



北京中期期货经纪有限公司

BEIJING CIFCO FUTURES CO., LTD.

投资年报（铜）

部门：研究发展部

撰写：蒋洪波

2008年1月2日 星期三

期铜筑底特征加强 牛市性质继续保持

——2007年铜市场回顾与2008年展望

研发部 蒋洪波

目 录

第一部分：2007年全年铜市场走势回顾及其市场形态变化模型；

第二部分：基本面分析；

第一方面，利空因素：（1）美国次贷危机的后滞影响仍对美国乃至全球经济增长的打压，使得基础金属中期供需前景堪忧，这成为拖累铜市场持续走弱的根本因素；（2）美国次级房贷危机的后滞影响已经扩散到欧洲及日本，可能会最终影响到中国等正在快速发展中的国家；（3）欧洲铜消费疲软；（4）基本金属需求变得更加依赖于中国，但是单单中国一国的经济高速增长对于基金属市场走强难以构成有效的现实支撑，事实也证明了这一点；

第二方面，利多因素：（1）中国铜进口——10月份表现强劲，中国需求力量仍很强大；（2）全球铜消费持续增长，特别是中国铜消费增长引人注目，并且全球铜需求增长超过供给增长，全年全球精铜供需仍将存在缺口；（3）世界经济的长期增长是支撑铜牛的宏观基础。全球大宗商品价格与世界经济走势有极强的正相关关系；（4）原油等能源价格的上涨对铜的影响；（5）全球特别是中国铜冶炼产能过度扩张，从而使得铜精矿供给持续紧张。

第三部分：相关指标数据分析；

第四部分：后市展望。

内容摘要:

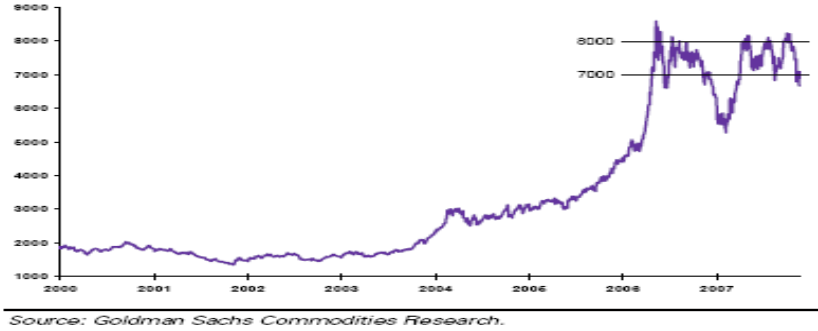
进入 12 月份以来 LME 铜在 7000——6400 价位区间上下震荡，筑底特征明显加强，主要原因是亚洲特别是中国消费力量开始显现，亚洲地区现货升水明显，地区库存处于下降趋势。虽然伦敦库存仍持续增加，近期有可能上升到 20 万吨以上，但上海库存仍处于持续减少状态，这直接造成了伦敦铜现货大幅贴水而上海铜现货大幅升水，两地自今年年初以来再次出现了有利的正向套利的贸易条件，直接表现为中国最近铜进口增速开始加速。美国房贷危机的后滞影响仍在发生作用，直接造成前期市场弱势，并扩散到西方各国，可能会最终影响到我国，这一因素对整体经济的影响力度到底有多大目前还无法测定，这可能会直接导致铜价趋向两个不同价格预期模型：第一种是如果美国房贷危机的后滞影响持续扩大并最终波及到中国的话，目前铜价格的反弹最终失败，新一轮下跌将再度展开，理论目标区间 5600——5200；第二种是如果美国房贷危机的后滞影响正在减弱的话，目前铜价格筑底后将最终震荡上行。我个人仍倾向于第二种价格模型生成的可能性较大，最主要的依据是目前全球的利率结构及世界经济体质能对这样大级别的经济危机产生免疫机能。基于以上的认识，我预期：短期，市场上档技术性压力依然存在，可能导致市场反复震荡以测试下档支撑的有效性，但前期在 6500——6800 这一区间形成空头陷阱的可能性在加大。总之，我个人仍认为铜仍处于大的牛市格局之中，中期，随着中国及美国经济数据的好转并完成量变过程，逐渐成为影响市场的权重因素，市场将继续牛市循环。

第一部分：2007 年全年铜市场走势回顾及其市场形态变化模型。

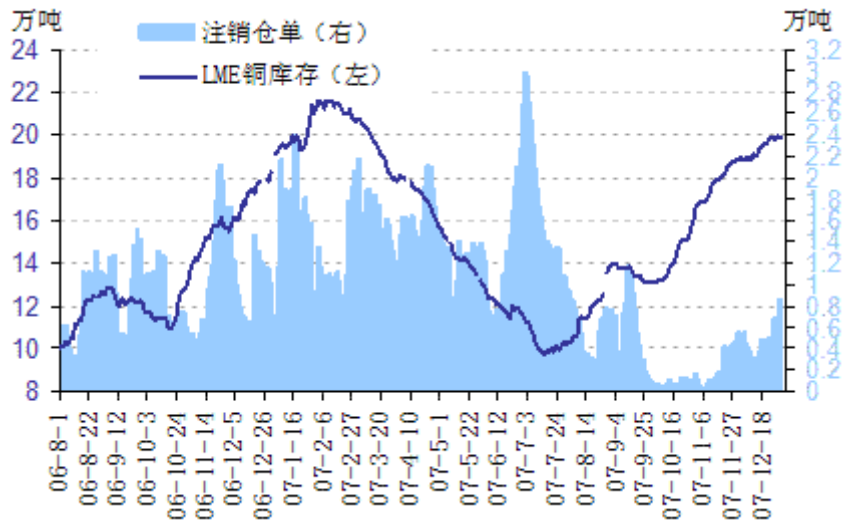
我将 2007 年全年行情分两个阶段：第一阶段：大概从年初到七月中下旬，市场描述为蓄势上冲，震荡等待，伦铜三月连续价格区间从 5300---5900 价格区间提升到 7200---8300 价格区间，同时沪铜三月连续价格区间也从 51000---55000 价格区间提升到 62000---75000 价格区间。市场形态变化模型：1、两市升贴水结构，从有利于铜进口贸易到不利于进口贸易条件。即是从年初 LME 现货贴水一度高达 40 美元以上同时上海铜形成了较强的现货升水格局，转变为年中（7、8 月份）LME 现货升水一度高达 140 美元以上同时上海铜形成了较高的现货贴水格局；2、两市库存增减反向变化。即是 LME 库存持续减少一度减少到 10 万吨以下而上海铜持续增加一度近 10 万吨；3、CFTC 公布的基金净空持续减少。从年初基金净空高达 2 万手以上持续减少到年中只有 5、6 千手；4、两市持仓兴趣持续增加，均到达历史上最高值范畴。LME 持仓兴趣增加到近 25 万手同时上海铜各月份合约持仓兴趣总和高达 16 万手以上。

第二阶段：从七月中下旬至今；美次级债危机爆发及后滞影响持续扩大。市场描述为震荡调整下跌，伦铜三月连续价格区间从 7200---8300 价格区间震荡下跌到 6400---6900 价格区间，同时沪铜三月连续价格区间也从 62000---75000 价格区间震荡下跌到 53000---59000 价格区间。市场形态变化模型：1、两市升贴水结构，从不利于铜进口贸易到逐渐开始有利于进口贸易条件。即是从年中 LME 现货升水一度高达 140 美元以上同时上海铜形成了较弱的现货贴水格局，转变为年底 LME 现货贴水一度高达 50 美元以上同时上海铜形成了较强的现货升水格局，近月份合约间的升水差价扩大到 1000 元以上。两市自今年年初以来再次出现了有利的正向套利的贸易条件；2、两市库存增减继续反向变化。即是 LME 库存持续增加现已增加到近 20 万吨，而上海铜持续减少现已减少到 3 万吨以下；3、基金净空持续减少逐渐转变为增加状态。CFTC 公布的基金净空持续减少变

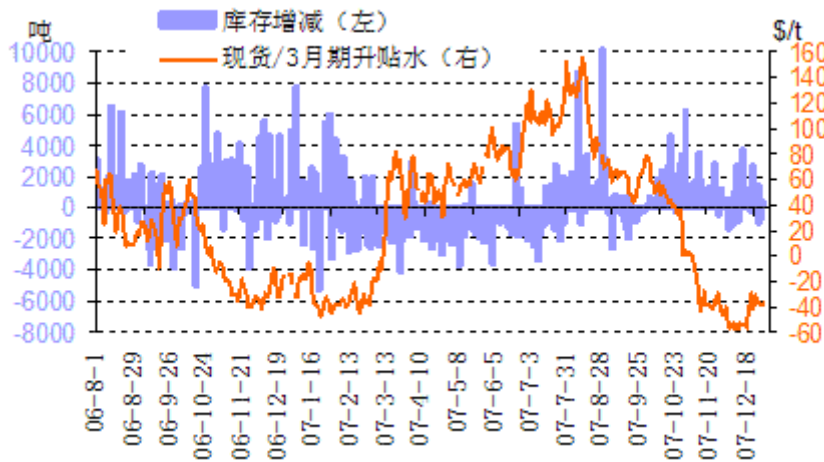
为基金净多，10月中旬基金净多一度为4000手以上，后来再次转为净空，目前基金净空近8000手；4、两市持仓兴趣继续扩大为历史上最高值范畴。LME持仓兴趣保持24万5千手以上；上海铜持仓日总存量继续大幅增加，目前已达到24万手以上。



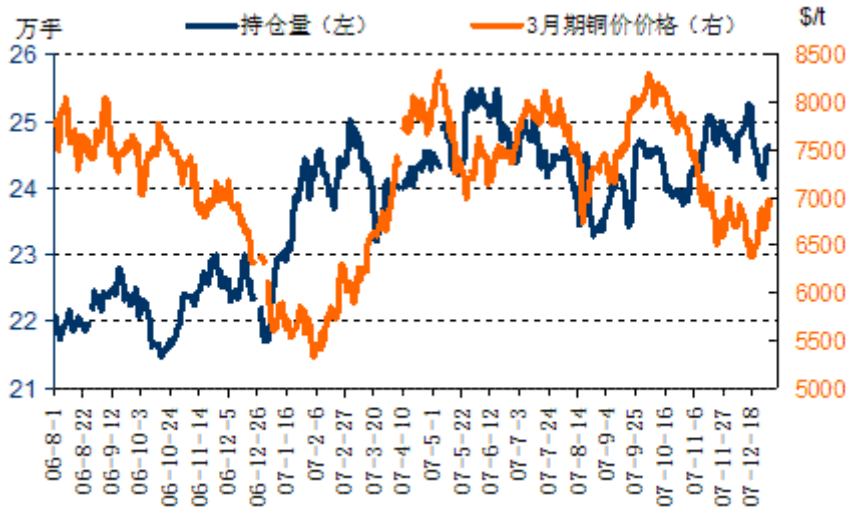
图：LME 铜库存与注销仓单一年来的变化趋势



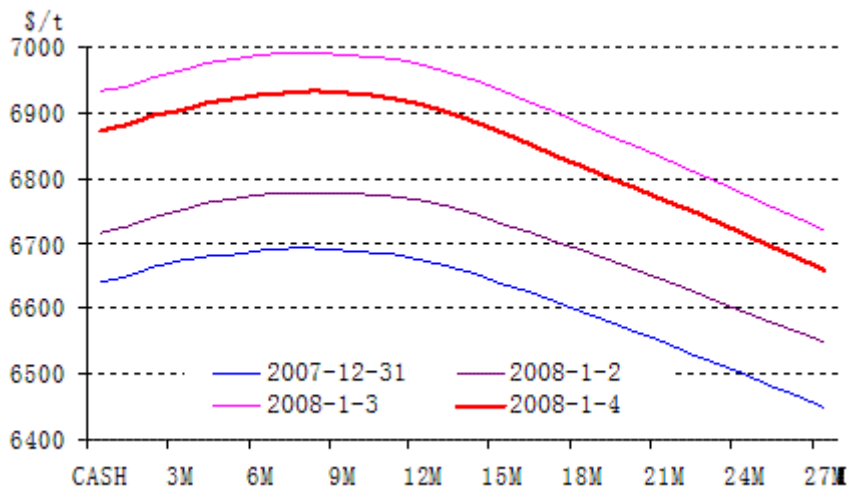
图：LME 铜现货/3 月期升贴水与库存变化一年来的变化趋势



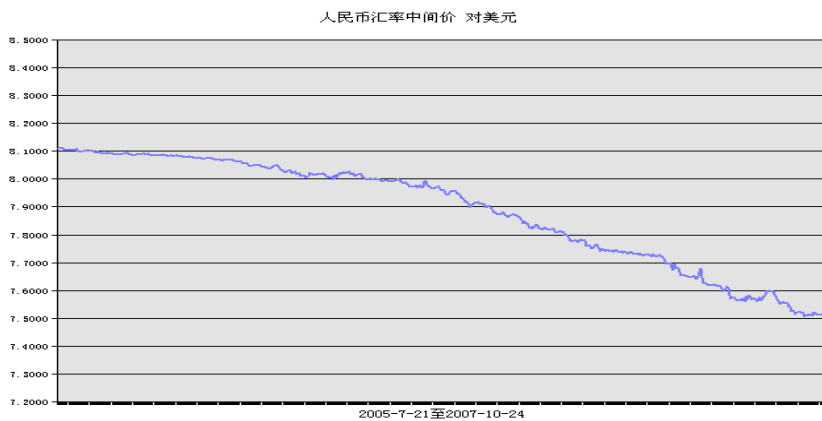
图：LME 铜持仓量与价格一年来的变化趋势



图：LME 铜现货/27 个月远期曲线一年来的变化趋势



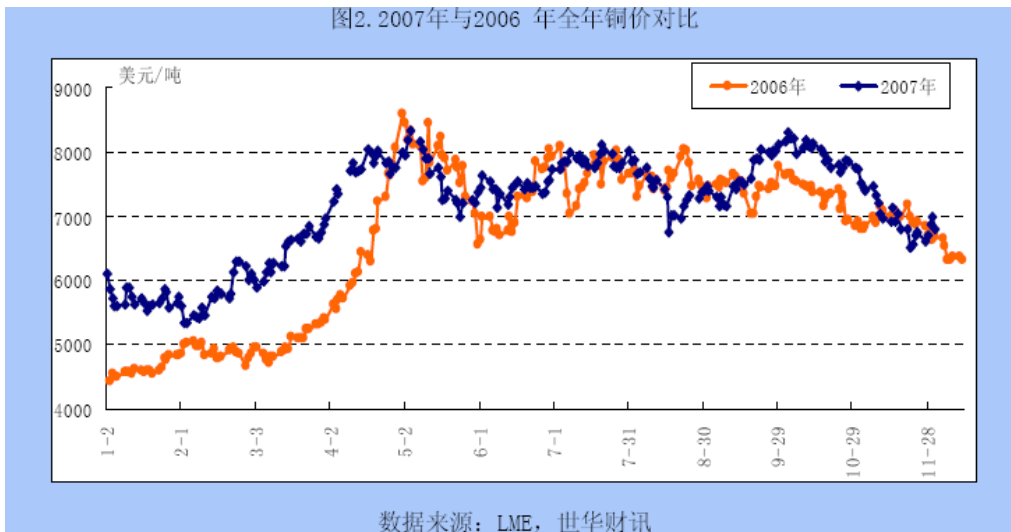
对今年行情划分成两个阶段，除了以上市场描述和市场形态变化模型有明显的可区分的分类标准外，还有一个重要的区分指标，就是美元指数及美元对人民币的贬值速度从今年7月份后开始加速。这与中美两国自美房贷危机后所采取的货币政策不同有关。



