



北京中期期货经纪有限公司

BEIJING CIFCO FUTURES CO., LTD.

投资年报(铜)

部门：研发部

撰写：蔡晋荣

日期：2006年12月21日

星期四

峰回路转，铜价有望区间运行

——2006年铜市场回顾与2007年展望

蔡晋荣

北京中期研发部 分析师

目 录

第一部分 2006年期铜走势回顾

第二部分 全球经济回顾与展望

- 一、美国经济增速将相对放缓
- 二、欧元区经济保持强劲增长势头
- 三、日本经济增速放缓，但仍处健康成长
- 四、中国经济在全球经济体中的地位举足轻重

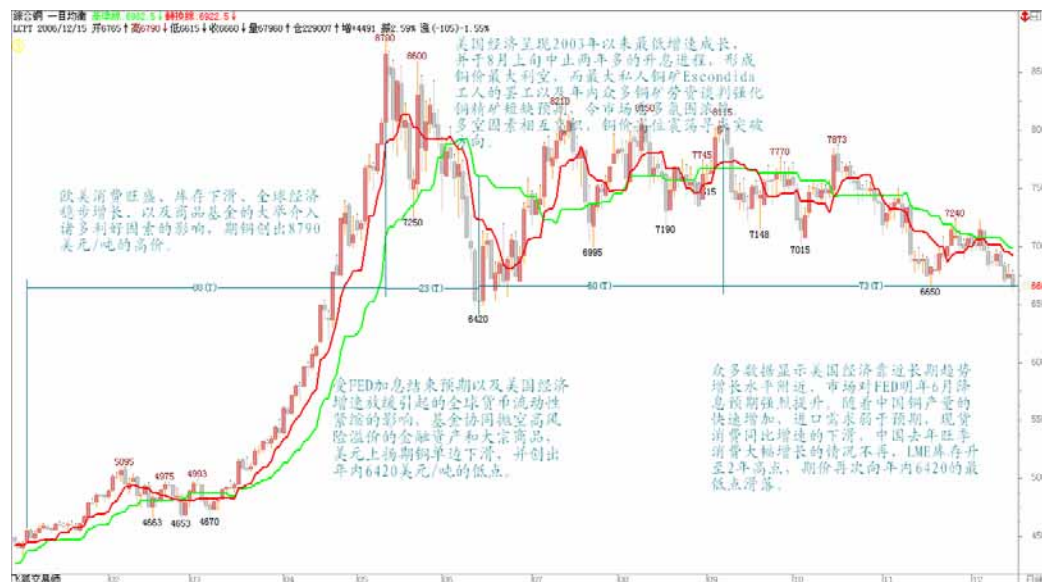
第三部分 影响期铜走势的各因素分析

- 一、全球经济增速相对放缓对铜价形成压力
- 二、国际精铜供需转向供给适度过剩
 1. 精铜供给走向过剩
 2. 新建产能扩大将增加明年精铜供给
- 三、中国需求增速料趋向适度偏弱，铜价仍将抬高历史运行空间
 1. 明年电力行业用铜需求增加量料同比降低
 2. 进口需求料回升并支撑铜价抬高运行空间
- 四、铜精矿供给紧张，废铜市场需求料继续旺盛
- 五、持仓分析

第四部分、技术分析与操作策略

第一部分、2006年期铜走势回顾

2006年铜价呈冲高回落走势，总体看可以划分为以下四个阶段。



第一阶段，1月份至5月12日历史高点止，期铜呈单边上扬走势。1月至2月中旬期间受欧美消费旺盛以及智利Codelco工人罢工因素影响，期铜现货价格的高扬拉动期价惯性上扬；2月中旬至3月上旬期间，铜价呈现高位震荡调整，这一期间国务院曾宣布将精炼铜及铜合金的出口暂定税率由5%调至10%，铜材的出口暂定税率由0%调至10%。这一政策的直接影响是将增加国内铜及铜加工产品的成本，抑制国内铜的消费，并增加国内铜的供给，从而给市场带来短期调整影响；3月中旬至5月12日，铜价稳步攀升并持续创新高。这一阶段受到库存下滑、全球经济稳步增长、以及商品基金的大举介入诸多利好因素的影响，期铜创出8790美元/吨的高价。

第二阶段，5月中旬至6月14日止，期铜呈震荡单边下滑走势，并创出年内6420美元/吨的低点。这一阶段主要受到FED加息结束预期以及美国经济增速放缓引起的全球货币流动性紧缩的影响，基金协同抛空高风险溢价的金融资产和大宗商品，转而追求低风险硬通货的美元，美指上扬铜价从而遭遇打压。

第三阶段，6月中旬至9月7日止，铜价呈现高位震荡走势。第三季度美国经济因房地产市场的大幅下滑出现2003年以来最低1.6%增速成长，并在8月上旬中止两年多的升息进程，欧盟经济开始意外走强，ECB出现自去年12月以来的第四次升息，日本则出现六年来首次升息，经济增长步伐稳健。尽管如此，OECD领先指标开始出现连续下滑。这一阶段最大私人铜矿Escondida工人的罢工令市场再次产生铜精矿短缺的预期，而年内众多铜矿劳资谈判强化了这一预期，令市场普遍对后期铜价看高一线。这也使得铜价在高位盘整近三个月寻求突破方向。

第四阶段，从9月8日开始，期铜出现震荡下滑通道走势。随着房地产逐级下滑的数据公

布,采购经理人指数也首次下滑至50以下,耐用品订单更是出现六年的最大幅下滑,美国经济减速预期大幅增加,FED也连续在10月、12月维持利率不变,核心通胀率11月份环比持平,年内同比增幅也小于预期,利率期货显示明年6月份FED降息的概率达100%。这一阶段欧盟经济继续强劲增长,日本经济增长不如前两个季度,IMF由此警告全球经济有可能转变的风险,美元资产也遭到抛售。这一阶段欧洲旺盛铜消费导致的现货升水高企、智利主要铜矿产出增幅不如预期、对中国铜消费旺季来临的预期、以及LME年会众多机构对后市铜价的高预期令铜价在10月中上旬出现一波较强劲的升势。但随着中国铜产量的快速增加,进口需求弱于预期,现货消费同比增速的下滑,中国去年旺季消费大幅增长的情况不再,铜价开始逐级阴跌,而伴随这一过程中LME亚洲库存、欧洲库存相继大幅增加,总库存升至两年高点,现货对三个月期货也开始持续出现几年来的贴水格局,期价再次向年内6420的最低点滑落。

