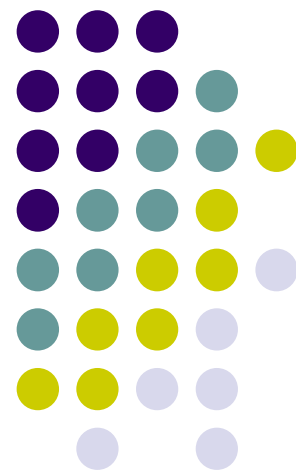


铜价急剧上涨的背景及 未来关注的要点

迈科期货经纪有限公司 沈海华 薛 峰
2006年4月15日 深圳





提纲

- 宏观经济：基础稳固，流动性充足
- 商品牛市：还将继续
- 铜市基本面：低库存背景下的供应担忧
- 市场结构：正在发生较大的演变
- 未来关注的要点



一、宏观经济：

- 全球同步的经济增长：日本、美国、中国和欧洲
- 实际GDP增长率预测
- 工业生产继续保持较快增长
- 货币流动性依旧充足：超额流动性（excess liquidity）
- 有利的人口结构是经济增长的基础

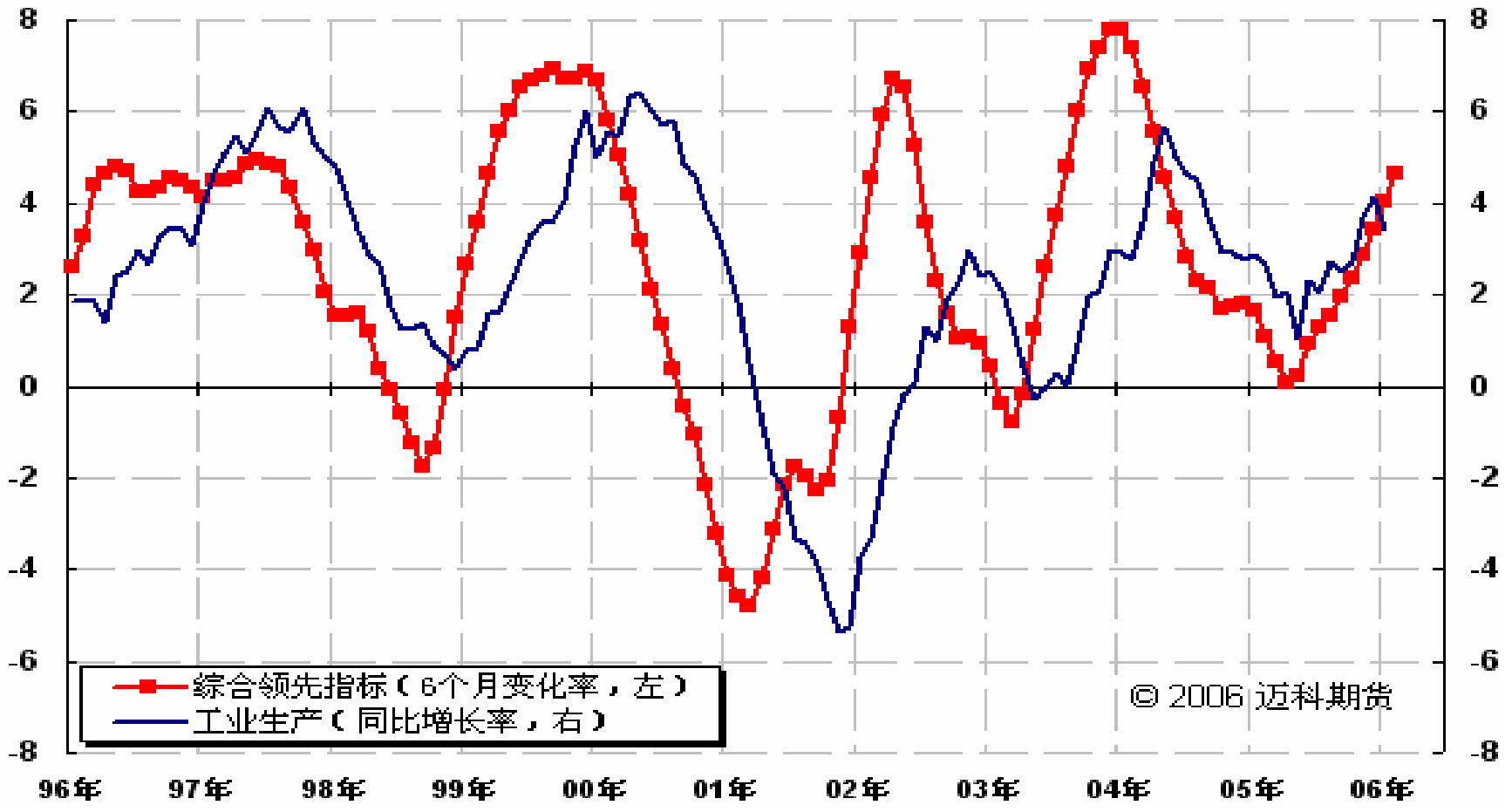


实际GDP增长率预测

(% yoy)	2004	2005	2006 (E)	2007 (E)
中国	10.1	9.9	9.6	9.1
美国	4.2	3.5	3.4	2.6
欧元区	1.8	1.4	1.9	1.7
日本	2.3	2.8	3.2	2.9
韩国	4.6	4.0	5.3	4.8
俄罗斯	7.2	6.4	6.7	6.0
中国台湾	6.1	4.1	4.0	4.1
印度	8.5	7.5	7.7	7.0
加拿大	2.9	2.9	3.4	2.9
巴西	4.9	2.5	3.2	4.3
全球	4.8	4.2	4.3	3.8