通过今年行情两个阶段的市场形态变化模型对比，我们会发现，如果第一阶段的市场形态变化模型呈现强势特征的话，第二阶段的市场形态变化模型则呈现弱势特征：首先，三大交易所铜持仓日总存量进入十一月份后继续大幅增加，已经进入铜交易史上最大值范畴了。其次，CFTC 公布的美铜持仓报告显示，基金净空持续增加。但与此同时，我们也注意到一些可能转折的迹象，就是在 LME 库存继续增加的同时，上海库存大幅减少，进而导致伦敦铜现货贴水继续下降，而同时上海铜也出现了较强的升水格局。同时伦敦铜库存增加趋势最近有停滞的趋向。这样的市场形态虽然仍是明显的偏弱格局，但如果对第二阶段的各个月份市场形态逐月进行对比分析，就会发现，最近月份市场形态的弱市特征正在淡化。单纯地讲，这种的弱势市场形态仍有一定程度的能量未释放干净，总体市场弱势特征没有改变，但是如果放在大的市场格局来思索，可能会存在空头陷阱的可能性。

另外，2007 年的价格走势模型和 2006 年的价格走势模型有一定程度的相似性。从 2007 年与 2006 年全年铜价对比图可以看出：07 年年初的起点高于 06 年的起点，07 年的峰值要低于 06 年的峰值，07 年大涨后回调的低点高于 06 年回调的低点。这反映了一个趋势就是资金和营运成本的攀升使得铜价长期走高，铜价的重心在整体上移。

图2. 2007年与2006 年全年铜价对比



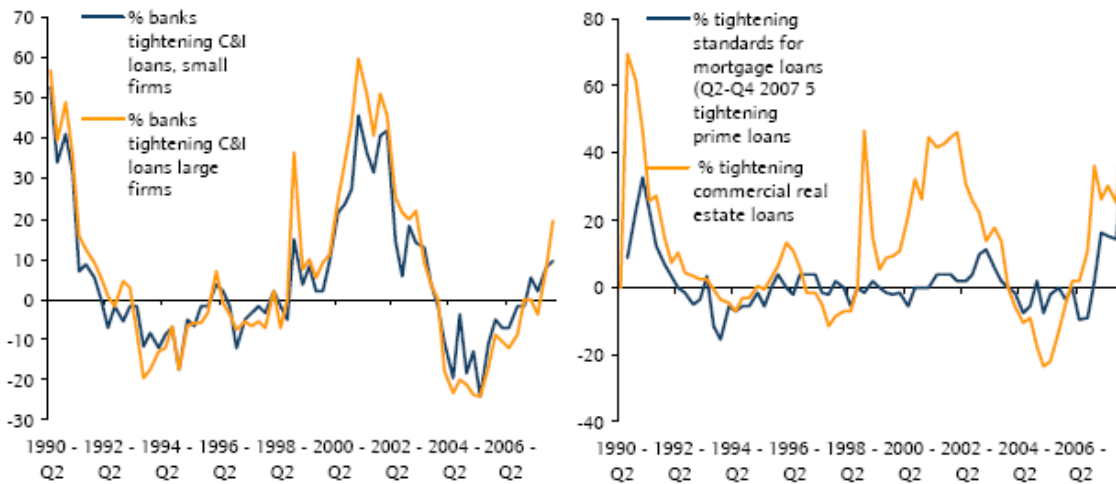
第二部分：基本面分析。

第一方面，利空因素。

(1) 美国次贷危机的后滞影响仍对美国乃至全球经济增长的打压，使得基础金属中期供需前景堪忧，这成为拖累铜市场持续走弱的根本因素。

非常明显，信贷危机对于美国经济及全球经济增长是一种威胁。美国抵押债券的亏损显著地降低了信贷供应收入的证券化程度，但同时降低了银行系统对于放贷的胃口。加上这些因素正在损害新的信贷流。银行对放贷胃口的改变在美联储资深贷款官员调查结果中是可以量化的。10月份进行的调查中与欧洲央行和英格兰银行进行的调查相比较同样显示了大多数类型的贷款状况和条款的紧缩。

图：美联储资深贷款官员调查：%的应答者紧缩条款和C&I贷款的情况，抵押商业地产贷款



Source: Haver, EcoWin

历史上，这些衡量信贷有效性的指标展现出与经济增长率的领先关系。在下面的表中，我们概要了GDP增长（年比）和资深贷款官员有关抵押债券，C&I 贷款和商业地产贷款之间的平均相关性。我们同样测算了滞后的季度，其中平均的相关性是最高的。在研究中我们包括了实际联邦基金利率的水平。如表格中所强调的，实际基金利率的滞后最大。含蓄地看，实际基金利率的变化效果显得在改变信贷状况，它因而影响着经济增长，事件结果的时间进程从初步的展望中得到感觉，因为信贷市场应处在通过货币政策对经济增长产生影响的途径上。

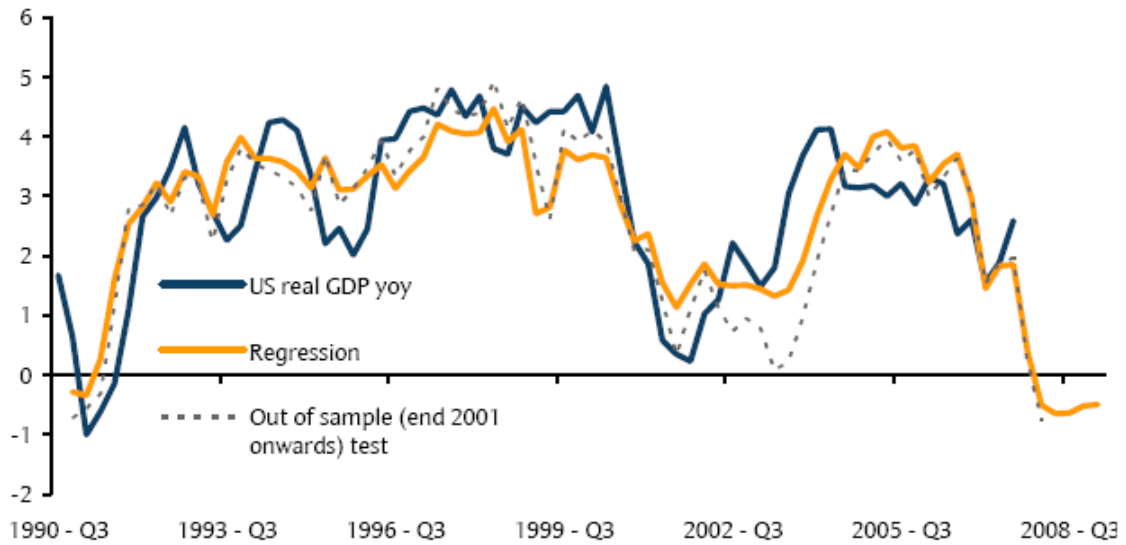
图：资深贷款官中调查和实际联邦基金利率相对实际GDP增长（年比）的平均相关性，1990-至目前

| | 民居抵押贷款 | C&I 贷款 | 实际联邦基金利率 | 商业地产 |
|------|--------|--------|----------|-------|
| 最佳滞后 | | 零 | 2个季度 | 6个季度 |
| 相关性 | | -0.63 | -0.64 | -0.31 |

资料来源: Haver, Ecwin

建立之后确实在信贷状况和随后的经济增长中存在着历史性关系，下一步是量化对实际GDP增长的影响。我们在下图中描述这一过程。我们包括了一个例外的测试，为什么例子中在2001年底出现了潜在的衰退停止，模型从中加以了预测。模型的结果显示表明了经济增长显著的下降风险。

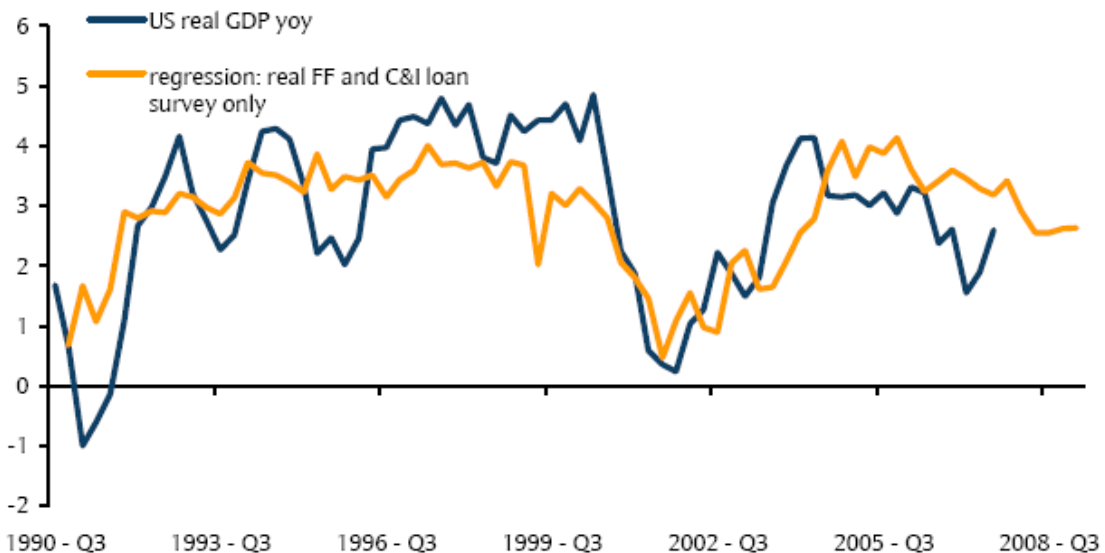
图:美国实际GDP增长的衰退模型，变量来自于资深贷款官员对贷款条款和状况的调查，商业抵押贷款，民居抵押贷款，C&I 贷款，实际美联邦基金利率



Sources: Haver, EcoWin

然而，在我们失去预测马上就要出现衰退的自制力前，下面几点是值得考虑的。模型所预测的疲软主要受到了民居和商业地产信贷紧缩状况的驱动。如果我们不将这些变量放在模型方程式里，模型预期增长约围绕着趋势增长率2.5%。或者说，目前为止，C&I贷款状况的紧张并不是出于其本身足以确保2008年GDP增长将会出现显著疲软的预期。

图：美国实际GDP增长的衰退模型，变量是美联储资深贷款官员调查，C&I贷款状况，实际联邦基金利率

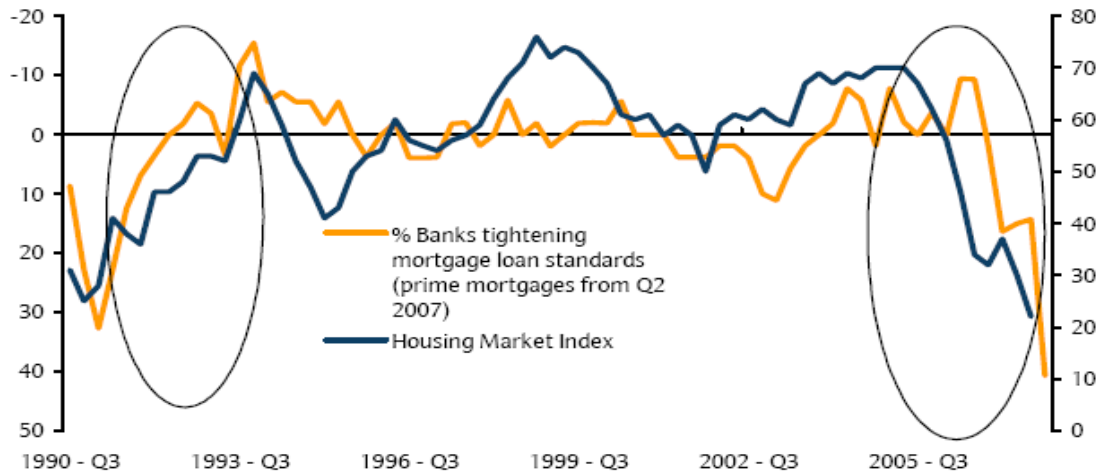


Source: Haver

对经济增长关键的负面因素来自于地产贷款条款的剧烈紧缩，无论是民居还是商业建筑，那里的情况处在历史性的极度状态（见图1右边）。只要民居抵押贷款状况受到人们的关注，无法利用信贷对于未来的GDP增长负面暗示要比通常情况下弱得多。这是因为通常事件的结果 - 为何紧张的信贷状况推动了民居地产活动的下降 - 本周期出现了反转。如图5 应有助于强调的，房屋市场的疲软远在信贷状况出现紧缩之前；疲软的前者推动后者出现紧缩。这意味着大部份对经济增

