

铜周报（1029-1102）

要点

分析师:

廉正（宏观、铜）

职业资格号：F0270495

电话：021-22155607

E-mail: lianzheng@xhqh.net.cn

撰写日期：2012年11月4日

- ◆ **宏观形势:** 美国非农数据及PMI数据总体显示美国复苏仍在持续。中国官方及汇丰PMI低位反弹。中美经济数据向好令市场对两大经济体信心有所恢复。但市场焦点更多落在下周两国领导人的换届上，特别是美国大选情况。近期公布的欧洲主要经济体PMI显示欧洲经济继续恶化。欧债方面，希腊继续向紧缩方向迈进，其最终获得第三轮救助概率较大，但未获得救助前仍将扰动市场对欧债的信心。短期内宏观面因美中缓解而偏于谨慎。
- ◆ **铜:** 铜价中短期内仍将维持偏空走势，从技术上看，如果下周继续偏弱则不排除开启新一轮快速下行走势。如果下周奥巴马大选获胜，铜价或受到短暂提振，但也难以逆转弱势格局。操作上，建议前期入场战略空单继续持有并适量加仓，加仓止损位56500元/吨。短线投资者维持偏空操作思路。短期沪铜主力合约支撑位56500元/吨；次支撑位54800元/吨；上行压力位58000元/吨。

美国大选前瞻

一、高盛美国大选分析

美国本次总统大选备受市场关注，主要是由于大选结果不同可能导致美国未来财政、货币政策走向不同，并影响美国经济复苏。这些也都将反映到金融市场上来，特别是美元、黄金、股指、原油、铜等。笔者整理了华尔街见闻中高盛对此次大选的分析，并增加了一些笔者的看法。

1、美国总统候选人政策主张

图表 1.1: 奥巴马及罗姆尼政策主张对比

|  |  |
|---|---|
| 经济 | |
| <ul style="list-style-type: none"> ● 短期通过刺激政策刺激经济增长。长期通过削减支出和提高富人税负，缩减财政赤字 | <ul style="list-style-type: none"> ● 削减支出减少政府规模，把更多权力授予州政府。通过下调税率/保持税率处于低水平，推动家庭和企业消费，刺激经济增长 |
| 财政政策 | |
| <ul style="list-style-type: none"> ● 通过削减支出和增加税收（主要针对富人）的措施，计划未来 10 年削减 4 万亿美元财政赤字 | <ul style="list-style-type: none"> ● 2016 年前，削减未特定指明的联邦支出 5000 亿美元，控制联邦支出在 GDP 规模的 20%（现在是 23.5%） ● 在美国宪法加入平衡预算条款 |
| 税收政策 | |
| <ul style="list-style-type: none"> ● 对于年收入低于 20 万美元的个人，低于 25 万美元的夫妇，延长布什时代减税政策 ● 保证年收入超过 100 万美元的纳税人的税率至少为 30% ● 上调最高两档税率 3-4 个百分点，至 39.6% 和 36% ● 限制富人的税收优惠 ● 上调资本增值收入税率至 20%，提高富人的分红税税负 ● 调低企业所得税最高一档税率至 28%，给予美国制造业税收优惠 ● 维持“全球范围”的税收体系 | <ul style="list-style-type: none"> ● 对所有人群延长布什时代减税政策，永久性下调所有档税率 20%，下调最高税率至 28% ● 限制或取消税收优惠，抵消税率下调给财政带来的负担 ● 维持现有的分红和资本增值收入的税率 ● 对于调整后毛收入低于 20 万美元的所有纳税人，取消资本增值、分红和利息税 ● 取消遗产税 ● 取消替代性最低税额（ATM） ● 下调企业所得税至 25% ● 转型到“区域性”的税收体系（只需缴纳赚取收入所在地区征收的税，在现在美国“全球范围”的税收体系中，无论在美国还是在海外赚取的收入，都必须向美国政府交税） |
| 监管政策 | |
| <ul style="list-style-type: none"> ● 继续支持大众医疗法案和 Dodd-Frank 法案 | <ul style="list-style-type: none"> ● 废除大众医疗法案 ● 废除或替代 Dodd-Frank 法案 ● 保证新的监管为零成本 ● 要求国会通过全部重大监管措施 ● 改革法律责任制度（与司法制度相关） ● 修正 Sarbanes-Oxley 法案（安然和世通事件后修订的企业管理相关的法案），减少小型企业的负担 |

资料来源：华尔街见闻

2、高盛对大选的分析

(1) 高盛美国政治经济学家 Alec Philips 的评论:

现在立法不作为比立法作为风险更大

在立法上，不作为比作为引发的风险和不确定性更大，这意味着，如果这次选举产生的结果和过去一样——一个分裂的政府，这将引发过去不会引发的风险。一般来说，分裂的政府被市场视为一个有建设性的政治结果，因为分裂的政府一般会降低了重大政策变化的可能性，进而降低了政策的不确定性。

