

宏观增长趋缓 期铜倾向基本面回归

——2006 年铜市场年报

肖静

首创期货研发部

010-84973088-3126

13810594886

2006 年 10 月 11 日

要点提示:

- 1、美国经济放缓趋势加剧，期铜市场弱市倾向显现；2007 年可能成为此轮世界经济增长向下的拐点；此波支撑工业品价格的宏观氛围已然减弱，将对金属需求造成压制；工业品与美元走势“分道扬镳”，预期美元贬值的提振作用将有所衰减；
- 2、预计 2007 年精炼铜供需平衡仍将处于温和的供求紧平衡状态；供给面上的潜在中断、铜精矿瓶颈作用的进一步恶化，将令产量增长受限；因此，在产量受限的前提下，低价位引发的消费回复料同样有限；
- 3、中国仍面临局部过热的紧缩调整；随着国内产能的扩张，自有精炼铜产量仍将以较高速度发展；消费方面，终端领域需求增长已经出现了放缓的倾向，废杂铜、替代品的利用将成为中长期压制精炼铜消费的因素；进口方面，出于补库需要以及期铜价格偏弱的预期，料中国进口将有所恢复，但回复的程度同样有限；
- 4、无论是交易所库存还是行业库存，必须承认其仍是处于历史低位的，因此并不排除库存因素仍将可能为阶段性的价格反弹提供基础。而当前“高库存，低升水”的格局已经打破，库存总存量在供求紧平衡的状态下，倾向于保持向上趋势。但鉴于铜精矿瓶颈可能对精炼铜产量形成的抑制，供需趋向紧平衡，因此库存整体水平料将以缓慢上行为主。
- 5、基金重点关注的全球经济、通胀形势、周边市场以及伦敦“低库存、高升水”的局面正在发生改变，而铜精矿瓶颈、中国需求预期可能出现的回复，令基金看法“陷入两难”，尚未形成足以打破市场格局的单边力量。
- 6、CFTC 持仓数据显示基金已自 4 月初开始持续转为净空状态，至 6 月底基金多头持仓比例已降至 3 年来的最低水平，伦铜市场资金逢高离场意愿显现。基金的逐步撤离意味着铜市场再度持续冲高的可能不大。
- 7、技术上，LME 铜价在 6500 美元下方支撑真空；但因供需紧平衡的状态，价格出现“跳水”性下滑的可能性并不大，弱市震荡仍将是 2007 年价格走势的主基调，就其震荡区间笔者看好 5500 美元，虽然该价位较 2006 年创下的 8790 美元相差甚远，但从历史水平考量，仍将处在高位。

（一）、行情回顾：

2006 年的铜市是创历史的，上半年以加速上冲与深幅回调为主，而下半年的中期震荡与弱势下行成为铜市场的主基调。

第一季度受全球经济增长的强劲刺激，整个工业品走势在良好宏观氛围的带下单边走高。期铜价格更因国储题材、供应中断忧虑、低库存等因素影响备受投机力量青睐。

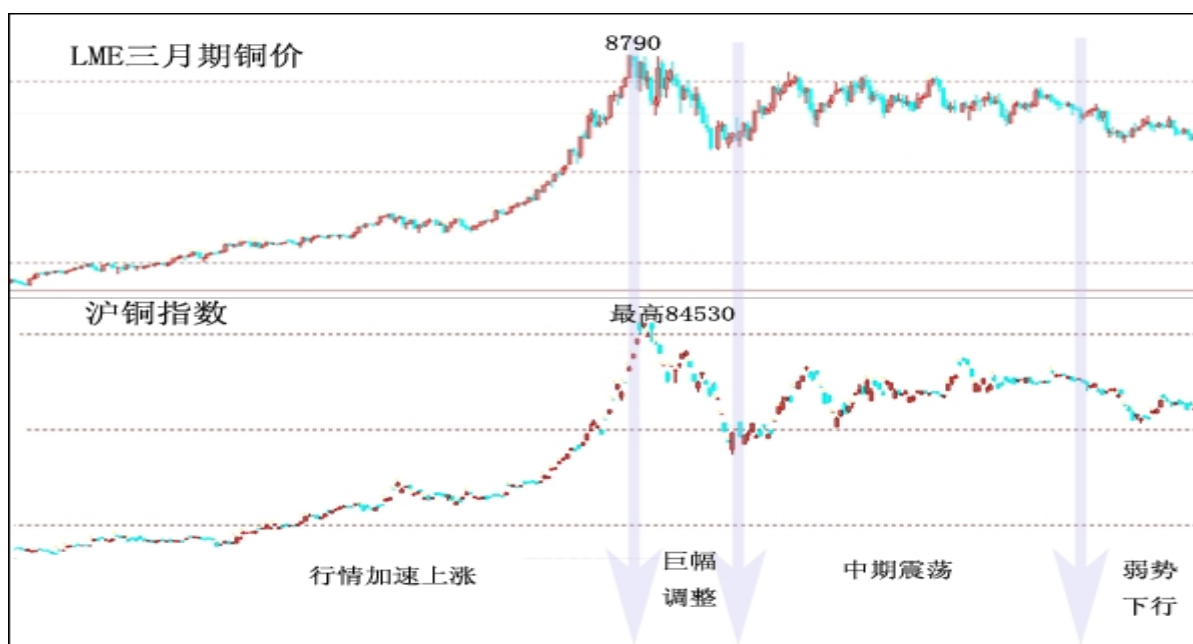
第二季度在基金的推动下，伦铜于 4 月中旬加速上扬，仅 17 个交易日价格就连连突破 7000 美元、8000 美元整数大关，最终于 5 月上旬止步于 8790 美元，较年初价格涨幅 103.5%。事实上，三月中旬通货膨胀紧缩忧虑已经显现，第二季度世界经济成长在紧缩政策的压力下，以及美国经济出现放缓的征兆下，增势已然受阻。随着投机力量的逐步离场，LME 铜价立即在一个月的时间内下滑 27%。2006 年 5 月 11 日成为今年上半年涨势如虹、深幅回调的分水岭。

第三季度，期铜走势在经历了上半年的“大起大落”之后，价格波动区间有所收敛。较原油的大幅走跌，期铜价格相对稳定。尽管需求处在传统的消费淡季，但受全球第一大铜矿 Escondida 发生罢工以及 Codelco 塌方事件影响，价格在 7000 美元获得良好支撑。基金区间交投的操作方式，令价格难以突破震荡。

第四季度，虽然此前市场对密集的劳资谈判以及中国旺季需求的回复抱有乐观预期，然而在美国经济数据特别是房地产数据、工业产出数据继续滑落的抑制下，消费转弱成为投资者关注的焦点。随着十月份欧美库存的快速回升，现货升水格局大受压抑。价格终在 11 月 11 日以单日大幅下挫的方式突破 7000 美元关键价位，但价格仍保持了弱势震荡的格局，仍未形成单边。

沪铜市场大体趋势以弱势震荡为主，不过在上半年国储抛铜的影响下，价格较伦铜疲弱；第四季度在国内现货稳健、库存走低以及产量增长略有下幅、进口回复不明显的背景下，较伦铜相对抗跌。

图 1：LME 三月期铜与沪铜指数日线图



资料来源：首创期货、文化财经

（二）因素分析

一、宏观因素：全球宏观支撑趋缓，抑制需求

首先，美国经济放缓得到确定，房地产市场压抑大。

美国继 2006 年 8 月第十七次加息之后，已连续四个月作出了暂停升息的决定，2006 年 12 月美联储联邦基金利率继续维持在 5.25% 不变。尽管美国通胀压力，因连续性的紧缩政策以及能源价格的下滑，有所缓和，但 FED 表示仍将对通货膨胀保持警惕。

就经济发展看，第一季度 5.6% 的强劲增长，提振了工业品市场的整体人气，但第二季度以及第三季度的 GDP 指标令人失望，三季度仅 1.6% 的增幅，确定了美国经济已然放缓的主基调。特别是进入第四季度，美国房地产数据的大幅走弱、以及制造业、耐用品订单等工业指标的相继下滑，令工业品消费承压严重。作为需求的领先指引，十月份美国新屋开工率跌至逾六年新高；ISM 制造业指数 11 月降至 49.5，三年半以来首次低于荣枯分水岭。尽管美国的服务业发展势头良好、原油价格的回落有利于稳定整体经济的运行，整体有望实现“软着陆”，但房地产市场下滑的风险不容忽视。有机构认为这将使美国 GDP 增长减少 1.5%。汇丰银行悲观的将美国 2007 年 GDP 增长下调至仅 1.9%。全美商业经济协会预期，美国 2007 年经济增长将低于长期潜在增长，预计 2007 年美国 GDP 增速为 2.8%，低于 2006 年全年 3% 的预期。IMF 展望报告显示美国经济增速 2006 年料为 3.4%，2007 年为 2.9%。

针对目前美国明确放缓的经济形势，高盛认为，FED 将在 2007 年将利率下调至 4%；路透经济调查显示近 60% 的经济学家认为当前 5.25% 的利率水平已经触定，2007 年开始降息的可能性为 60%。相对而言，2007 年美国的紧缩环境将较 2006 年趋缓。

图 2：美国 05 年底铜终端消费

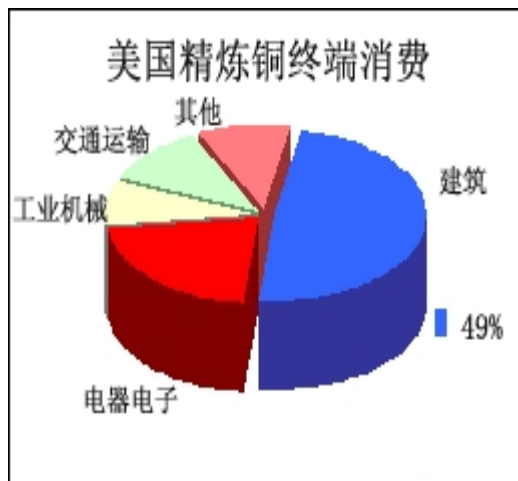
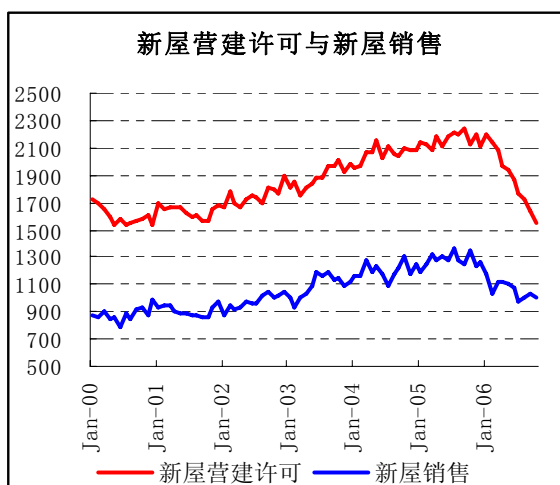


图 3：新屋营建许可与新屋销售



资料来源：首创研发、USGS

其次，欧元区经济发展态势良好，但宏观紧缩形势仍然严峻

欧元区 2006 年经济复苏强劲，尽管下半年欧元区经济增长较上半年有所放缓，但欧盟委员会以及欧洲央行纷纷上调了欧元区 GDP 增长率。欧盟委员会预计欧元 12 国增长率将达到 2.6%，远远高于 2005 年的 1.4%。欧洲央行预估 2006 年 GDP 增长率在 2.5%-2.9% 之间，2007 年将在 1.7%-2.7% 之间，预期较前次 1.6%-2.6% 有所提升。从工业产出数据看，欧洲 10 月工业产出年率成长 3.6%，虽然低于预期但仍表现良好。

但就通胀形势看，欧洲央行于 12 月再次将利率提升 25 个基点至 3.5%，利率升至 5 年来最高水平，并在其后表示维持通胀预期良好仍是最为关键的。金融市场普遍预计，欧洲主要利率还将在 2007 年继续上升至 3.75%。另外，美国经济的下滑将对欧洲经济产生威胁。

再次，日本央行在 2006 年 7 月 14 日決定加息 25 個基點，揮別了持續 6 年的“零利率”政策之後，年內未有進一步升息的行動。從 7-9 月經濟環比年率成長 2% 的水平看，在當前寬鬆的經濟環境下，日本經濟的復蘇較為順利。目前日本經濟面臨的主要風險源於美國經濟的下滑，其會對日本的汽車業、電子產品業造成威脅。

最後，整體看，儘管 2006 年美國經濟在下半年已經出現了下滑，但 IMF 表示由於歐洲、日本增長強勁，今年全球的經濟增長有望達到 5.1%。但對於 2007 年世行表示，經濟出現急劇減速的風險大大加大。世界經濟增長的引擎——美國經濟的日趨放緩，令 2007 年可能成為此輪世界經濟增長向下調整的拐點。

二、周邊市場：工業品與美元走勢“分道揚鑣”，預期美元提振作用衰減

長期看，期銅價格的走勢往往與原油、黃金以及美元走勢息息相關。特別是 2003-2006 年，在全球經濟平均增幅預期可達 4.8% 的強勁帶動下，工業品價格得以加速上揚。近乎同期，美元走勢難抵龐大的“雙赤字”拖累被國際市場廣泛看貶，進一步提振了工業品市場的整体人氣。但進入 2006 年下半年，美元走軟的趨勢依然未改，但工業品卻難獲支撐，與美元“分道揚鑣”。

1、美元中長期仍然看貶

首先，美元中長期看貶的根本因素——巨幅貿易赤字並未出現緩和，反而在 2006 年連創新高，這將繼續壓制美元走勢。其次，美聯儲於 2006 年 8 月連續四個月暫停升息，在美國經濟趨於放緩，通脹忧虑有所緩和的狀態下，隨著降息預期的逐步显现，歐元區利率却仍存上行空間，令美元走勢難獲利差支撐，貶途再現。而市場上關於中國多元化分散外匯儲備的消息，加重了美元的弱勢氣氛。因此筆者對 2007 年美元走勢以看貶為主。

2、商品價格的走勢根本上是由供求關係決定的

美元的起落並不是商品價格上漲或下跌的必要條件，商品價格的走勢根本上是由供求關係決定的，而工業品價格更與宏觀氣氛緊密聯繫。同樣存在美元貶值的背景，但工業品在宏觀大勢趨弱的前提下，不易受到基金買盤青睞；而農產品與經濟敏感度較低，美元走貶，更易吸引買盤力量的注意。因此工業品在宏觀強勁拉動減弱的背景下，將主要向自身基本面回歸。例如，8 月初原油的大幅下挫並未引起倫銅“跳水”，是倫銅供求關係的緊平衡決定了其中期弱勢震盪的趨勢。同理，LME 基金屬也將因自身供求異同呈現分化。

表 1：主要品種基金淨持倉對比

基金淨持倉	今年年初	5 月中旬前後	9 月中旬	12 月初
原油	淨多 722 手	淨多 8.63 萬手	淨多 2.25 萬手	淨多 1.9 萬手
黃金	淨多 15.1 萬手	淨多 12.6 萬手	淨多 7.78 萬手	淨多 7.98 萬手
白銀	淨多 5.93 萬手	淨多 2.61 萬手	淨多 1.91 萬手	淨多 4.16 萬手
銅	淨多 2704 手	淨空 2482 手	淨空 1.1 萬手	淨空 1.7 萬手
大豆	淨多 1.51 萬手	淨多 6101 手	淨空 4.23 萬手	淨空 4.83 萬手
玉米	淨多 4.22 萬手	淨多 26.1 萬手	淨多 16.69 萬手	淨多 27.9 萬手

