

铜月报

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 8 月 23 日

导读：

- **国内外铜价冲高回落。**8 月份国内外铜市继续冲高，但 LME 三个月铜受阻 7500 美元后回落。国内铜价受阻 58500 元。
- **铜价冲高原因分析。**欧盟建立防火墙，铜价进入后主权债务危机时期。欧洲经济好于预期，中美经济增长放缓引发市场对政策转向的预测。
- **避险需求限制铜市涨幅。**在全球经济增长放缓的背景下，美国政府难以扩大政策宽松规模，中国政府继续房地产调控，政策转向的预测落空。
- **铜供应仍有瓶颈，消费增长将放缓。**铜矿供应增长不如预期，但高铜价令废铜供应倾向于宽松。全球经济增长放缓令铜消费增幅难以持续。中国铜消费并不乐观。
- **经济增长放缓令铜价难改弱势，政策成关注焦点。**铜价反弹受阻，在经济增长难以持续的情况下，铜价难改今年以来的弱势。未来中美政策成关键。

经济增长放缓 铜价难改弱势

2010 年 7 月底到 8 月底，国内外铜市进行了大幅反弹。其中，LME 三个月铜上破 7000 美元，最高冲到 7525 美元，此后铜价在 7200-7500 美元之间震荡。国内铜价与外盘走势相似，沪铜指数上破 55000 元最高冲到 58500 元，此后位于 56000-58500 元之间波动。

从铜价大幅反弹的动力来看，一个是欧洲经济数据好于预期，二是美国和中国经济数据放缓引发市场对中美政策将会放松的猜测，当然 LME 铜库存的持续减少也给铜价以支持。但在中美政策并未改变的情况下，未来经济前景仍难乐观，这使得铜价缺少持续上涨的动力。



一. 全球经济增长放缓，避险需求压制铜价涨幅

1. 欧洲经济增长好于预期，但前景仍不明朗

6 月 7 日欧元集团最终确定了 4400 亿欧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，这使市场对欧洲主权债务危机的担忧大大缓解。不仅如此，欧盟还对 91 家大中型银行进行了压力测试，这 91 家接受测试的银行资产占欧盟银行业总资产的 65% 以上，接受测试的银行资产占各欧盟成员国银行业资产规模的逾 50%。7 月 23 日欧洲银行监管委员会公布的数据显示，在评估温和的二次探底和国债市场出现新一轮剧烈波动的共同影响时，接受压力测试的 91 家银行的一级资本比率平均为 9.2%，较达标水平 6% 高出 3.2 个百分点。只有七家银行的一级资本比率低于 6%，未能达标。这是在假设欧盟经济今年增长为零，明年为萎缩 0.4% 的情况下做的测试。测试结果无疑再次增加了市场对欧洲的信心。

在 4、5 月份欧洲主权债务危机达到高潮时，市场一度担心欧洲经济会大幅滑落，但在 8 月份公布的数据也表明这种担忧有些过度。欧盟统计局公布的数据显示，欧元区第二季度 GDP 环比增长 1.0%，为 2006 年第二季度以来的最大环比增幅，同比增长 1.7%，创下 2008 年第一季度以来的最大同比增幅。而此前的预计是欧元区第

二季度 GDP 环比增长 0.7%，同比增长 1.4%。欧元区第一季度 GDP 环比增长 0.2%，同比增长 0.6%。从欧元区的经济增长动力来看，还是主要来自德国，德国第二季度 GDP 增长 2.2%，创 1990 年东西德统一以来的最大环比增幅，并且远高于经济学家预计的 1.4% 的增幅。德国经济智囊机构 IMK 表示，由于德国第二季度经济增长数据异常强劲，德国今年全年经济增长率将达到 2.5%-3%，高于此前预计的 2.0%。

但我们也看到，在欧元区整体经济增长较好的情况下，各国的增长却很不平衡，欧洲各国第二季度 GDP 数据表明，德国 GDP 强劲增长 2.2%，但希腊 GDP 仍萎缩 1.5%，西班牙经济也只增长 0.2%。因为欧债危机令欧元贬值，并帮助以出口为导向的德国经济强劲增长，但对于出口不多的希腊等国家帮助并不大。欧洲经济研究中心（ZEW）最新发布的调查报告显示，人们对德国经济的期望值在 8 月份有所下降，8 月份的经济预期指数由 7 月份的 21.2 降至 14.0。这一结果远低于经济学家预期的 21.2。但现况指数自 14.6 大幅升至 44.3。ZEW 称，德国第二季度强劲的经济增长可能难以持续。

