

[2009.03.17]

## 铜库存：乾坤大挪移？

## ——周期性行业反思之六

策略团队

021-38676673

Zhangxiuqi@gtjas.com

## 摘要：

LME 期铜自 2 月中旬开始一改去年颓势，库存出现下降，价格连续上涨，最高涨幅达 16%。市场不禁要问：除了出于避险需要的黄金外，基本金属也将走强？我们认为首先要清楚本轮上涨的动因是什么：中国收储铜消息刺激？套利推动？抑或是基本面的改善？我们的分析结论是：

（1）中长期看，基本金属的价格走势仍由下游需求决定。历史上，OECD 领先指标能较好的领先铜库存 12 个月左右。从目前的 OECD 领先指标看，铜库存拐点尚未出现，未来仍有升高压力，还看不到复苏的迹象。

（2）我们怀疑 LME 铜库存减少并不是全球需求复苏所致，而只是在中国收储和市场套利行为下铜库存实现了“乾坤大挪移”，属于事件性套牢。从注销仓单的数据来看，LME 铜的注销仓单近几天持续回落，铜库存的减少或将终止。按 3 月 11 日的收盘价，铜现货进口盈利已经下滑至 50 元/吨，预计 3 月份中国铜进口可能环比下滑。

（3）我们也注意到过去 3 年中 2-5 月均为铜价的上升周期，季节需求的转好或有可能刺激铜价近期走高，中国下游需求确有所改善（尤其是电力设备），因此，铜价如果走高也就是受到季节性因素影响。

