

# 行至水穷处，坐看云起时

## ——供给改善、政经共舞下的铜价走势

分析师:

廉正(铜)

职业资格号: F0270495

电话: 021-22155607

E-mail: lianzheng@xhqh.net.cn

2012年，欧债祸水或致穷途困境。穷则变，变则通！铜价能否乘变而起，仍须看政、经共舞，供给改善大环境下的产业链各环节的变动。尤其是要看市场普遍关注的补库行情会否如期而至。

铜精矿供给偏紧会否改善？中游惜售与加工商低库存能否持续？终端消费高速增长能否持续？宏观面又会走向何方？笔者通过以下各节一一呈现。

### 要点目录:

- 一、行情回顾
  - 潮水的退去
- 二、铜精矿供求现状及2012年展望
  - 铜精矿供给偏紧会否改善？
- 三、精炼铜供求现状及2012年展望
  - 中游惜售与加工商低库存能否持续？
- 四、终端消费供求现状及2012年展望
  - 消费高速增长能否持续？
- 五、2012年全球经济、政治走势仍将是引导铜价的重要因素
- 六、2012年铜价走势判断及操作策略
- 七、2012年影响铜价的超预期因素提示

完成日期: 2011年12月21日

## 一、行情回顾——潮水的退去

2009年初至2011年2月份铜价从金融海啸的低谷重回危机前的高点，部分大宗商品甚至超过危机前高点。笔者认为，驱动危机后大宗商品大幅攀升的主要因素为以下两个方面：一是为了应对金融海啸给经济带来的冲击，全球各国均大幅释放流动性，导致通胀预期大涨，而实际上通胀也在不断走高，大宗商品作为重要的抗通胀保值工具被过度使用。铜由于其供应偏紧、应用广泛、易保存、单价高，更被市场追捧。二是随着全球经济复苏，市场对大宗商品的需求看好。

图表 1：文华财经沪铜指数



资料来源：文华财经行情软件

图表 2：文华财经伦铜指数



资料来源：文华财经行情软件

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退——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停滞，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大有重回衰退之势；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，欧债危机的蔓延也令市场担心其演化为新一轮的金融危机。

经过一轮价格的暴涨暴跌，铜产业链境况如何？未来全球经济走向何方？欧债问题又

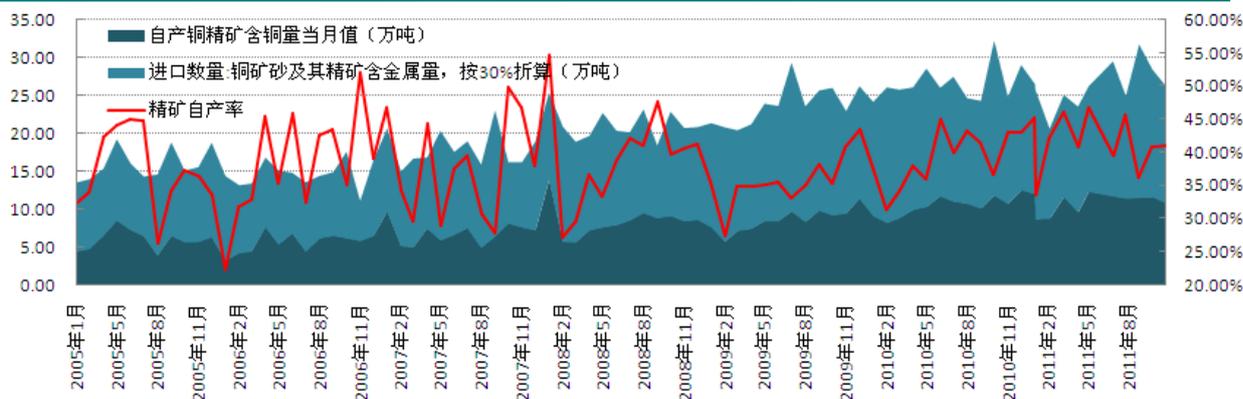
将如何收场？在这一系列问题影响下，铜价走势又将受到如何影响？

## 二、铜精矿供求现状及 2012 年展望——铜精矿供给偏紧会否改善？

### 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 1-10 月份，国内进口铜矿砂及其精矿合计 515.48 万吨，含铜量为 154.64 万吨（按 30%折算），同比下滑 5.27%，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 107.9 万吨，同比增长 4.55%；总体矿产供给含铜量 262.55 万吨，同比下滑 1.46%。2010 年全年矿产供给含铜量比 2009 年同比增加 11.68%。从数据看，国内对铜精矿的需求稳定，但增速大为放缓。