第二部分、全球经济回顾与展望

根据世行报告,自2003年以来经济全球化浪潮体现三个特色:第一,发展中国家在国际经济体系中的权重越来越大,尤其是中国、印度、巴西成为全球新的主要贸易国;第二,全球产业链的延伸导致全球贸易日趋活跃;第三,随着科学技术的快速扩散,信息传递和货物贸易的成本降低,国际投资日趋活跃。另据IMF预计,2006年世界GDP增长率将达到5.1%,而2005年世界经济增长率为4.8%。全球经济增长将是连续4年超过4%。分区域来看,亚洲中国、印度增长最快,连续4年经济增长在8%以上。IMF预计亚洲在2006年增幅在8.6%,比2005年增长稍有放缓。2007年世界整体的产出增长率将回落至4.9%。这主要是受美国经济放缓的影响。但是考虑到发展中国家、欧盟和日本经济的比较显著的增长情况,我们预计世界经济在2007年将继续保持比较强劲的增长。世界银行认为,经济成长已到达拐点,但今年发展中国家经济成长仍强劲,经济成长率可望达7%,比发达国家快一倍,明后两年料放缓至6.4%和6.1%。今年发达国家经济料成长3.1%,明年成长率料降至2.4%,后年回升至2.8%。世行警告称美国房屋市场降温恐将导致经济放缓幅度大于预期,甚或陷入衰退,这将对发展中国家造成巨大冲击。经济成长的大幅放缓可能导致初级商品的价格走软。

一、美国经济增速将相对放缓

美国经济2006年继续保持强劲的增长势头,在工业加快增长、个人消费支出快速增加、生产设备利用率继续提高、商业活动持续活跃等因素的推动下,一季度增长率达到5.6%。二季度,由于私人消费增长在高利率、房地产市场降温、油价高企和工作收入不景气的背景下开始走弱,企业对固定资产的投资也出乎意料地疲软,美国经济增长回落到2.6%。三季度这一趋势继续延续,经济增长达到近几年罕见的1.6%水准,后上修至2.2%水平。FED开始停止加息。第四季度,核心CPI上升力度趋弱,FED维持利率不变,耐用品订单、采购

经理人指数继续下滑，房地产市场继续趋弱，但资本流入、居民消费和非农就业表现相对良好，美国经济处于长期增长趋势水平 3% 附近。纵观 2007 年，随着美国房地产市场的疲软，消费和住宅投资增长将进一步走弱，经济增长将有所放慢，但是美国房地产降温对消费及增长的负面作用要小于市场的估计，通胀压力减缓、零售销售温和下降以及非农就业平缓增长，显示美国经济步入衰退的可能性不大。预计明年美国经济仍可达到 3.1% 的较快增速。

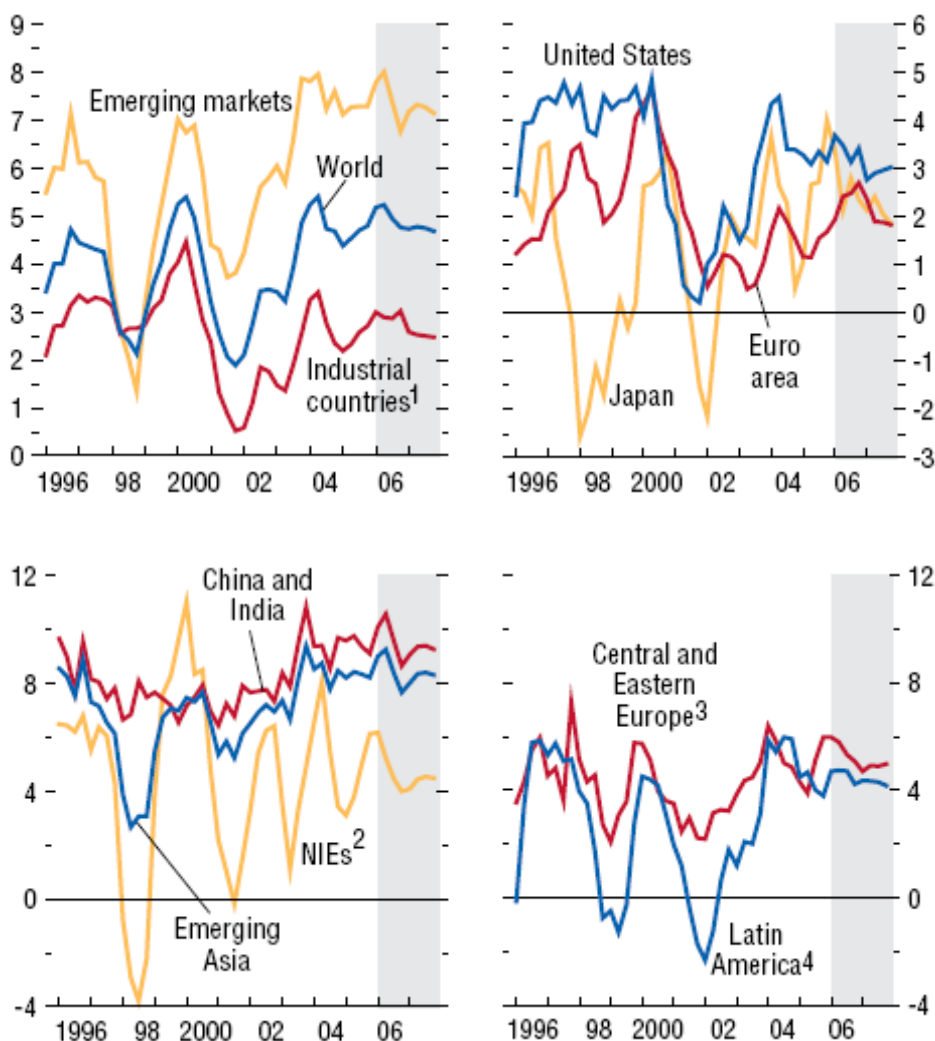
二、欧元区经济保持强劲增长势头

2006 年年初开始，欧元区经济复苏的势头得到增强，投资增长异常强劲，德国、法国和西班牙表现得尤为突出，再加上不断涌现的就业机会和稳定的房地产市场支撑了私人消费支出的增长，使得欧元区经济增速逐季加快，前三季度经济增长分别达到 2.1%、2.6% 和 2.7%，其中二季度经济增速为 2000 年以来欧元区单季新高。预计 2006 年欧元区经济增长将达到 2.7%。11 月欧元区企业景气指数达到纪录高点，显示 2006 年第四季工业生产将表现强劲，再看欧洲经济的火车头德国，12 月 IFO 企业景气指数料持稳于 15 年高位，因企业对于该国经济能够承受明年增值税上调影响的乐观情绪与日俱增，国际货币基金组织提高了德国今明两年经济成长率预期，分别调升至 2.5% 和 1.5%。德国强劲的经济增长有助于欧盟经济的稳定增长。2007 年，欧元区经济继续保持上升的态势。但是，在全球巨大不平衡的背景下，欧元急剧升值将导致欧元区出口减少；居高不下的能源价格将减少欧元区居民的可支配收入，进而减缓个人消费需求的增长。这两个不利因素将使 2007 年欧元区经济增长放慢至 2.2%，后年经济回升至 2.4%。

