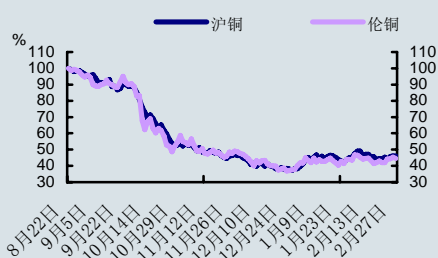


## 铜价维持宽幅震荡，未来仍需警惕下跌风险

### 投资要点

- 上月回顾：2月份，“中国因素”再度成为市场亮点。春节后中国铜加工企业产能利用率的逐步恢复，精铜需求开始回升，加上中国国储收铜和有色金属行业振兴计划的推出，一度给铜价提供了较强的支撑。但是随着美国、欧元区等发达国家银行和汽车业再度告急，引发市场对全球可能出现第二波金融危机的恐慌，美股加速下跌、美元持续走强以及库存不断增加亦在很大程度抑制了铜价的反弹高度，多空因素笼罩下的国内外铜价波动剧烈，以时间换空间，继续维持宽幅震荡的格局。
- 下月展望：展望未来，全球宏观经济衰退的大环境未变，消费者信心仍然维持在低位，铜市基本面相当疲弱，供给过剩已成定局，短期内铜价仍将维持区间整理为主，LME03铜震荡区间预计为【3100，3600】，对应沪铜在25000-30000元/吨。由于2月份铜价交易重心有所上移，预计3月份LME03铜价在3600美元上方将压力重重，未来需警惕全球经济形势继续恶化导致的铜价急剧下挫风险。
- **套利机会分析**：进入2009年，由于国内外升贴水结构的不同（上海升水，伦敦贴水），沪铜与伦铜比价处于高位，存在较好的正向套利交易机会（见图8），两市比价绝对值高于8.25时投资者可关注买伦铜抛沪铜的套利交易，比值低于8.0时可获利平仓。

沪铜、伦铜价格走势图



资料来源：东航金融投资分析系统

### 相关研究

- 《[中国金融投资]工业品期货铜2008年年报和2009年展望》，2008-12-31
- 《[中国金融投资]工业品期货铜2009年01月报》，2009-02-02

### 分析师

#### 殷静波

东航金融工业品期货分析师  
 邮件: yinjingbo@kiiik.com  
 电话: 021-64068260  
 网址: www.kiiik.com

## 正文目录

一、本月走势回顾.....	4
1. 收盘数据列表.....	4
2. 价格走势图（月线）.....	4
二、影响铜价走势的因素分析.....	7
1. 宏观经济呈现出明显的内冷外热现象.....	7
2. 铜供求因素——产量、消费与库存.....	11
3. 现货价格.....	14
4. 基金影响因素.....	15
5. 影响因素总结.....	17
三、预测与建议.....	18
1. 主要机构观点.....	18
2. 操作思路与建议.....	18

**图表目录**

图 1: 沪铜指数走势图 (月线) .....	4
图 2: LME 铜 03 走势图 (月线) .....	4
图 3: 沪铝指数走势图 (月线) .....	5
图 4: LME 铝 03 走势图 (月线) .....	5
图 5: 沪锌指数走势图 (月线) .....	5
图 6: LME 锌 03 走势图 (月线) .....	6
图 7: 美原油指数走势图 (月线) .....	6
图 8: 沪铜/伦铜比价图 .....	6
图 9: 美国 GDP 季度环比变化 .....	7
图 10: 美国失业率持续攀升 .....	8
图 11: 美国 PMI 指数处于低位 .....	8
图 12: 美国消费者信心指数低迷 .....	8
图 13: 美国房地产市场未见好转 .....	9
图 14: 欧元区 GDP 增长下滑势头不变 .....	9
图 15: 日本 GDP 急剧下滑 .....	10
图 16: 中国广义货币供应量同比增长 .....	10
图 17: 中国 PMI 指数持续回升 .....	11
图 18: 中国未锻造的铜 (包括铜合金) 进口量小幅回落 .....	12
图 19: 伦敦铜库存增加势头未减 .....	12
图 20: COMEX 铜库存大幅增加 .....	13
图 21: 上海铜库存有上升势头 .....	13
图 22: 现货铜 2008 年以来的走势图 .....	14
图 23: LME 铜现货升贴水 .....	14
图 24: 上海金属价格指数走势 .....	15
表 1: COMEX 铜期货基金持仓变化 .....	15
图 25: COMEX 铜基金持仓与铜价变化 .....	16
图 26: LME 铜持仓与铜价变化 .....	17
图 27: LME03 铜月线图 .....	19

铜价维持宽幅震荡，未来仍需警惕下跌风险

## 一、本月走势回顾

### 1. 收盘数据列表

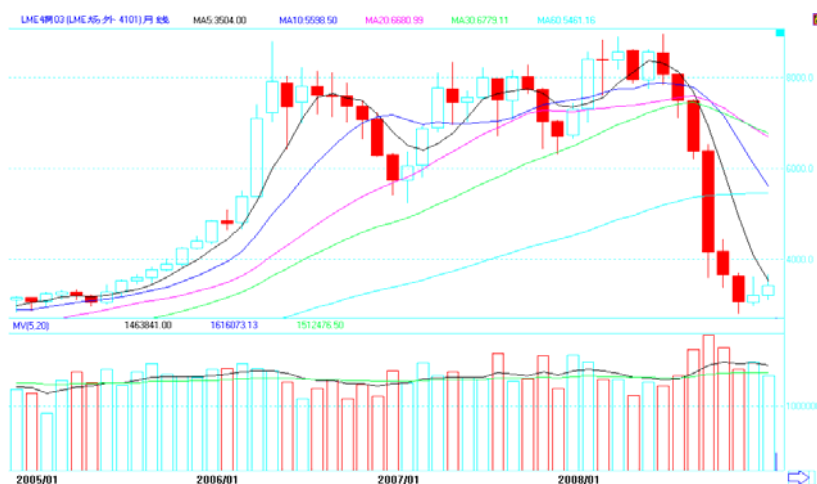
合约	沪铜指数	沪铝指数	沪锌指数	LME 铜 03	LME 铝 03	LME 锌 03
月开盘	26060	11550	10100	3210.0	1360.0	1120.0
月最高	29918	12332	10938	3670.0	1480.0	1230.0
月最低	25058	11391	9908	3105.0	1280.0	1067.0
月收盘	27876	11690	10188	3420.0	1340.0	1130.0
月涨跌	+1962	+43	-73	+215.0	-15.0	+25.0

