

标准银行（Standard Bank）11 月月报

概述

- I 如预期一样，11 月是基本金属的下跌月，因价格被稳固的抛压带动走低。走软的主要原因是信贷市场危机的广泛影响的担忧以及对明年美国经济减缓的速度快于预期，从而减少工业金属需求的担忧。我们并不认为美国经济会出现衰退，我们对基本金属需求的前景也没有看空。
- I 由于市场仍在寻找方向，技术面因素日益成为每日交易中的重要因素，因此价格在圣诞之前可能保持振荡。
- I 整体而言，现货市场相当疲软，正如升水下降和交易所库存上升所显示的那样。其他迹象也显示目前大部分金属供应充足，尤其是美国和欧洲的供应。在明年的经济增长不确定的情况下，买家们趋于观望，在开始采购之前等待更清晰的需求前景信号。
- I 对我们 2007 年的价格预期作最后一次调整时，我们在 11 月市场走软之后将大部分金属的预期下调 1-3%，我们怀疑年底之前大部分金属将继续走软。铅下调的幅度最大，下调 4.6%，因我们没有预计到从 10 月记录高点开始的调整如此严重。锡是唯一一个 2007 年价格预期基本保持不变的金属，在 14635 美元/吨。我们 2008 和 2009 年的价格预期也保持不变。
- I 铝经受住市场近期的冲击，表现好于其他大部分金属。不过短期内，铝的基本面不是非常强劲。本月我们对我们的供需平衡作出的调整导致 2008 年可能出现更大的过剩，但 2009 年的短缺也在增加。整体而言，长期内铝的基本面仍然是最强劲的，尤其是随着中国在 2009 年成为净进口国。
- I 对镍而言，尽管缺乏有力的证据显示不锈钢部门的需求复苏，但市场显然一致认为需求将从 2008 年初开始大幅改善。在那之前镍价可能盘整。
- I 铅的牛市开始分解。库存上升、Magellan 矿山的中断结束，同时有初步的信号显示中国的供应再度增加。由于预期 2008 和 2009 年供应过剩，铅价的最高点可能已经过去。
- I 对锌而言，虽然在新的一年里将对一些商品指数重新调整权重，加上一些空头平仓可能为锌价提供短期支撑，但涨势可能被抛空。我们怀疑中国的出口将在未来几周大幅增加，



深圳代表处电话: 86-755-82720088
 传 真: 86-755-82720068
 中国·深圳市福田区深南大道 6019 号
 金润大厦 17A (邮编:518040)
 本信息仅供会员参考, 不构成任何投资建议

因库存持有者急于在传言的出口关税调整之前出口。明年中国的出口和产量应该受限, 这将支撑锌价。不过大幅过剩似乎不可避免, 因此价格仍将承压。

LME 现货价格和预期

Commodity	Actual Prices				Forecasts			
	Nov 07	Ytd Avg.	Ytd Range	2006	Dec 07	2007	2008	2009
Aluminium	2,507	2,855	2,317 - 2,953	2,567	2,470	2,610	2,580	2,650
Copper	6,067	7,150	5,226 - 8,301	6,730	6,810	7,130	7,015	6,770
Lead	3,528	2,568	1,375 - 3,980	1,288	2,720	2,610	2,720	2,085
Nickel	30,010	37,607	25,055 - 51,200	24,267	23,050	27,020	31,075	30,250
Tin	18,822	14,486	10,175 - 17,320	8,763	15,800	14,620	14,825	14,025
Zinc	2,541	3,304	2,214 - 4,253	3,273	2,400	3,230	2,730	2,475
Aluminium Alloy	2,204	2,107	2,100 - 2,310	2,290	2,275	2,195	2,150	2,175
NASDAQ	2,280	2,177	2,051 - 2,325	2,286	2,285	2,215	2,125	2,150

铝

近期铝价保持相对稳定, 上涨空间受到高库存的抑制。远期价格仍然存在强烈的兴趣, 继续受到良好支撑, 表明对铝长期前景的人气保持强劲。

不过短期内, 铝的基本面多空交织。有利好因素, 如能源、运费和原材料成本上升, 也有利空因素, 如需求走软和产量增长强劲。

我们将 2007 年中国原铝产量的预期调整至 1250 万吨。我们也提高了明年中国消费的预期, 并对我们的供需平衡作出其他一些小幅调整。尽管我们预计的 2008 年的过剩量小幅扩大, 但 2009 年的短缺也在增加。

因此, 长期内铝的基本面仍然是最强劲的, 尤其是随着中国在 2009 年成为净进口国。

远期价格达到新高

与其他金属相比, 近期铝价相对坚挺。不过上涨空间受到高企的 LME 库存的抑制, LME 库存在 12 月初重新突破 93.5 万吨。

远期价格的买兴保持强劲, LME 现货/27 个月价差增加至近 200 美元/吨的贴水, 因远期价格达到历史高点。

铝基本面多空交织

虽然铝的长期基本面可能相对强劲, 但近期基本面疲软, 因冶炼商的产量上升、交易所库存

增加。远期前景走强主要是因为中国可能在 2009 年转变成为铝净进口国。这是因为我们认为中国政府将成功限制原铝的新投资，因此产能增长将落后于需求增长。能源价格高涨和中国取消电价补贴引发的成本问题也可能导致产量增长减缓。