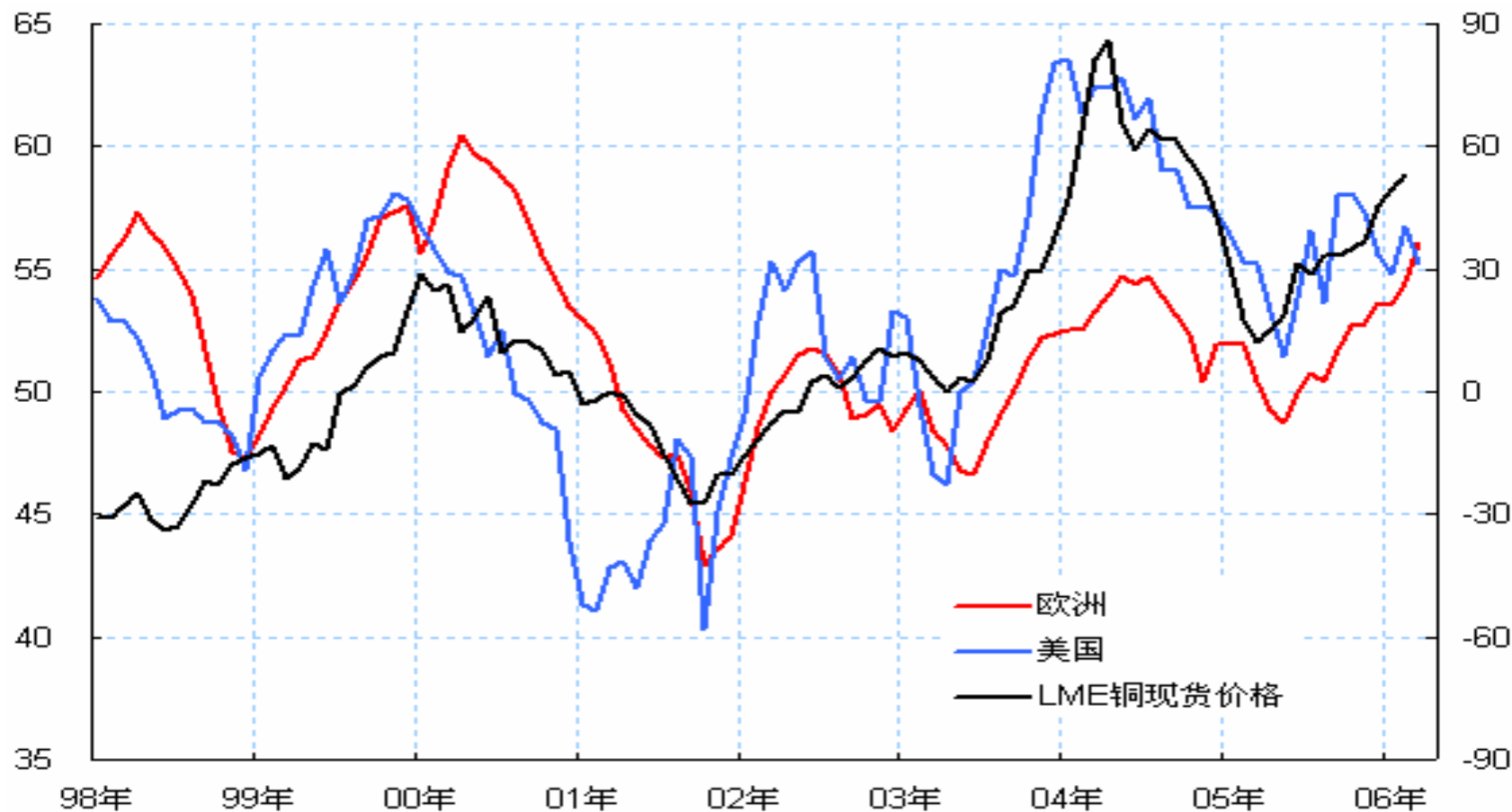


OECD 领先指标与工业生产



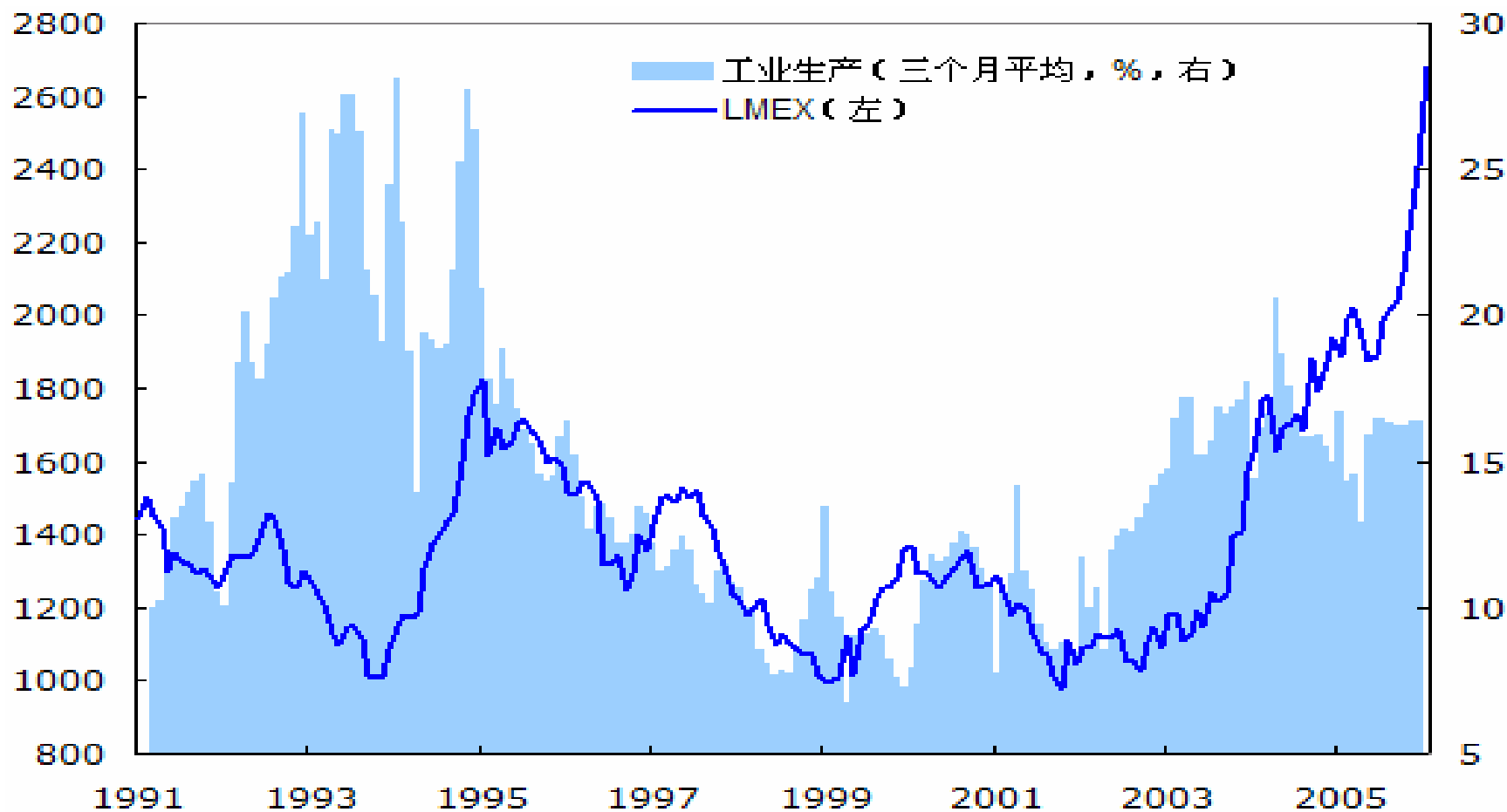
