

沪铜

# 二次探底风险加大 通胀铜牛日暮西山

徐峰

☎ 025-52865001-8400

✉ xufeng@nzfco.com

## 报告要点:

- 2010年11月初开始的伦铜现货升水致使伦铜在年末易涨难跌，但12月以来库存量的连续回升有望在2011年逐步降低现货升水的幅度。
- 人民币币值跟沪伦比值间的正相关性将在2011年继续维持，2011年一季度人民币升值预期不变的情况下，沪伦比值有望继续保持低位。
- 国内铜精矿对外依存度高达88%，精炼铜对外依存度约40%，铜材对外依存度约4%，上中下游供需的结构分化将在2011年继续维持。
- 国内加息周期的到来致使明年紧缩预期增强，目前的通胀不会在2011年全年持续，最迟下半年由通胀引发的问题将在国内显现。

## 一、2010行情回顾

### 1、铜价走势回顾

(1)、2010年总体铜价走势可以分为上下半年两大阶段。

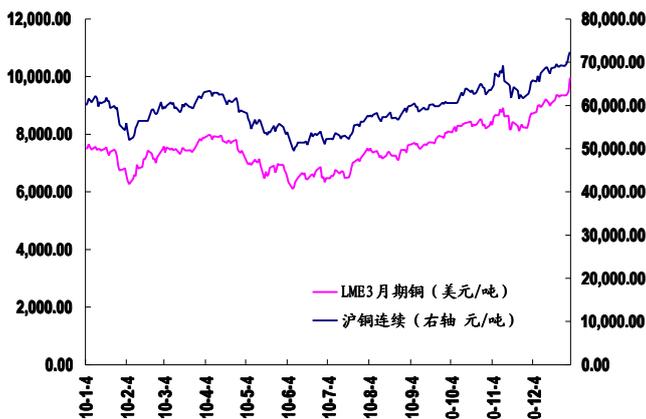
第一阶段的上半年，铜价走势是标准的一波三折行情：

1月-2月，国际商品基金调仓以及09年获利盘的打压导致了国际商品价格大跳水，沪铜价格自1月7日见顶63300元/吨一线后开始偏弱震荡并在1月末跟随其余商品一起跳水，在2月初跌至51400元/吨一线低点，一方面在技术上51400元/吨一线恰好为09年11月铜价上涨突破前的一个平台支撑位置，另一方面当时现货相对抗跌，两方面因素限制了当时期价进一步下跌。

2月-4月，随着天气逐渐转暖，传统铜消费旺季逐渐到来，良好的现货需求以及依然充裕的市场流动性再次逐步推高铜价，4月初，文华沪铜指数升至63600附近——略高于1月初的阶段高点，这也在一定程度上反映了当时国内经济的高增速成果，不过当时欧美市场发布的经济数据却表明欧美地区的经济复苏道路还很漫长，铜价的表现相对过于乐观。

4月-6月，希腊主权债务危机的爆发以及“欧猪四国”债务状况的披露使得“欧债危机”开始全面升级，国际投行狙击欧元致使跷跷板另一端的美元在5月份暴涨至88，单月环比上涨5.85%，强势美元的回归以及“欧债危机”导

图 1 2010 年铜价走势综合图



资料来源: wind 资讯

致的全球经济二次探底忧虑使得商品市场再现暴跌行情，6月8日，沪铜价格跌破5万元/吨也见到了本年度的沪铜指数低点48887。6月份，国际投行在完成他们的狙击目标后，欧盟拿出了暂缓欧债危机的救援方案，媒体不再重点关注“欧猪四国”的发展状况，也不再发出“全球经济将二次探底”的警告，而尤其值得注意的是当时6月4日美国公布了十年来增长最快的非农就业数据后美元见顶并重归弱势，随后包括铜价在内的商品价格开始企稳回升。

(2)、第二阶段的下半年，铜价走势基本复制了09年稳步攀升行情：

欧债危机得以缓解之后，欧美持续的低利率政策致使市场流动性泛滥，并使市场通胀逐渐抬头。

到了8月份，高盛开始鼓吹美联储的QE2政策预期，市场通胀预期得到加强，随后到11月的时间里，包括铜价在内的物价上涨又再次强化了通胀预期，而我国的CPI同比增速在此阶段突破警戒线并逐月增大。

