

## 序 言

2007 年，对基本金属市场而言也许是休养生息的一年。尽管没有了 2006 年那样令人惊心动魄，各个基本金属轮番上演强劲牛市行情的局面，但市场在逐步恢复平静和理性的同时可能会带给我们更多的思考。2007 年并不属于基本金属，原油直逼 100 美元大关和黄金迎来的大牛市吸引了市场太多的注意力，基本金属似乎渐渐淡出了投资者的视野，但我们也欣喜地看到上海期货交易所成交规模和成交金额的大幅攀升，以及新年伊始黄金期货地推出使中国金属期货市场站在了一个新的高度上。铜 2007 年仅比去年收高 6%，而 2006 年上涨 44%。锌 2007 年的表现相当疲软，是基本金属中最大的输家，下跌 45%。铝全年下跌 14%，镍下跌 22%。而铅成为最大的赢家，上涨 53%，锡紧随其后，是第二大赢家，上涨 43%。铜、铝等一线金属的波动似乎较 2006 年有所收敛，但其他一些二线金属品种（如镍和铅）大起大落的走势凸显了这个市场的机会与风险。秉承着“诚信、服务、专业”的一贯原则，力求帮组客户运筹帷幄，把握先机，我们推出这本《2008 年基本金属投资报告集》，希望通过回顾与展望更客观、更深入地了解市场，发掘市场机会，我们也衷心希望能与各界朋友相关学习、探讨。

在新的一年，我们将不断进行探索和突破，我们也将勇于接受新的挑战。2008 年请让我们继续携手共进！

## 目 录

1. 宏观经济及供求关系依然主导市场走向	
——2007 年铜市场回顾与 08 年展望 .....	3
2. 上有供需压力 下有成本支撑	
——2007 年铝市场回顾与 08 年展望 .....	12
3. 锌 哪里是跌势的尽头	
——2007 年锌市场回顾与 08 年展望 .....	20
4. 铅 关注基本面	
——2007 年铅市场回顾与 08 年展望 .....	25
5. 镍	
——2007 年镍市场回顾与 08 年展望 .....	30
6. 锡 印尼的牛市	
——2007 年锡市场回顾和 08 年展望 .....	33
7. 沪伦比值振荡反复, 套利机会时有呈现	
——2007 年铜市套利投资回顾与展望 .....	36

## 宏观经济及供求关系依然主导市场走向

### ——2007 年铜市场回顾与 08 年展望

2007 年转眼又过了, 回顾这一年, 似乎又是动荡的一年, 先是延续 06 年下半年的跌势, 然后是 3 次冲击 8000 美元高位, 又连续 3 次从 8000 美元高位回落。总结一下, 整个 2007 年似乎经历了以下几个阶段:

07 年铜价起伏动荡, 四落三起。

#### 第一阶段: 探底

在进入 07 年 1 月份后, LME 铜价延续了 06 年 12 月份的下跌, 整个上旬始终处于惯性下跌, 并且跌破了 6000 美元的重要支撑位, 不过之后价格在 5500 美元开始企稳, 随后在 5500-6000 美元之间来回震荡。直到 2 月份初价格到达年内低点 5255 美元。

LME 铜价年初延续了 06 年后期的下跌, 直到 2 月初价格到达年内低点 5255 美元。

我们可以发现这次价格探底阶段主要还是受 06 年下半年的下跌因素影响: 首先是库存变化, 在 06 年下半年价格下跌过程中, 库存始终扮演着重要角色, 从 10 月下旬开始, 当时库存水平为 11 万吨左右, 之后库存一直持续增加, 到年底库存已经增到了 18 万吨, 而 1 月份库存增加趋势并没有停止。到月底库存已经在 21 万吨。如此迅猛的增长速度, 增加了市场空头信心, 导致了价格的下跌。其次, 美国经济逐渐放缓, 2006 年作为全球经济龙头的美国经济逐渐放缓, 第二季度美国经济增长率大幅下降到 2.6%, 不及第一季度增幅的一半。第三季度美国经济增长率更是达到 1.6% 的低点, 此外房地产市场的降温促使了美国家庭大幅减少消费开支, 进入 07 年 1 月份后美国经济也没有明显的好转。



第二阶段: 连续 3 次冲上 8000 美元高位

第二阶段: 连续 3 次冲上 8000 美元高位。

第一次: 在 2 月初 LME 价格触及年内低点后, 上涨势头便一发不收拾,

7000、8000 美元各个阻力位都被轻易冲破, 这波涨势一直维持了 3 个月左右, 直到 5 月 4 日到达年内高点 8335 美元后, 距离 2006 年 5 月 11 日创下的 8800 美元的高点也仅一步之遥。之后市场开始获利回吐, 而且加上这次上涨过程从 2 月开始一直到 5 月 4 日形成中期高点后, 技术上都没有一次象样的调整, 价格开始急促而下, 在 7000 美元一线得到支撑后, LME 铜便处于 7000-7600 的震荡区间

上涨因素:

### 1、罢工

当时秘鲁南方铜业公司旗下 Ilo 铜冶炼厂工会工人责难公司滥用跨国矿工, 且没有和工人分享铜价猛涨带来的利润, 威胁发动罢工, 该冶炼厂每年加工约 120 万吨铜精矿。工人们表示公司必须同 855 名工会工人开始新的薪资谈判, 否则将开始罢工; 南方铜业位于秘鲁其他工厂的工人、位于 Toquepala 和 Cuajone 的矿工表示, 如果没有达成解决方案, 他们将加入到 Ilo 罢工中; Freeport-McMoRan 铜金公司旗下印尼 Grasberg 铜矿罢工; “五一”期间, 全球矿产大国——秘鲁(世界第一大白银生产国, 第三大铜、锌、锡生产国以及黄金的第五大生产国)爆发全国性工人罢工, 成为金属价格上涨的最重要推动力; 全球最大铜矿之一智利的 Collahuasi 铜矿工人投票赞成继续罢工, 拒绝管理层提出的新的薪资协议; 南方铜公司旗下 Toquepala 铜矿, Cuajone 铜矿和 Ilo 熔炉精炼厂约有 2,700 名工人在合同谈判破裂后于 6 月 23 日早些时候开始罢工。

其实近年来, 在铜价不断上涨, 而工人薪资却没有增加的情况下, 各铜矿罢工次数越来越多, 尤其 06/07 年更是合同到期的集中期, 罢工情形也比以往增多, 也因此最近一两年每次铜价上涨的背后或多或少都有罢工的因素。尽管罢工的影响是短期的, 但一定程度上还是给了市场上涨动力。

### 2、库存持续减少

库存在 2 月份已经开始有减少迹象, 之后便一直减少, 3 月份库存已经减少至不到 18 万吨, 而到 4 月底库存只有 15 万吨左右, 5 月底则为 13 万吨, 截止 6 月 29 日 LME 库存已经减少至 11.47 万吨。而同样的, 随着库存减少, 现货贴水重新转为升水, 并逐步回升。我们都知道升贴水是反映现货供求的重要指标, 现货升水表明现货供给的紧张, 相反现货贴水反映了现货供给的宽松。因此从 LME 库存以及现货升水的表现上看, 现货似乎处于紧张的局面, 也因此使市场有了更好的利多支持, 刺激了铜价上涨。

### 3、基金净空持仓有所减少

自去年 4 月初以来, 基金持仓就开始由净多转为净空, 而且之后净空持仓一直在增长。到今年 2 月初净空持仓继续以扩张为主, 甚至达到 21898 张, 净空气氛浓重, 但之后净空持仓开始有所减少, 到 5 月 8 日当周更始减少至 8065 张, 之后也一直维持在 10000 附近。尽管从绝对量分析, CFTC 净空持仓仍然处于历史较高位置, 空头力量还占优势, 但从最近几个月基金持仓表

第一次上涨的主要因素: 罢工、库存减少、基金净空持仓减少、中国需求增长。

现看，我们可以感觉到基金空头主力开始撤退，而多头开始增加，表明了基金倾向于做多，也显示了市场对上涨行情的认可。

#### 4、中国需求

中国国内需求仍然是市场炒作热点。此轮铜价上涨从开始到突破 8000 美元/吨，可以说完全是由于国外基金围绕着中国市场旺盛的需求在进行的。尤其今年 1-4 月份中国铜进口数据在很大程度上说明了国内需求的旺盛，也使得市场对于“中国需求”寄托了较大的希望。较为普遍的观点是，在 2005 年下半年至 2006 年期间，由于铜价高企，中国铜消费企业以及相关铜储备机构释放了大量的库存，2007 年这些企业和机构有补充库存的需求，从而增加中国铜的需求量。国外机构尤其看好中国需求，麦格理称：“我们认为今年中国对于铜的需求是一个关键的支撑因素。中国铜需求的成长将抵消发达国家的需求下滑。” Logic Advisors 称“铜市场需求面将继续强劲。亚洲尤其是中国的需求已经显示出了这种强势，欧洲也较为强劲，美国则显得有些疲软，但还是从中国的需求中找到了铜市将会走牛的线索。”

#### 下滑因素：中国宏观调控

中国人民银行 1 月 5 日宣布，决定从 2007 年 1 月 15 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；中国人民银行从 2007 年 2 月 25 日起再次上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；自 3 月 18 日起第三次上调金融机构人民币存贷款基准利率。央行还将金融机构一年期存款基准利率上调 0.27 个百分点，由现行的 2.52% 提高到 2.79%；一年期贷款基准利率上调 0.27 个百分点，由现行的 6.12% 提高到 6.39%；其他各档次存贷款基准利率也相应调整。短短几个月时间，中国接二连三出台了一系列货币政策，目的当然还是控制经济过度增长，确保经济平衡增长。尤其中国 5 月份居民消费物价指数（CPI）较上年同期增长 3.4%，显示物价上涨压力巨大。

下滑因素：  
中国宏观  
调控



第二次: 经过了 6 月反复震荡后, 进入 7 月份后铜价突然发力, 仅仅一个月时间价格便连续两次触及 8000 美元高位, 不过市场明显对于 8000 美元高位存在担忧, 基本在价格到达 8000 美元后便纷纷获利了结, 在 8 月份铜价再次经历了一场惊心动魄的下跌, 从月初的 8000 美元/吨左右高位开始一直下跌, 甚至跌破 7000 美元/吨的支撑位, 尤其 8 月 16 日当日跌幅就超过了 500 美元/吨, 直到下旬, 价格才逐渐反弹, 维持在 7500 美元/吨。

上涨因素:

#### 1、中美经济增长乐观

当时数据显示: 中国上半年国内生产总值同比增长 11.5%, 其中第二季度同比增长 11.9%; 上半年, 全社会固定资产投资 54168 亿元, 同比增长 25.9%, 增速比上年同期回落 3.9 个百分点, 比一季度加快 2.2 个百分点。上半年, 居民消费价格同比上涨 3.2%(6 月份同比上涨 4.4%, 环比上涨 0.4%), 涨幅比上年同期上升 1.9 个百分点。美国第二季度 GDP 增长 3.4%, 大大高于第一季度的 0.6%, 是过去一年多来的最大单季增幅。其中, 商业营建支出以 13 年来最快速度增长, 工业出口强劲。

#### 2、罢工

- 1) 墨西哥的矿工和金属工人 7 月 5 日举行了为期一日的罢工, 抗议安全条件低劣。工会高层官员 Carlos Pavon 称, 部分工会已经停止工作, 白银生产商 Penoles 和铜业巨头墨西哥集团 (Grupo Mexico) 下属的矿场受到影响。墨西哥集团发言人 Juan Rebolledo 称, 在 Guerrero 和 Zacatecas 州的两座锌银矿的运作已减慢或停止, 但该集团的 Cananea 大型铜矿是否受到影响仍不清楚。
- 2) 全球最大的铜矿之一——智利 Collahuasi 铜矿工会工人 7 月 6 日表示, 他们将在 9 日发动罢工, 工人们之前拒绝了政府调停谈判中资方提出的最新合同提议。Collahuasi 铜矿每年生产 44 万吨铜, 占智利总产量的 8% 左右, 该铜矿由 Xstrata 公司和英美公司联合控股, 双方各拥有 44% 的股权。智利是全球最大的铜生产商。698 名工会成员要求加薪 8%, 并改善健康和福利。他们同样希望能够重新分享 2005 到 2006 年公司猛涨的利润, 当时铜价创历史高位。
- 3) 智利国有的 Codelco 公司 7 月 9 日表示, 因受转包合同工人的暴力示威影响, 该公司下属的 Andina 矿区已经暂停所有生产活动。
- 4) 赞比亚最大的铜矿——Kansanshi 矿的工会领导人称该矿工人已经自 11 日开始罢工, 因工人对薪资不满。Kansanshi 铜矿为加拿大第一量子矿公司的下属公司, 其 2007 年的铜产量目标为 14.5 万吨。
- 5) 智利国有铜矿巨头 Codelco 17 日称, 在和合同工发生暴力冲突导致警方介入后, Salvador 铜矿于 7 月 16 日当周早些时候停止生产。7 月 9 日当周, 因 2,800 名合同工全部罢工, Salvador 铜矿以 25% 的生产能力运营。Salvador 铜矿包括三座矿山、一家处理工厂和一个精炼厂, 是公司规模

第二次波动中, 上涨因素: 中美经济乐观、罢工、库存减少等。

最小成本最高的铜矿, 年产 8 万吨铜, 约占公司年产总量的 5%。

- 6) Xstrata 公司下属位于加拿大的 CCR 铜精炼厂工人已经投票决定接受资方的一份薪资协议, 结束罢工。工会工人将在未来两周内逐渐重返工作岗位。该铜厂的约 430 名工人自 6 月 11 日开始罢工, 其年铜产能为 37 万吨。
- 7) 赞比亚 Chambishi 金属公司一工会高层人士表示, 工人们 26 日拒绝了新的劳工合同并举行罢工, 要求资方提高薪水。Chambishi 公司每月生产 290 吨钴以及 2,200 吨铜。
- 8) 墨西哥集团下属 Cananea 铜矿工人 30 日开始举行罢工。工人们在矿山大门处悬挂黑红旗, 这是罢工开始的信号。目前尚未得知罢工人数。

在第 2 次冲击 8000 美元高位时, 当时罢工事件的集中出现对于价格上涨起到了不可忽视的影响, 虽然正值消费淡季, 多数生产企业一般停产检修, 此时产量将会收缩, 短时间内的罢工对于全年生产影响不是很大, 但如此密度集中、区域广泛、时间集中的罢工事件在历史上也极为罕见。

### 3、库存减少

7 月份库存继续减少, 甚至减少到 10 万吨以下, 截止 7 月 31 日库存减少至 101750 吨, 而注销库存也保持在 1 万吨左右, 也就是说库存实际上仍然在 10 万吨以下, 基本不足全球 3 日的消费量。而之前库存在 10 吨以下的记录可以追溯到去年 6 月以前。

下滑因素:

#### 1、美国次级抵押贷款债券风波

进入 8 月份后, 由于美国房地产市场的疲弱导致不良贷款率增加, 使市场出现了次级债问题, 同时也影响到了欧洲几家银行, 如法国最大银行——法国巴黎银行称, 由于卷入高风险美国次级房贷债券问题, 不得不暂停计算旗下三只对冲基金的净资产值, 这立即导致市场担心美国刺激抵押贷款市场问题仍在蔓延。同样问题也发生在其他银行身上。而随着美国次级抵押贷款危机愈演愈烈, 全球金融市场动荡不安, 尤其全球股市的大幅下挫, 逐渐影响到了商品市场, 金属市场当然也因此受到波及, 铜价因而一直下跌。

下滑的因素: 美国次级债风波、库存开始大幅增加。

#### 2、库存开始大幅增加

8 月铜库存一改之前趋势, 开始快速增加, 从月初的 103475 吨到月底的 139425 吨, 短短一个月库存就增加了 35950 吨。库存如此大幅的增加也同时加剧了 8 月份铜价的压力。而且这次库存主要增加地区在韩国釜山、光阳以及新加坡, 来源就是中国的转口铜。由于此前的消费淡季, 而且内外比价长期处于不合理的状态, 导致沪期铜价格远远走弱于伦期铜, 以致前期进口至中国保税仓库的铜出现了大规模的转口贸易, 韩国釜山、光阳以及新加坡的 LME 仓库则由于距离中国较近, 费用低成为这批转口铜的主要选择。



第三次: 9 月铜价重新企稳并不断上涨, 价格重新又回到了 8000 美元高位, 铜价上涨空间再次打开, 但和前两次的结局相同, 价格很快便滑, 重新进入了宽幅震荡区间。

上涨因素:

