



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

一季度先扬后抑 二季度有望复制

内容提要：

2013 年第一季度铜市演绎先扬后抑的行情。

宏观方面：2013 年宏观经济开局不利，第二季度或有转机。

微观方面：2013 年全球精炼铜市场将由前三年的供不应求转变为供过于求，利空铜价；加工费上涨对铜价支撑力度减弱；国内铜供给减少需求增加，提振铜价；三大交易所总库存持续增加且不断创新高，为铜市场带来很大风险，打压铜价；基金看淡后市，净空头持仓不断增加，打压铜价；美元指数有望延续上涨，美元走强将打压铜价。

后市展望：铜价二季度有望复制一季度的走势先扬后抑，重心较第一季度或有下移，预计波动区间 53000-58000。

关键字： 供过于求 提振 打压 先扬后抑

第一部分 行情回顾

2013 年第一季度铜市演绎先扬后抑的行情，趋势基本以春节为界，春节前铜市以震荡上涨为主，春节后铜价以下跌为主基调。沪铜指数最高触及 60112 点，同期 LME 铜冲高至 8333.5，沪铜指数最低下探至 54541 点，LME 铜最低跌至 7486.25 点，一季度沪铜指数仅波动 5571 点，LME 铜波动 847.25 点。

图 1. LME 铜日 K 线



资料来源：新纪元期货研究所 博弈大师

图 2. 沪铜连三日 K 线



资料来源：新纪元期货研究所 博弈大师

第二部分 基本面分析

一、国内外宏观经济形势对铜价的影响

铜的金融属性和金属属性共同主导铜价走势，全球经济形势通过铜的金融属性直接影响铜价，又通过铜的供求关系间接影响铜价。因此，铜价走势跟全球经济形势息息相关。

2012 年全球经济缓慢复苏，2013 年全球经济复苏步伐有望加快，但 2013 年宏观经济开局不利，第二季度或有转机。2 月份数据显示全球整体需求延续自 2012 第三季度的阶段性底部复苏态势，但动能较 1 月份减弱。各国分化明显：需求回升的亮点来自美国、墨西哥和巴西；最疲弱的依然是欧元区国家，多数国家指标仍在下滑（尤其是法国），德国、荷兰和俄罗斯等国制造业处于扩张状态；亚洲（如中国、日本、印尼、台湾、越南等）制造业产出增速自年初水平放缓。下面就针对对铜价影响较大的三大经济体宏观经济情况进行详细分析。

（一）中国宏观经济开局不利

中国经济 2013 年开局两个月数据略有降低：能够灵敏反映经济增长形势的工业增加值 2013 年 1-2 月份

同比增长 9.9%，较去年 12 月下滑 0.4 个百分点，低于预期；1-2 月份社会消费品零售总额同比名义增长 12.3%，较 12 月份大幅下滑 2.9 个百分点，显著低于预期，是自 2004 年以来 1-2 月份增幅最低的数据；由于高层的反浪费运动，宴请消费从去年同时期的 13.3% 下降到今年的 8.4%，对消费形成重大打击；1-2 月份固定资产投资同比增长 21.2%，增速高于预期，较去年全年加快 0.6 个百分点，为一年来最快增速，这应主要归功于房产投资；房地产旺销带动房地产投资大幅上行，1-2 月份全国房地产开发投资同比增长 22.8%，较去年全年 16.2% 的增速大幅跳升 6.6 个百分点；与之形成鲜明对比的是，制造业固定资产投资增速大幅下滑。经济增长三驾马车具体情况为：消费不振，出口增速上升，投资增速较快，投资仍是拉动增长的主要动力，经济发展内生动力明显不足。因此，我们预计，一季度经济温和复苏，幅度有限，但二季度或有转机。

（二）美国宏观经济情况：美国需求持续改善，核心通胀尚可控

2013 年美国将呈现缓慢复苏态势，总体形势好于欧盟和日本，但增长将较为温和。

最近公布的数据显示美国房屋销量持续回升，核心通胀同比小幅上升。

PMI 指数：2 月份全球 PMI 环比回落 0.6 个点，至 50.8，为连续三个月位于 50 临界值以上。美国 PMI 再次回升 1.1 个点，至 54.2，高于预期的 52.5，并创 2011 年 6 月份以来新高；新订单/库存比回升至 1.12，接近长期均值。

