

牛熊转换路漫漫

——2005 年铜市展望

东航期货研发部 虞立戎

一、宏观经济环境

1、全球经济环境

2004 年全球经济呈现强劲增长势头，经济增长率预计将达到 5%，是过去 20 年来的最高纪录。2005 年世界经济增长将有所放缓，但仍能保持适中速度。国际货币基金组织 2004 年 9 月发布的报告预测，2005 年世界经济的增长速度将为 4.3%，比 2004 年略低 0.7 个百分点，但仍高于 2000~2003 年 3.5% 的平均增长速度。三大经济体的基本增长态势也不会发生根本性的变化。

表 1 麦格理银行对全球主要工业生产的预测

	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E	2007E
西欧	4.5	-0.2	-0.4	0.5	2.0	2.3	2.5	2.0
东欧	11.1	2.7	2.2	7.3	6.0	4.0	4.0	3.5
欧洲	4.8	-0.1	-0.3	0.8	2.2	2.4	2.6	2.1
日本	5.2	-6.5	-1.3	3.3	7.0	3.0	2.0	1.5
中国	11.3	9.6	12.8	16.4	17.0	12.0	8.0	7.0
亚洲	8.2	-2.8	3.2	6.3	8.9	5.7	3.9	3.4
美国	4.4	-3.4	-0.6	0.3	4.5	3.5	2.5	2.0
北美	4.7	-3.4	-0.4	0.3	4.4	3.4	2.6	2.1
拉美	4.5	-1.0	-1.6	3.5	8.5	5.0	3.0	3.0
全球	5.6	-1.9	0.7	2.2	5.1	3.9	3.0	2.6
OECD	5.4	-2.2	0.1	1.2	4.2	3.3	2.6	2.3

经济波动周期方面，此轮增长周期的高点已经在 2004 年出现，2005 年将是世界经济软着陆的一年。全球的通货膨胀是 2005 年世界经济的最大威胁。其次，美元贬值、石油价格、运输费用、原材料成本仍然是全球关注的焦点问题。

2、美国经济：

自从 2004 年 6 月 30 日美联储宣布加息 0.25 个基点，这是自 2001 年“9.11”以来的首次加息，标志着美国进入新一轮加息周期。格林斯潘表示，今后一段时间内，将继续采取谨慎稳妥的加息步骤以抑制通胀。美国加息说明了美国经济的走势良好，可以看出乐观情绪。

导致美国经济增长步伐放缓的因素可归纳为“两高一低”：油价高企和动荡，推低收入，令需求转弱；日益庞大的贸易和经常帐赤字令人忧虑；美元继续走低。高油价、巨额赤字和美元贬值可能影响 2005 年美国经济增长进程。

3、欧洲经济

欧元区经济在 2004 年迎来了难得的增长。据欧盟委员会预计，2004 年欧元区的经济增长率将达到 2.1%。不过，在高油价和欧元升值的双重打击下，2004 年下半年欧元区的经济增长已经出现疲态，2005 年经济加速增长的预期也变得难以实现。欧盟委员会在最新发表

的经济预测报告中已经将其对 2005 年欧元区经济增长率的预测由 2.3%降为 2.0%。总的看来，欧元区经济 2005 年仍将延续目前缓慢增长的局面，而油价和欧元汇率的走向仍将是最大的变数。

4、日本经济

2003 年在出口大幅增长(尤其是对中国的出口)拉动下，经济迅速回升，终于走出了多年低迷不振的泥潭。2003 年四季度 GDP 按年率增长 7%，为 13 年多来增幅最大的一季。2004 年以来，消费者信心指数以及第三产业——服务业呈现良好的增长态势。

5、中国经济

2004 年的中国经济仍然呈现出过热态势，虽然政府出台了一系列政策降温。但是，由于经济增长的强大惯性和政策博弈情况的存在，无论从经济增长率、还是固定资产投资增长率角度来看，中国经济尚未完全着陆，而调控效果很可能在 2005 年才开始显现。2005 年经济的不确定因素主要是，可能在 2005 年改变现行汇率制度，可能步入新一轮加息周期。