目前中国的产量继续高涨

我们将 2007 年中国的产量预期调整至 1250 万吨，同比增长 33.7%。今年产量的迅速增长受到底廉的氧化铝价格、稳定的电力市场和大幅增长的半成品制造需求拉动。近期中国的半成品产能剧增是由于与能源型的原铝工业相比加工业获得的待遇更好。我们估计到 2011 年单中国的平轧产能就将超过 1000 万吨/年。

现货升水疲软

在供应充足和消费者在年底之前释放库存的情况下亚特兰大的现货买卖活动继续走软。美国 P1020 的中西部升水从 10 月的 3.75-4.00 美分/磅走低至 11 月的 3.25-4.00 美分/磅。不过明年市场看来较为强劲，因远期升水吃紧，2008 年上半年交货的升水达到 4.5-5.0 美分/磅的高点。在欧洲，鹿特丹的现货升水也从 10 月中的 115-130 美元/吨走软至 110-1115 美元/吨。

短期内氧化铝价格振荡

氧化铝市场受到货运市场吃紧的严重影响，货运市场吃紧增加了的铝土矿和氧化铝的运输成本。第一个对这些市场情况有所反应的就是中国的生产商，其将国内交货的氧化铝价格从 3400 元/吨（459 美元/吨）提高至 3800 美元/吨（513 美元/吨）。这在短期内是一个利好因素，因在转移至 LME 铝价之前不会持续太长时间。

明年走低

在 2008 年，我们认为现货氧化铝价格将下跌，到年底可能达到 200 美元/吨的低点，除非出现不可抗力因素，并导致产量大幅缩减。氧化铝价格跌破 200 美元/吨是不可能的，因有些产能将被迫关闭。

全球铝供需平衡

Thousands of tonnes	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Production										
Africa	1,178	1,364	1,372	1,408	1,711	1,753	1,894	1,814	1,840	2,048
N. America	5,341	5,252	5,415	5,455	5,108	5,373	5,332	5,515	5,005	5,030
L. America	2,167	1,951	2,229	2,275	2,335	2,351	2,435	2,557	2,740	2,731
Asia	2,320	2,059	2,113	2,317	2,535	2,944	3,236	3,575	3,700	4,314
W. Europe	4,071	4,158	4,260	4,075	4,857	4,711	4,551	4,645	4,691	4,895
Australia	2,660	2,121	2,170	2,158	2,376	2,253	2,224	2,312	2,360	2,302
China	2,832	3,265	4,470	5,025	6,255	7,743	8,315	12,500	14,025	15,145
CIS + E. Europe	2,058	4,040	4,141	4,345	4,580	4,640	4,740	4,935	5,021	5,450
Total	24,422	24,432	26,120	27,948	25,831	31,841	30,900	38,021	40,744	42,824
Year-on-year % change	5.1%	0.0%	6.9%	7.0%	-5.7%	17.7%	-2.9%	18.2%	7.2%	5.1%
Consumption										
N. America	5,781	6,251	6,525	6,854	7,240	7,502	7,825	7,525	7,715	7,841
Asia (excl. China)	5,547	5,304	5,470	6,001	6,540	6,757	6,341	6,050	7,400	7,534
W. Europe	5,070	5,720	6,038	6,152	6,505	6,717	7,035	7,248	7,388	7,611
China	3,566	3,550	4,180	5,148	6,336	7,051	8,430	11,497	13,030	15,023
Others	3,138	3,202	3,218	3,400	3,335	3,030	3,016	3,250	3,458	3,630
Total	21,097	21,076	25,630	27,577	30,173	31,001	31,175	37,170	40,208	43,639
Year-on-year % change	7.0%	(0.1%)	19.1%	7.0%	8.0%	2.8%	0.5%	15.7%	7.4%	7.9%
Implied surplus (deficit)	(675)	(357)	590	(729)	(642)	(141)	(275)	943	461	(835)
Stocks analysis										
AI	1,737	1,740	1,500	1,625	1,705	1,757	1,521			
LME	522	621	1,241	1,423	593	644	695			
COMEX	155	270	540	213	51	153	122			
SHFE	18	31	11	22	83	95	14			
Total	2,432	2,662	3,302	3,383	2,432	2,650	2,352	4,217	4,763	4,487
Stocks as % weekly output	7.4	8.4	12.7	12.1	7.2	8.3	7.6	11.2	11.7	10.5
LME cash prices										
Historical & base case (\$/tonne)	\$1,540	\$1,448	\$1,850	\$1,431	\$1,716	\$1,095	\$2,557	\$2,640	\$2,590	\$2,650
(cents/lb)	91.3c	89.8c	115.6c	89.4c	107.2c	67.4c	159.8c	164.4c	161.9c	165.6c

Source: Standard Bank Group, ICF INTRES, LME, COMEX, SHFE

与其他基本金属市场相比, 近期铝相当坚挺。不过我们仍然认为库存压力将抑制短期内的反弹。我们 2008 年的过剩预期增加, 但 2009 年的短缺预期也增加。因此我们对铝的长期基本面保持谨慎看多。

