



2014年12月29日  
沪铜年报

## 供需矛盾突出 中长期下行趋势难改

### 基本金属分析师:

郭颂

联系方式: 0755-83472566

邮箱: guosong@szjqh.com

网址: www.szjqh.com

### 观点综述:

- 宏观面上,美国从金融危机中艰难走出并进入复苏之路,尤其是房地产市场复苏更为稳健和制造业复苏力度显著增强。2015年美国继续复苏是大概率事件。制造业复苏的力度有望继续保持全球领先,就业消费循环的动能将继续增强,房地产市场继续保持缓慢复苏的态势。然而美国经济复苏对铜消费的支撑作用非常有限,乐观的估计也就是10万吨左右的消费增量,但是美元回流对中国经济的负面冲击可能比较大,对铜价的影响是偏负面的。中国经济则难以摆脱周期性规律的制约,政府改革态度坚决,对经济增速的容忍度可能继续降低,企业去杠杆将持续,去产能化令中国铜需求增速继续放缓。
- 基本上,供大于求的格局将会愈演愈烈已是不争的事实。铜精矿供应将继续相对宽松的格局基本已成定局。在海外以及中国冶炼产能的进一步投产情况下,较高的铜精矿加工费将推动冶炼厂投产达产周期,加上原有产能进一步提升开工率,全球精铜产量将继续增长。需求方面,中国电网投资力度减弱、房地产业疲软以及整体家电行业发展进入低速周期,将使得下游需求亮点难觅。
- 总体来看,未来两年全球铜矿产能集中释放,供应增加幅度愈加明显;全球经济步入正常的复苏轨道,发达国家基准利率将逐渐上升,增加了融资交易的套利成本,进而抑制金融属性对工业品价格的无序冲击;铜市将逐渐淡化金融属性的影响,更多地会受到来自于供需面的商品属性影响。我们认为,在铜市场供应过剩进一步扩大的背景下,铜价中长期下行趋势难改,跌跌不休的熊市征程仍未结束。

以上资料仅用作实际交易之参考,本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明:本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体,但是来源与数据未经独立验证,严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此,金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话: 0755 83472566 地址: 深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.szjqh.com



## 第一部分：2014 年铜行情回顾以及影响铜价走势因素分析

图 1：2014 年 SHFE 主力月、LME3 个月以及 COMEX 铜价走势



资料来源：深圳金汇期货、WIND

2014 年铜价全年整体趋势向下，重心进一步下移，主要受供需矛盾激化、美联储终止 QE3 及其预期、中国经济增速回落且政策力度偏弱以及全球其他主要经济体增长乏力的影响。全年走势可概括分为以下三个阶段：

第一阶段：1 月至 3 月 18 日。年初在全市场预期铜市场由供应短缺转向供应过剩的大背景下，空头氛围集聚，在 3 月“超日债”违约的风险事件触动下，空头大量增仓打压铜价，LME 铜价快速下挫至年内低点 6321 美元/吨，创 2010 年以来的新低。

第二阶段：3 月 19 日至 7 月 4 日。在铜价大幅下跌之后，冶炼厂纷纷提前检修，减少国内现货供应。加上 3 月下跌主要由国内市场主导，常规意义上铜价下跌所带动的沪伦比价修复未出现，内弱外强格局加剧，进口铜大幅亏损令市场报关进口量缩减，而具有加工手册出口精铜

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

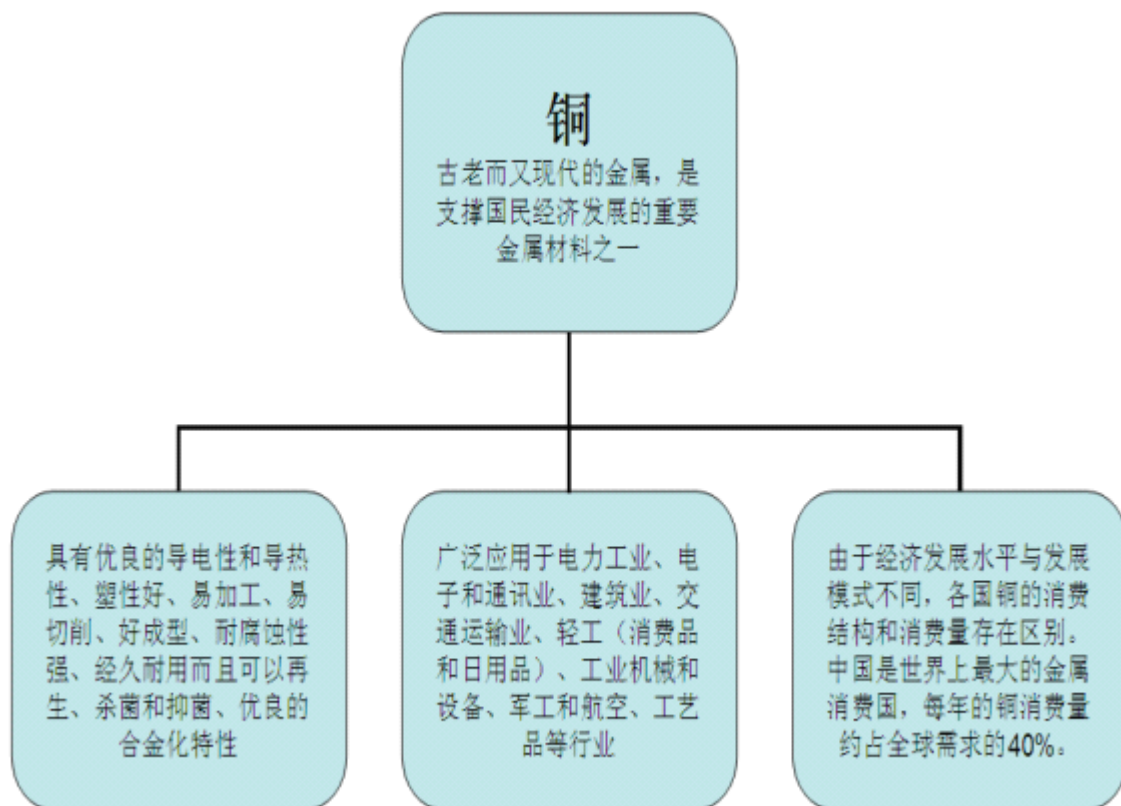


资质的炼厂加大向保税区出口，在此情况下，国内市场现货供应出现局部性短缺，上期所持续下降的铜库存量与沪期铜接近历史高位持仓量出现大范围背离，现货市场出现软逼仓走势，升水最高攀升至 1400 元/吨一线，支撑铜价低位反升。之后市场在 5 月底 6 月初再次爆发风险事件，青岛港大宗商品重复质押问题，令市场担忧情绪增加，铜价快速下跌至 6600 美元/吨一线重要关口获有效支撑。在市场逐步消化青岛港事件利空因素后，加上相对较好的中美经济数据，市场情绪修复，前期过度看空中国经济的心态有所转变，铜价攀升至 7200 美元/吨一线。

第三阶段：7 月 5 日至年末。期间，中国经济下行压力不断加大，固定资产投资中房地产开发投资增速与制造业固定资产投资增速持续回落。70 个大中城市房价环比跌幅加大，至 10 月已经无一城市同比上涨，越来越多的地方政府放松商品房限购政策，截止 11 月 25 日，仅北京、上海、广州、深圳和三亚五个城市保留限购政策，其他 41 个限购城市全部取消限购。中国政府稳增长政策加码，央行通过 MLF（中期借贷便利）向市场注入流动性近 8000 亿元，并在 11 月下旬下调存贷款利率。由于中国稳增长政策力度偏弱，美联储逐渐缩减并终止了 QE3，全球流动性宽松的预期转变，铜价未能改变震荡回落的态势，铜价从 7200 美元/吨左右的阶段性高点逐渐下挫至 6320.75 美元/吨的五年低位。

整体来看，中国经济始终处于调结构增速放缓状态，产能过剩，企业恶性竞争，利润下降。在银行年中审核坏账率上升压力之下，前期依靠大量借贷模式发展的实体经济，面临银行大量抽贷行为，企业现金流压力不断攀升，市场爆发从生产端到贸易端的资金链断裂现象，铜实际需求疲弱，缺乏基本面的有效支撑，铜价震荡回落，运行重心不断下沉。