总的来说，2005 年我国经济发展仍然面临良好的国际国内环境，中国经济仍将保持良好的增长势头，实现 8%或更高一点的经济增长预期目标是有把握的。

二、2005 年铜矿及精铜的供需

2004 年，强劲的消费和备库以及供给在年初的不确定性造成库存大幅度的减少，从全球的需求来看，亚洲的需求继续保持旺盛的态势，这要归功于中国经济的强劲发展，美国的需求也保持旺盛。市场进入求大于供的状态，除了中国需求的剧增和美国需求的大幅回升以外，供给也是铜价走强的一个因素。继 2002 年到 2003 年的计划减产后，一波非计划性的扰乱(以及威胁性的扰乱)出现，诸如事故，罢工和技术困难等，从而引发了对铜的严重忧虑。

1、全球精铜生产与消费

全球铜矿分布与能力

全球铜矿储量约 87%分布在主要十个国家当中，分布极不均衡。未来几年内全球产量增长潜力主要来自智利、印度尼西亚、秘鲁、墨西哥以及美国。

从铜矿的产能统计我们看到，2004 年以后矿山进入逐步扩张的时期，展望 2005 年和 2006 年，几个矿山的扩产已经启动，这将为 2005 年提供 87 万吨铜，进一步为 2006 年提供 75 万吨铜。同时铜精矿加工费用的提高也会激励冶炼厂的扩产。冶炼产品也将相应地增长，在 2005 年和 2006 年增长分别达到 6.3%和 4.5%。

表 2 ICSG：主要铜矿产能 2002-2006 年变化概述(千吨)

公司	所在地	2002	2003	2004	2005E	2006E
BHP BILLITON	Tintaya, Peru	20	56	120	125	125
	Escondida, Chile	761	995	1050	1250	1300
Teck Cominco	Antamina, Peru	331	252	350	350	350
CODELCO	El Teniente, Chile	334	339	450	480	480
Anglo/falconbrige	El Teniente, Chile	373	410	430	450	450
PT Freeport	Grasberg, Indonesia	864	716	560	720	725
总计		3988	4036	4670	5439	5626
同比增长			48	634	769	187
2002 年以来累计增长			48	682	1451	1638

2004 年下半年和 2005 年全年，铜矿供应将进入增长高峰期。2005 年之后，供应增长取决于尚无定数的产能建设项目。不过，考虑到目前的价格，对目前这些产能建设项目的推进

实施应该没有怀疑。

图 1 近两年来铜矿供应量急速攀升

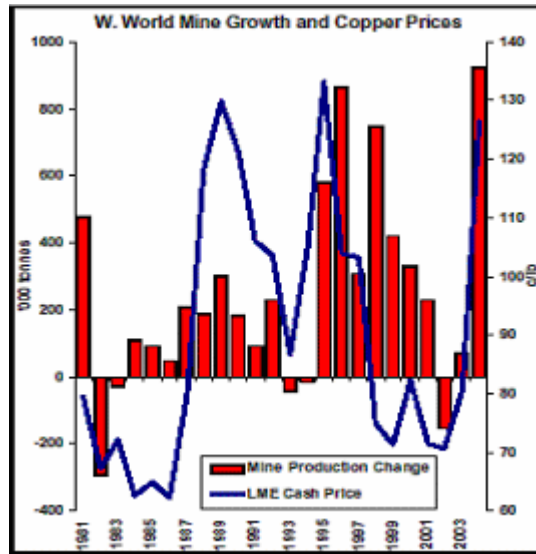
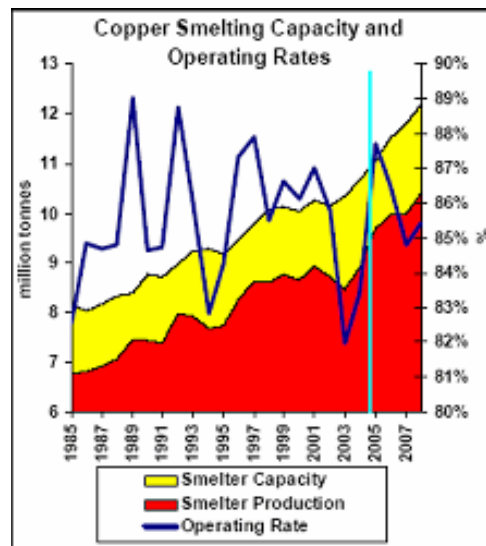


