

报告题目：风险因素密集 铜市难言乐观

2013 年第一季度，国内外铜价均是反弹无力，最终走出大跌行情。其中 LME 三个月铜在前半季度中剧烈震荡，铜价跌跌撞撞地冲高到 8333.5 美元，较 2012 年年底的收盘价 7944 美元上涨了 389.5 美元或 4.9%，但此后铜价弱势显现，尤其是在中国春节后的第一天便开始大幅下挫，最低见至 7483.25 美元，下跌了 850.25 美元或 10%，较去年年底的收盘价还下降了 460 美元！此后铜价反弹，但受阻于 7700 美元。国内铜走势与外盘相似，但波幅略小于外盘。沪铜指数在上半季度冲高到 60112 元，较去年年底收盘价 57786 美元上涨了 2326 元或 4.03%，春节后开始下跌，最低见到 64541 元，下跌了 4429 元或 9.37%，此后铜价反弹，但受阻于 56700 元。

铜市上半个季度上涨还是受到宏观面的支持，因为去年 11 月份以来全球经济开始回暖的迹象继续，这使市场对 2013 年的经济预期更加乐观，再加上美国顺利通过年初的“财政悬崖”，美联储继续宽松政策，这些都成为铜价继续反弹的原因。但到 2 月中旬时市场利空因素接连展开，导致铜价大幅下挫。先是美联储会议纪要中担忧宽松政策的人数增加，这使市场担心美联储会提前停止或退出宽松政策。接着是中国房地产价格再现疯涨引发国务院出台“新国五条”，房地产调控升级令中国经济乐观氛围发生改变。还有就是欧洲问题不断。意大利大选没有任何一个党派得到足够的选票以单独组建内阁，反对紧缩的党派势力开始抬头；塞浦路斯面临破产，求救过程险境丛生…欧债危机远未结束令市场重新客观地面对现实经济中的困境。

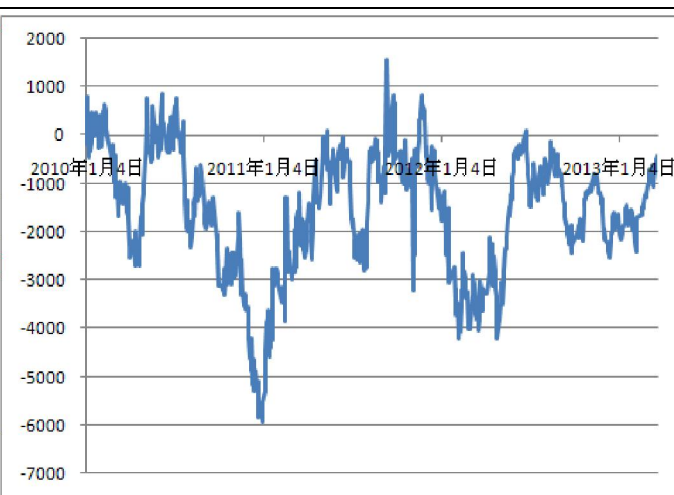
除了宏观面的压力外，全球铜库存大幅增加也成为铜价反弹无力、转而大幅下挫的主要原因。到 3 月底，全球三大交易所铜库存已经超过 80 万吨，如果考虑到中国保税库中 90 万吨左右的库存，那么全球铜显性库存已经达到 170 万吨，这已经超过 2001 年全球经济衰退时的历史高位。中国铜消费不如预期是市场上一大利空。中国铜消费在年初只是比较平稳，虽然 3 月份开始进入消费旺季，行业订单开始增加，但旺季的“旺”的氛围并没有体现出来，我们认为这很可能只是季节性的恢复，考虑到去年第四季度中国经济的回升有“超跌”后的“快速反弹”的可能，今年中国铜消费行业的回升将是低速度的。再考虑到年中众多铜冶炼新产能开始投放，全球铜供应瓶颈的缓解将使铜的基本面转为过剩，从而结束过去十年的短缺局面，这将成为铜市最大的压力。

