

金属动态分析月报

导 读

研发部-金属研究小组:

郭 勇: 0755-83005875

guoyong@jrqh.com.cn

朱彦忠: 0755-83676271

zyz@jrqh.com.cn

赵 凯: 0755-83676418

zhaok@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

chai.j@jrqh.com.cn

陈帝喜: 0755-83005862

chendx@jrqh.com.cn

杨小光: 0755-87002743

yangxg@jrqh.com.cn

8月铜价尝试拓展 7000-7500 美元波动区间的努力失败, 预计这种区间拓展在 9 月份发生的概率将会较大。拓展的方向取决于宏观面、行业面和资金面。

宏观面: 美国经济复苏发生结构性分化: 房地产、制造业趋弱, 服务业趋强。而这种分化最终会以前者跟随后者而结束。而这将会导致美国非农就业数据很可能在夏季形成全年数据“低谷”。

行业面: 分析 2010 年 1-7 月国内整体铜供需情况, 我们认为在“铜矿-精铜”和“精铜-铜材”领域都在普遍进行耗库行为。而铜消费将有望再度走强, 会使得国内的耗库行为进行至某个阶段时“一反常态”在下半年打开套利窗口补充库存并持续至 2011 年上半年。

资金面: 资金疯狂流入债市避险, 使得收益率屡创新低, 我们认为这种情绪正在走向极端。债券市场创纪录低位的收益率可能在政府推出后续刺激政策和私人消费跟进的情况下无法长期维持, 从而重新流入风险偏好较大的股票、大宗商品市场。

波动区间: 铜价震荡攀升的格局仍旧成立, 目前构筑的 7000-7500 美元的震荡区间很可能会在 9 月以向上突破的结果而被拓展, 但是要形成单边上涨趋势却仍旧需要时间, 总的来说, 铜价在 9 月份会重新拓展原有震荡区间至 7500-7800 美元, 月内很可能会呈现先扬后抑的走势, 波动中轴应在 7400-7500 美元一线。