图 2 全球铜冶炼产能与产能利用情况



全球精铜供需平衡情况

表 3 是国际铜研究组 (ICSG) 对全球铜的供给需求平衡分析。显示铜矿产量在 2004 年开始有较大幅度的增长, 预计 2005 年仍将保持较快增长; 精铜消费由于 2004 年全球经济增长拉动也有较大提升, 其中来自中国的消费增长最为明显, 2005 年会有所缓解但仍保持较高的态势。库存方面, 将从 2001 年的 164 万吨, 降至 2004 年的 58 万吨的低点, 预计 2005 年将再创 29 万吨的新低。与此相对应, 现货价格以及现货升水都将保持近年高点附近。

表 3 ICSG: 全球铜供给/需求对应表 (2000-2006) (千吨)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E	00-03	04-06
矿山产量总计	13228	13626	13574	13635	14480	15350	16100		
精铜产量总计	14774	15593	15593	15179	15778	16768	17520		
年同比变化	1.5%	5.5%	5.5%	0.7%	3.9%	6.3%	4.5%	1.1%	4.9%
精铜消耗总计	15134	14903	15151	15550	16408	17058	17575		
年同比变化	5.9%	1.5%	1.7%	2.6%	5.5%	4.0%	3.0%	2.1%	4.2%

平衡	-360	-690	-134	-371	-630	-290	-55		
库存总计	960	1636	1711	1212	582	291	236		

以下是国际著名的铜研究机构巴克莱资本银行（Barclays Capital）、麦格理银行（Macquarie Bank）分别对2005年全球铜的供需平衡的分析结果。

表4 巴克莱资本银行：全球精铜供需平衡表（千吨）

	2002	2003	2004E	2005E	2006E	2007E
消费	14981	15582	16737	17505	18120	18641
同比变化	3.7%	4.0%	7.4%	4.6%	3.5%	2.9%
产量	15075	15186	16053	17228	18278	18936
同比变化	-2.3%	0.7%	5.7%	7.3%	6.1%	3.6%
平衡	94	-396	-684	-277	158	295

表5 麦格理银行：全球精铜供需平衡表（千吨）

	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E
消费	15007	15555	17005	17750	18354	19007
同比变化	0.6%	3.7%	9.3%	4.4%	3.4%	3.6%
生产	15398	15310	16023	17373	18370	19253
同比变化	-1.6%	-0.6%	4.7%	8.4%	5.7%	4.8%
平衡	391	-245	-982	-376	16	245
报告库存	1811	1453	871	545	561	806
LME 现货升水	70.6	80.5	126.4	135.0	110.0	100.0

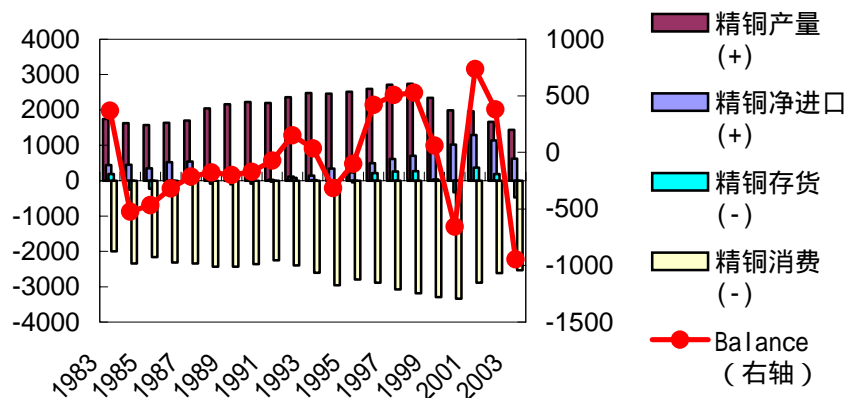
总体来看，2004年全球铜的供应缺口约60万~70万吨，如此大的供应缺口有力地刺激了铜价的上涨。从2004年下半年开始，全球铜精矿产量开始大幅上升，缓解了铜精矿市场供应紧张的局势，也使得铜精矿加工费从历史低谷快速攀升至1997年以来的最高水平。