长造成冲击的房屋市场的疲软已经发生，意味着未来对经济增长的拖累对于这个领域来说可能比按典型的历史性抵押信贷供应和房屋市场之间的关系来预期的要弱得多。

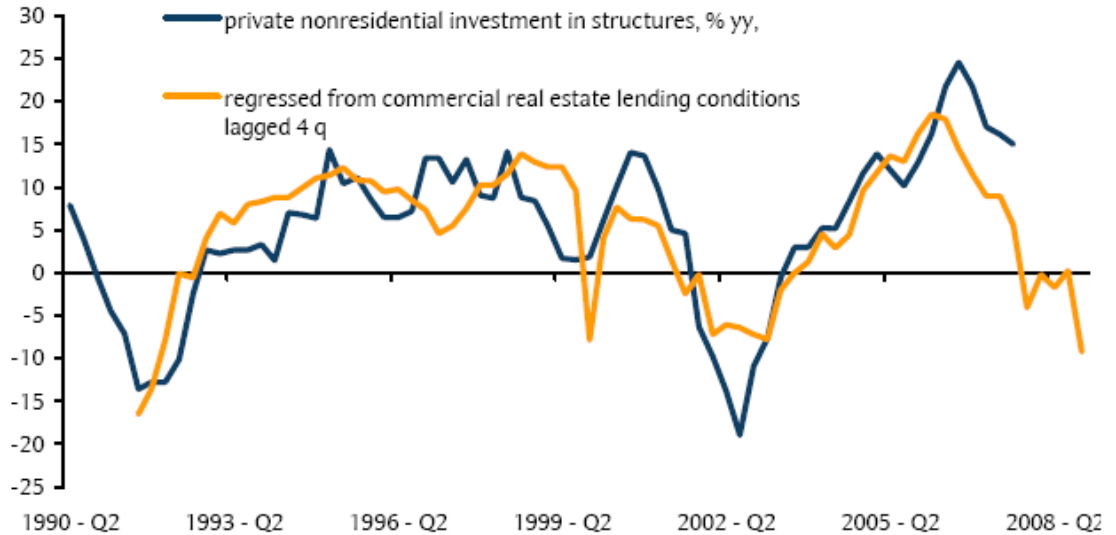
图：美国房屋市场指数，银行紧缩条款和民居抵押贷款状况的百分比%



Source: Haver

对于商业地产行业就不能说同样的话了，在过去的几年里这一行业是繁荣的。商业地产贷款的紧缩是1990-91年衰退以来最严重的，可能是从总的房地产贷款超过美国银行贷款的40%中产生的动机（不包括银行间的贷款），纪录中最高百分比。如果商业地产部份的贷款官员调查进行历史性复原，相对非民居固定投资在结构上，净结果表明了这一领域的直接紧缩。因为这是一个几乎完全由银行信贷激励下的行业 - 虽然最近实际货币选择投资的冻结 - 报告的信贷状况和未来经济增长之产的联系应被严肃地对待。我们的经济学家预期非民居私人投资在结构上将剧烈放慢，不能排除直接的紧缩。

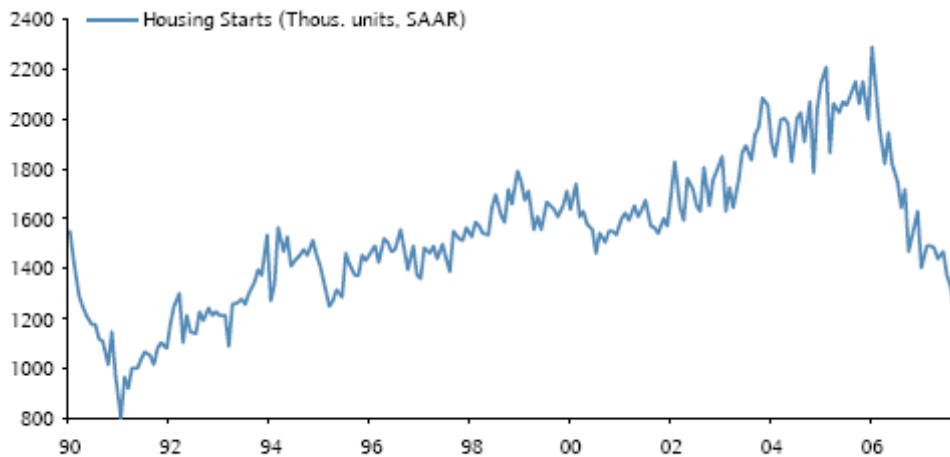
图：私人非民居结构上的投资, 年比增长率 %，真实，实际和从信贷状况下的衰退，地产贷款，滞后四个季度



Source: EcoWin

最近美国多项重要经济指标下滑，比如预测新房开工率 10 月份年率将下降至 115 万，九月份为 119.1 万。最近几个月营建许可进一步走疲，建房者人气 10 月下降至根据 NAHB 调查以来的有史以来最低点，时间上可以追塑到 1985 年。两者表明民居建筑行业的进一步紧缩，除了本月之外可能还会在未来几个月里持续下去，反映房屋需求仍然低迷，用于销售的新房库存仍在上升，同时信贷状况仍然紧缩。

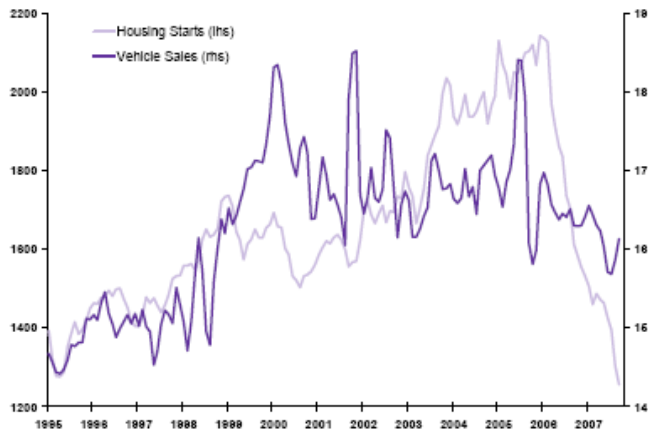
图：新房开工率继续紧缩



Source: Census Bureau, Haver Analytics

美国金属需求在过去的 18 个月里剧烈地放慢，与其房屋和汽油市场的下降是一致的，其中两者都没有摆脱下降趋势（见下图）。

图：美国房屋和汽车市场处在其下降趋势当中
百万单位，SAAR



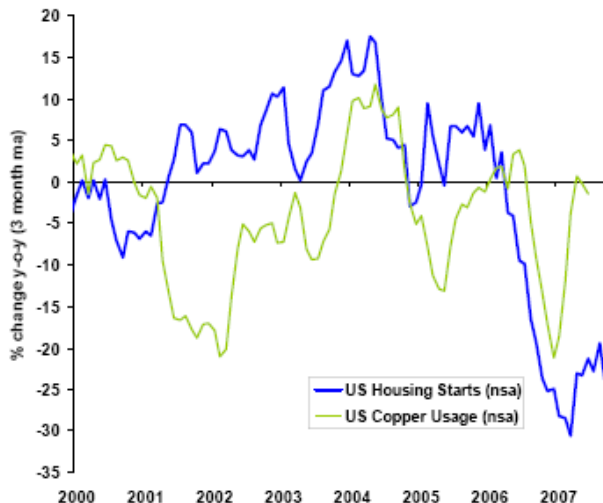
Source: United States Department of Commerce, National Association of Home Builders and Goldman Sachs Commodities Research.

(2) 美国次级房贷危机的后滞影响已经扩散到欧洲及日本，可能会最终影响到中国等正在快速发展中的国家。

美国，日本和欧洲的民居建筑业状况转向恶化。美国房屋市场最近几个月一直是讨论的话题，因为它在次级债券市场危机中所起的重要作用，房地产的价格因此而受到影响后几年来对美国消费者支出产生了影响。建筑业的表现强劲同样对某些商品的需求起到了重要的作用（民居和非民居建筑合计占铜和铝需求约20%，发达国家中锌的需求超过40%）。

最近几年，新屋开始率在美国的变化一直给美国的铜需求增长带来预示，过去18个月里房屋市场的陡直下降中这种关系显得特别的密切。

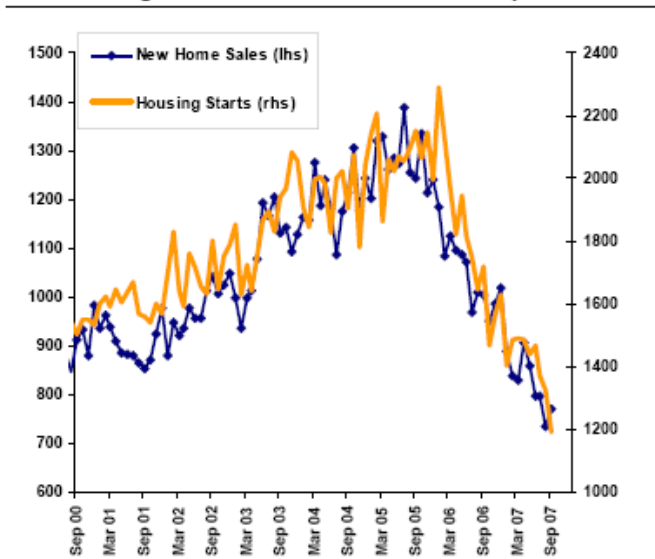
图：美国新屋开工是铜需求的一个良好指标



Source: Ecwin, ICSG, November 2007

美国新屋开工率九月份进一步下降，年比达30.8%，下降至2006年1月高峰时的仅超过50%。新屋开工事实是1992年九月以来的最低水平，预计未来几个月内不会有任何显著上升的迹象。

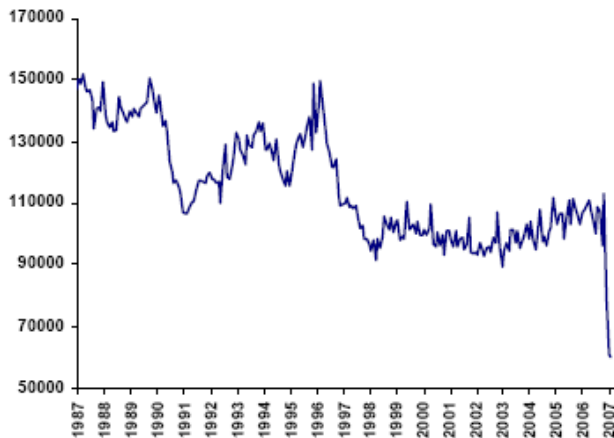
图：十月份美国新屋开工继续下降



Source: Ecwin, November 2007

疲软的房屋市场并不仅限于美国，日本的新屋开工率在过去的10年里每个月通常保持在约10万，其本身就是一个较低的增长迟滞的水平。然而今年六月份政策的监管加紧以对虚假的地震抵抗数据做出反应使新屋开工率下降至40年来的最低水平。九月的新屋开工数据为60025，年比下降了44.0%。这种下降也反映在日本银行向下修正目前财年的GDP增长预测从2.1%下修至1.8%。日本土地，基础设施和运输部本月将放宽对建筑业的监管，使新屋开工率的反弹出现了一些希望，虽然预期新屋开工率仍将在今后的六个月里极其疲软。

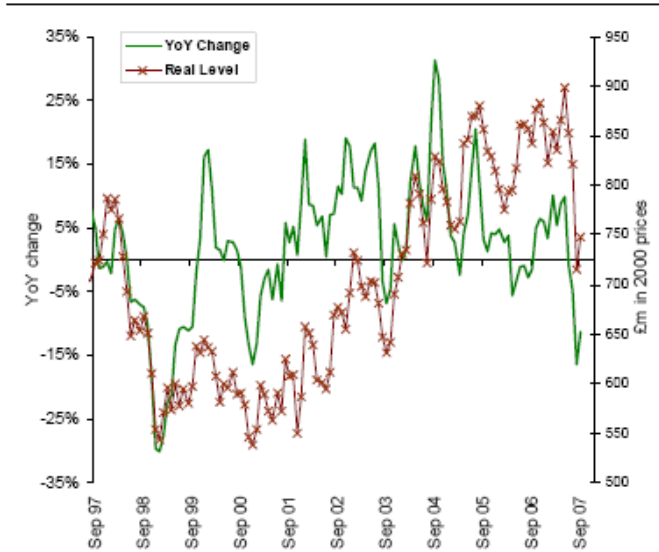
图：2007年第三季度日本新屋开工率下降



Source: Ecwin, November 2007

英国的房屋市场在过去的10年里是一个实际增长领域，新屋建设不能与增加的需求保持同步。今年六月以后利率上升的影响在新的民居建筑业的资金流入中得到了证明。新屋定单支出九月份年比下降16.8%。英国的商业建筑行业2006年的表现相当强劲，但是此后下降，新的商业建筑的支出九月份年比下降82.2%，过去的六个月里同样下降。

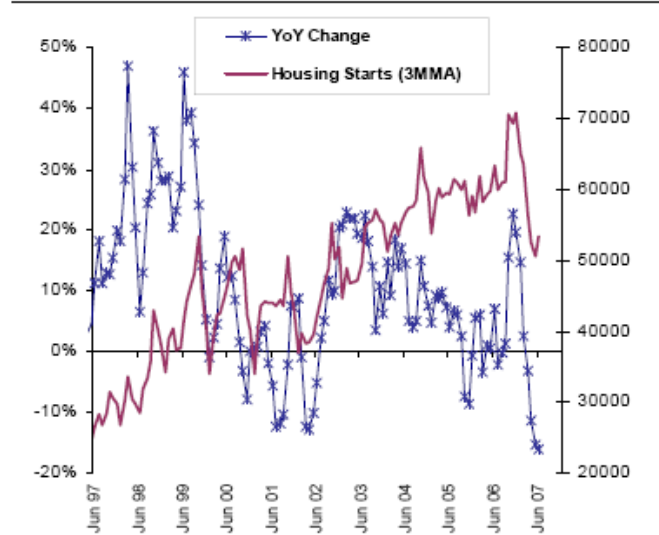
图：英国的新屋定单显著降温



Source: Department of Business, Enterprise and Regulatory Reform, November 2007

西班牙的房价在过去的10月里涨了一倍以上,但是行业看来显然已经不景气。价格在过去的一个季度里下跌,几万个建筑就业已经失去。房屋开工率六月份年比下降13.5%, 虽然现在并没有这方面最新的消息, 其它的数据表明民居建筑行业第三季度进一步恶化。由于建筑占西班牙经济的11%, 可以理解它成了西班牙经济第三季度增长疲软的主要因素。

