

**行情回顾:** 2013年铜价整体维持弱势下跌格局,沪铜最低跌至近四年低位48320点。截止年底,伦铜累计下跌8.96%,沪铜连续合约累计下跌7.25%。

**宏观经济:** 2013年美国的经济稳定复苏,出于对美国经济的逐步复苏及市场利率下行压力的考虑,我们认为美联储或会在2014年一季度末及二季度各削减150亿美元的购债规模,直至2014年底退出QE。

欧洲经过一系列结构性改革及宽松货币政策刺激后,将在2014年下半年至2015年迎来较为强劲的经济复苏。

2013年国内经济逐渐筑底企稳,全面深化改革及经济结果转型升级仍是2014年的重要任务,国内投资减少、出口需求较弱对铜下游需求的刺激力度将会产生一定影响。

美元指数趋势性走强,将继续压制以美元计价的大宗商品价格,这也将是铜价难有较大反弹的主要原因之一。

**行业分析:** 全球铜供需矛盾恶化,国内精炼铜产量继续增加,2014年铜下游需求增速较为稳定,但与供应增速缺口或会放大。房地产开发投资及电网基本建设投资基本保持稳定,空调家电产量增速出现回落。尽管汽车产销依然保持较高增速,但对铜下游需求刺激力度较弱。

我们预计铜收储最佳节点或会出现在2014年5月。一旦收储计划启动,2014年铜市供需整体将优于2013年。

**后市展望及操作建议:** 综合来看,我们预计2014年一季度铜价最高反弹至7600点(对应沪铜54000元/吨),二季度铜价回落至6700点左右(对应沪铜47500元/吨),下半年铜价会随着国内经济复苏情况维持宽幅震荡。我们预计铜价整体波动区间6700-7600点,操作上建议可在一季度末逐渐尝试建立空单,并坚定持有至下半年。

### 西南期货研究部

地址:上海市浦东新区松林路300号期货大厦1803、1802B

电话:021-68400776

传真:021-68401360

邮编:200122

邮箱:[research@swfutures.com](mailto:research@swfutures.com)

### 西南期货产业客户服务部

地址:重庆市渝中区中山三路168号中安大厦9楼

电话:023-63638637

邮编:400015

邮箱:[industry@swfutures.com](mailto:industry@swfutures.com)



## 一、行情回顾

2013年铜价整体维持弱势下跌格局，沪铜最低跌至近四年低位48320点。截止年底，伦铜累计下跌8.96%，沪铜连续合约累计下跌7.25%。

宏观上来看，上半年铜价主要受欧债危机、国内经济增速放缓及美元指数上涨的影响，下半年美联储削减QE预期一度压制铜价反弹。行业上来看，2013年铜供需格局由供应偏紧转为供给过剩，我们预计2013年全球精炼铜供给过剩量为38.7万吨，因下游需求放缓，预计2014年过剩量将增至60万吨，增逾60%。铜价波动整体进入弱市。

技术上来看，日线图上铜价反弹步伐有所减缓，且受制于上方下降趋势线7300点附近压力，后市继续冲高可能较小。短期伦铜自11月下旬跌破上升趋势线后，小幅下探底部支撑而后转为上行，整体维持放大三角震荡形态。中长期来看，伦铜于长期下降趋势分界点A下方震荡，且于中期上升趋势分界点A'上方震荡，整体震荡区间逐渐收窄，后市仍面临较长周期方向选择。

图1 伦铜电3价格走势图



数据来源：博弈大师，西南期货

图2 沪铜连续走势图



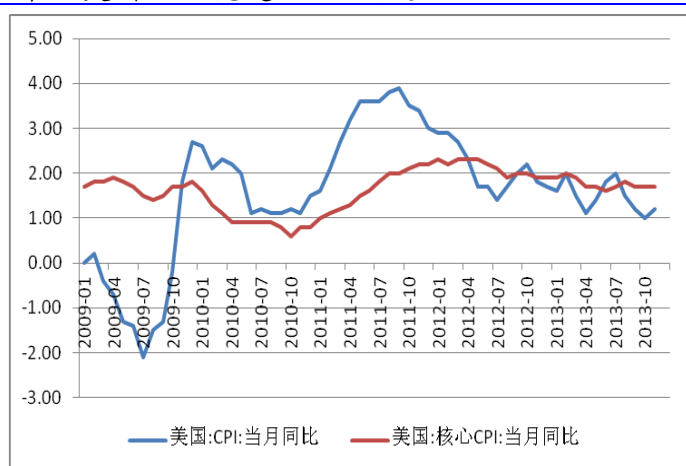
数据来源：博弈大师，西南期货

## 二、宏观经济分析

### 2.1 美国经济稳定复苏，美联储逐步削减QE规模

2013年美国宏观经济稳定复苏，失业率降至7%，CPI同比增速1.2%，通胀水平整体可控，房地产市场及就业市场的稳定复苏使得美联储逐步降低货币政策的宽松度，美联储12月18日以9:1宣布将QE政策缩减100亿美元。伯南克随后表示，美联储将在未来几次会议上小幅缩减刺激政策，后续缩减QE的速度可能是100亿美元。

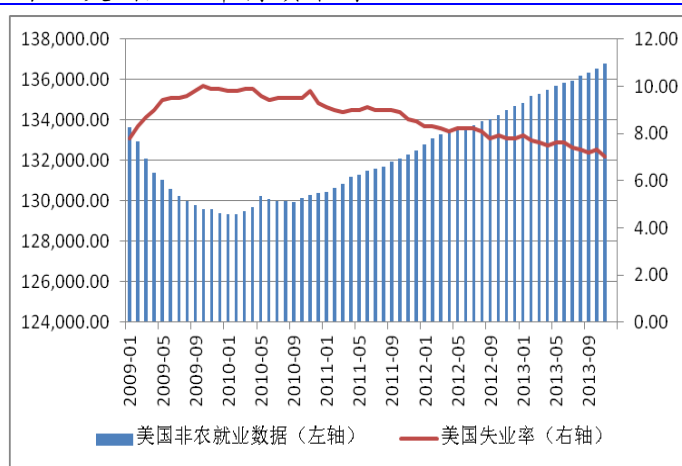
图3 美国CPI稳定至1%附近



数据来源：wind 西南期货

我们认为，美联储开启逐步削减QE政策，主要是出于以下几个方面的考虑：1) 伯南克曾在2013年5月表示，将在2013年稍晚开始缩减资产购买政策，美联储12月份的行动很好地捍卫了自己的信誉；2) 美国近期经济数据表现良好，经济复苏预期良好是本次开启削减QE的主要原因；3) 美联储

图4 美国失业率持续下滑



数据来源：wind 西南期货

2013年9月起，一直给市场传递削减QE并不意味着宏观政策终止宽松的信号，而从本次利率决议后市场的反应来看，这一信号已被市场普遍接受；4) 随着美联储资产负债表规模扩大，2014年初美国即将面临债务上限谈判，美联储希望通过放缓资产购买速度以避免因过高资产负债造成美国政府再次陷入停摆的影响。