但由于从铜精矿产量的提升转变到精铜产量的上升需要一定的时间，因此目前全球精铜市场依然处于供应较为紧张的状态，但供应紧张的趋势已经走出低谷。预计2005年还将有更多的铜精矿产量增长，这将有力带动全球精铜产量的上升，供求关系将向平衡方向发展，但仍然会出现一定量的供应缺口。

美国精铜供需平衡情况

从美国的常规判断消费的指标来看，美国对于铜的需求的最旺盛的时期已经过去，但是，美元贬值的持续会不断改善美国的出口状况。从过去几年的情况看，美国精铜的消费在250~300万吨之间，产量在200万吨左右，近几年略有下降，总体供需平衡情况有些偏紧。预计在美国经济增速有所减缓的同时，精铜需求受到一定抑制，有利于供需走向平衡。但一个值得关注的问题是，美国的供需平衡体系远比十几年前脆弱了。

图3 美国精铜供需平衡（1983~2003）（单位：千吨）



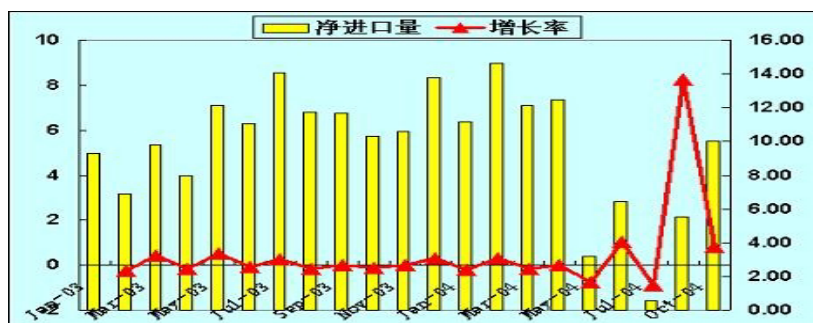
2、中国的精铜需求与消费

我国虽然铜资源贫乏，但却是世界主要的精炼铜生产国之一。按照 CRU 在 2004 年 11 月公布的数据，2003 年世界铜产量 1520 万吨，我国约占世界总产量的 12.1%。中国目前铜冶炼厂年产能估计为 250 万吨之多，至 2007 年计划增加近 40 万吨，总冶炼能力达到 290 万吨以上。

表 6 1990~2003 年中国铜产量 (单位:万吨)

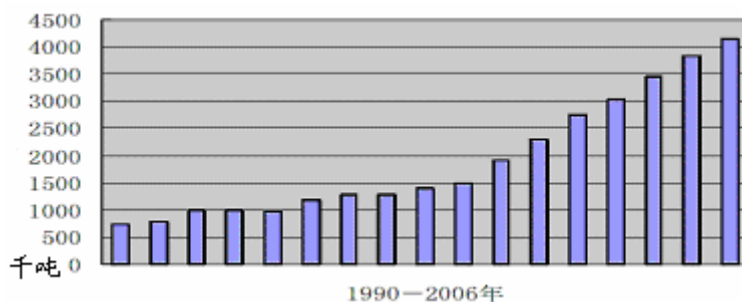
年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
产量	55.9	56.0	65.9	73.0	73.6	108.0	111.9	117.9	115.2	101.1	133.0	142.5	156.0	184.0

