

2009 年金属期货半年度报告

一基本面好转，通胀预期助推，铜价震荡走强

刘碧沅 有色金属 研究员
电话: 020-38456825
eMail: lby@futures.gf.com.cn

要点:

分析中得出 1-5 月的供应除去收储及库存的影响还过剩 27-37 万吨，需求增加了 5 万吨，也即 1-5 月份国内供应过剩 22-32 万吨。这些量需要在后期进行消化，或被消费或出口或成为社会库存。

下半年政策依然向好，国内市场或实现自我平衡，而如果全球经济在下半年复苏的话，或出现一定程度的短缺，价格在消费增长的刺激下有望进一步上涨。

随着经济复苏，货币乘数逐步变大，那么通胀的压力进一步增大，当然或许通胀不会来得那么快，但是指标的向好会加剧市场的通胀预期情绪，资源性产品在这种市场情绪中将受到青睐，从而价格或许增长至一个非理性的水平。

传统的季节性因素依然会主导铜价，根据我们的推测，上半年的过剩将需要一定时间的消化，特别是高位也有技术调整的需要，淡季的配合，或许调整会有 1-2 月的时间，幅度或许不会太大，因为通胀预期的存在以及消费是不断向好的表现。“金九银十”的消费旺季或许会在预期中提前。

保守区间预测 LME 铜在 4000-5500 美元/吨，国内铜 33000-43000 元/吨，乐观区间预测 LME 铜 4200-6000 美元/吨，国内 35000-50000 元/吨。

LME 铜 03 走势



沪铜走势



目录索引

行情回顾	3
行情分析	4
价格刺激供应，压力进一步加大	4
消费上半年好于预期，下半年或见转好	7
下半年政策依然向好:	10
美元和通胀及预期	11
总述:	11

图表索引

图 1: 三个月沪铜/LME 铜 03 比价关系走势	3
图 2: 上海现货升水走势	3
图 3: 表观消费量大幅增长	6
图 4: 废铜进口量大幅下降，精铜进口大幅增加	6
图 5: 电力电缆产量增长，只是幅度同比下降	8
图 6: 空调产量下降，家用电冰箱同比增加	9
图 7: 冷柜产量同比下降，家用洗衣机产量同比增加	9
图 8: 汽车产销量同比均大幅增加	10
表 1: 2008-2010 年全球精炼铜供需平衡	4
表 2: 全球铜供需平衡同比表	4

行情回顾

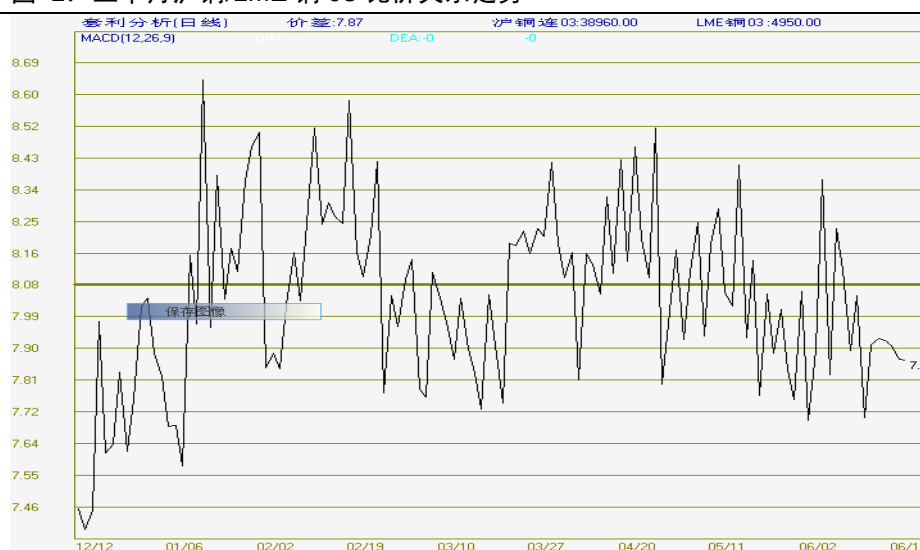
2009年上半年铜的走势，可说是超预期的，从去年年底今年年初就完成了底部形态的构筑。LME铜从2800美元/吨一线涨至最高点5390美元/吨，涨幅达91%，沪铜指数从23000元/吨以下的水平涨至42000元/吨以上，涨幅达85%，这波上涨可说是基本面配合，政策助推、资金热情抬高的合力所成就的。