### 2. 价格走势图（月线）

图 1：沪铜指数走势图（月线）



图 2：LME 铜 03 走势图（月线）

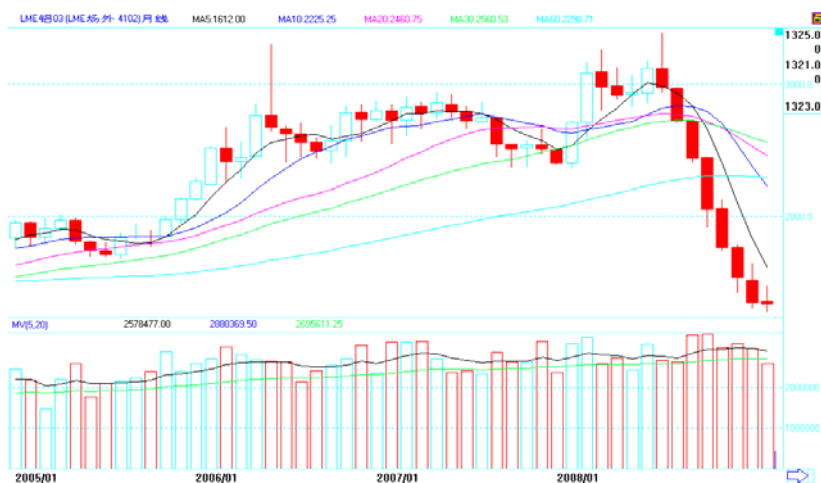


铜价维持宽幅震荡，未来仍需警惕下跌风险

图 3：沪铝指数走势图（月线）



图 4：LME 铝 03 走势图（月线）



◆ LME03 铝自 2008 年 7 月份以来，受发达国家经济陷入衰退，库存不断增加以及美元走强等因素影响，市场疲弱态势不变，本月继续创出了 2002 年 11 月以来的新低 1280 美元。

图 5：沪锌指数走势图（月线）



铜价维持宽幅震荡，未来仍需警惕下跌风险

图 6: LME 锌 03 走势图 (月线)



◆ 国内外锌价在全球金融危机挥之不去、流动性紧缩的背景下，前期已充分下跌，自 2008 年 11 月以来有所企稳，伦锌在 1050 美元、沪锌在 10000 元处获得支撑。

图 7: 美原油指数走势图 (月线)

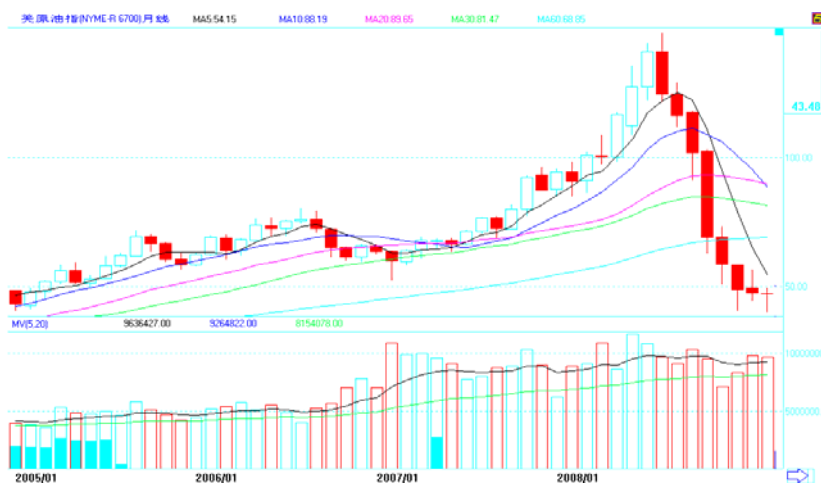
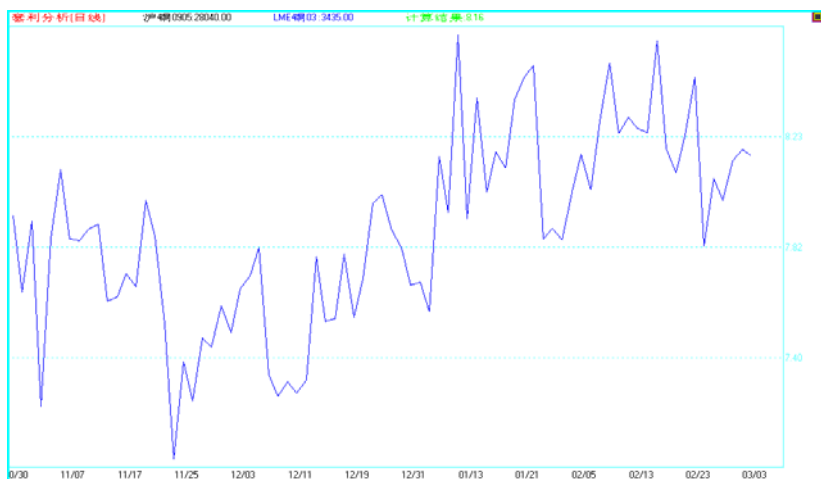


图 8: 沪铜/伦铜比价图



图表数据来源: 文华财经

注: 数据图表日期截至 09 年 2 月底

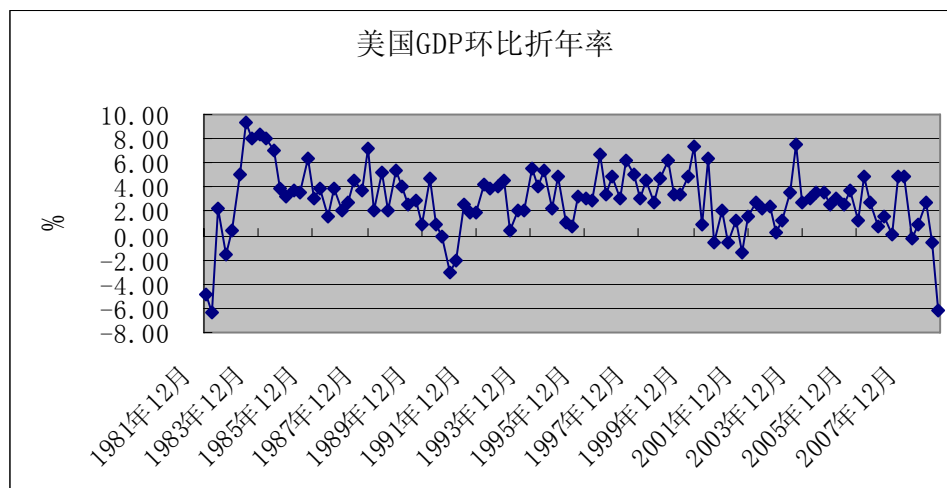
## 二、影响铜价走势的因素分析

### 1. 宏观经济呈现出明显的内冷外热现象

#### (1) 发达国家经济衰退进一步深化

虽然美国政府不断推出新的救市方案，但不断恶化的经济数据显示美国经济整体上仍处于下行的趋势中，且随着美国银行业可能出现国有化的趋势以及通用汽车破产的危险加大，美国爆发新一轮金融危机的可能性很大。美国 GDP 数据比预期还糟糕，2008 年四季度年比缩减 6.2% (预期下滑 5.4%)，这是自 1982 年以来的新低。目前美国房地产市场的主要经济指标继续下滑，消费者信心屡创新低，各项领先指标均没有任何止跌的迹象，表明美国经济短时间尚难以摆脱颓势，整个金融市场仍会面临较大的系统性风险。