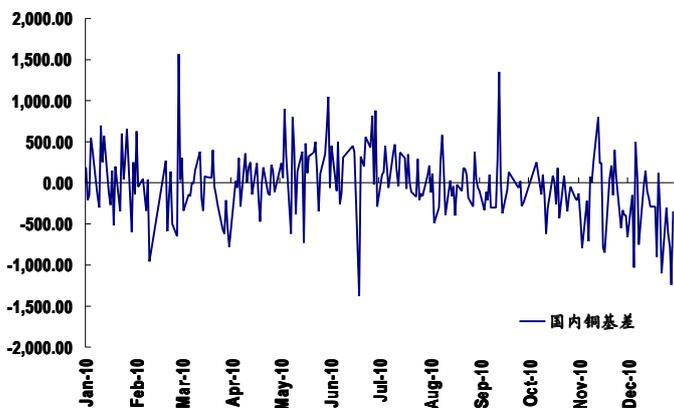
面对严峻的通胀形势，尤其是棉花、白糖以及天然橡胶的疯涨直接导致我国政府在11月开始加强市场监管并用对物价调控手段进行升级，比如国内的三大期货交易所陆续提高了交易保证金比例、手续费以及涨跌停板以抑制场内投机。同期11月初，鼓吹已久的美国QE2政策终于出台，随后美元再次意外的见底并快速大幅反弹，棉花多头累积的多头获利盘加上强势美元对商品价格的抑制再加上国内政府的施压导致了棉花价格见顶暴跌，也因此带动了整个商品市场的深幅回调，然而伦铜价格从11月10日接近9000美元/吨的价格跌至8000美元/吨一线后再次表现的非常抗跌，12月美元开始弱势震荡休整给商品价格再次带来一些助力，另外伦铜市场方面开始炒作国际大行摩根大通大量囤积现货铜的传闻以及铜ETF基金的设立，由此铜价再次恢复涨势并在年末不断刷新历史新高点，截止12月31日，伦敦3月铜期货价格收涨至9685美元/吨，上海1104合约期铜收涨至72380元/吨。

## 2、期现升贴水走势回顾

(1)、2010年以来国内铜市场的期现基差走势图表明2010年1月以及4-7月铜价深幅回调的时候现货大部分时间均维持升水状态，正如前文所分析的那样：相对抗跌的现货价格限制了期货价格的进一步下跌的空间，这为后市期价企稳回升奠定了良好的现货基础。不过目前值得我们注意的是2010年3季度以来，国内现货铜在大部分时间里均保持贴水状态并有逐步扩大贴水的趋势，鉴于12月中下旬沪铜连续价格已在67500元/吨上方，因此笔者认为国内现货商并不完全接受67500元/吨以上价格，或者可以认为是67500元/吨以上的高铜价很明显的压抑了现货商的需求。

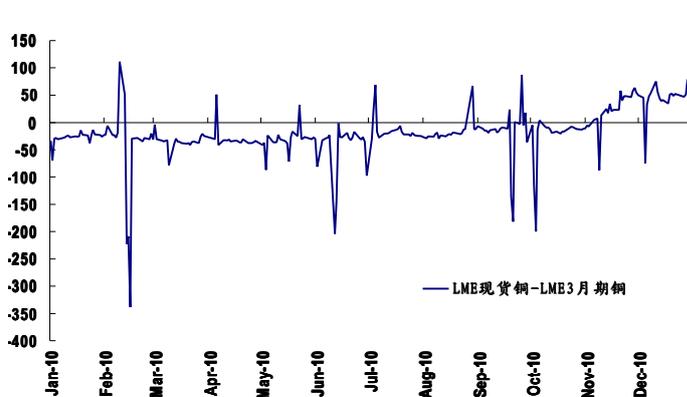
(2)、再回顾下LME现货铜对3个月期铜价格的相对走势，从图3我们可以发现在2010年4季度之前的绝大部分时间里，LME现货铜均保持正常的贴水状态，但到了11月以后，LME现货铜反常的持续保持升水状态，异常的现货升水明确的表明LME铜现货市场需求的旺盛，这点验证了前文提到的国际资金设立铜ETF基金以及国际大行囤积现货的现象，不过笔者认为这种现象不乏人为操纵的嫌疑，也基本雷同于历史上出现过的一些迹象，因为在历史上但凡铜价接近历史高位或刚刚刷新历史新高后，多头主力资金为了持续拉高价格不仅会选择在期货市场内继续做多，而且还会在现货市场大肆购买现货铜以构成铜现货供不应求的短期假象，如此一来期货价格在现货持续升水的情况显得易涨难跌，多头主力资金拉高铜价的成本以及阻力都会小很多。不过需要我们注意的是，一、2010年11月以来的伦铜现货升水幅度并不高，一直低于100美元/吨；二、2008年铜价暴跌期间现货铜价同样是持续保持升水状态，且升水均值高达140美元/吨。所以在2011年即使伦铜现货价继续保持升水状态，我们还得警惕经济二次探底给铜价带来的回落风险。

图2 2010年国内铜基差



资料来源: wind 资讯

图3 2010年伦铜基差



资料来源: wind 资讯

## 3、沪伦比值走势回顾

从图4我们可以看到自2010年6月国内央行重启汇改，美元兑人民币中间价持续走低，在其影响下，沪伦比值也从上半年的震荡走势转变为震荡跌势，上半年可以说沪伦比值的震荡中枢为8.0，而到了2010年下半年，除了在7月初鲜有的几天时间外沪伦比值一直都低于8.0，并且在第四季度沪伦比值的震荡中枢已然降至7.5。考虑到目前人民币升值预期并未减弱，而且人民币升值的走势也并未结束，所以笔者认为在人民币升值结束之前，沪伦比值将持续震荡走弱，因此而表现出的外强内弱的铜价格格局也将继续保持。

