


**程艳荣****金属分析师****从业资格证： F0257634** 0516-83831160 cyr@neweraqh.com.cn www.neweraqh.com.cn

新纪元期货有限公司金属分析师，华南理工大学理学硕士，具有较强的逻辑推理能力，擅长进行数据分析，主要研究铜、锌等金属期货品种

宏观微观矛盾交织 后市或将先扬后抑

内容提要：

2011年上半年沪铜的走势分两个阶段：2011年1月4日-2011年2月15日，延续年前的上涨行情，2月15日见顶；2011年2月16日至今的下跌行情。总运行区间64143点-76638点，波动范围12495点。

全球宽松的货币政策酝酿了2008年年底至2010年下半年的上涨行情；去年年底至今，各国货币政策步调不一致，市场分歧较大，演绎了这一波震荡行情；而一旦全球货币政策一致紧缩后，市场将会演绎单边下跌行情，铜市也注定难逃此劫。

全球铜的供应一直处于按年增长状态，但近期全球最大的铜生产国智利产量有减少迹象，而需求却没有减少，致使2011年上半年供应短缺10万吨。第一季度因为消费需求的相对平淡，全球铜供应出现过剩，而从第二季度开始，随着中国和欧美消费需求的逐步恢复，全球铜供应开始短缺。全球供求紧张局面利多铜价。

LME高持仓、Comex基金持仓情况以及美元下半年将会脱离底部展开反弹均利空铜价。

通过技术面分析，我们认为目前期价步入前期震荡密集区，期价将在此位遇阻，一旦上破此压力位伦铜有可能再次向10000点发动攻击。

我们认为2011年下半年铜价将会呈现先扬后抑的态势，期价将在七八月份维持反弹，之后或将保持弱势下行的态势。

关键词：货币紧缩 供应紧张 负相关 先扬后抑

第一部分 2011 年上半年走势回顾

2011 年上半年沪铜的走势分两个阶段：2011 年 1 月 4 日-2011 年 2 月 15 日，延续年前的上涨行情，2 月 15 日见顶；2011 年 2 月 16 日至今的下跌行情。总运行区间 64143 点-76638 点，波动范围 12495 点。

图 1-1. 沪铜指数日 K 线图



资料来源：文华财经

图 1-2. 伦铜指数日 K 线图



资料来源：文华财经

图 1-3. COM 铜指日 K 线图



资料来源：文华财经

第一阶段：年初延续年前的行情继续上涨——2011 年 1 月 4 日-2011 年 2 月 15 日。

2011 年年初，铜价延续了始于 2008 年年底的行情继续上涨，直至沪铜、伦铜以及 COMEX 铜在 2 月 15 日同时见顶，沪铜上探至 76638 点，伦铜冲破万点大关，开创历史高位 10190 点，COMEX 铜触及 4.65 点。此阶段，宏观上全球各国货币政策出现分歧：国内经济复苏情况稳健，但货币紧缩预期加强；美联储 1 月 26 日议息会议结果维持低利率以及 QE2 规模不变，维持国际市场流动性预期。供需上，1 月份是传统的消费淡季，2011 年 1 月份需求尤其清淡，商家备库存预期 1 月底才逐渐释放，造就了期价 1 月份保持高位横盘整理；2 月份投资者寄望于消费旺季来临，期价大幅走高刷新历史记录。本阶段运行区间 69357 点-76638 点，波动范围 7281 点。

第二阶段：政策紧缩见效，消费旺季不旺，铜价震荡中下跌——2011 年 2 月 16 日至今。

自 2011 年 2 月 15 日三大交易所期价均创新高后，期价一路走低，彻底结束 2008 年年底全球一致的货币宽松政策带来的上涨行情。此阶段，宏观上春节过后各国货币政策步调不一致，市场分歧较大，大宗商品演绎了这一波震荡行情，国内货币流动性紧缩政策频出，资金收紧，抑制投机需求，打压期价；供需上，2 月份旺季不旺，库存回升，现货疲软消费商不接货，持货商待涨情绪浓厚。期价自高位滑落，演绎震荡下跌行情。本阶段运行区间 64143 点-75583 点，波动范围 11440 点。

