

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 7 月 23 日

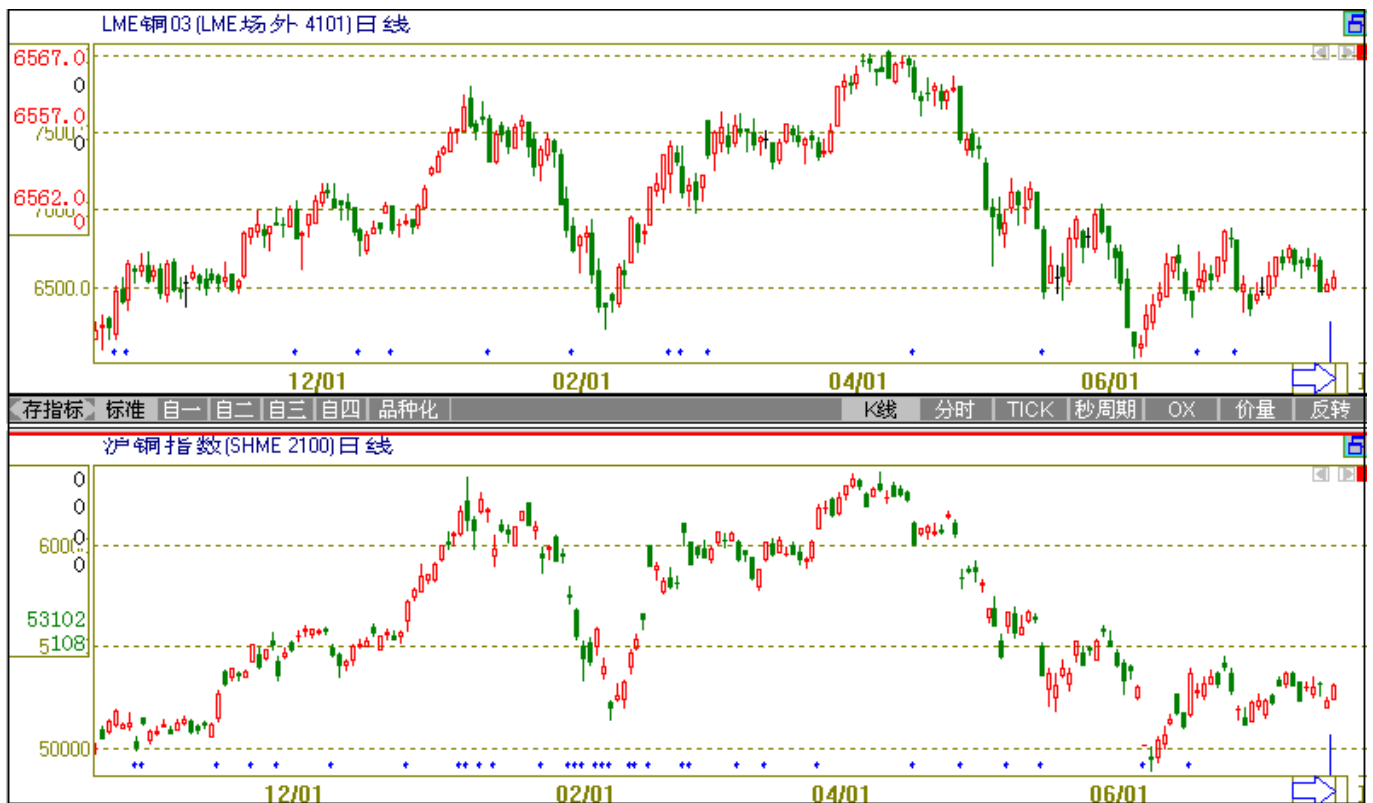
导读：

- **国内外铜价窄幅波动。**7 月份国内外铜市波动越来越小，铜价陷于 6 月份的盘整区间之内。其中 LME 三个月铜位于 6300-6900 美元之内。国内铜价陷于 51000-55000 元。
- **欧洲债务风险渐尽，全球经济增长重新定位。**在欧盟 6 月初出台了救助方案细则后，对危机的担心明显减缓，市场开始关注全球经济增长情况。欧洲增长放缓，但未像债务危机爆发时预期的那样差。美国经济增长不如预期，中国有节奏地进行宏观调控，市场对经济二次探底的担忧放缓。
- **铜原材料供应仍然紧张，全球消费随经济恢复。**铜矿供应增长不如预期，废铜仍然偏紧。材中国减少铜精矿进口使现货加工费回升。铜的消费进入消费淡季，欧美铜消费复苏。未来经济将决定铜的消费，成为基本面的关键因素。
- **铜市修复前期跌幅，等待经济进一步明朗。**上半年铜基本面短缺，而铜价下跌，主要原因是投资需求大量撤出。近期数据显示上半年铜价超预期下跌，目前市场进入修复之中。未来经济的变化仍是市场关注的焦点。我们仍将 200 日均线 7000 美元作为强压力区，在全球经济增长进入良性循环前，铜价将在此价位以下震荡。

经济前景重新估量 铜价演绎修复行情

2010年6月底到7月底，国内外铜市完全处于6月份的波动区间，而且波幅继续缩小。其中，LME三个月铜价以6600美元为中轴，在6300-6900美元间上下波动。国内铜价与外盘走势相似，铜价位于51000-54500元之间波动。