#### 4、沪伦铜库存变动走势回顾

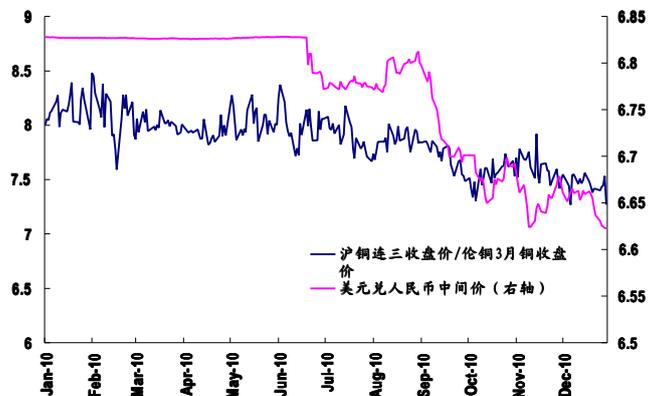
2010年2月23日伦铜库存量触及年内高点554325吨后持续下滑9个月时间至12月10日年内低点348625吨，随后伦铜库存在年末保持连续三周时间的连续回升态势并在12月31日回升至377550吨。可以说年中连续9个月时间的伦铜库存下滑对维持国际铜价的多头氛围功不可没，而年底连续三周时间的持续回升则与前文提到的现货升水相矛盾，当然也间接的反映了LME铜现货升水并非底气十足。

2010年4月30日沪铜库存量触及年内高点189441吨后持续下滑至9月30日年内低点87447吨，随后总体维持了3个月的回升态势，12月31日沪铜库存报收131891吨。

对比图5和图6，我们可以发现在2010年里，沪铜周库存落后伦铜库存2个月时间见顶，而伦铜库存落后沪铜库存2月时间见底。可以预见的是，因高铜价抑制国内铜消费，明年上半年沪铜库存量有望继续回升，而伦铜库存也有望继续保持2010年末的回升势头。

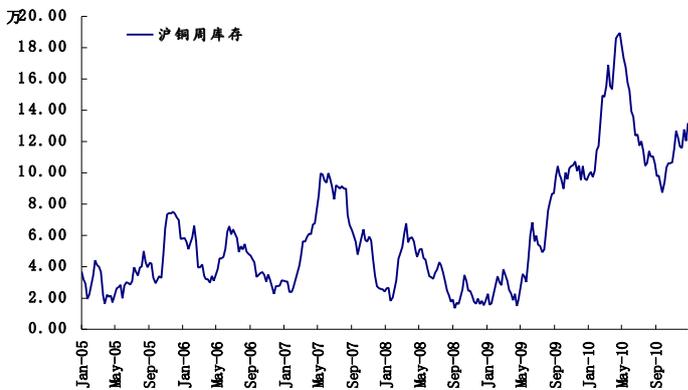
从库存量值上分析的话，一方面，08年金融危机爆发后伦铜库存量突破22万吨，而2010年2月份国内沪铜库存突破了11万吨，这是不是也在

图4 2010年沪铜伦铜比值及人民币中间价



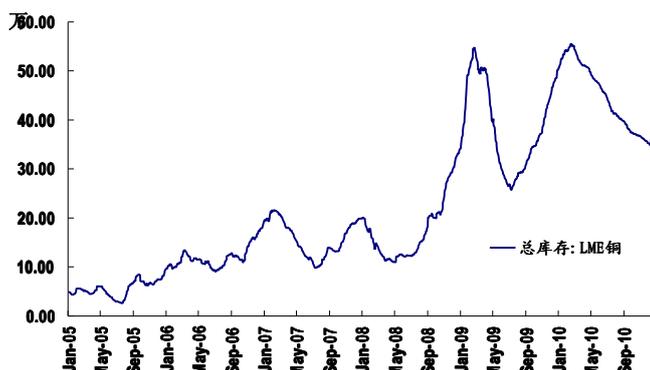
资料来源: wind 资讯

图5 上期所铜周库存(吨)



资料来源: wind 资讯

图6 伦铜日库存量(吨)



