

铜：乌云盖顶 有备而待

引 言

2012 年的 3 月以来，上海的天气依然阴晴不定，大宗商品的价格似乎也受此感染止步难前。从商品标杆品种铜来看，即便外盘价格多次上冲，似乎也难以激起国内做多热情。国内现货市场的疲弱以及对环境恶化的担忧让这一最具市场机会的品种成为了市场的鸡肋。究其原因，纷繁复杂的国内的宏观和政策面以及不确定的外围环境着实让投资者们难有找到突破的理由。

回望 2011 年，国内物价调控、外围债务危机已然成为市场抓空最大核心，这也导致了 2011 年 7 月底和 9 月初出现两波明显的调整。但外围刺激经济的宽松政策仍在延续，欧债救助措施频频亮出，国内对于政策放松的预期仍有幻想，让投资者们担心商品价格会出现政策面支撑。最终，铜价在 10 月份之后逐步回升。

不过，纵观整个 2011 年，贯穿整个市场的重心仍在于欧债的间隙性发作和中国宏观面的变动。其中更是掺杂着欧债救助与欧债衍化中市场信心起伏的博弈、中国调控力度的加强与实体经济回落的忧虑。然这些因素目前来看似乎仍未有退化的迹象，我们不禁要问，影响未来铜价的核心到底有什么？这些因素的衍化又将何去何从？其实，市场变化的背后往往都有其内在的逻辑性，涉及的各要素所处地位在不同的阶段也各有不同。从过去经历的次贷危机、欧债危机、通胀问题、货币政策的变化等各项因素来看，目前按照美国、欧洲、中国这样区域性的分析方式似乎更可以把控市场各要素。尽管这些要素在不同的阶段过程中所显示的影响力不断变化，但从更宽泛的角度来看，市场角逐的焦点依然在这些因素中，只是在不同的背景之下，因地因时地将其中一些因素汇于市场的聚光灯下。

对于 2012 年的铜价走势看法，按照以上逻辑，我们认为三大区域中：美国经济复苏仍将是发达经济体中最稳健的，但可持续性会受外围环境影响，美国 QE3 仍有推出的可能，但近期受到经济数据走好的影响，推出的可能性有所降低；欧洲债务问题将继续，市场的焦点会从欧洲债务危机转向债务危机和实体经济衰退并存两方面；中国实体经济增速预期放缓将大幅降低对大宗商品的需求，且中国楼市调控令政策面难以大幅放松。因此，内、外围环境总体上空头局面显而易见。

新湖期货研究所
2012.4.9

I 宏观篇

2011 年全球经济呈现为不平凡的一年。经济危机始发地美国在 2011 年呈现了稳步复苏的状态，各项经济指标逐步改善，貌似已经摆脱了危机时的阴影。而在后危机时代留下严重后遗症的欧洲依然在债务问题的泥潭里挣扎，即便欧洲各国开始抱着同心协力、生死与共的决心面对债务问题，债务危机仍旧阴云不散。中国，作为经济危机率先复苏的国家，在过去的一年里仍旧保持着较强的经济增长，但过度刺激经济的政策也让中国的通胀水平大幅走高，此后政策上紧缩动向又让地方债务问题、企业资金链问题、楼市泡沫问题开始层层显现，中国经济的持续性受到了质疑。

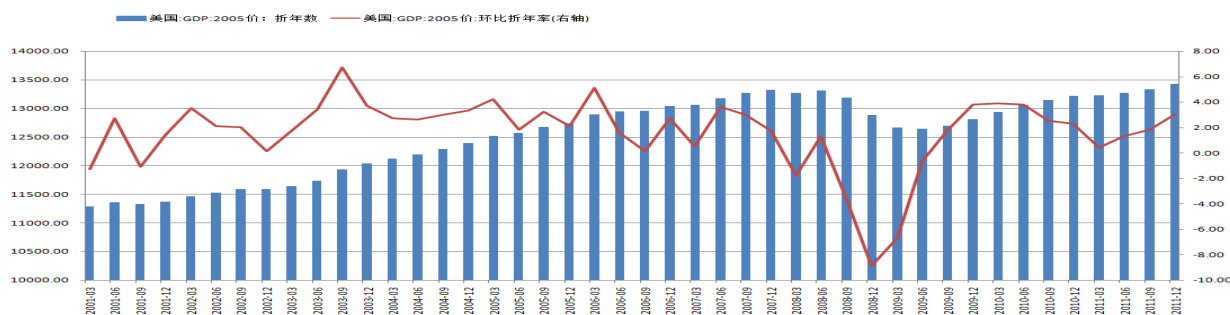
从当前的形势来看，中国经济软着落和欧债问题会成为 2012 年全球经济的重要主题。转型中的中国经济势必会对大宗商品消费有所弱化，而欧债的系统性风险在未来一段时间里还会间歇性爆发，从而成为影响大宗商品价格走势的一个阶段性重要因素。而为应对欧债问题各国所采取的紧缩政策也将成为抑制大宗消费的关键。美国尽管仍存在进一步量化的可能性，但量化对美元形成的压力或将被在量化环境中走强的美国经济所淡化。从全球政策动向来看，大幅放宽政策环境的条件已经难现。

一、美国经济复苏相对稳健，QE3 推出或将延缓

1、主要经济指标稳定趋好，但房地产业仍处低位，经济持续上行面临不确定性

美国自 2008 年爆发次级房贷危机并演变成席卷全球的金融危机以来，经济复苏经历了相当长的一段过程。美联储为应对危机于 2008 年底设定了 0-0.25% 的联邦基准利率，为历史低点，并规模性地分别于 2008 和 2010 年下半年推出了两轮量化宽松(QE1 和 QE2)政策，在公开市场大量购买美国国债，强势注入流动性。当前情况表明，美国的这些危机应对措施是成功的，美国各经济参数在最近几个月里利好势头较猛。尽管 2009 年底以来欧债危机的阴霾始终不散，但对美国经济的影响有限。事实上，欧洲经济的不景气造成欧元风险陡增，同时由于中国等发展中国家经济结构面临转型等综合因素的作用，美国反倒成为避险资金的去向，很大程度上弥补了由于两轮量化宽松政策带来的美元指数下跌空间，并推动美国各实体经济数据持续走好。从 GDP 增速来看，美国 GDP2011 年第四季度同比增长 1.6%，环比增长 3%。2010 年下半年开始由于欧债危机的影响曾略有下滑，但最近几个月已经企稳回升，逐步接近金融危机爆发前的水平。

图表 1.1: 美国 GDP 及环比变化 (单位: 十亿美元, %)



资料来源: 同花顺 iFinD 新湖期货研究所

首次申请失业救济人数、拥有失业保险劳工失业率和总体失业率是充分反映美国劳动力市场状况的几大指标, 而劳动力市场状况的好坏往往对于整个宏观经济的走势有着直接影响。根据最近一段时间的数据, 美国的首次申请失业救济人数和拥有失业保险劳工失业率已接近甚至达到金融危机爆发前的水平, 表明就业市场持续利好。2012 年 3 月 31 日的数据显示, 该周首次申请失业人数为 357,000 人, 自 2012 年 1 月以来持续稳定于 37.5 万以下。一般普遍认为如果首次申请失业救济人数稳定在 37.5 万以下, 则可表明就业市场雇佣需求强劲。

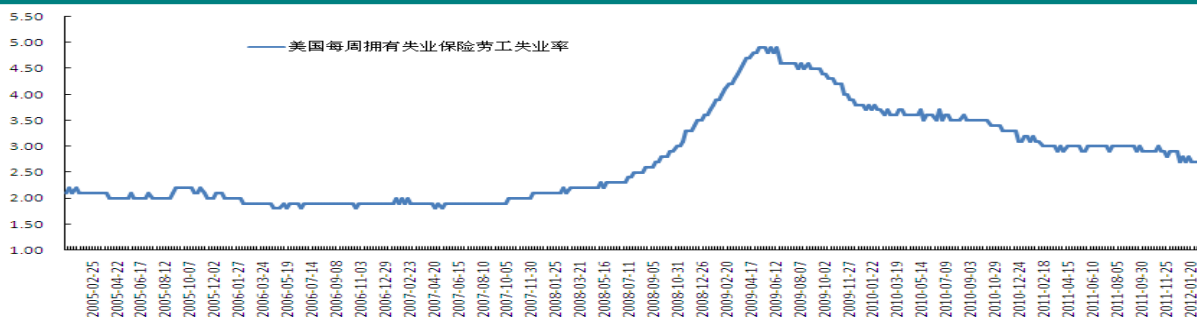
图表 1.2: 美国首次申请失业救济人数 (单位: 千人)



资料来源: www.tradingeconomics.com 新湖期货研究所

2012 年 3 月 23 日公布的美国每周拥有失业保险劳工失业率为 2.6%, 稳定处于近四年低点, 凸现劳动力市场上新近失业人群数量稳定趋少。

图表 1.3: 美国每周持有失业保险劳工失业率 (单位: %)



资料来源: 同花顺 iFinD 新湖期货研究所

然而，美国 2012 年 3 月总体失业率数字相比上月仅小幅下降，为 8.2%，这依然是一个相当高的数值。究其原因，固然当前美国劳动力市场就业岗位增长迅速，雇佣需求旺盛，新近失业人数较少，但由于金融危机以来总体较高的失业人群基数导致总体失业率依然居高不下，要恢复到危机前的正常水平还需要相当长一段时间。此外，有部分一度离开就业市场而不再被统计进失业率的人群在经济趋好的形势下可能重返就业市场，重新被计入失业率，造成总体失业率居高不下。

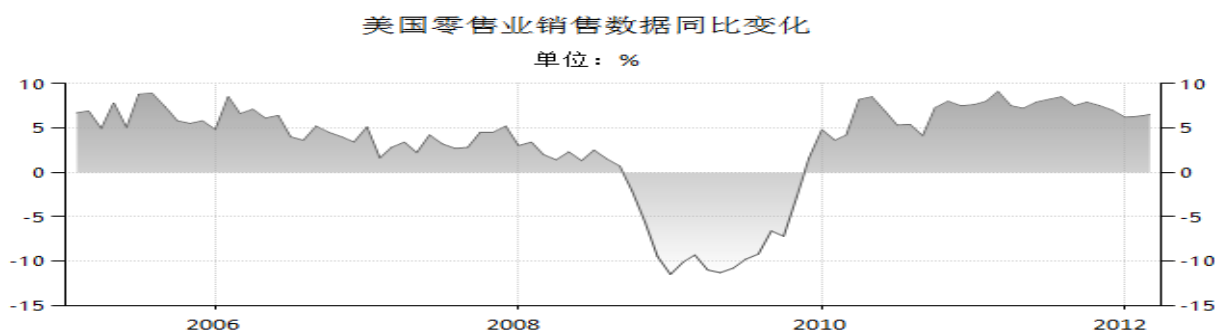
图表 1.4: 美国总体失业率 (单位: %)



资料来源: www.tradingeconomics.com 新湖期货研究所

美国零售业销售数据近几个月来持续处于高位，达到甚至略高于金融危机爆发前的水平，充分反映美国市场消费状况稳定利好。美国 2012 年 2 月零售业销售同比增长 6.5%，比上月小幅提升。

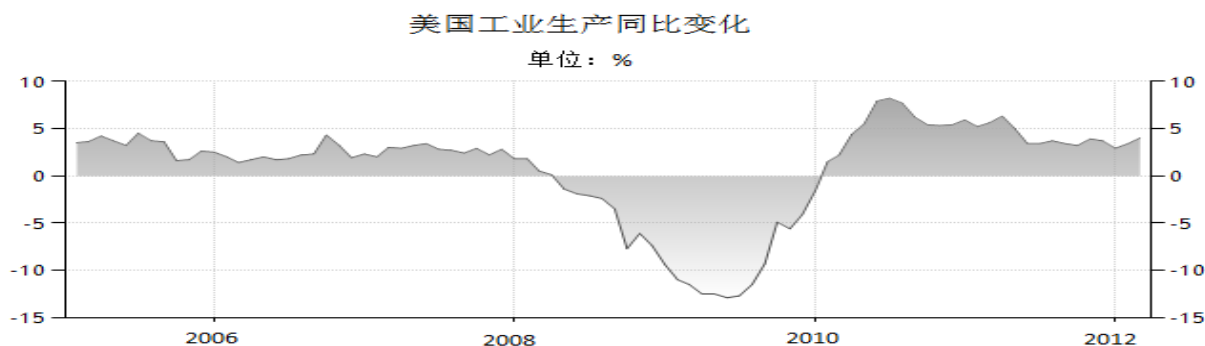
图表 1.5: 美国零售业销售数据 (单位: %)



资料来源: www.tradingeconomics.com 新湖期货研究所

美国工业生产数据具体包括制造业、矿业与公共事业在内的工业实质产出，在经济预测中使用较为频繁。最新数据显示美国 2012 年 2 月美国工业生产同比增长 4%，比上月有一定程度的上升，且最近几个月来稳定超过金融危机前的水平，显示工业生产等实体经济已稳定健康步入正轨。

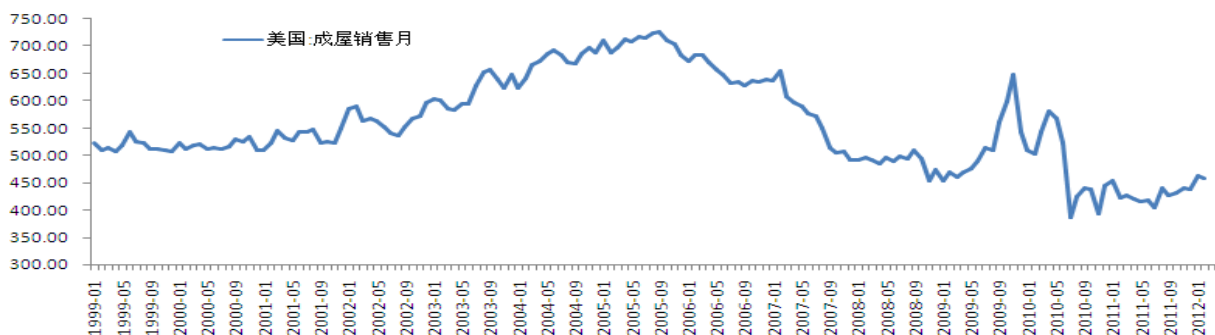
图表 1.6: 美国工业生产数据 (单位: %)



资料来源: www.tradingeconomics.com 新湖期货研究所

虽然以上两幅零售业和工业的示图显示美国经济复苏势头旺盛, 部分指标已达到甚至超过金融危机爆发之前的水平, 但是美国的房地产业依然起色不大。下图显示了作为美国房地产业重要衡量指标之一的美国成屋销售的状况, 其数据为折合成年率以后的数字。最新数据 2012 年 2 月的成屋销售 (折合成年率) 为 459 万套。在该图中我们可以看到, 虽然自 2011 年下半年开始销售量似有抬头迹象, 但整体依然处于谷底盘整状态, 不仅远未达到顶峰时期的 700 多万套, 甚至不及 1999 年的 500 多万套。究其原因, 房地产泡沫在 21 世纪的第一个 10 年积聚已久, 是金融危机的源头。一旦破灭, 泡沫被挤出之后, 恐难复苏到其高峰时期。然而, 相对于其他经济指标, 并考虑近来大量流入美国的资金因素, 该房地产指标目前依然处于低位。此外, “一朝被蛇咬, 十年怕井绳” 的心理也不利于房地产市场信心恢复。基于依然低迷的房地产市场和较高的总体失业率, 美联储于 2012 年 3 月 13 日宣布将维持当前 0—0.25% 的极低联邦基准利率至 2014 年晚些时候, 这两项低迷的数据也成为不能排除美国在 2012 年内推出 QE3 量化宽松政策可能的主要因素。

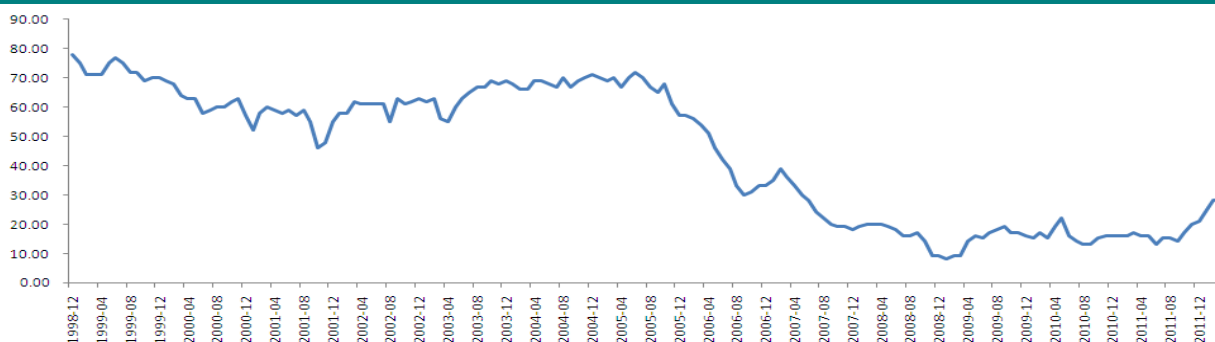
图表 1.7: 美国成屋销售数据 (单位: 万套)



资料来源: 同花顺 iFinD 新湖期货研究所

全美住宅建筑商协会 (NAHB) / 富国银行住房市场指数是反映房屋建筑商对未来房地产业销售情况预期的重要指标。2012 年 3 月最新指数为 28, 自 2011 年晚些时候以来持续反弹。从该指数图中可以看到, 虽然最近一段时期建筑商预期较之前乐观许多, 但是还远未达到 21 世纪初的正常水平。