从6月7日止跌反弹以来，铜价受制于大势分界线200日均线6900美元，从市场的主导因素来看，市场将重心从欧洲主权债务危机向全球经济增长前景转移。7月份欧元直线上涨，美元出现大幅回落，对欧洲主权债务危机担忧的缓解引发基金大量撤出欧元的空单，但铜市只是震荡反弹来对待，因为市场将更多的注意力放在美国经济增长放缓和中国的宏观调控上。对未来经济是否会二次探底的分歧仍然存在，并且在未来一段时间内可能仍会是市场的焦点。从铜的基本面看，全球铜库存继续减少，供应增长的不足和消费的回暖是上半年铜市的真实情况，但在2009年铜的涨势中存有太大的投资需求，因此在2010年，投资需求的转变成为主导价格的因素。



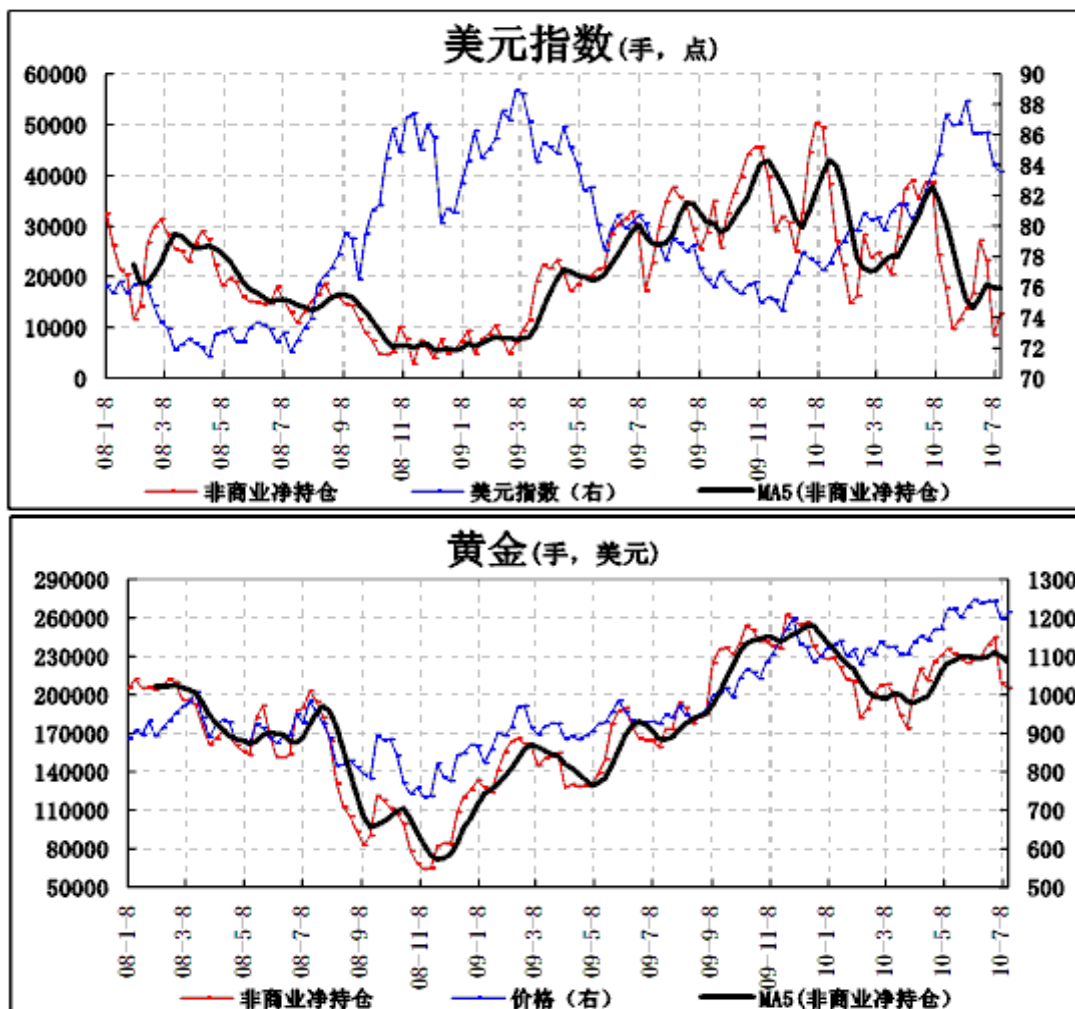
一. 欧洲债务风险渐尽，全球经济增长重新定位

1. 欧洲债务危机渐渐缓解，避险需求得到释放

欧洲债务危机在4、5月份达到高潮，在整个金融和商品市场大幅震荡，欧洲债务危机可能引发欧洲流动性中断的情况下，欧盟27国财长在5月10日设立一项总金额高达7500亿欧元的救助机制，并且在6月7日召开的欧元区财政部长会议上，欧元集团最终确定了向深陷债务危机的成员国提供4400亿欧元(约合5260亿美元)援助贷款方案的全部细节，并再次敦促各成员国加大力度削减财政预算赤字以捍卫市场信心，从而在欧洲债务危机

和实体经济之间建立了防火墙，因为有整个欧盟做后盾，市场对欧洲主权债务危机的担忧大大缓解。7月份西班牙、希腊和葡萄牙面临着巨额债务要偿还，在此之前的发债情况倍受关注。7月13日，希腊轻松售出16.25亿欧元的六个月期公债，合格通过了自5月欧盟和IMF救助协议以来的首个发债考验，当然此次标售的收益率仍然居于高位，达到4.65%，但低于市场的预期，这对于从去年12月以来一直遭受市场白眼的希腊乃至整个欧洲大陆，这算是一个不错的转折。随后两日，葡萄牙和西班牙也先后发行国债，结果同样幸运地分别筹得16.8亿欧元和145亿欧元资金。此次三个问题最大的国家发债成功，无疑传递出市场作用开始由消极转向积极的信号，从6、7月份欧元的回升可以看到，市场对欧洲的信心已经开始回升。