铜

铜遭受市场对美国经济前景的担忧和需求可能结束增长并弱于预期的预期冲击。我们并不认为美国经济会出现衰退, 我们对铜需求的前景也没有看空。

第四季度所预期的中国买盘的重返没有实现, 从而导致铜价缺乏方向, 并使铜更多的暴露于外部因素。

对供应的担忧没有远去, 但目前形成市场人气方面似乎已经退居次席。

我们仍然认为 2008 年供应紧张, 尤其是在上半年。

对需求的担忧打压铜价

11 月铜价下跌, LME3 个月价格跌至 6549 美元, 为 3 月以来的最低位。

LME 库存在这一月稳步攀升, 因库存释放。库存上升是 11 月铜价走软的主要原因之一。不

过还有许多其他原因，包括信贷市场危机的广泛影响和对明年美国经济的减缓将快于预期，从而减少工业金属需求的担忧。库存的持续增加被空头视为需求已经受到不利影响的证据。

对中国需求走软的担忧有误

在铜价转跌之前看涨人气许多是由于中国在第四季度购货的预期产生。这没能实现，在中国政府努力抑制经济增长，并预期中国主要的出口市场（美国）开始下滑的情况下，市场现在担忧中国需求的前景。10月精铜净进口 93963 吨，基本与 9 月持平，事实上，进口没有上升是由于预期需求平稳。

不过，我们要指出的是以历史标准看 10 月的进口水平仍然较高，这告诉我们尽管中国确实没有进入库存重建周期，但整体需求仍然足够强劲。事实上，10 月铜半成品产量保持强劲，达到 528854 吨，大大高于今年迄今为止的平均水平。此外，SHFE 库存在 11 月下降近 22500 吨/40%至九个月的新低。

对中国产量走强的担忧似乎合理

上个月市场没有准确获得中国的产量数据。数据显示 10 月是创记录的一月，国家统计局报告产量在 357700 吨（同比增长 42.5%），而中国有色金属工业协会报告为 322525 吨（增长 27.7%）。

考虑到紧张的精矿市场、低廉的 TC/RC 费用和今年年初中国几大冶炼商的减产，我们认为产量将低于这两个数字。但即使这样，10 月的产量也是历史高点。我们必须承认这在我们的意料之中。我们反复强调对中国冶炼商是否将大幅减产的怀疑，即使今年和明年许多冶炼商将暂时亏损。

全球铜供需平衡

Thousands of tonnes	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Mine production										
Total	13,211	13,826	13,570	13,705	14,907	14,521	15,020	15,705	15,740	17,520
Year-on-year % change	5.5%	3.1%	(0.2%)	1.0%	8.0%	-2.5%	3.2%	4.3%	0.2%	11.3%
Refined production										
Africa	0	410	447	454	504	510	521	580	730	156
N. America	2,756	2,830	2,896	2,974	2,130	2,162	2,156	2,175	2,210	2,530
E. America	0,330	0,365	0,384	0,390	0,366	0,348	0,325	0,345	0,320	0,315
Asia (excl. China)	0,259	0,267	0,266	0,403	0,341	0,351	4,200	4,430	4,700	4,600
China	1,356	1,510	1,610	1,306	2,179	2,300	0,047	0,215	0,500	0,360
Australia	487	560	549	454	400	460	420	490	540	575
Europe	0,323	0,411	0,420	0,300	0,449	0,320	0,306	0,693	0,700	0,310
Total	14,020	15,644	15,271	15,254	15,351	16,657	17,962	18,205	19,320	20,225
Year-on-year % change	1.0%	5.5%	(2.4%)	(0.1%)	4.6%	4.4%	5.4%	-1.1%	5.7%	4.7%
Refined consumption										
N. America	2,775	2,910	2,971	2,900	3,101	2,967	2,893	2,920	2,690	2,960
E. America	516	590	432	494	541	552	554	570	590	520
Asia (excl. China)	1,127	8,861	1,190	1,210	1,660	1,383	1,680	1,970	1,100	1,110
China	1,976	2,357	2,771	3,007	2,571	3,310	3,520	4,573	1,780	1,030
Europe	1,781	1,732	1,651	1,701	1,631	1,814	1,308	1,580	1,550	1,100
Other	280	206	337	352	333	306	313	300	400	390
Total	15,262	15,090	15,381	15,799	16,341	16,750	17,468	18,345	15,165	19,575
Year-on-year % change	7.6%	(1.4%)	1.8%	3.1%	3.3%	(1.1%)	4.3%	5.0%	(16.3%)	13.2%
Implied surplus/deficit	(504)	(544)	(500)	(529)	(590)	(493)	(94)	(80)	155	250
Stocks analysis										
LME	257	790	658	491	46	32	121			
COMEX	50	244	262	235	44	6	31			
SHFE	100	24	75	121	32	53	31			
Producers	253	390	240	200	200	240	250			
Mechanist	21	27	13	33	20	17	15			
Consumers	182	101	161	145	141	125	152			
Total	560	1,695	1,712	1,212	519	548	688	628	789	1,093
Stocks as % of annual supply	3.3	5.6	5.0	4.0	1.6	1.7	2.0	1.6	2.1	2.7
LME cash prices										
Historical & base case (\$/tonne)	\$1,814	\$1,577	\$1,558	\$1,790	\$2,956	\$3,684	\$6,750	\$7,130	\$7,015	\$6,770
(cents/lb)	\$2.36	\$1.95	\$1.95	\$2.29	\$3.74	\$4.68	\$8.75	\$9.12	\$8.92	\$8.71

