

中东政局动荡冲击，铜铝锌急挫调整

简述：

欧美经济的复苏推动了铜铝锌前期的振荡走高。但对中国需求可能降低的担忧使得这种振荡走高疲乏无力。

从全球宏观面来看，中国经济在欧美经济复苏渐趋稳定之际开始经济结构调整，注重民生，为下一步经济稳健快速发展夯实基础，有着其必然性。十二五期间中国经济增速的下降对铜铝锌等基本金属的长期需求将有一定程度的下降。

中东危机的爆发，使得经济复苏之路蒙上阴影。振荡走高的铜铝锌由于恐慌而急速下挫，形成了对前期上涨的修正走势。即便现在正式进入春季这一传统的消费旺季。

复杂的阿拉伯世界难以获得真正的和平稳定，但也难以形成彻底的崩溃，因此围绕利比亚为核心的中东危机应可在一段混乱和复杂博弈之后，重获平衡中得以缓和。如此，则下跌中的基本金属有望寻获支撑，形成中短线的反弹。

国金期货研究所

特别顾问：盛为民

首席金属分析师：

倪耀祥 021-61357465

高级分析师：

赵振涛 021-61356353

分析师

牛 野 021-61357460

李 配 021-61356370

助理分析师

叶 亮 021-61357463

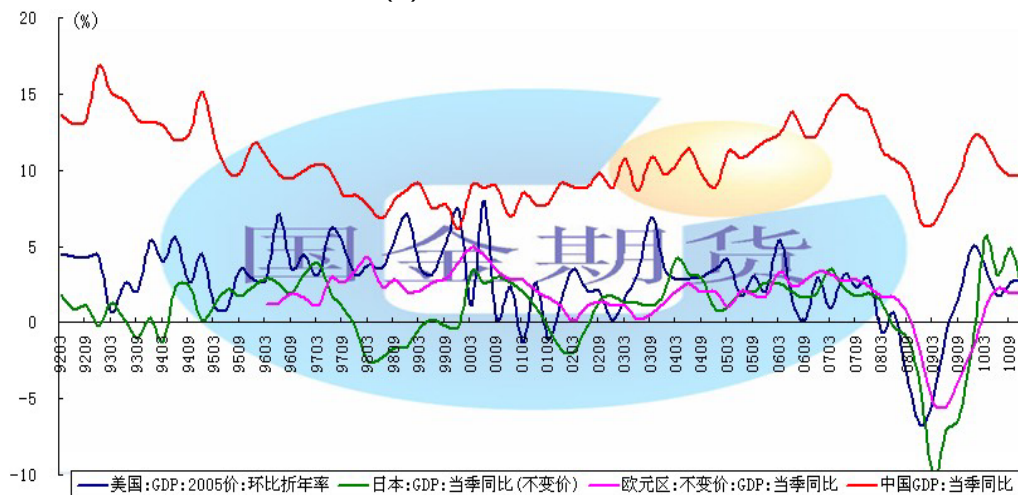
一、宏观经济渐次转好，中东危机构成巨大风险

（一）全球经济继续稳健增长，逐步转强。

1、全球主要经济体 GDP 继续保持增长

在 2 月前后，传统经济体 GDP 数据先后公布，数据表明全球经济仍在恢复增长之中。如图 1 所示。其中美国 2010 年第四季度 GDP 下修到环比折年率增长 2.8%，为 133700 亿美元。欧元区 GDP2010 年增速为 1.7%，第四季度季调后同比增长 2.0%，环比增长 0.3%。中国 2010 年 GDP 总值达到 397983 亿元人民币，年增 10.3%，其中第四季度同比增速为 9.8%。而日本 2010 年 GDP 第四季度季调后同比增长 2.57%，但环比出现下滑 0.3%，环比年率为-1.1%，日本经济的疲软是拖累全球经济复苏步伐的主因，所幸进入 2011 年之后，这种情况有转好的迹象。

图 1 全球主要经济体 GDP 增速(%)



