



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

**行业展望**  
研究报告

2011 年 9 月 30 日

有色金属

大宗商品研究

孔庆影\*

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

## 有色金属: 需求端悲观情绪占主导地位

### 有色金属承压

上周初我们已担心在市场避险情绪, 经济前景不确定性和中国参与者看跌情绪作用下铜价可能跌破每吨 8,000 美元。(参见 9 月 20 日报告《铜价: 跌破年内交易区间?》)。价格整体变动幅度还是出乎我们意料, 且我们预计近期价格动态可能仍会为宏观情绪所左右。

### 避险情绪和需求端悲观情绪仍占主导地位, 但供给端存在利好

较低的铜价将进一步收紧铜废料可用性, 而中国小矿(占全球供给的 3%以上)的增速也可能下降。上海期货交易所时间价差有所扩大, 且贸易升水猛增至超过每吨 140 美元, 这与伦敦金属交易所连续收窄的时间价差和下降中的贸易升水形成鲜明对比。但一个风险是, 在中国市场需求预期转弱的情况下, 西方市场无法消化的金属分流至中国将使中国现货市场紧俏的局面缓解。

### 其他有色金属价格关键在于中国边际供给

中国是镍(镍生铁), 锌(小型矿山)和铝的边际供应者。当前中国铝和镍的交易价格相当于其边际成本, 而锌的交易价格甚至低于边际成本。中国的有色金属供应(特别是锌)将会受到冲击, 由此将利好国内金属价格并转通过进口对国际价格形成支撑, 且当前进口套利窗口已对铝和锌打开。在当前环境下, 这两种金属受到中国边际成本和西方较低可用库存的支撑, 因此都比铜更具防御性。

### 铜: 下调基础案例预测

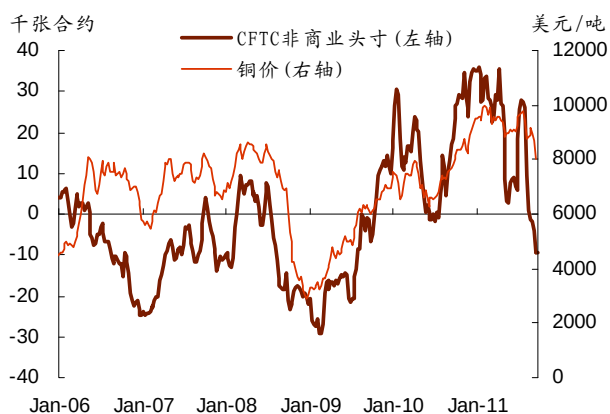
虽然我们完全清楚未来几周将是发展的关键且宏观不确定性仍然很高, 但鉴于三四季度西方需求的基本面可能已经恶化, 我们仍对我们的基准情形做出调整, 包括将 2011 年底目标价调至每吨 8,340 美元, 将 2012 年平均价格预测调至每吨 8,260 美元。此基准情形假设欧元区系统性危机得以避免且经济增速虽低但仍保持正增长。而在我们的悲观情形中, 一旦欧洲出现风险事件且 2012 年基本经济前景出现进一步大幅下调, 供需关系将进入供给过剩状态且 2012 年平均价格预测将大幅下调至每吨 6,310 美元。与此同时, 我们也对铝, 镍和锌的基准情形预测做出调整, 并对这些金属逐一进行了悲观情形分析(图表 23)。