总体来看，美国经济好转将使通胀的危险显现，回收流动性的潜在压力是市场最大的风险；欧债问题难以解决，各国政府开始质疑解决危机的方法；中国调结构仍是重中之重，房地产调控势关中国长远发展，宏观面上问题仍很多。基本上，目前已经处于旺季之中，旺季过后是淡季，再加上供应增加会越来越明显，基本面过剩也是市场最大的压力。因此总体来看，我们认为第二季度仍是为淡季布局的时期。我们大的基调仍是以沽空为主，并且视任何的铜价反弹为好的沽空机会。

图1: 国内外铜价先扬后抑



图2: 中国进口亏损到3月份刚出现收缩



资料来源: 文华资讯 银河期货研究中心

一、救市负面作用仍未解除 全球经济危机四伏

春节前, 各国经济数据虽然好坏不一, 但经济会好于 2012 年的预期不断加强, 这成为铜市上涨的最主要的原因。然而春节后市场开始遇到新的问题, 其中美国退出流动性时间表、欧债问题、中国结构性调控成为市场最大的压力。

1. 美国经济复苏持续 何时政策退出成最大压力

近期美国经济处于恢复之中, 美国 2 月新屋开工户数上升, 营建许可户数升至 2008 年以来最高水平, 进一步表明了美国房地产市场复苏。除了房地产行业越加明显外, 美国就业市场也开始出现转好的迹象, 3 月份美国就业数据大增 23.6 万人, 失业率降至四年来低点为 7.7%, 美国首次申领失业金人数 4 周平均数降至 5 年以来最低水平, 还有美国 2 月零售销售创下自 2012 年 9 月以来的最大环比增幅, 表明尽管税收上调, 但本季度的消费者支出依旧强韧, 此外美国 3 月制造业 PMI 初值继续超预期地走高到 54.9, 各种数据显示美国经济正处于越来越稳定的增长之中。

美国经济持续好转, 这使市场对美国何时停止或退出流动性的担心也开始加大。在 2 月份公布的美联储会议纪要中也显示越来越多的 FOMC 委员们忧虑美联储的开放式购债措施带来的风险, 这些风险包括当美联储最终出售资产时会遇到困难、损害金融稳定、当利率上行时金融市场的运转以及可能的资本损失。但在 3 月初美联储正副主席分别表态, 由于对金融稳定性的担忧, 不应该放缓或停止刺激, 美联储将坚持债券购买计划。在 3 月中旬的美联储会议中, 美联储承认劳动力市场有好转, 但警告有增长下滑的风险。美联储仍预计, 到 2015 年失业率将降至 6.5%。美联储称, 只要通胀还处于可控水平, 在失业率高于 6.5% 的时候, 就不会计划、甚至不会考虑上调短期利率。最新的数据显示, 美国的 CPI 已经升至 2%, 以往这是美国控制通胀的目标水平。随着美国经济愈加强劲, 未来通胀压力将成为关注的焦点。

2. 欧元区经济再陷衰退 欧债危机远未过去

欧元区在 2012 年再次陷入衰退, 失业率上升到 11.8%。进入 2013 年, 欧元区经济前景再现困境, 最新数据显示, 今年前三个月欧元区企业活动加速萎缩, 且区域两个最大经济体——德国和法国恶化。其中, 德国企业活动扩张速度为 3 个月最慢, 且制造业重返收缩领域; 法国更是以四年最快速度收缩, 这再次打击了市场对欧元区复苏的信心。欧洲央行也下调增长预测, 2013 年欧元区经济收缩 0.5%, 去年 12 月预测为收缩 0.3%。欧洲央行还下调 2014 年增长预测至 1.0%, 前次为增长 1.2%。另外, 欧洲央行预计 2013 年欧元区通胀率为 1.6%; 同时下调 2014 年