国泰君安研究所策略部

王成

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

章秀奇

021-38676673

zhangxiuqi@gtjas.com

张林昌

021-38676702

zhanglinchang@gtjas.com

张堃

021-38676641

zhangkun@gtjas.com

翟鹏

021-38676640

zhaipeng@gtjas.com

陈思郁

021-38676284

chensiyu@gtjas.com

张吟

021-38676675

zhanghan@gtjas.com

张昂

021-38676434

zhangang@gtjas.com

张赧

021-38676053

zhangyun007589@gtjas.com

## 本期作者

张昂

021-38676434

zhangang@gtjas.com

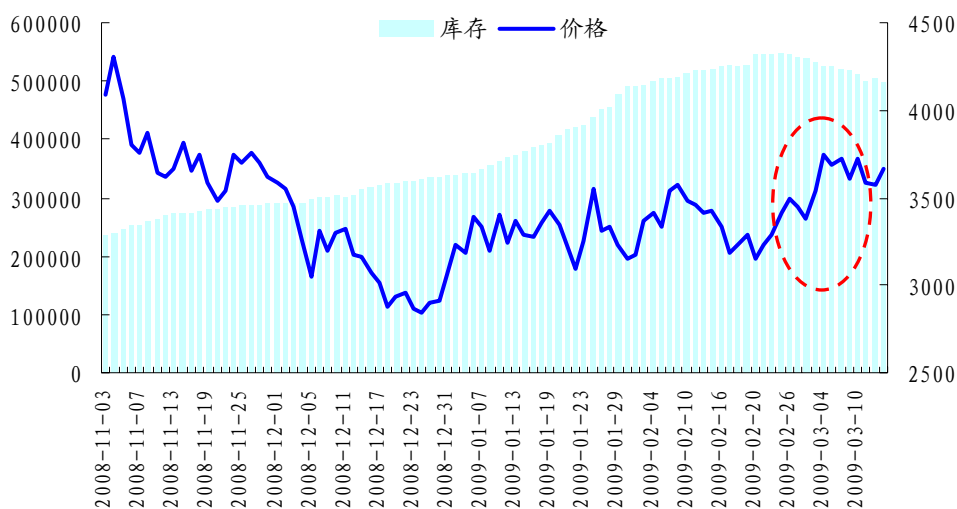
张林昌

021-38676702

zhanglinchang@gtjas.com

注：本报告只对国泰君安重点客户发送，  
不对外公开发布。

图 1: LME 期铜自 2 月中旬开始一改去年颓势, 库存出现下降, 价格连续上涨, 最高涨幅达 16%。



数据来源: 国泰君安研究所, Wind; 下同

表 1: 中国是最大的铜消费国, 其下游需求 50%来自于电力设备

	交通运输	电力	建筑	一般工程	轻工	其他	占全球消费
美国	10%	21%	50%	9%	10%	0%	18.7%
欧洲	41%	10%	31%	10%	5%	3%	30.2%
日本	8%	33%	22%	7%	18%	12%	8.0%
中国	2%	50%	3%	0%	15%	30%	21.0%

注: 美国欧洲中国消费比例为 2006 年数据, 日本消费比例为 2003 年数据

图 2: 从基本面上看, 受电网投资拉动, 2 月份中国的电力设备产量同比增速达 48%, 显示了下游需求的确有所改善。

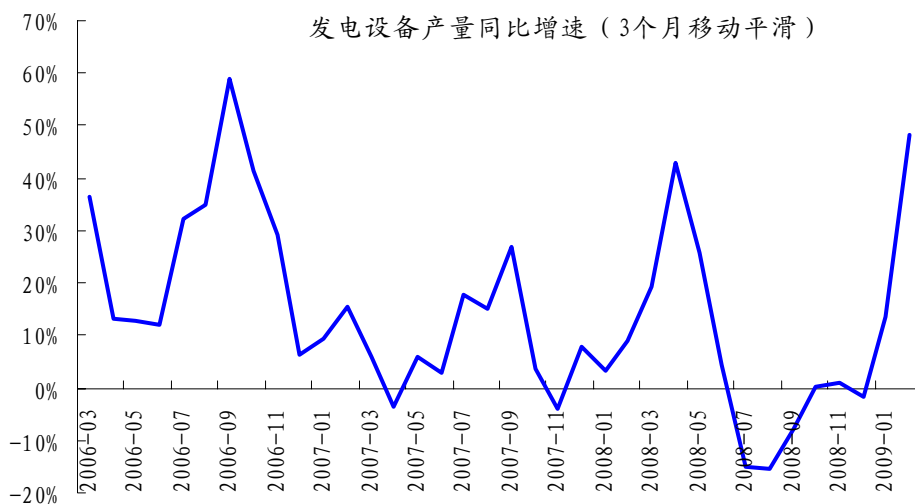


图 3: 从历史数据看, 当国内国际铜价差达到一定的套利空间时, 铜进口数据就会显著上升。2 月份现货进口盈利平均达到 1303 元/吨。2 月份中国未锻造铜及铜材进口量达到 32.93 万吨, 创历史高位。而按 3 月 11 日的收盘价, 铜现货进口盈利已经下滑至 50 元/吨, 预计 3 月份中国铜进口可能环比下滑。

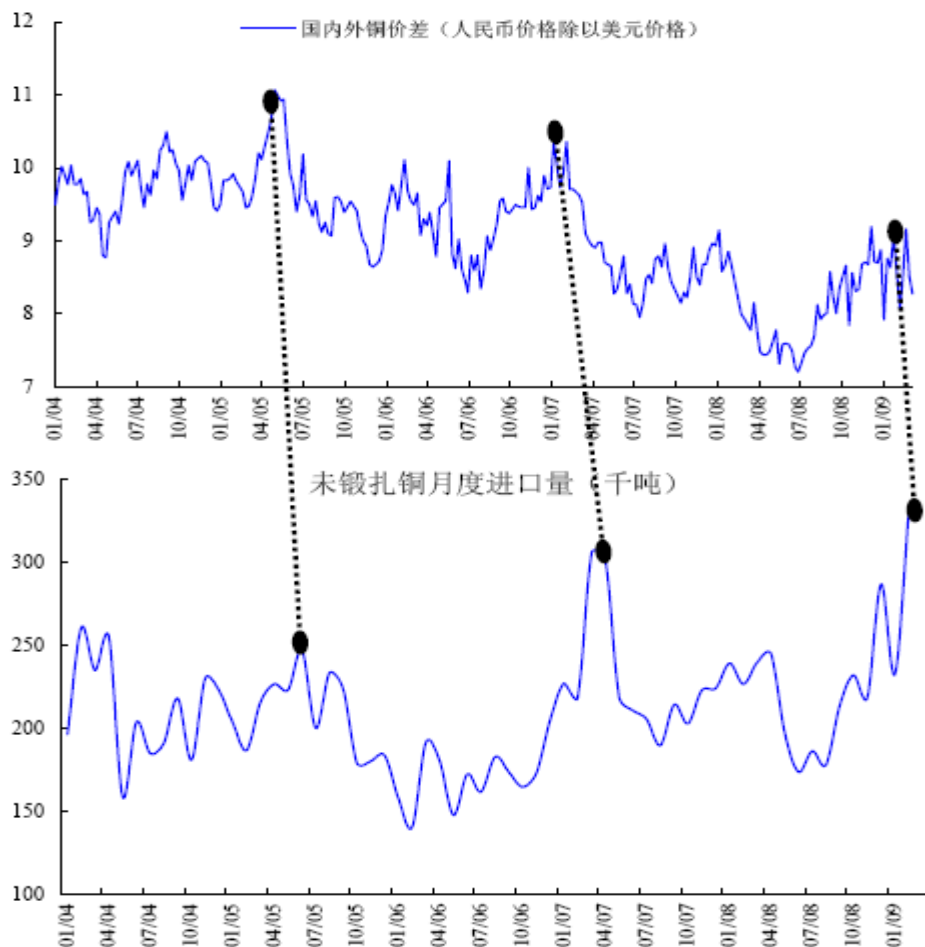


图 4: 从 2 月中旬开始, 上期所铜库存明显上升, 使我们怀疑 LME 铜库存减少并不是全球需求复苏所致。而只是在中国收储和市场套利行为下铜库存实现了“乾坤大挪移”。