图 9: 美国 GDP 季度环比变化



数据来源: Wind 资讯, 东航期货

美国劳工部 6 日公布的数据显示，美国 1 月非农就业人口减少 59.8 万人，降幅为 34 年来最大，之前市场预估为减少 52.2 万人；美国 1 月失业率升至 7.6%，为自 1992 年以来的最高点，之前市场预估为 7.5%。美国 2 月芝加哥 PMI 为 34.2，仍然处于衰退之中；2 月密歇根大学消费者信心指数终值为 56.3，低于 1 月的 61.2。美国房屋建筑商协会 (NAHB) 发布的数据显示，美国房屋建筑商的信心 2 月份依旧比较沮丧，但 5 个月以来首次出现上升，具体为从上月的历史低点 8 升至 9，该指数的收集始于 1985 年 1 月，高于 50 表明看好住宅销售前景的建筑商数量多于持悲观态度的建筑商。

铜价维持宽幅震荡，未来仍需警惕下跌风险

图 10: 美国失业率持续攀升

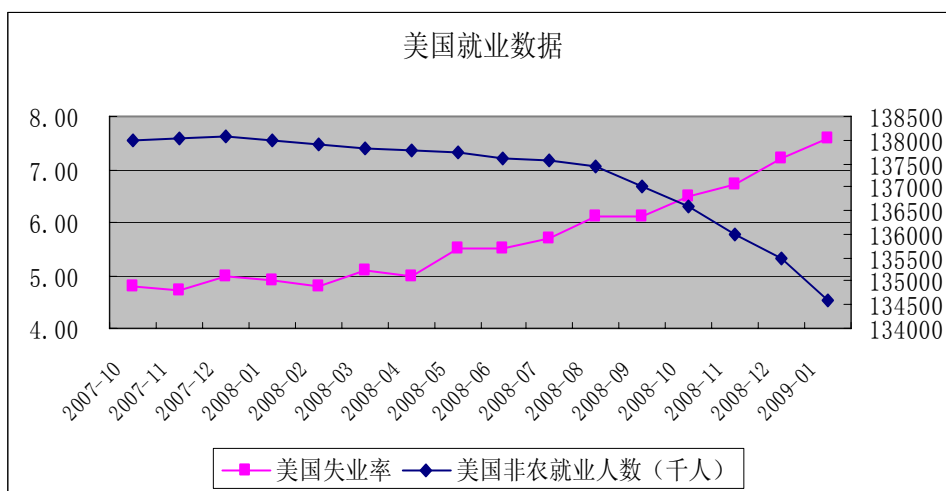


图 11: 美国 PMI 指数处于低位

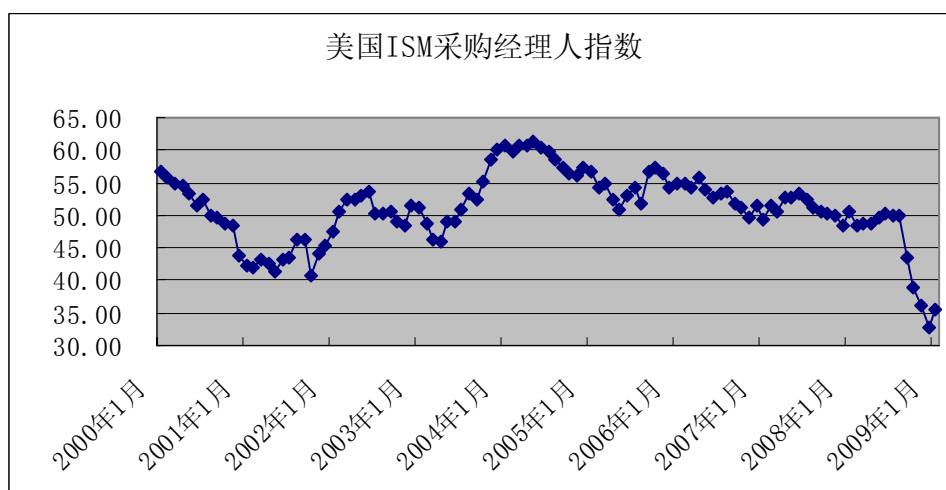
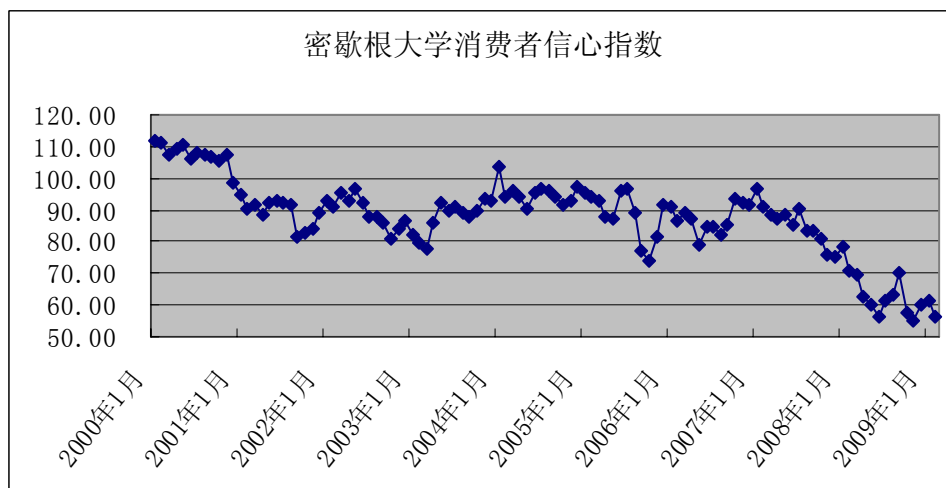


