

底部震荡，等待全球经济回缓

2009 年年报（铜）

研究员：车红云

电话：010-58363230 / QQ：813318089 / 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

简述

2008 年金属铜市再现领头羊作用，上半年虽然维持在高位震荡，但表现已经不旺，下半年带头下行。从主导因素上看，上半年规避通胀、美元贬值和供应偏紧给铜价以支持，下半年消费骤减，供应过剩占据主要地位。2008 年年底铜价已经跌至 75% 的成本线 2800 美元附近，从历史上看，这是经济衰退时铜价最差的表现。我们倾向于铜价过去几个月的暴跌已经将历史上需要 3、5 年才能走完的熊市基本体现。展望 2009 年，铜价将是底部震荡等待经济回暖、消费增加的过程。从价格预测上看，全球经济衰退给铜均价大幅下调定了基调，估计 2009 年铜均价可能在 3700/4000 美元。从波动上看，第一季度铜价会因消费旺季有所反弹，但因为经济和消费不佳，铜价将再次回落，完成二次探底过程，此后如果各国货币和财政政策作用开始显现，铜价有再次回升的可能，当然铜市的再次大幅上涨需要有经济强劲增长的带动，估计这会在 2010 年。

第一部分 2008 年金属铜市场回顾

一. 2008 年金属铜市场领头羊作用再现，上半年不旺，下半年领头下跌

在 2003 年以来百年不遇的大牛市中，有色金属价格此起彼伏，经过 05、06 年铜价暴涨，06 年锌价暴涨，06、07 镍价暴涨，07 年铅价和锡价暴涨之后，2008 年初市场将焦点放在了铝价上面。但从 2008 年整个有色金属市场来看，市场表现并不强劲，虽然在上半年铜、铝、锡还有不错的表现，但其它有色品种对消费旺季略有表现后便已开始回落，即便是铜和铝在上半年摆脱了去年年底的弱势，并且在 7 月份刷新了历史高点，但从幅度上讲，铜价也只略高于历史高点 8800 美元，最高见到 8940 美元，铝价最高见到 3380 美元，只是略高于 2006 年 5 月份创立的高点 3300 美元。此后整个有色金属市场压力显现，重心不断下移，9、10 月份演绎了史无前例的暴跌行情，12 月份 LME 三个月铜创立了 2008 年的最低点 2817 元，较 7 月份的高点 8940 美元下降了 68.49%。从年均价上看，LME 三个月铜均价为 6886 美元，较 2007 年的 7103 美元下降 3.06%。

国内铜价与 LME 铜价走势相似，但表现不如 LME 铜市。国内三个月铜在上半年虽然也出现反弹，但高点受制于 2006 年 5 月份以来的阻力线。在 7 月份 LME 铜价创新高时国内铜价表现已经明显偏弱，在十一长假后演绎了十四个交易日十一个停板的历史行情。在 12 月份国内三个月铜创立了 2008 年的最低点 22380 元，较 2 月底创立的 2008 年的高点 70000 元下降了 68.03%。从年均价上看，国内三个月铜均价为 54031 元，较 2007 年的 62332 元下降了 13.32%。

如果我们将有色金属市场与整个商品市场做一比较，可以发现，上半年有色金属市场是整个商品中表现最差的。上半年原油价格和大豆价格在不断刷新历史高点，CRB 指数在 7 月份最高时已经较去年年底的收盘价上涨了 29.2%，当然其中原油价格上冲到 149 美元起了巨大的作用。下半年整个商品市场都在暴跌，原油和豆类价格与有色商品价格一起下坠。

如果我们再扩展到整个金融市场，可以发现，今年上半年全球金融市场已经是弱不禁风，以美国道琼斯指数为首的全球股市重心不断下移，并且从 9 月份开始演绎了狂跌行情，3 个月中道指最大跌幅高达 23.5%，甚至市场上已经将今年的股市与 29 年经济大萧条时期的股市进行比较。

从以上对比中可以看到，今年上半年有色金属市场与金融市场再次担当了经济晴雨表的作用，下半年整个金融和商品市场的暴跌表明系统性因素在起作用。实体经济受到重创，全球经济滑向衰退，这一因素直接影响到¹

消费，成为金融和商品市场下跌的最直接的原因。

2008 年主要商品和金融市场变化					
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	2008 年
美国 10 年期国债利率	-0.6064	0.5532	-0.1552	-1.599	-1.8074
道琼斯	-7.55%	-7.44%	-4.40%	-19.11%	-33.84%
dj-AIG	8.99%	15.59%	-28%	-30.12%	-36.61%
crb	8.26%	15.42%	-24.09%	-19.75%	-23.74%
NYMEX-原油连续	5.09%	37.82%	-28.11%	-55.68%	-53.86%
LME-三月铜	25.17%	2.21%	-25.51%	-51.76%	-54.00%
CBOT 大豆连续	-0.15%	33.31%	-34.26%	-7.40%	-18.97%
黄金	10.03%	1.06%	-6.49%	1.58%	5.63%
沪铜指数	15.51%	-4.03%	-15.55%	-14.42%	-58.20%

（数据来源：路透）

二. 2008 年金属铜市场主导因素

（一）上半年金属铜仍维持牛市氛围，供应偏紧、规避通胀、美元贬值是主因

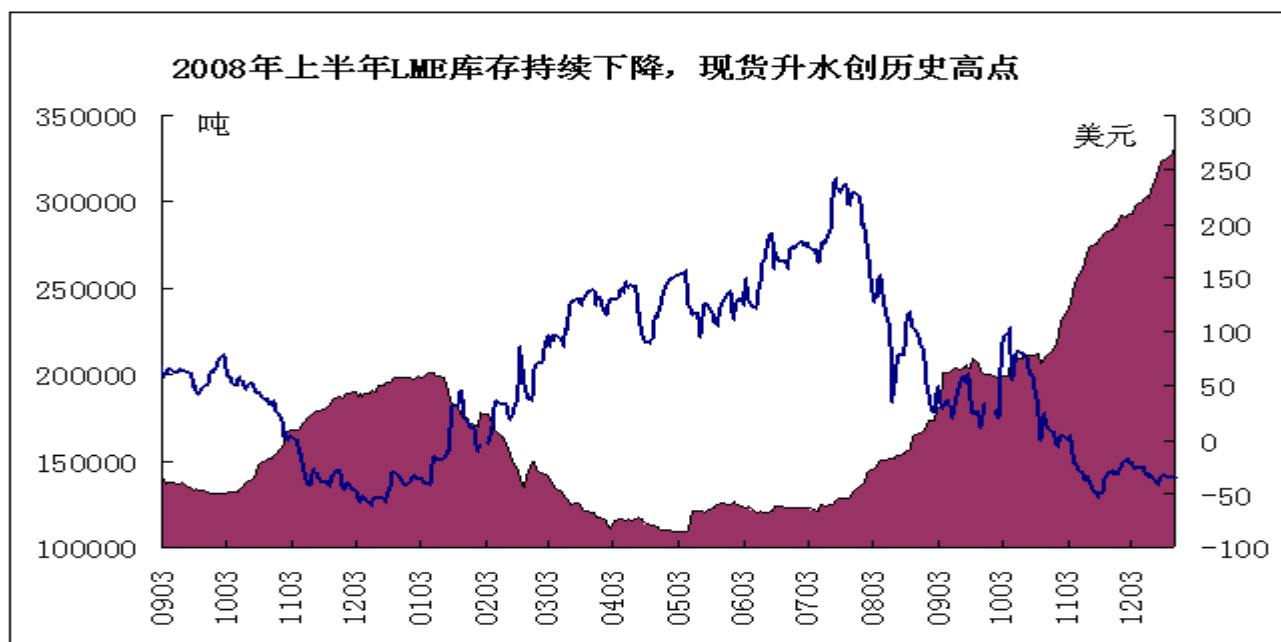
1. 减产罢工助长铜供应紧张

上半年铜价维持在高位，铜矿和冶炼厂不断出现减产和罢工的消息是主要原因。其中支持 4 月份和 7 月份铜价冲至高点的两起罢工事件分别发生在智利和秘鲁。在智利，4 月 16 日全球最大的铜生产商 CODELCO 下属 Andina 和 Salvador 铜矿因为罢工而关闭，两矿产能为 30 万吨。最大的铜矿 Teniente 矿山在经过反复后也于 4 月 29 日关闭，此矿年产 40 万吨。直到 5 月初 Codelco 的分包工人才同意结束为期 20 天的罢工。在秘鲁，6 月 30 日发生了全国性矿业罢工。作为全球第二大铜和锌生产国，该国最大的铜锌露天矿必和必拓及 Xstrata 下属的 Antamina 矿、南方铜业下属的 Ilo 和 Cuajone 矿、Freeport 公司下属 Cerro Verde 铜矿工人都加入到罢工之中，罢工直到 7 月 5 日才结束。

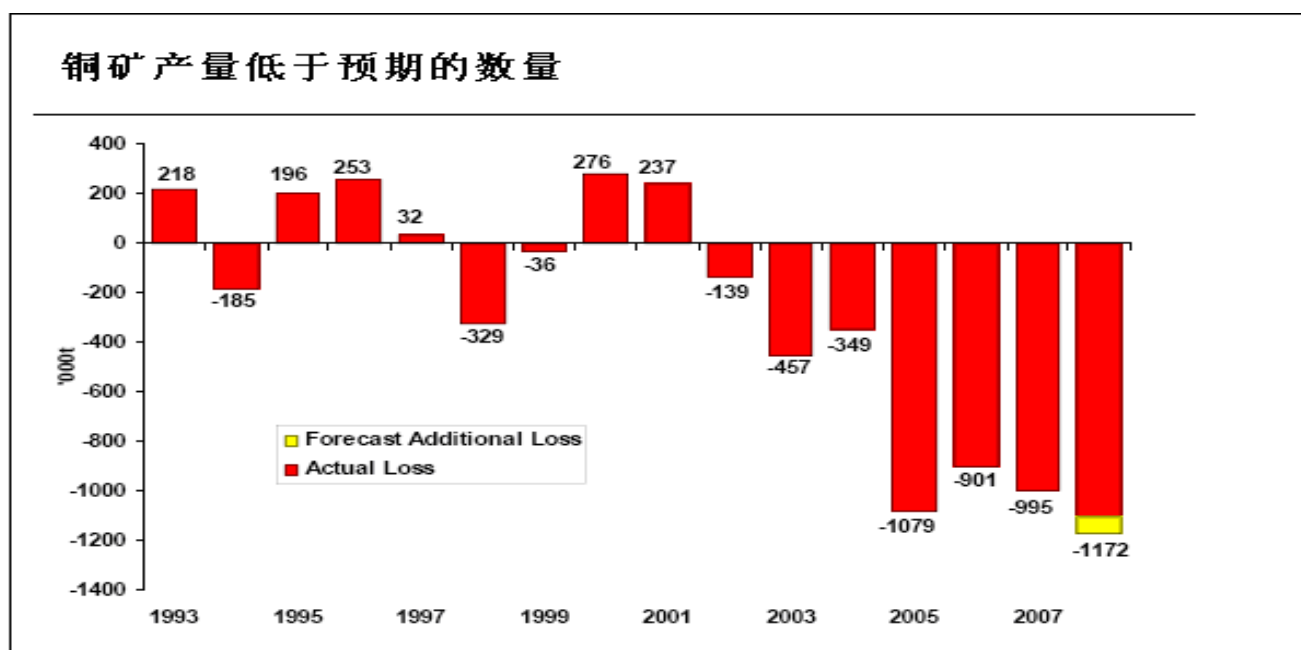
除了以上两起大范围的罢工，其它减产和罢工消息也不断。如墨西哥集团下属产能为 18.5 万吨的 Cananea 巨型铜矿自 2007 年 4 月 11 日以来一直因为罢工而关闭，今年 3 月份的谈判失败，罢工结束无望。Teck Cominco 的主要 SAG 磨碎机厂 2007 年年底出现的问题继续影响 2008 年的生产。2007 年停产 14 天造成了第四季度铜产量下降 1.47 万吨。发动机的问题导致了一月份 11 天产量的损失，并且当时仍存在 2008 年出现进一步生产中断的可能。2008 年 1 月底和 2 月初，中国南方经历了历史上罕见的冰冻天气，江铜和云铜的生产受到影响，2 月份，中国铜产量只有 46.2 万吨，增长 11.7%，远低于 1 月份的 66.5 万吨和 1 月份的增幅 31.84%.....