之前，市场对欧洲担心主要集中在各国赤字水平高、财政紧缩难与经济复苏同步以及7500亿欧元最大援助计划难落实。而现今仅以希腊为例，其在今年上半年政府赤字就已超预期缩减了46%；在G20多伦多峰会上，各国又对后期财政紧缩计划做出承诺；7500亿欧元中4400亿欧元的主权援助资金也将在7月落地。最近债券的成功发售，更是被公认为市场信心在恢复的象征。因为欧洲债务危机担忧缓解，6月初到7月底欧元大幅回升，从6月7日的1.1876上升到6月20日的1.3027，涨幅达到9.7%，同期美元指数从88.708回落到82.085，跌幅达到7.5%。同时，作为避险工具的黄金价格也出现大幅回落。从CFTC基金持仓报告中可以看到，对冲基金和投机者的美元指数净多持仓从5月11的近4万手大幅下降，目前已经降至1万手左右。黄金的净多持仓也从24万手大幅降至20万手左右。

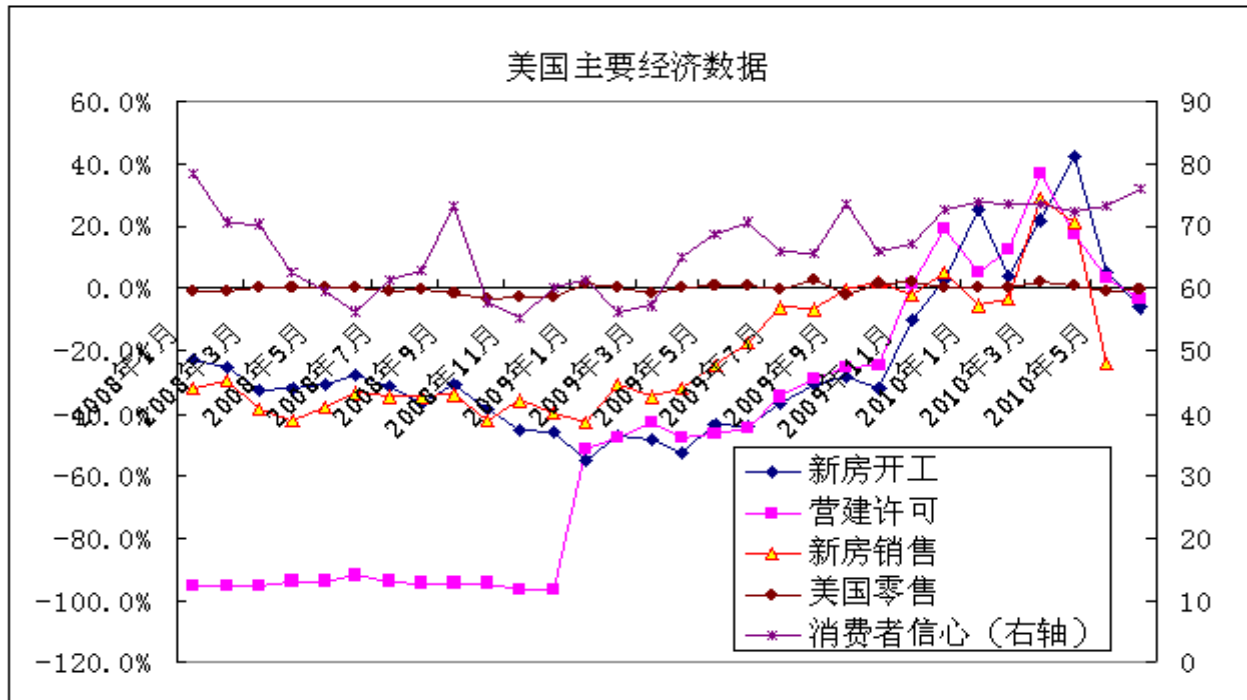


2. 美国经济增长缓慢，中国坚定房地产调控

美元大幅回落 7.5%，铜市也进行反弹，但反弹的力度却较美元大为平淡，尤其是 7 月份铜价基本以震荡来对待美元的大幅回落。分析来看，这与此段时间美国公布的数据较预期疲软有很大关系。在这段时间里，美国公布的房地产数据、就业和消费数据最引人关注。其中房地产数据中，因为税收优惠政策在 4 月 30 日到期，美国房地产状况出现大幅滑坡。其中 5 月份美国新房开工率环比下降 10%，6 月份更是降至 2009 年 10 月份以来的最低，只有 54.9 万套。美国 5 月份新房销售环比也大幅下降 32.74%，同比下降 24.24%。不仅是房地产，美国就业形态仍然疲软，零售下降也为美国经济的复苏力度打下降问号。6 月份美国非农就业人数减少了 12.5 万人，表明美国就业市场状况持续疲软。尽管 6 月份的失业率从 5 月份的 9.7% 下降至 9.5%，出乎市场的预料，但投资者认为失业率的意外下降主要是由于有许多失业者退出劳动力市场所致。另外美国商务部公布，5 月份零售额下降 1.2%，为 2009 年 9 月份以来该数据首次出现下降，并创下那时以来的最大降幅。6 月份美国零售销售额环比下降 0.5%。至此，美国的零售销售额已经连续两个月下滑，这进一步表明美国经济增速已放缓。美国最新的消费者信心指数大幅下降 10，降至 66.5，种种迹象表明，美国经济没有展示出显著的改善迹象。在美联储在 7 月 14 日公布的 6 月会议纪要显示，决策制定者们认为，就业市场复苏开始显现出疲软的迹象，欧洲危机也正在令全球的金融环境越发地无法支撑经济增长，如果美国的经济显现出更多严重放缓的迹象，美联储采取进一步货币刺激措施的可能性将增加。在公布会议纪要的同时，美联储周三还发布了新的国内生产总值(GDP)预期。美联储官员预计，今年美国 GDP 将增长 3.0%-3.5%，略低于春季预计的 3.2%-3.7%。美联储官员上一次下调 2010 年经济增长预期是在 2009 年 4 月份。

