

确定中的不确定，铜市大变局

——新泡沫的吹起还是告别高铜价时代？

分析师：

廉正（铜）

职业资格号：F0270495

电话：021-22155607

E-mail: lianzheng@xhqh.net.cn

要点目录：

- 一、行情回顾
 - 消费低迷与货币宽松下的铜舞
- 二、2013 年全球宏观环境展望
 - 确定中的不确定
- 三、铜精矿供应现状及 2013 年展望
 - 铜精矿供应加速
- 四、精炼铜供求现状及 2013 年展望
 - 产能扩张与库存结构性失衡同在
- 五、终端消费现状及 2013 年展望
 - 消费温和增长，铜迎来过剩变局
- 六、铜产业链三大结构性矛盾及对铜价影响分析
- 七、2013 年铜价走势判断及操作策略
- 八、2013 年影响铜价的超预期因素提示

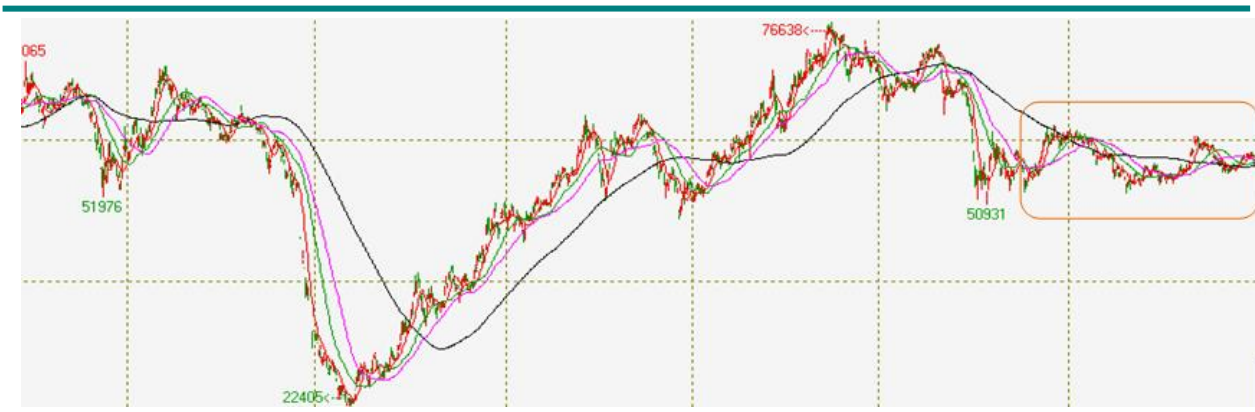
完成日期：2013 年 1 月 4 日

一、行情回顾——消费低迷与货币宽松下的铜舞

2012年铜价全年总体呈宽幅震荡格局，但震荡区间逐步收窄。2012年的行情如此演绎主要是在全球，特别是中国铜消费低迷的大背景下，中美法俄核心国家换届、欧债危机间歇性爆发、美欧英日央行轮番宽松的影响下而跌宕起伏。

以收盘价计算文华沪铜指数全年上涨3.2%；以全年价格均值算，2012年铜价年均价较2011年下降13.3%至57200元/吨左右。沪铜持仓量从2011年底的43万手降至37.9万手；伦铜指数持仓量也从27.2万手降至23.9万手，成交量也逐步萎缩。从形态上看，铜价头部形态渐显，但经过2012年一整年的箱体整理，铜价再度面临方向选择，是新泡沫的吹起还是告别高铜价时代？这取决于全球铜消费能否回暖，特别是中国需求能否恢复较高增长以及美国经济能否为市场带来信心！

图表1：文华财经沪铜指数



资料来源：文华财经行情软件

二、2013年全球宏观环境展望——确定中的不确定

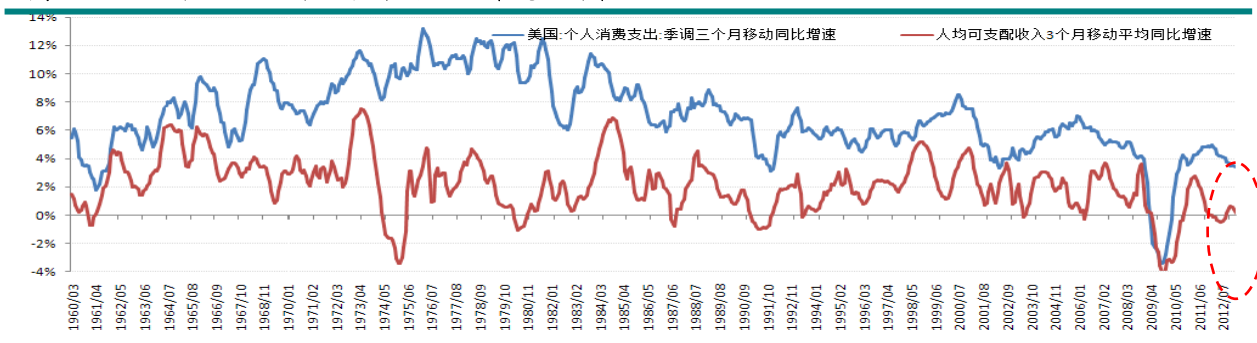
2012年全球宏观环境正如龙的特征——见首不见尾，各种不确定性总是如影随形。但随着中美法俄日等大国权利交接，欧洲央行推出 OMT-ESM 机制、美联储祭出 QE3 及 QE3.5，2013年将要面临全球政策不确定性正明显下降。

当然，由于中国党内换届与政府换届存在时间差，且新一届政府的人士及政策布局较西方政府换届明显较慢，这使得2013年的宏观政策不确定性更多集中在中国。中国是大胆进行改革，还是顶改革之名行旧路之实将决定铜需求增速是稳步放缓还是再度爆发。从中央政治局及中央经济工作会议来看，2013年中国经济仍维持稳中求进的总体思路，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。这决定了2013年国内经济增速较2012年可能会有微弱增长，预计增速在7.8%左右。目前，大多数的市场预期更加乐观，动辄8%以上。由于国内产能过剩严重，外需持续低迷，新型“城镇化”摸索之路漫长，未来多年中国经济难觅新的经济增长点，经济增速将维持在7%-8%区间，中国将告别两位数以上的高增长时代。笔者对中国房地产市场的回暖定性为压抑长久的刚需集中爆发，这显然不具有较长时间的

持续性。特别是限购政策继续实施，投机盘不能进入市场，将最终导致成交及价格继续承压。另外，官员财产公示也将逐步推广，灰色房产收入将会被快速挤入市场，房屋供应增长将会加快。房地产的盛宴正接近尾声。地方政府的土地财政也难以持续，并导致政府投资力度受限。未来中国房地产政策的导向将是逐步摆脱“卖地财政”，转向房产税的细水长流。由于2013年政府为稳经济仍将保持一定力度的投资，故地方政府融资平台的杠杆可能加大。

美国就财政悬崖达成阶段性协议，但两党将在两个月内最终就减支和增税细节，甚至债务上限达成协议。在尘埃落定之前，仍将影响企业及消费者开支计划和信心。从数据看，美国房地产市场正在回暖，这有利于财富增值效应引发居民消费。但数据显示美国个人收支有恶化迹象，说明房产回暖效应尚未显现，现在也还不能确定美国人是否会在财政悬崖问题解决后增加开支。如果之后美国个人收入及支出增长不能反弹，则意味着实际上美国经济的复苏形势不容乐观。当然从三季度数据看，美国经济是全球经济体中最为健康的一个，但四季度经济差于三季度已是共识，2013年经复苏能否持续仍需要随后几个月数据进一步的验证。目前看，美国经济在2013年的复苏仍将在波动中前进，不会明显好于2012年。可以说美国的货币政策已经达到穷途末路。伯南克为自己的无限期宽松设定了两个经济量化指标，即被迫退出的通胀指标为高于2.5%，主动退出的失业率指标为低于6.5%。明确退出指标意味着市场可以随着指标的变化预期美联储退出的时机。目前来看，经济指标不逼近目标指标是最有利于金融市场稳定的，一旦逼近退出门槛，美联储天量资产负债表的收缩将令金融市场恐慌。为了不被迫退出宽松，美国政府将不会容忍能源价格暴涨，这意味着原油价格将长期承压，CRB指数也难现牛形。欧洲和日本在2013年难以走出衰退阴影，在此不再赘述。