图表 1.8：全美住宅建筑商协会 (NAHB) / 富国银行住房市场指数



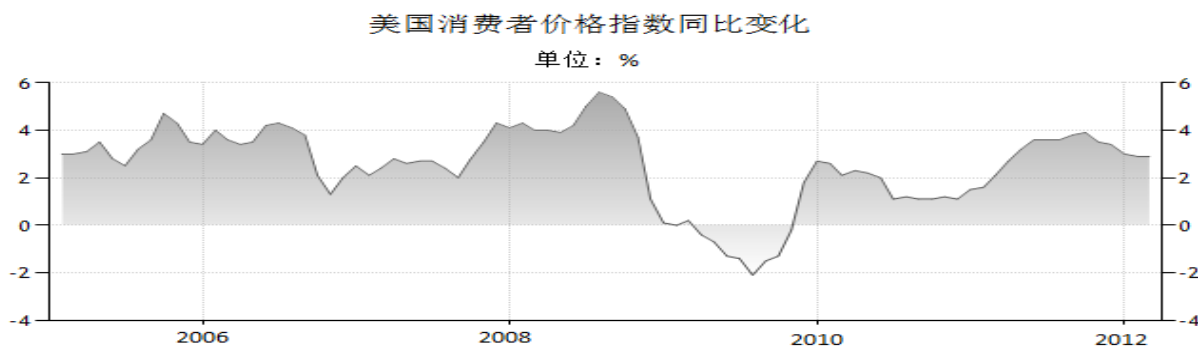
资料来源：同花顺 iFinD 新湖期货研究所

综上所述，从目前情况来看，美国主要经济指标除总体失业率和房地产外持续利好，且房地产数据也有明显抬头迹象。但是以未来 6 到 12 个月的时间跨度考虑美国经济是否可继续上行？笔者认为虽然从数据来看继续上行可能较大，但是依然存在较高的不确定性。当前世界主要经济体中，欧元区深陷债务危机带来的阴影，远未脱身。以金砖四国为代表的新兴市场面临结构转型可能带来的阵痛，因而国际避险资金未来将继续流入美国，推动各经济数据继续向上攀升。当然，从另一个层面来讲，美国目前尚无明显的经济增长点，各经济指标的上行主要是通过量化宽松政策和货币量的流入带来的，这样的复苏从长期看是否健康存在疑问。同时应该看到，过多避险资金流入加上不断延续的超低利率政策及随时可能进一步恶化的中东波斯湾局势可能导致对未来较高的通货膨胀预期。一旦在新的经济增长点尚不明确之时通货膨胀提前到来则美国量化宽松货币政策很可能不得不提前结束。到时，如全球其他地区经济依然没有明显起色，则美国不排除重新陷入一轮衰退的可能。当然，从目前的经济数据来看，这种可能性虽然存在，但目前还比较小。

2、CPI 上升、原油价格飙涨或未来带动通胀预期，QE3 推出有悬念

消费者价格指数是衡量通货膨胀的重要指标之一，是政府制定货币政策的重要依据。美国 2012 年 2 月 CPI 同比增长 2.9%，比上月提升 0.4%。这里需要特别指出的是，该 CPI 月度增幅中的主要部分（约 80%）来自于汽油价格上涨。究其成因，近期的中东波斯湾局势为主，不断利好的美国经济数据为辅。从较长的时间跨度来看，美国启动的两轮量化宽松政策是较长一段时期内消费价格指数的支撑因素之一。当前 CPI 数据显示通货膨胀整体压力暂时尚不算大，但是原油价格的不断攀升不仅使人们对未来通胀的提前到来增加预期，而且将不利于美国经济的持续复苏。

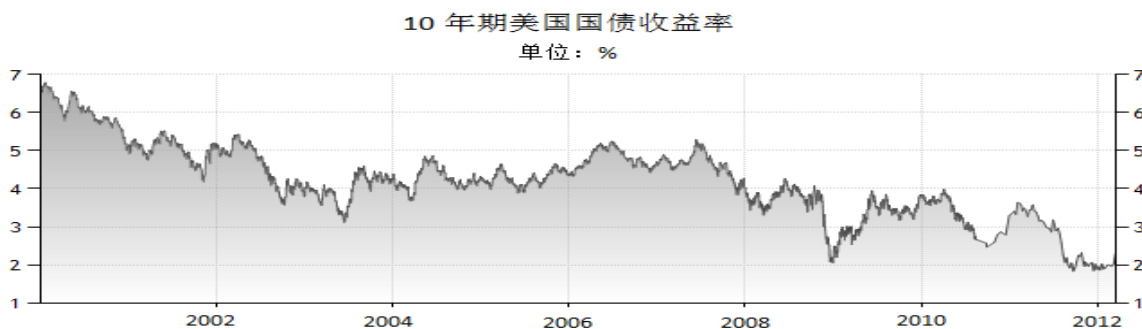
图表 1.9: 美国消费者价格指数 (单位: %)



资料来源: www.tradingeconomics.com 新潮期货研究所

此外,数据显示标志性的美国 10 年期国债收益率最近似有抬头迹象,一度冲高至 2.4%, 4 月 9 日最新数字为 2.06%。虽然该数据从历史长期来看仍处低位,但短期内说明美国市场情绪有不稳定的乐观倾向,且同时对未来通胀预期上升。

图表 1.10: 十年期美国国债收益率 (单位: %)



资料来源: www.tradingeconomics.com 新潮期货研究所

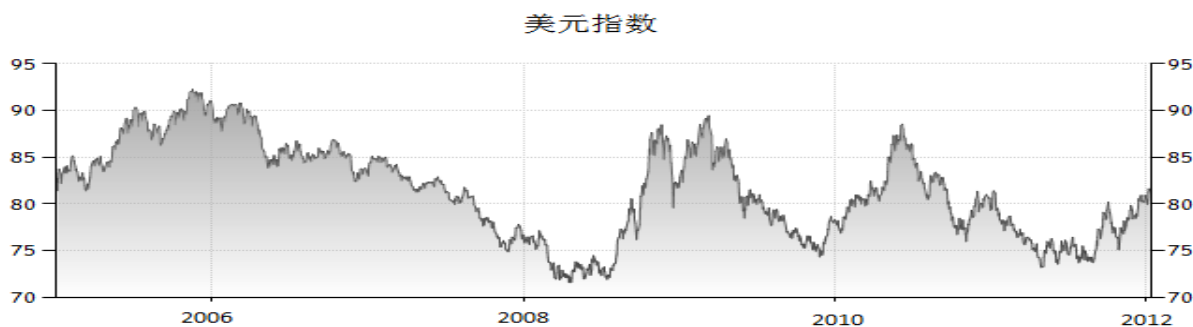
基于当前总体并不算高的 CPI 数据及依然较高的总体失业率和尚未复苏的房地产业,美联储于 2012 年 3 月 13 日宣布将维持当前 0—0.25% 的极低基准利率至 2014 年晚些时候,但并未对将来何时推出 QE3 或者是否推出 QE3 做出任何暗示或者承诺。事实上,笔者认为 QE3 的推出与否取决于以下几个因素。首先,是美国经济复苏的可持续性。当前,虽然美国主要经济数据持续走好,但是总体失业率较高,房地产数据依然低迷。由于这两个指标恰恰是与美国民众日常生活关系最密切的,因此如果这两个指标不能正常化,美国经济就不能认为已经进入正轨。此外,目前国际整体经济形势不容乐观,美国当前虽有利好经济数据,但主要源于宽松的货币政策和外来资金流入,并非有新的经济增长点支撑。一旦国际经济局势持续恶化,则必然阻碍美国经济的复苏进程。所以,从这个层面上讲, QE3 有推出的可能。其次,需要考虑国际原油价格的飙升和对经济乐观的情绪带来的对未来通胀的预期。当前 CPI 虽不算高,但已有上升迹象。未来一旦伊朗战争爆发,油价飞涨必然带来通货膨胀的威胁。而 QE3 可以认为是美联储货币工具箱中的最后手段,一旦在通胀威胁降临之际盲目实施,很可能对美国经济健康复苏起到适得其反的效果。从这个角度考虑,

QE3 又不能贸然推出。此外，由于今年是美国大选年，奥巴马总统对于连任的渴望很可能使美联储的政策更偏重有利近期经济数据的表面利好，而忽视长期经济的持续健康发展性。综合以上分析，笔者认为在通胀压力不大的情况下，美联储在今年美国大选之前推出 QE3 概率较大。

3、美元指数未来继续走高概率大

美元指数在过去的几年中震荡频繁，其利空因素主要是金融危机爆发前资金的迅速逃离及之后两轮的量化宽松政策；其利多因素主要是在后金融危机尤其是欧债危机以来相对世界其他地区较为稳定的经济指标回升造成避险资金的流入。近期，由于欧元区深受债务危机缠身，中国等金砖四国面临经济结构转型，劳动力价格上升等问题，大量国际资金流向美国，造成美元指数自 2011 年下半年开始不断回升，目前仍处上升通道。就对未来预测而言，今年年内笔者相信美国经济指标相对其他地区将稳定偏好，美元指数的强势地位不会改变，美元指数未来继续走高概率大。当然，如果 QE3 在今年某个时候突然推出，则会对美元指数有相当大的冲击。因此，对影响美联储 QE3 决策的若干因素如总体失业率、房地产状况、通货膨胀指标等必须紧密跟踪。

图表 1.11: 美元指数



资料来源: www.tradingeconomics.com 新湖期货研究所

二、欧债危机仍将继续，实体经济进一步下滑

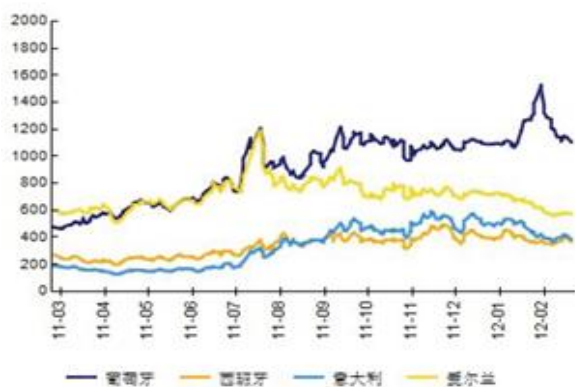
欧债问题久拖未决，除了欧元区自身存在系统性的风险外，各国经济发展失衡亦是关键。不断的救助措施更多体现了欧元区国家以金钱换时间的最后一搏。从欧债未来发展的方向看将会遇到三大难题：一是继希腊之后，西班牙等国也将面临承重的偿债压力，虽然这些国家债务占 GDP 比例未必有希腊那么重，但债务规模却大大超过希腊，一旦风险从希腊外溢到其他国家，那些所谓的防火墙可能会不堪一击；二是各被救助的国虽然承诺了大幅削减赤字，但政府支出的降低会拖累国内经济的发展，使国内经济在深陷的泥潭中持续更长的时间。而且各政府在财政上的紧缩行为不利于国内局势的稳定。实际上，希腊、西班牙等国近两年频频遭遇国内民众游行抗议，经济进一步受到打击；三是面临偿债风险，

各金融机构纷纷提取坏账或者大幅减计债权，大大恶化金融机构的财务状况。这一方面使得金融系统风险增加，另一方面也降低了银行等机构向市场投放流动性的能力。从而恶化欧洲的实体经济。

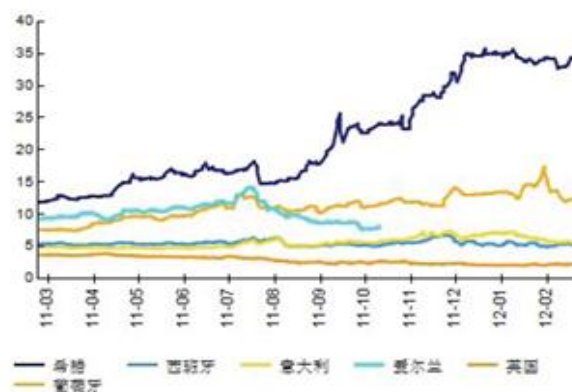
1、欧债漫漫路上略作停歇

希腊短期风险集中释放，但经济内生力依然匮乏。2月中下旬以来，希腊债务危机经历了惊险的又一幕，其结果可谓是“喜忧参半”。“喜”的是希腊于3月9日终于完成了债务互换计划，就70%的减记幅度与私人投资者达成了共识。这不仅为希腊减少1000亿欧元债务，而且投资者情绪得到一定安抚使得欧元区各国国债收益率都一度纷纷下跌，CDS报价也稳步回落。当然希腊启动集体行动条款迫使全部债权人接受换债的行为也付出了相应的代价，各大评级机构认定其属于“限制性违约”的同时将希腊国债评级下调至了最低。而且ISDA也认定希腊触发CDS赔付条款，不过由于90%以上的CDS合约是有抵押的，所以对金融系统的冲击相对有限。总体看来希腊债务短期风险释放较为充分。“忧”则主要集中在远期顾虑上，主要可以分成两方面来看。一是希腊减赤不达预期造成国际援助资金断流，从而发生最坏的无序违约情况。二则是希腊经济深度衰退不止，让所有人绝望而恐慌。但目前看来两种情况发生的概率都还比较低，两轮LTRO过后，市场流动性的宽裕将给予整个欧元区国家36个月左右的喘息机会。

图表 1.12: 欧猪五国 CDS 报价



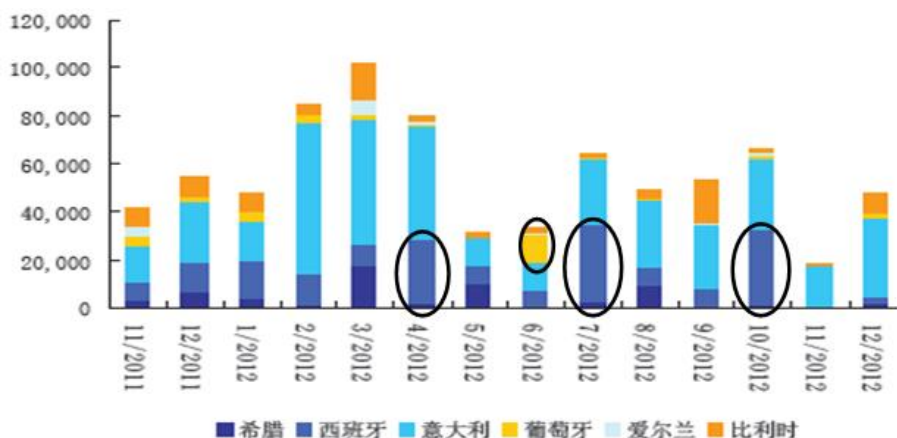
图表 1.13: 欧洲主要国家国债收益率



资料来源：新湖期货研究所

市场焦点逐渐转向葡萄牙与西班牙。虽然希腊暂时逃过一劫，但欧债问题依然繁多。目前市场主要担忧西班牙、葡萄牙会步希腊后尘并效仿其处理债务的方法。我们认为市场的担忧并非完全空穴来风，首先我们看下两者共通的因素。虽然欧元区顺利度过了一季度欧债集中到期的最高峰，但如果我们更仔细来拆分各国债务到期量可以发现，西班牙与葡萄牙的债务高峰与欧元区其实是错开的。从下图可以非常清楚的看到西班牙债务主要是集中在4、7、10三个月份，而葡萄牙则在6月，所以对于这两者的偿还能力的真正考验还没有到来。

图表 1.14: 西班牙和葡萄牙债务到期高峰即将来临



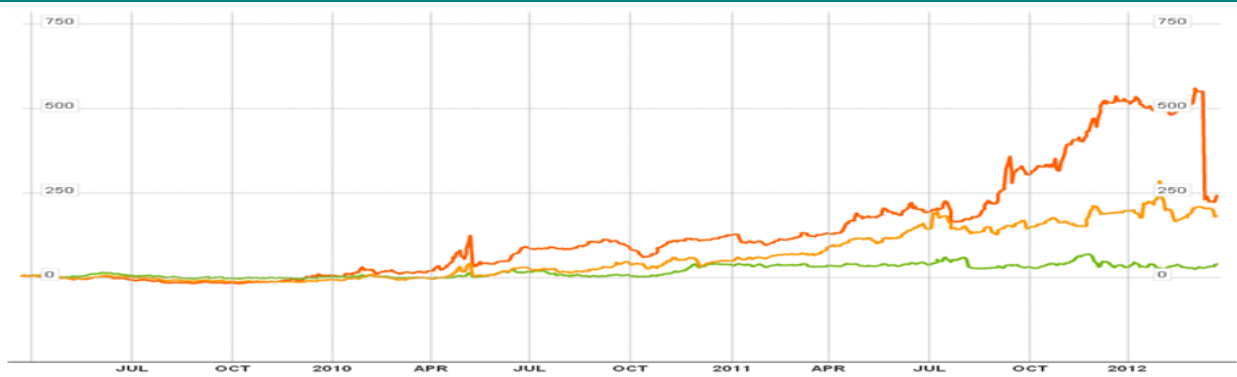
资料来源：新湖期货研究所

其次我们看下西班牙与葡萄牙各自面临的窘境。葡萄牙去年5月份获欧元区财长批准780亿欧元的救助使之成为继希腊、爱尔兰之后第三个接受国际援助的国家。与希腊相似，葡萄牙是欧元区国家中的外围经济体，竞争力低下、财政赤字高企、债台高筑、进出口比例长期处于失调状态。葡萄牙政府重新修正了其对本国2012年经济增长的预期，宣布将原先预算中的萎缩2.8%再下调至3.3%（为1970年代以来最深度下滑，因为政府按照780亿欧元欧盟和IMF援助计划的要求执行撙节措施），同时欧盟也将葡萄牙经济萎缩程度再下调至3.5%，而进一步的紧缩计划将无益于其经济的修复。日前葡萄牙10年期国债收益率一度达至18.4%历史高点，并且早前780亿欧元的援助贷款或远不够满足葡萄牙的需求，其可能不得不申请第二轮援助。