但现在的情况正好相反，国会需要行动（一般认为需要在年底前行动）来避免重大的政策变化（大部分人都不希望出现这种变化）。出现这种情况是因为，现在的政策已经变得更具临时性了，主要归咎于国会需要审批预算的法定流程，这个流程会衡量预算政策立法未来十年的成本，所以经常会使用临时性立法来代替，这样看起来没有长期性的政策昂贵。

国会面临的重大风险是“财政悬崖”——几乎相当于 GDP 3.5% 的加税和削减支出政策会在年底生效。这变成了今年美国大选少有的几个争辩内容之一，毕竟如此重大充满分歧的财政政策变动将会在大选后的不久自动触发（2008 年大选可以说是另外一个例子，那次大选部分代表的是，关于即将在大选后通过的经济刺激计划规模和具体组成的一次全民公投）。我们的基本预测是，国会将能在年底前勉强达成共识，避开了大部分财政紧缩的实施，但国会不能在限期前解决问题的可能性也不小，这将导致财政实质性拖累经济增长，起码是暂时的。

如果大选的结果保持现状（总统：民主党；参议院：民主党；众议院：共和党），将大幅增加年底财政问题出现“胆小者游戏”情况的风险。在这个情况下，美国将“掉进”财政悬崖，除非一方改变他们在富人减税问题上长期坚持的立场（对美国经济来说，幸运的是，不像真正的胆小者游戏——掉下去就死了，这些如期到期的刺激政策可以在明年回溯性地实施）。如果罗姆尼获胜，看起来可能会短暂延长对所有人群的布什时代减税政策和一些财政悬崖相关的政策。但无论谁当选总统，国会行动都是非常重要的，如果国会不行动可能会令经济出现衰退，这是与传统大选特殊和重要的不同点。

财政政策的利害关系是过去几十年里最大的

除了财政悬崖，大选的获胜者还将面对一系列令人沮丧的财政前景：一方面，不断膨胀的债务水平（排除美联储持有的国债，大概占 GDP 的 75%，并在一直膨胀）限制了财政的可操作空间；另一方面，国债融资成本非常低廉（利息支出大概为 GDP 的 1.4%，不到上世纪 80 年代和 90 年代寻求缩减财政赤字时候的利息支出的一半），这使得政策制定者缺乏解决赤字问题的压力。这应该是避免立法不作为的因素。但这两方面问题很可能增加了在下一届政府的早些时候达成较长期财政改革共识的利害关系：

<1>必须再次上调债务上限，但共和党国会议员要求同等规模地配搭上未来 10 年的财政赤字削减规模；

<2>信用评级机构再次警告可能下调美国主权债务信用评级，评级机构已经表示，如果美国不能在本世纪中期前稳定债务比率水平，下调的可能性会大增。

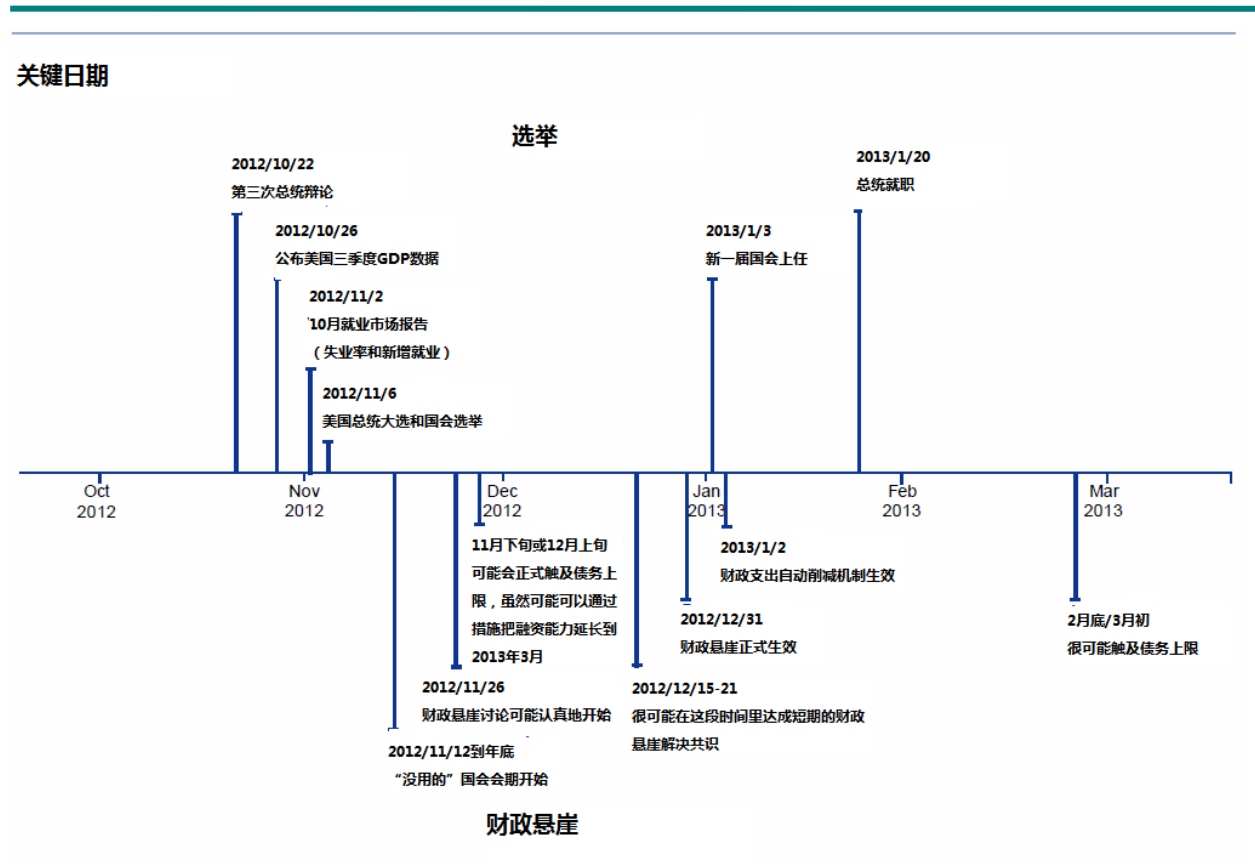
一个未来 10 年削减 2 万亿美元财政赤字的计划足以解决上述两个问题，但这个简单的捷径已经在去年上调债务上限协议中使用，现在只剩下财政问题上最难以达成共识的部分。