### 1、美元走弱

9 月美联储出人意料地降息 50 个基点, 将联邦基金利率由 5.25% 降至 4.75%。而令 FED 做出如此决定, 除了次级房贷问题对美国经济运行产生负面影响外, 房地产市场长期低迷也是主要原因。数据显示, 今年 8 月份美国新房开工量比前一个月下降了 2.6%, 经季节调整按年率计算为 133.1 万套, 为 1995 年 6 月以来的最低水平。与此同时, 7 月份美国新房开工量被修正为 136.7 万套, 低于原来估计的 138.1 万套。经济学家们普遍预计, 未来几个月美国住房市场的低迷状态仍将持续。这些都令消费者信心遭受打击, 也迫使 FED 不得不通过降息来缓解美国经济可能出现的衰退。而对于降息最直接的反映就是美元指数跌破 80, 并且仍在不断下跌, 这也使得以美元为计数单位的铜价得到支撑并不断上涨。

### 2、库存减少

9 月份 LME 铜库存延续之前几个月的趋势, 持续减少。整个 9 月, 库存便减少了 8000 多吨, 表明了随着消费旺季逐渐到来而产生的影响, 同时也给价格提供了强劲的支持。

### 3、基金再次回到净多持仓

今年 2 月初净空持仓继续以扩张为主, 甚至达到 21898 张, 净空气氛浓重, 但之后净空持仓开始有所减少, 并且随着铜价的不断上涨, 基金多头持仓明显在 2 月份后不断增加。由于基金一直对投资者有着风向标的作用, 因此其多头持仓持续增加, 或多或少也引导了投资者的做多情绪。尤其 9 月 25

第三次波动中, 上涨因素: 美元走弱、库存减少、基金再次回到净多持仓。

日当周基金净持仓今年首此由净空转为净多, 之后连续几周基金持仓都维持在净多, 结合铜价表现, 可以发现由于美元的持续下跌, 投机性的买入兴趣也在持续增长, 不过随着价格的回落, 基金多头也逐渐撤退, 也因此 10 月 23 日当周基金持仓再次转空。

日期	非商业持仓量			商业持仓量		可报告合计持仓量		不可报告持仓量		总持仓	投机净多
	多头	空头	跨期	多头	空头	多头	空头	多头	空头		
2007-07-03	15360	23707	7589	46643	38927	69592	70233	12528	11897	82120	-8347
2007-07-10	20648	24557	7438	46557	43380	74643	75375	12895	12163	87535	-3909
2007-7-17	20368	24406	8531	47408	43833	76576	76769	13575	13382	90151	-4038
2007-7-24	21991	24958	10272	48334	45591	80597	80821	14209	13984	94805	-2967
2007-7-31	19543	24964	9848	47710	41512	77101	76324	12624	13401	89725	-5421
2007-8-7	18462	24025	6076	47697	30340	72235	70441	12734	14528	84969	-5563
2007-8-14	13970	19980	5020	47371	38218	66361	63146	9750	12965	76111	-6010
2007-8-21	12313	19380	5737	49923	38335	67973	63452	8525	13046	76498	-7067
2007-8-28	11272	17764	4558	48963	37441	64793	59764	8541	13570	73334	-6492
2007-9-4	11478	16634	3714	46588	36737	61780	57085	7376	12071	69156	-5156
2007-9-11	12518	16637	3834	45325	36139	61677	56610	7007	12074	68684	-4119
2007-9-18	14435	16863	3866	45130	38667	63431	59396	8126	12161	71557	-2428
2007-9-25	17474	17327	5363	45911	43563	68748	66252	9105	11600	77853	147
2007-10-02	20787	19307	6248	45540	46375	72575	71930	10480	11125	83055	1480
2007-10-09	23322	19283	8061	44052	47796	75435	75140	11470	11765	86905	4039
2007-10-16	22890	20921	10715	44427	45622	78032	77258	12116	12890	90148	1969
2007-10-23	19606	20130	11883	44365	42585	75854	74598	11004	12260	86858	-524

下滑因素:

### 1、美国经济依然疲软

尽管次贷金融危机逐渐平息, 但不可否认, 短期内其深层次影响还难以结束, 尤其从一些经济指标出现持续疲弱来看, 当时数据显示 9 月美国房屋销售从 8 月的 548 万套下降 8% 至 504 万套, 为 1999 年开始有记录以来的最低位, 新屋开工数较 8 月猛跌 10.2% 至 119.1 万户, 为 14 年来的最低水平, 已经可以发现其对美国经济增长的打压。虽然短期时间内降息令美元走软对于铜有着支撑作用, 但长期而言, 美国经济的疲软对于铜消费的影响, 也将导致铜价的走低。

### 2、库存持续增加

10 月库存持续增加, 从月初的 130675 吨到月底的 166975 吨, 整整一个月价格就增加了 36300 吨, 而且与之前由于中国转口铜而导致亚洲库存增长不同, 此次亚洲库存、欧洲库存、美洲库存都有不同幅度的增长, 除去铜供给增长外, 也在一定程度上反映出美国经济的疲软对于铜消费的影响, 尤其

下滑因素:

美国经济依然疲软、库存持续增加。

在传统消费旺季, 库存逆季节增长, 都对价格造成一定压力。



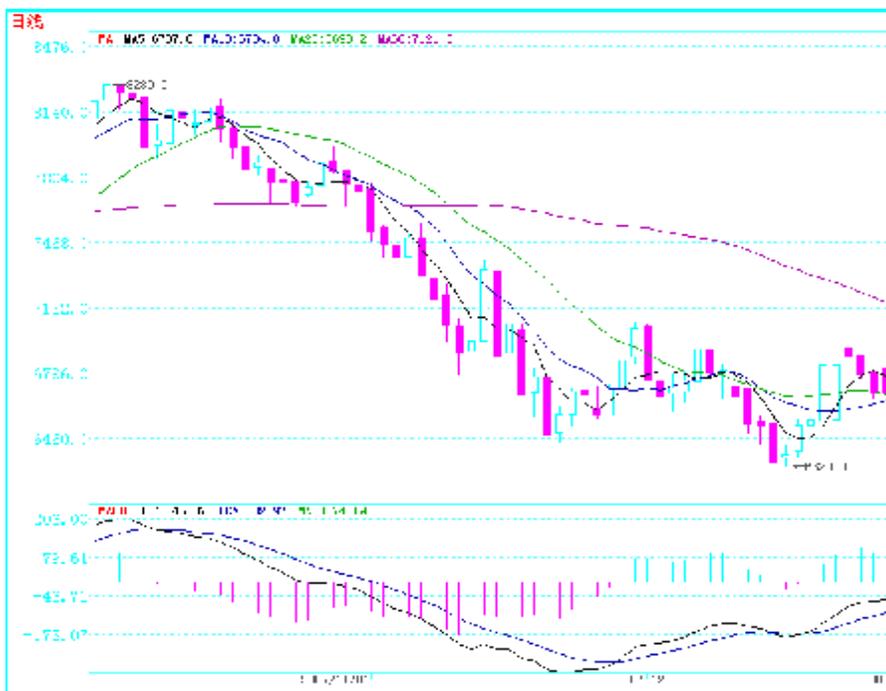
而在 LME 价格连续冲击 8000 美元高位时, 国内现货市场却显得非常疲软。虽然春节过后进入传统消费旺季, 市场需求一度增长, 现货市场成交活跃, 不过随着进口的迅速增长, 消费商不可能完全消化如此多的数量, 只能逐步消化, 这也变相的削弱了一定程度上的需求。尽管国内需求目前看来还是不错的, 铜线缆企业的订单非常兴旺以及铜板带企业订单情况也算良好, 但价格的不断上涨, 无疑制约了国内消费商的购买力。另外, 从国内现货市场情况看, 随着进口铜不断进入, 加上国内国产铜的产量, 以及国内交易所库存大幅增加, 现货市场货源供应可以说是充足, 最明显的表现就是现货升水不断下降, 甚至连续持续贴水, 也说明了现货货源的充足, 也从另一方面看出国内需求并没有想象中的那么强, 可见下游消费商对于高价仍然难以接受, 也导致了国内现货价格的疲软。

### 第三阶段: 反季节下跌

10 月后价格大幅回落, 跌势一直从 11 月延续到了 12 月, 甚至跌破了 7000 美元关键位, 而此次价格回落主要是次级债问题仍然困扰市场, 随着次贷危机的不断深化, 其对经济和金融的负面影响也在不断扩大。目前美国除了房地产市场的数据呈现疲软外, 制造业数据也有走弱的倾向, 美国供应管理协会 (ISM) 10 月制造业指数降至 50.9, 为今年 3 月来最低, 因而加剧了市场对美国经济前景的担忧, 同时也加剧了市场对于未来西方国家铜消费走弱的担忧。瑞银 (UBS) 的最新研究报告也表明, 由于美国经济增速放缓, 制造业和房地产业都将受到较大影响, 直接导致金属消费增速下降约 2.4%, 表观需求预计将下降约 6.8%。这也间接使得铜受到市场的抛压, 价格大幅

第三阶段:  
铜价反季节下跌, 次级债问题仍然困扰市场, 其对经济和金融负面影响不断扩大。

回落。而且同时 LME 库存的持续增加, 基金持仓继续净空, 加上国内供给的充足, 令价格进入中期回调。



其实 07 年 LME 铜市主要还是受中美经济、次级债问题、库存变化、罢工、国内供求等因素决定, 可以说宏观经济和供求关系依然是主导市场走势的决定因素。而从目前的情况看, 明年铜价并不怎么令人看好, 首先是次级债问题已经令以美国为首的西方国家经济增速受到影响, 尽管美联储先后三次降息促使美国经济保持适度增长, 但目前看效果不是很大。其次今年中国央行加息 6 次, 提高存款准备金率 9 次, 此外还取消相关产品出口退税, 降低进口关税等财政政策强化对部分重点行业的宏观调控, 这一系列的宏观调控手段抑制了国内铜需求。此外, 必和必拓公司分别与中国主要铜冶炼企业达成 2008 年铜精矿加工费为 47.2 美元/吨(或 4.72 美分/磅), 同时还取消了价格分享条款, 反映了铜矿的紧缺, 而过低的精矿加工费也使得国内冶炼企业几乎处于亏损状态, 导致分企业不得不减产、停产, 目前看明年铜市场形式可能更为严峻。预计明年年初价格仍将走低, 在春节消费买盘未起来前价格可能在 6000-6500 美元区间运行, 不过在美元贬值, 铜矿紧缺以及加工成本上升的影响下, 铜价下行空间有限。

宏观经济和供求关系依然主导市场走势, 预计 08 年初期价格仍将走低, 但下行空间应有限

嘉益公司研发部 张晓峰

## 上有供需压力 下有成本支撑

——2007 年铝市场回顾及 08 年展望

### 一、行情回顾

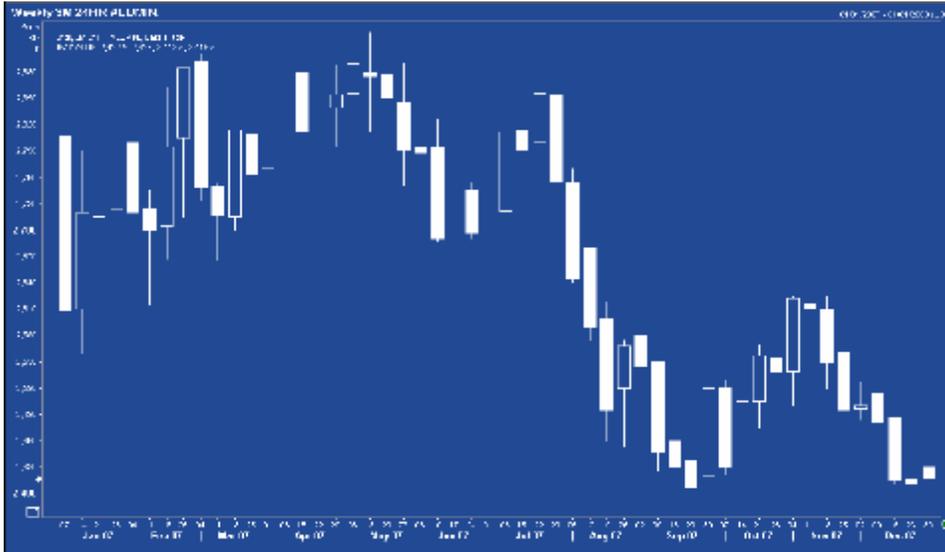
2007 年, 相对于其他金属品种的急涨暴跌, 铝价表现相当平稳, 牛市气氛淡然, 行情整体缺乏方向。截至 12 月最后一个交易日 LME3 个月铝价收于 2404 美元, 较去年下跌 14%, 沪铝主力合约收于 18180 元, 较去年下跌 11.5%。中国氧化铝及电解铝产量的高速增长引发市场对供应过剩的担忧, 但由于中国铝消费超速增长缓解了供应压力, 1-2 季度铝市场在振荡中寻找方向; 3 季度美国次级贷款危机爆发令市场再度担忧经济增长乃至金属消费前景, 从而推动铝价持续下跌; 到 9 月中 LME3 个月铝价跌至 2400 美元附近时受成本支撑, 铝价开始企稳反弹。但其反弹力度却远比铜、锌等金属弱得多, 11 月反弹至 2650 美元时铝价受阻, 此后又开始走软, 因次级贷款危机阴云不散令全球股市剧烈动荡, 并迅速殃及商品市场, 但与其他金属经历的大跳水行情相比, 铝的走势要平稳得多, 这与其自身的基本面因素有着重要关系。我们看到铝价在 2400 美元附近时买盘积极介入, 这主要是因为目前的铝价已接近生产成本。从技术图形看, 铝的中短期走势仍然偏空, 近期下方第一支撑区域在 2370/80 美元, 然后是 2200/20 美元, 但回到该位后下跌空间相当有限。而向上进一步反弹将在 2450/60 美元区域遭遇阻力。只有重新收上 2520/30 美元才能缓解目前的下跌压力, 并引发更大幅度的上涨。

07 年相对于其他金属品种的急涨暴跌, 铝价表现相当平稳, 波动较小。

表: 2007 年基本金属表现

	铜	铝	锌	铅	锡	镍
2006 年 12 月 29 日	\$6330	\$2803	\$4230	\$1665	\$11510	\$33325
2007 年 12 月 31 日	\$6720	\$2404	\$2340	\$2540	\$16450	\$26150
变化	6%	-14%	-45%	53%	43%	-22%

图: LME3 个月铝价周 K 线



铝产量持续快速增长, 增速创历史记录。

## 二、2007 年影响铝市场的因素分析

### 1、产量持续快速增长, 增速创历史记录

2007 年, 受占全球铝产量近 1/3 的中国产量增长过快的影响, 全球铝产量出现大幅增长。根据国际铝业协会 (IAI) 公布的数据, 11 月全球铝产量同比增长 12.8%, 但不包括中国在内的全球产量仅同比增长 4.9%, 今年前 11 个月全球铝产量同比增长 12.7% 至 3410 万吨, 但不包括中国在内的全球产量仅同比增长 3.8%, 可以看出中国的产量增长是全球产量增长的主要拉动力量。由于铝价维持高位, 氧化铝价格从去年的历史高位下跌使铝企业的利润大增, 从而引发大量的闲置产能重启和新建产能扩张, 自 5 月开始我国出现新项目出产的高峰期 (据不完全统计, 包括南山铝业等在内的 8 家铝厂, 在 5-6 月出产的项目年产量超过 50 万吨)。除高利润的驱使外, 强劲的需求和充足的原材料供应也为产量增长提供了必要条件。我国铝产业链上下游的产量都出现高速增长的局面。国家统计局的最新数据显示, 1-11 月我国原铝产量同比增长 34.6%, 氧化铝产量同比增长 48.7%, 铝材产量同比增长 33.4%, 均创下历史新高。产量的持续快速增长对全球铝供应形成压力, 并在库存上得以显现, 成为阻碍铝价大幅上涨的主要原因。LME 铝库存在今年 9 月除最后两个交易日减少之外平均每个交易日增加 6394 吨, 截至年底为 930025 吨, 较去年增加 230700 吨 (33%)。上海期货交易所 (SHFE) 铝库存今年整体呈现上升趋势, 到 12 月底为 89115 吨, 是去年年底的 3.8 倍左右。

LME 及上海期货交易  
所铝库存增加。

图: 中国原铝、氧化铝及铝材产量 (吨)