报告贡献人: 刘峰  
此报告为 9 月 28 日报告译文

## 有色金属承压

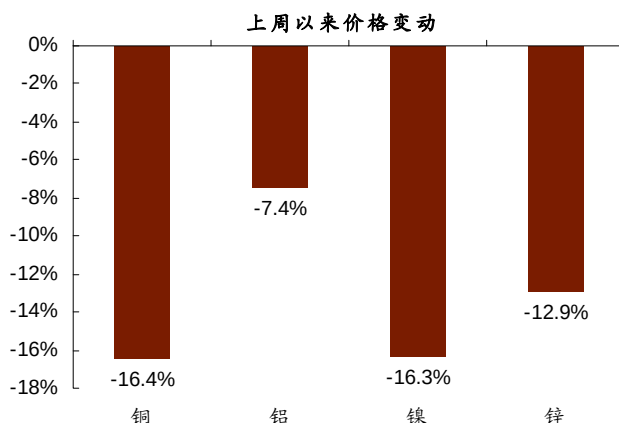
上周我们担心在市场避险情绪，经济前景不确定性，中国参与者看跌情绪，以及投机者进一步做空的作用下铜价可能大幅跌破每吨 8,000 美元（参见 9 月 20 日报告《铜价：跌破年内交易区间？》）（图表 1）。价格整体变动幅度已可以用极端来形容。我们认为市场正在对明显下调的需求预期（西方的衰退和中国经济减速）做出快速反映，而希腊违约可能性增强所招致的恐慌进一步加剧了极端避险行为。9 月 26 日收市时铜价已经下跌 16.4% 至每吨 7,266 美元，镍价下跌 16.3% 至每吨 18,000 美元，锌价下跌 12.9% 至每吨 1,882 美元，而更具防御性的铝价则下跌 7.4% 至每吨 2,204 美元（图表 2）。

图表 1：CFTC 非商业头寸对比铜价



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 2：近期有色金属价格表现



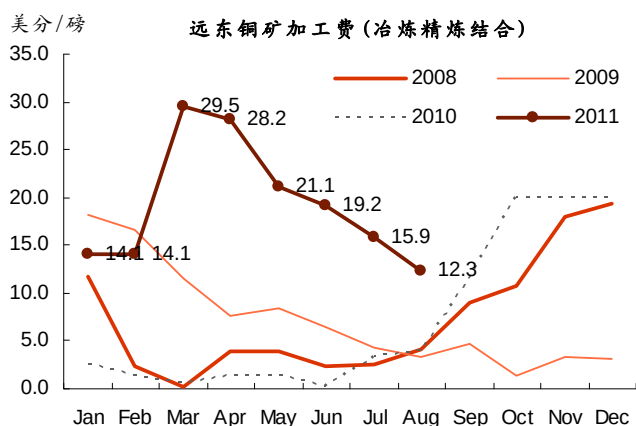
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部 注：9 月 26 日闭市价

## 铜

短期内宏观问题，特别是仍在持续的欧元区危机仍将主导市场情绪。眼下现货市场呈现两种截然不同的态势，即仍然健康的亚洲和显露疲弱信号的西方。

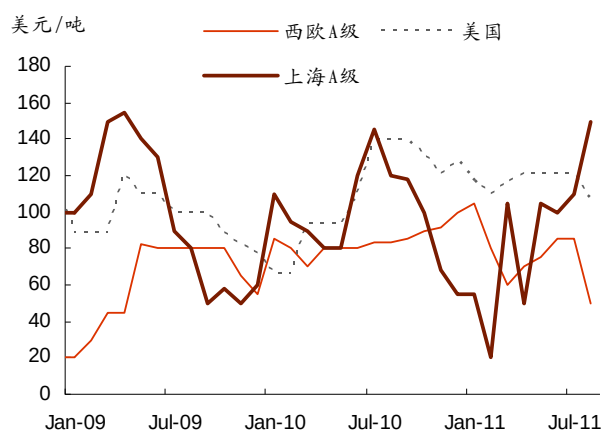
- ▶ 持续降低的精铜加工费显示铜矿市场供应趋紧（图表 3）。
- ▶ 上海期货交易所时间价差有所扩大，且贸易升水增至超过每吨 140 美元（部分归结于融资需求占压金属现货）（图表 4）。
- ▶ 上海/伦敦套利保持开放（图表 5）。
- ▶ 全球交易所库存未见快速增长且全球铜注销仓单亦有所上升，尤其是在亚洲（图表 6）。这可能意味着更多的有色金属流向中国。
- ▶ 由于上海期货交易所铜价下跌，中国小型铜矿（占全球供给的 3% 以上）的供给增速可能下降。
- ▶ 较低的铜价将进一步收紧废铜可用性（图表 7、8）。中国市场目前废料交易价格高于精炼金属。特别的，中国的小型供应商非常不愿因以低价出售而蒙受损失。
- ▶ 在中国，持续的信贷紧缩和对近期政策松动缺乏信心导致市场参与者的悲观情绪显著增加，主导了中国的需求端。同时针对海外宏观环境，一部分人正在相信一个严重的危机和价格向 2008 年低点滑落都是大概率事件。对于国内需求端来说，交易水平的下滑和进一步限制融资对开发商的打击使得建筑业被认为将承受最大的风险。时至今日，关于铜的信息仍显示其需求保持稳定，没有明显的恶化现象出现。