資料來源：首創研發、CFTC

相較黃金，出於貴金屬較強的金融屬性，其與匯率敏感度較高。因此美元走軟引發的貴金屬走高也很難從根本上對基本金屬價格給予提振。最後，伴隨著基金屬以及原油價格的收低，CRB 指數相應走低。但其下滑的幅度遠遠不及工業品，占其一半比例的農產品走高為 CRB 指數提供了支撐。

綜上所述，2007 年諸多不利因素仍將導致美元走軟，但筆者認為在宏觀整體趨緩氛圍的壓制下，美元的提振作用將有所衰減，工業品將側重向基本面的回歸。

图 4：综合铜价与原油

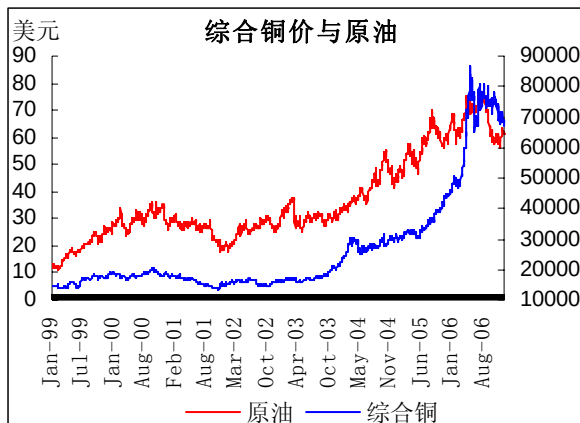


图 5：综合铜价与美元汇率

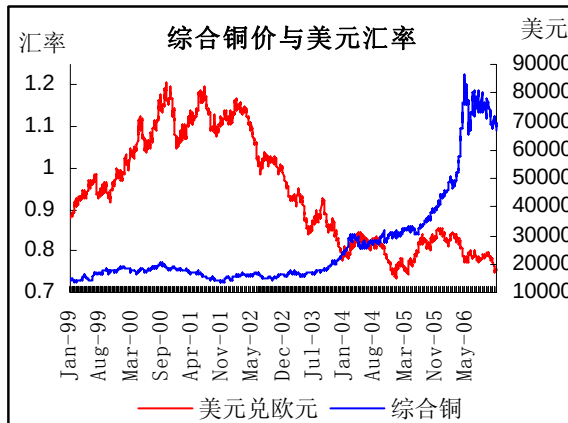
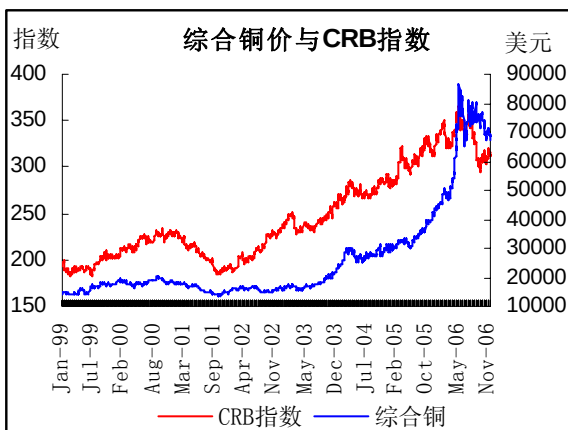


图 6：综合铜价与黄金



图 7：综合铜价与 CRB 指数



资料来源：首创期货、富远行情

三、供需平衡：预计 2007 年在供给受限的条件下，需求回复有限仍呈紧平衡

1、2006 年精炼铜供需大体呈紧平衡状态

由于统计口径不同，各机构数据绝对量存在差异：

国际铜业研究组织(ICSG) 11 月底发布的最新数据显示，2006 年 1-8 月全球精炼铜供应过剩 8.4 万吨，经季节性调整后过剩 3000 吨，2005 年经季调为短缺 6000 吨。其中，消费方面，中国需求下降-6.9%（未考虑清库影响），美国需求因房地产、工业品数据表现不佳，受宏观气氛压抑小幅下降-0.1%；而欧洲需求增长强劲，较去年同期增幅 13.6%。供给方面，矿产量增长匮乏 1-8 月仅增长 0.3%；精炼铜产量增长 5.9%。在其年度预测中，该机构表示，2006 年全球产量料将增长 5.4%，全球消费料增长 3.3%，全年过剩 23.9 万吨，与今年年初过剩 24 万吨的预测相吻合。

世界金属统计局（WBMS）最新公布的数据显示，2006 年 1-10 月铜市过剩 30.6 万吨，而 1-9 月过剩量为 22.8 万吨，消费旺季过剩量的大幅走升主要与欧美 9 月底持续上行的库存有关。其报告同样承认了美国经济疲弱对于需求造成的压抑以及欧洲需求出乎意料的快速回升。数据显示今年 1-10 月全球消费成长 1.6%；精炼铜产量尽管受墨西哥、智利、印尼等供应受阻影响，但在中国、日本以及赞比亚产量增长强劲的带动下，较去年同期增长了 6%，与 ICSG 统计水平相近。

而 CRU 报告与上述两机构供需数据相悖。11 月报告显示，该机构扩大了对第三季度精铜过剩的预期，但 CRU 极为看好第四季度，将该季度供需缺口预期调升至 7.6 万吨，并认为 2006 年整体

供需缺口在 18.6 万吨。该机构对精炼铜供给产量的预计与前两者接近,认为今年产量的增幅在 6.2%;而其对消费量的预估相较乐观,认为 2006 年美国需求将成长 6%,中国需求将成长 5%。笔者认为,CRU 报告对于第四季度的乐观判断,主要是忽略了美国宏观弱势对于精炼铜需求的不利影响,库存的显著回升,已经说明 CRU 的预测是令人失望的。

总体看,2006 年精炼铜供给形势仍呈少量过剩状态下的紧平衡。

图 8: ICSG 精铜月度供求平衡

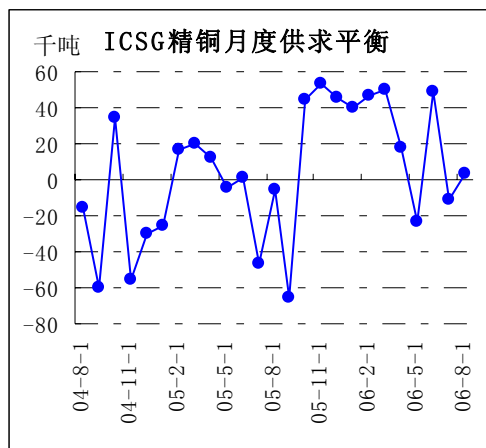
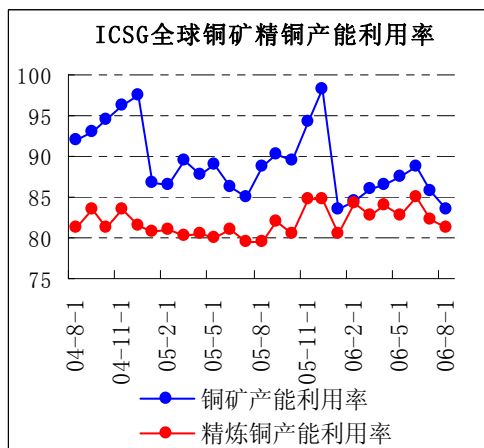


图 9: ICSG 全球铜矿精铜产能利用率



资料来源: 首创研发、ICSG

表 2: CRU 对全球精铜供需平衡的预测

2006 年 9 月份			2006 年 11 月份报告		
2006 年	2006 年 3 季	2006 年 4 季	2006 年	2006 年 3 季	2006 年 4 季
缺口	过剩	缺口	缺口	过剩	缺口
3.8 万吨	3.4 万吨	2000 吨	18.6 万吨	8.9 万吨	7.6 万吨

资料来源: CRU 报告

2、决定2007年供应方面的两大复杂因素—潜在供给中断、铜精矿瓶颈问题

1) 2006年劳资谈判麻烦不断,但2007年罢工因素有望趋缓

2006 年关于供给中断的消息从未间断。笔者认为上半年频繁的产量损失事件,特别是墨西哥集团旷日持久的产量中断因受到投机力量青睐,实际影响被夸张扩大,价格的反应近乎疯狂。而智利 Escondida---全球最大铜矿的持续性罢工,为消费淡季价格的区间震荡提供了支撑。进入第四季度,尽管潜在供给消息不绝于耳、真实的产量损失确实存在,尤其是 Codelco 旗下 Norte 矿区的薪资形势备受关注,但投机力量的反应却近乎平淡,价格逐步显现了疲弱的态势。笔者认为,随着宏观面趋软的逐步确认、需求的走低、以及“低库存、高升水”格局的打破,市场对于产量损失的评价变得更为理性,价格正趋于向基本面回归。

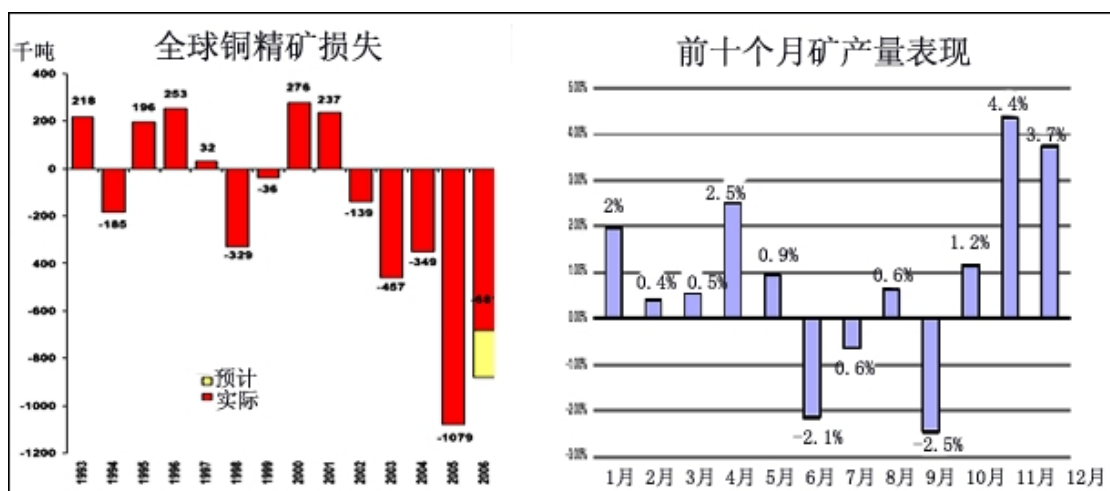
能够导致供给中断的因素,主要包括罢工、突发事件、品味下降、设备维修等等,其中因劳资纠纷引致的罢工对产量损失影响最大。墨西哥集团持续 4 个月被迫导致的产能中断,令今年墨西哥铜产量大受损失,6 月产量较去年同期大幅下挫 44.7%,尽管 9 月产能处于恢复阶段,但仍较去年同比下滑了 28%。而智利 Escondida 铜矿持续一个月的罢工,拖累智利前十个月产量仅增幅 1.3%。

表 3: 2006 年市场关注度较高的潜在供应损失:

	公司	类型	原因	结果
上半年	Codelco 下属 Tenient/Andina	铜矿	罢工	2 月结束, 05 年产量 24.8 万吨/43.8 万吨, 两矿 7-10 月份再次威胁罢工; 11 月底解决纠纷
	Grasberg	印尼铜矿	品味下降	损失 15 万吨矿产量, 下半年仍有下滑威胁; 后右受非法采矿、泥石流等短暂停产
	La Caridad	墨西哥铜矿	罢工	自 3 月开始、7 月被迫关闭、计划重启; 损失至少 6 万吨铜产量
	Cananea	墨西哥铜矿	罢工	6 周时间、损失 2.5 万吨
	Kanhanshi	赞比亚铜矿	罢工威胁	仍未达成一致, 年产铜 14.5 万吨
	Konkola	赞比亚铜矿	罢工	9 天、损失 7500 吨铜产量
	Escondida	智利铜矿	罢工	8 月 7 日-9 月 4 日日减产 60%, 损失 18 万吨
第三季度	Codelco 下属 Chuquicamata	智利铜矿	塌方	7 月末至 10 月, 日产量损失 960 吨;12 月底再次发出塌方威胁
	Chambishi	赞比亚铜矿	暴乱	此前发生塌方; 年内第二次生产中断, 维持两天
	高地谷	加拿大	罢工	72 小时, 05 年产量 17.9 万吨
	Codelco 下属 Norte 矿区	智利铜矿	劳资纠纷	正在进行, 已进入正式谈判, 年预期生产 180 万吨铜。
第四季度	Collahuasi	智利铜矿	维修	维修期 90 天, 铜精矿产量将下降 10 万
	第四季度关注度较低的尚有: 秘鲁 Antamina 矿、智利 Cerro Verde 矿、秘鲁 Cobriza 墨西哥 Cuajone 铜矿等潜在罢工事件			

资料来源: 首创研发

图 10: 全球铜精矿损失与前十个月矿产量表现



资料来源: Maqurie 研究、瑞士信贷

笔者认为, 2007 年由罢工因素引致的生产中断影响将有所减弱。原因在于继 Escondida 铜矿罢工之后, 第四季度密集型的合同更新几乎未对产量造成损失, 10 月底到期的产量为 43.3 万吨的 EI Teniente 铜矿、尚未投产的 Spence 矿以及产量 24.8 万吨的 Andina 矿都较为顺利的完成了合同更新。而至于市场最为关注的 Codelco 旗下 Norte 矿区产量在 58 万吨的 Chuquicamata 铜矿, 尽管提前谈判无果而终, 但劳资双方仍在值得信赖的良性环境中互相磋商。可以说, Escondida 铜矿劳资纠纷

的解决，至少为智利大型铜矿提供了合同更新的指引。事实上，资方对于劳动成本的提高已经抱有心理预期，而工方更为科学、更为切实的谈判准备同样对营造一个良好的沟通环境起到了积极影响。

在 2005 矿产量损失 100 万吨之后，2006 年第四季度较为顺利的谈判环境，将今年矿产量损失基本定位在接近 70 万吨，低于此前分析师们预估的 90 万吨。进入 2007 年，约有 220 万吨矿产量以及 120 万吨的冶炼产量面临合同谈判，瑞士信贷预估的产量损失在 64.2 万吨；而高盛预估量为 50 万吨，都较 2006 年有所减缓。不过尽管罢工形势呈良性发展，但产量损失的诸多因素是不可测的，我们能做只是在市场中逐步修正自己的判断。

2) 2007 年铜精矿供给仍将紧张

ICSG2006 年 4 月展望报告曾称，今年全球铜矿产量预计将增加 4.1%至 1548 万吨，但是因各种因素引致的 70 万吨产量损失，令 2006 年 1-8 月矿产量仅增长 0.3%，在同期原生精炼铜增长 5.9% 的背景下，原材料供应瓶颈显著凸现。ICSG 预计 2006 年全年铜精矿增长率为 1.9%，低于去年 2.54% 的增幅。笔者认为企业清库渐为有限以及矿产损失，将继续令 2007 年铜精矿供应趋紧，抑制精炼铜产量增长。

