

铜：经济趋于复苏 维持回升趋势

一、行情回顾：

2009 年上半年，全球经济整体维持衰退局面，但经济数据的逐步改善激励市场的乐观预期，中国国储局实施收储计划，及 LME 库存持续下降等利多因素影响，铜市出现探低回升的走势。特别是由于中国因素的存在，铜市呈现内强外弱格局，沪铜走势强劲。而到了 5 月中下旬，欧美股市持续反弹以及美元走软等因素支撑伦铜趋强运行，而受精炼铜进口创出新高和国内消费步入淡季压制，沪铜走势弱于外盘，内外盘比价逐步回落，但总体上仍维持反弹趋势。

二、宏观经济因素简述：

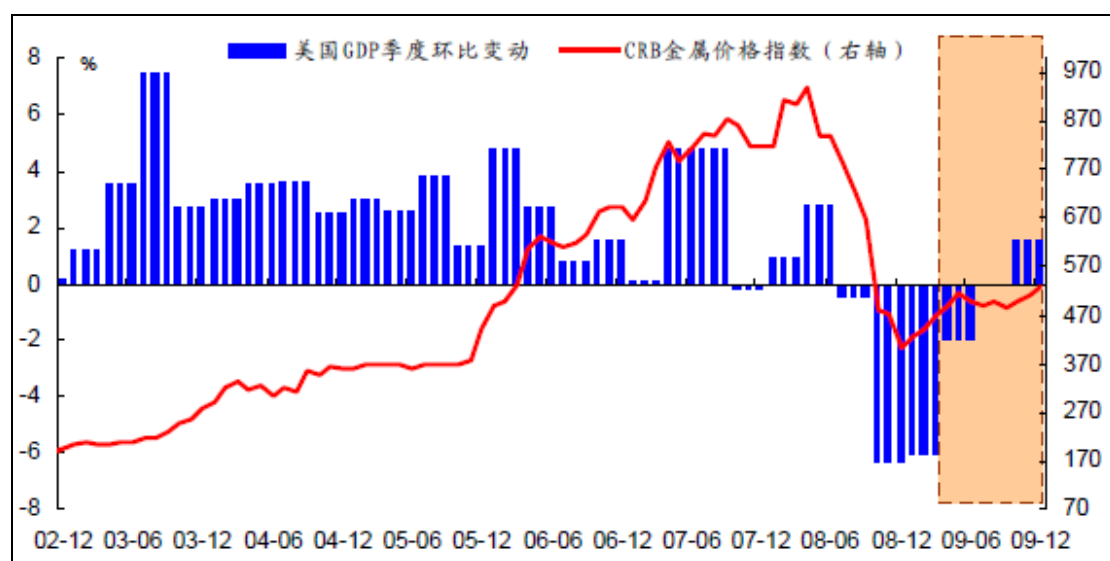
1、欧美经济因素

受金融危机的持续深入影响，09 年上半年，欧美主要经济体陷入深度衰退，各主要经济国内需求及世界贸易的急剧萎缩，导致产能过剩问题严重。具体表现为工业生产持续萎缩，失业率显著攀升。但随着救市政策的逐步实施，经济数据开始出现一些回暖的迹象，经济最坏时期有望过去。

(1)、欧美经济出现触底迹象，下半年有望改善

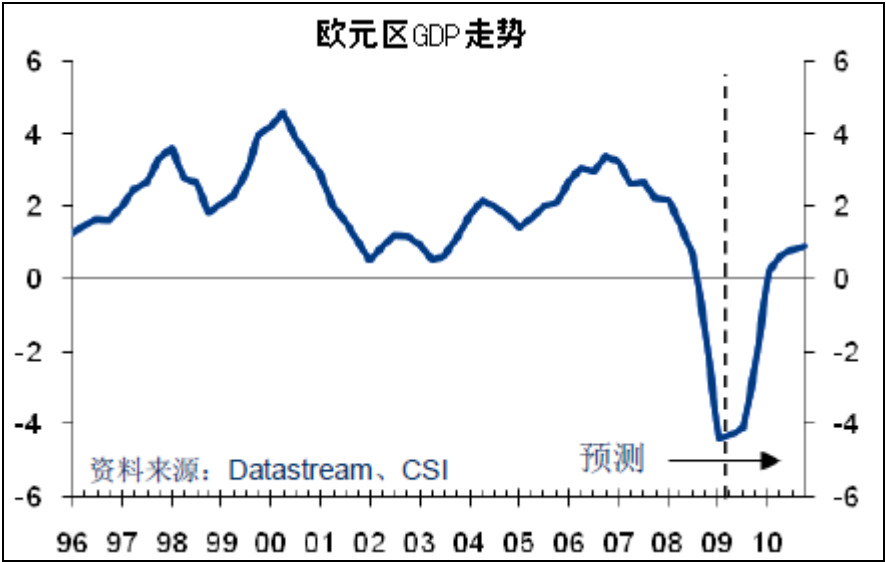
美国商务部公布的最新 GDP 修正后增长数据显示，美国经济第一季度的表现并不像此前预计的那样疲弱，修正后的数据显示，企业清理库存的活动已略有减缓。数据显示，1-3 月季调后国内生产总值(GDP) 年化季率下降 5.5%。此前公布的数据显示第一季度 GDP 年化季率下降 5.7%。库存变化减小和出口降幅收窄是向上修正的主要原因。2008 年 4 季度 GDP 季度环比下降 6.3%。5.5%的降幅较去年第四季度 6.3%的降幅小幅改善，但意义重大。市场认为去年第四季度是本轮经济衰退的低谷期。

全美企业经济协会近期预计，美国第二季度 GDP 仍出现萎缩，但萎缩程度要大大低于前一个季度。该协会预计美国第二季度 GDP 将下降 1.8%。

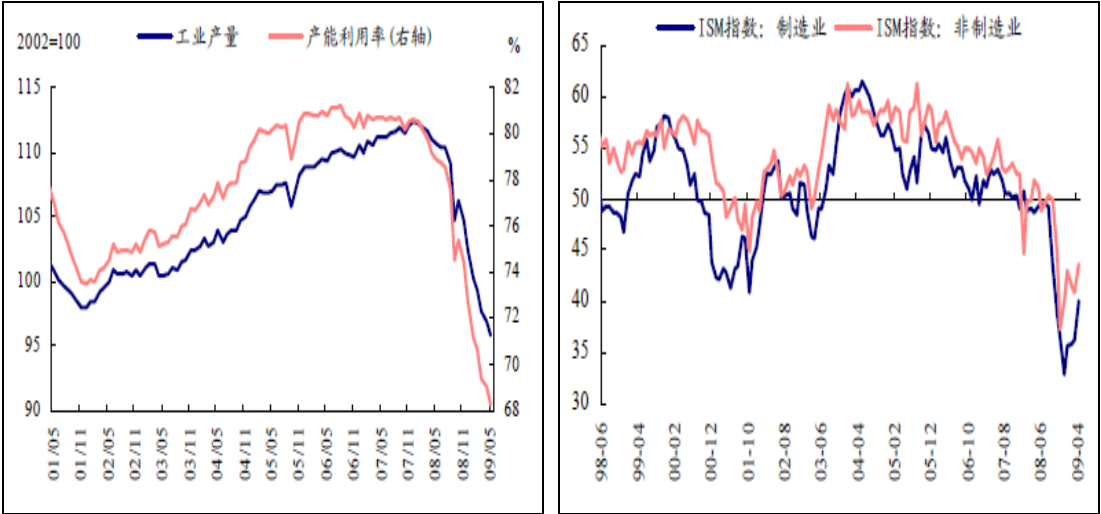


而欧元区经济在继 08 年四季度出现负增长 1.21%后，09 年一季度欧元区经济同比大幅下挫 4.55%，季度环比则下降 2.5%，作为欧洲经济核心，德国经济萎缩首当其冲，一季度 GDP 环比大降 3.8%，4 月份德国工业订单同比大幅下滑 37.1%，环比零增长，对增长构成负面影响的主要因素是固定投资和库存，这表明欧洲经济终端需求依旧不足，复苏有尚时日。

