿美元开发 Esperanza 铜钼矿山，计划于 2010 年年底投入运行。其最终运行产能将达到 71.4 万吨/年。当前该矿依然处于产能扩张阶段。而 Collahuasi 矿山的产能增长源自于产能扩张项目。2009 年 7 月，Collahuasi 矿山推出产能扩张计划。项目耗时 22 个月，这意味着 2011 年 4 月份，新的产能将逐步到位。产能扩张之后 Collahuasi 矿山的产能将上升至 65 万吨/年。而非洲地区矿山产能的增长主要集中于赞比亚和刚果。

表四 主要矿山产能变化（单位：吨/年）

国家	公司	矿山	2010 年 产能	2011 年 产能	增长
智利	Cia Minera Carmen de Andacollo	Andacollo	38,000	80,000	42,000
	Cia Minera Dona Ines de Collahuasi	Collahuasi	525,000	650,000	125,000
	Codelco	El Teniente	530,000	475,000	-55,000
	Isapre Chuquicamata Ltda	Chuquicamata	590,000	670,000	80,000
	Minera El Tesoro	Esperanza	6,500	168,250	161,750
秘鲁	Minera Sur Andes	Los Bronces	186,392	201,000	14,608
	Cia Minera Antamina	Antamina	350,000	370,000	20,000
	Southern Copper Corp	Cuajone	210,000	240,000	30,000
	Xstrata	Tintaya	99,200	160,000	60,800
赞比亚	Konkola Copper Mines	Konkola Deep Mining Project	95,835	166,670	70,835
刚果	Anvil Mining	Kinsevere	15,000	28,400	13,400
	Katanga Mining Ltd	Kamoto	105,000	150,000	45,000
墨西哥	Southern Copper Corp	Cananea	162,500	180,000	17,500

数据来源：路透、金瑞期货

在铜矿产能增长以及铜价高企的推动下，铜矿产量的增长将明显提升。和铜矿产能增长类似，2011 年铜矿产量的增长预计仍将来源于拉美和非洲，特别是智利、秘鲁、墨西哥、刚果和赞比亚。其中智利地区铜矿产量增长将预计将达到 77.2 万吨，高于产能的 36.8 万吨。这主要得益于部分大型矿山矿石品位的提高以及意外干扰的减少。2010 年 10 月 4 日，必和必拓公司表示，公司旗下的 Escondida 矿山预计将于 2011 年增长，因为矿石品位出现上升。并且之后的 3 到 5 年，Escondida 矿山产量将开始大幅增长。2010 年诸多意外事件困扰着全球铜矿的生产。智利的地震以及连续出现的罢工都对以智利为代表的国家的铜矿生产带来了不利影响。随着震后基础设施的修复以及劳资协议的重新修订。这些干扰因素对智利铜矿产量的影响将出现减弱。从而带来包括 Andina 和 Collahuasi 矿山的产量在 2011 年出现增长。根据路透数据统计，2011 年全球铜矿产量将达到 1683.5 万吨，较 2010 年预计增长 8%。

然而不确定性依然存在。除了前期的罢工带来的不确定性之外，水资源问题将成为困扰全球铜矿生产的另一个方面。在铜矿生产过程中，研磨等环节需要大量的水。而当前主要铜矿生产地区水资源的缺乏将给后期产量带来不确定性。其中以智利表现尤为明显。智利一到四区是全球铜资源最丰富的地区，然而它处于 Atacama 沙漠，也是世界上最干旱的地区。智利铜业协会估计为了保证智

利铜产量在 2009-2020 年从 540 万吨上升到 740 万吨，智利铜矿需要的水需要增长 70%。

在这些不利因素的影响下，全球铜矿供应的增长将低于当前路透对 2011 年铜矿产量的预计，我们以为 2011 年铜矿产量增长将在 5-6%左右。

四、 现货 ETF 推出将加剧精铜紧张状况

2010 年 10 月份，JP 摩根、BlackRock 和 ETF Securities 三家机构相继确认将推出现货铜 ETF。JP 摩根申请推出的 ETF 需要 6.18 万吨现货铜的支持，BlackRock 需要 12.12 万吨现货铜的支持，而 ETF Securities 没有披露具体的数量，德意志银行在 10 月份估计这些 ETF 将占用 30 至 40 万吨的现货铜。