图 2：铜基本特性



资料来源：金汇期货

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失（包含获利减少）与伤害并不负任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



我们知道，基本金属价格的走势在特定时期都有一条特定的主线，历史经验表明，只要把握住了这条主线，那么就把握住了金属价格走势的主脉。目前影响金属价格走势的因素有：

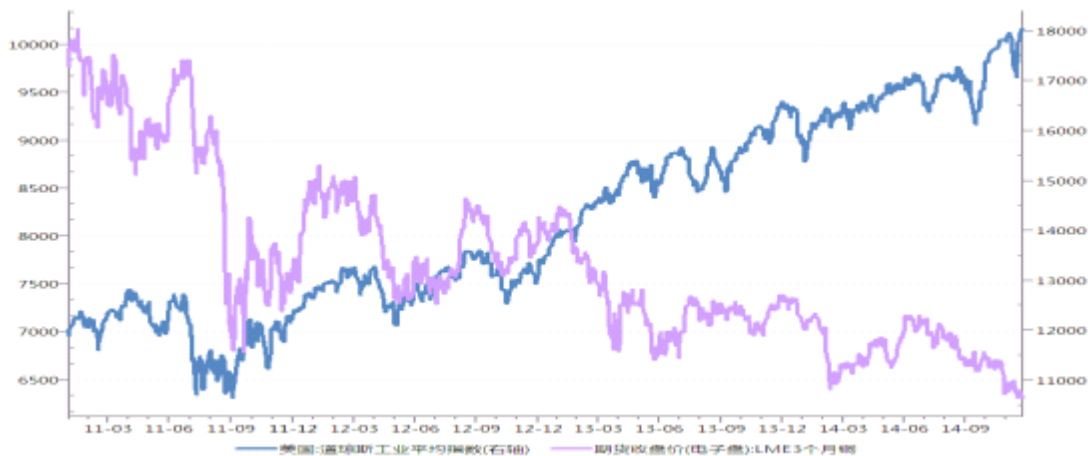
- 1、美国经济
- 2、中国经济
- 3、欧洲经济
- 4、基本金属市场自身的基本面（中国因素、尤其中国表观消费）
- 5、美元指数
- 6、原油价格指数
- 7、经济危机
- 8、流动性（通货膨胀）

对于基本金属市场而言，宏观环境决定其价格走势的方向，而自身的基本面这决定其价格波动的幅度。

铜价特征：

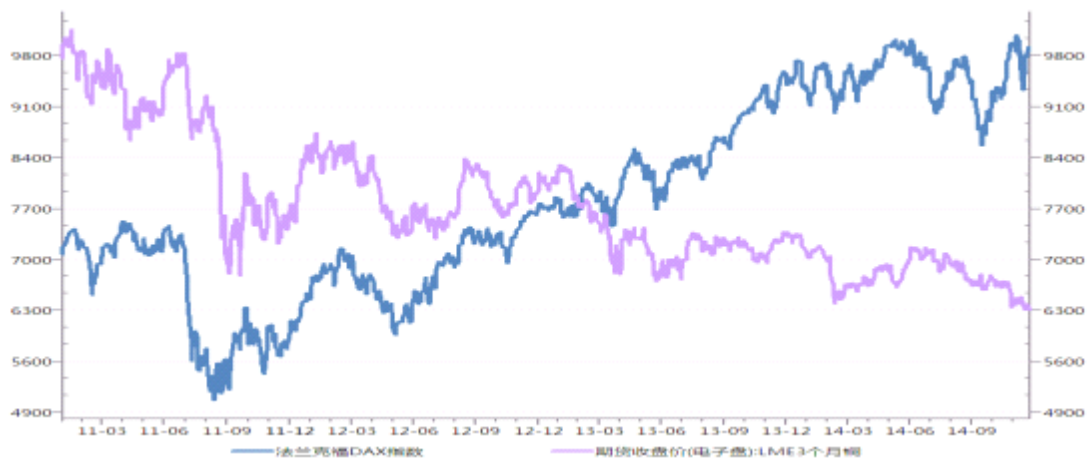
- 1、铜不同于其他大宗商品，其价格具有金融与商品的双重属性；
- 2、铜价具有明显的波动周期性；
- 3、铜价走势与宏观经济走向息息相关。

图 3：LME 铜价格与道琼斯指数走势叠加图



资料来源：深圳金汇期货、WIND

图 4：LME 铜价格与法兰克福 DAX 指数走势叠加图



资料来源：深圳金汇期货、WIND

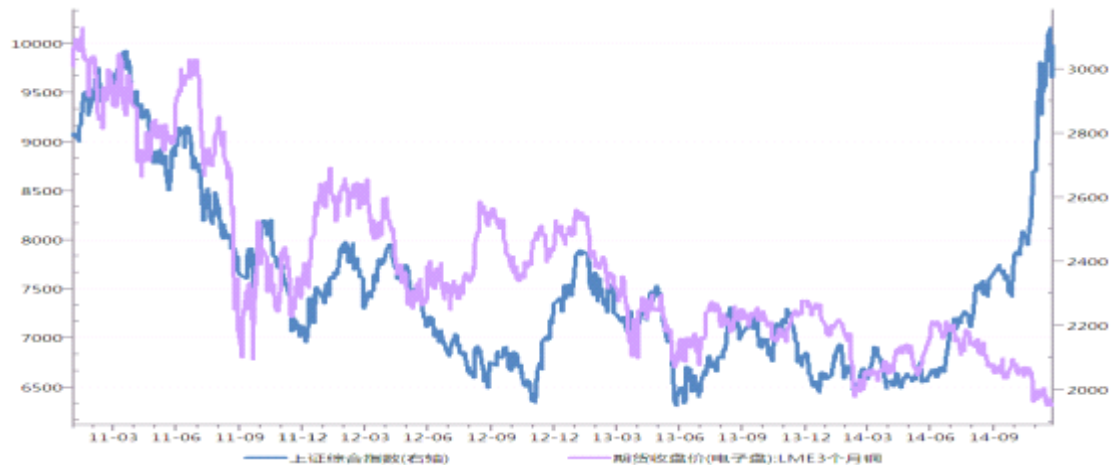
以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。





图 5: LME 铜价格与上证指数走势叠加图



资料来源: 深圳金汇期货、WIND

## 第二部分: 2015 年铜价走势展望

展望 2015 年, 全球经济总体呈现缓步复苏态势。美国经济继续向好, 欧洲经济复苏进程有所反复, 总体对铜的提振作用有限。中国政府改革态度坚决, 对经济增速的容忍度可能继续降低, 企业去杠杆将持续, 去产能化令中国铜需求增速继续放缓。中国做为过去六年间拉动全球基本金属需求增长的引擎, 面临着经济转型带来的需求下滑。

就铜自身的基本面而言, 全球产能的不断扩张 VS 全球需求的持续低迷, 使得供需矛盾进一步激化。因铜价自 2011 年以来一直在高位盘整, 世界各地矿业加速扩大产能, 矿厂扩产以及新矿投产促使铜供应大幅增加。受此影响, 铜的供需格局在 2014 年发生逆转, 由前期的供应短缺转变为过剩。作为全球铜最大消费国的中国, 今年以来终端市场需求持续疲弱, 受国家严控政策影响, 房地产投资增速放缓; 汽车市场结束前几年的井喷目前维持低迷增长; 家电受欧洲拖累, 出口大幅回落; 受国家宏观调控影响, 国家经济增长预期放缓, 电力需求增长和投资也将随之放缓。

总体来看, 铜市场金融属性让位于供需矛盾 (即供需过剩主导价格走势), 由于铜市供需格局已由前几年的紧缺转向过剩的局面, 所以恐铜价难逃总体运行重心下移的命运。在产能持续扩张 VS 实体需求疲弱的基本面主导下, 2015 年铜价将难逃震荡下行、重心下移的纠结走势。