图 12: 美国消费者信心指数低迷

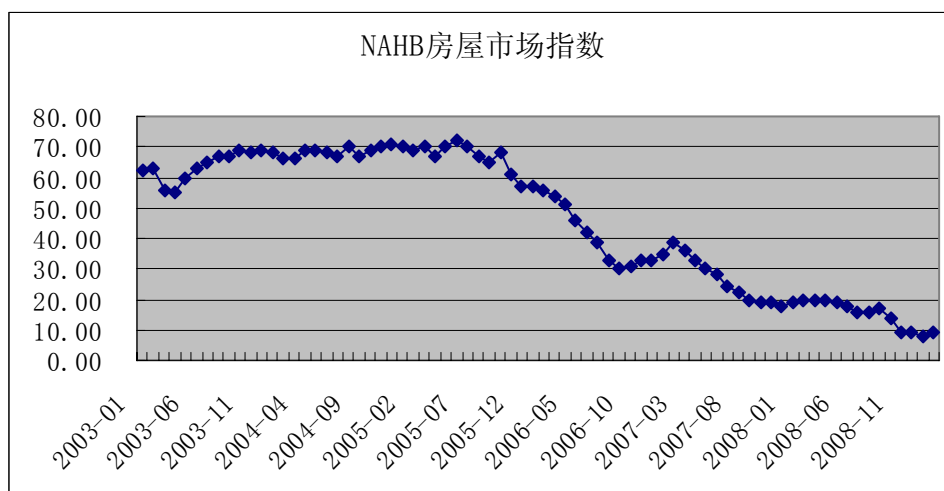


数据来源: Wind 资讯, 东航期货



铜价维持宽幅震荡，未来仍需警惕下跌风险

图 13: 美国房地产市场未见好转

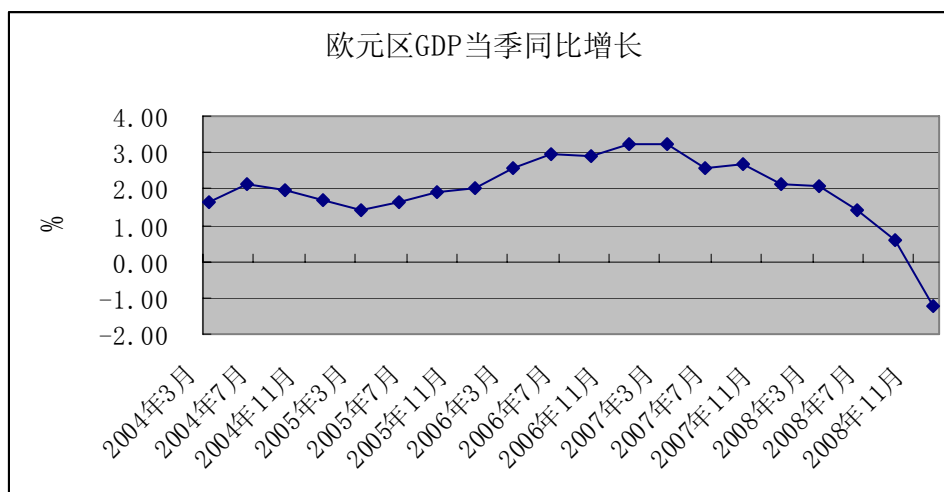


数据来源: Wind 资讯, 东航期货

欧元区、日本经济衰退程度超过美国

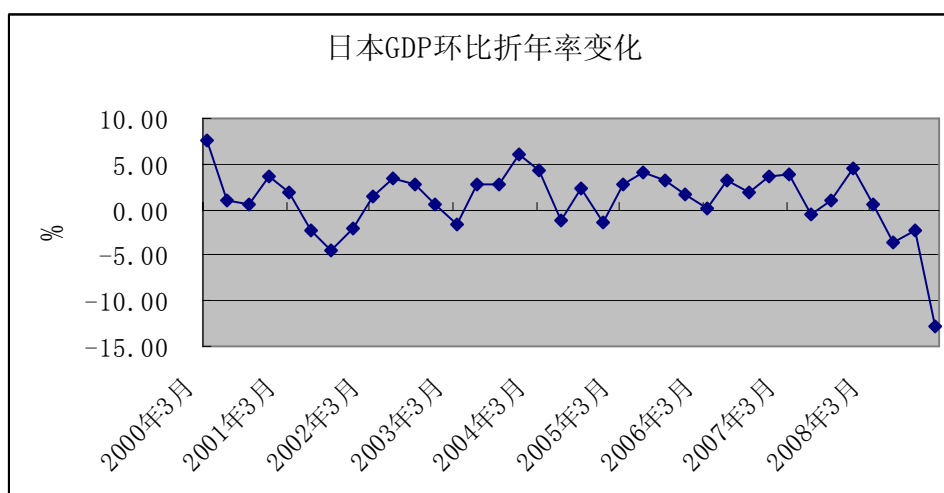
全球第二大经济体欧元区经济陷入了三十年来的最低迷局面,其 08 年第四季度生产总值 (GDP) 折合成年率收缩了 5.9%, 下滑程度超过美国, 加重了欧元区各国政府和中央银行提振经济增长的压力, 且由于疲软的全球需求、不断收紧的信贷环境以及持续上升的失业问题, 欧元区经济的收缩势头可能至少会持续到今年第二季度。日本 08 年四季度实质 GDP 下滑 3.3%, 折合成年率为下降 12.7%, 是 1974 年以来最大降幅。

图 14: 欧元区 GDP 增长下滑势头不变



数据来源: Wind 资讯, 东航期货

图 15: 日本 GDP 急剧下滑

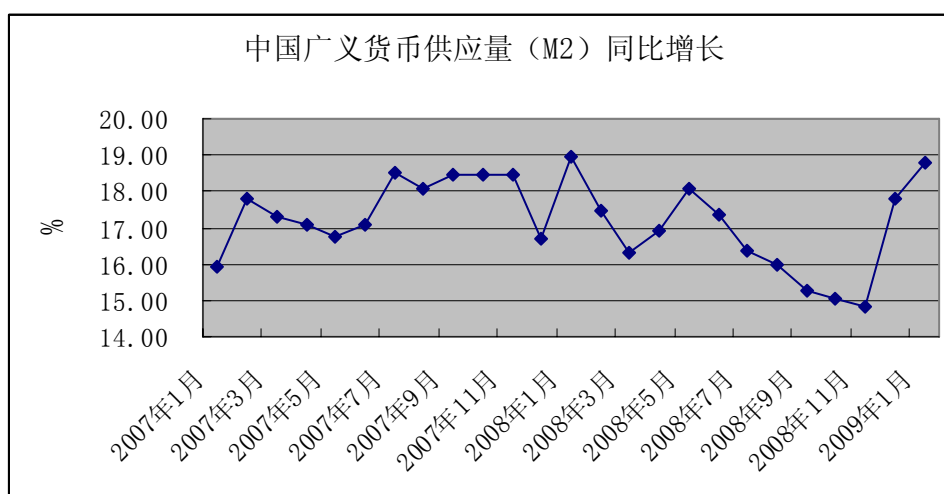


数据来源: Wind 资讯, 东航期货

## (2) 中国经济有复苏迹象

中国 1 月份广义货币供应量(M2)较上年同期增长 18.79%,增速快于 08 年年末的 17.82%;同时 1 月份新增人民币贷款 1.62 万亿元,较上年同期多增 8141 亿元,增速惊人,市场流动性显著加强,有效提振市场的信心。另外中国 1 月份的 CPI、PPI 数据表明中国通货紧缩不如前期严峻,而采购经理人指数也出现反弹,这些加大了市场对中国经济开始复苏,并能顺利实现软着陆的预期。

