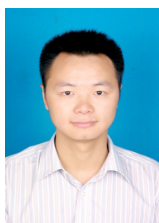


C浪延续，龙年期铜还需蛰伏

金属部



朱世伟

010-85113156

13811765964

zhushiwei@maozong.com

摘要

1. 2011年铜价前高后低，震荡下行，展开大C浪序幕。在以欧债风险为主线的宏观因素和以铜矿紧张为核心的供需因素两者博弈下，铜价年内演绎三轮暴跌，期间不乏多次强劲反弹，总体表现为熊市震荡下行的格局。

2. 欧债、美债困扰欧美经济；日本尚未从地震中恢复元气；新兴经济体面临热钱退潮现象，经济增速放缓；地缘政治争端如伊朗事件等。然而从通胀水平来看，摸顶回落趋势形成；从制造业来看，多国触底回升之中。形势错综复杂，但笔者认为更多可能是后危机（衰退）时代到来，而不至于二次见底。

3. 美元强势时代到来。美国经济复苏将好于欧、日，同时新兴经济体面临经济放缓，美元指数强势时代即将带来；受美元走强影响，商品价格将受到强力压制。

4. 全球铜市逐渐转宽松中国消费总体不再给力，消费援军迟迟不来。未来几年精铜产量增速将逐渐高于精铜消费增速，全球铜市逐渐转向宽松。2011年头号耗铜大户中国的铜消费增速显著放缓。虽中国电网投资仍将高增速运转，但电力投资开始下滑，同时下游消费如房地产、家电等将面临增速放缓甚至萎缩的状况。其他消费国来看，发达国家铜消费稳定，难有亮眼表现；新兴经济体消费尚处于低位水平，几年内不足以形成强劲的消费援军。

5. 技术上来看，熊市格局形成，延续大C浪走势。2012年铜价将先涨后跌再横盘，以震荡为主，震荡重心逐渐下移，同时依托一些重要点位形成阶段性阻力或支撑效应。

部分已发表文章：

《唐僧师徒炒期货》系列；

《期市红楼梦》系列；

3月：消息层出利空铜，日本地震破而立？

5月：铜价反弹是多单出逃机会；

7月：大C浪蔓延，谨防强劲反弹；

9月：宏观风险累积，铜价步步惊心；

10月：铜价熊市格局，有阶段性反弹需求；

12月：时间换空间，铜价振荡延续；

.....

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断，并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

第一部分 行情回顾

2011年铜价前高后低，震荡下行，展开大C浪序幕。在以欧债风险为主线的宏观因素和以铜矿紧张为核心的供需因素两者博弈下，铜价年内演绎三轮暴跌，期间不乏多次强劲反弹，总体表现为熊市震荡下行的格局。

图 1：2011 年伦铜走势图



资料来源：文华财经、永安期货研究院

伦铜破万点，高处不胜寒

一季度期铜先横盘后冲高，创历史高点 10190 美元/吨，随后高位宽幅震荡。铜价高企令中国消费商心灰意冷，下游消费商普遍消化库存为主，即便买货也按订单进行。同时铜价上扬使得隐形库存持续消耗，持货商显得惜售，现货交易相当清淡，现货贴水幅度也较大。中国持续加息和提准收紧国内流动性动摇商品尤其是铜市，因中国是最大消费国。随后日本大地震引发全球金融震动，避险情绪上升，资金开始流出商品市场。长达一个季度的高位盘整消磨大多数投资者耐心和精力，LME、SHFE 铜持仓量持续下滑，加上 SHFE 采取日内交易双边收费的临时规则，导致沪铜市场交投非常清淡。

一熊西来化 C 浪

进入四月后，中国通胀持续升温，CPI 同比值超 6%，全球经济复苏放缓，美联储 QE2 政策遭受质疑，全球流动性下降的预期增加，中国保税区传闻超 60 万吨库存铜积压，中国甚至出现单月出口精铜 4 万余吨。高盛发布报告称商品面临回调压力，原油率先暴跌，引领大宗商品下跌。随后希腊、爱尔兰的债务问题再度浮出水面，这令 4 月跌势延续到 5 月上旬。此轮暴跌跌幅达 15%，伦铜跌至 8500 美元，沪铜跌至 64200 点。此时也出现难得一见的跨市进口套利窗口打开，这无疑吸引中国进口铜，使得保税区巨额隐形库存得以喘气交税入关。这段走势，铜大 C 浪行情初露苗头。

希腊借款以新债抵旧债暂时缓解违约风险，随后旺季消费支撑铜价，国内现货出现升水，

虽 LME 库存持续回升，但注销仓单开始攀升，且 SHFE 库存大幅削减。这令铜价反弹并持续到 5 月底，伦铜承压 9300 点，沪铜承压 69000 点。反弹中两市持续减仓缩量，为后市震荡埋下伏笔。到 6 月后，欧债扩散到葡萄牙，且欧债规模之大、债务问题之严重在市场面前初露峥嵘。期间欧洲以德法为首多次协商救助机制，尤其要求债务国削减赤字和紧缩财政，但争论不断，实际动作很少。此时美国国债上限风险也逐渐成为市场焦点。下游消费稳步回升支撑现货，由此衍生了长达一个月的铜市罕见的“窄幅”震荡，震荡区间在 8850-9200 点或 67000-69000 点。

6 月底，主要宏观风险的预期逐渐明朗化，中国紧缩步伐放缓，CPI 可能即将见顶，美联储维持宽松货币政策，希腊债务并未重组但再度获援助而风险展期。市场压制已久的多头热情集中释放，令铜价向上突破震荡区间，奠定反弹基础。虽同期较多新的宏观风险浮出水面，如中国地方债务风险、保障房开工不足、中小企资金紧张，还有全球经济放缓，葡萄牙债务危机等。但新生宏观风险仅露冰山一角，尚未对市场产生显著指引作用。救援机制将欧洲债务危机再度展期，同时美国债务上限达成协议，市场避险情绪削减风险偏好上升，此轮反弹再度濒临 9900 美元 /73000 元的高位水平。反弹实为更好的抛空机会。

随着行情反弹，欧债风险再度恶化，国家评级屡次下调至垃圾级，同时美国遭受标普将 AAA 评级下调为 AA+，而 8 月亦是相对淡季，下游消费放缓，开工率下降，库存回升。宏观和供需两方面利空压制令铜价走出第二轮暴跌，沪铜在短短 10 天内暴跌近万点，伦铜暴跌 1500 美元，跌幅约 14%。基于 FED 维持低利率政策到 2013 年以及可能推出 QE3 的预期，加上债务国家做出的一些努力，市场信心好转，8 月底铜价小幅反弹。

然而核心问题依然未解决，欧债再度成为主角。9 月内风险急剧恶化，首先是多国制造业 PMI 直接跌破 50 点分界线，经济衰退二次见底的忧虑大增，同时希腊违约概率飙升，其 1 年期国债收益率超 20%！市场预期的美国 QE3 政策被“扭转操作”代替，同期中国坚决控通胀，将信用证、保证金等纳入存准金的收缴范围，从而冻结资金达 9000 亿元，同时调控房地产决心不变。风险累积集中爆发，资金避险情绪攀升，金融属性大举衰退，铜价连续暴跌，甚至没有像样的反弹。沪铜最低跌至 51500 点，伦铜跌至 6636 美元，此轮跌幅达 25%。暴跌行情彰显了熊市大 C 浪狰狞的一面！

