

沪铜震荡寻底，翘尾行情可期

刘碧沅

摘要：

- 次债风波四起，经济每况愈下，先行指标先行恶化，消费者信心不足，未来经济依然堪忧，制造业指数屡创新低，订单指数自由落体式下跌，失业率急剧上升；
- 09 年供应过剩扩大，精矿供应依然偏紧，冶炼厂减产缓解其紧张，铜消费疲软远大于市场想象，美国建筑业，汽车业萎靡，中国电力行业，建筑行业也面临下滑，库存飙升体现需求状态；
- 整体弱势区间震荡，鉴于乐观的经济预测，09 年年底或出现好转，翘尾行情可期。

第一部分 铜市年度回顾

2008 年对整个商品市场而言均是有历史纪念意义的一年，次级债在今年得到集中爆发，五大投行命运不济，金融危机波及实体经济，各大企业濒临破产，全球掀起救市高潮，减息周期下半年悄然开始，商品牛转熊拐点不经意间已经形成并得到市场认可。回顾铜市，两个半年走势截然相反，上半年意气风发，屡创新高，意欲破万，下半年，瀑布式暴跌，近 5 年的涨幅却被吞噬于 5 个月，铜市风云变化尽在 2008 年。以下是 2008 年铜走势的几个阶段：

第一阶段：2008 年 3 月初之前

本阶段基本呈现单边上涨行情。经历 2007 年年底的深跌，春节后消费重启，现货市场表现坚挺，美元持续走软，指数基金调仓眷顾金属。雪灾引起道路运输不畅，电力难以正常供应，铜生产商纷纷进行设备检修，产量供应不足。政府取消精炼铜进口关税，清关手续变更，进口货物进入受阻。罢工消息充斥不断，库存大幅减少，基金净多持仓持续增加。基本面和资金相得益彰，推动铜价走向季节性高点，并且比前些年来得更早些。

第二阶段：3 月-7 月初

高位震荡阶段，外强内弱格局。LME 铜库存持续减少，现货持续升水及基金净多持续增加，整个铜市弥漫着逼空的气息。时值消费旺季，铜主要生产国的罢工连绵不绝，这似乎又为逼仓提供了契机。然而，罢工趋于平静，美国经济颓势尽显，中国经济增速减缓，借贷资金紧张，铜下游消费旺季不旺。主要消费国中国美国等消费并不旺，这为挤仓蒙上一层阴影，挤仓显得有点力不从心，铜下滑风险增加。

第三阶段：7 月-9 月底

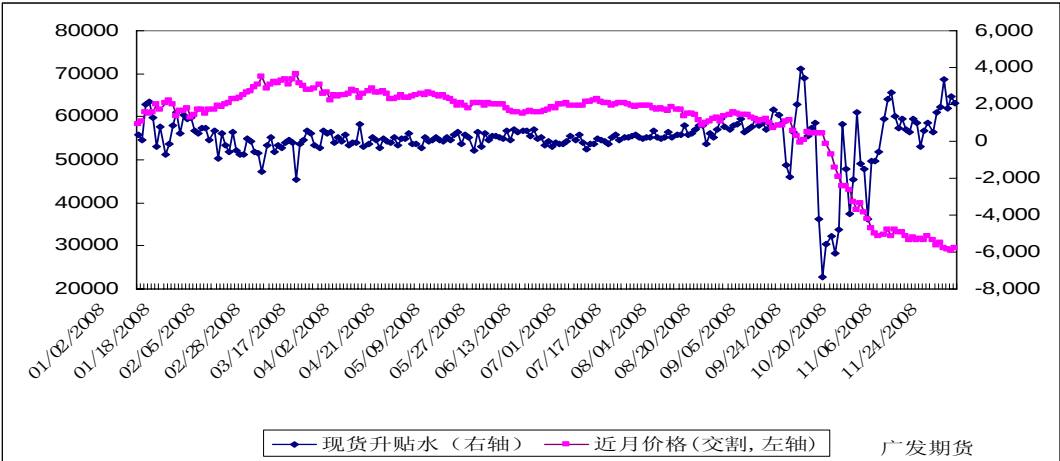
震荡下跌阶段。经济不景气威胁铜消费。全球 PMI 指数下滑，工业金属需求减弱；美国建筑业依然不容乐观，非农就业人数则持续减少，国际铜市依然压

力很大。全年供应小幅过剩，欧洲美国市场的铜消费低靡，中国市场是主要需求力量，表观需求增长速度减缓，产量强劲增长。奥运期间，进口受到影响，铜厂减产减亏，国内现货供应或稍显紧张，国内出现消耗库存的状态，因此出现内强外弱的格局。

第四阶段：9月底至今

加速下跌阶段。几乎所有品种都经历了自由落体式下跌，市场信心已经崩溃。尽管各国纷纷减息，推出各种财政、货币政策以“止血”金融市场，然而，各大商品依然跌跌不休，每况愈下的经济数据加重了市场的阴霾，对需求几乎不存任何幻想的投资者做空兴趣渐浓。铜市的现货市场和期货市场一样，经历了时间长，幅度大的下跌，并且结束了在之前保持的高升水状态。下游消费商因订单减少，开工率降低，铜的销售再次遭遇冷空气。市场大多持观望情绪，现货成交较小。

图 1 2008 年现货铜走势图



资料来源：上海有色金属网

图 2 内外比价图



资料来源：文华财经

第二部分 展望分析

一、 宏观经济分析

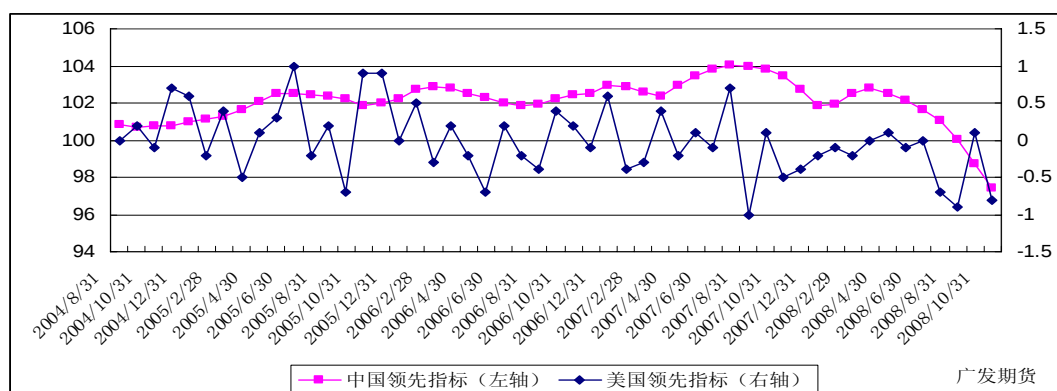
1.次债风波波澜四起，全球经济每况愈下

全球经济增长前景极不乐观，随着金融危机的进一步加深，实体经济已经受到严重的打击，经济数据疲软不堪，每况愈下，企业倒闭，裁员成风。IMF 预计世界增长将从 2007 年的 5% 下降到 2008 年的 3.7%，而 2009 年则将进一步降至 2.2%。另据世界银行预测，2009 年加权平均全球 GDP 增长率将降至 1% 左右，下滑幅度远远高于 2008 年，并预计全球经济直到 2010 年才会复苏。