西班牙的问题在于债务占GDP居高不下，失业率高的离谱。据《国际金融报》报道，据西班牙中央银行3月16日公布的数据显示，2011年西班牙的公共债务增长14.3%，达7350亿欧元，债务与国内生产总值之比已经升至68.5%，达到西班牙近年来的最高值，超过1996年67.4%的纪录。同时西班牙失业率又遥遥领先欧洲总体水平，

市场对于葡萄牙与西班牙的担忧在其国债收益率上已经开始有所显现，下图分别对比了近3年与近1年两个时间段内三个重债国国债收益率的涨跌幅度。从长期来看，希腊长期国债收益率较3年前一度增加5倍，但风险释放后是回到2.5倍左右的水平。但葡萄牙长期国债收益率是一路震荡向上，也已经较3年增长了约2.5倍，其风险程度已经与希腊接近。西班牙无论从长期还短期来看，其国债收益率暂时还算稳定。

图表 1.15: 近 3 年希腊、葡萄牙、西班牙三国长期国债收益率变化对比



资料来源: 新湖期货研究所

图表 1.16: 近 1 年希腊、葡萄牙、西班牙三国长期国债收益率变化对比



资料来源: 新湖期货研究所

欧债漫漫长路上略作停歇。虽然欧债形势短期有所企稳，美联储主席伯南克与财政部长盖特纳也于近期对此首肯，2 月份美国货币市场基金大幅增持了欧元区银行债，其持有法国、德国及其他欧元区银行债的规模较 1 月底增加了 21%，增持幅度为自 2009 年以来的最高水平。在接受调查的基金所持总规模为 6,640 亿美元的资产中，欧元区银行债占比为 13.4%，这一比例高于 2011 年年底时的 10%。调查覆盖了美国规模最大的 10 只货币市场基金，这 10 只基金的资产规模占美国货币市场基金的 45%。美国货币市场基金资产规模总计为 1.46 万亿美元。

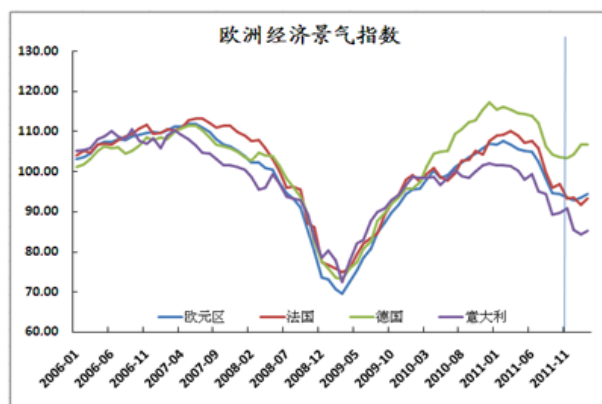
不过我们中期依然看空欧债局势，因为即使继连续两个月增持欧元债后，货币市场基金的欧元债持有规模仍不及去年 5 月底的 40%。而且基于我们上述的观点，欧债焦点今后向葡萄牙与西班牙转移是完全有可能和有依据的。西班牙作为欧元区第五大经济体，其债务问题爆发带来的冲击将远大于希腊，再加上欧洲央行货币政策的回归常态，今后的救助手段将更加的匮乏，财政紧缩的负面效应也开始在实体经济上逐步显现。欧债漫漫长路只走了一半不到。债务问题依然犹如大山一样挡在希腊面前，最新的债务重组协议并不能令希腊走上可持续的道路，而葡萄牙与西班牙的新问题又陆续冒出，欧债第三浪冲击波或正

在酝酿之中，所以投资者对于欧债问题还是要非常谨慎的看待。

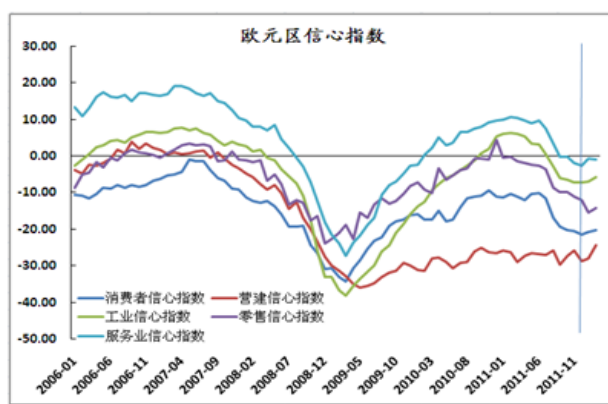
2, 欧洲经济衰退趋势不变。

前瞻性指标显示欧洲经济年头反弹势头步履艰难。自去年年底开始，以德国为首的经济景气指数出现小幅回升，但一个季度过去之后，我们可以看到复苏的进程并非一帆风顺。2月德国经济景气指数率先出现小幅滑落，而法国与意大利虽然继续有小幅上扬，但一方面始终未见摆脱下跌主趋势的迹象，另一方面从历史走势看德国数据具有1个月左右的前瞻性，所以3月数据可能并不如人意。另外从各项分类信心指数上看，多数还是延续了之前的弱势反弹趋势，但服务业明显更疲软。

图表 1.17: 欧元区经济信心指数走势



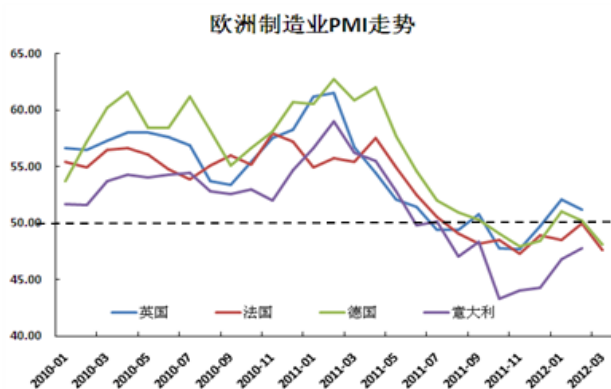
图表 1.18: 欧元区其他信心指数走势



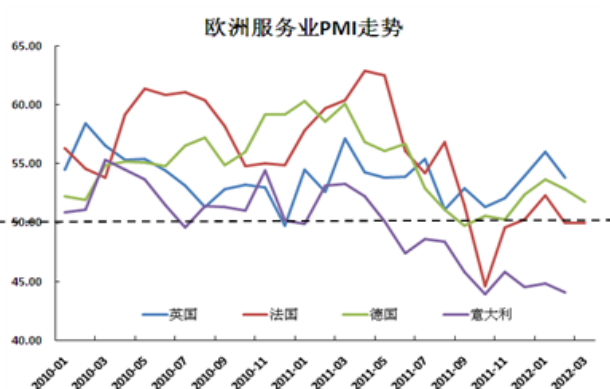
资料来源: WIND 新湖期货研究所

与信心指数类似，欧洲各国PMI指数在去年10月见底之后是形成一波反弹。欧元区整体制造业PMI是一度自去年11月连续4月回升至49，但最新3月数据是再度出现大幅下跌至47.7。而且各成员国内部发生一定分歧，其中英德两大经济体在2月是率先出现回落，意法由于前期走势较弱而维持了上行。类似的见顶迹象也出现在服务业PMI上，在经历了连续3个月的回暖之后，欧元区服务业PMI于2月是再次掉头向下并跌破50分水岭，3月也是延续了跌势至48.7，而且四大经济体无一例外都出现较大幅度的回落。所以无论从制造业还服务业PMI来看，欧洲经济继续下探的概率都较大，去年年底的季节性利好因素在逐渐退去。

图表 1.19: 欧元区制造业 PMI 走势



图表 1.20: 欧元区服务业 PMI 走势



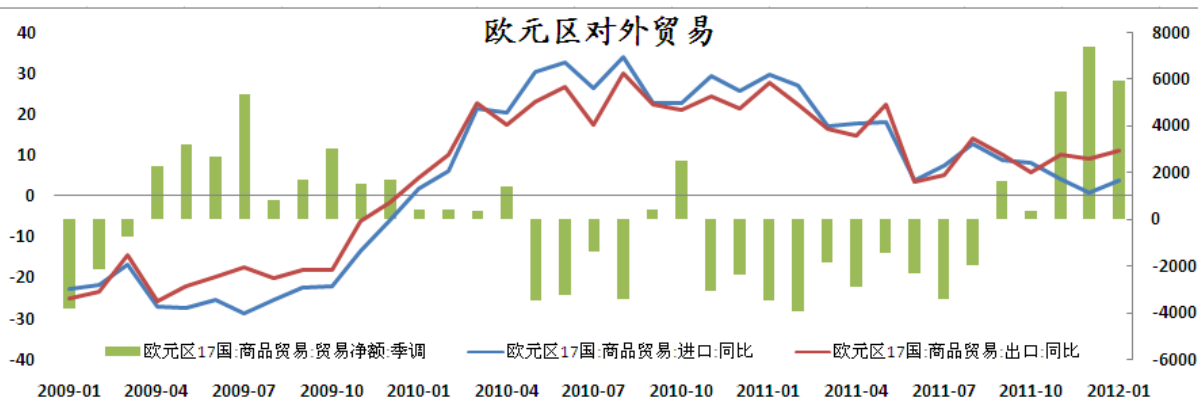
资料来源：WIND 新湖期货研究所

失业率滞后负面效应开始逐渐显现。欧洲整体经济衰退引发的高失业率在最近开始再次恶化。欧元区失业率连续 10 个月上涨，1 月达到了 10.7%。其中法国与意大利失业率是出现明显上升，而德国失业率也在连续 30 个月稳步下行之后首次出现反弹。财政紧缩政策抑制了市场总需求，失业率自然随之水涨船高，社会稳定也会有进一步的恶化，欧洲经济面临诸多考验。

外贸形势略有好转，但持续性尚待评估。欧盟统计局公布的预估数据显示欧盟和欧元区的外贸状况均出现不同程度的改善，今年 1 月欧盟和欧元区外贸逆差分别为 238 亿欧元和 76 亿欧元，均分别低于去年同期的 312 亿欧元和 161 亿欧元。从贸易结构上看，欧盟能源产品的贸易逆差有所上升，由 3069 亿增加到 3877 亿欧元，同时制造业产品贸易顺差大幅扩大，由 1737 亿增加到 2648 亿欧元。这相对应的体现在与中国、日本和韩国的贸易逆差有明显改善（制造业产品为主），但对俄罗斯的贸易逆差显著上升（能源产品为主）。由此可见欧洲制造业出口形势转暖带动外来能源的需求上升，这将有利于欧洲经济内生动力的修复。

但投资者需要注意几点。首先是外贸数据采集于 1 月，一些前瞻性经济指标也是在年初走势良好，但之后就纷纷出现大幅回落。其次，外贸逆差的减小包含了中国因素与人民币因素，这些点可能在将来发生变化。再者就是出口增速仍是远低于进口增速，目前看来贸易顺差的路还很长。最后，2011 年德国外贸顺差额是居首，但英国、法国和西班牙却是外贸逆差最大的成员国，所以只要德国经济发动机出现点问题，欧洲外贸形势就可能很快逆转。

图表 1.21: 欧元区对外贸易略有好转



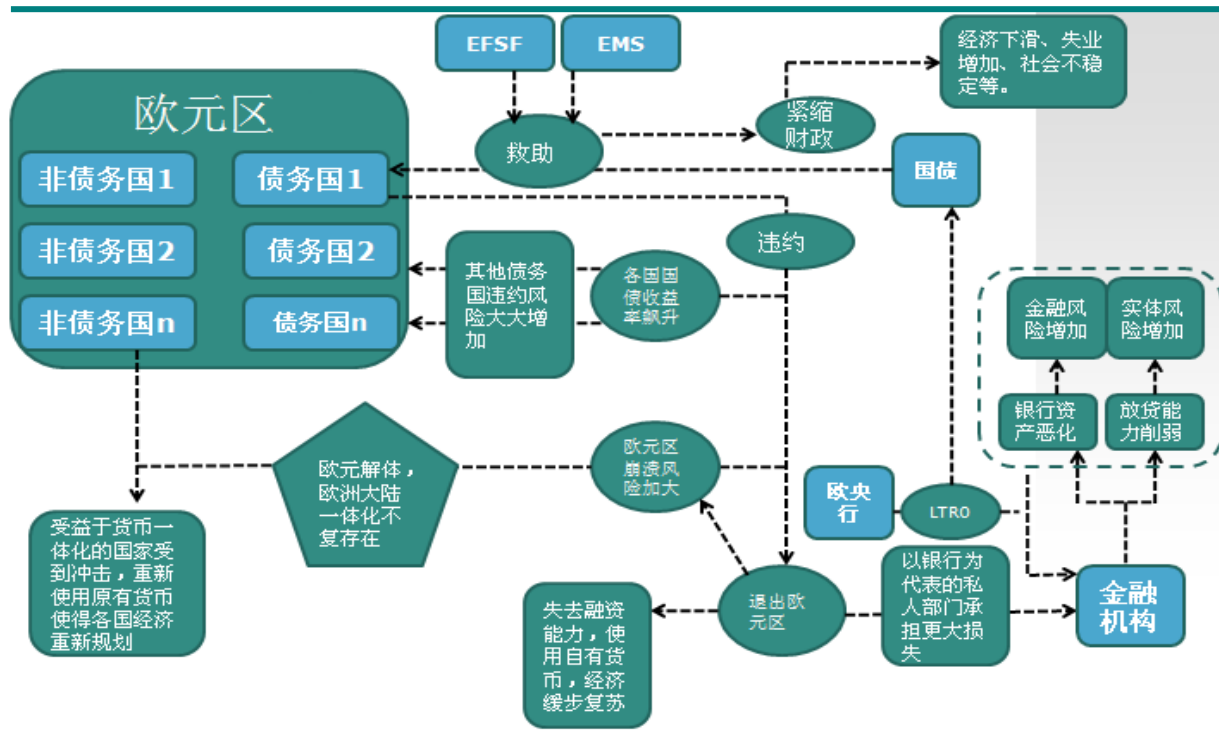
资料来源：WIND 新湖期货研究所

欧洲经济衰退趋势不变，注意其节奏的变化。在紧缩财政政策、银行信贷紧缩以及经济下滑惯性影响下，我们认为欧洲将难逃衰退厄运。去年年底季节性利好而引发的一轮经济指标反弹也将终结，PMI 与经济景气指数都预示经济重回下跌通道是大概率事件。ECB

也主动将 2012 年经济增长预期区间中点从三个月前的 0.3% 下调至 -0.1%。欧洲央行还预计 2013 年经济增长 1.1%，此前的预期为增长 1.3%，这将对全球经济复苏继续形成拖累。

从欧洲未来衍化的方向来看，包括希腊在内的猪国们间隙性发生债务问题仍是常态，而债务问题向金融系统传导一方面使得金融系统风险陡增，另一方面也导致金融系统向实体投放流动性的能力下降。因此，在应对债务问题上，欧元区采取了两方面的动作。一是构筑防火墙，对债务国偿债问题进行救助，以防止债务违约的口子打开；二是向金融系统进行融资(即 LTRO)。保持银行自身流动性一方面有利于银行购买各国国债压低国债收益率，另一方面也降低了金融系统的流动性风险。但从实际效果来看，尽管防火墙的建立树立了市场信心，但滚滚而来的到期债务也会使得市场对防火墙的信心慢慢降低；而两轮 LTRO 之后，部分银行把低成本获得的资金还是保留在欧洲央行里，而并未大量购买国债，实际上在一定程度上让 LTRO 的宗旨打了不小的折扣。未来，欧洲将面临着债务问题仍会延续、实体经济进一步下滑的局面。

图表 1.22: 欧元区救助路线衍化图



资料来源: 新潮期货研究所

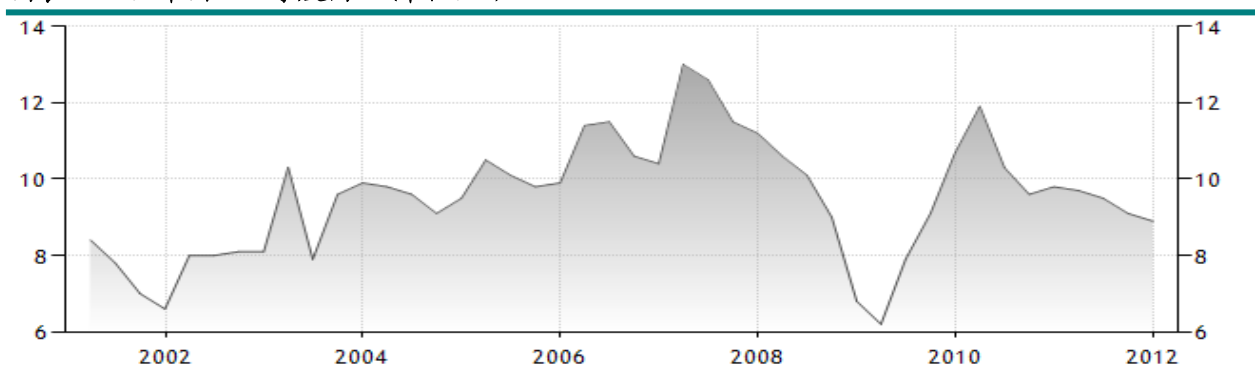
三、中国经济增速放缓，政策偏紧略带微调

1、经济增长目标下调，经济面临转型，硬着陆可能基本排除

经济增速逐步放缓。在当前世界整体经济形势不容乐观的大环境下，中国去年四季度 GDP 同比增速为 8.9%，为 2009 年二季度以来首次低于 9%，但仍高于市场普遍预期。GDP 全年累计同比上涨 9.2%，也是高于市场预期。在国内货币紧缩和外围债务危机的负面影响