### (一) 宏观经济分析: 美国经济向好一枝独秀, 中国经济难逃结构性改革阵痛

#### 1、美国经济延续复苏, 强势美元来袭

近两年来, 美国从金融危机中艰难走出并进入复苏之路。尽管当前美国经济数据时好时坏, 但整体稳步向前的道路未变。房地产方面, 供需两端数据在偶有波动的前提下整体向上趋势不变。2014 年 10 月数据显示, 成新屋总销售数据处于 2007 年次贷危机以来次新高, 仅低于 2013 年年中最高位; 新屋开工亦稳定攀升至 2007 年底水平; NAHB 显示建筑商信心指数加速回升至 2005 年 12 月以来的新高。笔者认为进入 2015 年在加息预期催化下, 或将出现加息前的房屋购买潮, 需求的平稳释放对供给端的改善预期带来支撑, 建筑商信心持续改善, 新屋开工及营建许可数据继续走高可能性大, 而这也将进一步稳定地产的复苏态势。就业方面, 2014 年以来美国非农新增就业数据已经连续 7 个月维持在 20 万人次以上, 失业率也快速下降至 5.8%, 就

以上资料仅用作实际交易之参考, 本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体, 但是来源与数据未经独立验证, 严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此, 金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



业市场得到明显改善。消费方面，经历了 2007-2013 年的去杠杆阵痛之后，目前美国家庭的财务状况回归稳健，负债率处于历史较低水平，较低的债务及收入的逐步增长使得美国家庭对未来消费支出的信心稳步攀升。数据显示当前密歇根消费者信心指数已爬升至 2013 年 8 月以来新高。随着旺季的来临美国消费有望延续复苏。综上可以看到，无论是消费还是投资，美国均进入稳步向好格局。

图 6：美国失业率稳步下滑



资料来源：深圳金汇期货、WIND

图 7：美国新增非农就业人数（单位：千人）



资料来源：深圳金汇期货、WIND

2009 年 10 月以来，美国失业率从 10.0% 的历史高位逐渐回落至 2014 年的 10 月的 5.8%，越来越接近 2007 年经济繁荣时 4.5% 左右的失业率水平。失业率回落的另一面是实体经济的改善，进而是大宗商品需求的增加，尤其是铜消费量的增加。但是，美国城镇化进程早已结束，实体经济复苏对铜消费的拉动作用非常有限，2009 年铜消费量为 163.63 万吨，2010 年为 175.37 万吨，2011 年为 174.47 万吨，2012 年为 175.70 万吨，2013 年为 184.20 万吨。2010 年至 2012

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



年，美国经济复苏力度较弱，尤其是房地产市场复苏的非常缓慢，导致铜消费量变动很小。2013年以来，美国经济复苏的力度有所增强，尤其是房地产市场复苏更为稳健和制造业复苏力度显著增强，2013年铜消费量较2012年增加8.50万吨，预计2014年消费量攀升至190至200万吨，2015年在200万吨左右。即使美国经济复苏的如此显著，美国铜的年度消费增量与中国铜消费增量根本不是一个数量级，比如2013年中国铜消费增量为99万吨。这意味着，对美国经济的分析应该更多关注货币因素（美元流动性）对铜价的影响，而不需要过多关注美国实体经济复苏对铜价的影响。

美国经济增长主要动力有三个。第一个是就业消费循环，约占美国GDP总量的70%。第二个是制造业，约占美国GDP的10%。第三个是房地产市场，约占美国GDP的12%。从失业率、新增非农就业人数、周度初请失业金人数和密歇根大学消费者信心指数四个关键数据来看，2009年以来美国就业消费循环的动能逐渐增强，尤其是2014年以来，消费者信心指数屡创阶段性新高，失业率回落至6%以下，显示就业消费循环的动能显著增强。由于存在大量的闲置劳动力，美国经济复苏的初步阶段，通胀水平并未出现快速攀升，主要是因为个人可支配收入总量以及人均可支配收入水平增加的非常缓慢。2009年初，按2005年价格，人均可支配收入为3.60万美元左右，至2014年10月，刚刚触及3.76万美元，5年的增幅为0.16万美元，平均每年0.032万美元，即320美元。在失业率下滑至自然失业率水平附近后，劳动力供应将开始紧张，人均可支配收入增速有望迅速提高，进而拉动通胀水平快速攀升。这样看来，2015年上半年失业率还将继续回落，通胀水平保持稳定，若按照每月失业率回落0.1%的节奏，下半年通胀加速的概率较大，可能会触发美联储启动加息进程。

2013年以来，美国制造业和非制造业PMI指数震荡攀升，2014年初因寒冷天气出现了幅度较大的回落，之后制造业PMI指数快速攀升，2014年10月已经攀升至2012年以来的最高水平59.0。美国制造业的复苏主要得益于美国战略性的重视，尤其是金融危机之后美国汽车业（包括电动车）创新步伐较快，还有军事、航天航空、IT与通信行业具有传统优势，且军事、航空航天和IT多对价格不敏感，美元升值不会显著影响这些行业的出口增长。

图8：美国制造业PMI



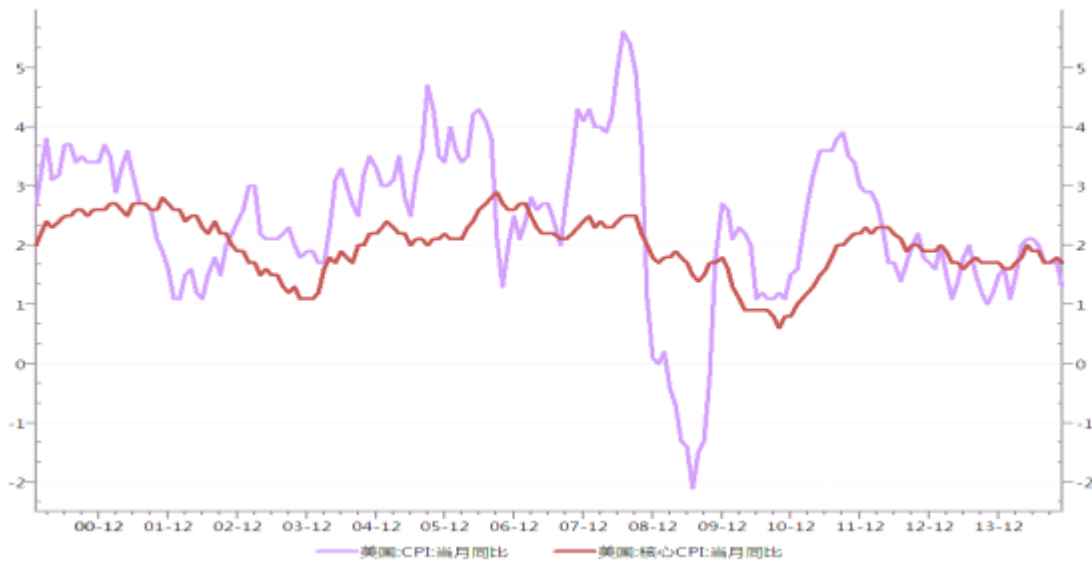
资料来源：深圳金汇期货、WIND

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



图 9：美国 CPI 及核心 CPD 当月同比



资料来源：深圳金汇期货、WIND

2015 年美国经济继续复苏是大概率事件。结构上，制造业复苏的力度有望继续保持全球领先，就业消费循环的动能将继续增强，房地产市场继续保持缓慢复苏的态势。美联储鸽派官员担忧美国经济复苏的脆弱性，在通胀水平没有显著攀升之前，美联储可能还要维持现有的资产负债表规模，并且不急于启动加息进程。若按照 2014 年经济复苏的力度，通胀水平较大可能在 2015 年二季度末或三季度开始快速攀升，这个时间窗口也较大可能是美联储加息的时间窗口。美国经济复苏、美元升值、加息与资产价格上涨的自我加强超级循环可能会启动（可能在 2014 年 7 月已经呈现出一定的迹象），且该循环一旦启动，可能会持续几年的时间。美国经济复苏对铜消费的支撑作用非常有限，乐观的估计，也就是 10 万吨左右的消费增量，但是美元回流对中国经济的负面冲击可能比较大，对铜价的影响是偏负面的。