图表 3: 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

虽然国内进口铜精矿增速相对去年大为降低，但是由于罢工、天气因素等，国际主要矿商供给问题不断，导致下半年现货供应相对紧张，加工费持续下滑。

图表 4: 远东市场现货铜精矿加工费及国内精铜月度产量增长情况



资料来源：中国国家统计局 BLOOMBERG 新湖期货研究所

### 2、2012 年铜精矿供应展望

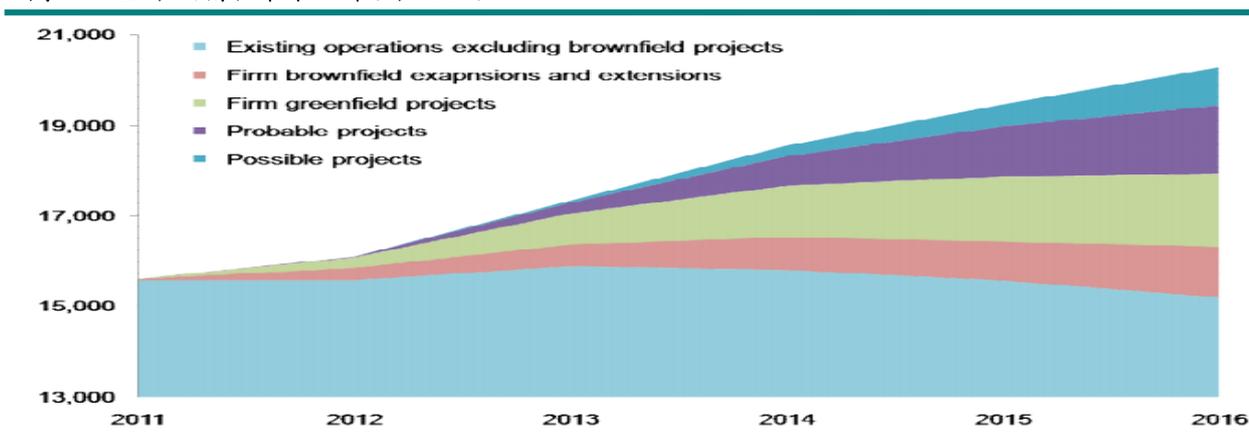
今年下半年罢工、天气等不利因素导致铜精矿供应受到影响，但我们认为 2012 年的铜精矿供应相较于今年将得到较明显的改观。

一方面,受到罢工影响的铜精矿供应在2012年将得到恢复。全球第一大铜矿 Escondida 及第三大铜矿 Collahuasi 劳资纠纷已经结束。自由港旗下 Cerro Verde 矿山罢工工人已经返回工作岗位。由于矿山一直维持 70%左右的开工率,这次罢工对供应产生的影响较小。自由港已与旗下印尼 Grasberg 铜矿罢工工会达成薪资共识。但是由于长达上百公里铜精矿管道遭到破坏,故其恢复产量将需要一定时间。

另外,由于今年全球经济增速低于预期,欧洲则有恶化趋势,铜价也持续走低,这也使得矿工罢工的动力降低。

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 CRU 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。未来五年,随着新项目的集中投产,铜精矿总体供应偏紧的状态将得到改观。但是能否满足冶炼需求仍将视全球精铜需求而定。

图表 5: 全球铜精矿未来五年供应预测



资料来源: CRU 新湖期货研究所

### 三、精炼铜供求现状及 2012 年展望——中游惜售与加工商低库存能否持续?

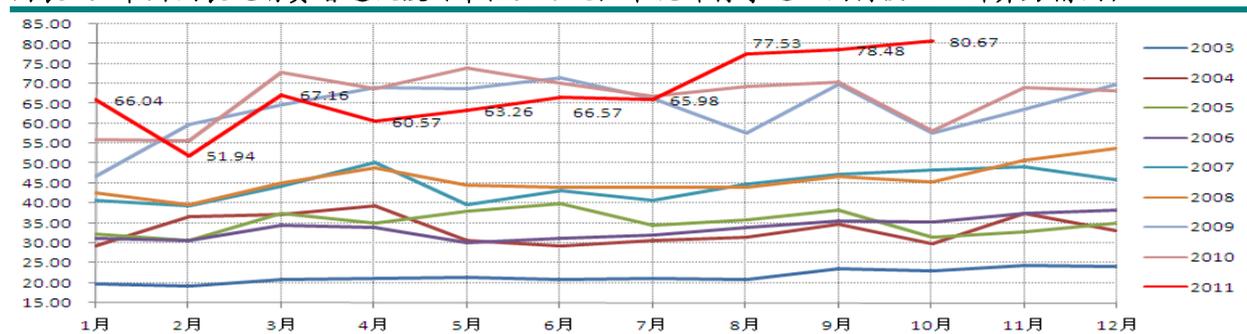
#### 1、2011 年精炼铜供求状况

根据世界金属统计局(WBMS)的研究,2011年前10个月,全球铜市供应过剩34.34万吨,2010年过剩1.82万吨;2011年前10个月,全球铜消费量为1594.3万吨,2010年全年消费量为1920万吨。从全球范围看,铜供应过剩较为明显(不同机构供求平衡表有所不同,但今年供应缺口减少是共识)。欧、美、日等经济体由于经济复苏疲弱,消费增速明显弱于去年,特别是日本、韩国消费出现负增长。而作为最大铜消费国的中国,在持续紧缩的货币政策下,加工企业为降低资金成本,不断降低库存;加之中国经济也持续走弱,导致中国2011年的消费增速也出现明显放缓。国内冶炼商的开工率今年特别是下半年也持续低迷。

根据我们的统计口径,1-10月份,中国铜表观消费量为678.2万吨,比去年同期增长仅为2.39%。国家统计局公布,2010年1-10月中国累计生产精炼铜458.1万吨,同比增长