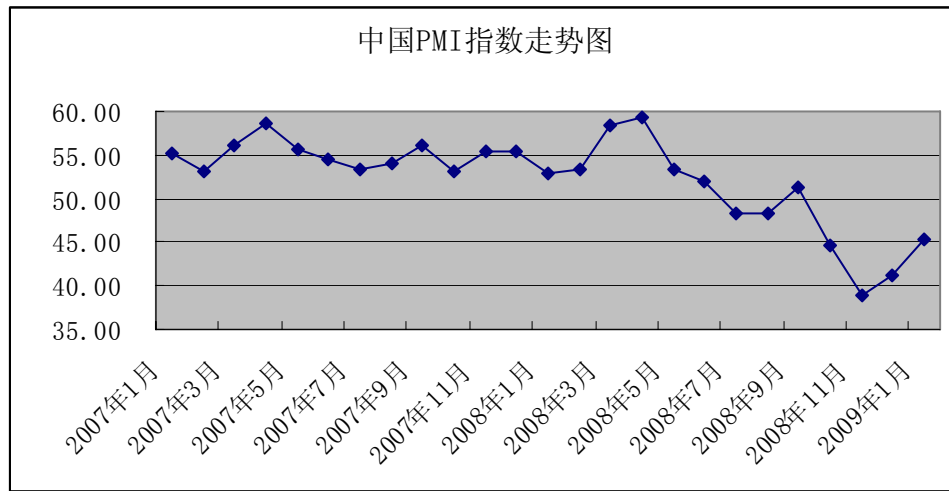
图 16: 中国广义货币供应量同比增长



数据来源: Wind 资讯, 东航期货

铜价维持宽幅震荡，未来仍需警惕下跌风险

图 17: 中国 PMI 指数持续回升



数据来源: Wind 资讯, 东航期货

## 2. 铜供求因素——产量、消费与库存

中国国家统计局本月未公布产量数据。从有关报告我们获知,今年中国铜产量仅保持一定的增速,由于去年铜价深度探底,致使大多企业减产,新建项目暂停,国内铜市场快速扩张的时代暂告结束,09年新增产能将局限于08年新建项目,据统计超过400万吨的产能将因本轮经济危机而延迟甚至取消,其中已经有120万吨产能宣布延期。

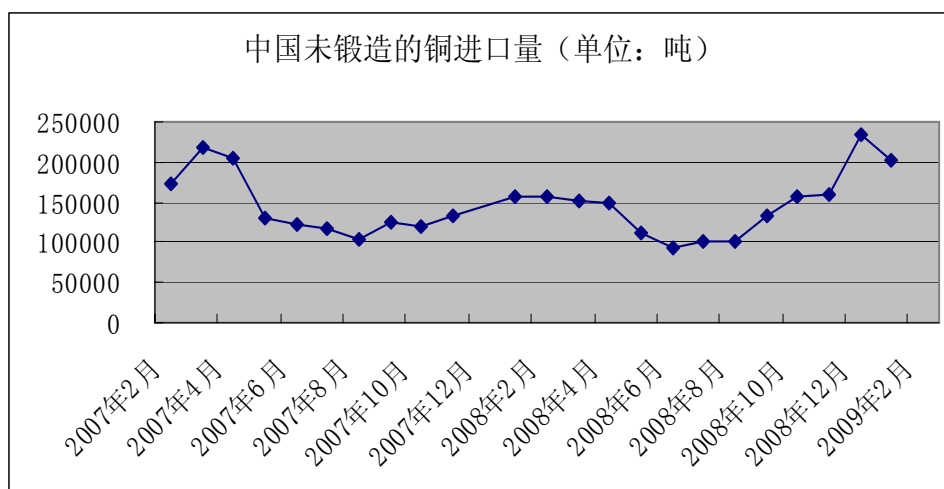
另一方面,尽管铜价不断下跌,但截至目前仍远高于成本之上,国外部分铜生产商为了获取尽可能多的利润,趁铜价有所企稳时加紧生产:哈萨克斯坦1月精炼铜产量为30240吨,较2008年1月增长2.5%;Cochilco公司预测智利2009年将产铜547.3万吨,较2008年增加2.7%,因各大铜矿的产能增加,而近几年智利铜产量因大型铜矿生产的矿石等级下降和转包合同工人罢工而一直减少;铜陵有色金属集团计划提高09年铜产量23%至800000吨,因考虑到国内阴极铜供应相对吃紧;印尼矿业和能源部23日公布,预计该国2009年铜产量从2008年的597070吨增加至826370吨;欧洲最大的铜产商——波兰KGHM公司计划提升铜年产量至700000吨,目前该公司每年产铜约500000吨。现货商不顾消费的大幅下滑,通过增加产量来抵消不断下滑的收益,这对铜价无疑是雪上加霜。

消费方面,综合各方面资料看:春节过后,中国铜加工企业产能利用率有所回升,为应对空调企业原材料集中采购的需求,部分铜管加工企业订单量较为饱满,但总体状况不容乐观;线缆加工行业的开工率较为正常,这主要得益于2009年一些国家和地方电网投资项目的陆续开工。总之,中国市场铜消费的季节性回升势头已经有所体现,但同比能否增加还有待观察,我们预计今年铜消费可能会再次呈现旺季不旺的现象。

中国海关总署公布的数据显示,2009年1月份中国未锻造铜进口201822吨,同比增加27%,环比减少13.28%;精铜进口同比增加40%,环比减少14.7%,08年12月中国精炼铜进口为211527吨;2008年全年共进口精炼铜1456375吨,较2007年下降2.44%。

铜价维持宽幅震荡，未来仍需警惕下跌风险

图 18: 中国未锻造的铜（包括铜合金）进口量小幅回落

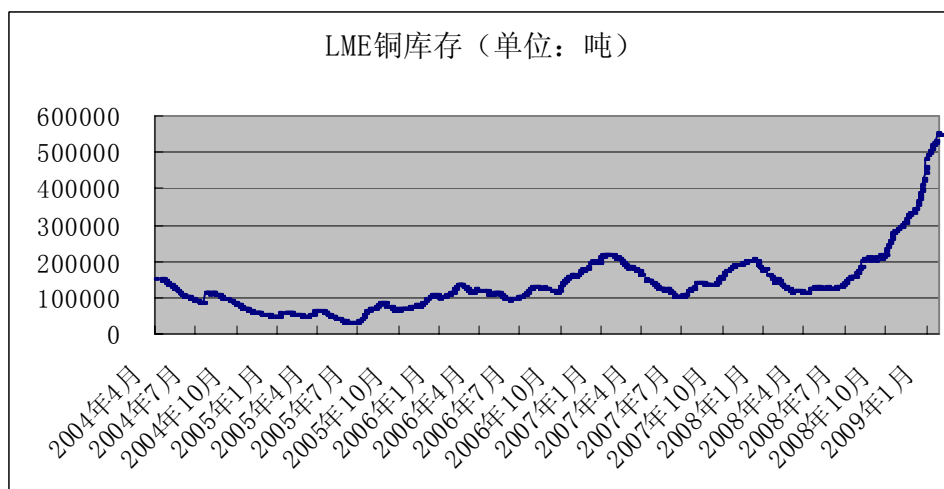


数据来源：中国国家统计局，Wind 资讯，东航期货

目前欧洲和美国的贸易商和电解铜消费商现货购买几乎停滞，由于房地产和汽车行业的持续低迷，铜加工材的订单出现锐减。据中金公司报告显示，2009年美国在欧洲在房地产和汽车销售大幅放缓的情况下，电解铜消费分别下降3.9%和4.1%。