第二部分 2011 年铜价影响因素分析

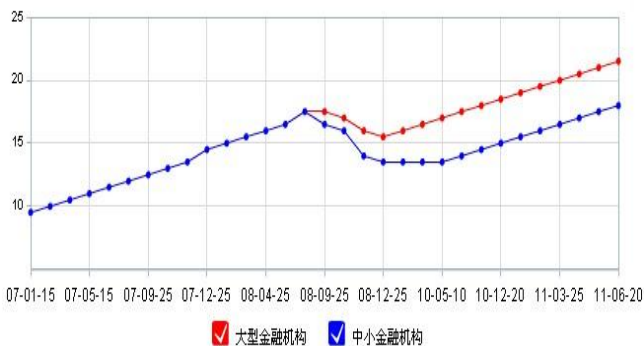
一、国内外宏观经济形势对铜价的影响

(一) 货币供应情况对铜价的影响

全球宽松的货币政策酝酿了 2008 年年底至 2010 年下半年的上涨行情；去年年底至今，各国货币政策步调不一致，市场分歧较大，演绎了这一波震荡行情；而一旦全球货币政策一致紧缩后，市场将会演绎单边下跌行情。

我国自去年年底开始不断收紧流动性。去年 10 月份至今，央行已经五次宣布加息；6 月 14 日，在国家统计局公布 5 月宏观经济运行数据，CPI 涨幅达 5.5%创 34 个月新高之后，中国人民银行宣布年内第六次上调存款准备金率。国内本轮货币调控政策对铜价已经起到一定压制作用。

图 2-1. 存款准备金率历次调整一览



数据来源：东方财富网

图 2-2. 存贷款基准利率历次调整一览



数据来源：东方财富网

新兴经济体和欧盟也先后加入到收紧流动性的行列，虽美国还尚未确定何时开始收紧流动性，但美联储六月议息会议声明中宣布仍将利率维持在低位不变，QE2 如期结束，并没有延迟，也没有推出 QE3，至少说明货币宽松政策暂告一段落。美国经济回调的幅度较大，引发市场担忧情绪。金融危机后主要是制造业、零

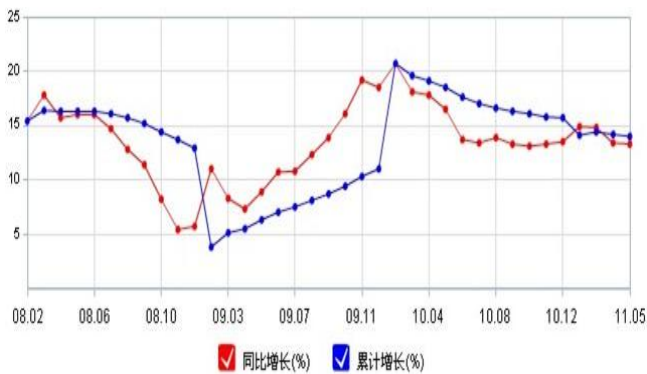
售消费等局部领域复苏，而房地产、就业市场等依然没有明显好转。房地产方面，一季度 20 个大城市房价指数继续下跌，创出 2006 年底以来新低，新房开工套数也持续维持在 60 万套以下（年化指标）的低位，使得精铜需求低迷。