作为以美元计价的大宗商品，有色金属价格与美元指数多数时候呈现负相关性。美元下跌，非美元货币购买力上升，商品购买更加容易，从而推动价格走高，反之亦然，此为二者因果关系。作为国际储备货币，美元拥有极强的避险属性。当市场风险偏好下行时，资金流入美国货币市场或国债市场，美元指数上涨，而金属等高风险资产价格则相应下跌。有色金属与美元指数这种相对立的风险属性，也是强化二者负相关性主要因素之一。正因如此，后期美元指数如何演绎便成为影响有色金属价格一个至关重要的因素。笔者认为，后期强势美元回归市场是迟早的事情。第一、美国经济逐步走强。随着公共财政状况的改善对投资挤占效应减少，投资有望加速。另外，伴随加息逐步临近，实际利率水平趋于向上，国外资金回流提升了对美元的需求量，从而支撑美元指数走强；第二、日欧经济走弱的被动助推。作为占美元指数超过 70% 的欧元（占 57.6%）及日元（占 13.6%），其走势对美元指数影响较大。近年来经济持续走弱使得市场对未来日欧两大经济体再度宽松的预期一致存在，导致欧元及日元快速贬值，也变相推动美元指数上升。

整体来看，当前美国经济稳步走强基础扎实，虽然偶有疲弱数据出台，但整体延续复苏态势难以改变。美国步入加息周期指日可待，后期美元指数有望在多重因素推动下延续上涨，而这将对有色金属价格形成直接压制。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失（包含获利减少）与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。





## 2、中国经济难以摆脱周期性规律的制约

2010年3月以来，中国GDP季度累计同比从12.10%持续回落至2014年9月的7.40%，期间没有出现一次反弹。中国经济增长动力呈现出动能不足的迹象，并且至今也未出现比较明显的新的经济增长点。在经济回落的过程中，中国政府保持了较大力度的基础建设投资，相对应地，2011年之后资本形成对GDP增长贡献率从48.80%攀升至54.38%，消费支出对GDP增长贡献率从55.50%回落至49.99%，净出口对GDP增长贡献率稳定在-2%至-4.37%的区间。本来新一届政府有意提高消费支出对GDP增长的贡献率，降低经济增长对投资的依赖，但是诸多结构性问题使得政府的腾挪空间非常有限。结构性问题需要强有力的制度改革才能解决，但是改革在短期内对经济增长还可能存在一定的负面影响。

图 10：中国 GDP 累计同比



资料来源：深圳金汇期货、WIND

图 11：中国官方及汇丰 PMI 指数



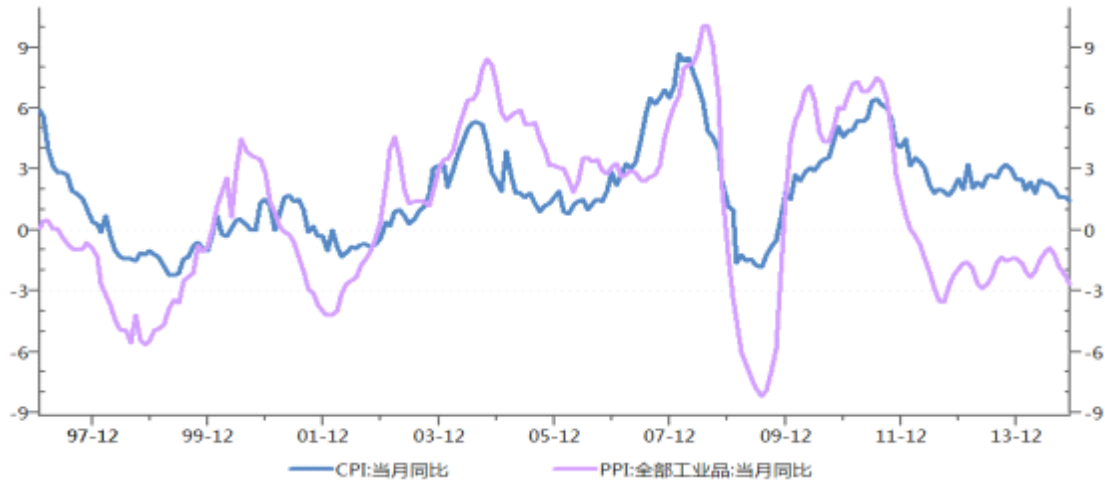
资料来源：深圳金汇期货、WIND

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



图 12: 中国 CPI 及 PPI 当月同比



资料来源：深圳金汇期货、WIND

2014 年以来，中国经济整体表现疲软。尽管年中在定向微调政策刺激下有所转强，但随着政策效应的退化经济在 8-9 月份回归弱势。从中国汇丰制造业 PMI 指数来看，自 2014 年年初至 3 月份一路从 50.5% 下降至 48%，随后在 7 月回升至 51.7%，但 8 月再度回落，截至 12 月初值已降至 49.5，进入荣枯线下方。中国官方制造业 PMI 表现也大体相当。不仅如此，2014 年中国工业增加值、发电量、投资完成额等重要数据也出现大幅滑落，PPI 更是连续 33 个月负增长，种种迹象表明当前中国经济进入下行周期。

中国高层给出的判断是“三期叠加”，即经济增速换挡期，结构转型期与前期政策消化期。考虑到改革推进需要一个过程，结构转型需要较长时间，出口在外围经济体复苏缓慢的情况下也难以大幅好转，2015 年中国经济增长速度有可能继续回落，但是回落的速度也不会太快，主要是中国政府对基础设施建设投资仍具有较大的控制能力。

2011 年以来，中国社会消费品零售总额累计同比增速呈现出典型的阶梯性回落态势，从 20% 的高位回落至 12% 左右，一方面受新一届政府反腐的影响，另一方面受人均可支配收入增长缓慢的影响。2015 年反腐继续推进是大概率事件，并且人均可支配收入受经济增速回落的制约也难以出现显著的改善，乐观的情况下，社会消费品零售总额增速能够保持在 11% 至 12% 的区间。

2014 年 2 月以来，人民币兑美元出现了一波贬值行情，加上全球主要经济体的复苏，出口累计同比增速反弹，但是增速水平依旧低于 2013 年增速 7.82%。中国出口竞争力主要来自于低廉的环境成本和劳动力成本。出口企业主要承担产品内分工的组装环节，多不拥有核心技术。最近两年来，国内空气污染和水污染已经开始成为公众话题，并严重影响居民的正常生活。如果不能大幅压低人民币汇率，那么未来几年中国出口增速很难出现大幅的提高。

在消费增速稳定和出口增速提高空间有限的背景下，2015 年中国经济增速能否企稳反弹主要看固定资产投资增速能否企稳反弹。数据显示，2013 年 2 月以来，固定资产投资累计同比增速从 21.20% 持续回落至 2014 年 10 月的 15.90%，从未出现一波幅度较大的反弹。从结构上看，基础设施建设投资、制造业投资和房地产开发投资是固定资产投资中最重要的三块。其中，制造业固定资产投资累计同比增速和房地产业固定资产投资同比增速的回落是固定资产投资增速回落的主要原因。基建投资累计同比增速在 2012 年 3 月之后开始迅速反弹，之后一直保持在 20% 至 23.5% 的区间范围内波动。可以看出，基建投资是稳定固定资产投资的最核心的力量，也是稳定中国经济增速最核心的力量。

很难说制造业固定资产投资增速的底部在哪里，只能边走边看。目前的情况是很大一部分

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

联系电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.sz.jhqh.com



制造行业存在着不同程度的产能过剩。再考虑到东南亚的低廉劳动力具有一定比较优势，部分跨国企业开始把制造环节转移至东南亚国家，未来几年中国制造业固定资产投资增速有望继续回落。从中国制造业工业增加值累计同比增速和利润总额累计同比增速也可以看出，2014年以来，尤其是2014年7月以来，制造业利润水平不断下滑，这在一定程度上反映了制造业产能过剩的情况。

2011年10月至2012年11月，中国月度新增外汇占款出现了较大幅度的回落，有些月份出现了负增长，与之前每月新增3000亿元的水平相距甚远，期间人民币兑美元出现了一波比较明显的贬值。2014年2月之后，月度新增外汇占款又开始大幅下滑，6月份减少867.63亿元，期间人民币兑美元也出现了一波明显的贬值。人民币兑美元频繁出现贬值，主要是美国经济复苏对比着中国经济增速回落。在2014年11月底央行宣布降息后，人民币又呈现出贬值的迹象。新增外汇占款的减少，限制了央行被动发行基础货币的能力，导致银行间市场和实体经济利率易紧难松。这也是中国央行推出SLO、SLF、MLF和PSL等政策工具的大背景。之前是央行被动发行基础货币，通过提高存款准备金率和发行央票来对冲外汇占款的增加，而之后可能主要是通过创新的政策工具和降低存款准备金率对冲外汇占款的减少。