资料来源: wind 资讯

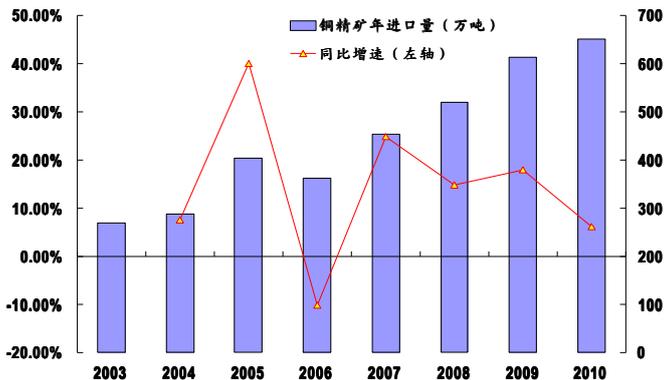
暗示我们国内经济也发生了一些微妙的不利变动呢;另一方面,2010年伦铜库存低点为348625吨,比08年前的高点22万吨高近60%,2010年的沪铜库存也基本算是在10万吨以上这个新高区间,从这点笔者认为后危机时代全球经济还未复苏至08年金融危机发生前的水平,至少说国际铜的供需并不紧张。另外如果我们再换个视角,也就是如果2011年伦铜库存突破56万吨的话,我们可不可以认为全球经济有进一步恶化的迹象——二次探底呢?对此,笔者觉得可以,而且还认为随着伦铜库存的上升,伦铜现货升水将成为市场操纵的明显证据,如果国际资金比较聪明的话,在伦铜库存上升的时候将不会留下这样的证据。

## 二、国内铜产业链研究

1、近年来国内铜冶炼产能不断扩张,由于国内自产铜矿石品位较低导致冶炼成本过高,因此我国自入世以后对铜精矿的进口量基本呈现逐年递增的局面,预计2010年全年进口近650万吨,同比增速下滑至6.16%。值得关注的是,目前国内铜精矿的供应对外依存度已经高达近88%,对外进口的铜精矿中有超50%的进口量来自美洲,有超40%的进口量来自南美洲——智利和秘鲁。由于铜矿属于不可再生资源,近年来南美等国的铜矿综合品位已经出现下滑的迹象,因此带来的产量增速下降的情况将继续在2011年保持下去。另外鉴于智利和秘鲁都属于多地震国家,而且2010年以来环太平洋地震带已经加剧的地震活动已经被地质学家所证实,笔者预估2011年智利和秘鲁的铜矿供应恐将面临地震所带来减产以及运输短期中断的威胁,在国际经济稳定运行的情况下,2011年环太平洋地震带的活动值得所有铜冶炼厂的关注。

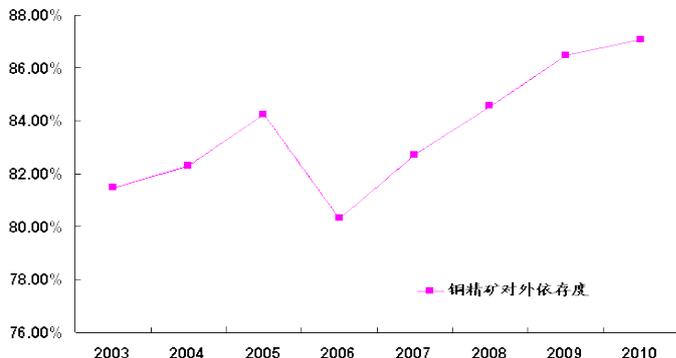
2、国内铜冶炼产能的扩张直接导致国内精炼铜产量的稳定增长,2010年国内精炼铜产量预估将达474万吨左右,同比增速约11.2%,约占全年精炼铜表观消费量的62%,只要明年的增速超过5.5%的水平,那么明年的精