图5 美国ISM制造业指数创新高

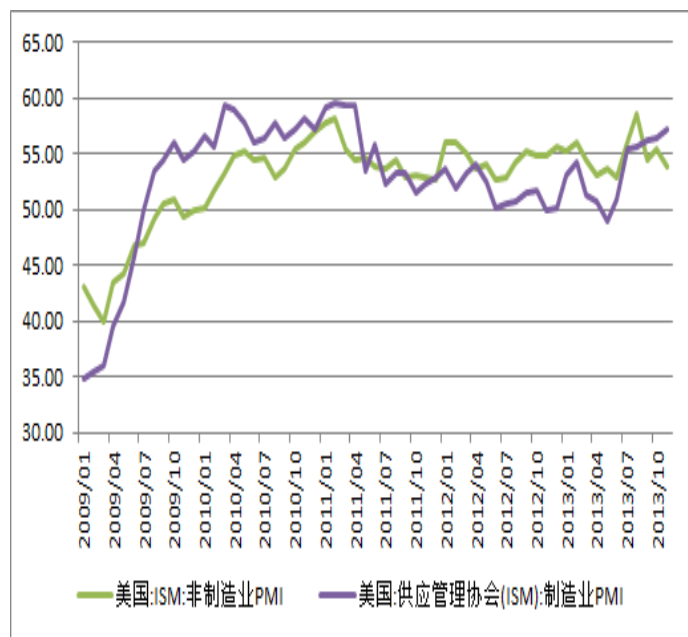
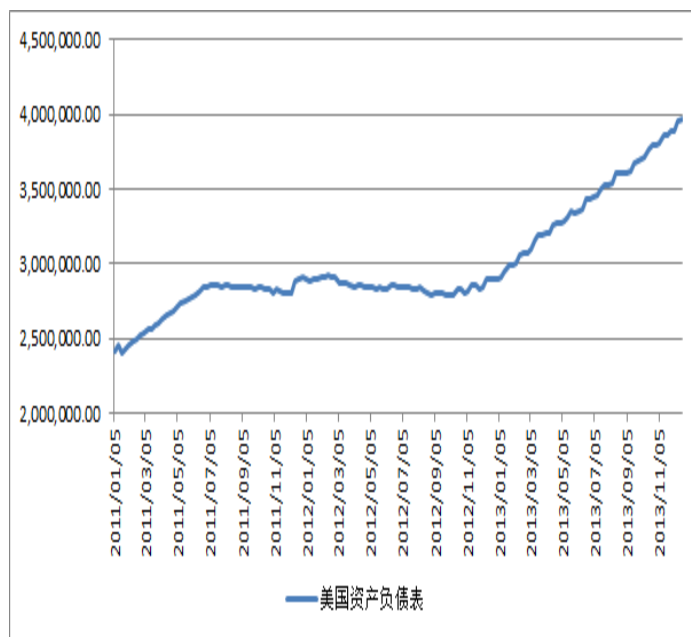


图6 美国资产负债表规模已增至3.965兆美元



数据来源: wind 西南期货

数据来源: wind 西南期货

另外，伯南克表示未来的债券购买将深思熟虑，审慎的政策行动将取决于经济数据，说明美联储可能会根据经济形势停止资产购买行动，但同时不排除扩大债券购买规模的考虑。出于对美国经济的逐步复苏及市场利率下行压力的考虑，我们认为美联储或会在2014年一季度末及二季度各削减150亿美元的购债规模，直至2014年底退出QE。

## 2.2 欧元区经济已有复苏迹象，宽松政策刺激依然持续

从近期公布的经济数据来看，欧元区高失业低通胀风险依然存在。欧元区第三季度GDP初值季率增长0.1%，经济放缓程度超出市场预期，10月份欧元区失业率为12.1%，预计全年失业率将维持在12%以上，处于历史较高水平。尽管欧央行年内数次下调主要利率，但仍面临通缩风险，11月CPI终值同比增长0.9%，仍处于年内低位。

就货币政策而言，欧央行曾多次重申，必要时会采取更多工具。欧洲央行在2014年的政策选项包括负存款利率、超长期再融资操作(VLTRO)、融资换贷款计划(FLS)以及直接购买公司及主权债务

的量化宽松(QE)政策。欧洲央行接下来可能的方案或将包括负存款利率、LTRO 以及 QE。尽管目前欧元区经济增长依然面临诸多问题,但我们认为,欧洲经过一系列结构性改革及宽松货币政策刺激后,将在 2014 年下半年至 2015 年迎来较为强劲的经济复苏。

图 7 欧元区高失业、低通胀风险依然存在

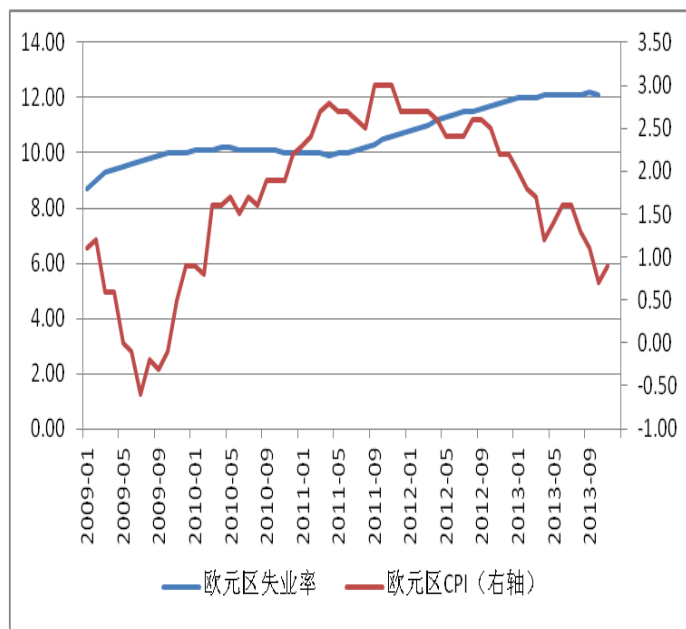
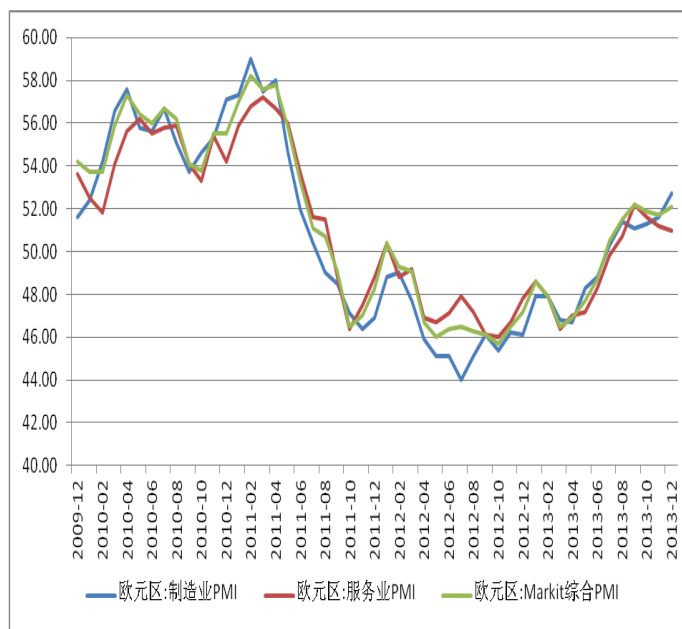