图 4 2004 年国内铜的净进口量与增长率



由于受到宏观调控因素的影响，2004 年国内铜的净进口量明显减少，由月进口量 12 万吨左右的正常值降至下半年的 5 万吨/月。2004 年的头四个月份，中国的精铜进口量出现了惊人的 47.8% 涨幅，而二月份的净进口量则创下了历史上月进口量的记录达到 48.36 万吨。与此同时，国内精铜产量同比跃升了 17.6%，这意味着精铜的消费增长在 2004 年头 4 个月达到了 39.3%。虽然在 2004 年 5 月以后的四个月里中国的铜进口量每月平均为 5.03 万吨，但是在中国减少精铜库存的时候，半成品的产量仍然继续增长，但却没有相应的出口增长，这说明中国对铜产品的消费相当强劲。

图 5 中国的铜消费量及预测 (1990~2006 年)



随着国内主要铜冶炼企业普遍经历了一轮改扩建之后，2004 年国内产量出现较大幅度的增长，精铜产量比 2003 年增长了 10%。尽管中国的铜精矿产量已从过去在 55 万~60 万吨左右徘徊的状态中走出，但相对于冶炼产能的增长仍是杯水车薪。因此，2005 年新增的大部分原料需求仍需依赖进口解决。随着国际市场铜精矿供应紧张局势的缓解、加工费的上升，预计今年中国的铜精矿进口环境会有所改善，但要想完全满足国内的产能需求仍有很大难度。

预计 2005 年中国的精铜产量和需求量分别为 220 万吨和 370 万吨，约有 150 万吨的供应缺口需要通过进口来满足（相当于月均 12 万吨的进口量）。

三、铜库存因素

1、低库存：

进入 2004 年以来，基本金属总体面临低工业库存的背景，最明显的是在 LME 市场。预计 2005 年 1 季度全球的需求增长速度仍将超过供给增长速度，并会导致库存水平走向更低，这会推动价格更高，更敏感。只有到了工业生产增长减缓致使供给增长超过需求增长时，才能看到库存开始按照一种相对稳定的水准上升。在这之前，由于消费者抢夺持续缩小的供给量，LME 库存将会降到非常低的水平。

实际上，库存自 1990 年跌破 10 万吨的水平线以来还没有达到过这么低的水平。在 1987~1988 年曾经有过类似的一个下降过程，但是在此之前就要追溯到 70 年代才能找到这么低的位置。自 1970 年有记载的这段历史来看，铜库存的最低记录出现在 1970 年的 9750 吨。