但同时欧元区经济信心指数与 IFO 指数均显示欧洲经济最坏的时候可能已经过去，二季度经济萎缩幅度可能有所放缓，而今年下半年复苏的概率有所增加。



(2)、PMI 指数持续回升 工业产出继续下滑



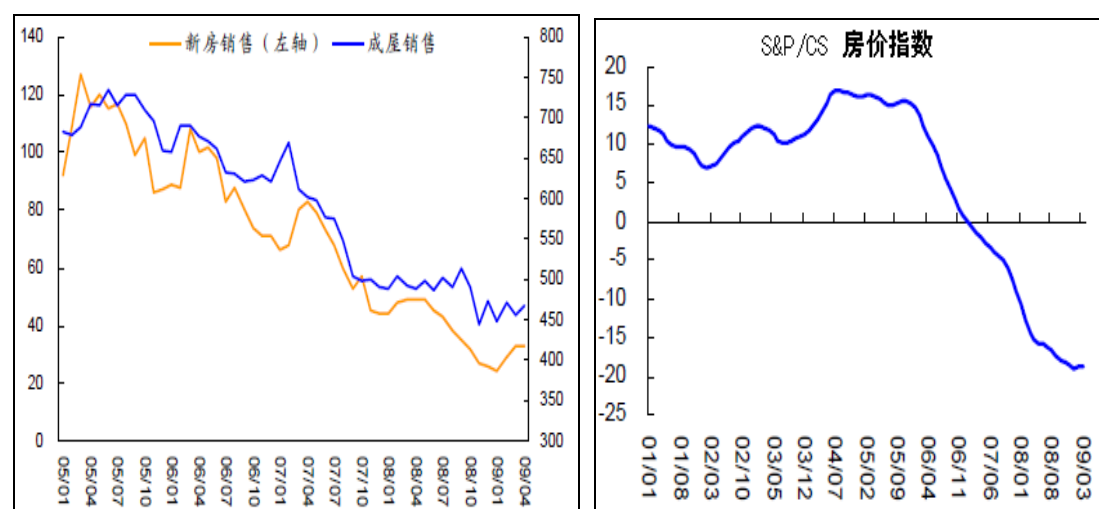
6月1日，美国供应管理协会（ISM）公布了5月的采购经理人指数（PMI）。该指数较上个月上升2.7个百分点，达到42.8%。根据过往经验，5月的PMI单月数据经过折年化处理后，预示着全年实际GDP将增长0.5%。虽然以1月至5月的平均数值来计算，GDP仍未摆脱负增长的噩运，但新订单指数重新报于50%的“分水岭”之上，这打破金融危机以来，制造业新订单的萎靡之势，无疑令经济预期更加趋于好转一端。新订单是经济领先指标，自从去年12月以23.1%见底之后，开始回升。5月，18个制造行业中，有9个行业新订单实现增长，新订单对PMI指数的贡献达到0.78个百分点。

美国6月16日公布5月份工业生产和产能利用率继4月份下滑0.7%之后，5月份工业生产下降1.1%，09年前三个月的工业生产平均下滑速度为1.6%。5月份，美国制造业各部门普遍录得负增长，制造业产出整体下滑1.0%。采掘业产出下降2.1%，公用事业部门产出下降1.4%。5月份，全部工业部门产能利用率进一步下降至68.3%，低于1972—2008年间平均水平12.6个百分点。本轮经济危机之前，产能利用率的低点出现在1982年12月份，当时产能利用率为70.9%。

PMI 作为制造业的先行指标，表明美国制造业正处在逐步恢复回升的过程。而目前美国工业产出依然在下滑，产能利用率降至历史低点，这表明了美国的复苏之路将存在着不确定性。

(3)、美国房市呈现趋稳态势

美国房地产市场是本轮危机的源头及核心所在，而上半年一系列数据表明，房地产市场自由落体式下滑已经得到遏制。新房销售连续三个月录得环比增长，而二手房销售也止跌回升，近期公布的 4 月份 NAR 成屋销售签约指数环比大增 6.7%，表明未来二手房销量将进一步上扬，房地产市场进一步得到缓解。近期经济的回稳给购房者带来信心，是销售转暖的主要原因。



5 月份新屋开工数从 4 月份的年化 45.4 万套上升至年化 53.2 万套，环比上升 17.2%。新屋许可数环比上升 4%至 51.8 万套。

美国房市继续出现趋稳迹象，5 月份独栋房屋开工数已连续第 3 个月上升。而关键指标独栋房屋许可数更于 4 大区域均录得增长，表示未来数月房屋开工数将持续其趋稳态势。

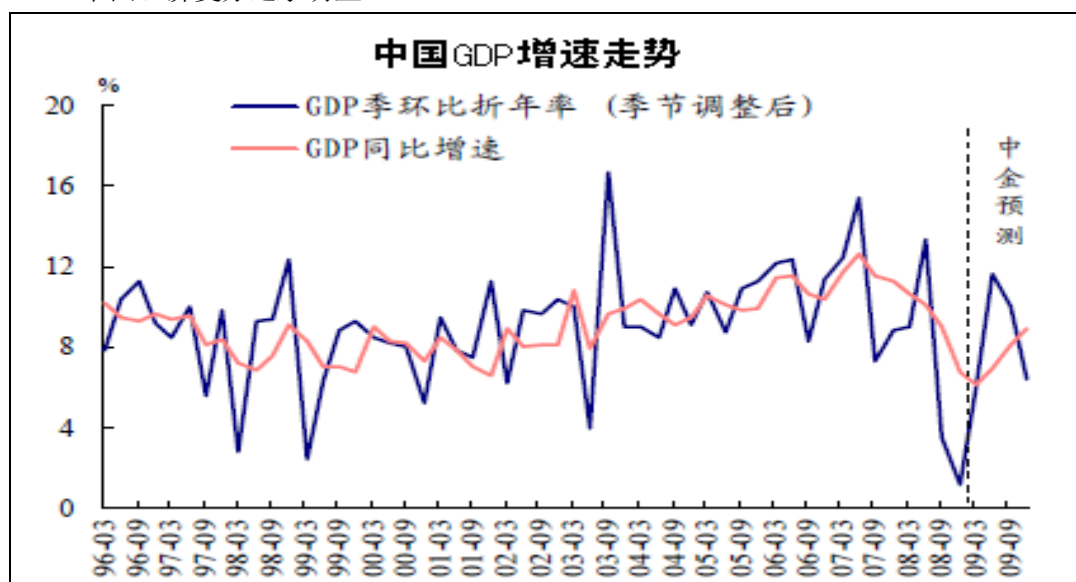
目前美国房地产市场的下跌空间已然有限，美国政府针对房地产市场的救赎计划相继出台，财政部推出一系列措施以减少房屋止赎案例的发生，而美联储 5000 亿美元的抵押贷款证券购买计划也会对购房成本产生积极影响；但值得注意的是，最近显著回升的贷款利率将一定程度负面影响购房意愿。此外，尽管近期就业市场出现好转迹象，但预期失业率可能继续在一个时期内居高不下，有碍房市复苏进程。

美国房地产市场见底复苏将提振国际铜消费，作为铜消费份额最大的行业，美国的铜超过 40%应用于建筑领域，铜广泛应用于供水、燃气、采暖、装饰等用途，因此美国房地产市场的复苏直接关系到铜的消费。从目前的情况来看，市场预期美国房市于今年下半年见底，这将给海外低迷的铜消费带来一线曙光。

2009 年上半年，欧美经济继续探底走势，美国及欧元区在二季度经济萎缩速度将有望继续放缓。预计美国经济在二季度出现见底，甚至可能实现环比正增长，下半年恢复低增长的概率较大。欧元区复苏迹象弱于美国，则可能在第四季度实现微弱复苏。总体上，欧美经济在下半年有望继续改善，这将促使金融市场方向偏好情绪回升，利于整体商品市场，特别是金属市场有望构成支撑。