未来的货币政策

过去选举出来的官员都几乎不能对货币政策做到漠不关心，但没有几次大选像这次这样，把美联储的政策变成广泛讨论的议题。美联储现任主席伯南克的现有任期将在 2014 年 1 月结束，这使问题更加复杂化；罗姆尼已经表示，他不会授予伯南克第二个任期。罗姆尼并不是唯一一个表态不希望伯南克连任的，现在美联储正在寻求非常规的货币政策，而这种政策又依赖于对未来政策的承诺，当前承诺已经超过了伯南克的任期，这使得情况变得独一无二。

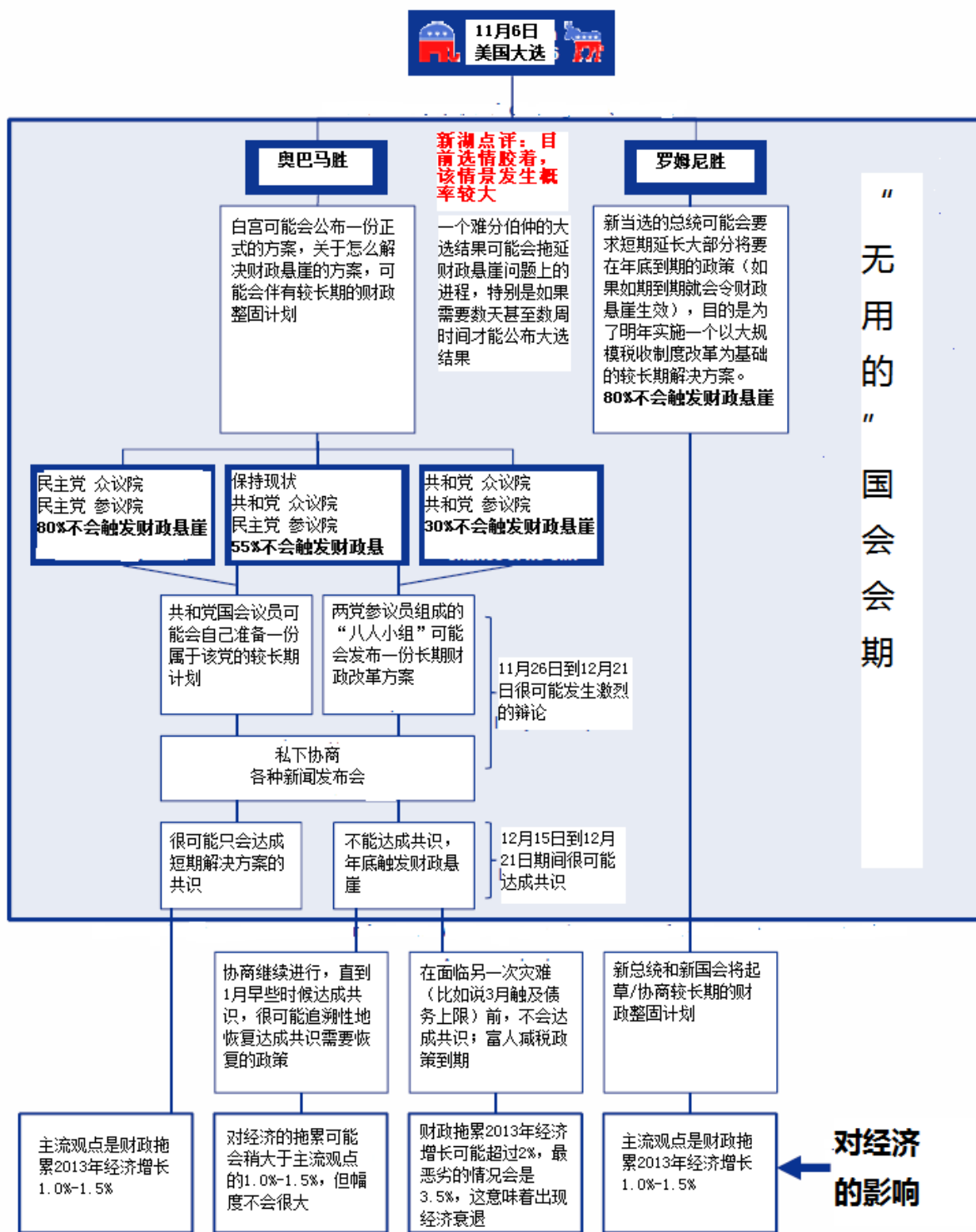
(2) 财政悬崖时间表及大选结果对其影响

图表 1.2: 选举及财政悬崖重要事件节点



资料来源：高盛 华尔街见闻

图表 1.3: 大选结果对经济的影响



资料来源：高盛 华尔街见闻

