





尚甜甜

金属分析师

从业资格证： F0273446

 0516-83831107

 Shangtiantian823@163.com

 www.neweraqh.com.cn

新纪元期货研究所金属分析师，
东北财经大学 金融工程专业
硕士研究生，主要从事铜及螺纹
钢品种的研究。

2012 全球经济形势引导铜价走势

内容提要:

2011 年宏观经济动荡，沪铜演绎过山车行情，年初的快速上涨迎来了后 10 个月的深度回调。

欧美债务危机影响全球经济，全球制造业萎缩迹象明显，经济前景堪忧，短期内欧债危机或难以从根本上解决，欧洲经济轻度衰退的可能性大；美国经济好于预期，缓慢复苏，预计明年全球经济低速增长的可能性大。

作为全球最大的铜消费国，2011 年我国实行紧缩的货币政策，房地产调控政策不断深化，主要下游需求行业电力投资下滑，拖累铜价。“十二五”规划加大电网投资，或将在未来提振铜需求，将一定程度上抵消欧美需求的下降，预计 2012 年全球供需缺口将进一步收窄，但是出现过剩的可能性小。

2012 年上半年宏观环境将依然会主导铜价，下半年随着外围环境维稳，铜价向基本面回归，年内铜价或将呈现探底回升态势。

关键词：经济动荡 供需偏紧 探底回升

第一部分 市场回顾

2011 年欧美债务危机轮番轰炸金融市场，宏观环境主导铜价，美元指数震荡下行触底反弹，铜价演绎冲高回落行情。LME 铜年初强势上涨，2 月份创出历史新高 10190 美元/吨后震荡回落；沪铜指数也在年内 2 月份创出 06 年以来新高 76638 元/吨后震荡回落。受到欧美债务危机，全球经济前景堪忧，投资者恐慌性抛盘大幅增加，9 月份铜价急速下挫，跌幅达年内之最；而后全球救市的举措提振了商品市场，铜价小幅上扬，但是外围环境依然使得投资者心态谨慎，上行动能明显不足，短期内欧元区问题依然会左右市场情绪，年底之前铜价或将低位弱势震荡。

图 1-1：伦铜指数日 K 线图



资料来源：文华财经

图 1-2：沪铜指数日 K 线图



资料来源：文华财经

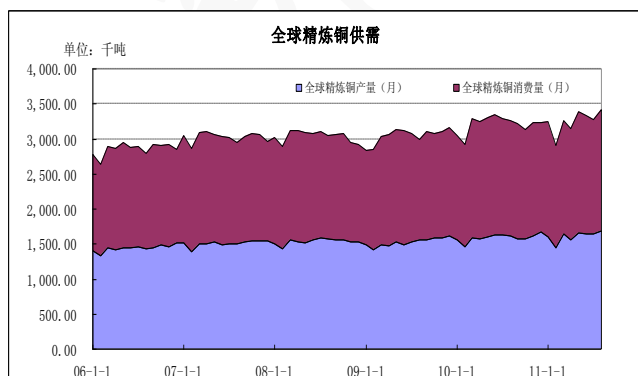
第二部分 基本面分析

一、平衡分析

(一) 全球供求分析

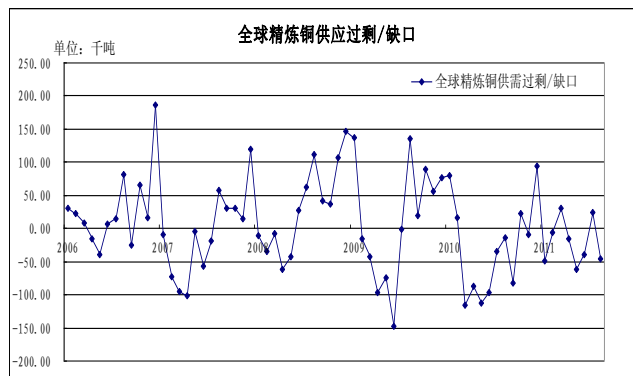
2011 年全球精炼铜供应一直处于偏紧状态，前 8 个月只有 3 月和 7 月有小幅过剩外，其他月份均出现不同程度的短缺。最新国际铜业研究组织 (ICSG) 数据显示，2011 年前八个月全球精炼铜短缺 16.1 万吨，去年同期为短缺 33.9 万吨，同比下降 52.5%。由全球供应过剩/缺口的历史数据来看，06 年到 10 年年底均出现

图 2-1：全球精炼铜供需情况



数据来源：wind 资讯

图 2-2：全球精炼铜供需过剩/缺口



数据来源：wind 资讯

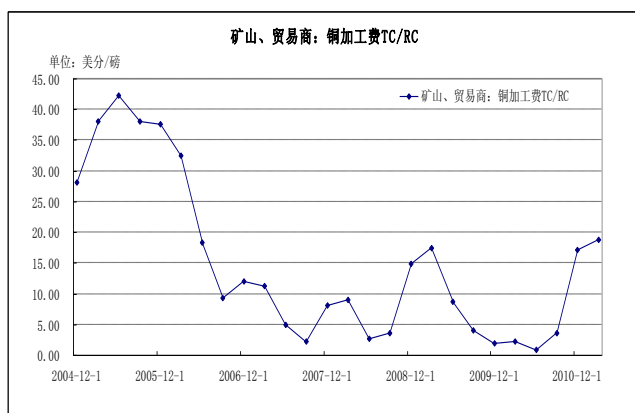
了供应相对过剩的年内峰值，临近 2011 年年末，预计铜供应偏紧的局面或有少许改善。