预计2015年中国央行会根据中国经济运行情况适时调低存款准备金率并降息。不过，美联储终止QE3和人民币国际化战略需求限制了中国央行货币政策的腾挪空间。下一个关键环节就看商业银行是否启动货币创造机制，即开始加大信贷投放量。2014年月度新增人民币贷款的量并未比2013年出现显著的增长，但是新增中长期贷款月度水平明显高于2013年同期水平，对应的是基建增速一直保持在21%左右的水平。2014年，M2同比增速冲高回落，10月为12.6%。整体来看，商业银行信贷总量增速并不高，体现了商业银行的谨慎态度。这主要与商业银行的顺周期行为有关。

总的来说，2015年中国经济依旧存在较大的下行压力，中国央行货币政策力度是最关键变量。消费保持平稳，出口改善空间非常有限，制造业固定资产投资增速将继续回落，基建投资增速保持较高水平，房地产市场是最大的不确定性因素。央行宽松货币政策的力度，即降息降准的步伐，与商业银行的信贷扩张意愿决定了房地产市场能否出现阶段性的企稳反弹。美联储终止QE3和人民币国际化的战略需求使得央行宽松的空间也比较有限。最好的结果是经济增速在政策托住的情况下缓慢回落，过剩行业逐渐取得市场出清，中国经济通过制度改革转变经济增长动力，启动新一轮的经济周期。

## （二）基本面分析：低迷消费难抵供应增长，供需过剩压制铜价走势

### 1、全球铜矿及冶炼产能扩张迅猛

2014年以来，全球主要地区铜矿产量逐步增长，年内全球铜矿供应预计将持续宽松。据世界各国统计局数据显示，2014年上半年智利、秘鲁、印尼、非洲和美国等五个国际和地区的铜矿产量达到548.4万吨，同比2013年增长6.56%。据中国统计局数据显示，2014年1-11月份中国铜矿产量达到157.22万吨，同比增长9.55%。据ICSG最新数据显示，在2014年延后推进的产能释放将集中在2015年体现，印尼精矿出口恢复提振，预计届时2015年全球铜精矿产量增速将回升至7%，至1981.6万吨。

全球铜矿产能主要集中在智利、秘鲁、美国、赞比亚、中国、印尼和澳大利亚，多为环太平洋地区。2014年，主要铜矿生产国产能的42%在智利、13%在秘鲁、12%在美国。从1995年以来的铜矿产能变动趋势来看，智利、秘鲁、中国、赞比亚和澳大利亚五个国家的产能增加较多，2014年与1995年相比，智利增加了149.9%，秘鲁增加了377.99%，中国增加了231.07%，赞比

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

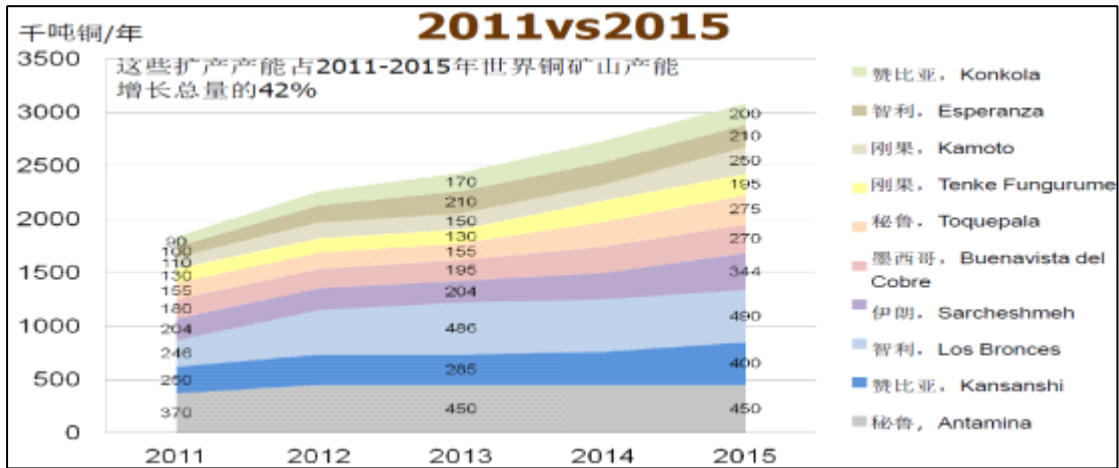
免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。





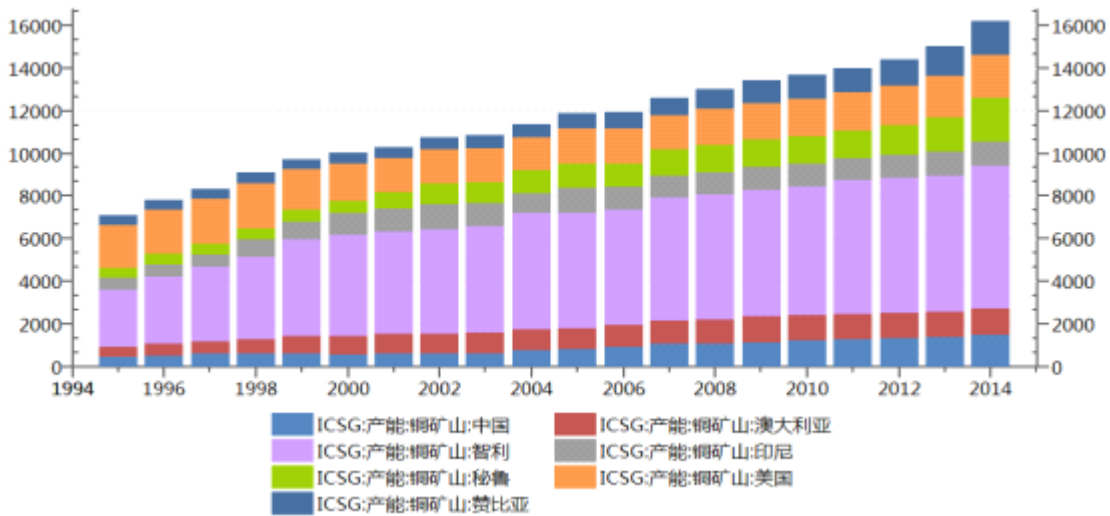
亚增加了 260.28%，澳大利亚增加了 160.45%。最近三年，铜价回落较慢，铜矿利润率相对较高，2012 年主要铜矿生产国新增产能 42.5 万吨，2013 年为 64.3 万吨，2014 年为 109.0 万吨，新增产能逐年提高，2015 年的新增产能也主要集中在上述五个国家。

图 13: 全球主要现有矿山的扩产计划



资料来源: ICSG

图 14: 全球铜矿产能逐年扩张



资料来源: 深圳金汇期货、WIND

ICSG 最新预测显示全球精炼铜产量继 2014 年增长至 2213.6 万吨之后, 2015 年将继续增加 95 万吨至 2308.6 万吨, 虽然增速较 2014 年 5.12% 有所回落, 但 4.29% 的增幅在历年中依然处于较高水平。1995 年以来, 主要精铜生产国的铜精炼产能逐年增加, 并且大部分增量在中国。2014 年中国铜精炼产能已经占主要精铜生产国产能的 38%; 智利的占比也较高, 为 19%。

今年以来, 铜矿加工费走高令冶炼企业利润回升, 从而提升了企业开工积极性。数据显示, 2014 年 11 月中国精铜产量达到 75.55 万吨, 创历史新高, 同比增长达 14.1%。1-11 月份, 中国精炼铜产量累计值为 716.73 万吨, 同比增长 11.49%, 增速呈现持续加快的势头。

整体而言 2014 以及 2015 年将是中国产量释放相对较好的周期, 2015 年不仅将有 70 万吨新

以上资料仅用作实际交易之参考, 本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体, 但是来源与数据未经独立验证, 严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此, 金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

