

雾里摘花，铜铝锌将在纷繁复杂的 2011 年振荡走高

2011 年 1 月 14 日

倪耀祥 冉祥壬/文

概 述

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 佩 021-61356370

张建新 021-61357460

助理分析师

叶 亮 021-61357463

晋 超 021-61357463

冉祥壬 021-61357436

2010 年充裕的流动性环境为金属尤其铜价格上行创造了极佳的条件，全球经济回暖、基本面因素好转以及对金属产品投资需求的强化成为价格上涨的主要推动力量。研究 2011 年有色金属价格走势，除关注基本面供求关系的演变外，更需关注与全球资金流动性有关的金融属性变化。

进入 2011 年，远较往年更为纷繁复杂的各方利益大博弈将展现在我们面前。中国势在必行的经济结构调整在被 08 年金融海啸强行打断后，终于全面展开，并将充分体现出积极稳健的原则，即积极的财政政策和稳健的货币政策，这将对现有的行业结构形成一定的相对温和的冲击。即铜铝锌来自中国的需求有可能出现增幅的回落。

全球经济在 2011 年充满了变数，最不确定的，就是欧美尤其是美国的可能债务危机。各大评级机构在 2010 年几乎打垮了欧洲，而现在中国和日本先后为拯救欧洲而出手，各大评级机构似乎又把矛头对准了满目苍夷的美国。这种流动性风险是大家必须警惕和利用的。尤其是到年中，美国 QE2 的撤出将会带来怎样的影响和新的措施，值得大家关注。

2010 年底商品基金重新回到商品市场，使得铜的金融属性得到充分的释放，而这种力量延续进了 2011 年。铜 ETPs 的上市吸引了不少眼球，但尚未表现出其魅力。有色金属 ETPs 能否成功尚需要时间来证明。

我们预计，2011 年铜、铝、锌将继续既有的振荡走高趋势，并且很可能在上半年复制 2010 年同期的走势。2011 年下半年，随着纷繁复杂的各项因素的不同作用，铜铝锌的走势将更为扑朔迷离，但结果选择振荡走高的概率更大。其中，中国节能减排政策很可能为铝的平衡提供了一个减产的利多影响，如果这种措施的力度足够，吸引到足够的资金，很可能铝走出自己独立的上涨行情。

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。

正文目录

摘要-----	1
正文目录-----	2
图片目录-----	3
一、行情回顾-----	5
(一) 铜-----	5
(二) 铝锌-----	6
二、宽松货币流动性刺激经济缓步复苏, 同时通胀压力日盛-----	7
(一) 全球经济缓步回升-----	7
1、2010 年全球主要经济体最终维持了复苏势头, 避免二次探底-----	7
2、全球制造业的全面增长-----	8
3、美国零售销售逐渐恢复到金融海啸之前, 消费信心渐渐恢复-----	9
4、中国国际贸易的迅速攀升反映全球的经济活力在得到给力恢复-----	9
(二) 全球货币流动性危机矛盾重重, 困扰经济发展-----	10
1、中国极为宽松的货币流动性带来强通胀压力, 迫使中国进入经济结构调整-----	10
2、欧美债务危机与全球通胀矛盾-----	13
(三) 小结-----	16
三、铜铝锌供需矛盾分析及展望-----	17
(一) 铜铝锌供求矛盾现状-----	17
1、全球铜市场再度出现小幅的供应缺口-----	17
2、全球原铝市场供需矛盾分析-----	21
3、全球精锌市场供需矛盾分析-----	24
4、2010 年中国铜铝锌主要下游市场需求分析-----	26
5、2011 年铜铝锌供需矛盾展望-----	30
四、铜铝市场走势分析与走势展望-----	30
(一) 市场结构与持仓——资金推动型趋势明显-----	30
1、商品投资基金回归推升基本金属价格-----	30
2、持仓增加显示资金对铜市的看好-----	31
3、2011 年基金可能的投资方向-----	32
4、均线与技术指标均显示, 铜等基本金属中长期上涨趋势强烈-----	32
(二) 2011 年可能影响铜铝锌走势的主要因素-----	32
1、中国经济结构调整的措施及其实施效果对铜铝价格走势的影响-----	32
2、抗通胀-----	33
3、欧元区主权债务危机, 及美国地方与国家债务危机-----	33
4、经济复苏步伐-----	33
5、地缘政治军事危机-----	33
(三) 2011 年铜铝锌走势预测-----	33
1、运行区间预测-----	33
2、可能的运行方式-----	33
3、可能的铝的投资机会-----	34

图 表 目 录

图 1: 沪铜连三日线图-----	5
图 2: 伦铜电 3 日线图-----	6
图 3: 沪铝连三日线图-----	6
图 4: 沪锌连三日线图-----	7
图 5: 全球主要经济体 GDP 季度年率增幅 (%) -----	7
图 6: 中国制造业采购经理人指数-----	8
图 7: 美国 PMI 指数-----	8
图 8: 欧日制造业 PMI 指数-----	9
图 9: 美国零售销售状况-----	9
图 10: 中国进出口贸易数据-----	10
图 11: 人民币新增贷款历年月度数据对比-----	10
图 12: 中国公开市场操作资金投放量-----	11
图 13: 央行法定存款准备金率变动-----	11
图 14: 中国流动性: 央票收益率 vs SHIBOR -----	11
图 15: 中国历年货币供应总量-----	12
图 16: 中国金融机构外汇占款总量变动-----	12
图 17: 中国月度 CPI 运行走势-----	13
图 18: 全球主要经济体物价指数 (CPI) -----	14
图 19: 美国非农就业指标与失业率-----	14
图 20: 欧元区与日本失业率-----	14
图 21: 欧元区及日本货币供应增量平稳-----	15
图 22: 美国货币供应-----	15
图 23: 2010 欧洲各国债务与 GDP 比值-----	15
图 24: 2009 年欧洲各国财政赤字与 GDP 比值-----	15
图 25: 美国财政赤字状况-----	16
图 26: 美国州及地方政府未偿债务-----	16
图 27: 美国信贷市场未偿债务 GDP 占比 (%) -----	16
图 28: 全球精铜季度供需平衡-----	17
图 29: 主要经济体铜季度消费状况-----	18
图 30: 中国精炼铜产量、净进口数据及新增供应量-----	18
图 31: 上海现货市场铜价及升贴水-----	19
图 32: 中国铜材月度产量-----	19
图 33: 全球铜精矿供求平衡-----	20
图 34: 铜精矿加工费 (TC/RC) -----	20
表 1: 铜冶炼淘汰落后产能-----	20
图 35: 中国废铜进口与废铜价格关系-----	21
图 36: SHFE、LME 、COMEX 铜库存-----	21
图 37: 全球原铝月度供需平衡-----	22

图 38: 中国原铝产量、净进口数据及新增供应量-----	22
图 39: 中国铝材月度产量-----	23
图 40: LME 与 SHFE 铝库存-----	23
图 41: 全球精锌季度供需平衡-----	24
图 42: 中国精锌产量、净进口数据及新增供应量-----	24
图 43: 中国镀层板带月度产量-----	25
图 44: LME 与 SHFE 锌库存-----	25
图 45: 电力电缆月度产量-----	26
图 46: 国家电网改造投资额与电力电缆产量-----	26
图 47: 中国房地产市场月度累计已完工建筑面积-----	27
图 48: 中国汽车月度产量-----	27
图 49: 中国汽车月度销量-----	28
图 50: 空调月度产量-----	28
图 51: 冰箱月度产量-----	29
图 52: 空调月度出口-----	29
图 53: 冰箱月度出口-----	29
表 2: 城市轨道车辆用铝情况-----	30
图 54: 总的商品管理下的资产-----	31
图 55: 11 月份流入商品投资的资金-----	31
图 56: 伦敦期铜价格持仓变化图-----	31
图 57: 调查: 您预期哪个商品市场或领域会有最好的表现-----	32
图 58: LME 三月期铜均线与摆动指标(周线)-----	32

一、行情回顾

作为 2009 年止跌回升大行情的延续，今年在流动性总体依然宽松的环境下铜市仍得到难得的上升机会，伦铜强势创历史新高，最高价达到 9687 美元/吨。这种强势在 2011 年初仍然得以延续。

（一）铜

图 1 沪铜连三日线图



数据来源：博易大师

根据行情波段分布，将 2010 年度沪铜主力合约价格走势分为 A、B、C 三个阶段。下面分阶段进行回顾，并总结各阶段行情的主要推动因素：

A 段，自 2010 年初至 2010 年六月初，为区间震荡阶段。多空因素交织。国内传统消费旺季，发达国家延续经济刺激计划，美国一季度数据强劲等利好金属需求前景；同时欧洲债务问题显出蔓延风险，中国收紧流动性和房地产市场调控双管齐下打压人气等。

B 段，时间自六月上旬至 11 月中旬。该阶段为年内沪铜主升阶段，利好因素主导市场。主要助推动力来源于全球及国内充裕的流动性，以及铜供应紧张预期升温等。反套资金介入，令外盘投机资金有动力继续保持涨势挤空等等。多头资金加仓炒作，金属市场出现严重泡沫。

C 段，覆盖 2010 年剩余时间。主升段所依仗的流动性泛滥因中国加息及多次上调存款准备金有收敛，美国二次量化宽松以及 ETF 基金和伦铜逼仓等利好刺激减退，铜价调整后获得新的上升动力，即对美国复苏增速超预期的炒作。国内二次加息因预期被提前消化未对铜价产生下压力。期铜迈上 7 万关口。

伦铜走势基本类似于沪铜，但自 11 月中旬开始，铜价挤出泡沫阶段明显回调幅度小，抗跌性明显；且后期两个上行阶段走势更加强劲。

图 2 伦铜电 3 日线图



数据来源：博易大师

（二）铝和锌

对比沪铜走势，发现沪铝年内最高点出现在年初，自 7 月下旬开始的主升段明显滞涨。铝的基本面疲软，而且，相比铜越来越明显的保值功能，铝的投资性需求相对处于弱势。而沪锌最高点也出现在年初，走势更趋近于沪铝，但下半年走势稍强于沪铝表现。如图 3-4 所示。

图 3 沪铝连三日线图



数据来源：博易大师

图 4 沪锌连三日线图



数据来源：博易大师

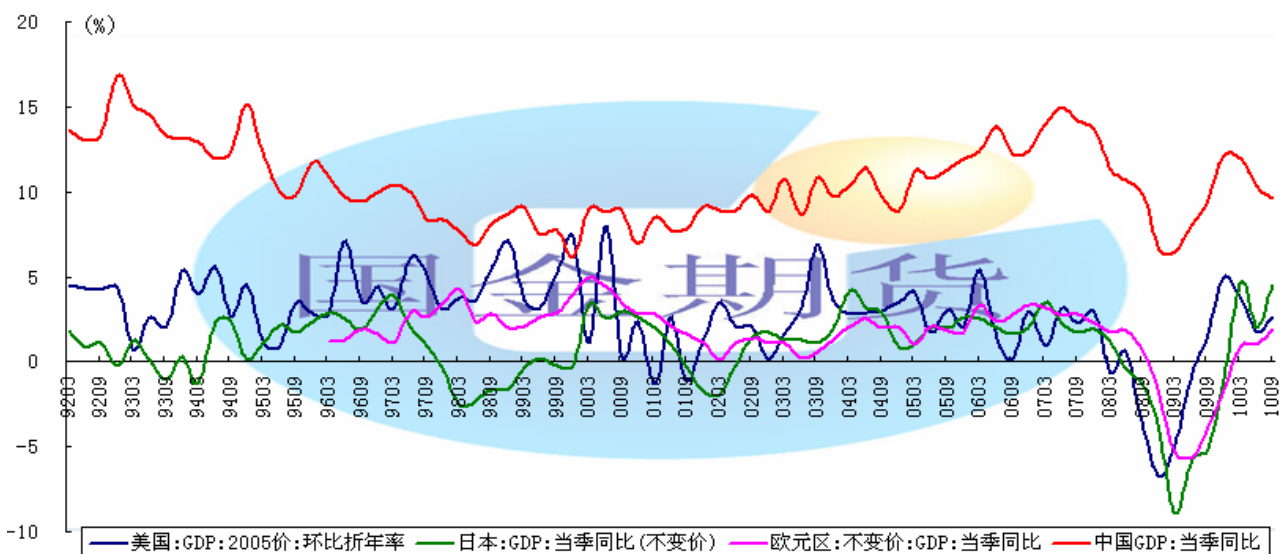
二、宽松货币流动性刺激经济缓步复苏，同时通胀压力日盛

（一）全球经济缓步回升

1、2010 年全球主要经济体最终维持了复苏势头，避免二次探底

2010 年，全球经济的主题是经济复苏的延续。截止三季度末，中国前三季度 GDP 同比增速达到 10.6%；美国第三季度年化 GDP 增速达到 2.6%；欧元区三季度同比 GDP 同比增速达到 1.9%，环比上升 0.3%。日本三季度同比 GDP 同比增速年率达到 4.5%。如图 5 所示。

图 5 全球主要经济体 GDP 季度年率增幅（%）



数据来源：wind, 国金期货研究所

2010 年全球经济的复苏有着其特殊的复杂性。中国经济增速在度过年初高峰后缓慢回落，三季度同比增幅仅为 9.6%，但绝对值仍然领先于全球发达国家；美国经济显露企稳回升迹象，欧元区德法两国作

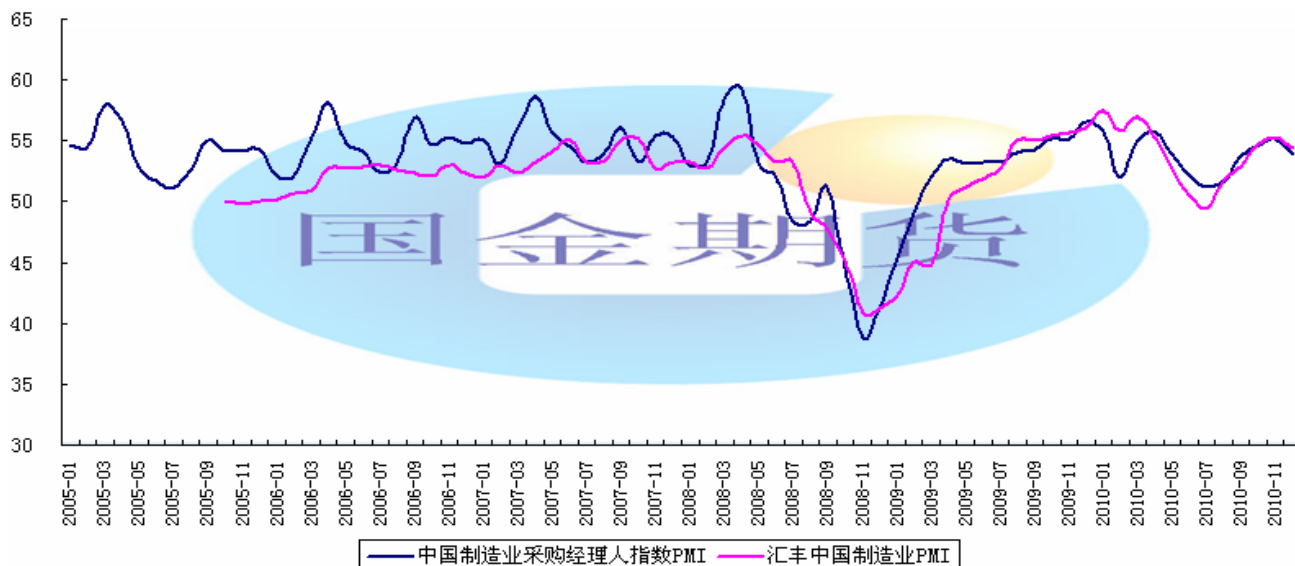
为领头羊表现出较好势头，但由于其他主要国家大多深陷债务危机泥沼，经济复苏受明显拖累。

2、全球制造业的全面增长

(1) 中国制造业的稳健发展

中国物流行业协会公布的 12 月 PMI 达到 53.9, 低于预期水平。但已连续 22 个月站在 50 扩张线以上，主流趋势仍是扩张性复苏。汇丰中国 PMI 也稳定在 54.4，表明民间制造业也依然同样相当活跃(图 6)。