2、中国经济因素

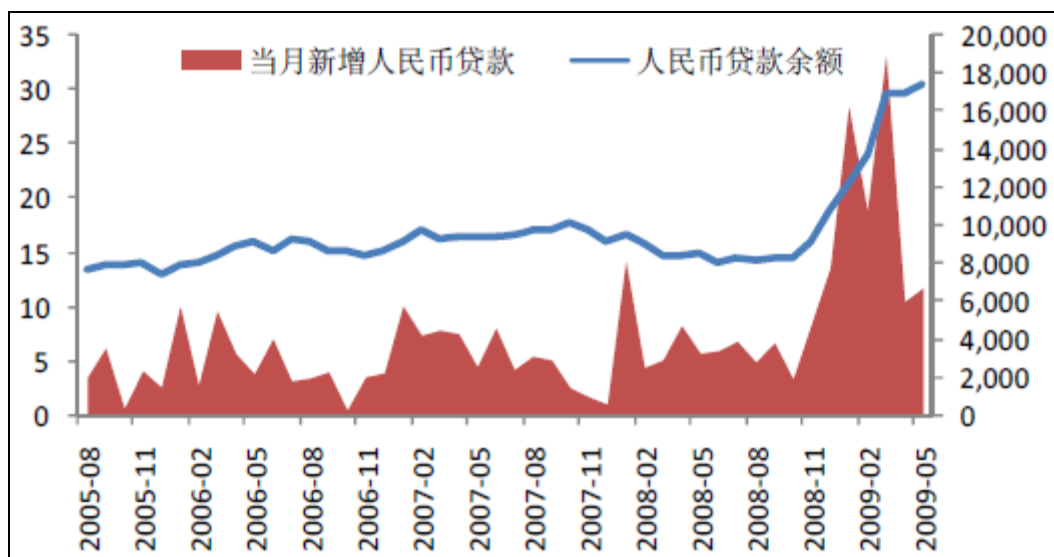
(1)、中国经济复苏迹象明显



2009 年 1 季度中国 GDP 同比增长 6.1%，虽然同比数据继续下滑，但消除季节和价格因素后的环比数据却较去年四季度大幅增长，显示了回暖的趋势。从 GDP 运行走势看，去年上半年 GDP 增长 10.4%，三季度增长 9%，四季度增速下滑到 6.8%，今年一季度进一步下滑到 6.1%。根据 4、5 两个月主要经济指标的表现及走势分析，二季度 GDP 预计可能接近 8%，呈现出较为明显的止跌回升之势。从 GDP 季度同比情况看，此轮经济的底部应该在去年四季度和今年一季度。从有关部门初步测算的 GDP 季度环比情况看，去年三季度增长 2%，四季度增长 0.1%，今年一季度增长 1.5%，二季度预计增长 2% 以上，由此判断，此轮经济的底部应该在去年四季度。随着众多经济刺激计划以及宽松的货币政策的实施，中国 GDP 环比增速在二、三季度将显著反弹，同比下半年有望重回 8% 以上。

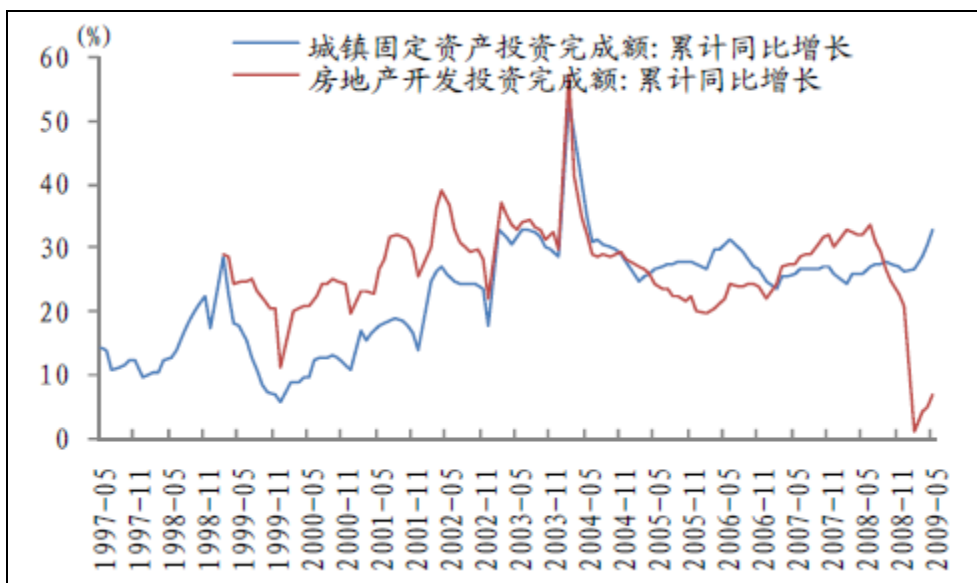
(2)、信贷规模超额扩张 投资持续高增长

在货币政策方面，目前存贷款利率仍保持在低位，货币条件达到历史最宽松水平。5 月份国内贷款同比增长 47.3%，增速比上月回落 4.3 个百分点，占到位资金的比重为 15%，比上月下降 3 个百分点。自筹资金同比增长 39.3%，增幅比上月提高 3 个百分点，占到位资金的比重达 60%，比上月提高 2 个百分点，这说明民间投资仍然是推动投资增长的强大动力。二季度信贷投放自高位回落，较一季度月均 1 万亿元以上大幅缩减。一季度新增人民币贷款达 4.58 万亿元，接近去年全年投放量。虽然 4 月信贷投放量下降，但同比仍然多增，且同比增幅达 29.72% 的高位。



1-5 月累计新增人民币贷款 5.83 万亿元，而这其中虚增的票据融资占比也正不断下降，与投资相关的中长期贷款大幅增长，5 月当月居民和非居民部门的中长期贷款占总贷款的比重高达 67.6%。与海外金融机构借债不同，中国的信贷放松也使得货币乘数与 M2 增速维持高位，防止了中国经济“硬着落”的发生。

未来随着政府投资对经济增长的拉动更加明显，企业盈利状况将逐步改善，这会进一步增强企业投资的动力。后续的信贷资金将更多地向实体经济转移，而且在“保增长”的过程中，投资资金的需求将获得银行的支持，不再像以前一样受到政府的抑制。从 3 月到 5 月，新增贷款中票据融资的比重在下降，中长期贷款比重增加，表明资金逐渐进入实体经济。

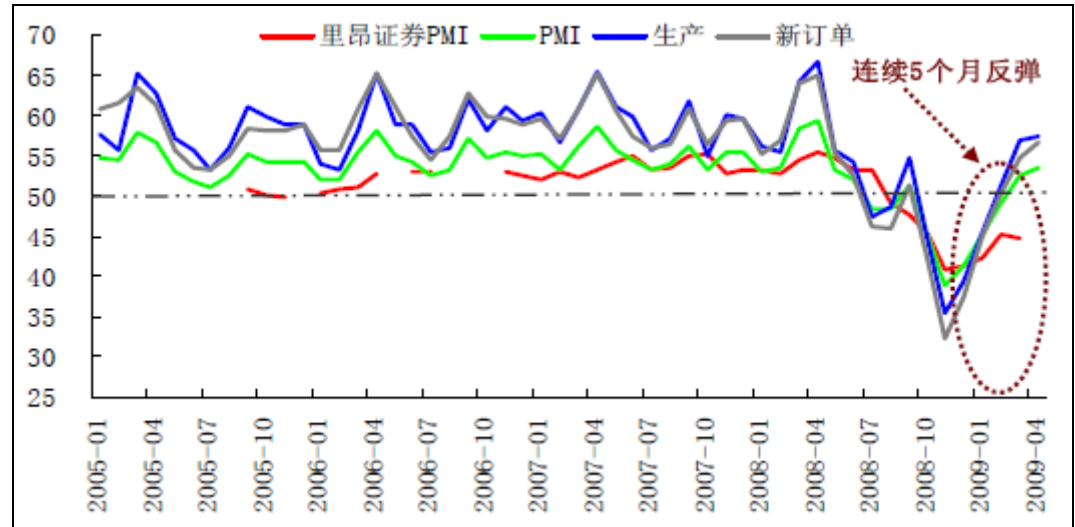


在宽松的货币政策指引下，投资也呈现持续高增长。5 月份城镇固定资产投资 16437.7 亿元，同比增长 38.7%。其中国有及国有控股完成投资 6999.6 亿元，增长 43.7%；房地产开发完成投资 2875.2 亿元，增长 12.0%。1-5 月累计城镇固定资产投资 53520 亿元，同比增长 32.9%。其中国有及国有控股完成投资 23055 亿元，增长 40.6%；房地产开发完成投资 10165 亿元，增长 6.8%。

进入 5 月份以后，财政政策支持下的中央和地方项目虽然较一季度减少，但仍在陆续推进，固定资产投资项目资本金调整也对一些项目投资有所推动；另一方面，房地产市场回暖促使房地产开发贷款、个人住房贷款有所增加；外需改善使外贸企业融资需求显示出微弱增

