

美国经济疲软以及供求因素，令铜价维持高位震荡

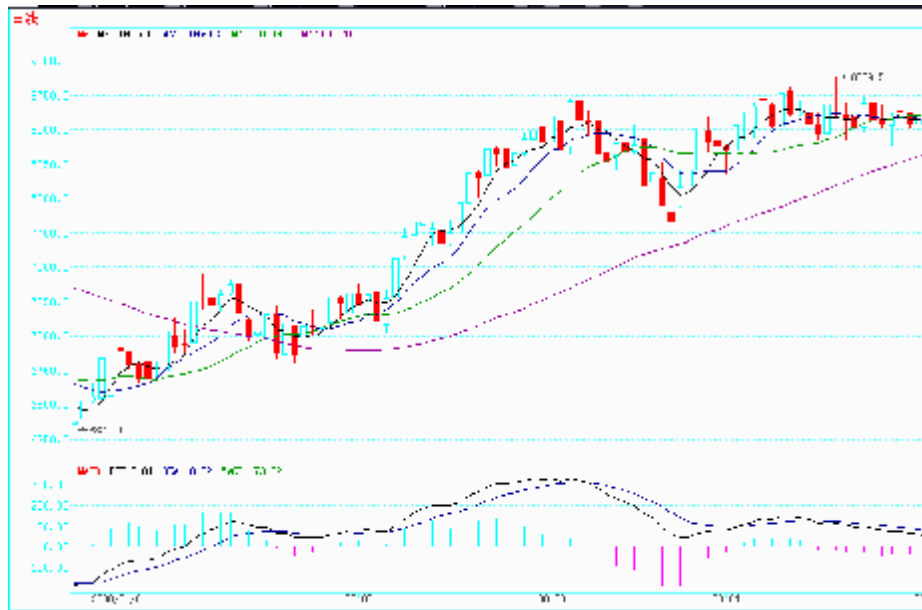


图 1-LME 铜价

整个四月份，LME 铜价始终维持高位震荡，甚至一度创出新高 8889.5 美元/吨，美元的因素以及市场基本面供求因素不断影响着铜市，使得价格维持在 8400—8800 美元的区间交投。其实，我们进一步观察，可以发现本月铜价是由两个部分引导，首先就是投机基金“逼仓”令价格在 4 月上旬上涨至 8500 美元/吨。LME 的一份库存报告显示，有一家机构投资者占有铜库存的 50%至 60%。有外电报道说，这个大量持有铜库存的基金可能为“红风筝”基金或者是“拖拉机”基金。因为在本轮铜价的上涨过程中，市场普遍认为是这两个基金共同联手将大量现货铜从交易所库存中移出。而在铜现货月持仓中曾经出现过一个 10%至 19%的空头部位。也就是说，在伦铜的 4 月合约上出现了一个大空头，且该大空头控制了 10%至 19%的空头头寸。因此进入 4 月以后，铜将迎来消费的旺季，这客观上将铜价格提供比较大的支撑。当多方手中有大量的资金，同时也掌控市场上大量的现货的时候，他们可以强力做多，并拉升期货价格，空方在资金不足的情况下，只能屈服，在高位平仓。不过 4 月中旬后市场总持仓水平的逐步减少削弱了伦铜进一步挤空的动能。高位多头获利了结的迹象较为明显。考虑到五月中旬后市场将步入传统的消费淡季，从时间上看，挤空面临的风险正在逐步加大。而之后再次激励价格上涨，主要是 4 月中旬后罢工因素以及原油价格的不断冲高。到月底，智利罢工已维持两周，使得价格不断得到支撑。另外随着国际原油价格在 100 美元/桶上方获得有效支撑，原油价格的历史高点就不断地被刷新着，市场再度将关注的焦点放到可能由高油价所引发的全球通胀问题上。

一、 宏观经济

全球经济目前仍处于疲软状态，国际货币基金组织（IMF）在最新的报告中已经将今年全球经济增长的预期由 4.1% 下调至 3.7%，为 2002 年以来的最慢增速。报告同时预测，全球经济增长 2008 年与 2009 年下滑至 3% 的可能性为 25%，而 3% 的增长率将预示着世界经济可能将进入衰退。IMF 同时将美国经济今年的增长预测从之前的 1.5% 大幅下调至 0.5%，并预计美国经济将步入衰退。而欧元区今年将增长 1.3%，低于 1 月份预期的 1.6%。另外美国房地产持续暗淡使得市场人士对全球经济的悲观态度难以发生改变。无论是成屋还是新屋，营建还是开工等等全然没有转变的迹象，不断创出新低似乎是目前房地产市场的写照，3 月份单户型住宅销量下降 8.5%，折合成年率为 52.6 万套，创 1991 年 10 月以来的最低水平。而且美国 3 月份耐用品订单下降 0.3%，修正后的 2 月份耐用品订单下降 0.9%。都表明美国经济的疲软，美元长期走弱的局势，也因此，美国联邦储备理事会（美联储，FED）30 日宣布将联邦基金利率下调 25 个基点，此次降息可能是美联储此轮旨在扶助受楼市下滑和信贷市场动荡冲击的美国经济采取的最后一次降息行动。但美联储在声明中暗示，仍然对经济增长感到担忧，而且如果经济前景恶化，美联储还会进一步下调利率。不过在此次决定降息前，市场已提前作出了反映，外汇市场上美元在低位长时间震荡后出现明显的反弹，短期美元仍将走强，也促使商品价格回落。