图 6 中国制造业采购经理人指数

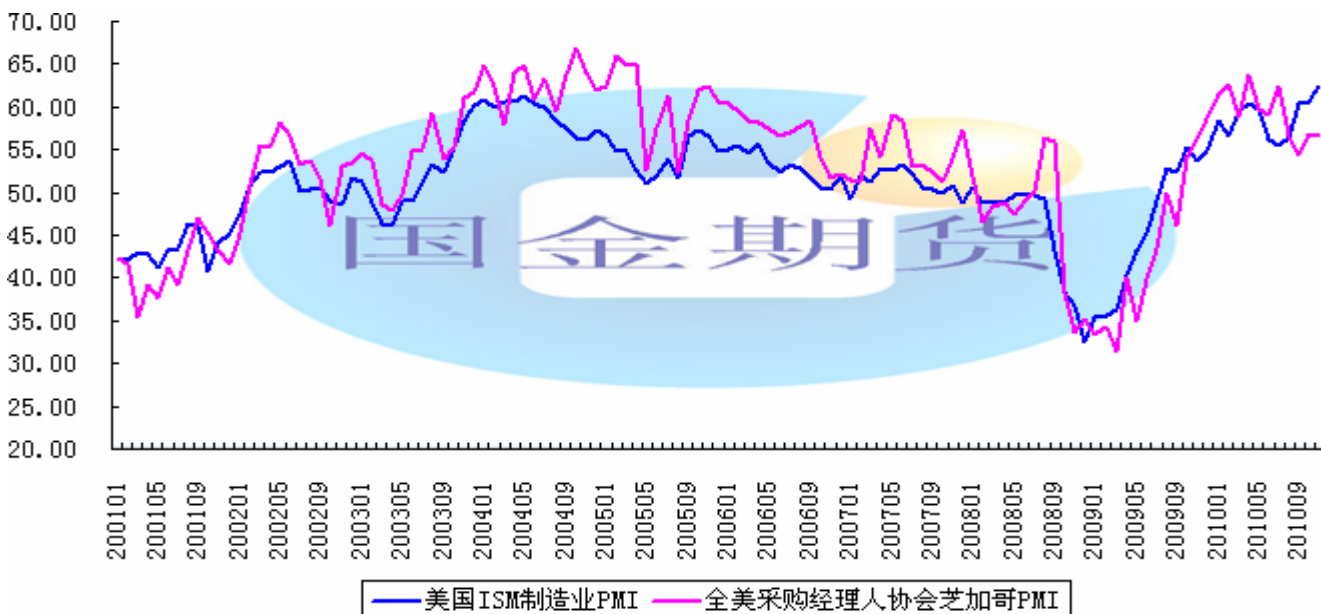


数据来源: wind, 国金期货研究所

(2) 美国制造业强劲持续增长

美国经济继续保持较好的复苏势头，无论是美国 ISM 制造业 PMI，还是芝加哥制造业 PMI 指标，均维持在远离 50 荣枯线以上(图 7)。

图 7 美国 PMI 指数



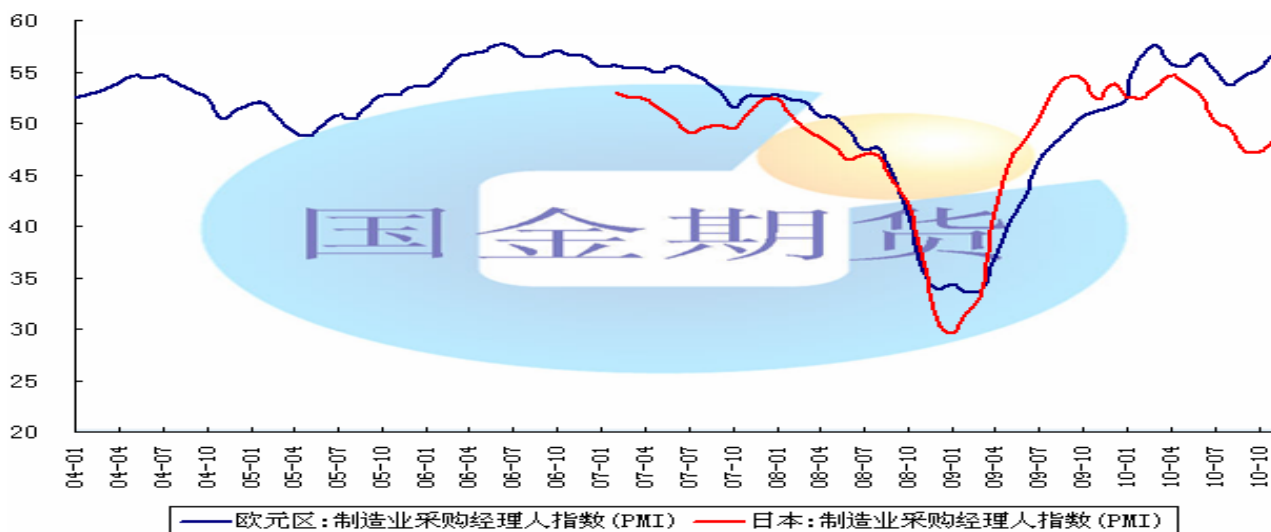
数据来源: wind, 国金期货研究所

(3) 德法引领欧元区制造业复苏，日本继续疲软

在世界制造强国德国、意大利以及法国制造业的迅速增长引领下，欧元区的制造业增长也极为强劲，

12月欧元区制造业 PMI 高达 56.8。这是维持欧洲经济回升的主要动力(图 8)。

图 8 欧日制造业 PMI 指数



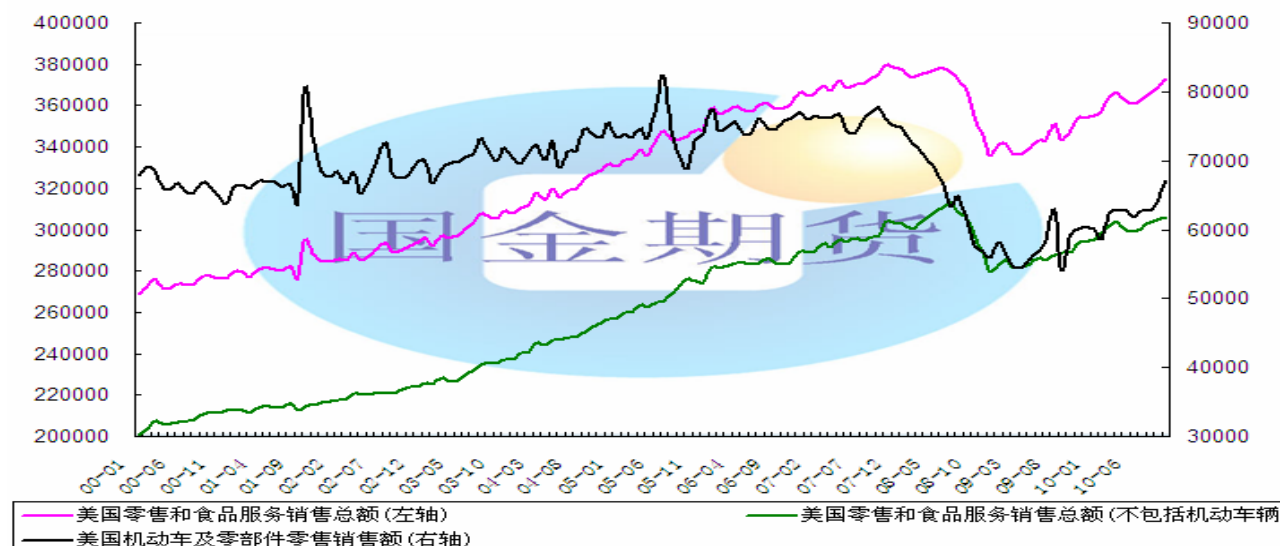
数据来源: wind, 国金期货研究所

但是日本制造业是全球主要经济体制造业中的特例, 12 月虽有回升, 但仍仅为 48.3, 连续第三个月低于 50, 处于衰退中。

3、美国零售销售逐渐恢复到金融海啸之前, 消费信心渐渐恢复。

经过多轮次的强大资金注入, 美国消费者的信心逐渐恢复, 零售销售数据终于重新回到金融海啸之前的水准, 这一点也对中国的出口直接带来了有力的支持(图 9)。

图 9 美国零售销售状况

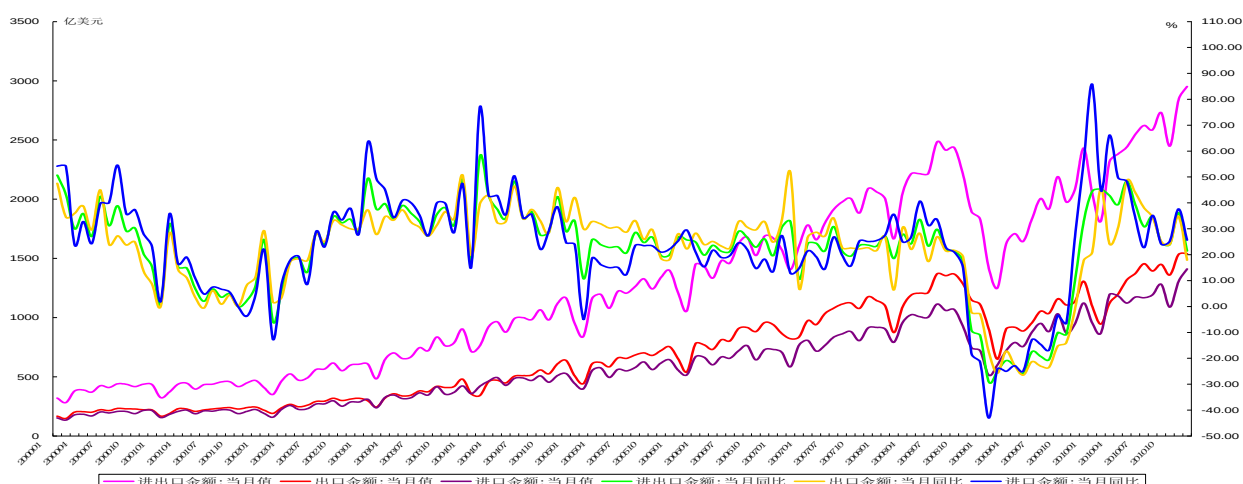


数据来源: wind, 国金期货研究所

4、中国国际贸易的迅速攀升反映了全球的经济活力在得到给力恢复。

中国国际贸易在 2010 年显著上升, 作为 GDP 三架马车之一的进、出口金额年底已经跃升至 2000 年以来最好水平, 成为 GDP 前三季度 GDP 增长 10.6% 的重要助力(图 10)。

图 10 中国进出口贸易数据



数据来源：中国海关，国金期货研究所

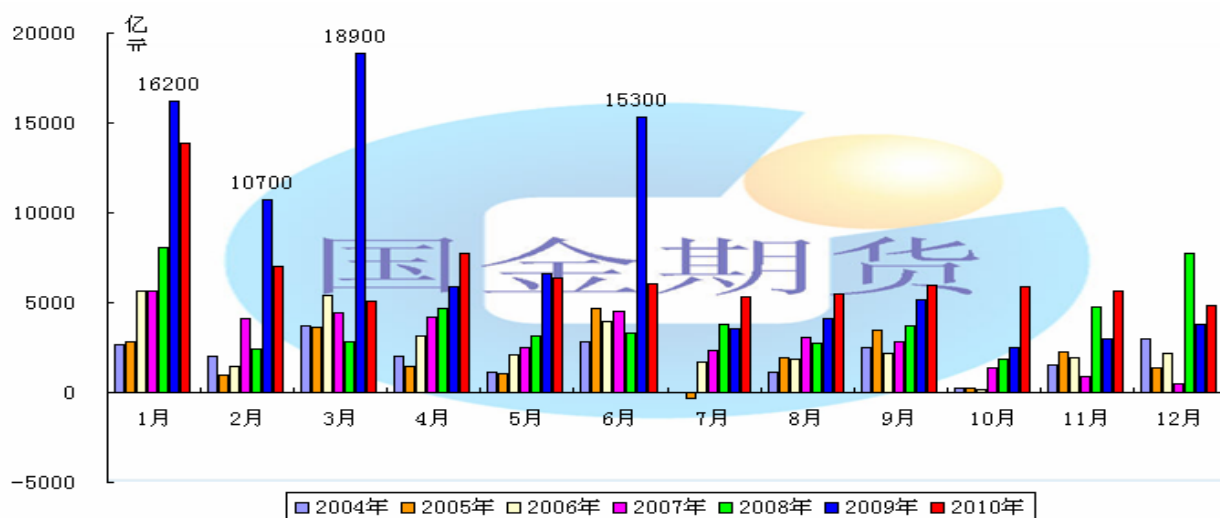
（二） 全球货币流动性危机矛盾重重，困扰经济发展

1、中国极为宽松的货币流动性带来强通胀压力，迫使中国重新回到经济结构调整过程

（1） 信贷投放

央行数据显示，2010 年 12 月新增人民币贷款 4807 亿元，全年贷款增加 7.95 万亿元。超出 7.5 亿目标规模，如图 11 所示。

图 11 人民币新增贷款历年月度数据对比



数据来源：中国人民银行、国金期货研究所

可以看出，2010 年央行放贷虽较 2009 年有一定的回落，但更加平稳和持续，对经济的刺激更为稳健和有效，尤其是下半年整体放贷水平要高于 2009 年，这是导致 2010 年尤其是下半年信贷资金极为充裕的最重要原因。

从贷款期限分配比例来看，2010 年中长期贷款的比例逐渐提高，而短期贷款比例增长缓慢。这将意味着至少在未来一到五年内贷款额度将继续发放，也意味着月度贷款额度已经产生了固定基数。这些基数的存在将导致 2011 年信贷投放的月度目标不会有太大缩减。目前央行工作会议未明确全年信贷投放总额，但预估应该在 7-7.5 万亿之间，信贷投放仍然充裕。

值得注意的是，2011 年，央行将调整上年度季度审查信贷投放额度为逐月审查，对各个月份的信贷

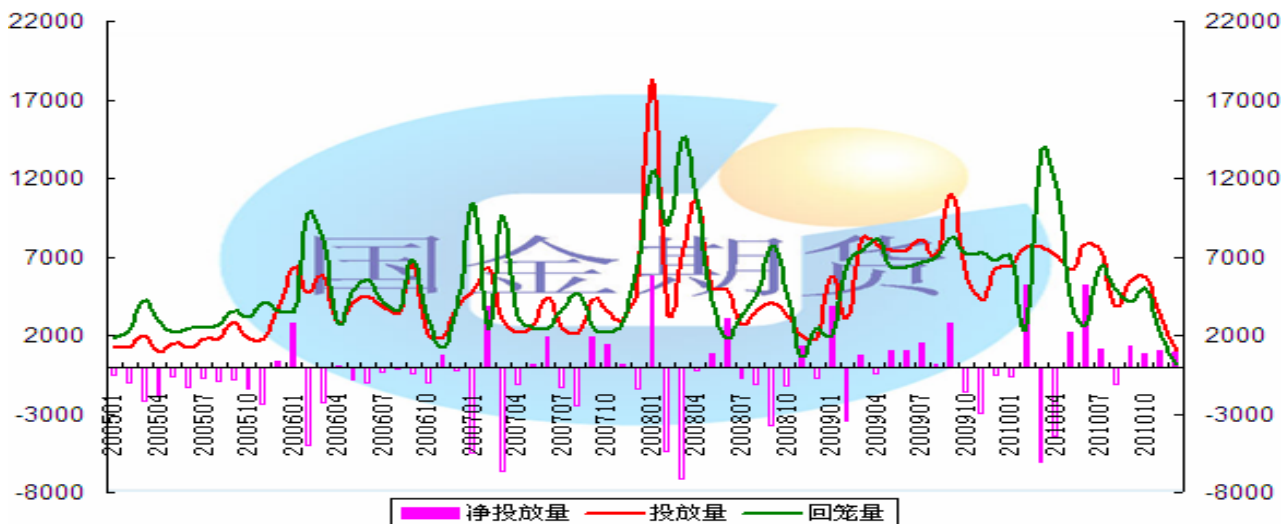
投放规划将更加严格。

(2) 公开市场操作超历史规模的净投放加重货币流动性

2010 年中国金融市场过分充裕的流动性产生原因，还在于央行在公开市场的操作。

如图 12 所示，2010 年全年除 3、4 和 8 月份为资金净回笼外，其余时间均保持温和净投放水平，但年度净投放总量达到 6925 亿人民币，创历史新高。

图 12 中国公开市场操作资金投放量



数据来源：wind, 国金期货研究所

同时，2010 年第四季度内，看到资金投放量、回笼量以及净投放量都以较快速度缩小至地量，接近历史最低水平。原因主要是因为，一方面到期投放资金量减小减轻公开市场操作压力；另一个方面是央行通过上调存款准备金率、提高利率等回收流动性；还有一个方面是，资金投放压力小，局部资金趋紧倒逼央票收益率提高，且拍卖响应程度降低，年底阶段公开市场操作基本进入停滞状态。

(3) 中国连续提高法定存款准备金率，收缩流动性效果不佳

为收缩过度泛滥的流动性，中国年内六度提高法定存款准备金率，在 12 月 10 日第六次上调后，大型金融机构的法定存款准备金率达到 18.5%，超过了 2008 年 17.5% 的历史前高。但对控制流动性效果有限。如图 13 所示。

图 13 央行法定存款准备金率变动

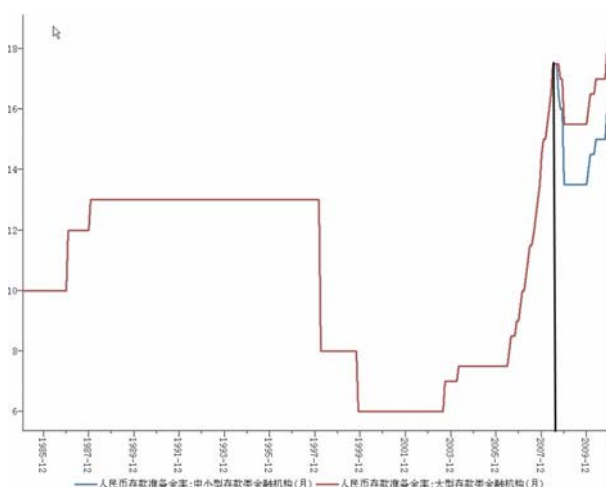
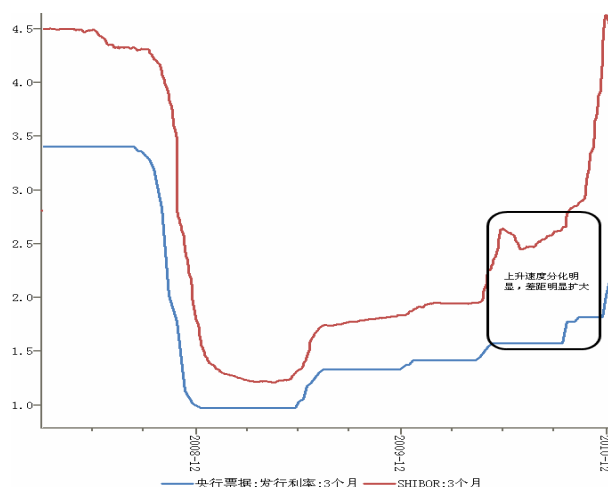


图 14 中国流动性：央票收益率 vs SHIBOR



数据来源：wind, 国金期货研究所

(4) 流动性充裕程度的体现：债券收益率(图 14)

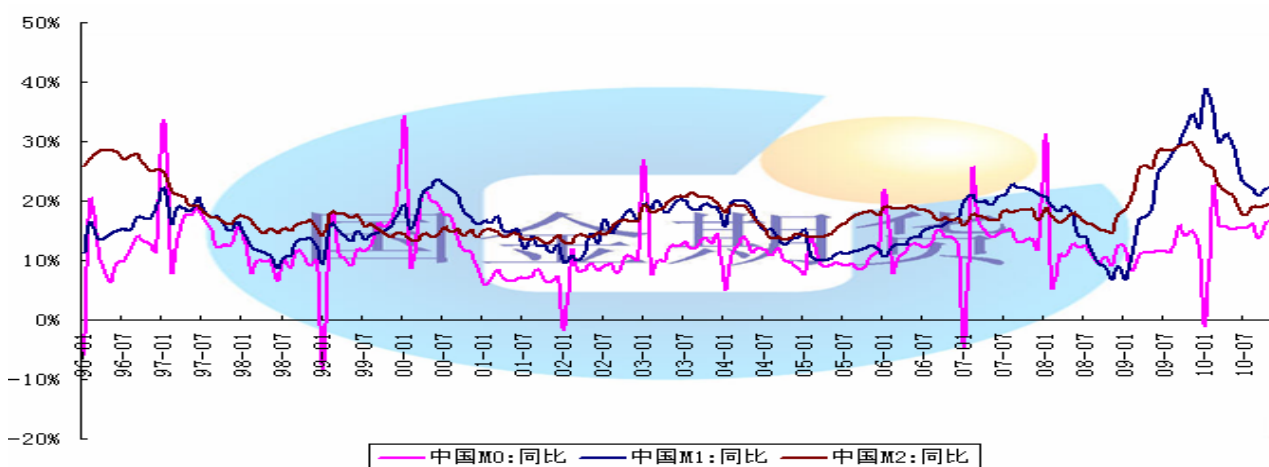
高货币流动性在债券市场体现尤为明显。从 3 月央行收益率和 3 个月 SHIBOR 对比来看，2010 年央票收益率同银行间同业拆借利率差距在下半年逐渐拉大，临近年底更是出现急速拉升。即使刨除年底效应之后，2011 年央票与 SHIBOR 利差也将在 09 年全年以上，接近甚至超过 2010 年上半年水平。这意味着流动性矛盾将继续贯穿于 2011 年。