✧ 市场评论

市场情绪酝酿转变 铜价大涨渐行渐近

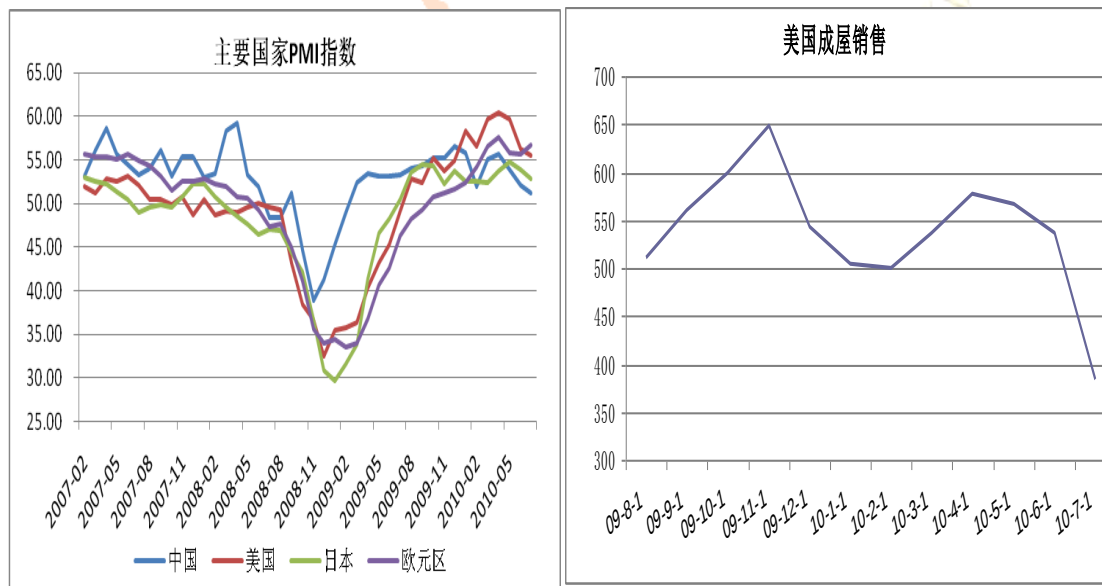
金瑞期货 赵凯

在经过 7 月末的快速拉升之后，铜价在 8 月的大部分时间里维持了 7150-7500 美元的核心震荡区间，虽然偶有跌至 7000 美元一线，但收盘价仍旧稳守 7150 美元一线仍旧说明，铜价拓展原有震荡区间的努力仍旧未有结果。而期间宏观经济面的反复及政府对再度出台经济刺激政策的暧昧态度仍旧对市场起着“牵一发而动全身”的作用。总体来说，经过 8 月的震荡之后，铜价在 9 月进行方向选择的概率明显大增。而方向性选择仍旧取决于宏观面、行业基本面和资金面的一些情况。

美国经济夏季放缓或趋于结束

从宏观上来看，宏观经济数据的继续疲弱仍旧是 8 月期间的主基调，尤其是以美国为首的经济数据的大多令人失望，美国新屋销售数据更是创下有纪录以来的最低水平。美国房地产市场是其主要铜消费领域，房地产市场的再度走弱不仅对美国经济复苏产生阻碍，而且铜消费的稳健增长仍旧产生影响。与新屋销售数据相对应的则是美国制造业采购经理人指数（PMI）的同步走弱，8 月份美国分地区 PMI 指数较 7 月份大幅走低，其中，未完成订单和新订单下降幅度均较大。

主要国家 PMI 和美国成屋数据大幅下滑

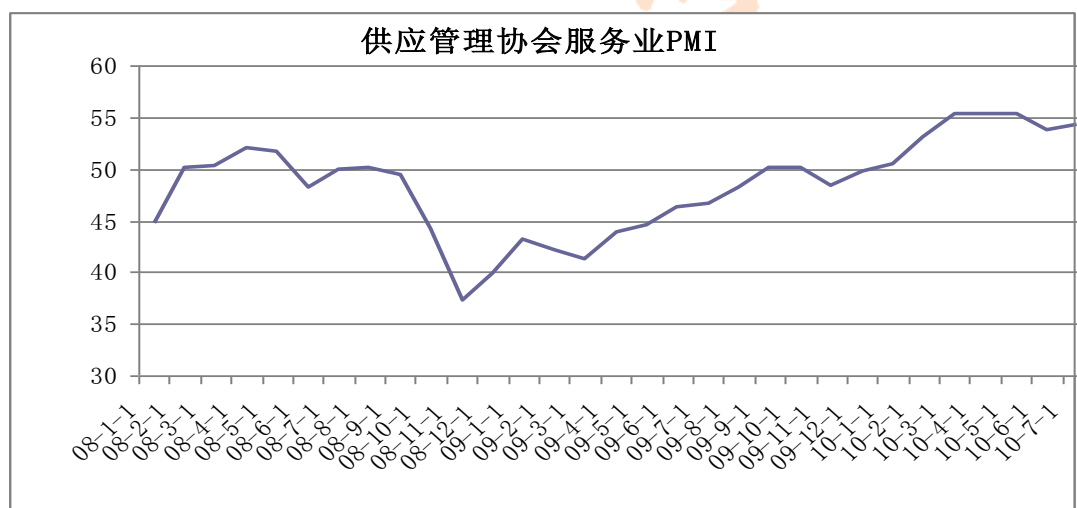


资料来源：WIND、金瑞期货

但在房屋市场和制造业纷纷走弱的背景下，美国 7 月服务业指数和 8 月服务业指数的相关先行指标仍旧保持强势，均高于预估值。类似的情况也出现在德国和欧元区相关数据中。欧元区 8 月底公布的制造业 PMI 和服务业 PMI 指数出现分化，德国和欧元区的服务业 PMI 指数均好于预估值，