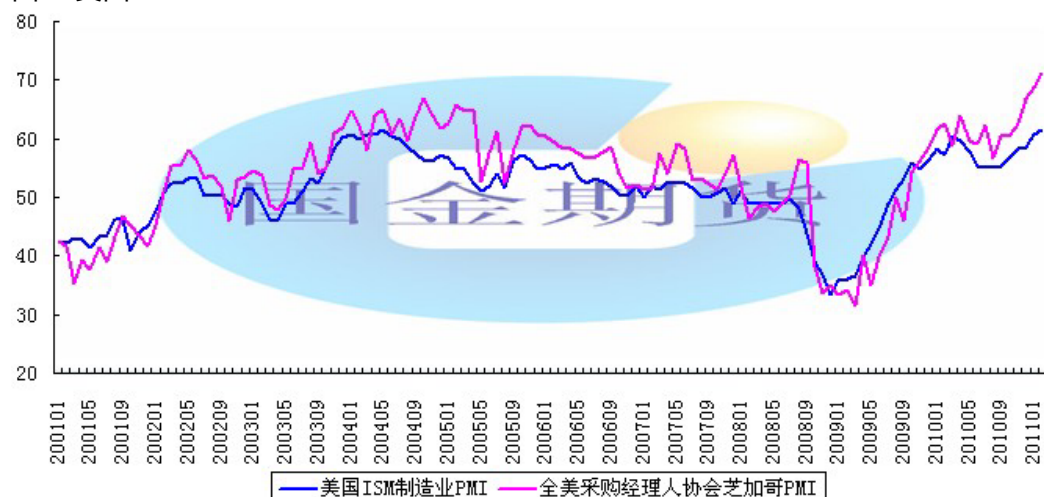
数据来源：WIND 资讯

2、制造业引领欧美经济继续向好。

引领全球经济向好的，依然是制造业的带动，而且在欧美地区，这种带动力度正在持续加速。

如图 2 所示，美国芝加哥 PMI 和 ISM 制造业 PMI 在 2 月分别达到了 71.2 和 61.4，其强劲势头正在进一步加强。

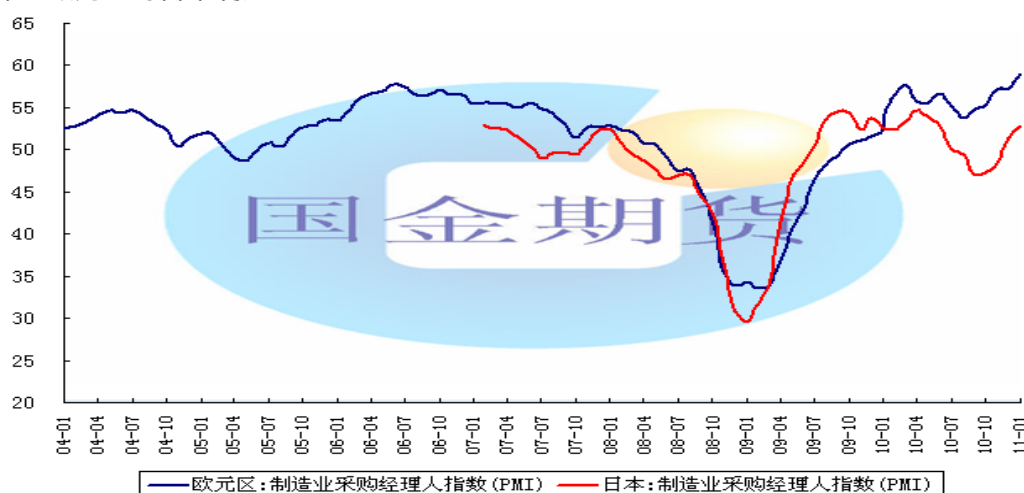
图 2 美国 PMI



数据来源：美国 ISM

欧洲制造业同样表现出强劲的势头，2 月 PMI 上升至 59.0，其增速保持了持续加速的特征。而同时日本的制造业继一月份 PMI 重回 50 以上摆脱去年底的疲弱后，继续扩大增速，达到 52.9，这也是我们在上文中指出日本经济在进入 2011 年后转好的迹象所在。如图 3 所示。

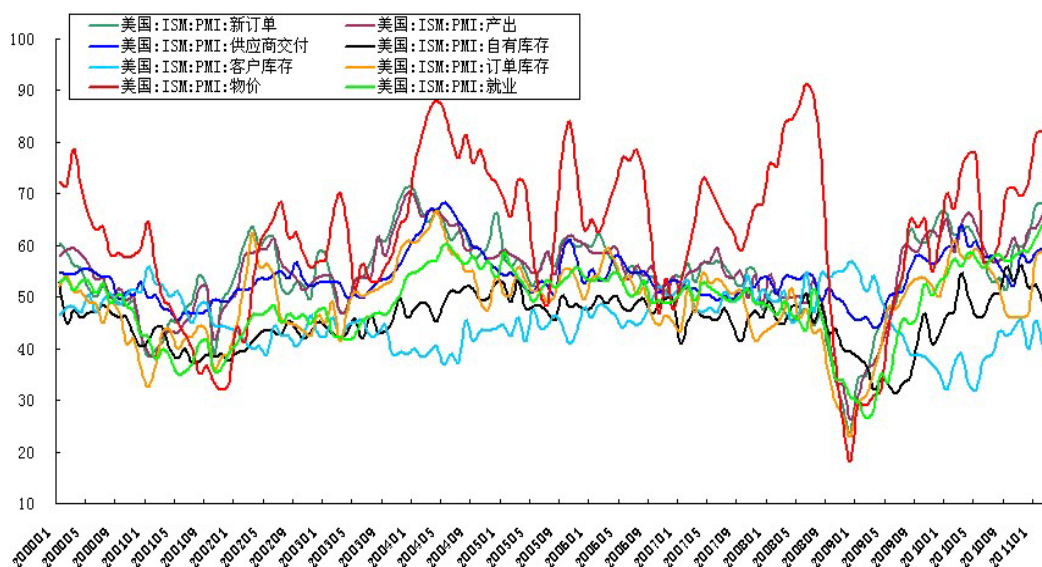
图 3 欧元区与日本制造业 PMI



数据来源：WIND 资讯

但是世界制造业的复苏中也存在着危机。跟踪美国 ISM 制造业 PMI 指数的明细，我们不难发现，新订单、产出、就业的强烈转好迹象明显，但更醒目是，原材料的价格高涨是 PMI 走高的最主要因素，而这似乎在警示制造业的过热迹象，自有库存和客户库存的下降似乎正印证这一点。

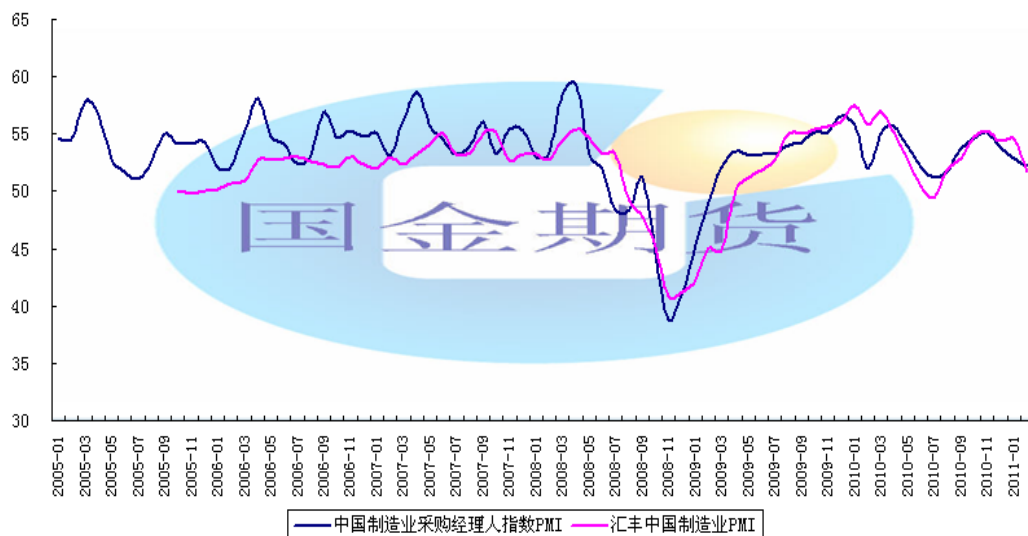
图 3 美国 ISM 制造业 PMI 明细



数据来源：美国 ISM

需要关注的是，制造业在中国，进入 2011 年之后，增速出现连续的下滑。2 月中国物流协会制造业 PMI 降至 52.2，汇丰中国 PMI 更是跌至 51.7，表明中国制造业在国内经济调整中受到的影响较为明显（图 4），尽管其中有春节长假因素的存在。