图 8 欧元区经济先行指标已有复苏迹象



数据来源: wind 西南期货

数据来源: wind 西南期货

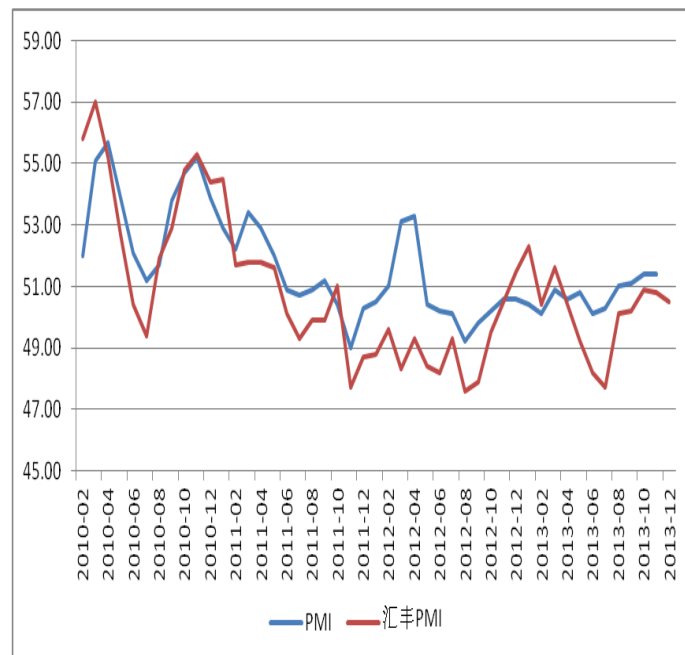
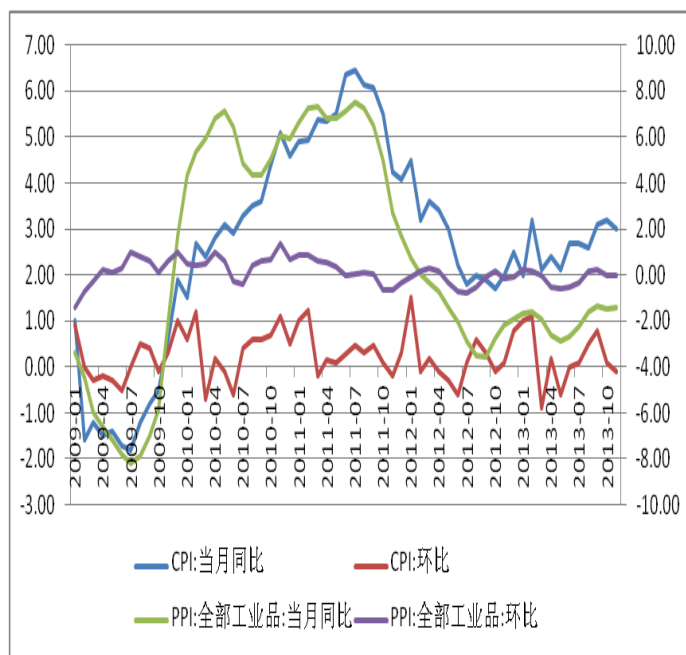
事实上,我们也已看到了欧元区的复苏迹象,欧元区 10 月领先指标自 9 月的 100.7 升至 100.9,主要增长引擎——德国的领先指标自 100.5 升至 100.7,法国领先指标自 100.0 提高至 100.2,显示欧元区正在逐渐积聚复苏动能。另外,欧元区制造业 PMI 已连续六个月处于荣枯分水岭上方,12 月综合 PMI 升至 52.1,为 2011 年年中以来的第二高水平,显示出欧元区总体经济形势的好转。

### 2.3 国内经济延续企稳,经济转型对需求刺激减弱

2013 年国内经济逐渐筑底企稳,三季度 GDP 同比增速达 7.8%,综合四季度固定资产投资及经济复苏情况,我们预计全年 GDP 增速在 7.6%左右,固定资产投资增率在 20%以上。中国 11 月官方制造业采购经理人指数 51.4,与前月持平,全年上升趋势明显,工业增加值增长率接近 10%,经济已经出现了企稳迹象。另外,国内 11 月 CPI 同比增长 3%,仍处于年内较高水平,我们预计全年 CPI 增速在 3.2%左右,国内目前已有一定的通胀压力,但随着美联储 QE 削减政策的实施,大宗商品价格下跌或会一定程度上减轻国内通胀压力,我们预计 2014 年 CPI 增速将稳定在 3.2%。

图 9 国内已有一定的通胀压力

图 10 国内 PMI 增速明显



数据来源: wind 西南期货

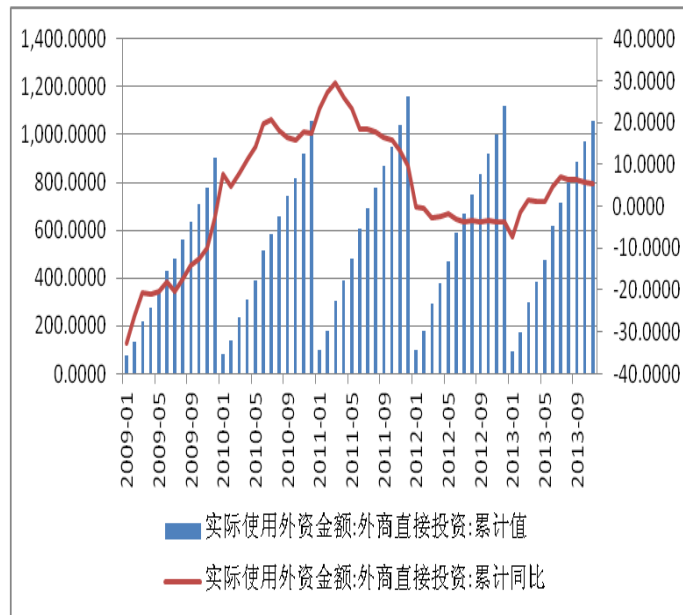
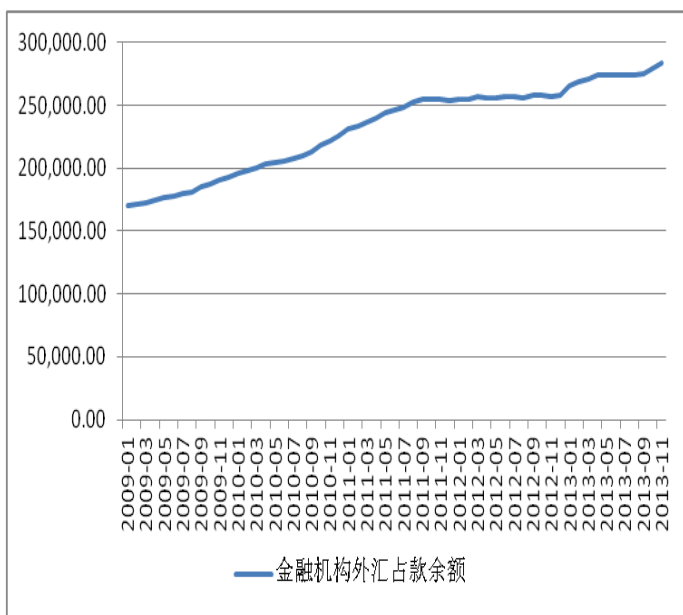
数据来源: wind 西南期货

12月份的中央经济工作会议，明确了国内2014年的经济社会发展目标。其中，经济增长预期目标定为7.5%左右，与今年一致。2014年国内仍坚持稳中求进的经济总基调，经济转型升级将作为重要任务。全面深化改革及经济结果转型升级仍是2014年的重要任务，但从国内外宏观经济恢复情况看，国内投资减少、出口需求较弱对铜下游需求的刺激力度将会产生一定影响。