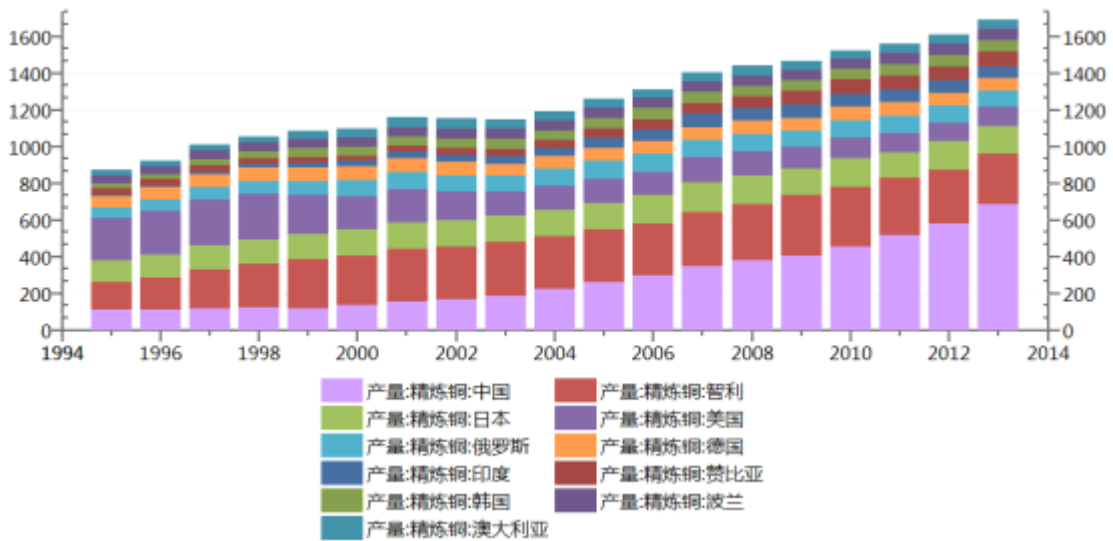




增产能投产(详见表 4)，此外前期投产的广西防城港、豫光金铅、浙江和鼎、中条山有色等开工率将继续提升，为 2015 年中国精炼铜产量增量做出贡献。除了新扩建产能的投产以及达产效应，原有老产能随着 2015 年长单铜精矿加工费的走高而将进一步提升开工率。

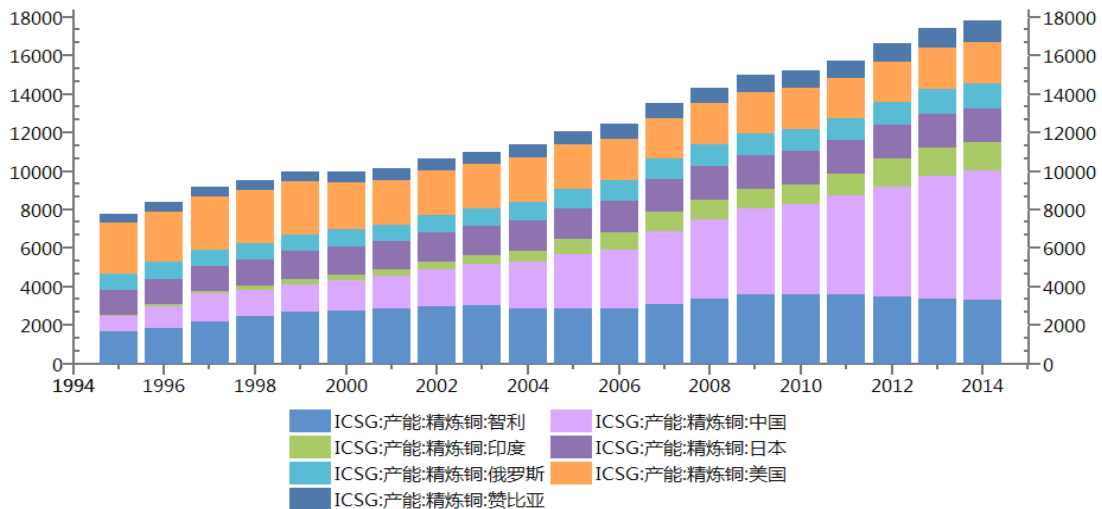
由于 2014 年较好的现货加工费，冶炼企业进口铜精矿积极性高企，在 2013 年全年进口铜精矿实物吨接近 30%的增速之后，2014 年继续保持近 15%的增长。而从国内炼厂签订长单加工费水平来看，预期 2015 年 105 美元/吨的长单加工费，将成为 08 年以来的最高水平，在 100 美元上方的加工费保证了炼厂的加工利润，签订长单积极性升高，预计 2015 年冶炼厂长单签订比例进一步提升，保证了全年的产量增幅。整体判断 2015 年中国精炼铜产量较 2014 年将继续有 60-70 万吨的增量。

图 15: 全球主要国家精炼铜产量



资料来源：深圳金汇期货、WIND

图 16: 全球主要国家精炼铜产能



资料来源：ICSG

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



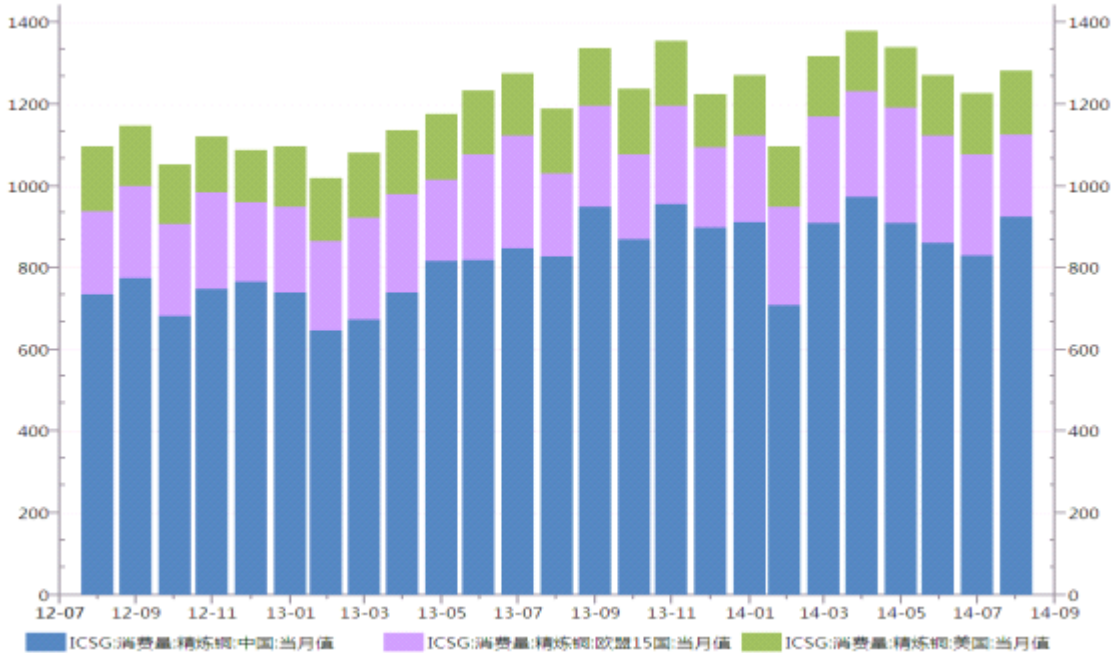
图 17: 全球精炼铜产能与产能利用率



资料来源: 深圳金汇期货、WIND

## 2、终端消费亮点难觅是压制铜价的核心因素

图 18: 全球主要国家地区精炼铜消费量



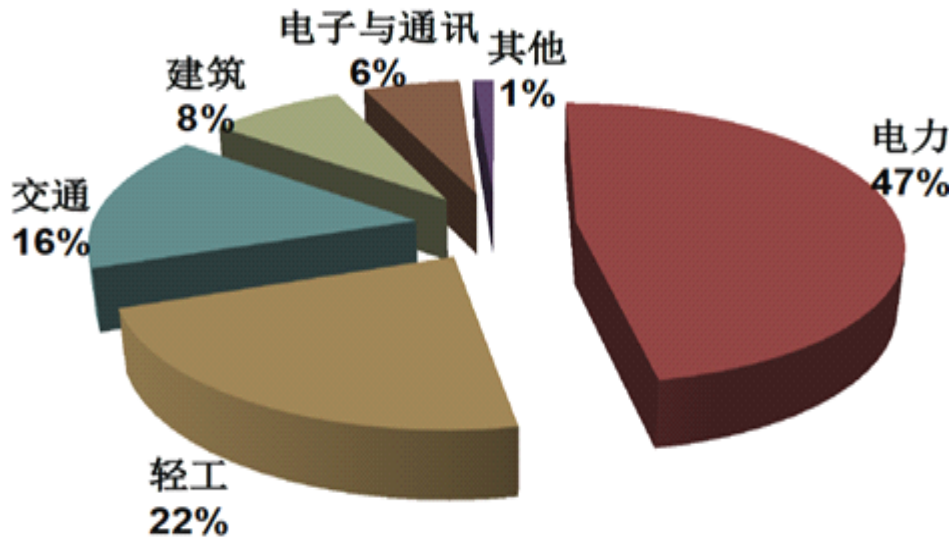
资料来源: 深圳金汇期货、WIND

以上资料仅用作实际交易之参考, 本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体, 但是来源与数据未经独立验证, 严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此, 金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