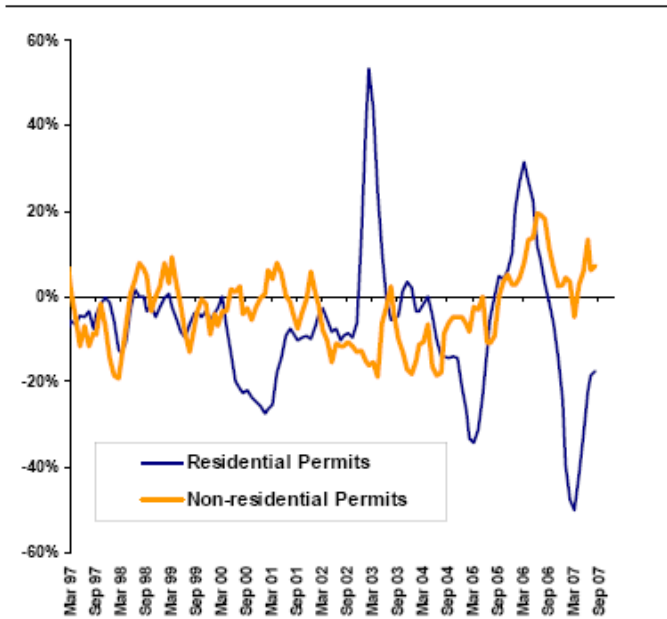
图：西班牙房屋：从繁荣走向低迷



Source: Ecwin, November 2007

但是德国是一个例外,在过去的10年里,营建许可在德国变数较大,趋向于下降,民居营建许可的年比增长看来在今年初见底,非民居建筑的支出正在上升。

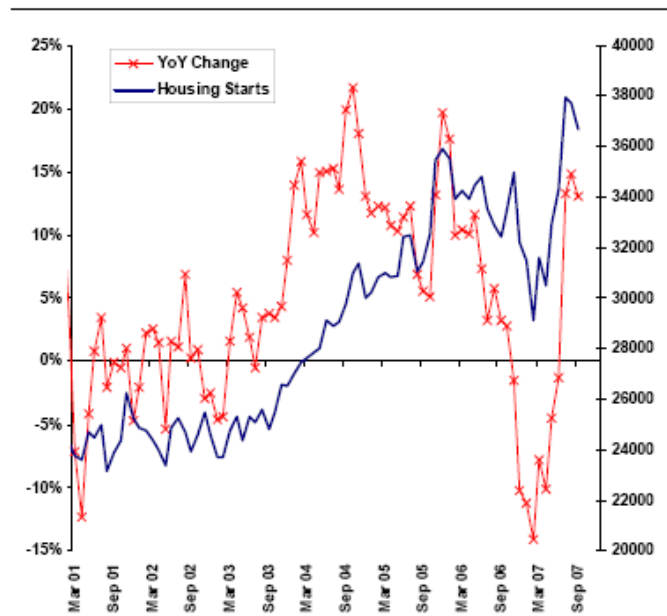
图：德国建筑业走上复苏之种,营建许可年比增长 (3个月移动平均)



Source: Ecwin, November 2007

2006年法国的情况较差以来, 新屋开工率数据2007年大部份时间里上升, 六月达到顶峰, 此后状况有些降温, 周期的顶峰可能已经过去; 目前, 法国的新屋开工仍然健康。

图: 法国的新屋开工率和年比增长 (3个月平均移动)



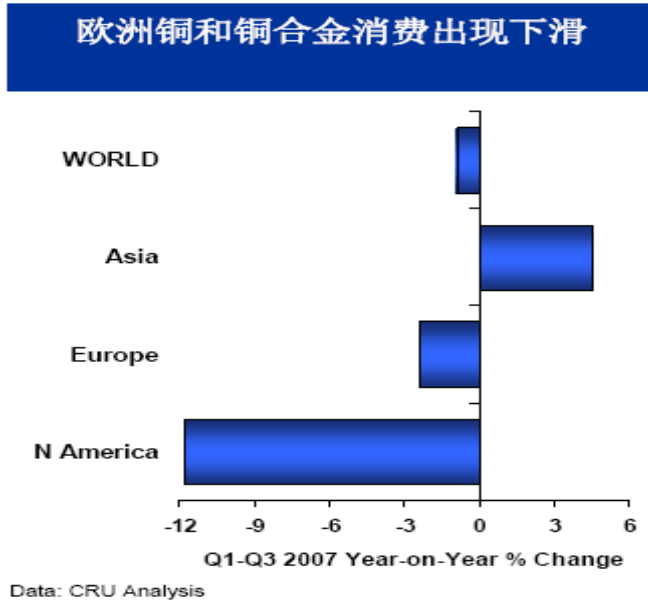
Source: Ecwin, November 2007

总之, 美国日本的民居建筑无疑最近是令人沮丧的, 在欧洲, 看来房市的繁荣对于一些市场来说已经成为过去。如此差的数据可能直接造成了目前西方世界一些金属需求的疲软。另外, 我们注意到这种美国次级债危机是否会从西方世界最终波及到中国? 特别是在中国开始紧缩房地产相关金融政策后, 最近发生的中天置业一夜之间倒闭的现象就是一个警示。进入下半年后, 虽然中国的房地产价格仍在快速膨胀, 但成交量大幅萎缩同时租金没有同步上升, 这是否预示房地产

泡沫最终破灭的时间即将来临。如果真的发生了，铜价将受到沉重的压力。

(3) 欧洲铜消费疲软。

从目前的情况看，欧洲的铜消费也出现了疲软的迹象，其中大部分原因是因为建筑业铜消费缩减，尤其是西班牙和德国。CRU最新调查结果证实了这点，继上半年铜消费反弹之后，从三季度开始，建筑业的订单即铜加工品的订单量就急剧下滑，而且四季度也不太可能有好转。首当其冲受到冲击的就是铜水管、房顶铜薄板、空调铜管、建筑工具和建材行业。但是，电子行业的铜消费仍保持着良好的态势。



法国、德国、西班牙、英国、意大利和爱尔兰六国的房屋建筑业停滞不前，7月份西班牙新建房屋许可数量下降了38%，今年上半年德国房屋许可量下跌了38%。因此，1-3季度欧洲铜和铜合金的消费量下滑了2.4%，而2006年同期则增长了6.8%。昂贵的铜价推动了铜替代品的应用，其中以汽车线束的威胁为最，目前汽车线束的铜含量已经逐步递减。

欧洲建筑业是铜消费的大户。IWCC统计2003年建筑业铜消费占欧洲铜消费总量的49%。美国的情况也类似，建筑业铜消费占美国铜消费总量的50%。与建筑业有关的铜产品包括电线电缆、铜水管、黄铜配件、空调铜管、建筑设备和绕组线。建筑业铜消费下滑的意义不止于此，从更长远的角度看，废铜消费、库存周转和国际贸易都将受到连带的影响。如果西欧民用住宅业下滑10%，该地区的铜消费将缩减2.5%，相当于全球铜消费的0.5%。

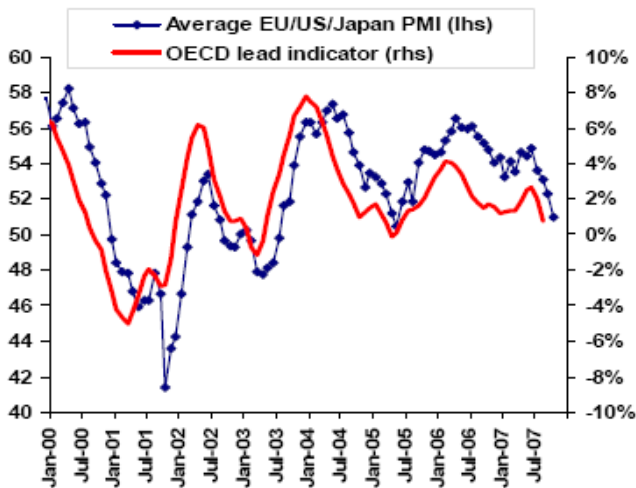
房屋新建率是一个主要的指标，我们认为目前房屋新建数量已经出现明显的下滑，比如说在西班牙。民用住宅数量的减少正好抵消了商用住宅数量增加的部分，因此总的来说建筑业的铜消费变化不大。一些铜加工商指出去年铜消费稳中有升，今年上半年则出现放缓的迹象。铜水管需求量持续下滑，而且导致下滑的原因不仅仅是因为替代品的出现。事实上，KWD指出三季度德国塑料地暖水管的销售量下滑了25-30%。综合来看，我们认为四季度甚至明年，西欧建筑业铜消费将不会有显著改善。但是由于欧洲国家众多，因此也不能一概而论。

(4) 基本金属需求变得更加依赖于中国，但是单单中国一国的经济高速增长对于基本金属市场走强难以构成有效的现实支撑，事实也证明了这一点。

最新的一组10月份采购经理人指数 (PMI) 表明美国和欧洲制造业产出，工业

生产的展望出现恶化。中国制造业增长将进一步保持强劲的展望仍然完整。采购经理人指数是由生产，就业，新订单，产品交割和库存分项指标所构成的。因此，它给出了国内制造行业勤于勤的状况指标，因而反映了对金属的需求。历史上如下面的图表所描述的，欧元区，美国和日本的采购经理人指数倾向于和OECD的领先指标保持强烈的正相关。这种情况下，采购经理人指数经济是工业生产和金属需求增长的有效领先指标。

图：采购经理人指数和OECD领先指标



Source: OECD, EcoWin, November 2007

欧元区，美国和日本平均采购经理人指数已经从六月份的54.9下降至10月的51.0。同时过去四个月里的剧烈下降正在使人感到担心，我们注意到平均采购经理人指数仍然高于50，它表明了制造业在这些国家今后的六个月仍然有可能增长（虽然是有效的）。

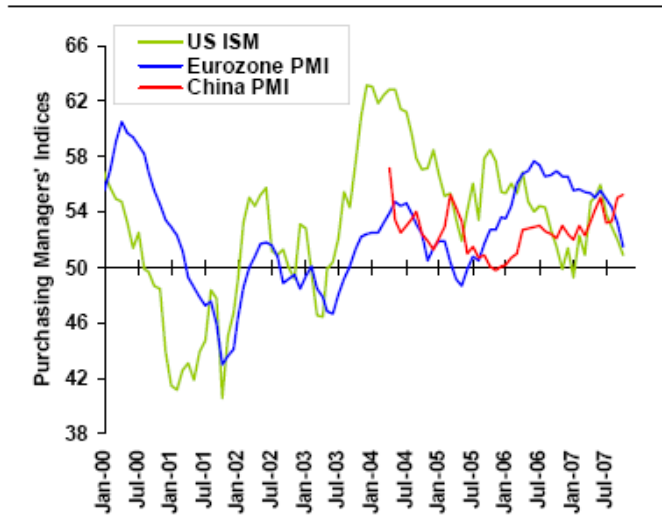
表：采购经理人指数

| | Average EU/US/Japan | US ISM PMI | Japan PMI | Eurozone PMI |
|--------|---------------------|------------|-----------|--------------|
| Jan-07 | 53.2 | 49.3 | 53.4 | 55.5 |
| Feb-07 | 54.2 | 52.3 | 53.0 | 55.6 |
| Mar-07 | 53.5 | 50.9 | 52.5 | 55.4 |
| Apr-07 | 54.7 | 54.7 | 52.3 | 55.4 |
| May-07 | 54.4 | 55.0 | 51.4 | 55.0 |
| Jun-07 | 54.9 | 56.0 | 50.4 | 55.6 |
| Jul-07 | 53.6 | 53.8 | 49.0 | 54.9 |
| Aug-07 | 53.1 | 52.9 | 49.6 | 54.3 |
| Sep-07 | 52.3 | 52.0 | 49.8 | 53.2 |
| Oct-07 | 51.0 | 50.9 | 49.5 | 51.5 |

Source: EcoWin, Reuters, November 2007

下面的图表显示，欧洲和美国的采购经理人指数在过去的两个月里剧烈下降的同时，中国的制造业看来将继续繁荣。中国的采购经理人指数10月份稍有上升，至55.2，八月份达到最高点53.4。同时，中国的工业生产增长八月份年比高达17.5%，九月份年比高达18.9%。