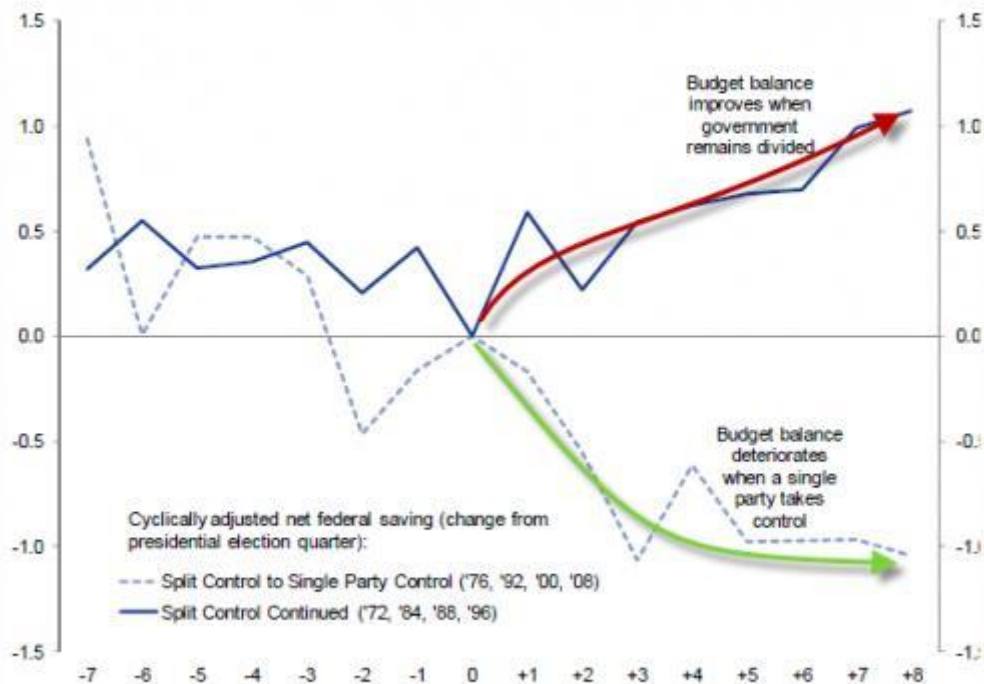
下图显示了联邦净储蓄 GDP 占比的历史数据。红色代表持续保持分裂的政府的情况(包括 72 年、84 年、88 年、96 年)，财政结余上升；绿色代表从分裂的政府转向一党主导的情况(包括 76 年、92 年、00 年、08 年)，财政赤字放大；横坐标的单位是季度，0 代表新

总统上任。

图表 1.4: 分裂的政府往往导致紧缩的政策

Divided government = Tighter fiscal policy

Net federal savings as a % of GDP



Source: Goldman Sachs Global ECS Research, Congressional Budget Office.