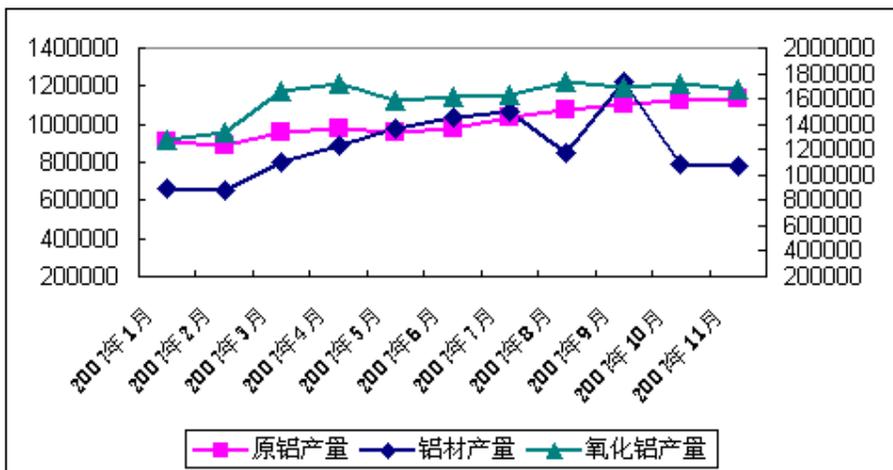
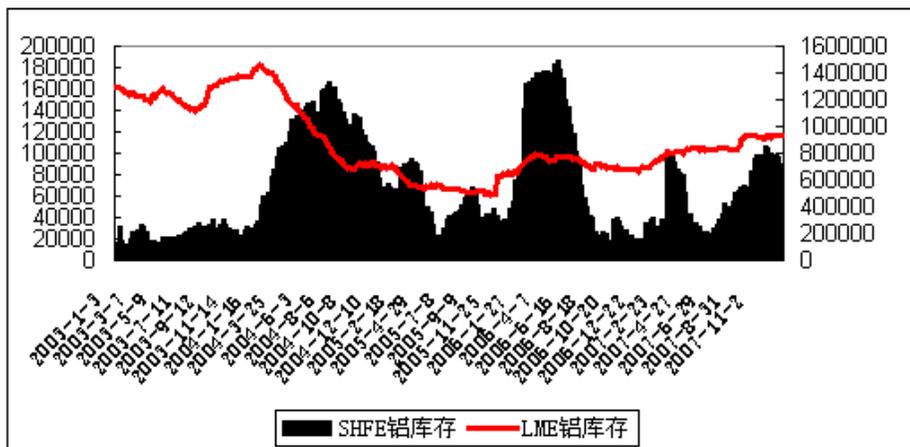


图: SHFE 和 LME 铝库存 (吨)



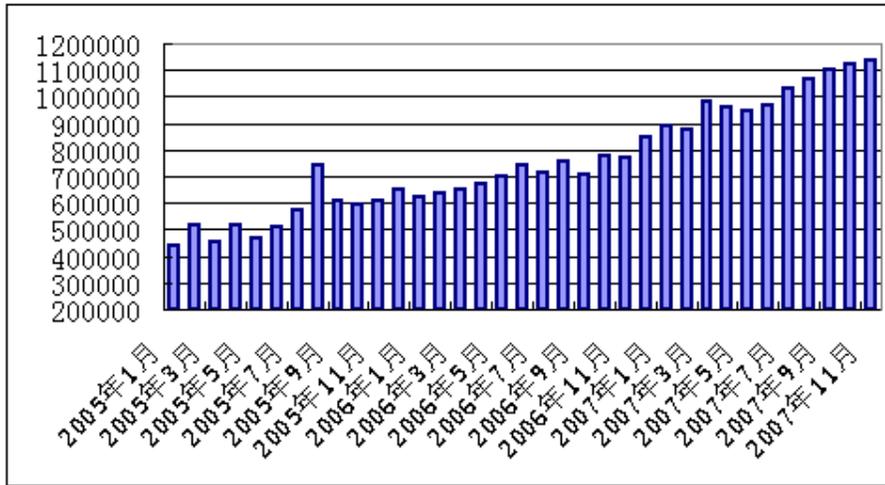
不过令人吃惊的是, 中国内部消化了产量增长的大部分, 消费增长大大超过市场预期, 因此没有造成国内及全球铝市场的大幅过剩, 消费增长基本消化了产量的增加。中国经济保持高速增长以及建筑业、包装和汽车业消费的迅猛增长支撑了对铝的需求。此外, 今年中国铝消费增长的主要动力还来自铝材的强劲生产和出口。今年前 11 个月中国铝材产量 973.1 万吨, 铝及铝合金的净出口实际同比下降 60%, 即使考虑到半成品出口的强劲增长, 前 11 个月中国铝、铝合金及半成品的净出口同比也仅增长 12%, 增长不到 10 万吨。反观中国的铝表观消费量, 今年 1-11 月同比增长 42%, 而不包括中国在内的全球表观需求仅同比增长 0.8%, 中国主导了全球铝需求的增长。整体而言, 铝市场处于供需两旺格局, 供需基本平衡。

虽然目前的铝价依然维持相对高位, 但在氧化铝及其他原材料成本不断上升的情况下, 国内铝生产商的利润会受到一定挤压, 因此预计明年产量增速将出现减缓现象。而且根据国家铝产业定位: 未来两至三年中国铝市场以自给自足为主, 国内产能的无序扩张将受到抑制, 产能清洗成为必然。

中国内部消化了产量增长的大部分, 消费增长超过市场预期。

未来两至三年中国铝市场以自给自足为主, 国内产能的无序扩张将受到抑制。

图: 中国原铝表观消费量 (吨)



今年, 国家以“节能减排”为重点的宏观调控措施接踵而至, 进一步加强了对铝行业的调控。

## 2、宏观调控政策影响显现

今年, 国家以“节能减排”为重点的宏观调控措施接踵而至, 进一步加强了对铝行业的宏观调控。上半年, 国家发改委先是紧急通知叫停铝冶炼盲目扩张, 然后清理在建拟建项目, 加大铝行业准入管理的力度, 公布符合准入条件的企业名单, 并建立落后产能退出机制。11月, 国家发改委又发布《铝行业准入条件》进一步提高准入门槛, 制止铝行业盲目投资。《准入条件》主要从资金和技术标准上规范和限制铝行业的扩张。受这些政策影响和成本的不增高, 2008年我国电解铝产能的扩张将会受到抑制, 产能过剩的状况将得到缓解, 从而减轻国内供应的压力。总体而言, 这些措施的出台有望促进国内铝工业的健康发展, 在限制中小企业扩张的同时, 间接推进行业的集中整合, 也为规模以上企业带来更大的成长空间, 从供应上对铝价形成长期支持。

国家除了加强行业准入管理、淘汰落后产能、取消电价优惠等措施外, 宏观调控最重要的一方面来自对进出口关税政策的调整。今年6月, 财政部、国家税务总局开始对氧化铝征收5%的出口关税; 7月起取消铝条、铝杆、型材、铝丝等简单加工产品的出口退税(之前为11%或8%), 而厚度在2mm以下的铝箔的出口退税保持不变; 8月将电解铝进口关税降至0%, 并对非合金制铝条、杆开征15%的出口暂定关税。这些措施导致我国的铝出口在数量和结构两个方面发生急剧变化。首先从数量方面看, 7月之前铝材和电解铝出口方面的政策差别导致铝材出口大幅增加, 月出口量节节攀升, 屡创历史新高, 部分电解铝以铝材形式出口到国外, 从而拉动了国内原铝需求。之后受出口退税政策调整影响, 我国铝材出口自7月开始逐月下降。海关最新公布的数据显示, 10月我国出口铝制品109090吨, 较6月创下的220406吨的历史高位下降了一半以上; 而11月由于预期明年年初铝材进出口政策可能会

进一步调整, 出口小幅反弹至 133615 吨。受出口下降影响, 自 7 月开始我国铝材产量的增速出现回落, 结果导致原铝的消费增长减缓。其次从结构方面看, 一方面是铝土矿进口大幅增加, 氧化铝进口大幅下降; 今年 11 月我国氧化铝进口降至 2004 年 6 月以来的最低位 373969 吨, 同比下降 24.6%; 而由于国内氧化铝产能迅速扩张(预计 2007 年新增氧化铝产能 900 万吨/年, 总产能达到 2780 万吨/年), 铝土矿进口则从去年不到 100 万吨/月的水平上升至今年 1-11 月平均近 200 万吨/月的水平。另一方面是原铝及铝合金出口大幅下降, 铝材出口大幅增长。自 2006 年 11 月政府将原铝出口关税从 5% 增加至 15% 以来, 中国的原铝出口呈持续下降趋势, 今年 10 月的出口下降至仅 1043 吨, 同比下降 97.8%, 中国首度成为原铝净进口国。但在原铝出口因高额关税受阻的情况下, 铝制品的出口却成为拉动国内需求的强劲力量, 并成为解决国内供需平衡的主要力量。今年 1-11 月我国铝材出口 1681342 吨, 较去年同期增长 52.9%, 而目前板带仍然保持 11% 的出口退税, 铝箔保持 13% 的出口退税, 因此板带和铝箔的出口急剧增加。国家宏观调控的切实影响从国内铝价与伦敦铝价走势之间的分歧也可以体现出来。LME 铝价在 7 月底至 8 月底期间持续走低, 而 SHFE 铝价保持坚挺; 自 10 月开始 SHFE 铝价持续下跌, 尤其是进入后期, 下降幅度加大, 而 LME 铝价出现小幅反弹, (直到 11 月两者的走势才趋于一致)。总体来看, 今年我国原铝的进出口贸易均呈现萎缩趋势, 而铝制品的出口和铝土矿的进口呈现扩张状态。

今年我国原铝的进出口贸易均呈现萎缩趋势, 而铝制品的出口和铝土矿的进口呈现扩张状态。

图: 中国铝制品进出口 (吨)

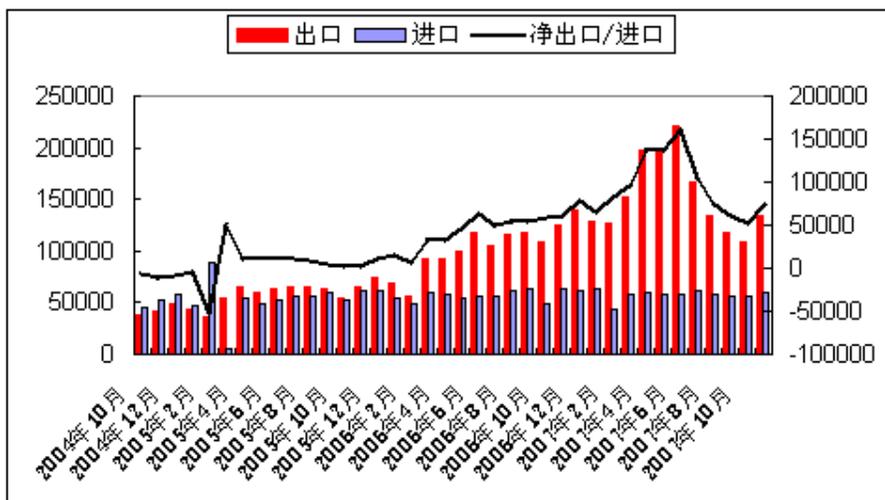
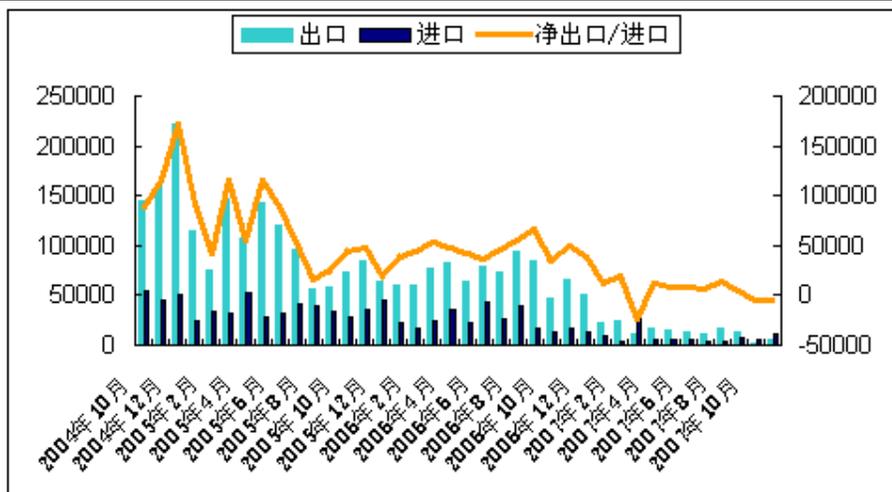


图: 中国原铝进出口 (吨)

氧化铝, 能源等价格上涨导致铝生产成本不断上升。



### 三、2008 年铝市场展望

#### 1、生产成本不断上升

铝生产成本的上升体现在各个方面。首先,氧化铝成本上升导致氧化铝价格不断上涨。从 CRU 的研究看,2002-2007 年氧化铝的平均运营成本增加近 40%,据推算目前西方氧化铝的成本高于 200 美元/吨,国内高于 240 美元/吨,高成本运营的中国精炼厂(进口铝土矿生产)的现金成本高达 300 美元/吨。而且由于国内对进口铝土矿的依赖程度较高,进口国又过于集中,70%来自印度尼西亚,今年印尼政府制定相关政策限制铝土矿出口,加上运费成本大幅升高,因此进一步增加了中国氧化铝企业面临原材料不断上涨的压力。今年 11 月,中铝将氧化铝现货售价从 3500 元/吨上调至 3800 元/吨之后,12 月又上调 10.5%至 4200 元/吨。截至 12 月现货进口氧化铝的价格约为 470 美元/吨,9 月中旬为 375 美元/吨。受成本支撑,预计 2008 年氧化铝现货价格下跌空间有限,预计将在 2700-3500 元/吨范围内波动。其次,电价上涨增加了铝的生产成本。国外电解铝平均用电价在 1.8 美分/度(约合人民币 0.135 元/度),而我国电解铝用电价平均在 0.36-0.4 元/度,处于全球高端水平。今年国家发改委取消了电解铝行业的电价优惠政策,取消 5 分钱的电价优惠就相当于增加了 750 元/吨成本。而根据相关文件规定,2004 年 5 月后建设投产的电解铝企业属于限制类,电价在 2006 年基础上到 2008 年将净增加 5 分钱,因此明年电价上调几乎已成定局。最后,其他生产辅料价格也普遍上涨。如碳块从原来的 2800-3000 元/吨上涨至 4600 多元/吨。据估计目前多数铝厂的成本区域已抬升超过 1000 元/吨,国内生产成本在 17000 元/吨左右,国际生产成本在 2400 美元/吨附近。在宏观背景未发生根本改变的情况下,生产成本的上升无疑制约了铝价的下落空间,LME 铝价在 2200 美元以下缺乏理性下跌空间。

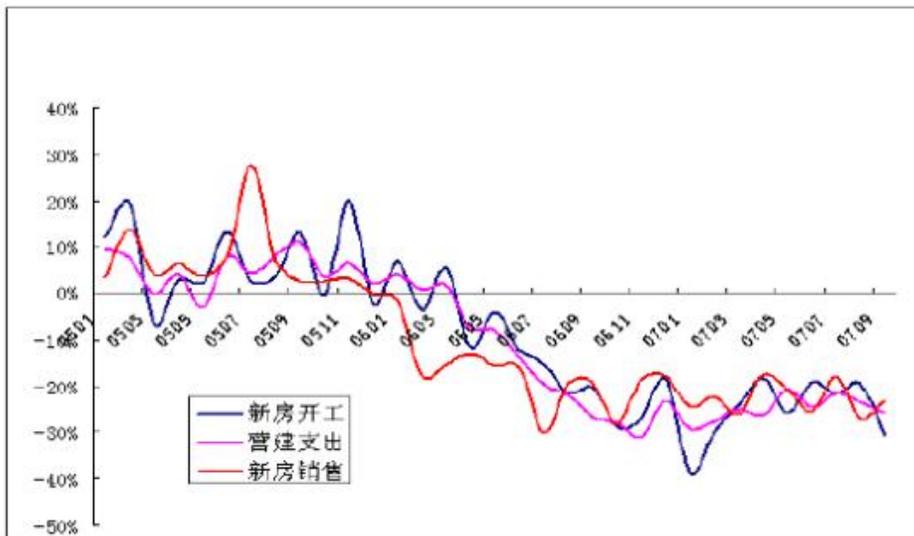
生产成本的上升制约了铝价的下落空间。

经济增长减缓影响铝消费前景。

## 2、经济增长减缓影响消费前景

铝价的利空因素主要来自对全球经济减缓的担忧。首先是次级贷款危机引发的欧美信贷市场紧缩。次级贷款危机爆发令欧美信贷市场出现资金紧缩局面, 各大投资银行动辄亏损数十亿美元的消息层出不穷, 欧洲金融中心裁员的乌云笼罩, 这些使投资者对美国乃至全球经济的前景非常担心。而且次级贷款危机自 8 月爆发以来呈现蔓延态势, 由房地产业扩大到金融领域, 并影响到消费者支出和制造业。从影响美国基本金属消费最大的两个部门——房地产和制造业的数据看, 今年皆呈现逐步下滑趋势。8 月以后房屋开工数逐月下降, 住房销售数据也不理想。房屋营建许可在 5 月出现短暂增加, 随后几个月持续下降。截至 11 月底, 房屋营建许可下降至 115 万套, 为 1993 年 6 月以来的最低位。营建支出在今年下半年保持下降趋势。美国制造业采购经理人指数在 6-7 月达到高点后逐步下降, 9-11 月维持在扩张与衰退的临界线 50 附近。这些数据都表明美国房地产业陷入衰退, 因此导致对金属的需求减缓。美联储在最新的经济形势评估报告中指出, 美国住房市场仍十分低迷, 建筑商预计住房市场最早要到 2008 年末才会复苏。房地产市场持续走软令美国经济增长减缓, 未来的经济走向充满不确定性, 并使投资者对 2008 年全球经济增长前景的担忧加剧。全球经济增长预期不断下调, 摩根士丹利的经济学家预计美国经济可能出现“温和”衰退, 并表示至 2008 年第三季度美国国内生产总值(GDP)将停止增长。摩根士丹利目前预计 2007 年美国 GDP 增长 2.2%, 而 2008 年 GDP 增长 1.1%, 之前的预期为 1.8%。尽管美联储在今年后期连续几次降息, 但降息对经济的刺激作用需要时间, 我们预计欧美铝市场消费在明年 1-2 季度疲软, 只有到 3-4 季度随着美国房地产和金融市场恢复平稳, 消费才有回升可能。