基本面好于预期，去年底去库存化造成今年年初重新补库需求、消费旺季助推、废铜供应紧张；流动性注入使得市场“不差钱”，主要来自全球央行在金融危机中自救，不断向市场注资，实施定量宽松的货币政策，利率低至历史低位，资金流入资本市场从而导致股市期市齐涨；国内相继公布十大产业振兴计划且相关国家收储、汽车家电下乡、以旧换新拉需求等措施确实提振了金属的消费；经济好于预期引发通胀预期表现为经济数据频频传利好、美国长期国债与短期国债利差扩大；铜的持仓量和成交量上半年呈现明显增长态势，市场资金活跃，另外从LME铜库存持续减少，我们认为市场有买资源保值的倾向，这也加速了铜的上涨。总体情况是，基本面支持，资金推波逐浪，造就了上半年铜的近一倍的涨势。

第一季度和4月份中上旬，内外比价基本保持在8以上，并在大多数时间持续内强外弱的格局，这也是上半年同比进口大幅增加的一个重要原因。进入到4月下旬特别是5月份以来，比价慢慢恢复，并出现国内市场被动上涨的局面，这主要源于国内市场供应压力较大，回调压力增加，而LME库存依然在减少，外盘回调意愿不强。

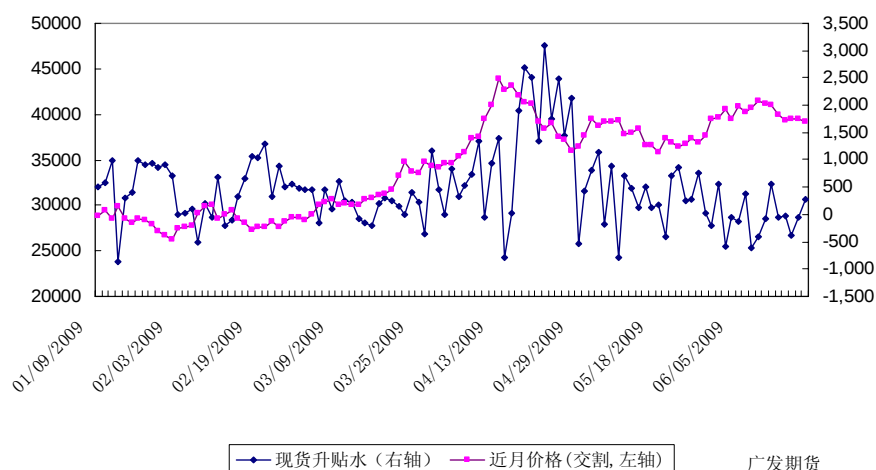
现货市场上半年看，第一季度表现为废铜紧缺，因此大量进口精炼铜替代做原材料，尽管进口量大幅增长、产量稳步供应，依然表现为供应偏紧；之后随着消费旺季慢慢淡去，供应压力开始增加，特别是4月份下旬以来价格加速增长，现货出现贴水状态，现货成交清淡。

图 1：三个月沪铜/LME 铜 03 比价关系走势



数据来源：文华财经、广发期货发展研究中心

图 2：上海现货升水走势



数据来源：上海金属网、文华财经、广发期货发展研究中心

行情分析

价格刺激供应，压力进一步加大

全球金属统计局(WBMS)6月17日称，全球1-4月铜市供应过剩133,000吨，去年同期为短缺161,000吨。全球1-4月精炼铜消费量较去年同期下降4.6%，至587.4万吨。全球1-4月精炼铜产量较去年同期增加0.2%，至601万吨。全球1-4月铜矿产量较去年同期增加1.6%，至502万吨。

国际铜业研究小组(ICSG)在最新的月度报告中指出，2月全球精炼铜产量为292.7万吨，而消费量从去年同期的297.1万吨降至284.1万吨。2月全球铜市供应过剩86,000吨，去年同期为短缺61,000吨。报告中称，“今年前2个月，全球铜使用量较去年同期减少4.4%，或130,000吨，尽管中国显性使用量增长33%，但不及其他三大主要消费地区--欧盟15国、日本和美国需求分别减少25%、44%和25%。”“除中国以外全球消费量减少18%,” ICSG说到。

表 1: 2008-2010 年全球精炼铜供需平衡

	2008	2009	2010
全球矿山铜产量	15,450	16,035	17,239
全球精炼铜产量	18,244	17,574	18,751
铜使用量	17,995	17,230	18,333
供需平衡	249	344	418

数据来源：ICSG、广发期货发展研究中心

表 2: 全球铜供需平衡同比表

	2007	2008E	2008	2009	2008		2009	
			1-2 月		11 月	12 月	1 月	2 月
全球矿山产量	15,464	15,449	2,384	2,445	1,335	1,385	1,276	1,169
全球矿山产能	18,168	18,780	2,998	3,141	1,580	1,640	1,647	1,494