熊市不是只会下跌的

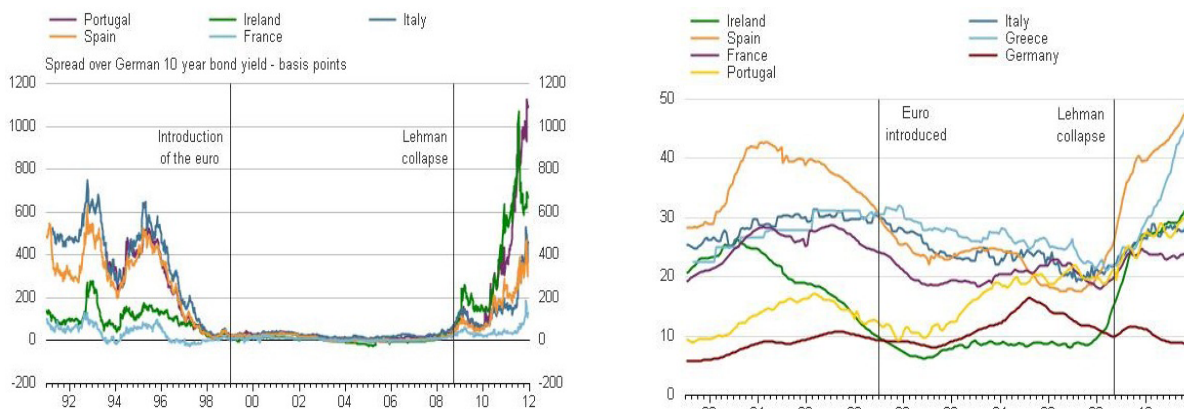
国庆后，铜价在 5 万元一线得到产业认可，矿商开始惜售铜精矿，压低加工费；现货商积极入场做多，同时套利窗口再度打开吸引大量跨市点价操作，伦铜率先企稳。即便希腊不得不“有序违约”50%，四季度内，宏观经济多空交错。EFSF 虽不断扩容，然而在范围不断扩大的债务野火和债务规模面前犹如杯水车薪，欧央行坚决不发欧元债券的决心封杀了欧元区执行量化宽松政策的可能，债务国家极不情愿勒紧裤腰带，交叉持债令债务风险烧至意大利，彻底震动全球。不过虽欧债持续困扰市场，四季度并无大规模到期债务；欧盟达成财政联盟协议，以及欧央行通过 LTRO 为 523 家银行提供 4892 亿欧元三年期贷款，以缓解银行拆解压力。可以说，欧债风险暂且消停。利好的是，中国通胀水平显著回落，货币政策紧缩步伐放缓，微调趋适度放松，12 月 5 日，中国央行下调存款准备金率 0.5 个百分点，为三年来首次。同期美国经济数据亮丽，在制造业、房地产、失业率等方面都出现显著的走好，提振市场信心。因此，宏观因素和供需因素的博弈不相上下，从而造就四季度反弹后区间震荡的走势，并形成一个大收敛三角形，震荡区间 7000-8000 美元或 52500-60000 元。这也展示了大 C 浪跌宕起伏、连绵不绝的另一面。

第二部分 焦点分析

一、欧洲年老色衰了吗？

欧洲的情况有多坏？看看欧元区各国息差分化现象，如图2（左）。欧元区各国息差在欧元引进之前分化严重，引进后则高度融合。2010年希腊、爱尔兰、葡萄牙息差飙升，2011年意大利、西班牙、比利时也陷入危机，息差分化情况比欧元引进之前更加分裂。

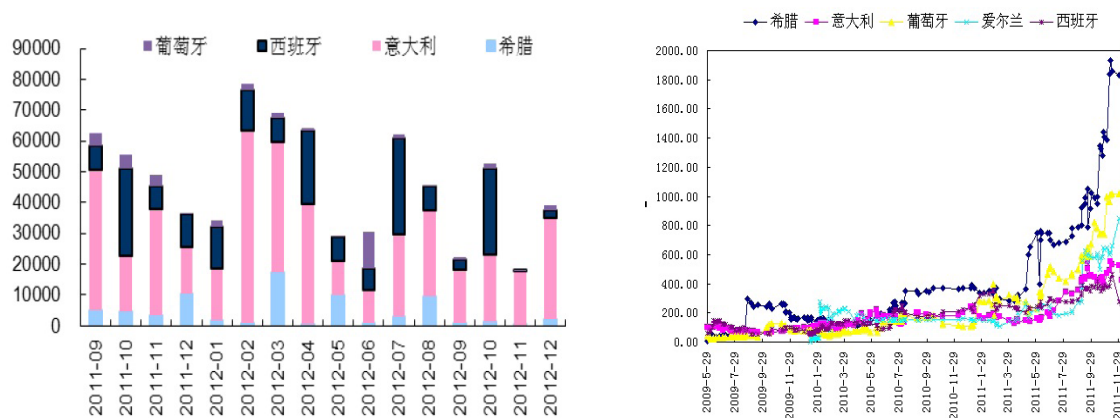
图2：欧元区各国10年期国债息差（左）和欧元区各国年轻人就业比例（右）



资料来源：路透，华尔街见闻，永安期货研究院

货币联盟而非“财政”甚而“政治”联盟，欧元区金融管理缺乏强有力的机构；对赤字和债务占GDP比例的纵容，为理想化的“欧洲一体化”梦想破灭埋下伏笔。自EFSF提出到扩容，进而到最近的LTRO，享受高福利待遇的欧债国民并未给予积极有效的应对，正所谓“由俭入奢易，由奢入俭难”。梁启超曾说：“少年智则国智，少年强则国强。”从图2（右）关注到，欧元引进后，欧元区各国年轻人失业率有所下降。但08经济危机后，年轻人失业率开始飙升，尤其以债务国家为甚。最高的西班牙年轻人失业率接近50%，最低的德国不到10%。

图3：欧债国家到期债务（左）和欧债国家5年期CDS（右）



资料来源：彭博，路透，永安期货研究院

2012年欧洲将迎来债务到期高峰期，偿债压力很大。如图3（左），2012年欧猪五国债务本息超过5000亿欧元，法国和德国到期债务本息也超过5000亿欧元，而且1-4月份债务更为集中，约占全年的48%；单意大利2012年2-4月本息就超过1400亿欧元。据统

计，2010年欧元区总债务占GDP比为85%；其中德国、法国分别为81%和83%，而意大利达到119%，希腊却仅约100%。债务违约风险主要体现在CDS大举飙升，希腊已超一万点，这意味着要想保证希腊不违约，保险金是本金的100%！

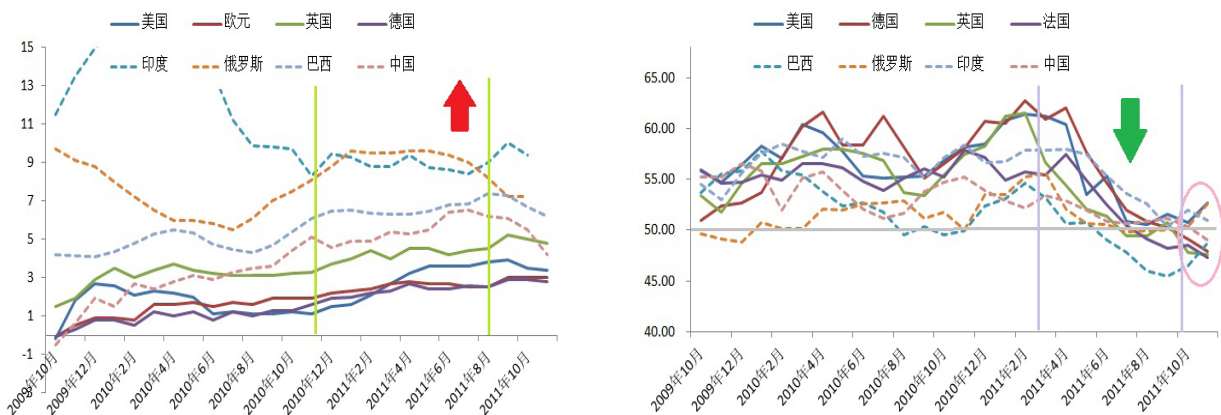
面对评级机构多次狙击以及举债成本飙升，欧债国家困兽犹斗，总算采取了政府重组、债务重组、紧缩财政、经济刺激等措施来预防、化解债务违约风险，希腊甚而会有序违约并“被自愿”退出欧元。即便欧央行最终同意发行欧元债券，欧债风险依然是滚雪球，最关键的是大部分欧债国家面临经济衰退，其还债能力持续下降。不过，百足之虫死而不僵，笔者认为欧债危机不会像雷曼兄弟那样失控并引发经济快速二次触底。虽欧债问题是长期结构性问题，也非朝夕能解决，但经欧盟、IMF、金砖国家类金主等各方加强协作，最终仍会将令短期风险远期化，剧烈风险平缓化。