其一，ICSG 对于 2007 年铜精矿产量增长持相当乐观的态度，预计明年铜矿产量为 1620.4 万吨，较 2006 年 1516.6 万吨的水平增幅 6.8%。笔者认为该数据未讨论铜精矿产量损失的影响。大致揣摸 ICSG 产量数据的计算，不难发现，其总体预计全球在 05-09 年间的铜矿产能年增长率为 4.6%，在再次基础上配乘产能利用率。因此如果按照 2006 年早先预计的未包括产量损失的 1548 万吨进行计算，明年的铜精矿增长率大致为增长 4.6%。至于产量损失，笔者做最坏的打算，如果考虑到产量损失以今年 4% 的产量中断率计算，产量损失大体在 64.81 万吨，等同于瑞士信贷的预估；如果以 2005 年历史性的 5% 的产量中断率计算，产量损失大体在 81 万吨。铜精矿增幅在 1.5%-2.5% 之间，与 2006 年大体持平。

其二，笔者认为，2006 年冶炼产量与铜矿产量增幅的背离，是在铜精矿库存较为充足的背景下实现的。而通过分析 ICSG2004 年 8 月至 2006 年 8 月的数据可以发现，采选、冶炼库存清库的余地逐步减缓。2004 年 8 月-2005 年 12 月铜精矿潜在库存达 94.6 万吨，按照 2006 年 1-8 月铜精矿供给差额 17 万吨的数量计算，存有 77.6 万吨的库存。如果按 CRU 预计的 2006 年铜精矿清库总量将达 38 万吨计算，铜精矿潜在库存仅尚存 58.4 万吨。为了保证产量的高速增长，而以较高的成本从冶炼商手中取得铜精矿库存的余地并不大。特别是在明年消费预期减缓的状态下，新生精炼铜产量增速将与铜精矿增速维持较高弹性，二者增幅将趋于一致。

图 11: 铜矿产量与新生精炼铜

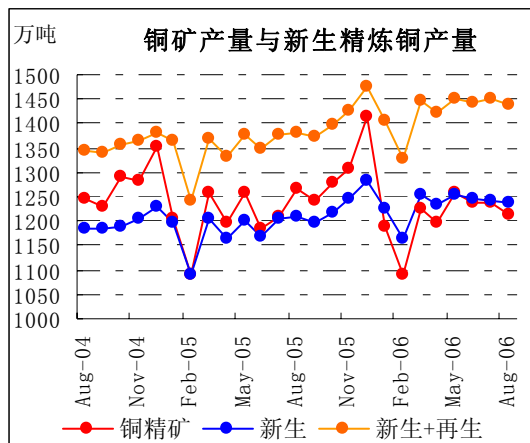


图 12: 精炼加工费趋势



资料来源：首创研发、ICSG

其三，再生精炼铜产量有望推升精炼铜总体产量。2006 年再生冶炼产量巨幅增加，1-8 月年比同期增长 12.9%，增加 11.7 万吨，增幅对精炼铜总产量的提升贡献率达到 1.61%。目前看，废铜的再生回收率仍有强劲上升的空间，废料市场供求较为缓和。

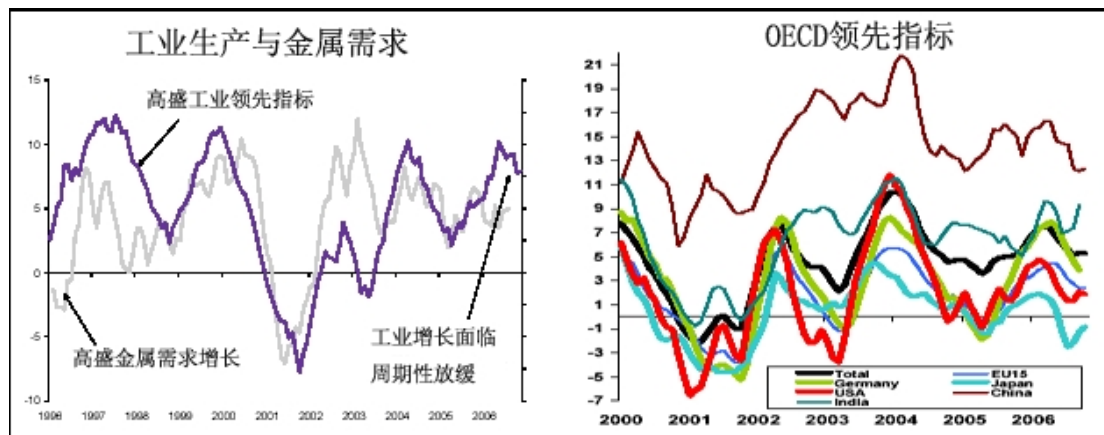
因此，就明年的精炼铜产量增长，笔者认为在铜精矿产量增长受阻、清库余地不高的基础上，产量增长将明显受限，但再生冶炼产量的持续增长，将令精炼铜总体产量增幅高于铜精矿产量增幅，初步预期，如果没有进一步的库存消耗，增幅将在 3%-4% 之间。当然，在 2007 年铜精矿供应仍然紧张的张态下，TC/RC 加工精炼费仍将保持较低水平。

3、美国需求下滑的影响，以及中国进口需求的回复成为2007年消费的焦点

事实上 OECD 领先指标已经表明 2007 年上半年金属需求将在经济走软的影响下受到压制。最新数据显示美国、欧洲以及日本的采购经理人指数已经下滑，那里的金属订单在最近的几个月里出现了剧烈下降。特别关注的是美国的房地产数据以及全球工业产出数据。高盛指出，全球工业生产成长率每下降 1 个百分点，将会影响 15 吨的铜使用率。从高盛工业领先指数看，工业生产面临着一个新的下降周期。而美国房地产方面，瑞士信贷假设，若美国明年建房的需求损失量为一百万套，那么意味着将降低 20 万吨的铜需求。

结合 2006 年的消费量增速，笔者认为，由于美国房地产数据下滑显著，已经令第四季度美国库存大幅回升，因此至少在上半年美国的需求仍将已疲弱为主。欧洲需求是 2006 年的增速的亮点，不过其需求量的强劲增长，是在中国精炼铜进口大幅下降的基础上，欧洲到港铜积聚、升水下滑以及经济的乐观带动下完成的。随着中国进口的略有回升，以及欧洲经济增速的略有放缓，其需求也将受到影响。因此对于 2007 年欧美消费，笔者并不看好。另外，至于补库以及中国需求的回复，笔者强调尽管价格存在着下跌的倾向，但在生产量增长受限的前提下，低价位消费的增长同样有限。

图 13：工业生产与金属需求、OECD 领先指标



资料来源：高盛、OECD

最后，2007年精炼铜供求同样处在温和的紧平衡状态。产量增长受限以及宏观形势对于消费的抑制，将令2007年精炼铜供求处于紧平衡状态。笔者对于增长受限下的低价位回复持谨慎态度，认为增长料将有限。ICSG预计2007年全球精炼铜过剩预计为17.6万吨，2006年则过剩23.9万吨。2007产量料将增至1805.9万吨，较2006年产量提高66万吨，增幅3.8%。而需求方面，该行对消费量进行了调低，认为较2006年1716万吨的消费量，增长55吨，增幅4.2%。麦格里认为，2007年精炼铜供求过剩将为19万吨。

四、中国因素：进口需求的回复料将有限

1、宏观紧随全球调控大势，“三落一稳”软着陆可期

2006 年就中国自身宏观氛围看，频繁的紧缩政策与 GDP 向好的快速增长给投资者留下了深刻印象。作为十一五计划开局的第一年，固定资产投资过快、货币信贷的高速增长以及工业生产的局部过热成为 2006 年上半年以来我国经济最为突出的问题。其中，全国城镇固定资产投资前三个月同比增长 29.8%，前五个‘月增长 30.3%，前六个月达到三年以来新高 31.3%的增速。

面对严峻的经济形势，中国政府自 4 月中旬以来加大了货币政策的调控力度，出台了工业用地限制政策以及挤压房地产泡沫的“国六条”。短短半年央行三次上调法定存款准备金率、两次上调贷款利率、一次上调存款利率，配合着年内定向票据的发行，密集的政策调控对短期内抑制信贷投资的过热起到了积极的效用。

表 4：2006 年国家货币市场紧缩形势

上调法定存款准备金率	第一次 2006 年 7 月 5 日 由 7.5%上调至 8%
	第二次 2006 年 8 月 15 日 由 8%上调至 8.5%
	第三次 2006 年 11 月 15 日 由 8.5%上调至 9%
上调贷款利率	第一次 2006 年 4 月 28 日 短期 6 个月由 5.22%上调至 5.4%；
	第二次 2006 年 8 月 19 日 短期 6 个月由 5.4%上调至 5.58%；
上调存款利率	第一次 2006 年 8 月 19 日 一年期由 2.25%上调至 2.52%

资料来源：首创研发、中国人民银行

自 8 月以来，政策效果逐步显现。10 月份工业生产完成增加值，较去年同期增长 14.7%，增速为两年以来最低，亦明显逊于市场此前的预期。固定资产年内累计增幅也从 6 月以来连续 4 个月保持回落，1-11 月累计增长 26.6%。反映在 GDP 上，在今年上半年中国 GDP 增长速度高达 10.9%，2005 年由 9.9%修订为 10.2%，特别是第二季度 GDP 增长了 11.3%的背景下，前三季度 GDP 增速出现了相应放缓，增长了 10.7%。中国已进入“软着陆”态势。各大机构认为，中国大量的紧缩政策收效显著，今年下半年以及 2007 年中国经济增速将有所回落。

图 14：中国 M2 货币供应量

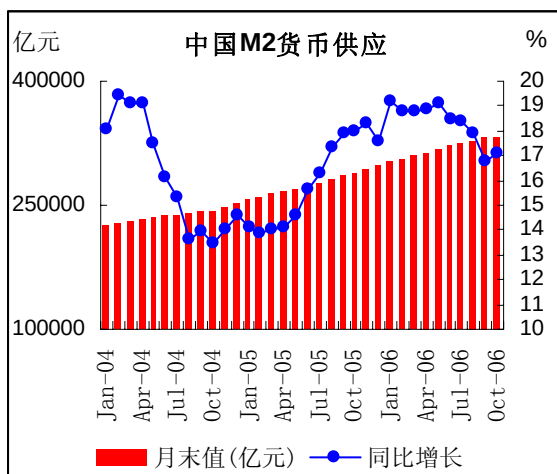
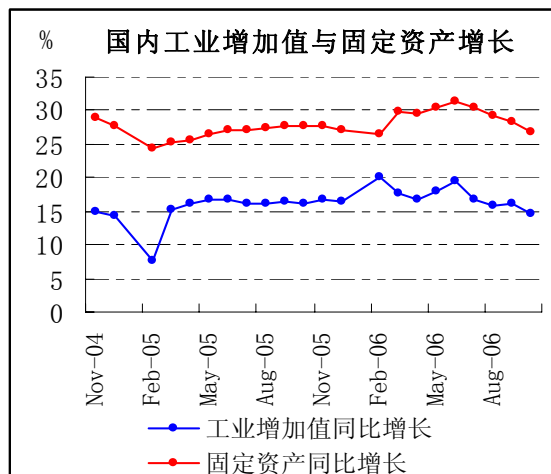


图 15：国内工业增加值与固定资产增长



资料来源：首创研发、中国人民银行、国家统计局

展望 2007 年，世界银行、摩根大通与瑞银预计中国经济的最大隐忧将是出口放缓的风险。若

美国经济持续放缓，有机构称，美国 GDP 增长每放缓一个百分点，中国 GDP 增长也将放缓一个百分点。毕竟 2005 年中国有 32% 的出口商品是销往美国的。而尽管中国经济存在着全球经济放缓以及国内紧缩政策的双重风险，但国内外各大机构仍对 2006、2007 两年中国经济的发展抱有良好预期。经合组织预计中国 2006 年 GDP 增幅将达到 10.6%，高于其 5 月 9.7% 的预期；2007 年经济可能放缓至 10.3% 左右。世界银行表示，其对 2006 年中国经济增长率的预期维持在 10.4%，而 2007 年中国经济增长率预期为 9.6%。中国人民银行发表报告认为，今年国内生产总值将达 10.5%；中国社会科学院对此持肯定态度，并表示倘若 2007 年国际以及内地政治、经济、自然环境不发生重大变化，2007 年 GDP 可以保持 10% 或接近 10% 的水平。中国人民大学通过“新开工项目计划总投资”增长率判断，2007 年我国的增长率将为 9.25%。12 月初中央政府已经将 2007 年 GDP 增长目标确定为 8%。

大体看中国 2007 年经济预测呈下行趋势，但仍处于较高水平。对于局部行业过热，中央经济工作会议表示明年将继续加强和改善宏观调控。多数机构也对 2007 上半年央行还将在二季度再次出台紧缩性的货币政策抱有预期。结合工业品需求，笔者认为作为十一五计划的第二年，我国在新项目施工、产能上马、以及基础设施改建等方面仍然会对工业品需求产生基本支撑。而对于紧缩环境，铜工业整体产能扩张过快，发改委将有可能继续对铜工业发展加以调整。反应在市场人气上，2006 年面对密集的紧缩政策，投资者对于宏观调控的力度抱有良好的承受能力，并将继续对市场上的宏观环境变化保持较高的敏锐度。从今年以来政策调控的特点看，政策公布时点上的不确定性对于市场短期波动的影响性较大。

2、国内铜行业产量增长强劲，但凸现原材料瓶颈

受国内基本金属需求增长的快速拉动以及国际原材料价格近年来居高不下的影响，我国国内整体采矿业累计投资远远高于同期固定资产累计投资增速。特别是 2006 年 3 月份，矿业累计投资同比增幅高达 108.2%。三季度以来尽管投资增速有所回落，但 1-10 月矿业投资仍有 77.4% 的增幅。发改委今年上半年报告显示，2006 年 1-5 月，铜冶炼行业同比投资增长了 78%。统计数据显示，11 月有色金属冶炼及压延加工出厂价格较去年同期上涨了 26.7%，原材料价格的快速攀升，令我国采矿业以及相应的冶炼延压行业收入增长明显，产能产量仍呈扩张趋势。