图 19：中国铜消费结构



1995 年以来，中国精铜消费总量快速增加，而美国、德国、日本、韩国等发达经济体的铜消费总量基本保持稳定。1995 年，中国精铜消费量为 114.34 万吨，2013 年为 983.01 万吨，翻了近 9 倍。1995 年，美国、德国、日本和韩国铜消费量分别为 253.44 万吨、106.58 万吨、141.45 万吨、53.96 万吨，2013 年分别为 184.20 万吨、112.27 万吨、99.43 万吨和 70.41 万吨，其中美国和日本出现了绝对量的下滑，德国小幅上升 5.34%，韩国增幅略大，为 30.49%。

2009 年以来，全球经济复苏力度较弱，中国政府不断推出经济刺激政策，使得全球铜消费增量的绝大部分都在中国，而有些国家铜消费量还出现了绝对的下滑。2013 年，中国铜消费量占全球铜消费量的 47%，其次为美国，占 9%，德国与日本各占 5%。分析铜需求端的变动，需要把主要精力放在中国精铜消费方面，而不宜过度关注美国、德国和日本实体经济复苏对铜消费量的支撑作用。

总的来说，全球铜消费和消费增量主要集中在中国。中国消费量占比接近 50%，美国、德国和日本等发达经济体的铜消费量占比均在 10% 以下。在铜矿供应增速提高、铜精炼产能不存在限制的情况下，中国铜消费变动依旧是决定铜价运行方向最核心的因素之一。换言之，铜价更多反映的是中国实体经济的情况，而不是美国、德国和日本等发达经济体实体经济的情况。

从铜的终端消耗比例图可以看到，电力投资领域占比为 47%，在铜终端需求中处于第一位；其次是空调制冷，而在空调制冷领域中主要应用则是空调，再次是房地产。因此，我们主要对电力投资、空调制冷及房地产三个领域进行分析。

### （1）电力投资放缓，无力拉动用铜需求

电力方面，据中电联数据显示，2014 年 1-11 月电源投资完成额累计值为 2886.56 亿元，较 2013 年同期下滑 6.14%，这已经是 2013 年全年同比负增长之后，连续第 11 个月累计负增长；1-11 月电网投资完成额累计值为 3460.3 亿元，较 2013 年同期仅仅小幅增长 2.58%，而 2013 年同期增速高达 6.10%。观察历史数据可看出，年底一般是电网投资高峰期。近期国家电网第五批货物集中招标，电网投资增速也呈现回升迹象。但当前整个大环境的疲软使得后期投资增速回升势头或有限，因此对铜消费的带动力度不会很大。

今年电力投资始终处于低速增长状态，与年初高增长计划形成较大背离。由于铜主要用于导体领域，全社会用电量的情况一定程度上可以看出新增用电量对各个设备中导体的需求度，

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

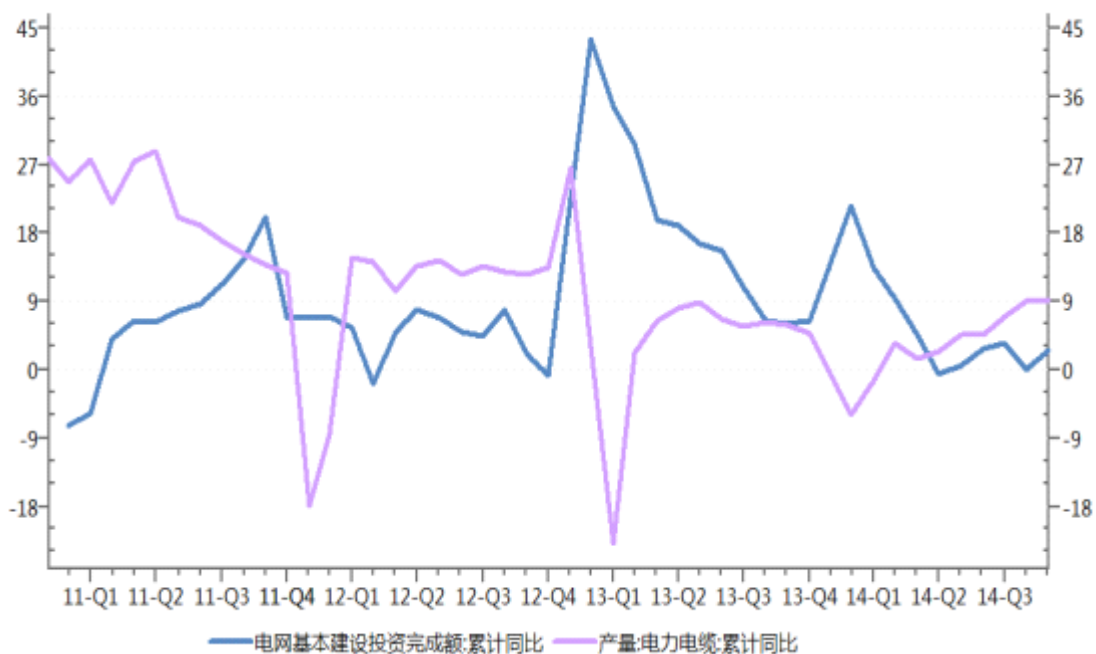
免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失（包含获利减少）与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



以及在用电过程中设备的维修更换率。而随着全社会用电量增速的不断回落，尤其是国家产业结构调整对高耗能企业发展的限制，中国全范围大规模建设基础用电设施的周期已经过去，电网铺设已相对完善，目前电网投资消耗量更大的主要在远距离传输优化能源结构的目的，而在这方面对于铜导体线缆的需求增速将明显放缓。从电力电缆长度产量以及电线电缆企业主营业务收入同比变化情况来看，均处于增速下降通道。

由此判断，虽然 2015 年是“十二五”规划的最后一年，但电力投资超预期增长来弥补前几年低量投资的可能性较小。一方面是随着经济转型，单位 GDP 增长的能源消耗量下降，中国经济增长结构的优化将令全社会用电量增速低位运行，直接影响继续大幅度提高电网建设的需求。此外，近期发改委表示，过去 5 年中国浪费 6.8 万亿美元投资，“无效投资”占到中国经济总投资的近一半。由此判断，中国粗放式投资模式将会改变，大规模依靠电力投资拉动铜需求的周期结束。

图 20：电网投资完成额与电力电缆产量



资料来源：深圳金汇期货、WIND

## (2) 家电行业延续低迷

家电方面，2014 年空调行业延续低迷。经过前期家电政策持续提前消化市场需求之后，由于房地产市场的疲软，家电新增消费有限，增速放缓。据 wind 数据显示，2014 年 11 月中国空调产量为 1142.25 万吨，同比增长 8.23%。1-11 月累计值为 14516 万吨，累计同比 13.77%。库存方面，今年年初，销售不景气导致空调行业库存大幅攀升，第一季度录得 15.9% 的涨幅。随后，在空调行业龙头老大格力电器开启降价促销后，市场进入去库存阶段，截至 9 月库存较年初减少 1.8%。进入 2015 年，整体家电行业发展将进入低速周期，加上银行对企业强制去杠杆，渠道商生产企业的去库存压力将持续加大，2015 年家电行业用铜量增速恐表现有限。