图表3：持续降低的精铜加工费显示铜矿市场供应趋紧



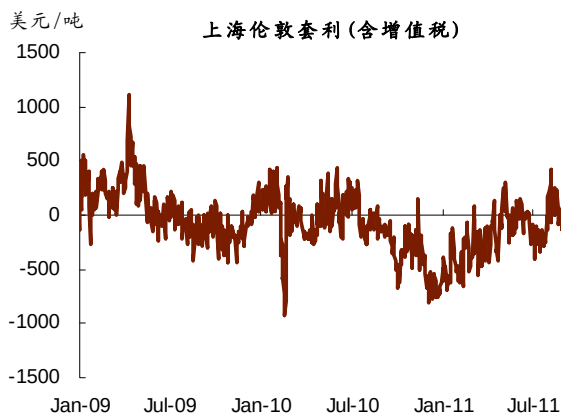
资料来源：Brook Hunt, 中金公司研究部

图表4：上海期货交易所商业升水猛增



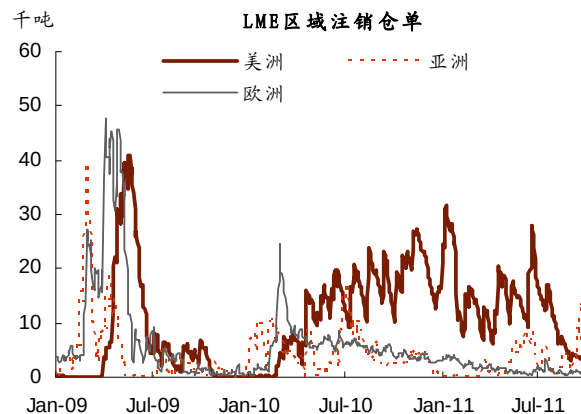
资料来源：Brook Hunt, 中金公司研究部

图表5：伦敦/上海套利保持开放



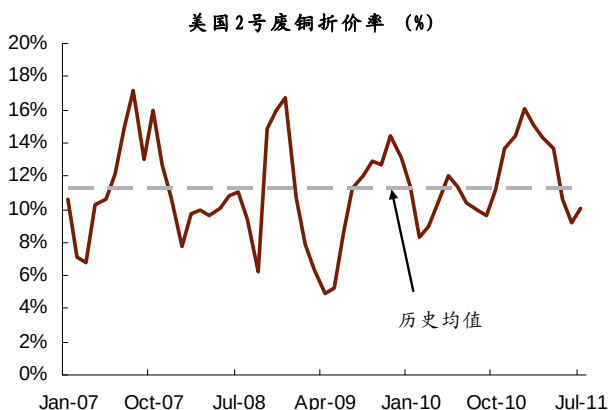
资料来源：彭博资讯, 中金公司研究部

图表6：亚洲铜注销仓单走高推升全球注销仓单



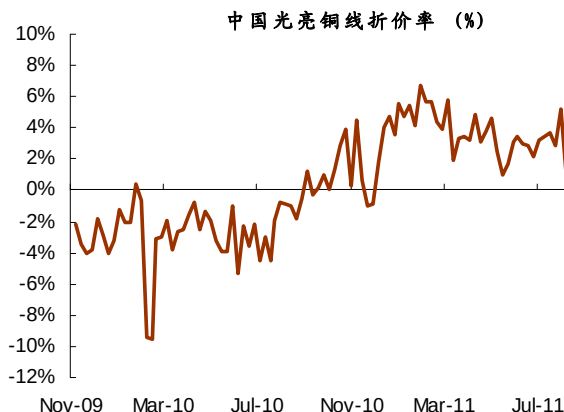
资料来源：彭博资讯, 中金公司研究部

图表7：美国铜废料折价收窄



资料来源：Brook Hunt, 中金公司研究部

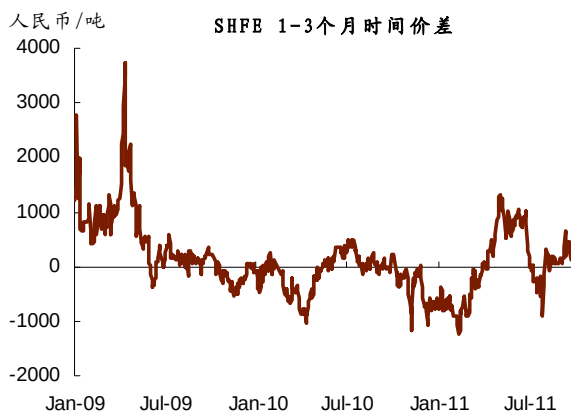
图表8：由于供应商惜售，中国废料价格高于精炼金属



资料来源：上海有色, 中金公司研究部

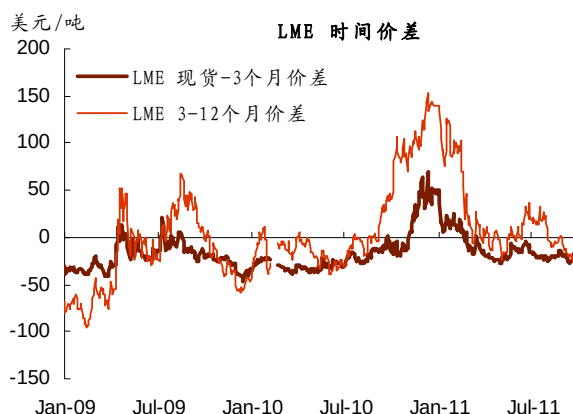
欧洲贸易升水已从 8 月的每吨 70 美元下跌至每吨 40 美元，而且至少两家主要的铜生产商（Rio 和 Codelco）已经接到客户重新安排送货的要求，这些都显示了西方市场的疲弱。上海时间价差走强亦与伦敦时间价差走弱（3-12 月价差现处于贴水）形成鲜明对比，这同样显示了西方市场恶化的基本面以及投资者对近期宏观环境的不确定（图表 9、10）。

图表 9：上海时间价差走强



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 10：伦敦时间价差走弱



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

可是，问题的关键所在并非当前的指标，而是对于需求端即将恶化的期望愈发在市场中流行。同时，欧洲债务违约可能会对经济增长和金融市场流动性有更深层的负面影响，这种担心同样成为了近期一些市场动作的出发点。

我们认为现在已经有足够的迹象表明西方世界正在降低其需求增速，2011 年第四季度的供给短缺因此大为缓解，我们将年底铜价预测调低至每吨 8,340 美元。另外，进一步调低预测后的 2012 年市场将基本处于供需平衡状态（图表 11）。总体来讲，2012 年基本面基准情形最关键的改变还是铜矿产量的提升。如我们在 9 月 9 日报告《2012 年铜供应分析》中所阐述，相较于 2005 年来一直处于 0~3% 的铜矿产量增速，2012 年的产量增速更有可能提高至 5~6% 的区间。在我们看来，这是市场向更平衡状态迈进的关键动力，并且非常有助于避免库存降低至临界水平。因此，我们将 2012 年基准情形中平均价格预测调整至每吨 8,260 美元（图表 12）。

图表 11：我们的 2012 铜市场基准情形中供需处于基本平衡状态

| 千吨   | 2011  |       |       |       | 2011E  | 2012  |       |       |       | 2012E  |
|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
|      | Q1    | Q2    | Q3E   | Q4E   | Yr     | Q1E   | Q2E   | Q3E   | Q4E   | Yr     |
| 美国   | 450   | 451   | 463   | 423   | 1787   | 456   | 457   | 470   | 430   | 1813   |
|      |       |       |       |       | 1.4%   |       |       |       |       | 1.5%   |
| 日本   | 252   | 280   | 241   | 266   | 1039   | 255   | 290   | 247   | 272   | 1064   |
|      |       |       |       |       | -1.7%  |       |       |       |       | 2.4%   |
| 西欧   | 740   | 792   | 746   | 754   | 3032   | 741   | 793   | 749   | 756   | 3039   |
|      |       |       |       |       | 0.5%   |       |       |       |       | 0.3%   |
| 中国   | 1772  | 2203  | 2094  | 2182  | 8251   | 1879  | 2298  | 2206  | 2317  | 8699   |
|      |       |       |       |       | 5.5%   |       |       |       |       | 5.4%   |
| 金砖三国 | 412   | 375   | 349   | 344   | 1480   | 427   | 392   | 363   | 355   | 1538   |
|      |       |       |       |       | 3.3%   |       |       |       |       | 2.9%   |
| 世界其他 | 1110  | 1159  | 1089  | 1093  | 4451   | 1125  | 1177  | 1107  | 1112  | 4522   |
|      |       |       |       |       | 1.3%   |       |       |       |       | 1.6%   |
| 全球需求 | 4,737 | 5,259 | 4,983 | 5,061 | 20,040 | 4,884 | 5,407 | 5,141 | 5,243 | 20,675 |
|      |       |       |       |       | 2.9%   |       |       |       |       | 3.2%   |
| 全球供给 | 4,768 | 4,931 | 4,992 | 5,019 | 19,710 | 4,955 | 5,161 | 5,181 | 5,346 | 20,643 |
|      |       |       |       |       | 3.5%   |       |       |       |       | 4.7%   |
| 供需平衡 | 32    | -328  | 9     | -42   | -330   | 71    | -247  | 40    | 104   | -33    |

资料来源：中金公司研究部

悲观情形下，我们假设四季度若出现风险事件会使铜需求出现相当于 2008 年四季度跌幅约 50% 的下滑，且大幅降低的全球经济增速会使 2012 年全球铜消费由基准情形的增长 3.2% 下降至减少 1.2%，这会导致 2012 年铜市场约 30 万吨的过剩供应。在悲观情形中，2012 年铜均价约为每吨 6,310 美元，或在每吨 5,500 美元至 7,000 美元的范围内浮动（图表 12）。

**图表 12：不同情形下的铜价预测**

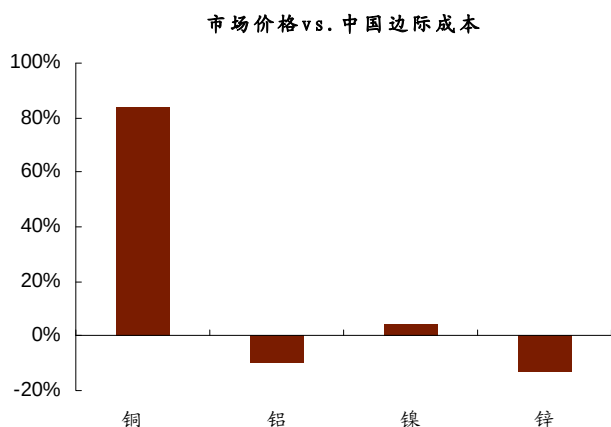
|      | 中金公司铜价预测 |        |        |        |        | 市场价格  |       |       |
|------|----------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
|      | 3个月      | 6个月    | 12个月   | 2011平均 | 2012平均 | 3个月   | 6个月   | 12个月  |
| 基准情形 | 8,340    | 8,280  | 8,170  | 9,030  | 8,260  | 7,281 | 7,292 | 7,304 |
| 乐观情形 | 8,620    | 8,770  | 9,230  | 9,090  | 9,080  | 7,281 | 7,292 | 7,304 |
| 悲观情形 | 6,330    | 6,300  | 6,320  | 8,600  | 6,310  | 7,281 | 7,292 | 7,304 |
| 之前预测 | 10,060   | 10,120 | 10,820 | 9,530  | 10,620 |       |       |       |

\* 市场价格为 2011 年 9 月 26 日收盘

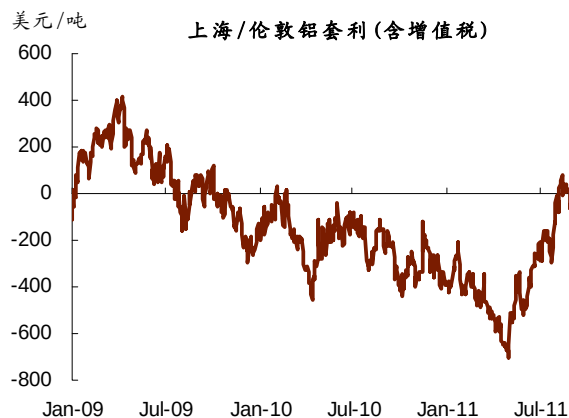
资料来源：中金公司研究部

### 其他有色金属价格关键在于中国边际成本

中国是镍（高炉镍生铁，每吨 17,000 ~ 18,000 美元），锌（小型矿山，每吨 2,200 美元）和铝（每吨 2,400 美元）的边际供应者。当前中国铝和锌的交易价格低于其边际成本，镍的交易价格接近其边际成本（镍生铁生产近期已经出现一些问题，镍价下滑会导致镍生铁产量进一步放缓）（图表 13）。中国的有色金属供应（特别是锌）将会因此受到冲击，由此将利好国内金属价格并转而通过进口对国际价格形成支撑。当前进口套利窗口已对铝和锌打开（图表 14-15）。此外，对于需求放缓所导致的价格下跌，全球 90 分位成本往往被视作经济减速环境中的第一条价格支撑线。值得注意的是，它们的价格（除铝以外）仍然比这一成本线高出一段距离（图表 16）。

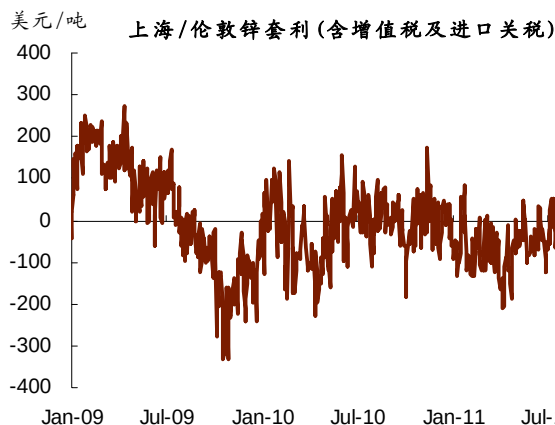
**图表 13：中国铝和锌的交易价格低于其国内边际成本**


资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

**图表 14：铝进口套利开启**


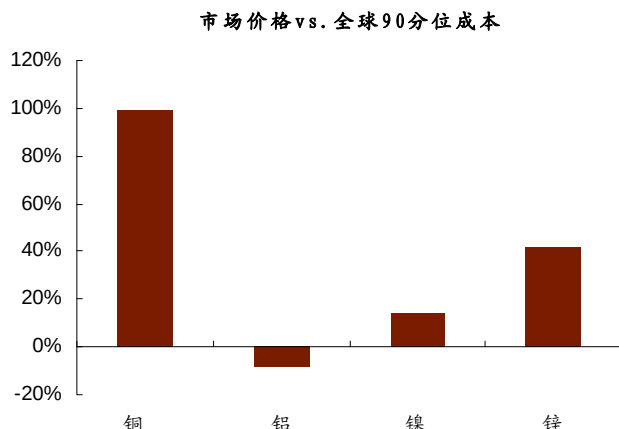
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 15：锌进口套利开启



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 16：金属价格（除铝以外）仍比全球 90 分位成本线高出一段距离



资料来源：彭博资讯，Brook Hunt，中金公司研究部

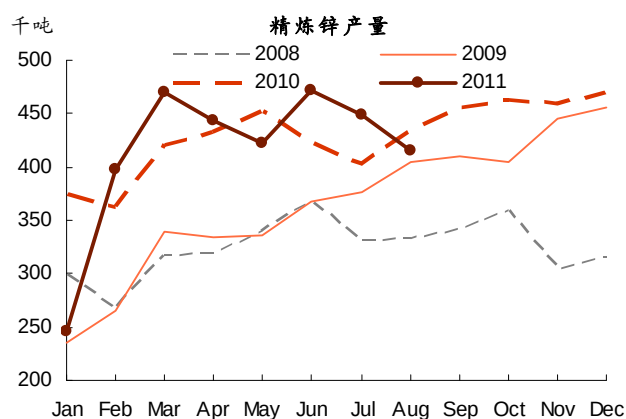
我们认为中国国内供应减速对锌的冲击最为显著，这是因为占中国总产量 50%(世界总产量 15%)的小型矿数据非常难以追踪，而这些产量通常并不被包括在供行业参考的世界成本曲线中，这意味着全球 90 百分成本线可能不像广泛认为的那样具有代表性。近期中国现货市场指标显示，中国的小矿主在当前价格下惜售，同时冶炼厂商利润率因精炼金属价格下降而受到严重挤压（图表 17）。精炼金属产量的持续下降使得市场供应收紧（图表 18）。中国锌市场现货升水已经大幅走高，同时上海期货交易所锌曲线也进一步走强（图表 19、20）。

图表 17：冶炼厂商利润率因精炼金属价格下降而受到严重挤压



资料来源：亚洲金属网，彭博资讯，中金公司研究部

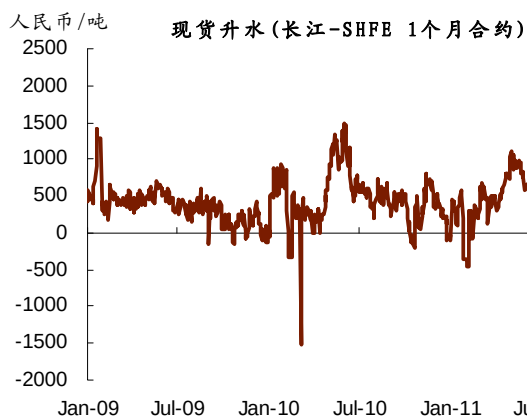
图表 18：中国精炼金属产量的持续下降使得市场供应收紧



资料来源：CEIC，中金公司研究部

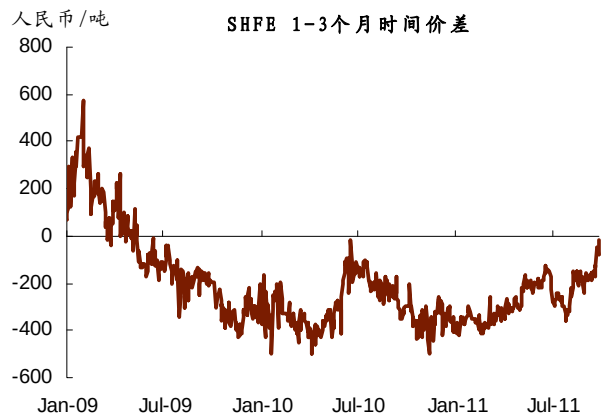


图表 19：中国锌市场现货升水已经大幅走高



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

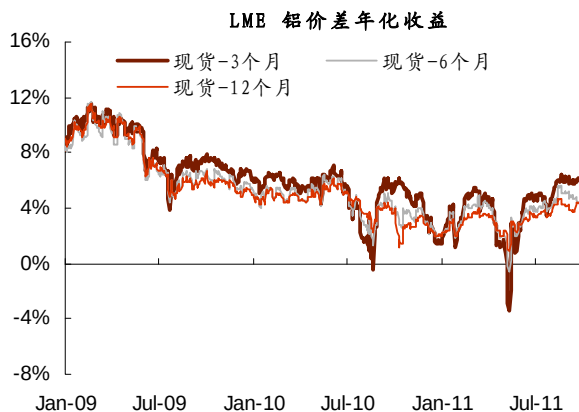
图表 20：上海期货交易所锌曲线也进一步走强



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

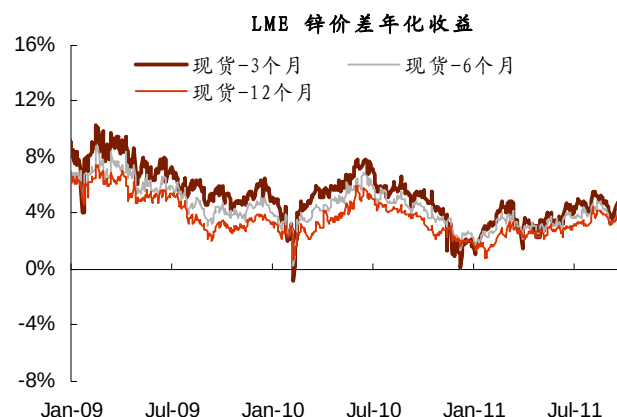
另外，在低利率的环境下，LME 时间价差的走弱会进一步鼓励融资交易，降低可用金属比例，可能对铝和锌产生支撑，并使商业升水降幅放缓（图表 21、22）。

图表 21：铝时间价差走弱可能鼓励新的融资交易



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 22：锌亦是如此



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

如图表 23 显示，除了下调铜价预期，我们也对其他有色金属价格预期作出下调，并对它们逐一进行了悲观情形分析。

图表 23：有色金属价格预测

|   |      | 中金公司预测 |        |        |        |        | 市场价格   |        |        |
|---|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|   |      | \$/t   | 3个月    | 6个月    | 12个月   | 2011平均 | 2012平均 | 3个月    | 6个月    |
| 铜 | 基准   | 8,340  | 8,280  | 8,170  | 9,030  | 8,260  | 7,281  | 7,292  | 7,304  |
|   | 悲观   | 6,330  | 6,300  | 6,320  | 8,600  | 6,310  |        |        |        |
|   | 之前预测 | 10,060 | 10,120 | 10,820 | 9,530  | 10,620 |        |        |        |
| 铝 | 基准   | 2,370  | 2,330  | 2,280  | 2,490  | 2,290  | 2,219  | 2,240  | 2,281  |
|   | 悲观   | 2,020  | 1,950  | 1,950  | 2,440  | 1,950  |        |        |        |
|   | 之前预测 | 2,470  | 2,460  | 2,310  | 2,530  | 2,370  |        |        |        |
| 镍 | 基准   | 19,630 | 19,390 | 19,000 | 23,220 | 19,120 | 18,032 | 18,049 | 18,059 |
|   | 悲观   | 16,200 | 16,140 | 16,050 | 22,440 | 16,080 |        |        |        |
|   | 之前预测 | 21,330 | 21,090 | 20,700 | 23,600 | 20,820 |        |        |        |
| 锌 | 基准   | 2,200  | 2,190  | 2,150  | 2,300  | 2,160  | 1,901  | 1,918  | 1,946  |
|   | 悲观   | 1,750  | 1,740  | 1,740  | 2,190  | 1,740  |        |        |        |
|   | 之前预测 | 2,350  | 2,310  | 2,240  | 2,350  | 2,260  |        |        |        |
| 铅 | 基准   | 2,230  | 2,210  | 2,170  | 2,450  | 2,180  | 1,889  | 1,902  | 1,925  |
|   | 悲观   | 1,780  | 1,770  | 1,770  | 2,350  | 1,770  |        |        |        |
|   | 之前预测 | 2,410  | 2,370  | 2,300  | 2,380  | 2,320  |        |        |        |

\* 市场价格为2011年9月26日收盘

资料来源：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  
上海市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

北京市建国门外大街甲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  
卓远商务大厦一座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

### 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

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 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



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