2月份全球铜过剩格局没有发生变化：全球金属统计局（WBMS）最新报告显示，2008年1-12月全球铜市供给出现32.9万吨盈余，2007年铜市则为供给短缺11.9万吨；国际铜业研究小组ICSG最新统计数据同样表明，2008年1-11月全球精铜产量为1689.5万吨，消费量总计为1674.8万吨，过剩14.7万吨。

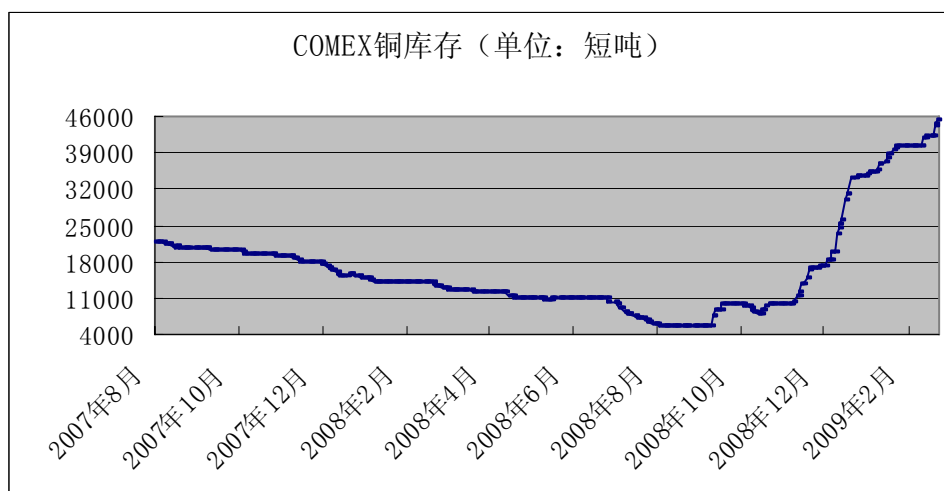
图 19: 伦敦铜库存增加势头未减



数据来源：LME，Wind 资讯，东航期货

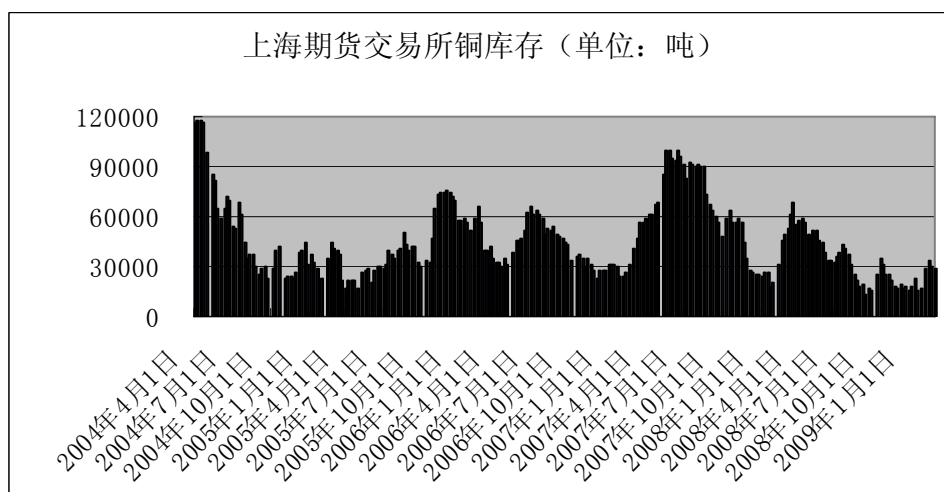
铜价维持宽幅震荡，未来仍需警惕下跌风险

图 20: COMEX 铜库存大幅增加



数据来源: 彭博资讯, 东航期货

图 21: 上海铜库存有上升势头



数据来源: SHFE, Wind 资讯, 东航期货

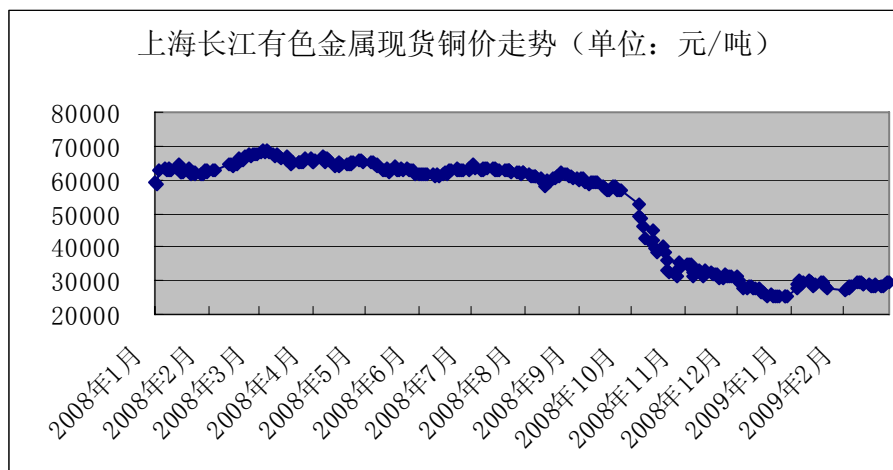
从库存方面来看, 全球显性铜库存持续增加, 目前已超过 60 万吨。LME 铜库存逼近 55 万吨, 月增加 5 万吨; 其中美洲增量最多, 增幅 3 万多吨, 欧洲增量 2 万多吨, 而亚洲因中国进口原因, 库存反而减少 8000 多吨; LME 取消仓单变化显著, 月增量 3 万多吨, 其中亚洲增加 2.5 万多吨, 欧洲增加 8000 多吨, 美洲基本未变。至于商业库存 (隐形库存), 市场预期 2009 年将增加至相当于全球 25 天的消费量, 而在过去的两年中平均为 15.4 天。