(5) 中国货币供应居高不下

中国金融市场货币供应数据验证了当前金融政策对收缩货币流动性效果不佳。

2010 年中国货币增速居高不下，上冲至历史高位后虽有所回落，但仍居高不下。其中 M0 数量 44600 亿元，同比增长 16.75%，M1 达到 266600 亿元，同比增长 21.18%，M2 数量 725800 亿元，同比增长 19.73%。均远远高于中国 GDP 的增速。这极类似于 96、97 年高通胀的阶段（图 15）。

图 15 中国历年货币供应总量

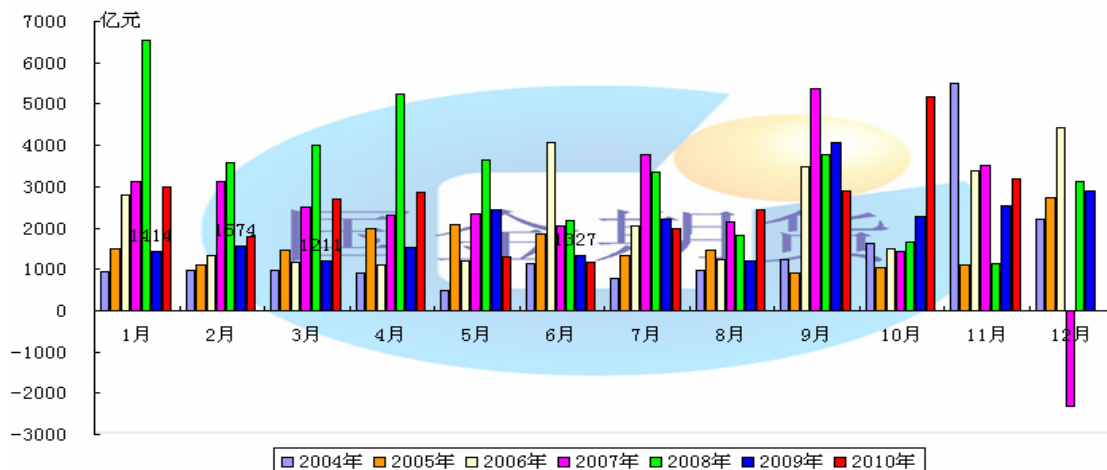


数据来源：wind, 国金期货研究所

(6) 外汇占款变动显示，外资热钱流入加大了货币流动性的泛滥

自 6 月中旬央行正式启动人民币汇改以后，热钱强劲涌入的势头维持了两三个月，但耐不住人民币“双向波动”的不作为分批退场。但 2010 年 10 月份开始，随着中国步入加息轨道，热钱重新涌入的压力正在加大（图 16）。其中，10 月新增贷款猛增至 5000 亿以上，引发对热钱涌入的恐慌。

图 16 中国金融机构外汇占款总量变动

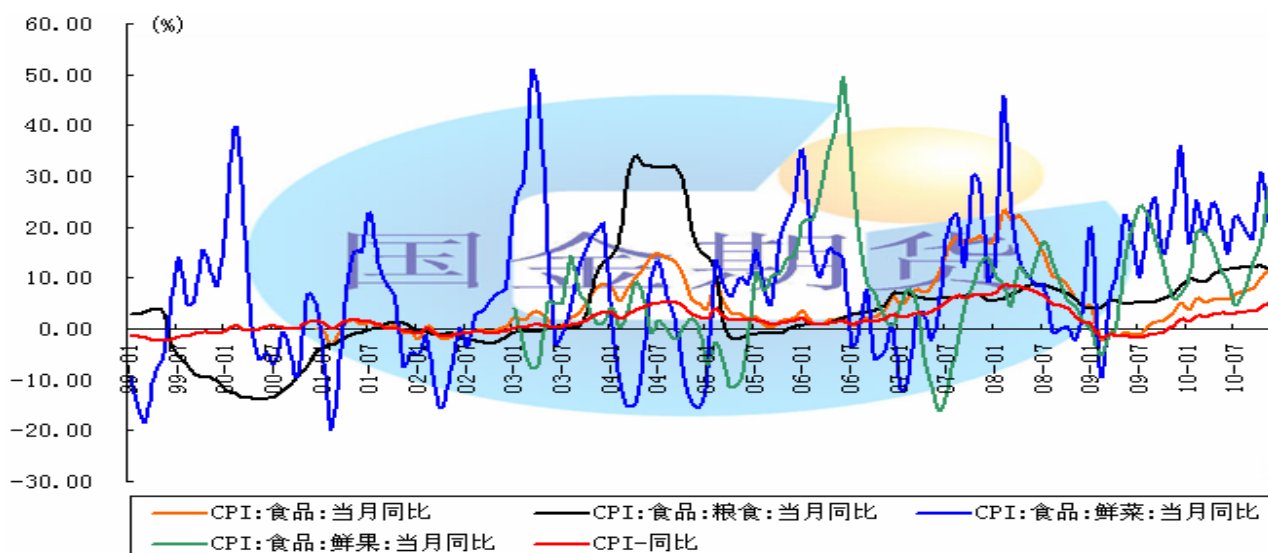


数据来源：wind, 国金期货研究所

(7) 中国沉重的通胀压力已经形成，并有持续严重的趋势

我们前面阐述的极度宽松的货币环境，势必带给我们越来越强的通胀压力。11 月中国 CPI 快速增长到 5.1%，其中食品类达 11.7%，尤其是鲜菜达到 21.0%、鲜果 28.1%，粮食类也维持在 11.7%的高水准上，直接威胁老百姓的菜篮子（如图 17 所示）。

图 17 中国月度 CPI 运行走势



数据来源：wind,国金期货研究所

(8) 中国反通胀调控：积极的财政政策和稳健的货币政策

面对通胀预期强烈、通胀形势严峻，物价上涨形势恶化的不利局面，政府终于将政策向积极的财政政策和稳健的货币政策转移，强调民生，以稳定物价为目标，通过货币手段、行政手段等进行调控，通过控制流动性过剩的源头，以及税费忧虑、直接限价等手段抑制价格上涨。

另外，国家发改委及各级地方政府陆续出台了一些控制物价上涨的措施，具体可能包括限价、“菜篮子”市长负责制、价格补贴以及严惩囤积居奇等，尤其加大对炒作棉花和玉米行为的惩罚力度。这些措施短期内起到价格管制的效果，但是不能从源头上解决价格上涨的问题。

积极的财政政策和稳健的货币政策，意味着稳健和调整，稳健是前提，调整是手段，发展是目标，因此对抗通胀的斗争，将是长期和稳健的。

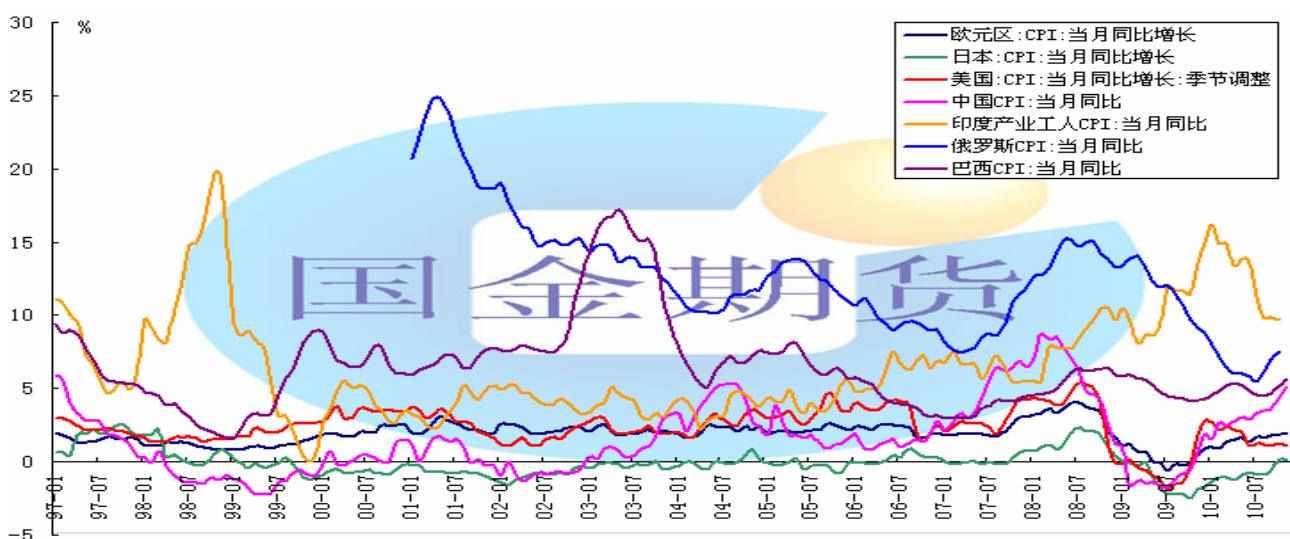
2、欧美债务危机与全球通胀矛盾

(1) 全球通胀与通缩共存，短期刺激西方经济体敢于大量投放资金。

尽管中国处于强烈的通胀压力预期和现实之中，但是西方传统经济体由于金融海啸的打击，以及由中国等世界新兴经济体承担大宗商品等原材料价格的上涨压力，物价极为稳定，甚至存在通缩的担忧。长期通缩的日本虽然在 10、11 月出现小幅正值 CPI，但其核心 CPI 依然与欧元区一样同处下跌态势。而最主要的经济体美国物价处于不温不火之中。这显然给了西方政府长期低利率甚至零利率政策的施展空间，以及短期内大量投入资金刺激需求的物价环境。

但同时，我们看到，以中国、巴西、印度、俄罗斯为代表的新兴经济体正在承受越来越重的通胀压力。如图 18 所示。这显然与新兴经济体的经济结构失衡、国家投资、原材料价格暴涨带来的价格传导机制、金融市场管理无序等等诸多因素造成的，还包括由此产生的外资息差交易及其连锁反应。而这其中的核心问题是全球产业分工和金融市场不对称全球化共同造成的。

图 18 全球主要经济体物价指数 (CPI)

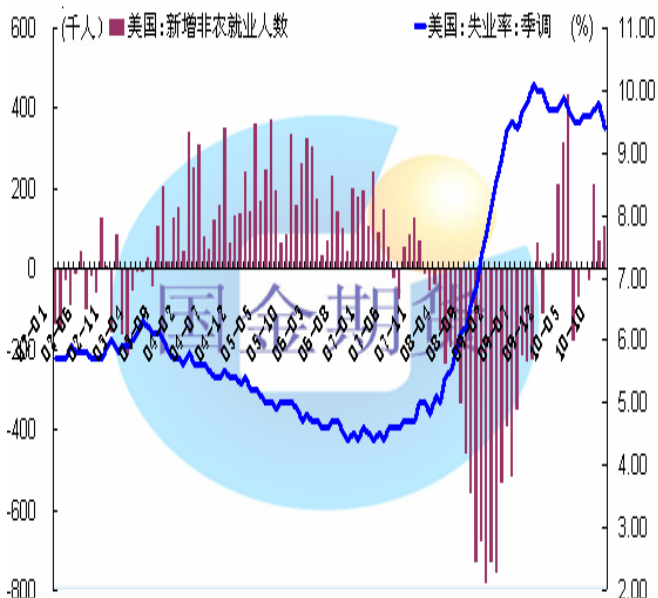


数据来源: wind, 国金期货研究所

(3) 欧美日高企的失业率迫使政府继续大力度实施量化宽松货币政策

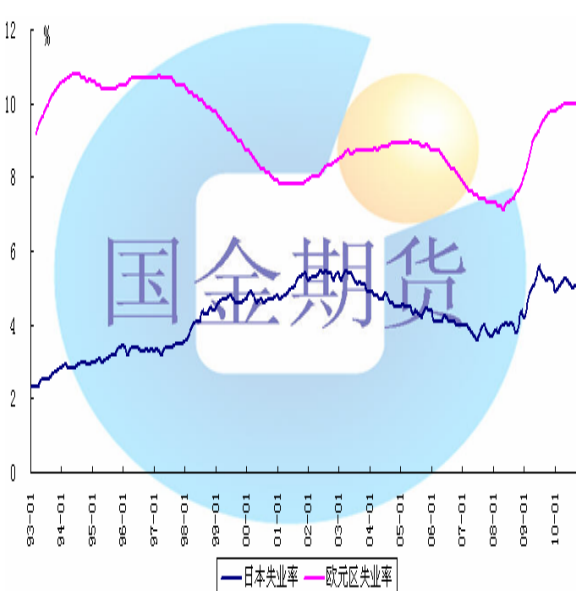
美国当局坚持实施第二轮 6000 亿美元的量化宽松货币政策，并大力推进高逾 8000 亿美元的减税计划，甚至一度要推出 QE3。这一切的最直接导火索，就是美国高企的失业率以及其他诸如房地产市场的问题。如图 19 中所示，美国非农就业指标虽然出现连续数月的好转，但失业率还是居高难下，12 月为 9.4%，虽略有下降但仍是处于高危期。

图 19 美国非农就业指标与失业率



数据来源: wind, 国金期货研究所

图 20 欧元区与日本失业率



数据来源: wind, 国金期货研究所

而欧元区与日本失业率都存在同样的问题。欧元区失业率继续维持高达 10.1% 的失业率，日本虽然只有 5.1% 的失业率，但也同样是其近年来历史高位了。（图 20）

(4) 欧美日货币流动性渐归于稳定。

在经历经济危机的爆发与拯救刺激行动的多次反复后，欧美日货币供应状况逐渐归于相对平稳。如图 21、22 分别所示。但从美元的 M1 同比数据重回 8% 以上来看，美元的流动性正在逐渐加强。值得警惕关注。

图 21 欧元区及日本货币供应增量平稳

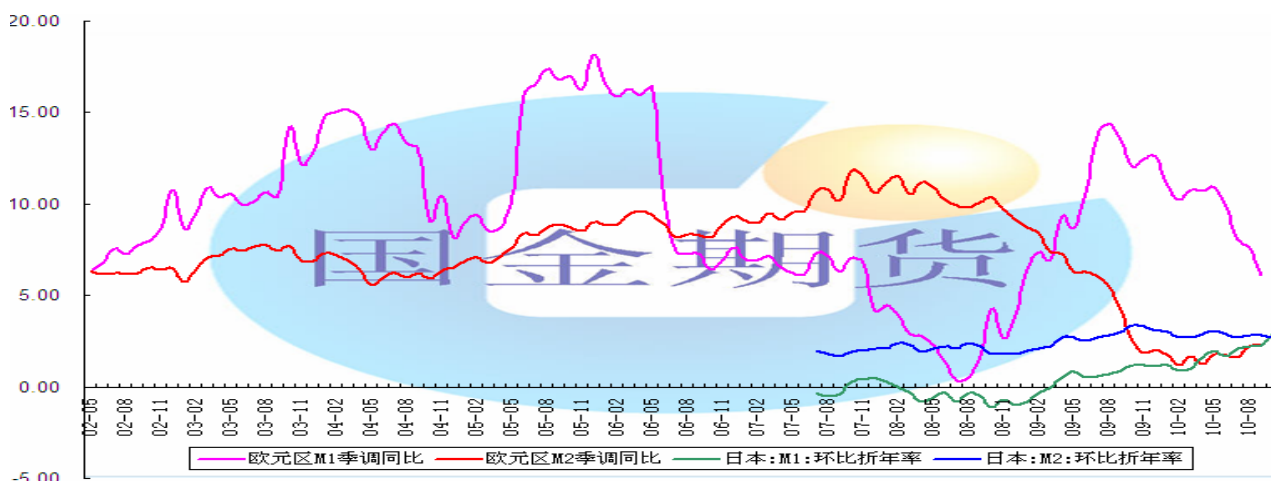
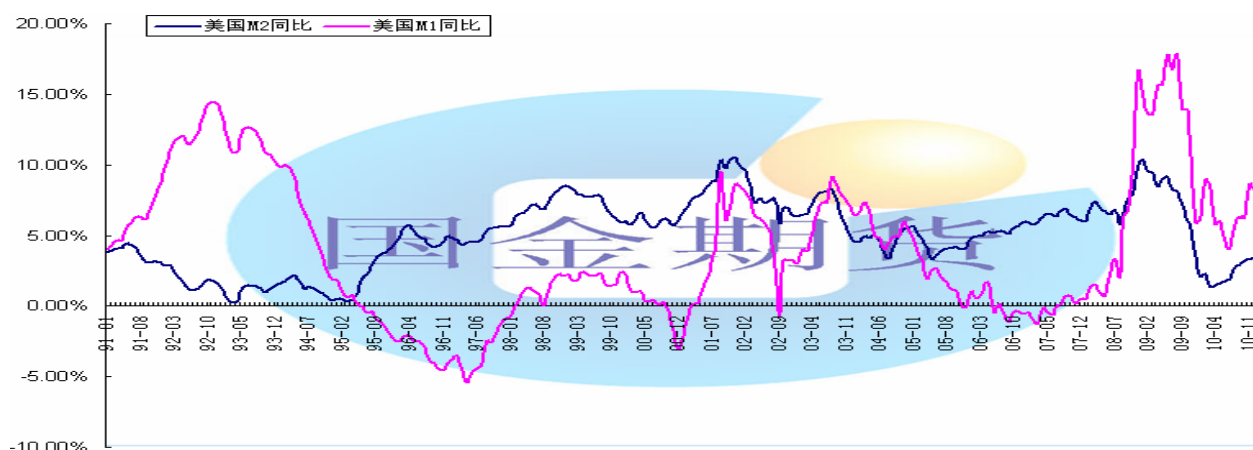


图 22 美国货币供应



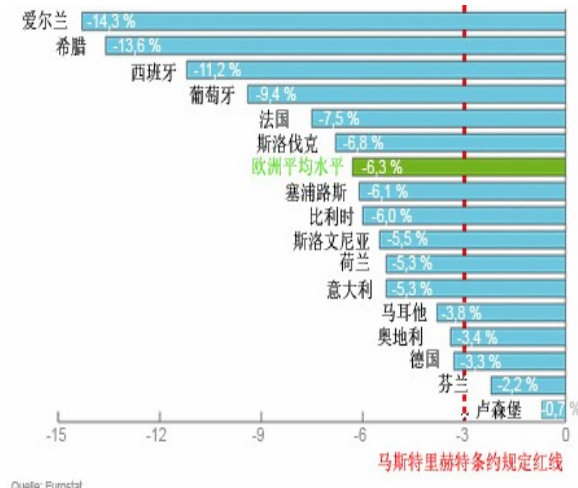
(5) 欧美财政与债务危机将限制经济刺激计划的实施, 甚至拖累经济复苏之路

欧元区债务危机已经持续很长时间了, 各大评级机构三番五次不断调低所谓“欧洲四猪”等国的评级, 造成汇市与商品市场及股市的剧烈动荡。从图 23、24 可以看到, 其实有一大批欧元区国家都超过了所谓财政及负债红线。