上半年有关能源紧张，品位下降，铜供应紧张的言论也充斥着整个市场。年中金属通报举办的研讨会上，业内人士纷纷对铜矿的供应表示担心，BLOOMBURY MINERALS ECONOMICX 公司表示，由于电力供应的担忧，经过训练的矿工和工程师严重缺乏，价格高涨及开采设备短缺，这些因素将持续限制铜矿项目的扩张和投产，估计 2008 年铜缺口为 6 万吨，2009 年过剩，2010 年恢复大幅缺口。CRU 认为新项目开工日期持续推后，平均推迟期为 3 年，今年和去年分析的 38 个项目有 26 个可能推迟，因此今年铜缺口为 30 万吨，价格将保持在 8000 美元之上。与这些言论同时出现的，在年中加工费谈判中，由于矿石品味下降，铜矿产量下降，BHP 取消了与中国的年中谈判。还有消息称，BHP 与日本的年中加工费已经降至 40 以下。以上种种信息都突出了铜供应的紧张。

在上半年中，LME 现货铜高升水和低库存反映出铜供应的紧张。在上半年，LME 铜库存持续下降，至 5 月底，LME 库存已经降至 109025 万吨，较 2007 年年底的 197450 吨下降了 88425 吨或 44.8%。与此相对应的是，LME 现货对三个月期货升水不断走高，在 7 月中旬，现货升水高达 236 美元，这些因素都支持上半年铜价维持在高价位。



（数据来源：路透、银河期货）



（图表来源：Brook Hunt、Macquarie）

2. 规避通胀的需求推动商品价格狂飙

2008年上半年LME金属表现仍然较强，回顾来看，这与原油、农产品价格暴涨导致全球通胀压力加剧有着直接的关系。上半年，市场对供应短缺的担忧仍占据了上风。在上半年，国际能源协会预计全球每天原油的供应缺口会在20-40万桶；美国农业部预计因为天气的原因，2008年大豆供应会出现1361万吨的缺口；国际铜研究小组也预计2008年铜的供应缺口会在36.7万吨。对供应紧张的担忧继续支持商品价格上涨。其中国际原油价格涨势如虹。继2007年年底上破90美元大关后，2008年2月份上破100美元，此后原油价格加快上涨速度，油价连续上破110、120、130、140美元大关，在7月初已经冲高至150美元附近，市场上有关原油价格年底见200美元的言论不绝于耳。与此同时，农产品价格涨势继续，以大豆为例，到2008年7月份，大豆价格已经较2007年6月份上涨了86.5%。

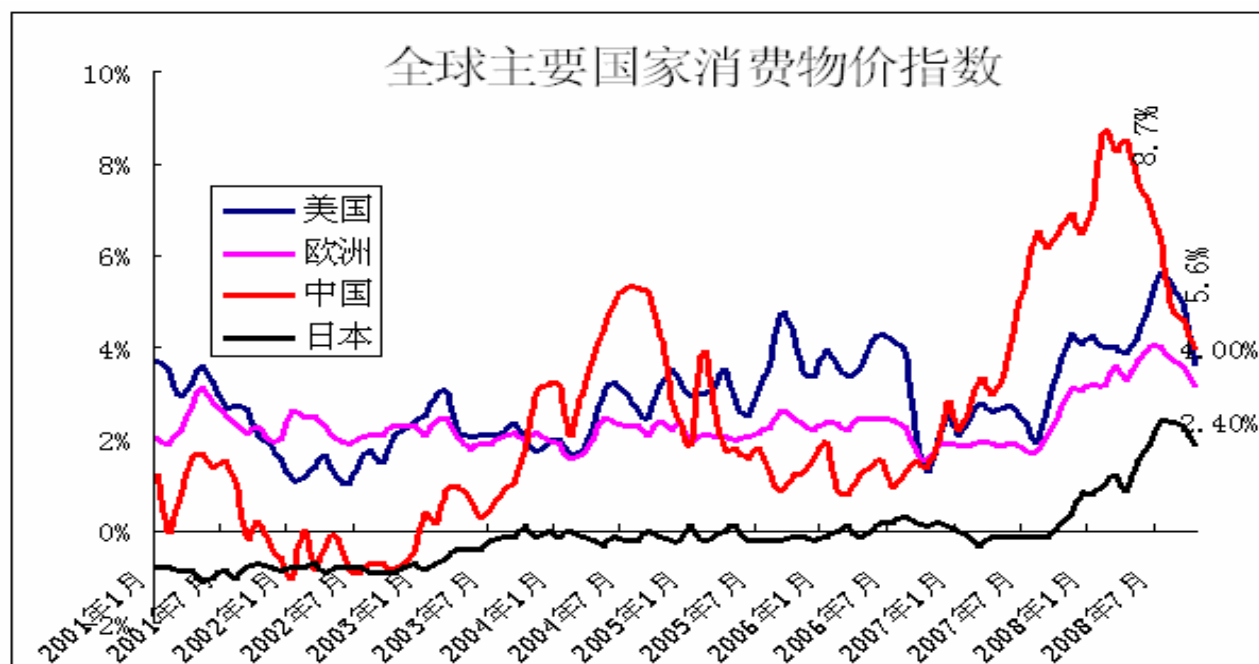
原油、农产品价格暴涨引发全球各个国家通胀压力加大，在上半年，美国CPI上涨到5%以上，欧洲上涨到4%以上，远远高于它们将通胀控制在2%以下的目标，中国CPI最高更是达到8.7%的水平，就连10年来深陷通缩的日本CPI也达到2%以上。但从各国利率来看，西欧利率最高也只有4.25%，美国利率持续下调，年中时已经跌3

至 2%，中国最高时也只有 4.14%，日本最高时也只有 0.75%，如果以实际利率来看，除了西欧实际利率只微高于 0 以外，其它主要国家的实际利率都是负利率，也就是说，因为通胀不断加大，人们的资产正在缩水。面对资产的贬值，人们规避通货膨胀的要求十分急切。但当时全球股市和房地产泡沫已经破裂，人们规避通胀的工具有限，因此商品市场成为了投资者的选择。

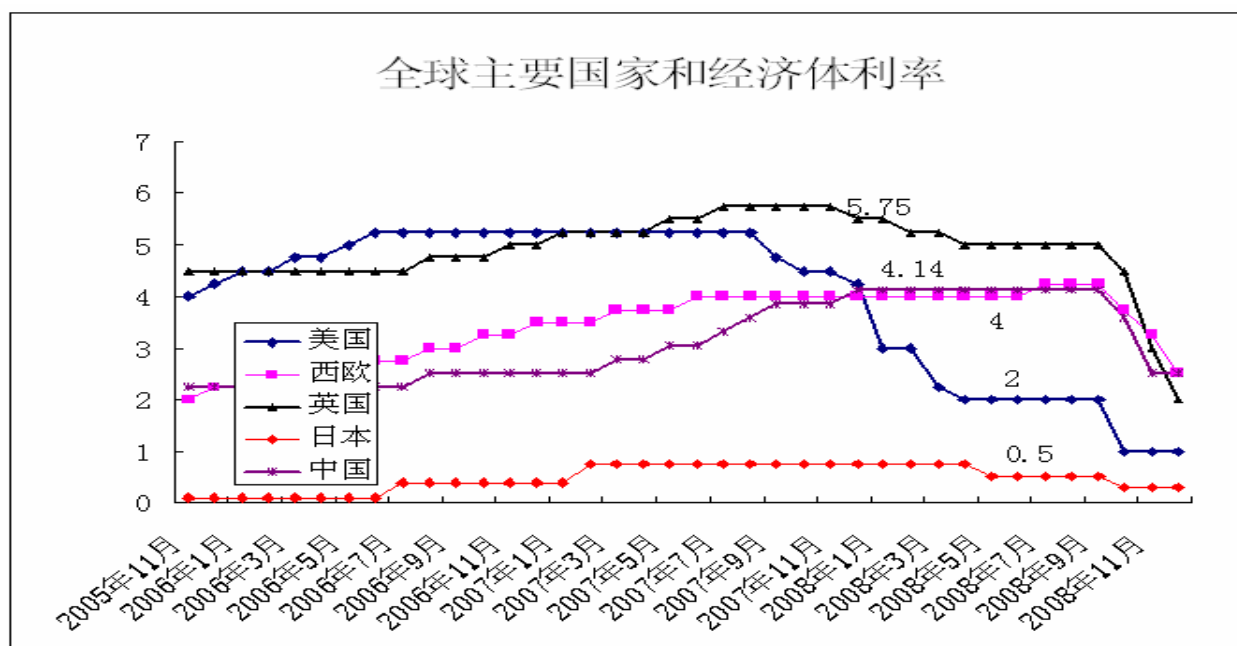
这里特别要谈到指数基金，它对推动商品价格上涨起到了巨大的作用。在 2002 年以前，指数基金是很少涉足商品市场的，但在 2002 年之后，随着商品价格的大幅上涨，这种局面发生了根本的变化。指数基金出于投资多样化的考虑，将商品市场作为对冲通胀的保值工具。以两支最重型的指数基金高盛商品指数基金和道琼斯商品指数基金为例，在 2002 年以前，注入商品指数的资金不足 100 亿美元，但到 2007 年，这个数字已经达到了 1420 亿美元，根据 2008 年 3 月份统计的数据，2008 年前 3 个月新增资金就达到 300 亿美元，而且根据当时的情况，市场预测 2008 年新增资金将会超过 500 亿美元。由于商品市场的规模远比资本市场小得多，数以亿计的资金倾注到商品市场导致价格极大偏离。工业金属在高盛商品指数基金和道琼斯商品指数基金中占的比重分别是 7.2% 和 30.1%，巨大资金的进入无疑成为上半年金属价格维持在高位的主要动力。



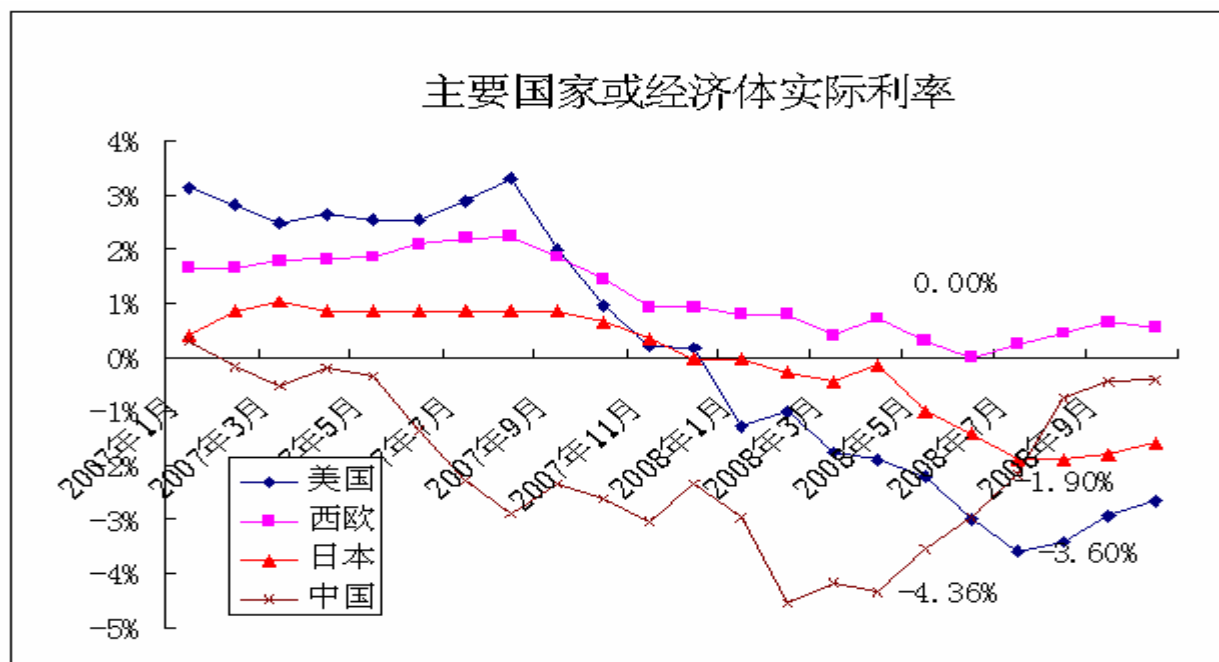
（图表来源：文华财经、银河期货整理）



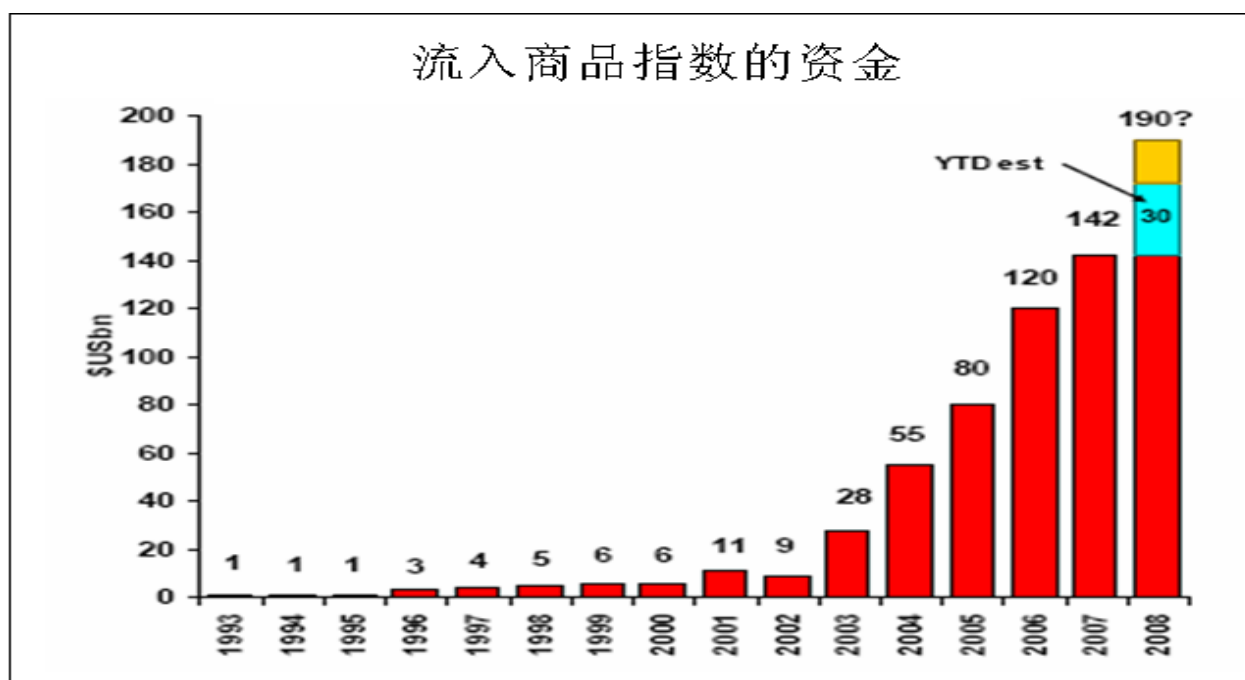
（图表来源：路透、银河期货整理）



（图表来源：路透、银河期货整理）



(图表来源：路透、银河期货整理)