下，国内经济增长仍能维持9%以上，显示国内经济增长内生动力存在较大的弹性。不过，去年四季度GDP季度环比增速降至2%，工业增加值增速尚未看到见底迹象，预计2012年GDP增速将继续下行。同时，在3月举行的两会上，2012年GDP增速目标被下调至7.5%，显示出我国经济将总体进一步放缓的趋势。从我国GDP季度同比增速图中来看，2009年由于全球金融危机有一个快速下滑，之后虽有一轮反弹，但由于人民币不断升值，劳动力成本节节攀升，再加上欧债危机的阴霾始终不散，中国作为世界工厂高速增长的时代很可能即将成为历史。

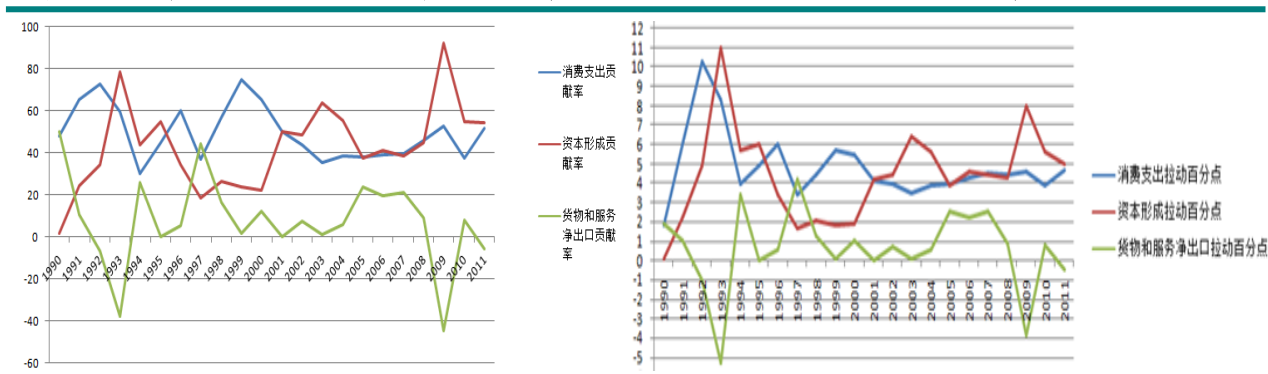
图表 1.23: 中国 GDP 季度同比(单位: %)



资料来源: www.tradingeconomics.com 新湖期货研究所

从中国GDP各组成贡献率及各自拉动百分点来看，净出口自2007年以来由于国际经济环境的轮番恶化总体下行，未来几年估计难有起色；资本形成(投资)在过去的十几年中总体稳定上升，其间在一些特殊的年份央行为应对危机特别注入流动性而造成尖顶势。但可以预计的是，由于我国通货膨胀压力始终较大，未来若干年中投资力度将及其有限；我国的消费支出增长则长年以来较为稳定。

图表 1.24: 中国 GDP 各组成贡献率(左图, 单位: %)及各组成拉动百分点(右图, 单位: %)



资料来源: 中国统计年鉴 2007 新湖期货研究所

从我国各省、自治区、直辖市的GDP增长情况来看，东部沿海地区近年来增速放缓幅度较大，其他大部分地区增速始终能保持在两位数以上。这某种程度上揭示了我国未来几年里不同地区GDP的趋势性走向。近年来国际经济环境及汇率等因素对沿海地区的出口贸易打击较大，同时一线城市及部分沿海二线城市房价增长过快，消费高，未来在投资

这一领域恐怕很难再有起色。目前中国城市化进程较快，西部开发的步伐坚定有力，三、四线城市消费相对不高，内需消费的潜能不小。

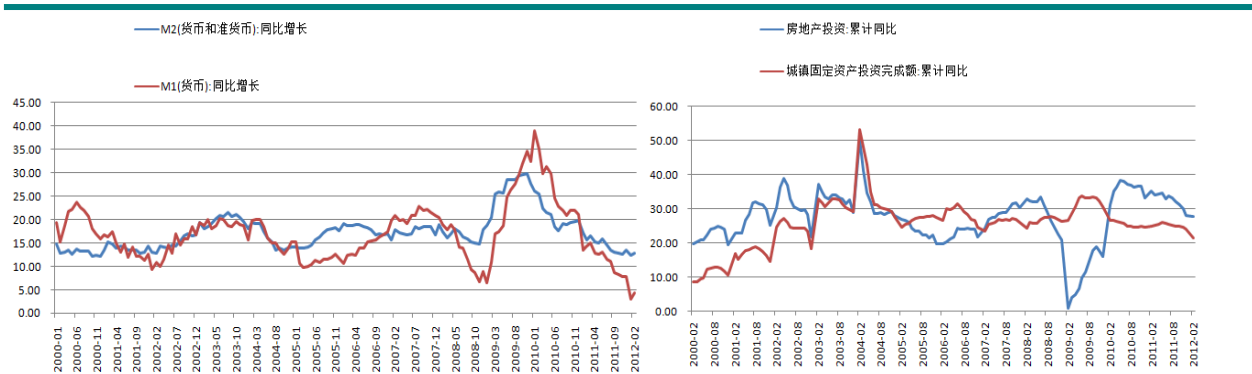
图表 1.25: 中国各省、自治区、直辖市近年来 GDP 增长率(单位: %)

省、自治区、直辖市	GDP 增长率(单位: %)			省、自治区、直辖市	GDP 增长率(单位: %)		
	2011 年	2010 年	2009 年		2011 年	2010 年	2009 年
北京	8.1	10.2	10.1	湖北	13.8	14.8	13.2
天津	16.4	17.4	16.5	湖南	12.8	14.5	13.6
河北	11.3	12.2	10	广东	10	12.2	9.5
山西	13	13.9	5.5	广西	12.3	14.2	13.9
内蒙古	14.3	14.9	16.9	海南	12	15.8	11.7
辽宁	12.1	14.1	13.1	重庆	16.4	17.1	14.9
吉林	13.7	13.7	13.3	四川	15	15.1	14.5
黑龙江	12.2	12.6	11.1	贵州	15	12.8	11.2
上海	8.2	9.9	8.2	云南	13.7	12.3	12.1
江苏	11	12.6	12.4	西藏	12.7	12.3	12.4
浙江	9	11.8	8.9	陕西	13.9	14.5	13.6
安徽	13.5	14.5	12.9	甘肃	12.5	11.7	10
福建	12.2	13.8	12	青海	13.5	15.3	10.1
江西	12.5	14	13.1	宁夏	12	13.4	11.6
山东	10.9	12.5	11.9	新疆	12	10.6	8.1
河南	11.6	12.2	10.7				

资料来源: 同花顺 iFinD 新湖期货研究所

投资增速未来恐进一步趋缓。货币量是投资增速的重要先行指标。我国为应对全球金融危机的冲击曾投入巨额货币量增加流动性。之后，由于通货膨胀压力不断上升，央行渐渐采取稳定偏紧的货币政策回收流动性。所以近一两年来货币增量不断减少，房地产及城镇固定资产投资增速也不断趋缓。

图表 1.26: 中国货币月度同比增量(左图, 单位: %)、房地产及城镇固投累计同比(右图, 单位: %)

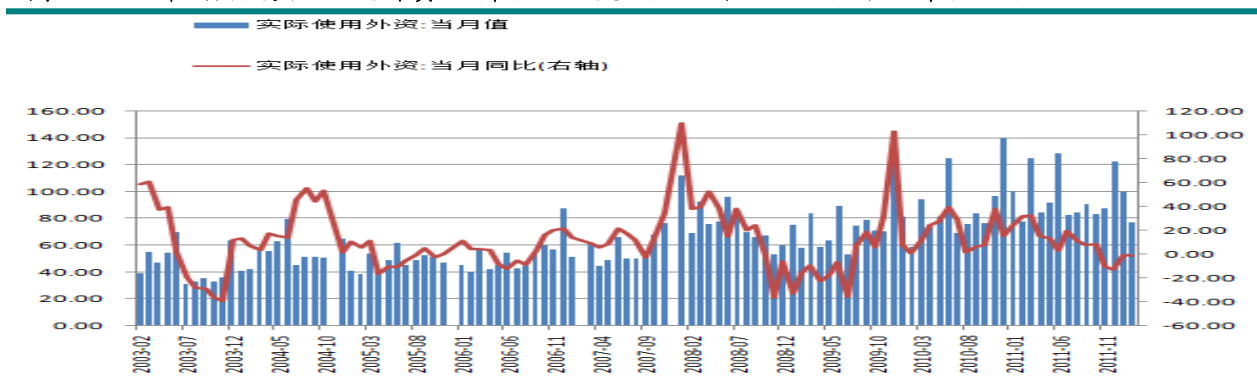


资料来源: 同花顺 iFinD 新湖期货研究所

根据商务部的介绍,2012年2月我国实际使用外资金额 77.26 亿美元,同比下降 0.9%,连续四个月负增长。其中,农、林、牧、渔业实际使用外资金额同比增长较快,制造业和

服务业有所下降。从最近两年的情况来看，外资投资的增速总体有所下降。

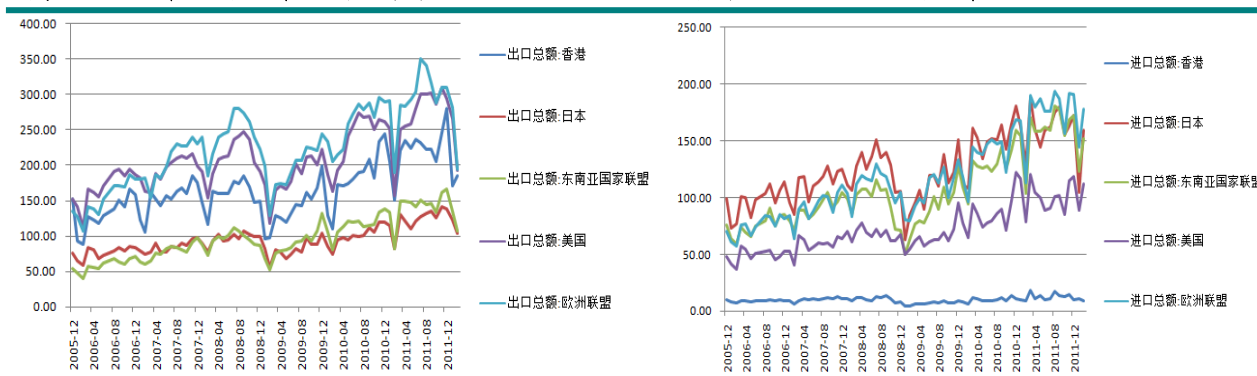
图表 1.27: 中国月度实际使用外资额(单位: 亿美元) 及同比变化(右轴, 单位: %)



资料来源: 同花顺 iFinD 新湖期货研究所

对外贸易风险大。我国对世界主要国家和地区的进出口数据是反映对外贸易情况的重要风向标。从月度出口额的数据来看，每年阳历新年后由于季节性影响有一个低潮期。从近几年的整体来看，进出口数据振荡幅度都较大，上升趋势不够明显，暗示未来具有较高的不确定性。同时，考虑到人民币不断升值及我国劳动力成本未来将继续大幅上升等因素，对外贸易这一块的不确定性和风险就更大了。

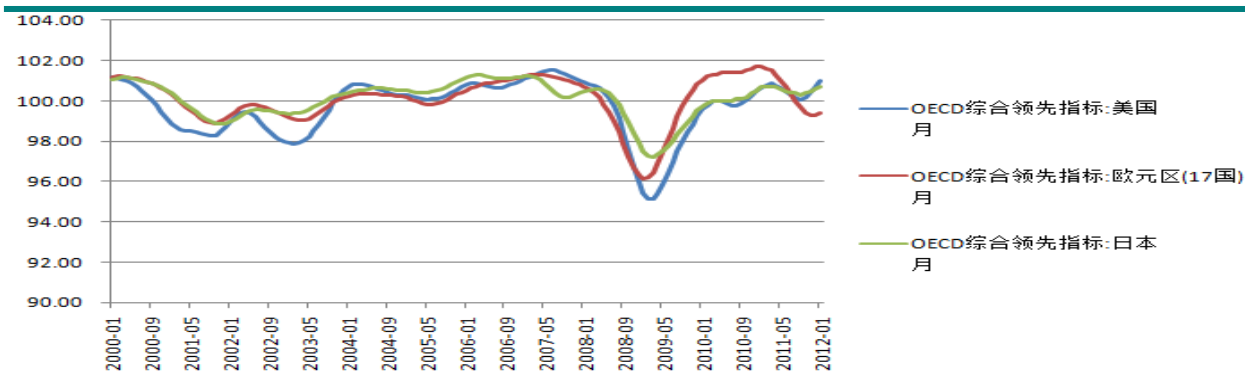
图表 1.28: 中国对世界主要国家和地区月出口总额(左图)和进口总额(右图, 单位: 亿美元)



资料来源: 同花顺 iFinD 新湖期货研究所

OECD 领先指标是对预测世界主要经济体商业活动的重要指标，也是我国出口增长的重要先行指标。从最新情况来看，欧元区由于遭受债务危机的困扰，未来一段时间商业活动可能呈现一定程度的衰退。美国和日本的整体商业活动情况则较为乐观。

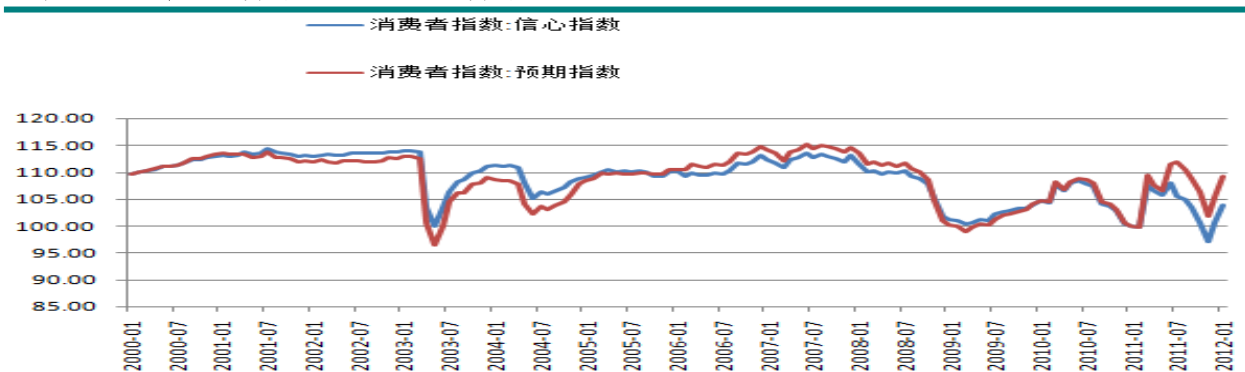
图表 1.29: 国外主要经济体 OECD 综合领先指标



资料来源: 同花顺 iFinD 新湖期货研究所

内需消费将在不确定性中前行，中西部城市或成亮点。消费者信心指数及预期指数是反映未来消费情况好坏的先行指标。总体来看，在 07 年股价从 6000 点见顶滑落之后，这两项指数也随之滑落并处于振荡形态。这是人们对于未来消费信心乃至中国经济走势不确定性的反映。

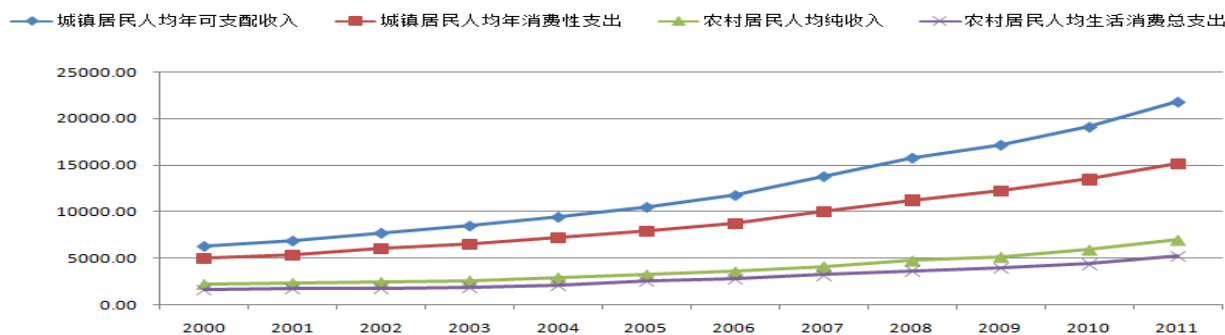
图表 1.30: 中国消费者信心指数和消费者预期指数



资料来源: 同花顺 iFinD 新湖期货研究所

中国人均收入和消费对于预测未来内需消费增长有重要的指导意义。总体而言，我国城镇居民人均可支配收入增长较快，其增速高于城镇居民人均年消费性支出。而我国农村居民人均纯收入依然较低。同时，中西部地区的消费水平总体还不算高。基于这些因素，笔者认为随着未来城市化进程的加快，中西部二、三、四线城市的消费能力将快速提高，很可能成为未来 GDP 增速构成中的亮点。

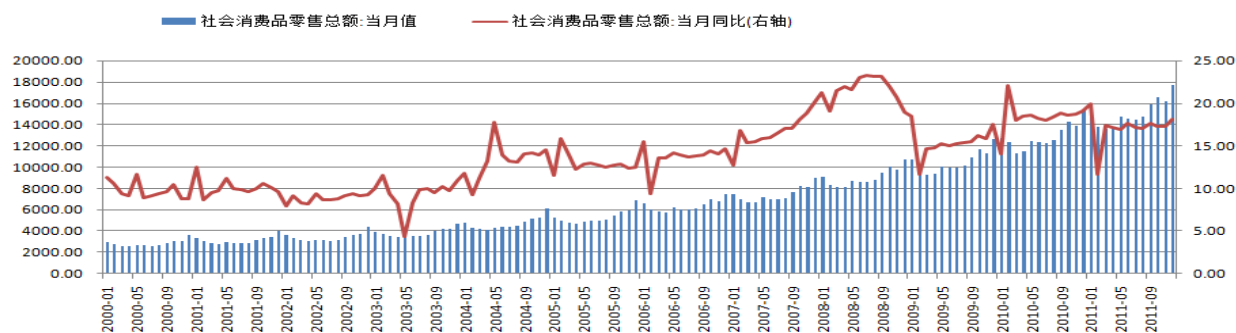
图表 1.31: 中国城镇及农村居民年人均收入和消费(单位: 元)