加迹象。当前宽松的货币政策环境，有助于改善对未来经济形势的判断，从而再度提振整体市场信心。

(3)、制造业继续回暖



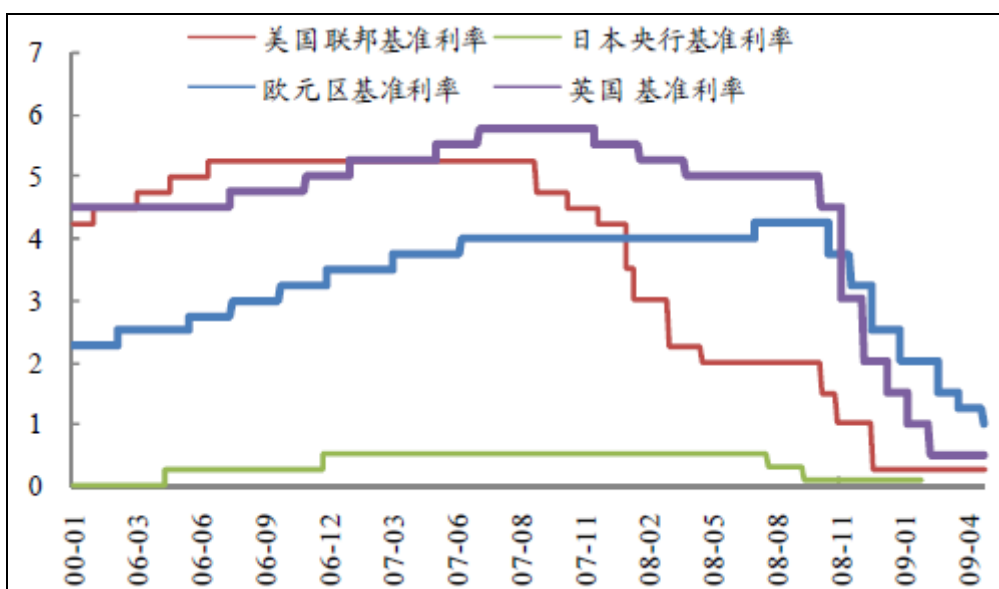
中国物流与采购联合会(CFLP)公布的数据显示，5月CFLP中国制造业PMI为53.1%，比4月回落0.4个百分点。自去年12月份开始回调以来，连续3个月越过标志着经济扩张与收缩分界线的50点关口，这在一定程度上支撑了中国经济正在企稳回暖的信心。而里昂证券(CLSA)也公布中国5月制造业采购经理人指数(PMI)攀升至51.2，4月中国制造业PMI为50.1，这是九个月以来首次重返50这一分水岭之上。此数据进一步表明中国制造业已止跌回稳。

从5月公布的中国制造业PMI指数体系来看，各分项指数虽然有升有降，但升降幅度不大。其中，新出口订单指数、产成品库存指数均小幅上升；其余各指数均为略有回落，回落幅度多在0.5个百分点以内。受国家4万亿投资的刺激以及十大产业振兴规划出台的影响，基础设施领域景气回暖的迹象已经趋于明显，政策刺激的拉动作用开始显现。

今年二季度以来，中国经济展现出越来越多的积极因素，政策支持也进一步加强。宽松的货币政策，超额的信贷投放对经济的回升起到强劲的支撑作用。在这一系列利好因素的作用下，固定资产投资继续保持高速增长势头，制造业也呈现明显回升态势，社会消费品零售总额稳定增长，出口继续缓慢恢复。随着下半年外部市场的继续回升，中国所面临的出口下降压力将逐渐减小。在这些积极因素的共同作用下，下半年中国经济有望继续保持复苏势头。

三、金融市场因素影响

(1) 宽松货币政策导致全球流动性过剩

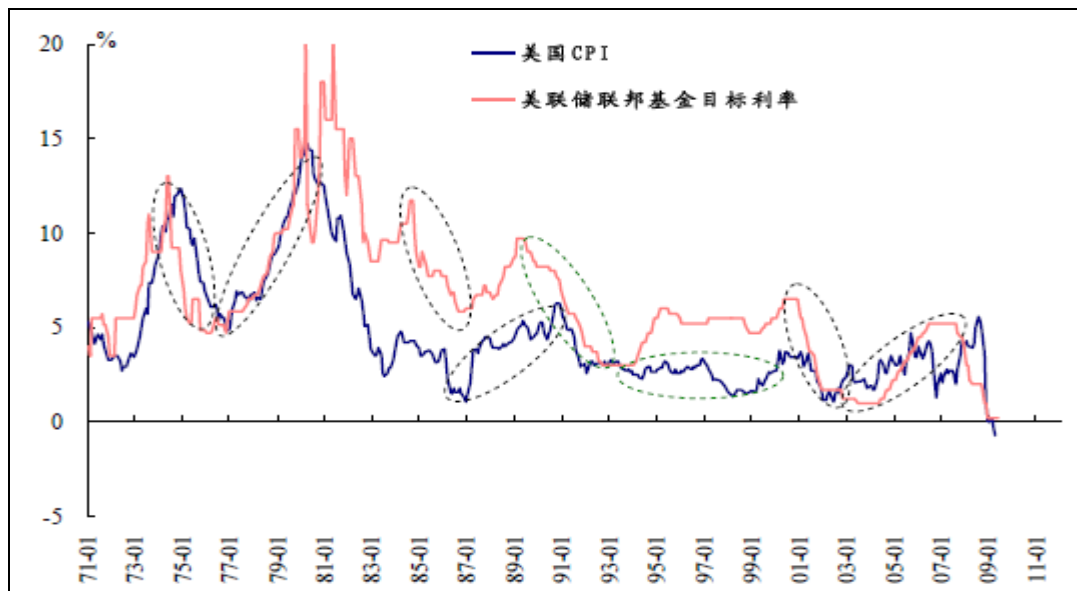


2008 年的次贷危机引爆全球性金融危机后，各国为了促进经济发展和减少损失，不断采取宽松的货币政策，甚至出现全球范围内连锁降息措施。上半年以来，全球主要经济体央行为了刺激经济，纷纷向本国注入巨量的流动性，存贷款利率均下调至历史最低水平。目前美国联邦基金利率处于 0.25% 的水平，接近于零利率。欧元区基准利率维持在 1.00% 的水平。英国则维持基准利率在 0.5% 的水平。欧美发达国家的数量化放松货币政策导致基础货币激增，美国、日本、英国、瑞士都加快印钞票的速度。中国信贷环境持续宽松，虽然未实行数量化放松货币政策，但受政府刺激政策的推动，银行信贷爆发性增长，使得货币乘数强劲攀升，推动 M2 增速大幅上升。

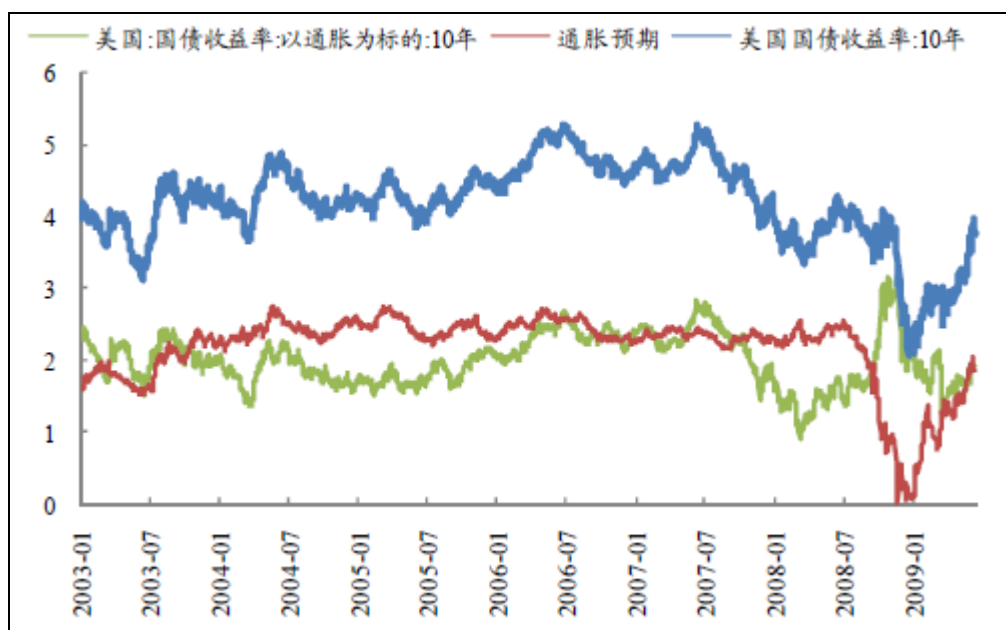
低利率政策是扩张性货币政策的特征之一，而扩张性货币政策最直接的后果就是大量释放流动性。另外，由于此次经济危机源于金融行业，各国政府为维持社会稳定，避免金融企业倒闭产生连锁反应，影响其它行业的正常运行。世界各国、特别是发达国家均向金融机构注入了大量的资金，掀起一轮金融机构“国有化”浪潮，其目的就是为了稳定金融市场、补充金融危机给金融机构带来的损失。因此通过降息来刺激经济和向金融机构注入资金，在促进经济发展和维持社会稳定的同时，也创造了大量的货币资金。如果这些资金没有被及时回收或消化，则巨额资金存量在未来随时有可能造成全球流动性的又一次过剩。