自1581年荷兰建立世界上第一个资本主义国家，欧洲各国纷纷上演革命，结束黑暗世纪，进而在全球角逐霸主地位。殖民时代，先是荷兰，其次是西班牙与葡萄牙，再次英法战舰遍布全球，最后是德国发动两次世界大战，“欧洲列强”在全球历史舞台轮番上阵，扮演了300多年的主角。纵观古今中外历史，朝代更替、盛极而衰，乃自然法则。自19世纪美国崛起，欧洲失去了主演的角儿，如今更可能被“金砖四国”挤掉最主要配角的戏份。欧洲（除德国外）离彻底衰退还远吗？

二、2012年全球进入后危机时代还是二次见底？

笔者认为2012年全球宏观经济进入后危机——衰退时代，而不会二次见底。2011年的三大关键词分别是欧债、通胀和量化宽松。厄运迭出，金融地震不断，一度引发经济二次见底的忧虑情绪。欧债引发区域性经济衰退。经济刺激政策带来的负面效应——通胀，开始困扰世界。中国等发展中国家首当其冲，为此中国、印度、巴西等多次加息、提准，以抑制流动性控制通胀，而今新兴经济体通胀压力稍降，发达国家通胀升温。此外多国还出现经济增速下滑现象，制造业PMI集体拐头，大多数国家跌破50点荣枯线。为应对经济衰退，美国继QE2结束后，先是QE2.5也即将到期国债再度购买新债，同时9月推出“扭转操作”，持续零利率政策到2013年的货币宽松政策；英国推出英国版QE政策，购买2000亿英镑国债；欧盟降息；日本继大地震后多次增发日元超50万亿，一为赈灾，二为抑制日元升值。

图4：各国通胀指数总体上升（左）和各国制造业PMI走低（右）



资料来源：wind，永安期货研究院

虽然2011年世界经济饱受挑战，但新兴市场仍然保持了强劲的增长，大部分发达国家

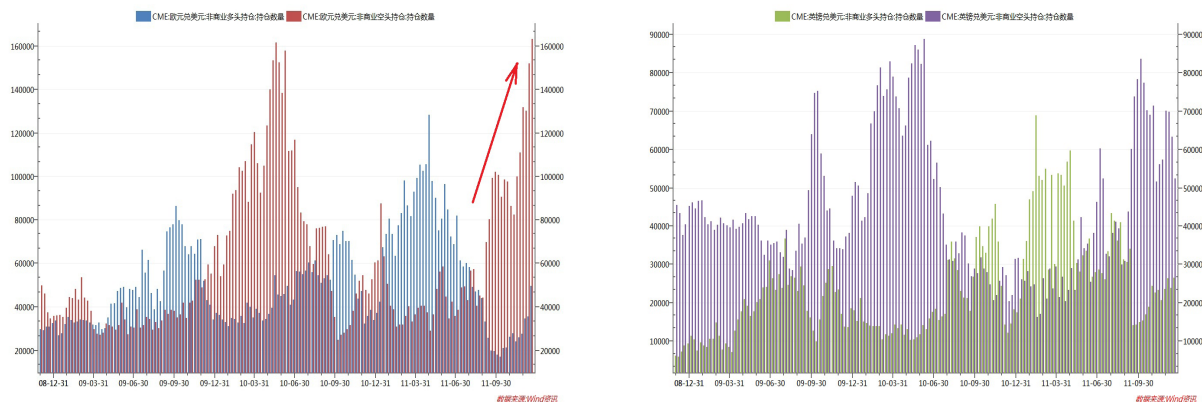
也仅出现增速放缓，而美国 GDP 增速却是企稳回升，这使得全球经济在 2011 年居然保住了 3.5% 的增长。德意志银行称，2012 年，中国经济增速回升和美国经济持续复苏将会抵消欧洲有可能出现的衰退，且预期全球经济在 2012 年将继续保持 3.5% 的增长幅度。中国社科院发布的 2012 年《世界经济黄皮书》称 2012 年将和今年大体持平或者略有下降，全球经济将增长 3.8%。IMF 在 9 月 20 日的《世界经济展望》中预测 2011 年、2012 年全球经济增速均为 4.0%，其中发达国家分别为 1.6%、1.9%，新兴经济体分别为 6.4%、6.1%。

新的一年新的挑战，国际形势更加复杂。欧债、美债困扰欧美经济；日本尚未从地震中恢复元气；新兴经济体面临热钱退潮现象，经济增速放缓；地缘政治争端如伊朗事件等。然而从通胀水平来看，摸顶回落趋势形成；从制造业来看，多国触底回升之中。形势错综复杂，但笔者认为更多可能是后危机（衰退）时代到来，而不至于二次见底。

三、美元强势时代到来了

尽管美联储几年来一直执行量化宽松货币政策，促使美元指数一度跌至 72.606 点 35 个月新低。世事变幻，风水轮流，如今美元俨然强势之貌，已经突破 80 点大关。从图 5 中可看出，CME 外汇期货基金持仓空头远大于多头，尤其欧元美元空头还在上升之中；笔者认为，市场看好美元的意愿依然强势，美元上涨之势远未结束。