欧洲央行行长特里谢表示，欧元区经济正在走强，但他也警告称，当前的经济增速不太可能在夏季过后持续，下半年经济增幅将远远低于第二季度。他表示，欧洲央行并不是在“宣布胜利”，因为经济前景仍不明朗。

2. 美国经济增长放缓，美联储维持政策不变

美国经济数据疲软为市场所关注，在 8 月份公布的数据显示，美国 7 月份新屋开工数的增幅高于预期，但建筑许可减少，表明建筑业未来可能陷入低迷。7 月份新屋开工数折成年率为 546,000 套，增加了 1.7%。经济学家预期新屋开工数增长 0.2%，折成年率为 550,000 套。7 月份营建许可减少 3.1%，折成年率为 565,000 套。经济学家预期为增加 2.1%，折成年率为 586,000 套。这预示未来几个月的建筑活动将缺乏活力。全美住宅建造商协会公布的数据显示，美国 8 月会 NAHB 房价指数降至 13，低于 7 月的 14，为自 2009 年 3 月以来的最低水平。数据表明美国建筑商信心持续处于疲弱，尽管抵押贷款利率处于极低水平，但经济不确定性仍使购房者远离房屋市场。美国 7 月零售销售反弹，但仍存在经济疲弱依旧的迹象。美国商业部公布的数据显示，7 月份美国零售额增长 0.4%，而此前分析师曾经预测增长 0.5%。美国商务部 11 日公布，美国 6 月贸易赤字达到 499 亿美元，预期为赤字 420 亿美元，创下 2008 年 10 月以来的最高赤字水平。除了美国消费疲软外，美国就业市场是全球最为担心的一个方面。7 月份，美国非农业部门就业岗位减少 13.1 万个，连续第二个月负增长。美国劳工部 8 月 19 日公布的数据显示，美国 8 月 14 日当周初请失业金人数增加 1.2 万人，至 50.0 万人，为去年 11 月 14 日止当周以来的最高水平，预期为 47.6 万。美国 8 月 14 日当周初请失业金人数四周均值增加 8000 人，至 48.25 万人。上周美国初请失业金人数意外上扬，并触及 9 个月内的最高水平，令本就低迷的劳动力市场“雪上加霜”。

美国经济复苏难以持续一度引发了市场对美联储将再次启动定量宽松政策的预期。在美联储在 8 月 11 日的利率会议声明中表示，委员会将维持联邦基金利率在 0-0.25% 目标区间，并继续预期经济状况(包括较低的资源利用率、受抑制的通胀趋势和稳定的通胀预期)可能保证联邦基金利率在一段时间内维持在极低水平。为帮助支持经济在物价稳定的环境下复苏，委员会将通过把机构债和抵押贷款支持债券的本金再投资于长期国债的方式，使美联储证券持有量维持在当前水平。委员会将继续延展美联储到期的美国国债持仓。总体来看，美联储仍是维持当前的证券持有水平，即政策未退出，还没有采取进一步扩大的政策。此举措令美元受到支撑。

3. 中国经济增长放缓，政府加大房地产调控

中国经济增长放缓已经为市场所共识，8 月份公布的数据显示，7 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.4%，比 6 月份回落 0.3 个百分点。1-7 月份，城镇固定资产投资 119866 亿元，同比增长 24.9%，比上半年回落 0.6 个百分点。7 月份，社会消费品零售总额 12253 亿元，同比增长 17.9%，比 6 月份回落 0.4 个百分点。其中值得关注的是，2010 年 7 月中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.2%，低于上月 0.9 个百分点，该指数已连续三个月

回落。但此指数位于临界点 50%以上，表明制造业经济总体处于增长区间，但增速趋缓。从分项来看，新订单指数为 50.9%，比上月回落 1.2 个百分点，连续三个月明显下滑，表明制造业市场需求增长明显放缓。出口订单指数为 51.2%，略低于上月，表明受近期美国经济增速减缓和欧洲债务危机等因素影响，制造业出口订单数量增长趋缓。