但是制造业 PMI 指数却继续维持弱势。而我们认为，“欧洲和美国”作为全球的发达经济体，其在铜行业中应以“最终消费国”的身份出现。因此，在经济复苏面临僵局的当前时段，代表消费者消费能力的服务业 PMI 指数再次冲高，应该可以反应经济仍在复苏，而且普通消费者的消费欲望和消费能力均有环比增加的可能，而这或许是全球经济由“假复苏”向“真复苏”过度的重要标志。

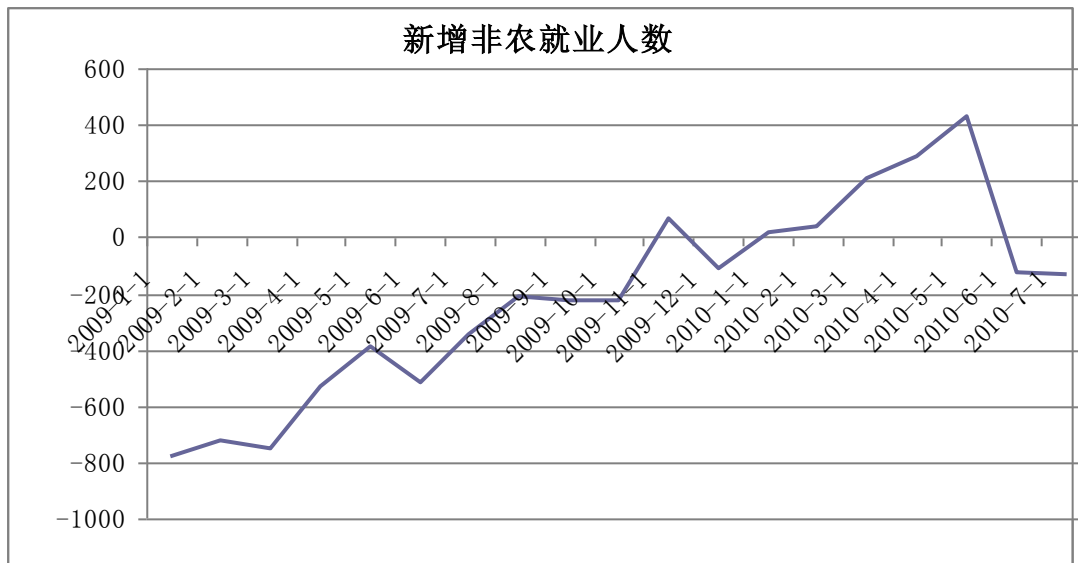
美国服务业 PMI 指数维持强势



资料来源：WIND、金瑞期货

而美国经济复苏的这种结构性特征（制造业和房地产继续疲弱、服务业强势）对美国就业市场产生的影响是相互矛盾的。首先制造业和房地产相关行业由于市场的低迷，对整个国家就业的影响是消极的，但是服务业的景气度和信心上升，对整个国家的就业影响却是偏正面的。这也正是近期美国非农就业数据所表现出来的特点：制造业就业岗位仍在减少，而服务业仍在增加。作为平衡以上两者矛盾的政府部门就业在 2010 年的夏季期间大幅减少，这直接扭转了美国非农就业数据自 2009 年初的升势，使得美国非农就业数据自 2010 年 5 月起开始大幅放缓，其主要原因就是政府部门的大幅、集中裁员所致。而我们认为，美国政府部门的裁员力度在后续将会逐渐减小，而服务业景气 and 信心的上升最终将会带动制造业、房地产等市场的就业岗位增加，这将使得美国非农就业数据很可能在 2010 年的夏季形成全年的非农就业数据“低谷”，其后美国非农就业数据将会逐渐趋于上升（包括 9 月初公布非农就业数据）。

美国新增非农就业人数下滑企稳



资料来源：WIND、金瑞期货

因此，这场始于 2010 年 4 月初对全球经济复苏放缓的担忧很可能会在这个成交清淡且沉闷的夏季有一个初步的结果：全球经济不会二次探底，仅是季节性的放缓。如果市场能够从即将公布的美国非农就业数据中得到这个结果，那么全球经济将有望逐渐扭转放缓的趋势，进而重新回归复苏的态势中。