图 16：国内采矿业累计投资与收入增长

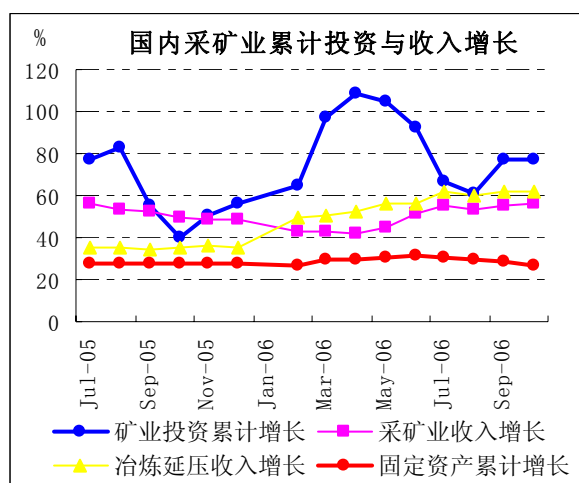


图 17：我国铜材与精炼铜月产量



资料来源：首创研发、国家统计局

就铜行业分析，我国铜产业内部发展存在不均衡的问题，即加工能力扩张大于冶炼能力扩张，

而冶炼能力扩张将令我国铜精矿保障问题日益突出。

首先，中国精炼铜、铜材产能产量继续保持扩张增长态势。特别是 2006 年以来全球铜价徘徊在记录高位，激励着中国冶炼厂扩张产能。数据显示，中国 1-10 月份精炼铜产量达 240.23 万吨，累计同比增幅 20%。中国 1-10 月份铜材产量达 452.89 万吨，累计同比增幅 11.58%。中国有色金属行业协会以及发改委预计 2006 年中国精炼铜产量在 295-300 万吨，铜材产量为 520 万吨。

而 2007 年我国三大铜冶炼巨头——江铜、铜陵以及云南铜业仍将以产能扩张为主。江西铜业表示 2007 年其精炼铜生产能力将从现在的 45 万吨提高到 70 万吨，精炼铜产量料将从 06 年预估的 44 万吨左右提升至 07 年 55-60 万吨的水平。铜陵有色合资的金隆铜业预计建设一座年产能为 10 万吨的铜冶炼设备，使其产能在 2008 年提升 48%，推动其年产量达到 40 万吨。而云南铜业同样计划在 2010 年将精炼铜产能提升至 60 万吨。政府预计中国冶炼厂产能在 2007 年底将达至 370 万吨，业内预计 2007 年我国铜产量将达到 320 万吨以上。

铜材方面，05 年底我国管、棒、线、带、箔等五大类产品总加工能力就已达到 650 万吨，发改委预计今 2006 年铜材产量将为 520 万吨。2007 年铜材产量将继续在 06-08 年产能急剧扩张 340 万吨的基础上，有望达到 550 万吨左右。

整体看，伴随着产能的扩张，2006、2007 两年我国精炼铜以及铜材产量仍将以增长趋势为主。

图 18：中国 06-08 年铜加工产能扩张计划

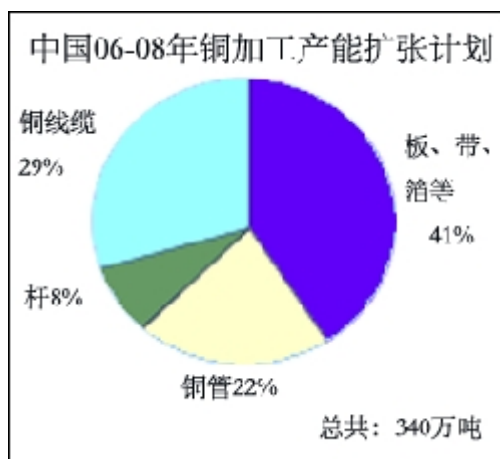
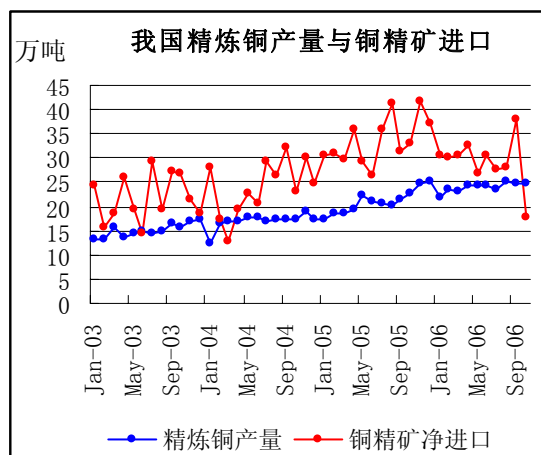


图 19：我国精炼铜产量与铜精矿进口



资料来源：首创研发、CRU、中国海关

其次，在精炼铜产能快速扩张的基础上，铜精矿原材料瓶颈将成为抑制产量增长的关键因素。

作为精炼铜、铜材生产大国，我国阴极铜生产位居世界第一，但我国铜资源储备量和开采量均只排在全球第七位。因此我国铜工业发展存在的最大矛盾就是铜原料供应紧张、对外进口依赖度大的问题。特别是在 2006 年全球铜精矿 1-8 月产量增长不及 0.3%，产能利用率走软的背景下，2007 年我国铜精矿瓶颈趋紧不容乐观。

就自产铜精矿进行分析，有色金属工业协会数据显示，中国 2006 年铜精矿含量不低于 75 万吨，较 2005 年增长 15.3%，占 2006 年国内精炼铜预估产量 295 万吨的 27.2% 左右；2007 年铜精矿含量将有可能超过 80 万吨，如果按照 2007 年预估产能 370 万吨的量计算，我国自产铜精矿仅占 21.6%。尽管自 2001 年起我国开展了新一轮国土资源调查，并已探明云贵川藏四省区铜储量接近全国探明总量的 80%，但就开发投入的周期与难度，恐难对自产铜精矿现状造成影响。以西藏雅鲁藏布江矿区为例，仅前期勘探工作投入的费用就已超过 1 亿元。因此大量依赖进口原材料仍是我国精炼铜产量维持增长的必然选择。

但就进口铜精矿进行分析，在国内精炼铜产量大幅走升的现状下，铜精矿进口却出现了明显的

下滑趋势。2006 年 1-10 月铜精矿净进口较去年同期下滑了 11%；仅就 10 月消费旺季单月，铜精矿进口同比大幅走低 46%，月进口量仅 177936 吨。而造成铜精矿进口走低的原因与 2006 年 5 月份以来 TC/RC 精炼铜加工费大幅下滑不无关系。

自 6 月以来市场就已关注中国铜原材料联合谈判小组拟联合减产 10 万吨抑制卖方压价的消息，当时国内企业对 TC/RC 费用的谈判目标定位在 100 美元/10 美分。但在全球 TC/RC 费用整体下滑的背景下，中国企业难以就加工费谈判达成协议。9 月末国内标的作用显著的铜陵有色也仅以加工费每吨 73.5 美元，精炼费每磅 7.35 美分的水平与 Escondida 铜矿敲定了协议。而尽管诸多迹象显示，中国部分企业确实通过削减产量降低了铜精矿的消费量，但仍无法撼动走低的 TC/RC 费用。11 月中旬智利 Escondida 铜矿再次向中国冶炼厂提出 07 年铜精矿供应加工费用报价，此番在不分享价格条款的基础上，TC/RC 报价定位在 60 美元/60 美分，较 2006 年报价下调了 33%。据悉，中国冶炼商已经拒绝了此次必和必拓公司的报价。双方仍将在年末就 07 年度铜精矿加工精炼费标准做第二轮谈判。当前，在现货市场矿产商向中国港口交货的铜精矿 TC/RC 费用基本报价为 55-65 美元，且不包括价格分享条款。铜精矿加工精炼费的下滑已属必然。

值得注意的是，尽管 2007 年国内冶炼产能仍将以扩张趋势为主，但针对 07 年预期提高的 50 万吨产能，中国有色金属工业协会仅预期 2007 年的产量将在 2006 年基础上提高 20 万吨；同样安泰科的预期也比较为保守，认为 2007 年中国精炼铜产量将上升 8.5%至 30 万吨。可以说，铜精矿瓶颈对于产量的抑制作用已经得到了重视。事实上，以江铜、金川集团为例虽然 2007 年其致力于将产能提高 30-40 万吨，但就其真实产量的增长公司皆表示将取决于铜精矿原材料的具体供应。另外，铜精矿精炼加工费用的大幅下滑，也将加快中国铜冶炼行业的整合优化。一些加工能力规模较小的企业，将很难承受利润缩水的风险。

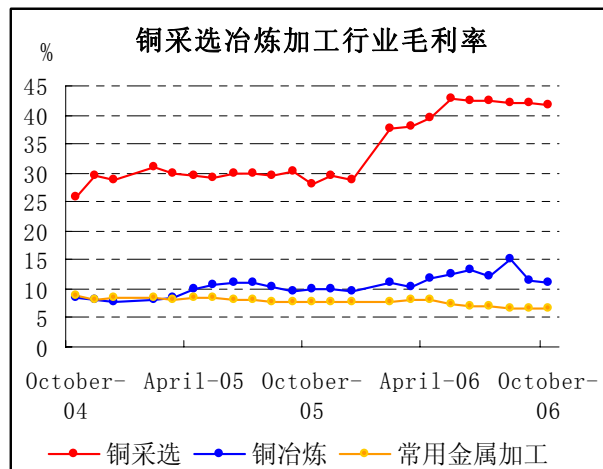
为了缓和铜精矿瓶颈现状，2006 年 7 月我国已禁止对年生产能力低于 10 万吨的小型铜冶炼厂进行投资。同时，中国铜生产龙头企业也加强了其对海外资源的合作意识。中国有色金属矿业公司自 2003 起开始在赞比亚矿山开采铜，公司于近期表示其将与云南铜业合作共同投资 15 亿人民币扩大 Chambishi 铜矿的产量，目前每年生产 2.5-3 万吨的铜精矿产量将有望提高 5 万吨。同时，金川集团也积极参与巴拿马铜矿开采项目，据称，该项投资将会提高金川公司铜精矿的供给，希望能将其铜产能在 2008 年以前提高 75%。

图 20：国内铜精矿现货市场加工费



资料来源：首创研发、国家统计局

图 21：铜采选冶炼加工行业毛利率



笔者认为，尽管我国着力解决铜精矿供应问题，但在今年国内铜产量大幅走升，自产铜精矿增幅有限，进口铜精矿反而出现下滑的背后，冶炼企业是以消耗铜精矿库存为代价维持高速增长。

即便銅精礦供應趨勢出現緩和，彌補庫存的需求也很難令明年國內銅精礦供需出現大幅過剩的狀態。因此 2007 年產量的增勢可能較 2006 年有所放緩。

最後，基於銅行業發展現狀，銅礦採選業將擁有更大的發展空間。

今年以來，國際銅價高漲已經推動國際礦業公司獲利猛增，但是銅價的上漲卻損及了中國的銅冶煉企業，產量增長的背后中國銅企業不得不依賴更多的進口銅精礦。但數據顯示，受 TC/RC 費用較低或談判陷入僵局影響，中國 1-10 月精煉銅累計增長呈逐月下行狀態，銅精礦進口也明顯受到抑制，表明了冶煉廠商確實正以減產行動抗击低價位。甚至有消息稱，有兩家冶煉廠計劃在未來幾個月內關閉 6.5 萬噸的產能，以圖利用更多的粗銅、廢舊金屬、冶煉原料等維持精煉銅的產量、降低成本。但儘管如此，中國 2/3 的廢銅都是由加工商冶煉的，因此筆者認為無論是選擇較低的 TC/RC 費用，還是以減產行動抗击，冶煉企業的利潤收益都將受到影響。數據顯示，9 月、10 月以來冶煉企業毛利率已由上半年增長的態勢轉為下滑，10 月毛利率增速為 11.05%。

相較於冶煉行業加工費困境，銅礦採選行業仍有較大的利潤空間。自有銅礦產量的提升，將有利於提高企業綜合競爭力。以雲南銅業為例，該公司計劃在未來 5 年中將銅礦產量提升 1/3，以滿足其原材料需要；公司希望在 2010 年以前獲得 300 萬噸的銅礦儲備。而就銅加工行業利潤水平看，由於近幾年產能擴張迅速，銅價的大幅上漲加重了企業原材料的風險，因此加工行業整體毛利率維持在較低水平，2007 年銅加工行業仍將面臨較大的行業競爭壓力。

3、表觀消費萎靡的背后，真實消費增幅放緩

近十年來，我國已成為世界銅消費增長最快的國家，平均增長率達到全球的 2.4 倍，特別是 2000 年以來在歐美需求增速遲滯的背景下，中國已成為拉動世界銅消費增長的主要國家，中國需求的推動力量亦成為主導此波牛市的關鍵因素。2005 年底，中國的銅消費量大約占全球總消費量的 22%，接近 380 萬噸。但就在即將結束的 2006 年，當中國宏觀經濟增勢強勁，國內外機構仍對中國銅需求抱有慣性預期的前景下，國內表觀需求萎靡，真實消費增幅受阻，成為 2006 年期銅市場上最大的“意想不到”。失去了“中國因素”的有利提振，投資者堅定地看多立場逐步瓦解。但就市場而言，在期銅弱勢震盪的形態下，預期中國消費將要回復的聲音從未間斷。臨近年底依然疲弱的需求數據，將把中國消費能否回復的疑問留給 2007。

表 5：全球及主要地區精煉銅消費

		美國	西歐	中國	全球
精銅消費	2003 年	2218 -8.5%	3554 -1.6%	3056 +19.5%	15403 +28%
	2004 年	2392 +6.3%	3738 +4.4%	3456 +14.3%	16750 +9%
	2005 年	2248 -6%	3619 -3.2%	3781 +9.4%	16889 +0.8%
	2006 年*	2360 +5%	3946 +9%	3876 +2.5%	17689 +4.7%

資料來源：CRU、*為預測值

首先，精煉銅“高產量，低進口”的格局基本延續，表觀消費增長遲滯。

在基礎表觀消費量的計算上，出於數據的連貫性，筆者採用國內精煉銅產量與同期淨進口簡單加和的形式來表示我國表觀消費的變化。

整體看，2006 年我國精煉銅表觀消費基本呈“高產量，低進口”格局，精煉銅淨進口量的大幅下滑成為拖累 2006 年表觀消費遲滯的重要原因。特別是在 2005 年表觀消費量大幅走升的背景下，2006 年表觀消費量的下挫顯得格外扎眼。其中，7 月表觀消費量在季節性供求雙重走軟的打壓下，滑至 04 年 9 月以來低點，亦有可能成為 2006 年表觀消費量年中最低點：1-7 月我國表觀消費量較 2005 年累計同比下滑了 9.54%！近幾個月來隨著旺季消費的提振、國儲拋銅因素的減弱、以及進出

口政策的有利支撑，表观需求降幅有所缩减，但尽管如此，1-10 月我国表观消费量仍较 05 年同期累计下滑了 6.79%！

图 22：我国精炼铜表观消费量

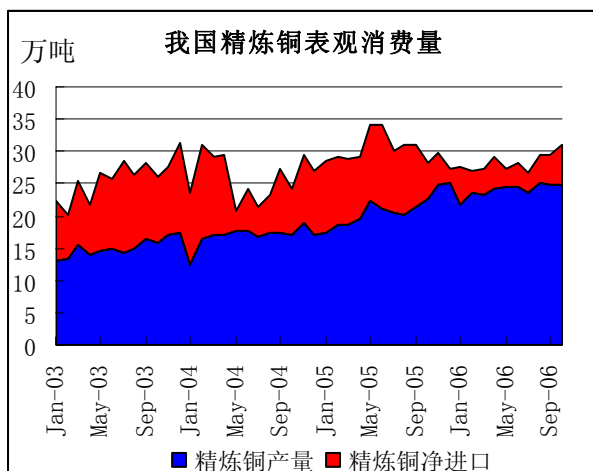
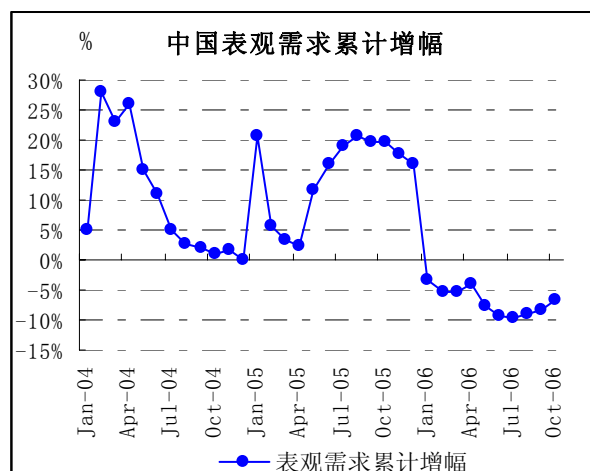


