



2015年03月05日
沪铜月报

强势美元压制金属 铜反弹受阻

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：

- ▶ “金属市场春季攻势”是随着中国因素逐渐被市场认可和追捧后所形成的规律性事件。进入21世纪后，中国成为全球金属消费最大国，中国人的消费习惯通常会在春节前后进行备货，而这种“不约而同”的备货行为无疑成为了金属市场炒作的亮点，同时也给了金属价格以支撑。春节是国内一年中最长的法定假期，由于较长时间不能报关，现货进口无法进行正常手续，现货商通常会选择提前备货，而节前备货量增加，通常也会令铜价水涨船高。然而我们通过统计发现，这种“春季攻势”通常难以为续，春节前铜价的涨幅通常会在节后进行修正。特别是随着国际宏观经济的放缓以及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的供需格局在2013年发生逆转，由前期的供应短缺转变为过剩，因此这种传统的“春季攻势”恐怕也无力对铜价形成强有力的拉动。铜市目前实质性利好难寻，面临美元强势、油价腰斩、供需失衡、全球经济失速等不利因素，铜价跌势未尽。美元指数依旧强势并给予大宗商品价格强力压制，全球性的供应过剩仍是目前铜价面临的最大问题。

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。

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



一、期铜 2 月份行情走势综述

图、伦铜沪铜日 K 线图



资料来源：博弈大师

整个 2 月期间，铜价走势可以用冲高回落、反弹受阻来形容。月初，随着原油价格反弹以及中国人行降准的发声枪响，本已萌生退意的金属多头强打起精神，开启了一波反弹。在德国与法国的斡旋下，乌克兰与俄罗斯就 15 日起全面停火协议达成一致。尽管停火分界线尚未商定，但各方撤出重型武器的协议内容令欧元汇价振奋。英国央行的季度通胀报告暗示有提前加息的可能，促使英镑汇价大涨。上述消息对美元指数构成突发性利空，并在避险忧虑缓解的情绪下，提振基金属市场价格。国内春节假日期间，外围铜市交投清淡，走势不给力，伦铜未能上破 5800 美元/吨，顺势回测 5500 美元/吨，库存继续增加，现货升水下滑明显。羊年