三、日本经济增速放缓，但仍处健康成长

日本经济已经基本上摆脱了通货紧缩，开始恢复正常。前三季度经济增长分别达到 0.8%、0.3% 和 0.2%。7 月 14 日，日本央行将隔夜利率上调至 0.25%，意味着执行了长达 7 年之久的、作为日本经济复苏主要手段的零利率政策宣告结束，这被视为日本经济正在向正常水平恢复。日本《经济学人》认为，日本经济在短期的库存循环、中期的设备投资循环、长期的建设投资循环，以及利息反映的超长期“物价波”等 4 个经济循环中都处在上升期，是时隔 60 年的“黄金循环”期。据日本内阁府统计，到今年 11 月，日本经济复苏已持续 58 个月，超过上世纪 60 年代最长的 57 个月增长期。日本的改革成果已经显现。泡沫后遗症基本克服，呆账痼疾最终解决，房地产市场活力再现，通缩基本结束，商业活动增强，股市再次活跃；企业投资与居民消费强劲，自律性复苏势头趋强；同时亚洲经济向好的外部环境，尤其是中国经济强劲增长，拉动日本出口快速增长，IMF 认为，通缩结束后的日本经济正处在强劲的复苏轨道上，明年人口老龄化、巩固改革成果等问题将使经济增幅降到 2.1% 水平。

图一、2006 年世界经济维持强劲增长，2007 年温和下滑



资料来源：IMF

表一、世界银行对全球经济的预测

	2006E	2007E	2008E
发达国家	3.10%	2.40%	2.80%
美国	3.10%	2.40%	2.70%
欧盟	2.70%	2.20%	2.30%
日本	2.80%	2.20%	1.80%
发展中国家	7%	6.40%	6.10%
中国	10.30%	10%	10%

资料来源：世界银行

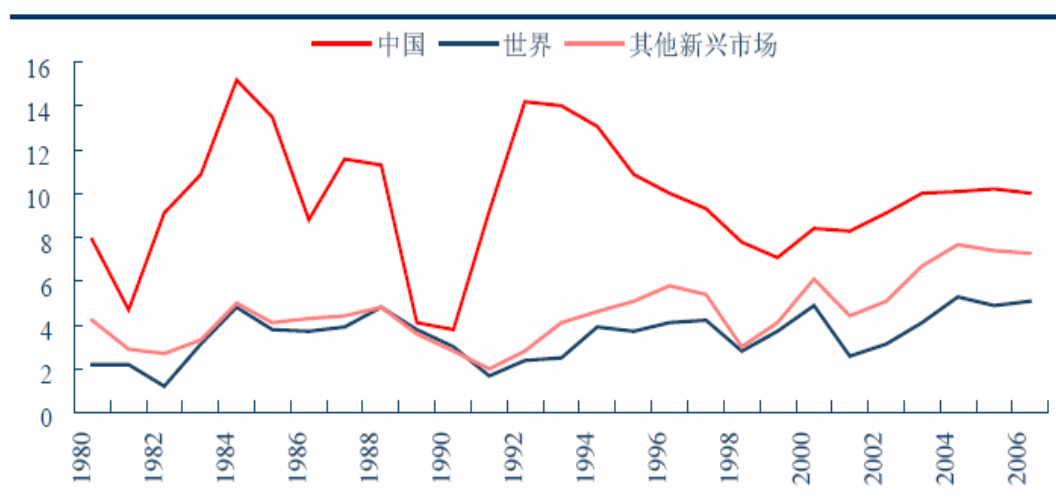
四、中国经济在全球经济体中的地位举足轻重

美国经济占全球经济地位相对下降，亚洲经济地位迅速提升，中国经济增长水平至关重要。在过去的五年里，美国的进口规模占全球进口的比例从 21% 下降到了 16%，美国进口

占亚洲出口的比重从 20% 上升至 25%。美国进口占日本出口的比重从 1980 年代的 40% 下降至目前的 23%。中国出口至欧盟的数量已经大致相当对美国的出口量，出口至美国的增速更快。

中国经济与世界经济的联系不断加强。1980-1996 年，中国经济增长与世界经济增长的相关性不到 0.3。最近十年，尤其是加入 WTO 之后，与国际经济的联系达到十分密切的程度。2000-2006 年，中国经济增长与世界发达经济体和新兴市场经济体经济增长的相关系数高达 0.89 和 0.65。经济增长的走势同步性越来越强。

图二、中国经济与世界经济增长趋于同步

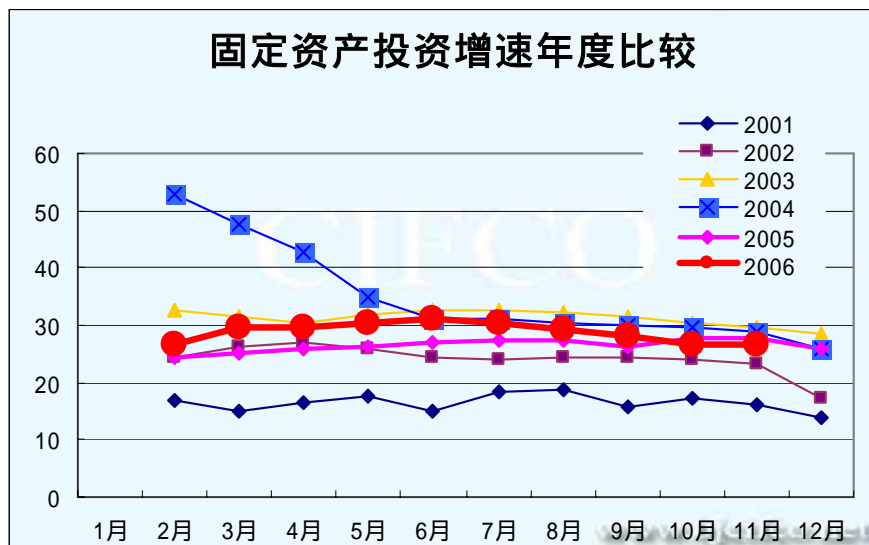


资料来源：IMF

IMF 预计今年全国 GDP 增长将达 10.3%，中国人民银行也预计今年增长将超过 10%，这将是自 2003 年以来中国连续四年呈两位数增长。国家信息中心预测明年 GDP 增幅约 9.5-10%，CPI 增幅约 1.5%。增速放缓的原因是明年世界经济增速料将放缓，中国的出口增速也会放慢，以及中国政府在节能降耗方面可能会加大力度，以淘汰高耗能和高污染企业，从而使得投资增速会有所降低。但是由于 1700 亿的贸易顺差，地方政府较强的投资冲动以及资金流动性过剩问题，明年投资反弹的可能性远远大于投资回落的可能性。