图 23：中国表观需求累计增幅



资料来源：首创研发、国家统计局、中国海关

其次，多因素抑制下的精炼铜消费

从代表中国精炼铜中观消费水平的铜材产量可以看出，2006 年我国铜材产出与最基本的原材料供应来源：即国内精炼铜产量、净进口量之间存在着较大差距，笔者按照 1-10 月国内提供的产量进出口数据计算，该缺口接近 170 万吨。是什么因素弥补了原材料的供应缺口，从而抑制了精炼铜的表观消费？

图 24：中国铜材产量与精炼铜表观消费

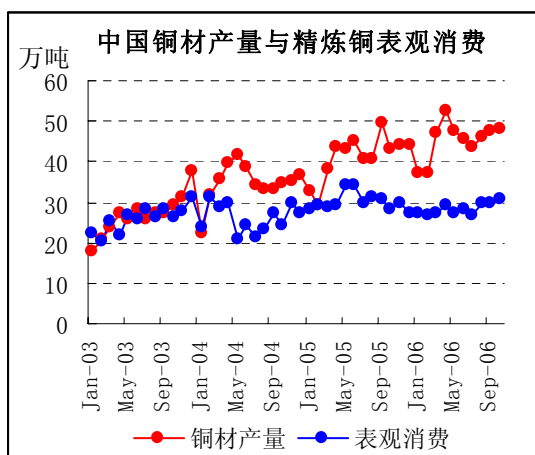
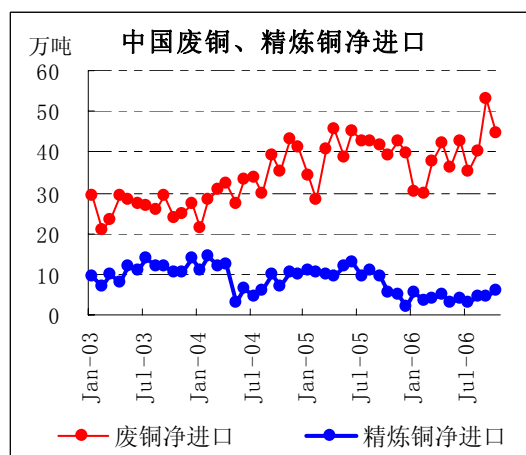


图 25：中国废铜、精炼铜净进口



资料来源：首创研发、中国海关、国家统计局

1) 国储、交易所以及高铜价下企业的清库

a、国储抛铜缓解了国内现货铜特别是 2006 年上半年供需趋紧的状况

2005 年年底伴随着沸沸扬扬的“刘其兵”事件，国家储备局的抛铜动向成为内外盘市场关注的焦点。不讨论抛铜的动机，应该承认的是国储一系列的拍卖、出售行为对于弥补我国特别是上半年精炼铜净进口量不足的现状起到了积极作用。

国储局曾在 2005 年 11 月 16 日至 12 月 7 日之间,分四次在国内市场以拍卖的形式释放储备铜,原计划拍出 8 万吨,但因运输成本、价格偏高影响,实质售出总量在 51161 吨。进入 2006 年后,特别是 9 月之前市场上并不缺少关于国储出售旧库存的消息。参考 CRU 数据,一季度国储释放了 6 万吨电解铜,随后在 6-8 月间再次陆续释放了 2.5 万吨/月的低质量进口铜,并于 6 月向贸易商和制造商出售了 3.7 万吨的额外铜,直至 11 月初市场仍然有国储可能再次出售 2000-3000 吨铜的消息。安泰科以及 ICSG 统计国储在 2006 年的清库量接近 20 万吨。

b、上海交易所显性库存的走低

上海期货交易所库存周报显示,至 12 月 8 日上海库存总存量由 2005 年年末的 57844 万吨逐步走低至 27594 万吨,库存流出 3 万余吨。

c、高铜价下,企业清库的估计。面对 2006 年大幅上涨的铜价,企业出于降低原材料跌价风险、促进现金流动,多数铜企业采取以销定产的方式,尽力压缩企业库存存量,力图加快库存周转的速度。ICSG 认为这部分库存消耗量在 7.5-10 万吨左右。

因此,考虑到清库因素,乐观计算修正后的精炼铜表观消费 1-10 月反而呈现微幅上行 4.24%的局面。

2) 铜价高企下的废旧铜进口与回收利用

同样在高铜价冲击下,2006 年 1-10 月我国精炼铜净进口大幅走低了 57.6%,而同期废杂铜净进口仅下滑了 2%。特别是 10 月份在国储抛铜影响减弱的消费旺季,当月废杂铜进口较去年同期同比增长了 13%,继续维持高位进口量。同时,中国废杂金属协会估计国内 2006 年废杂铜产量将达到 75 万吨,高于 2005 年 52 万吨的水平。

中国的废杂铜进口主要源自欧洲、美国以及日本。目前中国已形成广东南海、江浙沿海以及天津静海三大废杂铜入境基地。以天津静海为例,从塘沽一代直至河北保定,村镇收购粗加工废旧金属盛行,规模不一,经销单一废铜渐成趋势。据悉,中国有 2/3 的废铜都是由加工商冶炼的。目前只有三种设备不能由废铜制造----即一些用于制造空调的管材、磁性电缆以及用于制造高压电缆的中间设备。因此出于降低生产成本的需要,中国加工商对于优质废旧铜青睐有加。有报道称,中国最大的电缆制造商远东电缆,其再生金属在中低压电缆生产方面的使用率已从 2004 年的不足 40%,上升至 2005 年的 50%,而 2006 年该使用率已超过 70%。在没有影响产品质量的前提下,高铜价为生产商改进原有技术、寻求低价原材料提供了契机。2006 年我国废杂铜需求有望增长 17%。

3) 终端消费面临替代威胁

终端企业除了选择通过废杂铜技术降低生产成本以外,通过替代技术特别是铝替代技术也成为近年来发展的方向。虽然投行预计,替代品将使 2006 年精炼铜消费减少 2-6 万吨,明年减少 8 万吨,影响力还不是很大。但就替代趋势讲,中国铜消费将长期面临替代威胁。

从替代产品看,铝管几乎完全替代了汽车空调系统中的铜管。而在电线电缆行业,铜包铝已经站稳脚跟,消息称新乐集团在最近已经向电力传输工程提供了铜包铝电缆,这样的产品比纯铜电缆价格低廉 40%。另外,在低压热交换、电力领域铝替铜现象也趋向增加。

通过上述分析,我们大体可以得到如下结论:

其一,经清库行为修正后的精炼铜表观消费增幅有限,远不及过去两年增速;其二,必须承认高铜价已经对我国的精炼铜消费产生抑制作用,且还将在未来继续影响我国的铜需求;

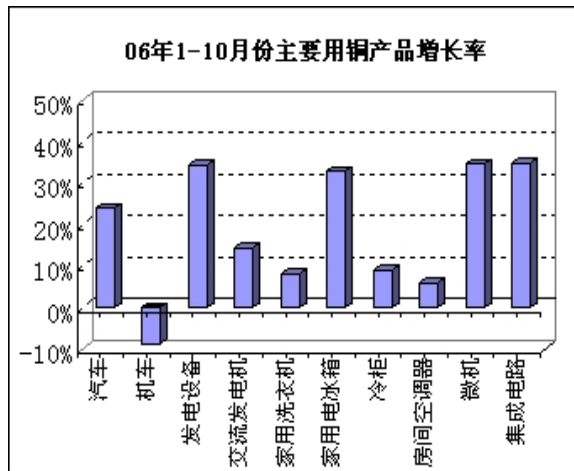
再次,终端领域上真实需求增幅趋向放缓

分析我国铜终端消费主要领域上的产量增长,有助于更好的把握铜消费领域的增长态势。总体看,我国铜消费主要集中在电力设施、家用电器、建筑业以及汽车交通上。

图 26：中国终端铜消费



图 27：06 年 1-10 月主要用铜产品增长率



资料来源：国际铜业协会、首创研发、国家统计局

就产量总体分析，2006 年 1-10 月电力发电机以及发电设备累计同比增幅 14.6% 以及 34.6%，增速良好。家电类中，家用电冰箱增势良好，但洗衣机以及空调器等增幅不佳。汽车领域态势乐观，汽车产量累计同比增长 24%。电子电路行业仍是增长的最大亮点，微机以及集成电路产量增幅仍稳定在 30% 以上。具体分析：

1) 占我国铜消费 41% 的电力行业产量增幅趋于稳定

中国电力增长自 2002 年以来始终保持两位数增长态势；2006 年我国电力供需形势继续缓解，尽管季节性电力供需不平衡的矛盾依然存在，但缺电程度、持续时间以及缺电范围大大减少。国家发改委表示 2007 年后我国大部分地区可实现电力供需平衡，部分地区略有盈余，中国电力装机不足的局面将得到根本扭转。

受电力形势趋缓影响，自 2005 年起我国发电设备产量就已呈现下行，2006 年依然延续了增幅趋缓的状态。数据显示，10 月份单月通常是发电设备产量增幅最为明显的月份。04 年该月发电设备产量同比增长 109.8%，05 年该值为 66.9%，而 2006 年该月同比仅增长 27.5%。2006 年 1-10 月我国发电设备累计产量增幅达 33.7%，略高于 2005 年同期累计 33.1% 的增幅。

图 28：03-06 年中国发电设备产量

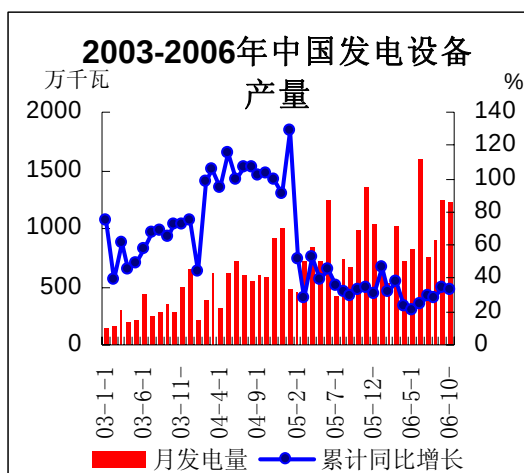
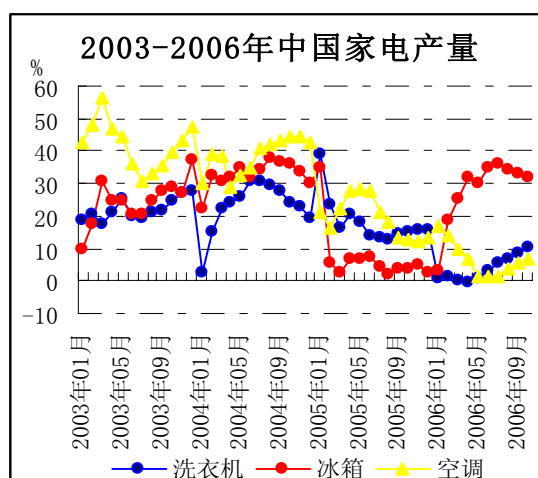


图 29：03-06 年中国家电产量



资料来源：首创研发、国家统计局

笔者认为十一五规划，对于我国电力上的铜消费是有利的，特别是国家电网将在未来五年投入 200 亿人民币以改善农村电力传输系统上的工程，将继续令我国电力行业保持较快增速，上行空间仍然存在，对我国铜需求形成基本支撑。

2) 占我国铜消费量近 32%的家用电器产量趋于放缓

家用电器产量除冰箱在 2005 年产量大幅衰减之后 2006 年增幅明显以外，洗衣机以及空调产量今年 1-10 月增幅明显放缓。行业人士认为，我国家电市场急速增长的阶段已经过去。数据显示，空调因库存积压影响，2006 年 1-10 月单月平均增幅仅 6.78%，而去年同期高达 20.85%；洗衣机产量 1-10 月平均增幅 3.2%，去年同期为 18.7%。基于中国农村城镇化水平的提高，笔者对于家用电器产量持乐观预期，但短期家电产量易受库存影响较大。

3) 占我国铜消费量 20%的建筑用铜因新屋投建数据不佳预计走软

2006 年在我国重点控制固定资产投资以及房地产投资过热的大潮下，1-10 月国内建筑施工开工量增速呈下行趋势，22.6%的累计增幅创下近年新低。特别是具有领先指标意义的新屋开工总投资累计增长仅为 4.4%。8 月在宏观效应显现的同时，新屋开工总投资月同比增长一直维持在-20%以下，呈负增长状态。鉴于中央对局部过热行业调控的警惕性，房地产建设仍将成为明年宏观调控的重心。因此笔者预计建筑用铜将随房地产调控的进一步深化，有所走软。就成分而言，建筑用铜仅占我国铜消费的 20%，远不及美国 49%的占有率，因而建筑用铜增幅趋软，对于我国整体铜消费的影响没有美国的大。

图 30：国内建筑施工与新建开工

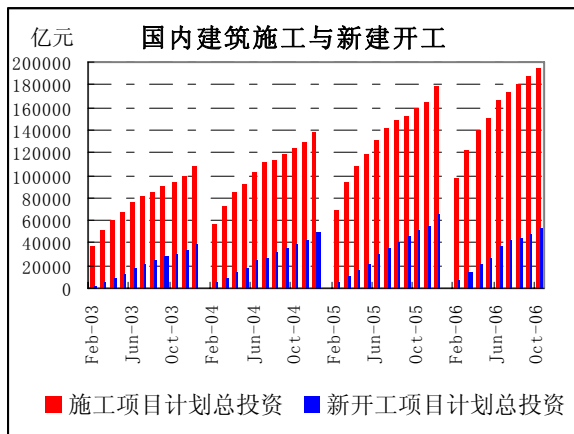
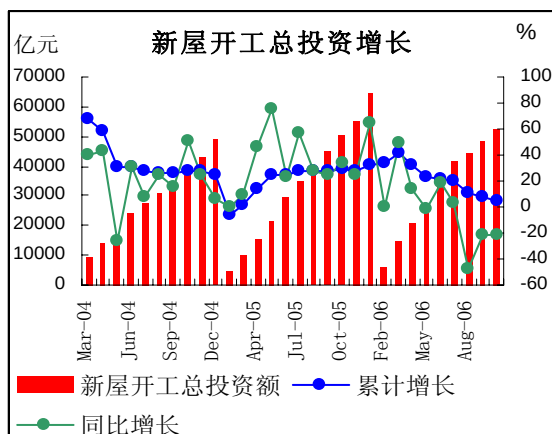