2012 年全球经济不稳定性增加，影响全球铜需求，预计 2012 年铜供需缺口或将进一步收窄。

1、铜市加工费反映全球铜供给

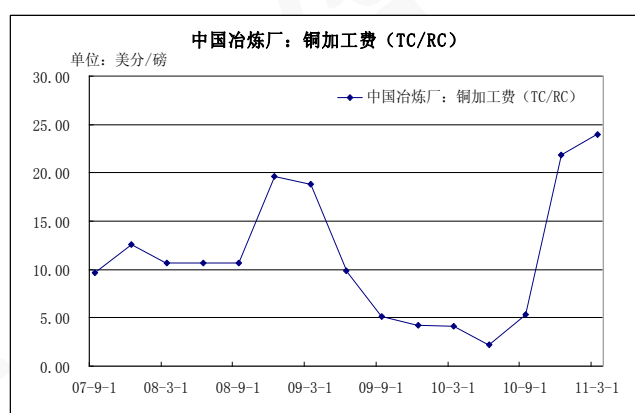
2011 年的铜精矿供给紧张的局面一直延续，1-8 月全球铜精矿产量 1060 万吨，仅比去年同期增长 0.87%，其中 6-8 月份连续三个月负增长。2011 年影响全球铜精矿供应的主要因素包括重要铜矿罢工和铜加工费的变化。罢工影响方面，2011 年全球最大的铜矿 Escondida 以及第二大铜矿 Grasberg 先后陷入罢工风波，影响全球铜精矿供应。另外铜加工费的高低也反映了铜精矿供求关系，2011 年以来铜加工费小幅上扬，反映出铜精矿供应偏紧的局面一定程度缓解。

图 2-3：矿山贸易商铜加工费



数据来源：wind 资讯

图 2-4：中国冶炼厂铜加工费



数据来源：wind 资讯

2012 年铜精矿的供给将有所改善。最新消息，国内最大的铜冶炼企业江西铜业已与全球最大的铜业上市公司自由港 McMoran 铜金公司 (Freeport-McMoRan Copper & Gold) 达成 2012 年度铜精矿 TC/RC 协议，协议将 2012 年铜精矿的加工精炼费用 (TC/RC) 定在 63.5 美元/吨 6.35 美分/磅，较 2011 年的 56.5 美元/吨 5.65 美分/磅提高了 12.4%，冶炼费用的上涨反映出 2012 年铜精矿的供给将有所改善。

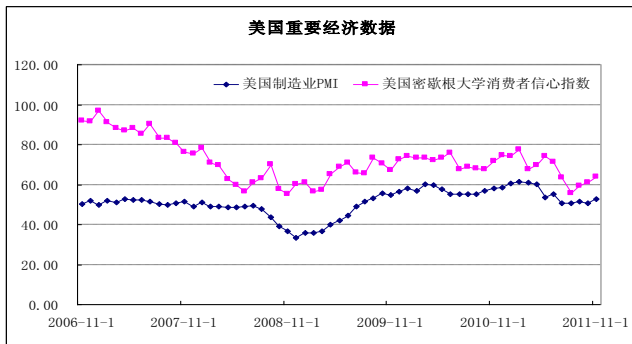
2、全球经济形势是主导铜市需求的重要因素

全球经济形势影响铜的供求关系，进而影响铜价走势。

2012 年美国将缓慢复苏。最新数据显示，美国 11 月未经季调失业率数据为 8.2%，连续第二个月回调，就业情况持续好转；11 月 PMI 达到 52.7，远高于 51.8 的预期，制造业有回暖迹象。预计 2012 年美国经济增长将达到 2.0% 左右，虽不够强劲，但相对稳定。

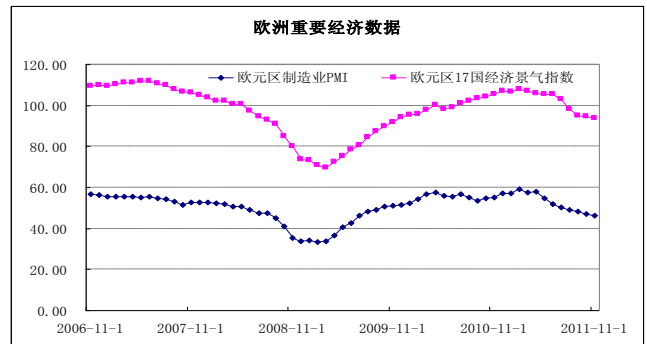
欧元区经济增长趋于停滞，2012 年存在轻度衰退的可能性。最新数据显示，欧元区 10 月 Markit 制造业 PMI 终值为 47.1，低于 9 月的 48.5；第三季度 GDP 初值季率上升 0.2%，年率上升 1.4%；9 月欧元区国家失业率达 10.2%，高于上月的 10%。欧元区核心国家来看，多数国家的 10 月制造业 PMI 均不同程度下降。最新数据显示，德国 10 月制造业 PMI 终值为 49.1，为两年来首次萎缩；法国 10 月制造业 PMI 终值为 48.5，较 9 月下跌 0.3 个百分点，且新订单指数萎缩速度为两年之最；意大利 10 月制造业 PMI 为 43.3，为 2009 年 6 月以来最低。欧元区主权债务危机有继续扩大之势，2012 年 2、3 月份依然面临着欧元区主权债务到期的高峰期，欧债危机仍有进一步恶化的可能性。预计受到全球经济增速趋缓、南欧诸国财政状况持续恶化、欧债危机可能进一步升级等因素影响，2012 年欧元区经济轻度衰退的可能性大。

