



**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 9 月 20 日

有色金属

大宗商品研究

孔庆影

分析员, SAC 执业证书编号: S00805110100919

kongj@cicc.com.cn

## 铜价：跌破年内交易区间？

### 伦铜跌至每吨 8,400 美元，突破年内交易区间，并有可能进一步下行

伦铜昨日跌至每吨 8,400 美元，突破了每吨 8,500 美元至 10,000 美元的年内交易区间。在这个区间顶端，中国消费者望而却步，实体指标表现疲弱，最终抑制了铜价的涨势。在这个区间底端，铜价在每吨 8,500 美元附近具有强劲支撑，沪铜和伦铜之间的套利窗口打开，其他实体指标也能提供支撑（废铜贴水收窄，沪铜近远端时间价差转为升水，上海现货铜升水反弹）。那么，后期铜价会如何运行？是会反弹还是会继续跌破年内区间和心理支撑位？

### 从几个方面看，铜价面临下行风险

在我们看来，铜价进一步下探每吨 8,000 美元的几率加大，原因如下：虽然铜价已经跌至年内低点，但中国投资者依然看淡后市。宏观方面，在决定希腊能否在十月初得到下一笔救助贷款之前，依然存在下行风险。CFTC 非商业头寸处于净空头，但空头量仍低于 2006 年和 2008 年的底部水平。此外，铜对其他基础金属的价格比依然逼近历史高位。

### 基本面支撑仍在

以上分析均基于宏观环境下的市场情绪。从基本面来看，我们依然预计 2011 年将出现供应短缺的局面（年初至今，虽然全球交易所总库存增加 9 万吨，但中国铜的去库存化估计在 30 万吨以上）。西方国家铜需求预测下调，但不会对市场基本面产生很大冲击，而中国今年的实际需求预计将增长 5.5%（三季度和四季度增速分别为 3% 和 2%），明年需求增速将达到 5.4%，在我们看来这已是保守估计。因此，一旦欧洲债务问题得到解决，铜价仍有可能在良好基本面的支撑下转好。

报告贡献人：刘峥

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

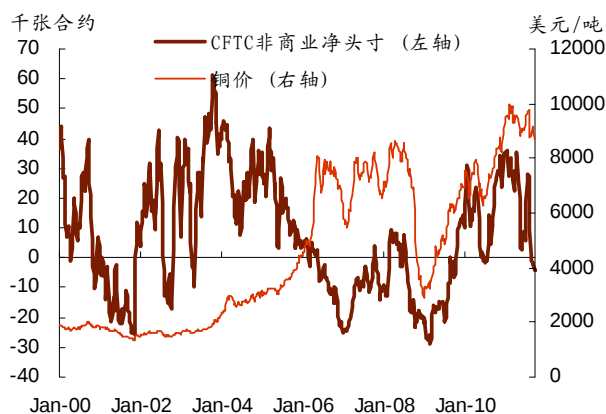
## 铜价：跌破年内交易区间？

伦铜昨日跌至每吨 8,400 美元，突破每吨 8,500 美元至 10,000 美元的年内交易区间。在这个区间顶端，中国消费者望而却步，实体指标表现疲弱，最终抑制了铜价的涨势。在这个区间底端，铜价在每吨 8,500 美元附近具有强劲支撑，沪铜和伦铜之间的套利窗口打开，其他实体指标也能提供支撑（废铜贴水收窄，沪铜近远端时间价差转为升水，上海现货铜升水反弹）。随着伦铜跌破年内交易区间以及围绕欧债问题的担忧不断加剧，后期铜价会如何运行？是展开反弹还是会继续跌破年内区间和心理支撑位？我们认为，由于宏观经济风险居高不下，且中国投资者在当前价位缺乏买盘兴趣，铜价下探每吨 8,000 美元的几率加大。

我们注意到以下几个问题：

- ▶ 多空力量对比出现逆转。在最近的行业会议上，原本是多空双方势均力敌的局面现已变为空头力量占上风，我们在交流中发现很大一部分与会者预计铜价短线将进一步下行。这表明，随着消费者对铜价走软的预期不断升温，中国需求的支撑力度可能减弱。我们注意到，经过了昨日的回调之后，沪铜和伦铜的套利窗口开启幅度将会减小。伦铜上一次触及每吨 8,500 美元是在八月份，当时沪铜和伦铜之间的套利窗口打开，利差为每吨 350 美元。
- ▶ 宏观经济依然存在下行风险。鉴于中国通货膨胀水平居高不下，最近的食物价格数据显示 CPI 大幅下降的可能性很小，而高房价也预示政府短时间内仍将坚持紧缩立场，因而短期内中国不太可能传出宏观方面的利好消息。海外方面，欧债问题仍主导市场，短期内难以找到有效解决途径。
- ▶ CFTC 非商业头寸从 1 月份高点回落，目前处于净空头。净头寸处于 2010 年 7 月以来最低水平，但仍高于 2006 年和 2008 年的底部水平。