除了美国外，7 月份有关中国是否会放松调控政策的讨论也一度成为市场讨论的热点。在 7 月初，市场上传出上海三套房贷款政策松动的报道，但在 7 月 10 日中国三部委联合发表声明，表示房地产政策不放松。在此后的一周里，上海、北京纷纷表示三套房政策不会松动，并且北京出台了二套房的认定细则，种种迹象表明中国房地产政策调控仍会进行。最新的数据显示，中国第 2 季度 GDP 增长为 10.3%，低于第 1 季度的 11.9%，同时工业产量和用电量增幅也大幅放缓。中国政府表示，维持经济平稳增长，调整结构和管理通胀的目标不会变，为了更久远的增长，当前的结构性调整仍是主基调。我们认为，在中国宏观调控和基数等原因的作用下，下半年中国经济增长将会继续放缓。我们更为关心的是，在房地产销售开始进入负增长后的半年里，即第四季度，中国房地产的开工率将会出现下降，如果此时国家政策不放松，房地产投资的大幅放缓是否会引发中国经济的震荡。

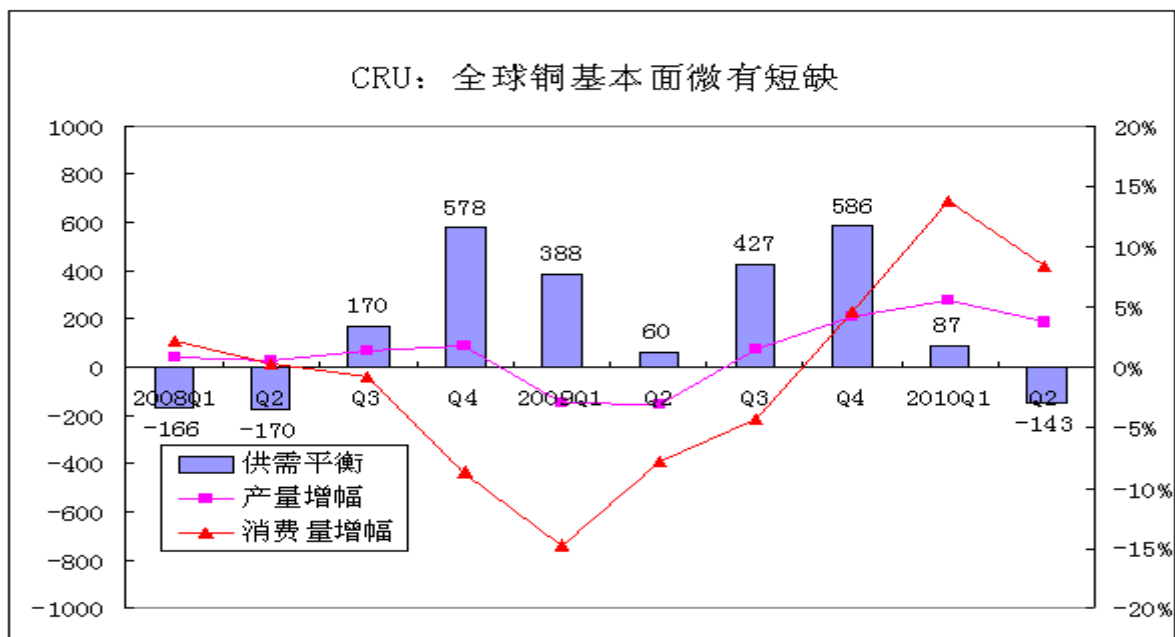
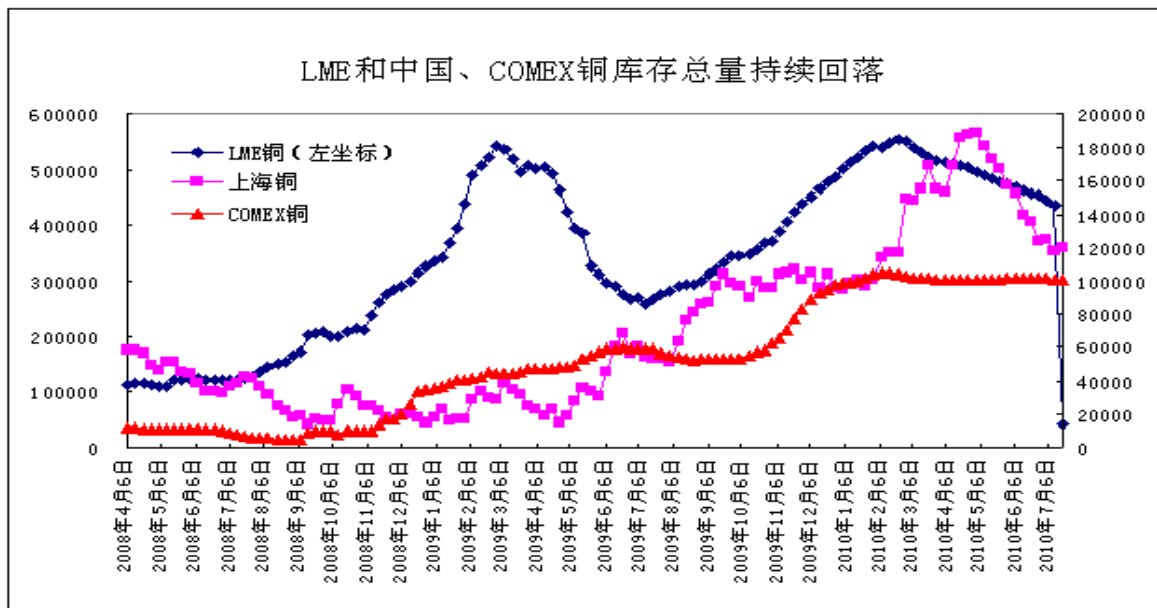