资料来源: 同花顺 iFinD 新湖期货研究所

中国社会消费品零售总额是反映社会消费情况的重要指标。在后金融危机时代, 该数据有一定振荡, 但总体呈上升态势, 其增速较为稳定, 反映出我国的内需消费潜力不断有序释放。

图表 1.32: 中国社会消费品月度零售总额(单位: 亿元)及同比变动(右轴, 单位: %)



资料来源: 同花顺 iFinD 新湖期货研究所

国家政策促经济转型, 硬着陆可能基本排除。基于以上分析, 可以预见未来政府投资和外资投资将进一步趋缓; 出口贸易的日子将不太好过; 内需, 尤其是中西部城市地区的内需则具有可持续释放的能力。中国将从外需型经济转向内需型经济, 城市化进程加速, 地区性的不平衡程度将渐渐变小。这里, 笔者再回顾一下 2012 年 3 月全国两会上提到的国家未来主要经济财政政策: (1) 财政货币政策: “适时适度预调微调”。这充分体现了未来我国将继续保持当前稳中偏紧的货币政策, 既要有效控制通货膨胀, 又要兼顾经济发展。(2) 扩内需: “加快构建扩大消费的长效机制”; “重点提高中低收入群体的消费能力。”由于外贸出口在未来将遭遇寒流, 内需将渐渐成为未来 GDP 增速中的主要贡献部分, 扩大内需, 尤其是提高中低收入群体的消费能力将特别有助于提高最终的消费量。(3) 鼓励民间投资: “出台具有可操作性的实施细则”。由于政府和外资投资将趋缓, 而民间游资又较丰富。在这种情况下, 协调好民间投资, 出台具有可操作性的规则将有效降低投资面临的不确定性, 使投资的市场化效应进一步体现, 盲目投资的风险将获得最大程度的规避。(4) 房地产调控: 从“遏制房价过快上涨”到“促进房价合理回归”。房地产价格的过快上

涨不利于实体经济的发展，对房地产的过份投资甚至投机在未来将受到有效遏制。(5)收入分配制度改革，其要点是建立健全工资正常增长机制；缩小劳动者之间收入分配差距；减轻中低收入者税负，调节高收入者税收。收入分配制度改革有利于内需的健康稳定增长和社会的长期和谐稳定。

综上所述，国家经济政策的出发点是扩大内需，协调规范好社会有效资金的使用，尽可能平滑均衡各种不平衡因素(包括收入不平衡、地区不平衡)，严防通货膨胀和房地产泡沫。在当前不容乐观的国际经济环境下，预计我国未来几年 GDP 增速最低可能为 7-8%，该数字虽不及前几年的两位数增速，但其贡献成份中的内需消费很可能成为亮点，显示出我国经济结构从外需向内需的健康合理转变。同时，应密切关注通胀情况，各通胀指标往往是货币政策调整的先行指标。笔者相信，未来中国经济将在健康可控中趋缓，但硬着陆可能基本排除。

2、中国地方债务风险可调可控

地方债务问题一度被市场视为决定中国经济硬着陆的重要威胁，但随着近期政府试图通过展期来缓解今明两年债务集中到期的困境后，市场对于地方债务问题的担忧出现重要转变。在刚刚结束的两会上，当记者问到关于政府如何处理地方债务问题时，温总理用“绝不会让它干扰中国的建设”这一铿锵有力的回答回应了市场对于地方债务违约风险的忧虑。

市场对于地方债问题重塑信心并不是毫无根据的，正如温总理在回答记者提问时说：“中国政府债务的负担率和赤字率目前处于较低的水平，低于许多发达国家和新兴经济体。”这是其中重要的一点，让市场对我国政府偿债能力予以信任还有另外重要两点支撑，一是地方政府掌握的资产或投资的项目能够为偿债建立“双保险”，即使筹集资金所投资项目现金流断裂，地方变卖国有资产也能够提供第二还款来源；二是即便地方债务违约，从维护社会稳定的大局出发，强大的国家信用也会为其买单。

不可否认，中国地方债务短期发生违约的风险几乎没有，但从中长期来看，隐性债务问题可能会增加地方政府偿债时的流动性风险，市场对于地方债务规模可能被低估而偿债能力可能被高估的预期。正如温总理回答记者提问时说“政府性债务的水平是可控的、安全的。2010年，我们主动审计了地方债务，总规模为 10.7 万亿。2011 年，新增债务仅有 3 亿，其中新举债 21536 亿，偿债 21533 亿。”这些数据并不权威，不仅国际与国内对于地方债务规模的估算结果不同，就连国内监管机构银监会和审计署的统计结果也不一致。造成这一结果的原因是 2009 年扩大内需时货币政策和财政政策的监管过于宽松。

再融资风险一般是地方债务面临的重大风险，但只有在政府偿债时遇到流动性风险才会出现再融资风险。再融资风险的出现是市场对政府偿债能力严重怀疑的重要表现，欧债危机中的欧猪五国正因为遇到流动性风险才爆发再融资危机。情况不同的是，国内政府对地方融资平台的限制是出于主动调控的目的，而新出台关于债务展期的决定也是意在缓解地方政府的偿债压力。

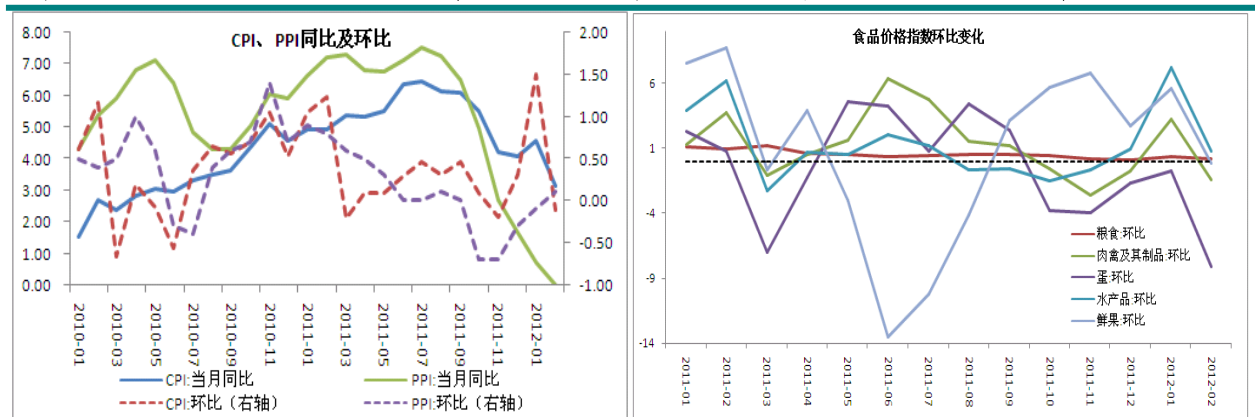
总体而言，地方债务违约的可能性较小，且不说中国劳动力人口正处在历史顶峰，仅是城市化进程也才刚刚过半。未来保持合理的经济增速是必要的，随着财政收入提高和经济结构成功转型，地方债务问题自然会被弱化。

3、通胀减缓之后仍存隐忧，政策偏紧之下亦可微调

通胀压力减缓，但部分农产品价格仍有上涨压力。2月份CPI同比上涨3.2%，较1月份的4.5%得到有效改善，春节后食品类价格大幅回落是主要原因。然而，随着春节因素的消退，CPI数据仍有上涨的压力。近期部分农产品价格重新成为市场炒作热点，继“豆你玩”、“姜你军”之后，市场又现“向前葱”，农产品价格的炒作热情似乎一直未退却。近期，发改委大幅上调汽柴油价格，这将在一定程度上增加物流成本，包括食品在内的多类商品价格成本进一步上升。从期货市场的部分农产品价格来看，受到政策收储等因素的支撑，部门农产品已经走出一轮中线小牛行情。而这也意味着通胀的压力仍将存在。政策面大幅放松的可能性并不大。

相比CPI而言，PPI的持续走低似乎更能反映当前市场对宏观经济的悲观预期。2月份PPI同比增速几乎跌至零增长。分类别来看，轻工业品和重工业品保持较为一致的下跌趋势。分行业来看，被选取的四个行业指数也是一致的向下趋势。有所不同的是，国际原油价格的高位运行可能阻碍石油和天然气开采价格指数的进一步走低，而三个金属行业价格指数的连续负增长反映了社会经济活动的持续低迷。

图表 1.33: CPI、PPI 同比和环比 (单位: %) 图表 1.34: CPI 食品价格分项指数 (单位: %)



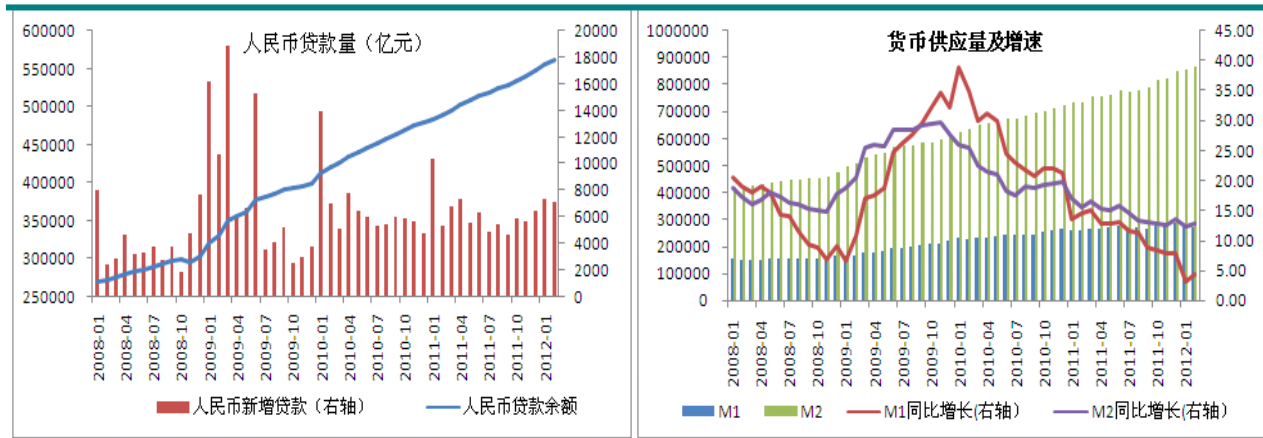
资料来源: WIND

货币政策调控整体基调偏紧，适度微调有空间。如果把货币政策调整的各因素做一个分类，那么“控楼市”、“促转型”、“防泡沫”以及货币政策合理回归仍是关键因素，这也决定了今年货币政策大幅放宽的可能性并不大。但受到中小企业融资难、地方政府债务压力承重、经济可能下滑过度、外汇占款流出等因素的影响，货币政策也存在较大的微调可能。特别是目前存款准备金率仍维持在高位，为政策放松提供了较大的操作空间。

从以往货币政策的动向来看，截止2月底，中国M2投放量为86.7万亿，为经济危机前2008年初的2.08倍，M2占2011年GDP的1.84倍。而与此同时，美国M2供应量相

比 2008 年初仅为 1.30 倍，M2 为 2011 年 GDP 的 64.6%。相比较而言，中国该两项指标都远高于美国。此外，截止 2 月底人民币贷款余额超过 56 万亿，较 2008 年初翻了一倍以上。这些凸现了中国在经济危机救市过程中流动性过度投放的现状，同时也是物价上涨、楼市泡沫进一步加剧的根本原因。从今年两会上透露出来的信息来看，经济适度调降和楼市坚定调控成为市场关注的焦点，且成为当前经济调控的核心内容。因此，政策面大幅放松的可能性不大。

图表 1.35: 人民币贷款变化 (单位: 亿元) **图表 1.36: 货币供应变化 (单位: 亿元, %)**



资料来源: WIND

但政策紧缩之下也存在着诸多不安因素。首先，08 年之后政府实施了超量级的经济刺激计划，大量企业过度扩张。但后危机时代，政策面加强对通胀的调控导致企业扩张受阻，资金链面临巨大压力。从 2011 年开始，就不断传说企业主和担保公司跑路现象，中小微型企业本身就存在融资较国有企业困难的问题，在政策紧缩背景之下，中小微型企业融资渠道进一步被堵死，企业生存难上艰难。其次，外汇占款在 2011 年四季度出现 2008 年以来未有的下滑，外汇占款 2011 年最后三个月持续减少。表明在楼市调控力度加大、人民币升值预期减弱的背景之下，中国投资吸引力在一定程度上出现了下滑。外汇资金的流出进一步恶化国内流动性。今年 2 月中旬，央行进行了本年度首次下调存准率，实际上在一定程度上暗示了管理层对于外汇资金流出的担忧。再次，今年政府对于经济增长目标定位于 7.5%。政府越来越强调经济增长的质量，而弱化数量。以环境、资源以及楼市泡沫为代价的增长方式被削弱，这在一定程度上会降低工业对经济增长的支持度。经济增长方式的变化势必会对部分传统行业造成巨大的负面影响，紧缩的环境更是会雪上加霜。

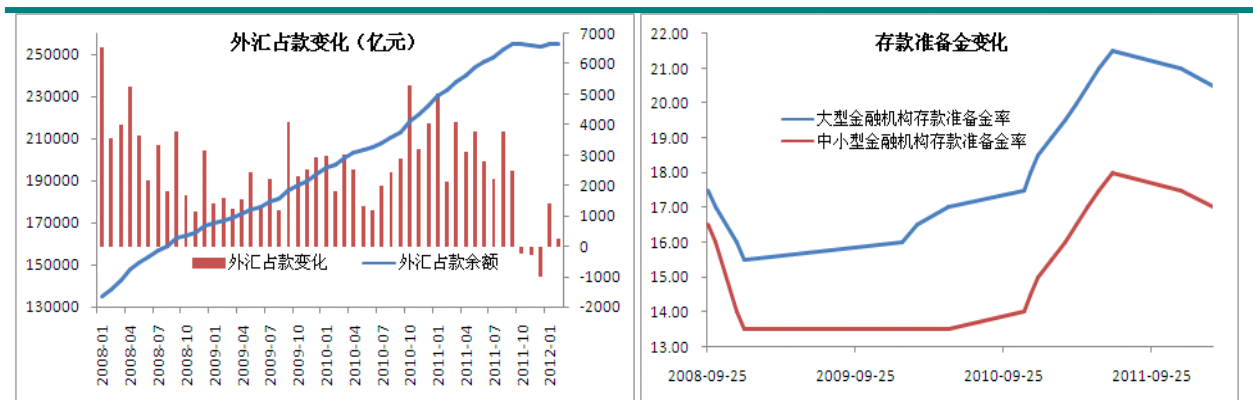
因此，政策面如果实施一棒子打死的紧缩势必会造成不利的局面，加之外环环境仍不稳定，对调控进行适度微调或许是最优选择。

从政策面可调控的空间来看，2010 年后不断提高的存款准备金率在 2011 年年中已经达到了 21.5% 的高位。此后，虽有两轮下调，但目前仍处于 20.5% 的高位，通过存款准备金的方式来调控的空间依然较大。此外，经过 2009 年的无限量宽松政策之后，从 2010 年开始货币投放量的增速开始呈现下滑态势。截止 2 月底，M2 同比增速已经从最高超过 30%

下滑至 13%。可以说，准备金维持高位和货币投放量增速的放缓为政策微调提空了储备空间。目前通胀整体压力有所下降，政策在紧缩环境之下进行微调仍有余地。

图表 1.37: 外汇占款变化 (单位: 亿元)

图表 1.38: 存准率变化 (单位: %)



资料来源: WIND

4、楼市危局

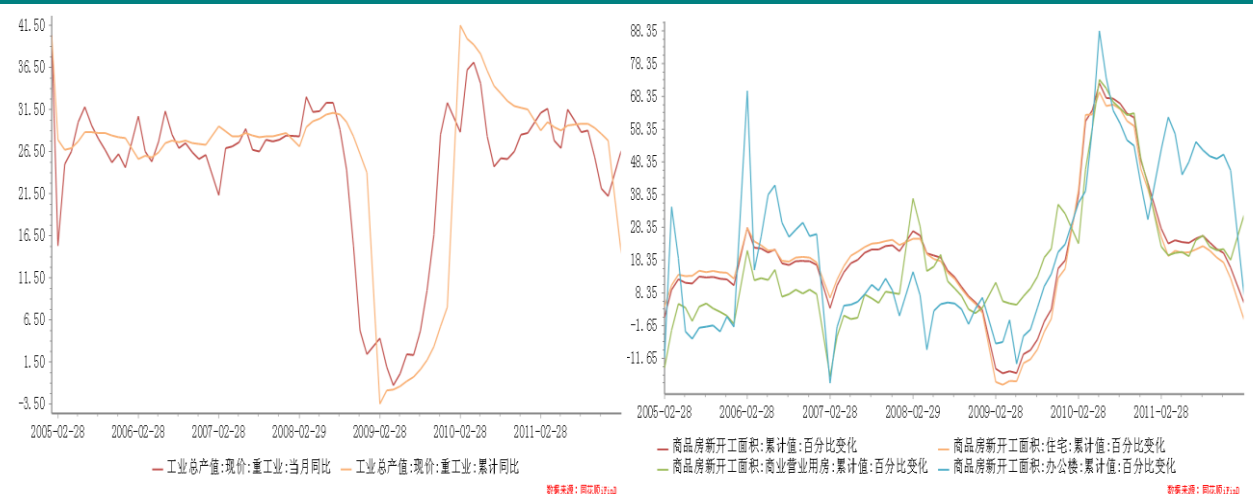
中国经济增速正处于稳步放缓的趋势中，这是通过观察今年前两个月的宏观经济数据，进一步对比分析后得出的结论。在内需不振外需疲软的被动形势下，国内投资活动的冷暖成为了左右中国经济走向的关键因素。1-2 月份的宏观数据多少让我们感到有些意外，房地产和固定资产投资的反弹与实体经济活动的放缓表现并不一致，更为明显的是房地产投资并没有得到商品需求和融资方面证据的支持。以下结合实际经济数据对比，反映国内房地产市场疲软现状，以及两会政策指引，理清未来房地产市场的发展趋势。