图 6 LME 铜库存与铜价走势对比

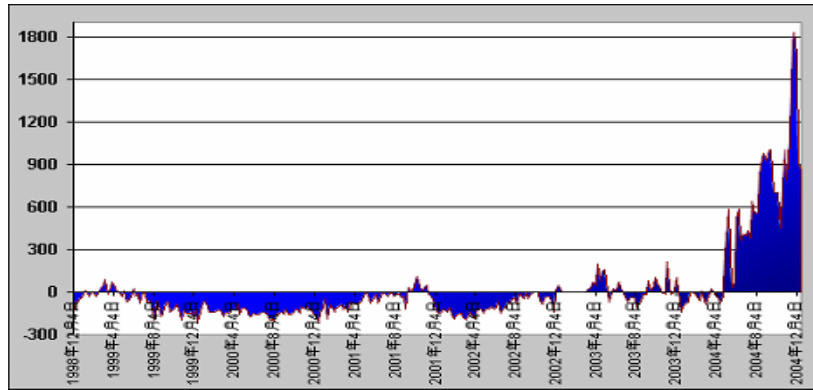


上期所近几年的库存变化波动要比 LME 和 COMEX 大，但是趋势都一样。在 2004 年 9 月底减少到最低的 20493 吨。

2、现货升水：

与低库存相对应的是，现货升水持续走高，2004 年 11 月底沪铜现货月升水更创出 1830 元/吨的历史纪录。

图 7 SHFE 铜现货升水

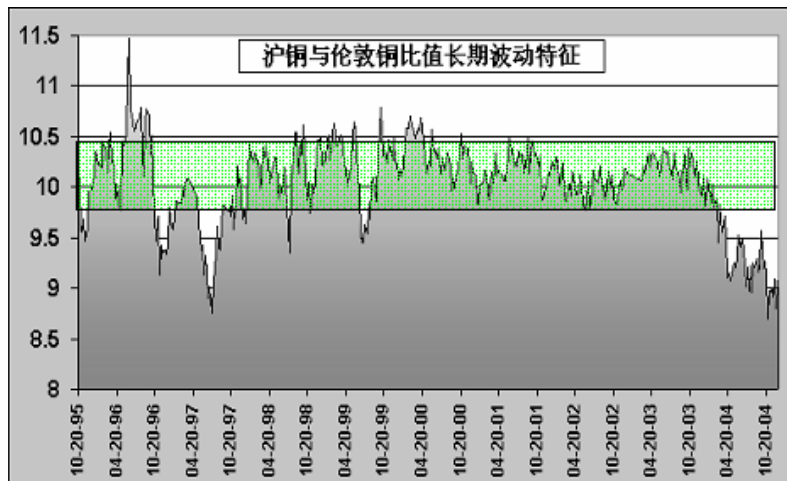


在现货升水的影响下，上海期铜隔月价差也拉升到前所未有的高位，前三个月价差最高曾达 4000 元人民币。在上半年中国实施宏观调控之后，进口得到了抑止，因此 6 月份以后国内消费主要依靠前期的库存，然而这最终未能满足旺盛的需求，现货商不得不竞买有限的精炼铜。而全球铜供应紧张以及逆价差令进口无法保值，导致下半年铜进口量很少。

3、低价关系：

从历史经验来看，国内外三月铜价比值的轴心为 10。自 2004 年 3 月份以来，国内外三月铜价比值出现急剧下滑，而影响铜价比值的主要原因有宏观调控和人民币升值预期。人民币汇率制度改革仍然停留在未来不确定的时间表里面，因此国内铜价比值也是经历了长期近强远弱的过程。随着人民币汇率制度改革时间愈发临近，国内对 LME 铜价比值将趋向平衡，但在此之前国内铜贸易状况依然无法在短期内得到改观，再加上国内现货升水远远高于伦敦市场使得贸易商无法进行保值操作，将严重制约当期铜进口水平。可以预期国内铜供给情况在 2005 年第一季度仍将十分紧张。

图 8 SHFE 与 LME 铜价比值长期波动特征（1995 ~ 2004）



预计在 2005 年上半年，沪铜与伦敦铜远期合约之间的比值将恢复到正常水平，国内市场贸易条件将会有所改观，在国内铜进口数量连续三个月超过 12 万吨的均衡水平之后国内现货供给将有所改善，沪铜市场现货合约高升水的状况也将会逐步消失。

四、基金持仓

尽管由于基金的参与，铜价的涨跌都可能出现过度，但价格的总体趋势是不会违背基本的，从 COMEX 的铜价与非商业性头寸（普遍被认为是基金的投机头寸）变化来看，铜价的涨跌与基金的头寸之间有非常好的相关性。在两年来推高价格的过程中，LME 和 COMEX 铜市一直处于增仓状态，宏观基金作为市场价格的先知先决者和驱动者，无疑是此