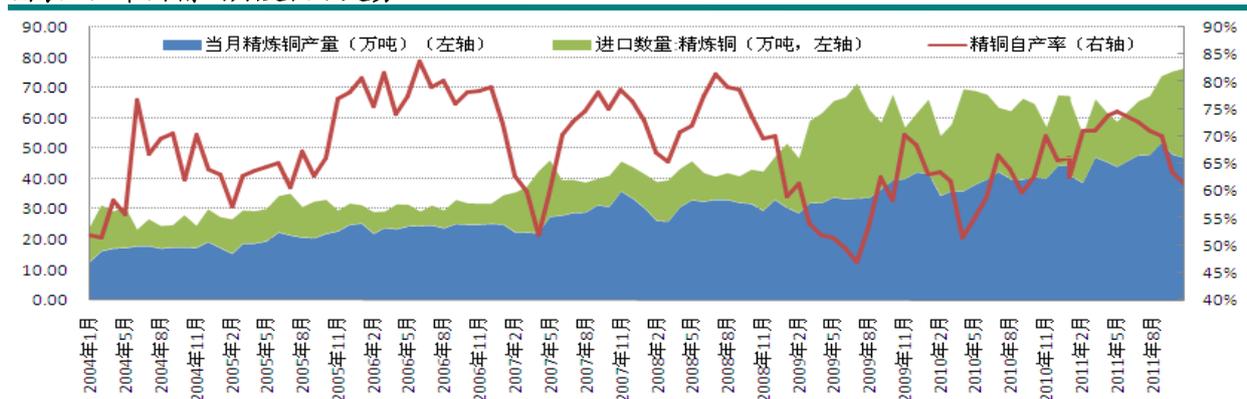
16.2%；1-10月份期间，进口精炼铜合计210万吨，较去年同期下滑15%。国内精铜供应（进口加自产精铜）同比去年增长5.22%。从近几年的表观消费数据可以看出，中国铜表观消费明显有四个阶段：2003年及之前，表观消费不足300万吨；2004年-2006年，表观消费达到400万吨左右；2007-2008年，表观消费增至500-600万吨区间；而2009年至今，年表观消费则猛增至750万吨以上。随着我国城市化、工业化的推进，对铜的需求持续增加本是正常现象。但是2009年表观消费的剧增则更多是政府为摆脱危机的经济刺激政策所致。我们认为中国未来将更侧重经济发展的质量，从而在经济结构和产业结构调整上下更多功夫，金融危机期间的大规模政府投资、天量释放流动性的做法在未来五年难以再现，这也就决定了，中国表观消费的增长将重新回归常态，甚至消费量仅是趋于稳定。

图表6：中国铜表观消费增速放缓（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

图表7：中国精铜月度供给走势

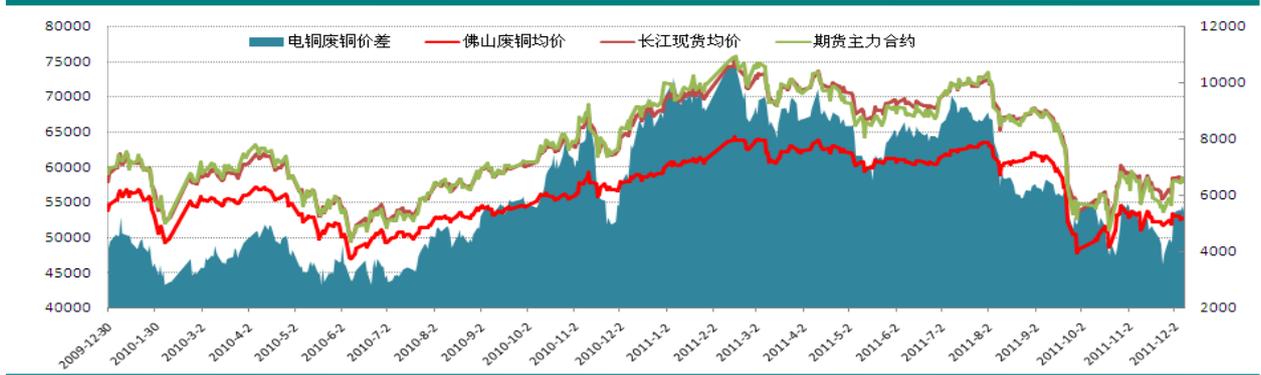


资料来源：WIND 新湖期货研究所

今年下半年进口精炼铜持续走高，而国内精炼铜产量则先扬后抑。这主要源于以下几点：一是随着欧债危机的恶化，以及全球经济的走弱，铜价大幅下挫，并导致市场对未来需求看淡，冶炼厂在下半年开始降低开工率并出现惜售，部分贸易商也存在惜售现象。二是随着铜价的下行，废铜与电铜的价差逐步缩窄，导致部分废铜贸易商惜售，废铜需求被进口精铜替代。这一点也可以从交易所库存的变化中得到印证。三是资金紧张导致融资铜被锁住。由于今年持续的资金紧张状况，虽然外管局加强了对铜融资的监管，但是铜融资仍是很多企业获取现金流的首选。这部分融资铜由于处于冻结状态而无法流入市场。以上