房地产投资反弹可能被夸大。

重工业生产不振，房地产开工活动低迷。年初以来，房地产建设和固定资产投资的回升并没有受到实际经济数据的支持，例如重工业生产放缓、钢材和水泥等建材的需求不振。另一方面，因为房地产调控政策的影响，商品房新开工面积同比下滑十分明显。

图表 1.39: 重工业表现疲软

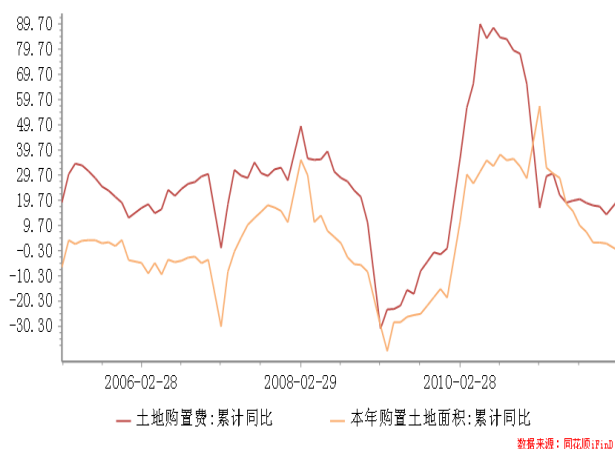
图表 1.40: 商品房新开工面积同比增长持续下滑



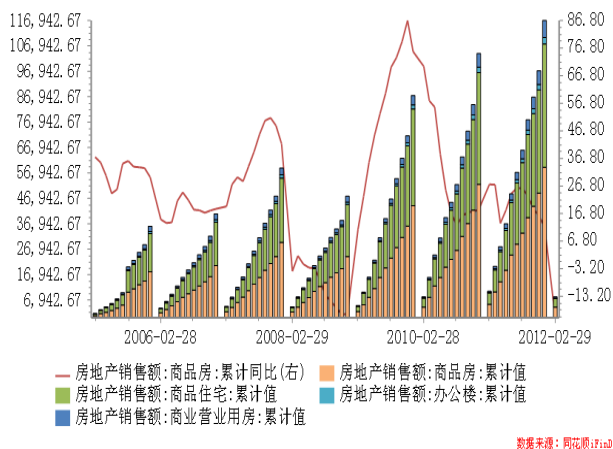
资料来源：同花顺 新湖期货研究所

房地产销售大幅下滑，市场供应迎来高峰。与固定资产投资市场的整体情况相比，国内房地产市场表现要糟糕很多。自年初以来，住宅和办公楼投资双双下滑，土地购置面积转为负增长，而年初以来房地产销售亦是持续下滑，市场困境可与08年相比，并且商品房供大于求的表现更加突出。

图表 1.41: 土地购置面积转为负增长



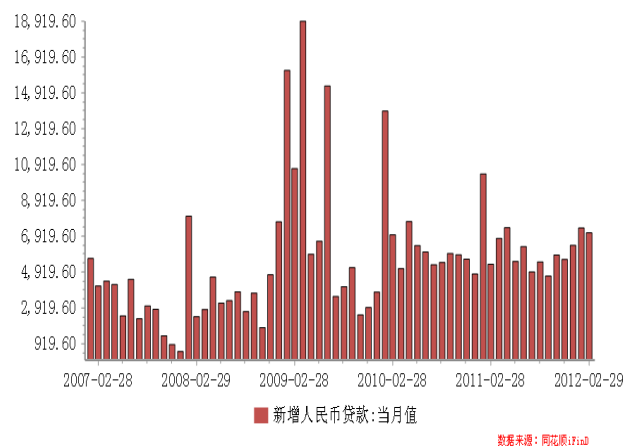
图表 1.42: 商品房销售同比大幅下降



资料来源：同花顺 新湖期货研究所

银行信贷增长缓慢，房地产融资同比增速低位徘徊。固定资产投资的反弹并没有获得融资数据的支持，如图所示，今年银行信贷增长相比疲软，并且1-2月固定资产投资的融资同比仅增长16%。

图表 1.43: 新增贷款低于往年同期



图表 1.44: 房地产投资的融资同比增速较低



资料来源：同花顺 新湖期货研究所

房地产政策有保有压，保障房计划支撑投资建设活动。

政府重申调控基调不变。在刚刚结束的两会上，温总理在回答记者提问时称“调控不能放松”，其中“房价还远远没有回到合理价位”等措施被大多数人解读为楼市调控力度会进一步加码。然而，结合之前住建部的表态“不会推出新的调控措施，但也绝对不可能放

松限购”等观点，笔者认为政府的主要意图是想表明当前的楼市调控政策不会放松，但也不会推出额外的调控措施，温总理的强势回答可视为作为中央对部分企图放松楼市紧缩政策的地方政府发出明确信号。

进一步考虑，政府试图通过坚持房地产紧缩政策和保障房投入在整体建设活动中占比的提高，来实现国内住房结构的调控-即提高保障房和“普通”商品房在整体住房供应中的比例，整体房价调控和高端需求减弱有助于新房平均售价的大幅调低。之前，住建部部长姜伟新称“我们有信心在今年让几个一线城市的房价水平降下去，特别是七、八个大城市的房价”，语句间暗示了政府执行调控政策的决心和信心。

楼市部分微调政策获得政府默许。在坚持楼市调控基调不变的同时，政府也考虑到满足市场刚性需求的必要性，部分微调政策已经开始实施。比如，去年 12 月份首套放贷利率已经开始放松；两会期间，央行重申“银行对个人居民首套自住普通商品房的贷款必须予以保证，鼓励各家金融机构在央行的基准利率和首套商品普通住宅贷款利率的下限之间，根据借款人的财务状况权衡定价”；地方政府（上海）调整普通住房标准的做法被默许；四大行支持资质良好的开发企业进行有市场需求的普通商品房建设，增加普通商品房的有效供给，提高房地产贷款审批效率。

微调的意义何在？政府希望通过区分自住型需求和投机投资型需求来促进房价调整的同时支撑整体住房建设，确保经济增长不会受到楼市调控政策太大的影响。未来，迫于财政收支的压力，地方政府可能继续尝试对限购限贷政策进行微调。

政府加大对保障房建设活动的投入。保障房建设既是政府作为改善“民生”的重要工作，也是减缓房地产建设活动下滑的重要缓冲垫。在资金投入上，年初政府宣布将保障房的预算支出增至 2120 亿元（较去年实际支出增长 23%）；政府还要求地方政府增加预算支出，并将地方政府债券收入用于保障房的投入力度；央行重申银行将为保障房建设提供信贷资金支持，包括对运营保障房的地方政府融资平台的信贷支持（财政部 2 月份允许成立保障房专门融资平台从银行信贷、债券发行和社会投资获得建设资金）。在推进力度上，保障房建设重心由开工量转移至竣工量（政府宣布 2012 年保障房新开工量减少 30%，竣工量增长 16%至 500 万套）。

两会的声音并没有暗示房地产政策存在放松的迹象，而是更为清晰的传达了政府坚持调控的决心和信心。结合市场数据和政策指引，笔者估计今年房地产市场将保持疲弱状态，供大于求的现状可能进一步拖累建设活动和投资增长。不过，在一系列的微调措施作用下，房地产活动倾向于维持在一个较低的水平而非进一步下滑。另一方面，保障房建设活动的强劲增长，将为中国整体房地产市场建设活动和投资带来重要支撑，避免中国经济发生过大幅度的下滑。

II 行业篇

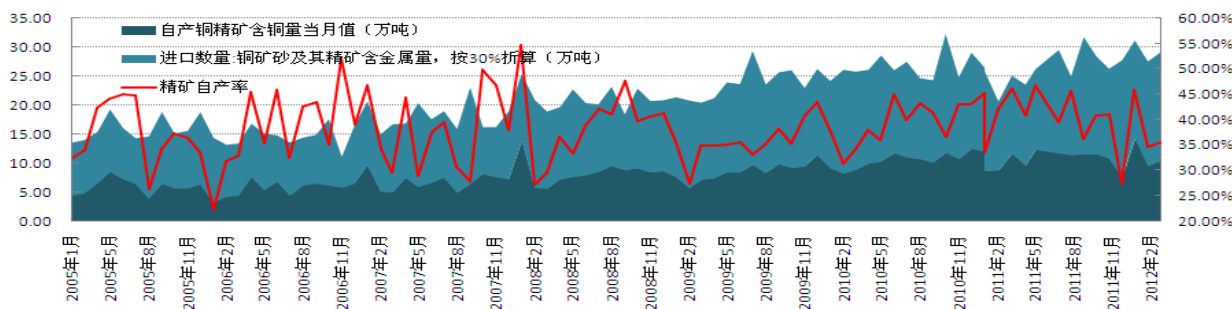
2011年以来，铜价在2月份上冲到本轮上涨周期高位后，一路震荡下行。这主要是由于驱动上涨的动力因素正在消褪——首先，随着通胀的不断走高，全球流动性开始收紧或者宽松政策并未进一步释放出大量流动性，而中国则是进入紧缩周期最早的核心经济体。其次，美、欧、日等发达经济体经济复苏步伐迟缓，特别是欧洲在债务危机的拖累下正向衰退；中国经济在持续的紧缩下稳步回落，但有可能因房地产行业快速下滑而有较明显的走弱。第三，欧债危机虽因希腊债务重组而有所缓和，但其向葡萄牙及西班牙的蔓延也令市场担心其演化为新一轮的金融危机。未来左右铜价走势的核心仍是货币政策（铜抗通胀的能力）及经济走向（铜的供求平衡），后者是铜价的决定性因素，而前者只有在后者稳定或有稳定预期的情况下才会发挥作用。

一、2012年铜精矿供给偏紧将得到改善

1、2011年铜精矿供求状况

尽管国内精炼铜产能不断扩大，但是对精铜矿的需求并没有出现明显增长。2011年，国内进口铜矿砂及其精矿合计639万吨，含铜量为191.72万吨（按30%折算），同比下滑1.37%，而2010年全年进口铜矿砂及其精矿相比2009年的增速为5.36%；国内自产铜精矿含铜量为129.8万吨，同比增长1.64%；总体矿产供给含铜量321.52万吨，同比下将.017%。2010年全年矿产供给含铜量比2009年同比增加11.68%。2012年1-2月份，国内总体矿产供给含铜量为56.79万吨，同比去年增长22.18%，但这些铜精矿大多转化为库存。从全年数据看，国内对铜精矿的需求稳定，增速大为放缓，这主要源于增加了废铜回收利用。

图表 2.1: 国内铜精矿供给情况



资料来源：中国国家统计局 海关总署 新湖期货研究所

2、2012年铜精矿供应展望

2011年下半年罢工、天气等不利因素导致铜精矿供应受到影响，但我们认为2012年

的铜精矿供应相较今年将得到较明显的改善。

这主要受益于以下几个因素：一是受到罢工影响的铜精矿供应在 2012 年将得到恢复。二是部分新项目逐步进入投产。

当然，铜精矿品位的持续下滑一直是影响精矿供应的主要因素。根据中金的研究，未来五年新增产能将能有效弥补铜精矿品位下降的供应缺口。2012 年铜矿供应增速估计在 4%-6% 之间。

图表 2.2：铜精矿供给改善：2012 年铜矿供应增速估计在 4%-6%

项目	公司	类型	国家	2010	2011	2012
2012 主要扩张 (>3万吨)						
Los Bronces	Anglo American	现存矿	智利	175	220	440
Escondida	BHP Billiton	现存矿	智利	787	620	780
Konkola Deep	Vedanta	新增矿	赞比亚		0	100
Salobo	Vale	新增矿	巴西		0	80
Esperanza	Antofagasta	现存矿	智利		90	160
Antamina	BHP Billiton	现存矿	秘鲁	302	355	413
Escondida SxEw	BHP Billiton	现存矿	智利	300	280	330
Morenci SxEw	Freeport	现存矿	美国	199	200	250
Cananea	Grupo Mexico	现存矿	墨西哥		95	140
Mutanda SxEw	Glencore	现存矿	刚果	2	42	85
Antapaccay	Xstrata	新增矿	秘鲁		0	40
Cuajone	SPCC	现存矿	秘鲁	165	153	192
KOV	Gecamines	现存矿	刚果	1	50	89
El Abra SxEw	Freeport	现存矿	智利	145	140	177
DeGrussa	Sandfire	新增矿	澳大利亚		0	35
Chapada	Yamana	现存矿	巴西	68	70	105
Gaby SxEw	Codelco	新增矿	智利	117	132	165
Copper Mountain	Copper Mountain	现存矿	加拿大		15	46
Kinsevere-Nambulwa	Trafigura	新增矿	刚果		25	55
Chino SxEw	Freeport	现存矿	美国	15	40	70
Safford SxEw	Freeport	现存矿	美国	65	70	100
Dexing	Jiangxi Copper	现存矿	中国	136	140	170
以上合计				2476	2737	4022
铜矿总供给(计划)						18279
干扰率						1097
铜矿总供给(预测)				16139	16273	17182
				1.1%	0.8%	5.6%

资料来源：Brook Hunt，中金公司研究部，新湖期货研究所

二、2012 年终端消费进入寒冬

图表 2.3：各终端行业消费占比情况

铜消费行业	工业电力和设备	电力设施	建筑	家电及附件	汽车	交通	电子	电信	其他
消费占比	28%	17%	18%	16%	7%	5%	5%	2%	2%

资料来源：CRU 中金公司研究部 新湖期货研究所

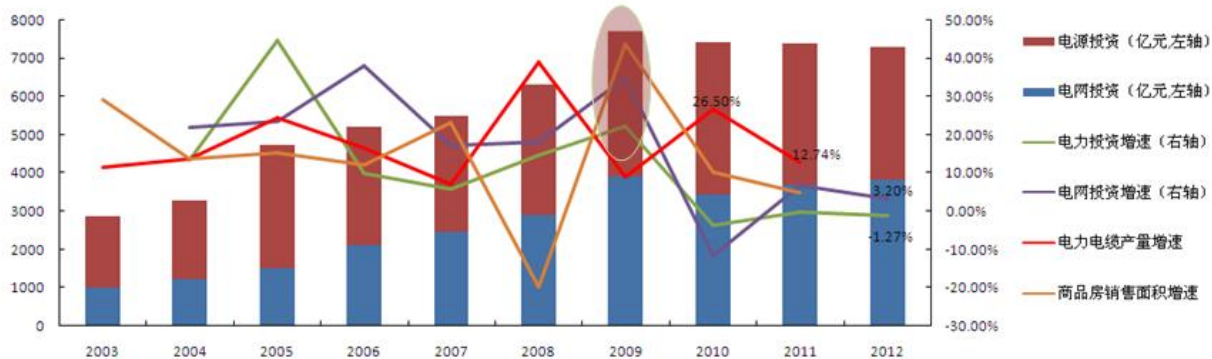
1、电力投资向常态回归，用铜需求稳中趋降

2009 年中国电力投资绝对额、商品房销售面积增速均达到历史顶峰，之后开始回落。我们认为这一趋势将持续数年。一是，中国对农村电网的集中改造已经接近尾声。二是，中国需要大量基础设施投入以刺激经济的阶段难以重现，更不可持续。另外，电力投资对铜需求的拉动效应也将降低。这主要是因为“十二五”时期对电网的投资更多侧重于高压特高压电网及智能电网，其对线缆的需求更多体现在钢芯铝绞线及输变电设备上，而铜主要用于低压线缆及输变电设备上。

基于以上，我们认为如果 2012 年电力投资保持稳定，电力用铜将持稳 (0-3%)，“十二

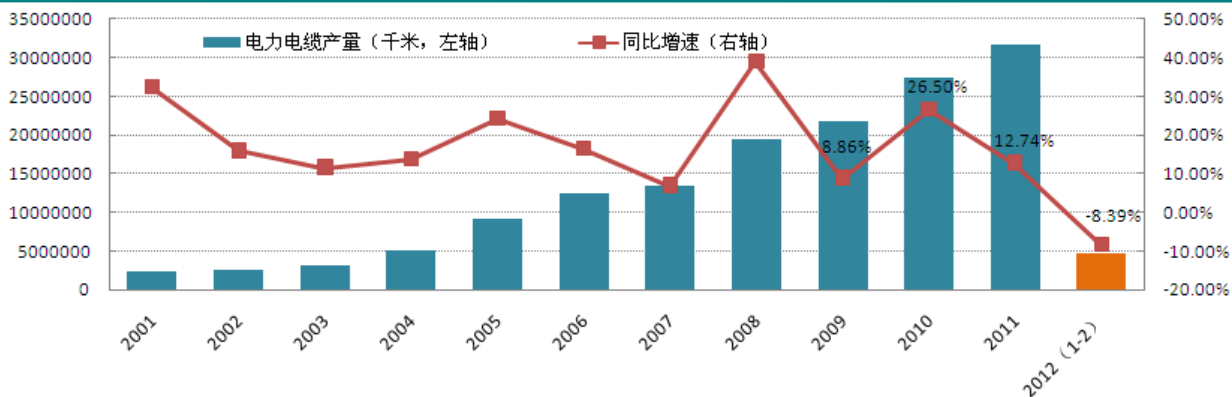
五”期间甚至小幅回落。而今年头两月电力电缆的产量增速出现负增长尽管有一定季节性因素，但一定程度上印证了投资持稳，电力电缆产量难以持续高速增长的事实。