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。

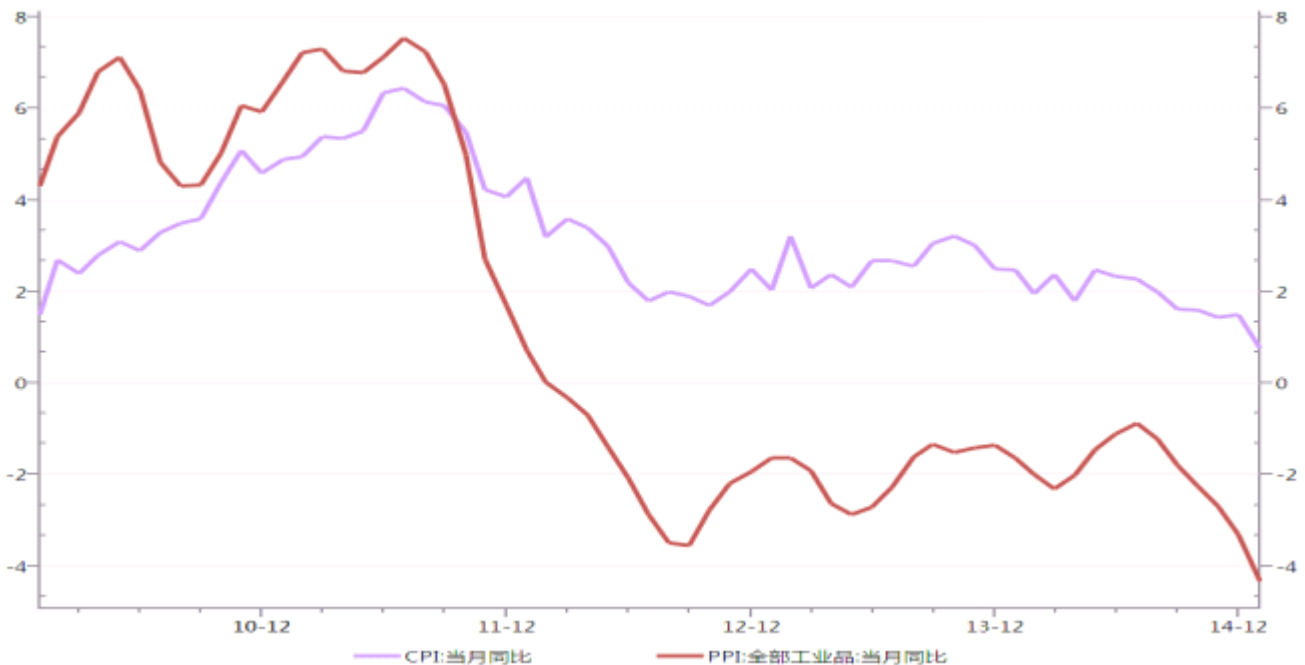


春节后，基金属市场上多空因素交织。随着中国降息的确认，令资金推动型的基金属市场为之一振，令中国农历新年假期刚结束铜价就触及两个月高点。然而利多预期的兑现，又令悲观现状开始占上风。欧洲央行放水也好、国内降息也罢，都是政府在经济不及预期的现状下所采取的相应政策手段，短期从信心上能给予市场支撑，但从中期来看都难以改变经济的运行规律，只是对下滑的经济态势起到了一定的延缓和补救作用。3月伊始，均线多头开花多日的美元指数，在欧版QE细节出炉，以及强于预期的非农数据公布后，延续着强势行情并给予大宗商品强力压制，铜价反弹受阻。

二、宏观面分析：中国工业通缩愈加悲观，强势美元压制金属价格

中国1月外贸衰退的程度仍令人大跌眼镜，当月进出口总值同比萎缩10.9%。其中出口同比下降3.3%，进口同比减少19.9%。中国今年1月CPI和PPI同比变动联袂俯冲至逾五年低点，与外贸数据一道印证中国经济正面临需求乏力、通缩风险加剧的困境。尽管中国央行刚启动降准，但意外疲软的通胀数据指向货币政策仍须进一步放松以托底经济增长。

图、中国CPI及PPI走势图



资料来源：深圳金汇期货、WIND

自2014年7月以来美元指数启动涨势，开启了新一轮美元牛市行情。美元升值对大宗商品是不利的。作为国际大宗商品的主要定价货币，美元价格与商品价格之间负相关性很高。此外，回顾布雷顿森林体系崩溃之后美元的两轮牛市行情，基本的国际经济景气格局均呈现出美强而欧弱、日弱的态势，因而对大宗商品的实际需求也是不利的。所以在美元强势周期阶段，大宗商品震荡回落就会是一种大概率事件。

从经济基本面看，美国在2015年依然是增长最亮眼的，而欧洲经济在结束衰退之后依然只能维持很低增速。从最近欧洲的PMI数据看，其复苏力度还是偏弱。其他新兴市场国家，特别是资源品属性的国家在低油价的背景下也将面临增长困境。中国相对稳定，但增速正面临下行风险。此外，美联储也是全球最早退出宽松政策的央行。无论美联储是在今年二季度还是三季度加息，比较确定的是美国会在2015年正式进入加息周期。而欧洲，日本，中国三大央行依然处于降息或宽松的货币周期。无论是经济基本面，还是央行的动作，都将支持美元在2015年继续上涨，这对以美元计价的基金属价格形成强有力的压制。