具体看，明年固定资产投资增速将继续高企。从固定资产投资的行业构成数据看：制造能力正在快速释放的行业，其投资增长率相当低；上游采掘业、房地产业和消费品行业由于其高盈利状况使得其投资增长率也相当高；产能过剩行业，过剩产能则为国外需求的增长吸收。产业链看，重工业在投资增速占比中快速上升，利润越来越多的集中在上游行业，由于重工业的资源密集型和资本密集型的特点，中国固定资产投资波动的中轴出现了系统性的抬升；从盈利分布等数据看，这一结构性变化还远没有结束。这也说明我国重工业发展处于加速增长阶段。预计明年城镇固定资产投资增速仍有望维持 25% 以上。

图三、固定资产投资增速比较



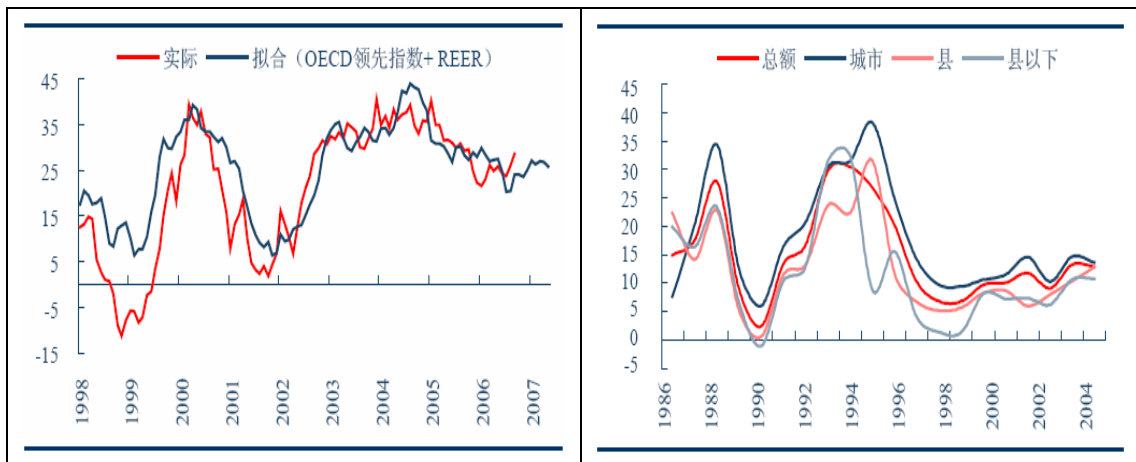
资料来源：国家统计局

2007 年的顺差规模可能会继续扩大，但其增长率将相对放缓。造成 2006 年贸易顺差继续扩大的主要原因有：一主要贸易伙伴的制造业增长从需求方面拉动了顺差；二是中国急速释放的制造能力(比如钢铁、电解铝、水泥、玻璃等行业)从供给方面扩大了顺差。贸易顺差的扩大显示国内储蓄超过了国内投资，必须通过管理总需求以维持经济平衡。贸易顺差扩大显示储蓄越来越大于投资，因此经济中的利率水平就会下降。由于资产价格对利率水平很敏感，所以利率的下降促使长期债券、股票、房地产和大宗商品等的资产重估。由于经济的自我稳定作用，资产价格的重估起到扩大需求和减少贸易顺差的作用，即通过降低筹融资成本扩大投资、通过财富效应扩大消费、通过劳动力和土地价格上升减少出口。

由于收入增长和消费结构升级，居民消费增长有望继续保持上升势头，预计 2007 年社会消费品零售总额增长 14-16%。

图四、中国出口增速及预测

图五、中国消费趋于增长



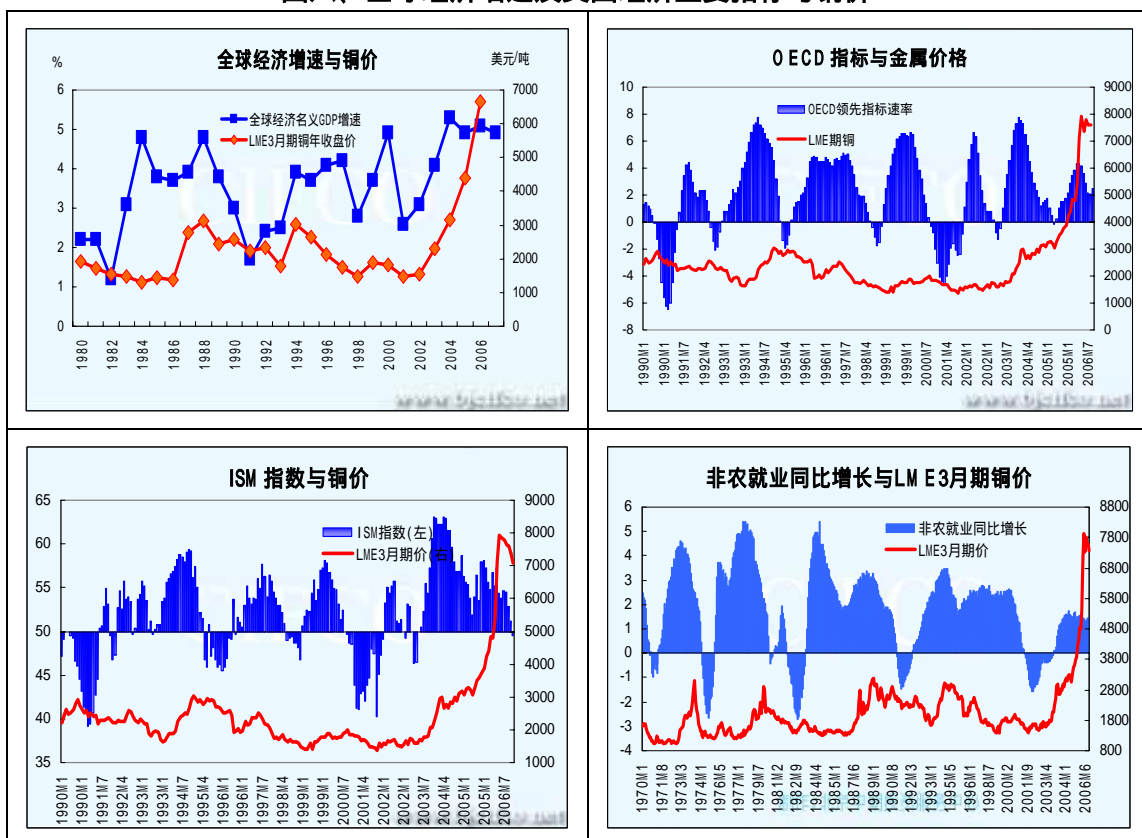
资料来源：中信证券

第三部分、影响期铜走势的各因素分析

一、全球经济增速相对放缓对铜价形成压力

历史上看，期铜价格与全球增速有较强的正相关关系，同时与 OECD 领先指标，美国工业产值增速、ISM 指数也有着重要的相关关系，随着中国加入 WTO，其经济总量及在全球经济中的地位也越来越重要。明年世界经济的两大发动机美国和中国经济的相对放缓，铜价预计将受到压力。