图表 2: 美国个人收支增速下滑暗示经济复苏存在较大风险



资料来源：文华财经行情软件

从政策角度看，全球主要经济体都无大牌可出。欧洲财政紧缩在2013年9月德国大选前料不会有明显松动。美国新的一年也将是减赤和增税并行的一年，而其货币宽松也已达极致。12月的美联储议息纪要显示，美联储内部对购债计划是否在2013年底退出产生明显分歧，美联储购债的退出将是美国全面推出超级宽松的前兆，令大宗商品长期承压。中国看起来是政策空间最大的经济体——利率下调及财政支出空间都很大，但由于中国经济

增长模式的不可持续性已经引起中央及国人的高度重视，主动调结构使得财政及货币政策空间也有限。所以，总体看来 2013 年可能出现的政策也主要集中在发达国家的进一步宽松上。但多轮宽松后的市场表现显示，宽松政策对商品的支撑越来越弱。后续市场更加关注在政策频出后实体经济实际的复苏情况。

总的来说，2013 年投资者将面临一个较为确定的政策环境，但却面临一个相对不确定的经济复苏形势。这种经济不确定性一方面源于中国政府调整经济结构的迫切程度（实际上是政策大方向确定情况下的节奏紧迫性），另一方面源于美联储政策在美国财政紧缩情况下的有效性。当前铜消费预期向好的背景下，经济预期与现实差距的张力将成为影响 2013 年铜价的重要因素。我们对 2013 年全球经济的基准预期是：全球经济增速与 2012 年基本持平或微弱走高，铜的消费将在此基础上预测。

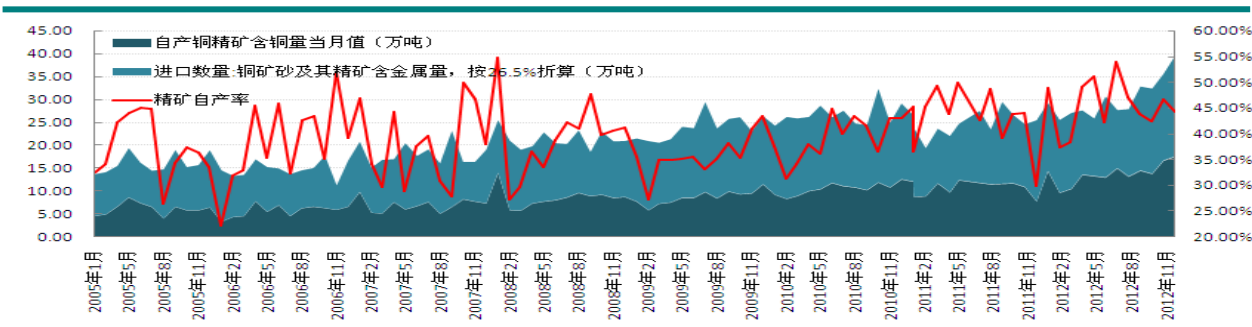
三、铜精矿供应现状及 2013 年展望——铜精矿供应加速

1、2012 年铜精矿供应状况

2012 年全球铜精矿供应走出了 2011 年罢工及天气恶劣因素造成的供应停滞阴影，增速明显加快。据估计 2012 年铜精矿供应 1275.6 万吨，同比增速达到 2.0%，而 2010 及 2011 年供应增速仅为 0.7%和-0.1%。分区域看，2012 年供应增速最快的为南美地区，接近 6.9%；其次为亚洲，增速为 3.6%，去年增速为下滑 6.6%，这主要源于中国和蒙古供应的加速。

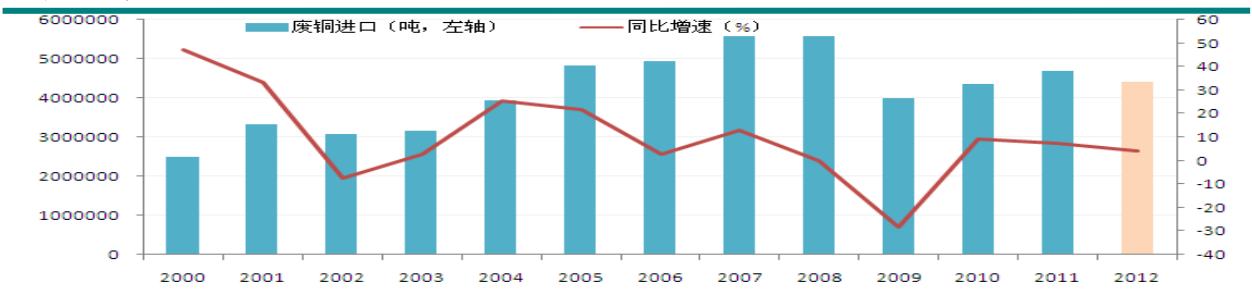
国内方面，2012 年 1-11 月进口铜矿砂及精矿约 688.59 万吨，比去年同期增长 18.16%，国内铜精矿供应显著增加，精矿自产率在 45%左右。

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

图表 4：中国废铜进口情况（2012 年为前 11 月数据）

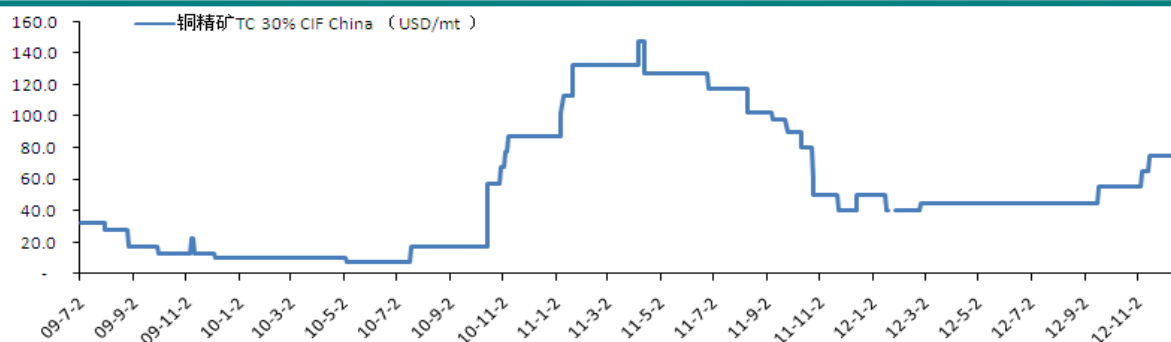


资料来源：中国国家统计局 海关总署 新湖期货研究所

而可以作为铜精矿补充的废铜 1-11 月份进口 441.61 万吨，比去年同期增长 4.10%，增速连续两年放缓。这一方面是由于欧美发达国家近两年经济疲弱，房屋新开工及其他新投资较低，限制了废铜的产出；另一方面，则是由于沪伦比较差，限制了进口。

由于铜精矿总体供应加快，加之中国需求疲弱，铜精矿加工费 2012 年有所回升。长单加工费基本维持在 60 美元/吨-63.5 美元/吨区间，现货加工费 (TC) 则攀升至 75 美元/吨。预计 2013 年长单加工费将上涨至 70-75 美元/吨。