图 2-5：美国重要经济数据



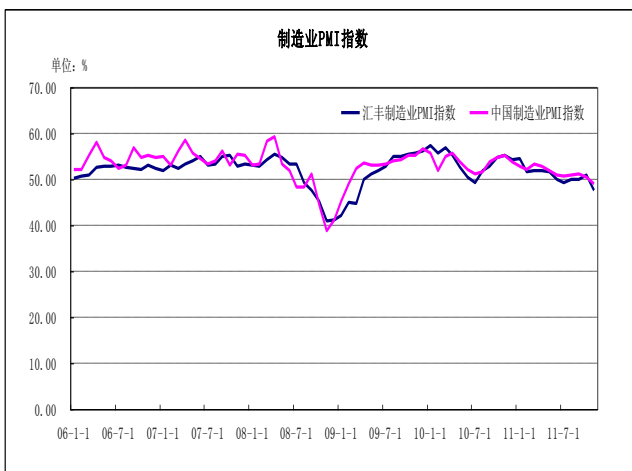
数据来源：wind 资讯

图 2-6：欧洲重要经济数据



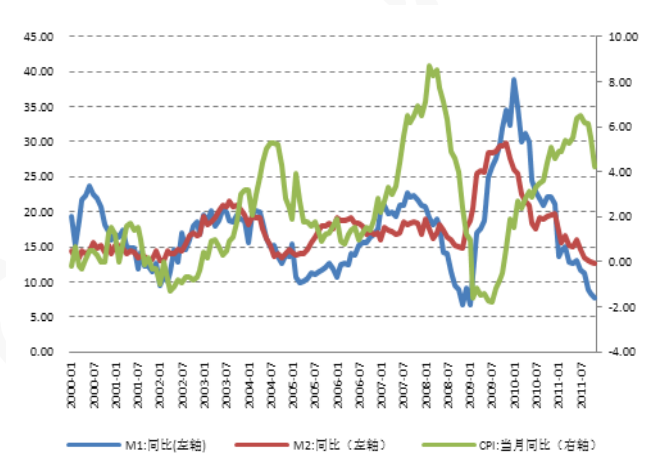
数据来源：wind 资讯

图 2-7：中国制造业 PMI 指数



数据来源：wind 资讯

图 2-8：中国货币供应量



数据来源：wind 资讯

2012 年中国制造业增速放缓，但并不悲观。中国官方制造业 PMI 指数终值 11 月为 49，为年内首次降至枯荣线以下；但最新发布的 12 月份汇丰中国制造业采购经理人预览指数 (PMI) 为 49.0，高于 11 月份的终值 47.7，PMI 指数有回暖的迹象。始自 2009 年 7 月的本轮通胀，高点已经在 2011 年 7 月出现，之后将步入逐渐回落的阶段。2011 年我国实行了紧缩的货币政策，M1 和 M2 同比增速延续下滑，CPI 指数回落，通胀情况改善。2012 年国家加大了对基础设施的投资，一定程度上对冲制造业增速放缓的需求下滑。

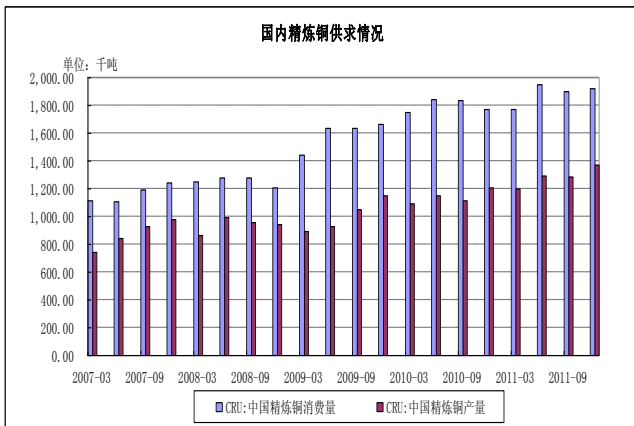
全球经济复苏趋缓，下行风险加大，发达国家失业率居高不下，新兴市场和发展中国家增速回落，或将给铜市需求带来一定的压力，预计 2012 年全球铜供需缺口将进一步收窄，供求偏紧的状况得到一定缓解。

（二）国内供求分析

中国目前是全球最大精铜消费国，近 20 年复合增长率为 8.7%，因此对中国因素的分析将是必要的。

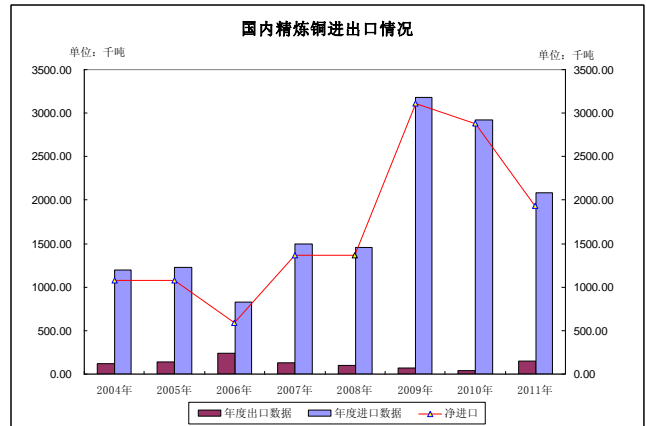
我国精铜的需求量远大于国内产量，因此中国是精铜进口量最大的国家，进口量远远大于出口量，且进口量 09 年来大幅度增长。2010 年以来中国持续去库存，目前铜库存水平已经接近相对低位，中国信贷持续收紧，资金紧张令贸易商囤货、企业补库行为变得更为谨慎。基于未来两年中国电网投资加速以及铜矿供应偏紧的判断，预计 2012 年供应偏紧的格局仍会延续。

图 2-9：精炼铜供求情况



数据来源：wind 资讯

图 2-10：精炼铜进出口情况

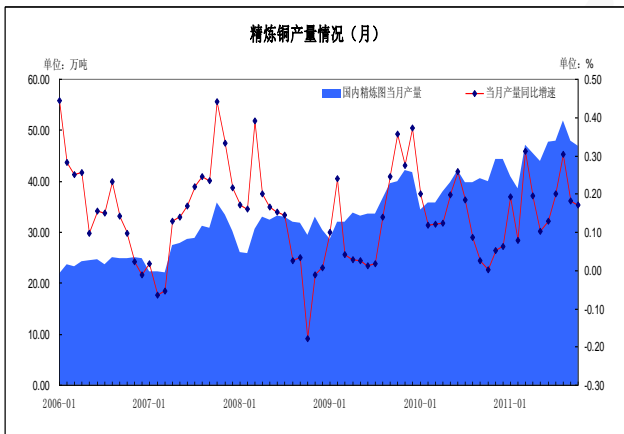


数据来源：wind 资讯

1、国内铜供应分析

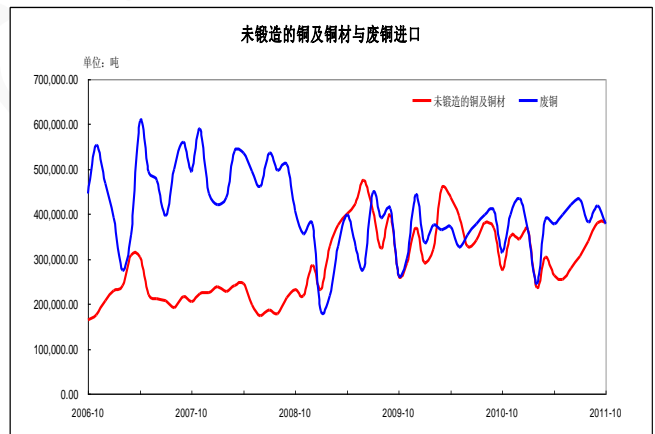
2011 年国内精炼铜产量呈现逐渐攀升的态势。最新数据显示，2011 年 1-10 月，全国精炼铜的产量达 457.9 万吨，同比增长 16.18 %；10 月份我国精炼铜产量为 46.97 万吨，同比增长 16.04 %，环比连续第二个月下降。