预计各国央行在本国经济没有“实质”性好转之前，不会轻易大幅回收流动性。一旦各国经济出现回升，全球将出现流动性泛滥，短期通胀压力虽然未现，但因流动性过剩而导致的资产价格出现泡沫的风险上升。

(2)、全球通胀预期增强



由于经济危机，目前主要国家 CPI 处于较低水平。但是，基于全球经济在今年年底开始复苏的假设，经济复苏和充沛的流动性一起将推升通货膨胀水平。目前经济界认为世界经济将会长期通胀的预期强烈。IMF 主席卡恩和世行行长佐利克近期均表示，在刺激全球经济复苏的同时，应该避免通胀加剧和其他可能导致复苏过程失控风险。在危机最艰难时期可能已结束之际，卡恩提醒各国政策制定者，在未来随着财政和货币政策的逐渐撤出，各国所采取的对抗经济危机的举措，可能会让各经济体付出高昂的代价。卡恩所指“高昂的代价”即通胀。卡恩认为，通胀不断加剧的威胁高居各种疑虑之首。“危机尽头出现迅速通胀的风险，是实际的风险。”



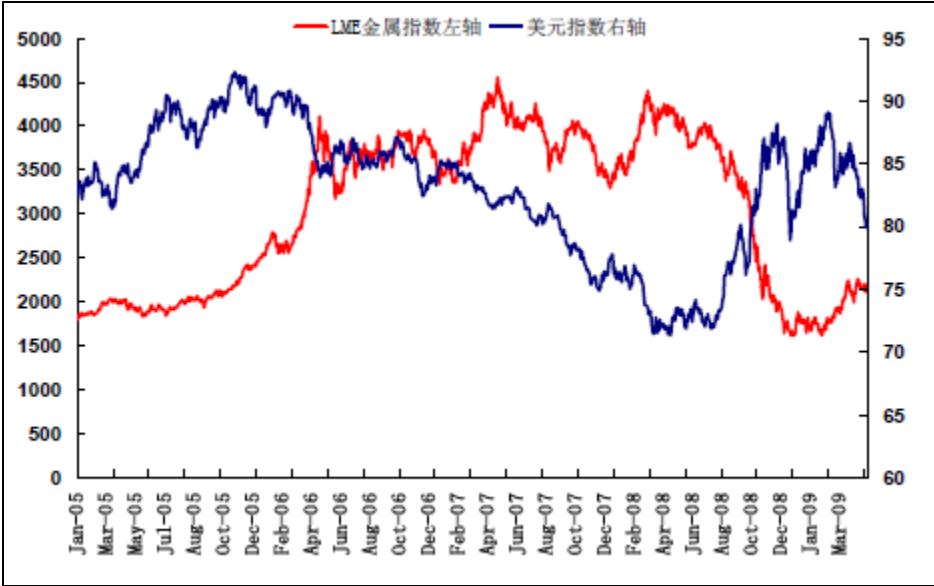
而从美国长短期国债收益率和 CPI 走势来看，虽然 CPI 目前仍处于负值，但是美国 10 年期和 3 个月国债的利差正在逐步扩大，说明投资者对未来通胀的担忧正在逐步升温，对未来购买力下降风险的要求收益也在逐步增加。

随着经济企稳的迹象显现，市场情绪指标有了显著改善，投资者亦在经历了过去数月的高度避险情绪后逐渐建立起风险偏好。尽管实体经济仍未出现持续复苏的信号，资产价格已

显著增长。尤其是能源食品等大宗商品价格已从 2、3 月份开始回升，可能进一步强化未来市场对通胀的关注，对美国国债市场及美元进一步形成压力。

由于全球经济的复苏需要一个过程，短期内通胀不会在现实经济中出现，但是各国政府前期向市场投入的大量流动性，随着经济见底企稳，投资者开始担忧大量基础货币的投入又可能带来严重的通胀，而基本金属作为重要的大宗商品有良好的抵御通胀的能力，又重新获得了投资者的青睐。

(3)、中期美元仍面临贬值压力

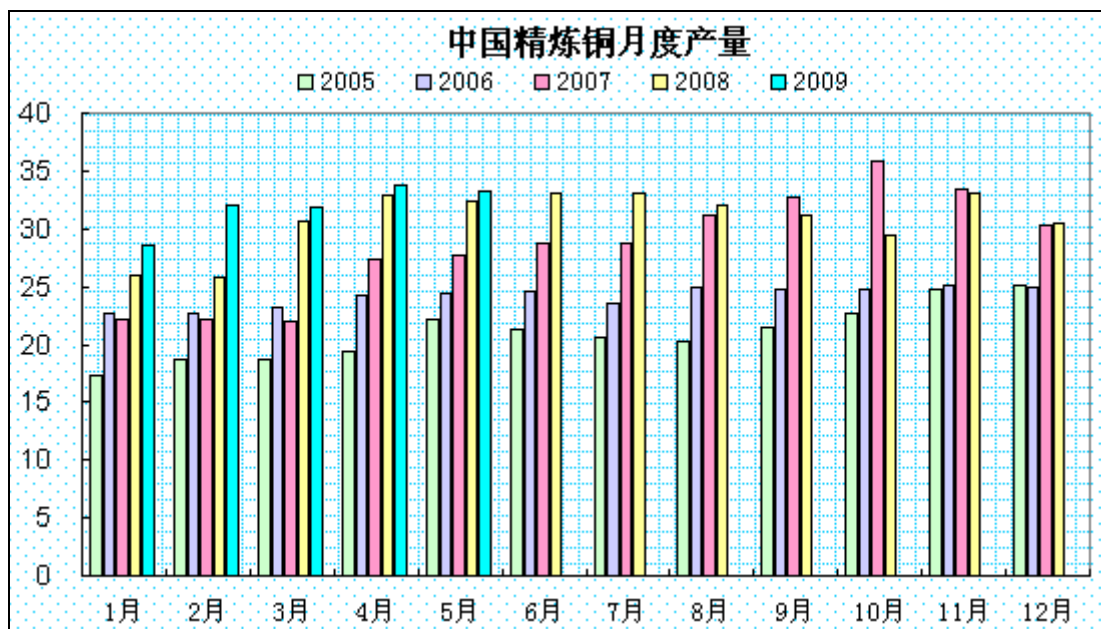


美联储启动“定量宽松”来挽救流动性缺失的信贷市场，通过购买国债的方式来增强全球其他经济对美国国债的信心，本来这两项措施应该提振美元。但事实恰恰相反，其结果却是未来一至两年内我们将要接受弱势美元的现实。首先，美联储的定量宽松政策会导致短期内美元的供给急剧增加；其次，随着金融系统流动性的改善，投资者对未来经济的信心增强，风险担忧的减少，避险资金的流入就会减少，同时，风险偏好较强的投资者就抛售美元资产，转而买入其他资产；其三，也是最为主要的，美国再次增加货币的投放量，说明美国想通过投放货币的方式来提振经济，刺激国内的信贷市场，已经与第一次通过投放货币来挽救金融市场完全不同，这将是美国经济在未来一至两年内再次回到依靠消费拉动增长的老路，这将导致美元再次走弱。

6 月份以来围绕着美联储年内是否将采取升息措施的预期，美元出现宽幅震荡的走势，同时国际铜价与美元的联动性大幅增强。从美元指数技术图形上看，美指回调至前期反弹的黄金分割位置 78 一线获得支撑，出现超跌反弹，这也使得铜价呈现高位整理。预计美元指数上方重要压力在 82.5-83.5 区域，预计在此区域美元反弹走势将受阻，后市仍以低位震荡为主。从中长期上看，由于国际经济形势将逐步转好，市场也会趋于稳定，各种风险交易还将慢慢获得投资人的青睐，美元的避险功能继续弱化；同时，美国政府巨额的财政赤字以及量化宽松货币政策，对美元的压制明显，中长期美元依旧难于摆脱弱势格局，这也为商品市场提供支撑。