图 2-美圆指数

二、 供给因素

1、 罢工因素

自 4 月中旬以来，智利 Codelco 公司转包合同工人罢工持续影响市场，一开始只有其 Andina 分部的产量受到影响，最大的 Norte 分部据说未受影响，但罢工情况越演越烈，在连续与警方发生冲突后，Codelco 公司旗下的 Salvador 和 Andina 分部处于瘫痪状态，铜业工人联盟要求 Codelco 履行在 2007 年 7 月达成的协议，

并且誓言继续罢工，直到他们的要求得以实现为止。随后 Teniente 矿区也处于关闭，虽然一度恢复过，但很快又重新关闭。直到本月底，罢工仍没有结束，预估造成铜减产达 19,000 吨。这相当于损失 1 亿美元。不仅智利，其他地区罢工同样发生。墨西哥 Cananea 铜矿 5 月复产越发无望，已造成 10 万吨以上的产量损失，秘鲁矿工联合会可能在 5 月 12 日发起的全国性罢工，巴布亚新几内亚、赞比亚的谦比西铜矿也加入了罢工行列，一系列的罢工行为短期内对铜市有较大影响，其引发的产量减少可能令供需格局趋于紧张，不断支撑价格。

2、LME 库存的持续下降

其实 LME 库存下降从今年初便开始持续，本月初库存更是只有 111350 吨，但下降趋势仍然继续，月底库存只有 110525 吨，尽管下降趋势有所缓和，但考虑目前库存仅相当于全球两日的消费量，以及注销库存占库存的比例在 10%以上，都无疑对铜价构成支撑。

三、需求因素

目前对于铜需求，中国市场仍是市场关注焦点。但从国内现货市场表现看，市场呈现需求“旺季不旺”的局面，而且中国海关公布的数据显示，中国 3 月份精炼铜进口量较上年同期下降 38%，至 126,421 吨。同时数据显示，第一季度精炼铜的进口量较上年同期下降 19%，至 390,735 吨。另外，中国 3 月未锻造铜进口 158,203 吨，较上月下滑 3%。中国 3 月未锻造铜（包括铜合金）进口 152742 吨，较 2 月份进口的 158203 吨下降逾 3%。而进口量总计为 469018 吨，较去年同期下滑 13.3%，出口增长逾一倍至 12494 吨。都表明近期需求放缓的迹象，而且随着全球经济走软，以及国家宏观调控影响下，中国经济增长将会放缓，包括最近国内铜产量的增加，都预示中国消费难走旺。而其他地区，尤其美国铜需求，由于房市维持低迷，需求仍然不佳，北美最大的电缆制造商 Southwire 总裁暨执行长 Stuart Thorn 称，美国信贷紧缩和房屋营建活动低迷将打击该国未来 6 到 18 个月的铜消费量。预计铜需求将陷入两到三年的低谷，因非住宅房屋营建在住宅房屋需求改善的一年之前，即会开始下滑。

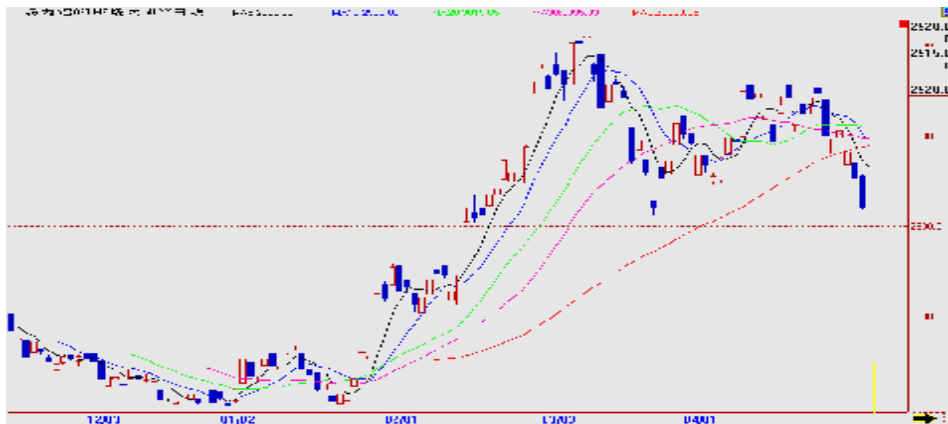
综上，对于供应的担忧以及需求的放缓，加上全球经济的疲软，都使得铜价高位震荡持续。不过随着挤空临近尾声，而罢工毕竟只是短期影响铜价，罢工的结束将会削弱铜价继续上涨的动力，以及美元最近的反弹，需求的逐渐减缓，都将令价格逐渐回调。