三中全会之后，中国经济结构调整的思路更加明确，扩大内需、简政放权、减少经济对投资的依赖是中国经济未来调整的主要逻辑。伴随着中国经济未来增长模式的转变，固定资产投资相关的大宗商品的需求将有所下降，这意味着与各类投资建设项目相关的商品大宗商品铜的需求也会减弱。

图 11 金融机构外汇占款余额有所回落

图 12 实际外商投资增速放缓

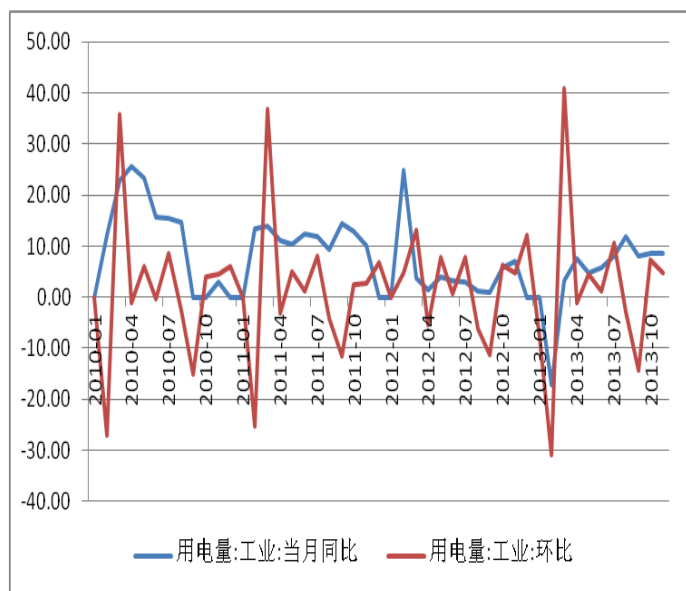


数据来源: wind 西南期货

数据来源: wind 西南期货

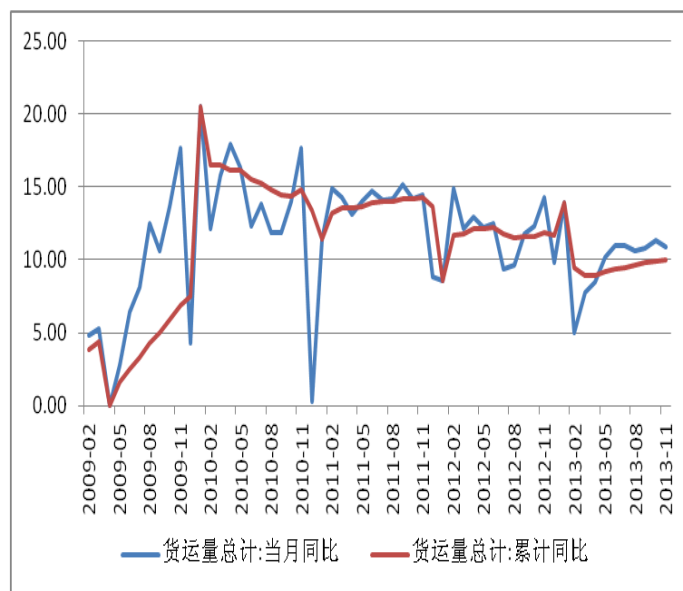
我们从近期公布的经济数据可以看出, 11月全部金融机构新增外汇占款 3,979 亿元人民币, 较上月的 4,416 亿元有所回落; 1-11 月实际外商投资累计增速 5.48%, 低于 1-10 月份的 5.77%; 11 月货运量同比增长 10.9, 较 10 月份 11.3% 有所回落, 反应国内需求减弱, 出口对经济的刺激力度也有所减少。

图 13 工业用电量基本持平



数据来源: wind 西南期货

图 14 货运量同比出现回落



数据来源: wind 西南期货

## 2.4 美元指数趋势性走强

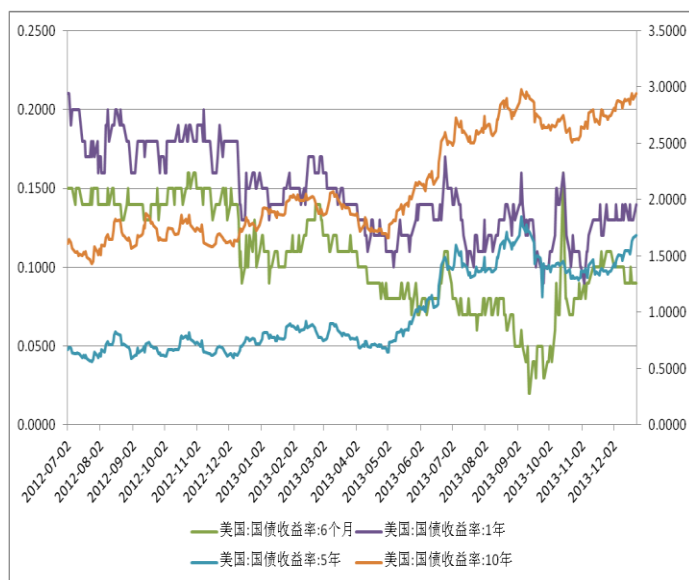
图 15 美元指数趋势性走强依然成立



数据来源：博弈大师，西南期货

我们认为，2014 年美元指数仍将趋势性走强，主要由于以下几个方面的原因：1) 2014 年美联储将逐步削减 QE 政策；货币政策宽松度降低并不妨碍美国经济的继续改善；2) 欧元区、日本经济逐渐筑底，但 2014 年的货币政策仍以宽松为主，尤其是欧元区并不排除进一步宽松的可能，美欧日货币政策的差异性将是导致美元升值的主要因素；3) 美联储及其他发达经济体货币政策的对立性将吸引更多非美投机性货币资产流入美国，美国中长期国债收益率走高，促使美元升值。

图 16 美国长期国债收益率走高



数据来源：wind 西南期货

图 17 美元指数走势与铜价波动关系



数据来源：wind 西南期货



美元指数趋势性走强，将继续压制以美元计价的大宗商品价格，这也将是铜价难有较大反弹的主要原因之一。另外，美元指数走强对铜价中长期压制明显，但不排除铜价会因其他风险因素影响而引发的短期反弹。

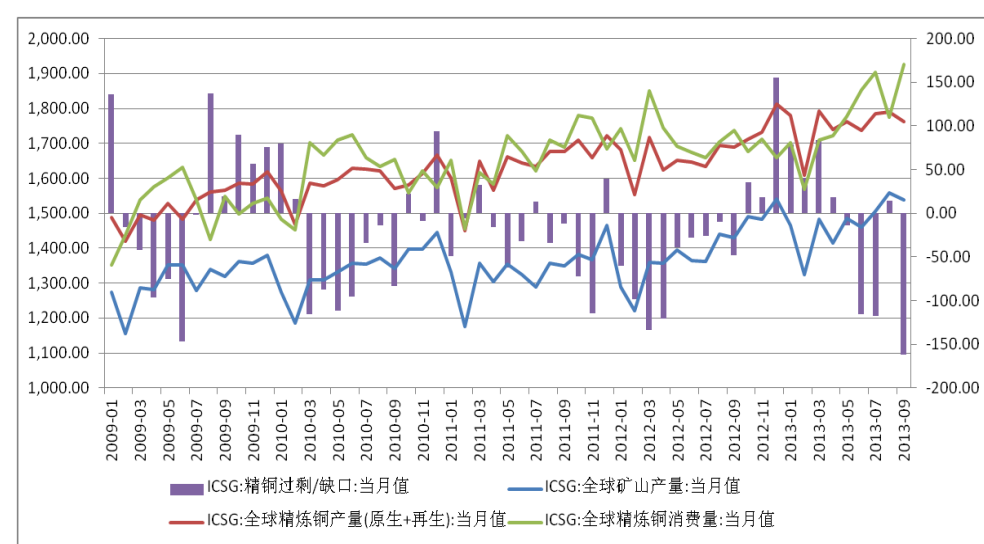
### 三、行业分析

#### 3.1 全球铜供需矛盾恶化

世界金属统计局(WBMS)最新公布的报告显示，2013年1-10月全球铜市供应过剩442,000吨，为2012年全年过剩量的近两倍。全球精炼铜产量增加6.4%至1780万吨，中国产量增加弥补了智利和印度产量分别减少14万吨和8.3万吨带来的影响。