2.先行指标先行恶化，消费者信心不足，未来经济依然堪忧

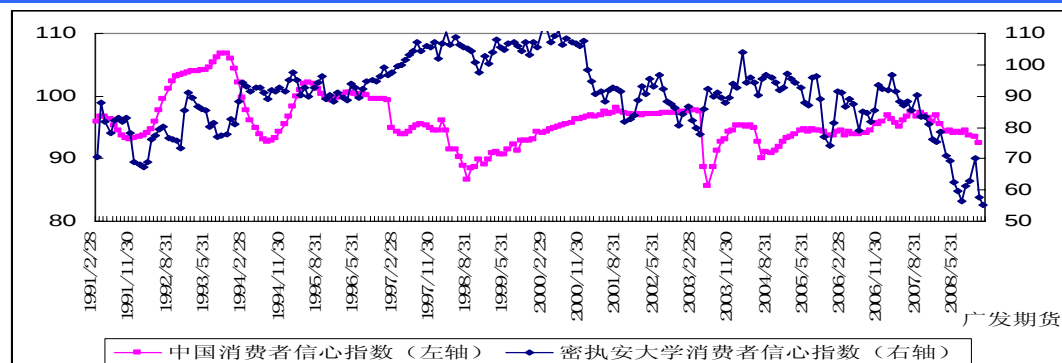
领先指标综合指数的持续普遍下滑进一步表明，美国经济不太可能在短期内有所起色，近期经济活动可能将继续出现萎缩。中国先行指标出现持续下滑状态，未来在相当长一段时间内，经济难有起色。今年 10 月，我国消费者信心指数为 92.4，和 9 月相比下降了一个百分点，并连续三个月回落。美国消费者信心指数则从 2007 年开始一直处于直线下滑态势，历史新低不断被刷新。

图 3 中美领先指标



资料来源：BLOOMBERG

图 4 中美消费者信心指数

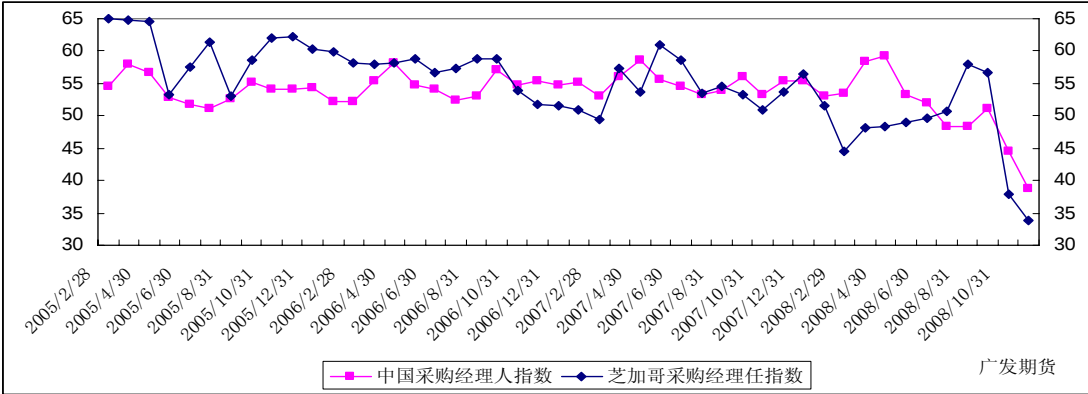


资料来源：BLOOMBERG

3.制造业指数屡创新低，订单指数自由落体式下跌

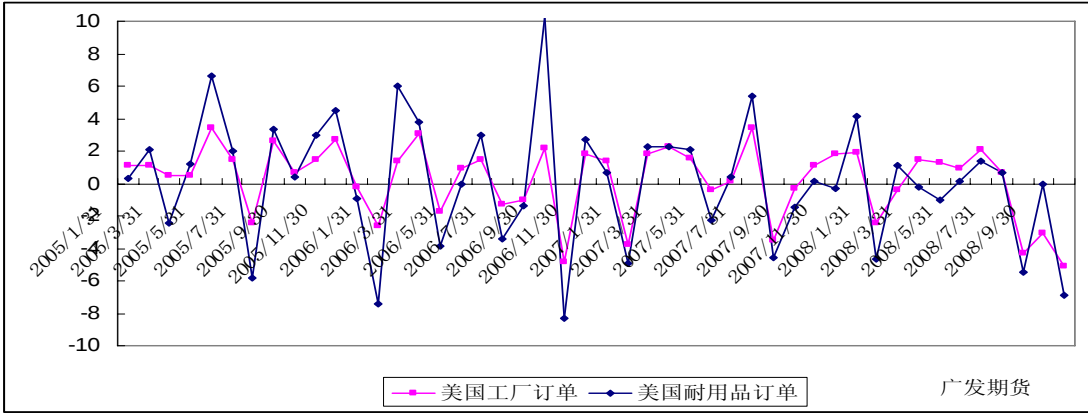
欧洲 11 月 PMI 降低到 35.6，为 11 年来调查的新低，10 月为 40.6，2007 年 11 月为 51.6（低于 50 表示制造业的衰退）。新增订单、雇佣水平、积压订单和出口订单等多个指标都创历史新低，暗示欧洲的衰退可能更加严重并延长。美国 PMI 数据展现了与欧洲相同的态势，综合指数在 11 月下降到 36.2，弱于预期，为自 1982 年以来的最低水平，新增订单在 11 月下降至 27.9，为 1980 年以来的最低水平。国内制造业 PMI 大幅下滑，创 05 年以来历史新低，整个经济走势呈现一个加速收缩的迹象。11 月，我国新出口订单指数降幅最大，达 12.4 个百分点。订单指数的下滑预示未来相当长一段时间内经济难以回暖。