图 2.4: 国家电力投资增速进入低速阶段, 加之房地产走弱, 线缆产量增速将维持低位



资料来源: 中电联 WIND 新湖期货研究所

图 2.5: 1-2 月份, 电力电缆产量累计同比增速为-8.39%, 去年同期累计同比增速为 24.8%

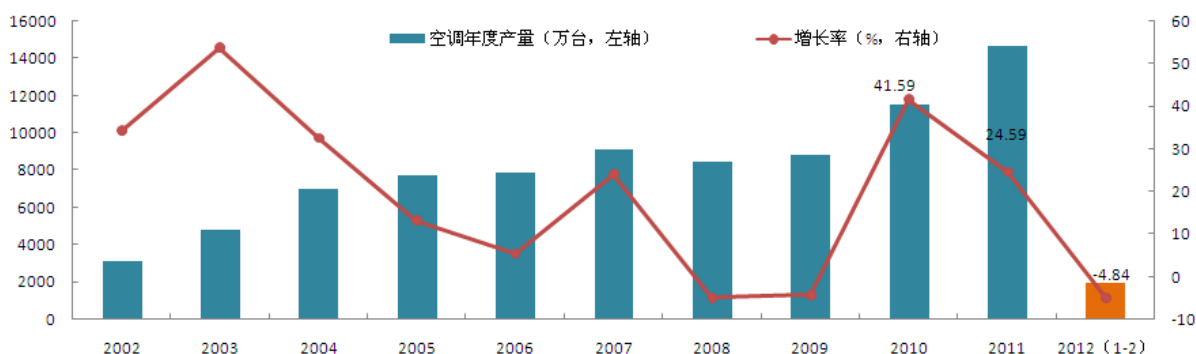


资料来源: WIND 新湖期货研究所

2、家电行业需求增幅因刺激政策效果消褪而大幅放缓

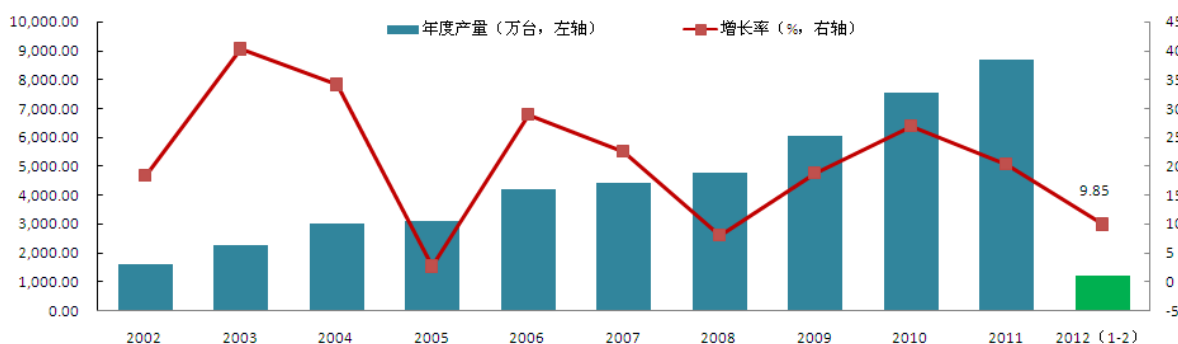
随着家电下乡、以旧换新等政策实施，前期潜在消费已经提前大幅释放；加之，欧美等经济疲弱导致出口受限，笔者认为，2012 年家电行业将进入低增长期（预计不高于 10%，空调行业全年负增长是大概率事件），其对铜的需求增速也将放缓。特别是，在铜包铝管、铝包铜管等铜铝替代技术日益成熟，铜在该领域中的消费也将受到抑制。另一方面，房地产调控政策的实施，也使得因新房销售催生的家电需求降低。2012 年家电用铜增幅在 5% 左右。

图表 2.6: 1-2 月份, 空调产量累计同比增速为-4.8%, 去年同期累计同比增速为 54.9%



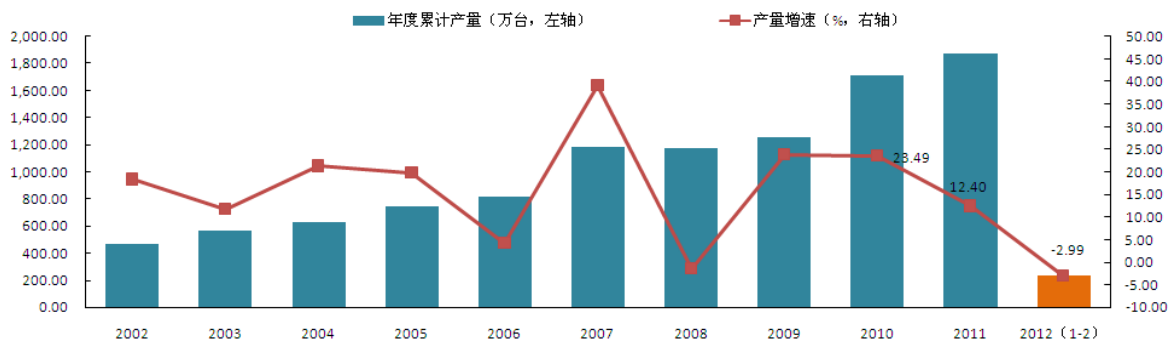
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 2.7: 1-2 月份, 家用电冰箱产量累计同比增速为 9.85%, 去年同期累计同比增速为 15%



资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 2.8: 1-2 月份, 冷柜产量累计同比增速为-2.9%, 去年同期累计同比增速为 32.8%



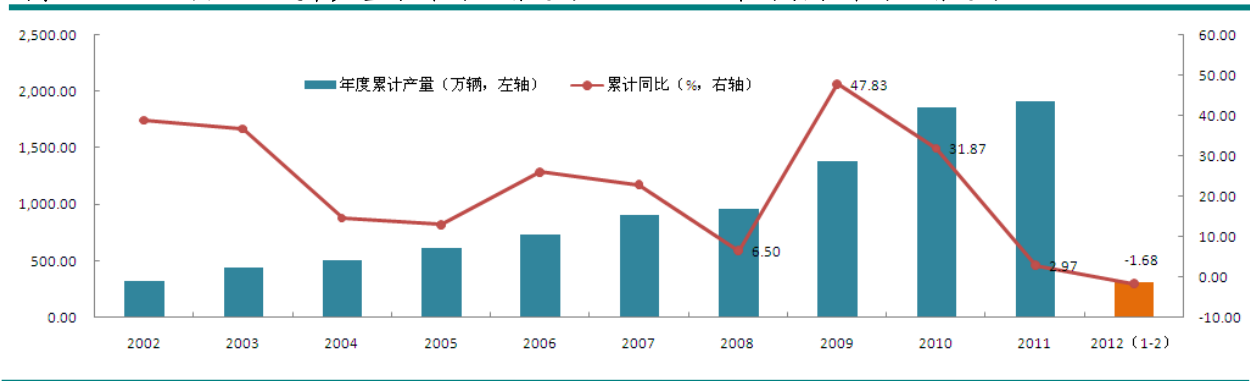
资料来源: WIND 新湖期货研究所

3、汽车行业增长重点看中西部及农村对汽车的需求

为应对金融危机, 拉动消费, 政府相继推出减免购置税、汽车下乡、以旧换新等汽车刺激政策, 在此政策刺激下 2009、2010 两年, 汽车产销出现爆发式增长。然而, 随着刺激政策的相继退出, 以及汽车限购政策的出台, 汽车产销增速在 2011 年大幅下滑至不到 4%, 创十年来最低增速。汽车需求增速回落是潜在需求提前释放的必然结果。但是, 中国中西部及农村对汽车的需求仍是中国汽车行业发展的最大潜力, 但是这取决于这些地区收入水平的不断提高。我们认为未来几年汽车需求增长将呈现先低后高的走势, 2012 年将继续承

受需求提前释放和汽车限购造成的 2-4% 的低增长状态。

图表 2.9: 1-2 月份, 汽车产量累计同比增速为-1.68%, 去年同期累计同比增速为 10.28%



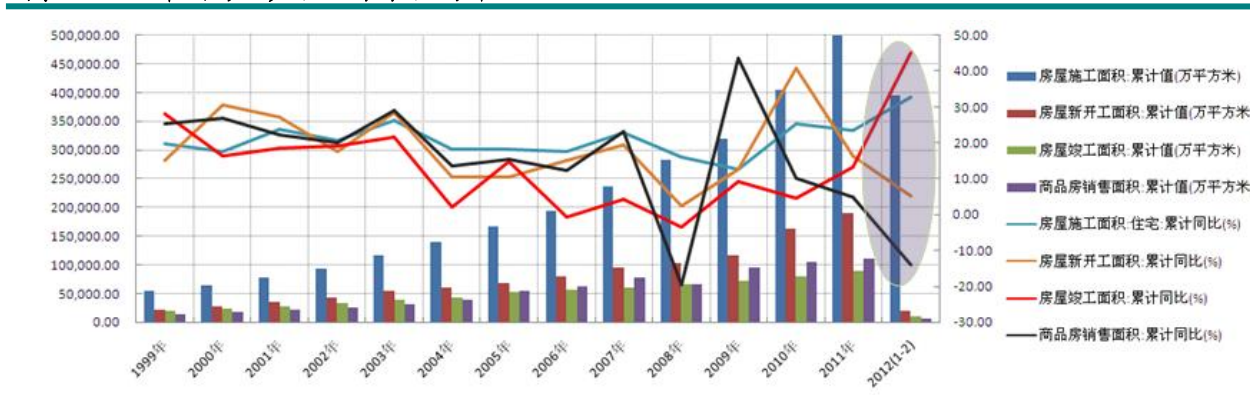
资料来源: WIND 新湖期货研究所

4、房地产及建筑行业是 2012 年最不确定、风险性最大的铜需求行业

房地产行业直接用铜主要是建筑内电力布线及装饰用铜等。但与之相关的间接用铜涉及范围更广, 如新房启用一般会带动冰箱、空调、洗衣机、电视等家电需求, 进而间接促进铜消费。房屋销售情况对铜需求影响较大。

我国房地产市场在金融危机前后经了剧烈变动。从统计数据可以看出近几年房屋销售增速放缓较快, 而新竣工面积则快速增加, 新开工面积及施工面积增速回归常态, 但绝对量仍为历史新高。再从 1999 年至今的长周期来看, 1999 年至 2012 年 2 月份, 全国新开工面积合计为 107.8 亿平方米 (含未来几年潜在供给, 这可视为长期的房屋供给), 全国商品房销售面积合计为 72.37 亿平方米 (因含期房, 可视为长期的房屋需求), 供给与需求之间的差额达 35.46 亿平方米, 占长期需求总量的 49%。从短期数据看, 房屋新开工及商品房销售面积均出现增速快速下滑趋势, 而作为中短期供给表现的房屋施工面积及房屋新开工面积累计同比增速仍保持较快增长势头, 供大于求的矛盾已经凸显。而中国房地产市场又是典型的买涨不买跌, 这就使得无论从长期累积因素, 还是中短期政府施压房地产市场造成需求方观望看, 2012 年的房地产及建筑行业不容乐观, 房屋销售也将持续走弱。

图表 2.10: 中国房地产供大于求格局开始显现



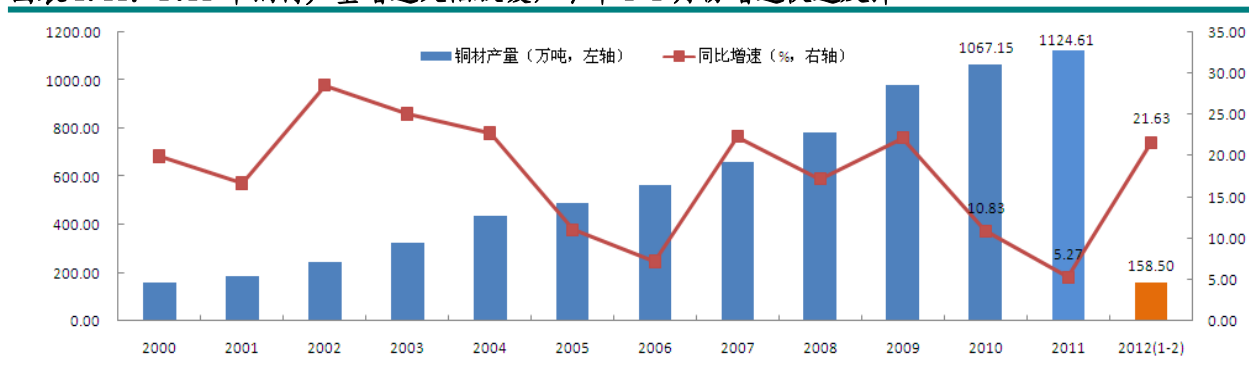
资料来源: 国家统计局 新湖期货研究所

但是，考虑到房地产市场对银行体系以及对整个国民经济的影响力，政府对房地产的全面控制政策难以长期持续，实际上银行已经开始放松首套房的贷款发放。但总体上对房地产的调控政策仍将在年内持续。我们认为 2012 年是中国房地产及建筑行业长期冬天的开始。2012 年房地产及建筑行业将是最不确定、风险性最大的铜需求行业。如果国家调控房地产的政策方向总体不变，而保障房建设也能顺利完成，则该行业用铜需求量难有明显增长，料较去年持平。如果保障房建设资金难以到位，则不排除需求萎缩的可能。另外，如果今年经济超预期下滑，导致政策快速向宽松转向，则房地产及与之相关的家电用铜随后都将可能有明显反弹。但目前看，中国经济硬着陆的概率较小，政策快速转向仍是小概率事件。

三、铜加工行业将步入调整

下游终端用铜行业正经历需求走弱带来的行业不景气，中游加工企业也因此出现开工率低迷的状态，但是从统计局对 1-2 月份的铜材产量统计情况看，铜材产量同比去年明显增长。这进一步凸显出中国铜加工行业产能过剩的弊病。

图表 2.11: 2011 年铜材产量增速大幅放缓，今年 1-2 月份增速快速反弹



资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 2.12: 2 月份铜材企业开工率因下游需求回暖缓慢而普遍偏低

铜材加工企业	洛阳铜材厂	江西铜材有限公司	安徽全威	南京华新
开工率	39%	41.50%	40.80%	44.20%
全年生产能力(万吨)	60	100	40	80

资料来源: Myyouse

图表 2.13: 2 月份铜杆企业开工率明显不及去年

铜杆厂规模 (万吨/年)	企业数量		总产能		原料用量 (万吨/月)		原料库存/月 用铜量 (%)		整体开工率 (%)	
	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2012	2011	
≥10	2	3	28	100	1.82	5.61	14.10	45.20	67.30	
5-10	5	7	35	36	2.13	1.93	13.30	34.00	64.50	
<5	13		21		1.01		15.50			90.20
总计	20	10	84	136	4.96	7.54	14.30	56.50	66.50	

资料来源: Myyouse 新湖期货研究所

我们认为,铜加工行业因产能过剩及终端需求不振将进入调整期。2012年铜材产量增速将维持当前的低增速。铜加工企业必须不断提高技术水平以在不断压低的行业利润水平下获得长期生存能力。

四、2012年精炼铜需求将因经济走弱而增速下滑

1、全球精炼铜平衡及2012年展望

根据我们对宏观形势的研究,2012年中国,特别是一二季度,经济将出现较为明显的下滑,全年GDP增速料在8.3%-8.7%之间,并且9%以下的增速将成为常态。欧洲经济本年度将继续恶化,但在下半年可能触底。美国经济虽然仍在复苏轨道,但因消费支撑不足,增长恐不及市场的乐观预期。宏观经济的走弱将压制全球精炼铜需求增速至较低的水平(增长2%)。2012年全球精炼铜供给偏紧的情况将有所改观。

图表 2.14: 2012 年全球精炼铜需求增速将显著降低 (单位: 千吨)

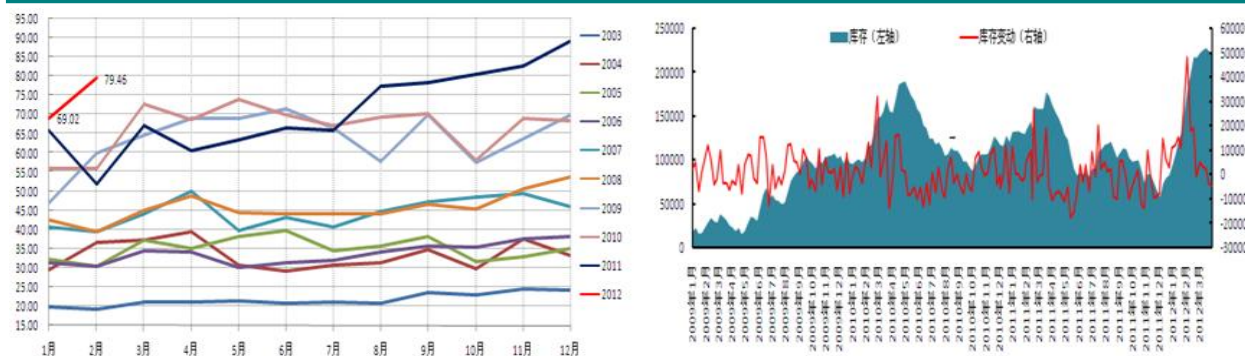
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
世界产量	17215	17866	18111	18220	18818	18907	19484
世界消费量	17367	18054	17795	16922	18544	19176	19560
供求平衡	-152	-188	316	1298	274	-269	-76