图 1：CFTC 非商业头寸处于净空头，但空头量仍低于 2006 年和 2008 年的底部水平



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

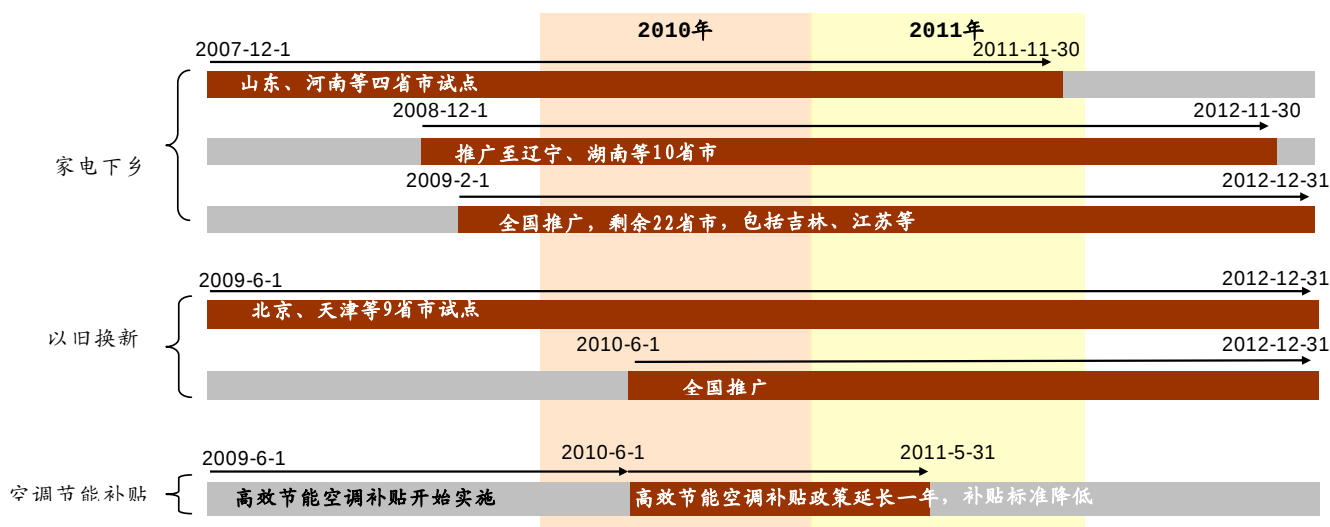
- ▶ 在镍、铝和锌等基础金属价格大幅回调之后，铜对这些金属价格比值仍处在历史高点附近。

### 基本面支撑仍然存在

- ▶ 我们依然预计 2011 年将出现供应短缺的局面。西方国家铜需求预测下调，但不会对市场基本面预测产生很大冲击。而全球交易所库存水平可能已经出现下降（年初至今，虽然全球交易所总库存增加 9 万吨，但中国铜的去库存化估计在 30 万吨以上）

- ▶ 中国整条供应链上的铜库存继续低位运行。如果国内政策面放松，或伦铜价格大幅下降，国内出现补库存活动应为大概率事件。
- ▶ 我们预计中国今年的实际需求预计将增长 5.5%，明年需求增速将达到 5.4%，这已是保守估计。
- ▶ 由于市场担心短期内家电需求将因刺激政策退出而放缓，海尔股价昨日大幅回调。我们对此已有预期，并已经将其反映在我们的需求预测中。根据我们的预计，随着更多省份的家电下乡政策于明年到期，2012 年白电行业的铜需求同比增速将有所回落，2013 年将进一步放缓。

图 3：我们预计，随着更多省份明年退出家电下乡计划，2012 年白电行业的铜需求同比增速将有所回落，2013 年将进一步放缓



资料来源：中金公司研究部

- ▶ 我们预计 2012 年铜市场将进一步趋于平衡，主要原因是矿山供应有望增加（详情参阅我们 2011 年 9 月 8 日的报告《2012 年铜供应分析》），不过，只要不出现中国经济硬着陆和严重的全球经济衰退，铜市转为大幅过剩的可能性不大。

---

## 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

## 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

## 上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

## 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

## 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

## 长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号  
骏豪花园A6栋1层  
邮编: 410003  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8878-7090

## 大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B  
邮编: 116000  
电话: (86-411) 8755-5088  
传真: (86-411) 8801-7568