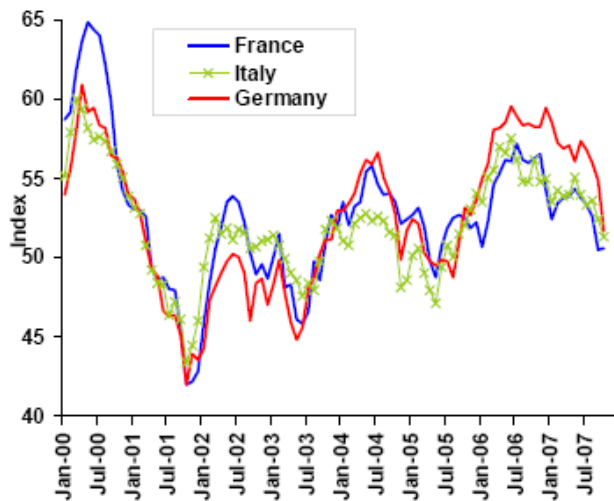
图：美国和欧洲采购经理人指数下滑



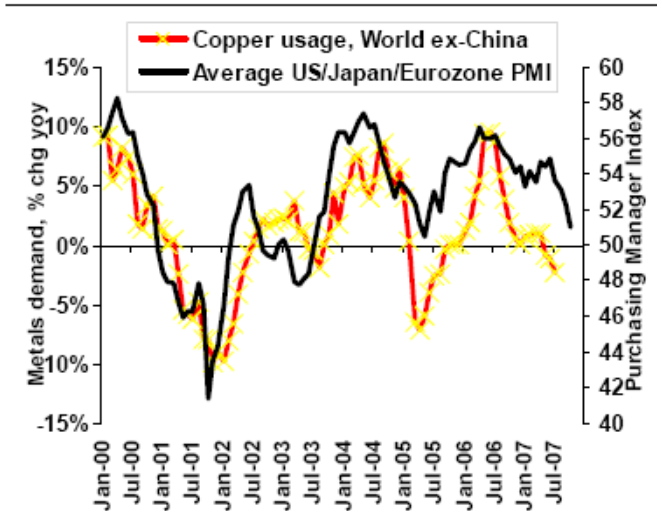
Source: ISM, Ecowin, November 2007

欧元区采购经理人指数九月份月比下降1.7至51.5，远低于2007年六月所达到的55.6。欧元区指数从六月份以来下降总体上与构成国的指数相一致。

图：主要欧元区国家总体为基础的采购经理人指数六月以来下降



Source: ISM, Ecowin, Rueters, November 2007



Source: OECD, Reuters, EcoWin, November 2007

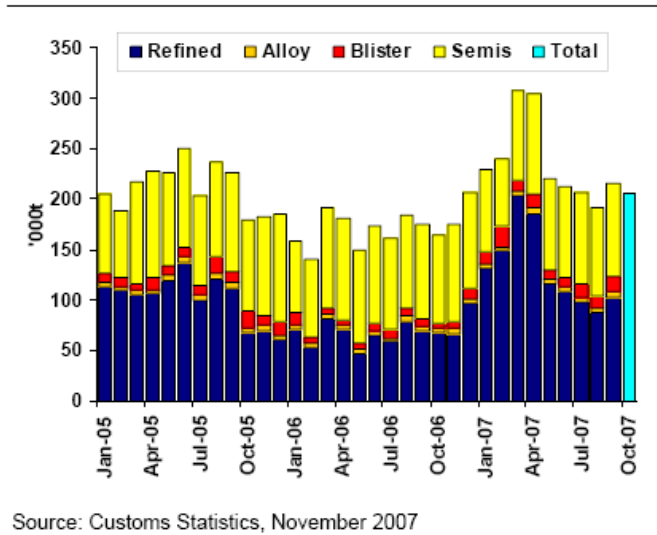
上面的图表表明，世界不包括中国在内（总体上是基本金属）的铜需求在未来的几个月里可能持续疲软。因此，世界基本金属需求可能更加依赖于中国的需求增长。确实，在过去的一年里全球基本金属需求增长总体上依赖于中国。今年以来中国对金属需求影响的最好例证是，事实上中国需求的强劲增长使全球铜市场今年直到七月份保持供应缺口（根据国际铜研究小组的数据）。世界铜需求估计至七月份年比增长7.3%，但是世界不包括中国需求今年头七个月下降0.4%（中国表观需求年比增长达37.6%）。但是单单中国一国的经济高增长对于基金市场走强难以构成有效的现实支撑，事实也证明了这一点。特别需指出的是，中国已经开始采取“两防”（一防经济过热，二防全面通货膨胀）经济货币政策，未来中国经济能否继续年初的过快速度的可能性不大了，希望中国需求能弥补全球的供需差额，这一愿望已经失去了实现的物质基础。

第二方面，利多因素。

(1) 中国铜进口——10月份表现强劲，中国需求力量仍很强大。

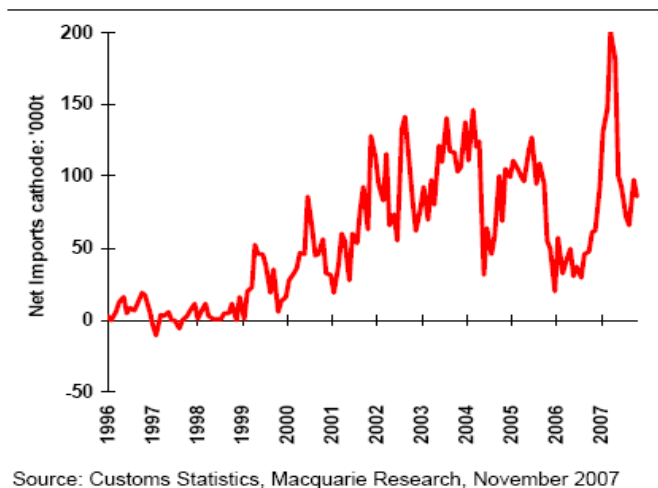
来自中国海关的初步数据显示，中国进口的未加工铜和铜产品（例如精铜，铜合金，阳极铜/废杂铜，铜半成品）达到204424吨，稍低于九月份的216643吨。据估计，10月中国精铜的进口量约为90000吨，相比之下九月份为102000吨，2006年10月为68000吨。

图：中国铜进口（月）



这仍是非常强劲的精铜进口数据, 但并没有显示出反弹, 而这真是我们看到主要发达国家的消费处于下降趋势的情况下中国对此产生抵消作用所需要的。

图：中国精铜净进口（月）

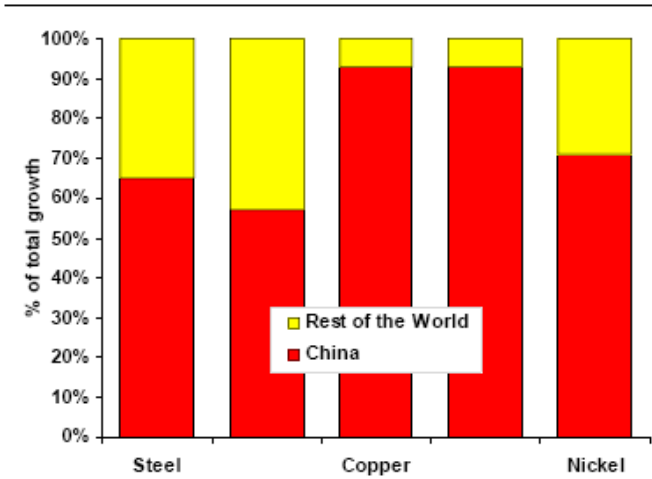


同时最近沪铜出现了 1000 元以上近月份合约升水格局, 而伦铜现货贴水继续扩大, 这种两市升贴水格局自今年年初以来再次出现, 预示着铜的贸易条件将转好, 中国铜需求的力量将会再次显现。另外, 价差的收窄多少反映了废铜供应的减少——这是由于中国政府加大了对废铜走私的打击力度, 当然了中国需求的稳定增长也是原因之一。

(2) 全球铜消费持续增长, 特别是中国铜消费增长引人注目, 并且全球铜需求增长超过供给增长, 全年全球精铜供需仍将存在缺口。

中国表观需求增长趋势。随着对发达国家未来数月经济增长的担心不断地增加, 需求增长节奏在占世界需求25%的中国正在变得更加重要。中国是需求的关键组成部份, 不仅是因为它的规模, 更同样是因为它仍然是金属需求增长最快的地区之一。中国在过去的六年里在所有的基本金属中带来了显著成绩的需求增长。确实, 以铜为例, 美国的需求自2000年以来开始紧缩, 中国实际占全球需求增长过去六年里的超过90%。

图：中国在世界金属需求增长中的份额， 2000-2006年



Source: Macquarie Research, November 2007

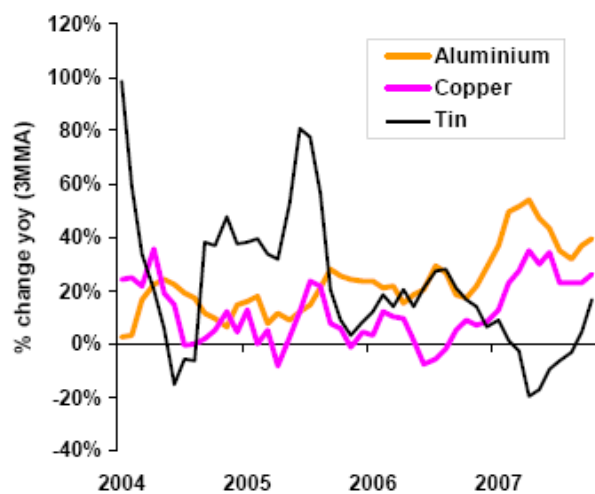
如上图所显示的, 2007 年总体是又是一个中国基础金属需求强劲增长的一年。铜, 铝和镍需求繁荣, 随着镍表观需求增长今年头十个月里年比接近40%。铜的表观需求增长今年头十个月里年比增长达37%, 虽然一旦考虑到中国国家储备局库存在去年的释施, 增长率年比约只有28%。铜需求增长在最近几个月里有的放慢, 但是年比仍高于25%。

表: 中国的表观需求, 2007年1-10月

| '000t | Jan-Oct 2007 | Jan-Oct 2006 | Y-o-Y Level Chg | Y-o-Y % Change |
|-----------------------|--------------|--------------|-----------------|----------------|
| Copper (without SRB) | 4030 | 2942 | 1088 | 37.0% |
| Copper (with SRB) | 4030 | 3150 | 880 | 27.9% |
| Aluminium | 10021 | 7029 | 2993 | 42.6% |
| Zinc | 2887 | 2612 | 274 | 10.5% |
| Lead | 2061 | 1796 | 265 | 14.7% |
| Tin | 116 | 116 | 0 | 0.3% |
| Carbon Steel (mt) | 356 | 320 | 36 | 11.2% |
| Nickel | 284 | 203 | 81 | 39.9% |
| Stainless Steel | 6241 | 5722 | 519 | 9.1% |
| Coal (mt) | 1873 | 1705 | 168 | 9.9% |
| Coke | 257 | 215 | 42 | 19.5% |
| Industrial Production | - | - | - | 17.3% |

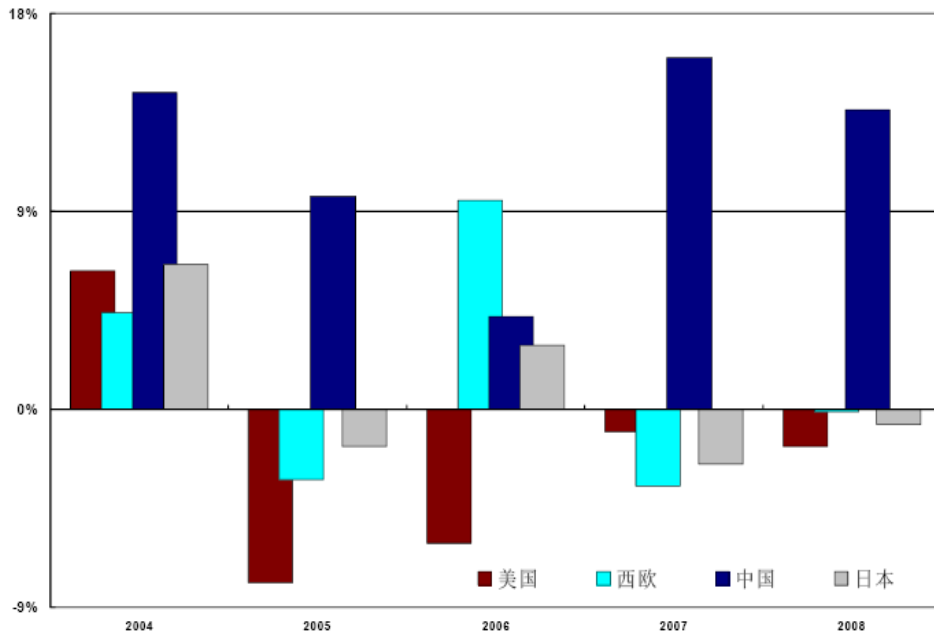
Source: CNI-A, NBS, Macquarie Research, November 2007

中国基本金属表观需求增长



Source: CNI-A, NBS, Macquarie Research, November 2007

图：中国消费持续增长预计 08 年消费增长 13.6%



考虑到今年年初中国消费的增长包括了部分的减库，随着减库速度下降，今年余下时间需求增长也会跟着减低，也就是理论上市场在今年第四季度会进入短期的过剩，这使得原来紧张的供求会短暂缓解。

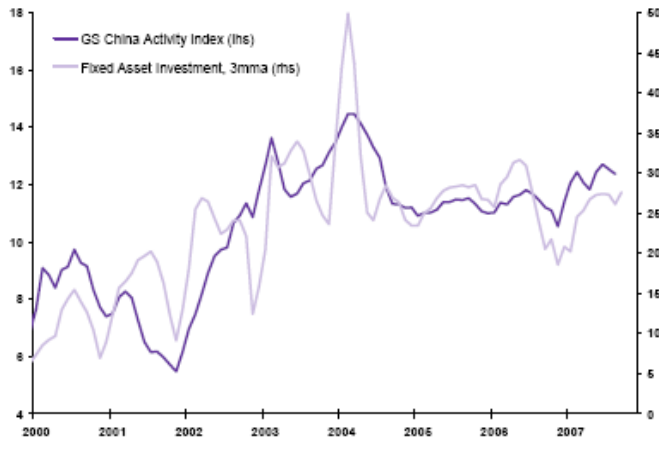
(3) 世界经济的长期增长是支撑铜牛的宏观基础。全球大宗商品价格与世界经济走势有极强的正相关关系。

从历史上看，全球经济的增长主要是依赖高投资率，而高投资率又明显带动铜价上涨。作为本轮经济增长的重要引擎，中国经济的高速增长备受瞩目，其中中国重工业占 GDP 的比重在 2001 年便跃上一个新台阶，超过 60%，我国进入重化工业化初期；2002 年开始加速上扬，2003 年末重工业占 GDP 的比重超过 65%；2004 年，重工业的加速增长表明我国已经进入重化工业化的中期阶段。

从时间周期上看，日本、韩国的重化工业化进程都经历了 20 多年，因此，我们预计中国的重化工业化的时间也应该在 20 年左右。但我国经济体制中有许多痼疾，因此我国的重化工业化的中期阶段较长，估计为 10 年左右，直到 2015 年完成。

从经济运行看，自改革开放以来，中国经济已持续了 27 年 10% 或 10% 以上的增长，其中投资始终是中国经济增长的核心推动力。1978-2005 年，GDP 与投资的相关系数高达 0.78，明显呈正相关关系。

图：中国经济继续保持高节奏增长
年比增长率



Source: Goldman Sachs Economics Research.