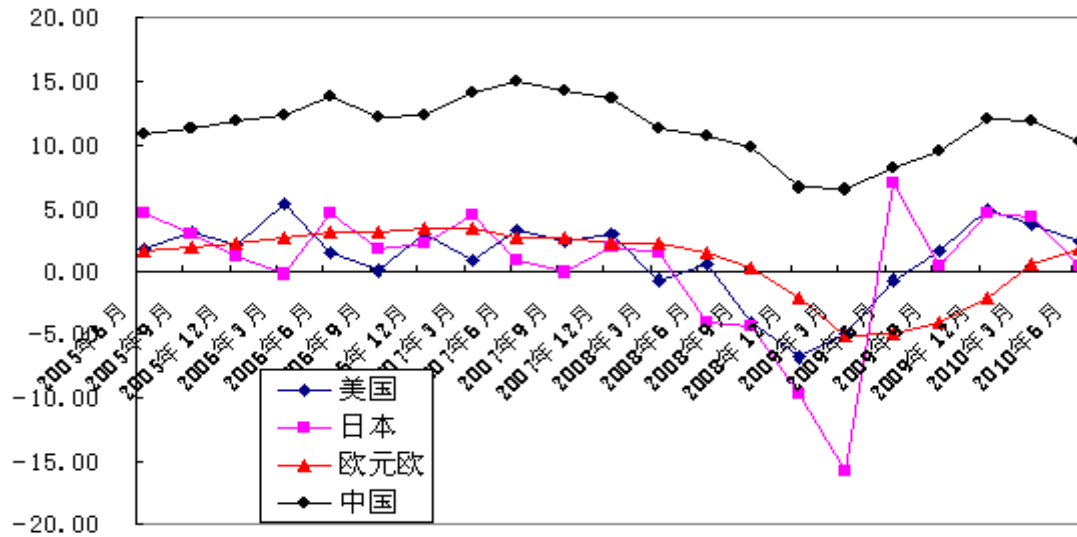
另外，房地产宏观调控仍是市场关注的焦点。从 1-7 月全国房地产市场运行情况来看，1-7 月，全国房地产开发投资 23865 亿元，同比增长 37.2%，7 月当月，房地产开发完成投资 4118 亿元，同比增长 33.0%。可见房地产开发投资增速在减缓。1-7 月，房屋新开工面积 9.22 亿平方米，同比增长 67.7%，增速较上半年的 67.9% 微有下降。1-7 月，全国商品房销售面积 4.58 亿平方米，比去年同期增长 9.7%，增幅比上半年回落 5.7 个百分点。房屋销售价格同比继续上涨，但涨幅回落。2010 年 7 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 10.3%，涨幅比 6 月份缩小 1.1 个百分点；环比与上月持平。总得来看，中国房价仍维持在高位，中国宏观调控的效果并不明显。这引发了中国将进步加大房地产调控的担忧。国土部 19 日召开房地产用地专项整治工作新闻通气会，认定闲置土地是房地产用地违法违规的主要问题，而后期房地产调控的重心将放在打击闲置土地和商品房预售款的监管上。8 月 17 日的消息称，北京将出台《北京市商品房预售资金监督管理暂行办法》，《暂行办法》的核心就是“预售资金将由购房人直接存入监管账户，房企不能直接收存”。此前在青岛、石家庄、武汉等地也出台过类似的举措。一旦政策出台，商品房的这笔“预售资金”将被银行、国土部和房管部门三方共同监管。对此，SOHO 中国的董事长潘石屹评价：“将使开发商的资金链断裂的潜在风险骤然加大。”