图 2-11：精铜产量情况



数据来源：wind 资讯

图 2-12：未锻造铜及铜材进口与废铜进口



数据来源：wind 资讯

中国海关最新统计数字显示，2011 年 1-11 月为 424 万吨，与去年同期相比增加 7.9%；11 月份我国废铜进口量为 43 万吨；中国 11 月未锻造铜及铜材进口 45.2 万吨，较 10 月的 38.3 万吨增加 17.9%，创 2010 年 3 月以来最高水平，从今年 6 月份开始，我国铜进口一改前半年的低迷局面，且逐月提高。

2、下游需求分析

铜下游主要需求包括电力行业需求、家电需求、汽车需求以及房地产需求等。

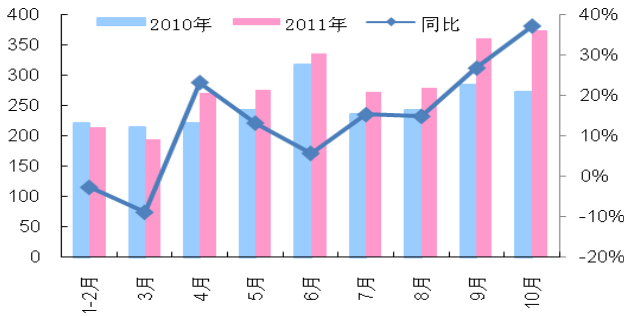
(1) 电力行业需求

电力行业用铜是铜的主要下游需求，其发展对铜消费有着重要的影响。

2011 年电力供需偏紧的局面一直存在，最新数据显示，1-11 月，全国全社会用电量 42835 亿千瓦时，

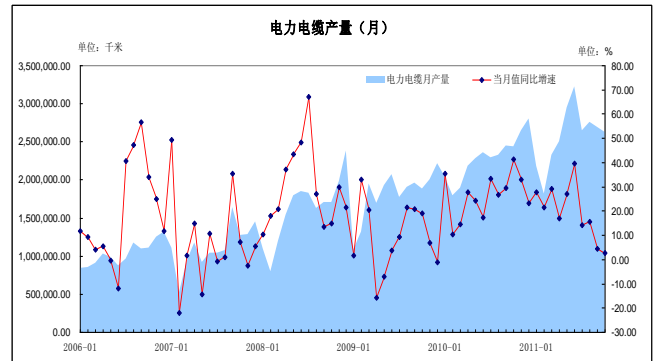
同比增长 11.85%，11 月份，全国全社会用电量 3836 亿千瓦时，同比增长 9.91%。在电荒不断升级的背后，我国电力产能浪费的局面却非常严重，西部电力富余问题与中东部地区电力紧张问题同时存在。国家电网公司提供的数据显示，今年迎峰度夏期间，华北、华东、华中电网电力缺口 3000 万千瓦，而东北、西北电网电力富余 2700 万千瓦，跨区输电通道不畅问题依旧严重，解决“制度性缺电”已成为关键问题。未来我国将加大跨区电网建设和智能电网投资，2011 年 1-10 月份电网工程完成投资 2574 亿元，同比增长 14.4%；十二五期间中国电力基础设施投资将达 5.3 万亿元，相比十一五大幅提升，将给后市电力行业用铜带来契机。

图 2-13：电网投资



资料来源：网络媒体

图 2-14：电力电缆产量



数据来源：wind 资讯

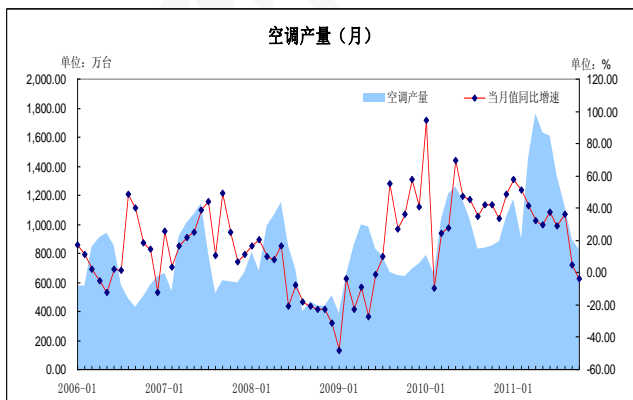
2012 年电力行业需求依然强劲。国家电网近日在 2011 智能电网国际论坛上称，“十二五”期间国家电网在智能电网中电网建设本身以及智能化方面的投资共为 15000 亿元，比“十一五”期间 10000 亿元多出三分之一，即每年 3000 亿元左右，在上半年电网投资低于预期后，电网投资逐渐提速。国家电网的长期规划将“特高压”“智能电网”作为主要发展方向。十二五规划要求建设“三纵三横”特高压骨干网络，五年内投资 1.7 万亿，近期诸多特高压线路得到批准或通过竣工验收，受到争议的特高压建设逐步进入正轨，在智能电网试点完成后，电网投资将在年末至 2012 年年初开始提速，后市电力行业需求对铜价的支撑依然较强。

(2) 家电行业需求

家电行业消费包括主要包括空调、家用电冰箱、冷柜等消费。家电生产具有非常明显的季节性，在每年的 4-6 月份是全年产量的最高点，从 7 月份开始产量逐步下降。

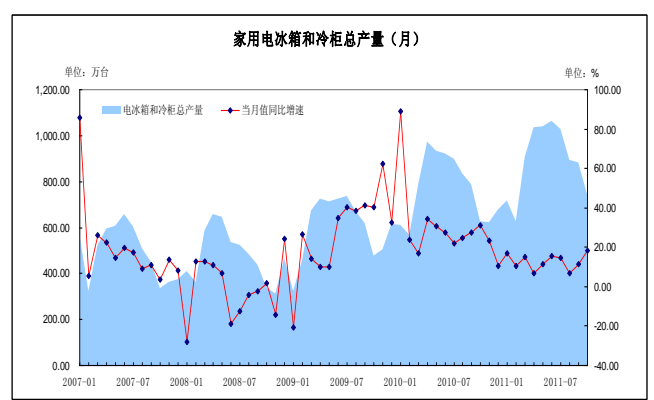
2011 年家电行业平稳运行，最新数据显示，1-10 月份空调产量为 12694 万台，同比增长为 31.48%；10