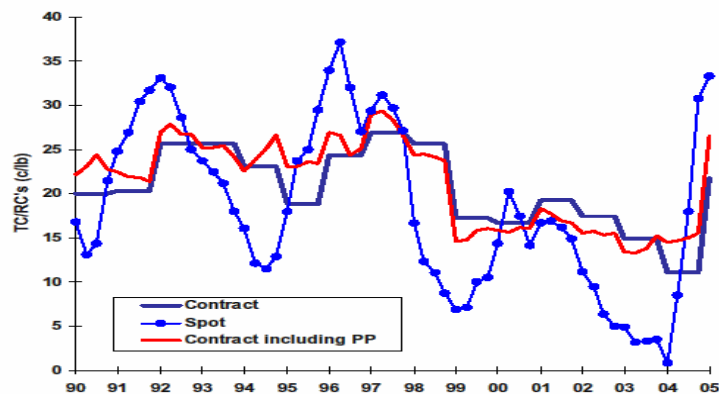
波涨势的始作俑者。

在目前即使排除与汇率相关的基金多头持仓，基金在铜市中的多头持有量仍然很高，商品牛市周期的最终结束从庞大的基金持仓来看，其转换过程显然不可能通过一次暴跌来完成，基金改变做市方向仍需要等待更佳的时间机遇。基本金属需求的高峰从全球角度看已经成为过去，最终铜价会出现回落也是预期之中的，但目前基金总体看多的思路仍然没有改变。长线的基金仍然会利用基本面的因素，将铜价继续维持在高位，吃长期升水为主要获利目的。另外商业性买盘与抛空会不断利用供需失衡，在震荡区内从容操作，能在很大程度上有序地放慢现货销售的节奏。因此，基金多翻空的可能性，在 2005 年第一季度较小。只有供需平衡被打破，铜现货供应跟上的时候，价格趋势才会出现逆转。

五、铜精炼费 TC/RC：

2004 年，铜价处于高价位给铜生产商带来了超额利润，也使得铜矿产量显著增加。虽然生产中中断时有发生，但 2004 年铜精矿市场供大于求的局面已经产生，伴随着现货升水的节节攀升，铜精矿的加工费也在不断的上升，矿山的扩产使得铜精矿供应充足，在 2004 年的一年中，铜精矿的精炼费用在随着价格的上涨也不断的上涨。铜精炼费用的提高预示着 2005 年的铜精炼能力会大幅提高，前期 TC/RC 的增加已经成为铜价下跌的领先指标。

图 9 铜精炼费——1990 年以来的 TC/RC 变化



从以上的相关数据，冶炼能力将会开始扩张，虽然速度不会很快，但是对于未来铜的供应是逐渐由供应严重不足到逐渐平衡，反应在价格上，我们认为会在 2005 年的二季度以后会有库存持续的增加。

六、运输

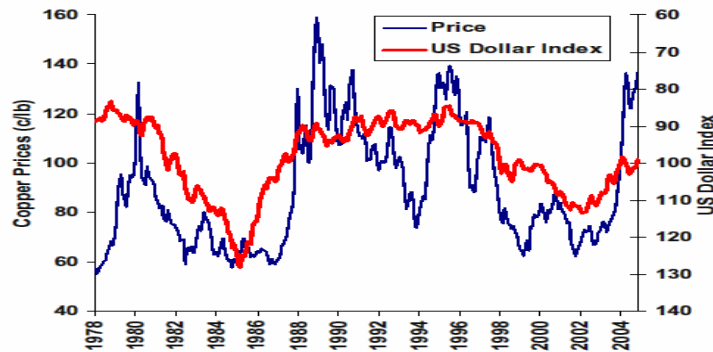
2004 年各地区的铜升水都大幅增长，这和 2004 年原油价格超乎想象的上涨导致海运费大幅增加有关。波罗的海干散货运价指数 (Baltic Dry Index) 是波罗的海国际航运交易所为租船市场上的所有船舶经纪人和货主避免由运价 (或租金率) 波动所致的风险提供的一种保值途径。观察 BDI 指数的变化，可以较为准确的把握运输市场紧张状况。在 2004 年，波罗的海干散货运价指数 BDI 最高突破了历史性的高点 6000 点，之后有所回调。但印度洋海啸牵动全球救援再次引发船期费率的回升，新年度国际市场对原材料 (包括精铜) 的需求也开始回升，海运状况未来仍会趋紧。预计 2005 年全年船运市场均将保持良好势头，而亚洲地区特别是中国的需求强劲将成为主导因素。

中国作为全球第一大铜进口国，由于海运费的回升加大国内精铜进口成本，贸易商在持续几个月进口巨大亏损的情况下，进口精铜兴趣大减，国内现货市场紧张格局不会改变，这将对上海现货市场阴极铜价格形成较大支撑。

七、美元因素

美元是影响铜价的一个重要因素，但不是决定因素。铜价与美元汇率走势息息相关。

图 10 美元指数与 COMEX 铜价关系 (1978 ~ 2004)