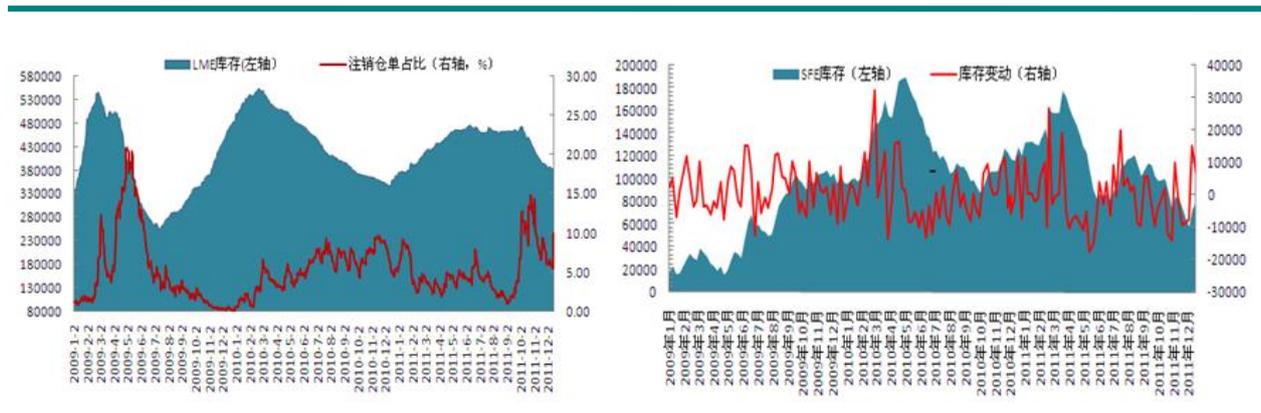
三点都导致了国内现货“缺铜”紧张状态，并导致了短时间内较高的现货升水。随着进口铜的不断到港，以及保税区铜清关入境，短期现货高升水的状态得到缓解，上期所库存也从低位反弹。据估计，目前保税区铜库存仅有10万吨左右。截至到12月16日，上期所交割库存为79570吨，较年初的132166吨大幅下降；LME铜库存381250吨，较年初的377675吨，仅增加了3775吨；尽管LME库存总量变化不大，但是从地区库存看，亚洲库存明显降低，显示全球铜需求仍主要由中国拉动。

图表 8：废铜及价差走势



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 9：交易所铜库存变动情况



资料来源：WIND 新湖期货研究所

## 2、国内精炼铜产能变动情况

图表 10：国内铜冶炼产能变化及预测（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

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改变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。产能集中投放在需求不支撑的情况下，首先被压缩的是加工费。故铜价变动则仍需看中下游对精炼铜的需求而定。

### 3、铜加工行业现状

笔者上文中也提到国内近几月的现货缺铜并非实际需求大幅转强所致，而实际表观消费数据也表明本年表观消费增长趋缓。作为铜需求中间环节的铜加工行业需求到底如何？我们通过调研发现如下特点：

一是铜加工企业当前库存水平很低，且随用随买，正犹豫中寻找时机为春节备库。这一方面是由于铜价的波动方向不明，一方面是由于资金成本较高。

二是线缆行业需求在国家基础设施投资及城市化进程的带动下保持旺盛。大部分线缆企业全年订单相对平稳，但下半年订单相较于去年有所下滑。越是高端线缆企业其订单越稳定，附加值越高。（过去几年，线缆行业对铜的消费占国内总消费的比重超过 60%）

三是铜加工行业因品种而异，出现分化。与电网投资相关的电线电缆行业、铜杆行业订单相对稳定；与出口有关铜管、铜棒等企业在下半年订单明显减少。

四是铜加工行业产能扩张仍在持续。我们调研中发现，尽管今年铜价大幅波动导致企业面临诸多经营风险；同时资金紧张、订单走弱也影响了企业的盈利水平，但是仍有很多经营稳健的企业计划来年增加产能。

图表 11：国内铜材产量变动情况



资料来源：WIND 新湖期货研究所

国家统计局的铜材统计数据基本上也印证了今年国内铜加工行业对精铜需求的稳定增长。1-11 月份，国内铜材产量为 1008.74 万吨，2010 年统计数为 1067.15 万吨。需要说明的是，我们认为今年将规模以上工业企业统计口径由原来的 500 万元提高到年收入为 2000 万元，对铜材产量统计影响不大。铜本身单价较高决定了铜材企业年收入难以低于 2000 万元（以铜价 55000 元/吨计算，年收入 2000 万元的铜材企业年消耗铜也不过 364 吨，每

月用铜仅为 30 吨。但是，我们质疑统计局同比数据，不仅是本年，其他年度同比数据往往与其公布数据不符，个别年份差别较大)。从这一点看，铜材今年产量同比去年小幅增长，或持稳更接近于市场实际情况。这也与国内精铜供应（5.22%）及表观消费（2.39%）的低速增长相匹配。

#### 4、中游惜售与加工商低库存能否持续？

上文我们提到现货市场曾经有“缺铜”现象，很大一部分原因是部分高成本冶炼商、贸易商惜售以及贸易融资锁定精铜所致，虽然进口铜化解了这一短缺。但这部分隐性库存仍然存在。它们要么在资金周转压力下被迫重新流入市场；要么在铜价再次大幅反弹，使其损失减少甚至赢利时重回市场。但是，无论何时流入市场其对市场都会产生供给压力，但不同的宏观环境下其对市场的影响完全不同。与冶炼及贸易环节的惜售相对的是下游加工环节的谨慎采购和低库存战略。如果后市需求向好，再库存化或导致铜价走高而将隐性库存顺利带出；如果持续现在的资金紧张，需求趋弱的态势，再考虑到 2012 年持续快速扩张的冶炼及加工产能，铜产业链总体或将受到损害。这一方面会导致铜产业链，特别是加工环节出现产业整合；另一方面，因产业链结构性转变或导致铜价酝酿出相应的结构性行情。