铜矿产能利用率(%)	85.1	82.3	79.5	77.8	84.5	84.5	77.5	78.2
原生精铜产量	15,221	15,567	2,483	2,534	1,313	1,330	1,315	1,219
再生精铜产量	2,724	2,678	428	393	217	203	186	207
精铜总产量	17,944	18,245	2,910	2,927	1,530	1,534	1,501	1,426
全球冶炼产能	21,580	22,522	3,583	3,753	1,889	1,960	1,968	1,785
冶炼产能利用率(%)	83.2	81	81.2	78	81	78.2	76.3	79.9
全球精铜消费量 (1)	18,175	18,011	2,971	2,841	1,423	1,389	1,380	1,460
期末精铜库存	1,027	1,164	891	1,323	1,029	1,164	1,322	1,323
期间库存变动	-104	137	-136	159	67	135	157	2
精铜过剩/缺口 (2)	-231	234	-61	86	106	145	121	-35

(1) = 基于欧盟表观使用量

(2) = 过剩或缺口是用精铜总产量减去精铜消费量

数据来源: ICSG、广发期货发展研究中心

从国际铜业组织的预测可以看出,全球矿山产能呈现递增趋势,而矿山产量却呈现递减现象,这主要源自铜矿产能利用率下降,2009年1-2月为77.8%的利用率,比去年同期79.5%的利用率以及往年高达80%多的利用率,这个数据明显偏低。而今年1月和2月的环比数据表示,2月的产能利用率有所提高,这主要源自价格上涨矿山复工。看冶炼情况基本呈现和矿山相似的状态,总体产能并不减少,利用率却大幅萎缩。有一个现象就是2月份的精铜消费好于1月,矿山和精铜产能则均未能环比增加。这也是促使上半年价格上涨的一个因素。当然,尽管没有及时数据,但是根据目前的价位以及矿山和冶炼厂的利润,我们判断后期的矿山产能和精铜产能均会呈现较大幅度的增加,至少在产能利用率上将出现同比增加的态势,也即后期的供应压力进一步加大。

从最近的加工费的变化能够一定程度上验证我们的猜测。"大大小小的炼铜企业都在积极寻求购买机会,我们每天都能接到两到三个中国企业求购铜精矿的电话",一贸易商说道。根据贸易商和炼铜企业高层的资料,运往中国的现货铜精矿加工及精炼费用为每吨25美元及每磅2.5美分,低于1月时的90美元/9美分,同时亦大幅低于75美元/7.5美分的2009年年度协议加工精炼费。如此低廉的加工费,冶炼厂家也能忍受,说明价格在目前阶段企业确实有利可图。另外或可以说冶炼厂看好铜价,不计低廉加工费而大量采购精矿进行生产,当然我们也有理由相信下游的消费也在慢慢转好。

全球供需小结:

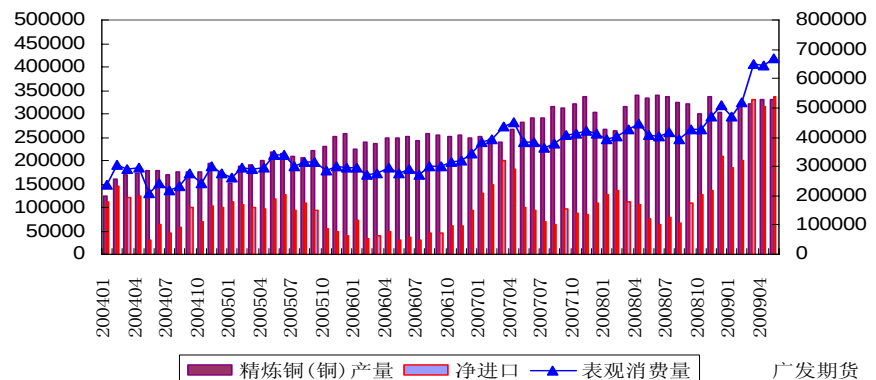
从国际铜业组织的数据我们可以看到,中国的需求大大缩小了全球的过剩量,当然这些需求仅是中国的表观需求,其进口及产量到底是用于消费还是被收储成为国家库存抑或成为社会库存被囤积,这些都是有可能的,依据是我们得来的消费数据并不强劲(在消费分析中描述),同比呈现下降趋势。

CRU最新的报告显示,2009年1季度全球精铜过剩57.9万吨,2季度过剩36.7万吨。1季度和2季度的冶炼产能分别为651.4万吨和653.4万吨,产量分别为450.3万吨和437.5万吨,产能利用率分别为69.1%和67.0%,去年同期分别为71.8%和72.6%。比起5月份的预测,1季度全球