图: 美国房屋市场相关数据



其次, 与西方相反的是中国的通货膨胀和对经济的宏观调控。高通胀和

次级贷款问题的蔓延以及房地产低迷等导致美国乃至全球经济的前景令人担心。

中国实行从紧的货币政策, 将限制经济增长步伐, 亦可能对铝价产生负面影响。

高投资导致中国人民银行今年十次上调存款准备金率, 六次提高存贷款利率。中央经济工作会议十年来首次提出将实行“从紧的货币政策”和稳健的财政政策。政府严控土地供应、紧缩银行信贷、实行绿色 GDP 标准等一系列政策必将在 08 年得到体现, 尤其是银根持续收紧将导致实际利率上升, 进而抑制投资和房地产消费, 对铝价产生直接影响。但我们认为加息对铝市场的宏观意义大于微观意义, 长期意义大于短期意义。从宏观意义上讲, 加息所体现出来的政策导向以及对经济的降温作用是显而易见的, 这肯定会对铝价产生负面影响。但从微观层面讲, 随着中国工业化和城市化进程的深入和加快, 金属需求呈刚性增长, 加息对铝消费的影响相对较小。从长期来讲, 加息尤其是连续的加息肯定会放缓中国经济增长速度, 而增长速度的放缓又会逐渐传导至铝的消费, 从而影响铝价, 但这个过程会相对缓慢。从短期来讲, 加息对铝价的影响不会太大, 因当充分认识到宏观调控的持续性以后, 市场注意力又将重新回到铝自身的供需基本上。除宏观调控外, 人民币升值预期也成为影响国内铝市场的不确定因素。人民币预期在 08 年继续升值, 加上国家可能继续调整出口退税政策, 因此像今年这样通过铝材的强劲出口来缓解国内供应压力的难度在增加。

2008 年全球铝市场预计维持小幅过剩, 铝价也将维持振荡格局, LME 铝振荡区间可能在 2200-2750 美元。

从全球两大主要经济体当前和未来的趋势看, 我们认为明年美国经济增长将出现放缓, 尤其是在与基本金属消费高度相关的领域如房地产市场的低迷将严重影响美国对基本金属的需求。但中国经济继续强劲增长(2008 年预计保持在 10%左右), 尤其是国家对交通运输和电力等基础设施投资所带来的基本金属需求将填补因美国需求走软所形成的缺口, 中国的需求预计不会大幅减少, 以及与其他金属相比价格优势所带来的替代效应进一步扩大。因此预计 2008 年需求总体仍将保持在一个较高的水平, 但需求的增速将较 2007 年下降。

总体而言, 对 2008 年, 受闲置产能重启、新产能投产和利用率增加的带动, 全球原铝产量预计将保持较高增长, 增长的主要力量仍然来自中国, 但增长速度预计将有所下降。铝产能过快增长给节能减排带来压力, 因此可能招致国家进一步的宏观调控。另外, 生产成本的上升导致电解铝的利润空间被继续挤压, 减产的可能性很大。最新统计表明, 2007-2008 年间国内将新增原铝产能 520 万吨, 预计 2007 年中国原铝产量为 1260 万吨, 同比增长 35%。消费方面, 未来几年中国的铝消费预计仍将保持强劲, 并可能弥补美国需求走软所带来的缺口, 但需求的增速将较 2007 年有所下降。这一方面是由于在次级贷款危机影响下欧美铝市场的消费疲软, 另一方面是由于中国对铝材出口关税调整的影响显现。2008 年全球铝市场预计维持小幅过剩, 铝价也将维持振荡格局, LME 铝振荡区间在 2200-2750 美元/吨。

美国房地产市场疲软和美国及全球经济增长前景的不确定性使铝价上涨受到严重制约, 但生产成本的不断提高又使铝价的下跌空间受到限制, 铝

市场在这种多空夹击的影响下, 价格大起大落的可能性不大, 因此估计明年上半年铝价仍将处于进退两难的境地, LME3 个月铝价可能继续在 2400-2800 美元之间振荡。08 年上半年市场可能保持小幅过剩, 价格受阻, 只有到下半年, 当欧美市场走出低谷时, 消费的强劲增长预计才将使市场吃紧, 并带动铝价走高。

虽然我们对未来铝价的信心来自于成本的持续上升, 但我们必须强调成本上升只能维持价格不深幅下跌, 但是否能推动价格上涨, 特别是突破性的上涨还必须依赖于供需情况和投机力量等因素的配合才能实现。因此我们在中长期内对价格保持谨慎乐观的同时也必须对目前的市场有个清醒的认识。如果投机力量主体难以达成一致共同介入铝市场, 从而推高铝价, 那在缺乏投机力量充分参与的前提下, 铝价将失去一定的冲高力量。

07 年 5 月开始, 锌市开始走熊。

嘉益公司研发部 李钰玲

## 锌 哪里是跌势的尽头

### ——2007 年锌市场回顾及 08 年展望

07 年的 5 月, 也许是“锌”光最后闪耀的日子, 但也只有 5 个交易日的辉煌。在勉强支撑在 4000 美元/吨的最后一点力量消失后, 锌价开始了这轮牛市最大级别的调整, 逐级下跌的完美熊市形态让做多的动能逐渐消耗殆尽, 11 月 22 日到达最低点 2140 美元时, 比 05 年的高点 4575 美元已经跌去 53%, 对于中国的很多锌矿矿主来说, 这场疯狂的嘉年华结束的似乎太快了。让我们先回顾一下 07 年的锌价走势。

在上半年, 锌价基本上跟随铜价走势, 但相比稍微弱势一些, 上半年国内锌现货售价的波动也不算太大, 基本上围绕 30000 元/吨, 但在 5 月份伦敦锌价最后一次上涨时, 国内锌价也达到接近 34000 元/吨的水平, 随后刚开始似乎只是价格的一个回调, 但随着美国次级贷款问题的愈演愈烈, 价格开始转入深幅回调, 而中国产量的增加也令指望中国需求增加弥补美国经济衰退的希望落空, 而情况越来越恶化。由于全球精矿供应大增, 使得精锌加工费也随之达到历史高位 400 美元/吨, 面对高企的锌价和加工费, 国内冶炼厂都愿意进口国外精矿, 其中甚至包括了部分自有精矿的企业。截止 2007 年 10 月, 中国进口锌精矿 172 万吨, 同比增长 180%, 进口精矿数量已经达到国产精矿的 83%, 锌精矿的大量进口解决了精矿不足这个之前一直制约中国精锌产量的瓶颈。

值得一提的是, 在 10 月前后, 由于国内相当一部分冶炼厂自以为冶炼

美国次级贷款问题的愈演愈烈, 全球精矿供应大增, 精矿瓶颈逐渐解除, 增加了价格下行压力。

08 年锌价前景依旧暗淡。

利润高, 同时还有附加产品铅、银可以盈利, 无视国际市场锌矿产量大增的现实, 人为惜售, 妄图拉抬现货价格, 导致在 9 月底大部分合约的国内外期货价格比值达到 9.3 以上, 给予跨市套利者一个良好的入市机会, 而不少贸易企业自然也不会放过这个进口的大好时机。在 10 月 10 日到 20 日, 随着大量进口锌锭的到港, 由于人为因素导致的积压力量爆发, 如果说前期是伦敦锌价引领国内, 那么在 10 月后情况已经完全逆转, 空头报复性的压力终于使得沪锌主力合约从 11 月 16 日开始连续三天跌停, 停牌一天后在放开跌停板至 13% 之后依旧开盘下跌 11% 到年内最低价 16100 元/吨, 也带出了国际锌价的年内最低 2140 美元/吨。不少冶炼企业至此才明白操控市场的代价和套期保值的重要。

美国次贷  
阴影仍在,  
全球经济  
不明。

07 年已经要划上句号, 在即将来到的 08 年上半年, 我们似乎还是看不到锌价的曙光。让我们来看看以下这些影响因素:

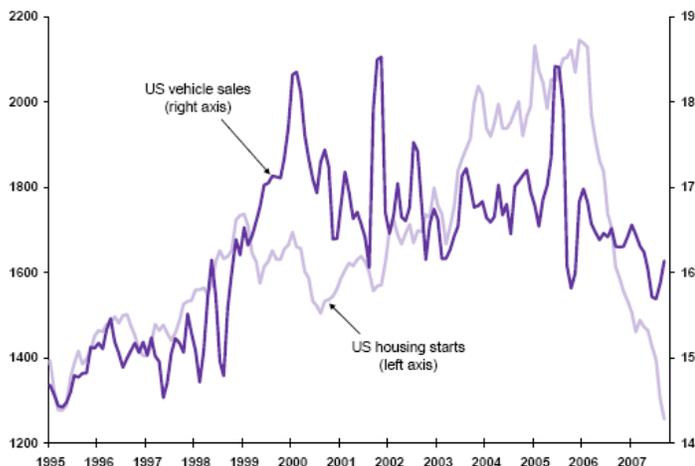
#### 1、美国次贷阴影仍在, 全球经济不明

基本金属价格在明年上半年仍将受阻于信贷市场风波以及对美国经济的担忧。对金属需求影响的不确定性导致价格很难上涨。缺乏生气的现货市场增加了价格的下跌压力, 现货升水走低和交易所库存上升导致对近期供应紧张状况缓解的认知。大部分金属目前处于近期贴水结构, 我们认为这仅仅是一个暂时现象, 唯一值得注意的是远期金属价格保持强劲。

在美国, 由于次级债危机导致逾期贷款不能归还的案件迅速增加, 同时美国失业人口也出现增加趋势, 这无疑会延续次贷危机的持续时间。而随着美国住房价格的下跌, 财富缩水将对居民耐用品消费和汽车消费产生不利影响, 而这些都是消耗金属最多的行业。美国的汽车行业也前景不妙, 在欧洲和日本汽车生产商的巨大压力下, 美国正在不断的丢失全球市场份额, 克莱斯勒被逼重组也令美国汽车业的前景愈发黯淡。因为建筑业和汽车(程度较小)这两个主要的金属需求部分大幅下滑(见图), 去年以来基本金属的需求已经大幅走软。预计这些需求在 2008 年将继续快速下滑, 并可能拖累经济, 房屋价格走低和目前的信贷危机影响了美国消费者, 从而导致经济学家下调 2008 年的经济增长观点, 疲软集中在 08 年上半年。

美国和欧  
元区国家  
经济若在  
08 年双双  
走缓, 将会  
和人民币  
的升值一  
起对中国  
出口形成  
双重打击。

美国汽车和房屋市场继续下滑



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

中国虽然在 07 年依旧保持着强劲的经济增速和出口, 但中国的出口过于依赖美国和欧元区国家, 如果二者在 08 年经济双双走缓, 将会和人民币的升值一起对中国出口形成双重打击。另外从国家政策看, 08 年上半年仍有可能加息、调高银行准备金, 趋紧的货币政策将令贸易公司和制造企业在筹集短期运营资本方面面临更多的困难。

今年 12 月在纽约举行的 Barclays 第三届美国商品投资者会议上, 受访的 150 多名客户就他们预计 2008 年将从哪个商品市场获得最大回报接受调查。不到 45% 的受访者投给农产品市场, 10% 投给牲畜, 18% 投给能源, 19% 投给新兴能源, 8% 投给工业金属。这一结果表明投资者看淡基本金属 (与经济周期的相关性最大), 并看好农产品。

## 2、全球供应继续增加

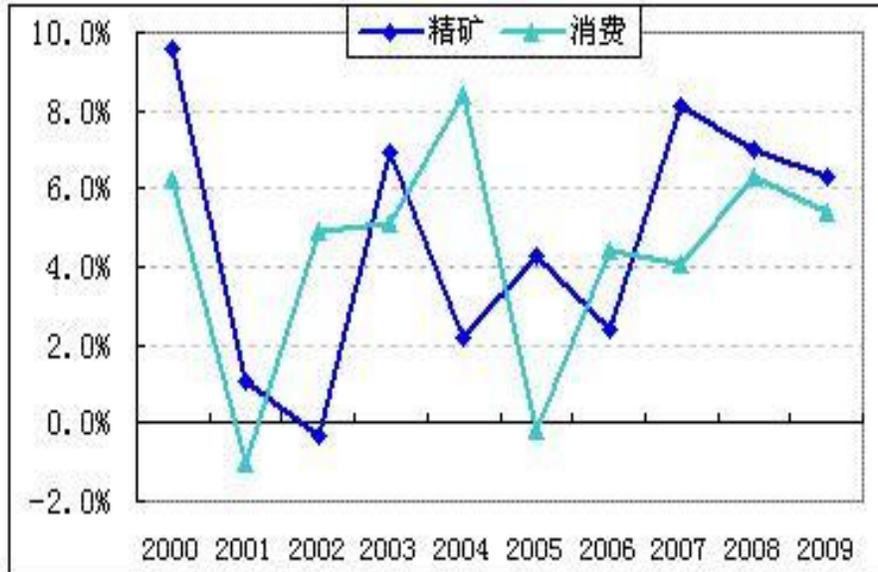
从 06 年开始, 全球矿业的勘探费不断创出历史新高, 并直接转化为矿石的产出。06 年全球 (除去中国) 的新增锌矿山能力为 106 万吨, 07 年估计增加 125 万吨, 尽管随后三年增速下降到合计 150 万吨, 但基数的逐渐加大已经不容忽视。从精矿的供应看, 07 年全球锌精矿产量增长率在 9.6% 以上, 达到 1126 万吨, 主要增产国是玻利维亚、澳大利亚、加拿大、秘鲁。

06 年我国锌精矿产量 284.4 万吨, 比 05 年增长 10.9%。从已经公布的数据看, 估计我国 07 年全年产量 322 万吨, 比 06 年增长 13%。同时我国的铅锌投资保持快速增长, 从 03 年到 06 年我国的铅锌采选业累计投资 139 亿元, 每年的增长超过 45%, 07 年 1-9 月采选业投资已经达到 80 亿元, 同比增长惊人的高达 93.7%。