CPI：美国 2 月 CPI 月率上升 0.7%，预期上升 0.5%；年率上升 2.0%，预期上升 1.9%。目前核心通胀同比回升速度较 2012 第四季度有所加强。

就业市场：2 月份非农就业人口增长 23.6 万人，远高于预期的 16.5 万人。其中，私营就业增长 24.6 万人，高于预期的 17 万人和前三个月均值 20.6 万人。虽然失业率由前月的 7.9% 下降至 7.7%，优于预期，为 2008 年 12 月以来最低，但是整体劳动参与率由 63.6% 回落至 63.5%，社会整体劳动力人口减少 13 万人，反映出更多人退出劳动力大军，这与前五个月的趋势相反。

房地产市场：受益于美联储低利率和量化宽松政策，美国房地产市场的复苏仍在继续。2 月份营建许可环比增长 4.6%，至 94.6 万户，创 2008 年以来最高水平，高于预期；同比增幅由 32.2% 继续升至 33.8%。1 月份新屋销售环比增长 15.6%，高于预期；2 月份成屋销售环比增长 0.8%，高于预期；同比增幅由 9.5% 回升至 10.2%。成屋库存回升 9.6%，至 194 万套；需 4.7 个月销完。目前成屋和新屋库存量接近历史低点。

美联储会议及伯南克讲话削弱市场放缓 QE 预期，3 月 19-20 日美联储货币政策会议及伯南克讲话传递如下信息：美联储不会过早停止 QE，至少会延续至下半年后期，即第二季度美国将继续维持相对宽松的货币政策。

（三）欧洲宏观经济情况：欧债危机风云再起

目前，全球经济中最疲弱的依然是欧元区国家，近期牵动市场神经的欧债危机问题再次袭来，塞浦路斯

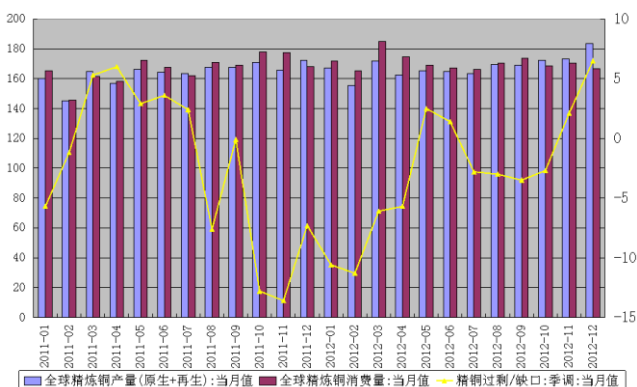
提案引发投资者恐慌：上周末塞浦路斯与国际第三方达成初步协议，以大幅削减银行业规模来换取 100 亿欧元的援助，市场担忧该方案会成为其他问题国家的模板，虽最终得到救助但后续问题仍有待观察。欧元区其他国家情况也不容乐观，欧债危机在第二季度会继续拖累全球经济。