我们预计2013年，全球精炼铜产量预计增加3.9%至2090万吨，2014年全球铜冶炼项目将增加420万吨，届时全球产能将达到2780万吨。据国际铜业研究组织(ICSG)称，因矿山新增供应将超过需求增幅，全球2014年精炼铜供应过剩量预计由今年的38.7万吨增至60万吨，增逾60%。全球2014年铜需求预计增加约4.5%，2013年铜消费量预计持平于去年的2050万吨，但明年精炼铜产量预计增加5.5%至2210万吨，因中国产量攀升。其中初级精炼产量预计增加7%，二次精炼产量增加2%。

图 18 ICSG 全球精炼铜供需



数据来源：wind，西南期货

#### 3.1 国内精炼铜产量继续增加

2013年，国内精炼铜产量继续高速增长，1-11月精炼铜累计产量623.81万吨，同比增速14.31%。我们预计全年精炼铜产量685万吨以上，精炼铜产量的提高，一方面是国内冶炼产能的不断扩张，由于2011-2014年是中国新增冶炼产能投产的高峰期，我们预计2013年全年国内铜冶炼和精炼产能将分别达到559万吨/年和976万吨/年，比2012年末各增长20%和17%，2013-2015年中国已确定的铜冶炼新增产能达到215万吨。

图 19 精炼铜产量创记录高位

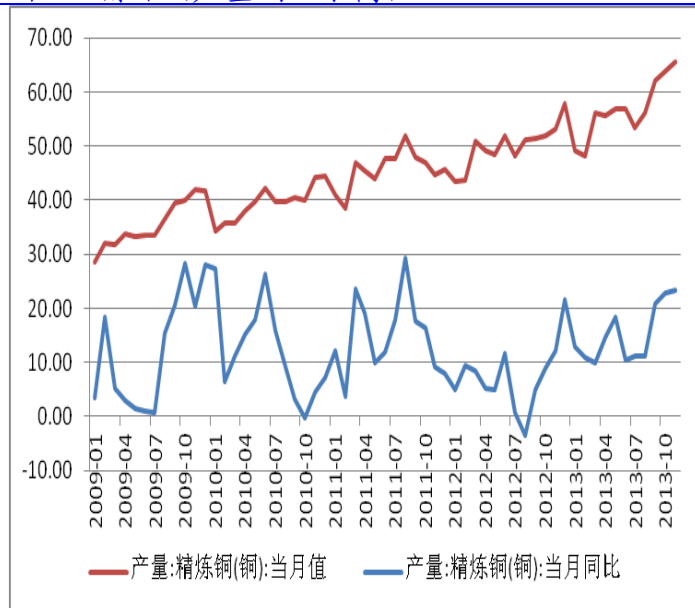
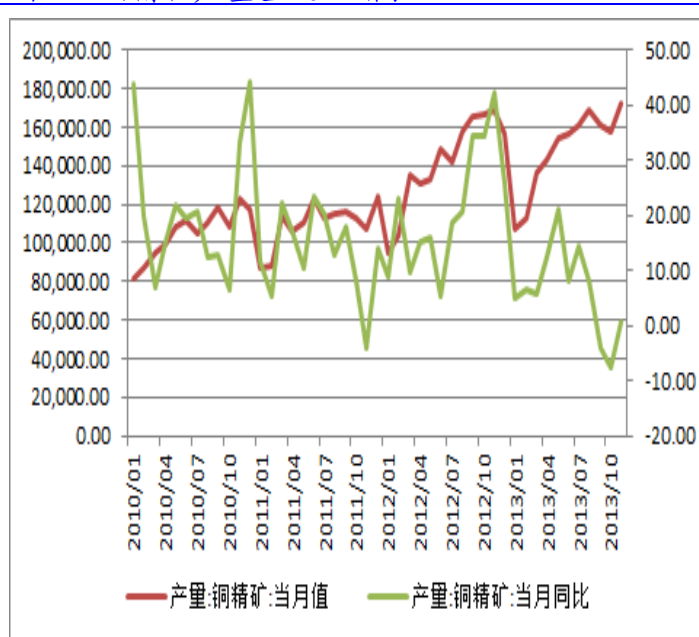


图 20 铜精矿产量重返正增长



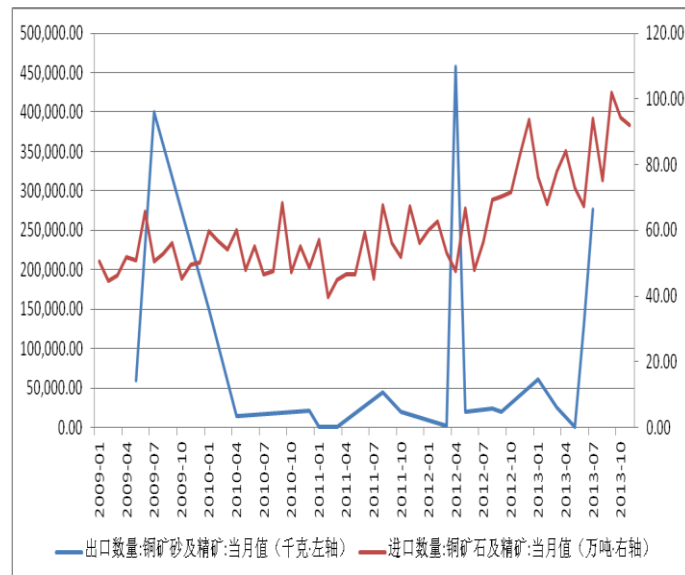
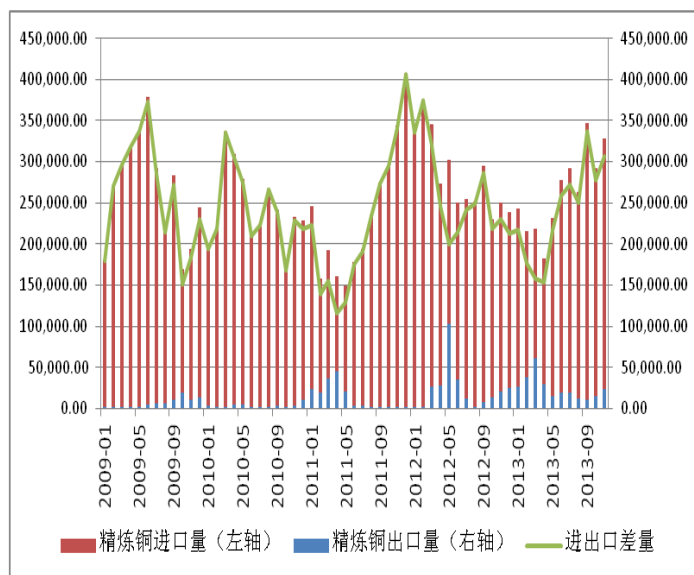
数据来源：wind 西南期货