图 5：欧元美元 CFTC 基金持仓（左）和英镑美元 CFTC 基金持仓（右）

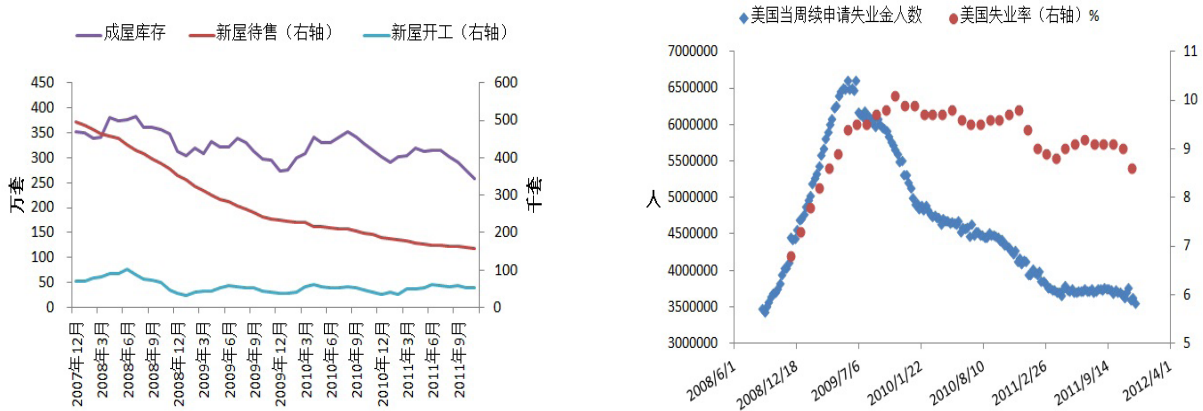


资料来源：wind、永安期货研究院

究其原因，主要有以下三个方面，一是受欧债影响欧元、英镑走弱；二是经历天量规模的量化宽松政策后，美国经济复苏良好；三全球经济放缓，避险情绪滋生，资金寻找避险天堂，美债依然是最安全的资产。笔者主要介绍美国经济复苏情况。从数据来看，美国在制造业、房地产、失业率三方面表现亮丽。制造业来看，全球主要经济体 11 月制造业 PMI 仅美国站在 50 点荣枯线上方，为 52.7（如图 4（右））。房地产来看，美国 11 月新屋开工总数年化 68.5 万户，预期为 63.2 万户；美国 11 月新屋销售年化月率增长 1.6%，前值增长 1.3%。从房屋库存来看，成屋库存持续下降至 05 年水平；新屋待售也持续下滑，当然这可能更多是投资建新房的意愿不足。就业情况来看，截止 2011 年 12 月 10 日，美国续申请失业金人数回落到 354.6 万人，与危机前 08 年 9 月齐平；11 月美国失业率为 8.6%，回落到 09 年 3 月份水平。总体来讲，美国数据利好有限，但在欧洲一片惨淡的衬托下，不失为一缕阳光，暖暖投资者寒冬之心。从基准利率来看，欧央行今年两度加息至 1.5%，11 月降息至 1.25% 以缓解欧债风险；但这依然远高于美联储 0~0.25% 的超低利率。在风险偏好固定的情况下，货币总是流入利率较高的货币，这也是 2011 年上半年美元相对欧元弱勢的原因之一。事实上，从 TED 利差和 LIBOR 美元拆借利率来看，欧美利差在迅速扩大，显示为欧洲借贷成本

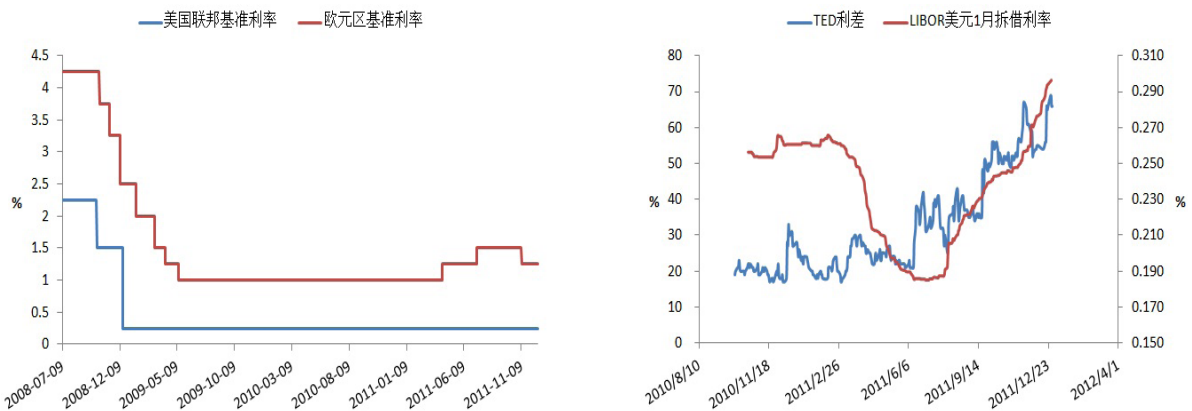
更高于美国借贷成本。利差的迅速回归，表明美元很可能结束弱势行情，演绎新一轮强势美元时代。

图 6：美国房地产底部复苏（左）和美国就业情况好转（右）



资料来源：Wind、永安期货研究院

图 7：欧美基准利率曲线（左）和欧美利差呈扩大之势（右）



资料来源：路透，wind，永安期货研究院

大宗商品主要以美元计价，长期来看，伦铜与美元的相关系数达到 -0.85，具有非常强的负相关性。通常美元指数上涨，都会对大宗商品价格形成压制作用。通过以上论述，笔者认为美国经济复苏将好于欧、日，同时新兴经济体面临经济放缓，美元指数强势时代即将带来；受美元走强影响，商品价格将受到强力压制。

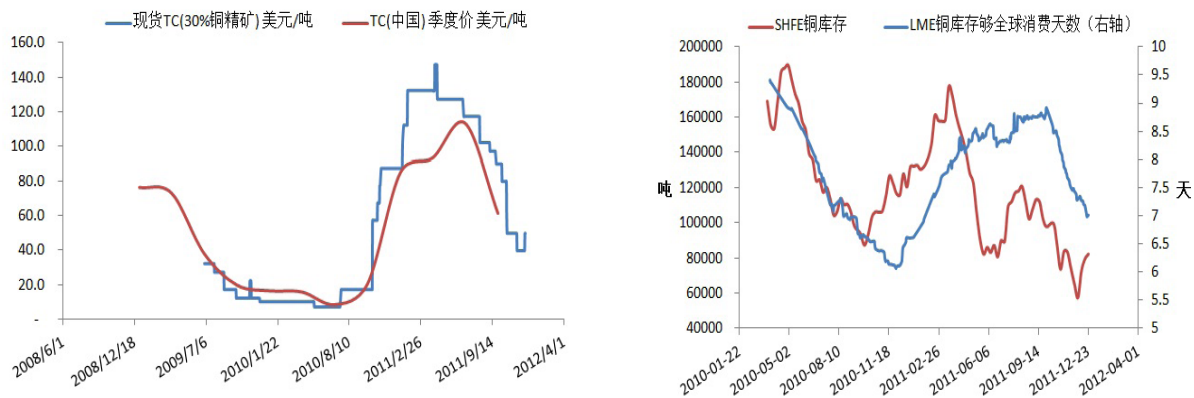
四、为何铜价能维持高位运行？

除了性能优异，应用广泛之外，铜价能脱离边际成本（约 4000 美元 / 吨）维持在较高位置（2011 年 LME 铜均价 8860 美元 / 吨），跟其上游供应紧张不无相关。铜矿从勘探、开采到冶炼，周期较长。同时，铜是一种稀缺性金属，在地壳中的含量仅 0.007%，不足铝的千分之一。性能优异，较难替代，供应稀少，是铜价金融属性强和价格高昂的主要原因。

随着中国加入 WTO 后，经济突飞猛进，铜需求量突破 100 万吨后，迅速增加到 2010 年表观消费量达 700 多万吨。同期伴随的，确实铜矿品味下降，铜矿开采增速缓慢。2011 年是经济复苏后初露衰退的一年，然而全球铜市依然处于紧缺之中。全球交易所铜库存总体

依然维持在低位水平，LME 铜库存自年初的 35 万吨仅增至 37 万吨，而 SHFE 铜库存自 13 万吨降至 8 万余吨（如图 8）。从铜精矿加工费来看，2010 年铜精矿现货 TC 仅不足 20 美元/吨，虽 2011 年一季度飙升，一度达 147.5 美元/吨，但年底加工费再度回落，降至 50 美元/吨水平。年中出现飙升，虽有铜矿供应不错的缘故，但主要原因实为日本大地震致使日本铜冶炼厂不可抗力关闭导致冶炼产能突然缩减引发。