Sources: Standard Data Group, ICSG, INMS, LME, COMEX, SHFE

我们坚持认为近期铜价的上涨和对需求前景恶化的担忧引发了一些库存释放。不过我们不认为明年美国经济会衰退, 我们对铜需求也没有看空。

同时, 近期和长期内的供应面仍然存在问题, 例如 Cananea 的持续罢工和新开采项目的延期和暂停。

基本面仍然紧张, 并且在明年上半年仍将进一步吃紧, 目前铜市场的人气似乎过度看空, 不过可能是之前市场在 10 月初过度看多。气氛紧张的交投可能仍将继续, 这意味着价格将保持振荡。

铅

铅价在 10 月受众多利好因素推动逼近 4000 美元/吨的记录高点——LME 库存下降、澳大利亚的精矿运输中断、中国的需求强劲和中国的产量和出口下降。

LME 库存的趋势在 11 月大幅反转, 同时市场获得 Ivornia 中断的 Magellan 矿山的发运明年年初可能重启的消息。还有信号显示中国的供应再度增加。

铅的牛市可能开始分解。

多头已经平仓，铅价从高点回落了 25%左右。近期内铅价可能保持振荡，但未来两年应该继续走低，因市场转向过剩。

获利了结中断铅价的反弹

11 月铅大幅回撤，3 个月价格从月初的 3700 美元/吨以上下跌至 2800 美元/吨。进入 12 月继续下跌，市场现在逼近 2600 美元/吨。多头平仓为铅的下跌提供了大部分动能。

精矿缓解

Ivernia 表示对其位于澳大利亚年产 10 万吨的 Magellan 铅矿在 2008 年初重启充满信心。今年前期由于 Esperance 港口附近的鸟类铅中毒，该矿关闭。发运滞留在该港口的 9000 吨精矿的建议已经向当局提出。理论上这批材料可以在 3 月之前离开港口，而 Fremantle 政府允许 Ivernia 使用其港口的决定预计将更快作出。

我们已经预计 Magellan 重启四分之一，因此我们不需要调整我们的观点，但这似乎导致一些投机资金开始撤离市场。

中国的供应也可能复苏

10 月中国的精炼铅产量环比增长 4.3%至 224206 吨，净出口增长 136.3%至 9226 吨。新加坡的 LME 库存也开始上升，亚洲的升水在 11 月从 150-180 美元/吨大幅回落至 50-70 美元/吨。这一证据表明中国的铅供应开始复苏。同时由于中国的铅精矿进口走高（10 月环比增长 17.2%），精铅产量可能进一步上升。

中国的出口关税可能进一步调整

不过，中国政府正考虑将精炼铅的出口关税提高至 15%。今年前期将关税提高至 10%抑制了出口，并使进口精矿的来料加工贸易无利可图。出口关税进一步增加可能继续抑制国内产量和出口，不过在那之前，我们可能看到大批的发运，因冶炼商在关税调整之前急于出口。这可能可以解释 11 月库存的上升和新加坡升水的下降。

市场仍然短缺

ILZSG 最新的数据显示全球铅市场缺口从 8 月的 18000 吨扩大至 9 月的 20400 吨, 中国的需求增长。今年前九个月的缺口达到 94000 吨, 与我们的全年预期一致。全球铅需求同比增长 3.7%, 中国的需求增长 20.7%。欧洲的需求下降 1.3%, 美国的需求持平。全球铅矿产量增长 4.0%, 精炼铅产量增长 3.5%。