图 4 中国制造业 PMI

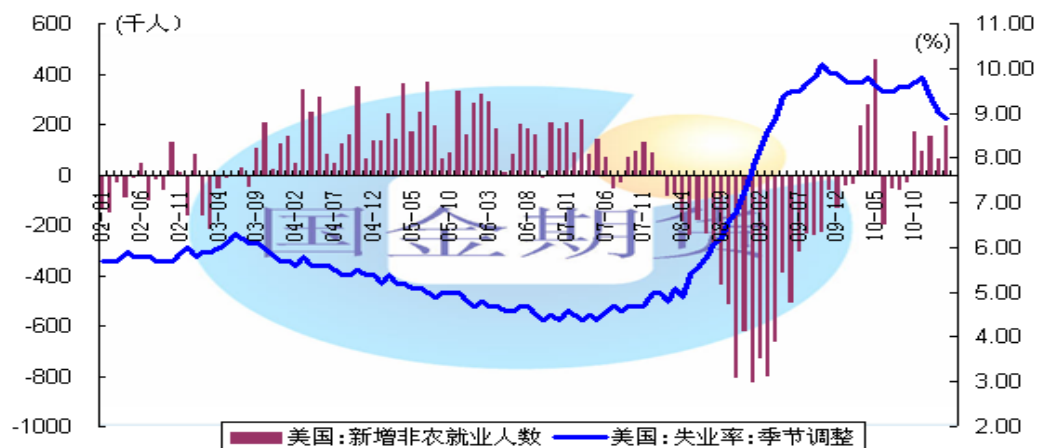


数据来源：中国物流协会，WIND 资讯

3、就业市场的稳步好转

最令人担忧的美国就业市场终于出现缓和的强烈信号，2 月份美国非农就业指标为增加 19.2 万人，尤其是失业率为 8.9%，为 09 年 5 月以来首次跌破 9% 大关，表明美国就业市场在政府持续不断刺激带动下，终于出现明显的好转。如图 5 所示。

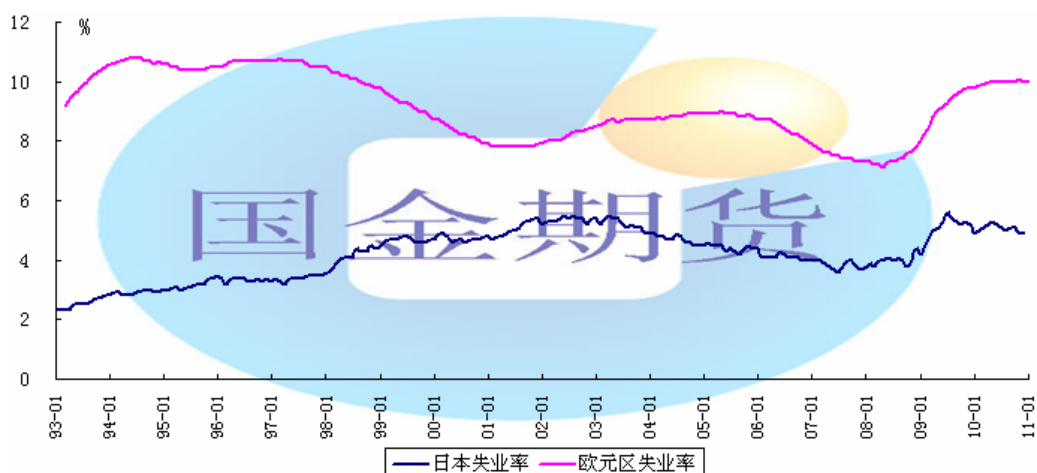
图 5 美国非农就业指标与失业率



数据来源：美国劳工部

欧元区 1 月份失业率也出现了小幅的降低，重回 10% 以下，为 9.9%。日本 1 月失业率则维持在 4.9%。如图 6 所示。

图 6 日欧失业率（%）



数据来源：WIND 资讯

（二）注重民生，抑制通胀，中国经济正式进入结构调整期

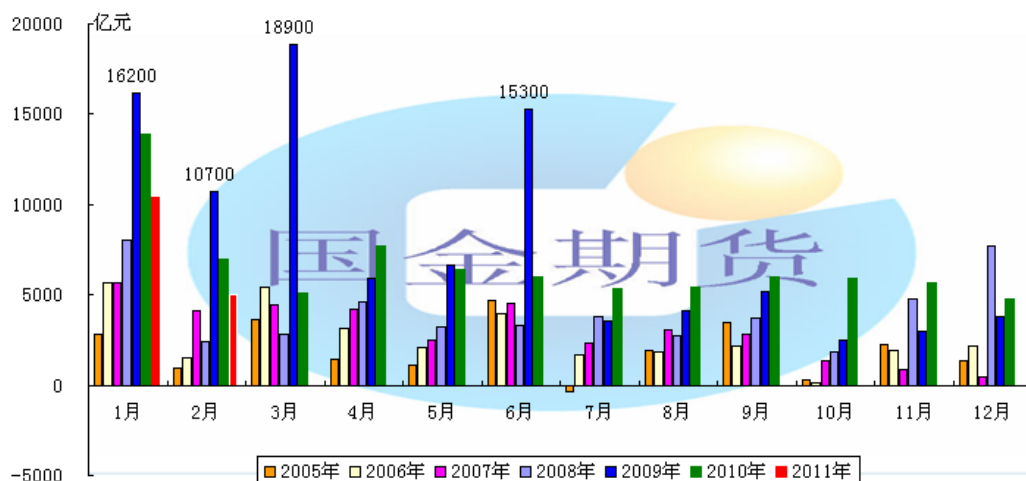
2010 年日本 GDP 为 54742 亿美元，中国 GDP 为 58786 亿美元，随着这一组数据的确定，中国正式超越日本，成为世界第二大经济体。而在进入 2011 年之后，中国经济实际上已经步入调整期。

在这样一个快速增长之后带来的坚实基础上，中国在面对迅速增强的通胀预期压力下，坚决开始了以民生为中心的经济结构调整。正在举行的两会上，温家宝总理宣布，中国十二五规划中，十二五期间 GDP 增长目标为年均 7%，2011 年目标为 8%。与往年 10% 以上的增幅相比，该指标明显低于我们这些年来的发展速度。但这不是中国经济被动降速，而是中国政府主动调整，注重经济增长结构的健康发展，反映了中央政府注重解决民生矛盾、调整经济结构、健康长期发展的决心。在总理的政府工作报告中，政府无疑将工作重心向民生转移，围绕这一主题的经济转型其意义深刻而长远。按照这一规划的速度，中国经济的发展将更为理性、稳健、长远。

1、降低货币流动性以稳定物价

进入 2011 年后,央行明显抓紧了对货币流动性的管理,在 1 月 20 日提高存款准备金率 50 个基点后,到 2 月份加息 25 个基点和提高准备金率 50 个基点,调控力度进一步加大,其中银行准备金率对大型金融机构。如此措施使得全社会新增贷款数据大幅下降。在继第一个月份仅新增人民币贷款 10200 亿元之后,2 月份媒体报道估计仅为 5000 亿元人民币,这与 2009、2010 年相比,有急剧的滑落。如图 7 所示。