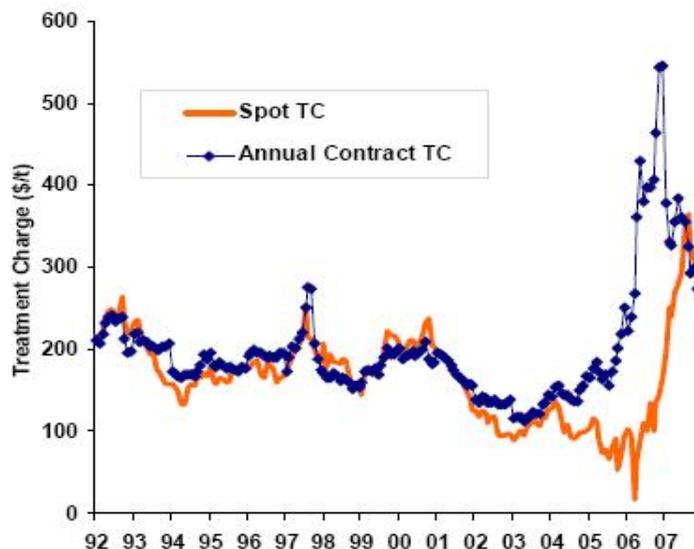
全球锌供应继续增加。

我国的铅锌投资保持快速增长。

预期 08 年度锌精矿加工费仍将维持较高水平。



精矿的供应增加后, 整个产业链的利润又移向冶炼企业。冶炼费也就高居不下了, 在 07 年的夏秋季节冶炼费一度高达 400 美元/吨, 冶炼企业自然不会放过这种大好时机。数据显示 03 年到 06 年我国累计在铅锌业冶炼投资 197 亿元, 而 07 年的 1-9 月冶炼投资居然同样高达 90 亿元, 同比增长 53.7%。虽然 2008 年度的冶炼厂锌精矿加工费谈判结果还未达成, 但通过目前冶炼厂和矿山反应意见显示, 普遍认为加工费仍将维持较高水平。如果基准价定为 2500 美元/吨的话, 那么冶炼厂将要求加工费维持在 300 美元/吨, 咨询机构 Brook Hunt 给出的加工费区间为 270-350 美元/吨 (对于基准价 2500 美元/吨), 但是由于面对明年过剩的忧虑, 谈判焦点集中在加工费与锌价的调整区间上。



Source: Brook Hunt, December 2007

### 3、锌锭的需求

一谈到需求, 就要主要分析中国的状况。从 06 年 8 月开始, 国内需求的增速开始减缓, 2000 年到 2005 年中国锌消费平均递增 11.5%, 而 06 年增速只有 8%, 07 年估计是 7.1%, 全年中国用量大概是 345 万吨。

除了镀锌钢这一个亮点, 锌锭在其他行业的需求都有萎缩趋势。黄铜方面, 由于铜价的上涨和废杂铜替代的影响, 锌的消耗量已经没有增长。在锌氧化物生产方面, 精锌已经逐渐被费杂锌替代, 中国的氧化锌出口又受到反倾销调查和出口退税取消影响已经大幅减少。在压铸合金方面, 铝由于价格便宜的替代作用十分明显。在电池方面, 锌锰电池产量的增速虽然在 07 年有所起色, 达到 5% (高于 06 年的 2%), 但比起前几年 10 个百分点的增长依旧缓慢。

下面我们着重看看镀锌板市场的现状和发展。2006 年我国镀锌板产能 2220 万吨, 但产量只有 1330 万吨, 约占能力的 60%。宝钢和鞍钢的产量最大, 都达到 100 万吨以上的规模。但我国的镀锌板行业整体依旧薄弱, 表现在以下三个方面: 1)、镀锌板产品质量存在明显不足, 多数产品只能满足较低质量要求, 电镀锌板只有宝钢可以生产; 2)、新型合金镀锌板产量少, 难以进入高端需求市场; 3)、高端市场国内能力严重不足, 仍然大量进口, 而低端市场又供大于求。据统计, 我国 2007 年投产能力约 220 万吨, 主要是天津新宇彩板公司 25 万吨, 常熟欣瑞彩板公司 30 万吨, 首钢 60 万吨, 廊坊京华金属制品公司 45 万吨, 武钢 25 万吨, 廊坊龙骨建材公司 26 万吨。在 08 年, 马钢、沙钢、吉林通钢、鞍钢、宝钢等企业计划投产 380 万吨。

就镀锌板的未来需求形势看, 增长空间依旧广阔。因为家电、汽车和建筑业是镀锌板消费的主要行业, 我国目前已经是世界上最大的家电制造国,

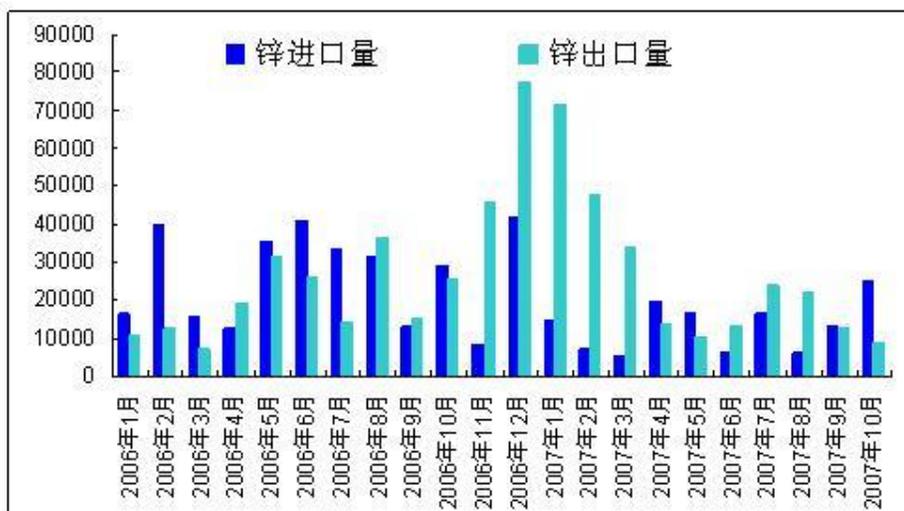
从 06 年 8 月开始, 国内锌需求的增速开始减缓, 07 年估计为增长 7.1%, 用量大约为 345 万吨。

国内需求和出口都数量巨大, 汽车工业的发展有目共睹, 而且 国内彩涂板的市场能力不断增长, 这也会增大镀锌板的需求水平。总的看来, 07 年我国镀锌板的需求增长率估计是 15%, 08 年也将保持 10% 的水平, 到 2010 年国内需求量预计达到 2150 万吨, 可以说未来数年, 镀锌板市场将保持在锌消费领域当之无愧的主力位置。

#### 4、中国的进出口

在 07 年 12 月份, 国家宣布了一系列产品的进出口关税调整。初级锌的出口关税从 08 年开始调高到 15%, 但令人意外的是高纯精炼锌 5% 的出口退税居然并没有如市场前期所传言的那样取消。回顾过去, 在精锌进出口方面, 2007 年头 10 个月精锌进口约 13 万吨, 同比减少 51.6%, 而同期精锌出口 25.8 万吨, 同比增长 29.8%, 截止 10 月份中国精锌净出口 12.8 万吨, 此外在四季度由于受到明年中国关税可能调整消息影响, 11、12 月份精锌出口量估计还会继续增加, 这样的话 2007 年全年中国精锌净出口可能将超过 20 万吨, 中国完成了从精锌净进口国向净出口国转变。

中国精锌进出口 (吨)



#### 5、美元贬值和全球通胀的利多影响

在 2007 年下半年, 由于粮食、能源等商品价格上涨, 全球各国通胀压力出现。其中 11 月份中国消费物价指数 (CPI) 继 10 月份的 6.4% 之后再次升高, 达 6.9%, 2007 年全年 CPI 预计增长将达 4.6%, 显示中国国内通胀压力较大。无独有偶, 欧盟统计局公布的欧元区 2007 年 11 月份的通胀率高达 3%, 创下自 2002 年欧元流通以来的最高纪录。而美国 11 月 CPI 年同比增长 4.3%, 预计全年 CPI 将达 3.6%。此外俄罗斯、印度和巴西等国的通胀也靠在排名的前列, 以“金砖四国”为代表的新兴国家成为了全球通胀的严重地区, 加上欧美国家地区, 可能预示着 2008 年全球将进入一个通胀时代。至于美元贬值, 随着保尔森再三强调强势美元的重要性, 最坏的时间已

未来数年, 镀锌板市场将保持在锌消费领域的主力位置。

07 年全年中国精锌净出口可能将超过 20 万吨, 中国从精锌净进口国向净出口国转变。

美元贬值和全球通胀对锌价形成利多影响。

经过去, 预计在未来的 12 个月内美元将再度走强, 因为美国的出口现在以进口的三倍速度增长, 预计美国经常帐户的赤字将缩小。在 08 年度美元可能再度走强, 而人民币有望在 08 年继续升值 10% 达到 6.7 的水平。美元汇率变化和通胀恶化将会在 08 年时不时偷袭商品市场, 给价格以意外的忽涨忽跌。

## 6、后市展望

根据 Brook Hunt 的调查数据显示, 07 年的供应短缺是 7.5 万吨, 而 08 年的过剩将达到 25 万吨。锌锭在 08 年的上半年, 还要因为供应的增加承受更多的价格压力。

	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07E	1Q08E	2Q08E	3Q08E	4Q08E
供应	282.7	292.4	291.4	306.8	306.4	317.1	316.2	332.7
需求	285.3	297.3	296.1	302.0	300.9	314.0	312.8	319.6
平衡	-2.6	-4.9	-4.7	4.7	5.5	3.1	3.5	13.1

从锌的长期走势观测, 价格在 07 年 10 月再次跌穿了 3000 美元/吨后, 从 06 年 4 月开始构筑的大型头肩顶形态宣布成立, 根据头顶到颈线间距 1500 美元做等量量幅, 价格有望初次下跌到 2000 美元/吨, 之后可能下探到 1500 美元/吨。近期价格虽然有反弹, 但 2600-2700 美元区间的压力依旧较大, 如果价格能够反弹到此价位, 对于冶炼企业来说是个不错的保值区域。至于价格的真正上涨恐怕要等到 08 年的下半年, 之前维持弱势运行的几率较大。

嘉益公司研发部 刘炜

## 铅 关注基本面

### ——2007 年铅市场回顾及 08 年展望

2007 年的铅价走势可谓大起大落, 价格从年初开始的 1650 美元/吨一路大涨到 7 月中的 3500 美元/吨, 几乎没有一个像样的调整, 价格在 7 个月内就实现了翻倍, 不由让人感叹铅市的强劲, 但从基本面看似乎也正常。在 7 月 LME 库存下降 8075 吨或 17.9% 至 3.7 万吨, 由于注销仓单占总库存的 10% 左右, 库存看来可能继续减少, 3 月的周期低点 3.1 万吨受到威胁。

中国的产量仍在减少, 上半年同比仅小幅增长 6.8% 至 133 万吨, 紧张的精矿市场和非常低的初炼费用已经使在现货市场上采购精矿来冶炼的中国生产商的经济效益不在。在从 6 月开始征收 10% 的出口关税之后, 6 月中国的出口同比下降 52%, 环比下降 40%。尽管一些冶炼商再度增加出口, 因国内市场和 LME 之间的价差有利, 但考虑到对供应的限制和如此强劲的国内需求, 这不可能产生巨大影响。

锌锭在 08 年的上半年, 可能还要因为供应的增加承受更多的价格压力。

2007 年的铅价走势大起大落。

其后价格出现回调, 在 8 月 17 日下探至本轮回调的低点 2757 美元/吨。一方面是因为前期涨幅巨大, 有获利回吐的需求, 另外由于企业通过缩减现货采购, TC 费用已经反弹至 100 美元/吨以上, 这可能刺激冶炼商再度提升产能, 中国的出口有所抬头。价格在震荡中渡过了夏季。

从 9 月 10 日开始, 最后一轮大涨爆发, 其直接导火索是在澳大利亚的港口发现有怀疑铅中毒的死鸟, 环保压力使得澳大利亚大部分港口停止运出铅精矿, 虽然之前该国已经有针对环保问题减少出口精矿的行为, 但大范围的停运还是将牛市的疯狂热情点燃, 价格在 10 月 10 日伦敦年会期间冲高到了 3995 美元/吨, 基本面的坚挺让铅市无视其他因素展现出了狂牛的风采。而国际金融市场的动荡已经在对金属市场构成影响, 11 月 7 日, 价格最后一次冲高到 3770 美元/吨后无奈跟随其他基本金属大势下行, 库存从最低的 22000 吨大幅逆转到 40000 吨令价格一气跌到 3000 美元/吨附近盘整, 而 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令价格的压力并在, 价格在 12 月中被打到 2376 美元/吨的低点, 其后在 2500 美元以下震荡至今。

澳大利亚的港口发现有怀疑铅中毒的死鸟, 环保压力使得澳大利亚大部分港口停止运出铅精矿, 导致铅价再次大涨。

观测 07 年的铅价走势, 我们不难发现, 对于这个伦敦基本金属中的小盘而言, 基本面的变化是价格波动的最直接推动力, 那么我们就针对目前的状况来对来年走势做个预测。

1、全球铅精矿的供应。随着铅价的大涨, 铅矿石的供应也开始增加, 而新增矿山也逐渐出现。下图是全球新增新矿山的供应表:

近几年全球新增矿山产量 单位: 千吨

矿山	国家	2007	2008	2009	2010
Aguas tenidas	西班牙		4	10	11
Aijustrel	葡萄牙	1	5	21	20
Angas	澳大利亚		3	12	11
Caribou	加拿大	9	22	20	20
Duddar	巴基斯坦	2	21	21	21
Galena	美国	2	10	10	10
Novoshirokinskoye	俄罗斯	3	15	15	15
Penasquito	墨西哥			14	42
Pillara	澳大利亚	8	15	15	15
San cristobal	玻利维亚	35	90	82	84
Scotia	加拿大	4	9	9	9
Else		15	23	23	23
总计		79	216	252	291

随着铅价的大涨, 铅矿石的供应开始增加。

从上表可以看出, 在 08 年新增企业的矿石供应将会达到 20 万吨以上, 而中国的情况又是怎样呢? 我国 05 年铅精矿产量是 114 万吨, 06 年是 125 万吨, 07 年估计是 137 万吨, 基本上是按照 10% 的增速在稳步增加, 那么 08 年的精矿产量大概预期值是 150 万吨。

对于中国, 我们尤其应该关注冶炼能力。在自给率只有 60% 的前提下, 新增产能只有通过进口矿石才能满足其需求, 随着铅价的走高, 国内冶炼企业的扩张能力不容忽视。下面让我们看看未来几年中国新增的铅产能(单位: 千吨):

企业名称	现状	投产时间	工艺	产能
妓院市金利冶炼有限责任公司	生产中	2007	氧气底吹	80
内蒙古兴安银铅冶炼厂	在建	2008	氧气底吹	80
济源万洋	在建	2008	氧气底吹	80
赤峰市白音诺尔铅锌矿	在建	2008	氧气底吹	80
郴州宇腾化工有限公司	在建	2008	氧气底吹	80
洛阳永宁金铅冶炼有限公司	在建	预计 2008	氧气底吹	80
内蒙古兴业矿业有限公司	在建	预计 2008	氧气底吹	60
广西苍梧有色公司	可研	2008	氧气底吹	60
江西弋阳江冶	在建	2008	氧气底吹	80
郴州银星	可研	2008	氧气底吹	100
灵宝智慎	在建	2008	氧气底吹	80
西部矿业	可研	2009	氧气底吹	100
黑龙江伊春	可研	2009	氧气底吹	80
株冶	可研	2009	氧气底吹	100
云南沙甸	可研	2009	氧气底吹	80
云南锡业	可研	2010	澳斯麦特	70
豫北金铅	在建	2008	再生铅	50
豫光金铅	在建	2008	再生铅	100

在 08 年, 全球铅矿将和锌矿一样出现产量增加, 但其增幅相对锌矿来说会小一些, 而澳洲方面的不确定性仍将继续影响全球铅矿的平稳供应。在精炼铅方面, 全球 08 年产量预计是 884 万吨, 同比增长 6%。展望 08 年, 供应似乎正在复苏, 不过这可能因中国出口关税的再度增加受阻。来年年初, 价格开始可能因为刺激逢低买盘冬季替换电池的需求上升, 尽管明年的供需前景仍然基本平衡, 但我们仍然认为将小幅过剩, 这应该继续打压价格。

2、铅的需求继续关注中国。随着国际社会对环保问题的日益重视, 西方发达国家对我国铅出口的依赖程度越来越高。而铅作为一种用途广泛的金属, 在未来其消费领域依旧广阔。以中国为例, 后续几年其主要消耗领域的消费量如下表:

2007-2010 年中国分行业耗铅量估计(单位: 千吨)