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。

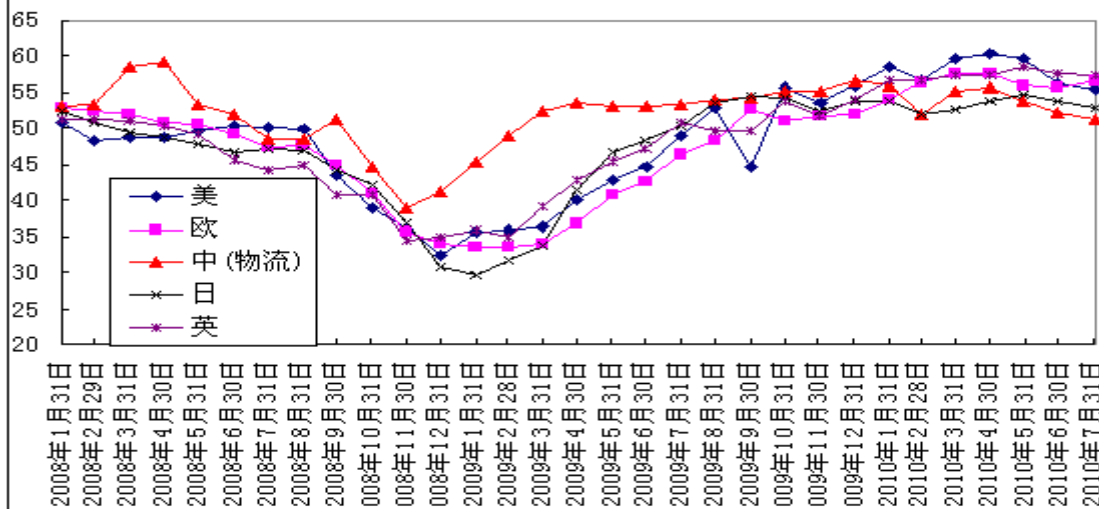
4. 全球经济增长放缓引发避险需求

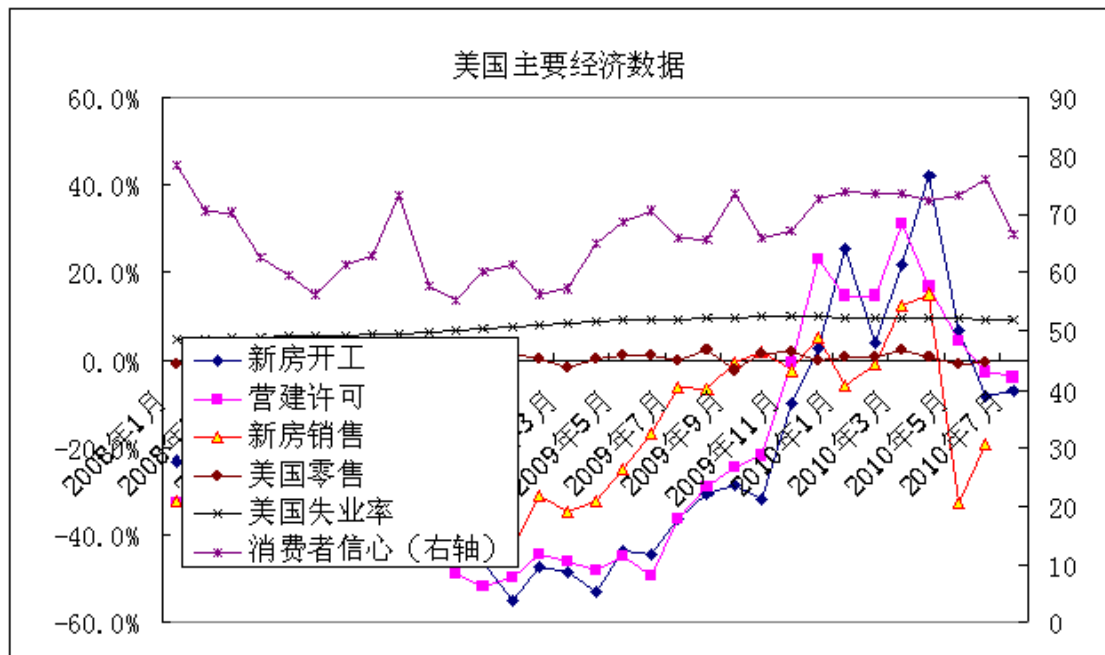
2009 年各国政府采取的积极的财政政策和宽松的货币政策是支持全球经济摆脱百年不遇经济危机的最主要的力量。但在 2010 年，随着刺激政策的到期和作用的衰竭，全球经济增长的动力不足。从历史上看，通过政府投资拉动的经济增长很难持续，这成为 2010 年面临的最现实的问题。一方面是政府投资造成严重的产能过剩，另一方面是消费不足，政府赤字和债务居高不下，各国政府再次陷入两难的境界。面对以美国为首的经济增长难以持续，投资需求纷纷撤出，商品市场也随着进入了调整阶段。在各国政策有新的刺激政策出台前，估计避险需求仍会旺盛，作为参考指标的美元汇率也将受到支持，这将给铜市形成压力。美元指数长期压力线 89 阻力是否有效，将成为全球经济是否再陷衰退的重要参考。而在此之前，铜价随美元指数的震荡将成为主要的运行方式。