国内铜行业基本面将会显著改善

在这个沉闷的夏季中或许市场收获的不止是宏观面的果实，或许从铜行业内部也可以收获同样丰硕的果实——铜行业基本面将会显著改善。在谈到这个结论之前，先让我们分析下 2010 年 1-7 月国内整体铜市场的供需格局。

2010 年 1-7 月国内铜行业供需平衡情况

	累计量(万吨)	同比增速(%)	折算金属量	同比增速	
铜精矿进口量	381(实物量)	5.54%	95.25(0.25 折算)	5.54%	
废杂铜进口量	240(实物量)	9.59%	72(0.3 折算)	9.59%	
国内铜精矿产量	68.2(金属量)	24.23%	68.2	24.23%	
国内铜原料供应量			235.45	12.19%	即使进口废杂铜全部用于制造精铜,国内铜原料上半年仍旧处于耗库阶段
国内精铜产量	265.7	17.3%	265.7	17.3%	
国内精铜进口量	178	-14%	178	-14%	
国内精铜供应量			443.7	2.09%	国内精铜供应量增速显著低于铜材产量增速,表明国内精铜也在耗库。
国内铜材产量			613	16.54%	

资料来源：金瑞期货

上表主要分析了“铜原料-精铜”和“精铜-铜材”两部分的整体供求情况，从最终结果来看，无论是在“铜原料-精铜”还是在“精铜-铜材”部分，国内均存在着明显的耗库行为。

从“铜原料-精铜”部分来看，国内精铜的主要原料来自自产铜精矿、进口铜精矿和进口废杂铜三个部分，2010 年 1-7 月，国内自产铜精矿金属量 68.2 万吨，同比大增 24.23%；国内进口铜精矿实物量 381 万吨，按照 25%品味折算，进口铜精矿金属量 95.25 万吨，同比增加仅 5.54%；国内进口废杂铜实物量 240 万吨，按照 30%的含铜量计算（按照其他比值计算不会影响该表结论），进口废杂铜含铜量为 72 万吨，同比增加 9.59%；将以上三部分原料按照金属量加权平均，得到国内铜原料金属供应量在 235.45 万吨，同比增速为 12.19%。如果假设这些铜原料全部用于生产精铜，则与国内精铜 1-7 月 265.7 万吨的产量相比较，可以看出国内精铜产量增速明显高于铜原料的供应增速，这导致国内在“铜原料-精铜”部分，2010 年 1-7 月出现明显的耗库行为，耗库比例大约在 5%以上。

从“精铜-铜材”部分来看，国内精铜主要形成库存和生产铜材，将国内精铜产量与国内精铜进口量相加看作是国内精铜供应量。但由于铜材产量中含有其他的非铜物质，因此单纯用铜材产量减去精铜供应量来计算国内精铜是否发生耗库是不够准确的，据估计约有 30%的误差。因此，在“精