嘉益公司研究员：张晓峰

基本面变化不大 期铝继续外强内弱

本月 LME3 个月期铝先扬后抑，以 2915 美元开盘，之后在接下来的三周内连续三次上摸 3100 美元关口，但最终没能成功收上此位，最高 3115 美元，其后大量抛盘出现，4 月 24 日受库存激增影响，伦铝大幅下跌 3%，脱离 3000 美元的重要关口，之后一直未能收复此位，月底收于 2907 美元，破坏了前两周完成的 3000 美元平台区间。沪铝本月窄幅震荡，波动幅度较小，与 LME 铝相比较为弱势，月底有突破前期平台的迹象，成交不活跃且主力合约创出 2 个月来的新低。

LME3 个月期铝走势



沪铝 2 连走势



供求关系没有多大改善

时隔一个多月后，LME 铝库存再度出现激增，仅 4 月 24 日就增加 11900 吨，虽然此后没有像 3 月中旬那样出现持续的大幅增加，但高达 1040675 吨的库存总量仍对铝价构成压力。同时伦敦铝现货贴水一直维持在 50 美元左右，显示现货消费不佳，宏观经济环境恶化影响到了铝的消费。SHFE 铝库存在连续 11 周出现增加之

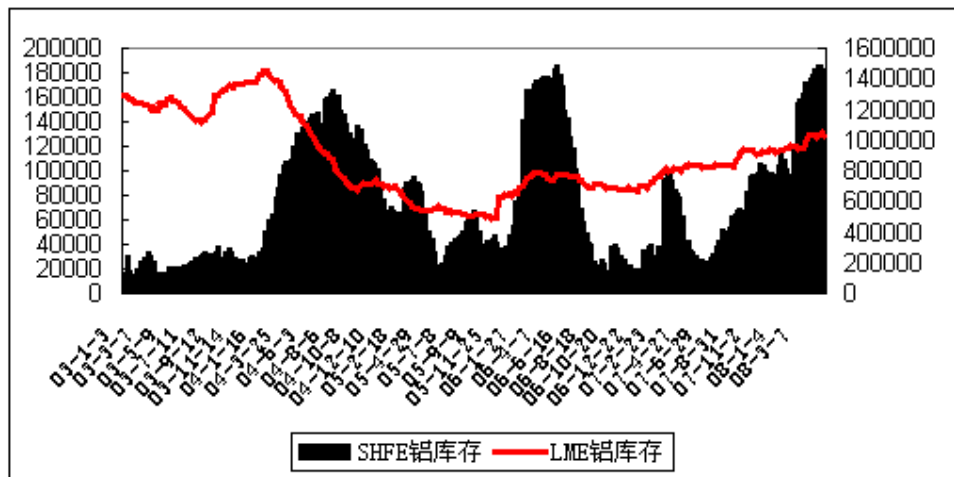
期市有风险，入市当谨慎，文章观点仅供参考，据此操作，风险自担！

后减少 4172 吨，但库存总量仍然超过 18 万吨，国内消费需求没有明显增强，下游消费买盘并不积极，巨大的库存对市场有明显压力，这也是限制沪铝上涨的一个重要因素。

海关发布的最新数据显示，3 月中国原铝一改连续五个月净进口的状态转为净出口，进口同比下降 84% 至 5418 吨，环比下降近 55%；出口同比下降 16.8% 至 8619 吨，环比增加 300%。这表明由于雪灾和电力紧张等因素导致的中国产量受损并没有引发进口的增加或出口的下降，对中国以外的全球市场的影响几乎为零。产量受损似乎只造成中国去年增加的库存现在再次下降。从进出口数据可以看出，国内当前供过于求的状况没有改变，现货面依然宽松是沪铝滞涨的主要原因。而从 IAI 的数据亦可以看出，国内原铝产量从 3 月开始恢复，预计后市仍将逐步提高。