图 7 国内铜精矿进口数据



资料来源: wind 资讯

图 8 国内铜精矿对外依存度

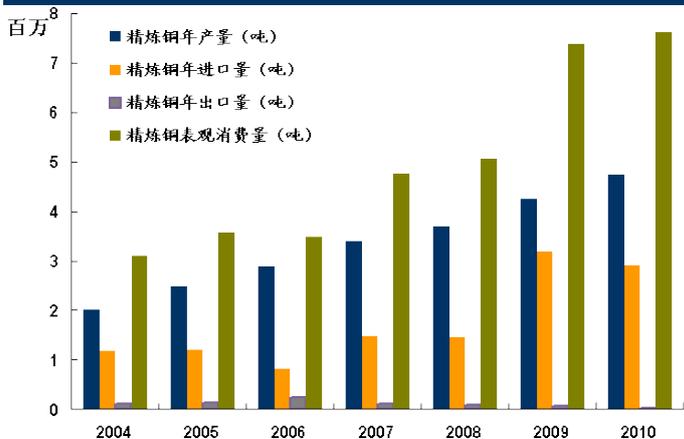


资料来源: wind 资讯

炼铜产量就有望超 500 万吨，自给率或许能提高到 65% 以上的水平。

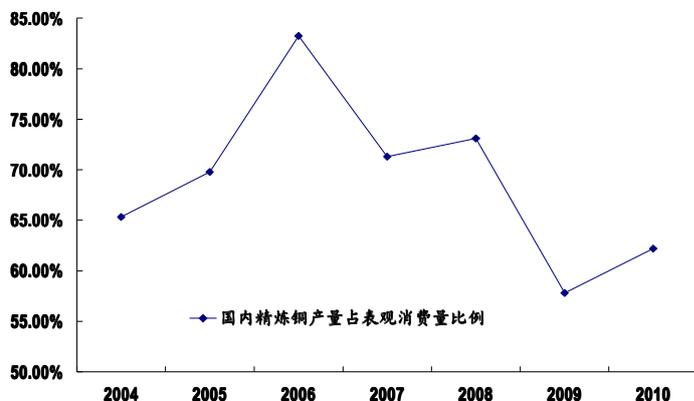
2009 年的低铜价间接导致了 09 年超 300 万吨的精炼铜进口量，而 2010 年我国预估全年进口精炼铜也将近 300 万吨，笔者认为导致我国近两年超常规进口铜的原因应该有两个方面，一方面是由于国内开始重视对战略资源的储备，另一方面则由于下游铜材生产对精炼铜需求量的一个正常增长，其中笔者认为第二方面为主要原因，因为近两年政府为保增长而采取扩大投资以及拉动内需的办法，金融危机后四万亿的国内政府投资效应在近两年得到逐步释放，因为 2011 年是十二五规划的开局之年而且我国将继续实施积极的财政政策，因此笔者认为明年的新开工项目投资将继续增长，也就是说政府投资对精炼铜消费量的贡献应该维持高位，至于内需方面我们则预期会受高铜价影响而受到一定的抑制。