通胀率至 1.3%，此前预期为 1.4%。

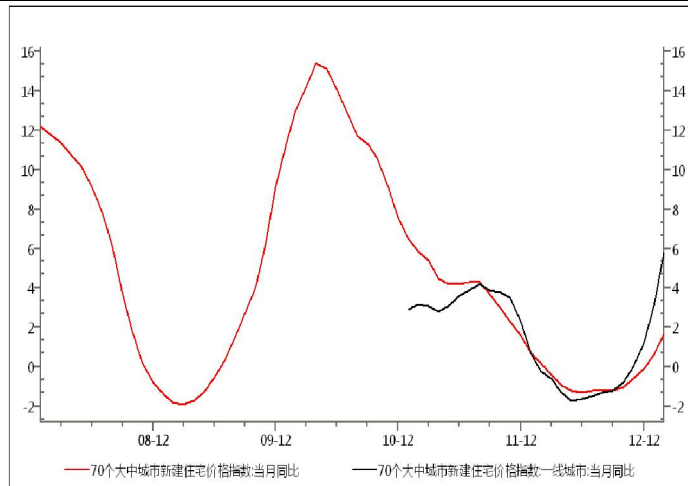
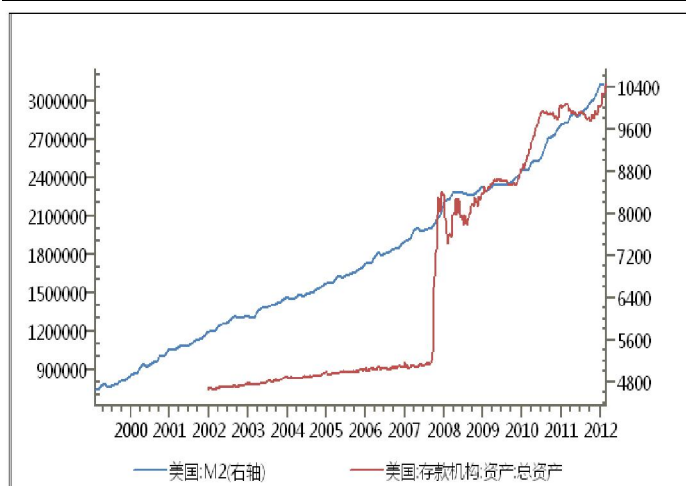
欧洲经济前景仍有下行风险，失业率居高不下，长期的经济低迷令欧元区国民难以承受，反对减少财政支出的力量越来越强大。芬兰放弃其将政府财政赤字缩减至 GDP 的 1% 的目标，法国总统奥朗德表示 2013 年法国预算赤字可能为 GDP 的 3.7%，高于其承诺的 3%。在这种氛围中，最为突出的是意大利和塞浦路斯。2 月下旬意大利大选因无一党派在两院拿到足够席位而演变成政治僵局，未来数月仍存在巨大的不确定性；3 月中下旬塞浦路斯为了获是救助而征收“存款税”危机，这些都重新唤醒了投资者的恐惧，市场担心欧元区债务危机可能再次恶化。

3. 中国政策调控压力加大 调结构稳增长仍是主调

今年中国房地产价格的回升就引起了市场的关注。中国 1 月 70 个大中城市新建住宅价格指数同比增长 0.6%，2 月份同比增幅达到 1.7%，中国房价在年初再掀涨势引起国家关注。3 月 20 日中国国务院常务会议承诺继续做好房地产市场调控工作，以稳定房价并抑制投机投资性购房。会议要求，严格实施差别化住房信贷政策，扩大个人住房房产税改革试点范围。房地产调控推出“新国五条”表明了中国房地产调控的态度坚决。不仅如此，中国 1 月份中国新增外汇占款创新高达到 6837 亿，高于去年全年的总量，国际市场的宽松政策再次带给中国巨大的压力。但我们也看到，今年年初中国经济数据并不乐观。中国国家统计局公布的数据显示，2013 年前两个月社会消费品零售总额数据增长比市场最悲观的预期 13.8% 还要低，是自 2004 年以来 1-2 月份增幅最低的数据。工业增加值低于市场预期的 10.6%，是 2009 年以来最差的数据。由于 2 月春节长假的作用，中国 2 月份的通胀加速上升至 3.2%。房价、通胀、流动性与经济增长放缓的矛盾仍然存在。中国两会定调 2013 年 GDP 增长 7.5%，但 M2 增幅从 14% 降至 13%，注重经济增长质量，调结构、稳增长是主调，在巨大的基数和经济发展阶段的背景下，中国经济不可能再回到过去高增长的方式。

图3: 美国货币供应持续增加, FED资产负债表居高不下

图4: 中国房地产价格再次上升



资料来源：银河期货研究中心

二、全球铜库存居高不下 中国铜消费只是季节性复苏

2013 年以来铜市最大的压力来自于全球铜库存的持续上升。截止到 3 月 22 日，全球三大交易所铜库存已经达到 87.75 万吨，为 2004 年以来的最高水平。如果加上中国保税库 90 万吨左右的库存，那么全球显性库存已经有 170 多万吨，超过了历史上 2002 年创立的纪录 154 万吨的水平。特别值得关注的是 LME 铜库存的变化，如果说去年 LME 库存的下降趋势还给铜价以支持，那么从 2012 年 10 月中旬以来 LME 库存的持续大幅增加成为市场最大的压力。到目前为止，