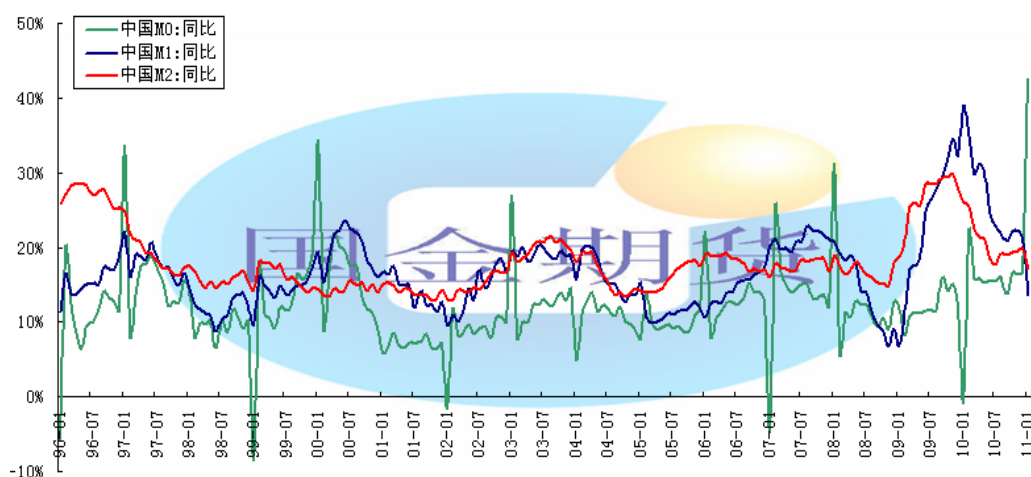
图 7 中国人民银行新增贷款规模(亿元)



数据来源：中国人民银行

在经过一系列努力之后,中国市场货币供应增速出现较明显回落。1 月末,广义货币(M2)余额 73.56 万亿元,同比增长 17.2%,比上年末和上年同期分别低 2.5 和 8.9 个百分点;狭义货币(M1)余额 26.31 万亿元,同比增长 13.6%,比上年末和上年同期分别低 7.6 和 25.4 个百分点。收效比较明显。只是由于春节因素,当月流通中货币增加 1.35 万亿元,从而造成流通中货币(M0)余额达到 5.81 万亿元,同比增长 42.5% (图 8)。

图 8 中国货币供应增速

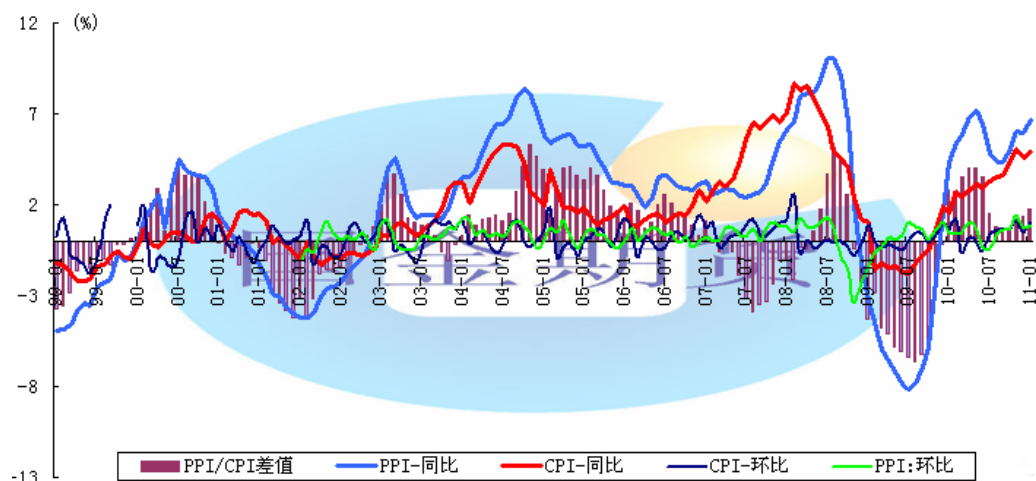


数据来源：中国人民银行

2、高企的通胀压力得到一定的抑制,但压力依然较强。

经过政府的一系列努力,1 月份中国 CPI 增幅为 4.9%,低于市场预期的 5% 以上,但仍保持在较高区域。值得关注的是,一度缓和的 PPI 增幅在 1 月份再度持续走高至 6.64%,它将继续对 CPI 起到拉高作用,并且对以制造业为主的中国经济构成越来越大的负面影响。如图 9 所示。

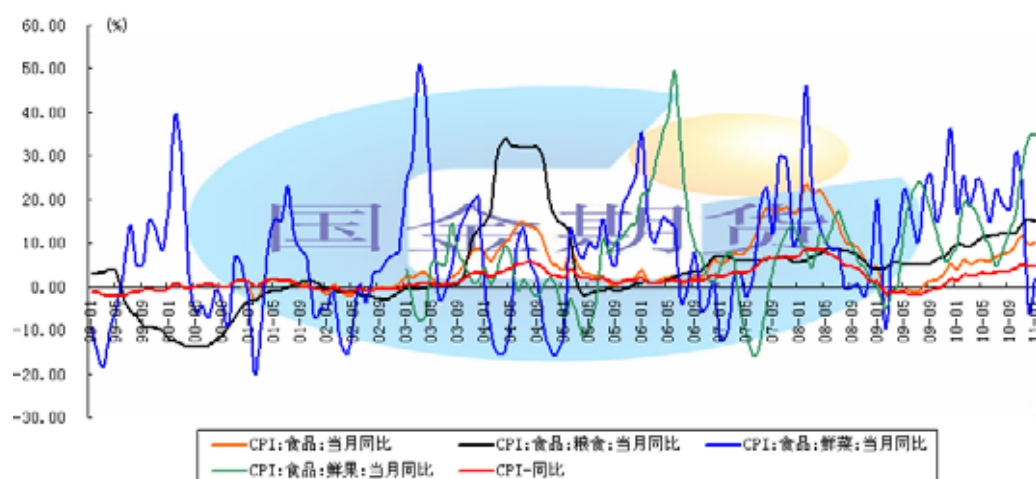
图 9 中国物价指数 (%)



数据来源：中国国家统计局

由于春节的刚性需求和资本的操作，使得今年的食品上涨压力极为沉重难怪。尽管国家对菜篮子工程极为重视，鲜菜价格出现较大的回落，但是粮食、水果依然保持较高的涨幅。如图 10，抑制通胀之路，任重道远。

图 10 中国 CPI:食品分类 (%)