全球主要国家和经济体GDP开始增长



全球主要国家和经济体PMI数据





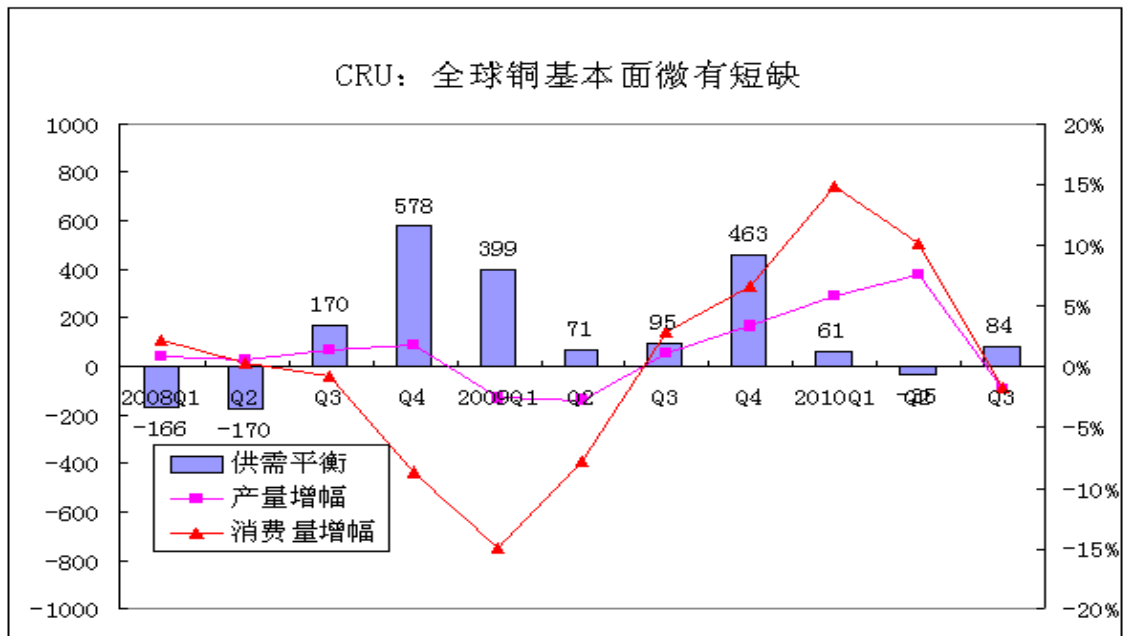
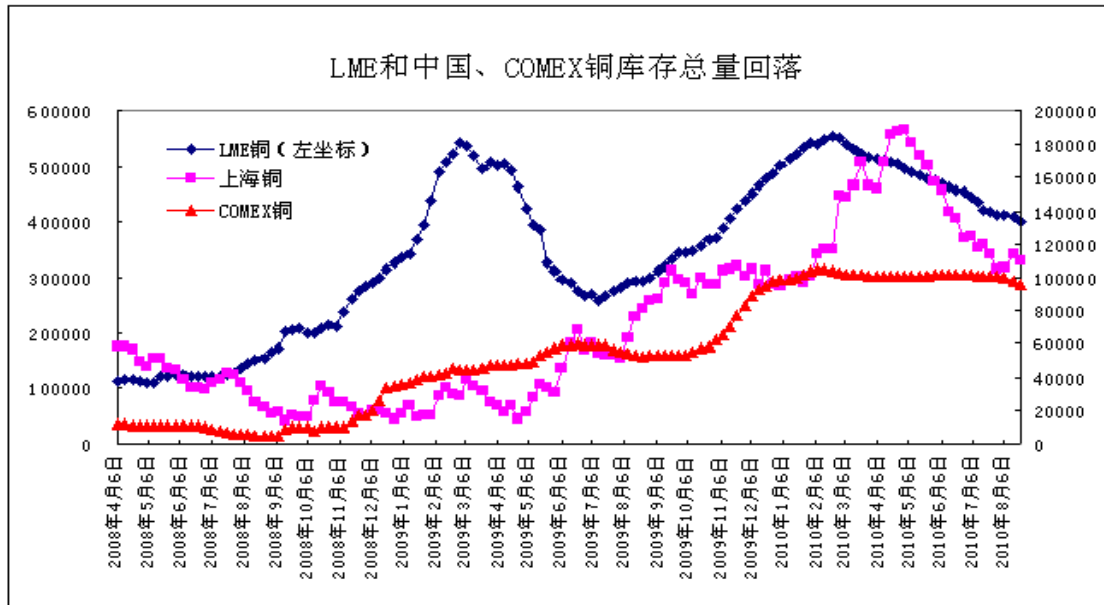
二. 铜矿供应仍有瓶颈，高铜价抑制铜消费

2010年7月底到8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3.57万吨，降至60.86万吨。其中LME铜库存减少了2.1万吨，降至40.17万吨，上期所减少了9829万吨，降至11.04万吨，COMEX减少了4723短吨，降至96462吨。全球铜库存减少，这在LME在各地的库存也可体现出来。

世界金属统计局统计的数据显示，2010年1-6月全球铜市供应短缺8万吨，上年同期则有16万吨供应缺口。

2010 年前六个月精炼铜产量升至 950 万吨，较上年同期增加 5.1%。中国产量增加 32.4 万吨，智利则下降 2.78 万吨至 159.5 万吨。2010 年上半年铜消费量为 958 万吨，2009 年的总消费量为 1,826 万吨。中国表观消费量增长 9.6 万吨。该组织表示,1-6 月全球铜矿产量 776 万吨，仅略高于 2009 年同期。