四、供需因素

1、1-5 月份国内产量稳步增长

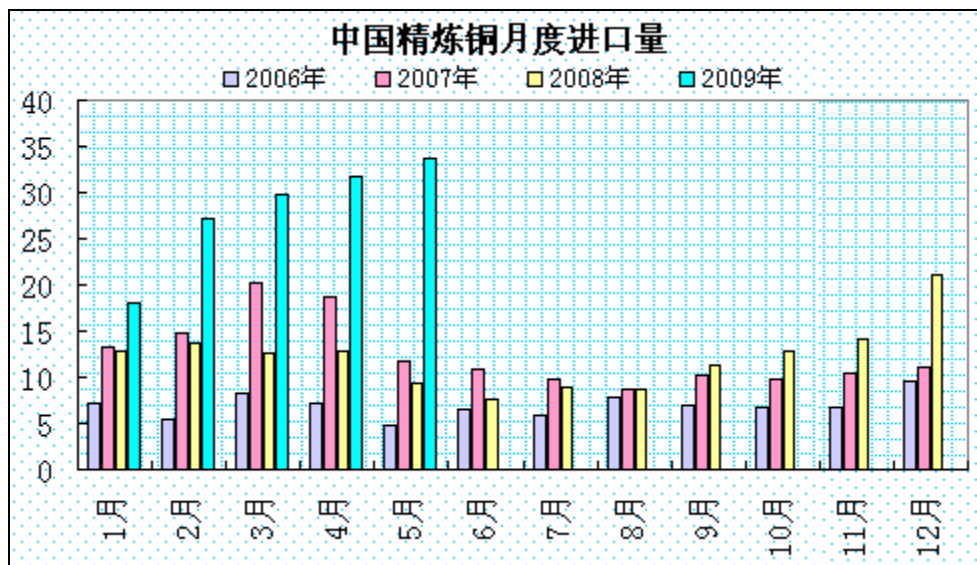


国家统计局公布, 5 月份精炼铜产量 33.18 万吨, 同比增长了 1.4%, 较 4 月份环比下降 1.9%。1-5 月份精炼铜产量为 160.29 万吨, 同比增长 5.9%。5 月份国内的铜精矿产量为 8.29 万吨, 同比增长 8.8%; 1-5 月份铜精矿产量为 36.95 万吨, 同比增长 9.4%。

5 月份铜材产量为 84.62 万吨, 同比增长 21.3%, 环比增长 4.9%; 1-5 月份铜材产量为 345.89 万吨, 同比增长 7.9%。

虽然今年铜价较去年明显回落, 但仍位于成本线上方, 国内冶炼厂的减产意愿较弱。而铜价的持续反弹也进一步刺激了冶炼厂的生产积极性。1-5 月份以来国内产量的稳步增长, 近期现货加工精炼费用 (TC/RC) 的大幅下降也反映出冶炼厂的生产热情, 预计下半年产量仍将维持增长趋势, 这将继续缓解国内市场供应状况, 使得铜价上行将面临压力。

2、1-5 月份精铜进口量屡创新高



中国海关总署公布的数据显示, 5 月份中国进口未锻造的铜及铜材 (包括阳极铜、精炼铜、铜合金和铜材) 为 42.27 万吨, 较去年同期大增 113%; 1-5 月累计进口 180 万吨, 累计同比增加 53%。

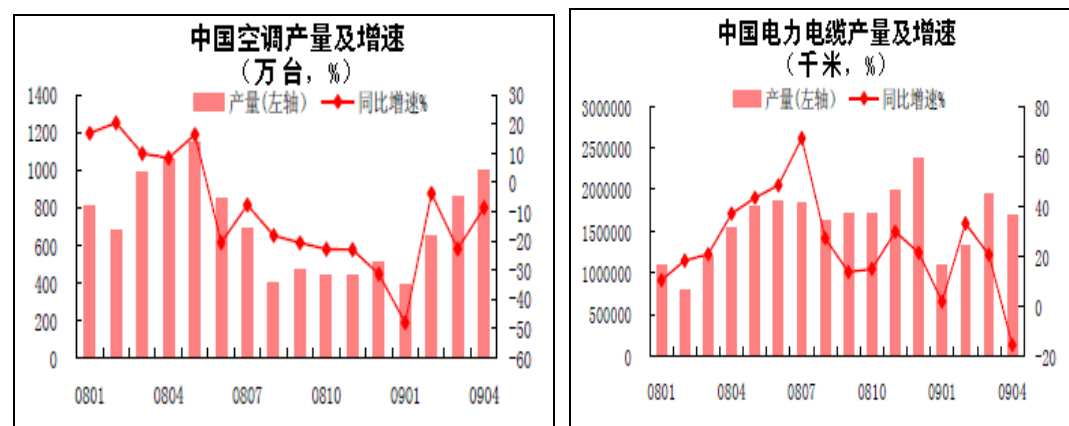
5 月份，我国进口精炼铜 33.72 万吨，继续创出新高。今年前五个月，我国精炼铜进口量同比增速分别达到 41%、99%、138%、149%、258%。今年 1-5 月份，我国精炼铜累计进口量为 140.35 万吨，同比增加 129.68%。

5 月铜精矿进口量为 50.89 万吨，较去年同期增长 22.63%；1-5 月铜精矿进口约 243.86 万吨，同比增长 6.65%。5 月份废铜进口量为 32.83 万吨，1-5 月份废铜累计进口 145.91 万吨，比去年同期减少 96.54 万吨，累计同比下降 39.9%。经济危机爆发以来，受到盈利下滑的影响，全球废铜交易量大幅下滑。此外，由于铜价暴跌，国内废铜贸易商合同违约率上升，导致上半年国内废铜的进口明显减少。废铜供应的减少，一定程度促进了精铜进口的增加。

国内精炼铜进口量连续第三月触及记录高位，延续迅猛增长趋势。上半年国内铜进口巨幅增长，一方面是缘于国储局的收储措施，另一方面是，铜市内强外弱的格局导致进口套利行为。上半年年进口量的大增与进口盈利有较大关系。从内外盘比价来看，今年年初至 4 月底，内外盘比价处于高位，国内价格高于外盘铜价，进口套利空间较大。而从市场上了解到，贸易商从 LME 点铜——进口到国内需要一个月左右的时间，所以 1 至 5 月份进口量处于高位也是合理的；进入 5 月份，国内受供应量较大的影响，走势弱于外盘，内外盘比价也大幅回落，加之现货的弱势，进口铜处于盈亏平衡甚至贴水的状态，

根据内外比价关系，预计下半年的精炼铜进口增长将出现放缓，产能或能稳步增加，供应状况较上半年有所缓和。

3、下游需求状况



2009 年上半年中国精炼铜表观消费量增速已恢复至 2007 年水平，这主要受益于下游产业开始复苏以及国储铜计划实施。

今年前 5 个月下游需求状况。电线电缆方面，大企业订单连续不断，小企业因产品技术问题表现不佳，拖累了总体开工率。从总产量看，1-5 月累计产量保持 12.52% 的增速（用铜量增长 13 万吨），与去年同期 43.71% 的增速不可同日而语，但是比起其他年份，其增速依然可观，当然除了大型电网改造的 2005 年以及电网投资大幅增加的 2008 年，也因为 2008 年的基数太大，2009 年的增速能保持两位数的增加实属不易。家电行业空调产量 1-5 月同比下降 17.26%，冷柜下降 11.54%，洗衣机增长 1.79%，家用电冰箱增长 13.85%，主要是出口的大幅萎缩影响，按照用铜量的高低，预计家电行业用铜量将减少约 8 万吨。汽车产量和销量分别呈现累计增长 14.02% 和 10.74%，那么，这些增长的产量带来的铜增长大致为 6700 吨。