数据来源：中国国家统计局

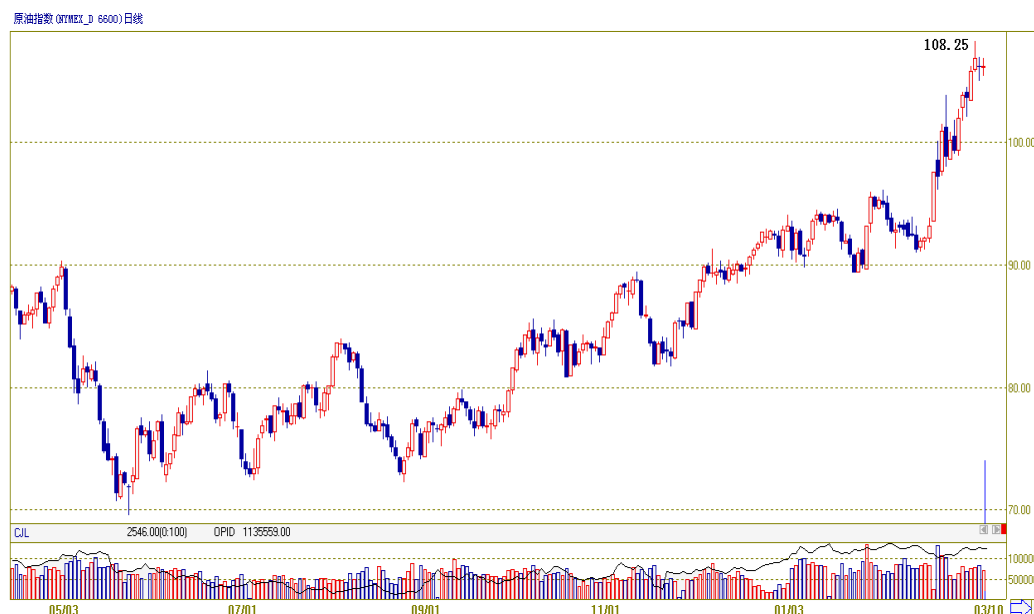
（三）中东石油危机再现，引发中东政局动荡，世界经济发展蒙受沉重阴影

1、中东政局动荡对原油的冲击

正在演变中的利比亚事件越来越有一种失去控制的趋势。利比亚之变对全球经济影响深远。

中东政局的动荡首先危及的是原油的价格。从突尼斯爆发动乱到目前为止，原油价格持续上涨。伦敦国际石油交易所北海布伦特原油 4 月价格一度上涨至 119.66 美元/桶。美国 NYMEX 原油 4 月合约最高涨至 106.95 美元/桶。涨幅均超过 20%，甚至接近 30%，如图 11 所示。

图 11 NYMEX 原油指数日 K 线图



数据来源：文华财经

2、中东局势展望

中东茉莉花之变从突尼斯开始，逐渐向周边各国蔓延，苏丹、埃及先后被冲击。而利比亚的冲突最为剧烈，也最成为市场关注的焦点。目前，中东，尤其是利比亚，已经成为全球主要的利益博弈中心。

从战局而言，目前利比亚政府与反政府军处于胶着状态，在没有欧美势力直接干预的情况下应向有利于现政府的方向发展，内部调停的概率较大，但尚需时间过渡。如果美欧强势介入，则事态将扩大化，阿拉伯世界势必成为全球大炸药桶，而如此下去可能的结果无外乎伊拉克的重演，美国在付出巨大代价后，很可能扶植起并不诚心如意的新政权。因此如此演变的可能性较小。

委内瑞拉的介入一度使局势向美国不愿意看到的方向发展，尽管卡扎菲没有接受，但这时的局势更加复杂。这将使利比亚陷入中长期动乱的可能性加大。这是多方都没有好处的结局。

因此，最终的妥协将会在政府与反政府军的拉锯中最后达成，诞生一个新的利比亚政府，而卡扎菲体面离开的概率最大。随后，利比亚原油生产将逐步恢复正常。

（四）小结：

逐渐转好的国际市场试图给铜铝锌等基本金属以向上的推动力，并且多头势力渐成。但中国宏观调控力度之大使得市场资金对此产生了中国需求下降的担忧，并影响到持仓的信心逐渐转弱。而持续恶化难见转机的中东政局使得多头的信心最终崩溃，造成了当前的急跌型走势。

预计中东市场的变化将成为中期主导铜铝锌走势的最关键风向指标。

二、国内金属基本面相对疲弱

1、保障房利好金属需求前景，但难解需求清淡现状

住建部在2月21日开始将陆续与各省、自治区、直辖市以及计划单列市签订《保障性住房目标责任书》，完成1000万套保障性安居工程住房的分配任务。两会前夕，高层

发布5年内建成3600万套保障房的长远目标；而保障房建设的长期目标和规划也成为两会重要议题。

随着各地保障房工程的陆续开工，对建筑用金属材料的需求有效期长，且需求量可观，未来将有效弥补房地产深度调控（包括严厉的限购、杠杆控制）造成的房市需求缺口。

但是从保障房建设开工情况调查结果，以及铜铝现货市场交易现实来看，虽然春季为金属的传统消费旺季，但现货市场对价格的支撑远不及心里作用。

2、欧洲铜升水触及两年低位，因实货需求疲软

欧洲实货铜升水本周触及两年低位，延续近来下滑趋势，因价格高企吓退消费者且市场人士感叹主要买家中国的需求低迷。

交易员称，鹿特丹仓库的A等级铜较伦敦金属交易所(LME)现货合约的升水在40-75美元/吨，低于之前一周的60-75美元，欧洲实货铜升水在1月中旬在95-105美元。

标准银行(Standard Bank)分析师Leon Westgate称，“铜市长期基本面仍保持积极，但短期内市场绝对不存在现货需求。”这也为后面进行库存变动分析的结果提供论据支持。

3、2010年四季度矿产商“加足马力”提升产量，炒作铜矿供应短缺概念阶段性降温

上周五公布的一项调查显示，全球大型矿产商在2010年第四季度连续三个季度增加铜矿产出，因国际铜价大幅上涨令矿产商“加足马力”提升产量，以便在铜价处于高位之时获取可观利润。

1家最大的上市铜矿产商在2010年第四季度进行增产并进行产能扩张项目，这令这些铜产商第四季度的铜产量增加了2%。但上述数据并不包括智利国有的Codelco公司，而该公司铜产量约为全球铜矿产出的11%。

Casimir Capital的主管Wayne Atwell称，“随着商品价格的上涨，矿产商提升铜产出已经成为一种现象。”她称，“矿产商的闲置产能已经所剩无几，因目前铜价如此具有吸引力。”但他补充说，各个矿产商的产出战略是不同的。