LME 铜库存达到 56.25 万吨，较去年 10 月中旬最低时的 20.08 万吨增加了 36.17 万吨或 1.8 倍！只今年前三个月，LME 铜库存就增加了 24 万吨或 75%！LME 铜库存增加是普遍性的，欧洲、美洲、亚洲库存全面增加。中国方面的库存压力也很大。除了年初保税库库存超过 100 万吨外，今年国内交易所库存也达到 24 万吨，年初增加 3.5 万吨或 17%。接近 2002 年的历史高点 24.6 万吨。全球铜库存增加，铜的现货也呈现贴水，据 CRU 报道，欧美现货市场交易清淡，欧洲现货升水低于去年年底的 80 美元/吨，美国贸易升水也微有走低，接近 6 美分/磅。中国铜贸易升水多位于 60-65 美元附近的低位，只有在 3 月中下旬进口比例有利于进口时，贸易升水才微有回升至 65-70 美元。

全球铜库存的增加即有产量增加的原因（我们将在第三部门谈及），也有中国铜进口减少的原因，今年前两个月，中国精铜进口 45.8 万吨，同比下降 36%，而出口 6.5 万吨，同比增加了 85 倍！净进口国开始大量出口，突显了铜基本面的不佳。中国铜消费不如预期是市场的压力更大。在今年前两个月，中国铜相关行业乐观的消息并不多，其中铜线杆行业的数据最令人失望。据上海有色网报道，今年 1 月份以来铜线杆企业开工率就开始下降，1 月份开工率较去年 12 月份有 6.79% 的降幅，2 月份开工率更是降至 55.58%，虽然有春节因素，但考虑到 1 月份并没有因为基数的原因大幅增长，可见今年以来铜杆线行业并没有乐观的迹象出现。银河期货的铜线杆客户反映的情况也是这样。另外铜板带箔开工率也未持续去年年底回升的迹象。按照正常情况来看，每年年初的情况会好于此前年末的情况，今年的情况正好相反，我们怀疑去年行业回升的趋势难以继续。到三月份，铜行业开工时间比往年要晚，行业订单都较前两个月出现回升，其中 3 月份电线电缆企业开工率升至 72.53%，铜杆线企业平均开工率回升到 70.15%。但行业对铜价看涨的比例却极其的低，我们与行业企业了解的情况也是这样，反映出行业并没有出现很旺的迹象。