根据 CRU 的统计，今年第二季度，全球铜基本面转为短缺，因为产量增幅为 7.53%，而消费增幅为 10.12%，所以二季度全球铜短缺 3.5 万吨。第三季度铜消费同比增幅放缓至 4.56%，虽然产量增幅减少-1.95%，但整体来看供应可能过剩 8.4 万吨。



1.原材料供应仍然紧张，精铜产量减少

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 大铜矿产商产量都不会有变化，铜精矿在 2012 年前难有大的增长。

最新的消息，全球铜产量在今年上半年大减，有十分之一的铜矿产量较上年同期下降超过 6%，凸显行业表现疲弱，并暗示未来数月供需状况将趋紧，包括力拓，自由港麦克墨轮和必和必拓在内的全球主要铜生产商均预计，今年下半年产量将下降。

据智利政府统计机构 INE 7 月 28 日的消息，智利 6 月铜产量年比小幅下降 0.6%，至 465,003 吨，而 2009 年 6 月铜产量为 467,760 吨。2010 年上半年，智利铜产量总计达到 2,620,139 吨，较去年同期的 2,594,160 吨增长 1.0%。智利 2009 年铜产量为 5,408,561 吨，较 2008 年增长 0.8%。这一产量相当于全球铜产量的 35%。6 月铜产量的小幅下降是由于该国最大生产商之一进行的设备维修、以及部分矿山矿石等级下降影响。该机构没有具体说明这些铜生产商的名称。INE 表示，智利 6 月铜精矿产量年比下降 0.6%，至 209,537 吨，6 月阴极铜产量年比下降 2.7%，至 224,906 吨。

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。

拥有全球最大铜矿 Escondida 57.5% 股权的必和必拓预计，由于矿石品位下降，该矿今年产量将下降 5-10%。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。

铜矿增长方面的消息，Antofagasta 二季度铜产量同比增加 15% 至 135,200 吨，高于上年同期的 117,700 吨，主要受其下属的 Los Pelambres 铜矿产量增加影响。该公司还称，第二季度其现金生产成本较上季的 94.7 美分/磅下滑 6.3% 至 88.7 美分/磅，因受运费下滑和 Los Pelambres 成本下滑等影响，且其大体抵消了 El Tesoro 和 Michilla 矿生产成本增加的影响。

从 CRU 的数据中看到，今年第三季度全球精铜产量为 453 万吨，同比减少 1.95%。从中国公布的数据来看，今年前 7 个月，中国精铜产量达到 21.5 万吨，同比增长 19%。

部分主要铜矿铜产量

铜矿	国家	股东	统计口径	09上半年 (千吨)	10上半年 (千吨)	同比
Escondida	Chile	BHP Billiton (57.5%)	payable copper	417.60	448.10	7.30%
Grasberg	Indonesia	Rio Tinto (40%)	mine production	50.10	27.20	-45.71%
Collahuasi	Chile	Anglo American (44%)	total copper production	247.90	266.80	7.62%
Norilsk	Russia	Norilsk Nickel	copper	195.22	199.13	2.00%
Antamina	Peru	BHP Billiton (33.75%)	payable copper	109.00	98.60	-9.54%
Olympic Dam	Australia	BHP Billiton	copper cathode (ER+EW)	194.10	103.30	-46.78%
Kazakhmy	Kazakhstan	Kazakhmy	copper in concentrate	178.40	170.60	-4.37%
汇总				1392.32	1313.73	-5.64%

2. 全球经济增长放缓，第三季度铜消费受影响

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。全球最大的铜及铜合金制品生产商之一的 KME 集团表示，受工业需求复苏推动，2010 年上半年，半成品铜、铜合金及特殊制品产量增至 264,000 吨，去年同期为 218,000 吨，上半年产量增加 21%，KME 集团在德国、意大利、法国、英国和西班牙拥有 13 座工厂，在中国亦有一座工厂，该集团称，其产品的工业需求在去年大幅下滑之后今年上半年已经出现了很好地反弹。工业需求占其总销售量的 67%。KME 在声明中称，来自于汽车制造商、机械工业及家用器具制造商的轧制品需求已经增长，特别是在德国。用在制冷、空调和产生再生能源的成分上的管材需求亦强劲。来自于占总销售量 33% 的建筑业的需求依然疲软，由于铜价高企以及欧洲和北美今年年初的恶劣天气影响。意大利有色金属协会表示，意大利有色金属制品生产在第二季度较第一季度加速，2010 年上半年铜及合金半成品产量预期同比增加 20%。