图 23 2010 欧洲各国债务与 GDP 比值



图 24 2009 年欧洲各国财政赤字与 GDP 比值

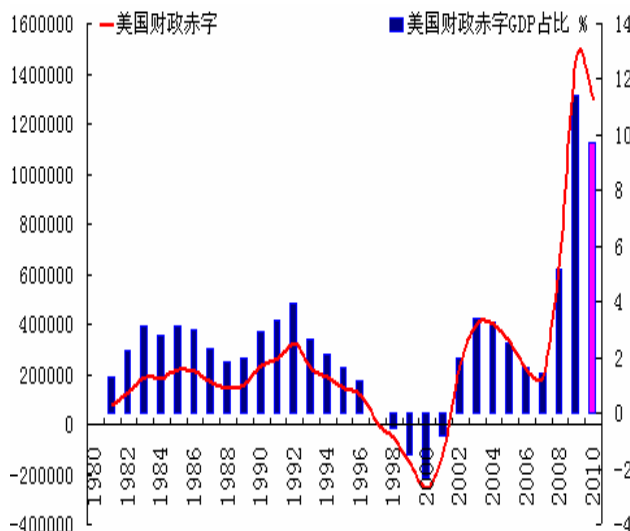


所幸的是，中国政府不仅在调整外汇结构的时候增持欧元区投资的比重，而且在本次欧元区债务危机中频频出手拯救欧洲市场。并带动了日本的共同投入。这种国际博弈大战略眼光可谓高屋建瓴。

由此，欧元区主权债务危机的影响力可能将逐步减弱。

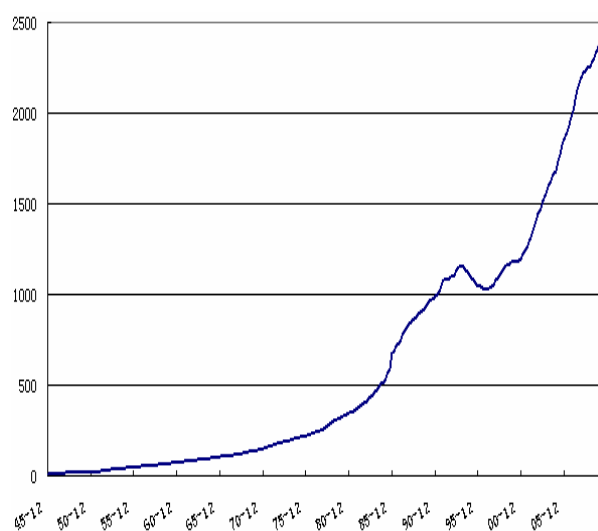
但是市场又把焦点汇集到美国身上，各大评级机构终于提出了要下调美国评级的呼声。

图 25 美国财政赤字状况



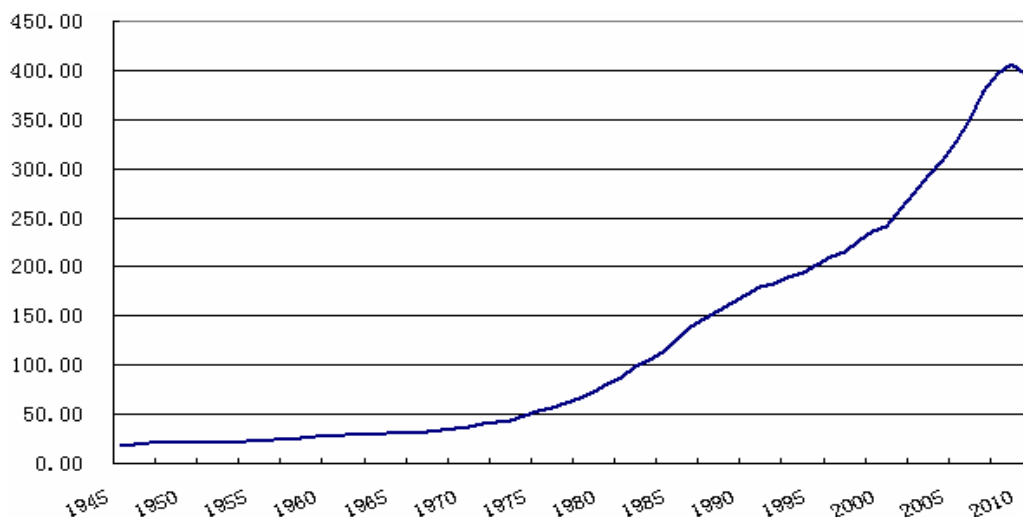
数据来源：wind,国金期货研究所

图 26 美国州及地方政府未偿债务



数据来源：wind,国金期货研究所

图 27 美国信贷市场未偿债务 GDP 占比 (%)



数据来源：wind,国金期货研究所

从图 25-27 可以看出，无论是美国债务占 GDP 比重已达 400%，还是财政赤字占 GDP 比值已达 10%，这都已经可以“媲美”欧元区任何一个深陷主权债务危机的国家。同时美国各级地方政府也频发财务危机，各级州及地方政府未偿债务已达 24170 亿美元，美国 2011 年将有上百城市陷入破产境地的传闻很有可能变成现实。

果真如此，全球金融市场又将陷入一场空前的金融危机之中。

小结

宏观经济形势的好转，对铜铝锌而言，是最直接的利多。而同时货币流动性的严重过剩，造成了以铜为代表的金属商品金融属性大幅提高。因此中国经济的结构调整以及全球对过度流动性的治理也势必

会对铜铝锌价格带来一定的阻力。

如前面分析中指出，2011 年的影响因素纷繁复杂，而且影响的方式的力度都存在很多的变异。其中最大的变数，是欧美尤其是美国可能的债务危机问题。因此，经济复苏的势头将会更显得反复无常，从而对铜铝锌的走势带来更多的区间振荡。

三、铜铝锌供需矛盾分析及展望

（一）铜铝锌供求矛盾现状

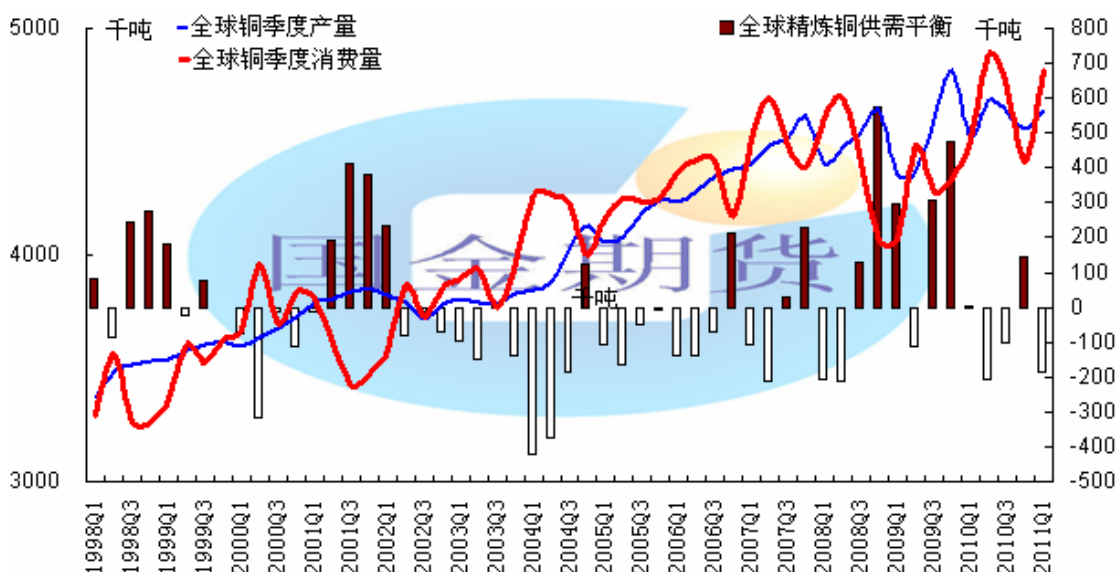
在经过全球主要经济体的持续资金推动下，经济复苏的步伐逐渐稳定，铜铝锌的需求逐渐恢复，尤其是欧洲部分国家以及中国的需求复苏较为明显。同时美国需求也在稳步回升。如此情况下全球铜市场在 2010 年重新出现供应缺口，而铝和锌的过剩局面得到一定程度的缓解。

1、全球铜市场再度出现小幅的供应缺口

（1）精炼铜市场

在连续 2 年供应过剩之后，2010 年全球精炼铜市场再度出现供应缺口，而这个缺口的产生主要来自需求的上升速度超过了产量的增长速度。根据 CRU 的最新统计，2010 年全球铜产量增长至 1838.1 万吨，而需求达到了 1854.1 万吨，而供需缺口达到了 15.9 万吨。如图 28 所示。

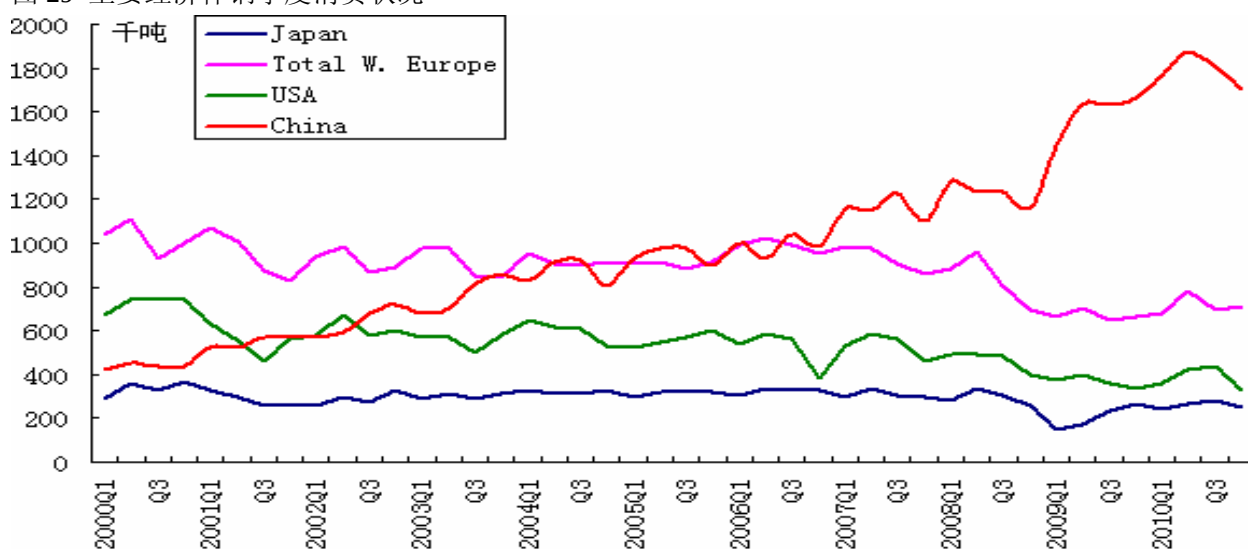
图 28 全球精铜季度供需平衡（1998Q1-2011Q1）



数据来源：CRU，国金期货研究所

在 CRU 的计算统计中，中国继续当仁不让得担当最大的消费国身份，消费量达到 713.9 万吨，同比增加 11.9%，而德国、日本、俄罗斯需求的增幅更是分别达到 14%、14.5%、15.3%，而美国的消费则增幅较小，为 5.1%。图 29 为中美日西欧等传统主要经济体的季度消费情况。

图 29 主要经济体铜季度消费状况



数据来源：CRU，国金期货研究所

需要注意的是，在四季度，各主要经济体的铜消费均出现了一定的回落，尤其是中国和美国。这里既有季节性因素影响较强，也与前文分析的调控因素等宏观面因素影响有关。而长期来看，美国、西欧和日本等西方传统国家的精铜消费量长期来看处于下降态势，这是全球产业分工后的必然局面。前段已经分析了美国和欧洲经济复苏前景，预计 2011 年美、欧的精铜消费量将触底回升。考虑到美国房地产市场在 2010 年各项经济指标持续改善的背景下仍然显露出滞后性和低迷，可以预期，除非 2011 年房地产市场触底回升，否则美国铜消费仍难有明显的升势。

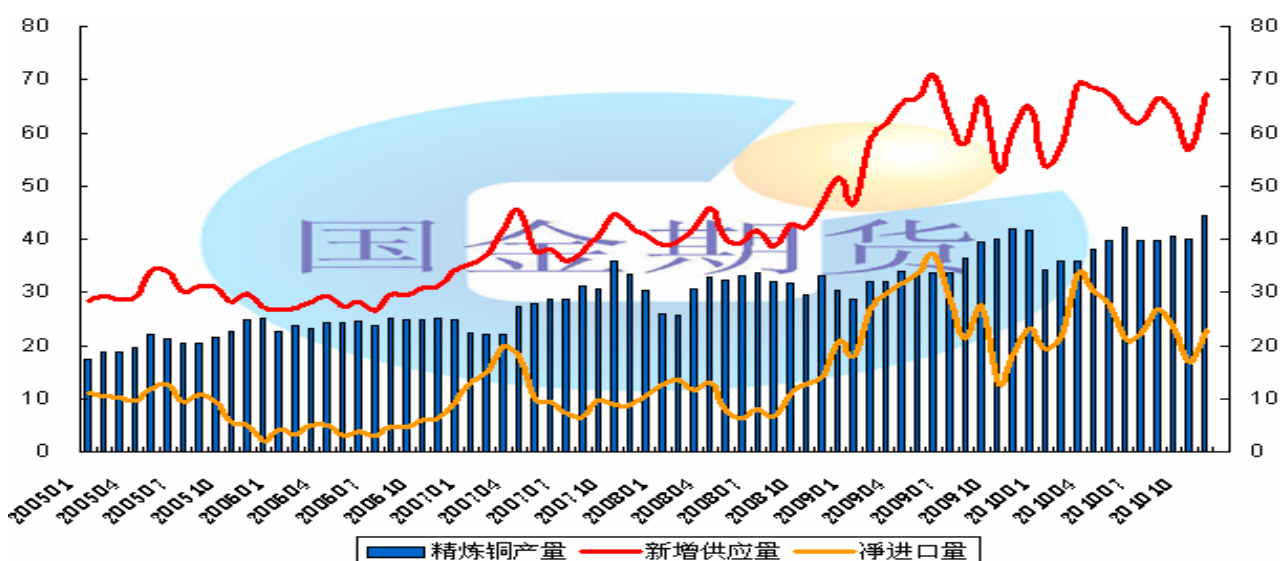
（2）中国市场铜资源供应充分

根据中国国家统计局数据，2010 年 1-11 月中国生产电解铜再创历史新高，达到 430.2 万吨，较去年同期增加 45.7 万吨，或 11.9%。其中 11 月创出历史月度最高产量 44.3 万吨。全年产量有望达到 475 万吨。

同时，2010 年中国进口精炼铜由于价格高企和长期处于进口亏损的局面而较 2009 年有了一定的回落。1-11 月净进口为 266.5 万吨，全年净进口估计约为 290 万吨，较 2009 年减少 19 万吨，或 -6.1%。

综合以上两项，1-11 月中国精炼铜新增供应量为 696.7 万吨，同比增加 26.3 万吨，或 3.9%。全年精炼铜新增供应量估计约为 765 万吨，同比增加 29.8 万吨，或 4.1%。如图 30 所示。

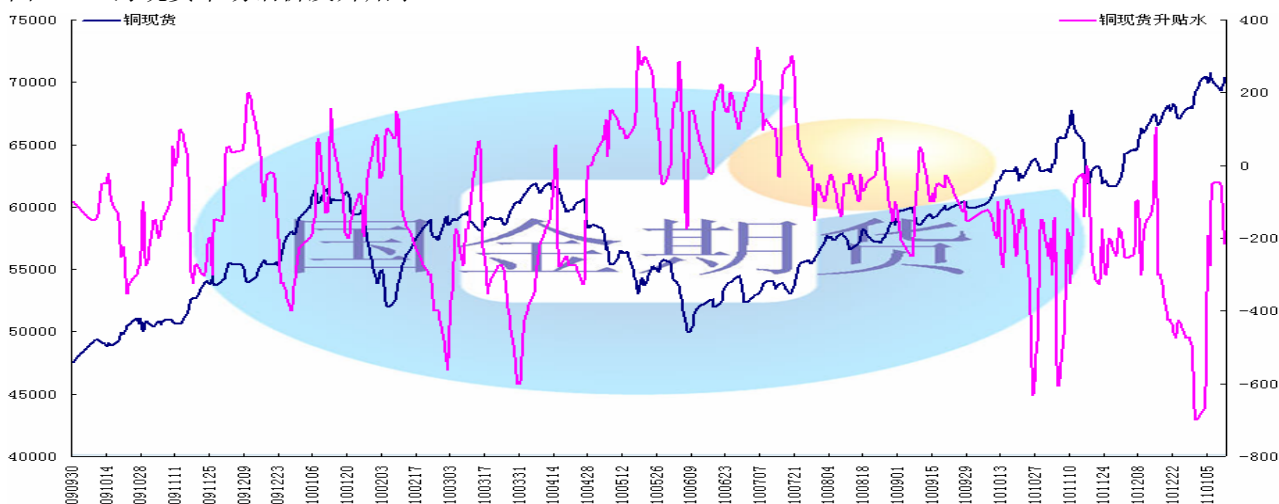
图 30 中国精炼铜产量、净进口数据及新增供应量



数据来源：国家统计局、中国海关，国金期货研究所

上海铜现货市场升贴水的状况也反映了现货供应继续充足过剩的局面：

图 31 上海现货市场铜价及升贴水



数据来源：上海金属网、国金期货研究所

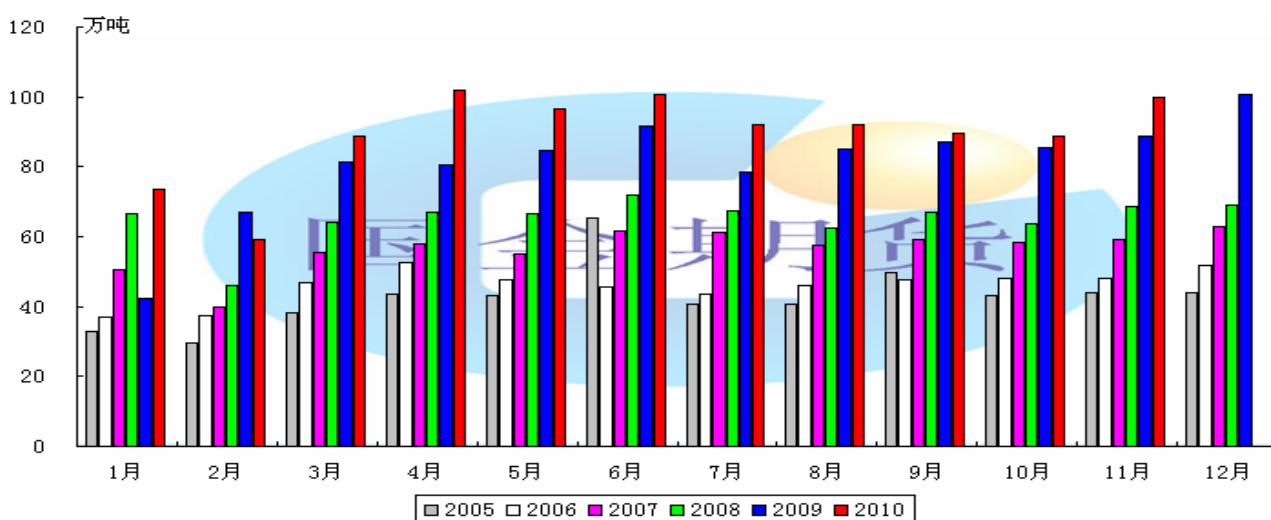
2010 年大部分时间里，上海铜现货市场处于贴水状态，而仅仅是在价格下跌的 4-6 月期间出现过一段时间的小幅升水（如图 31），这说明整个市场供应仍总体充分，而供应过剩的幅度有限。同时铜的刚性需求仍然稳定。