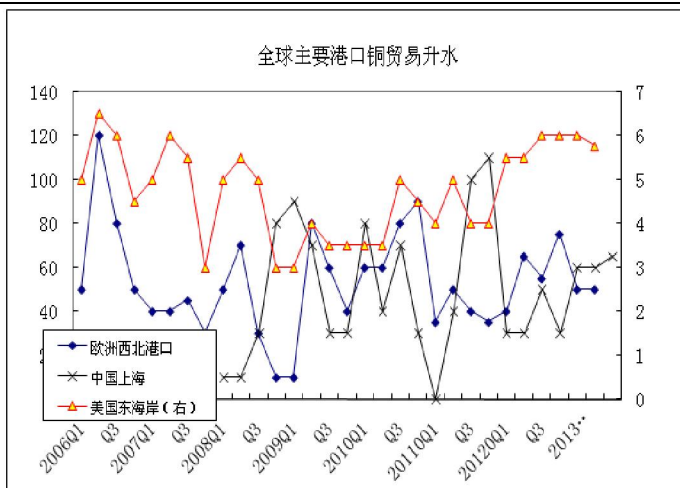
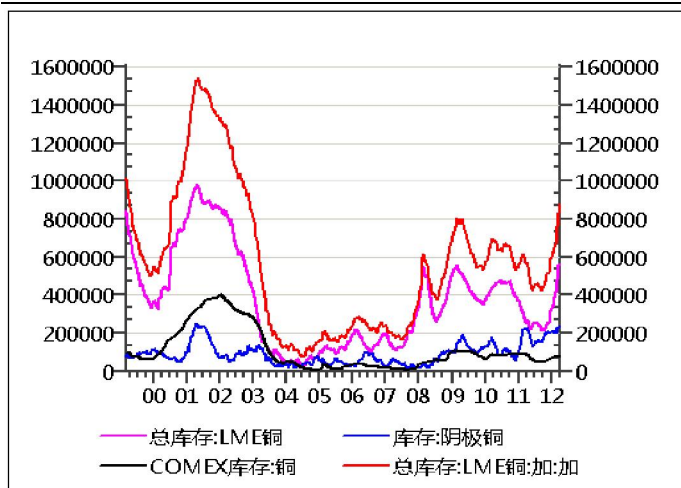
对于中国铜的消费，我们认为只是季节性的恢复，但同比来看，增幅并不明显，铜的消费增长并没有在去年年底回升的基础上继续回升趋势。对此我们用两个数据来说明。一个是最新中国公布的汇丰 PMI 数据为 51.7，高于预期的 50.8 和前值 50.4，但经过季节性调整后，我们发现数据并未继续去年以来的上涨趋势。另外一个就是对今年表现最好的空调行业再做分析。今年前两个月行业数据仍未出台，我们从行业了解的情况是今年前四个月同比增幅为 20%，这个幅度看起来很大，但这很大部分是基数原因，去年后四个月空调产量增幅为 7.9%，而去年前四个月的增幅为 -6.8%，因此对于今年前四个月来讲，基数因素就要在 14%，因此今年前 4 个月产量增幅为 20% 实际的增幅只有 6%，与去年后四个月的增幅并没有扩大。由此也可看到今年苏宁和国美对空调产量增幅预测为 8% 并不是很乐观，去年空调产量增幅为 4.9%，远低于正常时 20% 的增长水平，更不用说 10、11 年 30-40% 的增幅了。

今年铜相关行业的年度计划数据，国家电网的消息，2012 年国家电网完成固定资产投资 3307 亿元，其中电网投资 3054 亿元，低于 2012 年年初计划的 3097 亿元，增幅为 1.16%。2013 年国家电网投资计划为增长 4%，虽然好于 2012 年的增幅，但远低于 2011 年的 14%。2013 年铁路基建投资 5200 亿元，只较 2012 年 5160 亿元增长 0.8%，远低于 2012 年 12% 的增幅。2012 年底国家审批了大量风电项目，但从计划来看，增幅只有 4.4%，另外风能与火力和水力相比，比例仍然偏低。

综上所述，2013 年中国铜消费增长会好于 2012 年，但增幅回升有限，我们估计会在 6% 左右。2013 年美国经济增长会好于 2012 年，铜消费增长会好于 2013 年，但其占全球比重只有 8%，欧洲经济仍陷入衰退，铜消费仍难转正，因此我们认为，即使 2013 年铜消费增长好于预期，估计会从 1.5% 增至 3%，但在供应大幅增加的情况下，基本面转为过剩也将给铜价形成很大压力。

图5: 中国铜库存增加打压铜价回落

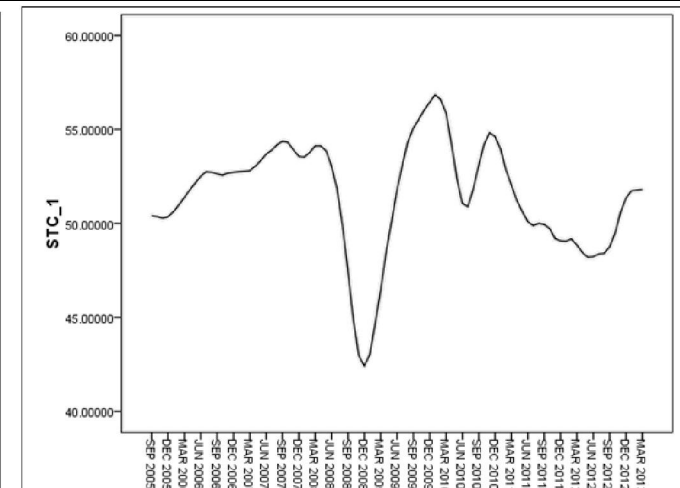
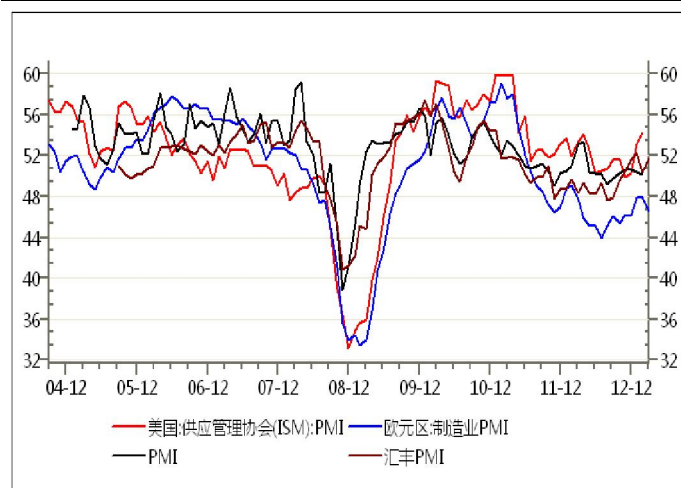
图6: 全球主要国家贸易升水有所回落