图 9 国内精炼铜进出口量、年产量以及表观消费量



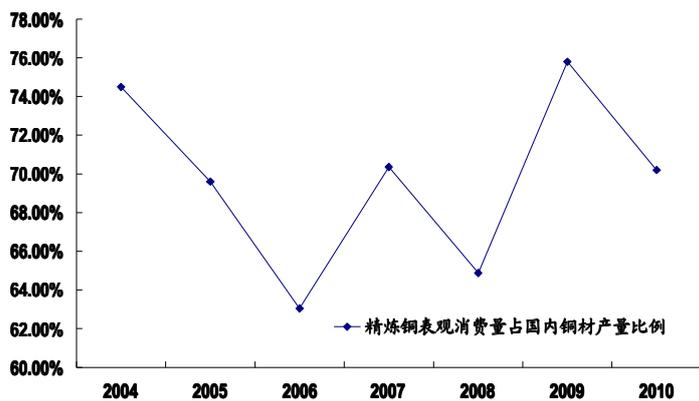
资料来源: wind 资讯

图 10 国内精炼铜产量占精炼铜表观消费量比例



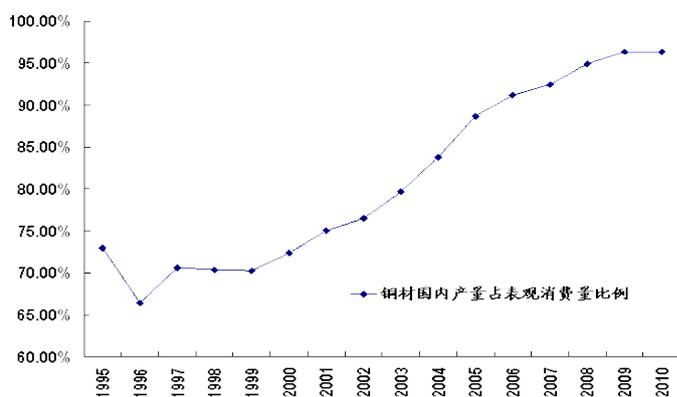
资料来源: wind 资讯

图 11 精炼铜表观消费量占国内铜材产量比例



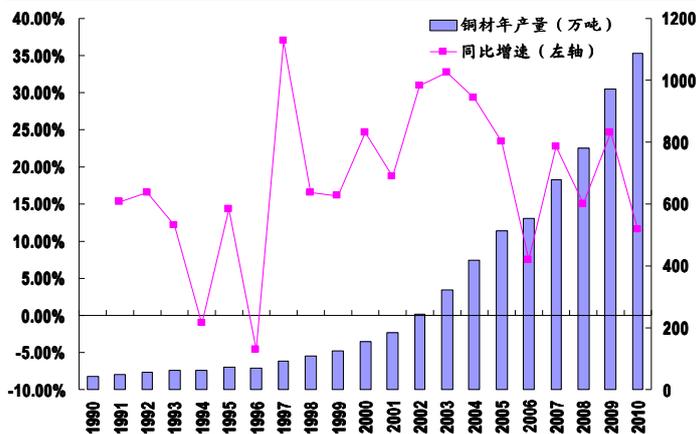
资料来源: wind 资讯

图 12 国内铜材年产量例



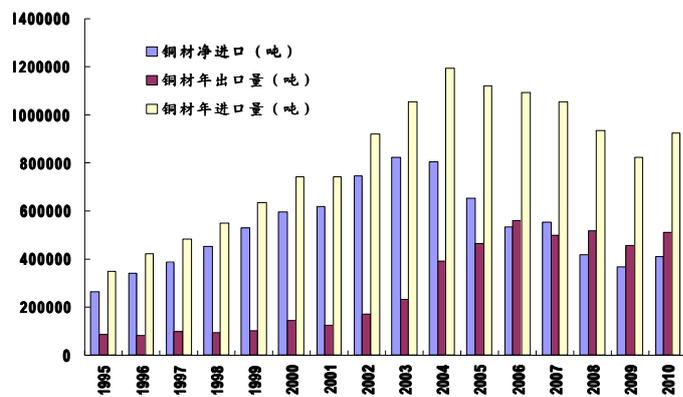
资料来源: wind 资讯

图 13 国内铜材年产量



资料来源: wind 资讯

图 14 国内铜材进出口量例



资料来源: wind 资讯

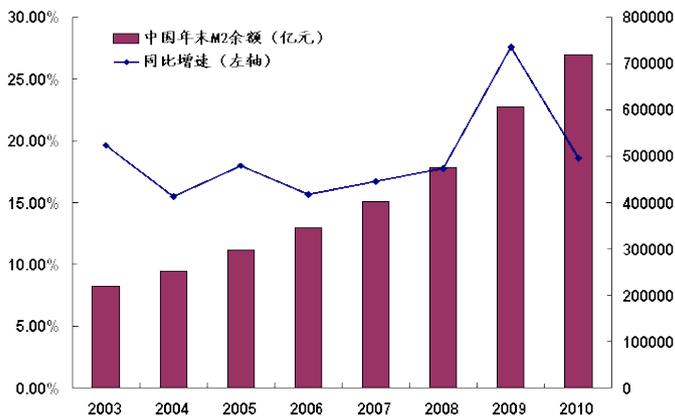
3、随着国内工业化进程的进一步推进,我国铜材消费量逐年递增,我们预估我国 2010 年全年消费铜材达 1126 万吨左右,同比增长 11.5%左右,国产率达 96.3%左右,人均消费量大概 9 公斤左右,已经接近发达国家的人均消费量下限 10 公斤。考虑到高铜价给铜材消费带来的抑制作用,我们预估 2011 年的铜材年消费量同比增速将跌破 10%并有望跌至类似 2006 年不到 5%的水平,换算一下预计 2011 年的铜材消费量大概达 1180 万吨,如果按 70%的比例计算消费精炼铜量的话,2011 年精炼铜表观消费量或达 826 万吨,结合 2011 年的精炼铜产量预期,2011 年的精炼铜进口量仍将达 300 万吨左右。

### 三、宏观研究

在当下的社会经济中,货币主义大行其道,在我国,财政收支与货币发行的两权分离更是导致了央行权利很大。从图 17 我们可以了解到至少从 03 年以来我国每年 M2 余额增速均超过 15%,当然也毫无疑问均高于每年的 GDP 增速,其中 2009 年央行实施的宽松货币政策导致 2009 年年末 M2 余额

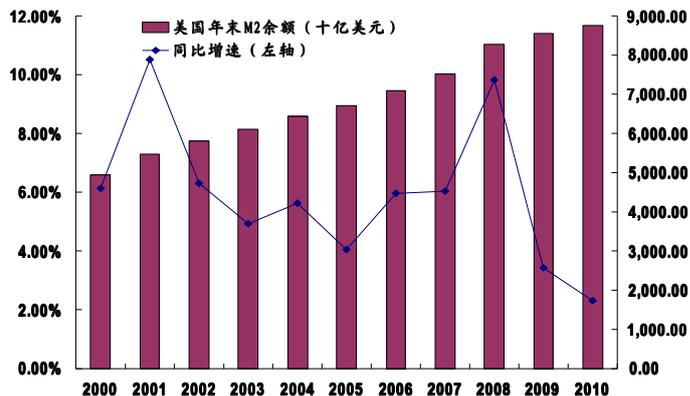
增速达到创纪录的 27.58%，而已经过去的 2010 年 M2 年增速则达 19.7%，因为央行已经对 2011 年的货币政策定调为稳健的货币政策，因此我们预估明年的货币增速应该继续回落，但跌破 15% 的可能性不是很大，考虑到明年 GDP 的增长目标只有 8%，因此笔者认为国内货币严重超发的现象将依然存在。反观下美国，在金融危机发生的 2008 年，美国的 M2 增速异常的放大到了 9.8%，而美联储提出货币量化宽松政策后，2009 年 M2 增速仅有 3.4%，已经过去的 2010 年的 M2 增速预估值也仅有 2.3%，笔者从这些数据上怎么也看不出美国大肆印钱的迹象，相反他们对货币发行量和发行速度控制的相当“稳健”，那为何媒体却一直鼓吹美国的 QE1、QE2 乃至虚幻的 QE3 呢？笔者分析得出的结果有点“阴谋论”的味道，因为主题因素不便在此文展开讨论，我们接下来就继续针对数据本身进行有限的逻辑分析。