图 5 中美采购经理人指数



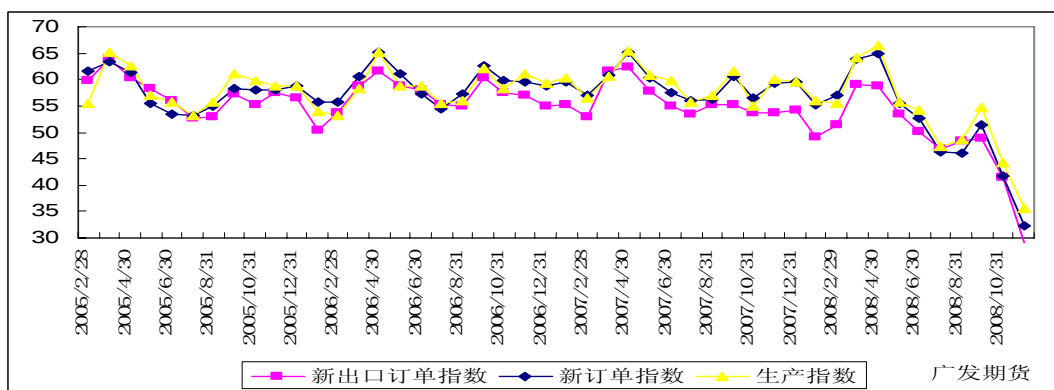
资料来源：BLOOMBERG

图 6 美国订单指数



资料来源：BLOOMBERG

图 7 中国订单指数

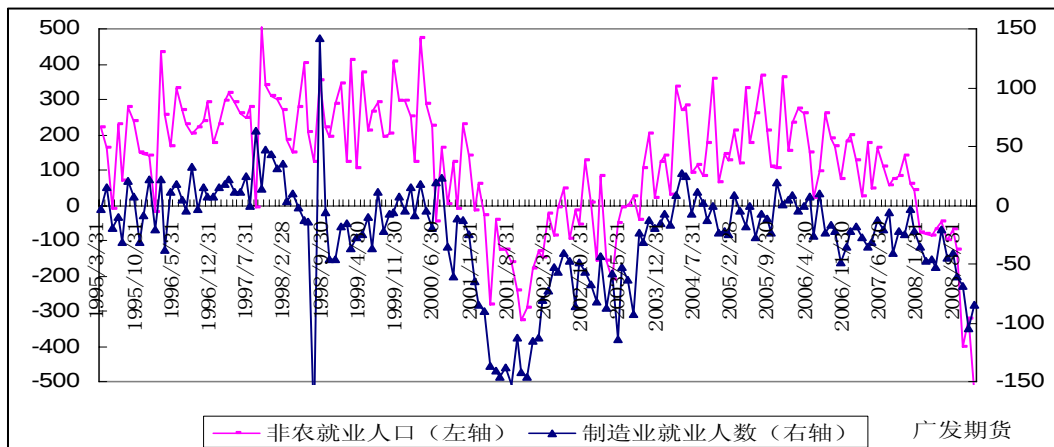


资料来源：BLOOMBERG

4. 失业率急剧上升，经济衰退严重

美国经济衰退加剧，美国企业裁员速度创 30 多年之最，11 月份失业率上升 0.2 个百分点，至 6.7%，创下 1993 年 10 月以来的最高水平。11 月份非农就业人数下降 533000 人，降幅高于预期，为连续第 11 个月出现下滑。在对 9 月份和 10 月份数据做出修正后，仅在过去三个月中，各企业裁员总人数已经超过 120 万人，修正后数据超过初次公布的数据。数据表明，当前美国经济衰退严重程度可能接近、甚至超过 1981-1982 年。

图 8 美国非农就业数据（千人）



资料来源：BLOOMBERG

二、供给分析

1、各大机构预测 09 年扩大过剩量

由于经济下滑，需求疲软，各大机构对明年的铜市预测尽管数量不一，但是趋势相同，即过剩量扩大（见图 9）。ICSG 预测，2009 年全球电解铜产量将增长 4.32%，达到 1888 万吨，而铜消费低于产量增长，全球电解铜过剩约 28 万吨；到 2010 年，随着供需平衡的转换，过剩约 13 万吨。麦格理银行则预测今年精炼铜市场过剩 27.1 万吨，明年扩大至 47.4 万吨，过剩量为今年的两倍。

当然，鉴于经济状态的不确定性，铜市的供需关系不确定性也增强，但是我们认为明年整体经济依然处在一个下滑的状态，因此需求或进一步萎缩，当然，供应或许受到低铜价的威胁而有所减少，目前已经有不少矿产商开始减产或拟定减产计划，库存的持续增加将需求的疲软表露得淋漓尽致。

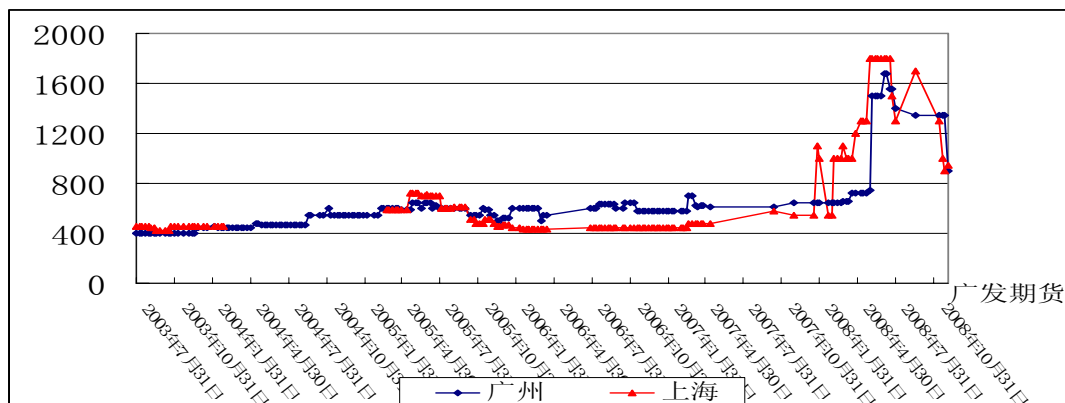
图 9 各大机构供需平衡预测（万吨）

机构		2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
CRU	产量	1595.2	1653.2	1724.4	1801.7	1814	-
	增幅	5	3.64	4.31	4.48	0.68	-
	消费量	1655.1	1682.1	1737.8	1808.9	1825	-
	增幅	6.27	1.63	3.31	4.09	0.89	-
	供需平衡	-59.9	-28.9	-13.4	-7.2	-11.1	-
Macquarie	产量	1596	1677	1758	1821	1874	1936
	增幅	4.3	5.1	4.9	3.8	3.0	3.3
	消费量	1691	1675	1757	1817	1846	1889
	增幅	8.8	-0.9	4.9	4.0	1.6	2.3
	供需平衡	-70.9	-2.1	1.3	3.2	27.1	47.4
ICSG	产量	1577	1690	1729	1802	1836	1915
	增幅	3.74	7.17	2.31	4.2	1.9	4.3
	消费量	1647	1712	1702	1772	1825	1888
	增幅	5.83	3.95	-0.58	4.1	3	3.4
	供需平衡	-70.1	-22	27.2	29.4	10.9	27.7

2、铜精矿市场依然紧张，冶炼厂减产或减缓这种态势

铜消费市场存在极大的不确定性，现货铜精矿的加工费谈判也蒙上一层神秘的色彩。矿上方面认为铜精矿产量不能满足冶炼厂生产所需，尤其是三季度 Escondida 宣布减产后更是加剧了铜精矿供应紧张的局面。然而冶炼厂方面则认为随着中国（见图11、12、13）和印度冶炼厂减产，铜精矿供应紧张的局面将得到改变，另外冶炼厂还要求矿山提高加工费以解决财务危机。冶炼厂的生产成本不变，但是收入却在不断下滑，冶炼厂副产品收入锐减（见图10）、金属副品贬值、电铜销售升水一路走低。