(图表来源：Macquarie)

3.美元加速贬值加大了商品价格上涨动力

2008年上半年商品价格狂飙与美元汇率快速贬值相对应，在2008年前3个月中，美元指数从07年12月底的76.197快速下跌，至3月份最低见到了70.698，即贬值了9.16%！美元的贬值无疑直接导致了商品价格的上涨。

分析来看，美元贬值直接促成全球能源和初级产品价格的上涨，给全球带来通货膨胀的压力。因为国际市场上商品主要以美元计价，美元的贬值直接导致了商品价格的上涨。历史统计表明，美元指数和商品价格在80%的时间内有良好的负相关性。这里特别要谈到美元贬值对原油价格的影响。由于美元仍然是国际石油交易中的垄断性计价货币，美元贬值导致了产油国的石油收入下降，这种情况下，产油国在油价攀升的同时依然限产保价，从而进一步抬高石油价格。原油是经济的血液，原油价格上涨无疑会带动整个经济的生产成本，进而推动所有物价的上涨。

其次，美元贬值将引发投资多元化。因为美元贬值，抛售美元资产的行为被激发，大量的资金流向新兴经6

济体寻找投资洼地。大量的外资流入推动新兴经济体国内资产价格的飙升，滋生经济泡沫，导致通胀。由于新兴国家以出口为主，成本的上升导致出口物价上涨，进而将通胀传导到发达国家，从而形成全球性通胀。

还有，为了应对次贷危机，美联储采取的降低利率和向市场提供流动性的做法使得全球市场上原本已经泛滥成灾的流动性进一步增加，投机资本规模不减反增，这些都是上半年全球商品价格大幅上涨的主要原因。



（图表来源：文华财经、银河期货整理）

（二）下半年金融危机和经济危机引发金属史无前例大熊市

如果说上半年市场的焦点还集中在通胀上，那么下半年金融危机开始转化为经济危机席卷了全球。2007 年爆发的美国次贷问题不但没有平息，反而引发更多的金融市场问题。集中在 9 月份出现的美国第四大投资银行雷曼兄弟申请破产、美国第三大证券公司美林被美国银行收购、美联储驰援美国第一大保险公司美国国际集团 AIG，种种形迹表明美国金融危机正在席卷成一场风暴，9 月 23 日美国政府救援计划意外被否定拉开了整个金融市场的狂跌序幕，也为金属市场拉开了熊市的序幕。9、10 月份，主要股市和商品的跌幅都 20-50%，就连起到避险功能的黄金跌幅也在 12.78%。整个金融和金属价格的暴跌与金融危机有关，同时全球经济增长放缓直接影响到金属的消费。

1. 金融海啸席卷全球，金融体系一度中断

随着 2006 年年初美国房地产泡沫破裂，2007 年美国次贷危机拉开了美国金融危机的序幕，在 2008 年的 9 月份，这场危机正在形成更大的风暴甚至海啸开始席卷整个世界。在 9 月份，面对房市低迷可能会拖垮整个经济的威胁，美国政府接管了“两房”，美国五大投行三个或是破产或是被收购，另外两个也投身传统银行，银行间的不信任令整个银行业开始大量囤积现金，金融市场陷入混乱的信贷停滞。美国联邦储备委员近几周来积极采取了各种措施，以缓解短期融资市场面临的沉重压力，甚至美国政府签署了总额 7000 亿美元的金融救助计划，这也是自经济大萧条以来美国政府最大规模的金融市场干预计划，但美国金融市场并未因此有一点松缓，经济前景不断恶化，金融状况日益紧张，信贷吃紧和消费者需求骤减令美国经济严重衰退的风险再现。

与此同时，抵押贷款问题影响的资产扩散正在以不可抵挡之势开始向全球其它国家蔓延，其中最为明显的是欧洲。因为法国、意大利、西班牙和德国的企业比美国公司更倚重于出口，美元大幅贬值和全球经济增长放缓早已使这些国家的出口不断放缓，公司收益承压，投资者感到惶恐不安。雪上加霜的是，随着对欧洲银行持有美国次贷资产担忧的扩散，欧洲银行已经不愿彼此借贷，投资者甚至储户信心严重丧失。欧洲一些最大的经济体已经陷入了衰退的边缘。

金融形势和经济增长陷入恶性下降漩涡的恐惧在所有人脑海中都是那样明确而具体，全球金融市场陷入混乱之中。在 10 月的前 8 个交易日中，美国道琼斯指数下跌了 22.11%，德国 DAX 指数下跌了 22.07%，日经指数下跌了 26.5%，就连表现最好的中国上证指数也下跌了 12.75%。这里特别要指出 10 月 9 日，星期四，道指下跌 7.33%，7

为美国股市上少见的几次最大单日百分比跌幅，将股市拖入或者说几乎拖入崩盘境地。崩盘通常被定义为单日或数日累计跌幅超过 20%。1987 崩盘时道指单日暴跌 22.6%。1929 年连续两个交易日的跌幅分别为 12.8%和 11.7%。股市重挫正迅速将大量财富席卷一空，给家庭和企业蒙上阴影。



（以上图表来源：文华财经、银河期货整理）

2. 实体经济受冲击，全球经济快速滑向衰退

今年上半年，高通胀成为各国政府最头疼的事，通货膨胀对经济增长的负面作用越来越明显。9、10 月份美国次贷危机转为金融危机，虽然经过 10 月份各国央行的巨额注资后，金融市场暂时稳定下来，但金融危机对实体经济的影响越来越明显，各国房地产和制造业纷纷受重创，就业人数大幅下降，越来越多的数据显示这次金融危机对实体经济的影响是全面的，11 月和 12 月初全球前三大经济体纷纷宣布经济陷入衰退，以中国为主的新兴国家增长也大幅放缓。

美国方面，美国权威研究机构全国经济研究局在 12 月 1 日正式宣布：美国经济自 2007 年 12 月开始即陷入衰退。美国商务部公布的最终数据显示，美国经济今年第三季度按年率计算负增长 0.5%，今年第一和第二季度美国经济分别增长 0.9% 和 2.8%。由于美国官方尚未宣布美国经济连续两个季度下滑，这意味着美国经济衰退尚未得到通常技术性定义的确认。然而，各方也纷纷认为，宣布美国经济衰退只是迟早的事情，而作为拥有顶尖级经济学家的研究机构，全国经济研究局的判断在美国经济学界一直拥有较高的权威性。从最新公布的数据来看，美国就业人数持续下降，失业率不断创新高，制造业深度衰退，种种数据显示，今年第四季度和明年第一季度，美国经济将继续负增长。

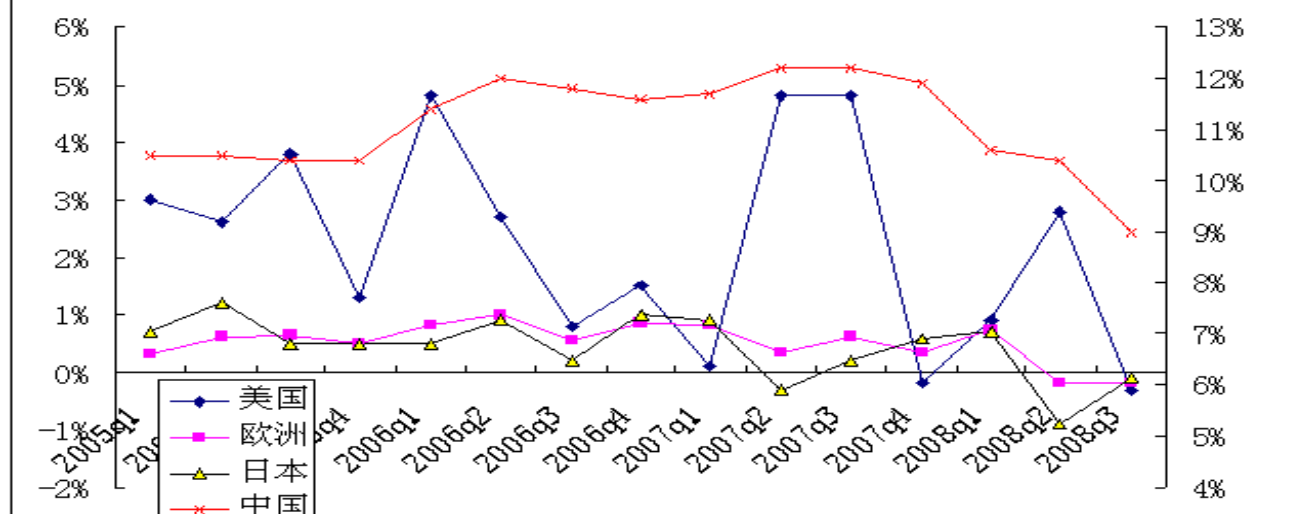
欧洲方面，欧元区第三季度 GDP 环比下降 0.2%，这是自 1999 年欧元区诞生以来欧元区首次宣布进入衰退。贸易此前一直是推动经济增长的因素之一，但第三季度却成为一大拖累。欧元区第三季度出口较第二季度增长 0.4%，进口却增长 1.7%，净贸易量导致欧元区 GDP 下滑半个百分点。最新数据显示，欧元区制造业活动降至历史低点；制造业产出、新订单数量以及购买量的下降幅度均创下 11 年之最，非制造业也跌至 50 以下，零售数据进入负增长，以上数据进一步证明了欧元区经济已经陷入衰退。

日本方面，经通货膨胀因素调整后，日本第三季度 GDP 较前一季度下降 0.1%，折合成年率为下降 0.4%。第二季度 GDP 修正后较前一季度下降 0.9%，折合成年率为下降 3.7%。从技术角度讲，经济连续两个月收缩就意味着陷入衰退。这也显示出日本经济已被拖入美国次级抵押贷款危机引发的漩涡。数据显示，商品和服务出口仍然不振，外部需求的疲软使第三季度 GDP 增长率减少了 0.2 个百分点。国内需求为 GDP 做出了 0.1 个百分点的正面贡献，因消费者支出和住房投资温和增加。但到 12 月份，日本制造业活动已经连续第 10 个月萎缩，凸显在全球经济下滑形势下日本经济的低迷状况。日本政府 12 月份的报告称经济形势正在“恶化”，这是其自 2002 年 2 月以来首次用这个词来描述经济；报告还表示，企业景气程度迅速下滑很可能继续拖累日本经济。