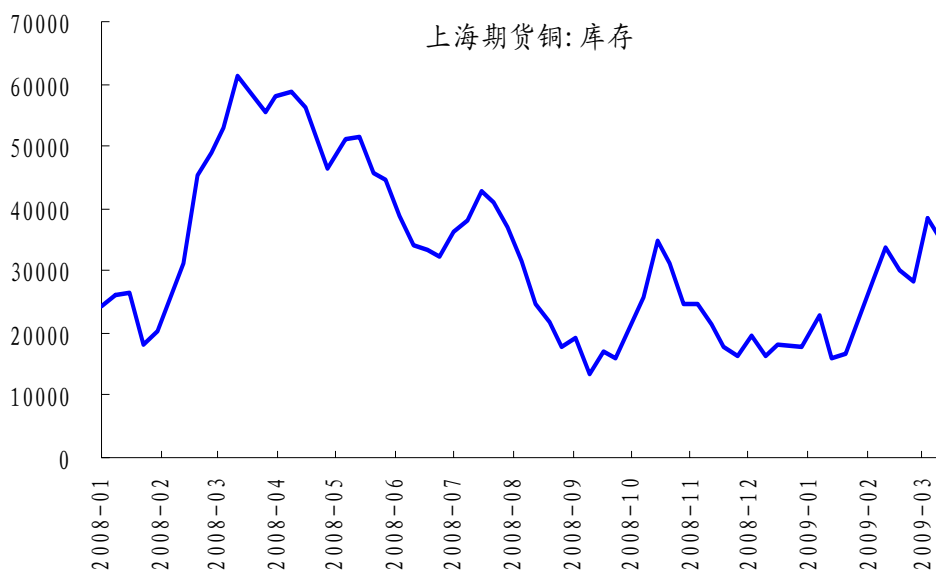


图 5: 反映经济基本面的 OECD 领先指标能较好的领先铜库存 12 个月左右。从目前的 OECD 领先指标看, 铜库存拐点尚未出现, 未来仍有升高压力

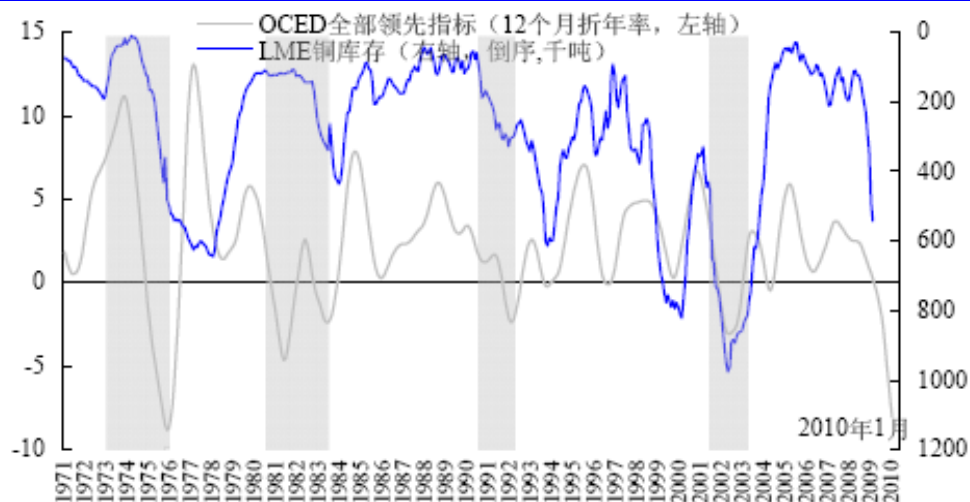
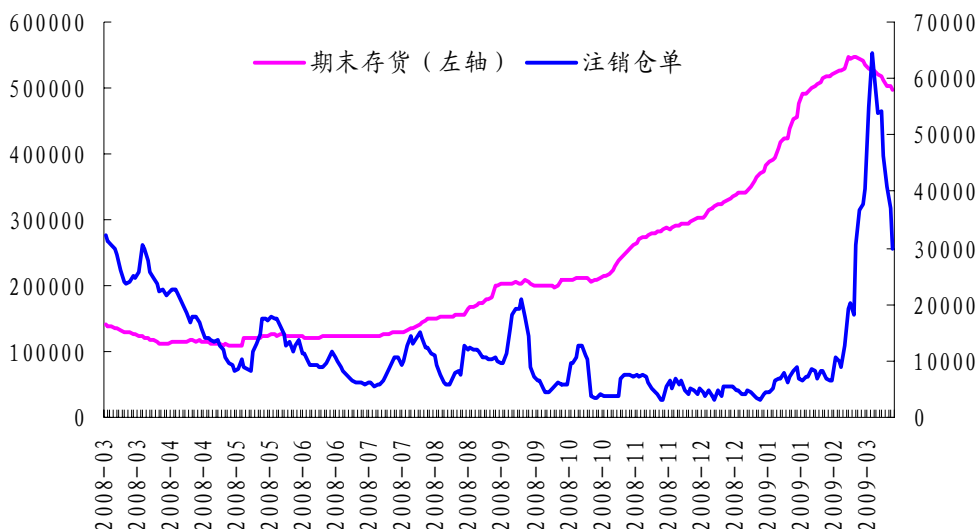


图 6: LME 铜的注销仓单近几天持续回落, 铜库存的减少或许即将终止



注: 注销仓单是表示仓单所有者未来准备从仓库提取的金属库存。因此, 注销仓单是一个 LME 仓库金属库存中现货需求的有用指标

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码：518026

电话：(0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100140

电话：(010) 59312799

国泰君安证券研究所网址：[www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)

E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)