全球铅供需平衡

Thousands of tonnes	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Min production										
Total	5,648	5,822	5,831	5,111	5,129	5,425	5,442	5,585	5,610	5,945
Year-on-year % change	3.7%	(3.1%)	(0.2%)	(13.9%)	0.4%	5.6%	0.3%	2.6%	0.5%	5.8%
Refined production										
Africa	125	132	144	138	100	130	122	148	155	170
N. America	1,062	1,056	1,043	1,054	1,745	1,775	1,700	1,712	1,685	1,640
L. America	221	229	244	238	270	270	268	295	282	310
Asia (ex. China)	1,063	1,011	1,030	1,030	1,068	1,008	1,100	1,210	1,200	1,320
China	1,160	1,100	1,320	1,091	1,091	2,891	2,700	3,010	3,460	3,820
Australasia	270	280	311	316	281	270	248	260	275	275
Europe	1,681	1,300	1,702	1,590	1,509	1,702	1,615	1,600	1,720	1,770
Total	6,612	6,022	6,670	6,291	6,907	7,697	7,876	8,239	8,812	9,810
Year-on-year % change	6.7%	(9.1%)	10.8%	(4.8%)	9.8%	13.8%	2.3%	4.4%	6.3%	11.2%
Refined consumption										
N. America	2,118	2,070	1,851	1,825	1,818	1,691	1,521	1,525	1,610	1,600
L. America	213	191	205	207	204	207	249	245	265	270
Asia (ex. China)	1,425	1,350	1,450	1,576	1,505	1,520	1,571	1,810	1,820	1,790
China	590	720	957	1,100	1,510	1,870	2,160	2,825	2,680	3,120
Europe	2,619	2,254	2,617	1,925	1,964	2,020	1,500	1,950	1,920	2,000
Others*	147	149	124	150	150	140	145	140	144	150
Total	6,489	6,478	6,842	6,034	7,292	7,779	7,569	8,450	8,769	9,850
Year-on-year % change	3.2%	(0.2%)	5.6%	(13.3%)	18.4%	7.0%	(2.4%)	11.1%	3.5%	11.2%
Diff. value	36	11	0	33	36	86	19	0	0	0
Implied surplus (deficit)	185	187	31	(10)	(258)	(199)	29	(119)	79	180
Stocks analysis										
LWIE	131	98	181	100	40	41	11			
Producer	140	186	142	188	187	140	137			
Consumer	163	190	159	100	180	100	118			
Merchant	2	1	1	1	1	2	2			
Total	440	476	483	490	399	299	259	173	252	430
Stocks as % of stocks base	3.1	3.1	3.5	3.1	3.1	3.0	3.0	3.1	3.1	3.5
LME cash prices										
Historical & base case (\$/tonne)	\$484	\$476	\$450	\$516	\$507	\$375	\$1,204	\$2,510	\$2,720	\$2,065
(cents/lb)	23.60	23.50	22.50	25.40	25.30	18.40	58.40	124.40	133.40	103.70

Sources: International Lead Zinc Study, ILZSG, IAGI

供应似乎正在复苏, 或者至少显示明年将复苏, 不过这可能因中国出口关税的再度增加受阻。铅价在 12 月初下滑至 2600 美元/吨似乎有点过度, 但可能刺激逢低买盘冬季替换电池的需求上升, 尽管明年的前景仍然基本平衡, 但我们仍然认为将小幅过剩, 这应该继续打压价格。

镍

11 月镍市场的情况与 10 月一样——等待不锈钢部门需求复苏的信号。

不过我们仍然预计将从 2008 年初开始复苏, 不锈钢行业的信号强劲。在那之前镍价可能保

持区间振荡。

预计反弹还为时太早

在 11 月中，LME3 个月镍价强劲上涨，突破 34000 美元/吨。带动反弹的是预期不锈钢行业将再度增产。不过似乎仍然过早，一些钢厂计划开始增加不锈钢产量的有力证据仍然非产少，因此没有导致镍库存大幅持续的释放。LME 库存仍在上升，注销仓单仍然不高，现货/3 个月价差仍处在大幅贴水，现货升水仍在走低，所有这些没有一个表明镍市场吃紧，或者有大型的不锈钢市场买家重返。

因此，镍的反弹逐渐消失，镍价回吐所有涨幅，回落至 26000 美元/吨关口。

中国的信号混乱

目前对中国不锈钢市场健康状况的信号混乱。

一方面，我们在 11 月底得到报告称中国的不锈钢市场仍然疲软，因此生产商将在 12 月进一步缩减销售。中国最大的不锈钢生产商太原钢铁公司表示 12 月将 300 系不锈钢的国内供应环比减少 30%，11 月减少 20%。也是中国最大的生产商之一的山西太钢不锈钢公司也考虑在 12 月减产 30%，因需求下降，而 200 系不锈钢生产商广州连州不锈钢厂将减少一半供应，传言其他钢厂，包括宁波宝新不锈钢、张家港浦项不锈钢和天管圆通不锈钢也将至少减产 10%。

另一方面，有许多证据显示市场没有这些钢厂要减产所显示的那样疲软。我们的信息显示整体而言，几大不锈钢厂在 8 月和 9 月减产之后利用率恢复到 10 月和 11 月的正常水平。事实上，最新的镍贸易数据似乎支持对目前中国的市场环境较为看多的看法。10 月精炼镍进口 9182 吨，是今年的第二高位，环比增加 34%，同比增加近 21%。

总之，我们对不锈钢厂减产的情况有所保留，我们不会立即假设市场隐藏材料意味着不锈钢产量（及镍的消费）因此受到影响。

欧洲的不锈钢市场 2008 年回升

在第三季度的季报中，ArcelorMittal 表示对欧洲的不锈钢市场相当乐观，其表示不锈钢需求已经回升，并可能在明年年初进一步改善。较高的进口水平和不锈钢消费商和批发商强劲的

库存释放导致 ArcelorMittal 第三季度的不锈钢总发运量较前个季度下降 21% 至 432000 吨。

公司认为第四季度是市场的一个转折点。

ThyssenKrupp 和 Outokumpu 之前强调不锈钢的终端需求整体强劲, 并预计 2008 年也将强劲, 而现货贸易商报告现货镍的业务开始小幅反弹。第四季度前期对废料和镍铁的询价回升, 进一步显示本季度不锈钢行业开始转折。