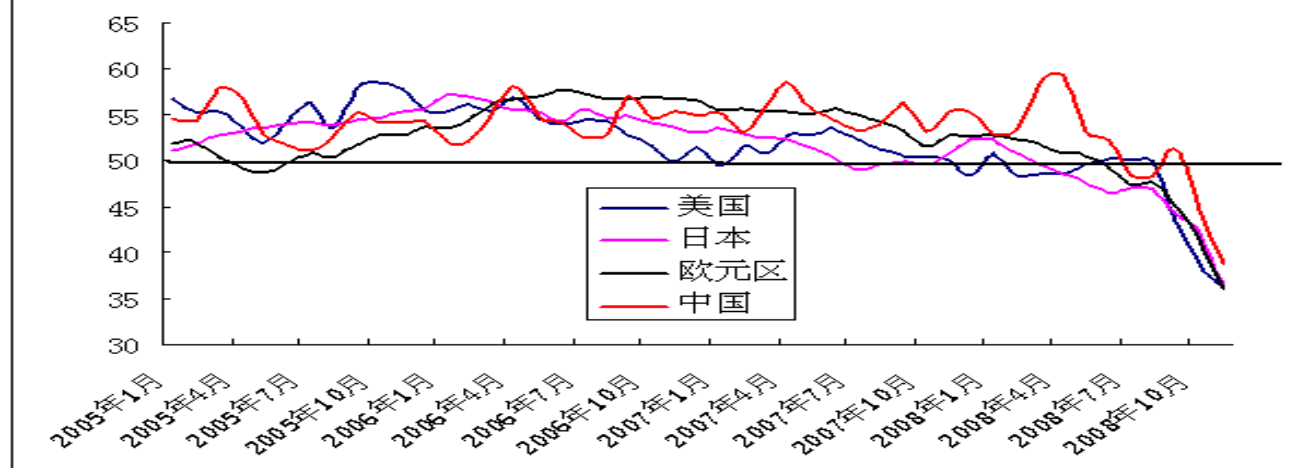
除了发达国家纷纷陷入衰退外，发展中国家经济增长也快速放缓，“金砖四国”的光环纷纷褪去。其中表现还算不错的中国也深陷困境。最新的数据显示，中国第三季度 GDP 已经降至 9%，远低于第一季度和第二季度的 10.6% 和 10.4%，也是 2002 年以来的最低水平，而在过去 5 年中，我国 GDP 平均增长要在 10.8%。从产业来看，第二产业受冲击最大，第三季度第二产业增长值下滑了 0.8 个百分点。其实中国经济增长放缓在年中时就已经表现出来。其中一个主要的指标是发电量，从历史上看，中国发电量与中国工业产量的相关性高达 75.5%。从今年 6 月份开始，中国发电量增幅就已经从年初的两位数增长回落到 1 位数增长，因为存在奥运前部分城市和行业停产，这种因素被低估，但到 10 月份时，中国的发电量已经转为负增长，11 月份为 -9.6%。其实在此期间用电量与发电量形成很好的印证，5 月份中国用电量增长 11.39%，但到 11 月份已经为 -8.65%。最终人们意味到，发电量下降是因为用电量减少，中国工业增长值在大幅回落，至 11 月份，中国工业增长值只有 5.4%，为 2002 年 2 月份以来的最低值。中国经济放缓的原因是多方面的，其中出口受到重挫是一个关键因素。今年沿海地区上万家中小企业陷入困境，减产关闭数量巨大。

从 12 月份的数据来看，全球制造业指数进一步大幅下滑，美、欧、日、中制造业指数大幅下降至 40 以下，远低于表示扩张和衰退的分界线 50，这里特别要指出的是中国的制造指数，其中有关订单的分项指数全部大跌，出口订单更是暴跌，可见未来中国企业的出口环境会更加恶劣。另外，欧洲和美国非制造业指数也都是连续位于 50 之下，失业率也上升，种种迹象显示，欧美国家正在滑向深度衰退，亚洲发展中国家也开始陷入困境。

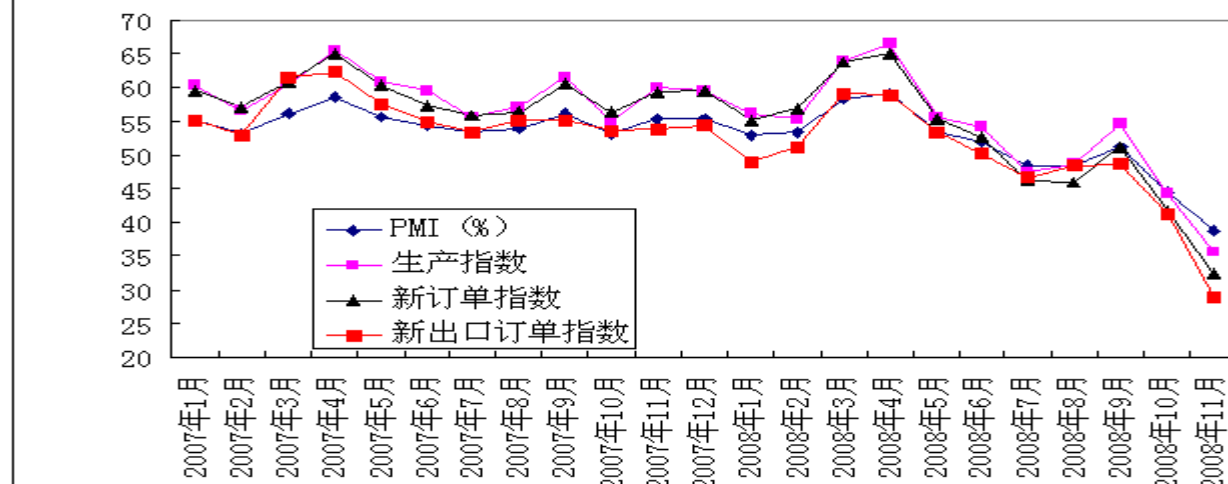
全球主要国家GDP增长

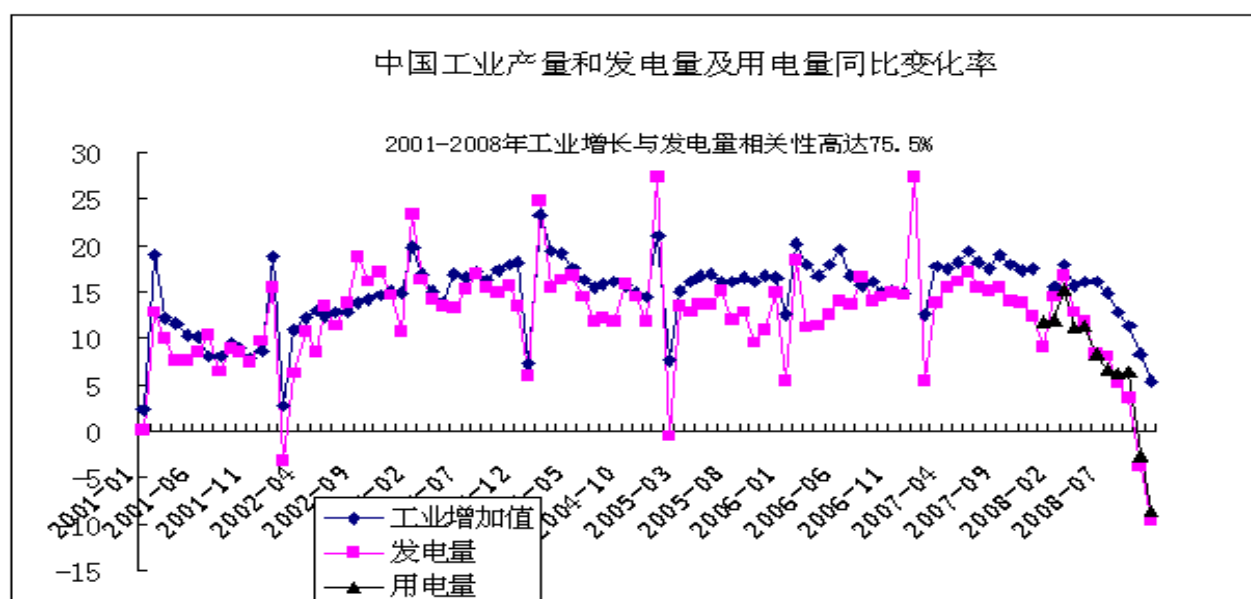
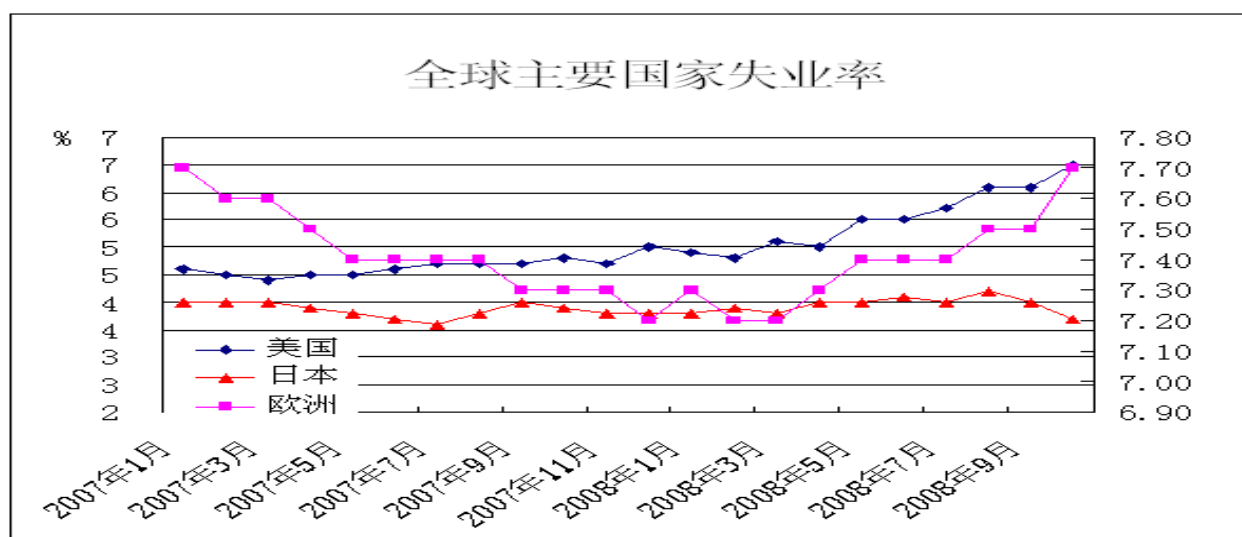
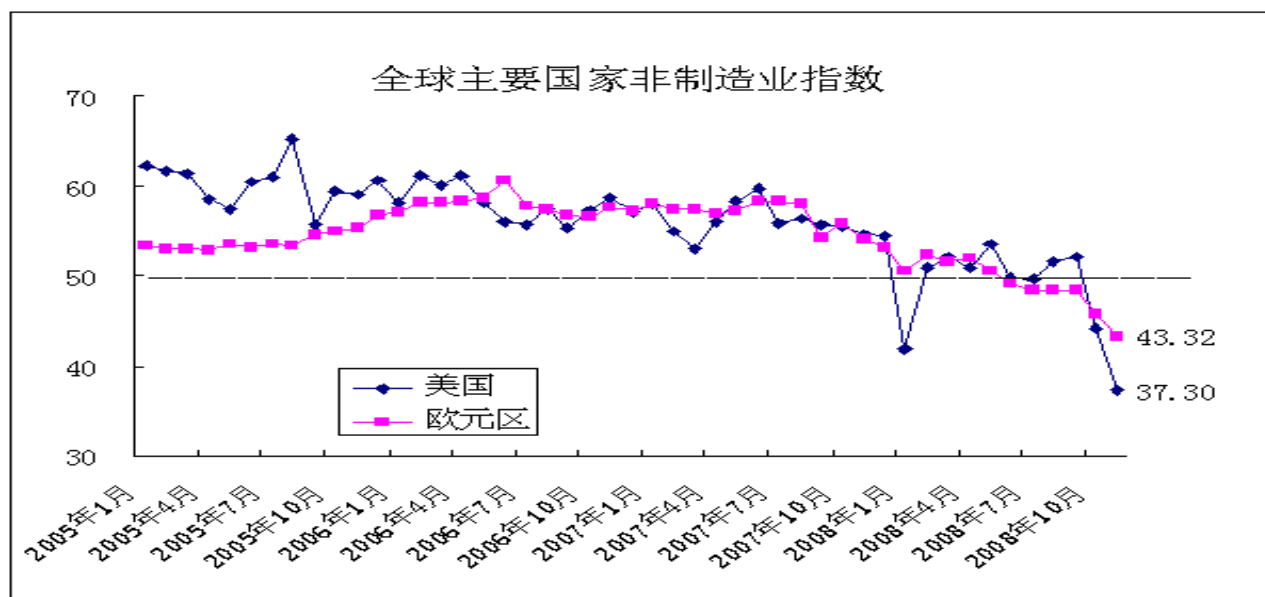


全球制造业向深度衰退挺进



中国制造业采购经理人指数





(以上图表来源: 路透、WIND、银河期货整理)