图 10 硫酸价格下跌，矿工生产积极性降低（单位：元）



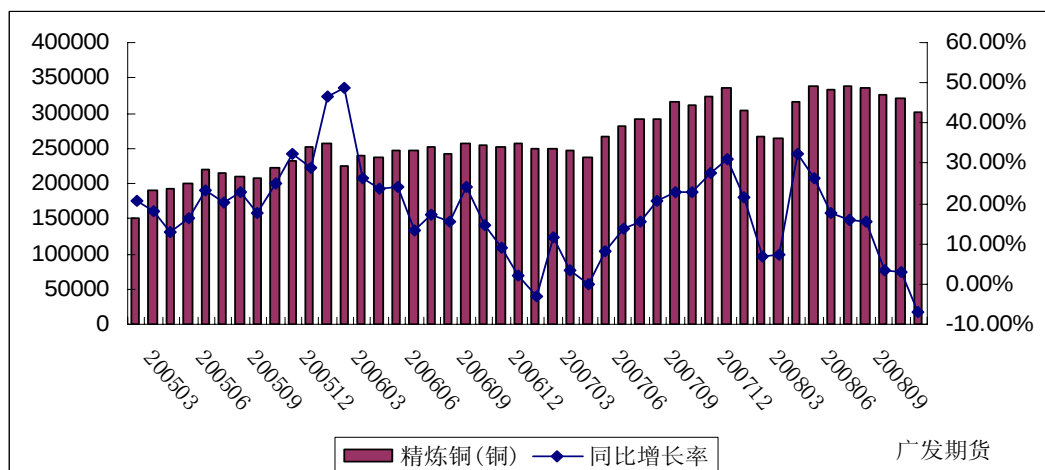
资料来源：WIND资讯

图 11 价格下跌，国内减产情况

企业名称	减产或停产计划	估计产量损失*
铜陵有色公司	张家港、金昌冶炼厂计划减产，未透露具体减产数量	2.0 万吨
金升有色公司	10 月中旬停产，预计年底前不会复产	2.9 万吨
东营方圆有色公司	八月中旬以来，直到目前产量约为每天 300 吨	3.6 万吨
烟台鹏晖铜业公司	目前粗铜正常生产，但粗杂铜原料加工费下降，受此影响，产量会有所下滑	2.5 万吨
云南铜业公司	将全年产量目标再次下调，从 44 万吨下调至 38 万吨	6.0 万吨
宁波金田铜业公司	目前以四分之一左右的产能进行生产	6.4 万吨
葫芦岛有色集团	7 月份设备停产检修，检修后电解部分已经停产，目前仅进行少量粗铜生产	2.1 万吨
上海大昌铜业公司	8 月中旬开始进行设备检修后，阴极铜产量同比下滑 50% 左右	1.5 万吨
合计		27.0 万吨

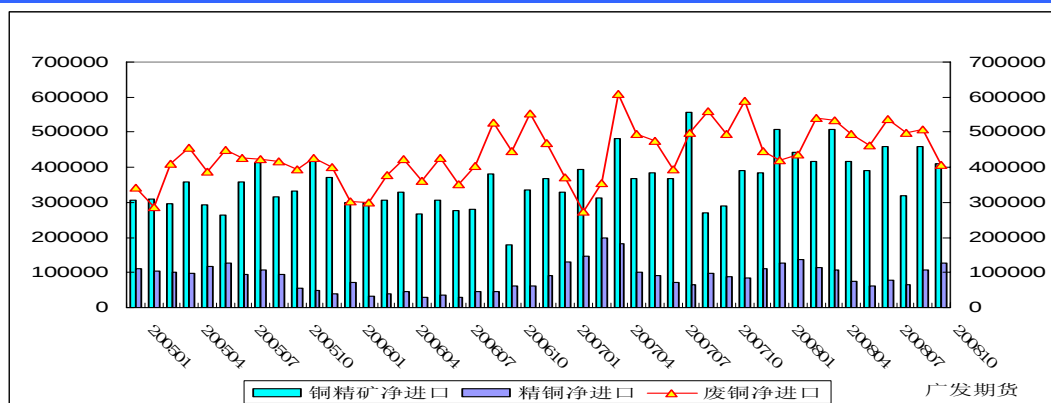
资料来源：安泰科

图 12 中国冶炼厂减产，体现在月产量上



资料来源：中国金属网

图 13 中国冶炼厂减产，体现在铜精矿进口减少上



资料来源：中国金属网

图 14 国际矿商减产情况

近期矿山减产情况

受影响起始年份	公司	矿山	处境
2008	Matrix Metals	Leichhardt	托管
	Tamaya Resources	Punitaqui	托管
	CopperCo	Lady Annie	托管
	Breakwater Resources	Myra Falls	暂停生产
	Breakwater Resources	Langlois	暂停生产
	CAMEC	Luita	暂停生产
	Cronimet	Zangezur	暂停生产
	First Nickel	Lockerby	暂停生产
	Frontera Copper	Piedras Verdas	暂停生产
	Weatherly Int.	Tsumeb	暂停生产
	Weatherly Int.	Matchless	暂停生产
	OZ Minerals	Prominent Hill	项目推迟进行
2009	Freeport McMoRan	Miami	推迟重新启用
	OZ Minerals	Golden Grove	推迟扩产
	Straits Resources	Tritton	推迟扩产
	Lundin Mining	Aljustrel	项目暂停
2010	Freeport McMoRan	Bagdad	推迟扩产
	Freeport McMoRan	Morenci	推迟扩产
	Freeport McMoRan	Sierrita	推迟扩产
	OZ Minerals	Sepon	推迟扩产
	Asian Minerals	Ban Phuc	项目推迟进行
	Baja Mining	El Boleo	项目推迟进行
	Zamora Resources	Luz del Cobre	项目推迟进行
2011	Gold Reserve Corp	Brisas	项目规模缩小
	Inca Pacific	Magistral	项目推迟进行
	Vulcan Resources	Kylylahti	项目推迟进行
2013	南方铜业	Los Chancas	项目推迟进行
2015	南方铜业	El Arco	项目推迟进行

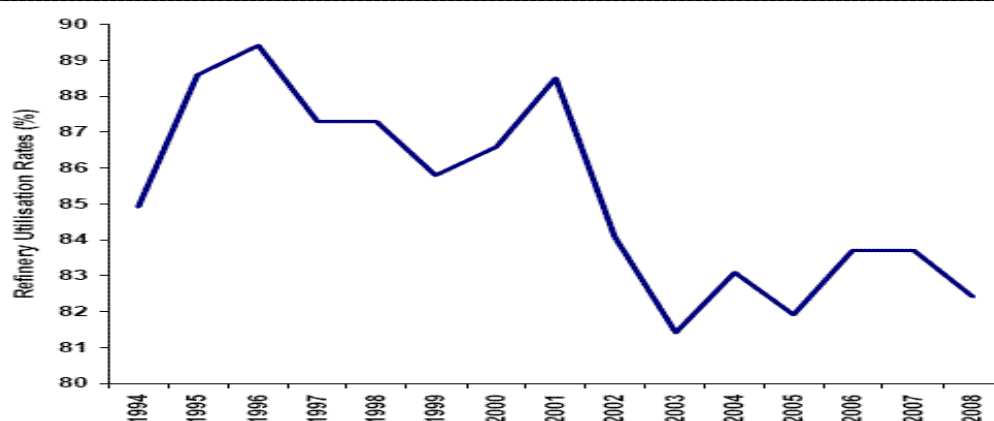
数据来源：CRU

资料来源：CRU

关于铜加工费的问题，焦点集中在矿产量上。矿工认为冶炼商在精铜产能利用率偏低的情况下生产出的产量还是不及实际所需产量。尽管有报道声称，2009年精铜的供给会有大比例的提高，大约增加100万吨的精铜产量，但是如果按照