可以看出，铝的基本面并不是十分乐观。在经济低迷、高现货贴水、高库存的情况下，伦铝本月前期的表现依然强劲，很大程度上是由于资金的推动。而资金介入也是基于对该商品供求关系的判断。只有在供求紧张的状况下，商品才能走出长期的上涨行情，这种涨势才能吸引资金的长期介入，而没有基本面的支撑铝价的上涨终将受到限制。当前在电力问题和库存等可以炒作的题材缺乏的情况下，资金退出也在情理之中。未来几周现货需求将决定铝价格的走势，密切关注 LME 铝库存变化及国内铝消费状况，如果库存与升贴水情况没有好转，铝价将难以上行。当然，我们之前一直强调的能源价格上升导致电解铝冶炼成本不断加大仍将对铝价构成支撑。

LME 和 SHFE 铝库存变化



货币因素的影响

虽然供求关系是决定商品价格走势的最根本因素，但当前在全球经济增长减缓、通胀高企的背景下，金属的金融属性凸显，金属的价格也与美元走势密切相关。2007 年 4 月美国次贷危机爆发至今，美国经济形势每况愈下，美联储步入降息周期直接导致美元持续走弱，美元指数最低降至 70 附近，美元持续贬值令以美元计价的商品有涨价的内在动力，大量的资金借助美元贬值造成全球通货膨胀之机

期市有风险，入市当谨慎，文章观点仅供参考，据此操作，风险自担！

涌入令商品价格快速上涨。但在本月最后一周，美元兑欧元汇率再次创下历史低点之后于 24 日大幅反弹，并实现 4 年来最大幅度的上扬，美元超跌反弹压制了有色金属的上涨空间。美元上涨主要得益于市场改变了对美联储降息的预期。美联储在 4 月 30 日的会议上只降息 25 个基点，并且与前几次会后声明中带有较明显继续降息的暗示相比，本次声明基调更趋中性。考虑到美国股市回暖，能源与食品价格大幅上扬引发的担忧，投资者由此猜测，虽然面临着经济依然停滞的压力，但美联储可能不会延续此前大幅降息的举措，此次降息可能成为美联储近期内的最后一次降息。对此，市场立即做出反应，美元在低位长时间震荡后出现明显反弹，从其运行看，此次反弹带有中期反弹的意味，而这恰恰是不久前 IMF 会议上与会各国领导人所希望的局面。作为全球结算以及支付体系的核心，美元的回升将对强劲的商品价格产生一定抑制作用，从而在一定程度上缓解通货膨胀。可以看出，美元走势依然是影响商品市场的主要基本力量。

面对美元大幅贬值，全世界流动性泛滥并导致通货膨胀压力加大，中国采用更有弹性的汇率政策，以一定幅度的人民币升值来控制输入型的成本推动膨胀。来自中国外汇交易中心的最新数据显示，4 月 23 日人民币对美元汇率中间价以 6.9837 再创汇改以来新高。至此，2008 年以来人民币对美元汇率中间价已先后 33 次创出新高，年内升值幅度接近 4.5%，而 2007 年全年人民币的升值幅度仅为 6.9%，人民币升值步伐明显加快。二季度人民币升值的预期仍然较强，但升值幅度可能有所放缓，预计 2008 年全年人民币的升值幅度将有望达到 10% 左右，即接近 6.5-6.6 之间。在人民币持续升值的进程中，国际市场商品主要是以美元报价，国内则以不断升值的人民币为报价单位，对国内商品而言，无疑承受了较大的汇率价差损失，对国内商品市场构成较重压制作用，导致国内市场价格走势普遍弱于国际市场走势。同时人民币升值对于金属下游产品出口产生一定的限制，外需下降也在一定程度上增加内需的压力。因此，从基本面看，人民币升值的势头仍将保持，外强内弱仍将是今年大宗商品市场的一大特征。

总之，商品市场在 3 月初创下中长期历史新高之后不但积累了较为沉重的获利回吐压力，而且还吸引空方增量资金逢高拦截并沉重打压，而多头投机资金高位追涨意愿也随着价格上涨而显著减弱，从而导致价格深幅重挫。由于铝市场的基本面并没有得到多大改善，美国经济下滑带来全球经济增速放缓进而影响到金属消费，高库存及现货贴水放大使得后市上涨空间受到一定限制。国内现货市场供应充足和人民币升值加快使得下游消费表现疲弱，目前现货价格仍维持贴水状态，继续呈现外强内弱格局。对于后市，高位区间震荡仍是最主要的特征，高抛低吸，轻仓操作可能是最适宜的操作策略。