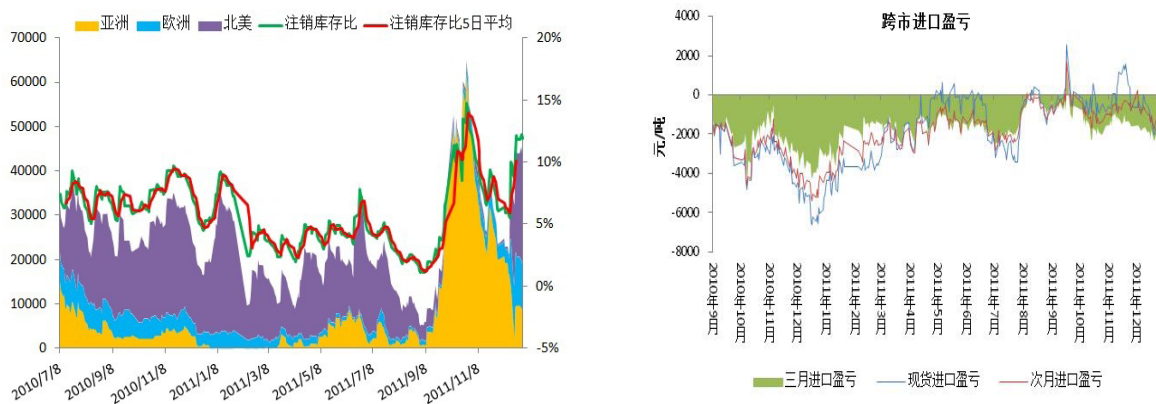
图 8：现货 TC 再度走低（左）和交易所铜库存维持低位水平（右）



资料来源：Wind、永安期货研究院

从 LME 铜注销仓单来看，目前依然保持较高的注销库存比，这表明铜的需求依然强劲，并未随着经济形势走坏的出现显著的衰退。从注销仓单的分布来看，今年主要是中国进口强劲，这得益于年中多次出现跨市套利进口盈利窗口打开的机会。进入四季度后，亚洲区下滑，北美市场注销仓单明显走高；而纵观全年，欧洲市场明显比 2010 年幅度下滑，这可能是受到欧债风险影响，欧洲消费出现萎缩。但总体来看，近两年来注销库存比处于较高水平。

图 9：LME 铜注销仓单分布（左）和铜跨市套利进口盈亏（右）



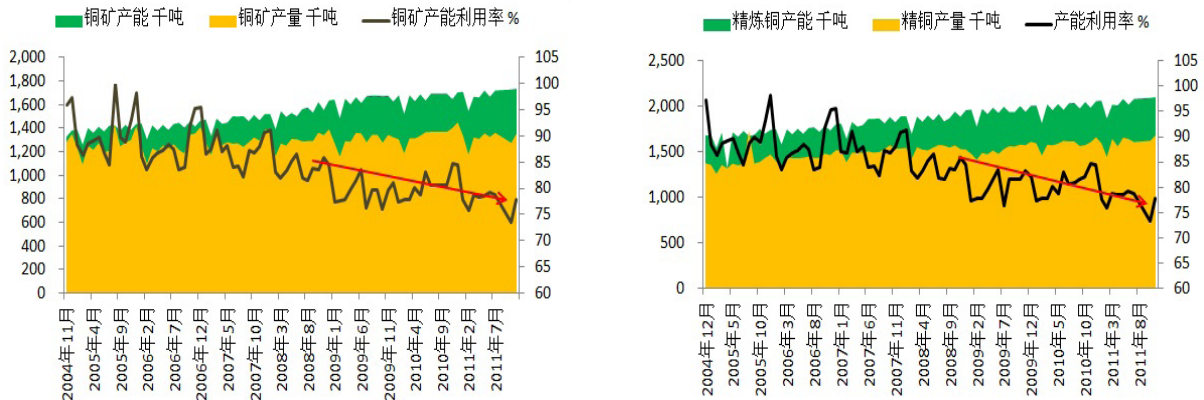
资料来源：Wind、永安期货研究院

无疑，无论是先天条件，还是近几年的供需格局，从库存水平和铜矿加工费来看，铜价有维持高位运行的坚实基础。更何况除了实体工业消费，铜还衍生出融资抵押、投资保值等金融性需求。2012 年形势更加复杂，中国经济放缓、欧债美债，经济衰退等因素，都会制约铜的消费，而铜矿供应对市场的反应具有滞后性。2012 年，铜市将呈现什么样的格局？

五、熊了今年，2012 年铜老大会牛起来吗？

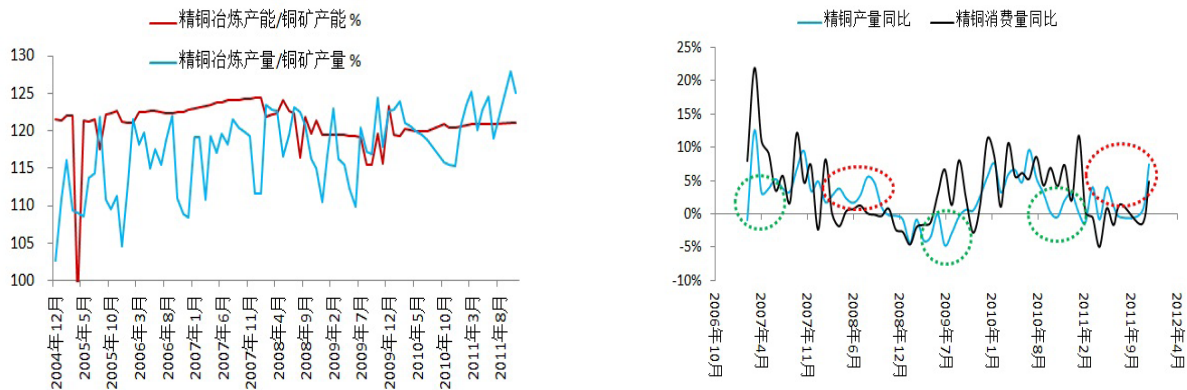
2011 年铜价收跌约 25%，不折不扣的“熊”了一把，2011 年 LME 铜均价约为 8860 美元/吨，让 2011 年初各大投行的预测目标值（9000~12000 美元）成为浮云。这充分说明了市场的难预测性，也让分析师这个职业更具有挑战性。笔者认为 2012 年铜还会“熊”下去，不过 2011 年“熊”得够彻底，2012 年恐将“熊”不及。2012 年更多可能是大区间震荡，而震荡重心逐步下移。笔者从全球供需、中国消费、消费援军等几个方面来讨论。