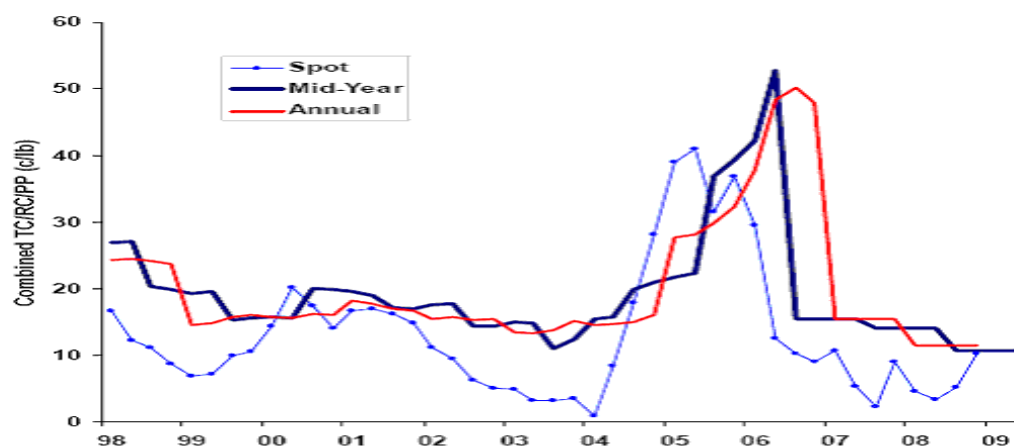
2008 年相同的铜矿数量计算，2009 年只增加 20-30 万吨精铜产量。另一方面，冶炼商主要观点集中在冶炼业的经济市场上，尤其是硫酸的价格暴跌锐减了利润空间。中方的冶炼商更多希望 2009 年加工费能在 55 美元/吨（5.5 磅/美分）水平或者更高。尽管明年精炼铜供应看起来还是偏紧，但我们更相信冶炼厂商在这次谈判中能取得胜利。明年的加工费应该会上升，预估为 50 美元/吨（5 磅/美分）或者更高。

图 15 精铜产能利用率处于低水平



Source: ICSG, October 2008

图 16 年度和半年度协议中的铜加工费



Source: Brook Hunt, Macquarie Research, October 2008

3、铜消费下滑或远大于市场想象

从今年9 月份开始美国和欧洲铜加工材生产出现了大规模减产和关停现象。一些加工厂，由于没有作套期保值而损失惨重。铜加工材消费疲软或者资金紧张迫使其他加工厂关停或减产。以下是CRU总结的近期美国和欧洲铜加工材生产厂的关停和减产情况。

图 17 铜加工企业停产，精铜消费减少

9-11月期间铜加工材生产厂的关停和裁员情况

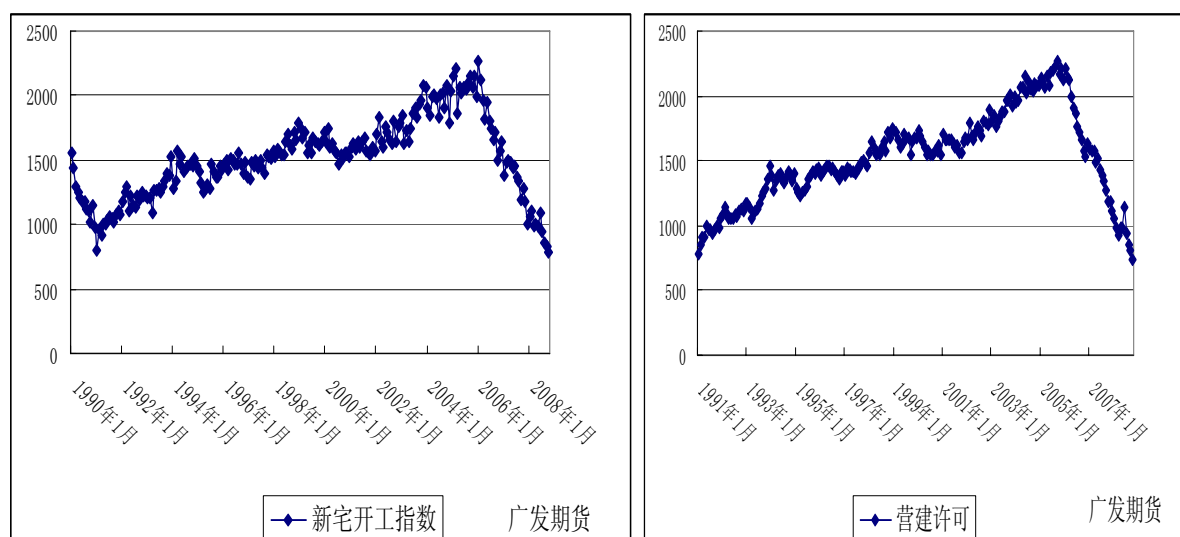
公司	产品	具体内容
美国		
Scott Brass	铜压延产品	大量库存损失后于10月份关闭
Linderme Tube	铜管	10月起停产
National Copper	铜管	资金问题导致11月停产
Superior Essex	电线	09年3月关闭南卡罗莱纳州工厂
	漆包线	Fort Wayne裁员24人 其他26人待定
Southwire	绕组线	由于建筑业不景气，Watkinsville在11月宣布裁员80人
Belden	电线	由于铜线和线缆消费疲软，Richmond厂在年底裁员80人
Cerro Wire	绕组线	10月Decatur厂裁员40人
欧洲		
Hutmen (波兰)	铜压延产品	9月底Szopienice厂停产
Luvata (瑞典)	铜压延产品	11月Finspång厂裁员36人
Bolton Brass (英国)	黄铜杆	10月份裁员129人
NA/Cumerio (比利时)	铜坯	11月份宣布将关闭Olen厂的铜坯生产线

数据来源: CRU

美国建筑业、汽车业危机重重，数据日下，铜消费难有起色

美国商务部公布，美国 10 月营建许可修正后月降 9.3%至季调后的 73 万套。其作为建筑行业的领先指标，下滑到 90 年代以前的水平，说明建筑行业在未来相当长的一段时间内依然无法摆脱萎靡状态。同理，新宅开工数也创出新低，见图 18。