国际铜研究组织公布的数据显示，自去年7月以来，全球铜矿产能利用率已经稳步攀升，至2010年11月，已经增至84.5%。

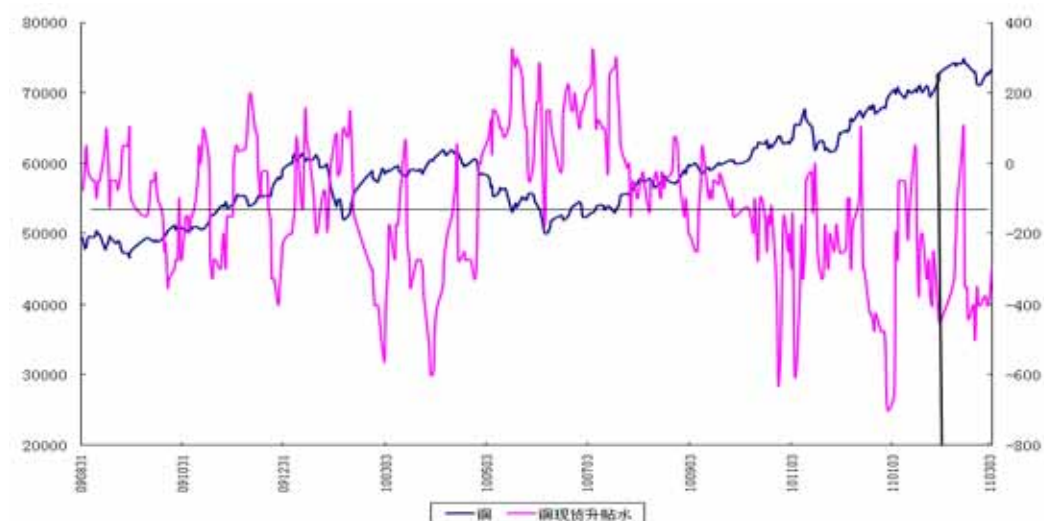
在较高价格水平上，矿产商明显提高产能利用率，提高铜矿产量和供应；是当时中国铜冶炼厂在谈判中获得超过70美元TC/RC加工费的主要背景。而这也是近期炒作铜矿供应短缺概念降温的主导因素。

4、国内铜现货市场云淡风轻

从上海现货铜的价格和升贴水变动来看，2月铜价整体水平进一步上升，但高企的价格抑制消费需求意愿，随后在周边因素合力作用下引发回吐涨幅。伴随着升贴水的一系列变化：包括在铜价达到月度高点时看涨情绪高涨催生卖家迅速提价至升水一百以上；而价格回吐涨幅并止跌回升过程，则伴随的是贴水的迅速扩大，并企稳收窄过程。总体来看，3月初期在经历价格明显回调后买卖双方心态较为平稳，并不是一味的看跌并低价抛货。上周周末周末因集中采购时期贴水有所收敛，维持将近300元/吨的贴水水平。（图12）

类似去年年初行情，较高的价格抑制了消费需求的释放。对期货价格的支撑明显不足。国内现货市场，75000元以上的铜价将明显抑制下游消费的热情，按需采购将取代传统的消费旺季补库需求。

图 12 中国铜现货价格和升贴水



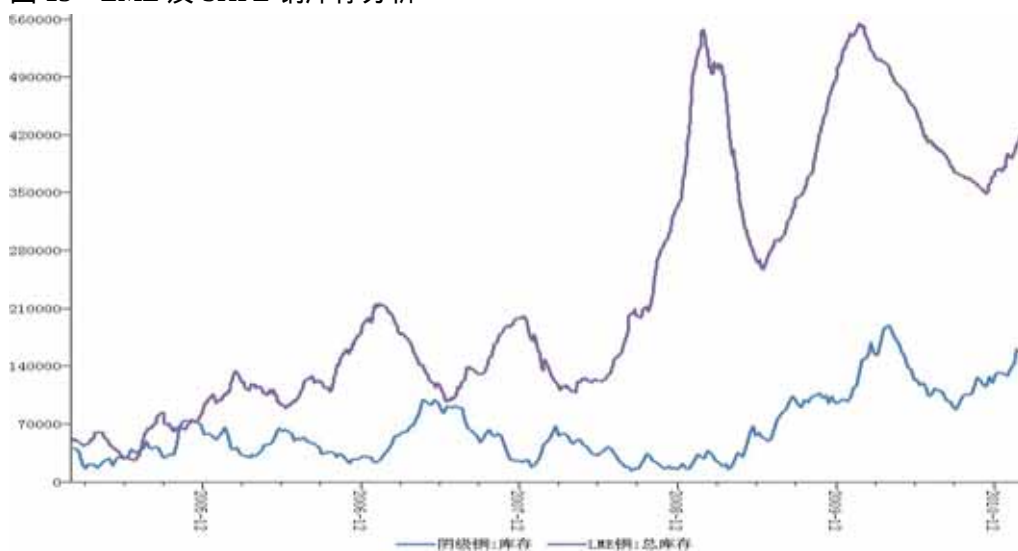
数据来源：国金期货研究所

5、LME、SHFE 库存方面分析

(1) 铜

如图 13，欧洲 LME 和上海 SHFE 的铜库存都在延续节前攀升的状态，截止月 4 日，伦敦及上海期交所的库存分别达到了 425300 吨、157765 吨，较 1 月末分别增加 31275 吨、28515 吨，上升明显，COMEX 铜库存也增加近万短吨至 76025 短吨。下游商家补库存，无论是稍早的欧洲还是略延迟的国内都未明显展开，春季消费旺季的动向，从目前看，尚未见明显给力迹象，还需更多对现货市场关注。