图 10：全球铜矿产能利用率下滑（左）和精铜冶炼产能利用率也在下降（右）



资料来源：ICSG，永安期货研究院

图 11：精炼产能增幅大于铜矿产能增幅（左）和铜产量增速逐渐超过消费增速（右）



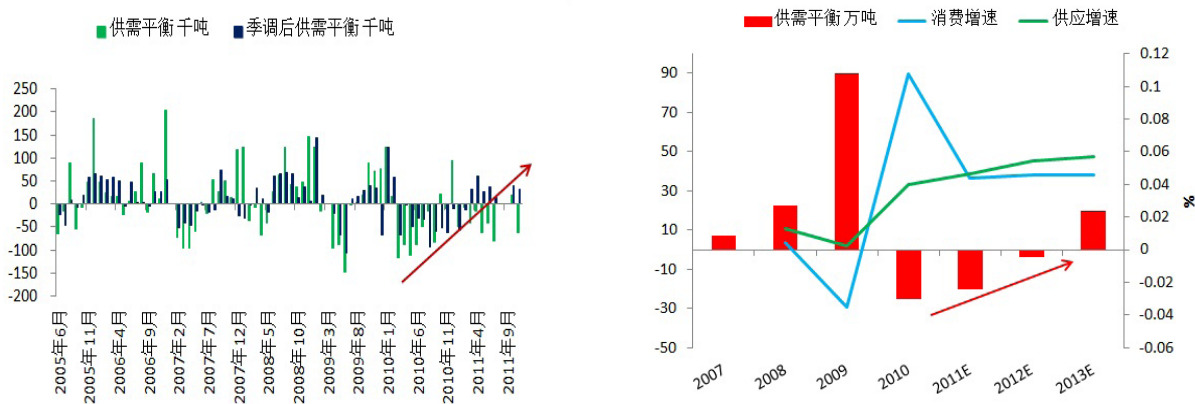
资料来源：ICSG，永安期货研究院

全球铜市逐渐转宽松

ICSG 数据显示，铜矿产能不断扩大，但产能利用率在震荡走低（图 10），2011 年铜矿产能利用率仅为 77.6%，低于 2010 年的 80.5%。这主要受制于频频罢工、天气、品味下降等因素影响。与之对应的，是铜冶炼产能利用率也明显震荡走低。截止 2011 年 11 月，全球精铜冶炼产能利用率为 77.8%，而 2010 年均值为 80.8%。笔者将铜冶炼产能、产量分别比上铜矿产能、产量，并作曲线如图 11（左）。从曲线可看出，蓝线围绕红线震荡，但近几年来，蓝线明显上穿红线，表明铜冶炼产能扩张的速率快于铜矿增幅。结合图 8（左）TC 费曲线来看，铜 TC 费下滑虽体现了铜精矿的紧缺，但此紧缺来自铜冶炼产能扩张的成分逾重。考虑全球产量和消费量同比增幅曲线，近年来精铜产量同比逐渐高于精铜消费量同比，

如图 11 (右) 红色虚线圈范围；而在这之前，除 08 年危机时期内，精铜产量同比大部分低或齐平于精铜消费量同比，如绿色虚线圈范围。再从供需平衡来看，如图 12 所示。虽 2011 年 11 月铜缺口为 6.2 万吨，但季调后为过剩 3.1 万吨，从趋势来看，每月供需的缺口逐渐减少，季调后供需由缺口逐渐转过剩。Brookhant 数据显示 (如图 12 (右))，2011 年全球消费增速为 4.4%，2012 年、2013 年分别增至 4.6%；但 2011 年全球供应增速预测为 4.7%，2012 年、2013 年分别增至 5.4%、5.7%，这使得 2011 年可能紧缺 20.5 万吨，逐渐转为 2012 年紧缺仅 3.9 万吨，而 2013 年则过剩 19.7 万吨！

图 12：铜市由缺口逐渐转为过剩 (左) 和铜市将在 2013 年转为过剩 (右)

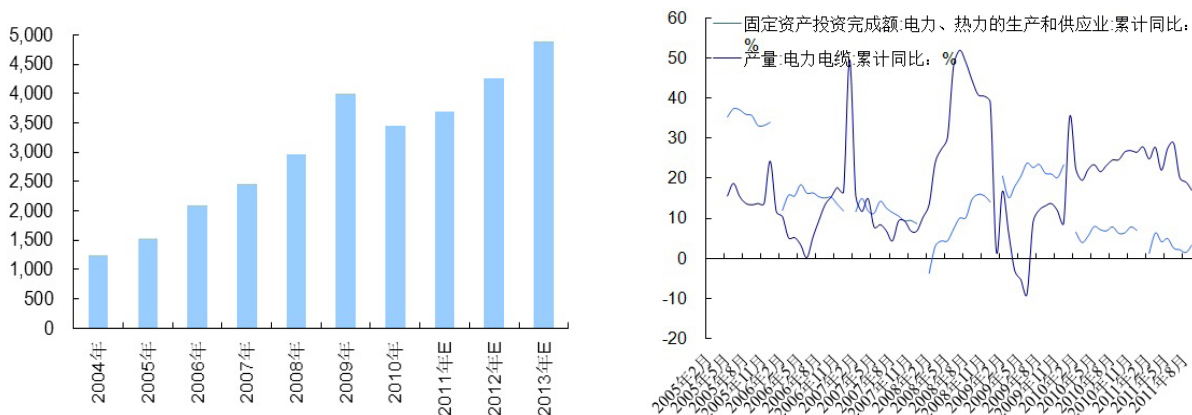


资料来源：ICSG, Brookhant, 永安期货研究院

中国消费总体不再给力

中国铜消费占世界 40% 强，从铜消费行业来看，中国主要用铜于电力、家电和房地产等。其中电力占半壁江山达 45%。电力包括电网和电机等，电力投资主要是基建项目，与宏观经济关联性并不强，更是经济刺激项目的常客。由于中国正在推进城镇化和农村电网改造等，不难预测中国未来电力需求仍将稳步增长，相应电网投资表现也不俗。目前尚未有电网“十二五”正式规划出炉，然而考虑今年前 11 个月已完成年初计划 3700 亿元的 84%，料想未来电网投资仍将维持高位。据有关人士预测，十二五期间国家电网的电网投资至少 1.7 万亿，南方电网投资将超过 5000 亿，两网投资总额将达 2.2 万亿以上。随着智能电网和特高压建设的逐步加速，2012 年电网投资增速有望达到 15% (图 13. 左)。

图 13：预计未来几年电网投资将逐年增加 (左) 和电力投资明显放缓 (右)

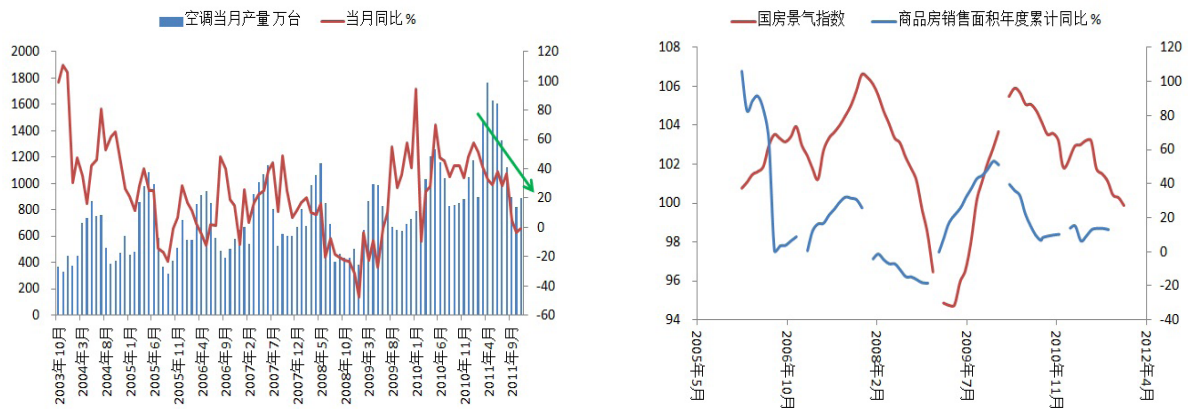


资料来源：wind, 中电联, 中期研究院, 永安期货研究院

然而自今年3月以来，中国频发“电荒”，尤其是工业发达地区。电荒主要来自煤价上涨，而中国煤电联动不够市场化，导致以火力发电为主的中国发电企业亏损严重。这导致发电投资出现增速放缓现象（图13.右），10月份全国火电新开工规模仅为1479万千瓦，同比大幅下降49.4%；此外全国6000千瓦以上电厂发电设备容量11月份同比增幅降至9.7%，为2010年以来首次低于10%。随着经济形势恶化，煤价有所松动回落，电价上涨预期下滑，反馈效应将压制发电投资意愿。