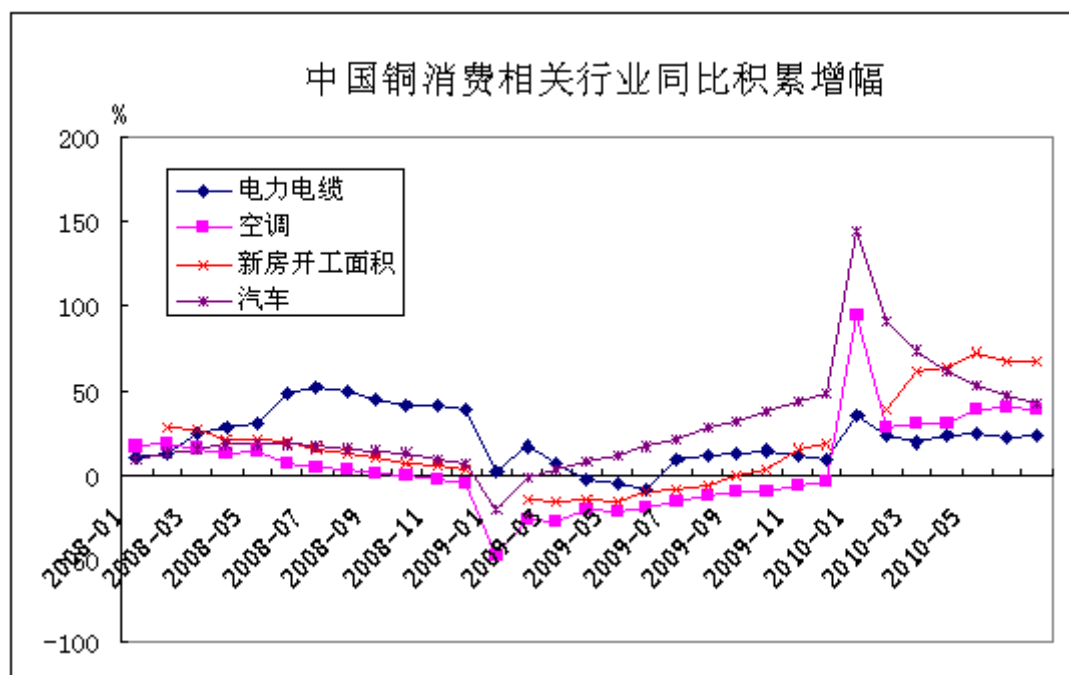
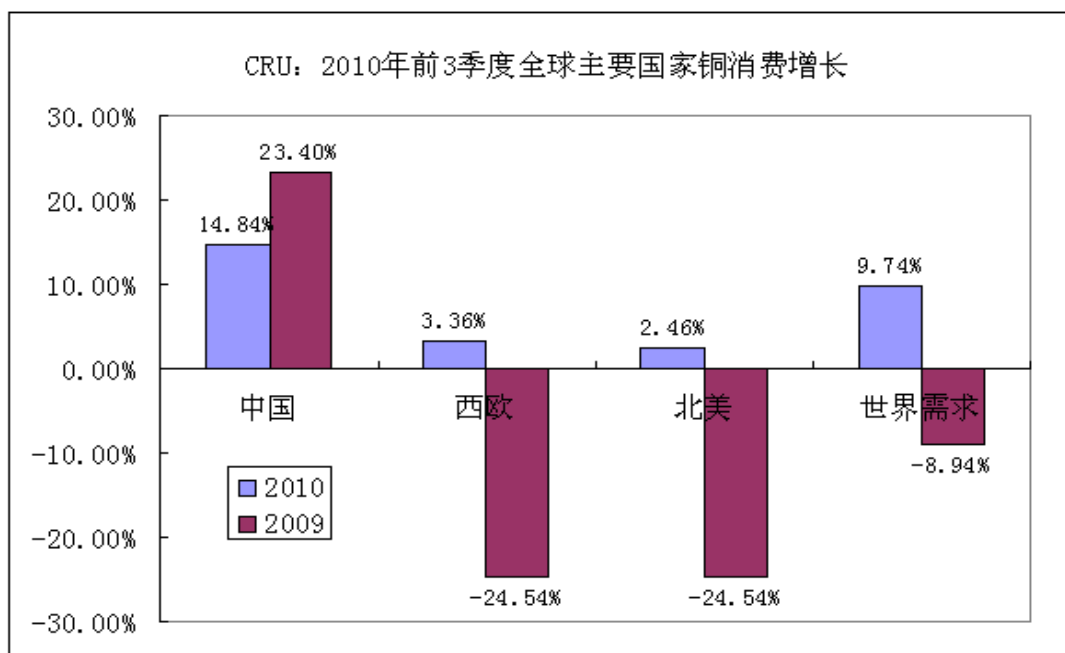
日本铜和黄铜协会（JapanCopper and Brass Association）28 日公布的初步数据显示，经季节调整后，日本 6 月轧制铜产品产量同比增加 29.1% 至 76,410 吨。日本 6 月轧制铜产品产量较 5 月则增加 5.2%。