3.铜消费骤减，基本面转为过剩

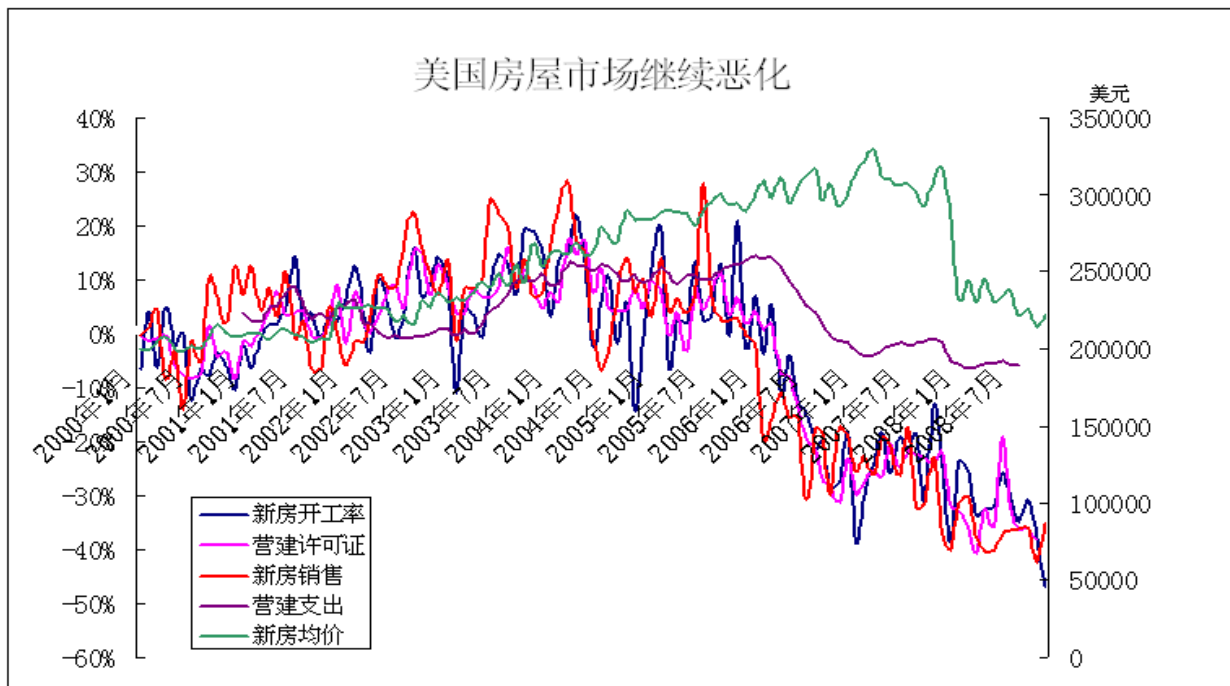
2008 年以来全球经济增长已经开始转弱，9 月份以后各国经济纷纷陷入衰退令铜消费骤减，其中全球房地产和汽车两大支柱产业陷入衰退对有色金属的消费造成打压最大。

（1）全球房地产纷纷陷入衰退

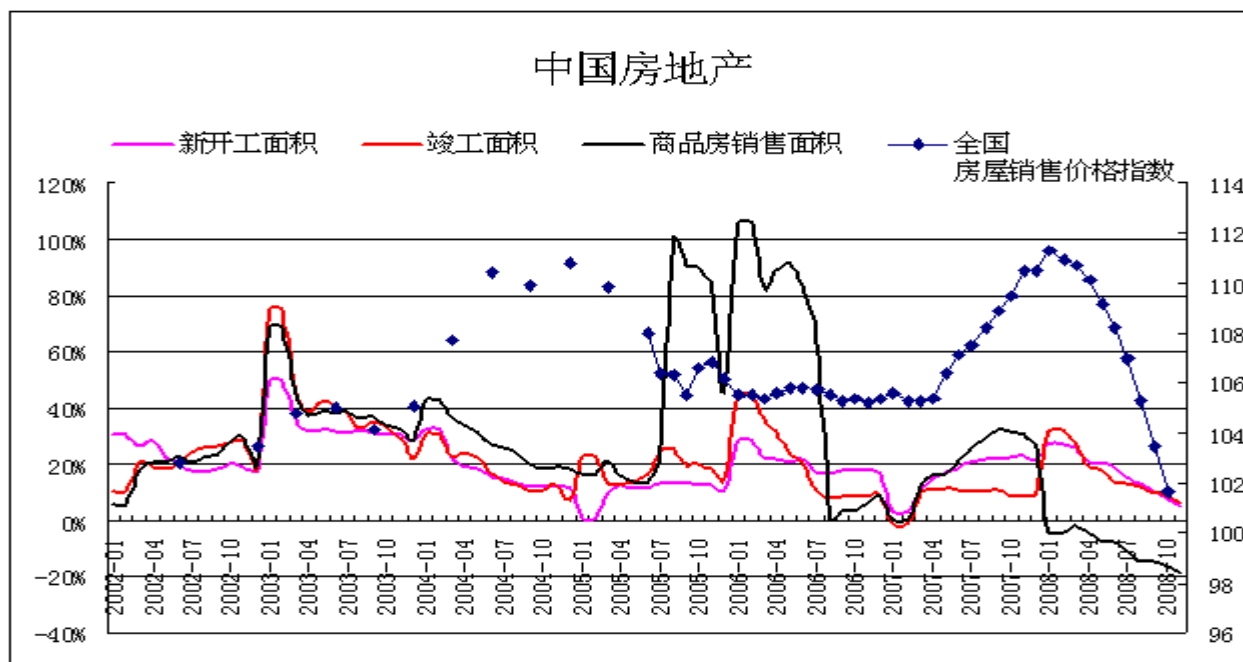
本次全球金融危机和经济危机的源头是美国房地产，虽然从 2006 年年底美国房地产就已经进入衰退并经过了两年多的调整，但美国房地产并没有出现复苏的迹象。最近的数据显示，受金融危机和经济危机影响，美国房地产有继续恶化的迹象。有数据显示，名列美国最大开发商之列的桑达克斯公司、普尔特房屋公司和霍纳扬公司等开发商巨头已经由于房屋供大于求而陷入困境，第三季度以来收入都较去年同期出现了明显下滑，其中普尔特 9 个月亏 11 亿美元。开发商们已经疯狂降价，但是很多购房者仍在观望，等待更大打折。年底商业地产开发商已经开始申请政府 7000 亿美元救市基金。房地产圆桌会议称，据估计有 4000 亿美元的商业地产抵押贷款在 2009 年底到期，而这些贷款没有其他继续融资的选择。

欧洲房地产也没有乐观而言。美国房地产市场经历的阵痛正波及到全球其他国家。从爱尔兰乡村到西班牙海岸，到处可以看到缩水的房价，一些地区遭受的打击程度甚至比美国还严重。今年欧洲各国的房地产市场或增速大幅放缓，或陷入停滞甚至大幅萎缩。仲量联行最新研究结果显示，2008 年欧洲商业地产的直接投资将在 1050 亿至 1100 亿欧元之间。这一数字较之 2007 年全年下降了约 55%，其中部分原因是商业地产售价的降低及外汇汇率的波动。事实上，早在 2008 年上半年，欧洲商业地产投资活动就已放缓，美国雷曼兄弟 9 月的破产则加速了其下挫之势。预计今年第四季度欧洲的直接房地产交易额 160 亿欧元，第四季度通常一年中投资交易最活跃，但今年的交易额将比上一季度下降 30%。

2008 年对于中国的房地产也是一个转折年。年初中国房地产开工率和竣工面积同比增幅还高于去年同期水平，但销售面积却一直处于负增长之中，供需矛盾极其紧张，房价涨势受阻。从第三季度开始，中国房地产市场终于进入了市场的拐点，开工面积、竣工面积增幅大幅下滑，销售面积进一步萎缩，到 11 月份，国内开工面积和竣工面积的增幅已经从年初 20% 以上的增幅降至 10% 以下，房屋销售面积也从年初一位数的降幅扩大到下降 18.55%。与此同时，房地产价格也终于如期回落。



（图表来源：路透、银河期货整理）



（图表来源：WIND、银河期货整理）

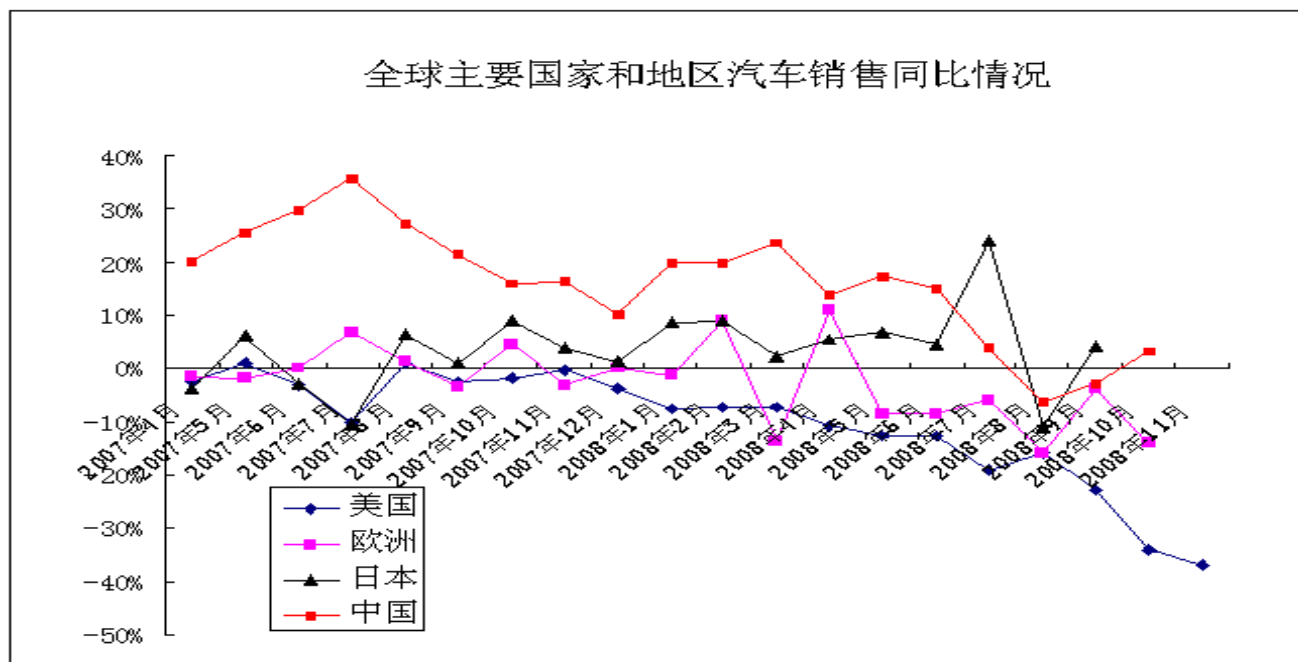
（2）全球汽车业纷纷陷入衰退

今年全球汽车市场销售疲软，欧美国国家汽车制造商深陷亏损，特别是美国三大汽车制造商的请求援助事件以及丰田宣布亏损将汽车制造业的困境表现的淋漓尽致。

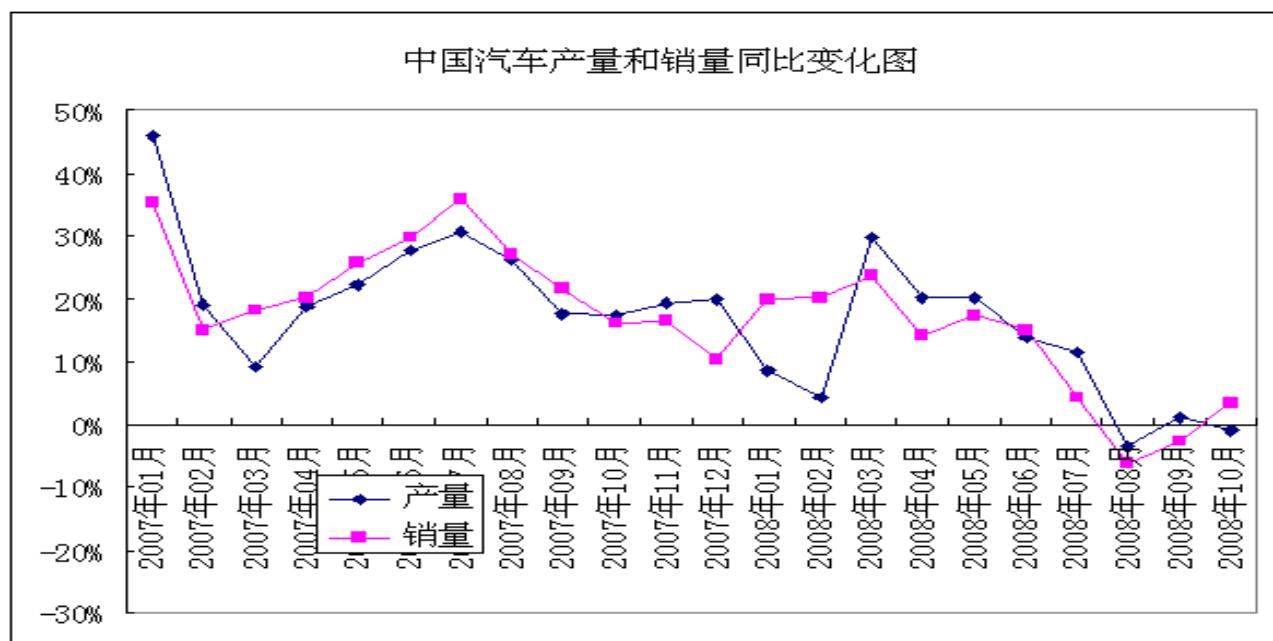
其实美国的汽车制造业在 2007 年已经显现出疲软之势，但在 2008 年中，美国汽车制造业更是经历了历史上从来没有经历过的困境。初步数据显示，美国汽车 2008 年全年销量为 1350 万辆左右，有可能创下自 1992 年来的最低纪录。与 2007 年相比，2008 年美国汽车销量骤减近 300 万辆，为汽车行业自 1974 年来的最大降幅。美国汽车产业陷入空前危机，三大汽车制造业赴美国众议院，多次就申请 340 亿美元金援纾困向议员报告。尽管布什政府最终公布了汽车业救助方案，但汽车生产商要克服沉重的工会成本、长期财务紧张状况以及在短期内让各利益相关方重回谈判桌等重大障碍也并非易事。由于汽车销售大减使车厂濒临破产，通用汽车提前一个半月关闭加拿大安大略省奥沙瓦的卡车厂，并且延长北美五座厂房的维修时间，以减少产出并降低库存。