二. 铜原材料供应仍然紧张，全球消费随经济恢复

2010年6月底到7月份底，全球铜的库存仍以下降为主，其中从6月20日到7月20日的一个月中，三大交易所铜库存减少了5.06万吨，降至64.4万吨。其中LME铜库存减少了3.4万吨，降至42.29万吨，上期所减少了1.57万吨，降至12.02万吨，COMEX减少了740短吨，降至10.12万吨。全球铜库存减少，这在LME在各地的库存也可看了，在这个月中，LME在亚洲、欧洲和北美的库存分别下降2.2万吨、1.07万吨和0.5万吨。

今年全球铜库存的最高点出现在2月28日，为80.4万吨，此后的二个月中，库存基本变化不大，从5月份开始，库存持仓持续下降，从4月底的79.5万吨一直减少到64.4吨，减少幅度达到15万吨。分析来看，铜库存的减少是与铜的供不应求有很大关系的。根据CRU的统计，今年第二季度，全球铜基本面转为短缺，因为产量增幅只有3.66%，而消费增幅高达8.42%，所以二季度全球铜短缺14.3%。从上半年来看，全球铜消费量为913.2万吨，同比增长11.05%，全球精铜产量为904万吨，同比增长4.28%，上半年短缺5.6万吨。



1. 原材料供应仍然紧张，精铜产量增加

今年以来，原材料供应紧张的局面一直未能得到缓解。根据麦格理银行对 2010 年铜矿的供应预测，在 2010 年铜矿产量为 1618.2 万吨，只较 2009 年的 1606.9 万吨增加 0.7%。并且在 2011 年前，全球前 6 大铜矿产商都不会有变化，铜精矿在 2012 年前难有大的增长。从 CRU 的报告来看，今年上半年全球铜精矿的产量为 605.3 万吨，同比减少 0.49%，而去年同期为增长 2.75%。从铜精矿的主要生产国来看，主要分布在智利、秘鲁、中国和印尼，它们占全球铜精矿的比例分别为 26%、8.5%、8%、8%，今年上半年，以上国家同精矿的增幅分别为 4.8%、4%、12.7%和-13.51%。

从相关的信息看，全球最大的铜生产国--智利公布的数据显示，该国 5 月铜产量较去年同期下滑 5.4%至 43.07

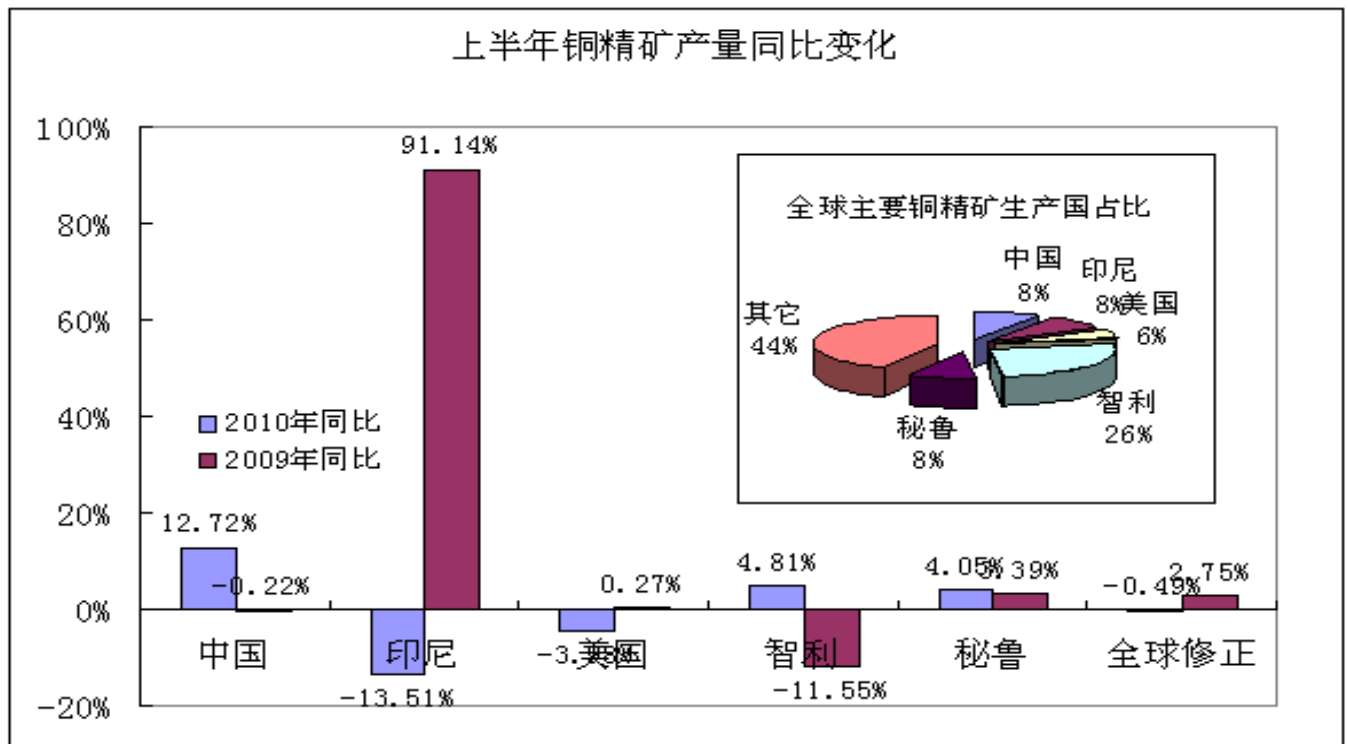
万吨。4月智利铜产量较去年同期增长6.4%。1-5月铜产量较去年同期增长1.3%。国家统计局称，铜产量下滑是由于一场劳工冲突损及了主要资源的产量以及该月出现的非计划性的设备维护。5月份在 Collahuasi 巨型铜矿发生的工人罢工令生产中中断几天。警方驱散了封堵通往矿场的公路的工人，但临时工的薪资和劳动条件的紧张状态被视为是矿业公司运作的潜在威胁。英美集团是智利的第二大私营部门铜生产商，2009年铜产量达669,814吨，由于2010年没有新的扩张计划，英美智利分公司表示2010年铜产量将较2009年小幅下降。