© 2006 迈科期货

欧美采购经理人指数（左）与LME现货铜价的同比变化率（右，%）



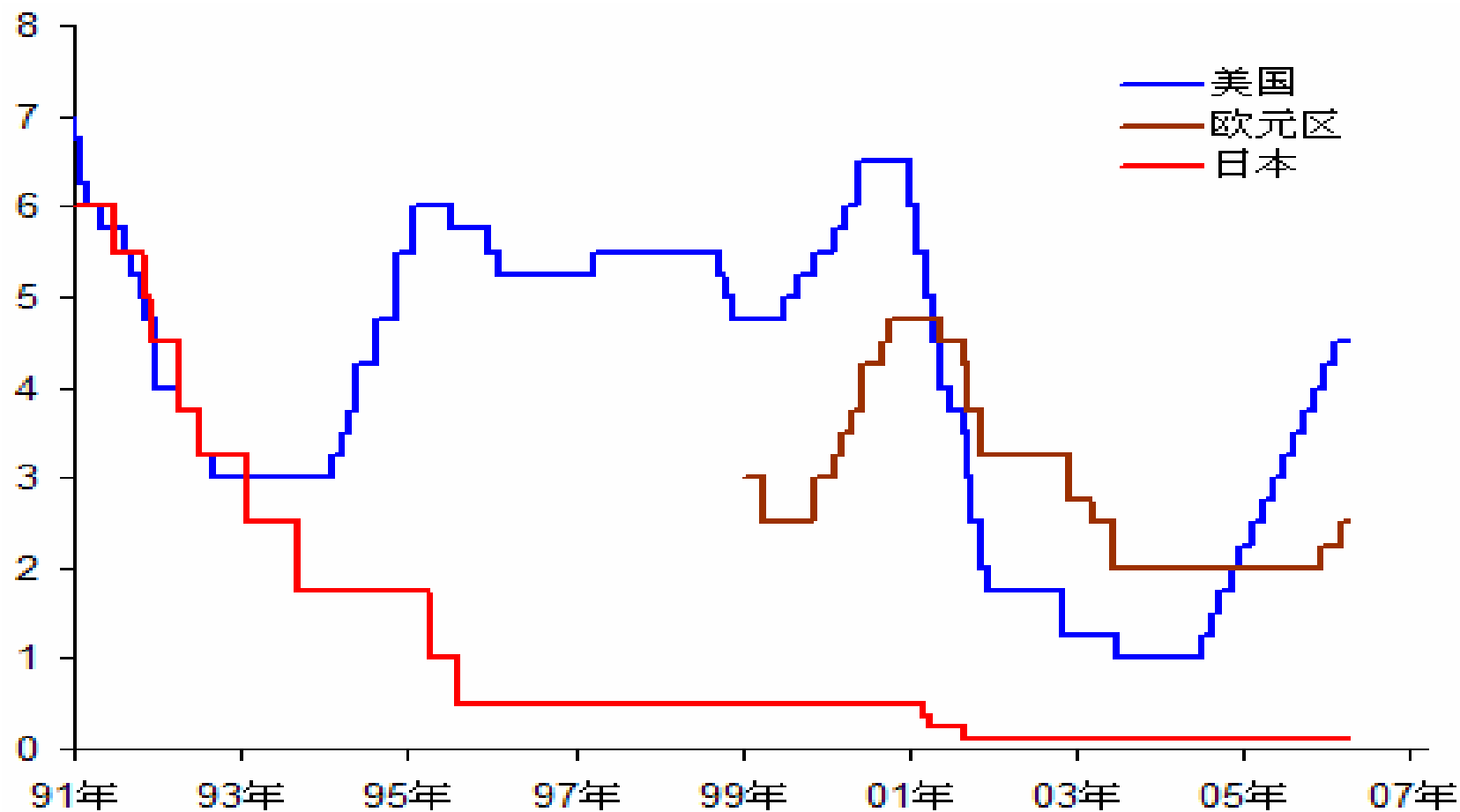


中国工业生产增长率与LMEX





超额流动性---各国目标利率



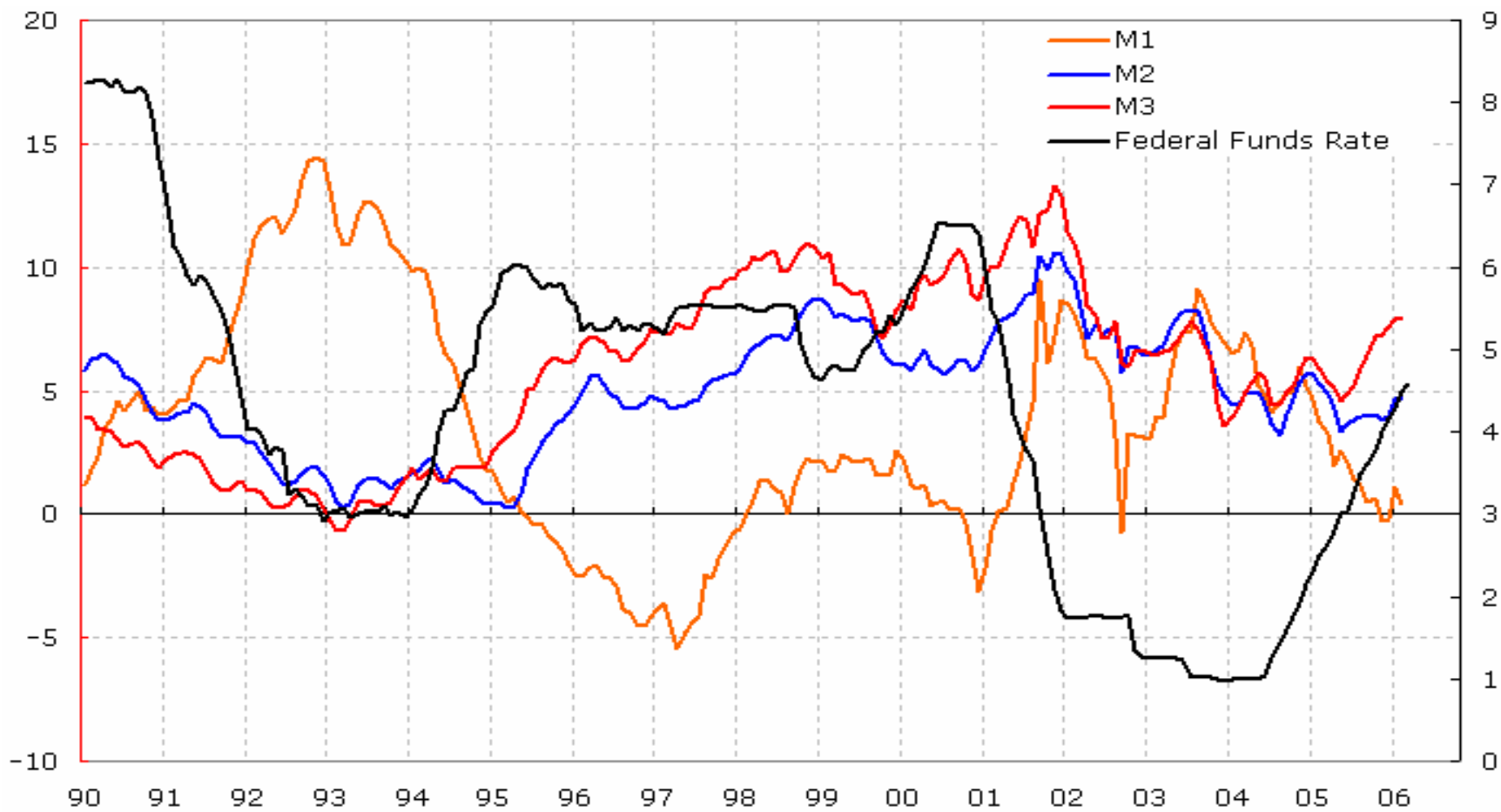