图表 5: 远东市场现货铜精矿加工费走势

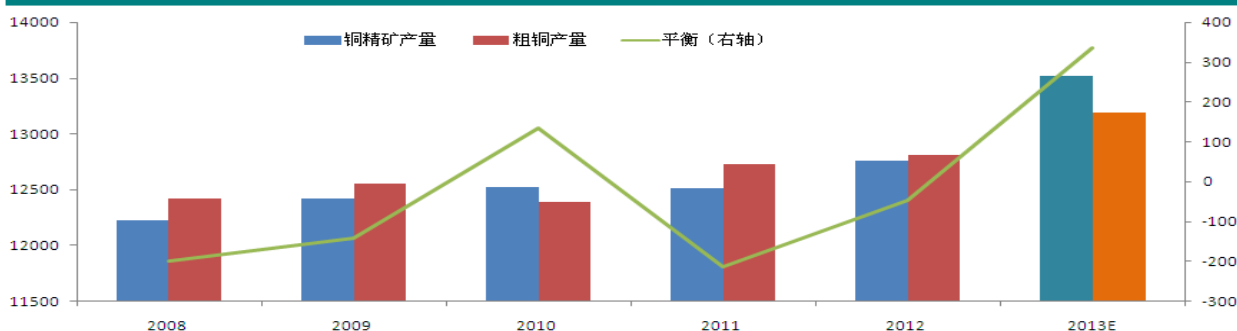


资料来源: 亚洲金属网 新湖期货研究所

2、2013 年铜精矿供应展望

由于金融危机期间被推迟的铜矿项目将在 2012-2015 年逐步投产，未来几年铜精矿供应增速将维持在 4%-7% 区间。据估计 2013 年铜精矿供应增速将继续快速提高到 6% 左右，达到 1352 万吨；而 2013 年粗铜冶炼增速即使跳高达到 3% (2012 年约为 0.6%)，也将使得整个铜精矿供求格局发生逆转，出现供应过剩压力，笔者预计在 33.5 万吨左右。如果 TC/RC 有利于冶炼商，这些过剩的铜精矿更可能通过转化为精铜体现出来，而这有可能挤压明年废铜的需求。加之随着美国房地产稳步复苏，令废铜供应将稳步增加，而铜精矿和废铜供应的增加将有助于沪伦比值的修复，令进口废铜供应增速有所恢复。

图表 6: 全球铜精矿供应及对应粗铜消费

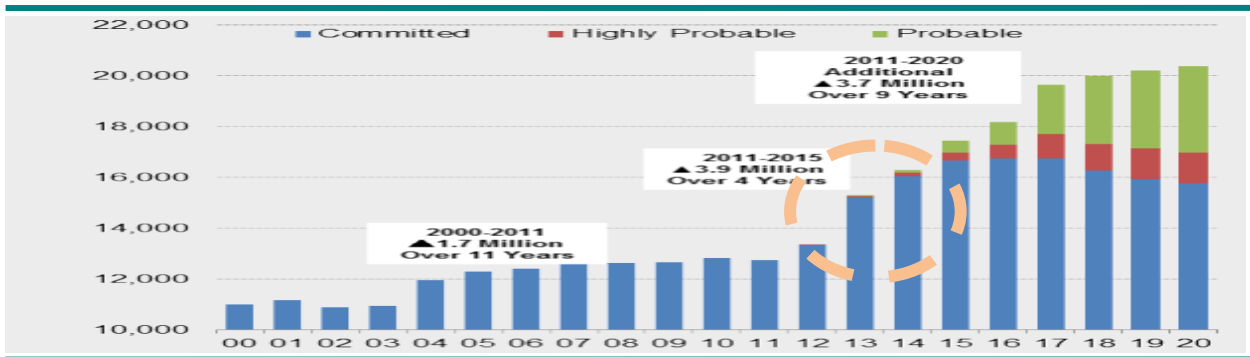


资料来源: CRU 新湖期货研究所

铜精矿供应方面的主要风险将集中在罢工、天气等不可抗力因素上。由于今年全球经济增长总体继续回落，而铜价也远离 2011 年的高位，这将使得矿工罢工的动力降低，但仍需密切关注。

当然，铜精矿供应也存在着品位下降、环保成本提高、熟练技术工人短缺等不利因素。但除了品位下降直接影响供应并不可逆外，其他构成成本的因素都是可逆的。这也就决定了铜和其他商品一样，成本是动态变化的，供求既可以影响商品价格，也可以通过价格反向调整长期成本。所以，笔者并不认同商品有所谓的成本支撑，故在此对成本问题不做过多讨论。

图表 7：全球铜精矿未来八年供应预测



资料来源：Wood Mackenzie, Teck

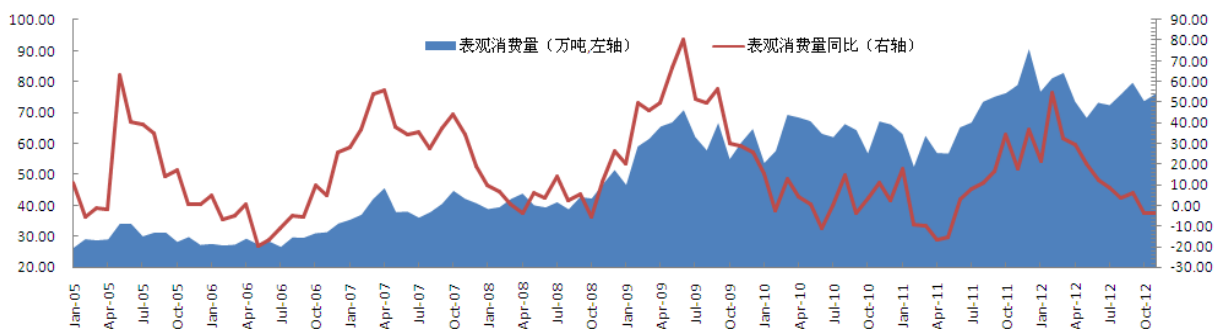
四、精炼铜供求现状及 2013 年展望——产能扩张与库存结构性失衡同在

1、2012 年精炼铜供求状况

2012 年全球经济总体走弱，特别是中国经济持续疲弱，三季度 GDP 增速降至金融危机以来的最低，这导致全球铜需求增长放缓。据 CUR 预估，2012 年全球精铜产量为 1977.1 万吨，消费 1963.9 万吨，全年过剩 13.2 万吨，2011 年过剩则为 30.5 万吨。

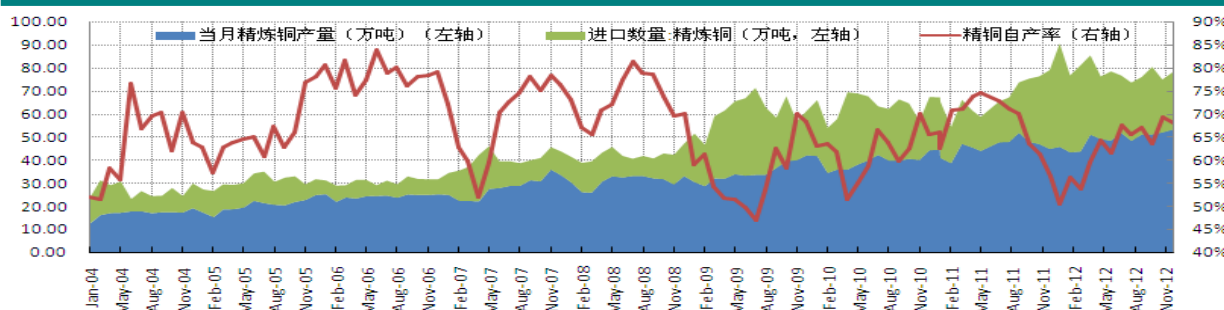
2012 年中国铜表观消费增速年初以来明显走弱，11 月份铜表观消费量为 76.16 万吨，同比下滑 3.58%。1-11 月份，铜表观消费累计为 834.44 万吨，同比增长 14.6%。尽管比价全年总体不佳，但精炼铜进口却大幅增加，这主要得益于国内货币环境偏紧及内外息差较大造成的融资需求旺盛，1-11 月份，国内累计进口精铜 316.32 万吨，同比增长 31.23%，其中不少沉积在保税区；去年全年进口同比下滑 3.52%。国内精炼铜 1-11 月份累计生产 549.55 万吨，同比增长 7.99%；2011 年国内精铜产量同比增速为 14.2%。

图表 8：中国铜表观消费月度变化



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 9：中国精炼铜自产及进口走势



资料来源：WIND 新湖期货研究所

2、国内冶炼环节现状及产能变动情况

根据我们的统计，2012 年国内新增粗铜冶炼产能 35 万吨至 442 万吨；新增铜精炼产能 125 万吨至 828 万吨。部分预计在 2012 年完工的项目推迟到 2013 年。2013 年预计新增粗炼产能 132 万吨，其中上半年预计新增不少于 30 万吨；预计新增精炼产能 163 万吨，其中上半年预计新增 70 万吨。