总体来说，2013 年宏观经济开局不利，第二季度或有转机。

二、铜市供需基本面分析

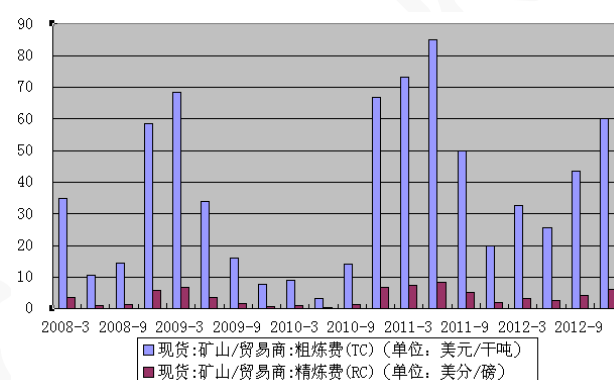
(一) 2013 年全球精炼铜市场将由前三年的供不应求转变为供过于求

图 3. 全球精炼铜供需情况（单位：万吨）



资料来源：新纪元期货研究所 ICSG

图 4. 加工费（TC/RC）



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

2010 年-2012 年全球精炼铜市场一直处于供不应求状态，2013 年供需紧缺情况有望改变。ICSG 最新公布的数据显示，2012 年全球精炼铜市场供需缺口为 33.2 万吨。2011 年供需缺口为 28.1 万吨，2010 年供需缺口为 30.7 万吨。2012 年 1-9 月全球精炼铜市场每个月都出现不同程度的短缺，10 月份供应增加需求减少，精炼铜市场开始出现过剩，11 月供应过剩量略有减少，12 月供应大幅增加需求却大幅减少，季调后供应过剩量增加至 6.5 万吨。随着现有矿山产能恢复，新扩产产能上线，铜冶炼加工费上涨带动，2013 年全球精炼铜供应将维持较高水平，2013 年精炼铜市场将由供不应求转变为供过于求。

(二) 加工费

铜加工费是指将铜精矿转化为精炼铜的处理和精炼费用，是矿产商或贸易商向冶炼厂或贸易商支付的费用。一般情况下，当铜精矿供应逐渐增加时，铜加工费上升并刺激精铜产量增加，当铜精矿供应趋紧时，铜加工费将下降从而使精炼铜产量减少。

2012 年第三季度和第四季度铜加工费均出现上涨，2012 年全年铜价加工费同比增长 12.4%，涨幅超过预期，2013 年度铜加工费再现上涨。2013 年基准铜精矿精炼加工费敲定为每吨 70 美元和每磅 7 美分，时效为

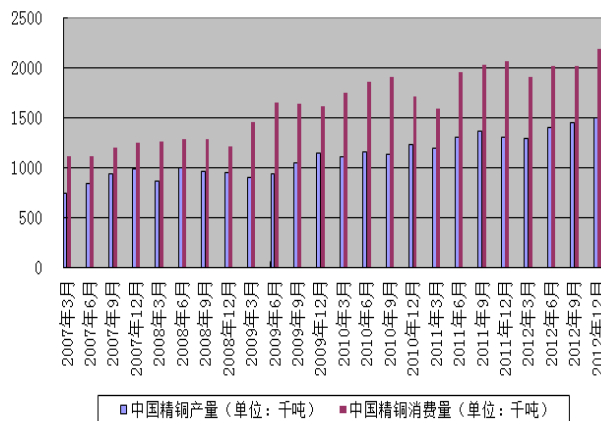
6 个月。从加工费历史数据来看，每吨 70 美元和每磅 7 美分处于较高水平。加工费上涨对铜价支撑力度减弱。

(三) 国内铜市场

中国是全球最大的精铜消费国，国内产量远小于需求量致使中国也是精铜进口量最大的国家，由于出口量比较小，本文主要讨论国内铜产量、需求和进口量。

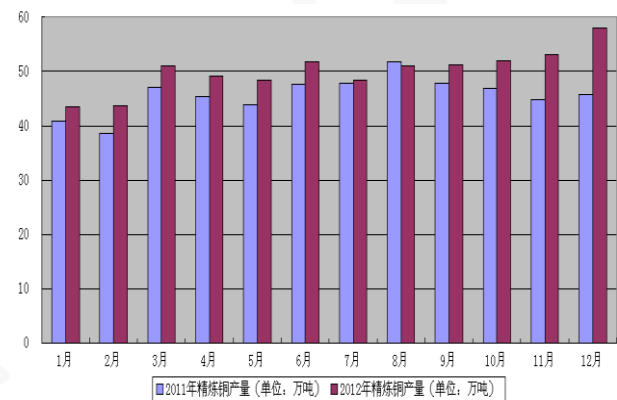
1、2012 年国内精炼铜产量同比增长 12.06%，2013 年 1-2 月精炼铜产量同比增长 11.9%