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。



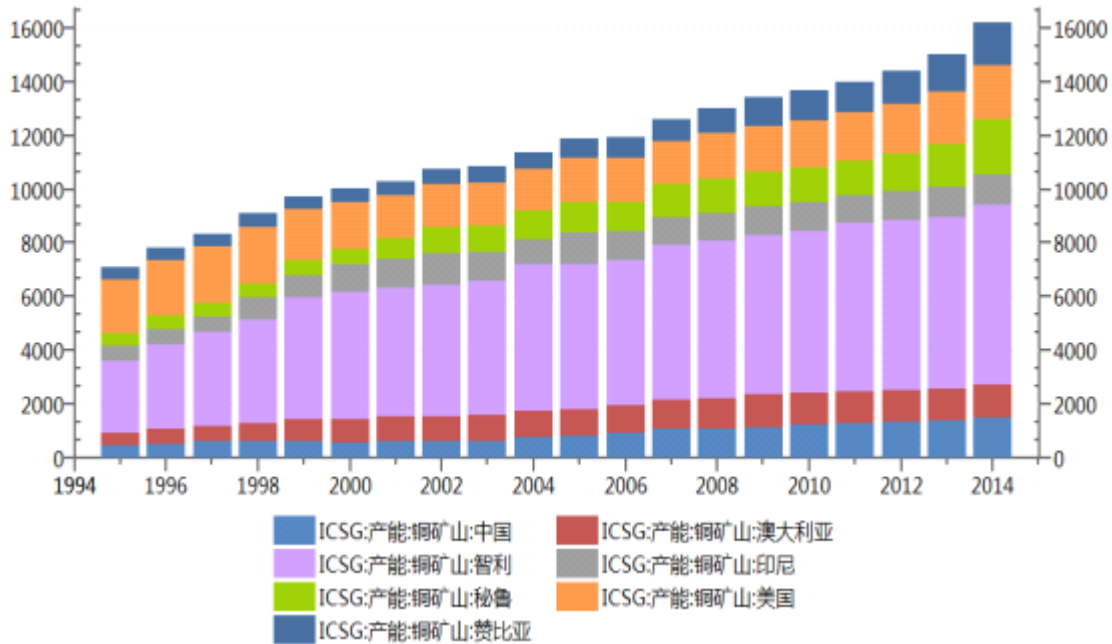
三、基本面分析：低迷消费难抵供应增长，供需过剩压制铜价走势

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：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

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。

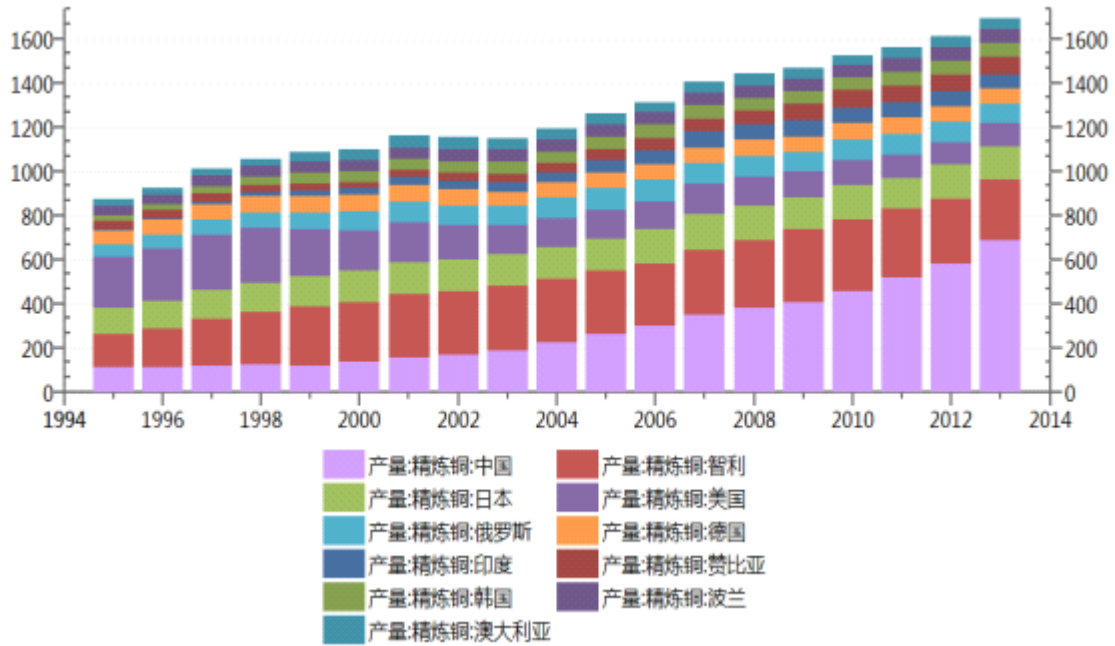
免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失（包含获利减少）与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