中国进入重工业化中期后，投资加速，在 GDP 的构成中固定资产投资激增。2000 年，GDP 支出法中资本形成总额所占比重为 35.28%；而 2005 年，GDP 支出法中资本形成总额所占比重为 42.61%。

从国别看，铜的主要消费国是中国、美国、日本、德国和韩国。中国从 2002 年开始取代美国成为全球第一大铜消费国，2006 年中国铜消费量占全球消费量的 21%，而美国铜消费量占全球消费量的 12%；2007 年 1-5 月中国铜消费量占全球消费量的 26%，同时中国铜需求的增加率则占全球增长的 90% 以上。因此说中国经济的发展是本轮期铜牛市的主要推动力量。

(4) 原油等能源价格的上涨对铜的影响。

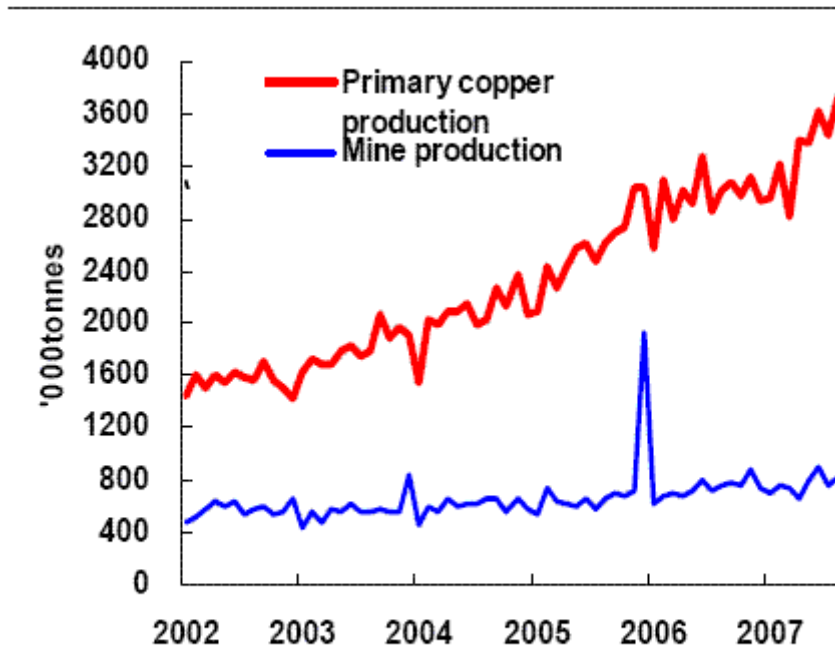
最近，原油、黄金、农产品等周边市场商品价格飞涨，特别是原油价格的上涨对铜等基础金属有着较为深远的影响，首先，从历史数据来看，原油价格与铜价有着高度的正相关性，但是两个品种价格趋势变化存在明显的时间差，这个时间差基本上有半年左右（3 个月—9 个月）的时间。其次，从生产成本分析来看，原油价格的上涨直接影响到铜成本的提高。总之，原油价格的上涨将对铜未来的价格走势起到较为深远的影响，但具体到目前铜市场的表现，铜受自身供求基本面可能会滞后若干个月再启动与原油走势方向一致的市场趋势行情。

(5) 全球特别是中国铜冶炼产能过度扩张，从而使得铜精矿供给持续紧张。

继 2006 年铜精矿供应短缺 38.7 万吨后，2007 年全球铜精矿供应再次短缺 28 万吨左右，最近铜精矿加工费再创新低（铜陵有色金属集团公司与必和必拓就 08 年铜矿石加工费和精炼费下调达成一致，铜加工费为 47.2 美元/吨，精炼费用为 4.72 美分/磅，均较 07 年下降了 21%）表明铜的供应短缺问题将会延续到 2008 年。从全球范围来看，铜精矿供应仍旧短缺，铜精矿的库存量已经下跌到一个较低的水平。铜精矿供应短缺将直接导致冶炼、精炼产量的下滑。最近几年铜价高企使得冶炼投资大幅增加，中国方面有部分项目甚至根本没有考虑到原材料的供应问题，结果只有出台系列措施压制这种“盲目投资”，部分不符合环保规定的冶炼厂被强行关闭。发改委表示在 2005 和 2006 年间下令关闭的各种生产技术落后的冶炼厂的总产能达 100 万吨，但目前部分高耗能低效率的仍在生产当中，产能大概为 50 万吨。

中国冶炼厂产能持续扩张但原材料供应紧张。冶炼厂产能扩张使得中国国内原材料自给率降低，中国铜精矿自给率从 2001 年的 46% 下跌到 2006 年的 42%。

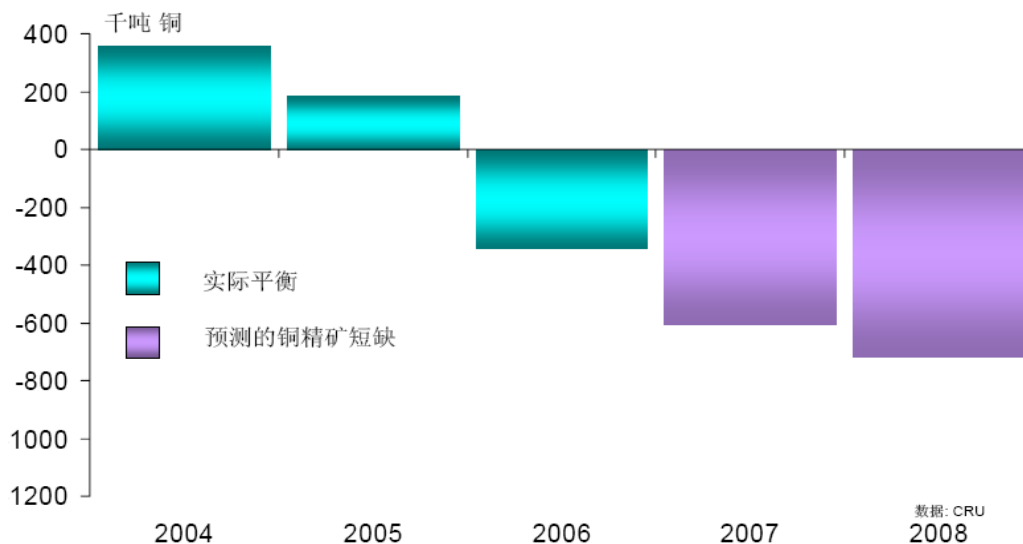
图：中国初级铜与国内精矿产量



Source: CNI-A, Macquarie Research, October 2007

需要大量进口铜精矿，使得铜加工费下跌，冶炼厂利润减缩，据了解到 2007 年 1-8 月份中国冶炼厂利润为 61.4 亿元，下跌了 12.4%。如果明年按铜冶炼加工费 50 美元/吨、精炼费 5 美分/磅来计算，我国铜企业每吨要赔 1700 元左右，可能导致部分企业减产。据安泰科估计，2007 年新增产能为 64 万吨，而到了 2008 年产能还将增加 40 万吨。到了 2008 年末，中国铜产能将达 285 万吨，但同时间国内精矿产量仅为 100 万吨，其差额需进口。

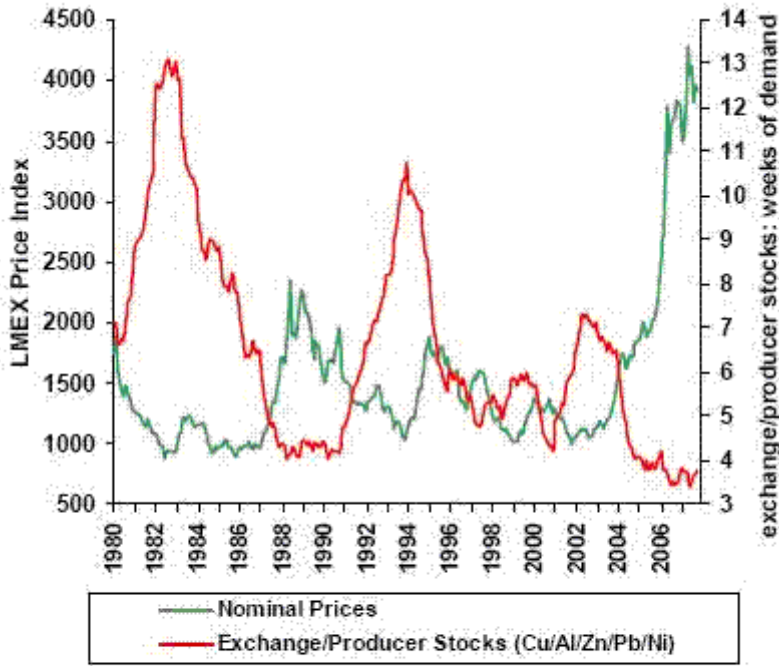
图：国内铜价的利多因素铜精矿的供给依然是瓶颈



第三部分：相关指标数据分析。

(1) 最新库存数据表明基本金属库存仍然非常低，整个基础金属市场的库存已经下降了一个适度低位，从而奠定了整个基础金属市场大牛市的物质基础。

图：基本金属名义价格和报告库存

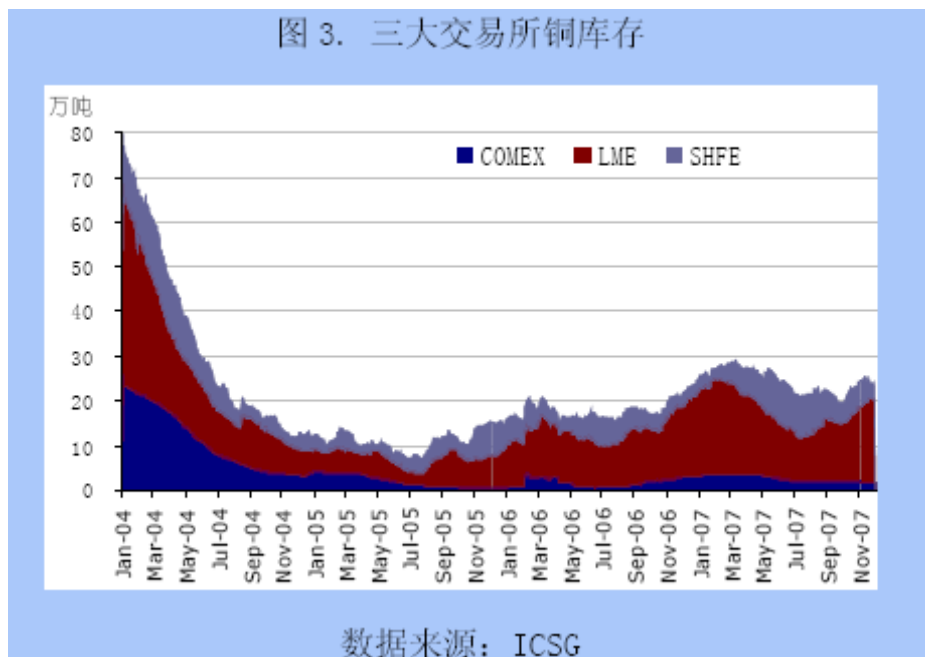


(1) Reported stocks = Exchange stocks (LME + Comex) + Producer + Consumer + Trader stocks

Source: LME, Comex/Nymex, SHFE, CRU, INSG, ILZSG, ICSG, IAI, CRU, Reuters, November 2007

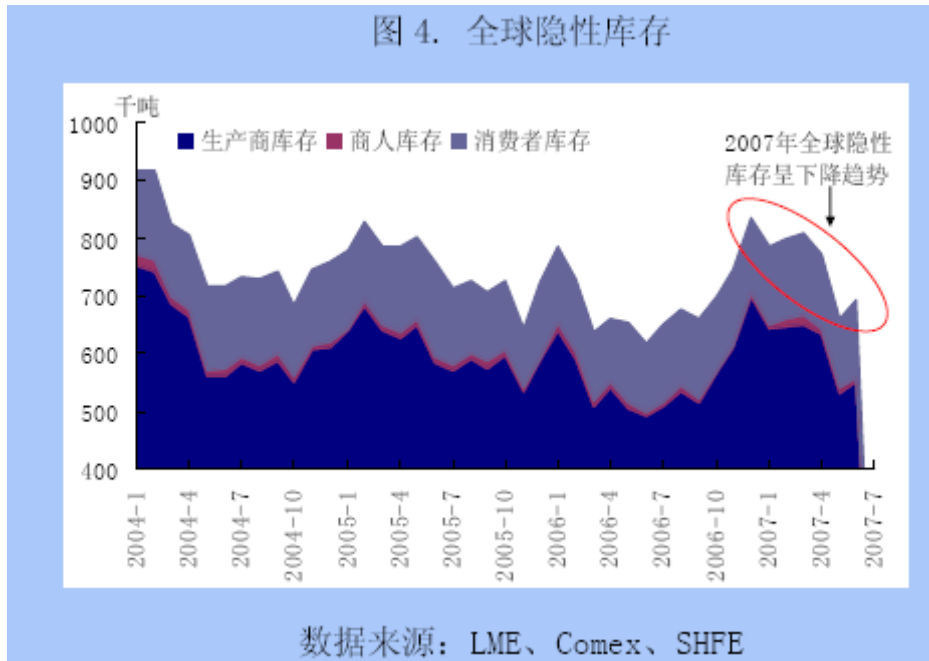
而铜全球显性库存略有增加，隐性库存急剧下降。虽然 2007 年三大交易所库存较 2006 年的平均水平有所增加，但是仍然保持在历史低位。而且相对于全球精铜每日用量来说，铜的库存仍然非常紧张。