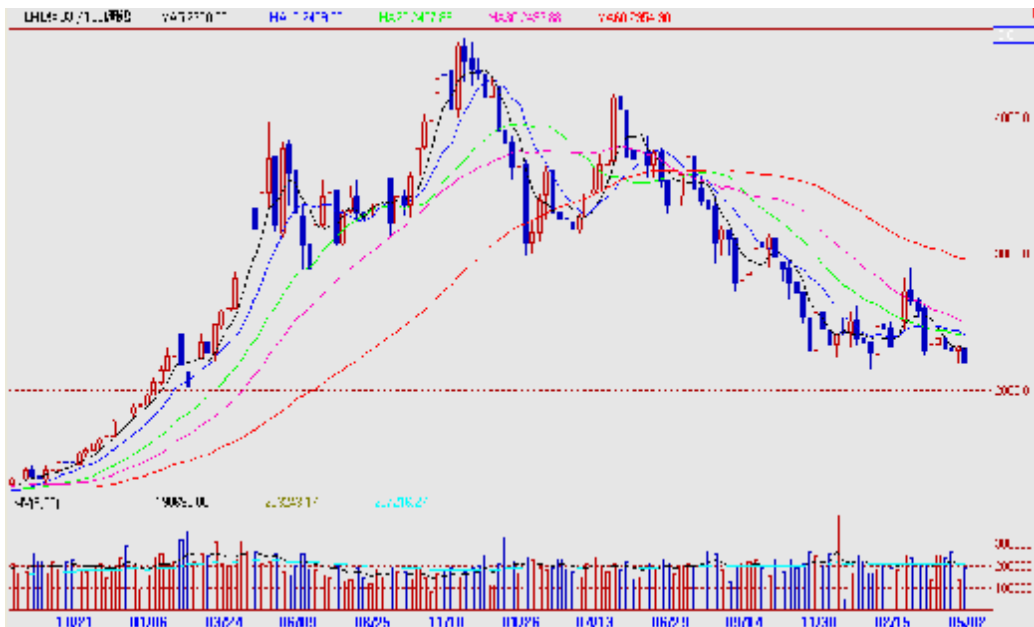
嘉益公司研究员：李钰玲

套利月报：锌市套利条件成熟，目前仍可把握正套机会

一、行情简述

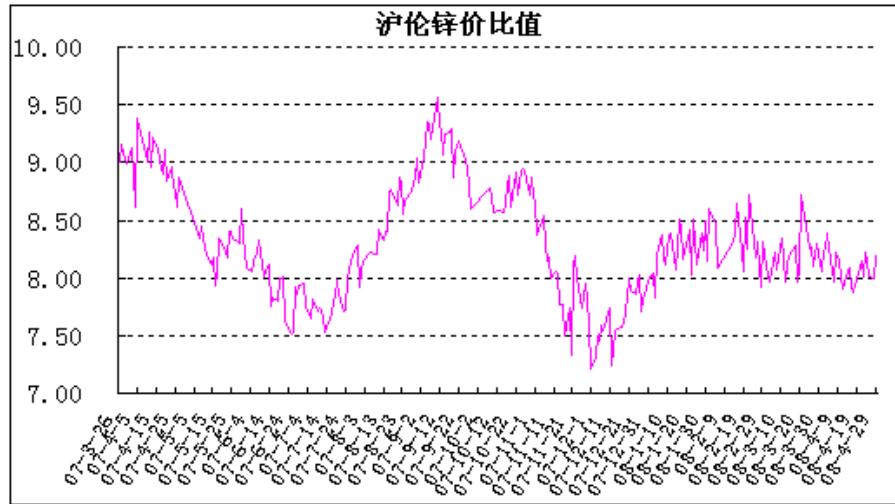
2006 年底以来，锌价在建顶后呈现趋势性回落。全球锌精矿供应由先前的紧张逐渐变得宽松，精锌产量大幅增加，而世界消费因欧美等国经济放缓增长相对迟滞，精锌市场供应逐渐走向过剩。这一基本面变化主导了价格的走势，LME 锌价自高点下滑，跌幅已经超过 50%，价格后势可能会逐渐得到成本上涨等因素的支撑，不过目前仍未出现见底的迹象，下跌的趋势仍然保持。国内锌期货合约自 07 年 3 月份上市以来，很快就得到了市场的亲睐，至 07 年底交易量就已经超越了上海期货交易所的其它金属合约，坐上了头把交椅。巨大的交易量为锌市场的跨市（LME 和 SHFE）套利交易提供了肥沃的土壤，加上锌本身就是一个国际性的品种，有着非常好的流动性，当前国内精锌的进出口基本平衡，这使得 LME 锌和 SHFE 锌价格既有着较好的相关性，又有着各自局部的供求特点。