二、新湖点评

结合以上高盛的分析，笔者对美国大选的可能情景及未来几月导致的市场反应和对部分品种的影响分析如下表。

| 情景 | 获胜者 | 府院分裂与否 | 对经济影响 | 市场反应 | 黄金 | 铜 | 道指 |
|-----|---|--------|--|--|---|---------------------|---------------------------------------|
| 1 | 奥巴马 | 分裂 | 财政悬崖问题可能对经济产生拖累。但长期看有利于避免美国财政赤字的不可持续性。 | 由于其主张提高资本增值税等税收，可能会令美国股市高位套现压力显现；财政悬崖问题可能在分裂的议会陷入僵持，并导致经济前景悲观及评级下调危机；其将继续给以伯南克第二个任期，超级宽松政策延续可期。 | 避险情绪及货币宽松令金价上扬 | 经济前景悲观及评级危机令铜价承压下行 | 财富兑现效应 打压股指 |
| 2 | | 统一 | 由于仍未有明显的内生动力，复苏进程仍有波动。 | 由于其主张提高资本增值税等税收，可能会令美国股市高位套现压力显现；财政悬崖问题因政府与国会统一而顺利度过难关；其将继续给以伯南克第二个任期，超级宽松政策延续可期。 | 避险功能减弱，承压下行 | 经济前景不乐观及供应过剩令铜价震荡偏弱 | 财富兑现效应 打压股指 |
| 3 | 罗姆尼 | 分裂 | 财政悬崖问题可能对经济产生拖累。但长期看有利于避免美国财政赤字的不可持续性。 | 由于其支持延长布什税收优惠政策，令财政悬崖问题短时缓解，但分裂的国会仍可能令财政悬崖陷入僵持，并最终导致经济前景悲观及评级下调危机；其承诺不会给伯南克第二个任期，超级宽松政策延续性令市场担忧。 | 短时避险功能减弱，货币宽松预期减弱，令金价短期承压震荡下行。长期走势仍有不确定性。 | 经济前景悲观及评级危机令铜价承压下行 | 道指短期可能获得提振，但财政紧缩最终将拖累股市 |
| 4 | | 统一 | 由于仍未有明显的内生动力，复苏进程仍有波动。 | 延长布什税收优惠政策，令财政悬崖问题缓解；但在减赤问题上可能因税收不足，而令赤字持续，仍有引发评级下调危机的可能。其承诺不会给伯南克第二个任期，超级宽松政策延续性短期令市场担忧，但由于其税收不足，料最终仍将借助宽松货币政策。 | 短时避险功能减弱，货币宽松预期减弱，令金价承压震荡下行。长期走势仍由不确定性。 | 经济前景不乐观及供应过剩令铜价震荡偏弱 | 道指短期可能获得提振，但可持续性仍将受经济能否复苏影响。笔者对此并不乐观。 |
| 总结： | 从政府与议会两院选举概率看，形成分裂政府概率较大，这令中期内美国政策面仍具有较大不确定性，进而打压商品和股市。 | | | | | | |

铜

一、一周行情回顾

本周铜价震荡偏弱,小幅收跌。沪铜主力合约 CU1302 收于 56620 元/吨,当周跌 0.11%。伦铜电三收周五报于 7671.75 美元/吨,当周跌 1.93%。

图表 2.1: 伦铜电三合约走势图(日 K 线)



资料来源: 博易大师行情软件

图表 2.2: 沪铜 1302 走势图(日 K 线)



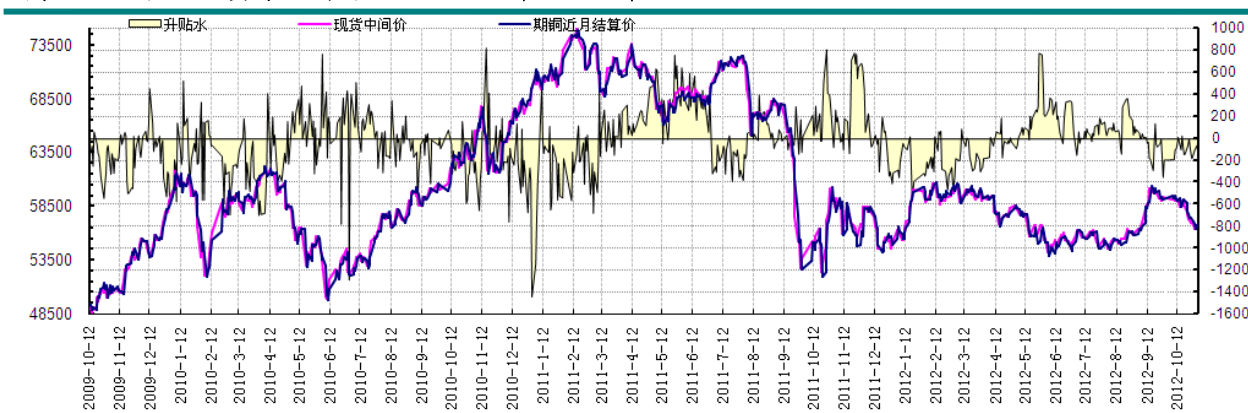
资料来源: 博易大师行情软件

二、现货市场情况

本周现货价格回落,长江现货中间价周均价为 58690 元/吨,周五均价为 56641 元/吨。周五长江现货中间价与近月合约结算价相比贴水 80 元/吨,本周平均贴水水平为 85.8 元/吨。