图 2-15：空调产量



数据来源：wind 资讯

图 2-16：家用电冰箱和冷柜产量



数据来源：wind 资讯

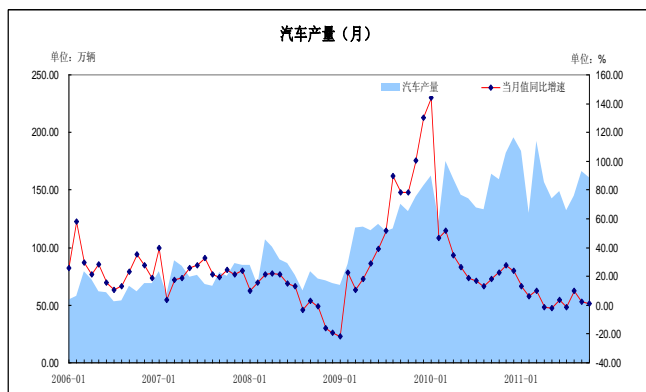
月份空调产量为 819 万台，同比减少 3.83%，为 2010 年 2 月首度负增长；家用电冰箱 1-10 月产量为 7352 万台，同比增长 12.365%；10 月产量比去年同期增长 26.89%，为一年最高同比增速；冷柜 1-10 月产量为 1571 万台，同比增幅为 13.2%；10 月产量比去年同期增长 22.54%，为 8 个月来最高同比增速。

宏观经济增速放缓与刺激政策逐步退出共振，2012 年家电行业消费不容乐观。2009 年以来，政府先后出台了家电下乡、以旧换新、节能空调补贴三项政策，在政策刺激下，家电销售出现了快速增长。目前政策开始逐步退出，空调节能补贴政策已于 2011 年 6 月退出，以旧换新政策年底退出，家电下乡政策四川、河南、山东三省 11 月率先退出，全国家电下乡政策将在 2013 年 1 月退出。随着这些经济政策逐渐退出，2012 年家电行业或将进入一个调整期。

(3) 汽车需求

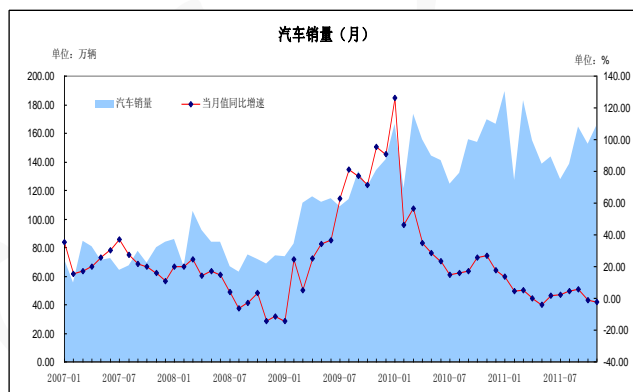
对于中国汽车市场来说，2011 年是转折的一年。为了使得汽车市场长期平稳成长，今年国家出台了多项车市政策，如曾两次上调油价、取消小排量车型购置税优惠等，车市“降温”，产销数据均同比大幅下滑。

图 2-17：汽车产量



数据来源：wind 资讯

图 2-18：汽车销量



资料来源：wind 资讯

根据中汽协会的权威统计，2011 年 1-11 月，全国汽车产销分别完成 1672.83 万辆和 1681.56 万辆，同比累计增长分别为 2.00% 和 2.56%；11 月全国汽车产销量分别为 169.50 万辆和 165.60 万辆，环比增长 7.95% 和 8.60%，同比分别下降 3.41% 和 2.42%。就 11 月当月看总体表现较好，汽车产销总量均超过 165 万辆，处于年内较高水平，但由于上年同期基数较高（销量为 169.7 万辆），本月产销同比仍表现为小幅下降。

在 2009-2010 年的经济政策刺激下，汽车市场高速增长，增速远远超出了社会和基础设施承受的极限，这些需要一定时间的消化，故而近几年不会再出台刺激加快汽车消费增长政策，预计 2012 年汽车产销量料将保持低速平稳增长。

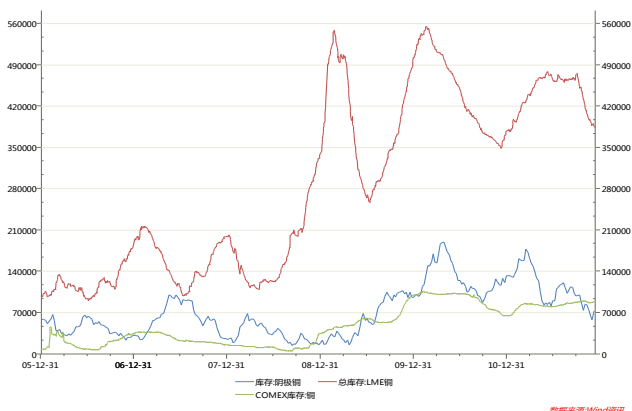
(4) 房地产行业需求

持续的房地产调控政策在 2011 年下半年终于显现效果，2012 年房地产调控不动摇，房地产弱势运行。国家统计局数据，房地产投资累积同比增速已由 7 月份的 33.6% 降至 11 月的 29.9%，比去年同期下降 6.6 个百分点；11 月份的国房景气指数已经跌至 99.87%，低于景气临界点，同时创 28 个月新低，显示房地产行业进入萎缩阶段；商品房销售面积累计同比增速已由 7 月份的 13.5% 下降到 11 月份的 8.5%，11 月份单月同比增速已降至 -1.7%。2011 年房地产销售增速大幅下滑及房价拐点的出现，将导致 2012 年商品房新开工面积出现下降；而 2012 年保障房开工目标为 600 万-800 万套，一定程度上提振需求。另外 12 月召开的中央经济工作会议明确提出，2012 年将“坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归”，表明中央的房地产调控政策不会有任何松动。预计 2012 年房地产将延续低迷状态。