根据 CRU 有关中国铜 2010 年需求总量 713.9 万吨的数据推算，中国 2010 年新增精炼铜过剩量约在 50 万吨以上。无疑，这些资源进入了各种显隐性库存中，或者成为了资本的投资性需求了。

（3）节能减排压制了加工业对精炼铜的需求

2010 年 6 月 22 日，中国为促进节能减排，宣布自 2010 年 7 月 15 日起，将取消部分钢材、有色金属加工材等 406 个税则号商品的出口退税。显然，以来料加工为主的中国铜材生产受到较大的影响，产量增幅明显回落。

图 32 中国铜材月度产量



数据来源：国家统计局，国金期货研究所

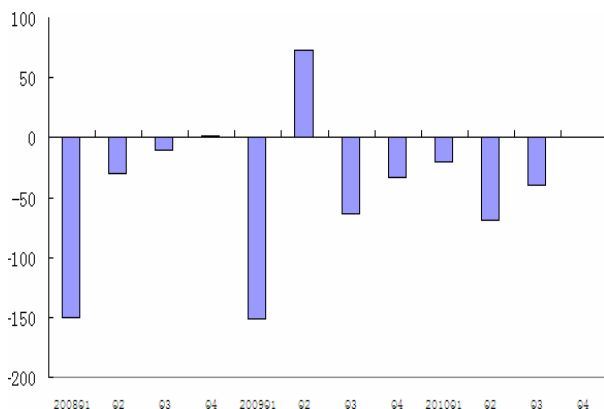
在经历连续三年的快速增长后，2010 年铜材产量依然保持了增长的态势，但其增速出现了明显的回落。截止 11 月，铜材产量为 960.5 万吨，较去年同期增加 10.89%，这个增速较之 07 至 09 年同期 20% 左右的状况有明显的回落，而与 05、06 年的情况类似。铜材产量增幅的回落，既有政府取消出口退税的影响，同时这也反映了在连续快速上涨的铜价面前，下游的需求增长出现了疲弱乏力的局面。（图 32）

(4) 铜精矿的瓶颈问题依然是市场炒作的核心

近三年铜精矿市场维持供不应求的现状，但紧张程度有所缓解。

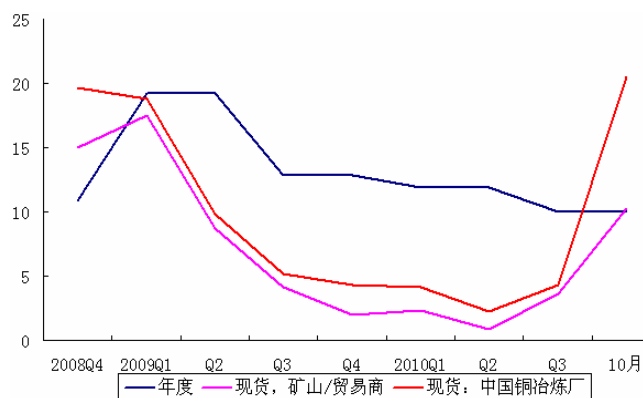
国外机构和媒体一再宣传铜矿的供不应求，这成为市场炒作的一个焦点。而从 CRU 的统计数据看，这一点也体现无遗。如图 33 所示，2010 年 1-3 季度铜精矿缺口分别达到 2 万吨、6.9 万吨、4 万吨。如此预计 2010 年将出现约 15 万吨左右的缺口。

图 33 全球铜精矿供求平衡



数据来源：CRU，国金期货研究所

图 34 铜精矿加工费 (TC/RC)



数据来源：CRU，国金期货研究所

但真实情况如何？当印度 Sterlite Industries 公司在 9 月应法院判决关闭其世界第九大铜冶炼厂的时候，国际市场发生了铜精矿加工费 TC/RC 从大约 46.5/4.65 的水准急速反弹到 100 美元/10 美分的局面，显然，这说明铜精矿供应缺口并不如宣传炒作那样真实（图 34）。

显然严重过剩的铜冶炼产能远超铜精矿产量，尤其是中国新产能的不断扩张，才是其中的根本原因。尽管国家在 2010 年多次提出淘汰落后产能，但是明显对铜的冶炼影响微乎其微。

首先铜冶炼先进工艺的产量已占全国总产量的 95% 左右。硫的利用率达到 95% 以上，固化率达到 98% 以上，我国铜工业的技术经济指标和环保指标已达到国际先进水平。而湿法炼铜技术，近年来也有了长足的发展，产量由 2005 年的 3.5 万吨，增长至目前的约 10 万吨。据统计，需要淘汰的铜冶炼产能仅仅 33 万吨而已。而中国铜精炼总产能将继续膨胀，预计到 2015 年年底将超过 1000 万吨。

表 1 铜冶炼淘汰落后产能

序号	单位	淘汰产能 (万吨)
1	铜陵有色集团股份有限公司	3
2	大冶有色金属公司	6
3	葫芦岛有色金属公司	6
4	烟台鹏辉有限公司	5
5	赤峰金剑有限公司	5
6	赤峰金峰有限公司	3
7	包头飞尚有限公司	2
8	包头华鼎有限公司	3
	合计	33

铜矿供应的增长速度已经显然落后。其主要原因就是受制于铜矿开发周期较长，以及新开铜矿品味下降等不利因素。全球铜精矿供应增速在 2011-2014 年最多维持不高于 2% 的水平。

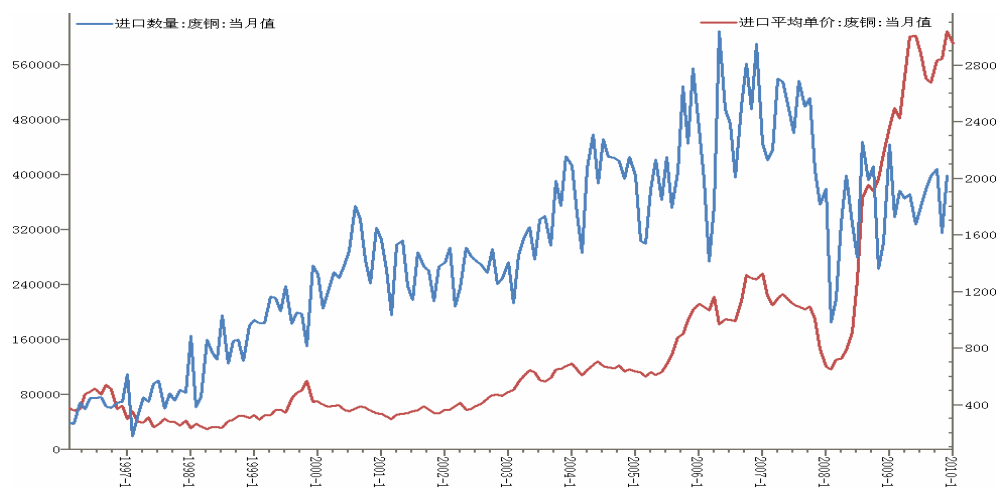
因此铜矿资源紧张的话题，将是很长时间内炒作的重点。

(5) 废铜市场供应缓步回升

中国是全球废铜的主要需求国。查看历年来中国废铜进口变化，发现自 2007、2008 年两年进口高峰时期以来，中国铜进口自 08 年年底低谷回升速度较缓慢，也迅速推高了废铜的价格。但随着废铜价格的过快上升，尤其 2010 年 6 月之后，受制于中国极为严格的进口废铜新规，废铜进口陷入平台整理阶段，进口增长几乎陷入停滞状态。

2010 年的废铜进口如预期般回升，全年共进口废铜 436 万吨，较去年同期增加 9.2%（图 35）。

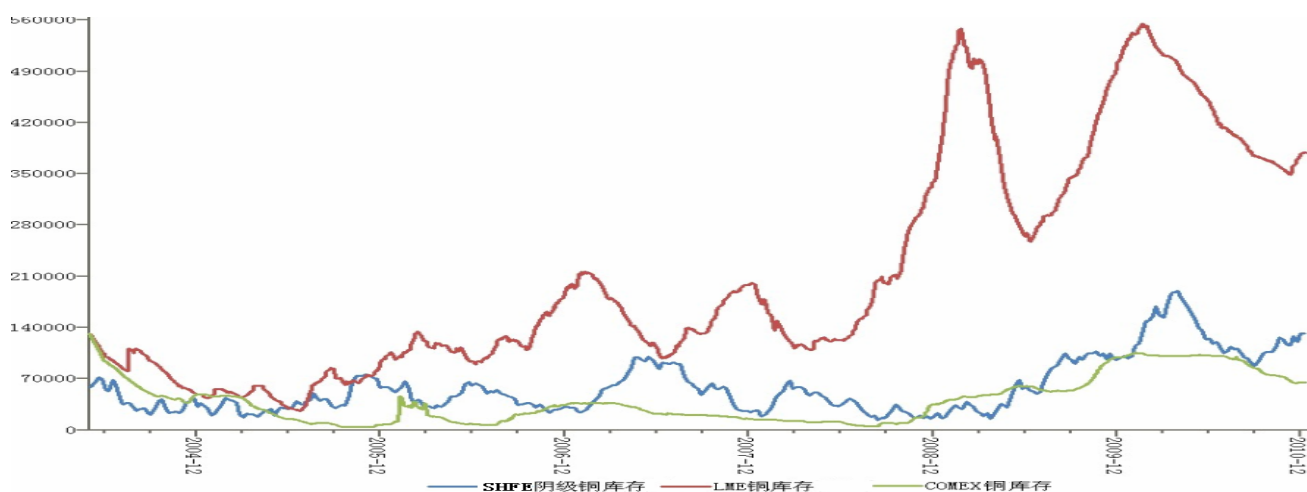
图 35 中国废铜进口与废铜价格关系



(6) LME 与 SHFE、COMEX 铜库存上升后回落

2010 年 LME 铜库存先增后减，在创 55.5 万吨的新高后，一路走低至 34.86 万吨，后有所回升至年底的 37.76 万吨，较 2009 年底下降 24.8%。而上海期交所铜库存总体呈上升趋势，从年初的 95315 吨到最高的 189441 吨，最后为 131891 吨，增加 38.37%；而 COMEX 铜库存则由 2010 年底的 9.916 万短吨一路减少 34.9% 至 64613 短吨。三地交易所库存合计 56.81 万吨，较 2009 年底下降 17.4%（图 36）。

图 36 SHFE、LME 、COMEX 铜库存



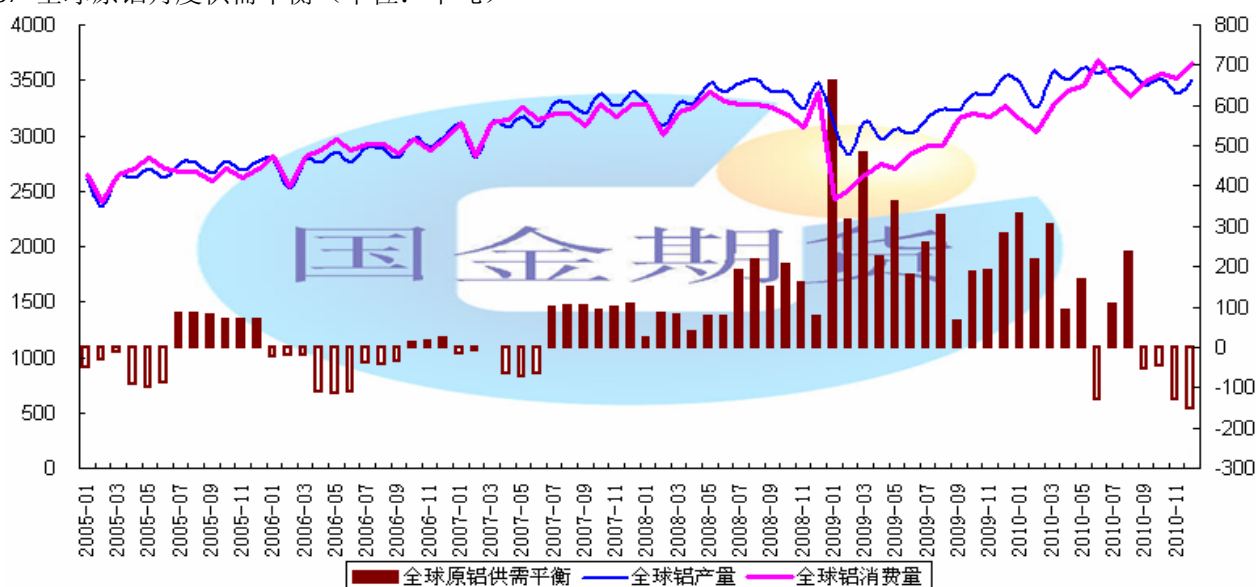
数据来源：WAND 资讯，国金期货研究所

2、全球原铝市场供需矛盾分析

(1) 全球原铝市场供需矛盾逐渐缓和，过剩压力减轻。

2010 年预计全球原铝产量达到 4200 万吨，原铝消费量为 4105 万吨，过剩 95 万吨（图 37）。全年来看，全球铝市场仍呈供给过剩的局面，但过剩的状况已较 2009 年底的过剩 336 万吨有了极大的改善。

图 37 全球原铝月度供需平衡（单位：千吨）



数据来源：CRU、国金期货研究所

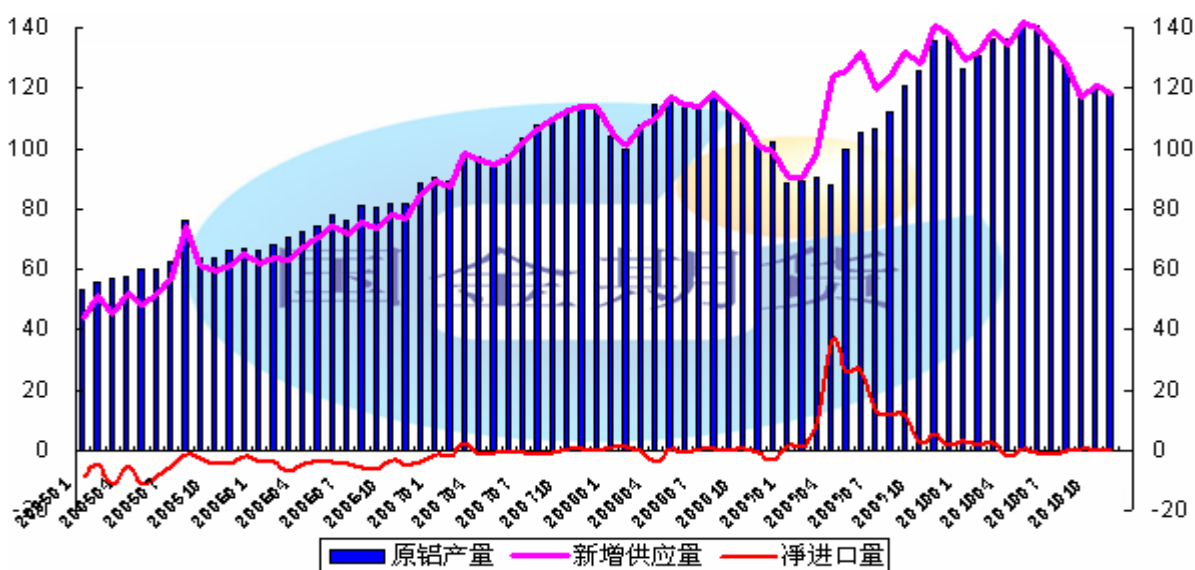
从全球原铝供求数据可以看到，08年下半年至2010年1季度全球铝供给严重过剩，需求受金融危机波及的负面影响比产量更大。从2010年2季度开始原铝需求开始加速回升，无论是中国还是美国、欧洲、日本等传统和新兴经济体，都出现20%以上的增幅。从行业看，建筑业、中国高铁、汽车产业获得千载难逢的机会，贡献较大。而同时供给方面的中国减产因素也是重要原因。

（2）中国供应依然充足，节能减排压缩产量缓解过剩压力

2010年中国铝的生产出现了先增后减的过程，其中5月份创出了141.6万吨的历史最高月度产量纪录，但随后这种扩张的脚步被国家一而再再而三的禁令而踩了刹车，产量逐月下降至120万吨左右，截止11月共生产铝1435.6万吨，同比大增22.6%。

同时中国对原铝的进出口活动也逐步减弱到可以忽略的地步，1-11月的净进口量仅为4.03万吨，同比大幅萎缩97.2%。综合计算，1-11月中国原铝新增供应量1439.63万吨，同比增加9.88%，预计全年为1560万吨，同比增加8.01%（图38）。

图 38 中国原铝产量、净进口数据及新增供应量

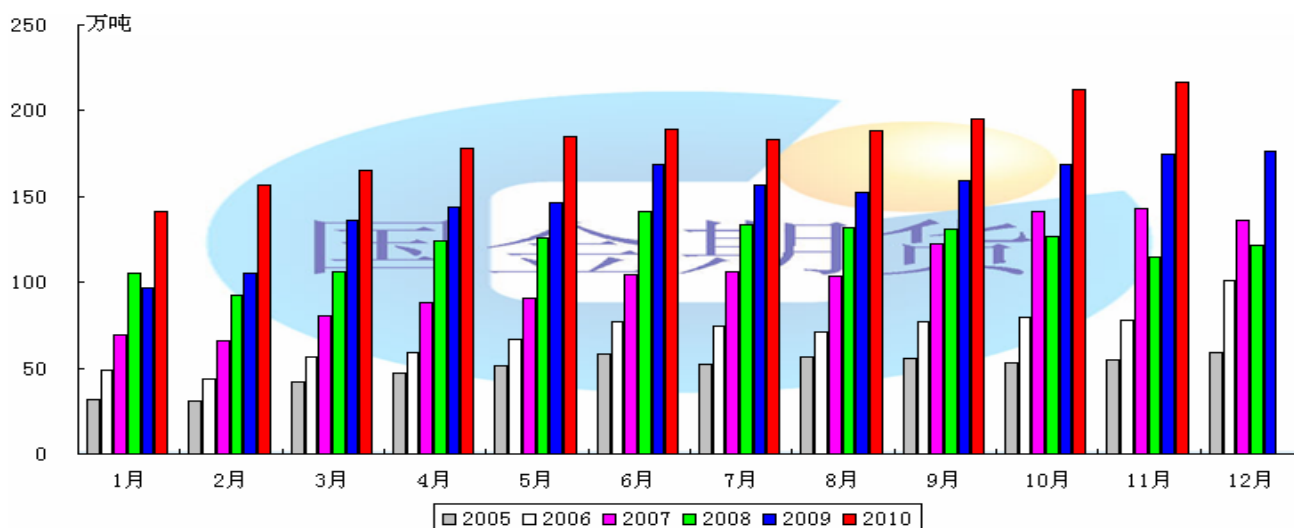


数据来源：国家统计局、中国海关，国金期货研究所

(3) 中国需求增长是主要的焦点。

由于年终取消出口退税的商品不包括各种铝材，使得铝加工行业继续得到快速发展，同时铝价波动有限使得铝材的需求明显不存在价高带来的负面影响，因此在房地产、高铁、包装以及汽车等行业的飞速发展带动下，中国铝材产量保持了较高的增速。截止 11 月，全国各类铝材产量达到 1999.38 万吨的历史高位，较去年同期大增 25.3%，全年有望实现 2230 万吨的产量，再创历史新高（图 39）。