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

图7: 全球制造业数据好坏不一

图8: 汇丰PMI经季节性调整后的数据并未持续上升



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

三、供应瓶颈得以解决 铜产量增加将成市场最大压力

2012年铜矿产量速度得到恢复,我们跟踪的数据显示,全球前八大矿商的铜矿产量增幅在第一季度为-5%,第二季度为0.34%,第三季度达到4.72%,第四季度达到8.37%。2012年中前八大矿企的产量同比增长2.05%,远高于2011年的-3.92%。从跟踪的信息来看,全球第一大矿商Codelco 2012年产量为170万吨,同比下降2.02%。Codelco计划2013年生产170万吨铜精矿,与2012年水平持平,这将改变企业过去几年持续减产的趋势。公司计划到2017年将年均铜产量提高至200万吨以上,未来Codelco将是全球铜矿产量增加的主要动力之一。全球第二大矿商Freeport 2012年铜产量为130万吨,同比为-3.26%。根据计划,Freeport在2012到2015铜矿产量将提高36.6%。考虑到去年第四季度的情况,2013年铜精矿产量预计将出现快速上升。2013年Freeport计划销量增加17%。2012年BHP集团产铜精矿57万吨,同比增长40.57%。其主要铜矿Escondida 2012年产量为42.5万吨,其计划2013年提高20%,这将使BHP产量在2013年继续大幅上升。根据BROOK HUNT数据显示,今年全球扩产或新增铜矿产量达3万吨以上的有22家(见表),或将新增141.9万吨的铜矿。而对于全球铜矿的总供给,预计2013年或达1762

万吨，较去年增长 5.1%。

从国家来看，智利铜产量已经连续 9 年保持在 540 万吨的水平，智利铜业委员会（COCHILCO）预计，今年智利铜产量将增加 3%，即增加产量 16 万吨。天主教大学矿业中心学者拉各斯认为 2013 年将增加 35 万吨。今年增产幅度可能比较大的矿区主要有：ESCONDIDA 可能增产 3 万吨，COLLAHUASI 矿可能增产 10 万吨；国家铜公司北方公司可能增产 5 万吨，LOS BRONCES 可能增产 3 万吨。2012 年智利铜产量为 543 万吨，同比增长 3.2%。秘鲁咨询机构葛仁思公司（Gerens）预测称，随着秘安塔巴盖（Antapaccay）铜矿项目进入运营，秘今年铜产量有望同比增长 8%。高于 2012 年增幅 5.1%。

对于 2013 年，智利铜生产商 Antofagasta PLC 首席执行官 Diego Hernandez 表示，2013 年全球铜市供应将有少量过剩，因为今年下半年新产能上马，将令四季度出现 20-30 万吨少量过剩。他预计 2014 年和 2015 年市场依然过剩，因产出增幅超过需求增幅。国际铜市将在 2016 年收紧，计划在当年启用的项目可能被延误。