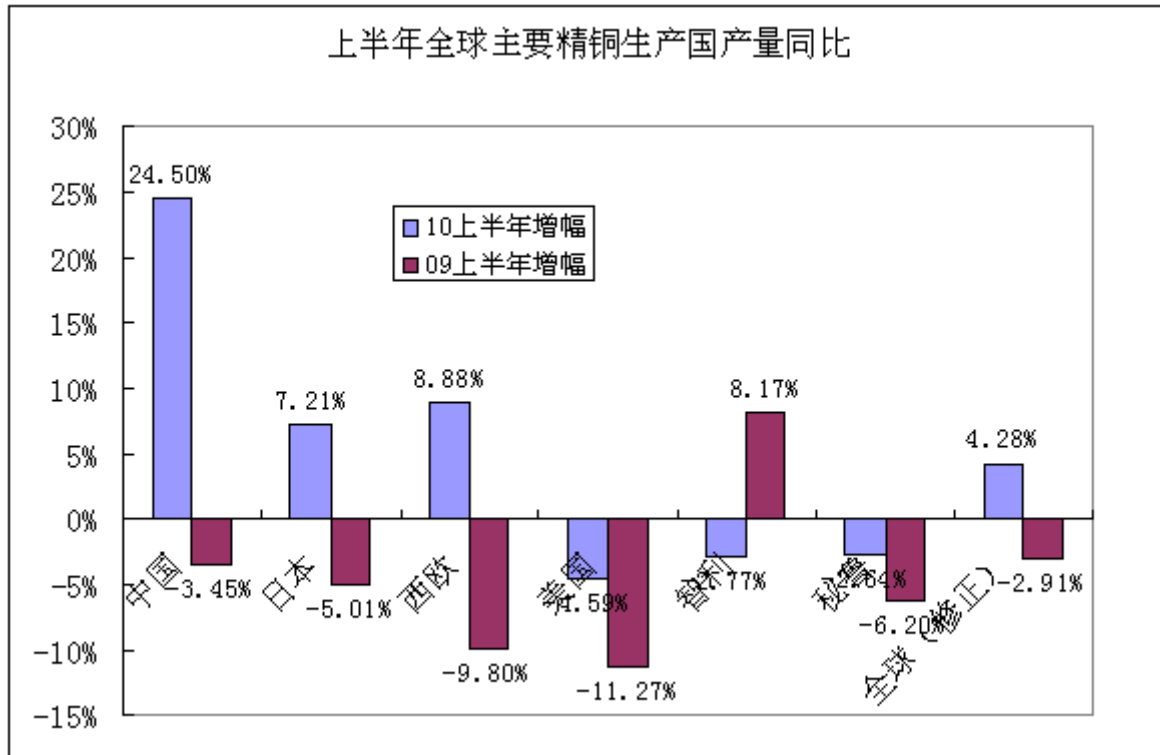
秘鲁方面今年公布的数据同比均是下降，今年上半年，秘鲁矿产铜为50万吨，同比减少4%。

印尼的矿主要是 Grasberg，其2009年产量为77.1万吨。据其所属矿业集团力拓公布的数据显示，二季度铜产量同比下滑19%，主要由于 Kennecott（2009年产量30.2万吨）和 Grasberg（2009年产量77.1万吨）铜矿矿石品位下降。Kennecott Utah 铜矿产量同比下降36%，季度环比下降11%，Grasberg 产量同比下降45%，而环比上升3%。其执行长官表示，预期2010年矿产铜产量将下滑大约15%，从2009年的80.47万吨降至约68万吨，主要原因是矿石品位下降。