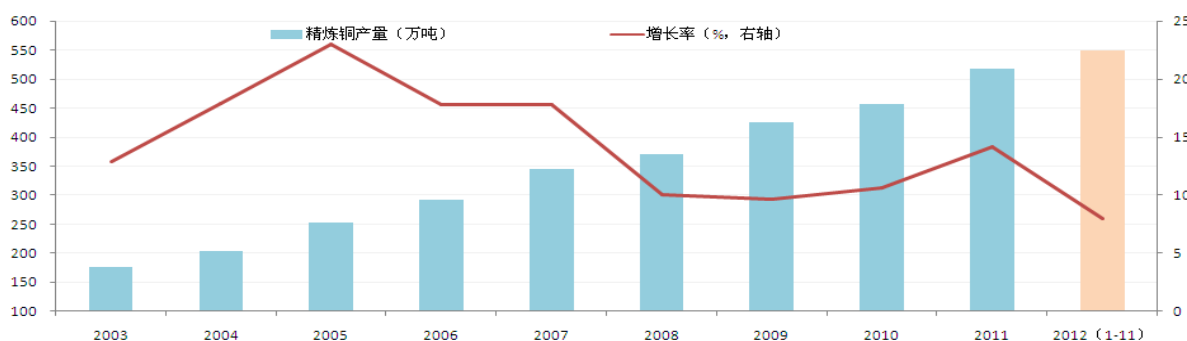
图表 10：国内铜冶炼产能变化及预测（单位：万吨/年）

	全国粗炼产能	全国精炼产能	粗炼产能/精炼产能
2010	347	580	59.83%
2011	407	703	57.89%
2012	442	828	53.38%
新增	35	125	
2013E	574	991	57.92%
预计新增	132	163	

资料来源：新湖期货研究所

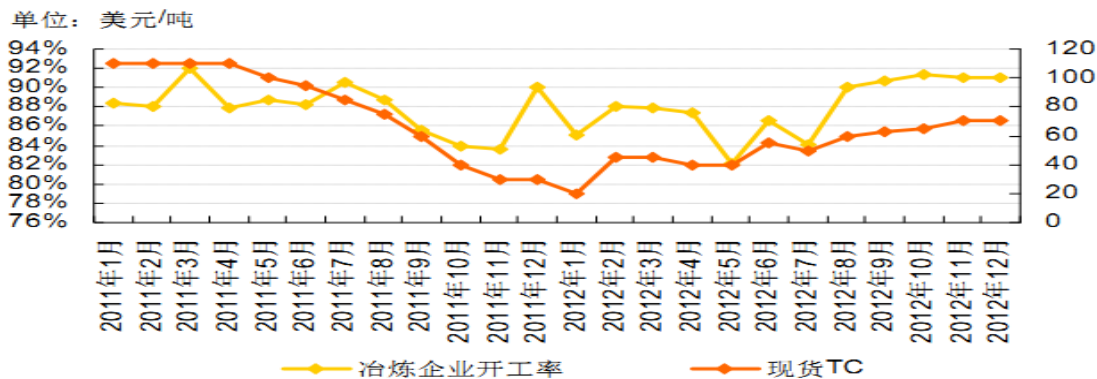
2012 年国内铜冶炼企业开工率随着现货 TC 的攀升而震荡走高。根据 SMM 的调研，2012 年国内铜冶炼企业的平均开工率为 87.95%，与去年基本持平。而随着 TC 的走高，8 月份后铜冶炼开工率总体在 90%以上运行。得益于此，精铜月度产量也连创新高，11 月国内精炼铜产量达到 53 万吨的历史最高水平。

图表 11：中国精炼铜年度产量及增速



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 12：中国精炼铜年度产量及增速

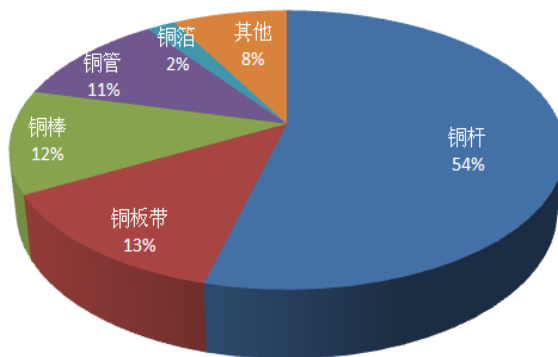


资料来源：SMM

3、加工环节现状及产能扩张情况

2012 年国内铜加工环节因需求疲弱及产能扩张较快，全年平均开工率较上年明显下滑。根据 SMM 的调研，铜材全年平均开工率为 68%，总体呈现前高后低；而 2011 年为 72%。其中铜杆开工率最高，约为 72%；铜管平均开工 70%；铜板带则低至 59%。

图表 13：国内铜材产量分布



资料来源：SMM 新湖期货研究所

根据我们的统计，2012 年铜杆产能约为 976 万吨。根据各投资项目计划，2013 年估计产能增加 306 万吨(包含 2012 年底建成尚未投产的项目)，其中上半年预计释放 144 万吨。根据现有项目信息，已有 541 万吨的项目将在未来 3-5 年内逐步释放。铜杆行业产能扩张如此疯狂，并不是下游线缆行业非常景气，而是铜杆项目相比其他铜加工项目具有投资少、产值大的特点。企业可以快速做大产值，并获得银行较高贷款额度，有利于融资；而地方政府为追求 GDP 增速也积极支持这类项目。但实际上，因下游订单减少及铜杆行业产能扩张迅速，铜杆加工费已经从 2012 年初的千元以上大幅走低，甚至部分新进入的大型企业将加工费降至 300-400 元/吨，远低于普通企业 500-600 元/吨的成本线，令行业竞争更加白热化。我们预计随着新增产能的进一步集中释放，2013 年铜杆行业总体开工率将进一步下降，加工费进一步承压，一些缺乏资金优势的企业将面临生存危机，行业在未来几年将会面临痛苦的洗牌。

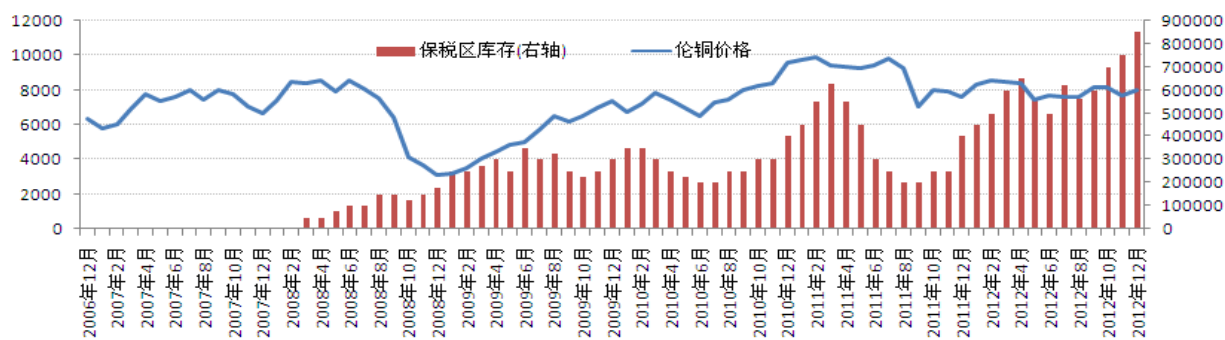
铜板带箔行业目前也处于产能明显过剩状态，全年开工率仅有 59%。但是，其产能扩张也仍在进行，估计 2013 年产能扩张 17 万吨左右，未来 3-5 年内产能计划扩张达 70 万吨左右。铜管行业 2013 年产能扩张较慢，未来 3-5 年内产能计划扩张 20 万吨左右。

总体看，目前铜加工行业的产能扩张速度远高于冶炼环节，而下游消费增速更是跟不上加工扩张速度，这就导致了加工环节非常低的产能利用率及低库存。

4、2012 年国内外铜库存情况

表观消费总体大幅增长与实际消费不振共存，决定了国内铜库存总体高企是必然结果。据估计 2012 年国内铜社会库存约为 330 万吨，主要分布为保税区约为 85 万吨，SHFE 库存 20.5 万吨，国储局约有 100 万吨，其余分布在冶炼、加工、私人存储和运输材料等环节。总体看，国内铜库存主要增加在保税区库存，2011 年底保税区库存仅有 40 万吨左右。