图 39 中国铝材月度产量

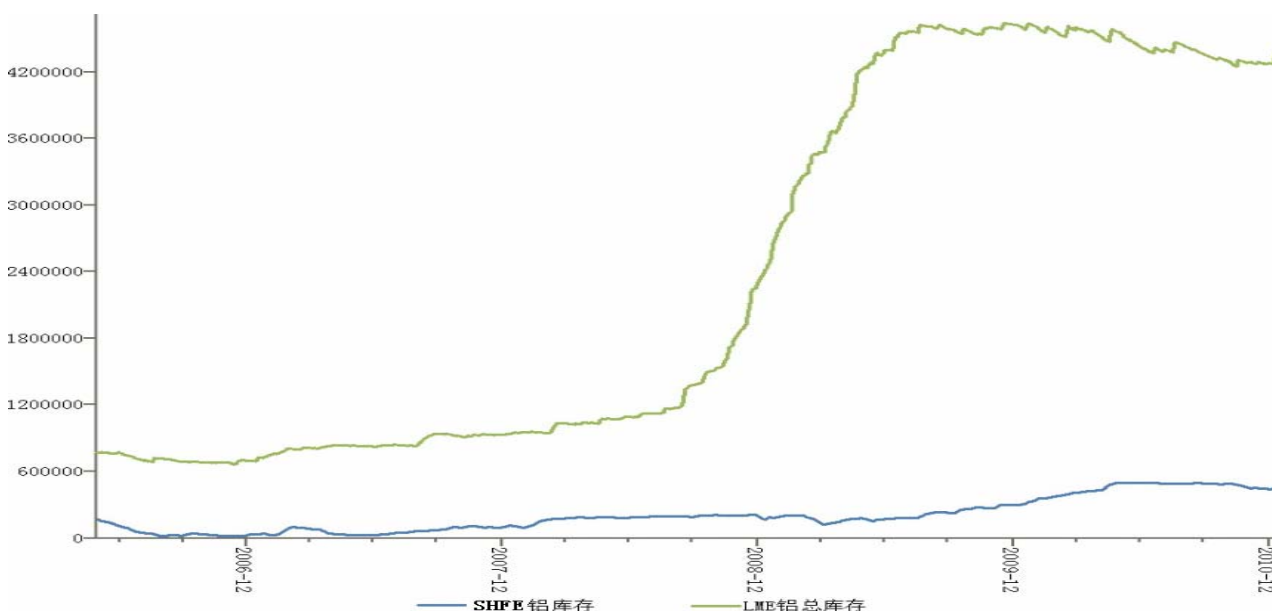


数据来源：国家统计局、中国海关，国金期货研究所

(4) LME 与 SHFE 铝库存减少

2010 年 LME 铝库存由高位小幅减少至 427.7 万吨，较 2009 年底的 462.9 万吨下降 7.6%。而上海期交所铝库存从年初的 297509 吨增加到 441169 吨，增幅达 48.3%。两地交易所库存合计 471.8 万吨，较 2009 年底小幅下降 4.23%（图 40）。

图 40 LME 与 SHFE 铝库存（吨）



数据来源：WAND 资讯，国金期货研究所

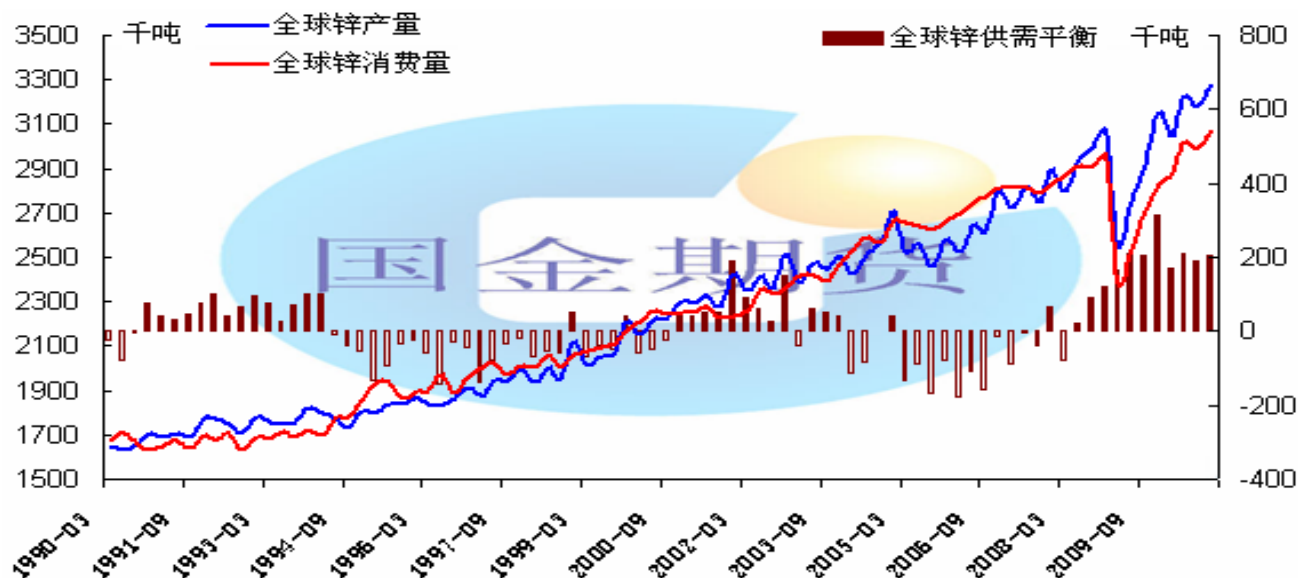
除中国外的全球市场，原铝供求形势在 2011 年不会出现太大变动，尤其是需求增速有望趋于平稳；最大变数来自中国市场，因产量和消费量均占到全球市场的 40% 以上。

3、全球精锌市场供需矛盾分析

(1) 全球精锌市场供应过剩压力依旧沉重

2010 年全球精锌消费量增加了 14.3%，达到 1195 万吨，这个增速超过了产量 12.1% 的增速，但仍然很难拉近与总产量 1272.5 万吨的距离，过剩仍有 77.5 万吨。这比 2009 年的过剩 89.5 万吨略有好转，但尚不足以改变强烈过剩的局面。（如图 41 所示）

图 41 全球精锌季度供需平衡



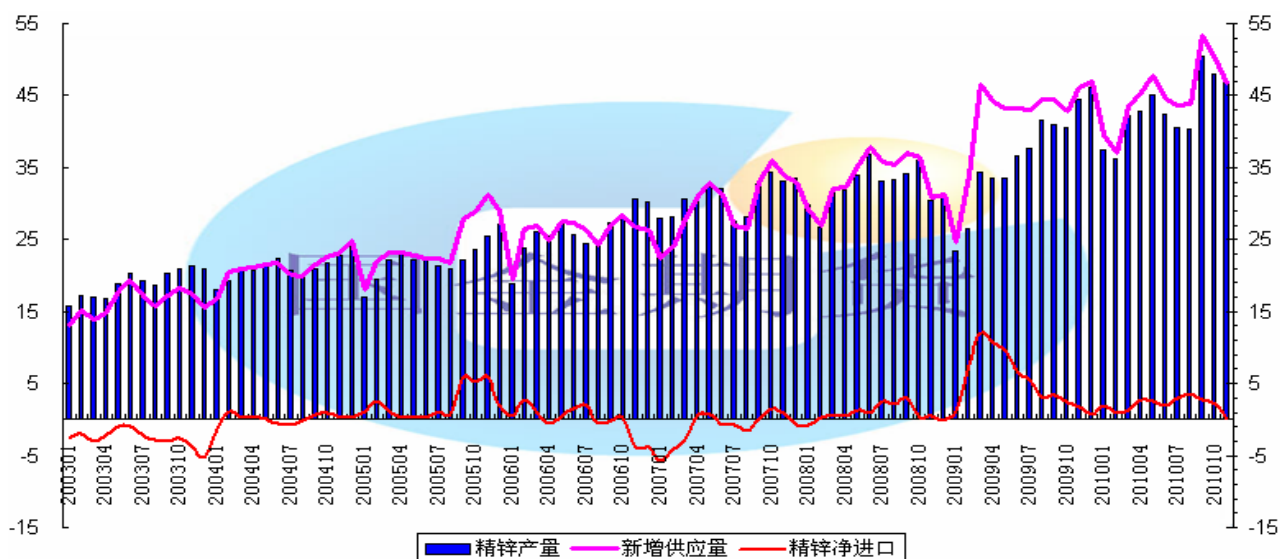
数据来源：CRU 国金期货研究所

(2) 中国精锌冶炼产量给力，供应充足

尽管在 2010 年数度出现由于铅污染的问题而导致部分精锌冶炼企业受到抑制传闻，但中国精锌的生产始终如火如荼，在 9 月份创出 50.46 万吨的历史最高月度产量纪录，随后依旧保持 46 万吨以上的较高月度产量，截止 11 月共生产精锌 479.9 万吨，同比大增 21.8%。

而中国对精锌的进出口活动也逐步减弱，1-11 月的净进口量仅为 24.8 万吨，同比大幅萎缩 60.8%。综合计算，1-11 月中国精锌新增供应量 504.7 万吨，同比增 10.5%，预计全年为 555 万吨，同比增加 10.2%。

图 42 中国精锌产量、净进口数据及新增供应量



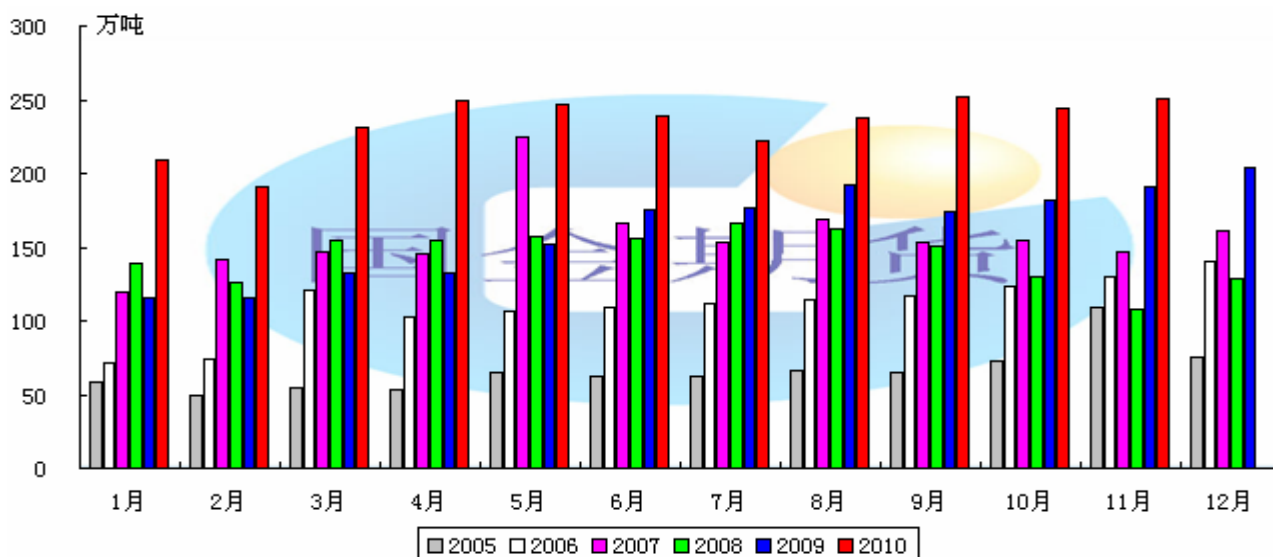
数据来源：国家统计局、中国海关，国金期货研究所

(3) 建筑、汽车等行业 2010 年的井喷发展刺激镀锌需求的迅猛增加

由于节能减排而推出的鼓励小排量汽车优惠活动大大刺激了中国汽车消费的爆发，房地产市场的迅猛发展也进一步带动这项消费的迅猛增长。相比较而言，锌的需求增速无疑是最快的，这也与其低成本高质量的镀涂新工艺全面普及有很大关系。

由于无法直接统计镀锌板的数据，我们以镀层板带为例，说明锌需求的迅速增长。截止 2010 年 11 月，我国镀层板带产量累计已达 2589.5 万吨，同比增幅高达 39.7%，在度过低迷的 2008、2009 年度后，重回以前的迅猛增长势头（图 43）。

图 43 中国镀层板带月度产量



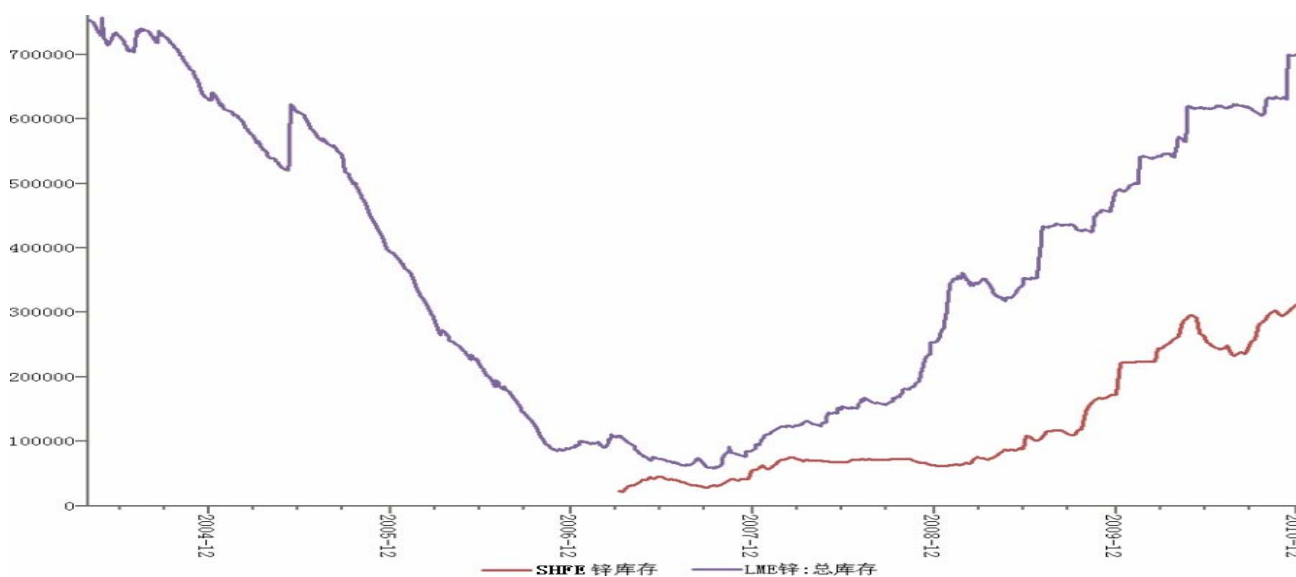
数据来源：国家统计局、国金期货研究所

(4) LME 与 SHFE 锌库存大幅增加

在供应严重过剩的压力下，两地锌库存均出现了较大的增加。

2010 年 LME 锌库存增幅达到 43.7%，为 70.14 万吨。而上海期交所锌库存则大增 80.8%，达到 31.07 万吨。两地交易所库存合计 101.2 万吨，较 2009 年底大增 53.37%（图 44）。

图 44 LME 与 SHFE 锌库存（吨）



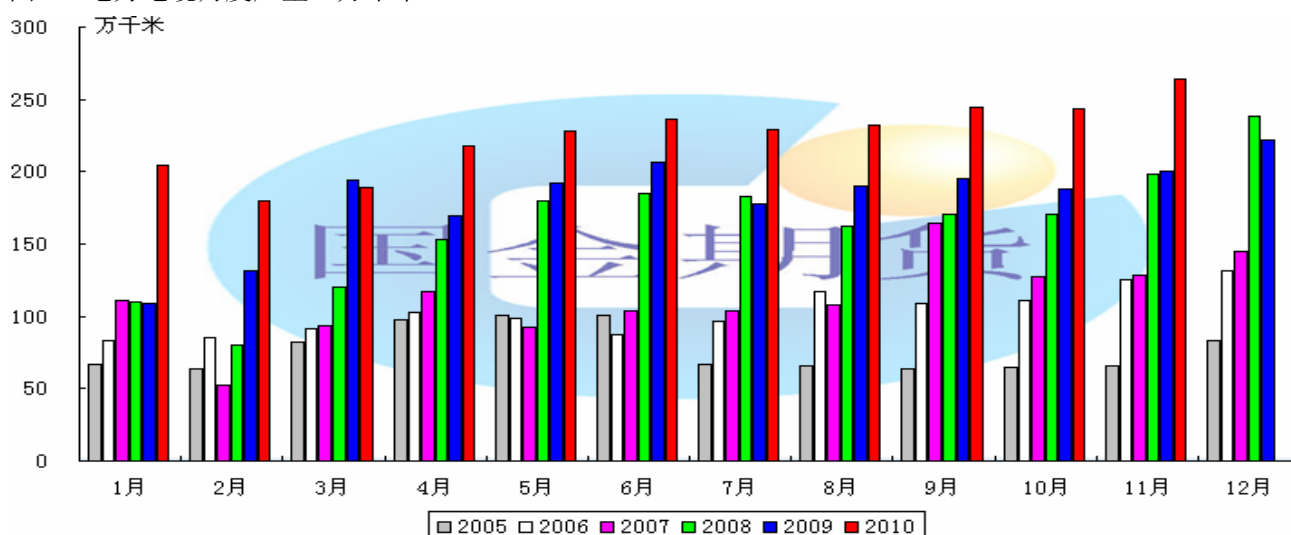
数据来源：WAND 资讯，国金期货研究所

3、2010 年中国铜铝锌主要下游市场需求分析

(1) 电网投资带动电力电缆需求进一步提升：

作为铜消费的最大组成和铝消费的重要组成，2010 年中国电网改造的投入虽然较之前有所回落，但是电力电缆的产量出现了飞速的提高。在已经过去的 11 个月份中，除 3 月份出现一次小幅同比的回落外，其他月份都至少保持了 14-33%以上相对稳定的同比增幅。根据统计局数据，1-11 月电力电缆累计产量达到 2395.84 万千米，较 2009 年同期增幅达到 26.89%（图 45）。