图 5. 2007-2012 国内精炼铜产量和消费量



资料来源: 新纪元期货研究所 wind 资讯

图 6. 2011 年与 2012 年国内精炼铜产量比较



资料来源: 新纪元期货研究所 wind 资讯

从国内精炼铜产量和消费量比较图上可以看出，我国精炼铜产量逐年增长，但产量和消费量的缺口越来越大。

通过对 2011 年与 2012 年国内精炼铜产量进行比较发现，2012 年只有 8 月份产量同比小幅下滑，其余月份均同比增长。2012 年 1-12 月，我国精炼铜产量 582.35 万吨，同比增长 12.06%，其中，矿产精炼铜产量 393.88 万吨，同比增长 16.34%；铜精矿含铜产量 160.23 万吨，同比增长 26.44%；铜材产量 1153.96 万吨，同比增长 10.78%。

国家统计局最新公布的数据显示，2 月份中国精炼铜产量达到 48.30 万吨，为 2012 年年中以来最低水平，低于 1 月份的 49.20 万吨和 12 月的 58.00 万吨单月历史最高纪录，同比增长 10.8%。1-2 月累计精炼铜产量是 97.50 万吨，同比增长 11.9%。2 月份铜精矿含铜产量为 11.30 万吨，同比增长 6.6%，1-2 月累计产量为 22.00 万吨，同比增长 5.8%。

2、2012 年精炼铜进口量创历史高位，近几个月同比减少，2013 年 1-2 月精炼铜进口量同比下滑 35.6%

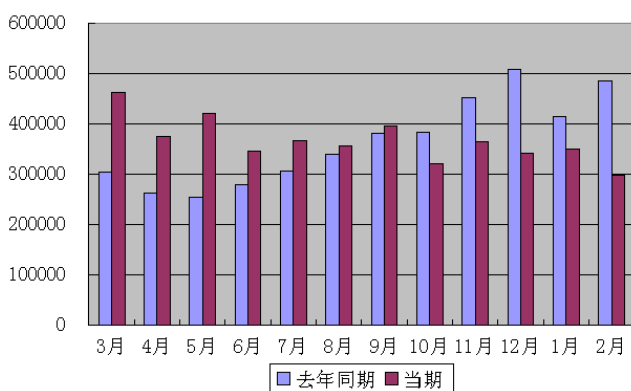
目前，我国是世界上最大的铜资源进口国，铜精矿自给率非常低。近几年我国铜矿砂及精矿进口逐年增

加，精炼铜进口量也同比增加。

未锻造的铜及铜材方面，中国海关数据显示，2012 年 1-12 月，我国累计进口未锻造的铜及铜材 464.7 万吨，与去年同期相比增长了 14.1%，累计进口金额达 385.86 亿美元，同比增长 4.9%，但近几个月进口量逐渐下滑。中国海关最新统计数据显示，2013 年 2 月份我国未锻造的铜及铜材进口量为 298,102 吨，1-2 月为 649,062 吨，与去年同期相比减少 27.8%。

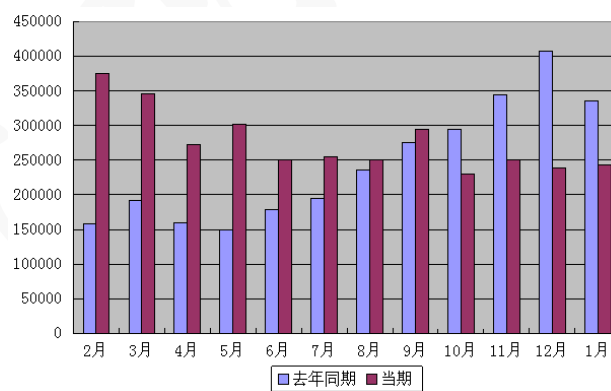
精炼铜方面，中国海关总署数据显示，中国 2012 年精炼铜进口量大幅增加 20%至纪录高位的 340 万吨，超过 2009 年创出的前纪录高位 319 万吨，但 2012 年 5 月之后进口增速逐渐放缓，2012 年 10 月至 2013 年 2 月进口量均同比减少。中国海关总署最新数据显示，中国 1-2 月精炼铜进口量为 458,123 吨，较上年同期下滑 35.6%。