数据来源：wind 西南期货

另一方面，我们也可以从铜精矿产量及铜矿砂进口量数据中看出端倪。11月铜精矿产量同比增速0.79%，继9月、10月后重返正增长。全球铜矿从2012年开始进入投产期，全球铜精矿供给快速增长，这一结果在2013年凸显，2014年或迎来集中爆发期。当前国内进口铜精矿现货TC维持在110-120美元/吨的高位，也显示出铜精矿现货市场供给充裕。

图 19 精炼铜进口量维持高位

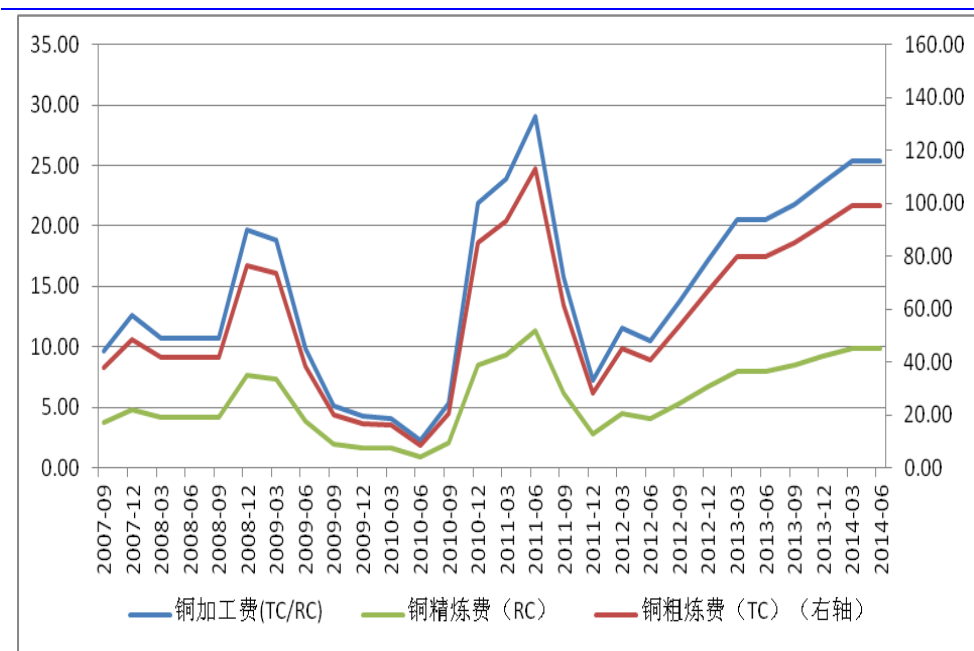
图 20 铜精矿进口量增速明显



数据来源: wind 西南期货

数据来源: wind 西南期货

图 21 国内铜冶炼加工费



数据来源: wind, 西南期货

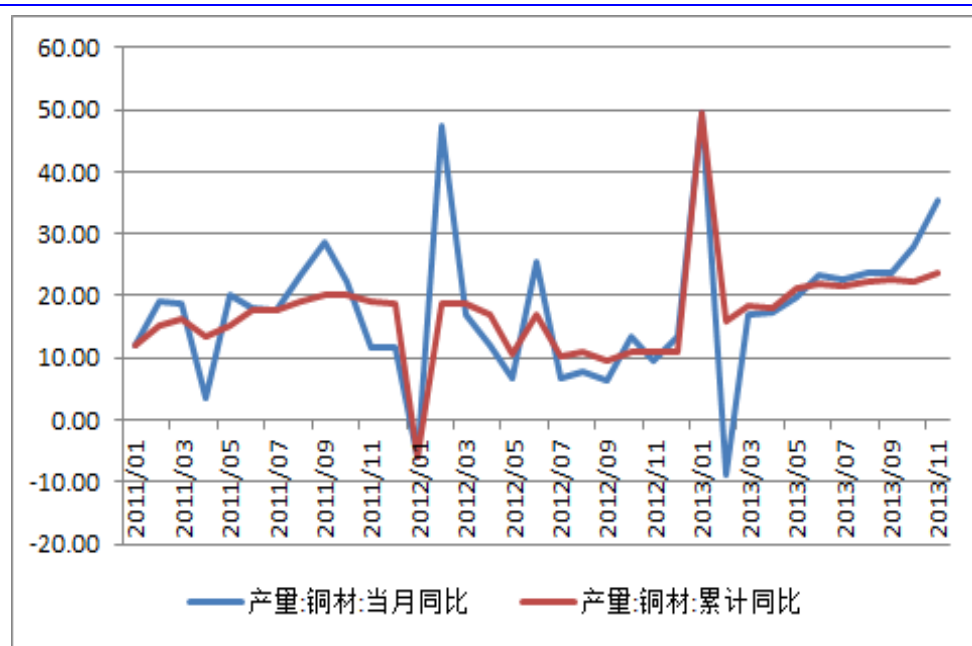
另外，铜精矿冶炼费的提高也刺激冶炼企业的开工积极性。11月份江铜和自由港签订2014年加工费为92美元/吨/9.2美分/磅，较2013年上涨31%，近日中国第一大铜冶炼企业江西铜业与必和必拓达成协议，2014年上半年的铜加工费提高41%，铜精矿粗炼费（TC）为每吨99美元，精炼费（RC）为每磅9.9美分，而现货铜精矿加工费高达110美元/吨；铜精矿加工费上涨暗示冶炼企业获

得更多的收入，刺激生产积极性。另据了解，此次协议中的2014上半年加工费高于今年11月江西铜业与自由港迈克墨伦铜矿及金矿公司所达成的每吨92美元和每磅9.2美分的年度基准价格。

### 3.2 国内需求改善程度决定全球供需格局

2013年11月国内铜材产量145.26万吨，同比增速35.22%，1-11月铜材累计产量1340.76，同比增速23.74%。从下游需求来看，国内房地产开发投资及电网基本建设投资基本保持稳定，空调家电产量增速出现回落。尽管汽车产销依然保持较高增速，但对铜下游需求刺激力度较弱。综合来看，2014年铜下游需求增速较为稳定，但与供应相比缺口或会放大。

图 12 铜材产量大幅增加



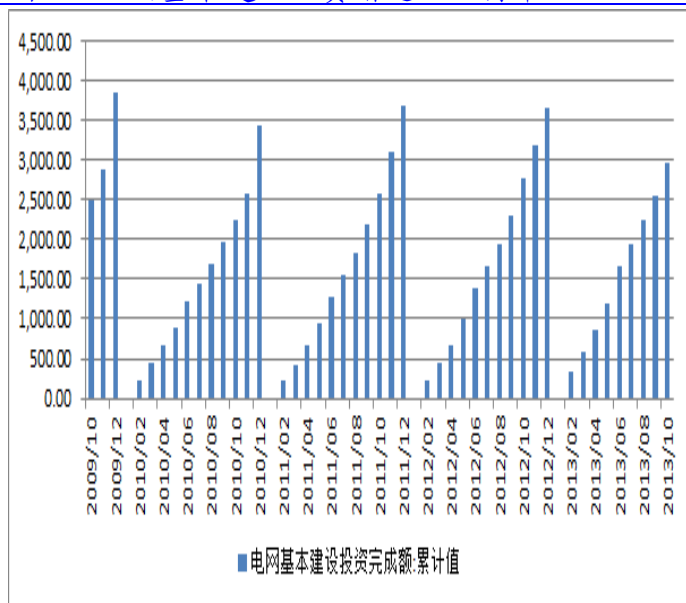
数据来源: wind, 西南期货

电力行业的铜消费量占中国整体铜消费量的比重超过40%，2013年11月电网投资同比增加6.1%，同比增速放缓，1-11月国家电网投资完成总额同比增加14%。国家电网公司在近期召开的第三届“中国电力发展和技术创新院士论坛”上表示，从2013年起的8年间，将投资超过3万亿元建设国家电网，到2015年、2017年和2020年，分别建“两纵两横”、“三纵三横”和“五纵五横”特高压“三华”步电网。考虑到国家经济转型升级中投资对消费的整体提振力度减弱，2014年电网投资的政策支持可保证电力电网行业对铜需求的刺激力度依然不弱，但消费增速或会放缓。