图 31：国内新屋开工总投资增长



资料来源：首创研发、国家统计局

4) 其他领域，如汽车制造、微电子，由于我国处于工业化、信息化改革发展时期，因此对其产量，笔者认为其仍能保持快速增长的势头。就去年铜消费占有率达 3.2%的汽车领域，随着混合型能源电子车的应用普及，每辆车的铜用量可能增加一倍，铜消费比重趋向加大。

综上所述，我国铜终端消费在电力增长持稳、家用电器增势趋缓，建筑用铜可能走软的基础上，精炼铜表观消费量增幅有限。就 2006 年实际铜需求，安泰科预计中国铜需求料将上涨 5.6%，而 2007 年实际铜需求增幅预计继续下滑至 5.3%。

最后，中国精炼铜进口需求能否回复，继续成为 2007 年国内外铜市关注的焦点

如上，尽管中国铜需求在 2006 年已经出现了放缓，但作为世界铜消费大国，中国需求的回复仍将成为投资者关注的焦点，不确定性很大，特别是在 2006 年精炼铜净进口大幅下滑的背景下，笔者认为 2007 年中国精炼铜进口需求料将有所回复：

其一，自 2006 年 10 月 1 日起我国与智利签订的精炼铜进口免税协议开始生效。就近期 Code1co

提出的 130 美元的升水报价因低于此前中国买家预计的 150 美元，智利精炼铜进口成本相对低廉，就当前 9.3 附近的内外盘比价，智利铜现货月进口变得有利可图，三月期进口也常有盈利。特别是在近期国内现货升水持稳的环境下，已有贸易商表示从智利订购的现货铜将于 2006 年年末、2007 年年初运抵中国。作为中国精炼铜、铜精矿贸易的第一大进口国，随着智利进口铜相对成本的下滑，智利铜进口比重还将呈上升趋势。

图 32：精炼铜进口盈亏对比

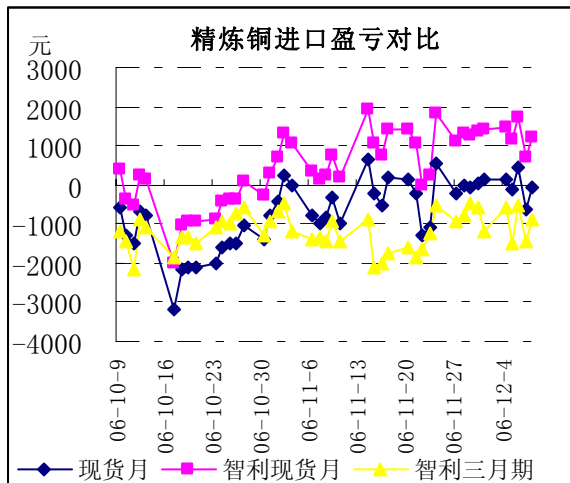
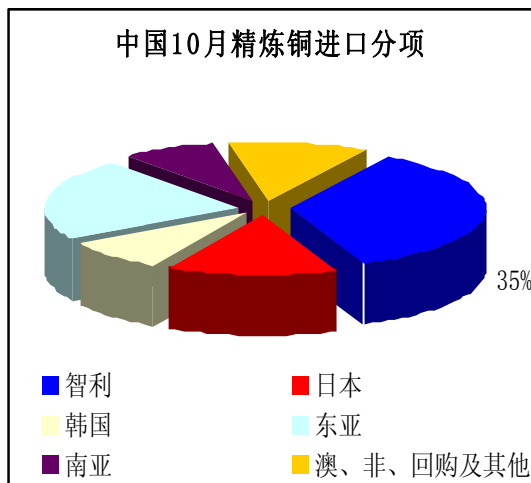


图 33：中国 10 月精炼铜进口分项



资料来源：首创研发、中国海关

其二，人民币加快升值的预期有利于改善我国进口贸易环境。市场普遍预期在当前人民币较年初升值 3% 的基础上，明年在美元趋软的影响下，人民币的升值空间还将有 5%-6%。

其三，中国潜在补库的需要。上文表述过，由于国储放铜、企业清库以及交易所库存倾向下滑的影响，2006 年库存总流出至少在 30 万吨左右，如果中国选择在 2007 年补充库存，这将进一步提振中国进口的需求。

其四，2006 年中国铜需求受铜价高涨抑制明显，而由于国际铜价中期维持弱势震荡的局面，出现了下行的倾向，因此更易令压抑的需求得到释放。但在全球产量增长受限的大前提下，低价格引致的消费增幅料将有限。

图 34：人民币汇率走势

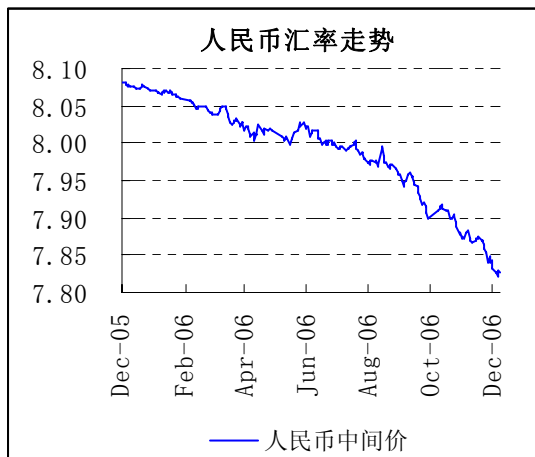
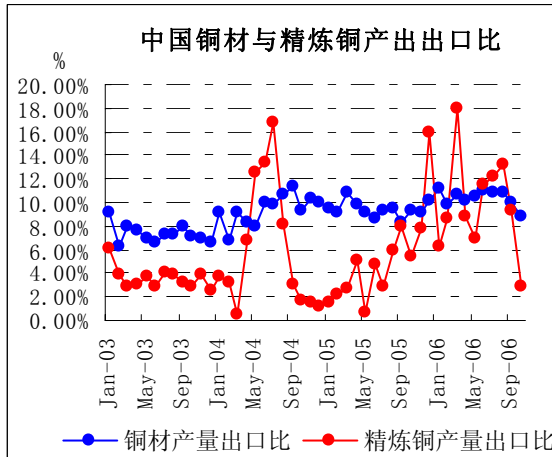


图 35：中国铜材与精炼铜产出出口比



资料来源：首创研发、中国人民银行、中国海关

综上，尽管存在诸多进口利好支撑，但笔者仍认为随着中国自给铜产量的持续增加、消费结构的进一步优化、以及废旧铜再生、替代品技术的普遍应用，中国对于精炼铜进口需求的依赖，中长期将有所减弱，很难恢复到前两年涨势强劲的状况。五矿公司预计 2007 年中国精炼铜进口将达到 100 万吨，低于 2005 年 122 万吨的进口量。

4、2006 年中国加强了铜进出口政策方面的调控导向

为了抑制我国铜产品出口，以首要满足内需为主，自 2005 年 1 月 1 日起，我国将精炼铜出口关税税率由零上调至 5%，拉开了进出口政策调控的序幕。

2006 年我国加大了对铜进出口政策的调控力度：

首先，七部委联合发布了“关于控制高耗能、高污染、资源性产品出口有关措施的通知”，决定从 2006 年 1 月 1 日起正式将进口废铜或铜精矿，出口未锻轧铜列入加工贸易禁止目录，并不再审批新的加工贸易合同。同时，商务部决定对铜精矿实行自动进口许可管理，加强原材料管制力度。

其次，针对精炼铜及铜材出口，我国将关税调控的密度升级。2006 年 4 月 10 日，精炼铜及铜合金的出口税率由 5% 上调至 10%，铜材的出口税率由零调至 10%。9 月 15 日取消了精炼铜、铜合金和铜及铜合金粉末的出口退税；并将其它所有铜加工材和铜制品的出口退税率由 13% 一律下调至 5%。11 月 1 日继续将铜、镍、电解铝等 11 项有色金属产品的出口关税税率再次上调到 15%，上调幅度之大令人“措手不及”。

最后，就其影响看，由于我国精炼铜出口量占国内产量和消费量的比例并不大，尽管今年精炼铜出口大幅上升，但笔者认为这主要与国储在 LME 建立的空头寸被动交割有关，有人估计这部分出口在 6 万吨。因此加工贸易的取消，一般贸易盈利空间上的压缩，很难对我国中长期整体铜供需格局造成大的影响。而对于铜材，由于并未堵死来料加工贸易，铜加工行业每年 50 万吨以上的铜材出口都是依靠加工贸易手册完成的，因此尽管通过一般贸易方式的盈利机率为大幅缩减，但加工企业仍能选择按照加工贸易手册免税进口电解铜的方式完成出口。虽然有传闻称，国家将有可能禁止各类铜材的加工贸易，对铜材出口形成实质性的“钳制”。但就我国铜材产能高速扩张的趋势看，以铜管为例，一旦出口缩紧，意味着近一半的产量将难以在国内消化。因而有色金属行业对铜材加工贸易的取消持缓行态度。而针对铜管、铜箔这类附加值高、有竞争优势的个别铜材品种，有人建议可将其税号独立出来。

图 36：中国精炼铜进出口对比

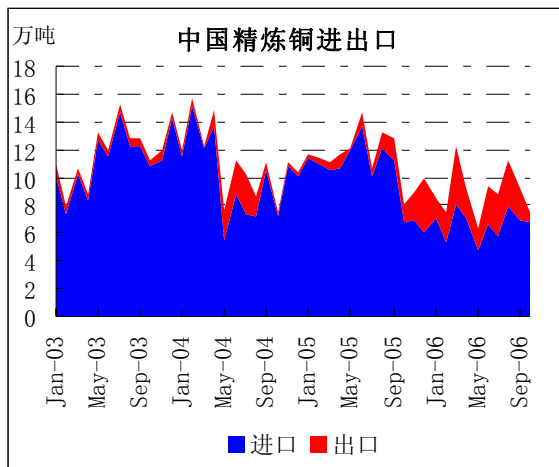
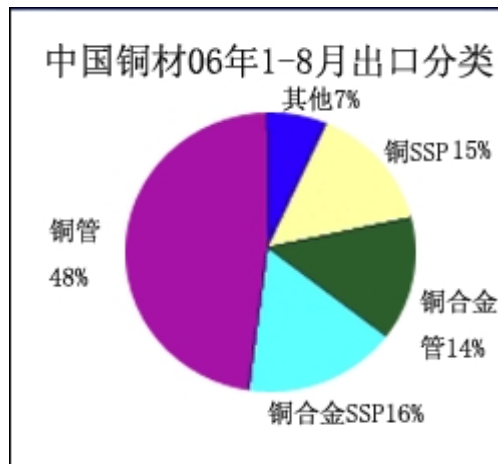


图 37：中国铜材 06 年 1-8 月出口分类



资料来源：CRU、首创期货、中国海关

五、库存及升贴水因素：临近 2006 年年末“低库存，高升水” 的格局被打破

伦敦库存自 2002 年 5 月上旬从接近 100 万吨历史最高水平开始下滑以来，2005 年 7 月曾最低探至 2.55 万吨，达近 30 年最低水平。伴随着库存走势的急转直下，LME0-3 月期铜升水随之走高，2005 年夏季升水创下了 245 美元交易高点。“低库存，高升水” 的格局对奠定此番牛市基础功不可没。然而就在 2006 年，特别是 9 月以来随着欧美库存的大幅走升，0-3 月期升水随之承压；至 10 月末开始出现了持续贴水的状态。“低库存，高升水” 的格局被打破，成为中期期铜弱势震荡下难以摆脱的“隐忧”。

首先，“低库存，高升水” 格局打破的背后，内外盘库存升水呈现差异。

2006 年三大交易所总库存存量并不符合季节性消费特点。总存量分别在旺季 3 月以及 10 月出现走升，超过 20 万吨。而在需求低迷的夏季，库存总量反而萎靡至年内低点 15 万吨附近。整体看，三大交易所总库存由 2005 年底的 15 万吨，上行至 2006 年 12 月中旬近 23 万吨的水平。对比 2005 年 1-12 月中旬周均库存 12 万吨左右的水平，2006 年的周均库存已接近 17.5 万吨。

就结构分析，LME 库存趋势与 COMEX 相近，与上海库存大体相悖。具体看，沪铜在 6 月下旬曾达 65919 吨年内高点；近乎同时，7 月份 LME 与 COMEX 库存相继创下了 91575 吨、7796 吨的年内低点。进入 9 月后，随着第四季度旺季消费的临近，三者差异更为显著。首先，沪铜很好的显现了旺季消费特点，库存自 8 月持续下滑，四个月降幅达 49%；12 月 1 日 2.2 万吨的水平更是自 2004 年九月末以来的最低值。而 COMEX 库存与其截然相反，相同时间内，存量由 6756 吨大幅走升至 32196 吨，升幅达 376%！伦敦库存受旗下欧美区仓库大幅上扬影响，自 8 月中旬起走升 43%，涨幅近 7 万吨，总存量在短时期内突破 17 万吨达 04 年 4 月以来高点。

图 38：三大交易所库存变化

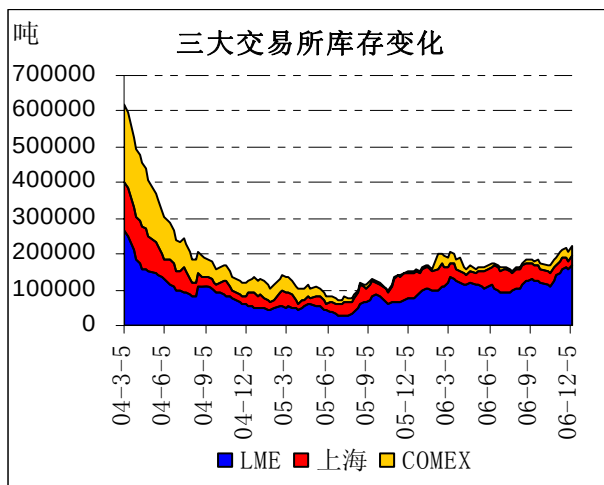
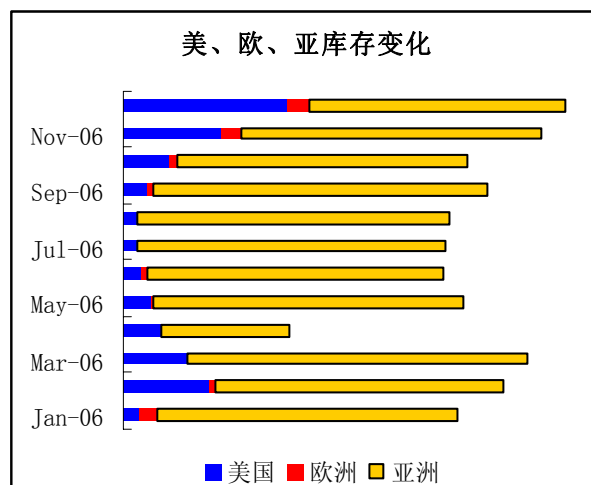


图 39：美、欧、亚库存变化



资料来源：首创期货、LME、COMEX、上海期货交易所（注：美国库存包括 LME 美国仓库以及 COMEX、欧洲仅指 LME 欧洲仓库、亚洲包括 LME 亚洲仓库及上海库存）