LME 三个月期锌周 K 线图



上海锌期货价和伦敦锌价的走势基本上保持着好的相关性，国内价格自上市以来亦呈现振荡下跌趋势。但受国内供求关系的变化以及调高出口关税等相关宏观调控政策的影响，使得 SHFE 锌价与 LME 锌价比值或差价出现了比较大的波动，亦提供了比较大的套利机会。就当前的形势来看，全球锌市场处于过剩的背景下，LME 锌价下跌趋势可能仍未完结。国内由于产量增长迅速，而消费增长相对逊色，加上出口受到相关政策的限制，国内锌价可能更加弱势，使得国内外锌价比值在适度反弹之后会再度走低，后期仍可适时把握正套机会（买伦锌抛沪锌）。

下面我们具体考察当前两市的比值水平、价差结构、国内外供需、锌进出口形势、以及人民币汇率波动等因素，评估当前的套利环境与机会。



比值呈现振荡整理走势，向上的空间相对较小

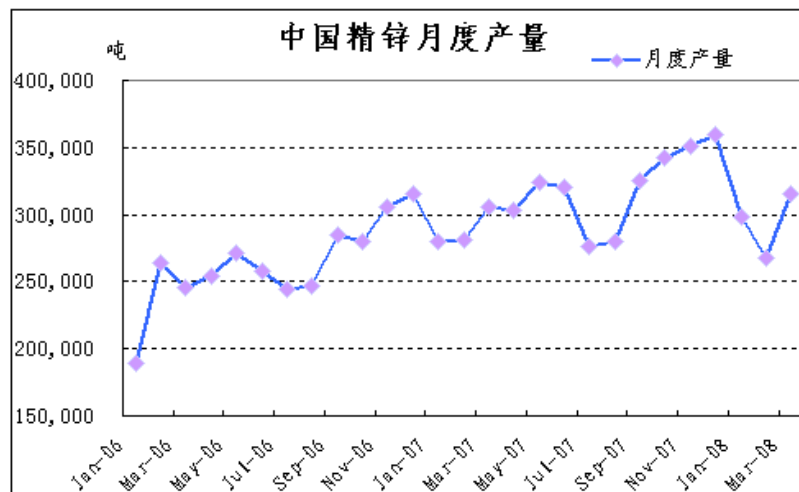
从上图沪伦锌价的比值走势来看，比值在上一次触及出口比值以后获得了适度的反弹，今年初以来在 8.0 至 8.5 之间呈现振荡横盘走势。从进出口贸易来看，按照当前的汇率、运费等水平，我们进口精锌金属盈利的比值在 8.8 左右，而高纯度的精锌（0#锌，有 5% 的出口退税）出口盈利的水平在比值为 7.1 以下，而 1# 锌（纯度相对较低，无出口退税且有 10% 的出口关税）的出口盈利的比值在 6.1 左右，近年来，我国随着产量快速增长，已逐渐转变为精锌金属的净出口国，国内外锌价比值将主要围绕出口盈利比值波动，国内外锌价比值高于此水平，相应的出口将面临亏损，当前沪伦锌价的比值在 8.2 左右，出口呈现严重亏损，这将促使出口会严重减少而增加国内供应，给国内锌价造成压力，限制比值的上升，正套的风险相对较小。从相关市场的类比来看，沪伦锌价的比值均高于国内外铜（7.6）和铝（6.4）的比值，锌价比值后期进一步振荡下跌的机率较大。

国内外产量大幅增长，中国贡献巨大

近年来国际锌精矿供应的瓶颈逐渐消失，锌矿供应充足，锌冶炼加工费上升，全球精锌产量呈现大幅增长，而消费增长相对迟缓，锌市场逐渐出现过剩之势。国际铅锌研究组织（ILZSG）最新的数据显示，预期今年全球锌市场将过剩 21.5 万吨。今年全球精炼锌产量将增长 6.4% 至 1206 万吨，最大的增幅将来自于中国和印度；全球的锌需求将增长 5.2% 至 1185 万吨，主要也是由于亚洲需求增长。该组织预期全球今年锌矿产量将增加 10.4% 至 1208 万吨。去年 8 月在波利维亚 Apex Silver 公司的 SanCristobal 锌矿开工将令该国的产量大幅增加；同时印度的 Hindustan 锌业公司正在计划投资 8.96 亿美元来增加其铅和锌产能 60%，达到综合年产能 107 万吨/年，该公司预期在 2010 年前使每年的锌产能增加 29.8 万吨至 88.3 万吨。世界金属统计局的数据显示，今年 1-2 月全球锌市供应过剩 71,000 吨，报告库存增加 39,900 吨。1-2 月全球精炼锌产量同比增加 66,000 吨至 186.6