(三) 库存分析

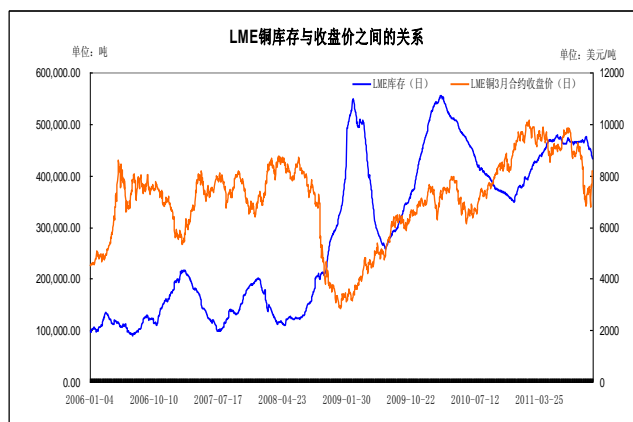
通常情况下，库存与期价存在密切的负相关关系。2011年上半年LME铜库存均大幅上行，而后维持高位震荡，从10月份以来持续下降；COMEX铜库存年内维持高位震荡；上期所铜库存和LME铜库存相似，但是近期出现分歧，在LME铜库存持续下降的情况下，国内沪铜库存却持续上升，这主要是国内厂商进口增加，补充库存引起的。

图 2-19. LME、COMX、上期所铜库存



数据来源: wind 资讯

图 2-20. LME 铜库存与伦铜收盘价关系



数据来源: wind 资讯

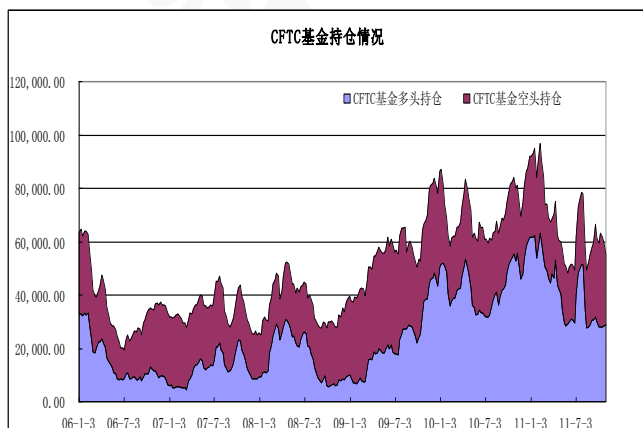
2012 年 LME 铜库存或将延续下滑。由供需分析可知，2012 年精炼铜市场存在供需缺口的可能性依然较大，消费商削减库存水平的可能性较小，故而 LME 铜库存延续下滑的可能性大，一定程度上支撑铜价。

二、基金持仓分析

非商业基金持仓的持仓方向影响铜价的走势。非商业基金净持仓为净多单，会推动铜价上涨，反之亦然。

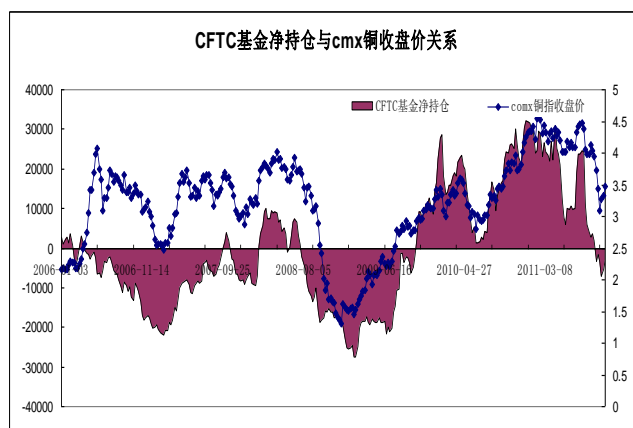
2011 年 8 月份之前 CFTC 净持仓一直为净多单，2 月份到 5 月初的下跌以及 8 月份的铜价暴跌中，均伴随着 CFTC 的非商业净多头的减少，从 9 月底到 10 月 25 日一直持有净空头寸，11 月份持仓一度转为净多单，11 月 15 日 COMEX 非商业净头寸再次转为净空头 1069 手，净空增加将会在一定程度上抑制期价。

图 2-21: CFTC 基金持仓情况



数据来源: wind 资讯

图 2-22: CFTC 基金净持仓



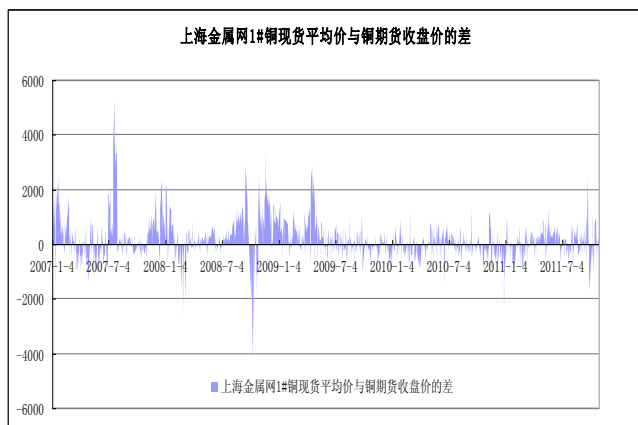
数据来源: wind 资讯

通过分析可知，COMEX 非商业净多单的增加或减少与铜价的上涨和下跌存在明显的正相关关系。2011 年 COMEX 非商业基金总持仓较年初逐渐减少，资金的关注度下降，后市铜价以稳为主。

三、期现价差与现货升贴水分析

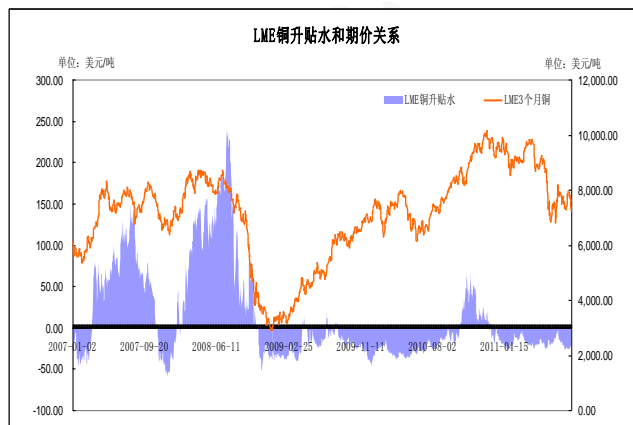
由套利原理可知，期现价差过大或过小均会给投资者带来套利机会，引导期货价格向现货价格回归，从而影响期价的走势。本文采取了上海金属网#1铜现货价和沪铜期货收盘价作出了07年至今的期现价差图，可以看出，期现价差从2007年开始逐步缩小。