图 7. 未锻造的铜及铜材进口量（吨）



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 8. 国内精炼铜进口量（吨）



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

根据现有数据分析发现，2012 年国内精炼铜产量和进口量都同比增长，总供应量同比增加，但 2013 年 1-2 月国内精炼铜产量同比增加，进口量同比减少，总供给同比减少接近 10%。

3、国内铜消费情况

国内铜下游需求行业主要包括电力、家电、交通运输以及房地产等行业，下面我们将从这几个方面分析我国铜的消费情况。

(1) 电力建设投资持续增长，提振铜价

电力行业是支撑铜消费的重要行业，其发展对铜消费有着重要的影响。国家能源局数据显示 2012 年 1-12 月国内电力投资完成 7465 亿元，同比增长 0.96%。其中用铜量较大的电网基本建设投资完成 3693 亿元，同比增长 0.3%；电源基本建设投资完成 3772 亿元，同比增长 1.62%。2013 年 2 月份国内电力投资完成 714 亿

元，同比增长 5%。其中用铜量较大的电网基本建设投资完成 329 亿元，同比增长 43.8%；电源基本建设投资完成 385 亿元，同比减少 14.6%。

国家电网公司在会议中提出，2013 年，继续加快特高压电网建设，推动电网规划和特高压项目纳入国家规划，发挥集团和属地优势，内外联动、多措并举加快前期工作。对此国家电网公司乐观的预计 2013 年电网的投资将同比增长 4%，依然保持稳健增长的态势。到 2020 年，国家电网将投资 1.2 万亿建特高压 9.45 万公里，变电容量 3.2 亿千伏安，换流容量 4.6 亿千瓦。

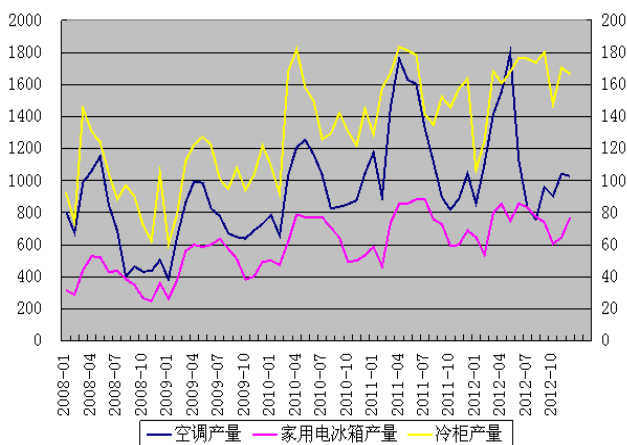
国家电力建设投资持续增长，提振铜价。

(2) 第二季度家用电器用铜量有望增加，提振铜价

家用电器中用铜量较大的有空调、家用电冰箱、冷柜等。家电生产具有非常明显的季节性，每年的 4-6 月份是家电生产的高峰期，产量达到全年最高值，从 7 月份开始，家电产量逐步下降。

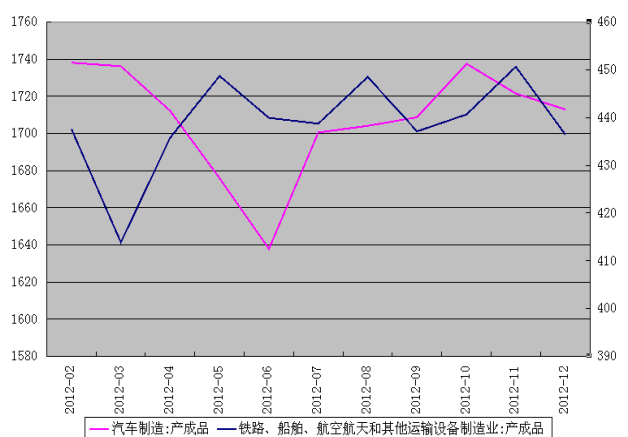
空调方面，空调行业盛极而衰，在经历了多年高速增长后，2012 年下半年急剧收缩，步入冬季。国家统计局数据显示，2012 年国内空调产量 13385.94 万台，同比减少 8%。产业在线发布的最新统计数据显示，2013 年 2 月国内家用空调产量 651.57 万台，同比减少 21.70%。2 月产量大幅下滑的主要原因是春节时间差，2012 年春节在 1 月，2013 年春节在 2 月，春节当月产销开工时间较短，时间差使得同比数据大幅下滑。家用电冰箱和冷柜方面，国家统计局最新数据显示，2012 年 1-12 月国内家用电冰箱产量 8810.39 万台，同比增长 2%；2012 年 1-12 月国内冷柜产量 1920.66 万台，同比减少 17%。虽 2012 年家用电器用铜量同比减少，但第二季度是家电生产的高峰期，家用电器用铜量较第一季度有望增加，提振铜价。