表五 现货 ETF 规模

机构	铜现货量 (吨)	推出地点
JP 摩根	6.18 万	纽约
BlackRock	12.12 万	纽约
ETF Securities	未披露	伦敦股票交易所

ETF Securities 推出的 ETF 其现货来源是 LME 仓库的仓单，目前 LME 交易所铜库存大约在 35 万吨左右，JP 摩根和 BlackRock 支持其 ETF 产品的现货铜需求量占据了 LME 铜库存量的 52.2%。按 CRU 在最新的报告中预计 2010 年全球铜需求大约为 1,849 万吨统计，JP 摩根和 BlackRock 的现货铜需求大约占 2010 年铜消费量的 1%，即使以照德意志银行 10 月份对这些 ETF 将占用的现货铜估计量来衡量，这些 ETF 产品占 2010 年全球铜需求大约为 1.6%-2.2%。因此这些机构 ETF 产品占用的现货数量相对全年的需求来说所占的比例较低。

与实体经济的消费需求相比，现货铜 ETF 的实物投资需求又有其独特之处。实体经济的消费需求变化较为缓慢，而现货铜 ETF 引起的实物投资需求对市场比较敏感，其变化较快。此外，由于现货 ETF 既可以在一级市场申购，也可以在二级市场进行交易，投资者在两个市场间进行的套利活动可能加大商品价格的波动幅度。当铜处于供应短期的时期，现货铜 ETF 的持有者出售的意愿将会较低，从而提高二级市场的溢价，套利者将会在一二级市场申购然后再二级市场出售，投机者将会在一二级市场买入并持有现货铜 ETF，使得本已紧张的现货市场更显捉襟见肘。若铜处于供应过剩的时期，现货铜 ETF 的持有者将有较强的出售意愿，从而拉低二级市场的价格，套利者将会在一二级市场买入然后再一级市场赎回，投机者直接在一二级市场卖出现货铜 ETF。届时不像实际经济中经常描述的需求增速放缓，而是现货铜 ETF 引起的实物投资需求锐减，铜供应过剩的局面将集中体现。

2010 年 11 月份开始 LME 市场结束了长达将近两年之久的现货贴水状态，进入现货升水阶段，目前仍旧维持在阶段高位。LME 交易所的交易纪录显示，一个神秘买家在 11 月 23 日买入价值超过 15 亿美元的期铜，占该交易所库存量 35 万吨的 50%至 80%，最少在 17 万吨以上。此交易随即引发市场对铜供应短缺的忧虑，现货铜价格已突破 9000 美元/吨的关口，创下 2008 年 10 月金融风暴以来的最高价。该神秘买家最终确认为即将建立现货铜 ETF 公司之一的 JP 摩根，不管 JP 摩根大

量持仓的原因和动机是什么,各金融机构计划推出现货铜 ETF 后 LME 现货升水快速抬升已成事实。

综上所述,现货铜 ETF 的推出将会令全球铜需求量重心整体上移,价格波动幅度扩大。我们认为 2011 年铜价会在需求改善的情况下进一步上扬,这无疑会提高现货铜 ETF 产品的投资吸引力,使得现货 ETF 的规模进一步扩大。

五、铜价展望

我们认为 2011 年全球宏观经济整体上将保持低速增长状态,美国、欧洲和日本等发达经济体的工业生产将继续保持低速增长状态,中国等新兴市场国家依旧是全球经济增长的主要来源。在这样的宏观经济背景下,全球对精铜消费需求的进一步增长使得 2011 年的全球铜市更加趋紧,而在库存被大量消耗的情况下“周期性因素”将主导铜价的走势,未来一年需求、供应缺口、现货升水将成为铜价上涨的主要驱动力。与此同时,现货 ETF 产品的推出加剧了现货短缺的情况,将会进一步推高铜价。

我们认为 2011 年的铜价走势以上涨为主,预计全年均价在 11000 美元左右,最高价格甚至有可能突破 13000 美元。精铜供应紧张的状态会在现货市场逐步体现出来,最晚从二季度开始,国内的现货就会重回升水状态,且升水水平会逐步提高。

六、铜价下行的风险

铜价回调的主要风险仍然是来源于宏观经济:欧洲不稳定的债务问题、中国政府的货币紧缩措施等。特别是希腊主权债务问题的根本解决面临重重困难,希腊进行债务重组的可能性很大,若希腊进行债务重组将会给全球的商品市场带来巨大的冲击,会导致铜价出现较大幅度的回调。