费的走高而将进一步提升开工率。

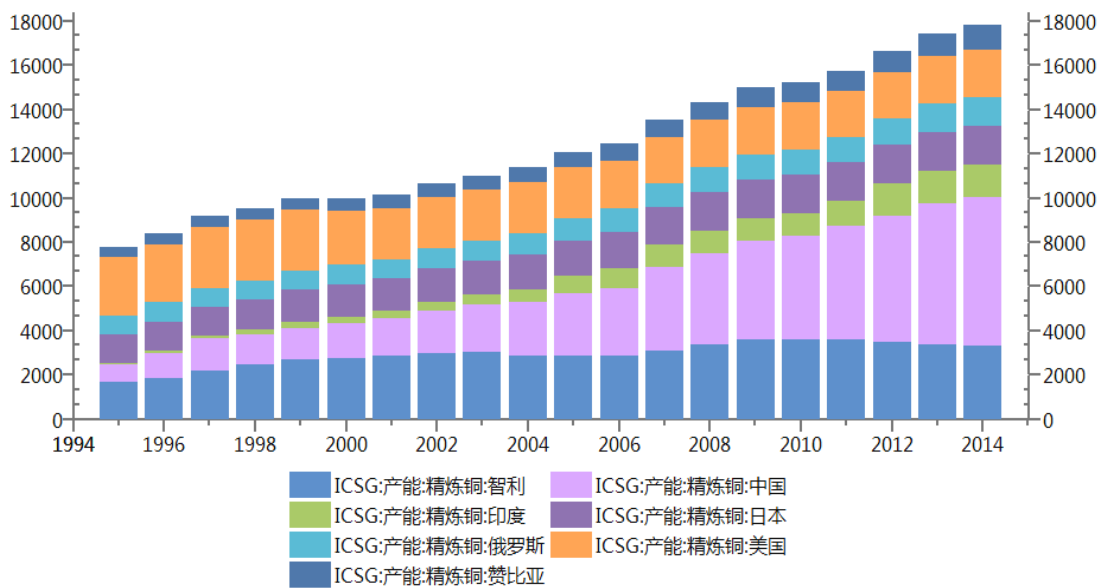
由于 2014 年较好的现货加工费，冶炼企业进口铜精矿积极性高企，在 2013 年全年进口铜精矿实物吨接近 30%的增速之后，2014 年继续保持近 15%的增长。而从国内炼厂签订长单加工费水平来看，预期 2015 年 105 美元/吨的长单加工费，将成为 08 年以来的最高水平，在 100 美元上方的加工费保证了炼厂的加工利润，签订长单积极性升高，预计 2015 年冶炼厂长单签订比例进一步提升，保证了全年的产量增幅。整体判断 2015 年中国精炼铜产量较 2014 年将继续有 60-70 万吨的增量。