图六、全球经济增速及美国经济主要指标与铜价



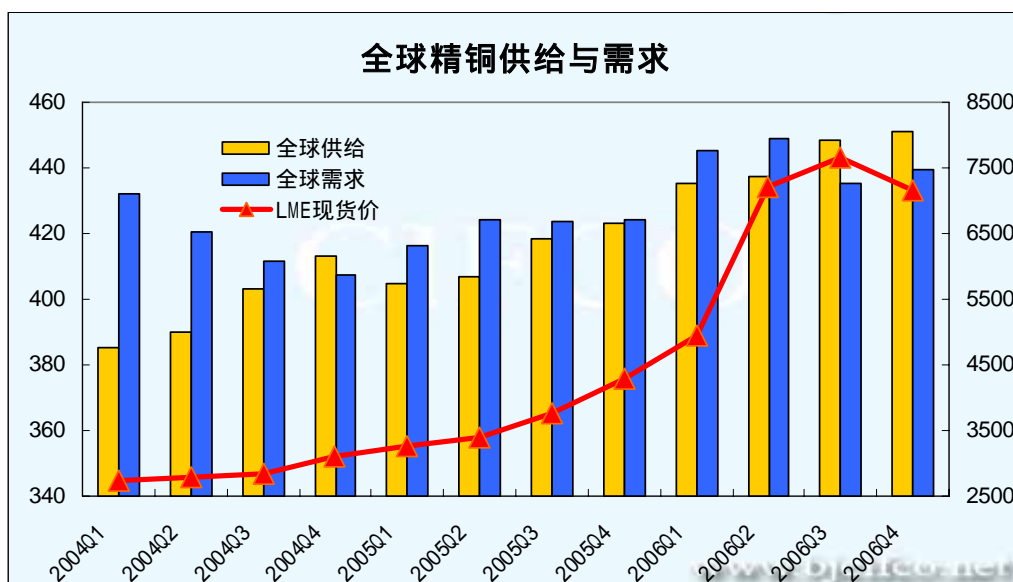
资料来源：IMF、NBER

二、国际精铜供需转向供给适度过剩

1. 精铜供给走向过剩

国际铜业研究小组（ICSG）在最新的月度报告中称，今年 1-9 月全球精炼铜产量超过消费量 8.1 万吨，去年同期为缺口 31.9 万吨。1-9 月全球精炼铜产量达到 1288.8 万吨，消费量总计为 1280.7 万吨。分地区来看，欧洲是唯一的前 9 个月消费量超过去年同期的地区，消费量同比增长 11.6%；亚洲地区的使用量减少 1%，其中日本增长 5.9%，印度增加 4.9%，抵消了中国使用减少 6.4%；美国地区的消费减少 1.3%。产量方面，非洲地区矿山 1-9 月产量同比增长 15%，北美地区产量受墨西哥罢工影响减少 3.5%，南美地区增加 1.2%，亚洲矿业产量减少 4.6%，因印尼出现生产问题。全球矿山产能平均利用率由去年同期的 87.9% 下滑至 85.6%。可以看出，主要产铜地区南美的产量虽然增幅不大，但是由于世界消费大国中国、美国的消费量出现减少，而其中中国的供需矛盾今年得到比较大的缓解，这可从今年的产量大增、进口量大减看出，因此全球供给转向过剩。世界金属统计局认为，今年 1-10 月份供给过剩 30.6 万吨，CRU 认为今年供需平衡大致在 3.6 万吨（现货价大致在 6743 美元/吨）。LME 交易所库存也大幅增加，截止 12 月 20 日库存达到 17.7 万吨，为 2004 年 4 月来的高点。

图七、全球精铜供需变化与 LME 铜价



资料来源：CRU

2. 新建产能扩大将增加明年精铜供给。 住友金属矿物公司下属 Toyo 铜工厂的扩张工程完成，该厂的精炼及冶炼产能将提高 12% 至每年 41 万吨。公司预期到 3 月止当前财政年度结束之时将达到全部产能。其预期在当前财年（10 月 - 3 月）的下半年铜产量同比增长约 4.5% 至 18.77 万吨，较上半年增长 1.8%；PD 秘鲁 Cerro Verde 铜矿今年 10 月完成，扩产

公司计划,2007 年新增铜精矿 10 万吨金属量 ;巴西 Yamana Gold 公司新投产 Chapada 铜矿 , 年产铜精矿 6 万吨金属量 ;第一量子公司再刚果投资的 Frontier 铜矿 , 年产铜精矿 9 万吨金属量 ;Equinox 公司在赞比亚的 Lumwana 铜矿 , 年产铜精矿 18 万吨金属量 ;金田公司在秘 鲁的 Cerro Corina 铜矿 , 年产铜精矿 3 万吨金属量 ;La Candelaria 可能增加 27 万吨的铜精 矿 ,而且近 26 万吨的湿法冶炼新产能也将投产 ;Escondida 也在扩张湿法冶炼的阴极铜产能。 总体看明年产量增长至少在 30 万吨以上。麦格里认为明年精铜供给将过剩 23 万吨,麦格里 银行认为供给过剩 24.1 万吨。总体看,由于中国消费的绝对高位和相对放缓,明年精铜过 剩将产生适度过剩。