超额流动性---联邦目标利率与铜价



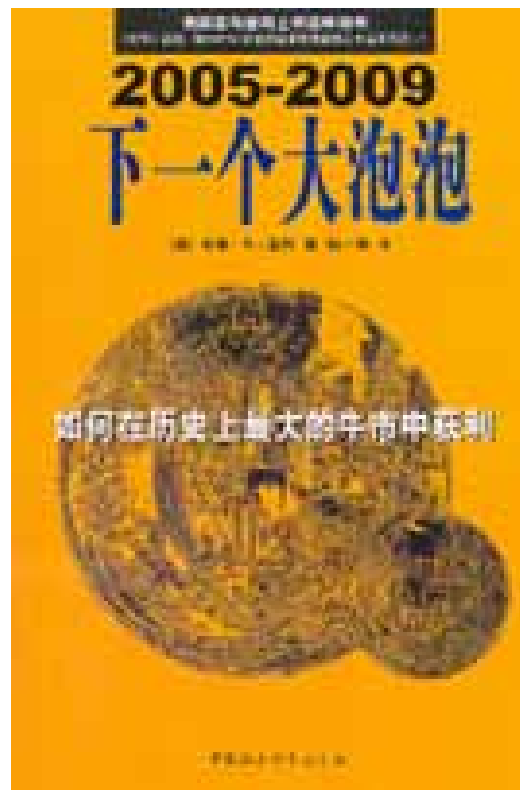