图 15 中国 M2 年末余额及增速



资料来源: wind 资讯

图 16 美国 M2 年末余额及增速例



资料来源: wind 资讯

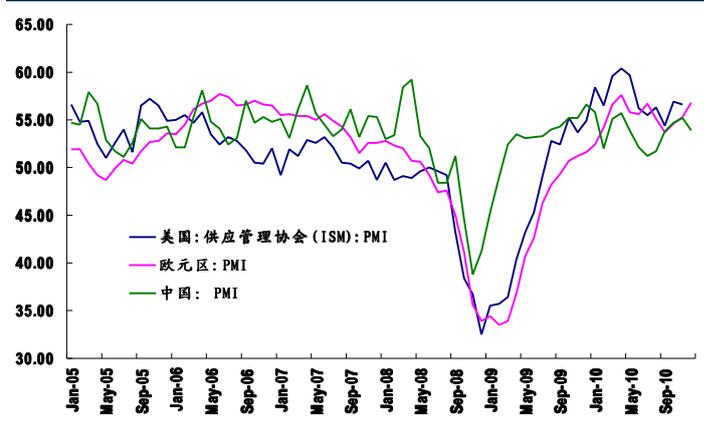
看图 20，2010 年以来国内的高通胀与欧美的低通缩形成了鲜明的对比，前文已经提到了国内严重超发货币的现象，笔者认为这一现象正是 2010 年国内通胀发生的货币基础，2010 年以前股市、楼市、大宗商品市场、奢侈品市场、艺术品市场以及其他实体经济分流了那些超发的货币，高房价激化了社会矛盾，房价泡沫破灭的风险使得地产业已经不再作为国家经济发展的支柱产业，政府对其加大调控力度的态度使得场外资金不再青睐楼市，所以分流货币的池子剩下了证券市场、大宗商品市场、奢侈品市场以及其他实体经济。在证券市场，政府用大量 IPO 的手段解决了分流资金会导致的指数泡沫问题；在大宗商品市场，资金的流入导致了大宗商品价格的飙涨，因此带来的通胀问题愈发严重，我国物流与采购联合会公布的 12 月 PMI 指数就显示环比回落，如果 2011 年上半年工业原材料价格不能回落到 2010 年 10 月以前的水平，我国的 PMI 指数则有可能跌破 50% 这一重要关口。

图 17 中欧美地区 CPI



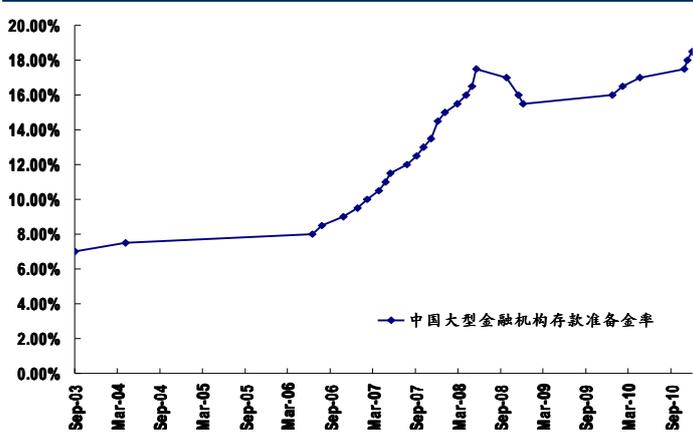
资料来源: wind 资讯

图 18 中欧美地区 PMI



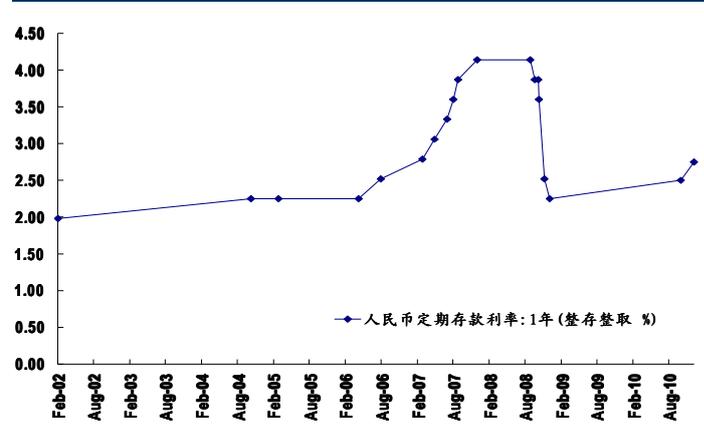
资料来源: wind 资讯

图 19 中国存款准备金率



资料来源: wind 资讯

图 20 中国央行利率



资料来源: wind 资讯

可以预见的是在 2011 年政府将进一步采取措施来抑制物价上涨, 因为 2010 年末包括铜在内的各大品种价格走势表明 2010 年末的政府调控干涉未能奏效。央行在 2010 年内 6 次上调存款准备金率以及两次加息的举措表明我国已经步入加息周期, 按照明年 4% 的 CPI 控制目标以及 2010 年末 2.75% 的一年期利率来估算的话, 我们预估明年仍有可能加息 5-7 次, 并且有可能会类似 08 年那样在上半年密集加息, 而加息带来的累积效应或许短期还无法看到, 但明年二季度必然将会有明显的拐点反映在重要的经济指标上, 比如 PMI 指数有可能在高原材料成本以及高资金成本的双重压力下跌破 50%, 比如国内月度 GDP 同比增速可能跌破 8%, 反映在国内铜市场上的话, 我们认为最明显的反应将是前文提及的铜库存量的持续上升, 换句话讲就是今年通胀播下的种子将在 2011 年发芽开花结果。