表二、国际机构对铜价的预测

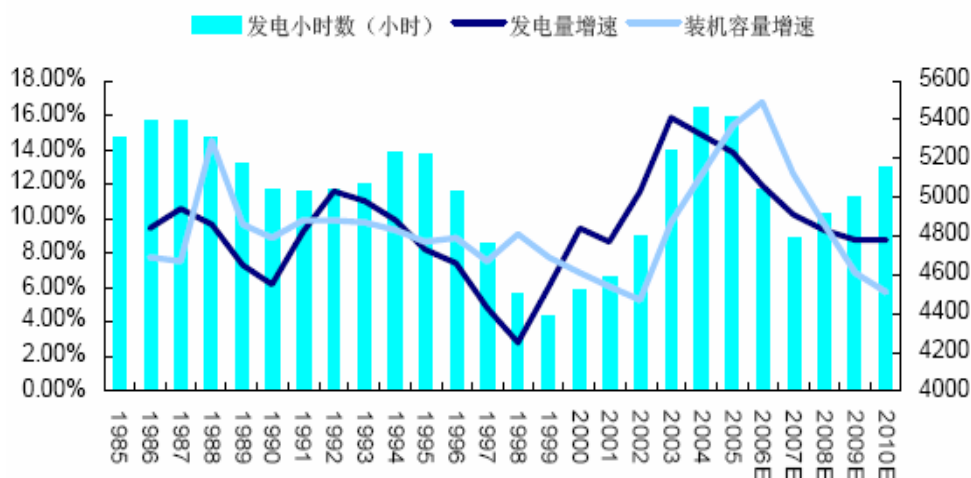
机构	瑞银	JP 摩根	美林	麦格里	巴克莱	高盛
2007	9000	5700(38)	5291	6190(24.1)	9000	5875(23)
2008			3638			6125(8)

资料来源：北京中期整理

三、中国需求增速料趋向适度偏弱，铜价仍将抬高历史运行空间

1.明年电力行业用铜需求增加量料同比降低。2005 年电力设备产量达 9640.23 万千瓦， 据有色金属工业协会统计 2005 年我国精铜消费达 368 万吨，按照 58%比例用铜粗略测算， 电力行业用铜需求量将在 200 万吨以上。截止今年 11 月，我国电力设备产量在 10923.21 万 千瓦，同比增长近 30%，用铜需求预计在 250 万吨，从下图可以看出装机容量增速处于历 史高位。而从明年开始装机容量增速将开始出现下滑，尤以明年的增速下降最快，发电小时 数大幅滑落，可能出现景气低点，粗步测算将产生 4-5%个百分点的增速下滑，对应 15 万吨 的用铜需求增加量减少。