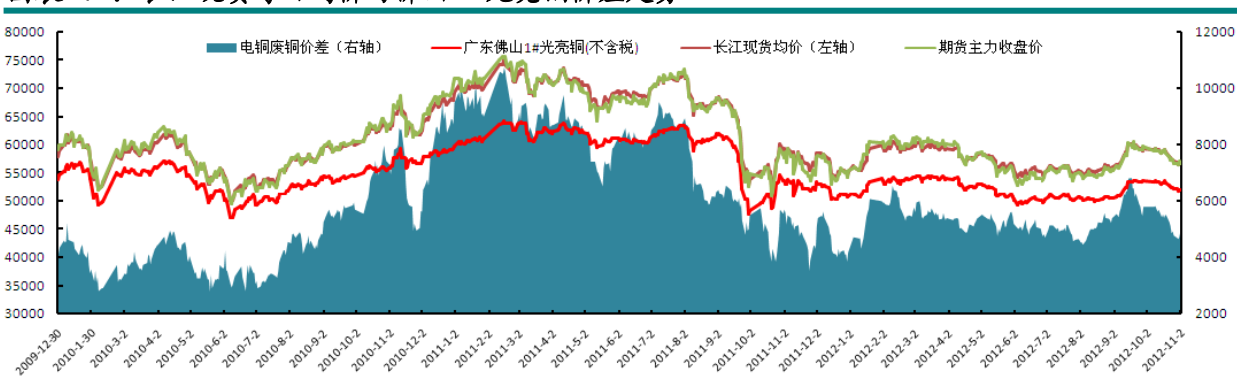
本周废铜价格基本持稳,佛山 1#光亮铜本周均价为 51900 元/吨,佛山 1#光亮铜均价(不含税)与长江现货电铜本周平均价差为 4741 元/吨,上周为 4980 元/吨。含税价差周五为 262 元/吨,电废价差回落明显,令废铜需求受到抑制。

图表 2.3: 长江现货每日均价与近月合约升贴水 (单位: 元/吨)



资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 2.4: 长江现货每日均价与佛山 1#光亮铜价差走势

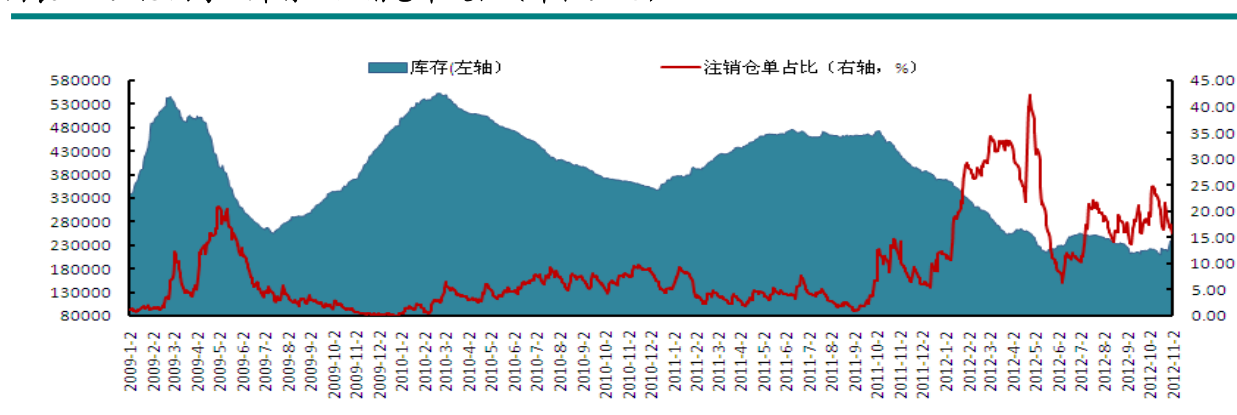


资料来源: 全球金属网 新湖期货研究所

三、库存变化情况

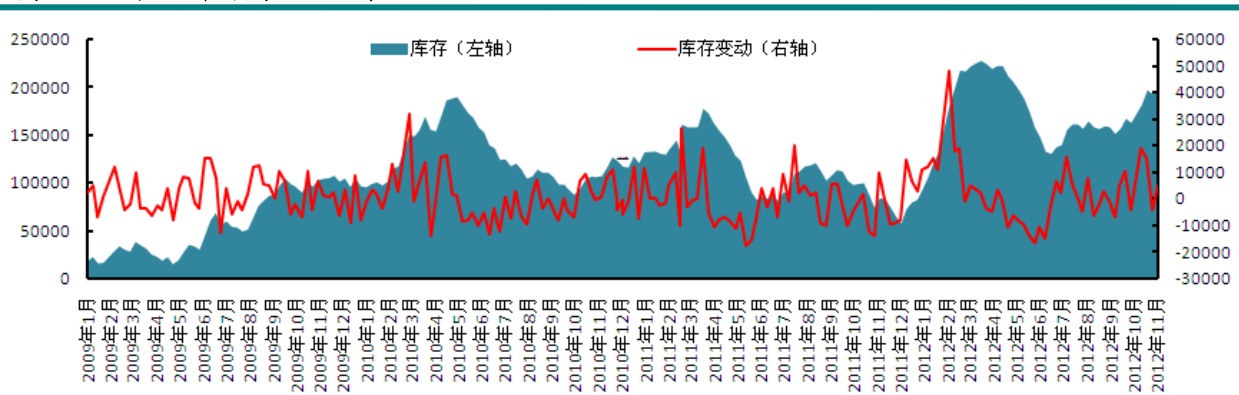
截至到本周五, 伦铜库存当周累计增加 23175 吨至 242975 吨。伦铜注销仓单与库存比回落至 15.93%。上海期货交易所铜库存当周累计增 5176 吨, 当周最新为 197931 吨; COMEX 交割库当周库存增加 568 短吨至 56723 短吨。本周全球显性库存总体明显增加, 特别是 LME 铜库存及上期所铜库存增幅明显, 凸显铜消费低迷。