总之，从全球货币供应情况看，大宗商品市场正在等待全球货币政策一致紧缩后的大跌行情，铜市也注定难逃此劫。

（二）国内重工业增速下滑对沪铜影响有限

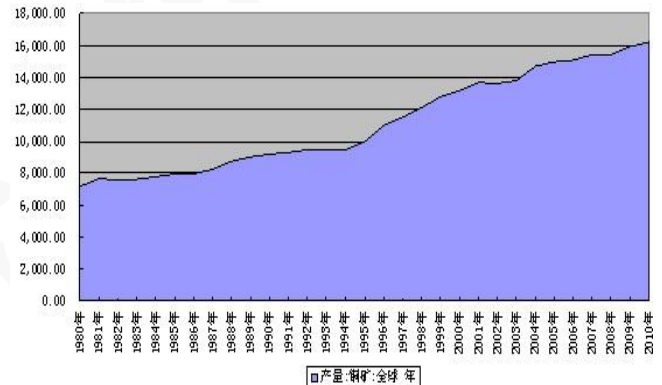
我国工业增加值增长速度近期一直维持较低水平，尤其是累计增长率从 2010 年初就一直在缩减，同比增长率一直徘徊在 14% 上下，其中重工业产出增速下降是主要拖累因素。而精铜作为主要工业原料之一，其需求应当受到一定影响，但是我们从行业角度分析，我国精铜需求并未受到明显影响。我国精铜终端消费主要分布在电力、空调制冷、交通运输、电子、建筑等行业，在下面的供需部分我们将详细介绍我国用铜产业的需求情况。

图 2-3. 工业增加值增长速度



数据来源：东方财富网

图 2-4. 全球铜供应图



数据来源：wind 资讯

二、铜市供需基本面分析

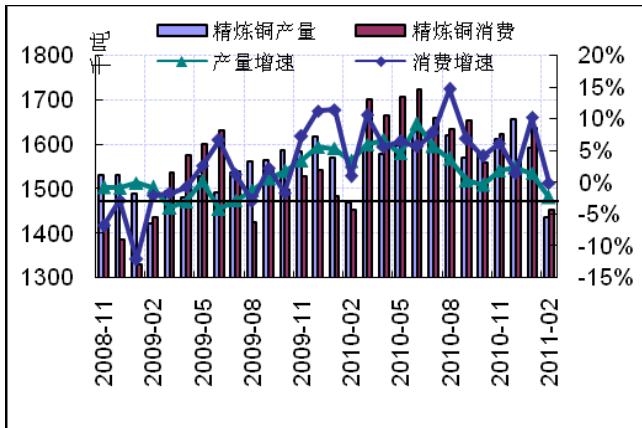
（一）国际供需情况

从全球铜供应图中可以看出，铜的供应一直处于按年增长状态，但近期全球最大的铜生产国智利产量却有减少迹象。智利国家统计局称，今年 1-4 月智利铜产量较去年同期下降 1.2%，至 1707755 吨。智利全国矿业协会（Sonami）6 月 7 日称，智利今年料将生产 540 万吨铜，较 2010 年增加 4%。该协会之前预估铜产量为 560 万吨，下调预估是因矿石等级下降及设备故障影响。虽然智利国家统计局(INE)6 月 29 日公布，智利 5 月铜产量较去年同期增加 2.5%至 442581 吨，中止了连续多月的下滑走势，但今年的供应相对紧张状态还没有完全得到缓解。

从供应方面来看，2011 年上半年全球精炼铜产量达到 931.4 万吨，同比增加 15 万吨。从消费需求来看，2011 年上半年消费需求为 941.7 万吨，同比增加 127 万吨。整体来看，2011 年上半年供应短缺 10 万吨。第一季度由于消费需求相对平淡，全球铜供应出现过剩，而第二季度逐渐步入消费旺季，随着中国和欧美消费需求的逐步恢复，全球铜供应开始短缺。