以上哪种情形将会发生，最终仍将取决于未来终端消费环节的需求变动情况。

### 四、终端消费供求现状及 2012 年展望——消费高速增长能否持续？

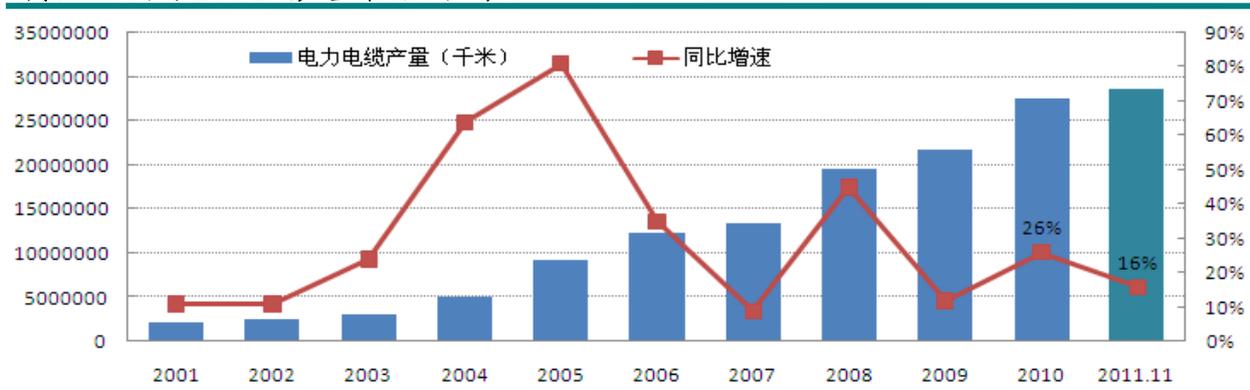
图表 12：各终端行业消费占比情况

| 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、电力行业仍是拉动铜需求的主动力量

图表 13：国内电力电缆产量年度变动情况



资料来源：国家统计局 新湖期货研究所

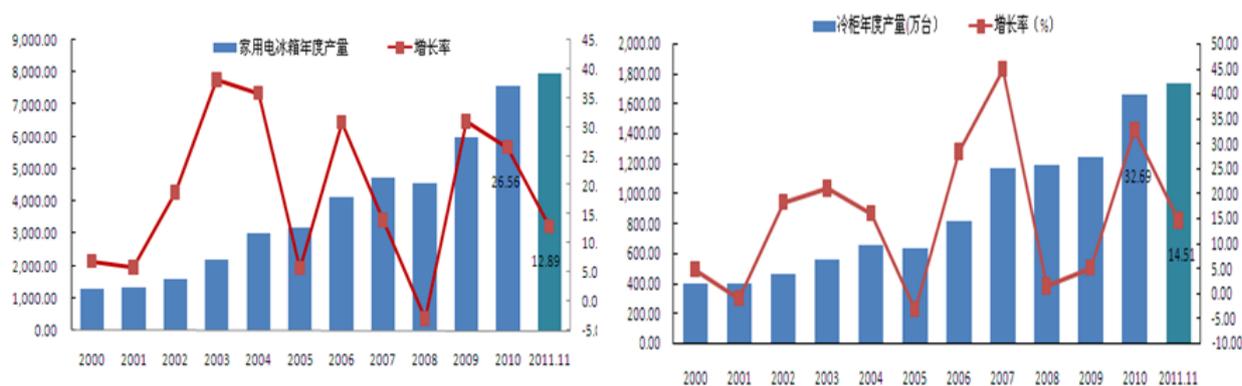
说明：同比增速为单月合计为年度总量后，由笔者算得，非官方公布增速，下同

根据中电联统计，2011年1-10月完成电网投资2574亿，同比增长14.45%，电网建设新增220千伏及以上变电容量14504万千伏安、线路长度25187千米；1-10月累计完成电源投资2760亿，同比增长2.64%，水电、核电投资保持在25-30%较快增速。电力电缆1-11月份产量同比增长16%，仍维持较快速度，但增速放缓。未来支撑电力行业发展的主动因素来源于国家智能电网及新一轮农网改造项目。我们认为，2012年国家电力投资仍能支撑电力行业用铜需求以当前增速增长。