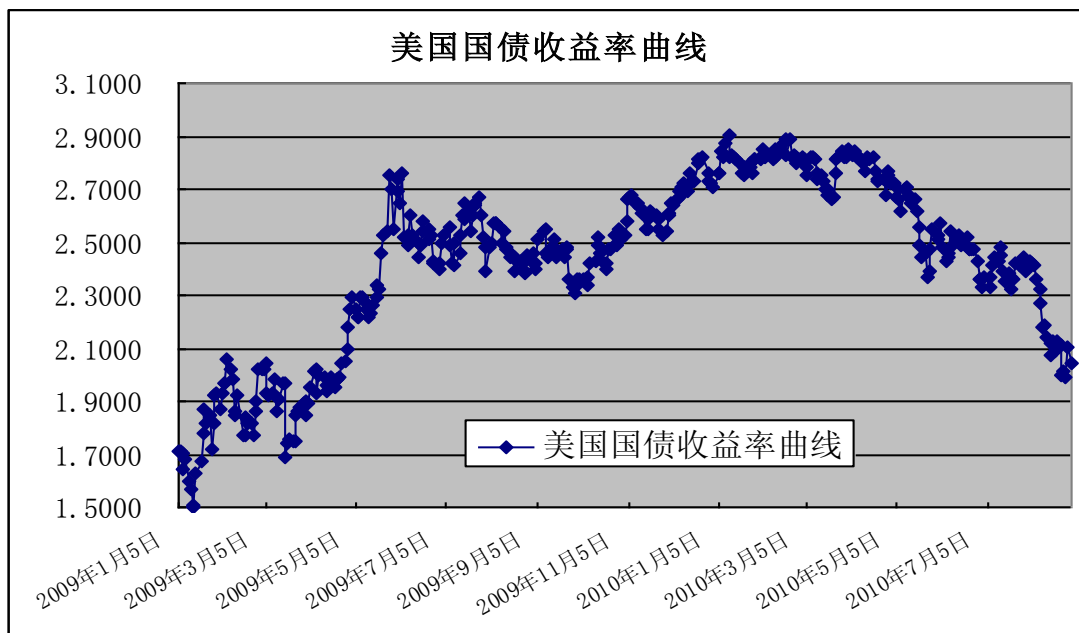
铜-铜材”部分尝试继续尝试用同比增速来进行判断，2010 年 1-7 月国内铜材产量为 613 万吨，同比增速为 16.54%；国内精铜供应量为 443.7 万吨，同比增速仅为 2.09%，两者 10%左右的增速差距即使用全部的废杂铜进口量也无法弥补，因此，国内 2010 年 1-7 月在“精铜-铜材”部分仍旧存在着数量客观的耗库行为，粗略估计在 20 万吨以上。

除了对既有的市场状况进行判断外，还将尝试对 9 月份之后的国内铜消费提供指引，这就要从我们对国内经济的三个细微点处着手：一、国内出口在 2010 年下半年整体不会出现明显拐点，震荡攀升势头整体保持，主要是因为国外需求无法良好的转化为本地需求，从而增加了进口量所致。二、国内固定资产投资呈“前低后高”态势，会使得国内下半年固定资产投资比上半年增加，主要拉动因素是国内保障性住房建设和各个区域板块的建设。三、从国内 2009-2010 年度的汽车销量变化结构来看，对比电脑、手机、白色家电在国内的逐渐普及过程，我们认为国内正在普及汽车，普及过程中同比增速将会恒定在一个较高的水平，预计为 20%，汽车价格下降会伴随整个普及过程。如果以上的三个结论成立，那么下半年国内的铜消费会形成比上半年更高的高潮并持续至 2011 年上半年，这将直接导致国内的铜材产量维持高位。耗库行为进行至某个阶段会导致国内“一反常态”在下半年打开套利窗口补充库存并持续至 2011 年上半年，导致国内铜行业基本面显著改善。

资金或会从债市急速撤出，并导致股市和大宗商品价格出现井喷

宏观面的预测必须得到 8 月份相关经济数据的验证才能够证明，而铜行业基本面的改善目前仍需国内库存的持续下降才能激发国内重新补充库存的热情。从资金面来讲，资金从 2010 年 4 月份起纷纷撤出股市、大宗商品市场，流向美国国债市场，随着美国经济复苏放缓得到数据的验证，这种资金流向已经导致美国国债市场收益率跌至纪录低点附近，目前两年期国债年化收益率低至 0.5%，10 年期国债年化收益率低至 2.625%，这直接导致国债的收益率曲线（十年期国债与两年期国债收益率之差）斜率越来越平缓，市场借贷远期资金所承受的风险溢价越来越小，反应市场对未来通货膨胀的前景极度不看好，也同样反应市场对当前的经济状况抱有较为悲观的情绪。