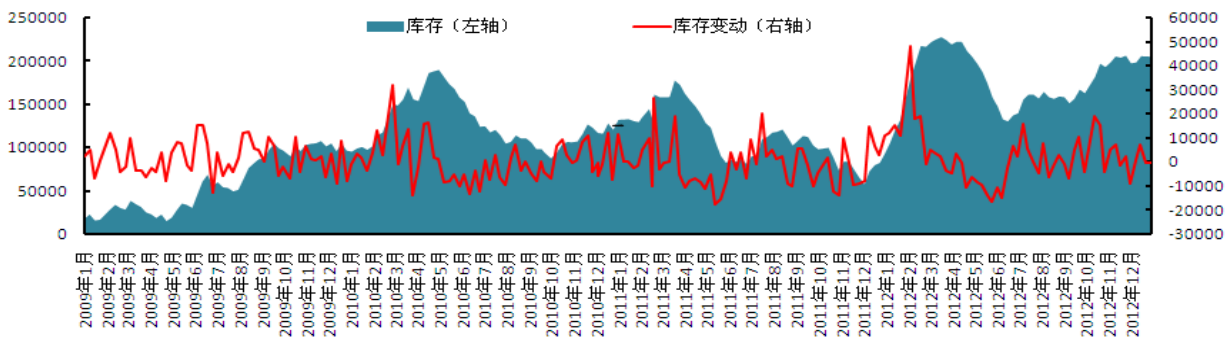
图表 14：保税区库存走势



资料来源：WIND 新湖期货研究所

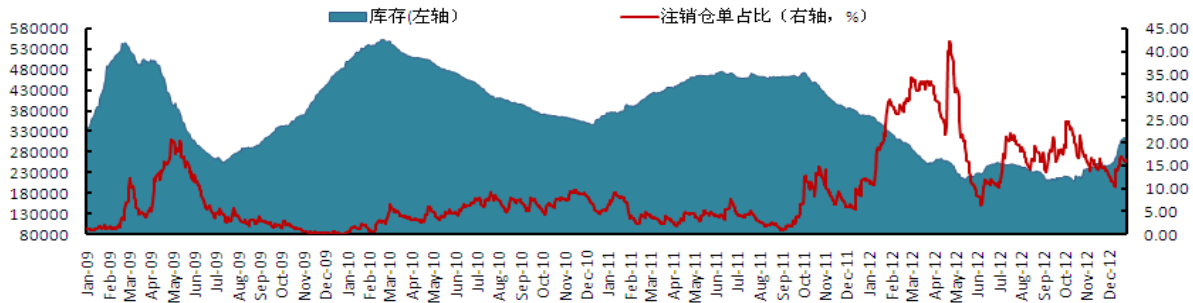
据估计，保税区铜库存有 70%用于铜融资，即有约 60 万吨铜因为处于融资环节而被冻结，难以进入流通环节。总体看，实体铜产业链库存水平较低，在经济逐步回暖预期下产业链补库可能催生大量铜需求。当然，不断刷新历史新高的保税库存就像一个堰塞湖，其崩溃也将给市场带来巨大冲击。由于 2013 年国内外息差仍会较高，且中小企业融资仍会比较困难，笔者认为保税区铜库存将会继续增加，并且 2013 年流入实体的压力不大。但是其潜在的巨大风险仍值得投资者密切关注。

图表 15：上期所铜库存情况



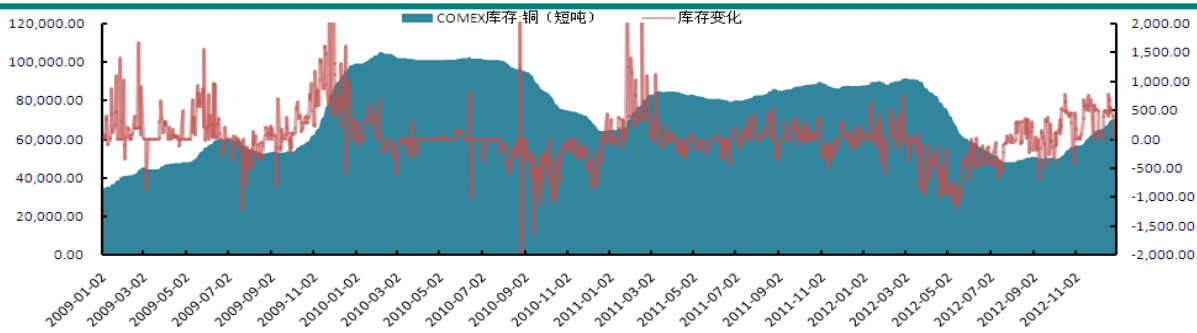
资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 16：LME 铜库存情况



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 17：COMEX 铜库存情况



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 18：国内外主要铜仓库年度库存变化（单位：吨）

	SHFE	保税区	LME	COMEX (短吨)
2012	204773	850000	318050	70612
2011	93219	400000	370900	87938
变化	111554	450000	-52850	-17326

资料来源：WIND 市场信息 新湖期货研究所

从国内外主要铜仓库年度库存变化可以看出，中国（交易所及保税区）库存明显走高，而 LME 及 COMEX 则有一定下滑，凸显国内消费低迷及融资需求的旺盛，令国外闲置铜多流向中国。但是从近几个月的环比走势看，外盘铜库存都有明显走高迹象，这似乎与美国经济总体趋暖、欧洲债务问题大为缓解的宏观环境不符。由于 LME 绝大部分铜库存被某贸易商所控制，笔者认为其库存近期的明显走高更多为机构的市场操控行为。

五、终端消费现状及 2013 年展望——消费温和增长，铜迎来过剩变局

图表 19：各终端行业消费占比情况

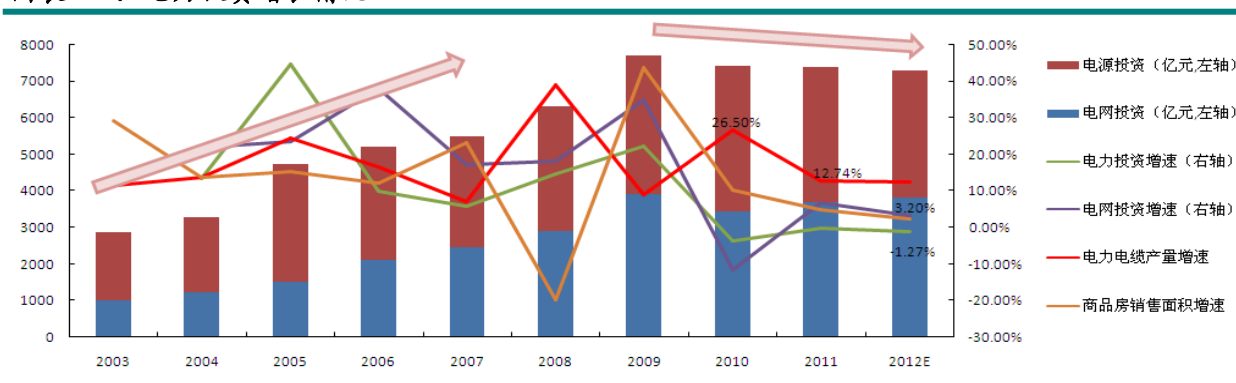
铜消费行业	工业电力和设备	电力设施	建筑	家电及附件	汽车	其他
消费占比	27%	17%	20%	16%	7%	13%