## 2、家电行业需求增幅将因刺激政策效果消退而放缓

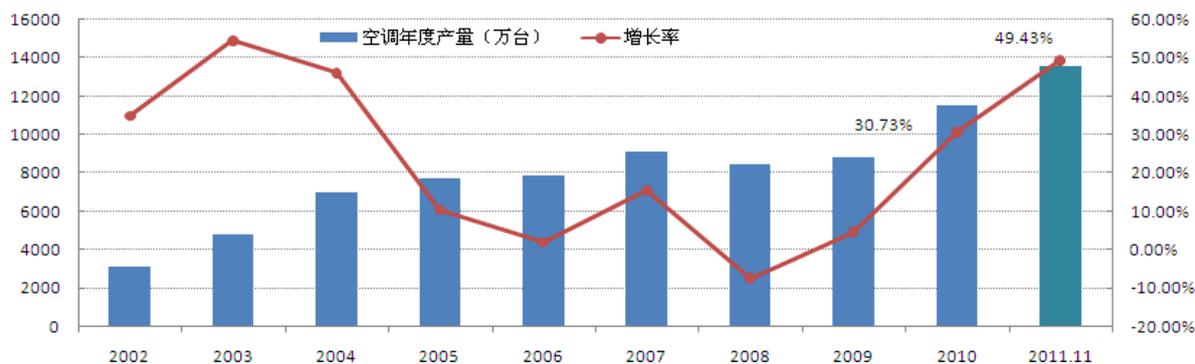
2011年1-11月份，主要用铜家电产品产量增速较2010年同期增速放缓明显。随着家电下乡、以旧换新等政策实施，前期潜在消费已经提前大幅释放；加之，欧美等经济疲弱导致出口受限，笔者认为，家电行业将进入低增长期（预计不高于10%，空调行业甚至可能负增长），其对铜的需求增速也将放缓。特别是，在铜包铝管、铝包铜管等铜铝替代技术日益成熟，铜在该领域中的消费也将受到抑制。

图表 14：电冰箱、冷柜产量增速大为放缓



资料来源：国家统计局 新湖期货研究所

图表 15：2011年空调产量过大，导致企业库存高企，使2012年产量承压



资料来源：国家统计局 新湖期货研究所

在家电行业中，尤以空调行业问题最大。中国家电网报道，目前，工厂和商业渠道的家用空调库存总量可能已经达到2000万台。综合各方面对2011冷年空调行业的分析数据，在2011冷年结束时，工厂空调库存为1080万台，渠道商业库存为540万台，合计高达1620

万台，为5个冷年以来的最高水平，约占2011冷年销量总量的14.2%。我们认为家电下乡政策对空调需求刺激作用已经有限，2012年空调产业将会出现降库存、降产量的情况。导致对铜，特别是铜管的需求明显放缓。这也与我们了解到的铜管生产企业四季度订单明显恶化相符。

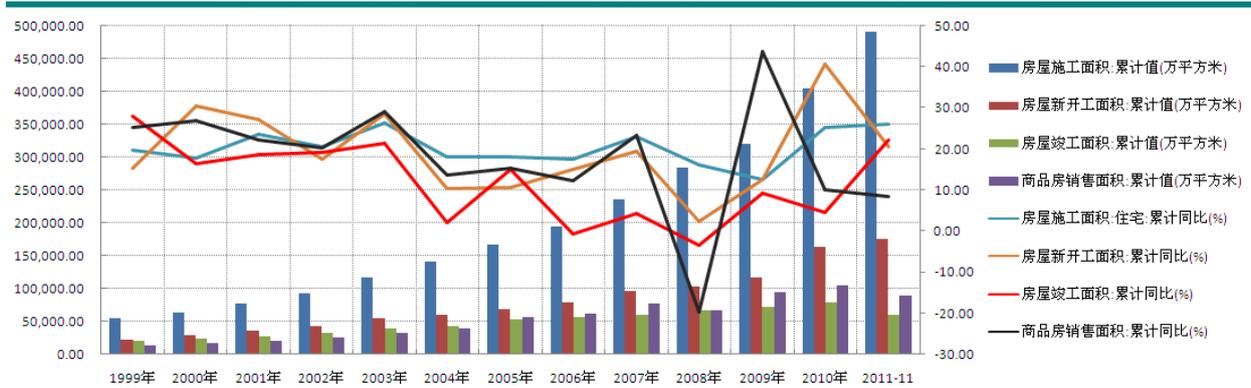
### 3、房地产及建筑行业是2012年最不确定、风险性最大的铜需求行业

房地产行业直接用铜主要是房间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年至今年11月份，全国新开工面积合计为104.3亿平方米（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69.6亿平方米（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34.7亿平方米，占长期需求总量的50%。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。

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，政府对房地产的控制政策难以长期持续，放松时机仍将视明年经济运行情况而定（上半年可能性较小）。我们认为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。

图表 16：中国房地产施工、新开工、竣工、销售情况走势



资料来源：国家统计局 新湖期货研究所

### 4、汽车行业因潜在需求的提前释放，未来一年仍将维持低速增长

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。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 3-5%的低增长状态。

图表 17: 中国汽车产量增速经历了前所未有的大起大落



资料来源: wind 新湖期货研究所

由于铜具有很高的金融属性,其价格走势仍需要宏观面指引。笔者下文将从全球经济、政治、美元三大方面来简要分析其对铜价的影响。

## 五、2012 年全球经济、政治走势仍将是引导铜价的重要因素

### (一) 全球经济聚焦

笔者认为,2012 年全球经济总体增速将在今年的基础上走弱。

首先,中国作为全球第二大经济体,虽然在金融危机中率先复苏,但在为抗击通胀而持续紧缩的货币政策下经济增速持续走低,2012 年将继续走弱。但是,2012 年经济实现软着陆仍是大概率事件。出口方面,欧洲经济的低迷令中国出口对经济的拉动减弱,但随着欧债问题影响的减弱,对欧出口料在下半年有所起色。另外,金融危机期间实施的消费刺激政策也使得部分消费潜力提前释放,消费增速将难以持续高速增长。投资增速在货币紧缩及房地产投资减速等的影响下仍将走弱。未来,经济增长将更加注重质量,结构调整力度加大,经济增速料保持在 8.3%-8.7%区间。外汇占款的减少有可能意味着外资正在流出中国,其流出速度将很大程度上影响国内银行系统放贷能力,值得密切关注。由于压制房屋价格过快上涨不但是经济任务,更是稳定社会的政治任务,对房价的抑制政策将在 2012 年持续,但会视经济下滑速度而有所调整。从政策角度看,中国将进一步放松货币政策,以避免经济的快速下滑,造成硬着陆;但放松的节奏和力度仍将视经济运行情况而定。较大的可能是存款准备金率每季度下调 50 个基点,利率年内相机下调 1-2 次,每次 25 个基点。中国经济最大的风险仍在于房地产市场会否快速下滑。如果出现这一小概率事件,则明年经济增长或低至 8%以下。