图 13 LME 及 SHFE 铜库存分析



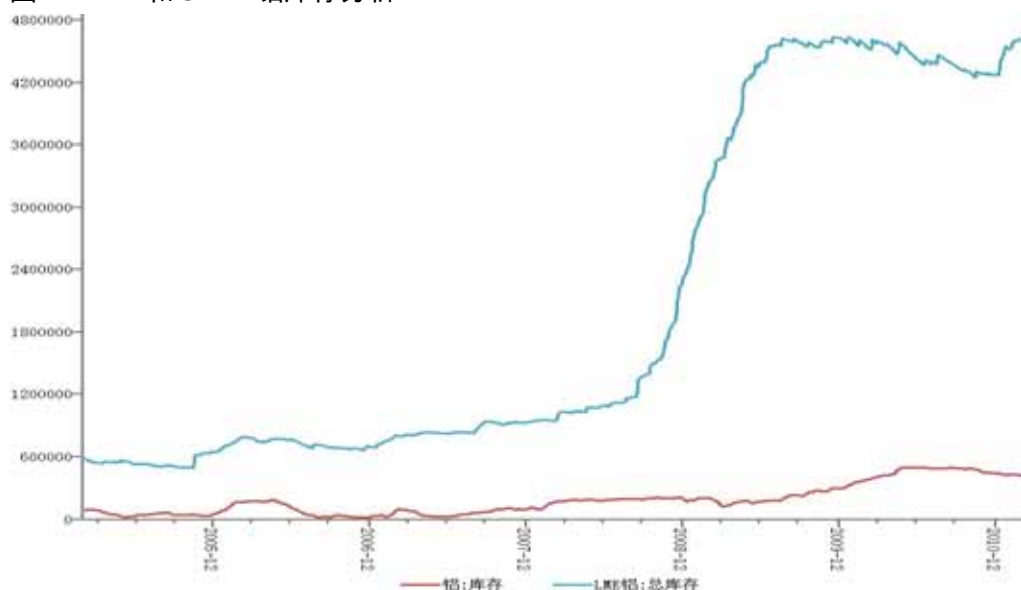
数据来源：wind

如下图 14 和图 15，LME 铝、锌和上期所锌库存继续增加，但上海铝的库存出现一定的减少。

截止 3 月 4 日，伦敦铝库存为 4606200 吨，较 1 月末增加 84975 吨、但上海期交所的铝库存减少 6322 吨，为 420059 吨；

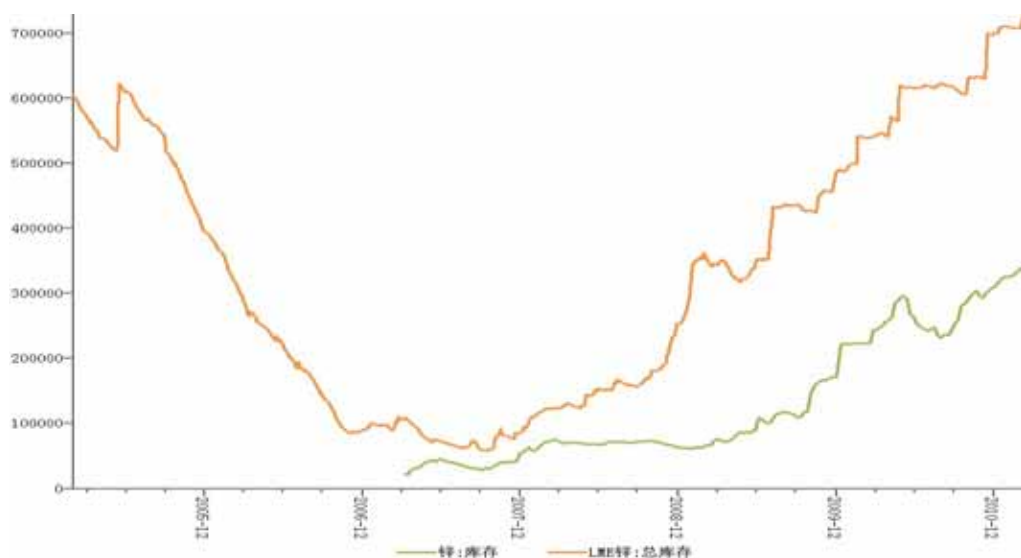
同期伦敦及上海期交所的锌库存分别达到了 719225 吨、341046 吨，较 1 月末分别增加 8550 吨、14836 吨。

图 14 LME 和 SHFE 铝库存分析



数据来源：wind

图 15 LME 和 SHFE 锌库存分析



数据来源：wind

小结：

通过对铜铝锌在 LME 和 SHFE 两大交易所库存的持续追踪来看，新年之后，消费旺季的助推作用并未刺激国内外现货去库存化的进程加速，相反市场参与者尤其下游消费商家对现存价格的不满导致交易所库存不降反升。

中国原铝的减产在一月份和春节期间得以持续，这使得铝库存减少。

三、期货市场结构分析及可能走势分析

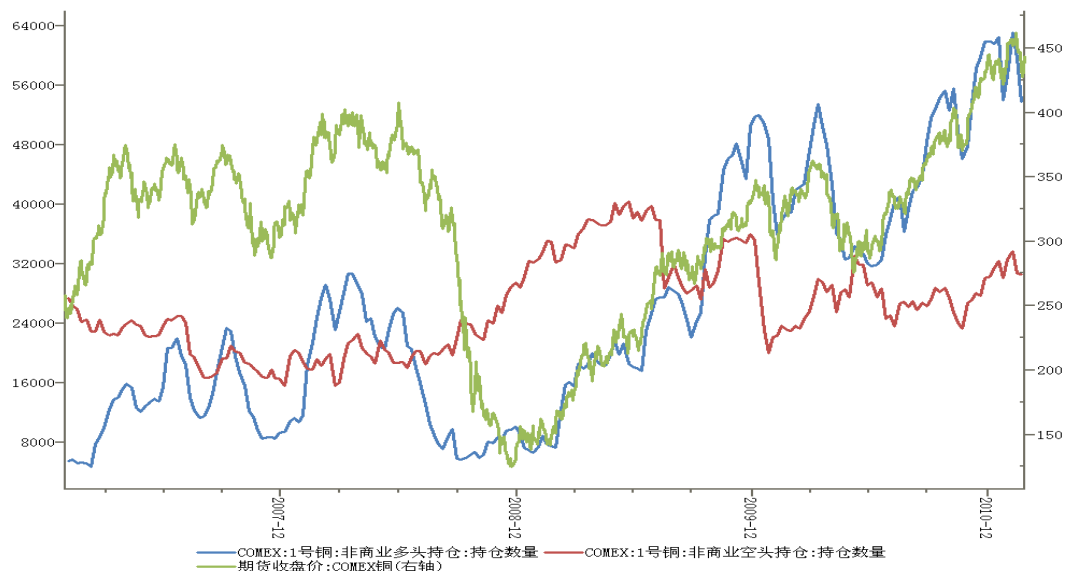
（一）持仓分析

1、从最新 CTFC 铜持仓分布看，此次价格的回调，出现了一定程度的基金多头主动减仓，回调压力加大。

截止 3 月 1 日 CTFC 美精铜期货分类持仓（非商业）

基金	多头	50320	-3489
	空头	23701	-6878

图 16 CTFC 铜基金持仓分析



数据来源：wind

2、而从 LME 持仓变化看，资金离场迹象明显，原有上涨趋势动能有较大释放。

（二）近期主要影响因素

- 1、 中东危机，尤其是利比亚问题的解决
- 2、 中国经济调整的具体节奏与力度
- 3、 全球主要西方经济体的经济复苏步伐是否出现停滞。
- 4、 美国 QE2 的退出可能性和退出方式
- 5、 欧元区主权债务危机
- 6、 美国地方债务危机及主权债务危机