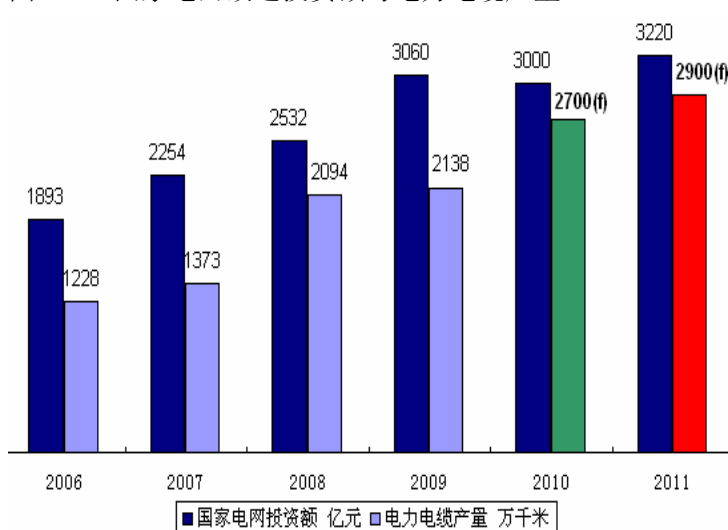
图 45 电力电缆月度产量（万千米）



数据来源：中国国家统计局、国金期货研究所

十一五期间国家电网改造先后共投入 1.27 万亿人民币，而正是在这个期间，中国电力电缆的年产量有了从不足 500 万千米到 2700 万千米的飞速增长。而根据国家电网最新公布的十二五规划，将大力建设智能型电网，作为“十二五”的第一年 2011 年，国网预设固定资产投资 3220 亿，其中电网投资 2925 亿，比去年电网投资 2644 亿增加近 300 亿。未来 5 年国网将投资超过 5000 亿元，上马特高压工程等，以将中国电网建成智能电网（图 46）。

图 46 国家电网改造投资额与电力电缆产量



数据来源：中国国家统计局、国金期货研究所

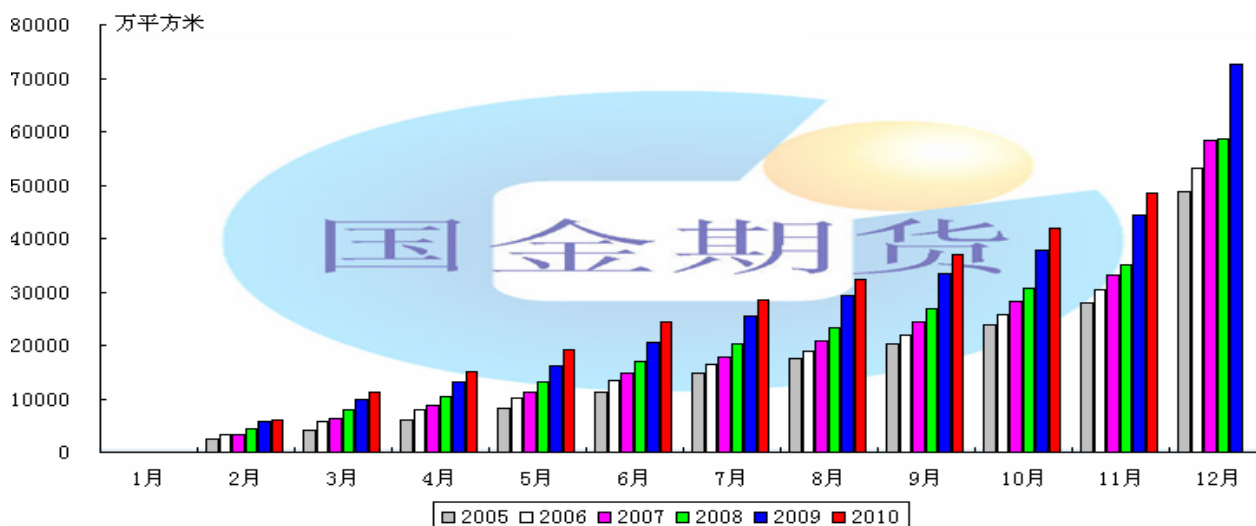
尽管如此，如前所分析，2010 年电力电缆产量的飙升有很大程度是对 2011 年开始的国家电网改造的预期，而 2011 年的 3220 亿元国家电网固定资产投资占十二五期间超过 5000 亿投资的比例明显过高。同时，国家开始启动新一轮的农村电网改造，而始于 2010 年的农村电网改造为期三年，投资约 2000 亿。农村电

网的改造在一定程度上反映了城市电网等的改造已渐入后期阶段。因此估算 2011 年中国电力电缆的需求将增长有限，预计全年产量约 2900 万千米。

(2) 房地产：

2010 年是房地产行业整顿的一年，尽管市场价格依然居高不下，但在量上面确实受到了较大的影响。相较于 2009 年 24% 以上的增幅，2010 年中国累计完成的施工面积截止 11 月份，仅仅增加 9.6% 至 4.85 亿平方米。(图 47)

图 47 中国房地产市场月度累计已完工建筑面积（万平方米）



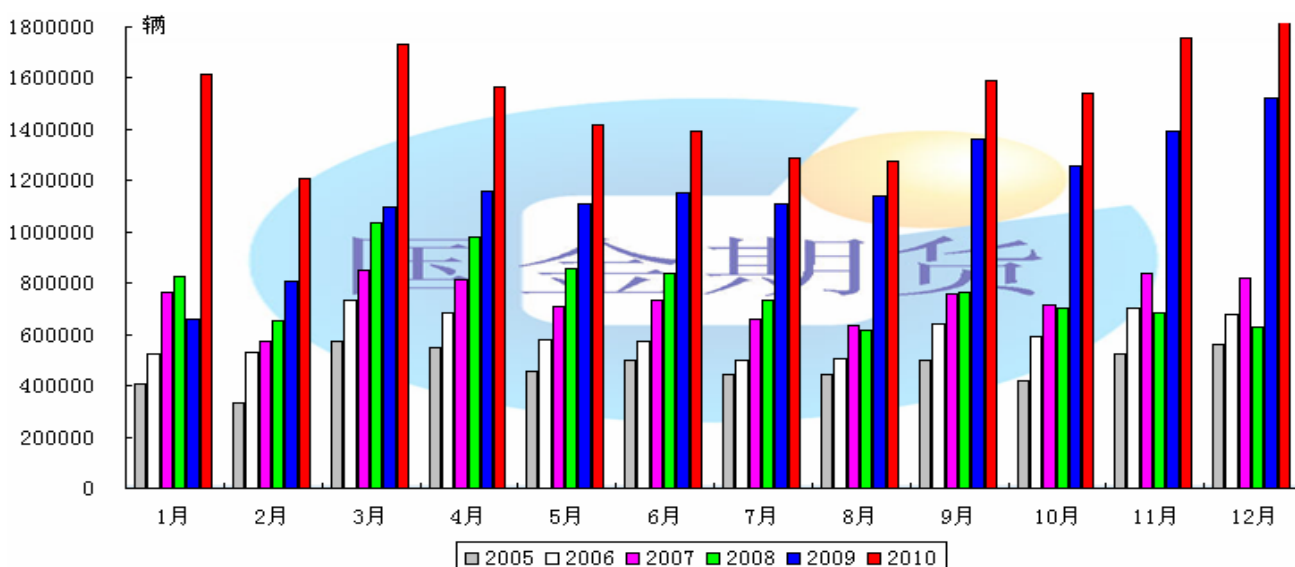
数据来源：中国国家统计局、国金期货研究所

而进入 2011 年后，房地产税在重庆上海两地试行的计划得到批准，这表明以房地产为核心的宏观调控将继续在一定长时间内存在。同时经济适用房全面推开则将在一定程度上弥补由于房改而发生的总量的减少。预计 2011 年中国房地产市场的竣工面积大致将与 2010 年持平。

(3) 汽车：

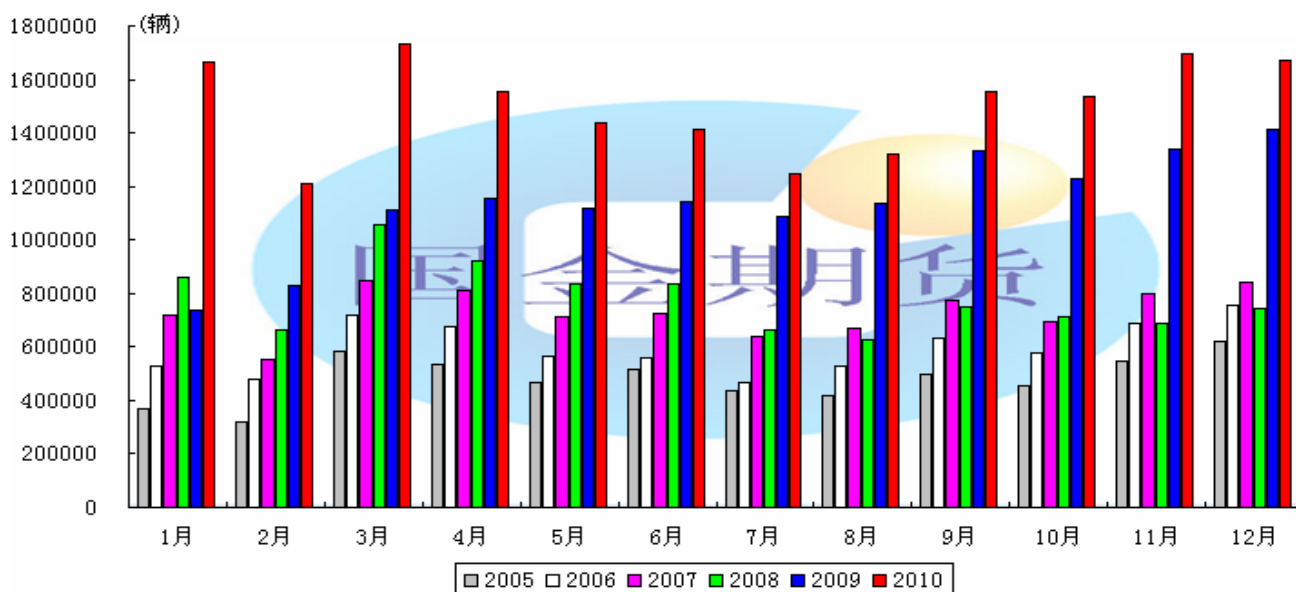
2010 年中国汽车市场在节能减排大旗下走出了几乎疯狂的增长轨迹，产销量均超过美国成为世界第一大汽车产销国（图 48-49）。全年中国汽车产量达到 1826.5 万辆，销量达 1806.2 万辆，均较去年大增 32.4%。

图 48 中国汽车月度产量



数据来源：中国国家统计局、国金期货研究所

图 49 中国汽车月度销量



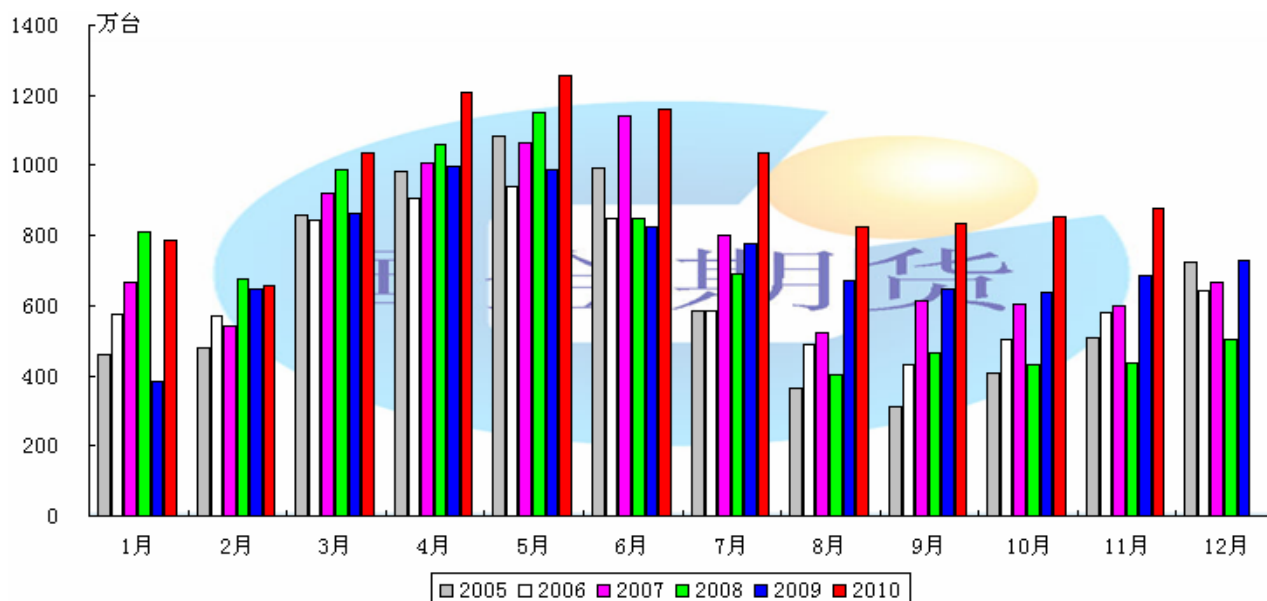
数据来源：中国国家统计局、国金期货研究所

但值得注意的是，12月的产量虽再创历史新高，达到186万辆，但销量仅为167万辆，出现较明显过剩。显然，节能减排旗号下的低排量汽车优惠政策的取消，对中国车市的影响绝对是不可以忽视的，而实际上的库存正在快速增加。展望2011年，虽然节能减排仍将继续，但产业结构的调整压力将使得中国不得不调整汽车行业的优惠政策。尤其是2010年的优惠政策将许多家庭的消费能力提前释放，在多重压力下，2011年中国汽车市场不容乐观。

（4）家用电器：

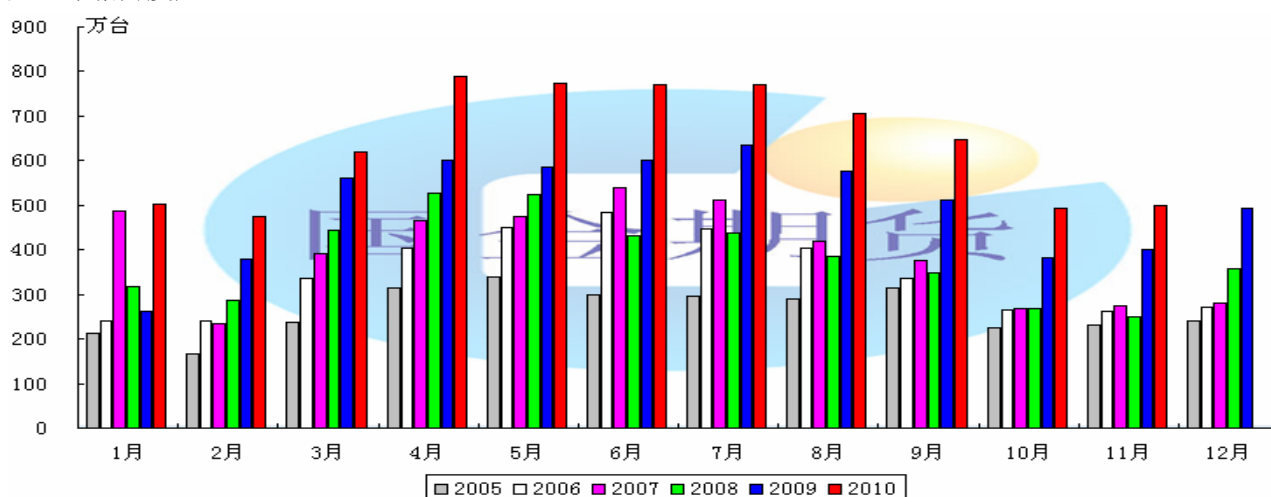
家电下乡的优惠政策使得空调、冰箱和冷柜的产量迅速大增，同时欧美等国消费的均出现了同比回升，国内政策刺激和出口的增加双重因素带动空调冰箱等家电产量大幅上升（分别如图34-所示），所有数据均创出历史新高。截止11月，中国空调和冰箱的产量累计分别达到10288、7021万台，较去年同期分别大增40.3%、28.5%。其中出口同期累计增幅分别达到为51.83%、32.33%。（图50-53）

图 50 空调月度产量



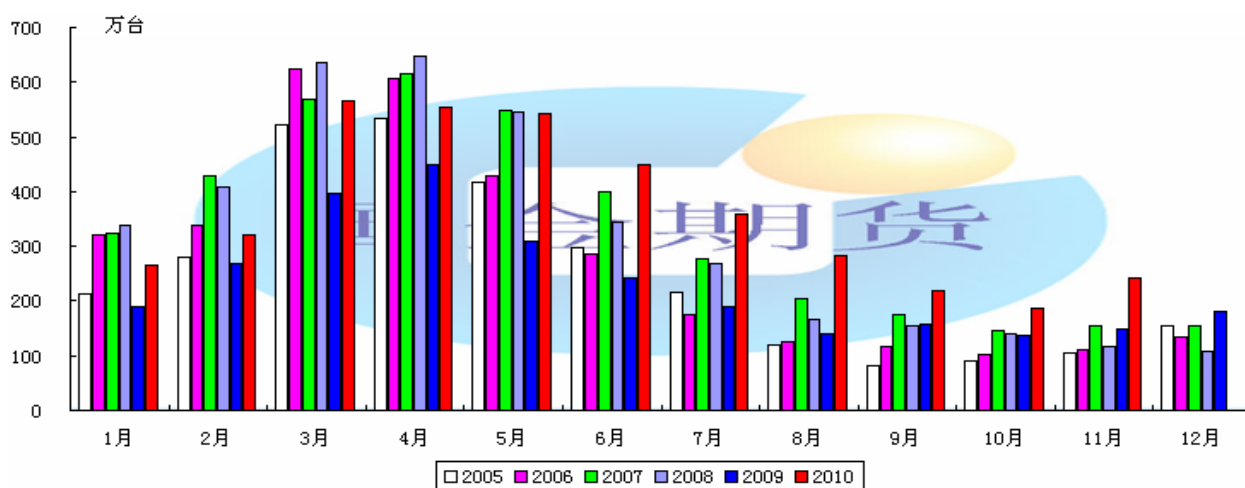
数据来源：中国国家统计局、国金期货研究所

图 51 冰箱月度产量



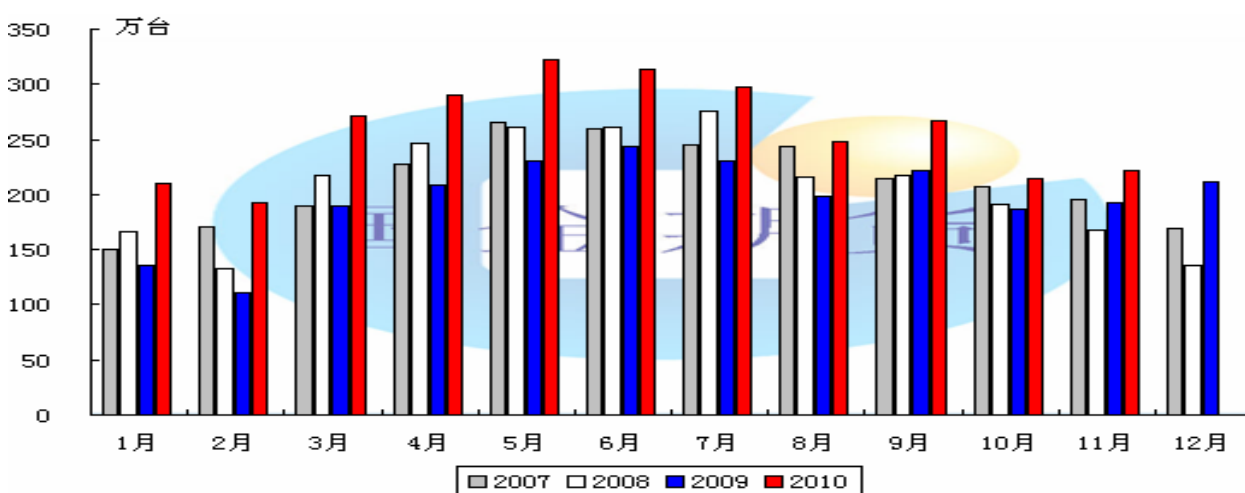
数据来源：中国国家统计局、国金期货研究所

图 52 空调月度出口



数据来源：国家统计局、中国海关，国金期货研究所

图 53 冰箱月度出口



数据来源：国家统计局、中国海关，国金期货研究所

(5) 高铁、动车及城市轨道交通

2009年至2010年，高铁、动车及城市轨道交通进入了高速发展期，这对拉动铜铝锌等基本金属，尤其

是铝的需求，带来了新的热点。

高铁计划始于 2007 年，金融危机爆发后，国家又出台了“拉动内需，加大基础设施”的积极应对政策，并决定 4 年内 投资 35000 亿元建设高速铁路网，到 2012 年，形成客运专线和城际铁路里程 1.3 万公里，将超越日本和德国等高铁起步较早的国家，成为全球高铁运营里程最长的国家。