欧洲经济陷入停滞将是大概率事件。本年度欧洲经济增速持续下滑,失业率再度走高。并且由于欧债问题,各国难以实施赤字政策刺激经济,而货币政策在通胀仍处高位及本来就比较低的利率水平下,施展空间也极为有限。欧债方面:欧债的表象是债务国因为债台高筑,又遇经济走弱,面临违约风险。市场普遍认为这种违约会引发银行系统危机,导致

金融系统崩溃。欧洲财政走向统一仅是解决各国无节制借债的长期措施，而短期解决欧债问题的关键仍是债务国（或在救助机制安排下）能够顺利度过偿债高峰。但这必须借助有能力国家（特别是德国）的支持。财政统一牵扯各国财政主权，虽有统一共识，但在大选及筹备竞选集中的2012年，势必一波三折。而短期措施方面，鉴于德国及欧洲央行的保守态度，也难有超预期的进展。所以，笔者认为欧债问题的解决更可能通过某种激变实现，如欧元区解体（或变相解体）、意大利、西班牙等较为核心的经济体借债成本长时间处于难以接受的水平，或欧洲出现某个（些）大银行倒闭来实现。在这种激变的推动下，欧洲或能快刀斩乱麻，使欧债问题得到根本性改观。

美国、日本经济仍将在曲折中前行。美国今年的经济增长部分超出市场预期，但是由于其经济去杠杆化仍在继续，房地产市场恢复仍需数年时间，实体产业空心化严重，失业率料明年仍将在8%以上，个人消费基础仍不稳固，故2012年经济经济增长仍有波折。在政策方面，奥巴马为赢得年底大选，明年在经济方面必须交出像样的答卷，这将促使美国在大选前，特别是上半年推出一些刺激政策，当然也不排除美联储继续加大宽松力度的可能。另外，随着欧债问题持续发酵，美元作为全球最具安全性的货币仍将受到青睐；同时，在看弱中国等新兴经济体的推动下，资本回流美国也将成大概率事件。这在一定程度上有助于美国经济的恢复。日本方面，由于其出口型经济势必依赖外围经济的增长，这就使得其在未来一年也难有大的起色。

## （二）全球政治聚焦

如果说2011年是更多是经济动荡的独角戏，那么2012年将是政治和经济同台汇演的双簧戏。美国、法国、俄罗斯、墨西哥、韩国、西班牙、蒙古、委内瑞拉、多米尼加、东帝汶、冰岛、加纳、肯尼亚、马里、塞拉利昂、莱索托、也门都要进行选举。特别是俄罗斯（3月4日）、法国（4月22日）、日本（9月执政的民主党选党首）、中国（10、11月份）、美国（11月6日）、韩国（12月）的换届或选举。这些国家都是全球经济大国，特别是还包含中、美、俄、法四大联合国常任理事国。在全球从金融危机的泥沼中走出时，也势必伴随着政治格局的重新洗牌。同时，各国执政党为获得连任也势必用尽浑身解数力保经济和就业。政治角逐终将在经济政策上得到体现，这也使得2012年的全球经济变得更加复杂。所以，投资者在决策时必须更加关注这些国家选战的情况，以及新当选政府在内政、外交上的政策转变对全球政治经济形势的影响。

地缘政治仍有动荡可能。中东地区依然是全球最不稳定的地区之一。但是俄罗斯强人普京很可能在年初再度入住克里姆林宫，此时中、俄与美、欧在中东的博弈将更加激烈，这反而有可能使得这一区域的局势得到缓和。即使再度爆发战争，主要也是通过影响美元中短期变动来影响铜价。朝鲜新主刚立，目前看局势稳定，由于在中俄家门口，其受到其他外部势力干涉的概率较小。不确定性存在于朝鲜内部，即其他各派势力能否在金正恩领导之下，相安无事。笔者对此持谨慎乐观态度。

### （三）美元走势判断

美元是全球各主要经济体经济、政治动态发展的晴雨表。笔者认为欧债问题仍将在明年一季度至二季度初持续发酵，并造成激变；各方对中国明年上半年经济可能较为悲观；加之，美国经济逐步复苏，内外因素都将导致美元指数在明年上半年仍有走高需求。但是，考虑到美国经济复苏仍不稳固，失业率偏高，美国政府或联储定会对美元有所打压，造成美元指数震荡上行的走势。但是，随着欧债问题趋于明朗，欧洲经济或有止跌回升之势；中国紧缩的货币政策不断放松，经济增长也将趋于稳定；美国国内因选战需求也将给人民币施压，美元指数将在这些因素交织下有所回落，进入震荡整理阶段。