1-11月份，全国房地产开发投资77412亿元，同比增长19.5%，增速比1-10月份提高0.3个百分点，但11月份房地产开发景气指数为96.38，比上月回落0.5点。2014年国家或会继续出台一系列的

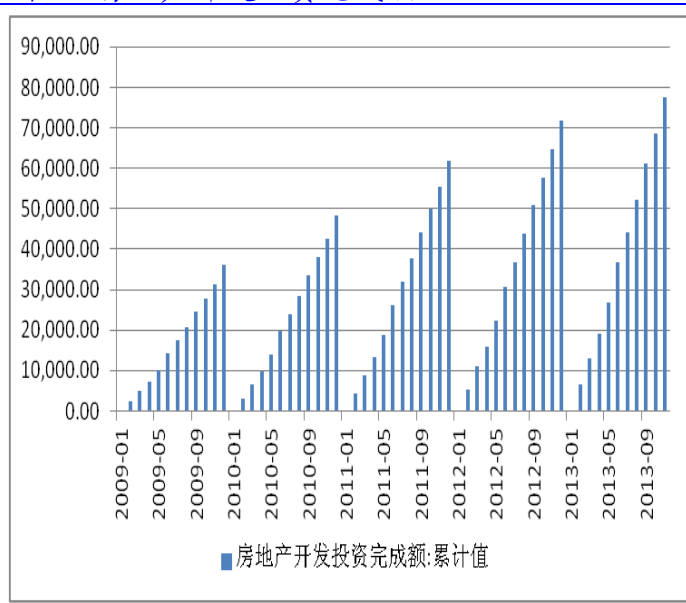
房地产调控政策，我们预计房地产市场量价会继续保持稳定增长，但涨幅要相应减少，房地产调控政策执行力度将在一定程度上影响下游铜消费。

图 13 电网基本建设投资增速大致持平



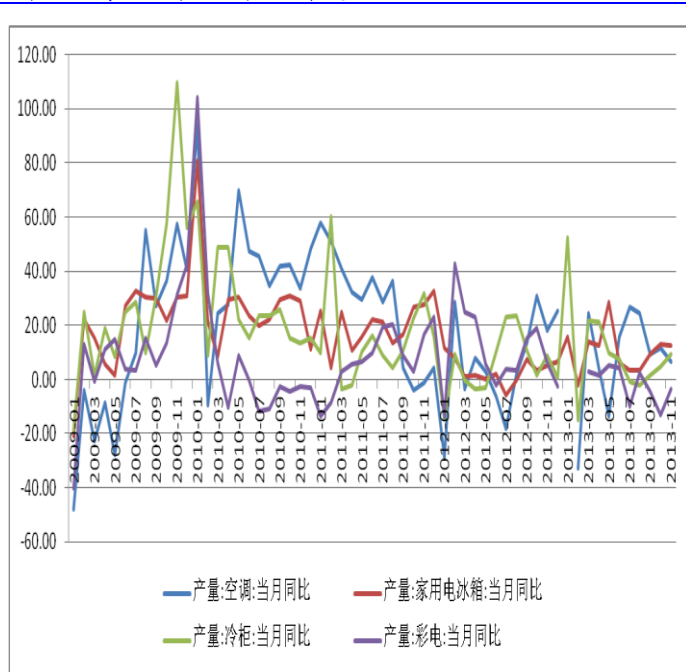
数据来源: wind 西南期货

图 14 房地产开发投资完成额



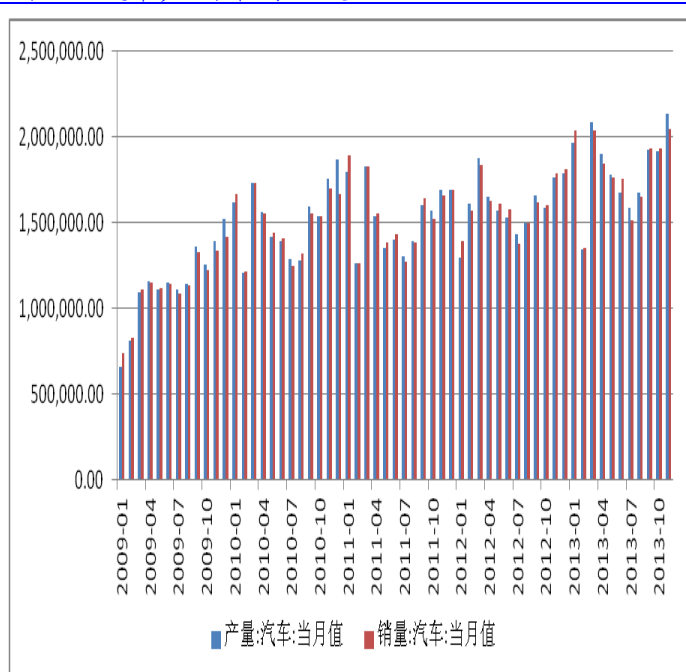
数据来源: wind 西南期货

图 13 家电行业同比增速放缓



数据来源: wind 西南期货

图 14 汽车产销维持稳定



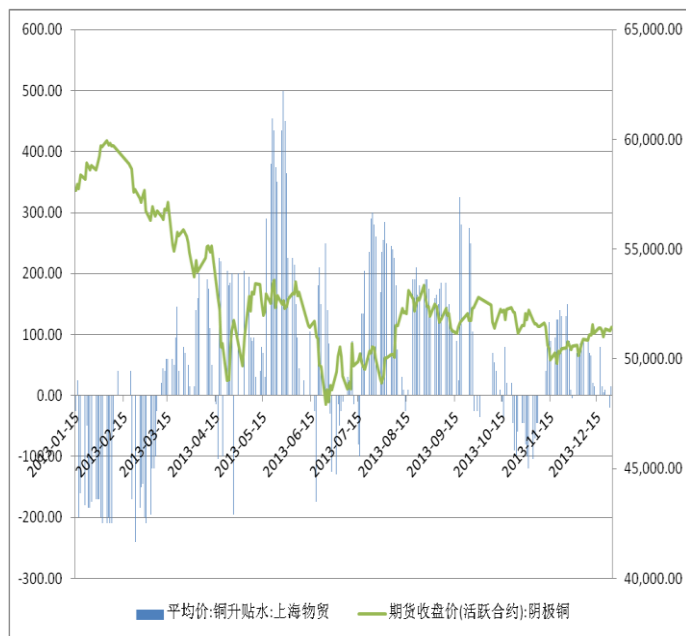
数据来源: wind 西南期货

2013年1-11月空调行业累计产量为10092.1万台,同比增长9.2%;1-11月累计出货量为10342.0万台,同比增长6.4%,11月份空调产销量依然延续了较好的增长趋势,但同比增速已出现回落。5大类专业家电能效标准的实施促使家电行业进入调整期,家电行业增速略有放缓。