从目前情况看，在电力行业投资的带动下，中国铜的需求保持稳定增长，由于电力行业投资大多为政府主导，在此轮经济危机中起到缓冲的作用，可预见性较强，实际上中国铜需

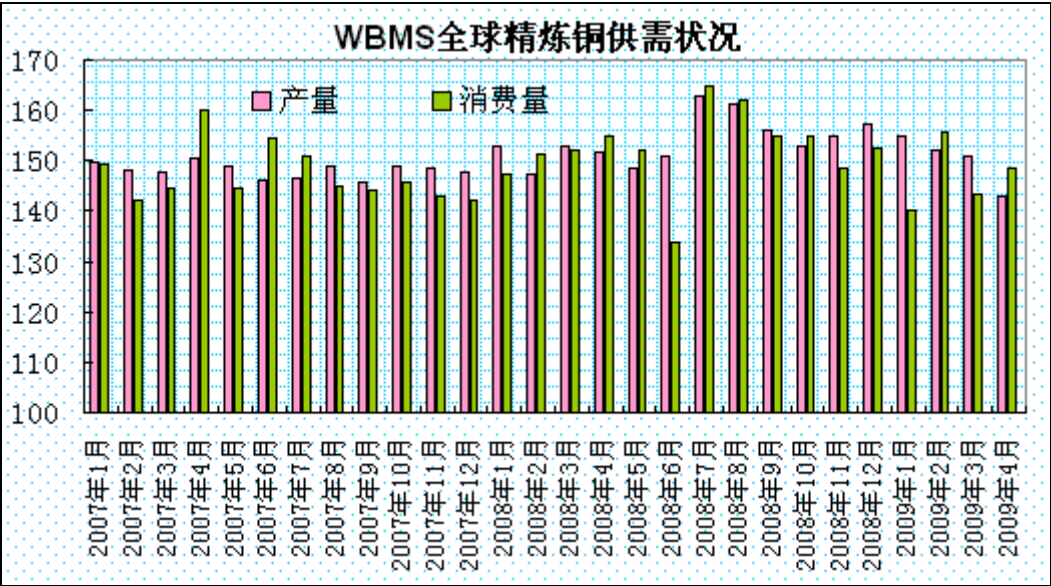
求超出预期的快速增长有赖于与经济复苏紧密联系的可选消费品的增长，例如家电行业的复苏。上半年家电产销量恢复尚不明显，前期启动的家电下乡政策经过一段时间准备后对家电的拉动可能于下半年才开始显现。同时，随着欧美等发达经济体消费者信心的回升以及经济整体好转，下半年家电行业出口能否回暖也值得期待。而二季度国内部分地区房地产价格上涨 10%-20%表明房地产业将迎来新一轮上升，尤其是房屋销售面积的明显回升，也将拉动家电需求，从而传导至金属的需求；汽车产销量过百万辆也表明汽车业开始恢复性增长。目前交易商和产商的库存水平仍然处于较低的水平，随着下游需求的进一步确认，金属价格也将继续回升。预计下半年在下游产业的复苏带动下，铜消费需求有望维持增长。

4、WBMS：全球 1-4 月铜供给过剩 13.3 万吨

全球金属统计局（WBMS）昨日指出，全球 1-4 月铜供给过剩 13.3 万吨，去年同期为短缺 16.1 万吨。

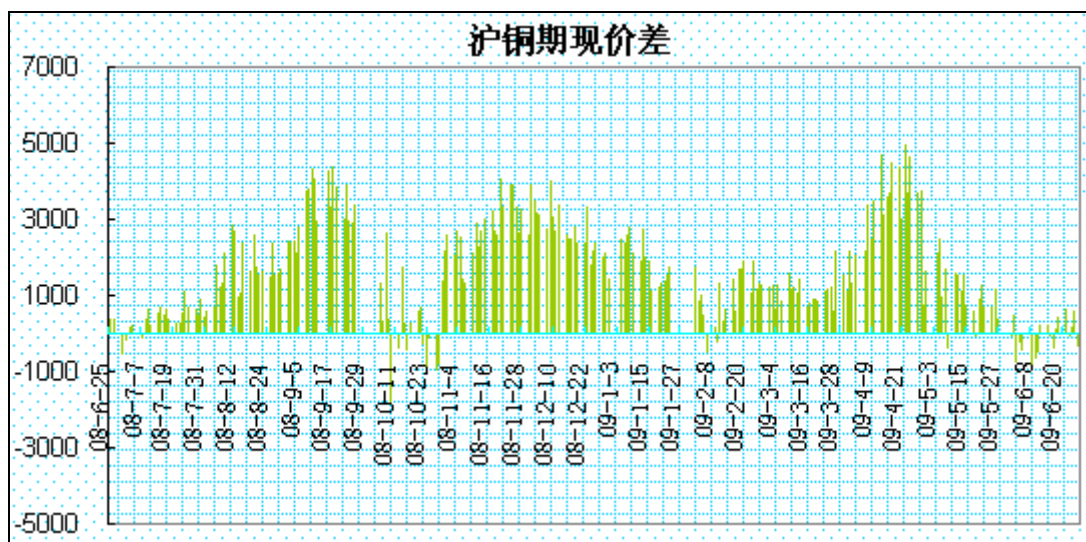
WBMS 预计，1-4 月全球铜消费量较去年同期下降 4.6%，至 587.4 万吨；铜产量较去年同期增长 0.2%，至 600.7 万吨。

WBMS 同时指出，1-4 月，全球锌供给过剩 1.64 万吨；锡过剩 2400 吨；铝过剩 59.1 万吨；铅过剩 1.16 万吨。



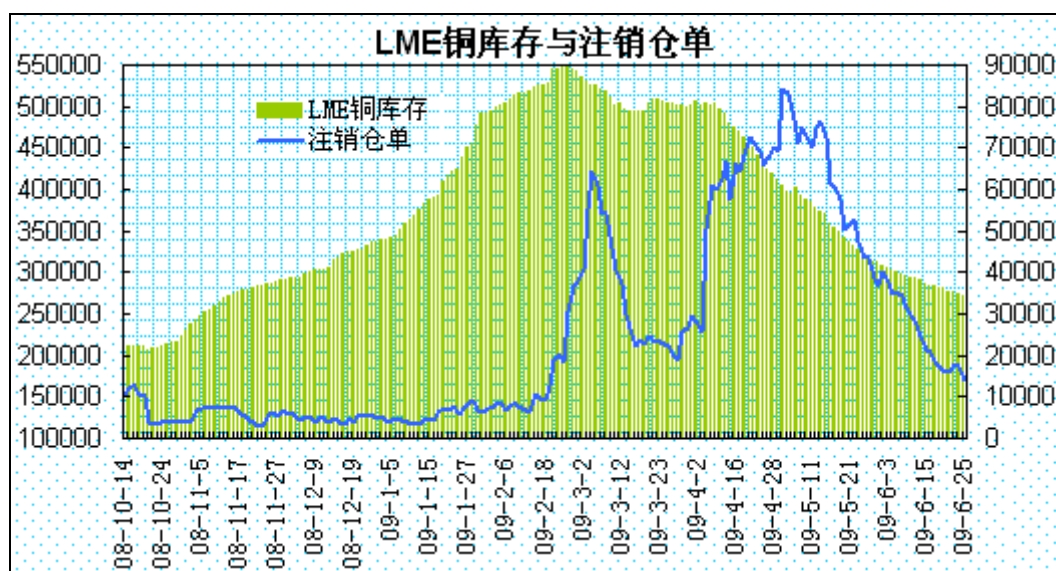
五、库存持仓因素

1、现货呈现惜售



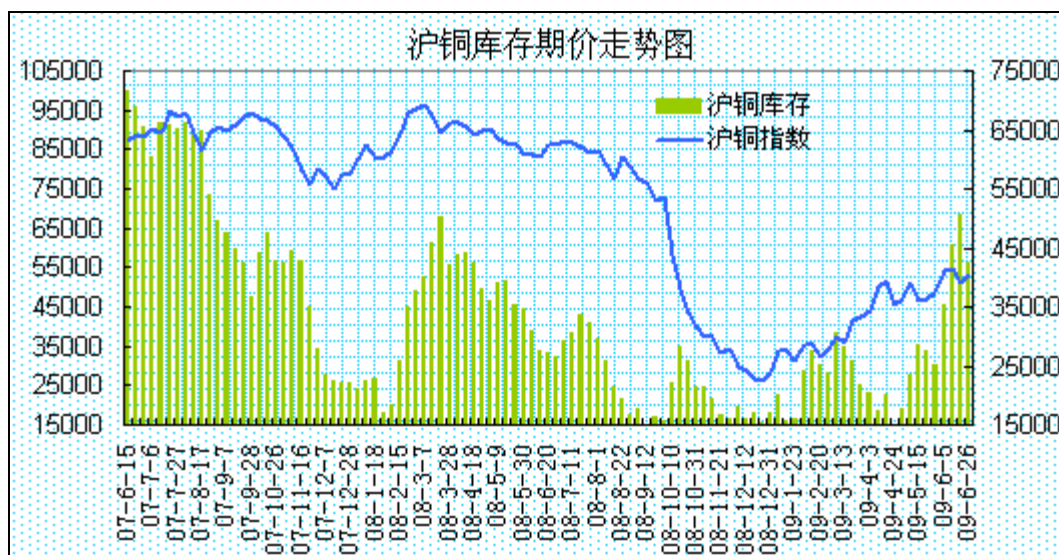
上半年，受到国内经济刺激计划和收储政策影响，现货市场供应较为紧张，现货升水在一段时间内维持较高水平。从5月开始，国内需求有所下滑，主要因铜管厂进入夏季生产淡季，电力电缆和电线生产企业因订单减少也在削减铜的采购；而前期进口量大幅增加，这也使得现货偏紧局面得到缓解，但在外盘逐渐强于内盘的格局下，供货商也表现出惜售心态，对铜价走势较为看好。同时废铜供应偏紧的状态也对铜市构成一定支持。预计度过完淡季在八九月份后，国内需求仍将有望出现回升，现货回落空间较为受限。