总之, LME 铜库存未来可能会继续增加, 但增幅会缩小, 且对价格影响也越来越弱, 从某种程度上讲只会限制铜价反弹的高度。

铜价维持宽幅震荡，未来仍需警惕下跌风险

### 3. 现货价格

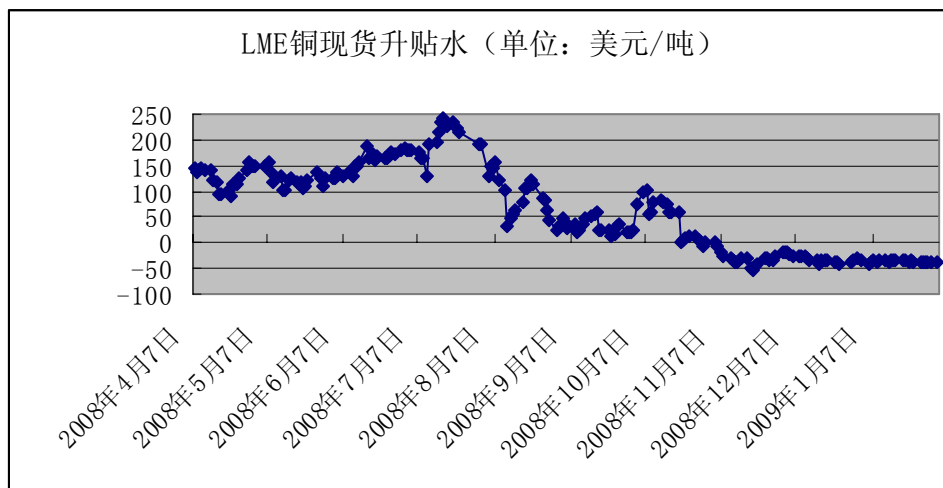
图 22: 现货铜 2008 年以来的走势图



图表来源: Wind 资讯, 东航期货

国内现货铜价跟随期价走势，2 月份波动范围在【27100，29800】之间。企业减产效果显现，废铜进口大幅下降，致使现货供应紧张，现货升水较高，但不能完全反映消费的好坏。

图 23: LME 铜现货升贴水



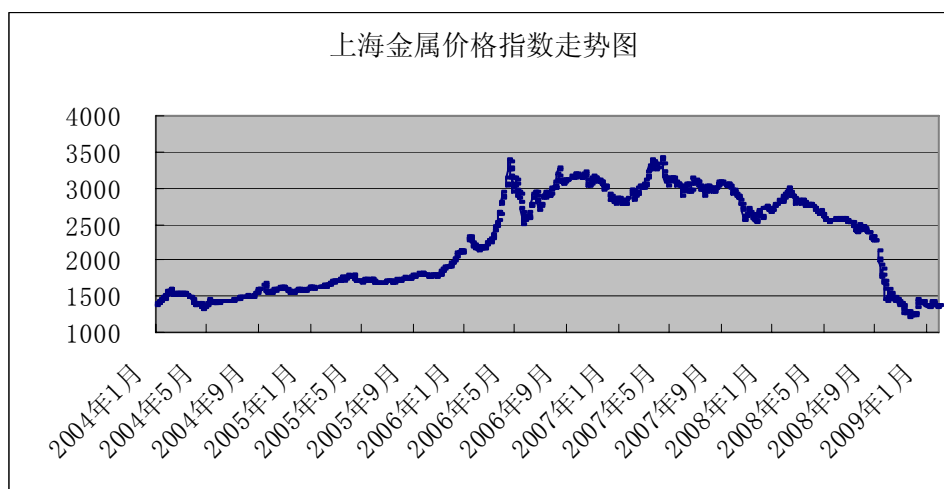
图表来源: 文华财经, 东航期货

由于库存增加势头不减，LME 铜现货贴水未有改观，2 月份 LME 铜现货贴水基本维持在【-40，-30】之间，反映出西方国家的消费疲弱态势。

智利国营铜矿商 Codelco 下调 2009 年发往亚洲客户的精炼铜升水约 35%，其中明年销往中国客户的精炼铜升水将为每吨 75 美元，低于 2008 年的 115 美元；对于韩国升水为每吨 64 美元，低于 2008 年的 99 美元；对日本的升水为每吨 65 美元，低于 2008 年的 102 美元。

铜价维持宽幅震荡，未来仍需警惕下跌风险

图 24：上海金属价格指数走势



数据来源：上海金属网，东航期货

从上图可以看出，上海金属价格指接近前期底部，本月维持震荡态势。

#### 4. 基金影响因素

表 1：COMEX 铜期货基金持仓变化

日期	总持仓	净多	铜价
2008/7/15	38983	3019	8195
2008/7/22	39855	993	8126
2008/7/29	38450	-2406	7938
2008/8/5	36439	-4519	7612
2008/8/12	31516	-5442	7147
2008/8/19	30025	-9127	7585
2008/8/26	28932	-11052	7572
2008/9/02	27509	-12069	7270
2008/9/09	27605	-13419	6835
2008/9/16	29905	-12397	6720
2008/9/23	29387	-9899	6995
2008/9/30	27801	-16169	6380
2008/10/7	30085	-18799	5425
2008/10/14	29889	-18127	5285
2008/10/21	30097	-17579	4480
2008/10/28	29209	-15883	4185
2008/11/04	27968	-16158	4345

铜价维持宽幅震荡，未来仍需警惕下跌风险

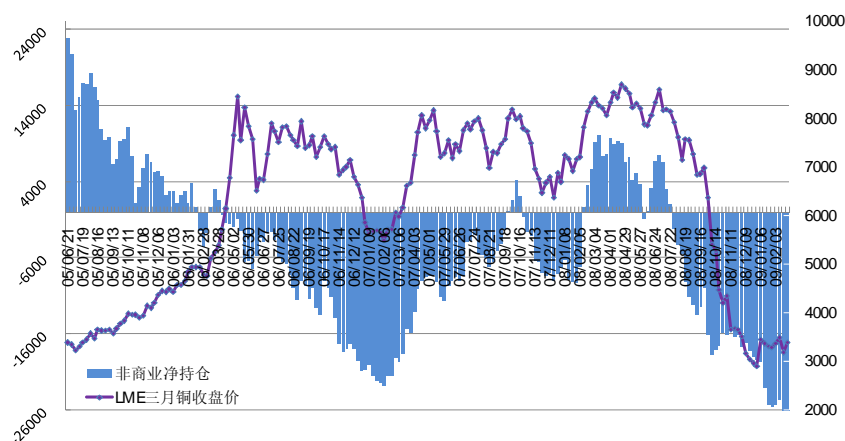
2008/11/11	28063	-15409	3660
2008/11/18	32390	-16244	3685
2008/11/25	31843	-16097	3665
2008/12/2	35270	-17964	3525
2008/12/9	33477	-17217	3200
2008/12/16	37303	-18241	3050
2008/12/23	38432	-19068	2825
2008/12/30	39585	-19445	2910
2009/01/06	37793	-19689	3445
2009/01/13	37488	-23106	3365
2009/01/20	39327	-25309	3310
2009/01/27	38714	-25530	3300
2009/02/03	39942	-25238	3370
2009/02/10	42393	-24645	3485
2009/02/17	42757	-27427	3185
2009/02/24	42416	-27494	3395