从 2012 年第四季度开始，铜精矿的加工费大幅回升，最近欧洲最大的铜冶炼商—Aurubis 表示，目前已将 2013 年全球铜加工精炼费（TC/RCs）的基准价格敲定在每吨 70 美元和每磅 7 美分。在 1 月，Aurubis 将 2013 年铜加工精炼费调升 10%，至每吨 70 美元和每磅 7 美分，但时效仅为 6 个月。Aurubis 在 3 月 6 日时称，该公司以高于当前加工精炼费（TC/RCs）的基准价格达成即期交易，TC/RCs 约为每吨 80 美元和每磅 8 美分。中国方面的消息，近日中国现货铜加工费已攀升至 75 美元/吨和 7.5 美分/磅，高于年度加工费 70 美元/吨和 7 美分/磅。

2013 年是中国冶炼产能投放的高峰年，新增冶炼产能为 92 万吨，精炼产能为 150 万吨。面对中国冶炼产量的投入高峰，铜矿加工费仍在走高反映出矿山产能正如期投入。最新消息，铜陵新增 40 万吨冶炼产能投入。2012 年 10 月大冶有色年产 30 万吨电解铜项目正式投产后，今年产能接近 70 万吨。

我们预计 2013 年铜产量增幅将从 2% 增加到 4.5%，远高于铜消费增长 3% 的增幅，全球铜基本面将结束过去十年的短缺局面，于下半年进入过剩，全年过剩量在 15 万吨。

图9：2013年铜矿现货加工费继续上升

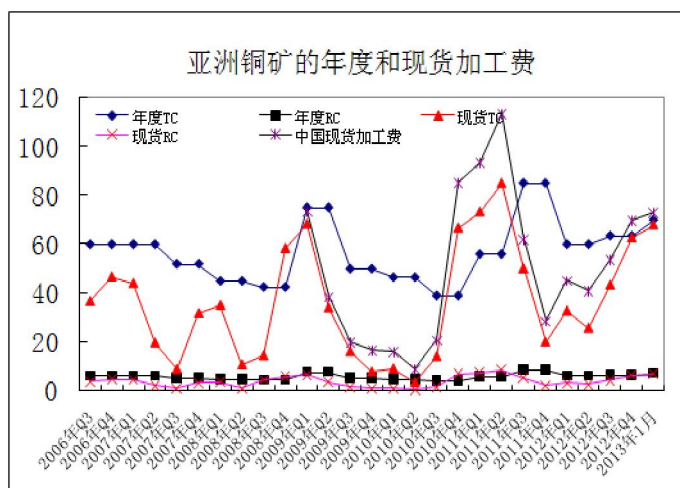
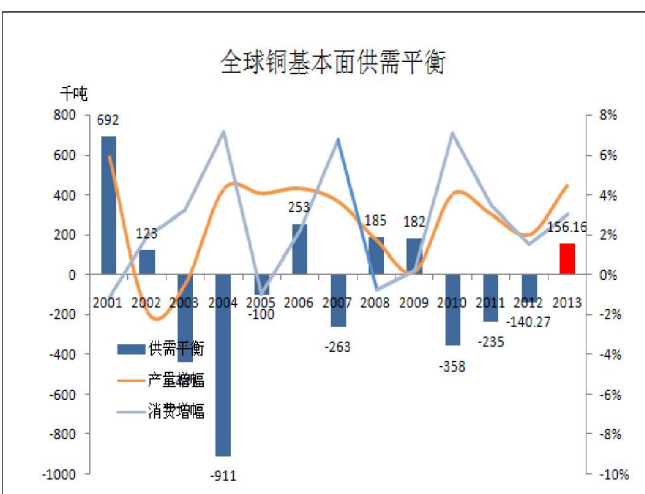