除了美国市场外，其它国家也没有乐观而言。欧洲市场，近期德国 11 月份的汽车销售下滑 18%，连续第四个月下降，同一天，英国注册汽车销售下降 37%，法国下降 14%。而作为全球第二大的车厂，丰田汽车预计将自 1938 年以来首次出现年度营运亏损，截至明年 3 月 31 日的本财年合并报表的营运亏损为 1,500 亿日元（约合 16.8 亿美元），凸显出困扰汽车业的问题正蔓延至美国以外的地区。丰田已经在日本工厂实施减产和裁减临时工，希望藉此降低成本，而且还推迟了在密西西比州等地的新工厂投资。经济低迷还重创了韩国的汽车制造商。现代汽车和起亚汽车在一份声明中表示，它们现在预期本年度总销量达 420 万辆，此前的预期为 480 万辆。两公司称，与此同时，海外库存预计将达 106 万辆。

中国方面汽车业也深陷困境，今年 5 月份以来，中国汽车产销呈低迷态势，尤其是中国上调汽油价格后汽车销量增幅快速下滑。中国汽车工业协会最新发布的统计数据显示，今年前 11 个月，中国汽车产销为 870.4 万辆和 862.98 万辆，同比约增长 8% 和 9%，分别比上年同期回落 14.27% 和 14.67%。其中，十家重点企业利润同比下滑，二家企业亏损。



(图表来源: 路透、银河期货整理)



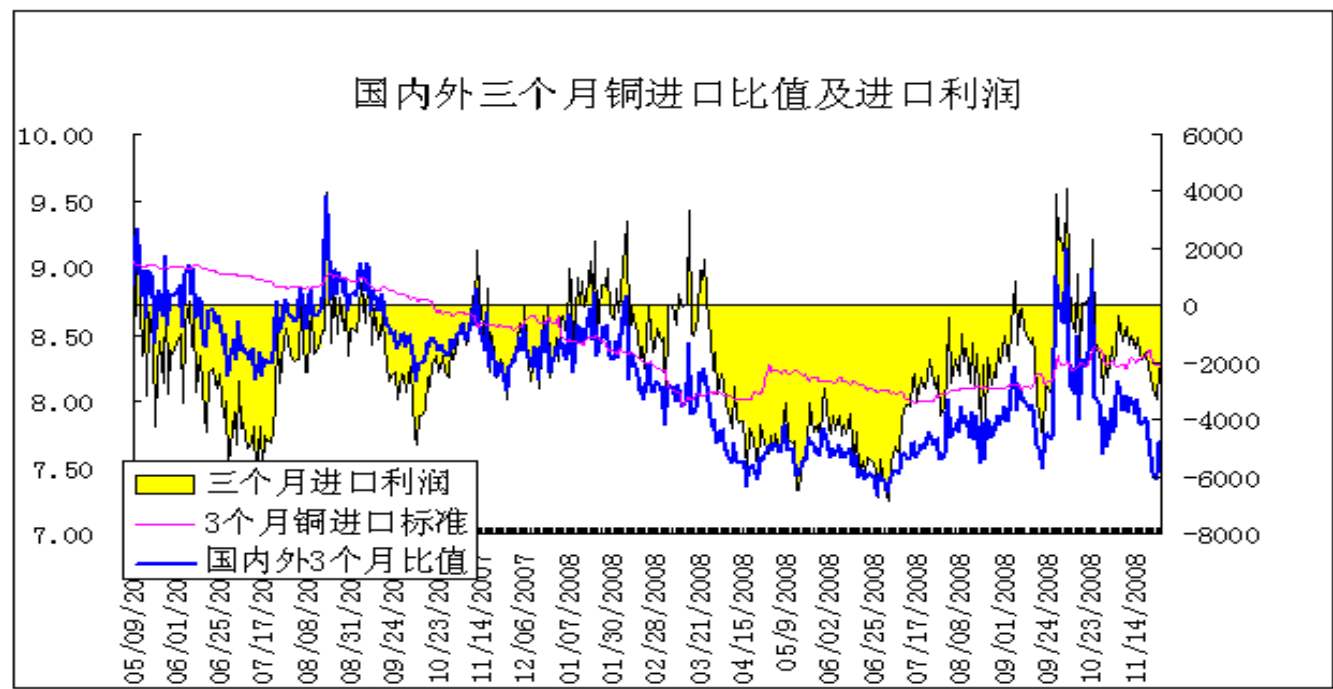
(图表来源: WIND、银河期货整理)

(3) 全球铜基本面转为过剩

2008 年上半年铜市最大的一个特点就是外强内弱。虽然外盘价格再次冲至历史最高, 并且在 7 月份创立了新高, 但国内铜市重心却一再下移, 国内外铜比值不断走低。2008 年年初, 国内外三个月铜比值在 8.5 附近, 进口利润也曾有 1000 多元, 但此后比值不断下移, 5 月份和 7 月份比值最低时曾达到 7.44 和 7.34, 进口亏损额高达 6500 和 6800 元。国内外这种巨大的反差与中国前 4 个月进口量较高有关, 但另一方面也提前反映出国内消费的不足。根据我们对国内铜消费的追踪, 今年上半年央行控制信贷额度和大幅增加存款准备金率令下游企业需求下降, 再加上对外出口受到人民币升值的影响, 铜的需求受到影响。7 月初, 一些客户已经要求取消部分计划于 7 月和 8 月运抵的铜。从铜材行业的开工率中可以看到这一点, 今年上半年的多数时间里, 除了铜管开工率高于去年同期外, 其它行业都不如预期, 而且铜管在 5 月份还提前进入消费淡季。下半年尤其是 9 月份后全球金融危机冲击到实体经济, 中国深受打压, 铜消费快速回落, 中国铜材开工率以 5-25 个百分点的幅度下滑。这时市场才终于意识到中国铜14

消费的疲软，对中国铜消费将一枝独秀的预期破灭，从而彻底引发了铜市的暴跌。

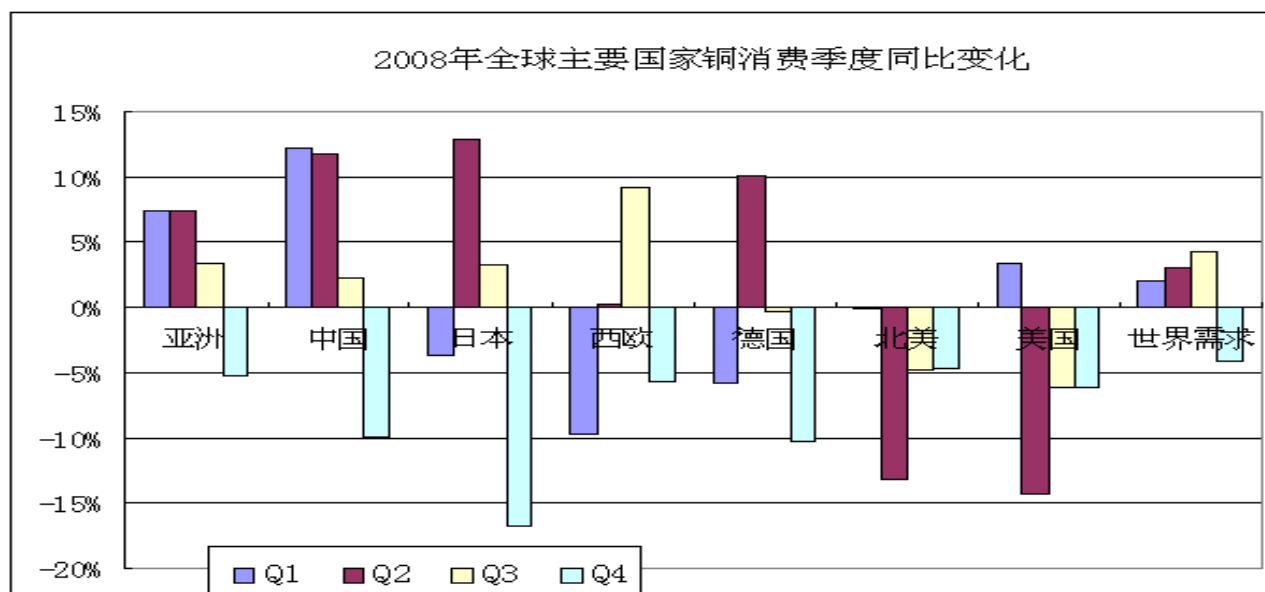
下半年全球经济受重创，铜消费更加疲软，全球铜消费陷入少见的负增长。据 CRU 统计的数据，第四季度全球铜消费同比为-4.14%，而第三季度的消费还为 4.33%，全年消费增长为 1.33%。分国家来看，中国铜消费在全年为 3.71%，但第四季度为-9.87%。日本全年为-1.03%，第四季度为-16.67%。西欧全年为-1.81%，第四季度为-5.59%。美国全年为-5.99%，第四季度为 6.11%。可见第四季度全球铜消费骤减令铜的基本面发生根据变化。根据 CRU 的统计，在今年前三个季度中，全球铜呈现供应短缺局面，短缺量分别为 11.6 万吨、23.1 万吨，4.8 万吨，但到第四季，基本面已经转为过剩，过剩量高达 13.6 万吨。



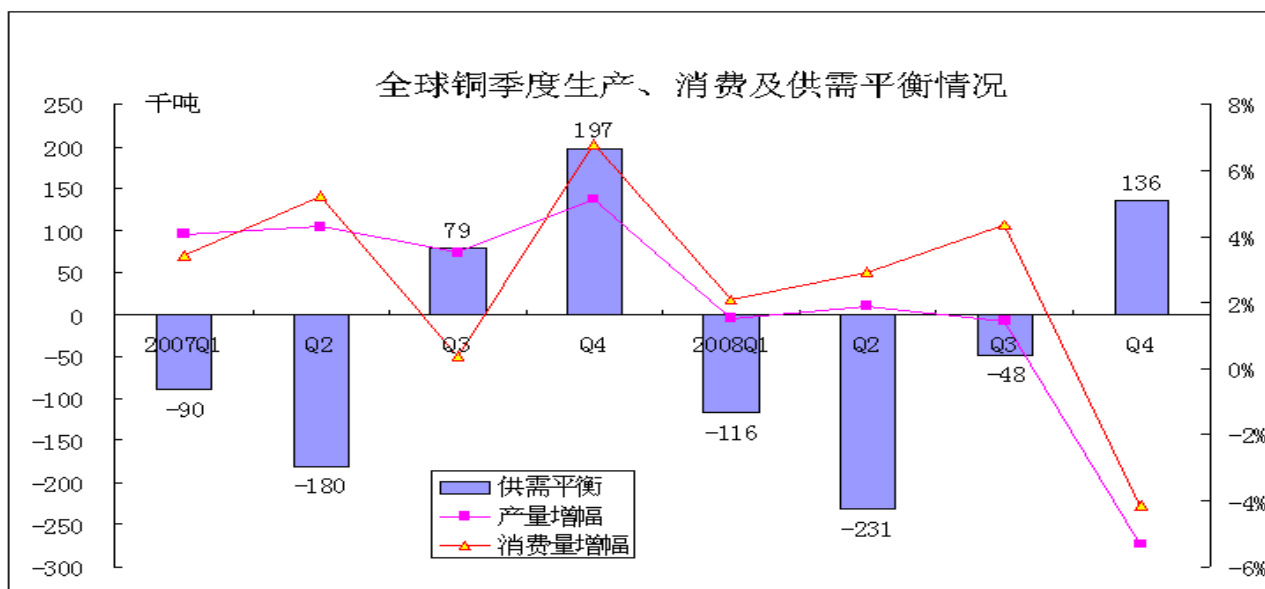
（图表来源：路透、银河期货整理）

电缆		线杆		铜管		铜板带箔	
时间	开工率	时间	开工率	时间	开工率	时间	开工率
2007 年 5 月	74.90%	2007 年 4 月	85.60%	2007 年 3 月	76.80%	2007 年 4 月	88.60%
2008 年 5 月	69.80%	2008 年 5 月	75.90%	2008 年 4 月	81.60%	2008 年 4 月	81.40%
2007 年 6 月	74.20%	2007 年 6 月	76.40%	2007 年 4 月	76.10%	2007 年 5 月	84.40%
2008 年 6 月	71.40%	2008 年 6 月	74.10%	2008 年 5 月	73%	2008 年 5 月	75.50%
2007 年 9 月	57.80%	2007 年 9 月	78.50%	2007 年 9 月	80.60%	2007 年 11 月	75.60%
2008 年 9 月	53.90%	2008 年 9 月	71.50%	2008 年 9 月	69.20%	2008 年 11 月	60.60%
2007 年 12 月	69.10%	2007 年 12 月	71.40%	2007 年 12 月	75.20%	2007 年 12 月	60.60%
2008 年 11 月	47.20%	2008 年 12 月	49.90%	2008 年 12 月	66%	2008 年 12 月	55.00%