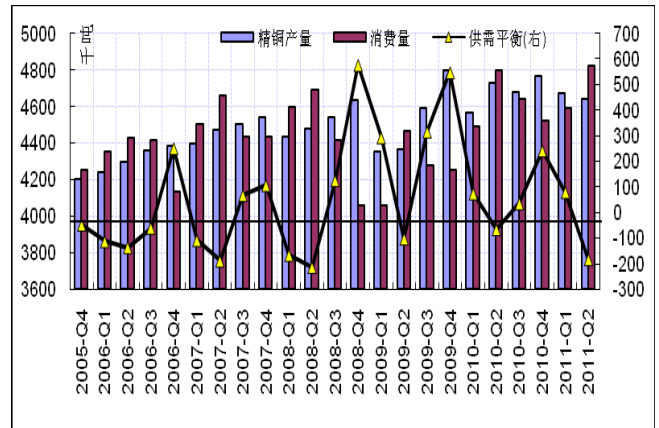
综合以上分析，我们认为全球供求紧张局面利多铜价。

图 2-5. 全球精炼铜供需图



数据来源：ICSG

图 2-6. 全球精炼铜供需平衡图

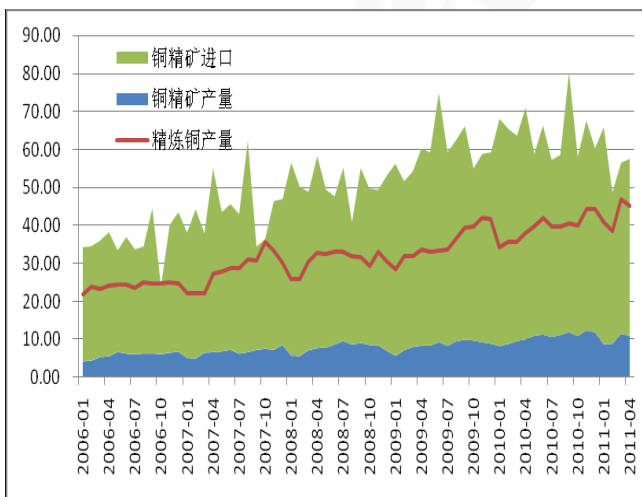


数据来源：CRU

（二）国内供需情况

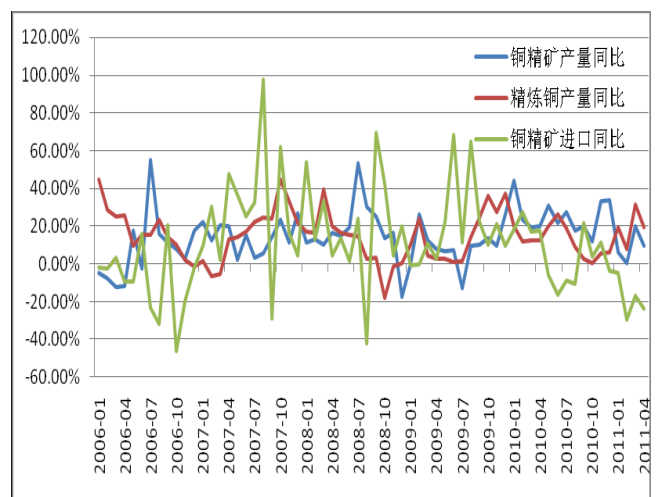
目前，我国是世界上最大的铜资源进口国和精炼铜生产国，铜精矿自给率非常低。由于今年 1 月和 2 月铜价高企，进口价格大幅上涨，国内铜冶炼企业加大了对自有矿山的开采力度，3 月份我国铜精矿产量超过了 10 万吨，达到 11.4 万吨，刷新历史产量，虽 4 月份产量有所下滑，但仍维持在 10 万吨之上。尽管国内铜精矿产量增长迅猛，依然满足不了冶炼需求，需要大量进口，但进口数量有所降低。中国海关总署 6 月 21 日公布的数据显示，1-5 月中国累计进口铜精矿 235 万吨，同比减少 15%。最新数据显示，中国 1-5 月，精炼铜产量为 216.6 万吨，同比增长 14.4%，减缓 1.3 个百分点。而 1-5 月，中国进口精炼铜 905,434 吨，同比减少 33%。1-5 月，未锻造的铜及铜材进口 1421435 吨，较 2010 年同期下降 25.3%。但是进口和产量的减少不代表需求减少，国内铜市自今年 3 月开始了漫长的去库存化过程，至今仍未结束。