资料来源: CRU 新湖期货研究所

2、中国精炼铜平衡及2012年展望

春节以来国内下游消费疲弱,但进口及国内产量均出现较明显的同比增加,导致国内社会库存快速攀升。截至3月30日,上期所报告库存为21.88万吨,仍处十年来的高位。根据渣打银行之前的调研,3月下旬保税区铜库存在55万吨左右,目前料已达60万吨。

图表 2.15: 中国铜表观消费虚高令库存高企 (单位: 万吨, 本统计将净进口铜材按 1:1 折算为精铜)



资料来源: 国家统计局 新湖期货研究所

与社会库存高企、消费增速放缓并存的是国内冶炼产能仍在高速扩张之中,这进一步使得铜产业链的结构性矛盾变得更加尖锐。结合安泰科的统计(笔者将紫金铜业新增20万冶炼产能调整至2012年),2012年国内将新增粗铜冶炼产能85万吨,新增铜精炼产能

150万吨，增量较大。粗炼产能新增22%，精炼产能新增21.6%。由于冶炼厂可以通过变更项目投产日期及改变开动率来应对需求变动，故产能的预期投放只能表示明年潜在的铜精矿和废铜需求大幅增加。考虑到企业可能因下游需求持续低迷而减缓项目进度，2012年新增精炼铜产能可能因此而有明显下调。

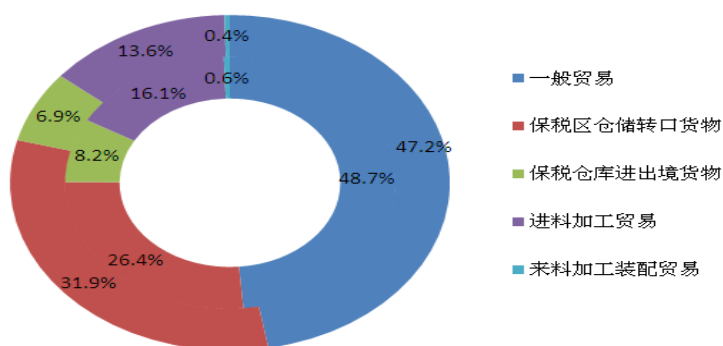
图表 2.16: 国内铜冶炼产能仍在快速增加 (单位: 万吨/年)

	全国粗炼产能	全国精炼产能	粗炼产能/精炼产能	备注
2010	347	598	58.03%	紫金铜业 20 万吨新增产能 2011 年末投产，故将其调整为 2012 年新增产能，如此更能体现 2012 年中国的潜在需求。
2011	387	693	55.84%	
2012E	472	843	55.99%	
新增	85	150		
2013E	557	963	57.84%	

资料来源: 安泰科 新湖期货研究所

由于国内持续稳健的货币政策仍是大概率事件，国内信贷环境仍难有明显改善，这将导致铜融资贸易仍有较大需求。这成为支撑国内铜需求的重要因素之一。

图表 2.17: 保税形式贸易将因融资需求而增加



注: 内圈为 2010 年电解铜进口贸易方式分布, 外圈为 2011 年电解铜进口贸易方式分布

资料来源: 海关 新湖期货研究所

鉴于中国消费行业低迷主要源于实际需求放缓，而非货币政策导致的资金周转问题，我们调低了 2012 年中国精炼铜消费增速至 4%。2012 年国内精炼铜将有 60 万吨的过剩。

图表 2.18: 2012 年国内精炼铜将有 60 万吨的过剩

单位: 千吨

	2009	2010	2011	2012E
产量	4023	4570	5078	——
进口量	3185	2920	2817	——
供给量	7208	7490	7895	8530
消费量	6383	7200	7628	7933
供求平衡	825	290	267	597

资料来源: CRU 新湖期货研究所

III 策略篇

一、策略判断

2012年，中国传统龙年，行情似乎也犹如龙的特征一般让人捉摸不定。春节之后，国内铜价持续维持在60000左右徘徊。但上下两难之际，似乎又让人觉得暗流涌动，随时会有石破天惊的变数。

其实，任何行情的走势都有其内在的逻辑，抓住核心的因素就是把握行情大趋势的关键。那么2012年，影响铜价的核心内在因素有哪些呢？我们可以追根溯源，从铜价自身价格特点来看，铜价相比国内其他有色期货品种而言，更加凸显其金融属性。铝、铅、锌价格更容易受成本因素影响。究其源，理论上来讲主要是供需关系相对宽松，价格上行在一定程度上会受到现货企业获利保值影响，企业间的竞争势必引起价格上的竞争，从而对价格形成一定的压制。而铜供需关系总体维持偏紧状态，铜供应企业产品销售往往比较容易，企业之间的竞争也不会那么大，从而引起价格脱离成本，形成以流动性、宏观、政策等因素为核心的定价方式。如果打个比方，供需偏紧是一个品种更加凸显金融属性的根基，而资金炒作及宏观面、政策面等因素则是催生行情的能量。因此，对铜价未来的判断，我们将围绕根基及其他外生因素作为分析的路线。

从铜的基本面来看，尽管从更长远的周期来看，铜未来供给会受到资源储量、矿品位等因素的影响而紧缺。但从未来一段时间看，由于铜最大消费国中国调降中国经济增速，且在危机过程中为刺激经济而实施的各项措施陆续退出，中国在2012年铜消费增速将出现明显下滑。从全球的视角来看，欧洲经济进入债务危机影响下的衰退阶段，未来大宗商品消费也将受到抑制。欧元区国家内部为应对各国经济发展失衡状态，各国纷纷开始减赤，这势必会影响德、法这些国家出口，德、法将受其累，消费降速。因此，从基本面来看，铜供需偏紧的态势会在一定程度上缓和。

从外生因素来看，中国经济的降速、欧债问题反复以及美国政策对美元的影响仍是影响铜价价格的核心。但各因素并非齐头并进，各占三分的影响。对该三方面因素的分析认为：中国经济降速对大宗商品需求的下降以及中国政策总体并不宽裕的现状将是整个年度内影响铜价走势的大背景，这将成为铜价难以形成牛市的关键；欧债问题还是以间隙性发作的方式对铜价形成影响，与此同时，针对欧债问题所采取的各项救助措施也是影响行情阶段行情的重要因素。美国的经济对铜供需的影响实质不大，但其经济状况对于美国政策的影响会传导至美元和商品泡沫化上。因此，这三方面因素对铜价的影响我们可以做这样一个推测，中国因素成为贯穿全年影响铜价走势的长期因素，欧债问题会成为影响铜价的多个中短期阶段性行情的因素，而美国政策的变化则为涉及泡沫和国际市场流动性的因素。

中国经济增速放缓，不仅仅是 GDP 指标下调这么简单，经济降速还蕴含着结构调整。随着中国经济 30 年的快速发展，政府也越来越意识到发展的质量，而不能盲目追求数字上的膨胀。最近两年，随着劳动力成本大幅上升，中国在外需方面的优势逐渐丧失，传统行业利润在惨烈的竞争逐渐被压缩。加之国内流动性总体偏紧，可以说此时此刻所谓的产业升级将会难上加难，这也注定了 2012 年中国经济将会度过一个不平凡的一年。中国在度过 30 年快速增长期之后，将逐步转向中速增长的模式，而 2012 年可能就是这种改变的起点阶段。中国货币政策无疑是商品价格走势的一个重要因素，然而在物价和房价大幅上扬，而居民收入难以跟上的背景之下，社会矛盾也开始凸显，平衡这种矛盾的方式包含两方面，一是减缓物价上涨，二是增加居民收入。实际上，今年两会上的内容已经包含了这两方面，控制物价和控制楼市泡沫的关键就在于政策面不会大幅放宽。但急刹车似的紧缩也会令中小企业在资金问题上措手不及，甚至会产生恶性效果，导致整个经济环境发生动荡。所以在政策上，我们认为政策面偏紧的背景之下，也会有不断的修正，年内仍将有数次下调存款率的机会。这可能会对商品价格走势产生阶段性的影响。

欧债问题仍是绕不去的坎，近一年内欧洲各国政府开始意识到欧债问题一旦恶化所产生的恶果可能是各国都难以承受的。所以，各国政府将从之前各自打小算盘的态度转变为齐心协力，共同应对欧债的立场。但各政府、国民内部间的矛盾仍将延续，以希腊、西班牙为例，在政府承诺紧缩之后，国内游行事件不断，而救助国同样如此，德国总理默克尔在应对欧债风险和国内反对声两者之间左右为难。从更长远角度来看，希腊、葡萄牙等国在财政紧缩和经济衰退并行之中前行，但沉重的债务压力仍难以为继，对于债务国的救助更多体现为以资金换时间，以博得更多喘息机会。总而言之，欧洲问题未来发展方向将呈现为部分国家或将退出欧元区，同时欧元区国家将从债务风险转向实体经济衰退。

美国经济在危机后经历了去泡沫化，之后经济稳定复苏，成为发达经济体中少有的亮点。其中，美联储两次量化政策起到了不可估量的作用。但美国经济复苏的持续性仍是美联储及美国政府所顾忌的，特别是欧洲实体经济的衰退有可能会蔓延至美国。从而令美国政府对于再次量化仍保留可能性。这就涉及到美元走势将何去何从？从量化本身来说，或将引起美元受压，但我们需要在量化对于美元的影响以及量化对实体经济刺激作用后传导致至美元两者之间寻找平衡点。特别是欧债阴影未除，避险资金仍将寻找安全港口，美元或仍受亲睐。我们认为美元未来仍将表现为强势。

还有一个需要关注的点就是资金流向问题。自 05 年实施汇率改革以来，人民币整体呈现了单边上扬的态势。人民币汇率升值，一方面是中国快速经济增长的体现，另一方面也反映了中国宽泛而有利的投资渠道吸引了大量外部资金的流入，从而推升人民币汇率走高。但 2012 年，中国经济增速目标下调，中国楼市受政策压制，使得人民币升值预期大幅下降。部分外部资金在投资渠道被压缩后开始撤离中国市场，实际上 2011 年四季度，外汇占款上的变化已经在一定程度上体现了这点。但目前外汇资金撤离后可以寻求的投资方

向并不多，欧洲依然不稳定，其他新兴体也同样存在各种问题。美元资产倒是成了市场追逐的对象，一方面美元自身是较好的避险品种，另一方面美国经济也是近期发达经济体中少有的亮点，投资美元资产或已成为较为理想的投资方向。从近一段时间美国道指的表现来看，也说明了这点。我们认为，在欧债问题没有找到很好解决途径之前，资金避险需求仍较大。而美元资产需求的增加也会推升美元汇率的走高。从美元和铜价长期走势对比来看，美元的走强将成为抑制铜价的一个重要因素。

综上所述，中国需求削弱，铜供需关系有所宽松，从而弱化了铜价金融属性的根基。中国政策偏紧、欧债问题的延续以及美元未来走强的预期将大幅削弱铜价上行的动力。我们认为铜价未来将面临大幅调整的风险。

二、操作建议

从操作上来看，伦铜价格在中国清明假日期间波动明显，但仍维系在春节长假以来的区间内波动。不过，随着传统 3、4 月份消费旺季逐渐淡去，支持铜价维持强势的动因也开始弱化，我们认为 4 月份将成为铜价变盘的重要时间窗口。由于国内铜价在 59000-62000 元/吨之间已经震荡了超过了两个月，从技术上看，铜价在打破箱体后，或将出现一波较大幅度的行情。结合目前的基本面来看，国内现货企业在 60000 元/吨高价位上接货的意愿并不强烈，特别是铜价接近 61000 元/吨时候，铜下游企业交易相当清淡。因此，我们认为铜价在 60000 元/吨上方，特别是逼近 61000 元/吨的时候，是比较安全的建空单时机。由于铜价在 61000 元/吨上方的时候，上行压力重重。因此，在时间点的选择上可以适当放宽，只要是主力合约铜价进入 60000-61000 元/吨这一区间，均可以作为建空单的机会。对于铜目标价位，从沪铜周线来看，目前铜价已经处于下行压力位，而下方支撑位或将在历史上出现多个底部的 50000 元/吨左右。因此，一旦行情形成如预期中的破位，大方向目标价或将至 50000 元/吨附近。

图表 3.1: 沪铜连三周线走势图



资料来源：博弈大师

不过在建仓之后，我们亦需要注意行情变动中的细节。目前支撑铜价维持高位的主要

因素在于伦铜仍表现为抗跌状态，而沪铜处于跟涨状态。因此，我们需时刻关注外盘价格的异动。如果伦铜处于升水状态，一旦价格开始下行，我们即认为内盘将失去外盘的带动，沪铜将大幅走弱。在此状态下，我们可以适当地在沪铜上增加空头仓位。

风险控制方面，由于目前伦铜库存持续降低为外盘提供了一定的炒作理由。且中国存款准备金率还有下调空间，市场对于美国 QE3 仍保持着憧憬。因此，适时进行风险控制也是有必要的。对于以上的操作方式，我们认为将止损点放开 3000 个点比较合适，即将止损点设置在 63000 元/左右。主要是因为，一方面 63000 元/吨作为第一个整数突破价对市场心理影响较大；其次，目前来看主力合约 63000 元/吨所对应的现货价是目前现货企业所能接受的极限，一旦该价位被突破，市场对价格的预期将完全改变。止损离场或是明智选择。

最后，我们仍需要对行情的研判以及操作做一些警示。在整个行情演变过程中，我们需要认真思考和关注以下几个在上述内容中未提及的问题，以帮助我们更深入地掌控影响行情核心因素的变化：

1，中、美以及部分欧洲国家进行换届或者大选所可能带来的不确定。实际上最不确定的点仍在于美国。四年前奥巴马上台之时正是次贷危机爆发之际，如今的大选也意味着是对奥巴马政府进行的一次考核。尽管目前美国失业率已经有了一定程度的下降，但奥巴马要想连任仍需要将这一成绩进一步改善。而美联储主席伯南克又似乎总能和白宫的想法合拍，这也是我们认为 QE3 的可能性一直存在的重要理由。尽管近期经济数据的走好使得 QE3 概率下降，但我们认为一旦某些敏感的经济数据持续数月下滑，QE3 推出的几率也将随之上升；

2，中东局势不确定性较大。实际上中东局势是影响当前市场的一个非常关键因素，奈何政治领域的问题变数较大，所以这里只能简单地做一下分析。美国目前经济总体趋稳，但依然有很多不安因素。如若中东局势动荡，国际油价飞涨，美国将面临通胀数据大幅攀高的压力，经济复苏势头也会大大减缓，且量化政策也会在通胀压力之下难以推出。从历史上来看，美国大选前夕开战是大忌，一旦进入战争状态奥巴马想要连任就很难了。所以，我们认为大选之前，美国不会轻易在中东地区开战。但以美国以往行事风格来看，奥巴马政府一旦连任成功，而中东问题没有有效改善的话，开战的概率将变得极高；

3，美债问题有可能被市场聚焦。实际上，美国政府债务占 GDP 的比重并不比欧洲一些债务国轻。但相比而言，美国各地方政府在一定程度上具有相同货币政策，相似财政政策的优势。最重要的是联邦政府具有整体协调能力，而并不像欧元区国家各国各自为政。但债务问题在一定程度上也会受到媒体聚焦的影响，一旦市场聚焦点落在美债上，也会让美债问题被放大。如若美国一直以提高债务上限作为解决方式，一旦市场对美债信用产生疑虑，此类问题也会阶段性地对市场产生影响。

报告统编:

李强，新湖期货研究所副所长，安徽财经大学经济学硕士

研究团队:

李强，新湖期货研究所副所长，安徽财经大学经济学硕士

黄澍，新湖期货研究所首席宏观分析师，美国加州大学洛杉矶分校金融工程硕士，佐治亚理工学院物理学博士

蒋林，新湖期货研究所金融衍生品高级分析师，毕业于英国赫瑞瓦特大学

耿嘉磊，新湖期货研究所金融衍生品研究员，英国布拉德福特大学金融学硕士

廉正，新湖期货研究所有色金属高级分析师，上海理工大学产业经济学硕士

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。

新湖期货各营业部地址

联系我们

公司总部

地址：上海市闸北区裕通路100号上海浦西洲际商务中心36层

邮编：200070

电话：400-8888-398

传真：021-22155575

E-mail: kf@xhqh.net.cn

新湖期货研究所

上海总部：上海市闸北区裕通路100号上海浦西洲际商务中心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

嘉兴营业部

地址：嘉兴市中环广场东区A座1203室

邮编：314000

传真：0573-82052419

电话：0573-82090662

温州营业部

地址：温州市市府路48号新益大厦1102室

邮编：325000

传真：0577-88988026

电话：0577-88988020

临海营业部

地址：临海市东方大道8号建设大楼4层

邮编：317000

电话：0576-85485566

传真：0576-85470860

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

传真：0532-85790098

电话：0532-85796000

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

传真：021-61657211

电话：021-61657295

郑州营业部

地址：郑州未来大道69号未来大厦1410室

邮编：450008

传真：0371-65612810

电话：0371-65617198

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

传真：0591-83337962

电话：0591-87878217

大连营业部

地址：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

邮编：160023

传真：0411-84807519

电话：0411-84807691

深圳营业部

地址：深圳福田区金田路4028号荣超经贸中心2405

邮编：518035

传真：0755-23811800

电话：0755-23811813

海口营业部

地址：海南海口市国贸大道2号海南时代广场15层

邮编：570125

传真：0898-36627135

电话：0898-36627000

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

北京营业部

地址：北京东城区东直门南大街甲3号居然大厦501

邮编：100007

传真：010-64006010

电话：010-64006876

济南营业部

地址：山东省济南市历山路157号天鹅大厦601

邮编：250013

传真：0531-80969454

电话：0531-80969456

杭州营业部

地址：杭州市江干区剧院路358号宏程国际25楼2502

邮编：310020

传真：0571-87782193

电话：0571-87782180