11月中国汽车产销双超去年全年,月度产销继10月后再度刷新2013年记录。11月,汽车生产213.43万辆,环比增长11.39%,同比增长21.17%;销售204.39万辆,环比增长5.75%,同比增长14.12%。1-11月,汽车产销1998.93万辆和1986.01万辆,同比增长14.34%和13.53%。

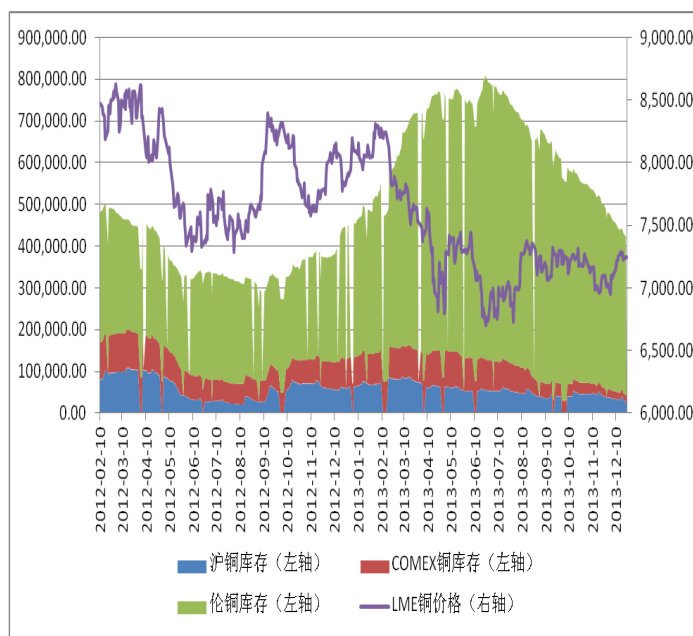
### 3.3 融资铜需求仍将持续

图 12 国内现货升贴水



数据来源: wind 西南期货

图 13 铜库存与铜价关系对比图



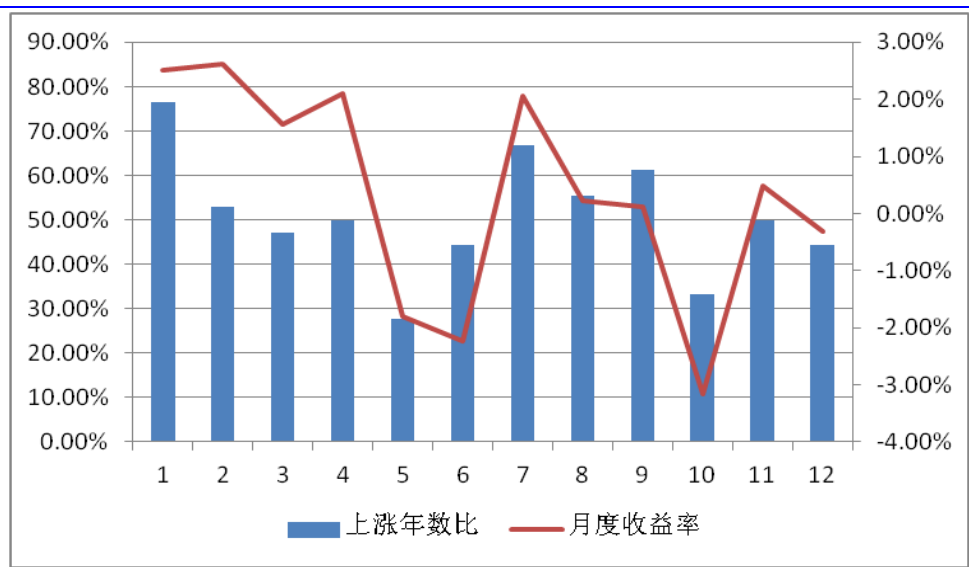
数据来源: wind 西南期货

近期,因国内现货需求提振,铜库存出现一定比例的下滑,LME 铜库存与年内高位时的 67 万吨相比已经下滑至当前的 38 万吨,降幅达 43%,且继续处于下滑趋势当中,上期所铜库存自 11 月份以来亦持续下滑至当前 13.1 万吨的水平。虽然处于消费淡季,但融资需求推升了铜升水,国内现货升贴水进入 11 月中旬以来由前期贴水转为升水,长江有色现货升水 12 月份以来平均维持在 120 元/吨的水平。在央行维持中性偏紧的货币政策下,我们预计 2014 年国内资金面将继续维持在紧平衡状态,铜融资需求或将持续。

### 3.4 铜价波动季节性分析

从铜价季节性分析图表中，我们可以看出，铜价上涨月份一般集中在1-2月、7月、11月，下跌月份主要集中在5月、10月。其中，1-2月铜价上涨一般因国内传统春节前生产企业陆续停工及节前备货所致，7月涨幅较大一般为下游消费逐渐回暖后的反弹行情。另外，5月、10月的急剧下跌行情尤为需要关注。

图 12 沪铜价格波动季节性分析



数据来源：wind，西南期货

### 3.5 铜收储或会倾斜供需格局

日前，已有相关传言称国家储备局正在制定2014年购买约30万吨铜的计划，由于国家储备局一贯的保密风格，外界很难得知其公开计划。但从历次铜收储的经验来看，铜收储一般在铜价位于阶段性底部时开启，但近期发生铜已有阶段性反弹，而美联储削减QE的利空影响还未彻底显现，结合季节性分析，我们预计铜收储最佳节点或会出现在2014年5月。

另外，从收储量上来看，我们预计2014年全球铜市供需过剩量将上升至60万吨，相比起来，30万吨的收储量将对铜市供需格局带来较大影响，一旦收储计划启动，2014年铜市供需整体将优于2013年。从价格上看，收储价位称在6800美元，也暗示这种需求不会反映在近期的市场上，收储短期利好更多的是表现在投资者心理预期上面。

## 四、后市展望及操作建议

综合来看，2014年是美联储逐步削减QE政策的一年，美元步入强势周期将压制铜价上行空间；2014年是全球各主要经济体筑底复苏的一年，国内需求改善程度将直接影响全球铜市供需格局。本年度宏观主要风险点集中于美联储退出QE计划实施进度、欧日央行货币政策、国内经济复苏力度等。行业方面来看，我们预计2014年铜市供需过剩难以改变，除非国内执行30万吨以上收储，全年供给过剩会大于2013年，达到60万吨以上。

图 14 伦铜电 3 价格走势预测图



数据来源：博弈大师，西南期货

我们预计2014年一季度铜价最高反弹至7600点（对应沪铜54000元/吨），二季度铜价回落至6700点左右（对应沪铜47500元/吨），下半年铜价会随着国内经济复苏情况维持宽幅震荡。我们预计铜价整体波动区间6700-7600点，操作上建议可在一季度末逐渐尝试建立空单，并坚定持有至下半年。



**【免责声明】**

报告仅供西南期货经纪有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，本公司没有义务和责任去及时更新本报告并通知客户。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，不作为客户的直接投资依据，本公司不因客户使用本报告而产生的损失承担任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西南期货”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进行交易。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。