精铜过剩 51.3 万吨, 2 季度过剩 33.1 万吨。产量分别为 424.8 万吨和 421 万吨, 产能利用率分别为 65.2% 和 64.4%, 去年同期分别为 72.1% 和 72.8%, 6 月份的数据相对要悲观, 进入消费淡季, 过剩量进一步扩大, 几乎是几大机构的共识。

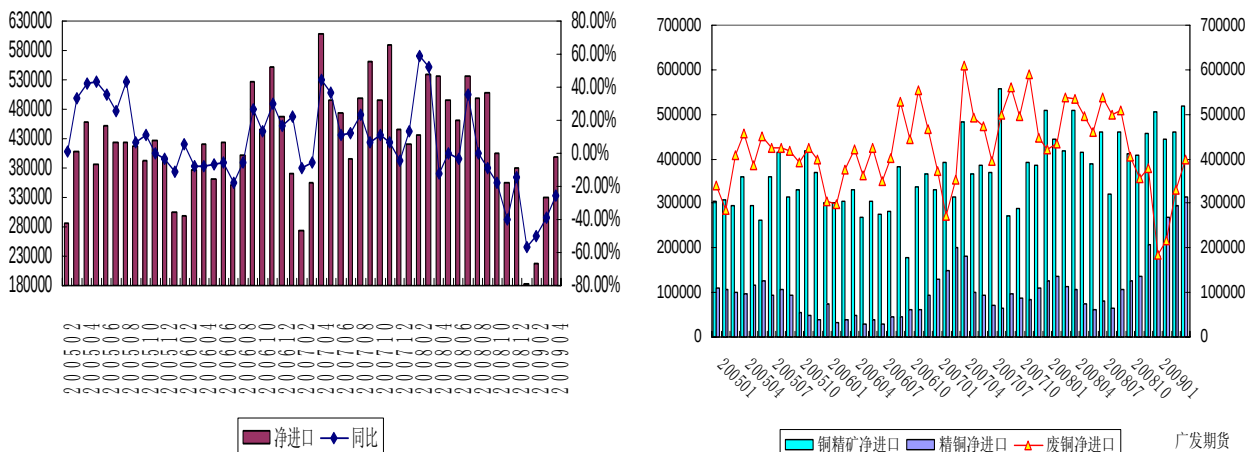
国内市场供应量也大幅增长, 主要来源于产量增长和进口量激增, 这对后期铜市供应将施加压力。今年 1-5 月的精铜进口量大幅增加, 累计达到 139.6 万吨, 去年同期才 56.1 万吨, 大幅增长 83.5 万吨, 同比增长 148.8%, 见图 4。再看国内精铜产量, 1-5 月份累计达 158.9 万吨, 去年同期为 151.7 万吨, 同比有微幅增长。如此算来, 1-5 月的表观消费增长 88 万多吨, 见图 3。

图 3: 表观消费量大幅增长



数据来源: 中国金属网、广发期货发展研究中心

图 4: 废铜进口量大幅下降, 精铜进口大幅增加



数据来源: 中国金属网、广发期货发展研究中心

精炼铜的进口大幅增加, 一部分是缘于国家收储, 一部分是缘于废铜进口大幅减少, 因消费同比增加量不大, 其他一部分或成为社会库存。国家收储量并未公开, 我们预计这部分大致在 20-30 万吨。

废铜紧张的原因也并不是孤立的, 首先是外部经济形势差, 淘汰更新速度减慢, 因此废铜产量减少; 其次, 因在去年暴跌中, 中国进口商出现很多违约现象, 导致供应商加大订单保证金 (最高达到 50% 以上), 在资金紧张情形下, 废铜进口大幅减少; 因价格大跌, 国内市场多消耗库存,

减少进口；下游消费减少，生产和进口均减少。这些现象的持续导致国内的废铜供应紧张。据笔者了解，废铜供应目前依然较紧张，处于卖方市场，一方面经过去年大幅下跌巨幅亏损，进口商态度谨慎，消费进入淡季，进口相应减少。4月末开始，海关逐渐加强安检，报关手续更复杂，运作周期变长，成本变相增加，导致数量下降。后期或继续保持进口减少的状态，一个是消费淡季的谨慎采购情绪依然存在，另外海关继续严格审核。旨在规范我国再生金属废料进口秩序，促进再生金属行业的健康发展的“61号公告”，实施5年来遇到不少新问题、新情况，近期海关总署已经开始征求对61号公告的修改意见。程序上的问题将使得废铜供应在一个较长的时间内受困扰。