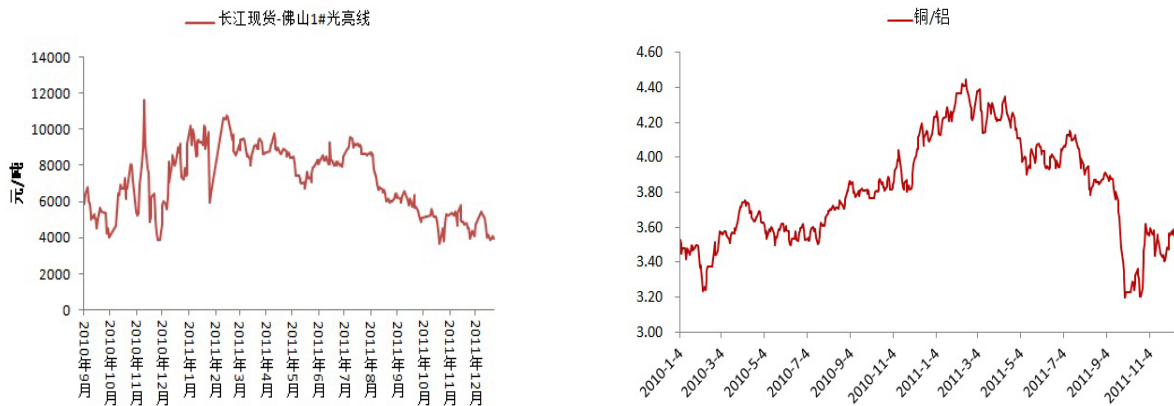
中国中央经济会议指出，房地产调控政策决心不改，2012年将投资建设700万套保障房。与房地产消费铜休息相关的主要是装修和家电，其中家电又以空调为主。随着“以旧换新”优惠政策的退出，家电下乡、节能惠民等刺激政策将逐步到期退出。政策刺激了行业需求，一度令空调当月产量同比高达58%（2011年1月），也透支了行业需求，随后同比甚至跌破零值（2011年10月起）。据相关研究机构统计数据显示，目前，工厂和商业渠道的家用空调库存总量可能已经达到2000万台。综合各方面对2011冷年空调行业的分析数据，在2011冷年结束时，工厂空调库存为1080万台，渠道商业库存为540万台，合计高达1620万台，为5个冷年以来的最高水平，约占2011冷年销售总量的14.2%。如此高的库存，空调行业要想在2012年获得飞速发展，压力可想而知。结合房地产调控，限购、房价松动和保障房建设令投机或购房意愿下降，而空调行业还面临去库存，未来空调行业形势不容乐观。

图14：空调产量同比明显下滑（左）和商品房销售同比下滑（右）



资料来源：Wind、永安期货研究院

图15：废精铜价差明显收窄（左）和铜铝比值持续下滑跌破4.0（右）



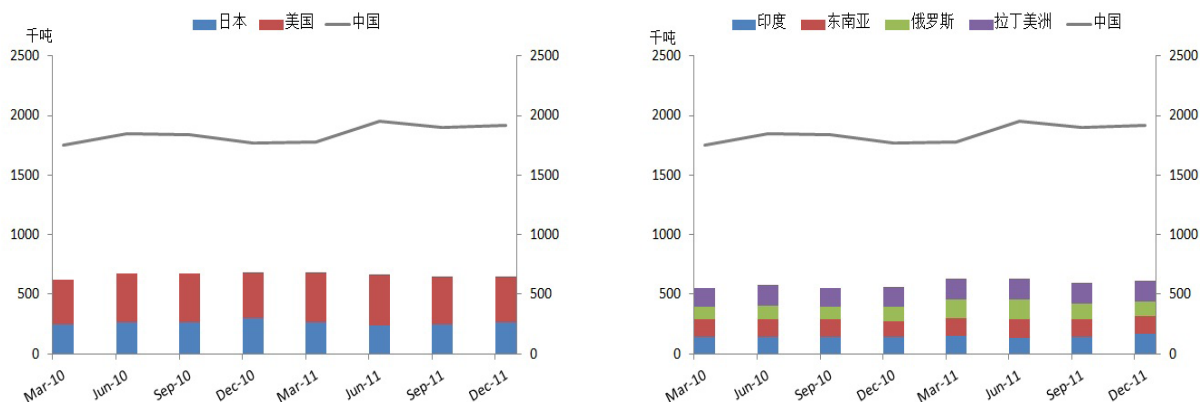
资料来源：Wind、永安期货研究院

中国铜市对外依存度高达 70%，年初因铜价高位运行，替代效应一度引起市场关注，显著影响铜价走势。铜市替代效应主要是废铜对精铜、铝材对铜材两方面。从图 15（左）看出，废精铜价差显著收窄，再度跌破 4000 元/吨，远低于年初 10000 元/吨的废铜“超值”水平。这主要是中国废铜退税政策在 2011 年底完全结束，废铜价格不再具备优势；同时因外围经济形势不好，废铜供应逐渐紧张。中国虽是耗铜大户，然仅起始自 2000 年后；而铜使用循环周期长达 20~30 年，中国铜尚未进入能提供大量废铜的循环周期。因此，笔者预计未来几年内废铜供应仍将紧张，废精铜价差维持低位概率较大，废铜替代效应下滑，促进下游消费精铜。至于“铝代铜”，首先自家电行业提出，随后电缆行业提出“铜包铝”的概念。从图 15（右）可知，铜铝比值自 4.4 高位回落到年底的 3.4，这主要受铜金融属性大幅缩水以及电价走强支撑铝价影响所致。不难推断，铝价低廉带来的替代效应明显削弱。综合来看，两者替代效应都削弱，但对铜消费的影响各执一端，从使用比例来看，废铜替代更多，其效应削弱体现为促进精铜消费，支撑铜价，不过力度有限。

全球其他地区铜消费后劲如何？

占全球铜市 40% 的中国消费不给力了，铜市是否存在强劲的消费援军呢？笔者通过两个图来说明。我们主要考虑发达国家铜消费的持续性以及新兴经济体铜消费的增长性。从图 16（左）来看，美、日两国消费基本稳定，中国消费维持高位，然而增速放缓，消费总量也趋于稳定。日本 2011 年精铜消费约为 102 万吨，比 2010 年的 106.8 万吨还略低；美国 2011 年消费 162 万吨，同比增幅为 2.7%；2011 年中国消费约 754 万吨，而 2010 年为 720 万吨，同比增加仅 4.7%，远不及 2010 年同比 12.8% 的增幅。美日两国铜消费加起来不足中国 1/2。图 16（右）为全球主要新兴经济体铜消费情况。印度、东南亚、俄罗斯、拉美四者总和不及中国 1/3，也不及美、日之和。从同比增速来看，印度 2011 年共消费铜 59 万吨，同比增幅仅 3.7%；俄罗斯同比增幅为 28%，拉美为 5.3%，东南亚为 6.0%。市场对印度、巴西等金砖国家铜消费跟进中国的期待恐怕不易实现，而俄罗斯虽增速显著，苦于人口稀少，且总量不足为虑。总的来说，发达国家消费稳定，日本虽大地震产生重建预期，铜消费却不增反降；而新兴经济体消费尚处于低位，虽增速高于发达国家，但人口密集区如印度、东南亚的消费总量小，增速仍显不够，几年内不足以形成强劲的消费援军。