图：全球主要国家精炼铜产量



资料来源：深圳金汇期货、WIND

图：全球主要国家精炼铜产能



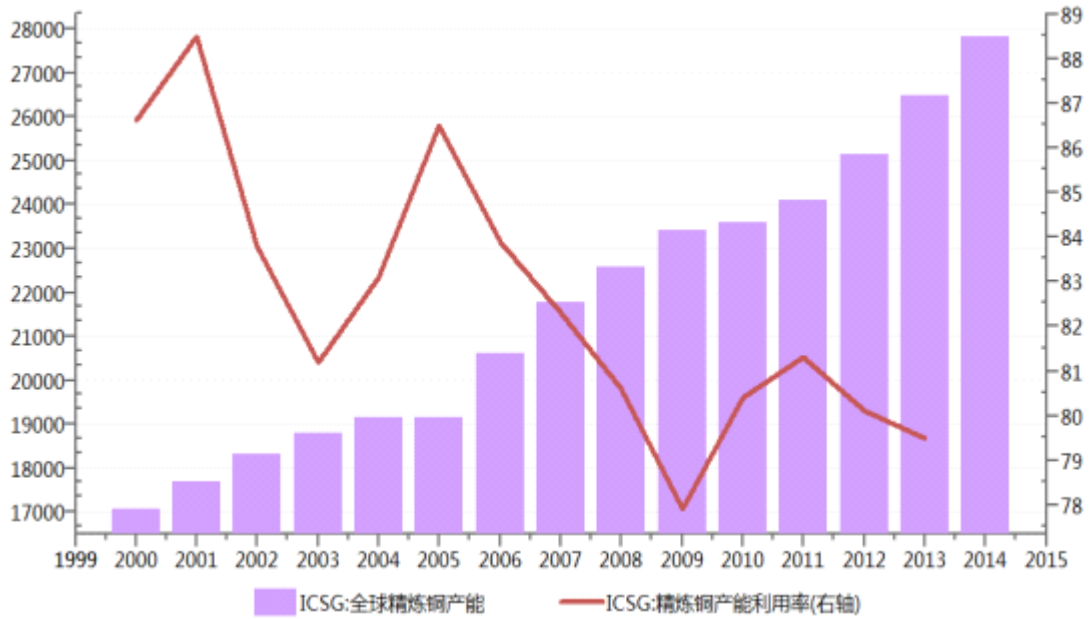
资料来源：ICSG

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。



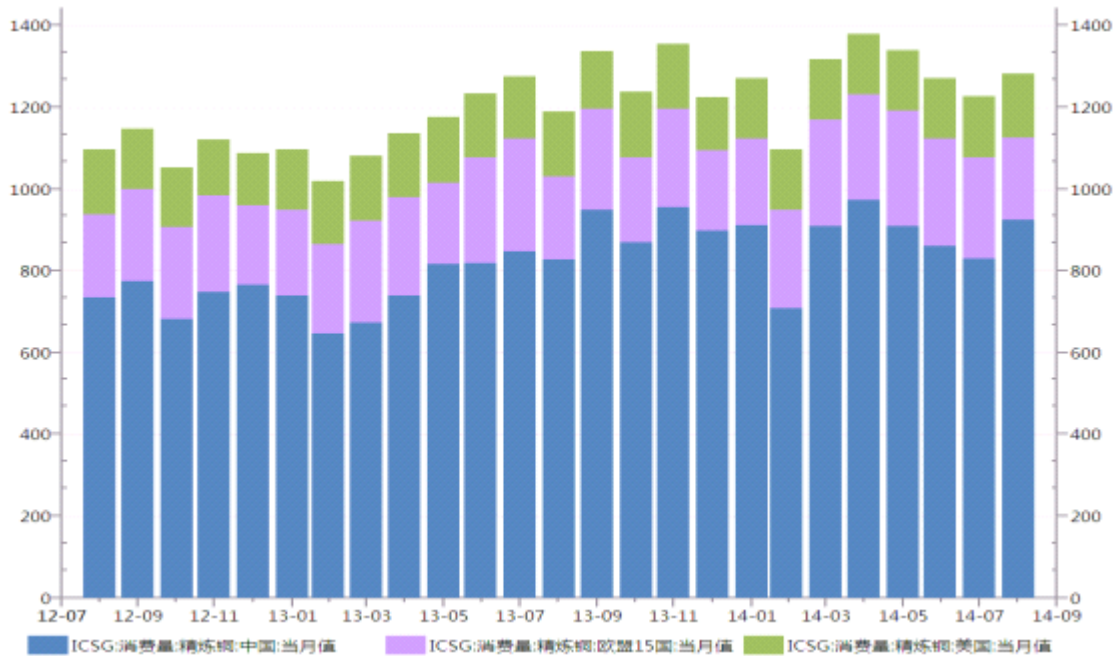
图：全球精炼铜产能与产能利用率



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：全球主要国家地区精炼铜消费量



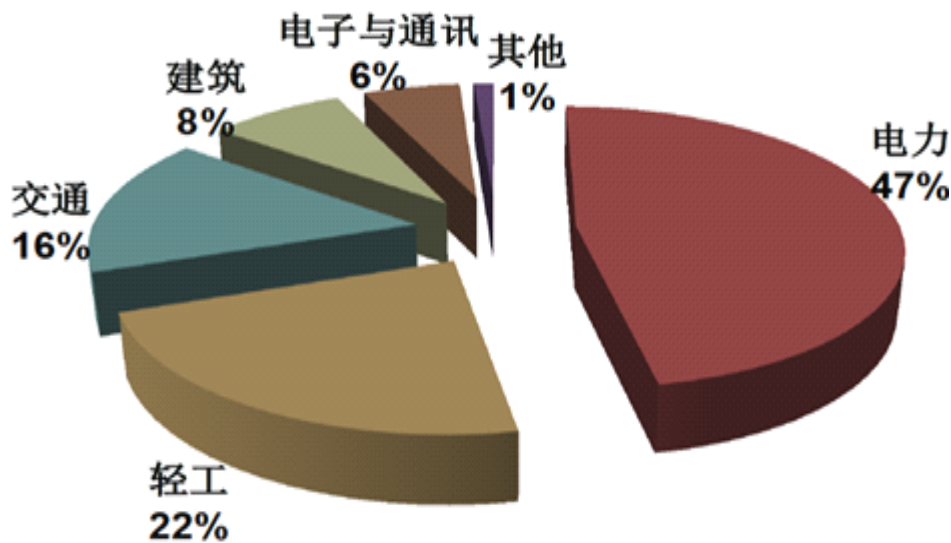
资料来源：深圳金汇期货、WIND

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：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) 电网投资成为拉动用铜需求的唯一亮点

延续“十二五”以来电网投资规模持续提升的态势，2014年我国电网建设步伐稳步加快。来自中国电力企业联合会的数据显示，2014年我国电网工程建设完成投资4118亿元，同比增长6.8%，为2010年以来最快增速。从电力系统内部投资结构上来看，过去一年电网工程建设投入超过电源建设472亿元，占电力基本建设投资完成额的比重达53.04%，同比提升近两个百分点。这也是“十二五”以来电网建设投入第二次超过电源建设投入。

电源投资放缓，与我国电力供应总体由紧转松有关。但从电网投资看，其饱和程度还远不及电源，我国在可再生能源消纳能力和供电可靠性等方面仍然亟须电网持续投资。随着全社会用电量增速放缓，以及大部分电源供给及输电线路骨架逐步完善的情况下，我国电网建设投资的重心将逐步由主干网向配网侧转移。

“十二五”以来，电网工程建设完成投资年年有不同程度的提升。其中，2011年完成3682亿元，同比增6.77%；2012年完成3693亿元，同比增0.2%；2013年完成3894亿元，同比增5.44%；2014年突破4千亿元

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。



高达 4118 亿元，增速 6.8% 达 2010 年来最高。2015 年是“十二五”规划的最后一年，一方面随着经济转型，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。

(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。

(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。

(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 code1co133 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。。

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。



观点综述及走势展望

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年美国的经济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，铜市目前实质性利好难寻，面临美元强势、油价腰斩、供需失衡、全球经济失速等不利因素，铜价跌势未尽。美元指数依旧强势并给大宗商品价格强力压制，全球性的供应过剩仍是目前铜价面临的最大问题，鉴于中线的趋势压力，操作上不建议投资者追多，建议可逢重要压力位轻仓抛空参与。

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.szjnhq.com