根据统计，废铜1-5月进口累计为146万吨，去年同期为242.6万吨，减少96.54万吨，按照30%的金属含量，废铜减少的金属吨为29万吨左右，如果这部分完全用电解铜替代，那么，因废铜进口减少和收储而增加的精炼铜的量为50-60万吨，表观消费量多出的28-38万吨，要么被消费要么成为社会库存，交易所库存从年初截止到5月底增加了1.24万吨，尽管6月份库存大幅增加3万多吨。这么推算，1-5月份依然有27-37万吨的电解铜的量不知去向，从6月份看来，库存逐步增加，这些逐步释放出来。

国内供应小结：

在初步对供应进行分析得出铜市按来源分国内市场1-5月将出现27-37万吨的过剩，这是基于消费保持不变的静态观点，我们再分析国内消费同比的状态，推测出国内整体供需状况。

消费上半年好于预期，下半年或见转好

据笔者了解的情形，上半年铜消费的各个领域开工率均有不同程度的下降。电线电缆这块作为最有消费潜力的也是消费量最大的一个领域，从开工率看来，需求似乎差于市场预期。当然，笔者也了解到多数电线电缆企业的订单情况较好，但是不同企业的差异较大，也说明整个行业尚未全部复苏。

从易贸的调研数据看，6月的电线电缆企业开工率为71.4%，相对4月上升2%，从分项数据看，大型企业开工率上升7.4%，中型企业开工率则小幅下降4.6%。调研数据显示6月份下游电线电缆企业原材料库存率为22.3%，相比4月份持平，开工率有所提高的大型企业库存出现5.4%的下降，中型企业库存上升7%。同时，易贸金属对21家铜管企业的调研数据显示，21家铜管生产企业5月份总体开工率为78.6%，环比下降3%，这是继3-4月份开工率快速上升之后的首次出现回落。其中中小型企业开工率下降较为明显，环比分别下降5.8%和13.6%。

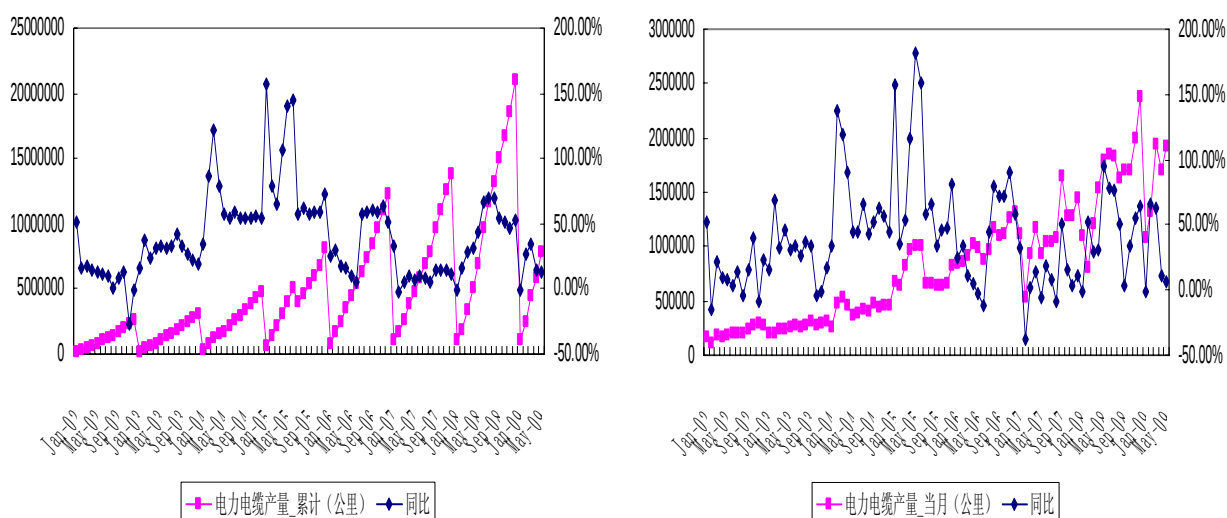
然而，笔者对比了铜的各个消费行业的产销量，发现数据好于市场预期。首先是耗铜量最大的行业电线电缆行业，我们以电力电缆的产量来观测其耗铜量，如下图5。电力电缆单月产量在2-3月份保持65.34%和62.22%的增速，4月份和5月份则增速大幅下滑，分别为10.33%和7.1%，从累计值看，3月份的累计增速达34.60%，去年同期则只有28.54%的增速，而进入今年的4、5月份，增速明显下滑，去年分别为31.42%和43.71%，

今年增速却下滑至 14.75%和 12.52%。另外，通过电力电缆产量图我们可以看出，此行业具有明显的周期性，一般在下半年呈现不断扩张的趋势，那么，我们似乎有理由相信下半年的产量会进一步扩大。后期的产量我们以线缆企业的订单表示，