图 2-23：沪铜期现价差



资料来源：wind 资讯

表 2-24：LME 铜升贴水与伦铜期价关系



资料来源：wind 资讯

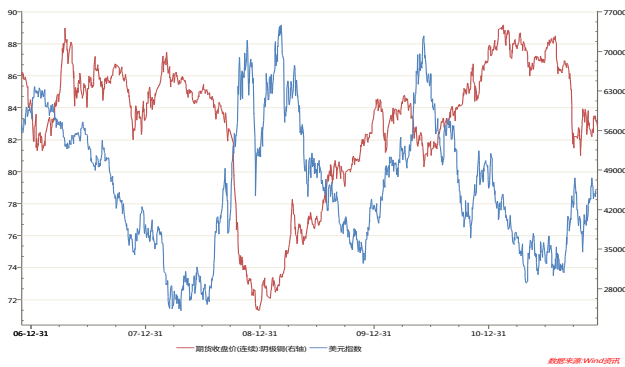
现货升贴水来看，今年以来LME市场的现货与3个月期货的价差多为负，现货一直处于贴水状态，在9月末以来，这种贴水的局面甚至得到了进一步的强化，多数商品的价差亦进一步扩大。一般情况下，价差由负值上升为正值，通常伴随着期货价格的上涨。年内2月份现货升水达到峰值，铜价也在2月份达到峰值10190美元，而后随着价差变为负值，铜价震荡下行，11月份，现货贴水从-15 美元/吨左右下降到-25 美元/吨，全球经济恶化，金融体系风险增长，大宗商品需求低迷的状况有所恶化，现货贴水状态或将延续，短期内铜价走势不容乐观。随着美国经济缓慢转好，欧债危机缓和，全球基本金属需求回升，现货贴水状况将会得到改善，铜价也会迎来一波上涨行情。

四、沪铜与美元指数、原油期货之间的关系分析

原油和铜分别作为工业品中具有较强普遍意义的品种和具有较强代表性意义的品种，两者走势具有密切关系，两者整体反映工业品走势特征，因此分析原油与铜走势之间的密切关系对投资者把握商品市场及工业品大势有其非常重要意义。LME 铜价格通常会引导国内铜期货价格，由于 LME 铜以美元计价，所以美元的变化通常会影响到铜期货价格。

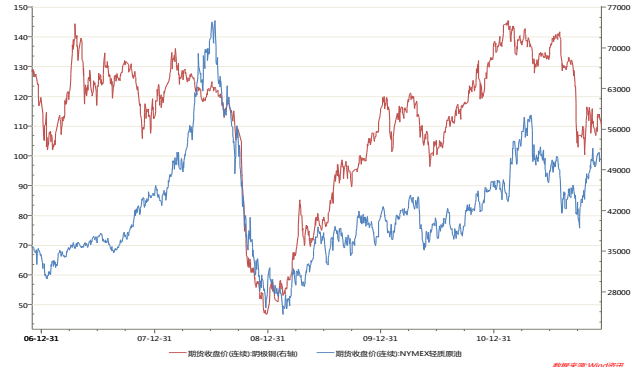
一般而言，铜与美元指数呈现负相关关系，与原油指数呈现正相关关系。年内美元指数探底回升，原油指数冲高回落，沪铜指数跟随原油指数冲高回落。2012 年欧债危机和美国经济将会主导美元走势的方向，欧债危机短期内或难以好转，美国经济缓慢复苏，预计美元指数脱离底部的可能性较大，但出现趋势性上涨行情的可能性小；铜价也会受此影响，难以出现单边行情，以震荡行情为主。

表 2-25 沪铜收盘价与美元指数关系



资料来源: wind 资讯

图 2-26: 沪铜收盘价与原油指数关系



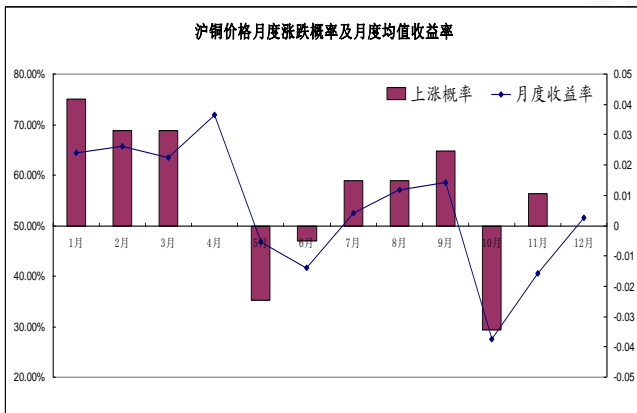
资料来源: wind 资讯

五、铜季节性分析

(一) 沪铜季节性指数

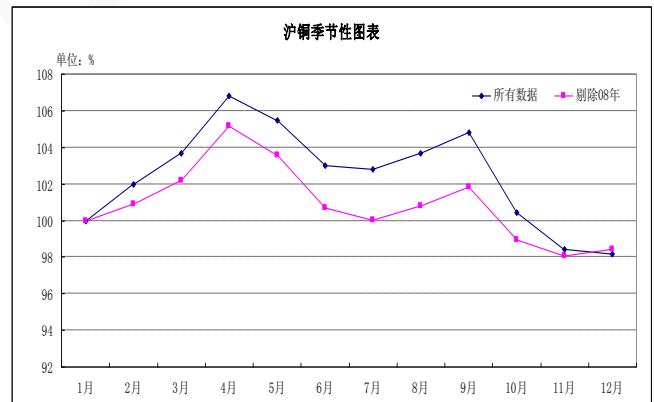
本文采集了 1995 年 4 月到 2011 年 10 月沪铜期货连续合约收盘价统计出每个月的上涨年数、下跌年数, 计算出了上涨概率、月度收益率及季节性指数; 并将所有数据的季节性指数与剔除 08 年后的季节性指数进行了比较。如图 2-27、2-28 所示。