资料来源：美国商品期货交易委员会（CFTC），东航期货

从 CFTC 公布的 COMEX 基金持仓报告可以看出，在价格震荡盘整的同时，多空双方争夺激烈，变化频繁。2 月份，基金多头先增后减，呈倒 U 性走势，基金空头基本保持增仓状态。整体看来是多头平仓离场，空方继续入场。

2 月份，LME 整体持仓量呈波浪型，先减后增再减，但整体变动幅度不大。

图 25：COMEX 铜基金持仓与铜价变化

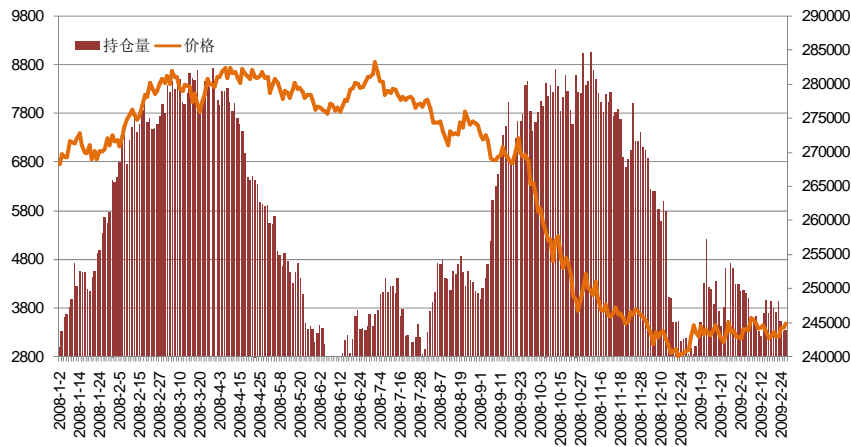


数据来源：BLOOMBERG，东航期货



铜价维持宽幅震荡，未来仍需警惕下跌风险

图 26: LME 铜持仓与铜价变化



数据来源: BLOOMBERG, 东航期货

## 5. 影响因素总结

### 1) 利多因素

- 中国宏观政策转向保增长，并实施巨额财政刺激计划
- 全球进入减息周期
- 部分铜生产国电力短缺，铜精矿紧张以及罢工因素
- 国内铜现货市场一直保持升水状态
- 炼厂减产

### 2) 利空因素

- 全球经济陷入衰退危机
- 消费放缓迹象明显，供需格局发生改变
- 现货价格一蹶不振，市场信心受到重大打击
- LME 铜库存持续增加，现货处于贴水状态
- 美联储支持强势美元
- CTA 基金净空因素

## 铜价维持宽幅震荡，未来仍需警惕下跌风险

## 三、预测与建议

## 1. 主要机构观点

- 智利铜业委员会：维持 2009 年铜均价在每磅 1.60 美元左右不变，同时缩减该国全年产量预估至 547.3 万吨，较 2008 年增长 3.7% 左右；Cochilco 预计，受全球金融危机影响，2009 年全球铜需求仅增长 0.1%，为 1800 万吨，全球精炼铜供应增长 1.0% 至 1810 万吨。
- 巴克莱资本 (Barclays Capital)：2009 年铜均价料为每吨 3900 美元，这低于之前的预估值每吨 4400 美元；今年铝均价预估自之前的每吨 2025 美元调降至每吨 1500 美元。
- Standard Bank：预计铜价将在今年反弹至平均 4200 美元，受中国建筑和基建活动稳定以及其他地区经济温和复苏支撑。
- 麦格理银行：回顾过去四十年间，真实铜价（剔除通货膨胀等因素）和工业产出之间的周期性，按照七十年代工业产出的周期性推测 2009 年年末铜价将会触底上升，并且 2010 年将会强劲上升，预估 2010 年上半年铜价将增长 50%。
- 德意志银行：预计 2009 年全球经济增长率将降至 1.2%，能源及工业金属价格将是主要受害者，对金属铜价格的调降幅度为 37%，LME 三个月期铜 2009 年可能跌至每吨 3800 美元，均价料为 4161 美元。
- 高盛：预期 2009 年上半年金属需求将十分疲软，但随着库存量下降及经济刺激方案开始实施，相信中国 2009 年下半年原材料需求将改善，促进资源方面的投资。
- 渣打银行：LME 现货铜 2009 年平均价格料为每吨 4215 美元，较 2008 年平均价每吨 6969 美元低近 40%，预期 09 年铜市供应将十分紧俏，因生产商减产。

注：1 吨=2204.6 磅

## 2. 操作思路与建议

全球金融危机继续深化，发达国家经济步入衰退，中国经济增速放缓，加上库存增加、美元走强、需求疲软及供应过剩的忧虑情绪挥之不去，受多重利空因素打压，未来铜价仍有快速下跌的危险。另外，中国经济刺激方案有望拉动铜的消费，随着铜价的持续走低，国内现货逢低买盘以及补库需求将会显现，这将对铜价带来支撑，可能促使铜价出现反弹行情。因此预计未来铜价将维持震荡探底态势，盘中可能会出现宽幅剧烈波动的行情，伦铜 LME03 铜阻力区间在【3600，3800】，支撑区间在【2800，3000】；对应沪铜有望在 25000 一线获得较强支撑，阻力则在 30000 附近。

铜价维持宽幅震荡，未来仍需警惕下跌风险

图 27: LME03 铜月线图



图表来源: 文华财经, 东航期货

### 免责声明

本研究报告由东航期货经纪有限责任公司提供，研究报告中所提供的有关信息是东航期货经纪有限责任公司研究人员根据国际和行业通行的准则，在以合法渠道获得信息的基础上撰写而成。研究人员已力求报告内容的可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息及结论的准确性和完整性。本研究报告所提出的观点、结论和建议仅供投资者参考，不能当然作为投资研究决策的依据，也不能成为本公司承担明示或者暗示的道义或法律责任的依据。投资者根据本研究报告做出的任何投资决策与东航期货经纪有限责任公司和报告作者无关。东航期货经纪有限责任公司将根据市场变化情况随时补充、更正或修订有关信息，但不保证在第一时间发布。东航期货经纪有限责任公司对于投资者根据本报告所提供信息进行投资所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为东航期货经纪有限责任公司所有，未经东航期货经纪有限责任公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式引用、复制或以其他方式发布。如经书面许可引用发布的，还须注明出处为东航期货经纪有限责任公司，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

东航期货经纪有限责任公司对于本免责声明具有最终解释权。



地址： 中国上海市吴中路 686 号东航金融中心 18 楼(201103)

电话： (8621)64056666

传真： (8621)64068852

Email: yinjingbo@kiiik.com

网址: <http://www.kiiik.com>