图表 2.5: 伦铜每日库存及注销仓单变化 (单位: 吨)



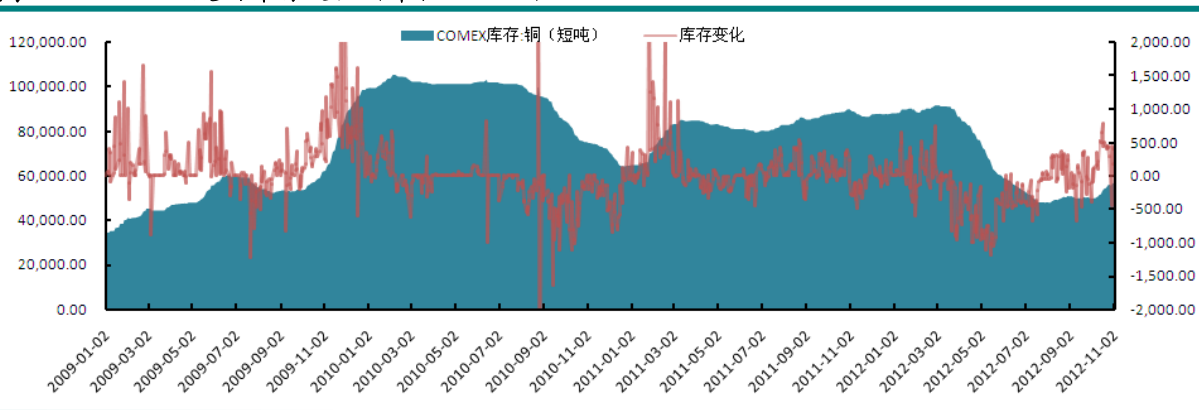
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 2.6: 沪铜库存周变化 (单位: 吨)



资料来源: 上海期货交易所 新湖期货研究所

图表 2.7: COMEX 交割库存变化 (单位: 短吨)

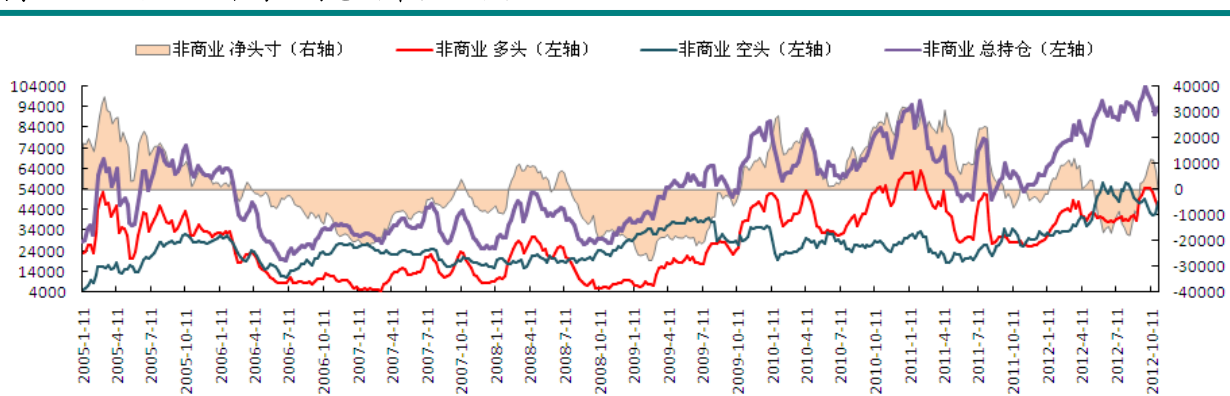


资料来源: 上海期货交易所 新湖期货研究所

四、铜 CFTC 非商业持仓情况

截止到 10 月 30 日的数据显示, 铜 CFTC 非商业持仓多头头寸大幅降至 45589 张, 上周为 48794 张; 空头头寸大幅增至 47883 张, 上周为 41891 张; 净头寸由多头转为净空头 2294 张, 上周净多头为 6903 张; 投机总持仓大幅增至 93472 张。非商业头寸由净多头快速转为净空头显示市场对铜价走势较为悲观。

图表 2.8: 铜 CFTC 非商业持仓 (单位: 张)