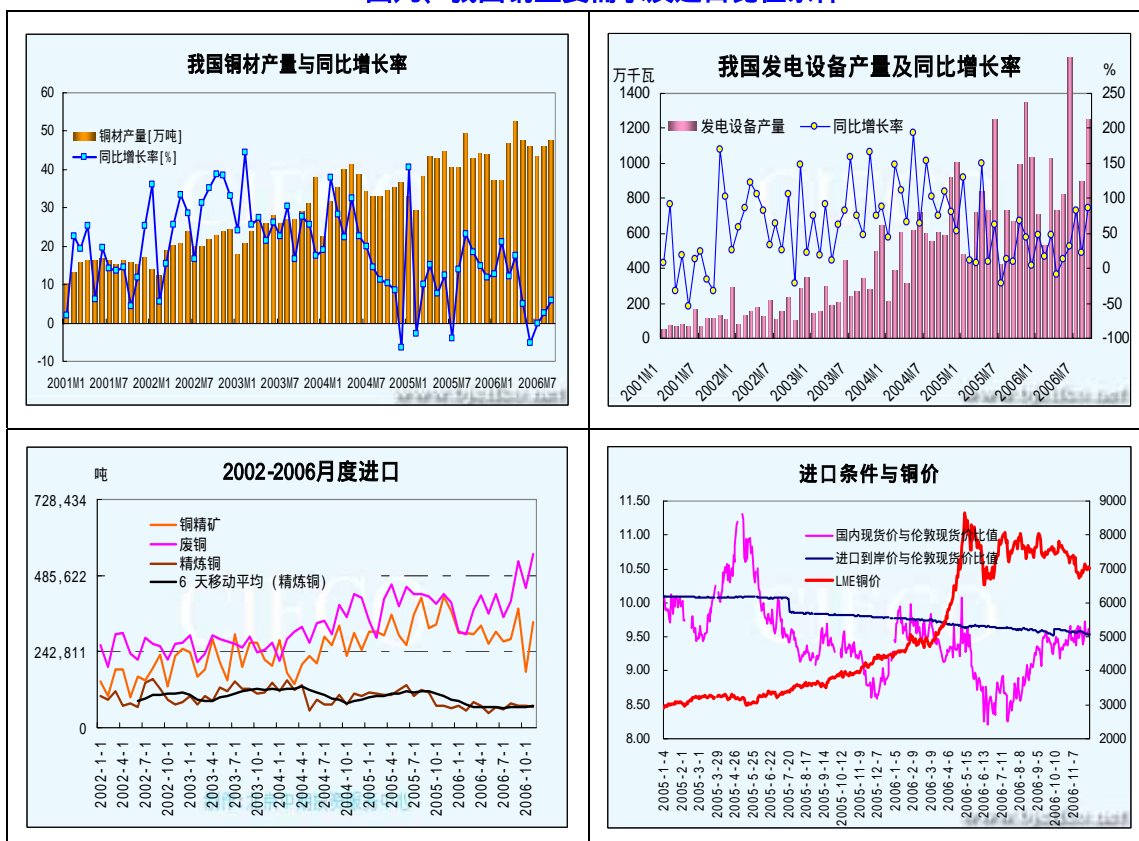
发电小时变化数及相关预测



资料来源：国家统计局、申银万国证券

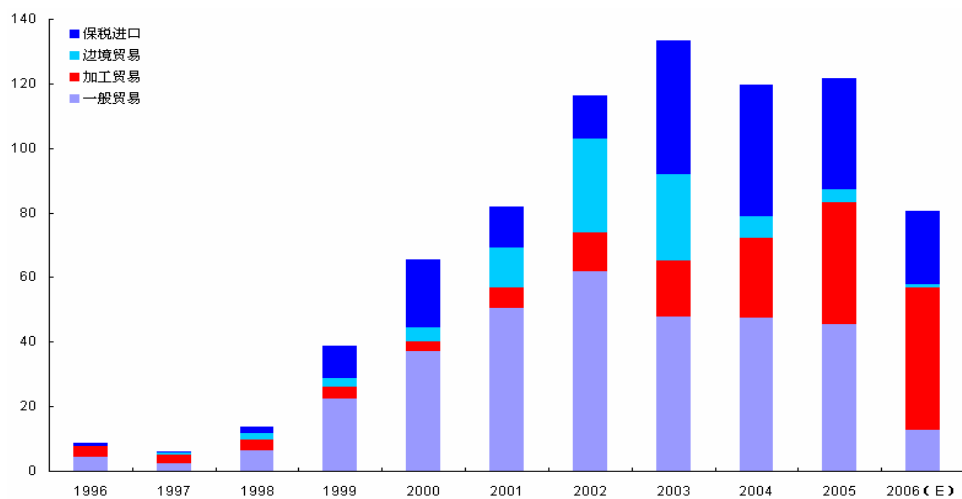
2.进口需求料回升，中国巨大的消费量及长期的供需缺口支撑铜价抬高运行空间。今年1-10月份，中国精炼铜表观消费减少5.19%，进口减少至66万吨，如果包含国储抛铜因素（至少20万吨），实质消费将增长2%左右。1-10月份，中国铜精矿进口需求下降9.8%至292万吨，废铜进口需求下降2%至392万吨，精铜产量增长21%达246万吨，铜精矿产量增长17.2%达60万吨。今年进口需求及表观需求的下降主要缘于国内产量的大幅增长、国储抛铜因素、消费替代因素以及企业销库的影响。1-11月份铜材产量同比增长6.2%至506.97万吨，去年同期增速10%，虽增速放缓但绝对数量较大，预计今年铜材产量达520万吨，明年产量将达550万吨。出口53.7万吨，同比增加22%。考虑到明年国储抛铜因素消除，这部分需求将转向进口，随着比值条件好转，接两月进口已有改善。从下图可以看出，我国今年进口减少主要是一般贸易因进口条件恶劣而减少，而加工贸易却大幅增加，预计2006年进口量在80万吨左右，加工贸易进口将超过40万吨。预计明年进口需求将有所回升。中国巨大的消费量及消费缺口将支撑铜价抬高历史运行空间。

图九、我国铜主要需求及进口比值条件



资料来源：国家统计局、北京中期

图十：中国精铜各种贸易方式下的进口

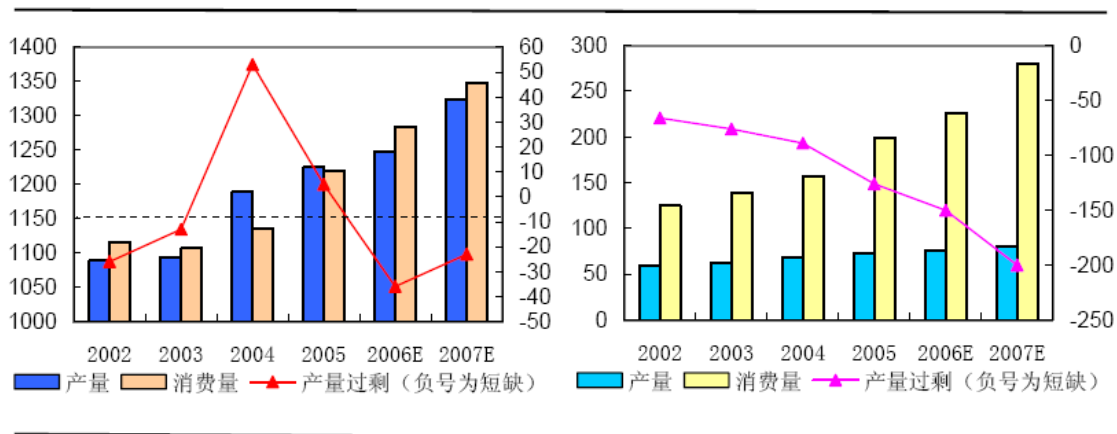


资料来源：国家海关总署

四、铜精矿供给紧张，废铜市场需求料继续旺盛

接近年底的现货市场，矿工向中国港口交货的铜精矿加工精炼费报价为 55-66 美元/吨和 5.5-6.6 美分/磅，没有价格分享条款，而 5 月初报价曾达到 200 美元/吨和 20 美分/磅的顶点。12 月中旬，中国主要铜冶炼厂商已经接受的 2007 年铜精矿加工费约为 2006 年度合同水平的三分之一，加工精炼费 (TC/RCs) 分别为每吨 60 美元和和每磅 6 美分，并且合同中还取消了价格参与条款，2006 年合同中，铜精矿的加工精炼费分别为每吨 90 美元和每磅 9 美分，且还有价格参与条款。这显示明年铜精矿的紧张程度以及明年中国铜产量潜在的下滑预期。海关数据显示，今年 1-11 月份铜精矿进口 325 万吨，同比下降 11.12%，其中 10 月份进口锐减至 17.8 万吨，为近三年的低水平，较去年同比减少 46%，环比减少 53%，11 月份出现较大幅回升，为今年次大进口量。由于铜精矿进口量的大幅减少，废铜及精铜进口的增加可能在明年会得到体现，10、11 月废铜进口就呈快速增长态势，11 月进口量达 55.44 万吨，较 10 月份增长 11 万吨，为历史最高水平，1-11 月份废铜进口总量达 447.5 万吨，同比增加 1.24%。精矿供应吃紧可能会限制中国 2007 年铜生产水平，虽然中国冶炼产能提升。因面临较低的冶炼费用，中国冶炼厂正准备关闭其部分冶炼设施来减少铜精矿消费量。冶炼厂将利用粗铜、冶炼原料和废金属作为冶炼原料来维持精炼铜产量。

图十一、全球铜精矿供需(左)与中国铜精矿供需(右)



资料来源：ICSG

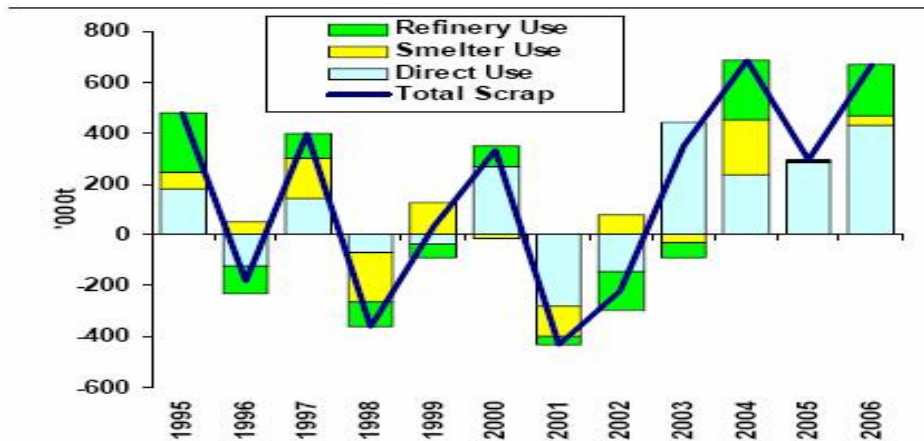
以美国废铜市场为例，7、8月份，2号铜价格不及 Comex 铜价的 75%，年初时几乎相当于 Comex 价格的 90%。在铜价第四季度下滑过程中，2号铜价格上涨到 Comex 铜价的 88%，意味着废料市场再度变得紧张，废铜的直接使用量和精炼量较去年增加，而随着全球铜精矿的短缺，废铜市场需求料提升。