法国耐克森线缆公司二季度业绩报告已经公布，根据报告显示，受益于公司二季度各类业务的良好经营，销售净额同比增加 8.35%，达到 11.29 亿欧元，而一季度的销售净额则同比出现 6.9% 的下降。2010 年上半年公司销售净额累计 21 亿欧元，同比增加 0.72%。二季度位于中东、非洲和法国的电线电缆业务依旧保持着强劲增长。另外，公司位于卡塔尔的线缆工厂将于近期开工。公司预计下半年的销售净额将强于上半年。

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%。

但从第三季度来看，由于全球经济增长放缓，铜的消费增长放缓，据 CRU 统计的数据，第三季度全球铜消费可能在 444.6 万吨，同比增长 4.56%，低于第二季度 10.12% 的增幅。

中国方面来看，家电行业是今年国内用铜消费最好的行业。6、7 月份出现淡季不淡的迹象。7 月份产量超出往年，达到 1035.5 万台，同比增长 45.6%。今年前 7 个月，空调产量为 6931.54 万台，同比增长 38.41%，去年同期的增幅为 -16.7%。但到 8 月份，行业的淡季特点开始显现。从电缆产量来看，国家统计局公布的数据显示，前 7 个月产量为 1408.7 万公里，同比增长 23.2%。但从国家电网公布的数据来看，2010 年上半年，国家电网公司认真贯彻中央经济工作会议部署，继续加强电网发展，加快智能电网建设，并适度控制整体投资。上半年完成电网建设与改造投资 824.03 亿元，据国家电网透露，实际投资在 1000 亿，全年 2274 亿的计划没有改变，这与 2009 年 3058.6 亿的投资比还是有较大下较。交通方面，据铁道部首席工程师透露到 2010 年将有 4613 公里的高速铁路投入运营。据业内人士每台高速列车都需要消耗掉 10 吨铜，每公里铁路需要额外消费掉 10 吨铜线缆用于电力和传输线缆。汽车上面，今年 7 月份中国汽车产量为 134.22 万吨，为连续第四个月下降，同比增幅从 3 月份的 51.75% 降至 17.26%，据中汽研数据显示，7 月份汽车库存周期逐月增长势头依然延续，由 6 月份的 55 天增长到 58 天，汽车已经濒临滞销。7 月汽车总库存系数为 1.93，已经逼近了资金流警戒线 2 的水平。据了解，经销商库存系数正常情况下普遍在 1.3。建筑方面，中国新房开工率仍维持在高位，7 月份同比增长 66.22%，销售面积继续减少，7 月份为 -15.44%，但竣工面积同比开始减少，为 -11.63%，可见销售减少已经对竣工面积产生影响。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。但从 7、8 月份来看，淡季特点还是体现出来，铜管、板带、电缆和线杆开工率都有下降。



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		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3月	71.90%	2009年3月	70.10%	2009年2月	55.00%	2009年9月	78.30%
2009年10月	73.30%	2009年11月	60.10%	2009年11月	79%	2009年12月	70.20%
2009年11月	71.30%	2010年1月	59.20%	2010年1月	68.60%	2010年1月	68.10%
2010年5月	79.00%	2010年2月	54.80%	2010年4月	78.50%	2010年4月	78.80%
2010年6月	80.80%	2010年4月	64.80%	2010年5月	83.30%	2010年5月	80.00%
2010年6月	74.2	2010年6月	63.30%	2010年6月	86.30%	2010年7月	75.60%
2010年7月	74.20%	2010年7月	58.10%	2010年8月	77.90%	2010年8月	71.00%

四.经济增长放缓令铜价弱势难改，政策成关注焦点

6 月份以来铜价进行了大幅反弹，欧洲经济好于预期和对中美政策改变的预期均给铜价以支持。但在铜价收回今年 75%的跌幅后，市场缺少持续反弹的动力，美国经济增长乏力和中国经济增长放缓均给铜价以压力。从目前来看，市场避险需求令铜价回调的可能性加大，但美联储是否会再次扩大宽松政策又给铜市的下行添加了不定因素。基本面上讲，矿山供应紧张仍是瓶颈，但消费增长的放缓使其位居其次。总得来看，在中美经济增长放缓的背景下，我们倾向于铜价进行回落的可能性较大，在此过程中，中美政策是否改变仍是我们关注的焦点。