（数据来源：金属易贸、银河期货整理）



（图表来源：CRU、银河期货整理）



（图表来源：CRU、银河期货整理）

第二部分 2009 年金属铜市场展望

一. 全球经济运行状况决定金属铜市场走势

（一）2009 年全球经济陷入衰退为金属价格大幅下挫定下基调

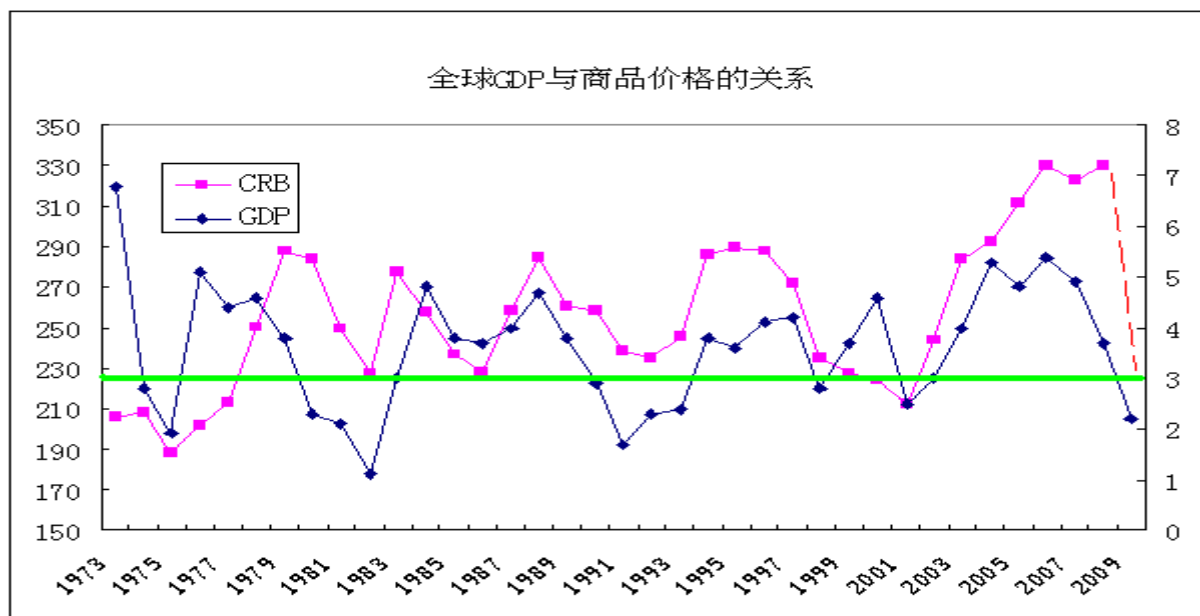
从历史上看，商品价格与全球经济环境有着密切的关系。从 1973 年至今，全球经济共经历了四个周期，每个周期中，商品价格的上涨都是以全球经济恢复并保持强劲为基础，而每次的下跌都是以全球经济进入下行周期为背景。根据国际货币基金组织的数据来看，全球经济好坏的分水岭为 3%。从 1993 年商品价格的相关性来看，全球 GDP 与整个商品指数 CRB、原铜价、原油价格、铝价都有着很好的正相关性，相关性分别达到 71%、67.6%、69.4% 和 73.4%，由此可见，全球经济的好坏将直接关系到商品价格。

在经济危机爆发后，各经济组织纷纷下调 2009 年的经济预测。国际货币基金组织在 11 月份初再次下调了全球经济增长预期，并呼吁各国采取更广泛的措施来缓解金融危机，促进经济增长。IMF 目前预计，2008 年全球经济增长将放缓至 3.7%，2009 年将放缓至 2.2%，远远低于 3% 这一 IMF 认为的全球经济陷入衰退的分水岭。IMF 在一份报告中称，随着金融业去杠杆化过程的持续及生产者和消费者信心的下滑，全球经济增长前景在过去一个月中不断

恶化。IMF 目前预计，发达国家经济将在 2009 年全年陷入萎缩，降幅为 0.3%，这将是自第二次世界大战以来发达国家经济首次出现全年负增长。

11 月底经济合作与发展组织在其半年度全球经济展望报告中表示，鉴于其 30 个成员国中有 21 个国家正面临长期经济衰退，目前的经济下滑局面将是 1982 年以来最严重的。该组织目前预计，其成员国明年的总体 GDP 将下降 0.4%，此前的预期为下降 0.3%。OECD 仍预计明年美国经济将下降 0.9%，同时预计日本经济将下降 0.1%。

综上所述预测来看，2009 年全球经济陷入衰退，商品价格也将大幅下挫，这为 2009 年 LME 三个月铜的均价下挫定了基调。我们估计 2009 年铜的均价可能在 3700/4000 美元，较 2008 年的 6886 美元下降 40-45%。



1993年以来全球GDP与商品价格有良好的正相关性

		GDP	CRB	CU	OIL	AL
GDP	Pearson Correlation	1	.710**	.676**	.694**	.734**
	Sig. (2-tailed)	.	.003	.006	.004	.002
	N	15	15	15	15	15
CRB	Pearson Correlation	.710**	1	.860**	.757**	.840**
	Sig. (2-tailed)	.003	.	.000	.001	.000
	N	15	15	15	15	15
CU	Pearson Correlation	.676**	.860**	1	.913**	.952**
	Sig. (2-tailed)	.006	.000	.	.000	.000
	N	15	15	15	15	15
OIL	Pearson Correlation	.694**	.757**	.913**	1	.916**
	Sig. (2-tailed)	.004	.001	.000	.	.000
	N	15	15	15	15	15
AL	Pearson Correlation	.734**	.840**	.952**	.916**	1
	Sig. (2-tailed)	.002	.000	.000	.000	.
	N	15	15	15	15	15

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

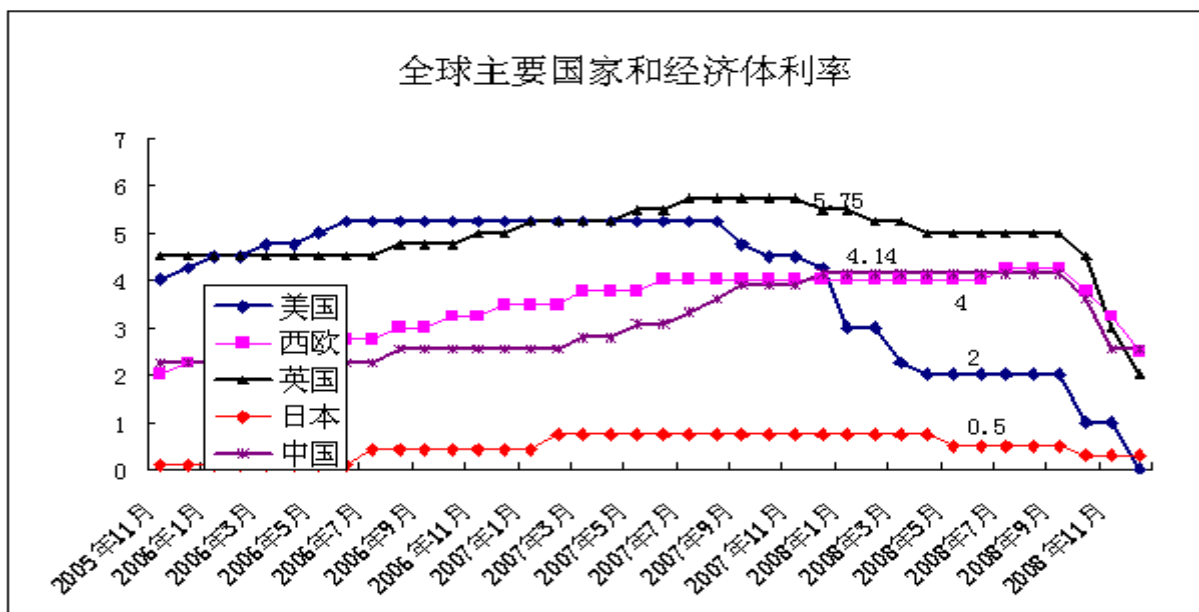
（以上图表来源：路透、银河期货整理）

（二）下半年财政和货币政策发挥作用成焦点

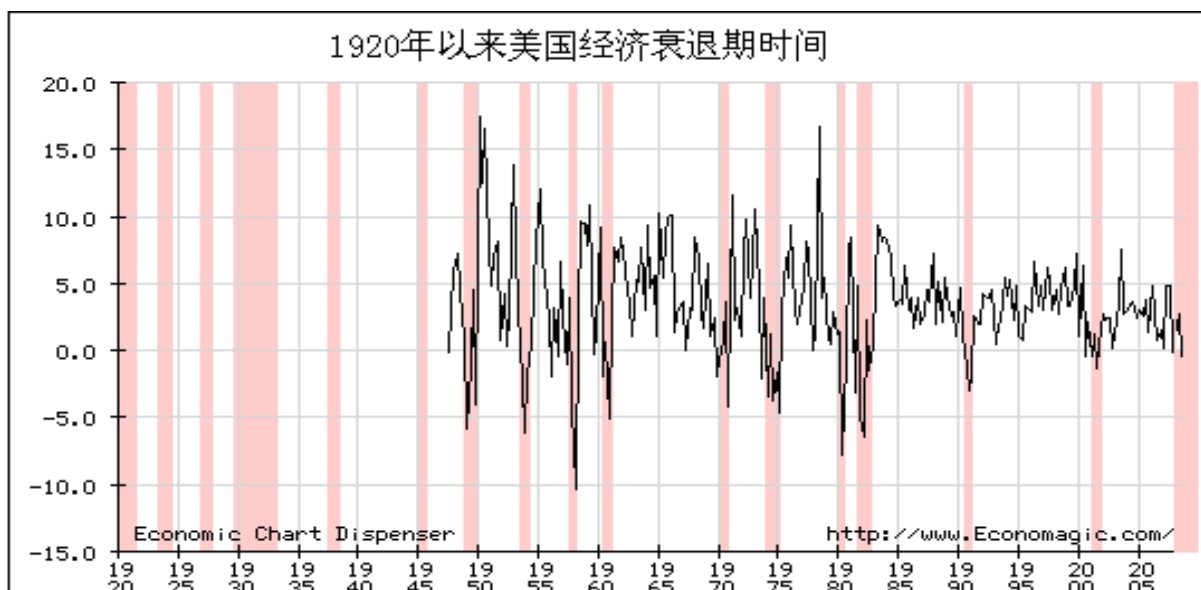
鉴于目前全球的经济正在快速下滑，市场对明年上半年的预期都很差，我们对下游客户调研的结果也是如此，到目前为止，国内许多企业都没有得到订单，在这种背景下，明年上半年金属价格仍难有起色。但值得注意的是，在今年 9、10 月份金融危机冲创全球经济后，各国政策采取了大量的财政和货币政策，如美国在 10 月份连续两次大幅降息 50 个基点，12 月份更是下调利率 75 个基点，其基准利率已经降至 0-0.25%。中国政府也一改上半年紧

缩政策，10-12 月份连续四度降息，降息幅度高达 1.89%，1 年期存款利率已经从 4.14% 降至 2.25%。欧洲也从 10 月份开始转为降息，到 12 月份已经从 9 月份的 4.25% 降至 2.5%，英国从 4.5% 降至 2%，日本又回到 10 多年通缩的状态，只有 0.1%。除了降息外，各国央行还大量注资，美国到年底的注资力度可能达到 9000 亿美元。英国为 500 亿英镑，中国取消了对贷款额度的限制，年底追加 1000 亿元的投资。除此外，各国政府还采取了积极的财政政策，美国今年批准了 7000 亿美元的金融求援方案，美国总统奥巴马未上任已开始草拟新一轮刺激经济方案，在未来两年计划增加开支高达 7000 亿美元，远超他竞选期间承诺的 1750 亿美元，希望一上任尽快获国会通过。欧盟委员会批准了一项涵盖欧盟 27 个成员国的经济激励计划，总额达 2000 亿欧元(约合 2600 亿美元)目的是迅速提振欧盟经济，并限制全球金融危机所带来的影响。这项计划总额相当于欧盟 GDP 的 1.5%。中国 4 万亿经济刺激计划出台，每年 2 万亿相当于 GDP 的 10%。大量货币政策和财政政策的作用将在下半年显现出来，这成为全球经济可能出现转机的关键。

从美国经济史来看，除了 1929 年的大萧条外，美国每次经济衰退的时间都不会超过一年半的时间。根据美国经济研究局最新公布的数据，美国已经从 2007 年 12 月份陷入衰退，目前已经有一年时间，如果不出现 1929 年大萧条的情况，美国经济从 2009 年年中走出衰退的可能性是存在的。对比 1929 年和当前的情况，各国政府和央行采取的行动是截然相反的，因此我们对 2009 年下半年货币和财政政策发挥作用给予很大希望，这也将为 2009 年铜价止跌回稳提供动力。