图10：2013年铜基本面将转为过剩



资料来源:CRU 银河期货研究中心

图11：2013年全球看房产或新增铜矿项目

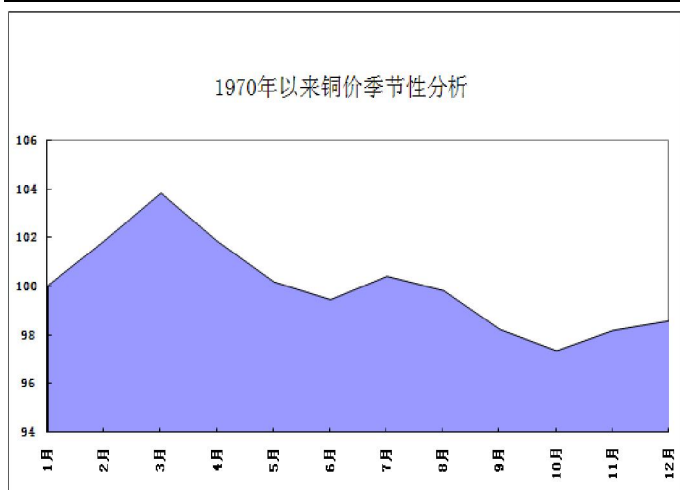
2013年全球扩产或新增>3万吨的铜矿项目一览(千吨)					
矿名	所在国	矿山类型	2011年	2012年	2013年E
Grasberg	印尼	Brownfield	415	360	564
KOV	刚果	Brownfield	43	85	215
Oyu Tolgoi	蒙古	Greenfield	-	-	80
Collahuasi	智利	Brownfield	417	320	440
Antapaccay	秘鲁	Greenfield	-	40	150
Escondida	智利	Brownfield	530	745	820
Los Bronces	智利	Brownfield	179	350	420
Bingham Canyon	美国	Brownfield	194	170	235
Caserones	智利	Greenfield	-	-	50
Konkola Deep	赞比亚	Greenfield	-	10	60
Kolwezi Tailings	刚果	Greenfield	-	-	50
Antamina	秘鲁	Brownfield	334	450	500
Salobo	巴西	Brownfield	-	50	90
Frontier	刚果	Greenfield	-	-	40
Bisha	厄立特里亚	Greenfield	-	-	40
Lumwana	赞比亚	Brownfield	145	70	110
Pinto Valley	美国	Greenfield	-	5	40
Esperanza	智利	Brownfield	94	165	200
Kansanshi	赞比亚	Brownfield	138	150	185
Ministro Mina Hales	智利	Brownfield	-	-	30
Chuquibambilla	智利	Brownfield	433	370	400
Kinsevere-Nambulwa	刚果	Brownfield	23	30	60
合计			2,945	3,360	4,779

数据来源：中金公司、Brook Hunt

四、旺季为淡季做准备 铜价反弹仍是良好的沽空机会

综上所述，2013年全球经济会好于2012年，但救市政策的负面作用仍在显现。美国经济复苏可能吸引资金回流，另外流动性乘数增加将会使通胀因素显现。欧债问题仍在发酵，面对经济再次陷入衰退，人民的承受力已经达到极限，未来欧洲减赤政策能否持续又成问题。还有中国的房价和通胀问题，宏观面上难以乐观。基本上最大的问题来自两方面，一是消费只是恢复性增长，另一方面是供应却在大量增加，基本面转为过剩将成为铜市最大的压力。根据智利国家铜业协会的报告，截至2012年第三季度智利铜生产成本达3498美元/吨，而国际平均成本为3278美元/吨，我们认为铜矿企业高利润的阶段将告以结束，铜价重心将向成本继续下移。考虑到消费旺季将在5月份结束，因此大的思路上仍是为淡季来临前做卖出保值为主。短期来看，由于铜价下跌过快，空头过于集中，现货市场也出现支持因素，铜价有可能会有所调整，我们将关注焦点放在7700美元，如此价位阻力有效，铜价仍有继续向7200、6800美元下行可能。当然，如果上破此价位，我们将沽空的点位上移至7900美元。国内相对应地，关注阻力位56200元的有效性。

图13:经济温和增长,铜季节性高点往往产生在2、3月份



资料来源:文华资讯 银河期货研究中心

图14: 近期关注LME铜价在7700美元阻力有效性



■ 近期相关研究报告

1) 铜价大跌 市场酝酿更大下跌空间	2012.2.22
2) 铜价反弹 为上游企业卖出保值提供机会	2012.2.1
3) 铜价高位震荡 等待春节后旺季明朗	2012.1.22
4) 经济复苏温和 铜供应释放成压力	2012.12.23

*如需参考以上近期相关研究内容的报告 请随时与我们联系

■ 免责声明 期货市场风险莫测,交易务请谨慎从事

本报告版权归银河期货研究中心所有。未获得银河期货研究中心书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于银河期货研究中心及其研究员认为可信的公开资料,但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在银河期货研究中心及其研究员知情的范围内,银河期货研究中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。