



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业聚焦

研究报告

2011 年 4 月 21 日

有色金属

大宗商品研究

孔庆影¹

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010019
kongj@cicc.com.cn

外管局新规及对铜融资的潜在影响

铜融资交易和保税仓库库存概述

据普遍估计,自去年年中以来,中国的保税仓库铜库存增加了约 45 万吨,其中相当一部分增幅与融资有关。铜融资交易的操作方法是:首先通过银行开出的延期付款美元信用证进口铜至中国,然后或在国内市场销售,或用作贷款抵押,或进行再出口,最终目的都是获得国内愈发稀缺的人民币资金。在这一过程中,取得信用证和将美元计价资产转换成人民币资金的能力都是必要的条件。

国家外汇管理局近期的新规定将影响信用证供给,并增大再出口收入转换成人民币的难度

两项规定的变化将影响到信用证的供给。外管局要求加强外币贷款额度的管理,确保将 90 天以上的信用证的开具纳入到短期外债额度指标中,并同时进一步收紧了该额度,这可能挤压信用证的供给。在外币结汇方面,外管局收紧了有关再出口收入转换成人民币的规定(要求提供完整的贸易文件,并且当结汇或划转金额超过一定比例时须向外管局提出申请)。当然这还取决于各个银行对新规的执行力度,但目前看来铜融资正受到来自两方面的压力。

新融资交易将放缓,从而释放部分铜库存,短期内将对现货市场造成压力

整体而言,我们认为,从现在开始铜的贸易融资交易将受到更加严格的审查,导致交易减少,并会增加市场中铜的供给。3 月份中国铜的较低进口量(同比下降 40%)的确反映了与融资铜相关的进口正在减少。短期内,我们认为现货市场将继续承压,但中期而言则消除了一个不利因素。展望下半年,我们仍然看好中国市场的潜在需求,同时我们预计去库存将结束,而废铜供应也将下降。我们在策略上仍维持短期对铜价的谨慎态度,除非有迹象显示除中国外的全球需求将大幅弱于我们当前预期和/或矿山供应超出预期。我们维持每吨 9,800 美元的全年铜均价预测。

¹报告贡献人:鲁杰,吴喆,刘峥

目录

外管局新规及对铜融资交易的潜在影响	3
-------------------------	---

图表

图表 1: 对中国保税仓库铜库存的估计	4
图表 2: 铜库存将继续流向邻近的 LME 亚洲仓库	4

外管局新规及对铜融资交易的潜在影响

保税仓库库存是铜市不确定性的一个主要来源。我们估计，自去年年中以来中国的保税仓库铜库存增加了约 45 万吨，其中相当一部分被当作了融资工具，以应对国内持续紧缩的信贷环境（图表 1）。

融资铜交易的操作方法是，首先通过银行开出的延期付款（90~180 天）美元信用证进口铜至中国，然后或在国内市场销售，或注册保税库仓单并质押获得美元贷款（仓单融资），或进行再出口，最终目的都是获得国内愈发稀缺的人民币资金。在这一过程中，取得信用证和将美元计价资产转换成人民币资金的能力都是必要的条件。

我们认为，国家外汇管理局近期的新规定将影响信用证的供给，并且加大再出口收入结汇和划转的难度。当然这还取决于各个银行对新规的执行力度。

两项规定的变化将影响到信用证的供给。外管局要求加强外币贷款额度的管理，确保将 90 天以上的信用证贷款纳入到相关额度中（我们了解到之前它们一般不包括在外币贷款额度中），同时并收紧了外币贷款额度，这将减少信用证的供给。

在外币结汇以及划转方面，外管局收紧了有关再出口收入结汇划转的规定（要求提供完整的贸易文件，并且当结汇或划转金额超过一定比例时须向外管局提出申请，以及美元出口收入在走完全部程序之前必须存入一个“审核帐户”中）。需要明确的是，这里铜的再出口是指在保税仓库范围内销售，而非真正的出口，将之归类为出口交易只是为了便于将出口收入转换成人民币。