全球镍供需平衡

Thousands of tonnes	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Mine production										
Total	1,174	1,224	1,248	1,264	1,327	1,386	1,474	1,600	1,720	1,915
Year on year % change	11.0%	4.3%	1.9%	1.2%	5.0%	4.3%	6.1%	8.6%	7.0%	11.3%
Refined production										
Asia	50	62	65	64	65	66	65	65	64	61
N. America	154	144	145	144	152	149	154	148	144	139
L. America	116	121	116	107	102	108	112	100	101	106
Asia (excl. China)	171	164	167	174	177	175	177	188	194	190
China	51	50	51	50	73	86	139	202	211	220
Australasia	155	174	181	167	165	170	169	170	182	230
Europe	400	446	434	451	488	475	469	490	504	510
Total	1,089	1,164	1,181	1,181	1,260	1,282	1,366	1,464	1,617	1,698
Year on year % change	5.0%	6.9%	1.4%	0.0%	6.2%	1.7%	6.4%	7.0%	10.3%	5.0%
Refined consumption										
N. America	167	147	130	130	133	145	154	148	151	156
L. America	75	70	77	74	77	77	76	73	73	74
Asia (excl. China)	401	398	406	422	421	417	423	437	451	474
China	33	38	34	125	150	160	245	306	342	370
Europe	452	491	478	461	481	447	469	468	486	491
Others*	34	33	33	49	40	34	40	41	42	44
Total	1,122	1,164	1,178	1,215	1,245	1,280	1,365	1,438	1,504	1,532
Year on year % change	3.7%	3.6%	0.6%	3.0%	2.3%	1.2%	6.2%	5.0%	4.6%	0.2%
Inventory surplus (deficit)	(30)	50	(51)	37	5	22	(20)	15	13	27
Stocks analysis										
LME	10	19	22	24	21	30	6			
Producer	74	74	69	71	77	71	75			
Consumer and merchant	30	29	34	22	5	4	6			
Total	113	121	109	119	98	111	87	105	116	143
Stocks as % of weeks' cover	8.2	8.7	4.0	5.1	4.1	4.8	1.3	3.7	4.0	4.7
LME cash prices										
Nickel & base cost (\$/tonne)	\$8,541	\$8,546	\$8,772	\$8,949	\$10,652	\$14,735	\$24,287	\$17,620	\$11,275	\$10,250
(\$/lb)	\$5.52	\$5.70	\$5.47	\$5.57	\$6.65	\$9.18	\$15.12	\$10.79	\$6.94	\$6.37

Sources: Standard Bank Group, IWS, NBSG

尽管缺乏有力的证据显示不锈钢部门的需求复苏, 但市场显然一致认为需求将从 2008 年初开始大幅改善。今年剩余时间内镍价可能振荡, 我们继续预计明年上半年将跟随改善的需求小幅反弹。

锌

虽然空头平仓, 加上在新的一年将一些商品指数重新调整权重可能为锌价提供支撑, 但涨势可能被抛空, 因为我们怀疑中国的出口将在未来几周大幅增加, 因库存持有者急于在传言的出口关税调整之前出口。

明年中国的出口和产量应该受限, 这将帮助市场收紧。不过大幅过剩似乎不可避免, 因此价格仍将承压。

锌价最疲软的一月

最近几月锌一直是基本金属中最疲软的, 11 月也不例外。3 个月价格触及 2206 美元的低点, 重返心理上的重要关口 1 美元/磅, 而一年前最高达到 2 美元/磅。尽管锌价月底反弹, 但 11 月仍然是平均价格自 2006 年 3 月以来最疲软的一月。

库存仍在下降

LME 锌库存处在历史性低位, 并且仍在下降, 不过从最低点上升了约 2 万吨。11 月的最后十五个交易日库存每天下降, 月底降至 79750 吨。上海库存也在 11 月的最后两周下降。

但即将增加

不过, 目前令市场担忧的不是交易所库存的下降, 而是潜在的大幅增加。事实上, 本月的主要消息和市场的主要焦点是中国的出口在取消 5% 增值税退税并可能在明年开征 5-15% 出口关税之前大幅增长的威胁。

中国的出口可能暂时大幅增长

LME/SHFE 价差暂时是中国出口商的阻碍。事实上, 10 月中国的出口处在 2006 年 3 月以来的最低位, 并且净进口近 16000 吨。不过 LME/SHFE 价差现在已经反弹, 这意味着更多的锌可能再度从中国出口。出口可以大幅增长, 因国内市场供应过剩。锌向西方转移可能使 LME 库存在 11 月之后大幅上升。

但 2008 年可能大幅走低

在最初向海外运送过多的库存之后, 我们认为即将来临的关税调整将对锌价相对利好。明年出口可能受到严重限制, 就像今年前期开征 10% 关税之后的铅出口那样。中国国内的锌产量增长可能也需要抑制, 尤其是因为国家发改委打算采取另外的措施抑制锌冶炼过度投资。不过, 中国仍然有大量的新建冶炼产能正在建, 因此我们还不急于下调我们的锌产量预期。

ILZSG 数据不太利空

ILZSG 的最新数据不是非常利空。全球精炼锌市场从 8 月的小幅过剩转变为 9 月短缺 23100 吨。今年 1-9 月短缺 46000 吨, 消费同比增长 3.3%, 因中国 (增长 10.2%) 和欧洲 (增长 5.1%) 抵消了美国需求的下降 (5.1%)。全球锌矿产量增长 7.8%, 精炼锌产量增长 7.6%。整体而言, 今年前三个季度的数据基本与我们全年的预期一致, 不过美国需求弱于我们的预期, 而欧洲需求稍稍强于我们的预期。本月我们对我们的供需平衡作出一些小幅调整, 但 2007 年市场基本平衡的和 2008/2009 年过剩的整体预期不变。

全球锌供需平衡

Thousands of tonnes	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Mine production										
Total	8,838	9,085	9,801	9,750	9,788	10,155	10,400	11,040	12,117	13,880
Year-on-year % change	3.0%	1.7%	(0.8%)	0.6%	2.8%	4.8%	2.4%	8.1%	7.8%	15.0%
Refined production										
Africa	109	105	147	157	260	274	275	310	318	515
N. America	1,036	1,034	1,410	1,451	1,468	1,401	1,577	1,404	1,470	1,545
L. America	428	423	405	402	426	482	450	500	506	570
Asia Pac. China	1,817	1,896	2,029	2,158	2,187	2,380	2,460	2,620	2,890	2,850
China	1,807	2,008	2,456	2,240	2,250	2,270	2,417	2,600	2,800	2,850
Australia	404	888	573	918	937	1110	1043	1020	908	815
Europe	2,070	2,072	2,050	2,044	2,050	2,050	2,028	2,024	2,013	2,000
Total	9,997	9,221	9,710	9,979	10,292	10,229	10,704	11,318	12,388	13,288
Year-on-year % change	7.5%	-2.7%	5.0%	1.7%	4.0%	(1.2%)	4.8%	7.8%	7.4%	7.0%
Refined consumption										
N. America	1,135	1,030	1,020	1,078	1,280	1,190	1,410	1,320	1,375	1,500
L. America	360	367	359	372	415	454	450	507	470	520
Asia Pac. China	2,200	2,260	2,260	2,260	2,281	2,268	2,272	2,270	2,260	2,210
China	1,280	1,300	1,280	1,188	1,200	1,211	1,225	1,220	1,210	1,201
Europe	2,016	2,017	2,754	2,760	2,907	2,830	2,750	2,370	2,305	2,000
Others*	410	405	470	440	457	450	475	460	405	500
Total	9,929	9,817	9,859	9,881	10,457	10,042	11,197	11,517	12,201	12,906
Year-on-year % change	0.5%	(1.0%)	0.1%	0.1%	8.4%	(3.9%)	9.9%	8.2%	6.1%	6.4%
Ex-Africa	29	23	3	7	32	36	28	0	0	0
Implied surplus (shortage)	11	222	267	68	(723)	(281)	(207)	8	168	288
Stocks analysis										
LME	195	493	651	740	620	394	90			
Producer	325	377	315	293	231	286	300			
Consumer	127	120	115	114	116	111	107			
Merchant	15	16	14	12	13	10	11			
Total	662	948	1,095	1,159	1,059	800	514	522	806	1,045
Stocks as % stocks end	3.4	8.8	8.1	8.1	8.1	2.9	2.4	2.4	2.8	3.7
LME cash prices										
Historical & Base case (\$/tonne)	\$1,120	\$986	\$779	\$828	\$1,040	\$1,082	\$2,279	\$3,220	\$2,730	\$2,475
(month/ly)	28.2%	40.2%	25.5%	27.6%	47.2%	39.7%	128.2%	140.5%	129.6%	119.9%

Source: Standard Bank Group, ILZSG, LME

在 12 月和 1 月锌价有可能因中国出口走高和 LME 库存上升承压走低。明年中国的出口和产量应该受限, 这将帮助市场收紧。不过大幅过剩似乎不可避免, 因此价格将保持疲软。

锡

锡市场的主要因素仍然是明年印尼可能实施的出口配额。9 万吨的配额将使全球市场吃紧，这可能对锡价形成支撑。

中国是否能填补印尼制造的供应缺口仍然需要观察。

锡价盘整涨势，接近 17000 美元/吨

11 月上半月 LME3 个月锡价继续走高，达到 17400 美元/吨的新高。不过对美国经济前景的担忧导致其他金属疲软，并在下半月波及锡市场。锡价回落至 16150 美元/吨，但此后收复跌幅，上涨的主要拉动力量——明年印尼缩减出口配额的预期——还没有远去。

需求走强

2007 年是锡消费商释放库存的一年，尤其是在上半年。世界金属统计局 (WBMS) 估计今年前六个月全球表观消费增速下降近 5%。第三季度较为强劲，因发生一些库存重建。我们认为这一趋势在第四季度延续，一些利好的信号出现。尤其是 LME 注销仓单从一个月前的 120 吨攀升至 1335 吨的高点，占总库存的 10%。注销仓单的绝大部分在新加坡，表明亚洲的需求回升。贸易商和消费商可能重建库存，以便在明年市场吃紧之前确保供应。