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，用铜增速稳中趋降

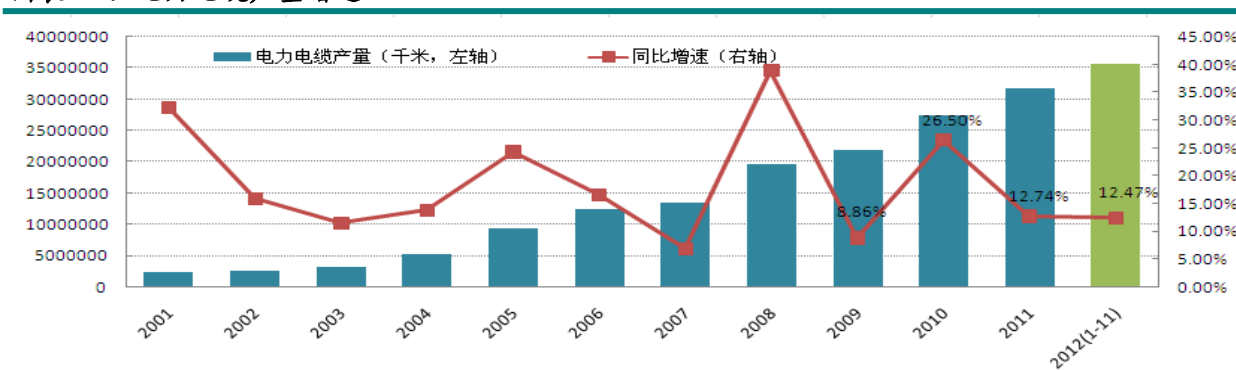
电力投资近几年从高位回落。2009年中国电力投资绝对额、商品房销售面积增速均达到历史顶峰，之后开始回落。我们认为这一趋势将持续数年。一是，中国对农村电网的集中改造已经接近尾声。二是，中国需要大量基础设施投入以刺激经济的阶段难以重现，更不可持续。另外，电力投资对铜需求的拉动效应也将降低。这主要是因为“十二五”时期对电网的投资更多侧重于高压特高压电网及智能电网，其对线缆的需求更多体现在钢芯铝绞线及输变电设备上。统计数据显示，电力投资1-11月份累计为6200亿元，与去年同期基本持平；其中，电网投资3179亿元，同比增长2.09%；电源投资3021亿元，同比增速下滑2.03%。从电力投资结构看，电网投资占比逐步增大，2012年占比超过50%。2013年电力投资在总规模稳定的情况下继续向电网倾斜，电网投资增速将会在电力总体投资增速停滞的情况下维持小幅增长，其对铜需求增速的拉动也将主要起到稳定器的作用。

图表 20：电力投资增长情况



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 21：电力电缆产量增速



资料来源：WIND 新湖期货研究所

2、家电行业因房屋销售回暖及内需刺激政策将企稳反弹

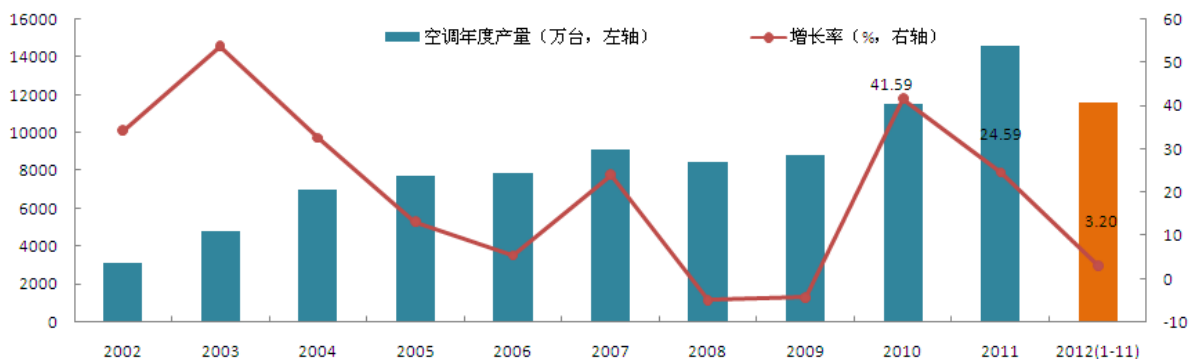
2012年1-11月份，主要用铜家电产品产量增速较2011年同期增速放缓明显。其对铜消费的拉动今年也受到明显拖累。我们预计随着2012年下半年及2013年刚需购房经压抑两年阶段性释放，以及家电行业去库存完成，家电行业在2013年产量增速将会企稳反弹。其对铜的需求也将有所恢复。

图表 22：2012 年电冰箱、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 23：2012 年空调产量增速大为放缓

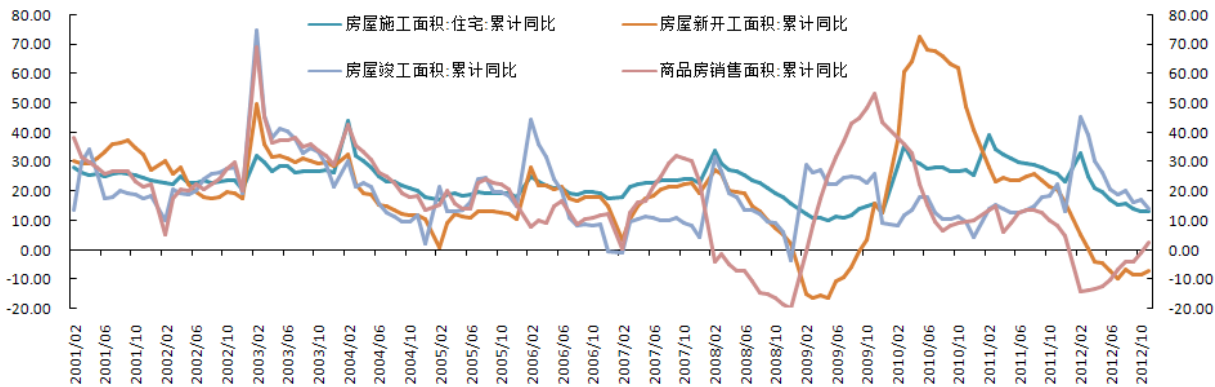


资料来源：国家统计局 新湖期货研究所

3、房地产及建筑行业阶段性企稳

2012 年下半年国内房地产市场持续回暖，房屋销售逐月反弹，房屋价格总体也开始回升。这主要是在长期房地产调控政策下，因价格未出现明显下跌，而新政府换届在即，政府也不断通过新批投资项目来稳定经济，令刚需盘对房屋价格预期产生逆转，并在年前开始大量入市。而土地市场也开始活跃，开发商拿地积极，“地王”频现。

图表 24：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

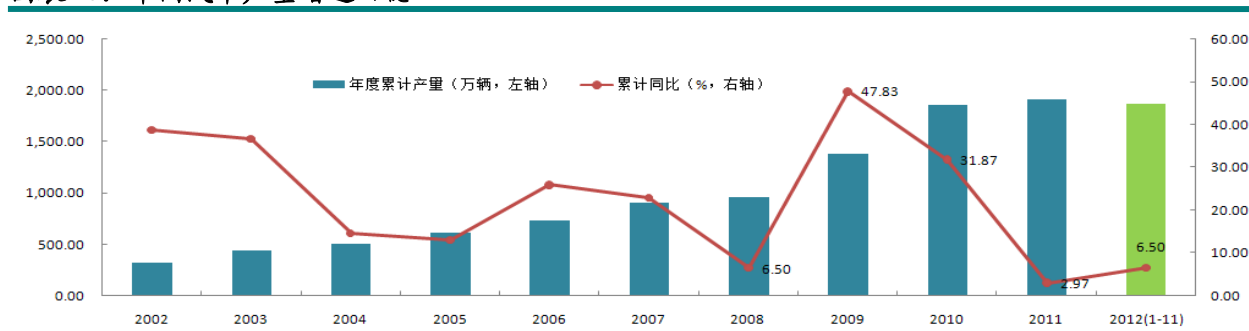
由于 2013 年房地产调控政策仍将持续，而如何“城镇化”目前政府尚未有统一认识，

预计在两会后将会出台相关政府规划，对城镇化进行顶层设计。目前看，新型城镇化将不会是大拆大建的老路，其重点将会在户籍改革和已进城务工人员的融入上。笔者认为2013年房地产投资会有温和反弹，房屋销售前高后底，房地产及建筑对铜需求的拉动的增速较今年温和扩张。

4、交通运输行业将进入中速平稳增长阶段

2012年前11个月国内汽车产量增速累计同比增长6.5%，显示汽车行业正从危机后的消费提前释放及汽车限购造成的消费低迷中走出。考虑到国内汽车产业产能过剩及压库现象的存在，2013年汽车产量增速料能在2012年的基础上有所增长，但难有大幅跃升。