上海电线电缆行业协会会长表示，多数中型电线电缆厂商订单能够持续到第三季度末，这些订单都来自政府支持的基础设施项目，例如电网、高速公路和地铁建设等工程。中国最大的电缆制造商之一，远东电缆有限公司表示，今年初以来其开工率一直保持稳定，因其获得了国家电网公司的订单。公司管理人士称，自年初以来，开工率一直保持在 80%-90%，该公司第一季度净利润较上年同期增长大约 50%。广东南洋电缆集团股份有限公司今年第一季度持续稳健增长，订单逆市飘红。2009 年一季度，华菱线缆实现产值 2.1 亿元，比上年同期同比增长 22%；实现利税总额 1220 万元。4 月份，公司也已接到订单 1.05 亿元，预计将实现销售收入 1 亿元。据透露，5 个月来，武汉电缆集团公司已接到 7.5 亿元订单，同比增长 88%，预计全年销售额将超 10 亿元。

当然，小型生产商则很难分享到这块“蛋糕”，因其多数产品质量达不到用于全国电网工程所要求的高端高架电缆以及地下电缆的质量标准。这也是整体行业开工率依然表现不足，小型企业开工率出现环比下降的一个重要原因。

图 5：电力电缆产量增长，只是幅度同比下降



数据来源：天相投顾、广发期货发展研究中心

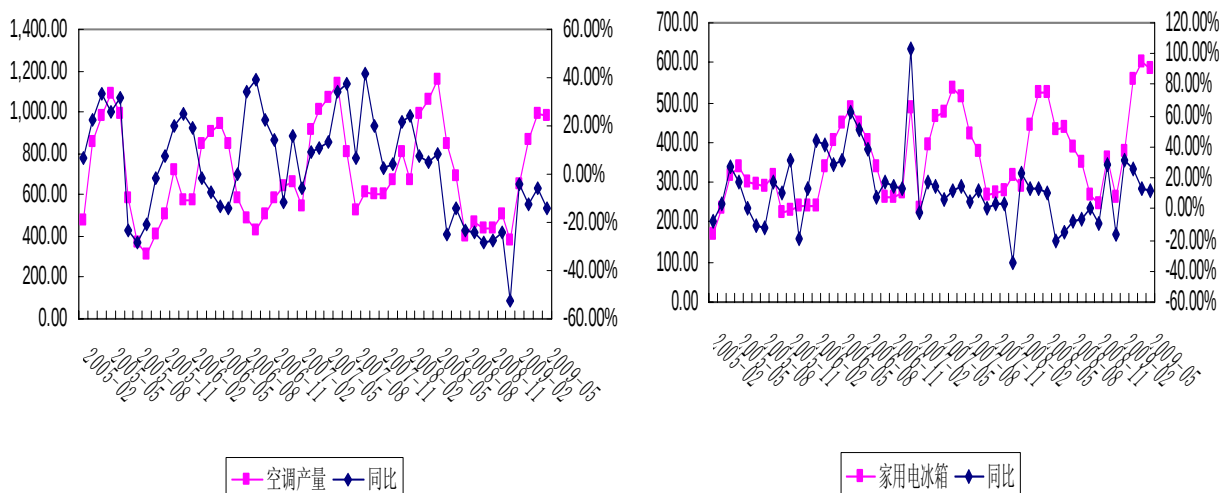
占比 50%以上的线缆行业分析之后，我们对家电汽车行业逐次分析。

在大家的分析中，家电行业都是被冠以“不振”的名衔，然而笔者对比了其产量数据，发现并没有大家想象中的悲观。空调产量和冷柜产量均呈现一定程度的下降，其中 1 月份基本所有家电产量都有较大幅度的下滑，但是之后环境逐月改善，最受影响的空调 4 月份下降 6%，随着消费旺季过去，5 月的产量同比减少 14.48%，依然受到较大的冲击。

其他如电冰箱呈现两位数的增长，2，3 月份一度达到了 31.56%和 26.42%，冷柜在 5 月份由同比负增长变为增长 2%，洗衣机 2 月份增长最快，达 21.31%，在 4 月份有所萎缩后，5 月份再次转正。而汽车产量则出