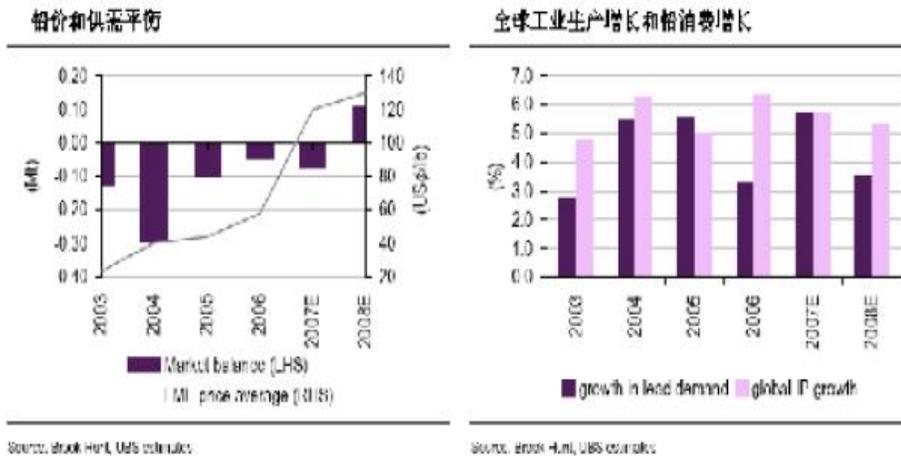
行业	2007	2008	2009	2010
铅酸电池	1896	2155	2383	2565
氧化铅	323	330	314	350
铅合金和铅材	163	162	162	160
铅盐	126	126	128	130
其他铅消耗	20	20	20	20
合计	2530	2790	3030	3200

中国铅产能在稳步增加。

明年的前景仍然基本平衡, 或将有小幅过剩, 应会继续打压价格。

从全球的情况看, 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, 因中国的需求增长。今年前九个月的缺口达到 94000 吨。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。08 年估计全年全球消费 876 万吨铅锭, 同比增长 3.6%。明年的铅市场在弥补了今年的缺口后供需大致平衡。

08 年估计  
 全年全球  
 消费 876 万  
 吨铅锭, 同  
 比 增 长  
 3.6%。



### 全球铅供需平衡

Thousands of tonnes	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Mine production</b>										
Total	3,148	3,032	2,931	3,111	3,129	3,423	3,449	3,585	3,519	3,545
Year-on-year % change		-3.7%	-3.3%	5.8%	0.6%	9.4%	0.8%	3.8%	-2.0%	0.7%
<b>Refined production</b>										
N. America	126	124	143	138	101	131	129	146	146	170
N. America	1,062	1,059	1,046	1,051	1,712	1,770	1,780	1,712	1,605	1,590
E. America	221	229	244	226	270	270	256	256	252	210
Asia (excl. China)	1,065	1,014	1,036	1,068	1,058	1,090	1,185	1,240	1,265	1,200
China	1,400	1,400	1,424	1,444	1,554	1,611	1,710	1,840	1,840	1,820
Australia	270	280	311	315	251	270	248	256	275	275
Europe	1,541	1,495	1,462	1,549	1,559	1,702	1,694	1,560	1,520	1,470
Total	4,619	4,609	4,770	4,764	4,667	7,627	7,676	8,229	8,449	8,516
Year-on-year % change		-0.2%	3.7%	-2.1%	-2.3%	66.7%	0.6%	7.8%	2.6%	-0.8%
<b>Refined consumption</b>										
N. America	2,118	2,003	1,961	1,820	1,915	1,991	1,921	1,582	1,510	1,600
E. America	619	601	606	607	634	627	616	614	626	670
Asia (excl. China)	1,405	1,369	1,456	1,505	1,505	1,530	1,571	1,570	1,530	1,760
China	610	701	867	1,183	1,410	1,824	2,160	2,308	2,490	2,120
Europe	2,018	2,051	2,027	1,983	1,981	2,003	1,980	1,960	1,830	2,080
Other*	147	149	134	152	152	142	146	144	144	150
Total	6,318	6,175	6,447	6,881	7,209	7,729	7,869	8,114	8,722	8,180
Year-on-year % change		-2.4%	4.4%	6.3%	4.5%	7.0%	1.7%	3.1%	7.6%	-10.2%
<b>D.A. stock</b>	82	41	0	0	50	36	10	0	0	0
<b>Implied surplus/deficit</b>	159	157	34	119	(259)	(106)	28	(119)	73	169
<b>Stocks analysis</b>										
LME	131	96	184	109	40	44	41			
Produce	146	151	142	135	127	146	137			
Consumer	105	100	106	106	106	106	105			
Merchant	0	0	0	0	0	0	0			
Total	440	406	460	401	299	296	292	179	252	402
Stocks as % working cons.	3.0	2.0	3.8	3.1	2.1	2.0	1.0	1.1	1.0	2.0
<b>LME cash prices</b>										
Historical & base case (\$/tonne) (month/tonne)	\$454	\$476	\$450	\$518	\$607	\$579	\$1,208	\$2,810	\$2,726	\$2,085
	23.6	21.6	20.5	23.4	40.2	44.3	85.4	115.4	123.4	83.0

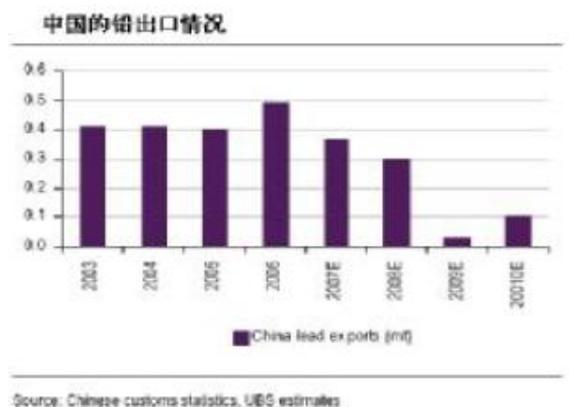
Source: Standard Bank Group, 3.29.08, LME

3、中国因素对价格的影响。随着环保理念的深入, 中国的再生铅产量, 也就是铅的回收问题成为直接影响价格波动的因素。以铅酸电池为例, 和西方国家普遍高达 95% 以上的回收率相比, 我国 55% 的回收率显然过低, 但从明年开始, 我国将增大在工业废品回收方面的政策力度, 不少大型企业(例如豫光)也开始着手建立废铅回收项目。在未来的几年内, 中国再生铅产量占精铅总量的比例有望从目前的不足 30% 逐步提高到 50% 的水平。

中国的再生铅产量将会成为直接影响价格波动的因素。

从 07 年 6 月 1 日提高精铅出口关税到 10% 以后, 中国的铅出口比例已经大幅下调, 2007 年 1-9 月我国出口未锻轧的铅仅为 19.5 万吨, 和 2006 年同期相比大幅减少 52.7%, 虽然 2008 年初传闻的继续增加铅出口关税到 15% 的消息并没有实现, 但任何时候中国关税的改变都将会给价格带来巨大的波动, 投资者应该保持足够的警惕。

中国关税调整亦将影响价格波动。



4、后市展望。从铅的形态看, 虽然从创出新高后出现了 1300 美元以上的跌幅, 但目前仍将其看作整体涨势的调整而不是跌势的开始较为适宜, 短期内铅价仍有在均线压力下继续下行到 2000 美元/吨附近整固的可能, 但其给予价格的支撑力度应该是较强的。在 08 年年内, 价格仍有机会回到 3000 美元/吨甚至更高的水平, 基本面突然的变化将给价格最直接的动力, 而其他市场的影响因素对铅价的影响会更趋有限, 2000 美元/吨-3200 美元/吨将大致是明年铅价的波动区间。

目前走势仍被认为整体涨势的调整, 预期 08 年价格仍有机会回到 3000 美元以上。

嘉益公司研发部 刘炜

## 镍 期待深调之后的整固

### ——2007 年镍市场回顾及 08 年展望

镍是一种用途范围较单一的金属, 目前最主要的应用还是在不锈钢领域, 随着伦敦金属牛市的发展, 最为小盘的镍由于精矿市场传统供应的单一性和大集团的垄断性, 价格在 06 年的疯狂之后无视广大不锈钢厂商对于伦敦市场交易规则的谴责, 在 07 年上半年继续其大牛走势, 价格从年初的 32400 美元/吨继续大涨到 5 月创出 51425 美元/吨的历史新高。市场操控力量过于沉迷在对伦敦现货的控制方面, 而忽略了由于价格过高导致替代品的出现, 或许其本意就是一种人为的逼空行为。而印尼、菲律宾出产的红土镍矿本来是一种低品质的镍资源, 仅可应用于低品质的铁镍, 用于生产 200 和 300 系的低端不锈钢产品, 由于该矿石品质太低, 本来镍价格在 20000 美元/吨之下时是根本没有利用价值的。但随着伦敦镍价的急剧上涨, 大约有 10 万吨的铁镍供应集中在夏季出现, 大部分出口到了中国, 缓解了这个全球最大钢铁生产国的原料供应压力。伴随着伦敦交易所迫于压力对镍借出交易规则的修改, 镍的牛市终于不复存在, 价格率先在伦敦基本金属中下挫, 在 8 月份时就回吐了价格的一半, 跌到 24900 美元/吨, 其后虽然在美元贬值的利好支撑下价格两次冲高到 30000 美元/吨以上, 但由于镍的供应大增这一事实令价格在四季度再次下探, 目前在 25000 美元/吨以上盘整, 昔日几乎到零的库存连续的大增已经成为价格上行最大的压制力量。

镍作为一种稀少但分布广泛的基本金属, 很难被某个单一国家操控原材料市场, 但镍矿的勘探费用非常之高, 因而全球的镍矿在近几年也不会有特别明显的改观。对于镍价的影响因素, 我们还应该着重关注由于需求的变化产生的影响。对于不锈钢市场的研判依旧是分析的重点, 因为该市场消化了近 65% 的镍供应。

随着的初级镍价格的高涨, 铁镍替代作用增加, 镍库存回升, 镍的牛市告一段落。

不锈钢市场是影响镍价的关键, 其消化了近 65% 的镍供应。



根据国际不锈钢论坛 (ISSF) 的数据, 2007 年的产量增长预期从之前的 5.1% 削减至 1.1%, 为 2870 万吨。07 年上半年全球不锈钢产量为 1500 万

国际不锈钢论坛数据, 07 年的产量增长预期从之前的 5.1% 削减至 1.1%。

吨, 增长 9.1%。在亚洲, 不锈钢产量增长 20.2%至 850 万吨, 拉动力量是中国(增长 54%)和印度(增长 7%)。中国生产了 350 万吨不锈钢, 并扩大了作为全球最大不锈钢生产国的领先地位。强劲的产量增长主要是由于新产能投产, 因新产能进一步试运行, 增产将在 08 年继续。日本的产量抵消了去年的损失。第二大生产地区西欧的不锈钢产量下降 3.1%至 490 万吨。

欧洲的不锈钢市场有望在 2008 年回升, ArcelorMittal 表示对欧洲的不锈钢市场相当乐观, 不锈钢需求已经回升, 并可能在 08 年一季度进一步改善。较高的进口水平、不锈钢消费商需求强劲和批发商库存释放导致 ArcelorMittal 在 07 年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。

而中国不锈钢市场的现状相当混乱。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宣布在 12 月减产 30%, 因需求下降, 而 200 系不锈钢生产商广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。07 年 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, 中国不锈钢厂减产的情况并没有预想的那样厉害, 而力拓、巴西河谷等公司提高对中国 08 年铁矿石出口价格的将会影响镍的消费。

欧洲的不锈钢市场有望在 08 年回升。

中国不锈钢厂减产的情况没有预想的严重。



供应情况稳中略增。07 年第四季度原生镍生产商继续平稳运营, 产能利用率非常高, 生产中断不多。位于澳大利亚的 Ravensthorpe 和新喀里多尼亚岛的 Goro 镍生产延期, 试运行现在预计在 2008 年或 2009 年。此外, 提升至全部产能可能需要比预期更长的时间。2007 年小型的 Caldag (土耳其) 和 Avebury (澳大利亚), 2008 年 Munali (赞比亚) 的投产只能部分抵消这一损失, 其他工厂的瓶颈消失和扩张也导致产量上升。中国从新喀里多尼亚岛、印尼和菲律宾进口低品位红土矿来加工成为含镍量在 2-4% 的生铁, 进口保持强劲。2006 年这替代了中国 3 万吨的精炼镍需求, 07 年将再替代 8-10 万吨。不过近期报告显示由于镍价走低, 已经发生一些减产。预计在 08 年这一部分将持续减少。

07 年第四季度原生镍生产商继续平稳运营, 产能利用率高。

全球镍供需平衡 (单位: 千吨)

Change	1,2006	1,3006	1,4006	1,5006	1,6006	1,7006	1,8006	1,9006	2,0006	2,1006	2007	2008	Year-on-year % change
Supply	91	92	93	94	95	96	97	98	99	100	101	102	103
Production	109	111	113	115	117	119	121	123	125	127	129	131	133
Consumption	117	118	119	120	121	122	123	124	125	126	127	128	129
Stocks	51	52	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62	63
Balance	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Others*	34	33	33	40	46	46	34	46	41	42	44	44	44
Total	1,122	1,104	1,176	1,215	1,215	1,260	1,385	1,429	1,501	1,582	1,682	1,772	1,872
Year-on-year % change	3.7%	(1.6%)	6.5%	3.3%	2.5%	1.2%	9.0%	3.0%	4.5%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
Implied surplus (deficit)	(58)	(58)	(51)	(57)	(6)	35	(36)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
Stocks analysis													
LME	10	15	21	24	21	35	5						
Production	74	74	65	73	72	71	72						
Consumption and inventory	25	25	5	22	5	4	5						
Total	115	121	109	116	96	111	87	103	119	119	119	119	119
Nickel use for stainless steel	5.7	5.7	5.4	5.1	5.1	5.3	5.4	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
LME cash prices													
Historical & base case (\$/tonne)	\$6,641	\$5,918	\$6,772	\$6,610	\$15,422	\$14,732	\$21,287	\$27,029	\$21,872	\$20,920	\$20,920	\$20,920	\$20,920
(\$/t)	\$1.02	\$2.73	\$2.07	\$1.27	\$2.23	\$2.89	\$11.02	\$18.76	\$11.76	\$11.76	\$11.76	\$11.76	\$11.76

展望后市, 镍价格在 08 年有望整固走稳, 25000-26000 美元区间的支撑力度较强, 镍价将会在此展开双底式反弹, 预计全年镍价有望在 25000-35000 美元/吨的区间波动。

镍价格在 08 年有望整固走稳。

嘉益公司研发部 刘炜

## 锡 印尼的牛市

### ——2007 年锡市场回顾及 08 年展望

在 07 年的开始, 锡的走势还是十分被动的跟随伦敦铜的走势, 并没有显出一丝一毫的牛市特征, 尽管在上半年价格出现上涨, 但依旧不为人们所关注。从 5 月 10 日到 7 月 13 日, 价格更是横盘在 14000 美元/吨附近长达两个月之久, 就在快被市场遗忘的时候, 印尼政府宣布控制私人开采锡矿和限制出口的信息公布后, 加上玻利维亚最大的锡矿 Huannuni 罢工的消息传出, 寂静的市场终于被打破了, 价格在三季度先创下 16680 美元/吨的新高, 然后迅速在一周内大跌 20%。价格的巨幅波动说明投机资金开始在里面兴风作浪, 后市仍有机会, 随后尽管罢工结束, 但锡价仍旧以慢牛的走势在 07 年的最后一个季度前行着, 三月期价格在 11 月 14 日达到最高价 17625 美元/吨, 其后受到全球金融市场动荡的影响, 价格开始回调, 但 16000 美元一线似乎提供了较强的支撑。从全年来看, 锡成为基本金属中唯一一个保持完好牛市形态的品种, 尽管它是人为制造的。

从全年来看, 锡成为基本金属中唯一一个保持完好牛市形态的品种。

展望 08 年全年, 锡价依旧有望在良好的基本面配合下, 再度走高, 具体我们来关注以下几个因素:

1、供应依旧令人忧虑。印尼在 08 年依旧会继续对锡的出口实施配额制度, 可能就会在 2 月发布新的出口许可证, 目前只有 6 家公司可以出口, 而相比 06 年 12 万吨锡的出口量而言, 07 年顶多有 9 万吨的出口量。目前

供应依旧令人忧虑。

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, 可见明年的印尼锡供应依旧不乐观。从其他地区看, 罢工对全球锡产量构成威胁, 除了玻利维亚以外, 位于秘鲁的 Funsur 冶炼厂在地震迫使其延长关闭之后已经重启生产, 地震造成许多工人的房屋被毁。位于塔斯马尼亚岛的 Renison 锡矿近期宣布将重启。该矿最近两年一直在检修, 预计将在 2008 年中重启生产, 年产量 8500 吨。