图 9. 空调、电冰箱以及冷柜产量（单位：万台）



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 10. 交通运输工具产量（单位：亿元）



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

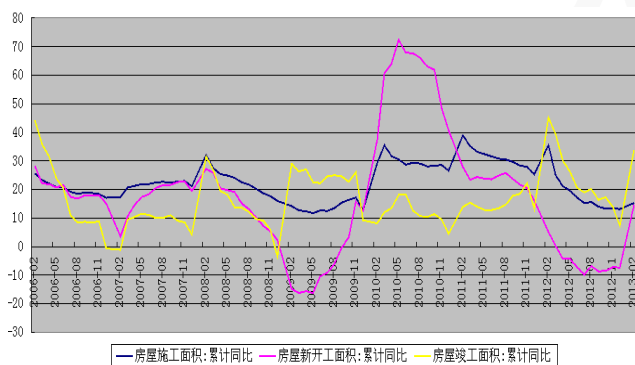
(3) 交通运输用铜量维持稳定，对铜价支撑力度减弱

因铜有良好的耐海水腐蚀性能、导电性能等特点，交通运输工具中船舶、汽车、铁路以及飞机等的制造中都需要铜。2012 年下半年以来我国交通运输工具产量维持稳定，其中铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业总产量在 3 月份触及低位后回升，之后维持在 430 亿元-450 亿元之内波动，我国汽车产量在 4 月份触及低位后回升，之后 1700 亿元以上窄幅波动，同比增速全年维持在 0%附近徘徊，这说明我国汽车产量停滞不前，交通运输总用铜量增速放缓，对铜价支撑力度减弱。

(4) 房地产行业对铜的需求或将减少，打压铜价

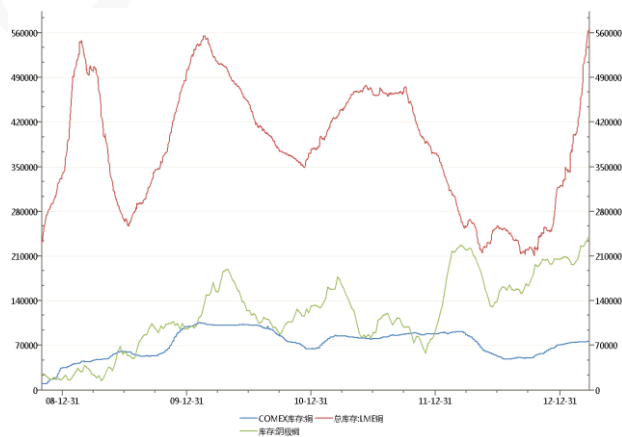
铜水管因其美观耐用、安装方便、安全防火、卫生保健等诸多优点被广泛应用于住宅和公用建筑管道系统中，此部分的用铜量与房地产的兴衰息息相关。在国家宏观调控政策的影响下，中国房地产业在 2012 年进入了一个“纠结”的时期。从整体市场发展来看，目前楼市已经出现了明显的萧条，2012 年房屋施工面积、房屋新开工面积以及房屋竣工面积同比均出现下滑，虽 2013 年 1、2 月份因季节性因素同比增长，但国家对房地产调控的基调不会改变，预计第二季度房地产市场对铜的需求将会减少。

图 11. 房地产情况 (单位: %)