就库存区域分析，结合内外盘升贴水表现笔者着力分析库存差异产生的原因：

其一，欧美库存上半年基本显现旺季消费特征。进入夏季，美国在第一季度 GDP 增幅 5.6% 以及诸多工业指标的强劲带动下需求能够得到保证。同样，在经济复苏的背景下，欧洲的需求同样看好，ICSG 预计欧洲 2006 年需求可呈 13.6% 的增幅。因此欧美库存在淡季中并未出现回升。

其二，美国库存在第四季度的大幅走升印证了美国房地产市场跌势明显、制造业状况临近萎靡的现状。新屋开工率跌至 6 年新低，以及 ISM 供应指数三年半以来首次低于荣枯线，严重抑制了美

国的精炼铜需求，库存因而快速走升。8 月以来美国整体存量上幅近 8 万吨！

其三，亚洲区库存特别是沪铜库存的变化与国储抛铜联系紧密。今年 1-8 月由于国储相继在市场上抛售了近 20 万吨的铜库存，对我国现货消费产生抑制作用，国内出现了旺季不旺的局面。上半年，华通现货与沪铜当月价差多呈 500-1000 元贴水状态，进出口比价的无力回升，令我国表观需求在精炼铜走低的带动下大幅下滑。

其四，在中国精炼铜显著趋软的背景下，欧洲由于强劲的需求以及上半年较高的现货升水，吸引了贸易商的关注，到港铜的增加缓解了欧洲较为紧张的供求形势，库存在第四季度开始走升。特别是临近西方圣诞节，由于假期前后的供应多已通过长期合同加以保障，因此现货需求的降低，进一步支撑了库存的增势。而因 LME 欧美仓库增幅迅速，LME0-3 月基差持续维持贴水状态。现货升水也大不如前，在鹿特丹交货的 A 级阴极铜升水已由 10 月的 140 美元/吨迅速跌至 40-60 美元/吨。

其五，第四季度的中国需求，由于国储抛铜结束、现货走势转强，以及旺季消费影响，在精炼铜未明显改观的情境下，沪铜库存以及亚洲区库存呈现下滑。

笔者认为，2007 年第一季度，随着国内进口比价的回升以及欧洲出现的现货低升水，贸易商很有可能重新启动中国的精炼铜进口生意。届时，国内库存可能出现回复，但面临旺季消费，回复的程度料将有限。而欧洲消费者在圣诞节长假结束之后也将陆续重返市场，铜库存同样在第一季度上行的空间较为有限。美国是造成 2006 年年底精炼铜库存大幅走高的重要原因，出于宏观考虑，若美国经济能够平稳实现“软着陆”，那么其铜库存大幅走升的趋势有望得到缓解，应着重跟踪美国相关的经济数据。

图 40: LME0-3 月升贴水与三月期铜

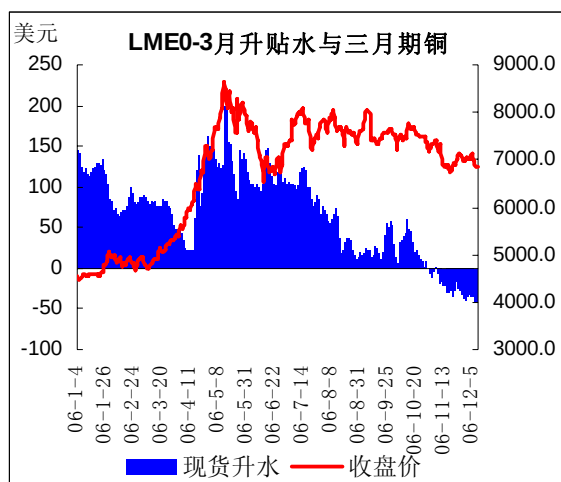
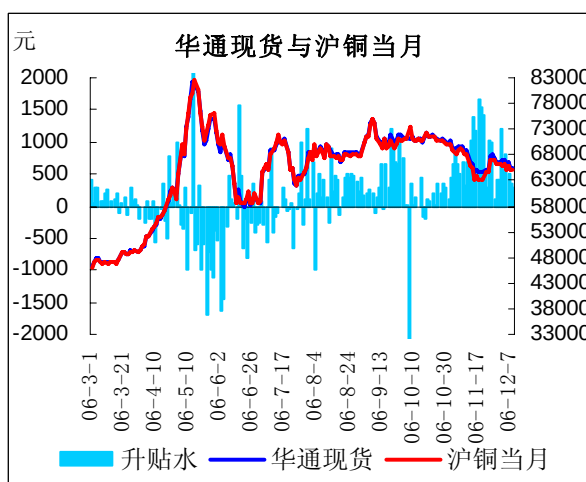


图 41: 华通现货与沪铜当月



资料来源：首创研发、LME、上海期货交易所、上海华通

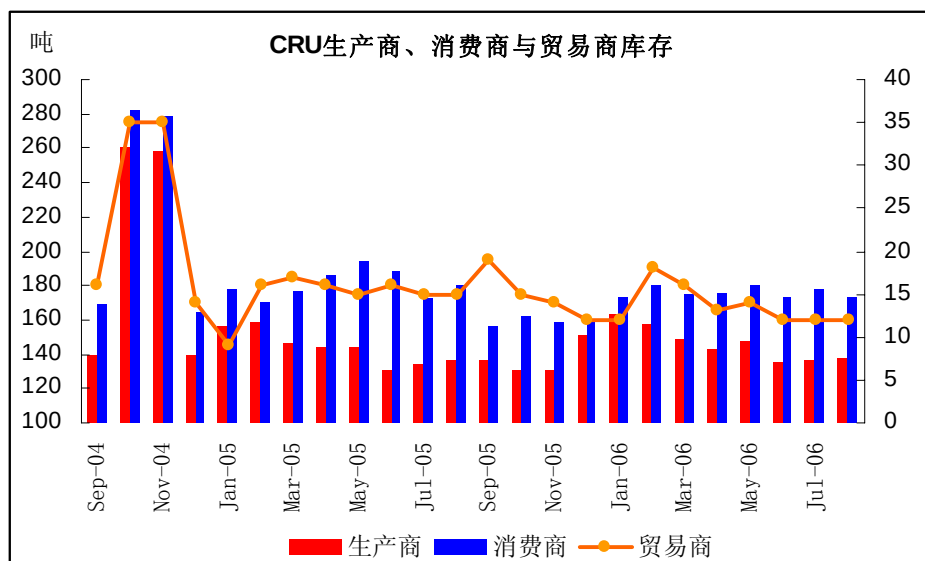
其次，生产商、消费商与贸易商的库存表现

根据 CRU 最新公布的全球精炼铜库存数据可见，截至 2006 年 8 月，全球精炼铜市场生产商、消费商与贸易商库存总和仍处低水平，较 2005 年 11 月的 30.2 万吨，增幅 6.2%至 32.2 万吨。

具体看，贸易商库存继续偏弱，上半年铜价巨幅波动的进出口风险、以及中期铜市弱势震荡的格局，不得不另敢于承担风险的贸易商们加快精炼铜进出口的时效。生产商库存同样趋软，较今年年初下滑了 2.6 万吨，2006 年大幅走升的铜价刺激了生产商们的清库行为，出于销售利润的考虑、以及弱势震荡的预期，精炼铜生产商正力图以最有利的价格完成销售。而消费商同贸易商相近，出于价格跌价考虑，消费商尽力削减手中的库存，2006 年 8 月已较 2005 年同期下滑了 9000 吨。笔者认为 2007 年出于铜价弱势震荡的考虑，消费商库存可能有所上升，贸易商与生产者库存仍将以以下

滑为主。

图 42: CRU 生产商、消费商与贸易商库存



资料来源: 首创研发、CRU

最后，无论是交易所库存还是行业库存，必须承认其仍是处于历史低位的，因此并不排除库存因素仍将可能为阶段性的价格反弹提供基础。但就首创期货 2005 年期铜年报中的观点：“通过分析历史顶部及市场特征做出了库存至少升至 15 万吨以上方可在很大程度上影响人们对于铜牛行情的判断”。笔者认为，自 05 年下半年交易所库存就已呈上行局面，而当前“高库存，低升水”的格局已经打破，在供给增速稳定，特别是在宏观环境趋紧，两大消费国---美国及中国需求趋缓的影响下，库存总存量仍将保持向上趋势。但鉴于铜精矿瓶颈可能对精炼铜产量形成的抑制，供需趋向平衡，因此库存整体水平料将以缓慢上行为主。

六、投机因素:

持仓量的变动，特别是投机力量的变动能够较好的反应市场人气，对价格起助涨助跌的作用。针对持仓因素，LME 市场、沪铜市场主要围绕总持仓回顾；而 COMEX 市场主要围绕 CFTC 非商业持仓数据加以分析。

1、LME 持仓: 上半年的火热、下半年的谨慎;

1) 上半年，投机成分的上升，造就了铜市疯狂的上涨与深度的回调。2005 年底投机力量因“刘其兵”事件刺激，大举介入期铜市场；3、4 月份在墨西哥集团持续罢工的影响下，增仓不断。配合着第一季度美国 5.6% 的 GDP 高增长率，以及周边市场营造的良好氛围，LME 总持仓于 4 月 6 日创下 25.68 万手年内第一高点。

在投机力量的带动下，LME 铜价格日波幅迅速放大，超过 200 美元的日波动变得稀疏平常，整个 5 月价格波动都保持在 600 元以上，市场风险快速积聚。2006 年 5 月三大交易所出于风险考虑，纷纷上调了交易保证金。就效果看，抑制投机的作用不是很突出。价格在投机力量的获利回吐下继续频创新高，再次吸引了买盘入场，铜价于 5 月 11 日触下了 8790 美元记录高位，持仓水平也达到了今年以来的第二高点 25.23 万手。而随着宏观紧缩氛围的趋紧、中国需求的下滑、供求形势趋于过剩，5 月下旬引致买盘纷纷离场，一个月的时间里，价格出现了近 20% 的宽幅回调。

图 43: LME 期铜持仓与价格

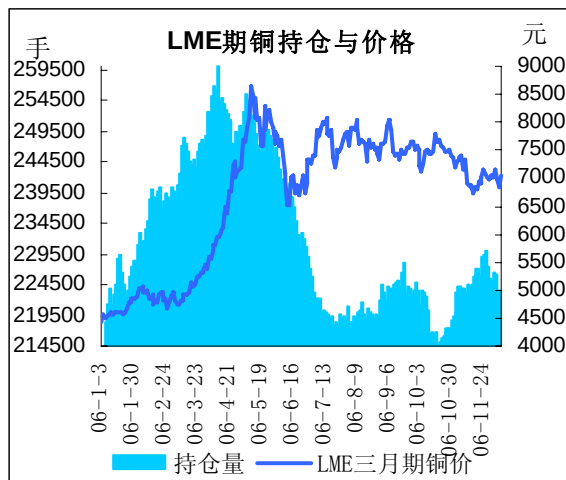
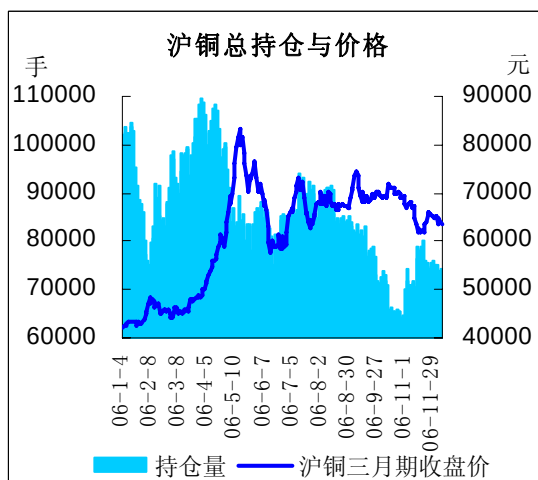
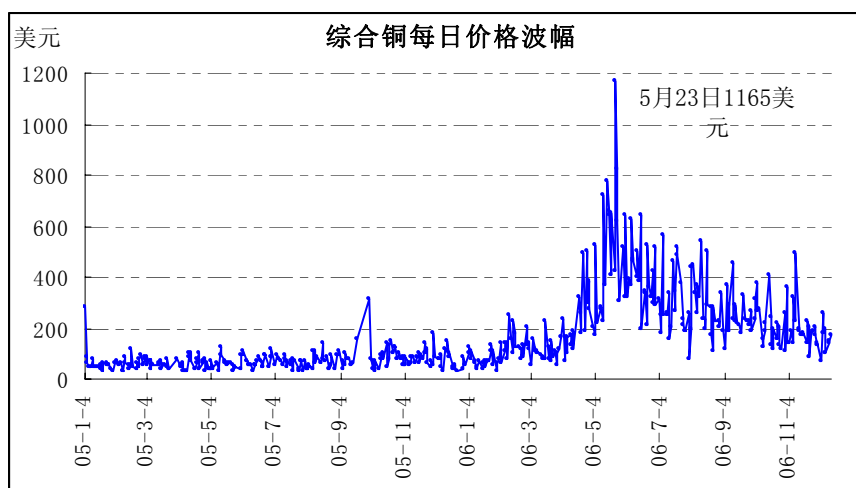


图 44: 沪铜总持仓与价格



资料来源：首创期货、LME、上期所

图 45: 综合铜每日价格波幅



资料来源：首创期货、富远行情

表 6: 三大交易所保证金调整

LME	5 月 5 日、5 月 18 日不到一个月时间两次上调保证金，将铜的保证金水平由 14575 上调至 25000 美元，上调幅度高达 71%。
COMEX	紧跟 LME 步伐，同样在 5 月一周内连续上调两次保证金。近月合约保证金调升 20%，远月合约调升 25%。
上海	自 5 月 25 日起，将期货合约交易保证金比例由 7%调升至 9%； 自 11 月 1 日起，又将期货合约交易保证金比例由 9%调降至 6%，

资料来源：首创研发

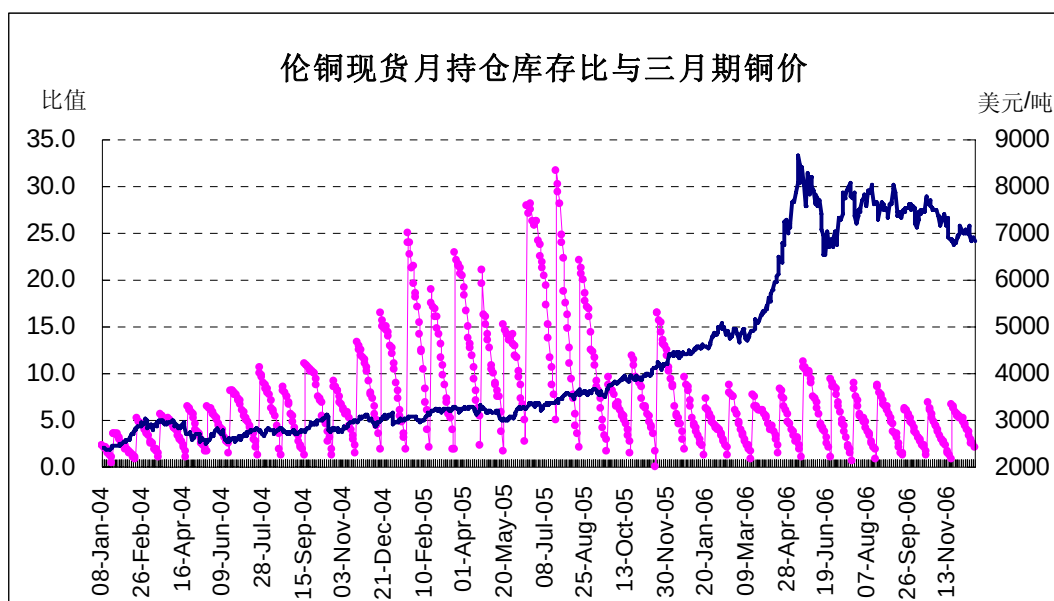
2) 下半年，价格走势呈中期弱势震荡，持仓量基本稳定在 22 万手较高水平。基金正处在选择方向、审视市场的阶段，持仓趋于谨慎。就参与商品市场的基金种类划分：全球宏观对冲基金主要依据品种基本面分析长时间介入市场，可能做多也可能做空；商品指数基金虽然只能被动做多，但同样可以借助基本面分析主动改变商品配置结构；而商品交易顾问（CTA 基金）主要以技术分析为