美国国债收益率曲线大幅下滑



资料来源：WIND、金瑞期货

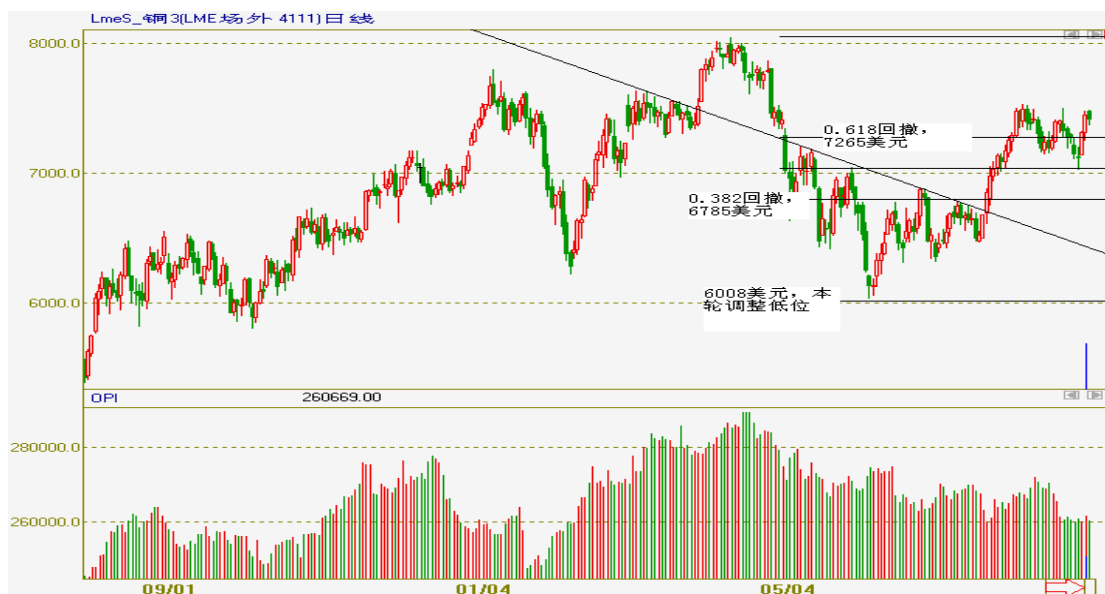
但是我们认为这种市场情绪或许正在走向极端，市场总在极端悲观或者极端乐观的情况下出现反转，虽然目前全球经济复苏的脚步较之前放缓，但是到目前为止，二次探底的可能性已经基本排除，而且各国政府也正在尝试对经济进行第二轮刺激，这有可能会使得经济的复苏会在 2010 年发生私人消费和政府二度刺激效果叠加，如果是这样的话，那么债券市场创纪录低位的收益率也将无法维持，原本流入债市避险的大量资金有可能会重新流入风险偏好较大的股票、大宗商品市场，从而推动这两个原本处于高位的市场价格更上一层楼，如果出现这种情况的话，那么大宗商品、股市其持仓量和交易量将会出现明显异动，价格也有可能出现井喷的情况。

结论：根据以上分析，我们认为美国经济的夏季放缓很可能会在 7、8 月份形成年度“波谷”，后续经济复苏动能有望重新走强；而国内铜行业整体仍在经历耗库过程，这种耗库过程在经历了夏季放缓之后很可能会加快，从而在夏季的某个阶段打开套利窗口并持续至 2011 年上半年；资金面应密切关注美国国债市场资金动向，如果国债收益率有见底回升的迹象，那么资金流出国债市场且重新回流股市、大宗商品市场将会是大概率事件。

因此从宏观面、行业基本面和资金面后续都有可能会出现利于铜价上涨的一面，而从技术分析来看，我们认为目前铜价震荡攀升的格局仍旧成立，目前构筑的 7000-7500 美元的震荡区间很可能在 9 月以向上突破的结果而被拓展，但是要形成单边上涨趋势却仍旧需要时间，总的来说，铜价在 9 月份会重新拓展原有震荡区间至 7500-7800 美元，月内很可能会呈现先扬后抑的走势，波动中

轴应在 7400-7500 美元一线。

技术分析显示铜价仍处上升趋势



资料来源：文华财经、金瑞期货

用守恒

JCC
金瑞期货研发部

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

研究发展部： 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：0755-83679108 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

深圳总部营业部： 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

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对本报告中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，也不保证本公司作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期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。本报告版权归金瑞期货经纪有限公司所有。未获得金瑞期货经纪有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。