图 2-7. 中国铜精矿进口、铜精矿产量、精炼铜产量



数据来源：wind 资讯

图 2-8. 中国铜精矿进口量、铜精矿产量、铜精矿进口同比



数据来源：wind 资讯

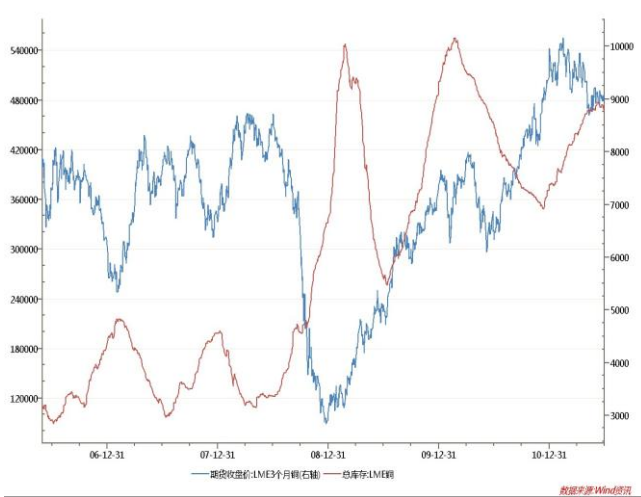
我国精铜终端消费主要分布在电力、空调制冷、交通运输、电子、建筑等行业。根据国家电网的规划，

2011 年是智能电网从实验阶段转为建设阶段的一年，安排电网投资 2925 亿，较上年增长 10.6%。从电气机械及器材制造业 PMI 指数来看，每月均保持在 50%以上，部分月份甚至达到 60%以上。空调制冷方面，今年 5 月国内空调产量为 1242.7 万台，创新高。今年 1-5 月，家用空调器产量同比分别增长 38.6%。虽然空调产量受季节性影响波动，空调生产从 6 月份开始转为淡季，对铜需求将下降，但是空调产量同比增速料将维持高位。从国内情况看，精铜需求将保持正常。

综合以上分析，我们认为纯粹从供需方面研究，2011 年下半年铜市有趋紧之势，对铜价有一定提振作用。

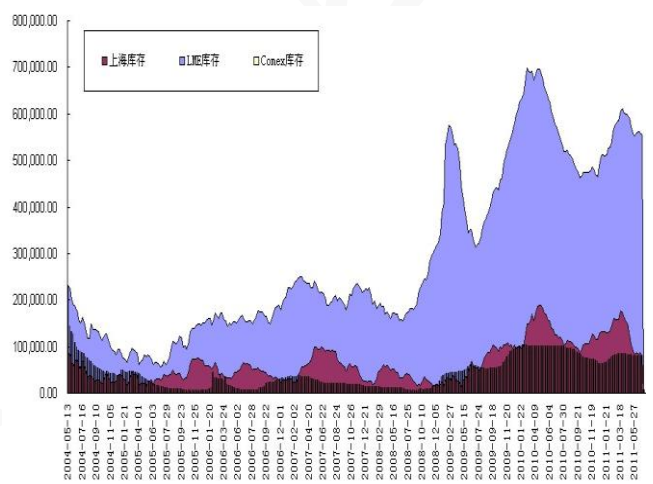
三、库存对铜价的影响

图 2-9. LME 铜库存和 LME 铜收盘价对比图



数据来源：wind 资讯

图 2-10. 三大交易所库存情况



数据来源：wind 资讯

从上图可以看出，LME 铜库存和 LME 铜收盘价有很强的负相关性，而且库存高位拐点出现不久后收盘价低位拐点将出现，库存低位拐点出现后收盘价高位拐点将出现，因此库存指标可以作为铜价的一个先行指标来看。