中国仍是一个精炼锡净进口国

考虑到近期国内需求的强劲回升和紧张的供应，锡可能大部分在中国国内消化。最新的贸易数据显示 10 月这一全球最大的精炼锡生产国保持是一个净进口国。净进口 1184 吨，9 月净进口 2385 吨。

但产量反弹

我们之前已经表达了对中国产量难以增长，从而减少出口的担忧，但 10 月精炼锡产量和锡精矿进口创记录减轻了一些这样的担忧。精炼锡产量达到 13211 吨，环比增长 10.7%，同比增长 11.5%，而精矿进口从 300-500 吨左右的正常水平飙升至 15659 吨。

缅甸出名

10 月中国精矿进口数据的大幅增长显然是因为从缅甸的进口大幅增长。可能有一些统计错

误, 材料被错误分类, 或者该数据是指低品位矿石, 而不是精矿。不过如果数据是准确的, 那这样的进口显然将有助于缓解中国精矿市场的紧张, 可以使冶炼商提高产能利用率。

相似的是新加坡锡业公司 (STI) 11 月宣布 2008 年计划在缅甸建设一座年产 1.2 万吨的冶炼厂来处理当地的矿石和精矿。这表明缅甸可能正在生产大量的原材料, 从而印证中国精矿进口的大幅增长。

印尼的出口配额

我们知道 Bangka-Belitung 省的官员已经向政府提交了一份 9 万吨精炼锡出口配额的建议以待批准。我们也听说不会再有冶炼商获得运营许可证。

全球锡供需平衡

Thousands of tonnes	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Mine production										
Total	211.6	217.7	218.3	246.1	286.8	329.1	317.0	361.0	396.0	421.0
Year-on-year's change	11.0%	1.3%	0.2%	2.9%	11.9%	15.3%	5.3%	4.0%	9.7%	7.1%
Refined production										
Africa	0.1	0.0	0.0	1.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
N. America	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
L. America	69.5	66.0	61.1	60.1	60.1	68.3	73.0	74.6	83.0	87.0
Asia (excl. China)	67.2	102.0	113.9	101.0	112.8	138.8	144.0	190.0	164.0	176.0
China	112.4	100.0	83.8	66.1	117.0	110.2	135.0	145.0	165.0	191.0
Australasia	0.8	1.2	0.8	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
Europe	11.2	11.8	17.3	14.0	11.5	13.8	13.8	14.0	15.0	16.0
Total	261.6	271.1	271.0	277.9	312.8	338.1	368.9	372.0	410.0	416.0
Year-on-year's change	7.5%	3.7%	(0.1%)	2.4%	10.8%	8.1%	8.2%	0.8%	10.1%	1.5%
Refined consumption										
N. America	66.5	68.7	61.3	60.8	63.1	68.0	61.0	66.0	60.0	62.0
L. America	10.0	16.2	12.0	14.0	13.2	15.0	17.0	16.0	21.0	23.0
Asia (excl. China)	70.4	71.8	65.7	60.8	67.1	100.9	107.0	118.0	123.0	130.6
China	61.0	66.0	53.2	71.7	62.9	100.0	123.0	137.0	145.0	138.6
Europe	72.8	74.6	68.9	72.4	68.8	66.0	71.0	66.5	69.0	70.5
Others*	9.2	7.0	6.2	5.0	6.9	6.0	9.1	6.2	6.8	9.5
Total	277.0	285.3	277.3	308.2	340.7	341.9	380.1	392.7	414.3	436.0
Year-on-year's change	11.1%	2.9%	(2.1%)	6.2%	12.1%	0.2%	11.7%	3.2%	5.5%	5.2%
D&A sales	9	8	9	10	9	8	9	8	0	0
Implied surplus (deficit)	(31)	(49)	8	(151)	(119)	5	(21)	(15)	(44)	(11)
Stocks analysis										
LME	12.9	30.6	23.0	14.5	6.1	19.7	13.0			
USA	7.6	7.7	7.8	6.5	6.1	5.4	5.7			
Indonesia	9.8	4.3	6.7	6.7	9.8	5.3	4.0			
Brazil	3.6	3.0	3.6	3.5	3.0	3.0	3.6			
Others	7.7	6.1	5.5	6.7	6.4	6.7	4.7			
Total	38.6	52.3	48.7	38.0	28.0	38.3	28.0	12.8	8.9	19.0
Stocks as No. weeks cons.	7.2	9.6	6.1	9.6	4.8	5.8	8.8	1.7	1.1	2.9
LME cash prices										
Historical & base case (\$/tonne)	\$5,435	\$4,483	\$4,662	\$4,896	\$8,519	\$7,370	\$8,753	\$14,635	\$14,625	\$14,025
(cents/lb)	210.56	208.81	191.26	222.16	369.16	291.36	367.56	606.81	603.45	586.26

Sources: Statens/Bentz Group, ICMS, LME

虽然明年印尼的供应看来将减少, 但可能被上升的中国产量弥补。而且锡价走高已经引发一些新供应源投产或老供应源重启, 例如在缅甸、澳大利亚, 甚至在英国。

本月我们对我们的预期作出一些调整, 整体而言 2008 年将再度短缺。