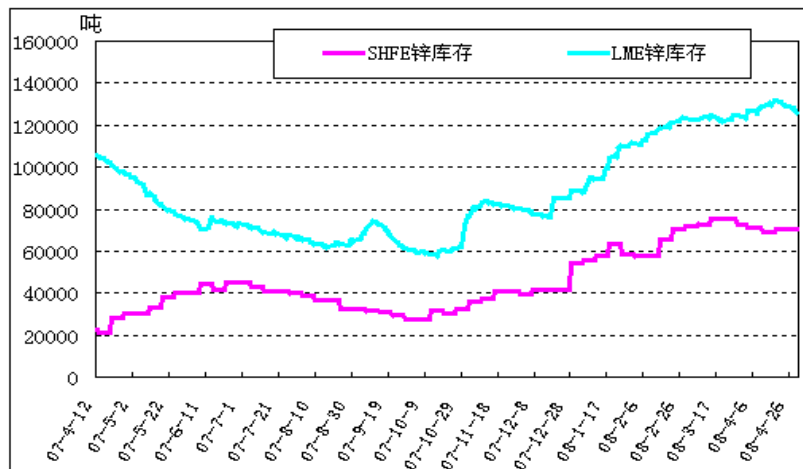
万吨，锌矿山产量为 180 万吨，较上年同期增加 15%。由此可见，需求的增长并没有跟上供给的增长量，全年锌过剩在所难免，这无疑对锌价的上涨形成压力。

国内产量方面，虽然一季度受雪灾及煤电系统破坏影响，精锌产量增长放缓，但从去年的数据来看，2007 年中国精锌产量增幅超过 18%，在今年后期我们预期随着灾害影响的结束以及煤电系统的逐步恢复，先前暂停的产能将重新启动，在精矿供应相对充足，冶炼加工费高的条件下必将重新加速生产，产量将会重现高速增长。据国家统计局数据显示，一季度国内精锌产量同比增长 3.7%，至 88.2 万吨，而锌矿产量同比增长 16.9%，至 56.4 万吨。



从库存状况来看，国际铅锌组织数据显示，至今年 2 月份西方国家商业库存为 59.3 万吨，相当于 4.1 周的需求量，库存水平较前期有所提高。另外伦敦及上海两大交易所库存亦均呈现上升，上海交易所库存目前为 7 万余吨，为锌期货上市以来的最高水平；LME 锌库存亦自低位回升至 12 万吨以上，库存数据亦显示市场供需关系趋于宽松。