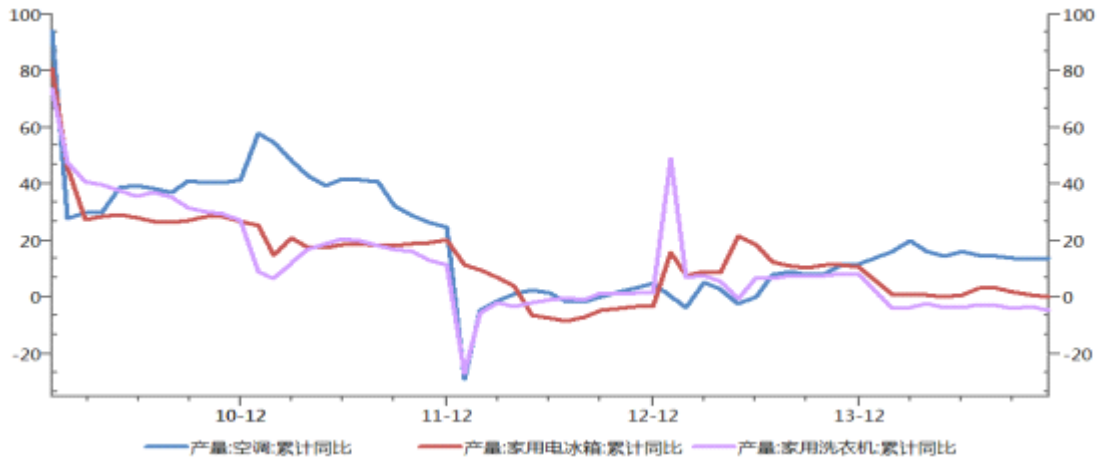
以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。





图 21：中国主要家电产量



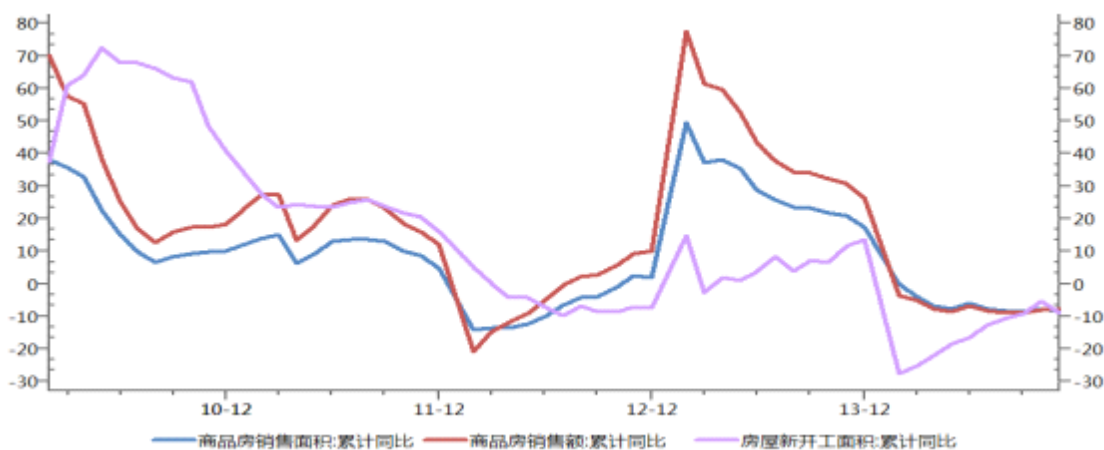
资料来源：深圳金汇期货、WIND

### (3) 房地产市场持续走弱

而从固定资产投资来看，房地产市场走弱明显，年内新屋开工面积同比持续处于负增长状态。而今年新开工面积走弱将较大可能影响明年竣工面积，而接近竣工阶段是大量铺设电线电缆以及用电设备时期，或将影响铜需求。而整体固定投资方面，铁路投资以及轨交投资将成为用铜方向的相对热点，轨交建设无论地铁站照明系统亦或用电设施均需要大量电缆，而铁路投资国内电气化率上升，铁路电气化将提升铁路建设中铜导体用量。由此可见交通方面将是明年铜消费相对较好板块。但由于整体交通用铜在铜消费饼图中占比较小，故整体依然难改明年铜消费放缓的步伐。

总的来说，2015 年铜下游需求亮点难觅。受基建投资的影响，电力电缆产量增速可能维持在 7%左右的水平。房地产开工面积、空调、汽车产量增速亦不乐观。考虑到 2015 年中国政府不能接受过低的经济增速，但也需要进行改革和经济结构调整，那么央行货币政策会继续宽松，但不会很激进，商业银行在不良率提高的情况下不敢贸然过度放贷，企业和消费者也未必具有足够的购买力，使得家用电器和汽车对铜消费的支撑作用受限。

图 22：房屋新开工与商品房销售



资料来源：深圳金汇期货、WIND

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



#### (4) 铜融资热潮消退

2014年进口铜市场始终处于风暴中心，首先年中青岛港仓单重复质押事件，令银行对仓单开证条件进一步加严，开证流程增加，手续繁琐，令单次铜融资周期明显拉长，周转率的下降直接影响融资套利的利润情况。此外市场间票据贴息利率明显较去年下降，票据市场加进口铜开证融资套利模式利润空间减弱，通过进口铜融资的资金成本优势大大下降，部分资金需求方减少融资操作。

而年内银行对铜融资风控力量的加大，以及房地产市场走弱的趋势，令前期操作灵活性较大的具有铜生产企业背景，并兼具房地产企业背景的集团性公司面临银行大范围收贷，加上银行强制对企业降杠杆操作，进一步影响融资铜市场。从美金铜升水走势已明显看出，不断下降的美金铜现货升水，以及现货市场越趋清淡的交投氛围，均显示出铜融资热潮的消退。

而随着铜融资的收益效应减弱，保税区库存持有收益下降，年内保税区库存出现一波大幅度下降走势，从年内高位80万吨上方，降至近期50万吨上下水平。进入年末中国开启了时隔两年的第一次降息，预示中国降息通道的开启，未来或将继续出现1-2次的降息机会。在此情况下，内外息差套利空间进一步收窄，加上明年美元升息的大概率事件，利用融资铜套利空间持续收窄将进一步降低融资需求。

在此情况下，市场谨慎情绪高企，对于2015年codelco133美元/吨的长单报价接受度较低。长单报价之后，现货升水并未止跌企稳向上有靠拢长单迹象，市场整体签订长单意愿不高，近期市场已有相关在120美元/吨下方的长单签订水平报出。故整体来看明年铜进口量降幅将在10%以上。融资铜对铜价的支撑因素降低。

### 第三部分：2015年铜价走势展望

宏观面上，美国从金融危机中艰难走出并进入复苏之路，尤其是房地产市场复苏更为稳健和制造业复苏力度显著增强。2015年美国继续复苏是大概率事件。制造业复苏的力度有望继续保持全球领先，就业消费循环的动能将继续增强，房地产市场继续保持缓慢复苏的态势。然而美国经济复苏对铜消费的支撑作用非常有限，乐观的估计也就是10万吨左右的消费增量，但是美元回流对中国经济的负面冲击可能比较大，对铜价的影响是偏负面的。中国经济则难以摆脱周期性规律的制约，政府改革态度坚决，对经济增速的容忍度可能继续降低，企业去杠杆将持续，去产能化令中国铜需求增速继续放缓。

基本上，供大于求的格局将会愈演愈烈已是不争的事实。铜精矿供应将继续相对宽松的格局基本已成定局。在海外以及中国冶炼产能的进一步投产情况下，较高的铜精矿加工费将推动冶炼厂投产达产周期，加上原有产能进一步提升开工率，全球精铜产量将继续增长。需求方面，中国电网投资力度减弱、房地产业疲软以及整体家电行业发展进入低速周期，将使得下游需求亮点难觅。美国即将进入加息通道，而中国已进入降息周期，内外利差套利空间收窄，加工融资政策等因素的不明朗，融资铜鼎盛时期一去不复返，铜价运行将向基本面靠拢。

总体来看，未来两年全球铜矿产能集中释放，供应增加幅度愈加明显；全球经济步入正常的复苏轨道，发达国家基准利率将逐渐上升，增加了融资交易的套利成本，进而抑制金融属性对工业品价格的无序冲击；铜市将逐渐淡化金融属性的影响，更多地会受到来自于供需面的商品属性影响。我们认为，在宏观面和基本面的共同作用下，铜价中长期下行趋势难改，跌跌不休的熊市征程远未结束。价格波动上2015年LME铜价存在跌破5500美元的风险，即靠近更多高成本矿山的现金成本区间，而波动中枢或下降至6000美元下方。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.sz.jhqh.com