表六 欧洲国家债务规模

%GDP	2009	2010	2011	2012	2013
法国	78	84	89	90	91
德国	74	75	76	76	76
希腊	115	130	142	145	145
爱尔兰	66	98	107	113	114
意大利	116	119	120	121	120
葡萄牙	75	82	88	92	95
西班牙	53	64	70	75	78
欧元区	79	84	87	88	88

资料来源: Eurostat

从欧盟公布的数据来看,在希腊、爱尔兰、西班牙和葡萄牙四个存在债务问题的国家中,希腊的债务规模最大,爱尔兰其次,西班牙和葡萄牙略少。希腊政府 2010 年的债务规模达到了 GDP 的 130%,未来几年内很可能进一步上升至 145%;爱尔兰政府目前的债务规模为 GDP 的 98%,西班牙为 64%、葡萄牙为 82%。虽然意大利政府的债务负担仅次于希腊,但是市场并不担心意大利政府的偿还能力,因此未引起政府债券收益率的大幅攀升。

对于“欧猪四国”面临的债务问题,欧盟和国际货币基金组织积极采取了相应措施进行援助。

虽然国际机构的及时救援阻止了“欧猪四国”债务问题的恶化，但是这些国家债务问题并未得到根本解决。根本解决债务问题需要这些国家在财政上做出巨大而痛苦的调整，只有财政实现了盈余才有可能最终减少债务负担。希腊债务问题源于长期的政府财政赤字，在经济危机的双重打击下问题最终爆发，债务问题的解决依赖于财政开支的缩减力度、经济增长情况（由此带来的税收增长情况）以及债务再融资的成本，因此其不确定性最高。爱尔兰和西班牙的债务问题主要是由于政府为救助陷入困境的银行而承担的大量债务，因此问题的根源是一次性的，由于房地产价格的下跌已经接近底部，这意味着银行问题资产的损失已经得到控制，因此未来债务问题不会再度扩大。希腊债务问题解决的可能性较小，根据巴克莱的推算，若经济增长、国民福利支出、税收增长等问题稍微出现偏差，在 2050 年前希腊的债务规模都不会下降。因此德国提出了主权债务的重整计划，当希腊债务问题在目前体制下无法解决时实行，这也将是明年宏观经济最大的不稳定来源。若希腊对其主权债务进行重组，虽然可以在短期内减少希腊的债务负担，但必将对欧元产生巨大的冲击，同时可能极大地影响市场的心理，导致金属等大宗商品价格出现大幅回调。

金瑞期货有限公司：

公司地址：广东省深圳市福虹路 9 号世贸广场 A 座 24 层 邮编：518033

公司电话：0755-83662122 0755-83662199 传真：0755-83679900

研究所： 地址：广东省深圳市福虹路 9 号世贸广场 A 座 24 层 邮编：518033

电话：0755-83679108 0755-83679730 0755-83676418 0755-83676271

金融事业部： 地址：广东省深圳市福虹路 9 号世贸广场 A 座 24 层 邮编：518033

电话：0755-83002743, 83679381 传真：0755-83002380

机构业务部： 地址：广东省深圳市福虹路 9 号世贸广场 A 座 38 层 邮编：518033

电话：0755-83674400 传真：0755-83679349

北京营业部： 地址：北京西城区金融街 5 号新盛大厦 B 座 1102 室 邮编：100034

电话：010-66555673 传真：010-66555527

上海营业部： 地址：上海市浦东新区浦电路 500 号上海期货大厦 2603 室 邮编：200122

电话：021-68401299 传真：021-50623200

南昌营业部： 地址：江西省南昌市八一大道 366 号省建行大厦附楼三楼 邮编：330006

电话：0791-6846118 传真：0791-6846160

大连营业部： 地址：辽宁省大连市会展路 18 号大连商品交易所 206 席位 邮编：116023

电话：0411-84807290 传真：0411-84800743

郑州营业部： 地址：河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1507 室 邮编：450008

电话：0371-5612597

传真：0371-65613420

佛山营业部： 地址： 广东省佛山市禅城区城门头西路 1 号环球国际广场 1203-1204 室

邮编：528000

电话：0757—82366355

传真：0757—82363953

青岛营业部： 地址：青岛市东海西路 5 号甲华银大厦 1904 室 邮编：266071

电话：0532-80901881

传真：0532-80901910

香港分公司： 地址：香港湾仔告士打道 128 号祥丰大厦 23 楼 D 室

电话：00852-25987725

传真：00852-2598-7708

信用永恒
诚为节

JCC
金瑞期货研发部