城市轨道交通在我国各地都在迅速展开。到 2015 年，我国城市轨道需车辆约为 2 万辆至 2.6 万辆。其中 60%的车辆将采用铝合金材料。

城市轨道交通和高铁都将使用铝合金车和不锈钢车两种材料车体。两种不同的车体含铝量如下表所示
表 2：城市轨道车辆用铝情况

	部类	铝合金车体耗铝量（公斤）	不锈钢车体耗铝量（公斤）
1	底架	4027.3	2866
2	侧墙	1936	1558
3	车顶	651	665
4	端墙	200.6	206
总计	车体	6814.9	5295

初步估算，该项目可望每年带来 7.2 万吨至 11 万吨铝的需求。

4、2011 年铜铝锌供需矛盾展望

（1）铜：

中国对铜需求很可能由于经济结构调整而出现增速回落，因此全球尽管存在欧美需求的复苏，使得铜的全球供需状况仍将处于一个供需大致相当，供应略有缺口的局面。国内仍将处于供应充足的格局，而走势仍将相对弱于伦敦的走势。同时大量的囤积铜的锁定性将成为整个市场的焦点。

（2）铝：

中国节能减排的影响仍将在 2011 年存在，不过这依然是会表现出前松后紧的特征，因此至少在上半年中国的供应会很快恢复到正常的产能水准。同时汽车行业可能面临的过剩将会拖累铝的消费，不过这将会被高铁等轨道交通需求中和。全球供求关系将会继续向缓和供应过剩的方向演变。甚至可能出现供求平衡的局面。

（3）锌：

预计锌的供应过剩局面仍将得到继续，而过剩的程度将继续有所好转，这种过剩局面预计至少到 2012 年以后才有可能出现供求缺口。

但是如果汽车等行业出现较明显的调整，房地产出现大的震荡，锌的供应过剩的局面将再度恶化。

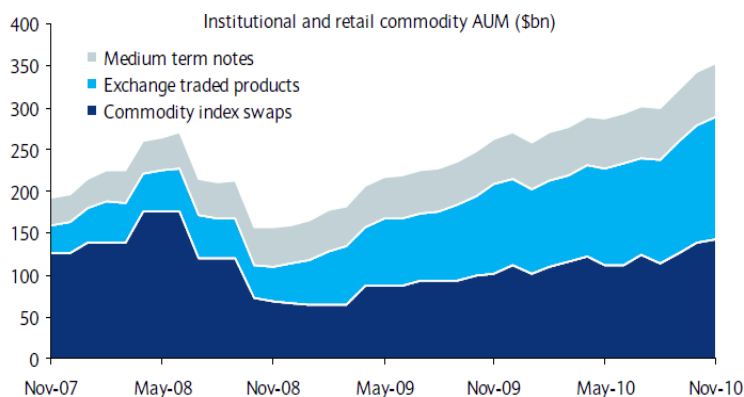
四、铜铝市场走势分析与走势展望

（一）市场结构与持仓—资金推动型趋势明显

1、商品投资基金回归推升基本金属价格

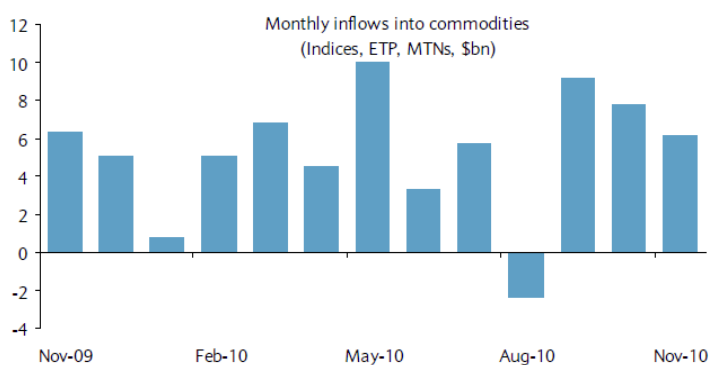
2010年下半年之后，商品投资基金加快了回归市场的步伐。11月末总的商品管理下的资产达到了3540亿美元，再次创出有史以来新高。11月份新增加的商品管理下资产与一个月前相比增加了110亿美元，使管理下的资产首次超过3500亿美元。从美国CFTC公布的COMEX铜持仓结构数据进行分析，可以清楚发现，金融海啸中遭受沉重打击的各类基金重新复活，并主导了铜铝市场的强劲走高。如图54、55。

图 54 总的商品管理下的资产 11 月份达到了 3540 亿美元



Source: Bloomberg, MTN-I, ETP issuer data, Barclays Capital

图 55 11 月份流入商品投资的资金达 61 亿美元



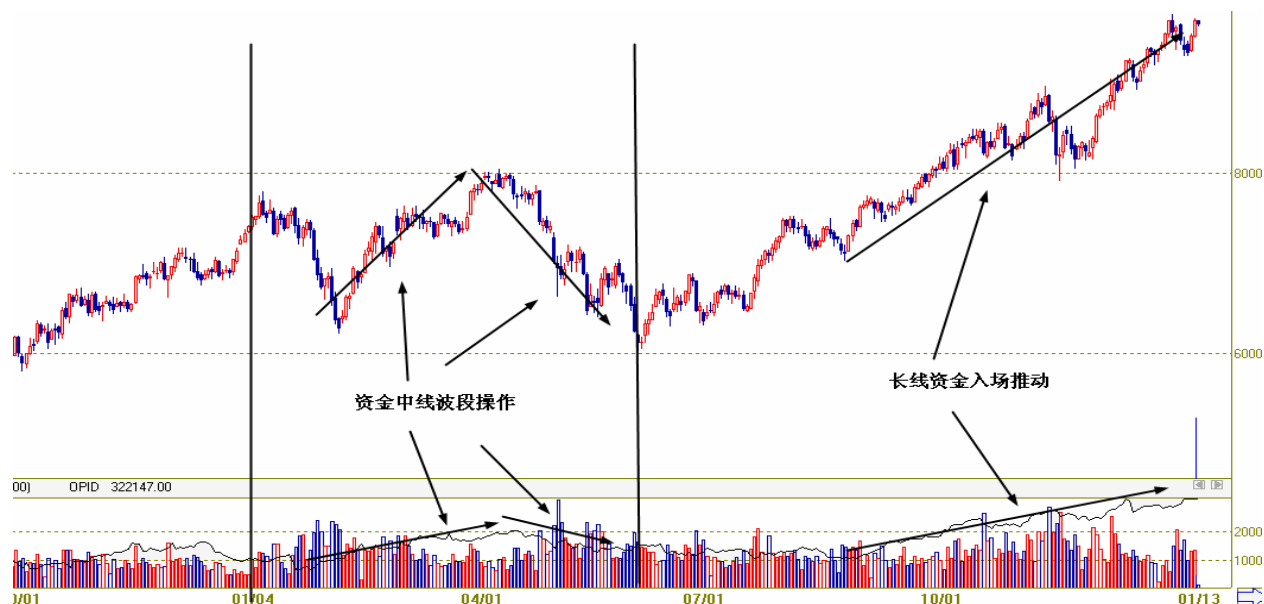
Source: Bloomberg, MTN-I, ETP issuer data, Barclays Capital

2、持仓增加显示资金对铜市的看好

从伦敦期铜的持仓变化看，资金的流入在本次的上涨中是较为明显的，这印证了上述的资金动向。

与去年底不同的是，本轮行情是增仓上行，而 2009 年底是空头减仓上行。（图 56）

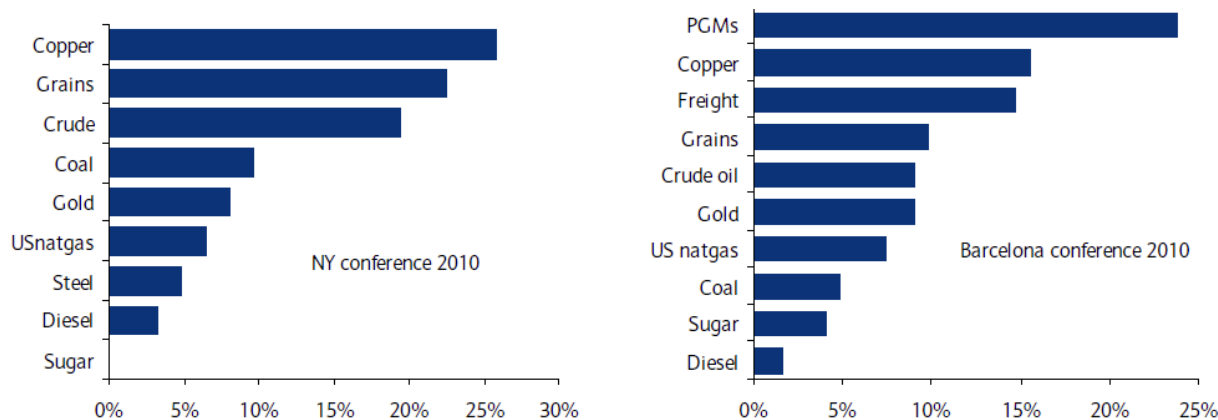
图 56 伦敦期铜价格持仓变化图



2、2011 年基金可能的投资方向

如图 57，根据巴克莱资本在纽约和巴塞罗那分别所作调查结果，铜继续成为资金的首选主要投资方向。这说明资金的进入是做了中长期规划的。

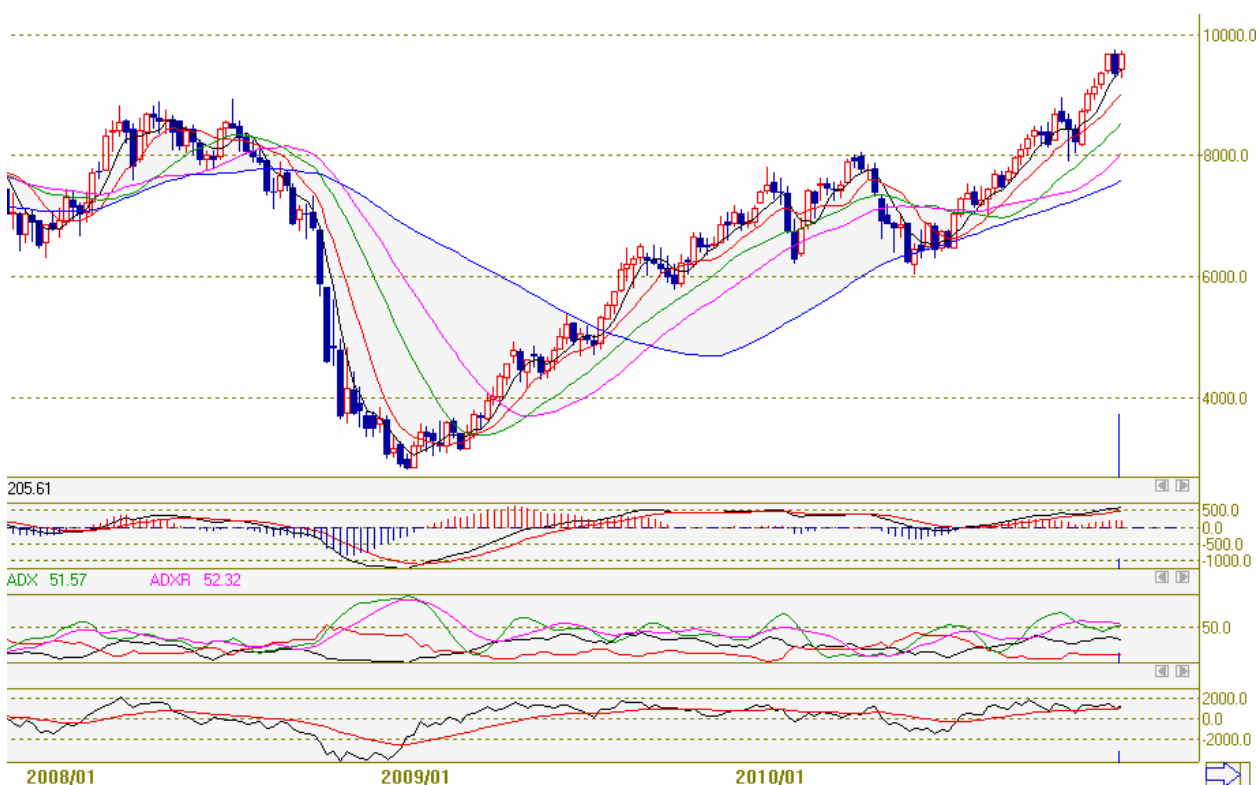
图 57 调查：您预期哪个商品市场或领域会有最好的表现？（2010 年）



Source: Barclays Capital Survey of institutional investors at the 6th Annual Commodity Investor Conference, Barcelona and New York

3、均线与技术指标均显示，铜等基本金属中长期上涨趋势强烈，如图 58 所示。

图 58 LME 三月期铜均线与摆动指标（周线）



(二)2011 年可能影响铜铝锌走势的主要因素

1、中国经济结构调整的措施及其实施效果对铜铝价格走势的影响

中国经济在 2011 年所面临的首要矛盾，如同 2010 年开春之初一样，是在稳定中完善经济结构的调整。而且首当其冲的仍然是对房地产市场的整顿，所不同的是，现在的矛盾更为剧烈，矛盾的解决已经走到了针尖对麦芒的实质阶段。

重庆与上海的房地产税试点即将展开，不管具体方案如何，可以想知的是：稳定平和是主基调。

中国对铜铝锌的实质性需求增速是存在的，不过这个速度是要下降的。这是 2011 年的一个重要特点。

2、抗通胀

同样，通胀依然是中国的主要矛盾，也同样的，通胀的压力已经远比一年前要重得多。国家控制货币流动性已经成为逼不得已而为之的被动防御将成为更明显的基调。

所不同的是，国际市场中传统经济体的通缩压力开始出现分化，甚至由于产业分工而出现的隔离墙，也正在因为进出口的恢复而逐渐加快传递速度。如此下来美欧的通胀压力将逐步加大。留给美联储、欧洲央行的空间并不大。美国的 QE2 在年中到期后，将何去何从？实际上选择的余地很有限。

理论上，这个时机是中国经济调整的最佳时机，因为欧美日似乎正在好转起来。但是，危机依然重重。

3、欧元区主权债务危机，及美国地方与国家债务危机？

财政赤字占 GDP 比例、主权债务占 GDP 的比例两条红线在过去的两年中严重威胁了欧元区，这个危机现在随着中国和日本的强力支援，似乎正在变得缓和起来。

但是这个问题又重现摆回到美国人的桌子前。实际上这个问题在 2007 年次贷危机刚起的时候就再三被提及，而现在似乎变得火急火燎起来了。

这势必会影响到正在复苏的欧美日经济，也势必会干扰到中国正准备实施的经济结构大调整战略。当然最后的结果一般是会度过去的。但对资金在商品尤其是铜铝锌等大宗重要工业品的投资活动势必会产生严重的干扰。投资者务必要谨防这个因素的爆发。

4、经济复苏步伐。

实际上依然是上面问题的继续。当上面的问题没有爆发的时候，经济复苏自然不是大问题。但当上述问题爆发的时候，经济复苏的步伐势必要终止。那么全球整体的铜铝锌的需求会急剧下降，而对货币的流动性会极度饥渴，如 2008 年底 2009 年初一般。

5、地缘政治军事危机

中国 J20 的成功亮相与试飞，成功而高调且巧妙地化解了东北亚剑拔弩张的紧张气氛。但是真正的危机还没有过去。前提依然是经济上的矛盾能否平稳度过。如果能，则将继续和平中顺利进行计划中的经济结构大调整。如果不能，所有的矛盾很可能在局部用极端方式来转化。

相信大道的智慧。矛盾终能化解。

(三)2011 年铜铝锌走势预测

1、运行区间预测

总体而言，我们判断，2011 年的影响因素极为复杂，但大道至简。铜铝锌的走势基本上会复制 2010 年的走势，铜铝锌都将在振荡中走高，但运行空间将会向上提高。

其中沪铜主力合约的振荡区间在 56000-85000 之间，而沪铝主力合约的振荡区间将很可能在 15000-23000 之间，沪锌主力合约的振荡区间将很可能在 17000-26000 之间。而 LME 三月期铜和三月期铝、三月期锌的振荡区间分别可能是在 8000-11000、2200-2800、2000-3000 之间。

2、可能的运行方式：

- (1) 1 季度通胀预期下将继续延续振荡走高的趋势
- (2) 2 季度可能遭遇主权债务危机、中国调控力度加大的因素转而调整。
- (3) 3 季度将会重新稳定后走高，并有可能超过 1 季度的高点，但其高度取决于各国政府的相关政策。
- (4) 4 季度将会出现调整，一般情况下将不会跌破 2 季度的低点，但无疑这个阶段走势是最为难以把握的。

3、可能的铝的投资机会

在我们前面的分析中多次提到，中国在经济结构调整中，对节能减排的重视尤为强调。对于铜和锌而言，明显受到的影响较小。而对于铝，则影响较大，主要是对产量的影响。

由于节能减排是一项长期的工作，而且牵涉到国家和地方、行业等各方因素的博弈，因此存在一定的变数，而且会在实施的时间、方式上出现反复。从而出现投资机会。

我们判断，如果节能减排如预期般得以实施，不排除铝走出较大行情的可能。因此建议投资者跟踪国家及行业的相关政策变化。

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。