2、全球需求平稳。2007 年全年全球锡消费商都在释放库存, 而上半年更为明显, 世界金属统计局 (WBMS) 数据显示今年前 9 个月全球表观消费增速下降 5%, 而从四季度开始, 全球库存的重建另伦敦金属交易所的锡锭注销仓单从 9 月的 120 吨攀升到 750 吨, 其中大部分的注销仓单在新加坡, 可见亚洲区的消费量还是回升了, 随着价格的回调, 贸易商和消费商将会重建库存, 使得 08 年市场依旧会较为吃紧。从大环境看, 2007 年全球锡消费预计将增长 4.4%, 达到 40.2 万吨的记录新高。不过, 不断有迹象显示高价导致一些需求受损, 例如日本的进口量持续缩减, 这是我们预计今年消费增长将较 2006 年 13.2% 的增长减缓的原因。

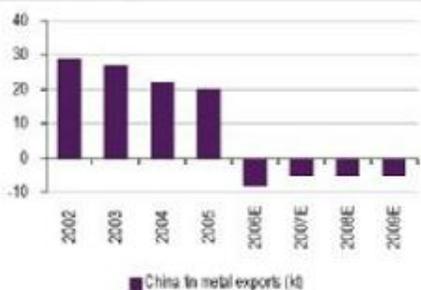
全球需求平稳。

3、中国的转变。从 2006 年开始, 中国实现了从净出口国向净进口国的转变, 中国的锡净出口下降, 因国内消费增长强劲、锡矿短缺以及政府对锡矿业加强控制。今年前九个月, 中国的净出口近 1 万吨, 同比下降 53%。中国在 8 月、9 月和 10 月都是净进口国, 9 月净进口 2385 吨, 10 月净进口 1184 吨。中国的产量尽管在 07 年大部分时间增长缓慢, 但令人欣喜的是从 10 月开始出现

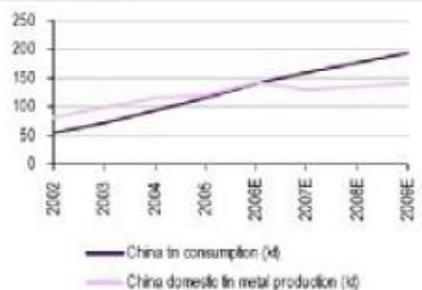
从 2006 年开始, 中国从净出口国向净进口国转变。

了变化, 10月精炼锡产量达到13211吨, 环比增长10.7%, 同比增长11.5%, 而精矿的进口也出项了大幅增加, 从以往的500吨增加到15659吨。

中国的锡出口情况



中国的锡消费



4、新增供应开始随着价格的高企出现。澳大利亚和英国的一些老矿山在08年有望重启, 而缅甸的新增供应对于市场的冲击不应忽视, 08年缅甸有取代印尼成为中国第一大矿石进口国。目前新加坡锡业宣布计划在08年在缅甸建立一座年产1.2万吨的冶炼厂来处理当地的精矿, 如果价格在08年继续走高, 不排除还有新增矿场的重启或者开发。

新增供应开始随着价格的高企出现。

从锡的走势看, 目前锡价正在16000美元附近酝酿一个区间的三重底, 从周线看, 价格仍在按照30度的斜率上行, 20日均线给予价格长期良好支撑, 预计08年价格仍有望继续走高, 18000美元/吨是其首个目标价位。

展望08年, 锡价依旧有望再度走高。

全球锡供需平衡 (单位: 千吨)

Thousands of tonnes	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Mine production</b>										
Total	244.6	247.7	246.0	255.4	295.0	329.4	347.0	381.0	398.0	454.0
Year-on-year % change	11.5%	1.3%	0.2%	2.9%	11.9%	10.3%	5.2%	4.2%	2.7%	7.1%
<b>Refined production</b>										
Africa	0.4	0.6	0.4	1.4	3.0	5.0	9.0	9.0	9.0	9.0
N. America	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
L. America	58.5	46.9	54.1	59.0	68.9	73.8	73.0	70.5	63.0	57.0
Asia (excl. China)	97.2	102.8	113.9	104.0	112.0	106.3	144.0	136.0	134.0	176.0
China	112.4	106.0	83.8	86.1	117.0	119.2	126.5	145.0	155.0	160.0
Australasia	0.0	1.2	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Europe	14.2	10.0	17.4	14.0	10.8	13.8	13.8	10.0	10.0	10.0
Total	264.6	271.1	271.0	277.9	312.9	338.1	369.3	372.5	410.0	446.5
Year-on-year % change	7.2%	2.5%	(0.1%)	2.6%	10.6%	6.1%	9.2%	0.8%	10.1%	8.8%
<b>Refined consumption</b>										
N. America	56.5	57.7	51.0	49.0	58.1	48.0	51.0	48.0	50.0	52.0
L. America	10.0	12.2	12.0	14.0	16.2	17.5	17.0	18.0	21.0	23.0
Asia (excl. China)	25.4	24.8	25.7	28.0	37.4	40.0	40.0	41.0	42.0	42.0
China	61.0	62.0	63.2	71.7	82.0	106.0	128.0	187.0	110.0	106.0
Europe	22.0	24.0	26.9	27.4	28.0	29.0	21.0	24.0	24.0	20.0
Others	6.2	7.0	6.2	5.0	6.8	6.0	6.1	6.2	6.8	6.0
Total	207.0	207.0	207.0	207.0	240.7	241.0	269.1	302.7	410.0	406.0
Year-on-year % change	11.4%	0.0%	(0.1%)	0.0%	18.4%	0.0%	11.4%	8.3%	25.6%	(0.9%)
GLC reserve	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Implied surplus (deficit)	(3)	(5)	8	(16)	(19)	5	(2)	(17)	(15)	11
<b>Stocks analysis</b>										
LME	15.0	30.0	30.0	14.0	8.4	10.7	48.0			
USA	7.8	7.7	7.3	6.5	5.1	5.4	5.7			
Indonesia	6.8	4.8	6.7	6.7	3.8	6.3	4.0			
Brazil	3.5	3.6	3.8	3.5	3.6	3.8	3.8			
Others	7.7	6.1	6.5	6.7	6.6	6.7	4.7			
Total	50.8	52.0	43.7	56.0	20.0	33.5	26.0	12.8	6.5	15.0
Stocks as % to reserves	0.2	0.6	0.1	0.8	0.4	0.4	0.4	1.7	1.1	2.3
<b>LME cash prices</b>										
Historical 30-day close (cents)	\$1,416	\$1,488	\$1,463	\$1,486	\$2,018	\$2,570	\$2,728	\$4,436	\$4,426	\$4,026
(cents/mt)	246.56	263.50	164.20	222.10	380.10	434.90	507.50	608.50	563.40	636.20

Source: Thomson/Platts Group, BVMF, LME

嘉益公司研发部 刘炜

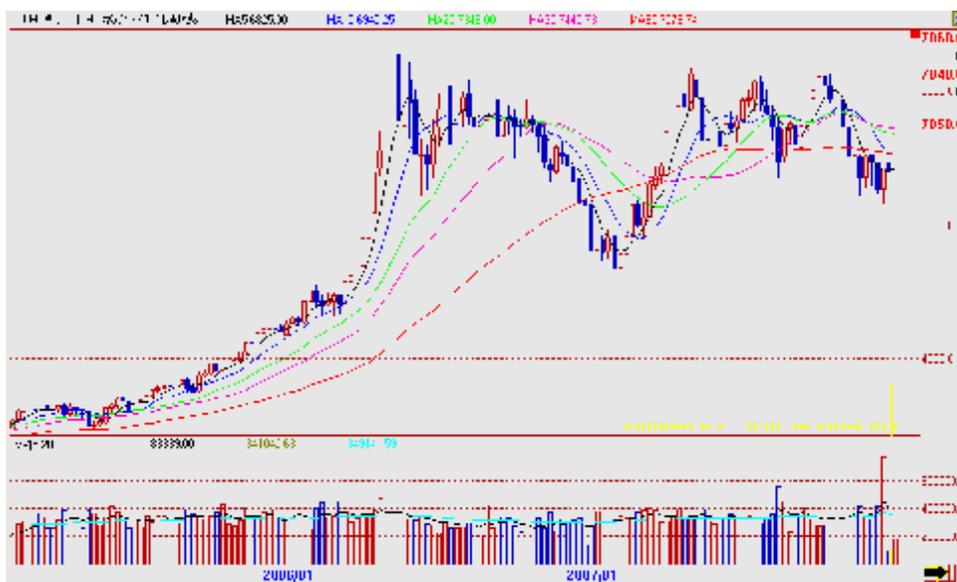
## 沪伦比值震荡反复, 套利机会时有呈现

### ——2007 年铜市套利投资回顾与展望

2007 年, 铜价整体维持在高位, 呈现区间波动走势。全球金属定价中心伦敦金属交易所 (LME) 铜价在年初延续 06 年下半年以来震荡回调的走势, 并出现加速下跌, 但 2 月初在 5500 美元上下的区域得到整固建底, 市场得到中国经济持续高速增长, 铜进口量大幅反弹的支撑, LME 铜价在中国需求高涨以及美国经济将回暖的预期下, 得到各种基金的再次推动, 一路上涨至 8000 美元之上, 触及了自 06 年 5 月金属市场回调以来一年多的高点。5 月初铜价在高位再次受到市场获利了结等影响回调修正, 但很快便得到支撑, 震荡回升。随后, 由于美国爆发次按危机, 金融市场普遍受到影响, 美国及其它西方国家纷纷采取措施缓解危机, 降低银行利率、增加流动性等一些措施对市场也起到了一定的支撑作用, 不过随后出现美国及全球经济持续走弱, 对经济前景担忧的情绪笼罩市场, 拖累铜价在年末继续进行修正。

2007 年, 铜价整体维持在高位, 呈现区间波动走势。

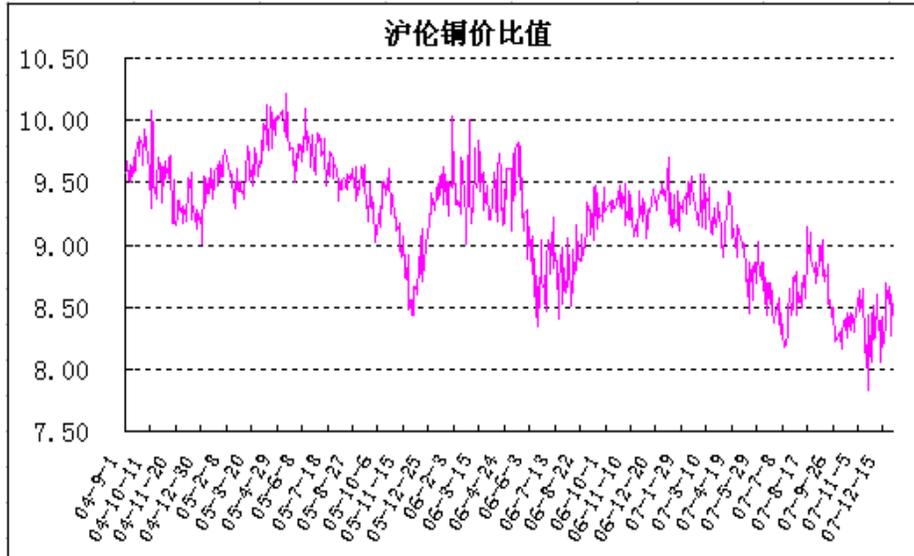
LME 3 月期铜周 K 线图



国内铜价走势基本上和 LME 走势趋同。受进口以及国内产量大幅增加等因素的影响, 加上人民币持续升值对国内铜价的压力, 国内铜价的走势总体弱于伦铜, 从而促使沪伦铜价比值整体呈现震荡下移, 不过由于中国铜市仍对进口的依赖程度很高, 进出口量的变化仍对国内市场的供应以及价格的变化起到重要作用, 并且随着国内沪铜市场大量资金的介入, 牵动沪伦铜价的比值亦呈现震荡反复, 比值起伏频繁, 这对于铜跨市套利来讲, 使得短周期的套利机会时有呈现。

国内铜价走势基本上和 LME 趋同, 比值整体呈现震荡下移。

沪铜 2 连与伦铜 3 月比值走势



随着沪伦比值的下移, 今年 4 月份以后, 上海主力合约与 LME 三个月期铜价格对应比值震荡区间处于 8.0~9.0 之间。目前, 受到国内报告产量增长较快以及较大的进口影响下, 国内外铜价比值整体处于较低位运行。下面我来具体考查当前的套利条件与环境:

目前国内  
外铜价比  
值整体处  
于较低位  
运行。

### 一、比值与进口盈亏分析

两个市场的价格比值是跨市套利的核心, 而现货贸易流通则是跨市套利的理论基础和价格回归平衡的主要力量。从进出口贸易确立的两市价格比值来看, 按当前汇率 7.30、到岸升水 100 美元/吨计算, 从 08 年 1 月 1 日起取消精铜 2%进口关税后的盈利比值为 8.68, 之前按 2%关税进口的盈利比值为 8.86。中国作为铜消费和净进口大国, 两市的铜价比值将主要在进口盈利比值的位置上下波动, 两市铜价比值低于此范围, 将会阻止进口, 造成国内供应紧张, 抬高国内价格, 进而使比值高于此范围, 促进进口的增长, 缓解国内供应, 这又促成比值下移, 如此周而复始。进口关税的取消降低了进口成本, 同时也增加了国内铜价的压力, 将可能牵引国内外铜价比值的进一步下移, 不过由于之前已经对智利铜实施了零关税的优惠, 其是中国铜进口的主要来源地, 故而此次关税调整对市场的影响被削弱。

取消精铜  
2%进口关  
税后的盈  
利比值为  
8.68。

当前三个月期沪伦铜价比值处于 8.40 上下, 低于铜进口盈利 8.68 的水平, 铜进口仍呈现亏损, 对铜进口仍起到抑制作用。不过如下图所示, 随着铜价的回调和进口关税的取消, 铜进口成本有所降低, 亏损缩小, 进口贸易环境得到一定改善。

铜进口成本与盈亏图



## 二、全球市场供需及库存状况

今年全球铜市场供需紧张的形势有所缓解。世界金属统计局公布的最新数据显示, 2007 年前 10 个月, 全球铜市短缺 20.7 万吨; 较前 9 个月的短缺 33.4 万吨降低。从 2007 年 1 月初至 10 月末, 可报告库存减少 1.1 万吨。10 月精炼铜产量为 149.1 万吨, 消费量为 145.6 万吨。国际铜业研究组织(ICSG) 公布的对全球铜需求和供应的最新评估显示, 今年 1-9 月全球精炼铜产量落后于消费量 26.5 万吨, 去年同期则为过剩 2.1 万吨。ICSG 称今年 1-9 月全球精炼铜产量为 1353.1 万吨, 消费量为 1379.7 万吨。同时, 据 ICSG 预计, 铜的供求情况已经由 06 年以前的供不应求逐步转变为过剩, 并且供求过剩将继续扩大。预计 2006 年全球精炼铜的供应过剩 23 万吨, 2007 年全球精炼铜供应过剩量为 11 万吨(约占铜总消费量的 0.6%), 而 2008 年全球铜供应过剩量扩大到 25 万吨(约占铜总消费量的 1.3%), 到 2009 年, 全球铜供应过剩将继续扩大。根据 ICSG 预计, 2007 年全球铜矿产量为 1,579 万吨, 将同比增长 5.1%; 2008 年全球的铜矿产量为 1,699 万吨, 将同比增长 7.6%。预计 2007 年全球供应的精炼铜产量达到 1,812 万吨, 将同比增长 5.1%; 2008 年将增加 4.6%至 1,895 万吨。ICSG 还预计 2007 年的精炼铜消费量为 1,801 万吨, 比 2006 年增加约 8.9 万吨, 增长 5.2%; 2007-2008 年精炼铜消费量强劲增长的国家是中国, 保持持续增长的国家是印度与俄罗斯, 消费减少的国家是欧盟、日本和美国。预计 2008 年全球铜消费总量为 1,870 万吨, 增长率预计为 3.8%, 比 07 年增长约 69 万吨。

今年全球铜市场供需紧张的形势有所缓解。

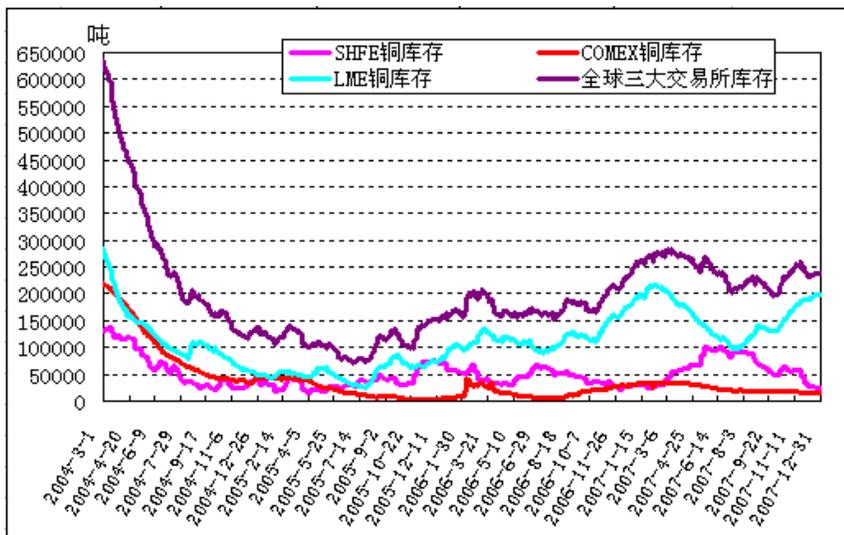
ICSG 全球精炼铜消费和供应数据 (单位, 千吨)