（三）可能走势分析

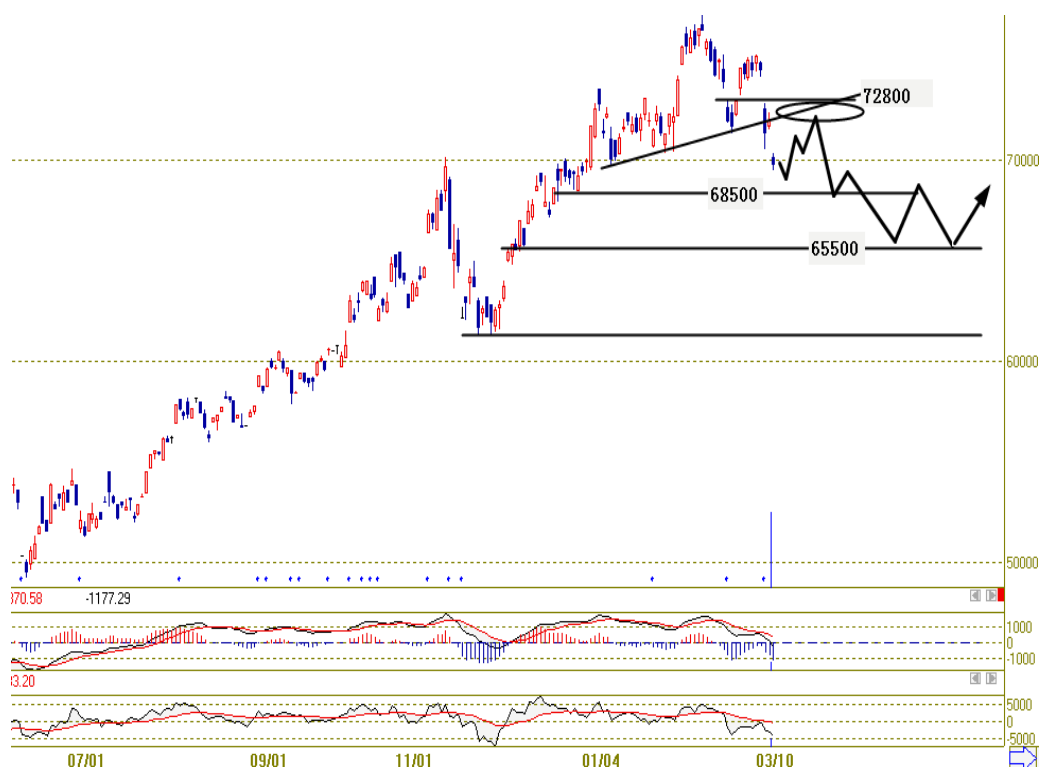
结合以上分析，我们认为，本轮基本金属的下挫，主要动力来自由于中东危机造成的对世界经济发展的担忧。由于利比亚目前的产量减少程度能够被沙特等国扩大生产规模而在短时期内弥补，应不会产生实质性的影响。而长期来看，利比亚问题在经过一段时间的混乱和博弈后，平稳解决的可能性较大。因此，在挤去前期价格泡沫之后，铜应可随中东问题的平稳而逐渐获得支撑，如在 3、4 月间能获得稳定，则有可能开始反弹。

预计沪锌的走势与沪铜类似。

预计沪铝将较铜和锌更为抗跌，走势基本处于区间震荡下挫整理之中。

1. 铜

图9 沪铜 1106 可能走势分析



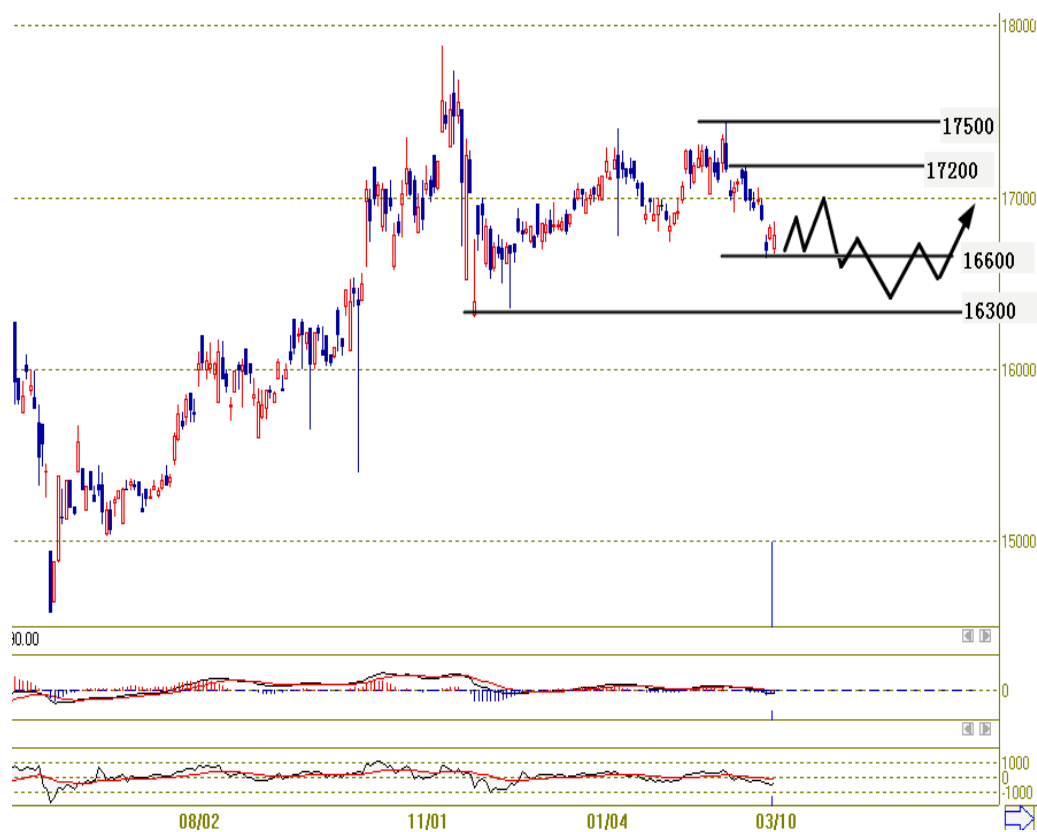
(2) 锌

图9 沪锌 1105 可能走势分析



(3) 铝

图9 沪铝 1105 可能走势分析



重要声明：本报告版权归“国金期货研究所”所有。未获得国金期货研究所书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在国金期货研究所及其研究人员知情的范围内，国金期货研究所及其研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。