图 3. 三大交易所铜库存



数据来源：ICSG

图 4. 全球隐性库存

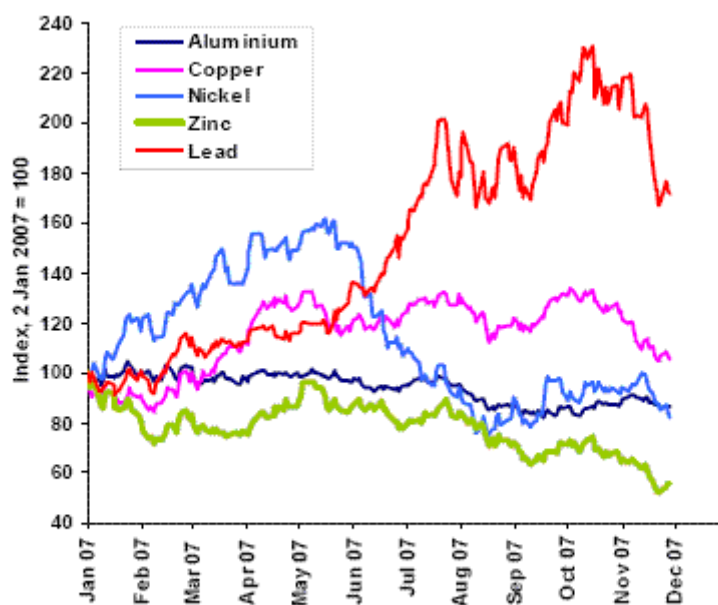


全球隐性库存包括生产商库存、商人库存、消费商库存都在急剧下降。我们可以看出，隐性库存从2007年1月份开始大幅下降，其中最主要的是生产商库存的下降。一方面铜价高企，使企业开始大幅清库；另一方面，认为铜处于高位，不久将下跌的预期也支撑着企业以库存来应付生产活动。

(2) 基础金属远期曲线趋于平稳。

由于基本面的转坏，通过LME基本金属价格指数可以看到，在过去的两个月基本金属价格下跌了超过10%。虽然铝的远期曲线正趋于陡峭并且处于贴水结构，但其它大部分的基本金属远期曲线自从9月末以来在不断趋平坦。

图：基本金属价格走势



Source: LME, November 2007

按照LME官方的制度，铜和铝的月期合约期限到63个月。部分基本金属远期合约缺乏流动性（部分原因是缺少生产商卖出保值）使得远期价格参考意义变

得不是很大，而更多的是反映现货状况。但不管怎么样，远期曲线为我们提供了一个锁定价格的机会。

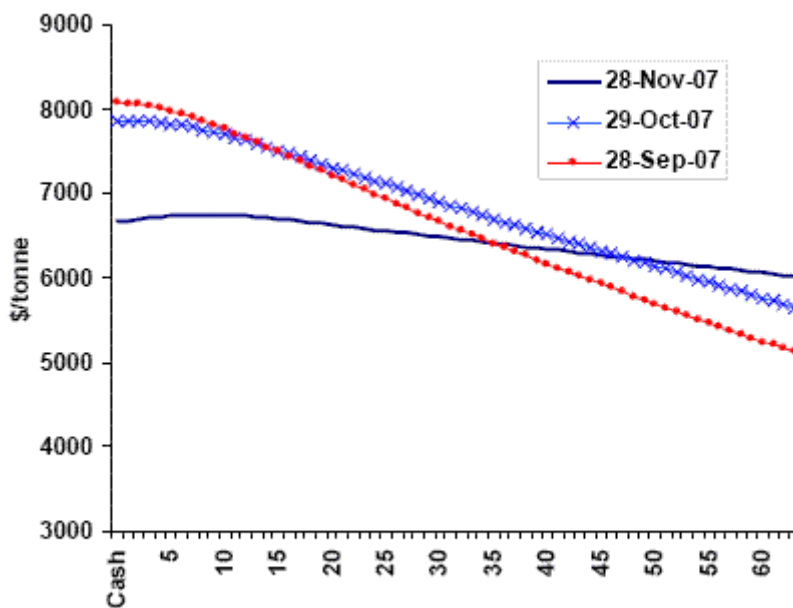
表： LME 现货价格与远期价格对现货价差

| <u>Forward Months</u> | <u>Cash</u> | <u>Cash-3</u> | <u>Cash-15</u> | <u>Cash-27</u> | <u>Cash-63</u> |
|--------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | <u>\$/tonne</u> | <u>\$/tonne</u> | <u>\$/tonne</u> | <u>\$/tonne</u> | <u>\$/tonne</u> |
| <u>28/11/2007</u> | | | | | |
| Aluminium | 2,456 | 50 | 162 | 222 | 307 |
| Copper | 6,670 | 42 | 28 | -143 | -655 |
| Nickel | 27,785 | 295 | 305 | -685 | |
| Zinc | 2,479 | 11 | -22 | -45 | |
| Lead | 3,023 | 9 | -98 | | |
| Tin | 16,635 | 110 | 150 | | |
| <u>29/10/2007</u> | | | | | |
| Aluminium | 2,475 | 45 | 144 | 137 | 16 |
| Copper | 7,862 | -10 | -353 | -834 | -2,214 |
| Nickel | 31,275 | 305 | 435 | -710 | |
| Zinc | 2,887 | 20 | -43 | -118 | |
| Lead | 3,672 | -16 | -265 | | |
| Tin | 16,690 | 150 | -110 | | |
| <u>28/09/2007</u> | | | | | |
| Aluminium | 2,466 | 49 | 157 | 152 | -34 |
| Copper | 8,087 | -59 | -596 | -1,266 | -2,966 |
| Nickel | 30,235 | 250 | 15 | -1,435 | |
| Zinc | 3,063 | -10 | -148 | -301 | |
| Lead | 3,448 | -60 | -318 | | |
| Tin | 15,290 | 75 | -515 | | |

Source: LME, November 2007

对于铜来说，最近两个月现货价格下跌了 1413 美元/吨，而 63 个月远期合约价格上升了 894 美元/吨，这使得远期曲线变得平坦。这是一个有趣的情况，因为最近现货的卖空并没有影响到远期合计价格——远期合约 6015 美元/吨的价格仍处于历史高位。

图： 铜远期价格



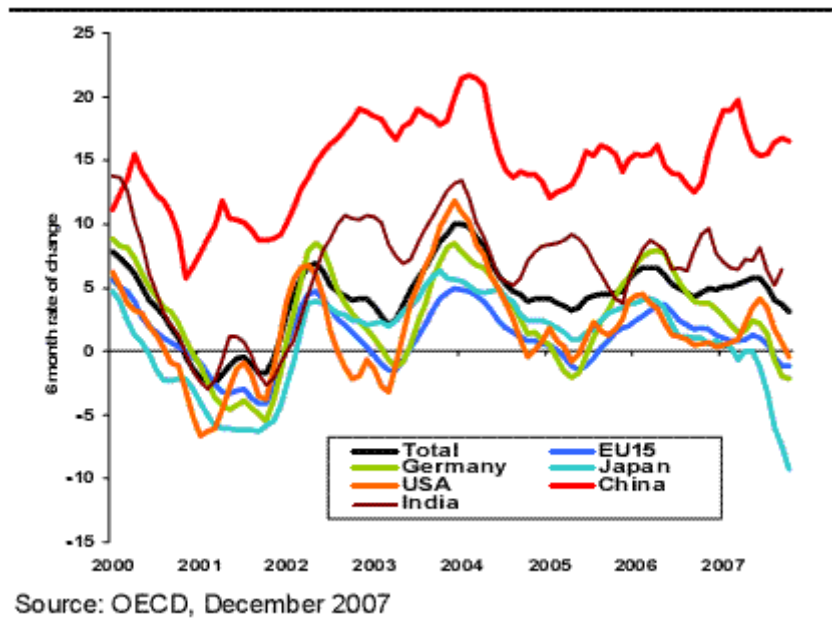
Source: LME, November 2007

(3) 10 月份 OECD 领先指标进一步下跌。

作为其中一个重要的工业领先指标 OECD 综合领先指标（OECD LI）在 12 月 7 日公布了截至 10 月份的最新数据。10 月份的 OECD 领先指标再次下跌，是连续第四个月的减少，这跟同时期的采购经理指数（PMI）一致。

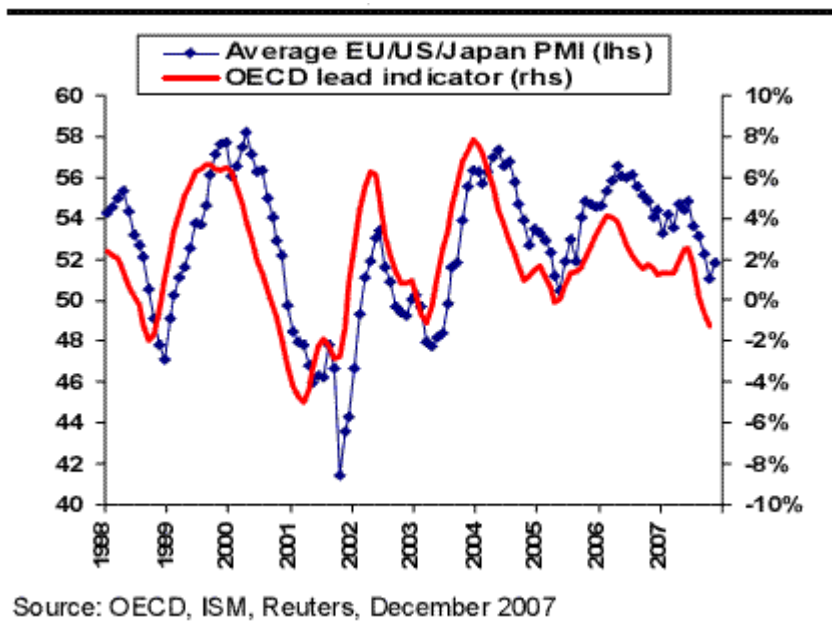
10 月份 OECD 领先指标半年变化率下跌 1.3%，是自 2001 年 11 月以来的最低点，这主要是受几个主要国家的下跌所致。在过去的四个月，OECD 变化率下跌了 3.8ppt，其中欧洲领先指标从 1.6% 跌至 -0.6%，而美国和日本分别从 4.2% 跌至 -1.2% 和从 -0.4% 得之 -9.3%。

图： OECD 领先指标——自 6 月份起主要国家均下跌



虽然大部分的 OECD 国家疲软，但中国仍维持强劲增长。此外，11 月份美国、欧洲和日本的综合采购经理指数有所上升。

图： 10 月领先指标下跌，但 11 月 PMI 回升



图： OECD 领先指标（半年变化率）

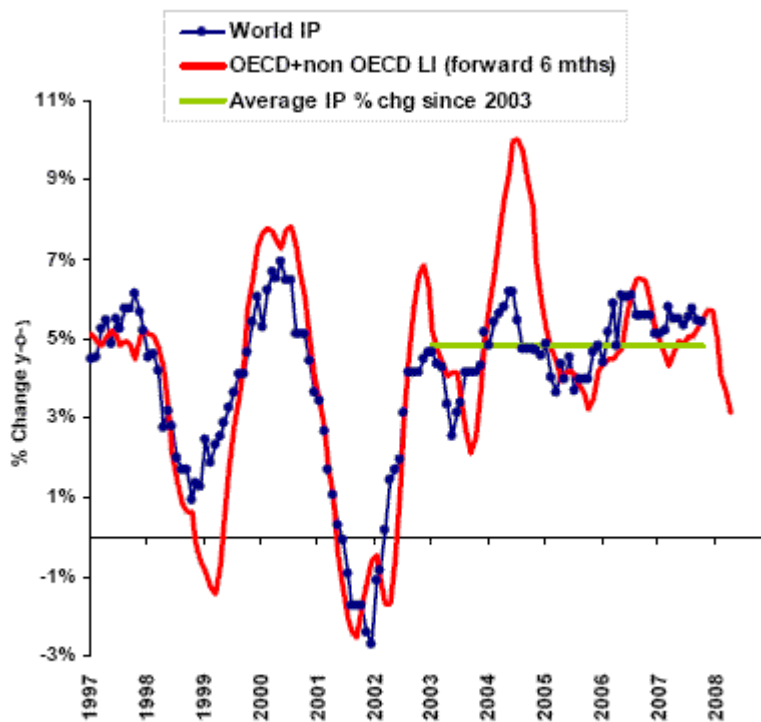
| | Total | | | | | OECD+6 |
|--------|-------|--------|------|-------|-------|----------|
| | OECD | Europe | US | Japan | China | Non-OECD |
| Nov-06 | 1.5 | 2.1 | 0.7 | 0.5 | 15.7 | 4.9 |
| Dec-06 | 1.2 | 1.8 | 0.3 | 0.8 | 17.4 | 4.9 |
| Jan-07 | 1.3 | 1.7 | 0.5 | 0.5 | 19.0 | 5.1 |
| Feb-07 | 1.3 | 1.5 | 0.7 | 0.4 | 18.9 | 5.0 |
| Mar-07 | 1.3 | 1.6 | 0.9 | -0.7 | 19.7 | 5.3 |
| Apr-07 | 1.9 | 1.6 | 2.1 | -0.0 | 17.5 | 5.5 |
| May-07 | 2.5 | 1.8 | 3.5 | 0.0 | 15.9 | 5.7 |
| Jun-07 | 2.5 | 1.6 | 4.2 | -1.2 | 15.3 | 5.7 |
| Jul-07 | 1.7 | 1.1 | 3.4 | -3.2 | 15.5 | 5.0 |
| Aug-07 | 0.2 | -0.0 | 1.8 | -5.9 | 16.4 | 4.0 |
| Sep-07 | -0.6 | -0.6 | 0.7 | -7.4 | 16.7 | 3.7 |
| Oct-07 | -1.3 | -0.6 | -0.4 | -9.3 | 16.5 | 3.1 |