图表 25：中国汽车产量增速回稳



资料来源：wind 新湖期货研究所

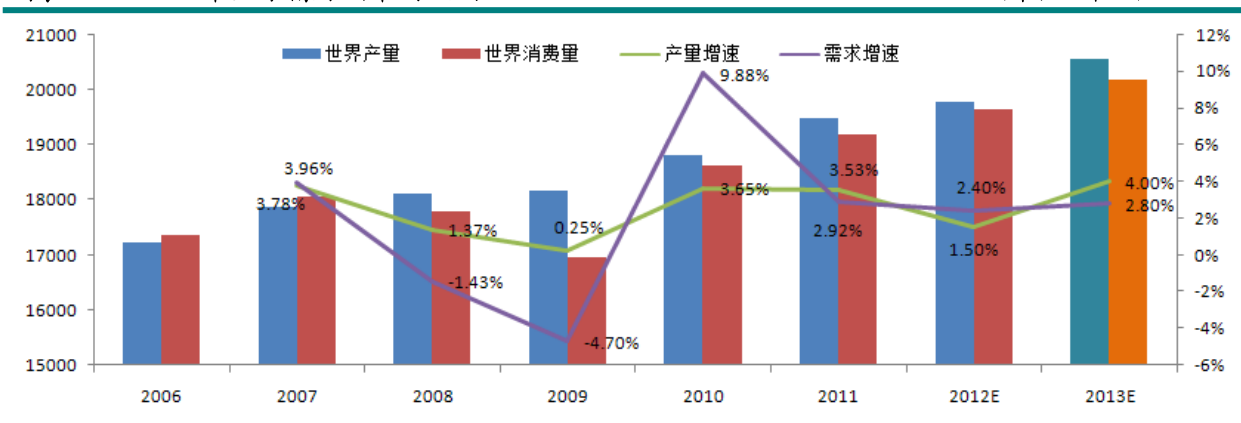
另外，2012年国家发改委批准了地方政府大量城轨项目。由于主要为地方项目，考虑到地方财政的困难，笔者认为这些项目总体资金到位情况会较为缓慢，并且这些项目工期本身较长，故难以短期内给铜消费带来较大拉动。高铁投资也将会对铜消费起到一定正面作用。轨道交通总体将会拉动交通运输行业对铜消费的温和增长。

5、2013年全球及中国精炼铜供求平衡预测

2012年全球铜消费预计在1963.7万吨，同比增速为2.4%。占消费最大比例的中国消费约为797万吨，同比增长4.5%。根据我们对国内外经济形势及国内主要铜消费行业的展望，我们对基准情境下2013年全球及中国精炼铜供求平衡的预测如下：

图表 26：2013年全球精炼铜平衡预测

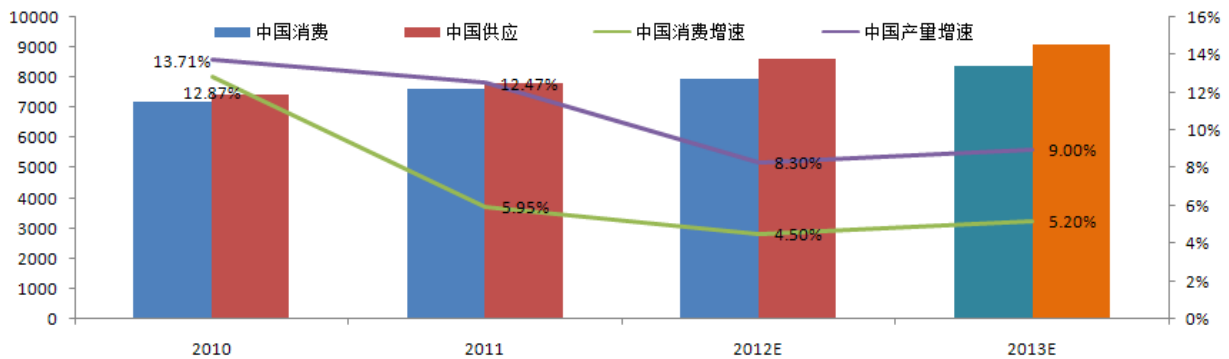
(单位：千吨)



资料来源：CRU 国家统计局 新湖期货研究所

图表 27：2013 年中国精炼铜平衡预测

(单位：千吨)



资料来源：CRU 国家统计局 新湖期货研究所

根据我们的预测，全球 2013 年铜供应继续过剩，约为 37.5 万吨；2012 年过剩 13.4 万吨。2013 年中国铜供应过剩量将达到 72.6 万吨；2012 年为过剩 64 万吨，并接近 2009 年 75 万吨的过剩水平。过剩增加主要源于供应增速将明显高于需求增速。

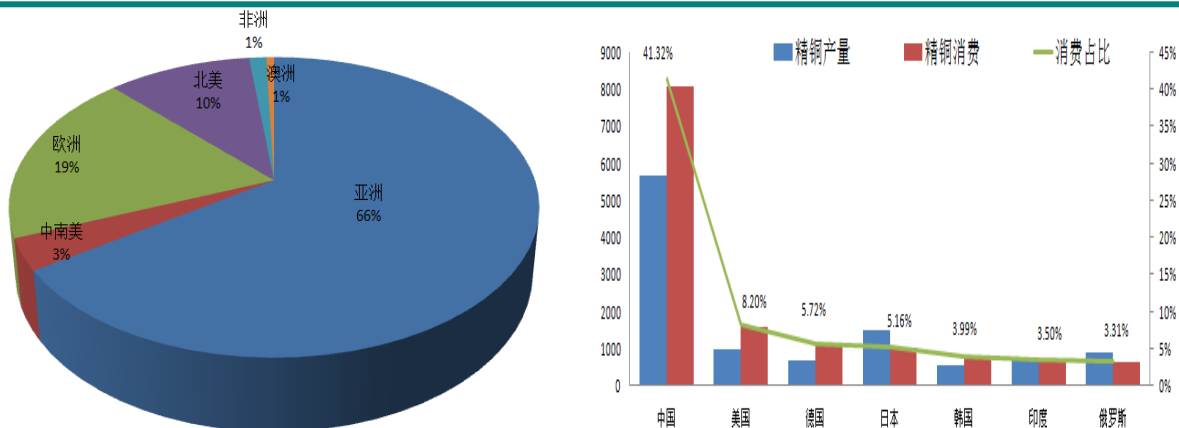
六、铜产业链三大结构性矛盾及对铜价影响分析

根据上文对铜产业链各环节的分析可以发现铜产业链目前存在着三大结构性矛盾，即

1、铜精矿供应加速与终端需求减速的供求格局逆转

如果说前两年供应小幅的过剩主要源于需求的疲弱，那随后几年的过剩将主要是由于铜精矿供应增速过快，而消费增速高位回落后总体平稳所导致的过剩。这种过剩局面在全球没有新兴工业增长点前是不可逆转的。中国所谓 4 万亿类大规模投资不可能再现，而其他新兴发展中国家目前也没有能力取代中国铜消费大国的地位；美国铜消费占比已经低至 8% 水平，其制造业回归即使加速也难以对全球铜消费带来明显影响。这就决定了即使不考虑经济继续下滑因素，铜未来 3-5 年供应过剩的大格局已经难以逆转。这决定了铜价长期趋势同样不可逆转地向下。

图表 28：2012 年全球精炼铜消费分布



资料来源：CRU 国家统计局 新湖期货研究所

2、铜加工环节产能扩张明显快于冶炼环节的矛盾

上文分析了铜杆行业在 2013 年产能增加达 306 万吨左右,这一产能扩张速度明显高于冶炼环节的扩张速度。尽管铜杆行业竞争已趋于白热化的现状将进一步压低行业产能利用率,但部分新增产能更多为融资目的,其受加工费下滑影响不大,故如果集中投放将会造成铜需求的阶段性快速增加,给铜价带来支撑;特别是如果明年春节后市场对总体经济过于乐观,主动增加开工水平,则有可能造成国内铜供应的阶段性紧张。

图表 29: 中国铜杆产能扩张速度远快于精炼产能扩张 (2012 年建成未投产项目算入 2013 年, 单位: 万吨)

	全国铜杆产能	全国精炼产能	铜杆产能—精炼产能
2012	976	828	148
2013E	1282	991	291
全年预计新增	306	163	143
上半年预计新增	144	70	74