	07年 1-9月	06年 1-9月
全球矿山产量	11,450	10,913
全球矿山产能	13,155	12,687
矿山产能利用率 (%)	87.0	86.0
初级精炼铜产量	11,468	10,979
次级精炼铜产量	2,063	1,924
精炼铜总产量	13,531	12,903
全球精炼产能	16,276	15,435
精炼产能利用率 (%)	83.1	83.6
全球精炼铜消费量	13,797	12,882
精炼铜库存	906	842

从金属库存来看, 2007 年全球三大交易所的总库存总体保持平稳, 较 2006 年的库存水平略高一些, 亦表明前期紧张的供需形势得到部分缓解。分别来看, 近几个月 LME 铜库存持续大幅增加, 而上海交易所库存下降, 部分反映了国内市场的供需形势仍较国际市场紧张。

07 年全球三大交易所的总库存总体保持平稳。

全球三大交易所铜库存走势

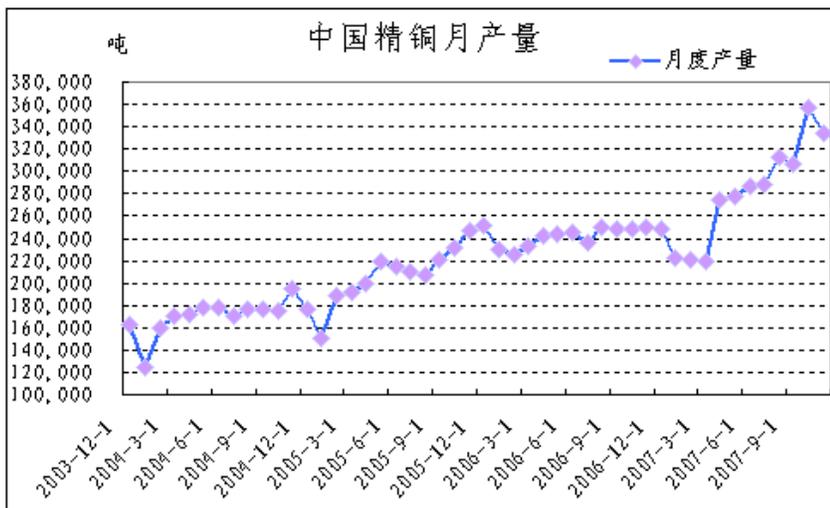


### 三、国内铜市产量及进出口情况

从国内供应方面来看, 随着一些新增产能的运转及原有产能的扩张, 中国精铜产量也得到强劲增长。据国家统计局最新数据显示, 11 月份中国精铜产量为 33.4 万吨, 同比增长 31.4%, 1-11 月累计生产 313.96 万吨, 同比增长 18.5%。不过国内精铜产量的增长仍主要停靠铜精矿的大量进口, 国内铜精矿的产量增长仍相对有限, 统计局数据显示 1-11 月份国内铜精矿产量 71.68 万吨, 同比仅增长 8.1%。

2007 年中国精铜产量强劲增长。

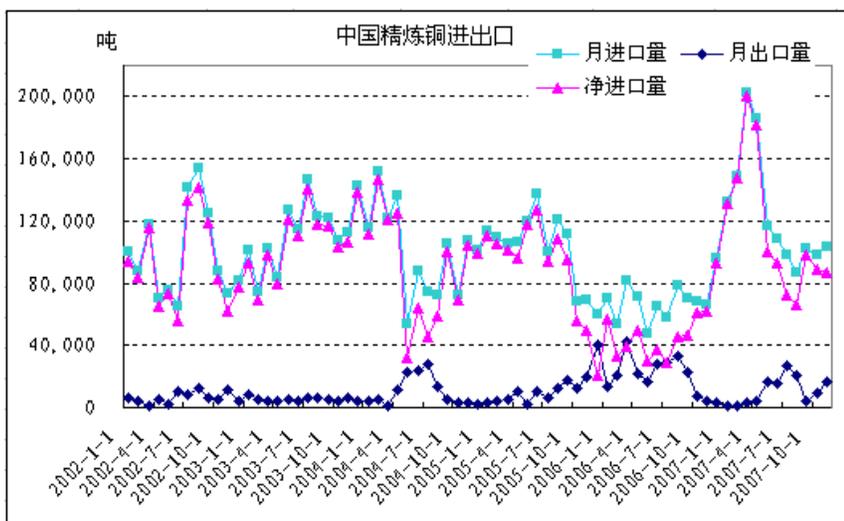
中国精铜产量逐渐增长



另外, 中国铜的进口量今年大幅增加。据海关数据显示, 中国 11 月份进口精铜 10.34 万吨, 1-11 月累计进口 138.21 万吨, 同比增加 89%; 前 11 个月合计净进口精铜 126.34 万吨。大量的进口加上产量的增长使得国内供应相对过剩, 国内铜价整体弱于伦铜, 从而也导致了国内外铜价比值的震荡走低。

07 年中国铜的进口量大幅增长。

中国今年精炼铜进口量整体呈现增长, 不过后期进口量下降



四、铜精矿冶炼加工费用低, 将导致国内冶炼加工兴趣减淡

07 年, 铜精矿加工费仍继续降低, 铜年度加工费确定在 60 美元/吨, 精炼费 6 美分/磅, 这比 2006 年度的 95/9.5 的加工费下降了 37%, 并且首度取消了沿用三十多年的价格分享条款。在年中的铜加工费设定谈判中, 冶炼加工费进一步下滑至 50 美元/吨和 5 美分/磅, 这使冶炼商的进口精矿冶炼

07 年铜精矿冶炼加工费持续下降。

加工的积极性受到很大的打击。最近关于 08 年的年度加工费也已基本确定, 铜精矿的 TC/RC 分别为每吨 47.2 美元和每磅 4.72 美分, 比 2007 年度下降了 21%。这意味着已经在成本线边缘徘徊的中国铜冶炼厂商的日子将更加难过, 多方预测, 明年铜精矿供应情况依然不乐观, 铜冶炼商将遭受原料短缺、加工费用降低的双重压力。目前, 我国在建、拟建铜冶炼项目达 18 个, 建设总产能约 205 万吨, 是 2004 年全国产能的 1.3 倍, 2007 年底我国将形成近 370 万吨的新冶炼能力。我国铜矿石进口依存度仅次于铁矿石, 2/3 铜精矿依赖进口, 国内对国际铜矿需求的持续高涨, 势必拉高铜矿的进口价格。不过铜精矿冶炼加工费降低也将会令国内冶炼加工兴趣减淡, 给产量的持续高速增长蒙上阴影。

08 年的铜精矿年度加工费基本确定, TC/RC 分别为每吨 47.2 美元和每磅 4.72 美分。

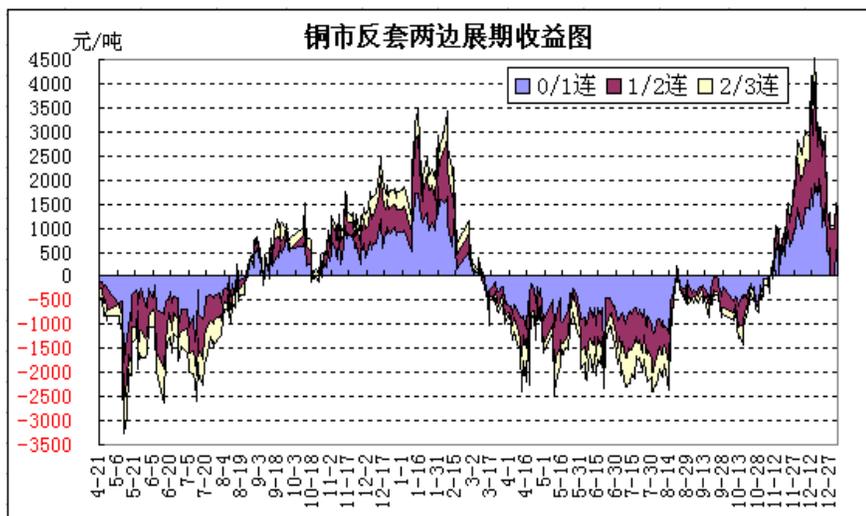
## 五、基差结构分析

两市的基差结构对套利持仓也有着相当重要的影响, 它决定着当两市对应月份比值保持不变时, 套利持仓所面临的损失或收益。综合两个市场来看, 当伦铜近月升水而国内贴水时将会使反套(买沪铜抛伦铜)持仓遭受一定的持仓损失, 而正套持仓(买伦铜抛沪铜)获得一定持仓收益, 反之当伦铜贴水而国内升水时将会使反套获得持仓收益而正套遭受损失。

当前伦敦铜由于近来库存的持续增长, 现货对三个月基差已经由先前的升水转变为贴水结构; 而国内现货对期货价差由前期的贴水变为升水, 并且导致近月合约相对远月合约亦呈现升水, 这使得买沪铜抛伦铜的反套操作有利, 若双边价差结构维持, 即使三个月期对应月份的比值保持不变, 反套持仓一段时间亦能获得一定的持仓收益。并且国内现货对期货呈现升水, 反映了铜价格在回落之后, 国内的需求仍很旺盛。不过如下图所示, 近来双边基差对反套有利的格局有所缓和。

当前双边基差结构对反套有利, 但近期反套持仓收益在逐渐减少。

当前双边基差结构使反套会获得一定的持仓收益, 但有减少迹象

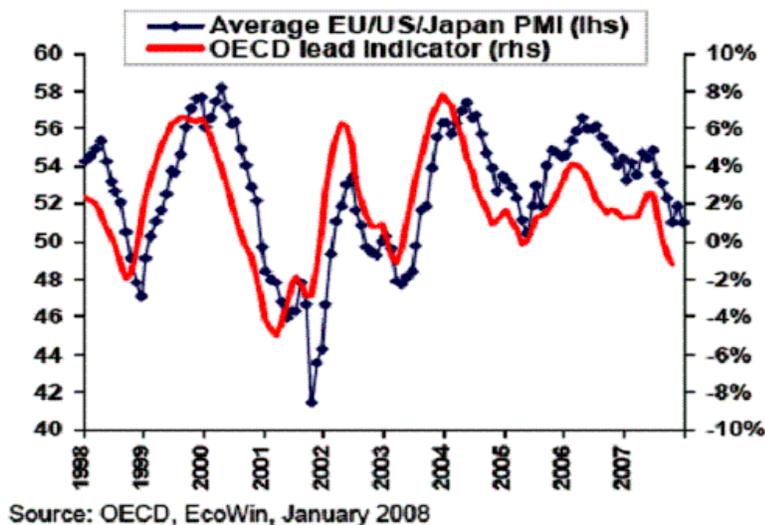


## 六、宏观经济前景展望, 中国继续推动全球增长

近几年来虽然世界经济整体呈现恢复性增长, 但增长速度呈现周期性波动, 在 2006 年晚期经济增长速度再次达到峰值, 今年以来, 美国等西方发达国家经济虽呈现温和增长, 但总体来看增速放缓。在世界经济整体增长中, 中国经济步入高速发展期, 经济的高速发展为推动世界经济成长做出了很大的贡献, 很大程度的抵消了其它地区的经济减速或衰退。

最新公布的经济先行指标采购经理人和 OECD 综合领先指标双双下滑, 显示西方世界经济存在下滑的风险。12 月美国、欧洲和日本的平均采购经理人指数 (PMI) 小幅下降。从总体水平上看, 美国 PMI 的大幅下降被日本 PMI 的上升和欧洲 PMI 的持平抵消。数据继续显示未来六个月主要发展中国家的制造业产出将小幅增长, 不过近期美国 PMI 的减弱有些令人担忧。欧元区、美国和日本的平均 PMI 在 12 月下降至 51.0, 11 月从 10 月的 51.0 上升至 51.9。平均 PMI 保持在 50 以上表示这些国家的制造业部门可能在未来六个月增长, 但增幅会较小。美国、欧元区和日本制造业前景的分化, 美国制造业部门可能在未来六个月进入衰退, 而期间欧洲和日本的制造业可能小幅扩张。

新公布的采购经理人指标和 OECD 领先指标双双下滑



对于中国, 经济继续呈现高速稳健的发展。虽然经济合作与发展组织公布的中国 OECD 领先指标六个月变化速度从 3 月份的 19.8% 下降至 8 月份的 15.3%, 显示中国工业增长在接下来的几个月里会有一些减速。尽管如此, 中国工业生产 15.3% 的增长仍是极其强劲的。中国国家统计局公布的数据亦显示, 前三季度全国 GDP 达 166043 亿元, 同比增长 11.5%。其中, 一至三季度分别增长 11.1%、11.9%、11.5%, 经济保持平稳高速发展。

美国等西方发达国家经济增长放缓, 中国经济步入高速发展期。

中国 07 年前三季度全国 GDP 同比增长 11.5%

中国 IP 增长及 OECD 领先指标



Source: OECD, October 2007

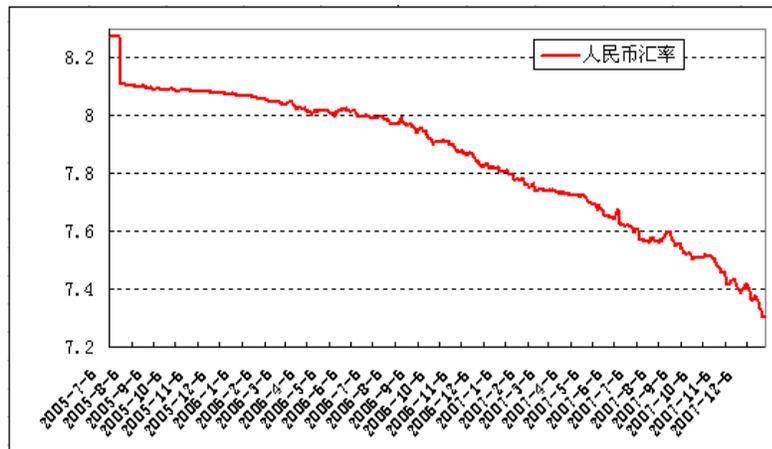
整体而言, 未来六个月基本金属需求的增长在很大程度上仍将取决于中国。铜是工业生产的重要原材料, 经济的发展对铜需求产生重大的影响, 从国内外经济形势的发展来看, 国内铜需求将相对较为强劲, 带动世界铜需求的增长。

### 七、人民币持续升值, 促使国内外铜价比值下移

自 05 年中国汇改以来, 人民币相对于美元等货币持续升值。目前国内精铜供应还存在较大缺口, 因此, 从进出口来看, 随着人民币的持续升值, 以美元计价的精铜进口成本相对降低, 因而给国内铜价带来压力。根据目前中国的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铜价造成压力。长期来看, 由于人民币的升值过程会有一个长期持续的过程, 人民币的升值将增加国内外铜价的比值中心逐渐下移的压力, 这对于长期持有的正套头寸将会表现出较为有利的影响。

人民币相对于美元等货币持续升值, 增加国内外铜价比值逐渐下移的压力。

人民币相对美元汇率走势图



综合来看, 相对前几年单边上涨的牛市行情, 07 年铜价整体处于高位震荡走势, 目前说铜价牛市即将结束或许言之尚早, 不过预期后期价格的变化将变得更加复杂, 期货单边投资的风险将加大。07 年是铜市跨市套利的丰硕果, 在震荡的行情中套利机会频繁呈现, 展望未来, 随着国内外铜市成交、持仓逐渐放大, 人们对铜商品投资逐渐回暖, 铜市套利将继续受到稳健型投资者的追捧。由于国内外铜市供需结构仍没有发生大的变化, 中国铜市供应仍很大程度的依赖于进口, 沪伦两市的铜价比值将会主要在进口盈利比值的位置上下波动运行, 人民币的升值影响可能将继续令比值中心有所下移, 投资者可继续关注该市场动态, 把握投资机会。

中国铜供应仍很大程度的依赖于进口, 沪伦两市铜价比值仍将主要围绕进口盈利比值位置波动。

嘉益公司研发部 杨东升