图 18 新宅开工数（千套）和营建许可数（千户）均低于 90 年代水平

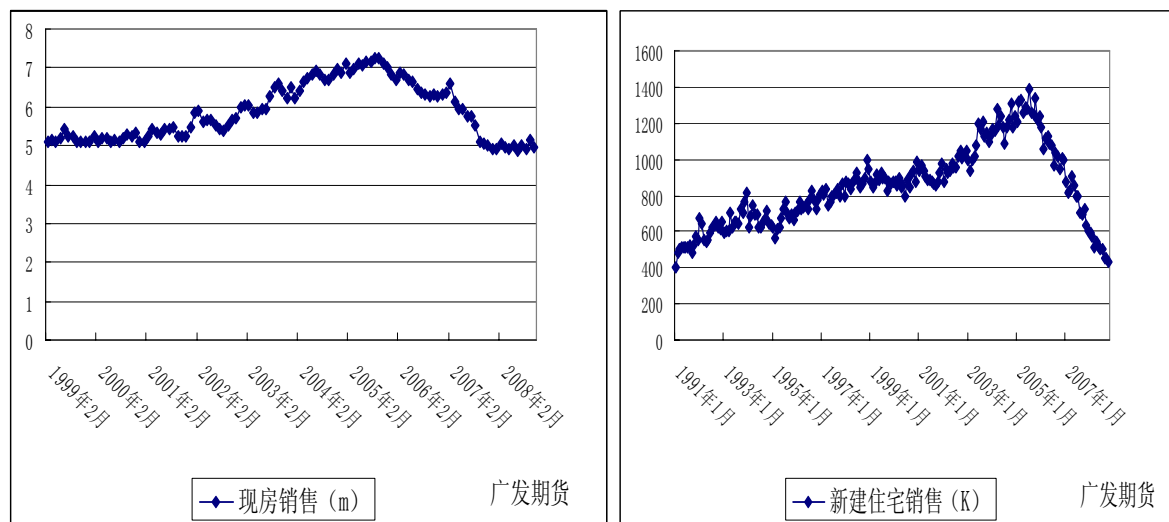


资料来源: BLOOMBERG

全美房地产经济商协会数据显示，美国10月份现房销售量下跌3.1%（见图 19），证明9月份销售小幅回弹只是昙花一现。由于经济的不确定性加大，更多买

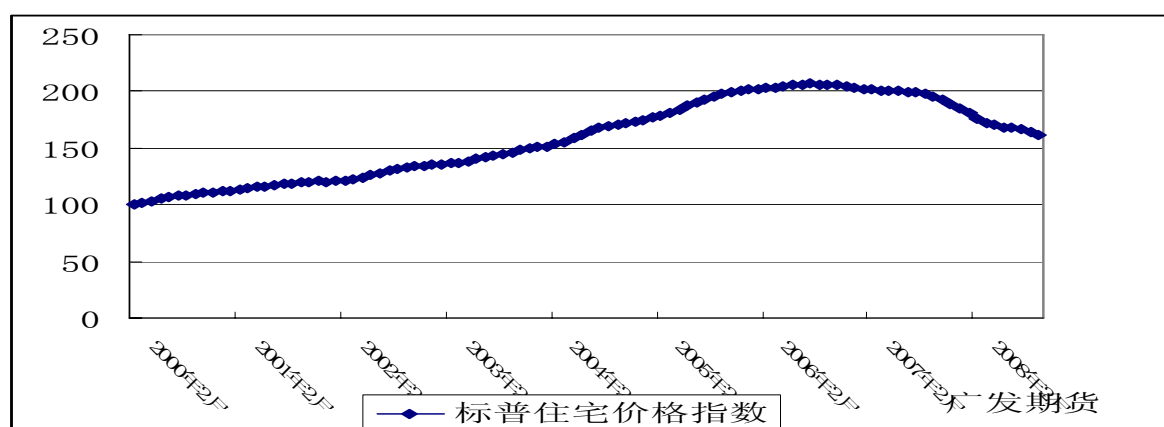
主持观望态度。到10月底尚未售出的现房为423万个单位，按照目前速度可以销售10.2个月。10月份房价中值为18.33万美元，较去年同期降低11.3%。而新建住宅销售数则跌到91年的水平（见图19）。房价跌势依然，目前已经回到2004年上半年的水平（见图20）。

图 19 现房销售数（千套）和新建住宅销售数（千套）



资料来源：BLOOMBERG

图 20 房价跌回 04 年水平

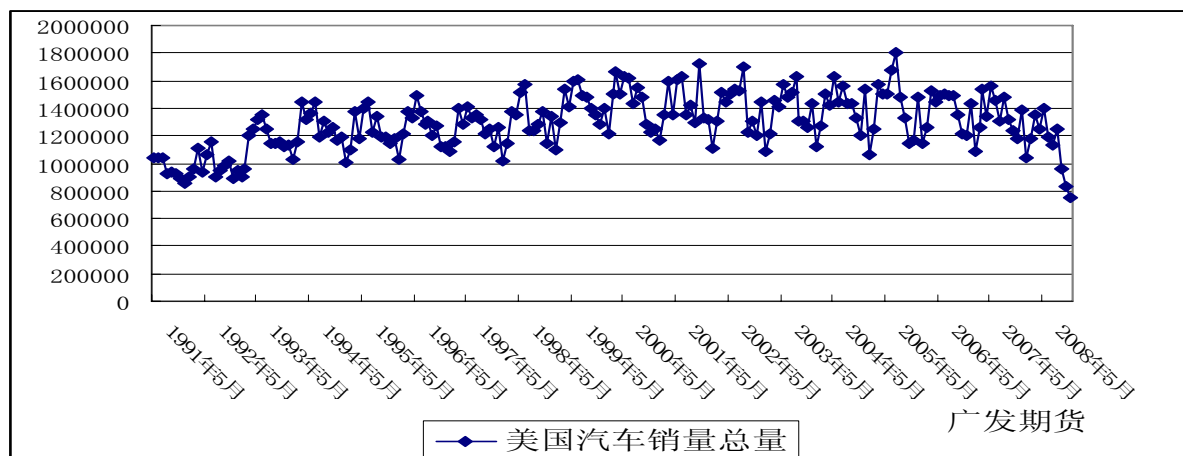


资料来源：BLOOMBERG

美国汽车数据公司公布的数据显示，11月美国市场上的汽车销量与去年同期相比锐减37%，创1982年以来新低。11月美国市场上的汽车(含轿车和轻卡)销量为74.7万辆，去年同期为118万辆；经季节调整按年率计算新车销量为102万辆，是1982年以来的最低水平。美国汽车三巨头当月销量与去年同期相比均大幅下滑。美国最大汽车厂商通用当月销量为15.3万辆，降幅达41%，通用销量降幅已经连续两个月超过40%。福特当月销量为12.3万辆，降幅为31%。福特旗下品牌