图 2-27: 沪铜月度涨跌概率及月度均值收益率



数据来源: wind 资讯

图 2-28: 沪铜季节性指数



数据来源: wind 资讯

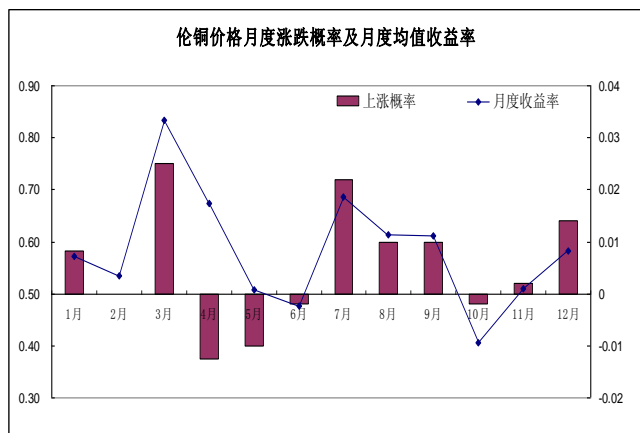
从月度上涨概率来看, 上涨概率最大的是 1 月, 上涨概率最小的为 10 月; 收益率曲线来看, 收益率最大的月份为 4 月份, 收益率最小的月份为 10 月份; 结合两个指标可以知道, 10 月份上涨概率最小, 收益率最低, 可知 10 月份下跌动能最大; 季节性指数来看, 将所有年份计算的季节性指数和剔除 08 年后计算出来的季节性指数进行对比, 剔除 08 年后的季节性波动幅度收窄, 且一年中只有 2 个季节性高点, 年内季节性高点出现在 4 月份和 9 月份, 年内低点出现在 11 月份。

(二) 伦铜季节性分析

用同样的方法, 本文也对伦铜做了相同的分析, 文中采集了 1986 年 4 月到 2010 年 12 月伦铜 3 月合约收盘价统计出每个月的上涨年数、下跌年数, 计算出了上涨概率、月度收益率及季节性指数; 并将所有数据

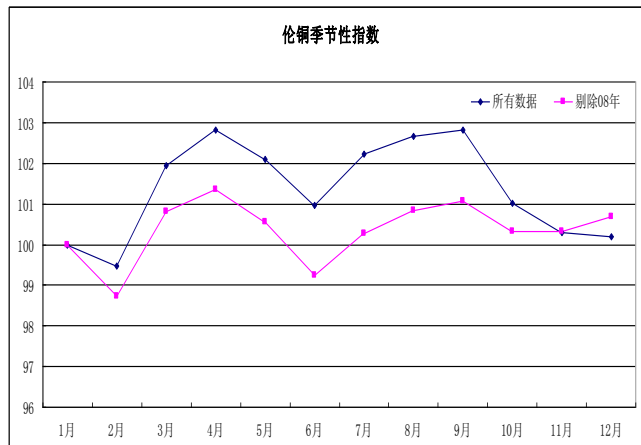
的季节性指数与剔除 08 年后的季节性指数进行了比较，如图 2-29、2-30 所示。

图 2-29：伦铜月度涨跌概率及月度均值收益率



数据来源：wind 资讯

图 2-30：伦铜季节性指数



数据来源：wind 资讯

月度涨跌概率来看，上涨概率最大的是 3 月，最小的为 4 月。收益率曲线来看，收益率最大的月份为 3 月份，收益率最小的月份为 10 月份；结合两个指标可以知道，3 月份上涨概率最大，收益率最大，可知 3 月份上涨动能最大；季节性指数来看，将所有年份计算的季节性指数和剔除 08 年后计算出来的季节性指数进行对比，可以看出，剔除 08 年后的季节性指数波动幅度收窄，且一年中只有 2 个季节性高点，分别出现在 4 月、9 月；有 2 个季节性低点，出现在 2 月份和 6 月份。

第三部分 波动周期分析

本文分别对 1997 年 3 月以来的沪铜指数和 1976 年 7 月以来的伦铜指数的各峰谷所对应的时间进行了统计，可以得出以下几个结论：

沪铜峰值的平均间隔为 28.8 个月，伦铜峰值的平均间隔为 31.9 个月，且距离目前时间越近，峰值之间的间隔缩短；沪铜谷值的平均间隔时间为 25.2 个月，伦铜谷值的平均间隔时间为 31.8 个月；沪铜峰-谷值的平均间隔时间为 10.7 个月，低于由谷-峰的平均间隔时间 16.7 个月，伦铜峰-谷值的平均间隔时间为 14.8 个月，低于由谷-峰的平均间隔时间 17.9 个月，说明短期的快速下跌需要长期的修复。

根据以上分析，笔者对明年走势作出以下判定：如果将 2011 年 2 月作为阶段性峰值的时间点，那么下一次峰值将大约出现在 28 个月后，也就是 2012 年底 2013 年初附近；将 2010 年 6 月作为阶段性谷值的时间点，下一个谷值将大约会出现在 25 个月后，也就是 2012 年二季度末三季度初附近。由波动周期分析测算 2012 年铜期货将会演绎探底回升行情。

第四部分 后市展望

2012 年全球经济不稳定性增加，国内需求依然强劲或将一定程度上弥补外围需求不足。2012 年铜价难以出现单边行情，震荡的可能性大。

欧元区经济增长乏力，制造业萎缩迹象明显，2012 年 2-3 月份是债务到期的高峰期，欧债危机有集中爆发的可能性，欧洲经济轻度衰退的可能性增加；美国经济缓慢复苏，就业问题难以从根本上得到解决，或将拖累其经济增长，2012 年美国以稳为主的可能性大。我国经济面临当前复杂的国内外形势，宏观调控应

以稳为主;2011 年 12 月召开的中央经济工作会议强调继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,预计 2012 年货币政策将采取渐进的方式放松货币政策。铜市供求面而言,全球制造业萎缩影响铜下游需求,而中国“十二五规划”对电网投资的大幅增加,或将提振铜需求,将一定程度上弥补欧美需求的下降,预计 2012 年全球铜供需缺口收窄,但是出现过剩的可能性较小。

综上所述,2012 年上半年宏观环境将依然会主导铜价,下半年随着外围环境维稳,铜价将会向基本面回归。预计明年伦铜和沪铜的运行重心或有下移,LME 铜或将在区间 5000-8500 运行,沪铜或将在 45000-65000 区间运行,年内呈现探底回升的态势。

新纪元期货