综合矿业方面的新闻，可见2010年铜精矿产量难有增长。回到废铜方面，由于欧美国家房地产仍然低迷，废铜的供应也难有增加，考虑到去年基数较低，2010年上半年废铜的供应会有增加，但因其原材料中占有比例有限，今年铜的原材料供应总体难有大的增长。今年铜精矿的加工费降至历史低点，6月初一度降至5美元/吨和0.5美分/磅，由于7月份中国铜冶炼厂检修，进口铜精矿减少，最新铜精矿加工费回到20美元/吨和2美分/磅。但从年中加工费谈判中可以看到，矿方出价为37.5，冶炼厂出价为43.5，均低于年度加工费46.5美元/吨和4.65美分/磅，可见精铜的供应增幅受到原材料的限制。

从CRU的数据中看到，今年上半年全球精铜产量为904万吨，同比增长4.28%，去年同期为-2.91%。分国家来看，今年上半年，除了智利下降2.7%减少2.4万吨外，其它铜的主要生产国产量均出现增长。从中国公布的数据来看，今年前6个月，中国精铜产量达到232.2万吨，同比增长19.4%。





2. 全球经济增长，铜消费回升

从铜的消费来看，由于铜的消费与经济紧密相关，今年上半年全球经济增长和工业产量增加均给铜的消费以带动。根据 CRU 统计的数据，今年上半年，全球铜消费量为 913.2 万吨，同比增长 11.05%，去年同期为-11.37%。从主要国家来看，除了中国消费增长低于去年同期外，其它主要发达国家铜消费均出现上涨。其中北美增长 5.4%，去年同期为-24.57%。西欧增长 5.05%，去年同期为-27.29%，中国为增长 13.25%，去年同期为 13.25%。

从加工行业来看，据 CRU 的统计，铜加工制品消费在各大洲亦呈现复苏趋势。全球铜及铜合金加工产品的产量在 2010 年第一季度增长了 10-12%，达到了 590 万吨。这是精铜及高品位废铜的真实消耗。虽然增长看上去很喜人，但是这种比较是相对于 2009 年最差的一个季度的。铜加工材生产商报告说他们的生产订单在之后的几周满溢，而且这种复苏会在第三季度持续。然而，第四季度的预期仍就不明朗，原因是铜消费者仍保持警惕性。

全球铜及铜合金加工制品（铜压延制品）的消费在 2010 年第一季度与去年同期相比增长了 26%。铜以及铜合金压延产品的市场改善喜人，亚洲以及美洲领跑这一增长，在一季度较去年同期增幅高达 30-40%。铜合金杆市场参与者们报告说，他们在第二季度的增长持续强势，并对第三季度有更为乐观的预期。

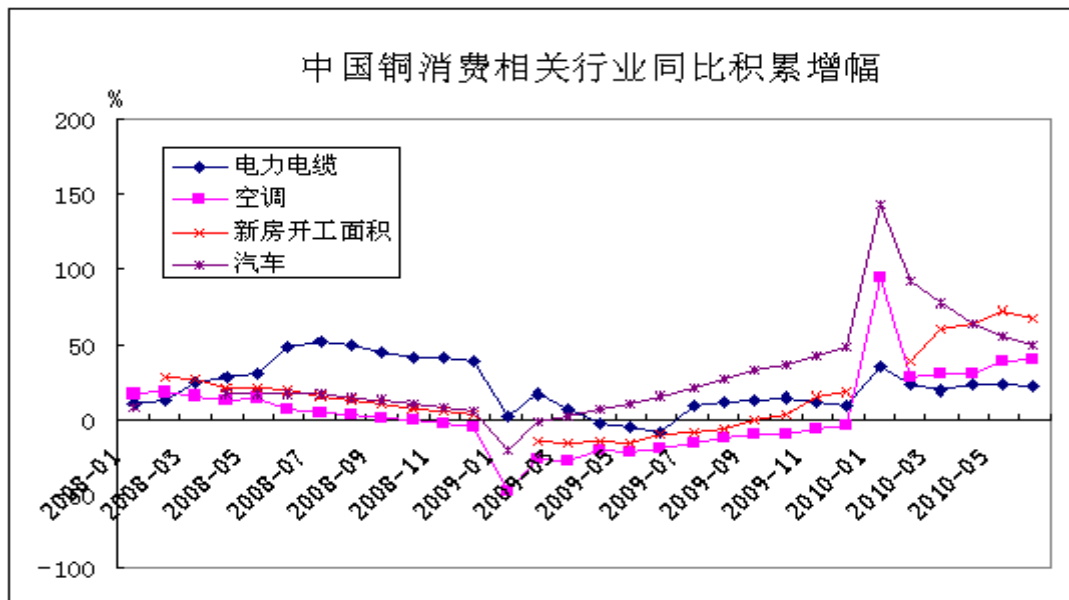
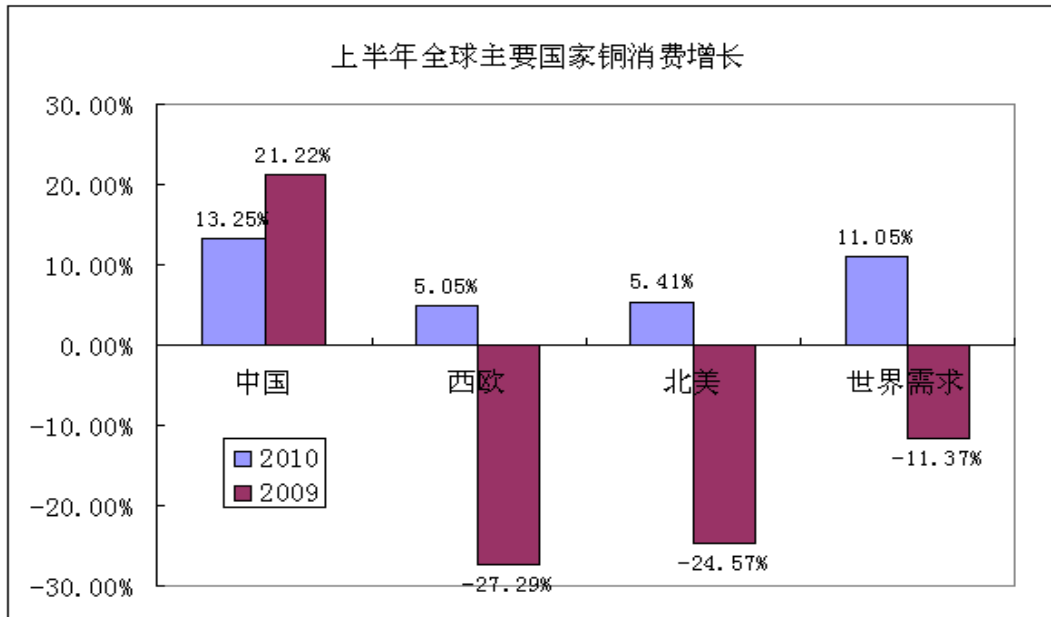
铜管继续成为市场最弱的一环，受美国负增长的拖累，全球铜管消费量在第一季度较去年同期仅增长了 4%。