中沃尔沃的销量降幅最大，达46%，福特正考虑出售这一品牌。克莱斯勒当月销量为8.5万辆，降幅达47%，创该公司1981年以来最大月度降幅。

图 21 汽车销售业严重衰退

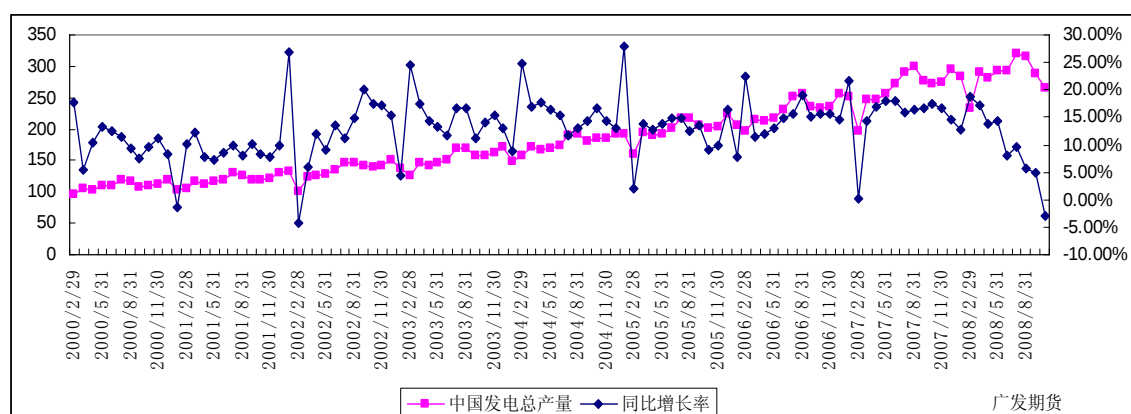


资料来源：BLOOMBERG

中国发电量小幅萎缩，企业出口订单剧减

今年 10 月份，全国完成发电量 2684 亿千瓦时（见图 22），同比增幅为一 0.82%。今年前 10 个月，全国累计发电量 28468 亿千瓦时，增长 9%，增速同比下降了 7.2 个百分点。电力消费，虽然延续了几年来增长态势，但增速已经出现逐月放缓的趋势。单月用电量增速，从 3 月份最高的 14.4% 逐月下降，10 月当月，出现了负增长。作为国内最大的铜消费行业，发电量的萎缩将会严重影响到铜的消费。下游企业的订单剧减，部分出口企业表示，订单量同期比减少一半以上，有的货物就算发出，也未必能够收回货款，企业损失惨重。

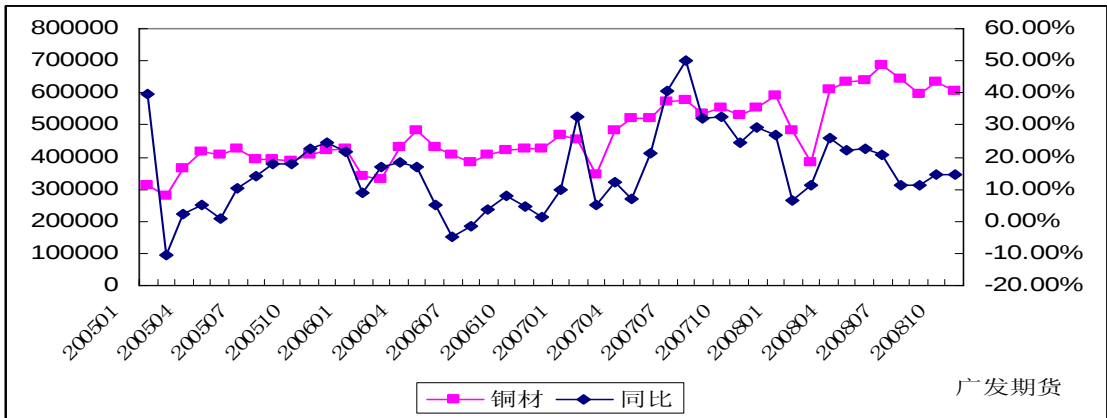
图 22 中国总发电量增长率出现负值



资料来源：BLOOMBERG

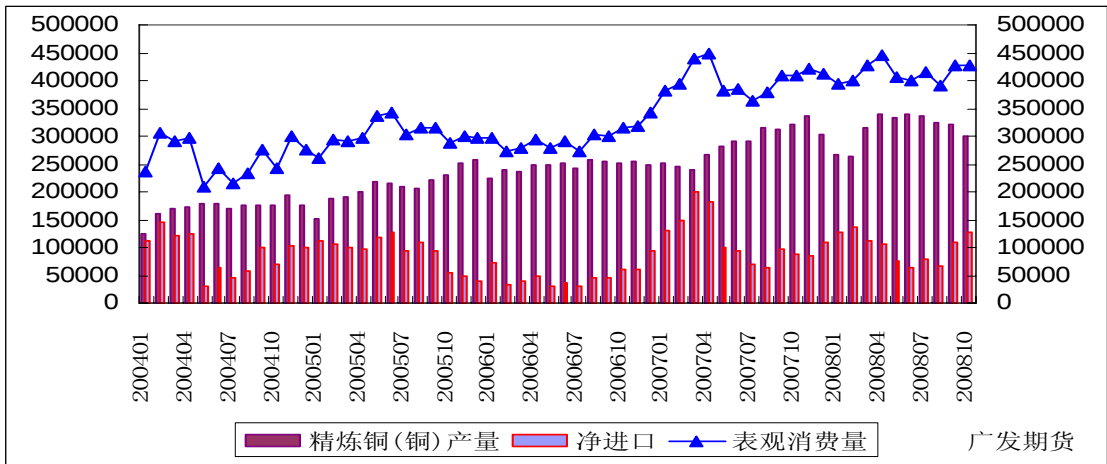
国内的铜材产量自下半年以来出现萎缩状态（见图 23），下游加工需求减少，这也是精炼铜消费减少的一个原因。而进口精炼铜呈现稳步增长的情形，乍看以为消费增长所致，然而看表观消费量却并未增长，主要是国内减产所致。进口之所以增加，和内外价差关系紧密相关，今年三季度末开始，进口出现盈亏，企业套利盘出现，另外，一些资金紧张的企业则用其融资。总体来看，国内消费尽管强于欧美，但是要想抵消欧美减少量怕也难，从图上可看出来，我们的消费基本处在平稳状态（见图 24），并不强劲。

图 23 铜材产量有所下滑



资料来源：中国金属网

图 24 进口有所增加，但表观消费量下滑



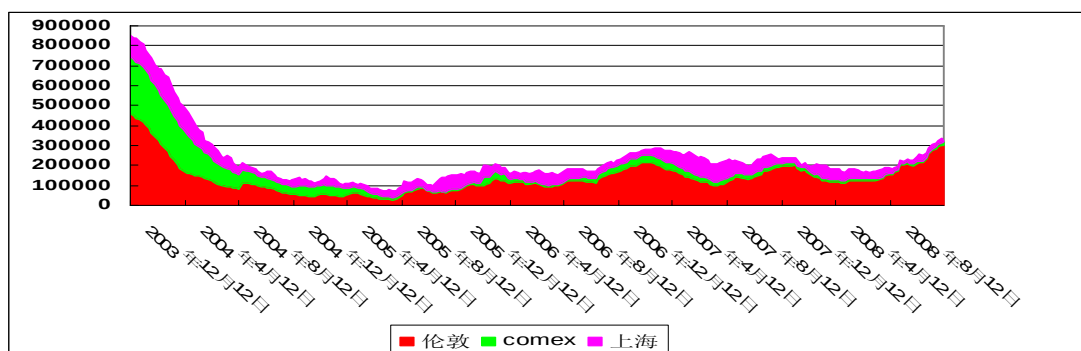
资料来源：中国金属网

4、库存飙升，体现需求疲软

尽管上海期货交易所铜库存出现不少幅度的减少，但是相对 LME 市场的变化，这些减少量几乎可以忽略不计，见图 25。截至 12 月 10 日，LME 铜库存较年初增长了 52.35%，达 30 余万吨，COMEX 市场增长了 22.6%，达 1.8 万吨。