资料来源: WIND 新湖期货研究所

五、美元走势

本周美元震荡走强，周五美元指数收报于 80.55，当周大涨 0.68%。短期内由于美国经济数据特别是非农数据利好以及希腊迟迟未拿到第三轮救助，令美元走强，欧元走弱。短期内，促使美元走强的因素仍然存在，美元仍将获得支撑。

六、行情展望

宏观面，美国非农数据及 PMI 数据总体显示美国复苏仍在持续。中国官方及汇丰 PMI 低位反弹。中美经济数据向好令市场对两大经济体信心有所恢复。但市场焦点更多落在下周两国领导人的换届上，特别是美国大选情况。近期公布的欧洲主要经济体 PMI 显示欧洲经济继续恶化。欧债方面，希腊继续向紧缩方向迈进，其最终获得第三轮救助概率较大，但未获得救助前仍将扰动市场对欧债的信心。短期内宏观面因美中缓解而偏于谨慎。

基本面看，本周铜价继续回落，现货市场维持小幅贴水。废铜与电铜价格持续缩窄，挤压废铜需求。目前下游仍按需采购，市场并未出现明显再库存行为，且对未来消费并不看好。特别是在十八大前期，市场对政策预期不明，偏于谨慎。而本周伦铜库存开始地位回升，而国内铜库存维持高位，显示全球铜市场过剩格局进一步显现。另外，CFTC 非商业持仓由多头逆转为空头，也显示市场看空铜价氛围浓厚。

笔者认为铜价中短期内仍将维持偏空走势，从技术上看，如果下周继续偏弱则不排除开启新一轮快速下行走势。如果下周奥巴马大选获胜，铜价或受到短暂提振，但也难以逆转弱势格局。操作上，建议前期入场战略空单继续持有并适量加仓，加仓止损位 56500 元/吨。短线投资者维持偏空操作思路。短期沪铜主力合约支撑位 56500 元/吨；次支撑位 54800 元/吨；上行压力位 58000 元/吨。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

联系我们

公司总部

地址：上海市裕通路100号洲际中心36楼新湖期货有限公司
邮编：200070
电话：400-8888-398
传真：021-22155559

新湖期货研究所

上海总部：上海市裕通路100号洲际商务中心36层
杭州：杭州市江干区剧院路358号宏程国际25楼2502
大连：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座期货大厦2702

温州营业部

地址：温州市车站大道75号金鳞花苑2幢1101室
邮编：325000
电话：0577-88991588
传真：0577-88988180

台州营业部

地址：台州市椒江区市府大道557号万家灯火都市广场6楼
邮编：318000
电话：0576-88053555
传真：0576-89892901

上海营业部

地址：上海浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1801-04单元
邮编：200122
电话：021-61657295
传真：021-61657211

福州营业部

地址：福州市鼓楼区水部街道五一北路129号榕城商贸中心十一层02号
邮编：350001
电话：0591-87878217
传真：0591-83337962

嘉兴营业部

地址：嘉兴市中环广场东区A座1203室
邮编：314000
电话：0573-82090662
传真：0573-82052419

北京营业部

地址：北京市东城区东直门南大街甲3号居然大厦501室
邮编：100007
电话：010-64006876
传真：010-64006010

沈阳营业部

地址：沈阳市沈河区惠工街10号卓越大厦1507室
邮编：110013
电话：024-31060016
传真：024-31060013

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路129号期货大厦2701房间
邮编：116023
电话：0411-84807691
传真：0411-84807519

郑州营业部

地址：郑州未来大道69号未来大厦1410室
邮编：450008
电话：0371-65613558
传真：0371-65612810

青岛营业部

地址：青岛市东海西路39号世纪大厦1809室
邮编：266071
电话：0532-85796000
传真：0532-85790098

重庆营业部

地址：重庆市江北区建新东路36号平安国际大厦10-1
邮编：400003
电话：023-88518666
传真：023-88518951

厦门营业部

地址：厦门市思明区厦禾路1032号中国外运大厦A座802
邮编：361000
电话：0592-5835135
传真：0592-5835135

西安营业部

地址：山西西安高新区高新一路2号国家开发银行大厦1105室
邮编：710075
电话：029-88377355
传真：029-88377322

深圳营业部

地址：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2405室
邮编：518035
电话：0755-23811813
传真：0755-23811800

海口营业部

地址：海南省海口市国贸大道2号海南时代广场15层
邮编：570106
电话：0898-36627000
传真：0898-36627135

济南营业部

地址：济南市历下区历山路157号天鹅大厦601
邮编：250013
电话：0531-80973106
传真：0531-80973196

杭州营业部

地址：杭州市江干区剧院路358号宏程国际大厦2502
邮编：310000
电话：0571-87782180
传真：0571-87782193

长沙营业部

地址：湖南省长沙市天心区芙蓉中路二段新世纪大厦1701-1704
邮编：410015
电话：0731-82772266
传真：0731-82776031