另外，铜线杆产量在一季度较去年同期增长了 8% 为 330 万吨。东北亚成为全球增长的领跑者，与去年同期相比增长了 12%，北美增长率为 4%，欧洲为 1%。

综合来看，全球铜加工产品产量继续增长，并支撑了铜加工材生产商的精铜消费量。从目前得到的数据来看，第三季度全球铜的消费仍会呈现增长。

中国方面来看，从最新公布的数据来看，铜相关行业产量保持高速增长。与铜相关的电力电缆行业前 6 个月产量为 1198.7 万公里，同比增长 21.64%，虽然增速较前 5 个月减少 1.8%，但仍是较高的水平。中国空调行业也

维持高增长，并且6月份产量超出往年，今年前6个月空调产量为5992.36万台，同比增长39.47%，增幅较前5个月增加近1%。另外，新房开工率仍维持在高位，6月份新房开工量创今年来新高，达到1.9亿平米，但因为基数原因，上半年增幅为67.98%，低于前5个月的72.5%。汽车产量6月份为139.15万辆，为连续第二个月下降，但仍维持在高位，今年上半年汽车产量同比增长48.84%，去年同期为15.22%。从铜的相关加工行业开工率也可看到，今年上半年铜加工企业开工率普遍较好，反映出上半年的经济增长情况。



中国铜加工行业开工率

| 铜管 | | 钢板带箔 | | 电缆 | | 线杆 | |
|----------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|
| 时间 | 开工率 | 时间 | 开工率 | 时间 | 开工率 | 时间 | 开工率 |
| 2008年9月 | 53.90% | 2007年10月 | 78.50% | 2007年10月 | 77.50% | 2008年9月 | 63.50% |
| 2008年10月 | 50.50% | 2007年12月 | 71.40% | 2007年12月 | 75.20% | 2008年10月 | 59.70% |
| 2008年11月 | 47.20% | 2008年10月 | 53.00% | 2008年11月 | 69.00% | 2008年11月 | 60.60% |
| 2008年12月 | 34.60% | 2008年12月 | 47.90% | 2008年12月 | 66% | 2008年12月 | 55.00% |
| 2009年1月 | 34.60% | 2009年1月 | 49.90% | 2009年2月 | 55.00% | 2009年9月 | 78.30% |
| 2009年3月 | 71.90% | 2009年3月 | 70.10% | 2009年11月 | 79% | 2009年11月 | 73.30% |
| 2009年10月 | 73.30% | 2009年10月 | 60.10% | 2009年12月 | 71.90% | 2009年12月 | 70.20% |
| 2009年11月 | 71.30% | 2009年11月 | 60.10% | 2010年1月 | 68.60% | 2010年1月 | 68.10% |
| 2009年12月 | 68.50% | 2010年1月 | 59.20% | 2010年4月 | 78.50% | 2010年4月 | 78.80% |
| 2010年5月 | 79.00% | 2010年2月 | 54.80% | 2010年5月 | 83.30% | 2010年5月 | 80.00% |
| 2010年6月 | 80.80% | 2010年4月 | 64.80% | 2010年6月 | 86.30% | 2010年7月 | 75.60% |

四.铜市修复前期跌幅，等待经济进一步明朗

上半年铜的基本面与全球经济增长的情况是一致的，但值得关注的是，铜价在上半年却未能持续去年的涨势，而是出现了较大的回落。分析来看，这与市场对今年全球经济的预期有很大关系。因为去年铜价上涨的背景是基本面过剩，反映出当时投资需求对经济和铜消费提前做出反映。回到今年来看，由于欧洲主权债务危机出现，中国又开始进行宏观调控，打压资产泡沫，调整结构，这些都使投资需求大量撤出，从而成为主导铜价的关键因素。在经过 25% 的回调，价格已经挑战到当前基本面的极限之时，铜市在等待未来消费的进一步明朗。如我们在第一部分中谈到的，美国经济增长远不如预期，同时中国房地产调控的作用将在第四季度显现，调结构和保增长能否同时进行确实是没有先例的，因此我们认为铜价将在低位维持巨幅震荡，等待全球经济的进一步明朗。整体来看，我们仍将 200 日均线 7000 美元作为强压力区，在全球经济增长进入良性循环前，铜价将在此价位以下震荡。