上海市场减少了 18.43%，最新数据为 19698 吨，不到 2 万吨。

图 25 库存总体在上升



资料来源：BLOOMBERG

三、 其他因素分析

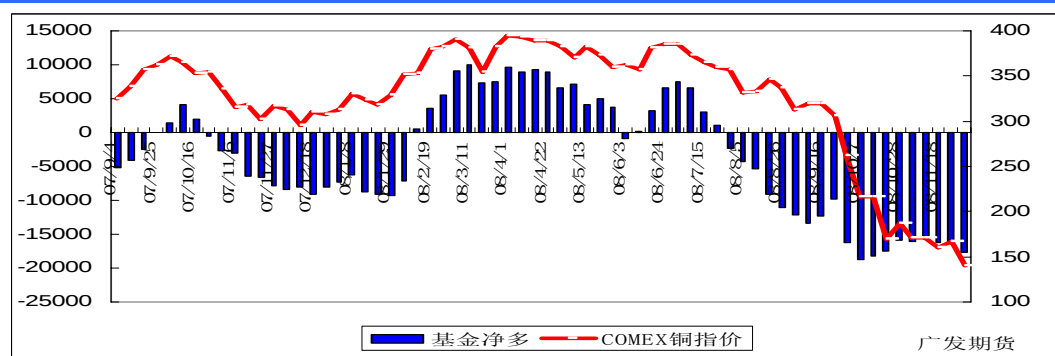
1、 罢工等矿山供应问题熊市中会阶段性影响铜价

铜矿的罢工问题在任何时候都不能忽略，在商品牛市中，全球通胀而致的生活成本的增加，人力成本的增加，劳资双方的矛盾也在加深，这个因素对铜价而言就是一个不定时炸弹，随时都有可能改变市场的方向。然而，在熊市中，罢工事件尽管从未彻底停止过，但是其力量却微乎其微，没有其他利好因素共同作用，这个因素基本可以忽略，当然，阶段性机会依然存在，后期适当关注智利、墨西哥、赞比亚等国家的铜矿罢工问题。

2、 基金增减与铜价变化同步，关注其参与方向及数量的变化

一般在牛市中，资金炒作比较狂热，甚至通过控制现货，维持高升水状态，来达到挤仓的目的均有可能。从 COMEX 的基金持仓变化我们可以看出在短期内基金踩的节奏很准，多空互换影响期价变化。7 月以来，基金多翻空，并增持净空头寸，铜价瀑布式暴跌，尽管铜价下跌更多来源于经济面主导的需求不足原因，但是基金持仓方向可说是铜价的一个方向标。

图 30 CFTC 基金持仓与铜价



资料来源：CFTC，文华财经

3、政策解读

中央经济工作会议12月8日至10日在北京举行，胡锦涛、温家宝在会上作了重要讲话。会议指出，必须把保持经济平稳较快发展作为明年经济工作的首要任务，要着力在保增长上下功夫。把扩大内需作为保增长的根本途径，把加快发展方式转变和结构调整作为保增长的主攻方向，把消化重点领域和关键环节改革、提高对外开放水平作为保增长的强大动力，把改善民生作为保增长的出发点和落脚点。

中国官方此前陆续宣布，年底前新增一千亿元中央投资、两年内投资四万亿元，加上刺激经济增长的十项措施，这些均符合工作会议的精神。全社会投资增速的未来一年有望保持快速增长，并推动经济保持快速增长。这些对工业金属利好，会在一定程度上拉动需求，效果将会慢慢显现，但是如果全球经济继续恶化，中国因素怕也独木难支，最后只是成为高价买单者。当然，国内经济的好转也会激发企业的信心，从而从心理上推动需求增长。

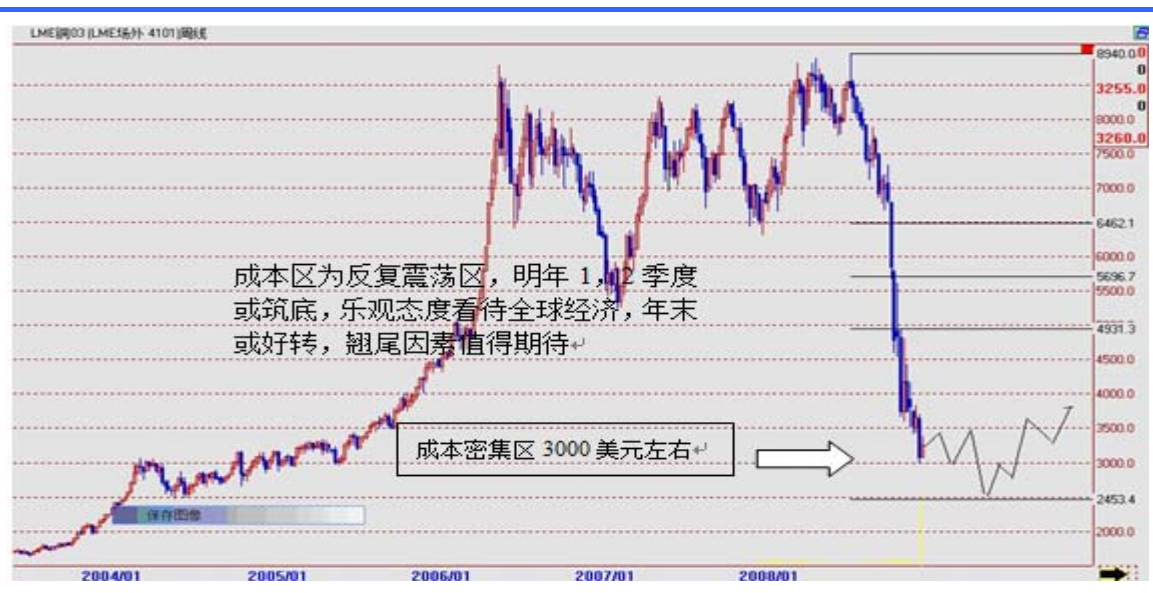
四、技术面分析与各大机构铜价预测

图 31 各大机构铜价预测，2009 年均价 5000 美元



注：来自渣打银行，巴克莱银行，JP 摩根，德意志银行等 12 家银行和机构对铜价做出的季度预测。数据来自 BLOOMBERG。

图 32 2009 年走势展望



第三部分 总结

从全球范围看，最乐观的态度，经济能够在 2009 年的下半年第四季度有所好转，中国将继续致力于保增长，拉内需上，中国因素或能够缓解铜市的下跌幅度，但难阻下跌趋势。2009 年的铜需求萎缩，供应过剩基本已成业内共识，目前已经开始出台一些有效的财政货币政策来刺激经济发展，这些投资性的需求拉动或能在一年内慢慢释放效果。我们认为，铜价在 08 年年底 09 年年初或许会出现长时间内的一个低点，成本区间是震荡主要区间，当然，熊市中跌破成本已经不是新鲜事，未来铜价仍有可能继续创新低，但是历史数据表明，铜价较少跌破成本价，或者更确切地说，基本没有跌破过 90% 的矿商的成本价，因此，在成本下方位的时间不会太长，更多的是成本区间的价格挣扎。鉴于经济或许会在明年下半年有所企稳，我们认为明年近年底或许会出现一波大幅反弹行情。全年的均价 LME 在 4200 美元/吨左右，国内市场均价或在 30000-35000 元/吨。