## 四、技术分析

美元指数跟铜价之间的关联性虽然不是时时刻刻都存在负相关性，但其中期的涨跌趋势毫无疑问是跟铜价相反的，毕竟国际铜价是以美元为结算货币，而美元指数直接反映了美元的购买力变动。

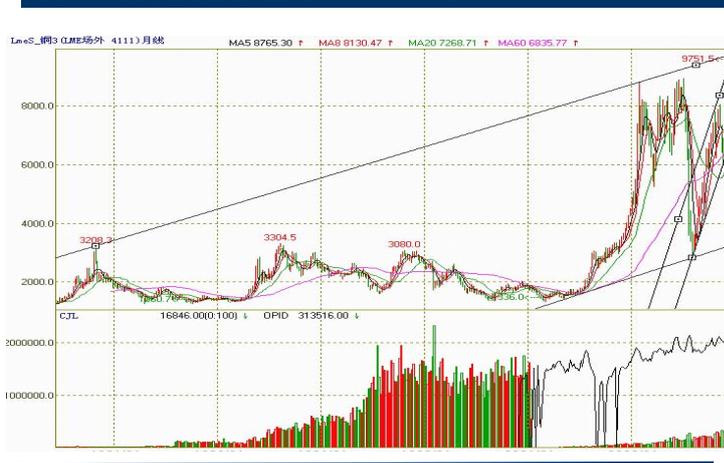
自1985年初美元指数见顶164.72以来，美元指数大体走过了近24年的三浪下跌行情，笔者认为自2008年3月美元指数见底70.698后美元指数应该开始了新一轮的上涨，美元指数自2008年4月至2009年3月间的涨势属于子一浪，2009年4月至2010年10月间的三浪调整属于子二浪，而2010年11月以后便是主升的子三浪，时间长度上由于主升三浪有可能走延伸浪所以不能具体确定，但根据一浪和二浪的时间估算，可以认为第三浪的时间起码是一年，点位方面第三浪有望在2011年突破164-121两点之间的连线，位置大概在95左右，而100左右将有望成为另一个重要阻力点。

图 21 美元指数波动图



资料来源：文华财经

图 22 伦铜技术分析（1977-2010）



资料来源：文华财经

由于目前伦铜更具定价权，所以接下来对铜价的技术分析我们仅针对伦铜。伦铜价格自2008年见底以来大致走了一个3浪反弹走势，或者是在一个上涨通道当中，我们姑且把这个价格通道命名为1号通道，目前的铜价基本接近这个1号通道的上轨压力处，而且从2010年12月的铜价上扬角度来看，接近90度的上升在历史上一般都是最后冲高的表现。

另外我们把时间跨度延伸至上个世界的70年代，可以明确的看出在2006年以前铜价基本维持在3300美元下方作箱体运动，2006年铜的大牛市打开了铜价上方的空间，2008年铜价的暴跌也回撤确认了3000美元这一区域的支撑作用，从此铜价的走势也基本上可以确认为从一个水平箱体运动变成一个斜向上走势——图中所画的大概30度角的大通道，我们把这个通道命名为2号通道，从图中我们也能够清晰的看到目前的铜价距离2号通道上轨压力处也仅一步之遥。

综合来看，不管是长期还是中期的价格走势，伦铜价格的上涨已然快碰

到强压力位，从波浪理论分析的话，假设铜价未来在 2011 年强势突破 1 号和 2 号通道的压力上轨，那么无疑说明目前的铜价正处于一个史无前例的大牛市当中，而且 2010 年至今的涨势仅仅是第三浪，后市虽有第四浪调整，但依然还有第五升浪的盼头，但从前文的基本面分析来看，目前的铜价已经很难让人接受，因此笔者认为这个假设不成立，那么比较现实的将是铜价在 1 号、2 号通道交界处见顶，铜价的三浪反弹结束，然后理想的话是在 2011 年上半年在 1 号通道高位进行震荡休整，酝酿新一波的杀跌，如此一来就和前文分析的通胀引发的问题相接轨了。

综上简言之，一、高铜价累计的多头获利盘压力目前已经初见端倪；二、高铜价对下游需求的抑制作用已经显现；三、高通胀引中国加息周期到来，而加息的累积效应在 2011 年必然爆发；最后结合技术图表分析，我们认为铜价已经到了日暮西山的时候了，通胀或引发的经济萧条——大家曾经耳熟能详的世界经济二次探底或将在 2011 上演。