(图表来源：路透、银河期货整理)



（图表来源：Economagic、银河期货整理）

二. 2009 年 LME 三个月铜均价可能在 3700/4000 美元

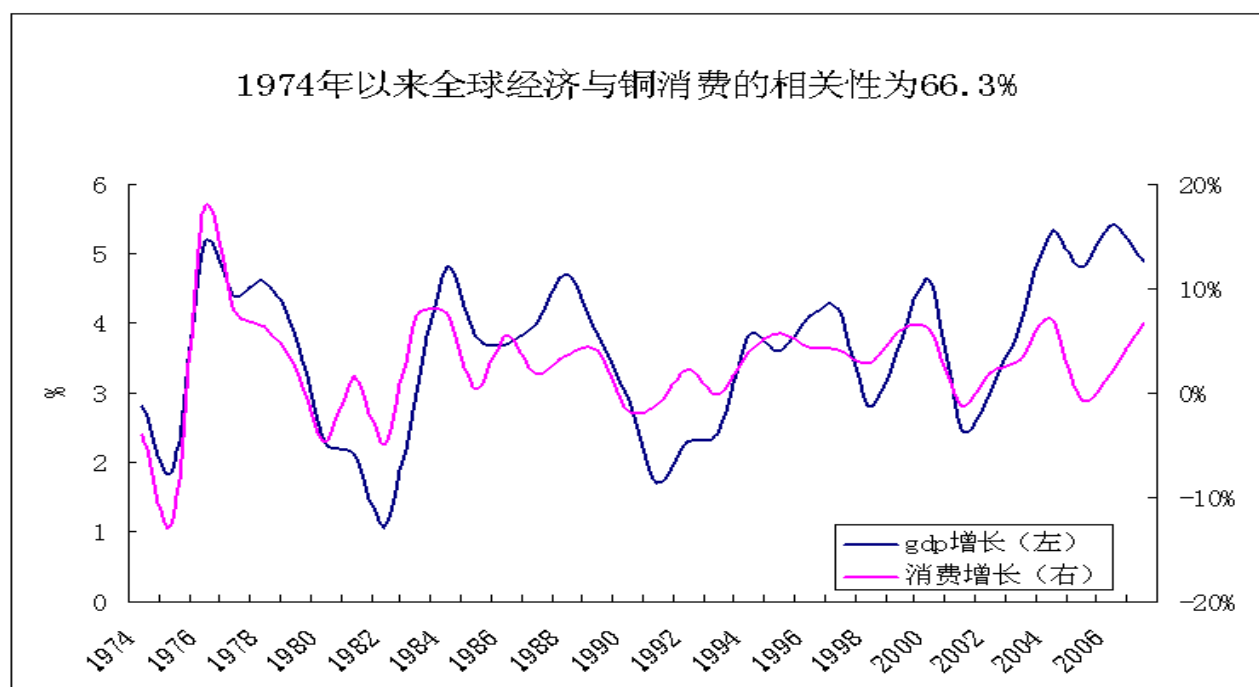
（一）2009 年铜消费可能下降 1.5%

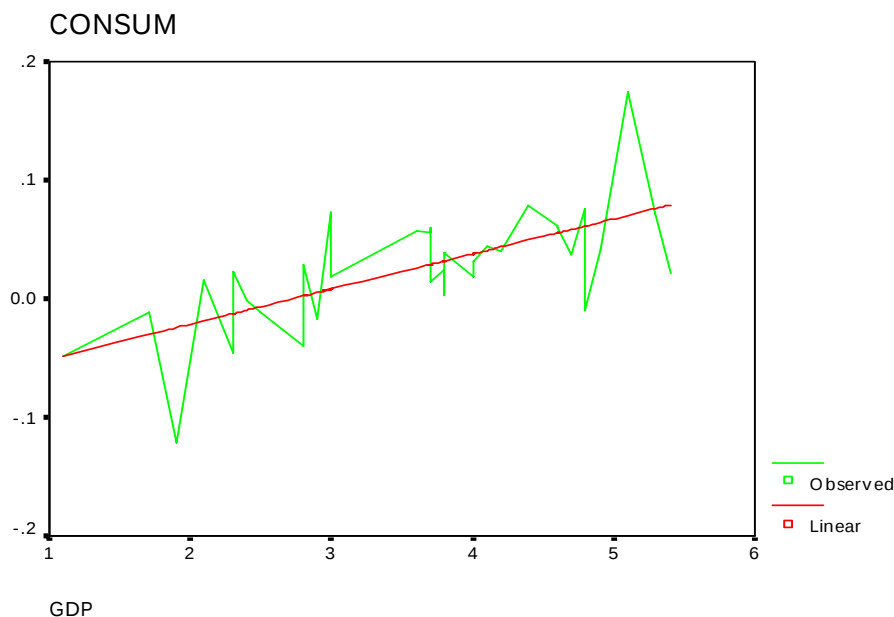
2008 年年底全球经济仍在快速下滑，房地产和汽车业深陷衰退，估计 2009 年全球经济将陷入 2001 年来的首次衰退，国际货币基金组织预测为 2.2%。根据铜价与全球经济的关系，自 1974 年以来，铜消费与全球经济的相关性高达 66.3%，可见全球经济增长将直接影响到铜的消费。经线性回归后，铜消费增长与全球经济的关系如下：

$$\text{消费增长} = 0.0296 * \text{GDP 增长} - 0.0806$$

即在全球 GDP 增长 3% 时，铜消费增长 0.82%；当全球 GDP 增长为 2.7% 时，消费增长为 0。

如果 2009 年全球 GDP 为 2.2%，全球铜消费增长将为 -1.5%。





（以上图表来源：银河期货）

（二）2009 年铜供应最差也将与 2008 年持平

2008 年全球铜矿产量减产主要集中在智利和印尼，其中 CODELCO 公司 4 月份进行了 20 天的罢工，Escondida 铜矿品位下降，印尼是 Grasberg 铜矿出现事故。但必和必拓、Freeport-McMoRan 铜金公司和英美公司这样的私有公司产量却在增加，其中主要是智利 Gaby、Spence、Escondida Oxidos 和 Collahuasi 铜矿。2008 年 9 月份以后铜价暴跌，但来自铜矿的减产不明显，其中较大的铜矿只有美国 Freeport-McMoRan Copper & Gold 宣布 2009 年减产 9 万吨和 2010 年减产 22.5 万吨，主要针对成本较高的北美地区铜矿，其它只有小部分铜矿宣布减产。根据统计，2009 年已经公布和潜在的减产只有 15 万吨。展望 2009 年，智利 Codelco 的 Norte，Xstrata 和 Anglo American 的 Collahuasi，还有 Codelco 的新矿 Gaby 和 BHP Billiton 的 Spence 都将是铜矿增长的主要来源。

从冶炼产量上讲，CRU 统计的数据来看，全球已公布的阴极铜产量损失和潜在的损失量可能在 11.6 万吨。来自市场各方的统计和预测，2009 年铜的产量仍会维持增长。智利铜业委员会预计 2009 年全球铜产量增幅为 1.0%。中国方面，11 月份中国 460 万吨冶炼产能中有 200 万吨在削减产量，并且这种行动可能会持续到 2009 年第一季度。但即使这样，中国铜产量仍将保持增长，安泰科预计 2009 年中国铜产量仍会有个位数增长。

总体来看，市场上对 2009 年铜产量保持增长的预期较多，最差的预测也将是维持今年的水平。

已公布的 2009 年铜矿山产量损失和潜在损失			
企业名称	国家	矿山名称	产量损失(,000T)
Chino	美国	Freeport	49
Tritton	澳大利亚	Straits Resources	17
Sudbury Operations	加拿大	Vale Inco	14
Dikulushi	刚果	Anvil Mining	12
Eloise	澳大利亚	FMR Investments	10
Punitaqui	智利	Tamaya Resources	7
Myra Falls	加拿大	Breakwater Resources	5
Golden Grove	澳大利亚	OZ Minerals	5
Aljustrel	葡萄牙	Lundin Mining	5
Tsumeb West/Tschudi	纳米比亚	Weatherly International	5
Otjinase/Matchless	纳米比亚	Weatherly International	5

Tilwezembe/Kolwezi	刚果	Katanga Mining	5
Levack Complex	加拿大	FNX Mining	4
Voisey's Bay	加拿大	Vale Inco	4
Langlois	加拿大	Breakwater Resources	2
Lockerby Mine	加拿大	First Nickel	1
总计			150

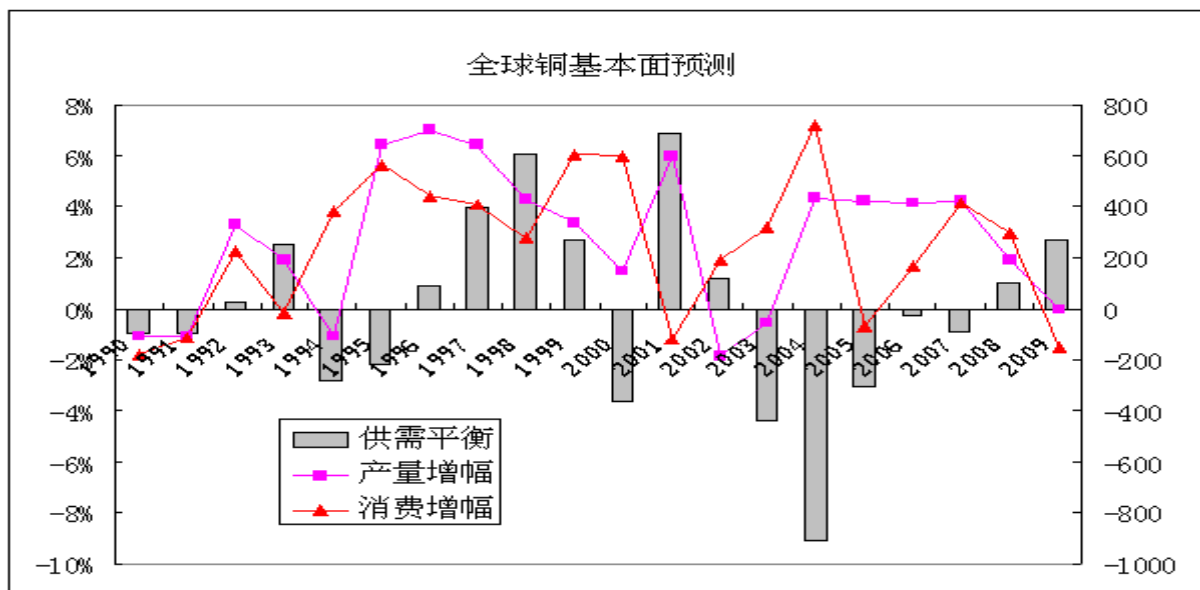
（数据来源：CRU、银河期货整理）

已公布的 2009 年阴极铜产量损失和潜在损失			
Ruashi II	刚果	Metorex Group	38
Safford	美国	Freeport	24
Chambishi RLE	津巴布韦	Chambishi Metals	15
Morenci	美国	Freeport	12
Tyrone	美国	Freeport	8
Luita	刚果	CAMEC	5
Mushiba	赞比亚	Luanshya Copper Mines	5
Lady Annie	澳大利亚	CopperCO	4
Mokambo	赞比亚	ICS Copper	3
Leichhardt	澳大利亚	Matrix Metals	2
总计			116

（图表来源：CRU、银河期货整理）

（三）2009 年铜的基本面将继续过剩

根据国际铜研究小组的数据，今年前 9 个月铜的过剩量为 12 万吨，并且过剩量从 6 月份开始显现，如果考虑到 9 月份以后的经济状况，铜的过剩量将会更大，估计会在 20 万吨之上。Brook Hunt 估计 2008 年全年铜的过剩量为 37 万吨。以 2009 年铜消费增长为-1.5%，供应增长持平计算，2009 年全球铜的基本面也会过剩 30 万吨以上，这为铜均价的下行定了基调。



（图表来源：国际铜研究小组、银河期货整理）

（四）2009 年铜均价可能在 3700/4000 美元

2008 年底铜价已经跌至 75% 的成本线 2800 美元，从历史上看，这是经济衰退时铜价最差的表现。我们倾向 **21**

于铜价过去几个月的暴跌已经将历史上需要 3、5 年才能走完的熊市基本体现，未来一年铜价将是底部震荡，等待经济回暖消费增加的过程。2008 年全球铜均价在 6886 美元，根据对经济前景和基本面的预测，2009 年均价下调成为必然，我们估计 2009 年铜均价为 3700/4000 美元。从波动上讲，在第一季度可能会因奥巴马上台和消费旺季出现反弹，但因为上半年经济和消费不佳，铜价会再次回落，从而完成二次探底，此后如果各国的财政和货币政策开始发挥作用，铜价可能会在第四季度随经济出现回升。当然铜价的再次大幅上涨需要全球经济强劲增长的配合，这可能会在 2010 年。