从三大交易所库存情况图上看，今年上半年上海交易所一直处于去库存化过程中，伦铜库存却一直处于稳步增长的状态当中，Comex 库存变化不大。

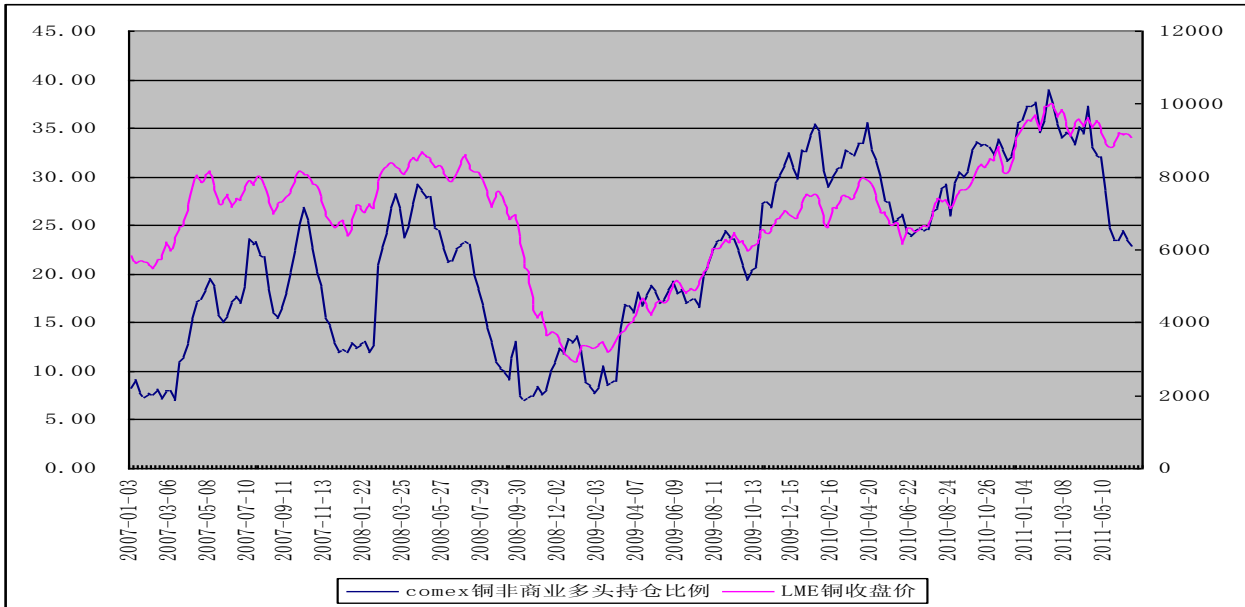
伦铜自 2010 年年初开始去库存化，库存在 2010 年 12 月 10 日达到最低值 348625 吨，之后维持缓慢增长，截止 2011 年 6 月 10 日增加到 477925 吨，增幅达到 37%，近三周库存处于摇摆状态。从历史情况来看，在过去的十年中，伦敦铜库存的平均水平为 37.3 万吨，而从 1970 年迄今，伦敦铜库存的平均水平为 34.45 万吨，目前的铜库存水平处于较高水平。该库存水平对铜价有一定的压制作用。

上海交易所铜库存在 2010 年 10 月份自低点开始增加，至 2011 年 3 月 18 日达到高点 177365 吨，之后开始去库存化，截至 6 月 24 日已滑落至 80792 吨，减幅高达 54.4%。目前库存和 2009 年 9 月库存水平相当，和以往库存相比，还有一定下滑空间。

四、基金持仓情况对铜价的影响

市场的走向很大概率取决于投机基金的持仓方向。从 Comex 铜非商业多头持仓比例与 LME 铜收盘价对比图可以发现近期多头持仓比例逐渐下降，从这方面分析铜价下一步下跌的可能性较大。