图 16：发达国家铜消费基本稳定（左）和新兴经济体铜消费还在蹒跚学步（右）



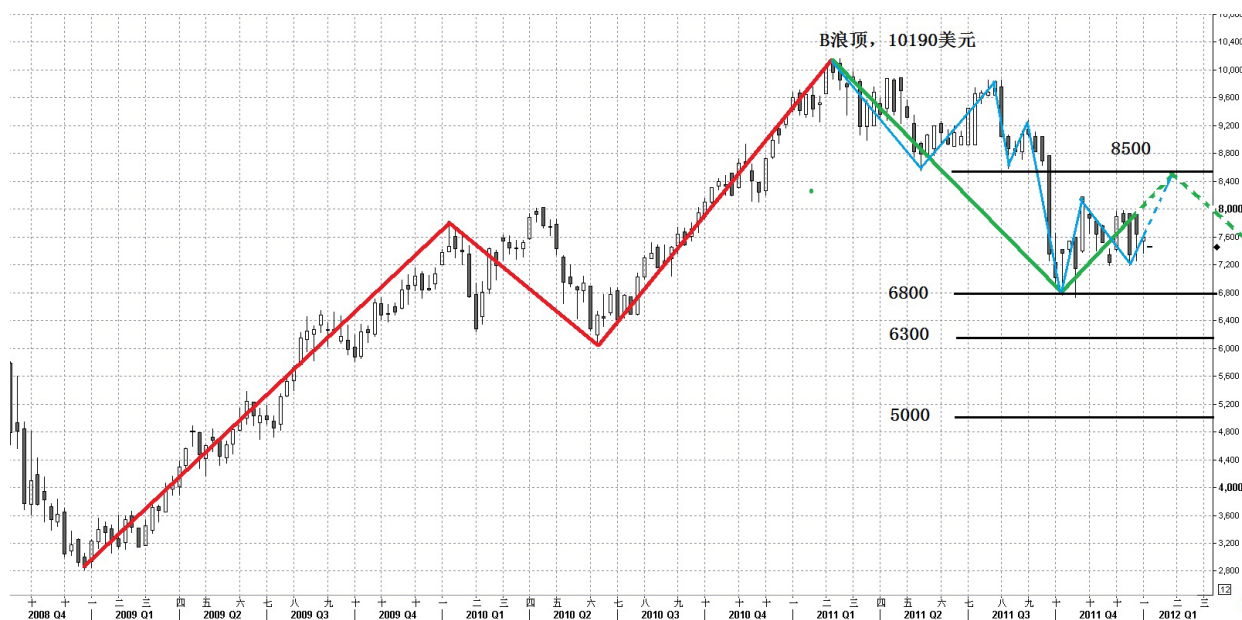
资料来源：CRU, wind、永安期货研究院

第三部分 技术分析 with 后市展望

一、技术分析

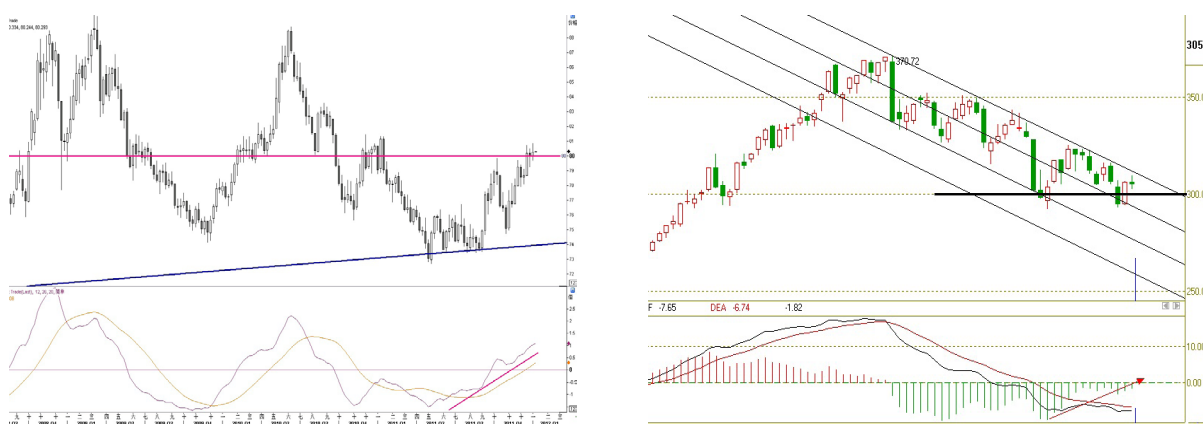
2010年铜年报，笔者率先发出“铜市结束大B浪，即将进入波澜壮阔的大C浪”的宣言。2011年过去了，“铜熊了”已成市场广泛接受的观点，2012年铜又该如何运行？笔者延续波浪理论的思路，结合形态理论和切线理论等技术分析方法，来解析铜价走势及未来运行的可能轨迹。

图 17：伦铜技术分析图



资料来源：路透、永安期货研究院

图 18：美元指数周线技术分析 (左) 和 CRB 指数周线技术分析 (右)



资料来源：路透，文华财经，永安期货研究院

笔者认为伦铜已走完C1浪，正在进行C2浪，而C2浪震荡反弹尚未结束，反弹高点不可期望太高（图中C2高点设为8500美元仅是示意图，非精确预测结果），上方阻力位8000、8500美元，而C2浪很可能持续到2012年二季度初。随后展开C3浪下跌，而C3浪将比较复杂，轨迹运行以震荡走低为主，关注6800、6300和5000美元的支撑。

美元指数周线图显示，美元底部扎实，俨然牛市初期格局。无论是突破 80 点，还是 MACD 发散性金叉，都表明美元指数已经结束底部震荡。从美元指数历史周期来看，其牛市行情将延续 5 年左右。CRB 指数今年完美演绎了下降通道的真谛，如今周线图 MACD 出现底背离现象，同时指数横盘围绕 300 点反复纠缠多次，中期延续横盘整理的格局，长期仍将震荡走低，或许会形成新的下降通道。

二、操作策略

总的来说，宏观因素和供需因素的博弈仍将引领铜价走势，而笔者认为宏观风险依然偏空，但逐渐平缓化；供需因素趋于宽松，但步伐缓慢。两者节奏放缓、力度减轻带来的影响首先是铜价波动幅度下降，其次是宏观风险主导的格局将逐渐转为供需因素来主导，这会使铜价反复震荡，寻求市场的平衡点。技术上来看，熊市格局形成，然而大 C 浪特点是蔓延不绝，复杂而反复。因此，笔者认为，从全年来看，2012 年铜价将先涨后跌再横盘，以震荡为主，震荡重心逐渐下移，同时依托一些重要点位形成阶段性阻力或支撑效应。操作策略如下：

笔者预期一季度铜价以震荡反弹为主，伦铜阻力位为 8000/8500 点，相应沪铜是 59000/63000 点。这轮走势宜跟随市场，以轻仓操作为主，持仓周期缩短，沽空者须谨防过早入场造成资金压力。但若铜价突破到 8500/63000 附近可逐渐布局空单。因上涨中沪市大多体现为滞涨，关注跨市反套机会显现。

二季度面临宏观因素偏空和消费旺季博弈，笔者倾向于冲高回落，操作以沽空为主，同时根据市场走势修正入场点位。下方支撑关注 6800/6300/6000 美元或 5 万/46000/42000 点，上方阻力关注 7000/7300/7700 美元或 51000/53500/56500 点。国内受基建消费支撑在下跌中将表现为抗跌，此时关注跨市正套机会。

三季度依然是消费淡季和多国政策集中到期的时间点，单边趋势性行情的概率较小，关注进出口套利、品种间套利的机会。

四季度再度进入平稳期，保持波段操作为宜。

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做任何保证，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证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。