2、LME 铜库存持续减少



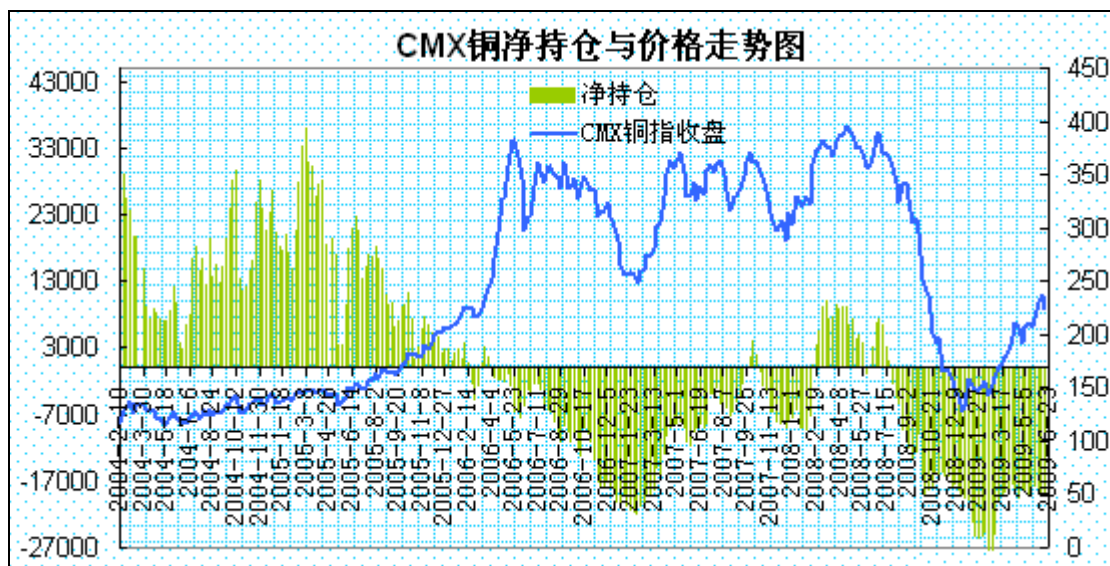
今年年初，LME 铜库存延续去年末的增长势头，并在2月份创下了55万吨左右的近年来历史高位；3月后，在中国进口高速增长的带动下，LME 库存出现了持续下降；截至6月底，LME 铜库存降至27万吨左右，重新回到08年11月份的水平；注销仓单为1.5万吨左右，较前期高位明显减少，占库存的比例约5%。目前LME 库存仍维持下降趋势，但降幅开始放缓。从历史走势看，预计下半年LME 库存持续流出的局面将放缓甚至出现回升，若出现内外盘比价持续低企的情况，不排除国内前期套利进口的铜将重新流入LME 仓库。

3、上海库存低位回升



上半年,由于国内收储等因素导致现货供应偏紧,上海期交所的库存持续处于较低水平。步入5月份,随着铜进口的大幅增长,国内现货供应状况逐步缓解,上海铜库存自低位出现一定回升。截止6月26日当周交易所铜的库存为5.6万吨。从当前变化情况来看,随着国内供应状况逐步缓解,下半年上海铜库存面临继续回升,这可能将会削弱对国内铜价的支撑力度。

4、CFTC 基金持仓情况



CFTC 公布的数据显示,截至6月23日当周,基金净空头寸为2.17万手,其中基金多头持有1.86万手,基金空头持有4.03万手。基金净空头寸较年初高位2.7万手的水平有所减少,多空均继续增仓,但多头的增仓幅度强于空头。商业性交易商持有多头部位6.5万手,持有空头部位4.41万手,其持有的净多头部位为2.06万手,总持仓增至11万手左右。二季度以来,随着欧美经济数据出现改善,市场风险偏好回升,基金多头重回市场,这也促进了铜价反弹走势。目前铜价较年初反弹幅度已超过50%,市场多空分歧明显加剧,净空头寸出现回升,这也使得短期铜市呈现高位震荡格局。展望下半年,若欧美经济继续出现改善迹象,将有望激励基金多头进入市场,目前空头持仓仍处于高位,可能被迫回补头寸,这有可能促进铜价的进一步回升。

六、后市展望

1、中期重要影响因素的前瞻分析

(1)、2009 年上半年，欧美经济继续探底走势，美国及欧元区在二季度经济萎缩速度将有望继续放缓。预计美国经济在二季度出现见底，甚至可能实现环比正增长，下半年恢复低增长的概率较大。欧元区复苏迹象弱于美国，则可能在第四季度实现微弱复苏。总体上，欧美经济在下半年有望继续改善，这将促使金融市场方向偏好情绪回升，利于整体商品市场，特别是金属市场有望构成一定支撑。但同时经济复苏进程不确定性较大，若全球经济未出现预期的好转，仍处于底部运行，下游需求复苏无力，这也使得商品市场面临调整压力。

(2)、国内方面，今年前 5 个月的中国经济运行情况表明，从去年下半年开始的经济下滑趋势得到初步遏制，经济刺激计划、十大产业政策和出口退税等政策成效初显。但世界经济形势依然严峻，中国经济仍处于比较困难的时期。尽管中国经济复苏之路曲折而又漫长，但是，二季度经济增长将显著好于一季度，下半年 GDP 增速也将明显提高，经济继续呈现复苏态势。

(3)、供需方面，上半年，国内铜产量和进口量保持增长，预计下半年的精炼铜进口增长将出现放缓，产能或能稳步增加，供应状况较上半年将出现缓和。国内有色金属行业的下游产业的部分数据显示，经营情况出现好转，环比数据有所改善。由于同比数据并没有改善，考虑到季节性因素的存在，下游需求是否已经形成趋势性复苏，还需要经时间考验。根据目前下游行业的订单情况，特别是具有高度季节周期性的线缆行业下半年是生产旺季，其他家电汽车行业，从上半年的趋势看，一系列“家电下乡”“汽车下乡”以及“以旧换新”补贴等政策已开始释放效果，下半年需求有望继续好转。

(4)、从目前的状况分析，流动性、通胀预期以及美元汇率将有望成为主导铜价走势的重要因素。上半年以来全球主要经济体均实施史上最为宽松的货币政策，大量的货币供给无疑将导致流动性过剩，进而形成资产价格泡沫，通胀隐忧已然而生。尤其是美国，为尽快稳定经济，美联储实施极端宽松的货币政策，美国基础货币的同比增速从 2008 年 10 月起达到两位数，更从 12 月开始有四个月超过 100%。去年 10 月以来的货币超常扩张是美国过去 20 年的第一次。这一方面，美元作为全球性储备货币，美联储的增发货币行为必将激活全球的货币流动性。另一方面，美国财政赤字以及美元供应的大幅增加，都将加剧美元的贬值压力。根据历史经验，流动性以及通胀预期，将可能在未来半年铜价上涨的主要推动力。除非各主要经济体采取紧缩性货币政策，通过回收流动性和加息降低通胀预期。

(5)、库存方面，2009 年上半年 LME 铜库存从最高位约 55 万吨下降至目前约 27 万吨的水平，降幅接近 50%，这主要得益于中国铜需求增加。LME 库存延续下降趋势，这继续对伦铜构成一定支撑。而随着国内进口量的剧增，上海铜库存已渐渐从低位回升，供应缓解使得库存对国内铜价支撑减弱。总体上，随着伦沪库存的转变，下半年铜市可能维持外强内弱局面。

2、结论

基于上述综合分析，上半年，中国因素主导了铜价的反弹走势，进入到下半年，受到国际供需定价的铜价走势将更多受到欧美经济变化的引导。从目前状况分析，宏观经济的积极因素仍在逐步释放，预计中国、美国经济有望在 2、3 季度出现改善，同时欧盟、日本的经济也将在下半年走出谷底。基于欧美经济宏观基本面开始转好这一判断，铜价有望进一步抬升底部，维持回升趋势；同时全球流动性充裕，美元贬值以及通胀隐忧等将是下半年重要影

响因素，可能成为引发铜价上涨的推动力。而需求方面，下半年中国家电出口能否回暖以及美国房地产市场是否复苏值得关注。

在全球宏观经济转好的推动下，下半年铜价有望维持震荡回升态势，预计三季度受季节性因素影响铜价可能出现调整，而四季度随着下游需求的确认，铜价将有望进一步回升。技术上，沪铜在 60 日均线受到明显支撑，在 32000-35000 区域存在较强支撑；而上方阻力 200 日均线，突破将进一步上试 48000-50000 重要阻力区域；预计下半年主要将位于 32000-48000 区间内运行。

以上观点，仅供参考

中瑞金融：金易
TEL: 4008878766