## 六、2012年铜价走势判断及操作策略

笔者认为2012年的铜价走势仍将由宏观面主导。2012年铜市的宏观大背景是全球经济走弱，重要国家进入选战阶段，铜精矿供给有所改善。行情走势具体可分为两大阶段。第一阶段，欧债问题的激化。明年前四月份是欧债集中到期的一个阶段。根据上文分析，欧洲长短期救助措施都难以摆脱众口难调的结局，这势必使得市场悲观情绪难退。特别是，在这个过程中极可能伴随着法国、奥地利等AAA国家评级的丧失，部分国家国债收益率飙升，以及美元指数的走高。在这一阶段，铜或有明显的空头行情。黄金作为前期抗击通胀的重要品种也势必在全球经济走弱的大环境下走低。第二阶段，则是后欧债时代。欧债问题的激化势必促使问题以某种方式解决（比较悲观的是欧元区的解体；比较乐观的是财政联盟制度化，欧洲央行担当最后贷款人角色），此时的欧洲各国将会把精力放在发展经济，降低失业上。而中国及美国的政策动向，以及在此影响下的经济走向造成的对铜需求的变动将成为影响铜价的主要因素。

在终端环节的分析中，可以看到消费铜最多的电力、家电、房地产及建筑、汽车中，仅有电力因政府投资支撑而对需求增长保持乐观，其他行业则增速放缓概率较大。特别是房地产及建筑、空调、汽车悲观情况下不排除增长陷入停滞可能。从这一点看，冶炼商及贸易商的隐性库存更可能因为消费的持续低迷，而不得不使其在欧债影响下的铜价难以大幅上涨期被迫去库存化。而此时加工商则会在货币政策逐步放松和需求相对偏弱的共同影响下进行并非强力的补库。

但是，随着欧债问题影响趋弱（解决欧债很可能要释放大量流动性）、中国货币宽松使得中小企业融资困难的情况得到缓解以及中国经济增速趋于稳定，中国厂商再库存化势必到来。这时无论是冶炼环节，还是加工环节都可能库存水平都低于历史平均水平。全产业链的再库存化势必使得精铜供给紧张，这很可能使得铜价走出一波补库行情。鉴于总体终端需求偏弱的判断，铜价不会再次呈现09-10年的大级别行情。后欧债阶段铜价经过一轮上涨后宽幅震荡概率较大。总体看，2012年铜价重心向下。

由于2012年经济、政治更加复杂多变，铜市将给投资者带来更多交易机会。交易策略

方面，建议投资者在密切关注笔者所提以上行情触发点发展动向的基础上，进行趋势操作。笔者预测 2012 年铜均价在 7000 美元/吨左右，全年铜价上行压力位 8900 美元/吨，支撑位 6500 美元/吨，次支撑位 5600 美元/吨。

## 七、2012 年影响铜价的超预期因素提示

我们上文的结论是建立在以下不确定性风险因素不发生的条件之下，如果这些因素发生变化，则铜价走势亦将受到影响，故投资者也应密切关注。

1、中国房地产价格短时间内快速下滑。如果房地产价格快速下滑（超过 20%），势必造成国内经济再次探底，造成中国经济硬着陆。发生这一事件的概率虽小，但并不排除可能。如果这种极端事件发生，再加上欧债问题的恶化，或引致全球大宗商品下行，这一情况下的铜价难有底部支撑。

2、美国经济二次探底。目前看，美国经济重回复苏轨道。但是由于上文提到的一系列影响经济快速增长的不利因素，亦有可能导致经济不可预期的下滑。美国经济的这种超预期下滑在历史上并不少见。特别是在全球经济在危机中复苏的关键时刻，值得关注。所以，建议投资者持续关注美国月度经济数据，以确认其经济的稳定性。

3、欧债向引发全球金融危机的方向演变。目前，应对危机的措施主要是避免违约。尽管各方都在尽力避免违约，但在欧洲复杂的政治生态下，违约选项也不能完全排除。违约的后果是银行大幅减记，流动性恶化，触发 CDS。CDS 背后可能是个无底洞，并牵扯到世界各大投行。投行因对债务的保险义务而遭受巨额损失，引致全球性的金融危机再现。几年内，大规模危机的两次发生也有可能造成社会动荡。这一后果是世人所不愿看到的。

4、朝鲜政局动荡，发生内乱，引致东亚局势紧张。由于朝鲜新的领导人金正恩年不过三十，国内政治威信不高。国内如有政治势力发动政变也非不可能之事。朝鲜内乱事小，但势必引发中、俄与美、日、韩的较量。在金融危机之后，各国失业居高不下，内部社会矛盾丛生的情况下，局部战争也非不可避免。这势必给金融系统造成重创。

5、矿区发生不可抗力，严重影响供给。地震、海啸等恶劣天气以及长期的罢工都可能引发供给的紧张，令铜价大幅波动。虽然笔者认为明年罢工动力不足，但仍不能排除发生可能。影响供给最大的则是地震类不可抗力的发生。由于近几年地壳板块活动趋于活跃，全球大级别地震相对密集地发生（东南亚海啸、汶川地震、日本地震、台湾地震等仍让人心有余悸），这令处在板块交接处的矿区遭受地震、海啸等灾难的可能仍然存在。由于这种破坏需长时间修复，对铜价影响较大。

## 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：福州市鼓楼区华林路201号华林大厦1908室

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：310000

传真：0571-87782203

电话：0571-87923130

### 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。