美元最近的持续走弱，是与美国近两年来逐步推高的财政赤字和贸易赤字相联系的。布什总统在第一任内就将克林顿打下的每年的 2000 多亿美元的财政盈余一扫而光，同时以每年 4000 多亿美元的速度积累新债。一直以来，双赤字（财政赤字与贸易赤字）就是美国历届政府的难题，现在小布什令双赤字达到了前人无法企及的高度。2004 财年美国的财政赤字将占到 GDP 的 4%，贸易赤字将占到 GDP 的 5%，同时创出历史新高。尽管美元已经大幅贬值，但其对刺激美国出口并未起到明显作用，贸易赤字亦难以出现明显减少。预计在未来相当长的时期内，美国的双赤字将继续呈现双双走高的态势，对美元构成长期的利空影响。

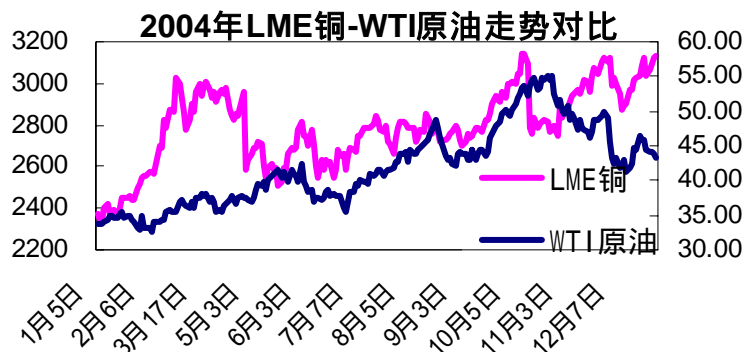
其次，铜价以美元结算，美元贬值增加铜的生产成本，美元贬值会刺激全球精铜需求增加，日本、欧洲是全球主要的精铜消费地区，美元贬值会降低该地区的消费成本，短期内可以刺激消费增加。美元汇率的强弱将影响主要工业国家铜的进口与消费成本，美元兑主要货币的走强将压制相关地区的消费。美元贬值刺激非消费性需求迅速扩张。从成本和消费这两方面来看，美元贬值都会造成铜价的上涨。

2005 年，如果美元继续走弱会使铜价在高价位无法下跌。

八、2005 年原油价格对铜价的影响将会减小

2004 年的四季度，原油价格的暴涨增加了金融机构对原油价格上涨将要带来的通货膨胀的预期，基金这时在铜市重新入市买入，净多由第三季度的 1 万手左右迅速的增加到接近 3 万手持仓。价格也大幅度的上涨，并创出新高。

图 11 WTI 原油和 LME 铜价对比图



单从供需方面看，油价再冲击高点的可能性依然存在，因为目前的供需平衡仍是比较脆弱的，风吹草动都易引发较大波动。这两年地缘政治因素是构成油价上涨的重要因素，这些政治原因和美元贬值极大的激励了基金在原油上作多的兴趣。从美国期货监管机构 (CFTC)

的统计数字中可以看出，从 2003 年三季度开始，非商业持仓一直保持着多头状态，几乎占到整个市场的 30~50%。

中航油事件的爆发，被认为是原油期货牛市结束的信号，随着油价的大幅回落，基金在能源市场的多头已经大幅减仓，但仍应密切关注主力基金的头寸方向。作为通货膨胀风向标的能源价格的下跌，有可能终结大部分商品期货的上涨趋势。

九、后市预测

受全球精铜供应短缺量预期大幅减少的影响，2005 年铜价将从去年的高位回落。但由于市场仍处于少量的供应短缺之中，现货紧张依然，而且库存仍将保持在较低水平，因此如果不出意外的话，回落的幅度将较为缓慢，应该不会出现急剧暴跌的行情，在走势上表现为震荡走低。随着国内供应紧张形势的缓解，为吸引进口铜来满足国内需求，预计今年国内的铜价将会扭转去年持续疲软的状态，沪铜伦铜比价有望升至 10 以上，进一步缓解目前恶劣的铜进口贸易条件。

我们预测：铜价在 2005 年上半年仍有上涨潜力，并可能再次创出新高，下半年随着市场恢复到平衡状态将有所回落，但库存方面依然会相对紧张。