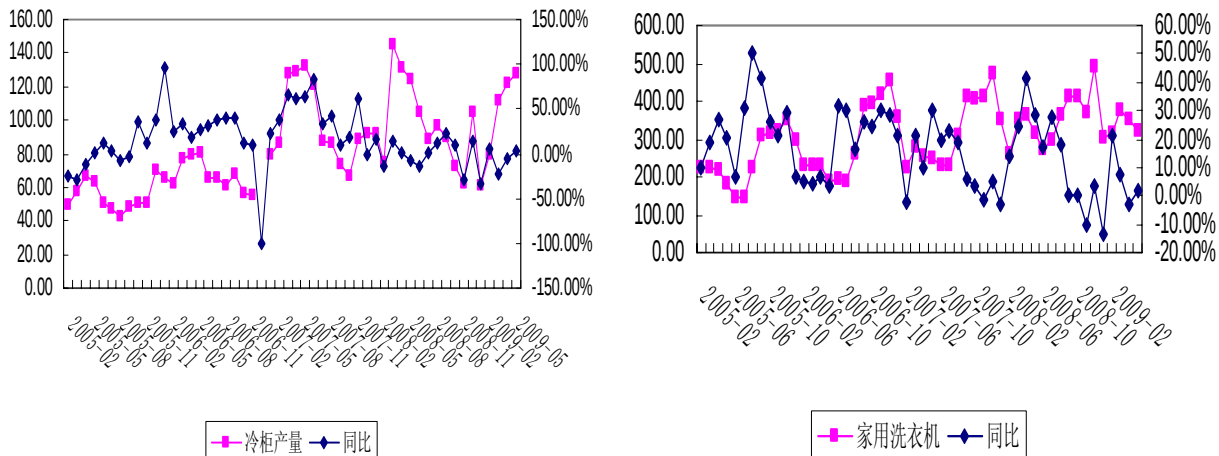
现恶劣前所未有的增长，产销量均达到 30% 的水平。家电的良性变化说明国家的相应政策开始体现效果，特别是十大产业振兴、4 万亿投资、家电汽车下乡以及“以旧换新”政策，尽管某些政策带来的直接效果有限，比如“以旧换新”，我们认为其直接需求拉动并不大，但是间接拉动应该是较大的，这从产量变化可看出，见图 6-8。

图 6：空调产量下降，家用冰箱同比增加



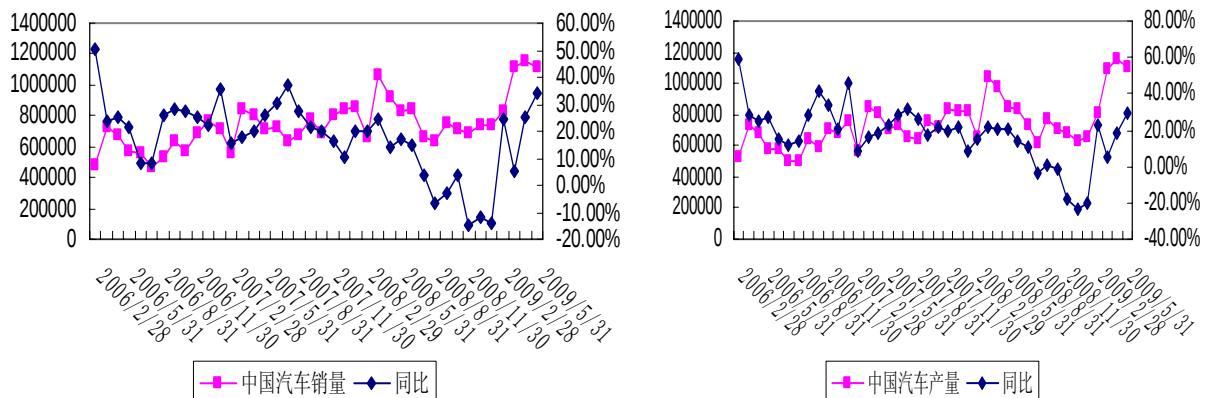
数据来源：WIND、广发期货发展研究中心

图 7：冷柜产量同比下降，家用洗衣机产量同比增加



数据来源：WIND、广发期货发展研究中心

图 8：汽车产销量同比均大幅增加



数据来源：WIND、广发期货发展研究中心

国内需求小结：

需求并没有大家想象的坏，电线电缆这块，大企业订单连续不断，小企业因产品技术问题表现不佳，拖累了总体开工率。从总产量看，1-5 月累计产量保持 12.52% 的增速（用铜量增长 13 万吨），与去年同期 43.71% 的速度不可同日而语，但是比起其它年份，其增速依然可观，当然除了大型电网改造的 05 年以及电网投资大幅增加的 08 年，也因为 2008 年的基数太大，2009 年的增速能保持两位数的增加实属不易。鉴于电缆企业周期性影响，下半年为生产旺季，增速或更大，全年或能保持 15% 的增长（用铜量增长 37.5 万吨）。