因此，融资铜在一定程度上正受到来自两方面的压力，其中再出口交易受到的影响可能尤其显著。通过与业内人士的交流，一个普遍的看法是未来铜贸易融资交易将受到更加严格的审核，新交易的发起将会放缓，并且逐渐向市场释放出更多的铜供应。整体而言，我们预计铜可能继续流向邻近的 LME 韩国仓库（部分将流向新加坡）（图表 2），从而压制市场气氛。3 月份中国铜的较低进口量（同比下降 40%）的确反映了与融资铜相关的进口正在减少。

另一个重要的问题是，保税仓库库存的增加有多少来自融资交易，多少来自国内消费者的去库存（即铜已被运往国内供应链，但由于消费者库存削减和废铜使用量增加而被退回）。如果去库存导致的保税仓库库存增加所占的比例越高，那么保税仓库库存整体的重要性就越低，因为它们只是库存暂时转移到供应链其他部分的表现，而不是新的供应过剩。

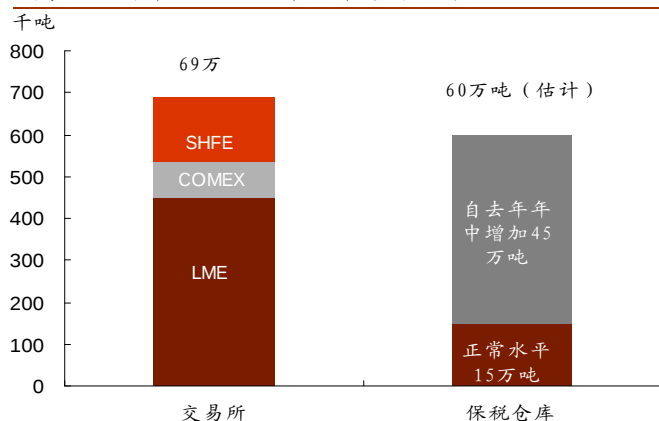
45 万吨增量多吗?

对于人们来说, 保税仓库库存是否构成一个巨大的市场威胁在很大程度上取决于他们是否认为 45 万吨是一个很大的数字。

45 万吨约等于中国 3 个星期的预测消费量 (全年预测消费量为 830 万吨), 从这个角度来看 45 万吨并不多。此外如前所述, 我们的数据表明 1 季度中国消费者继续去库存, 意味着 45 万吨中至少有一部分是被退回的供应, 主要由于一些消费者对信贷紧缩仍保持警惕, 并希望将精铜库存保持在较低的水平。

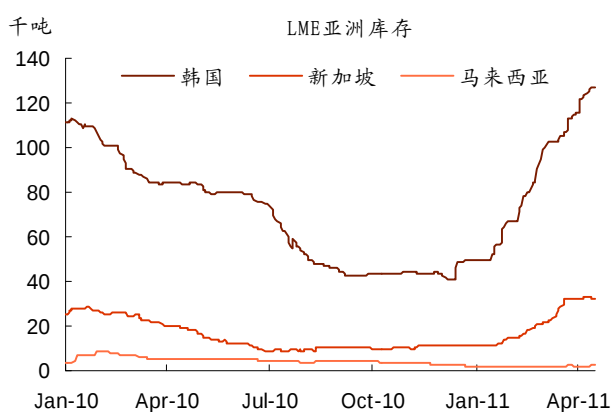
但是, 金属市场当前 (以及从预测的未来供需状况来看) 回旋余地不大。45 万吨约等于市场平均预测的 2011 年供应缺口。即使这部分库存能很快被供应链吸收, 中国低迷的精铜进口需求可能将持续到今年中。

图表 1: 对中国保税仓库铜库存的估计



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 2: 铜库存将继续流向邻近的 LME 亚洲仓库



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED