

### 导读

- ◆ **铜价再创高点后进行调整**: 2009 年年底铜价再掀涨势, 在 2010 年 1 月 7 日达到 7800 美元, 此后铜价陷入高位调整。
- ◆ **铜价调整原因之一: 中国央行加强对新增贷款的控制**。在新年的第一、第二周里中国央行上调央票利率, 并出人意料地上调存款准备金率, 这令市场担心中国货币政策转向。
- ◆ **铜价调整原因之二: 美元汇率上涨, 避险需求增加**。欧洲主权国家债务问题继续受到市场关注, 同时欧洲数据疲软, 美国经济好转, 这使得美元表现强劲, 给铜市形成一定压力。
- ◆ **后市观点: 铜市重挫 下跌风险仍然存在**。

### 铜价陷入调整 释放避险压力

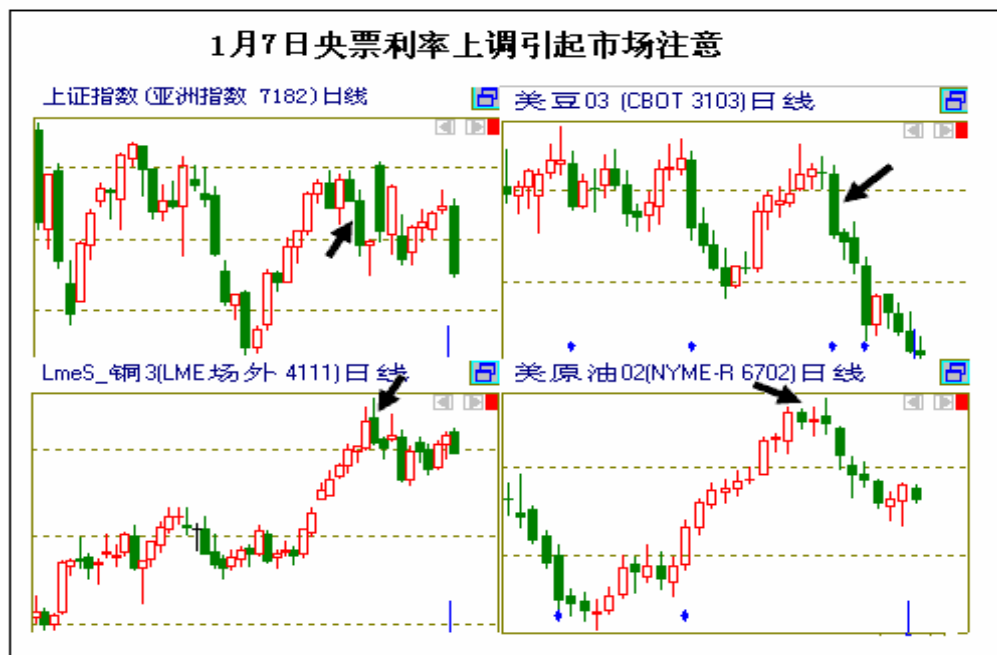
2009 年年底国内外铜市场再掀涨势, 铜价刷新 2009 年高点, 在 2010 年年初继续上行, 1 月 7 日创高点后进入调整。其中 LME 三个月铜最高达到 7800 美元, 国内沪铜指数最高达到 63391 元, 此后铜价陷入高位震荡之中。分析来看, 铜价在 2009 年年底再掀涨势, 并且涨幅接近 15%, 这与智利最大铜矿 Codelco 下属 Chuquibambilla 铜矿在 2010 年 1 月 4 日和 5 日罢工有关, 虽然时间很短, 但在 2009 年年底给市场很大想象空间。另外新年第一个数据显示全球制造业强劲增长, 这也加大了铜价的涨势。从 1 月 7 日开始, 铜市的震荡加大, 如果对比整个商品市场, 可以发现在周边市场一片疲软的氛围中, 铜市的表现还是最强的, 因此此时的系统性因素显得更为重要。

### 一. 中国加强对新增贷款限制引发市场担忧

新年伊始, 中国股市和整个商品市场呈现跨年度行情, 价格大幅上涨, 但至 7 日开始, 整个市场的涨势开始动摇, 并且在 1 月 12 日出现大幅下滑。回顾当时的情况来看, 最主要的原因是市场对中国收缩流动性的担忧上。因为 1 月 7 日央行发行的 3 个月期央票中标收益率结束 09 年 8 月 13 日以来的连平局面, 上涨了 4.04 个基点。而在此前一天央行网站上对 2010 年工作任务描述也再次引起市场的关注。央行网站上发布公告称, 该行将利用信贷与货币供应政策稳定价格水平, 管理通货膨胀预期, 这与中国政府最近曾表示的“将在保持经济增长、调整经济结构及管理通货膨胀预期之间实现平衡”的言论重心有所不同, 表明中国政府正将其政策重心从单一的保持经济增长逐步转向抑制通货膨胀风险, 这加重了市场对通胀来临和央行收紧流动性的预期, 因此打击了金融和商品市场的信心。而中国人民银行 12 日决定, 从 1 月 18 日起上调存款准备金率 0.5 个百分点至 15.0%, 这更给市场更大的打击。从中国股市当天的走势可以看出, 央行上调准备金率是出乎市场意料的。分析来看, 央行票据即中央银行票据, 是中央银行为调节商业银行超额准备金而向商业银行等发行的短期债务凭证,

其实质是中央银行债券。央行票据主要用于承担短期政府债券的功能，对于调控货币供应量、调节商业银行流动性水平、熨平货币市场波动和引导利率走势发挥了重大作用。此次央行上调存款准备金率和央票利率的目的都在于调控货币供应量上。因为在 2009 年国家新增贷款 9.59 万亿后，中国货币供应量增幅在 25% 以上。货币流动性过剩在 2009 年吸引了大量投机需求，2010 年年初大宗商品的再次上涨给央行增加了很大压力。尤其是在 2010 年第一周里，中国新增贷款高达 6000 亿，市场普遍预期第一季度贷款有望达 2-2.5 万亿元人民币，在这种背景下，央行提前开始调控政策链。中国央票利率和存款准备金率上调令市场担心中国货币政策开始转向，1 月 20 日市场更是传出央行通知银行停止放贷的传闻，这引发股市和商品市场进一步大幅回调。针对以上问题，最近国家高层纷纷表示仍会坚持适度宽松的货币政策，温总理在 19 日的国务院第四次全体会议中指出一季度要“保持货币信贷合理充裕，着力优化信贷结构，把握好信贷投放节奏，防范金融风险，提高金融支持经济发展的可持续性”，中国银监会主席也公开辟谣，并在“亚洲金融论坛”上表示预计今年新增贷款会在 7.5 万亿。

从理论和实践来看，扩大货币供应对物价的影响会滞后 6 个月到 1 年时间，虽然目前各国已经降低新增贷款增幅，但货币存量仍会对物价产生巨大的影响，今年上半年通胀仍是各国政府要面对的问题。从政府调控作用来看，最初的调控只能减缓经济发展的速度，估计在年中时政府将会利用利率手段来控制通胀。我们认为，短期内市场仍会消化中国央行所采取的动作，但在调控起到显著作用之前，金属市场仍有在经济增长和通胀的氛围中上行的动力。



## 二. 美元汇率走高给市场形成威胁

历史上看，铜价与美元汇率有良好的负相关性，尤其是 2009 年美国开始实行定量式宽松货币政策引发美元大跌，成为铜市上涨的主要原因。但从 2009 年 11 月底以来，美元汇率表现出很强的态势。虽然在美元汇率反弹时铜价只是以调整来应对，但还是给铜市以一定的压力。分析来看，美元汇率走强以迪拜事件为开始，其后欧洲国家主权债务评级下调令市场意识到对外投资的风险，再加上美国数据好转，市场对美国升息的预期提前，众多因素给美元以支持。

### 1、“迪拜事件”提升投资者风险意识

“迪拜事件”发生在 11 月 27 日，阿拉伯联合酋长国负债累累的迪拜酋长国宣布，它将重组其最大的企业实体迪拜世界(Dubai World)，这是一家业务横跨房地产和港口的企业集团。迪拜还宣布，将把迪拜世界的债务偿还暂停 6 个月。这一惊人之举使投资者对迪拜偿还其巨额债务的能力迅速降低了信心，并大幅推升了债务违约保险的价格。这一事件也是迪拜发生经济危机一年来出现的最严重后果，这个城市国家一度欣欣向荣的房地产业去年底发生崩溃引发了此次经济危机。后来因为从阿布扎比获得了 100 亿美元融资，“迪拜事件”得到过渡。“迪拜事件”本身并不是太大，不过，“迪拜事件”最终引发投资者风险意识的提升，使得目前并不便宜的新兴市场资产价格出现适度回归。在这个过程中，美元指数也出现阶段性的筑底反弹行情，进而使得全球资产价格、尤其是新兴市场资产价格出现调整。

### 2、希腊危机使市场避险需求增加

在 2010 年 1 月中旬，希腊主权债务危机成为市场关注焦点。其实欧元区主权债务问题在“迪拜事件”过程中就已经显现。在欧元区，各成员国实行统一的货币政策，但却实行独立的财政政策。根据欧元区稳定与增长协议规定，欧元区各国的财政赤字/GDP 比重必须控制在 3%以下。但在 2009 年各国债务占 GDP 之比已经远超过这个水平。截止 2009 年上半年，希腊占比已经达到 7.7%，爱尔兰达到 11.05%，西班牙达到 6.7%。2009 年 12 月 8 日惠誉将希腊主权信用评级由“A-”降为“BBB+”，中期前景亦被下调至负面，而希腊亦成为首个主权评级下调至 A-以下的欧元区成员国。2009 年 12 月 9 日，标准普尔又将西班牙主权债务前景由“稳定”下调至“负面”，表示未来 2 年内西班牙主权债务评级可能遭到下调。2009 年 1 月，标准普尔评级公司下调了葡萄牙、西班牙、希腊的主权信用评级，并将爱尔兰的信用展望级别从“稳定”下调到“负面”。据悉，希腊公共债务高达 GDP 的 113%，而总债务已达 3000 亿欧元（约合 4420 亿美元），按照一般标准衡量，希腊实际上已经破产了。另外最新数据显示，其 2009 财年赤字占 GDP 的比例达到的 12.7%。希腊信用遭“降级”引发了一个值得担忧的问题，作为严重依赖欧洲央行获得临时性融资的国家，希腊政府将本国债券作为“抵押品”抵押给欧洲央行，获得央行的资金支持。实际上，欧洲央行对于“抵押品”是有资质要求的，2008 年美国雷曼兄弟公司倒闭后，欧洲央行于 2008 年 10 月暂时下调了“抵押品”的资质要求门坎，将抵押品评级要求从“A-”下调至“BBB-”，这项规定将在 2010 年年底到期。也就是说，如果欧洲央行没有下调抵押品评级要求，希腊的“抵押品”就不合格了。希腊的财政危机在目前成为市场关注的焦点，市场担心这种危机会蔓延至欧元区其他国家，引发了市场的恐慌。从最新情况来看，希腊财政部长乔治·帕帕康斯坦丁努 14 日在此间公布了希腊未来 3 年的经济稳定与增长计划，这项计划主要内容包括削减公共支出，改革税收体系，推动支柱经济的发展，旨在引领希腊走出经济危机。为期两天的欧盟财长会议 19 日在布鲁塞尔落下帷幕。与会财长们对希腊的纾困计划表示支持，但并未如外界推测的那样对希腊“施以外援”。欧盟负责金融事务的委员阿尔穆尼表示，希腊的计划“富有雄心”，欧元区成员国财长们将与希腊保持定期沟通，以保证希腊能实行其“改革计划”。希腊的债务危机在一定程度上引起了欧盟甚至全世界的担忧。人们担心爆发第二轮经济危机，只是这次受打击的可能不再是银行系统，而是那些还不起债的国家和经济体，先是阿联酋的迪拜，接着是希腊，下一个还不知道是谁。这种担忧在市场上漫延，使得市场避险需求增加，美元受到追捧，近期来看，美元走强和避险需求仍会给铜市形成压力。

## 铜市重挫 下跌风险仍然存在

周五国内铜市交投略有减少，铜价大幅低开后曾在空头打压下跌向停板，但下午第二节交易时空头大量空仓，铜价收回部分损失。其中上海4月铜收于51950元，下降2000元。持仓减少3030手，降至35.7万手。成交量为50.76万手。隔夜LME铜价大幅下挫，铜价跌破6400美元后最低见到6335美元，收盘于6372美元，下降218美元。持仓增加2366手。隔夜LME铜价大幅下挫，从原因上看，欧元区债务危机的升级引发市场恐慌是导致铜价大跌的主要原因。在信贷市场，欧元区巨额赤字成员国债务的违约担保成本上涨，从而浇灭了投资者的希望，他们原本以为欧盟委员会对希腊预算方案的限制承兑能够抚平市场的恐慌。此前欧盟委员会施加更多压力要求希腊削减赤字；同时葡萄牙政府在一次拍卖会上只卖出3亿欧元（合4.17亿美元）的国债，而招标意向是5亿欧元；西班牙政府提高了2010年到2012年的预算赤字预期。市场对欧洲方面的担忧打压欧元兑美元汇率跌至八个月以来的最低水平，并带动整体美元指数上涨0.7%。欧元区的问题令市场意识到2009年政府救市的负面作用正在显现，从而导致资金大量流出股市和大宗商品的高风险市场。我们认为，近期政治和经济风险事件将主导市场，铜市的下跌风险仍未消除。从技术上看，铜价仍有继续下行的可能，第一目标位为6000美元。阻力位为6500美元。交易上偏空操作。

**风险提示：**我们的观点可能因行情变化而随机应变,欢迎来电交流。本报告仅作参考之用，不管在任何情况下，本报告都不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。报告是针对商业客户和职业投资者准备的，所以不得转给其他人员。尽管我们相信报告中数据和资料的来源是可靠的，但我们不保证它们绝对正确。我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。未经允许，不得以任何方式转载。