主。

基本面看，基金重点关注的全球经济、通胀形势、周边市场以及伦敦“低库存、高升水”的局面正在发生改变，而铜精矿瓶颈、中国需求预期可能出现的回复，令基金看法“陷入两难”，尚未形成足以打破市场格局的单边力量。

技术面看，伦铜半年来的弱势震荡引致基金主要以区间交投为主。而逼仓条件大不如前，对基金做多意愿也有所压制。通过 LME 期铜现货月合约与伦铜库存进行的比较，可以发现其比值高点一般都在 10 以上，2004 年中旬至 2005 年 11 月该比值大多稳定在 10 以上，为逼仓操作提供了条件。但 2006 年下半年，随着库存的走升以及基金持仓量的相对下滑，引发逼仓的条件大不如前。不过鉴于库存处于历史低位、总持仓徘徊在较高水平，2007 年特别是旺季还将有可能形成阶段性的逼仓环境。

图 46：伦敦现货月持库存与三月期铜价



资料来源：首创期货、LME

2、CFTC 基金持仓: 净持仓方向转折的一年

CFTC 非商业头寸显示，2006 年是基金净持仓转折的一年。就投机资金总量看，走势基本上与伦铜持仓类似。就非商业基金净持仓看，其走势大体与 LME 库存呈反向关系。自 2005 年 7 月库存降至 2.55 万吨低位至今，库存走势呈缓慢回升状态。而 COMEX 非商业基金净多头寸却自 2.27 万手逐步减持，至 2006 年 2 月 21 日基金持仓近 3 年来首次出现小幅净空。特别是进入 4 月，LME 铜价在加速冲高的趋势下，基金持仓仍显净空，表明了铜价的冲高上涨与基金多头的获利回吐有关。下半年伴随着行情弱势震荡的格局，净空持仓缓慢扩张。10 月底在库存水平持续走升的带动下，净空持仓扩张加速，截至 12 月初已快速突破 1.7 万手十年净空记录。

单就 CFTC 期铜近十年来多空持仓比例看，当前 1.7 万余手的净空量已创下基金空头总持仓比例新高，达 46.8%，且仍呈上升趋势。宏观环境趋软以及美国、中国需求的下滑、库存的上升已经令基金持空的意愿增加。

图 47: CFTC 期铜多空持仓结构

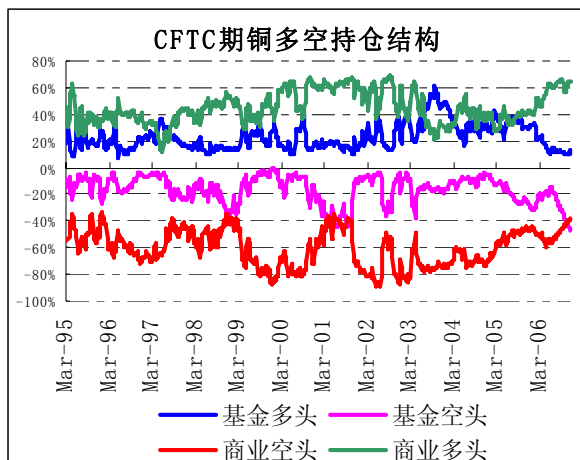
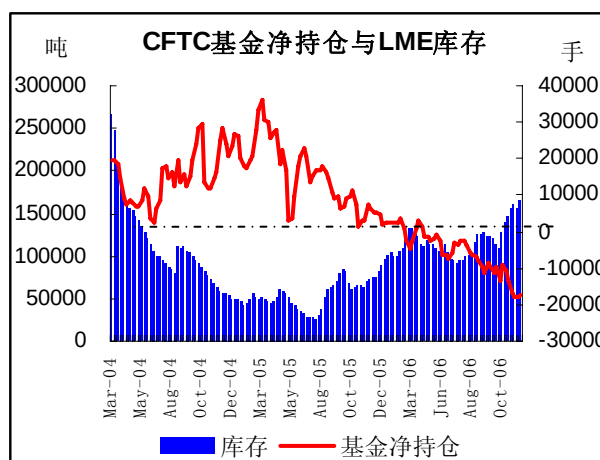
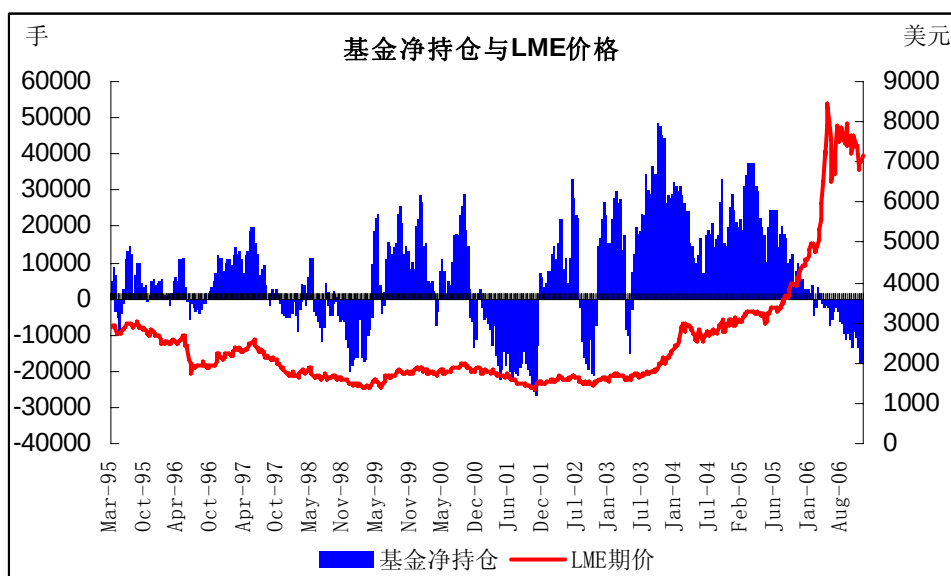


图 48: CFTC 净持仓与 LME 库存



资料来源：首创期货、COMEX、LME

图 49: CFTC 期铜多空持仓结构



资料来源：首创研发、CFTC、LME

然而尽管投机力量趋弱，但“物极必反”，如果空头力量主动回补也将成为价格出现反弹的契机。回顾历史，基金多头总持仓比峰值是在 2003 年 10 月 21 日创下的 58.9%。而十年来，基金空头占总持仓比接近 40% 的曾有 4 个相对时段；净空头寸最大值产生在 2001 年 11 月 6 日的 26.77 万手。纵观前几次净空重持仓，其从净空最大值转为净多的速度相当快。具体看，笔者认为 1999 年与 2002 年较为类似，净空持仓的转折，主要以空头回补为主动力，价格增幅与同时段多头介入的积极性相关。2003 年的那次是时间最短的，净空持仓的转折主要以买盘力量主导。而 2001 年的净空时间段是最长的，在 10 个多月的时间里净空头寸逐步加码创下记录，但就净空持仓的转折，短短三周空头主动回补的速度，短时间内价格反弹的幅度之大，确实值得警惕！对比今日的现状，净空持仓的逐步扩大也已经历了 8 个月，1.7 万手的回吐力量不容忽视。

表 7: 净空峰值对比

	日期	净空峰值	日期	首次净多	空头变化	多头变化	净持仓变化	价格区间	价格增幅
1	99-3-2	-17617	99-4-20	+9711	-70.8%	+60%	155%	1398.5-1533	9.6%
2	01-11-6	-26777	01-11-27	+543	-76%	-23.3%	102%	1363-1546	13.4%
3	02-10-1	-21487	02-10-29	+5160	-70.7%	+8.99%	124%	1475-1539	4.3%
4	03-5-6	-15276	03-5-20	+7692	-55%	+78%	150%	1595-1673	4.8%

资料来源：首创研发、CFTC

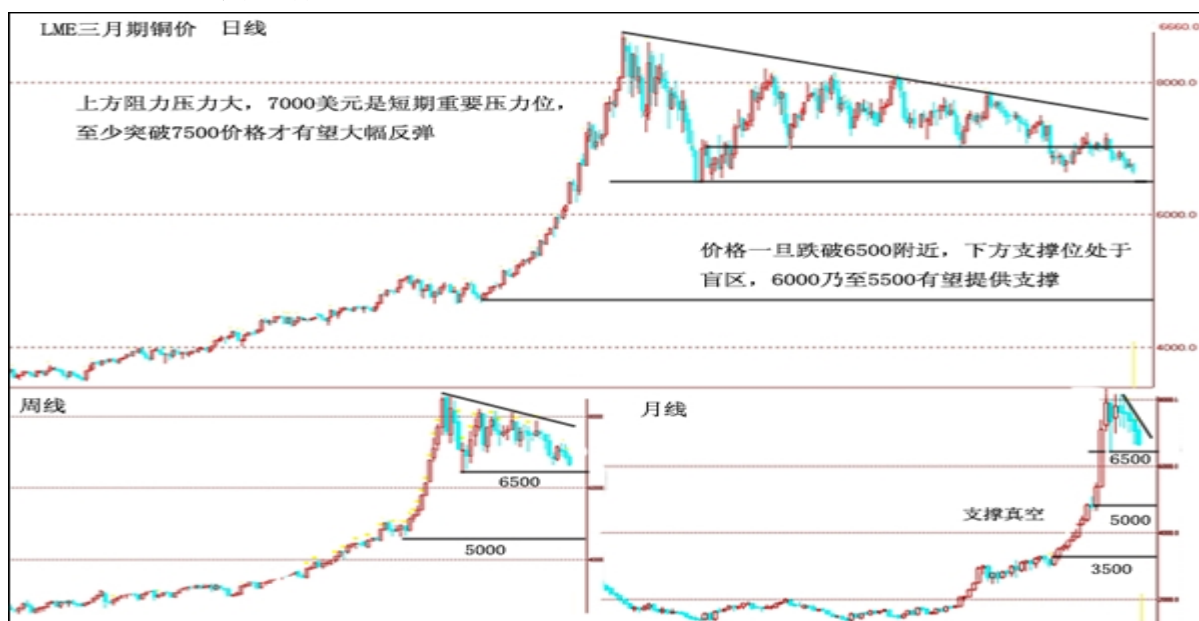
不过，如果对净多头寸进行分析，也不难发现 03 年 10 月以前净多转为净空同样在短时间内给价格带来了压力。但 2003 年 2 月至今巨幅净多头寸的转换并不突兀，它经历了 3 年来逐步从量变到质变的过程。笔者认为，基金参与者近年来的壮大，以及其更为关注宏观基本面发展的态势决定了操作手法上的稳健。例如基金净持仓与 LME 库存相关度的表现就是一个很好的例子。因此笔者认为，此番净空持仓的转折也将经历一个过程，这个过程同样需要基金自身对于期铜宏观基本面的判断把握。以笔者的理解，像全球增长、供需平衡因素是基金操作中长期把握的方向，但类似库存、升贴水、局部产量受损等都可能成为短期基金加减码的考虑范畴。

最后，尽管 CFTC 净空头寸增加的意愿较为明显，但由于 COMEX 市场容量小，也仅能为投资者提供参考。目前，期铜基本面上的诸多不确定因素，使得 LME 持仓尚未形成足以打破市场格局的单边力量。

七、技术分析

LME 三月期铜价单从技术层面上讲，已然偏弱，近期 6500 美元成为关键价位，一旦突破，价格的支撑处于真空。从反弹阻力讲，7000 美元将首先成为多空双方争夺的焦点，只有突破 7500 美元方能形成较为有力的上冲。笔者认为，2007 年铜价很可能仍呈弱势震荡的态势，投机力量注意区间交投，5500 美元有望成为明年的主要交投区间。但如果出现极致，年内低点也将下探到 5000 美元，甚至 4500 美元。

图 50: LME 三月期铜价日线



资料来源：首创研发、文华财经

三、后市展望：

2007 年受美国经济疲软的不利拖累，全球经济增长面临放缓风险，因此此波牛市一直强劲的宏观经济基础正在发生改变，整个工业品需求将在成长趋缓的带动下受到抑制。周边提振作用的衰减，将令工业品市场侧重向基本面回归。

就供求形势看，预计 2007 年在产量与消费皆有压制的气氛下，仍将呈现温和的紧平衡状态。供给上，铜精矿瓶颈的加剧将继续对精炼铜产量造成压制。而需求上，中国消费的回复以及补库需要料将成为市场预期的焦点，特别是在铜价弱势震荡的情境下，更易吸引低价位买盘的隐现。但笔者对于增长受限下的低价位回复持谨慎态度，需求的增长料将有限。

库存方面，当前“高库存，低升水”的格局已经打破，在供给增速稳定，特别是在宏观环境趋紧，两大消费国---美国及中国需求趋缓的影响下，库存总存量仍将保持向上趋势。但鉴于铜精矿瓶颈可能对精炼铜产量形成抑制，供需趋向紧平衡，因此库存整体水平料将以缓慢上行为主。

基金操作上，其重点关注的全球经济、通胀形势、周边市场以及伦敦“低库存、高升水”的局面正在发生改变，而铜精矿瓶颈、中国需求预期可能出现的回复，令基金看法“陷入两难”，尚未形成足以打破市场格局的单边力量。CFTC 基金净持仓已经出现了转折。

最后技术上，价格已然偏弱，近期 6500 美元成为关键价位，一旦突破，价格的支撑处于真空。5500 美元有望提供支撑。但如果出现极致，年内低点也将下探到 5000 美元，甚至 4500 美元。笔者认为，因供需紧平衡的状态，价格出现“跳水”性下滑的可能性并不大，弱市震荡仍将是 2007 年价格走势的主基调，就其震荡区间笔者看好 5500 美元，虽然该价位较 2006 年创下的 8790 美元相差甚远，但从历史水平考量，仍然处在高位。

本资料仅供参考，望您谨慎交易

联系我们：

首创期货：电话：01084973088-3126

网址：www.scqh.com.cn

邮箱：x_jing0723@126.com

地址：朝阳区北辰东路 8 号亚运村 1 号门

邮编：100101