Source: OECD, December 2007

目前整体 OECD 领先指标的疲软主要是受到日本拖累，从最新的 PMI 数据看到，日本的整体表现看淡。

最近 OECD 领先指标的持续下跌增加了市场对未来经济衰退的忧虑，但尽管如此，从宏观上看，我仍然认为这些数据显示 2007-2008 年基本金属需求仍稳定。

图： 全球工业增长和基本金属需求维持乐观



Source: OECD, Ecwin, Macquarie Research, December 2007

(4) ICSG 最新铜供求数据分析。

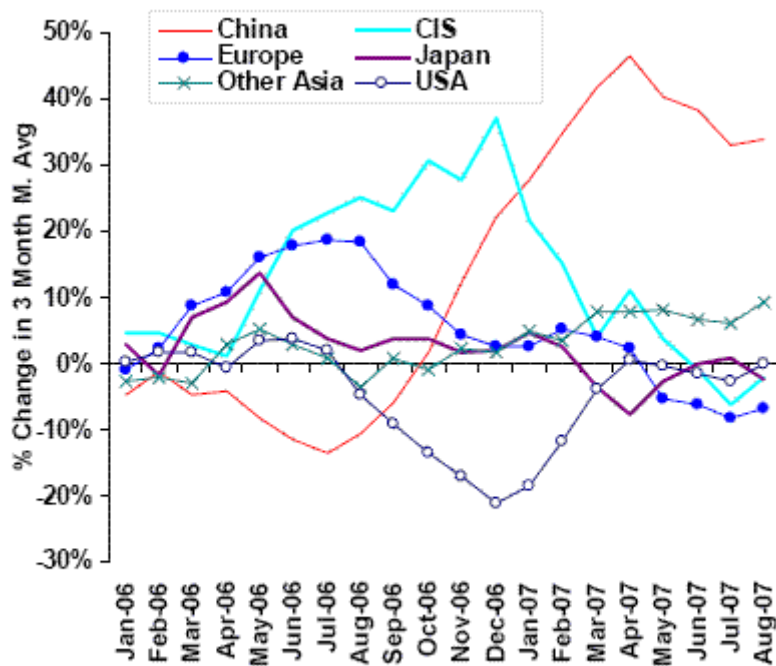
国际铜业研究机构 (ICSG) 公布的截至 8 月份的全球铜供求平衡数据显示市场逐步进入过剩，虽然过剩更多是季节性的调整（由于 8 月份是欧美地区的暑期消费淡季）而不是基本面的转变。

对于铜来说利好的因素包括库存仍处于低位，供应比预期的要紧张，价格

对供应链变动的敏感度变得更高。需求放慢且很可能在未来几个月持续对于铜来说是不利的因素，而这也足以使得 2008 年上半年市场变得轻微的过剩——除非中国需求能拟补这个缺口。需求的疲弱使得我们对于未来几个月铜价变得谨慎，但是市场走向过剩熊市的可能性仍非常低。

ICSG 公布的数据显示欧洲，美国，日本甚至是东欧地区的需求都在萎缩，2007 年全球铜需求增长变成了几乎完全是由中国拉动，而除了中国和日本以外的亚洲地区增长明显（见下图）。

图：全球铜需求增长（3 月平均）



Source: ICSG, Macquarie Research, November 2007

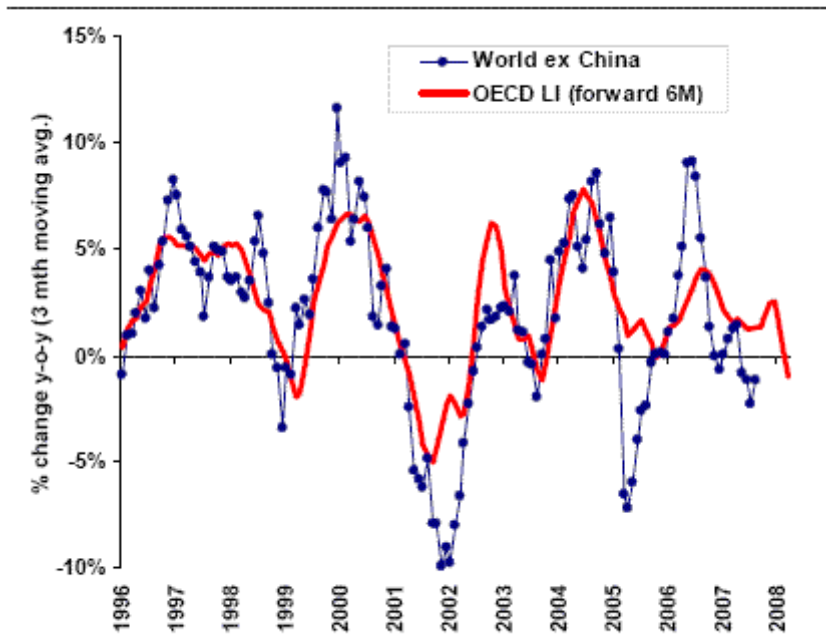
下图显示了除了中国以外的全球铜需求增长趋势和 OECD 领先指标之间的关系。年同比增长率在最近几个月大幅下跌，其中欧洲由强劲增长走向萎缩。如同上周在我们的报告里面所讨论的，最新的 OECD 领先指标表明需求变差要比好转的可能性要大。

图：铜消费增长

| | Jan-Aug 2007 | Jan-Aug 2006 | % Change | Change '000 tonnes |
|-----------------------|-----------------|-----------------|--------------|-----------------------|
| USA | 1485 | 1515 | -2.0% | -30 |
| Latin America | 566 | 566 | 0.1% | 0 |
| Europe | 3012 | 3096 | -2.7% | -85 |
| CIS | 577 | 570 | 1.2% | 7 |
| Japan | 824 | 840 | -2.0% | -17 |
| China | 3230 | 2337 | 38.2% | 892 |
| Other Asia | 1877 | 1748 | 7.4% | 129 |
| Other | 697 | 741 | -5.8% | -43 |
| World | 12267 | 11413 | 7.5% | 855 |
| World ex China | 9038 | 9075 | -0.4% | -38 |

Source: ICSG, Macquarie Research, November 2007

图：铜消费与 OECD 领先指标



Source: ICSG, OECD, November 2007

ICSG 的数据表明今年头 8 个月全球铜市场缺口 25 万吨，而上年同期是过剩 4 万吨。我们认为缺口主要是由于这段时间之内中国的建库(上年同期是在减库)，但是我们相信这些库存当中的相当部分在 8 月底就已经被消耗了。

表： ICSG 铜供求平衡

| '000t | Jan-Aug 2007 | Jan-Aug 2006 | Change YoY '000t | Change YoY % |
|------------------------------|-----------------|-----------------|---------------------|-----------------|
| Mine production | 10,170 | 9,720 | 450 | 4.6% |
| Capacity Utilisation % | 86.9% | 86.3% | - | - |
| Refined production | 12,009 | 11,451 | 558 | 4.9% |
| Capacity Utilisation % | 83.1% | 83.5% | - | - |
| Primary refined | 10,184 | 9,744 | 440 | 4.5% |
| Secondary refined | 1,825 | 1,707 | 118 | 6.9% |
| Refined usage | 12,267 | 11,413 | 855 | 7.5% |
| Market balance | -258 | 38 | (297) | - |
| Reported stock change | -187 | 18 | (205) | - |

Source: ICSG, November 2007

第四部分：后市展望。

对未来一年铜市场走势的看法，在我思考这一命题时，央行又将准备金率上调 1% 到 14.5%，是二十多年来的最高值，同时年内第六次将存贷款基准利率上调 27 个基点。国家已经开始实施适度从紧的货币政策了。

当前以及未来很长的一段时间内，美国次级债危机及其后滞影响和中国即将开始实施的适度从紧的货币政策，这两个方面将是影响未来一年基础金属市场走势的主线。

深度思考并理解这两个方面对市场的影响，就会很清晰地把握未来一年基础金属市场走势。在此，我想结合以上各部分主要谈一下这两个方面对市场深远的影响：

第一，刚刚闭幕的中央经济工作会议明确 2008 年我国将实施从紧的货币政策，这也是我国实行长达的十年稳健货币政策以来，首次提出要实施从紧的货币政策。本次中央经济工作会议对于明年宏观调控首要任务，从 2007 年“一个防止”的基础上增加为“两个防止”：防止经济增长由偏快转为过热，防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀。按照中央经济工作会议部署，货币政策也将由“稳健”转为“从紧”，并将在明年的宏观调控中发挥重要作用。对宏观经济政策全面把握，深刻体会和理解国家的调控方向，是做好期货的关键。目前我国已经明确提出明年要实施稳健的财政政策和从紧的货币政策。货币政策从稳健转为从紧，是当前我国政府向社会发出强烈的政策信号，作为投资者必须对此保持高度重视，并趁机转变思维，以国家调控方向为操作的指挥棒，才能做好对行情的把握。其实仔细阅读，除了“两个防止”的从紧的货币政策外，还有一点很重要的要点，就是保证经济健康稳定的发展，发展才是硬道理，货币政策只是为了达到经济和谐发展的保障手段，这也就决定了货币政策用的力度会保持在适合的强度，不会也不应导致经济增长的大起大落，因为经济发展是一个大的政治问题，特别是奥运即将来临。通过以上大前提的研判，从紧的货币政策至少在未来一年时间内实施的力度不会过大，也即是货币政策从紧的力度只会被动跟随通胀率的速度，而不会超前于通胀率的速度，这一点非常关键。历史资料数据显示，一国通胀局面形成后，如果想彻底抑制，必须是货币政策从紧的实施力度超前于通胀率的速度，才能最终压制通胀；如果只是被动跟随通胀率的速度，最终通胀将继续加速导致进一步恶化。

第二，在全球化日益发展的今天，通胀问题已不是简单的一国范围的问题，其已经衍生为全球各国或多国之间相互作用的问题，中国以一己之力来解决全球化的问题，实属无奈，其根本原因还是源于最近发生的美国次级债危机及其后滞影响。自美国次级债危机发生后，美国经济指标数据疲弱，房地产指标大幅下滑，以及欧洲市场也有较大程度波及，直接导致了基础金属市场弱势，基础金属价格纷纷下调。但这只是表象，我们必须关注实质，就是欧美相应采取的经济政策——大规模注资以及降息。其结果只能是创造更大规模的流动性过剩，特别是在多项投资管道已闭合的大前提下，即在房地产及股市近几年沉淀的资金不断涌出寻找投资管道的前提下，商品市场将是一个非常理想的投资管道。欧美与中国货币政策的反向，最终会弱化中国的努力。我个人预计：未来的通胀局面将更加严重，中国的努力只是减缓通胀的步伐，而无法真正改变已经形成的趋势。

第三，美国目前的降息，只是与当前美国的体质有关，而这种只是暂时的并向好的方向转化。美国次级债危机的发生，其实质是美国前期金融体制遗留下来的病症，不是不治之症，当初如果美国严格执行金融制度，不给低收入家庭放宽金融贷款限制的话，也就没有这次危机。当初如果美国没有将其证券化并行销全球的话，可能这次危机的波及范围将局限于美国本土，而不会衍变为全球性金融危机。所以其实质是制度缺失所造成的危机，不会伤及美国经济体质，美国经济体质总体来说，仍是健康而充满活力的，并且我个人认为，在目前美国利率水准还处于温和状态时，美国经济本身就具有免疫力。如果这场危机发生在美国利率水准较高（8—9%以上）的时代，将可能会是致命的，因为那时美国经济体质的免疫力较低。我预计：这场危机不久将自愈，美国经济将继续健康发展，美国的货币政策也将与中国同步采取从紧政策。但目前美国的宽松货币政策与中国货币从紧政策的错位期，可能正是营造未来商品市场继续大牛市循环的物质基础。

综上所述，我个人认为，基础金属市场的牛市特征仍存在。这次因美国次级

债危机所导致的基础金属各品种不同程度的回调，也许将是一个很理想的买入点。当然，具体的技术性操作须结合不同基础金属各自的基本面和技术面来确定。具体到铜市场，进入 12 月份以来 LME 铜在 7000—6400 价位区间上下震荡，筑底特征明显加强，主要原因是亚洲特别是中国消费力量开始显现，亚洲地区现货升水明显，地区库存处于下降趋势。虽然伦敦库存仍持续增加，近期有可能上升到 20 万吨以上，但上海库存仍处于持续减少状态，这直接造成了伦敦铜现货大幅贴水而上海铜现货大幅升水，两地自今年年初以来再次出现了有利的正向套利的贸易条件，直接表现为中国最近铜进口增速开始加速。美国房贷危机的后滞影响仍在发生作用，直接造成前期市场弱势，并扩散到西方各国，可能会最终影响到我国，这一因素对整体经济的影响力度到底有多大目前还无法测定，这可能会直接导致铜价趋向两个不同价格预期模型：第一种是如果美国房贷危机的后滞影响持续扩大并最终波及到中国的话，目前铜价格的反弹最终失败，新一轮下跌将再度展开，理论目标区间 5600—5200；第二种是如果美国房贷危机的后滞影响正在减弱的话，目前铜价格筑底后将最终震荡上行。我个人仍倾向于第二种价格模型生成的可能性较大，最主要的依据是目前全球的利率结构及世界经济体质能对这样大级别的经济危机产生免疫机能。基于以上的认识，我预期：短期，市场上档技术性压力依然存在，可能导致市场反复震荡以测试下档支撑的有效性，但前期在 6500—6800 这一区间形成空头陷阱的可能性在加大。总之，我个人仍认为铜仍处于大的牛市格局之中，中期，随着中国及美国经济数据的好转并完成量变过程，逐渐成为影响市场的权重因素，市场将继续牛市循环。

个人观点 仅供参考

联系方式

北京中期研发部 蒋洪波

地址 (ADD): 北京市朝阳区麦子店西路 3 号新恒基国际大厦 15 层

传真 (FAX): (010) 64630965

邮编 (P. C): 100016

网址 (Website): www.bjcifco.net