家电行业空调产量 1-5 月同比下降 17.26%，冷柜下降 11.54%，洗衣机增长 1.79%，家用电冰箱增长 13.85%，按照用铜量的高低，我们大致给个主观的权数，预计家电行业用铜量将减少约 8 万吨。

汽车产量和销量分别呈现累计增长 14.02% 和 10.74%，那么，这些增长的产量带来的铜增长大致为 6700 吨，数量较小，全年按照 12% 的增速能带来铜的消费大致在近 1.5 万吨的水平。

综上，1-5 月国内市场需求增长 5 万吨，1-5 月的数据显示了一个信号，国家的刺激政策已经开始显现效果，只是还不明显，从月度变化数据看，相关政策颁布实施的月份，相关行业产量出现改善迹象。下半年这种趋势有望继续并扩张，按照推算，下半年同比有望增加 14-15 万吨的精铜消费。

国内供需小结：

在前面分析中得出 1-5 月的供应除去收储及库存的影响还过剩 27-37 万吨，需求增加了 5 万吨，也即 1-5 月份国内供应过剩 22-32 万吨。这些量需要在后期进行消化，或被消费或出口或成为社会库存。

下半年政策依然向好：

上半年一系列的“政策炸弹”使得中国经济率先走出低谷，目前从各个指标看，政策效果慢慢释放，后期我们认为政策效果继续渗透于实体经

济，而且一旦被发现效果不可持续，我们相信中央会继续出台相关政策。鉴于此，我们预计下半年的整体消费水平将强于上半年，具体到行业中，我们保守估计消费将继续增加 14-15 万吨的水平，当然如果国家继续收储则需另计。而如果外部环境好于上半年，那么消费量将继续增加。

而根据进口比价，我们预计后期的进口量或呈现逐步减少的状态，一个是因为目前国内供应充足，首选自我消化，二是比价或慢慢回归常态，套利需求或不如上半年来的频繁，三是国家继续收储的概率降低。但是产量或在下半年进一步增长，历年下半年的生产均旺于上半年，加上今年长单加工费具有一定吸引力，只要价格维持在 3.3 万以上，估计大部分炼厂都会选择开工。

如此推算，下半年国内市场或实现自我平衡，而如果全球经济在下半年复苏的话，或出现一定程度的短缺，价格在消费增长的刺激下有望进一步上涨。

美元和通胀及预期

根据宏观报告观点，美元下半年维持强势的概率较大，即区间震荡，这意味着对金属的影响看将弱化，当然在某些敏感时段，美元或成为风向标。下半年笔者认为将成为一个重要影响因素的是通胀预期，这属于市场情绪范畴，在今年 5-6 月份的走势中已经显现出来。后期笔者认为随着经济复苏，货币乘数逐步变大，那么通胀的压力进一步增大。当然或许通胀不会来得那么快，但是指标的向好会加剧市场的通胀预期情绪，资源性产品在这种市场情绪中将受到青睐，从而价格或许增长至一个非理性的水平。

总述：

传统的季节性因素依然会主导铜价，根据我们的推测，上半年的过剩将需要一定时间的消化，特别是高位有技术调整的需要，淡季的配合，或许调整会有 1-2 月的时间，幅度或许不会太大，因为通胀预期的存在以及消费是不断向好的表现。“金九银十”的消费旺季或许会在预期中提前，因此我们判断价格或提前结束调整，“政策炸弹”或减少，但是是在保证经济稳步增长的前提下。因此我们有理由相信下半年消费将好于上半年，而根据目前的最大铜消费行业的订单看，这种生产旺盛的状态至少会持续到 3 季度末，从家电行业数据看“家电下乡”以及相关补贴以及在显现效果，后期有望继续释放。当然，对于全球经济的判断，我们认为已经逐步企稳，后期我国的外部环境有望得到进一步改善，而如果经济复苏，天量货币的流动性恢复的话，通胀预期将愈演愈烈，资源性产品的价格有望摆脱基本面而呈现非理性上扬。保守区间预测 LME 铜在 4000-5500 美元/吨，国内铜 33000-43000 元/吨，乐观区间预测 LME 铜 4200-6000 美元/吨，国内 35000-50000 元/吨。

相关研究报告

减产有望继续支撑锌价上涨	刘碧沅	2009-04
消费有望转暖，铜价底部抬高	刘碧沅	2009-03
题材炒作，铜价震荡偏升	刘碧沅	2009-02

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。

本报告版权归广发期货发展研究中心所有。未获得广发期货发展研究中心书面授权，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“广发期货发展研究中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

相关信息

发展研究中心电话：020-38456825

地址：广州市天河区体育西路 57 号红盾大厦 14 楼

邮政编码：510620