表三、中国冶炼厂扩产情况

公司	投产日期	扩建或在建产能	目前产能 (万吨/年)	预计总产能
金川集团	2006年11月	20	20	40
赤峰金峰铜业	2006年8月	3.5	2.3-2.5	阳极铜6
赤峰/云南铜业合作	2007年9月	10		
江西铜业	2007年	30	45	10万吨为年中 10万吨为年底
金隆铜业	2007年	14	21	35
云南铜业	2008年	15	30	
贵溪铜业	2007年	30		
飞尚铜业	2006年底	10 (一期6)		10
山东祥光铜业	不详	40 (一期20)		40

资料来源：安泰科

图十二、美国废铜需求



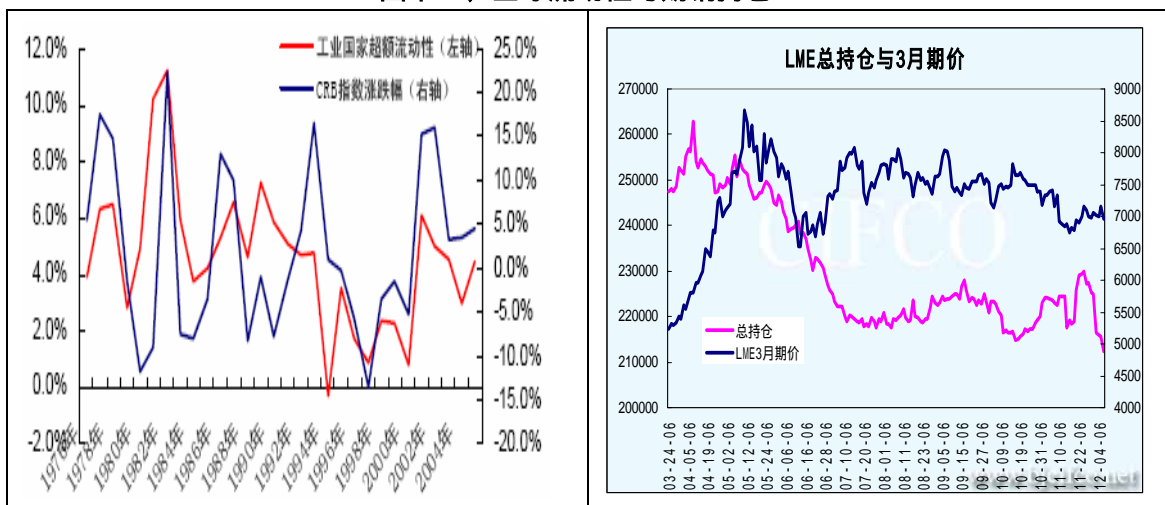
Source: Brook Hunt, Macquarie Research estimates, December 2006

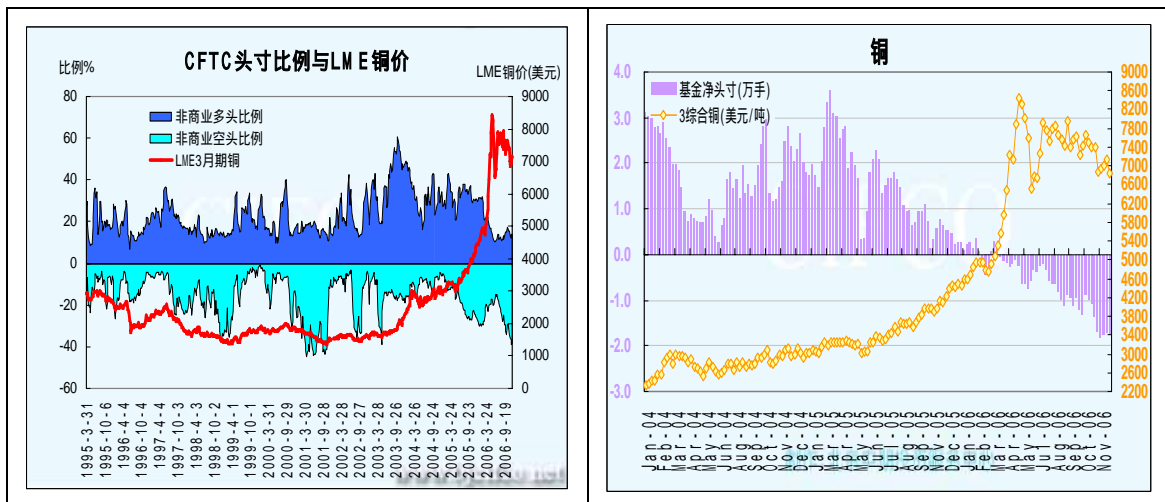
资料来源：麦格里银行

五、持仓分析

近年来全球货币供应量增长速度明显超过了实际 GDP 增长速度，产生了流动性过剩现象。流动性过剩通常通过两个途径被消化，即通货膨胀或资产价格上涨。而大宗商品兼具一般商品和金融产品双重特点，所以无论是流动性过剩带来通货膨胀还是资产价格上涨，都会对大宗商品价格产生明显的推动作用。美国巨额的双赤字和低储蓄率使其成为向全球输出大量外汇储备，造成全球流动性过剩的主要因素。下图显示，超额流动性与 CRB 商品价格指数呈现较强的正相关性。今年 3-5 月份，LME 总持仓伴随铜价的走强出现历史新高，后来在铜价创新高过程中，持仓反而减少，下半年持仓兴趣更是降低，5 月中旬开始 CFTC 基金投机头寸开始转向净空持仓，价格也随之滑落。但是，由于美国“双赤字”继续高企、欧元区以及日本金融机构信贷创造能力增强的背景下，全球超额流动性充裕的格局不会发生明显变化，包含大宗商品在内的全球资产价格仍将获得支撑。因此未来铜价仍将维持高位震荡运行。

图十三、全球流动性与期铜持仓





第四部分、结论与操作策略



我们认为，期铜明年将受全球经济放缓及铜精矿紧张、精铜供给增加等因素的影响呈区间震荡走势，上半年将可能在第一季度延续下降势头，第二季度将会震荡走强但高度有限，下半年第三季度将因季节性消费疲弱而走低，第四季度则受需求局部转旺而略有走强。预计明年主要运行空间在 5890-7340，次要运行空间在 5200-5890 区间。操作上建议顺势、区间操作为主，结合美元指数及黄金、原油金融商品走势进行具体点位的选择。