资料来源: 新湖期货研究所

为进一步分析,笔者将铜杆及精炼铜产能释放进一步细分,发现 3-6 月份铜杆产能释放约为 144 万吨,如果按其 72% (SMM2012 年调研的铜杆行业开工率,新项目投产开工实际上会明显低于此水平)的开工率计算,每月将新增铜需求 8.64 万吨左右,即 3-6 月份新增精铜需求约为 35 万吨左右。而国内冶炼厂上半年将新增精炼产能 70 万吨左右,如果按当前冶炼环节 90%左右的开工率计算,每月可新增铜供应 5.25 万吨,3-6 月份可新增精炼铜供应 21 万吨。可以看出,如果静态地看,铜杆新增需求将因精炼环节增速相对慢而每月将产生约 3.4 万吨的供应缺口,3-6 月总缺口约为 14 万吨。由于上期所库存目前在 20 万吨的历史高位水平,而保税区也有近 30%的铜为非融资铜,合计约 25.5 万吨,这些铜足以满足铜杆因产能扩张快于冶炼缓解造成的短缺。

而 306 万吨新增产能中包含 79 万吨 2013 年底建成,2014 年产能才会释放。也就是说 2013 年真正可能会形成铜需求的新增产能约为 227 万吨左右,其中上半年占 144 万吨,占全年释放量的 63%。而下半年铜精矿产能集中释放以及在上半年的竞争压力下铜杆开工率将进一步走低,这使得下半年产能释放对铜供求造成的冲击将主要集中在上半年。并且随着铜杆行业的扩张,一些落后产能将被淘汰,一些项目也可能被推迟,令未来铜杆产能快速扩张对铜需求的压力降低。

这就决定了铜杆产能的集中释放将更多影响明年上半年的铜供求。同时,其在中短期也难以逆转国内铜供应过剩的局面,对铜价的支撑作用有限,难以造成铜价的逆转,但不排除造成阶段性的中级别反弹。另外,由于铜杆扩张产能并非实际需求所致,这可能导致铜杆环节也会形成较大的社会库存,并最终导致对精铜需求的明显下降,但这可能需要一年以上的的时间。

3、产业链低库存与社会高库存固化的矛盾

目前铜冶炼、加工及消费环节,总体上处在去库存化的末期,库存水平较低。一旦年

后如果消费回暖或者预期回暖造成产业链补库，将会催生大量铜需求。但是中国高达 330 万吨的铜社会库存，有相当部分固化在保税区（约 60 万吨）、国储局（100 万吨）以及产业链各环节。根据 CRU 的测算可用为铜供应的库存约为 120 万吨，相当于 8 周的消费，但这不可能迅速流入市场。由于目前企业总体资金成本仍较高，而消费并未实质见好，这将导致补库行为更多为预期所致，且较为温和；其对铜价的影响也将是正面的，但难造成长期过剩格局的逆转。但是如果明年两会对经济增长定位较低，或者中美四季度 GDP 数据及 1、2 月份经济数据并未能呈现持续向好，可能导致补库不但不会发生，反而延续当前的去库存过程。

对于矛盾 2 和矛盾 3 的分析笔者是分别进行，但如果两者同时发生，其叠加效应可能令铜价中短期内有更大的冲高动力。实际上矛盾 2 的发生是大概率事件，但目前社会库存足以应付；矛盾 3 的发生则取决于企业对消费的预期或现实消费的转暖。

七、2013 年铜价走势判断及操作策略

从基本面角度看，以上三大矛盾决定了铜价在上半年，特别是一季度将以利多因素占据主导，价格可能总体偏强；但考虑到美国财政悬崖及债务上限的解决将延续到 2 月份，如果出现利空，将令基本面的偏多对铜价的支撑减弱。而 3 月份以后的大半年时间市场将以中美经济向好预期与现实的偏离程度为主导因素来修正铜价。如果经济持续向好导致补库和铜加工产能集中释放叠加，则可能导致铜价新泡沫的吹起；进入到下半年，特别是 9 月后，由于铜精矿供应加速释放，铜中长期过剩格局将令铜价延续熊市格局。

笔者对 2013 年的铜价走势分基准情景、乐观情景、悲观情景三种情况进行了预测，为投资者在分析宏观及基本面的基础上制定投资策略作为参考。

图表 30：2013 年铜价走势情景分析（单位：美元/吨）

情景	发生概率	全球经济		美元	铜补库	铜价（以伦铜电三为基准）			2009-2014 年铜市形态猜想
		中国	美国			高点	低点	年均价	
基准情景	70%	温和复苏，经济增速较 2012 年有小幅增长。		因欧债问题缓和，美联储持续宽松，且美财政悬崖及债务上限问题长时间博弈而总体呈现先抑后扬走势	上半年微弱补库	8800	6500	7500	诱多后下行的头肩顶
乐观情景	10%	中国投资再度发力，GDP 增速 8% 以上	减支增税未造成影响，GDP 增速 2.2% 以上	美国财政悬崖问题解决后，美国投资及消费明显增长，导致美元回流，美元总体震荡偏强。	强烈的补库需求	9400	7600	8200	双顶或多项形态
悲观情景	20%	中国积极进行结构调整，GDP 增速弱于 2012 年	减支增税造成影响超过预期，GDP 增速继续下滑。	全球经济二次探底及货币政策失效导致美元避险需求大增，总体呈现强势，走势上则为先震荡后强势走高。	继续去库存，去产能，去杠杆	8400	5600	7000	较标准的头肩顶

资料来源：新湖期货研究所

可以看出，三种情景中有两种（基准及悲观）情景下铜价年均价较 2012 年向下，这决定了在投资策略上一季度震荡偏强，上半年总体维持震荡思路；随着临近下半年，在远月抛空较为理想。在具体操作上，投资者可根据全球经济，特别是中美经济变化对铜产业链三大矛盾造成的影响进行操作。具体要关注两个重要事件节点：一是 2013 年 3 月前后，这段时间美国两党讲究减赤和债务上限进行最终的博弈；中国方面则召开两会，定调未来经

济政策和城镇化规划。二是 2013 年 10 月前后，这段时间中国将召开十八大三中全会，定调未来近十年的发展路径；而德国也在 9 月大选，大选后会否造成欧洲政策转向也需注意。2013 年对铜的投资需更多注重经济变动导致的基本面的变动；政策面变化将会减少，其利多变化对铜价的支撑也将减弱，但利空变化却能加强铜价下行压力。

八、2013 年影响铜价的超预期因素提示

尽管 2013 年总体宏观环境不确定性降低，但仍需关注以下可能的尾部风险：

1、英国退出欧盟。目前英国与欧盟在财政统一及银行系统监管等重大问题上的分歧越来越大，其国内民众也有脱离欧盟的呼声，而欧洲大陆国家民众也日益对英国的“拖后腿”表示反感，英国在 2013 年进行公投以决定是否推出欧盟已不是不可能。

2、法国陷入债务危机。法国经济日益走弱，而奥朗德谋求加税；法国 AAA 评级已经被剥夺，法国会不会在经济日益恶化的压力下成为下一个在国债市场上被狙击的猎物呢？

3、美国因减赤及增税经济明显下滑，带领全球经济二次探底。

4、中国在全球主要发达国家持续放水的压力下，被迫连续降息，并压低汇率。

5、铜矿开采遭遇罢工、自然灾害等不可抗力的影响，令 2013 年平衡表再度偏紧。

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

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：郑州市未来大道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1808、1809室
邮编：266071
电话：0532-85790036
传真：0532-85796000

上海营业部

地址：上海市浦东新区世纪大道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

深圳营业部

地址：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2406室
邮编：518035
电话：0755-23811813
传真：0755-23811800

海口营业部

地址：海口市龙华区国贸大道2号海南时代广场15层
邮编：570125
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：310020
电话：0571-87782180
传真：0571-87782193

长沙营业部

地址：长沙市天心区芙蓉中路二段198号新世纪大厦1701-1704
邮编：410015
电话：0731-82772266
传真：0731-82776031

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

成都营业部

地址：成都市青羊区锦里东路2号宏达大厦23楼B2
邮编：610031
电话：028-61332568
传真：028-66154680

太原营业部

地址：太原市小店区长风街705号和信商座32层3220-3223
邮编：030006
电话：0351-2239777
传真：0351-2239771

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。