资料来源: 新纪元期货研究所 wind 资讯

图 12. 三大交易所铜库存



资料来源: 新纪元期货研究所 wind 资讯

综合以上分析我们得出结论：第二季度铜的消费有望增加，提振铜价。

(四) 库存分析

通常情况下，库存与期价存在密切的负相关关系，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。

近几个月三大交易所库存均持续增加，纷纷创出阶段新高。截至 3 月底，LME 铜库存增加至 569775 吨，

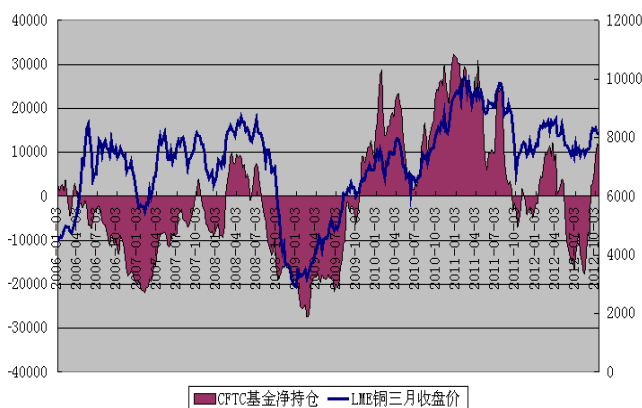
创自 2003 年 10 月以来的新高，上海期货交易所铜库存增加至 247591 吨，创十年以来的新高，COMEX 铜库存增加至 76241 短吨，创自去年 4 月以来的新高。三大交易所总库存持续增加为铜市场带来很大风险，打压铜价。

三、基金持仓分析

非商业基金持仓的持仓方向影响铜价的走势。非商业基金净持仓为净多单，说明基金看好后市，会推动铜价上涨，反之亦然。

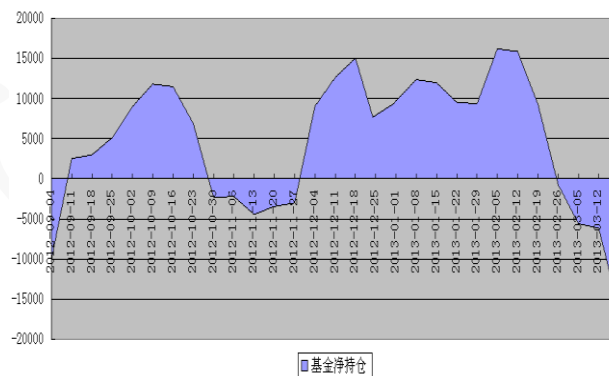
2012 年 COMEX 铜基金持仓波动幅度缩窄，近期基金看淡后市，逐渐增持空单减持多单，总持仓情况在 2 月底由净多单转为净空单，最近几周净空单逐渐增加，截至 3 月 26 日当周，COMEX 铜基金总持仓净空头增加至 30036 张，基金持仓情况打压铜价。

图 13. CFTC 基金持仓与 LME 铜收盘价关系



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 14. CFTC 基金持仓情况



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

四、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，反之则需要较少的美金购买相同数量的铜。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。

从美元指数周 K 线图上看，美元有望走出双底形态，近期有望延续上涨，美元上强将打压铜价。

图 15. 美元指数与伦铜收盘价对比图



资料来源：新纪元期货研究所 彭博行情软件

图 16. 美元指数周 K 线图



资料来源：新纪元期货研究所 彭博行情软件

第三部分 后市展望

通过基本面分析我们得出结论：2013 年宏观经济开局不利，第二季度或有转机。2013 年全球精炼铜市场将由前三年的供不应求转变为供过于求，利空铜价；加工费上涨对铜价支撑力度减弱；国内铜供给减少需求增加，提振铜价；三大交易所总库存持续增加且不断创新高，为铜市场带来很大风险，打压铜价；基金看淡后市，净空头持仓不断增加，打压铜价；美元指数有望延续上涨，美元走强将打压铜价。因此，我们预计铜价二季度有望复制一季度的走势先扬后抑，重心较第一季度或有下移，预计波动区间 53000-58000。