图：LME 及 SHFE 锌库存走势

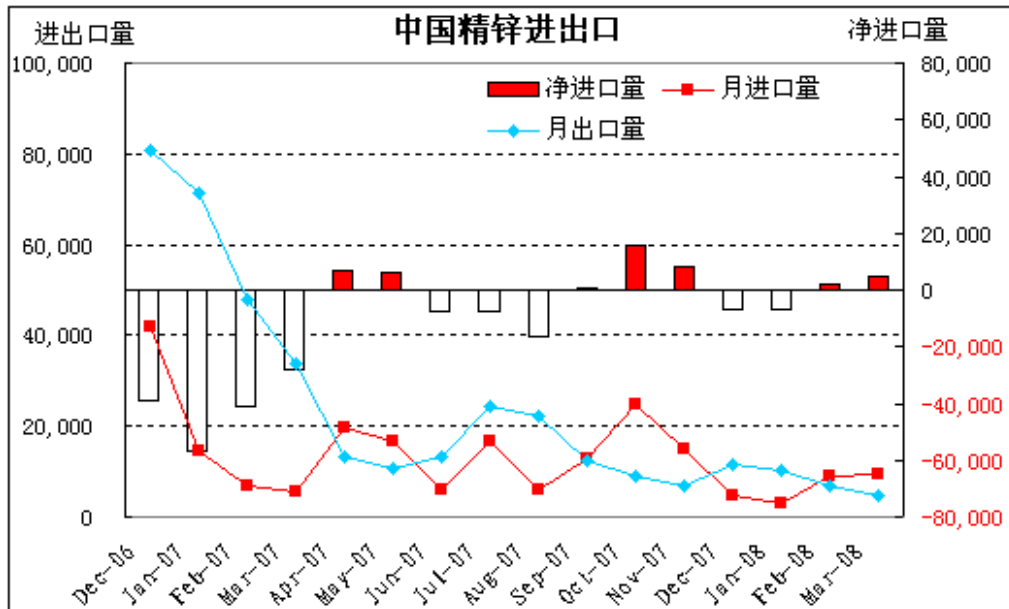


期市有风险，入市当谨慎，文章观点仅供参考，据此操作，风险自担！

中国精锌进出口基本平衡，国内价格在出现大量出口前将承受较大压力

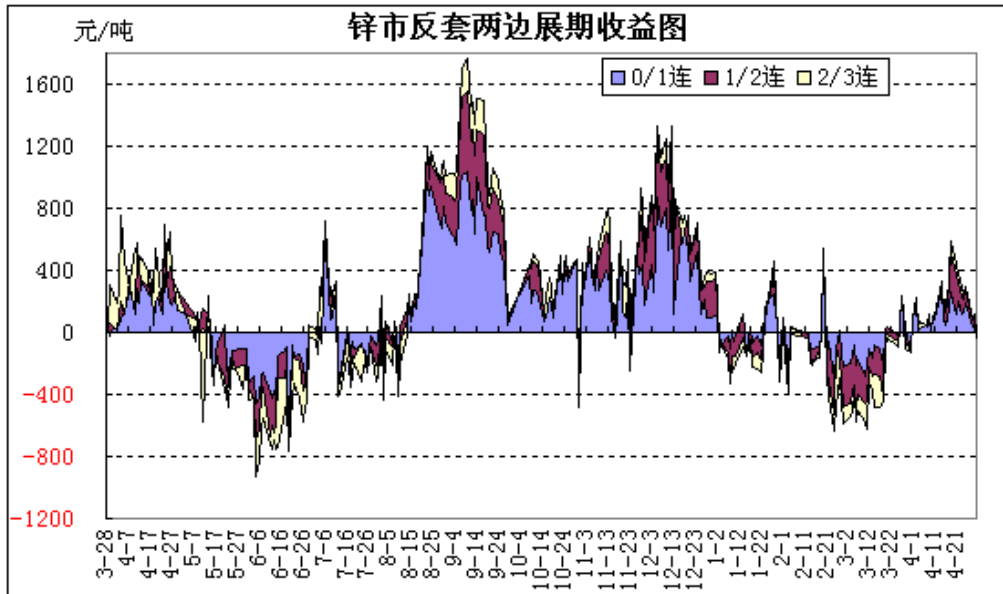
中国是全球最大的锌生产与消费国，生产与消费量约占世界份额的 30%，中国的进出口对锌价会产生重大影响。一季度，受到国内冰雪恶劣天气的影响以及电煤系统的破坏，国内进出口受到了一定的影响，据国家统计局最新的报告显示一季度锌出口共计 21,765 吨，同比减少 85.7%；进口共计 21,428 吨，减少 21.0%；不过锌矿石、精矿进口共计 595,782 金属吨，同比仍呈现增长 63.5%。矿石进口加上国内矿石产量均呈现大幅增长，预示着后期中国精锌产量巨大，在精锌金属出现大量出口以前，国内精锌市场将会呈现过剩状态，令国内锌价将会受到较大的压制，而伦敦锌则会得到相应的支撑。

图：中国精锌月度进出口量及净贸易量



当前隔月价差较小，对套利影响不大

从两市的基差结构来看，上海锌期货合约大致处于平水结构，而伦锌当前现货对三个月期处于小幅贴水状态（在 25 美元左右），当前两边基差结构总的来说对反套有利一些。不过，由于伦敦隔月价差并不大，对套利持仓总的的影响较小。而且随着国内逐渐出现的过剩状态，亦可能使得后期国内市场出现现货或近月贴水的情况，和伦敦一致，两市基差结构对套利的的影响相互抵消。



人民币升值及隐性政策性利好仍支持持有正套头寸

人民币的持续升值继续对国内外锌价的比值造成压力。根据目前中国经济发展、外贸形势以及市场对人民币的估值，预计人民币还将继续走强，因而还会继续对国内锌价造成压力，而美元走弱则会相应支撑伦敦锌价，促使国内外锌价的比值中心下移，这对于长期持有的正套头寸会继续表现出较为有利的影响。另外，在中国大力控制资源性商品出口的同时，和铜铝等商品不同的是，中国至今仍保持着对0#锌5%的出口退税，这似乎和“宽进严出”的调控政策有些背离，后期取消0#锌出口退税政策的可能性很大，这对于正套来说是一个隐性的政策性利好支持，一旦这样的政策出台，将会进一步压制国内锌价而助涨伦敦价格，造成国内外锌价比值进一步下移。

综上所述，当前锌市跨利套利条件成熟，沪伦锌价比值经过适度反弹之后呈现区间整理，而鉴于中国精锌产量具备继续大幅增长的条件与潜力，预期后期产量仍将继续大幅增长，使得在出现大幅出口之前中国国内市场将会出现较大的过剩，导致沪伦锌价比值再次回落，围绕出口盈利的比值波动，故而当前若比值进一步反弹上升，可适机把握正套入市机会。

嘉益公司研究员：杨东升