图 2-11. Comex 铜非商业多头持仓比例与 LME 铜收盘价对比

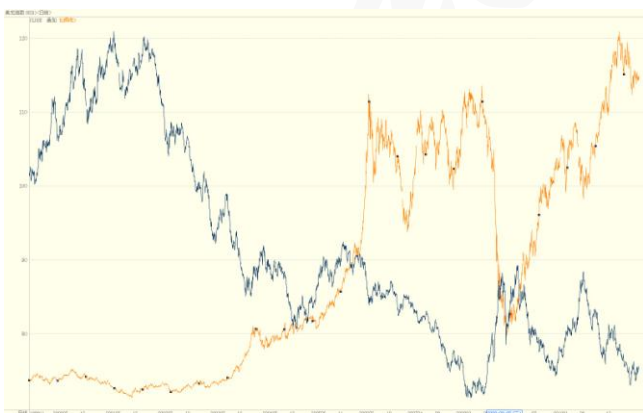


数据来源: wind 资讯

五、美元走势对铜价的影响

LME 铜以美元计价, 故美元的强弱影响铜价。具体表现为: 一般规律下铜价与美元成负相关关系, 美元走弱, 支撑铜价; 美元走强, 铜价承压。直观理解, 美元走弱, 需要更多美元才能购买相同数量的铜, 反之则需要较少美元购买相同数量的铜。通过供需关系分析: 美元贬值, 非美元货币相对升值, 而日本、欧洲是全球主要的精炼铜消费地区, 无疑将会降低该地区的消费成本, 刺激消费增加; 同时, 其他国家货币升值则对其出口不利 (主要非美元计价铜出口国: 智利、秘鲁、加拿大、澳大利亚), 减少精炼铜供给。

图 2-12. 美元指数与伦铜收盘价对比图



数据来源: 彭博行情软件

图 2-13. 美元月 K 线图



数据来源: 文华财经

从技术上看, 近期美元继续保持在底部区域整理, 以往美元在底部盘整时间一般为四到五个月, 而目前美元已经在底部盘整三个月, 按以往规律推算美元极有可能在八月份左右走出底部区域, 展开反弹, 从这个角度出发, 铜极有可能在八月份左右结束本次的调整, 继续下行。

第三部分 技术面

图 3-1. 伦铜指数周 K 线图



数据来源：文华财经

图 3-2. 沪铜指数周 K 线图



数据来源：文华财经

从伦铜指数周 K 线图上看，LME 铜突破前段时间的震荡区间，步入另外一个震荡密集区 9250-9800，期价将在此位遇阻，一旦上破此压力位伦铜有可能再次向 10000 点发动攻击。

从沪铜指数周 K 线图上看，沪铜上破前段时间的震荡区间，步入另外一个震荡密集区 70000-73200，期价将在此位遇阻，一旦上冲成功，则有可能向前期高点区域发动攻击。

综合以上分析我们发现，无论是伦铜还是沪铜下一个动作都将是继续反弹，此次反弹或将维持到 8 月份美元反弹之时。

第四部分 2011 年下半年铜市展望

通过基本面分析我们发现，下半年铜市利空因素略占优势：

首先，全球宽松的货币政策酝酿了 2008 年年底至 2010 年下半年的上涨行情；去年年底至今，各国货币政策步调不一致，市场分歧较大，演绎了这一波震荡行情；而一旦全球货币政策一致紧缩后，市场将会演绎单边下跌行情，铜市也注定难逃此劫。

其次，全球铜的供应一直处于按年增长状态，但近期全球最大的铜生产国智利产量却有减少迹象。需求却没有减少，致使 2011 上半年供应短缺 10 万吨。第一季度因为消费需求的相对平淡，全球铜供应出现过剩，而从第二季度开始，随着中国和欧美消费需求的逐步恢复，全球铜供应开始短缺。全球供求紧张局面利多铜价。

再次，LME 高持仓以及 Comex 基金持仓情况均利空铜价。

最后，美元下半年将会脱离底部展开反弹，利空铜价。

通过技术面分析我们发现七八月份将会保持反弹。

综合以上分析，我们认为 2011 年下半年铜价将会呈现先扬后抑的态势，期价将在七八月份维持反弹，之后或将保持弱势下行的态势。