美国货币供应量依旧充足





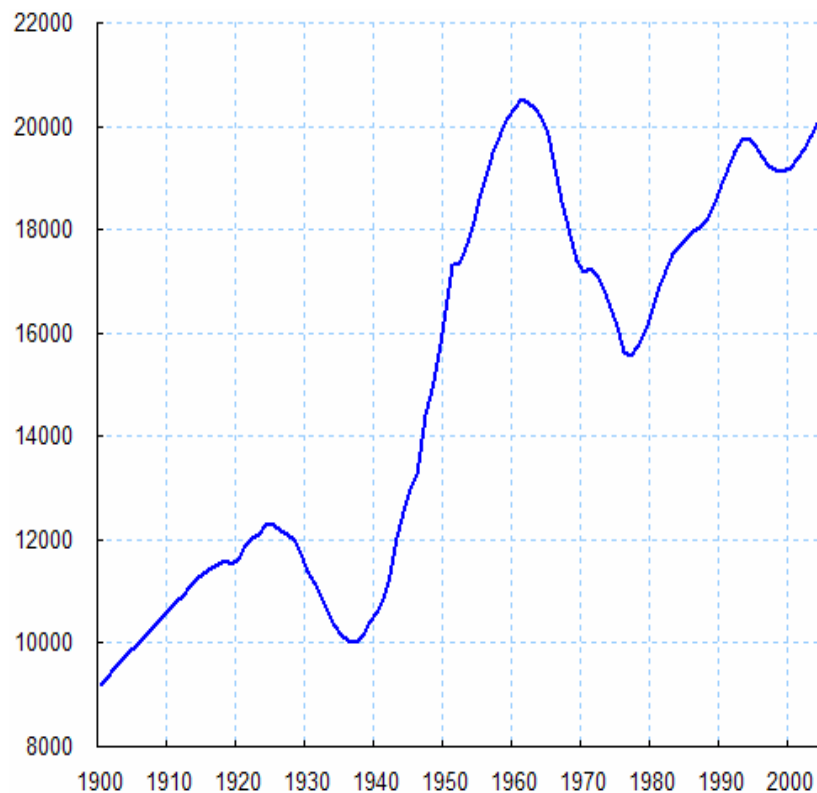
Harry S. Dent的书（2004年9月出版）



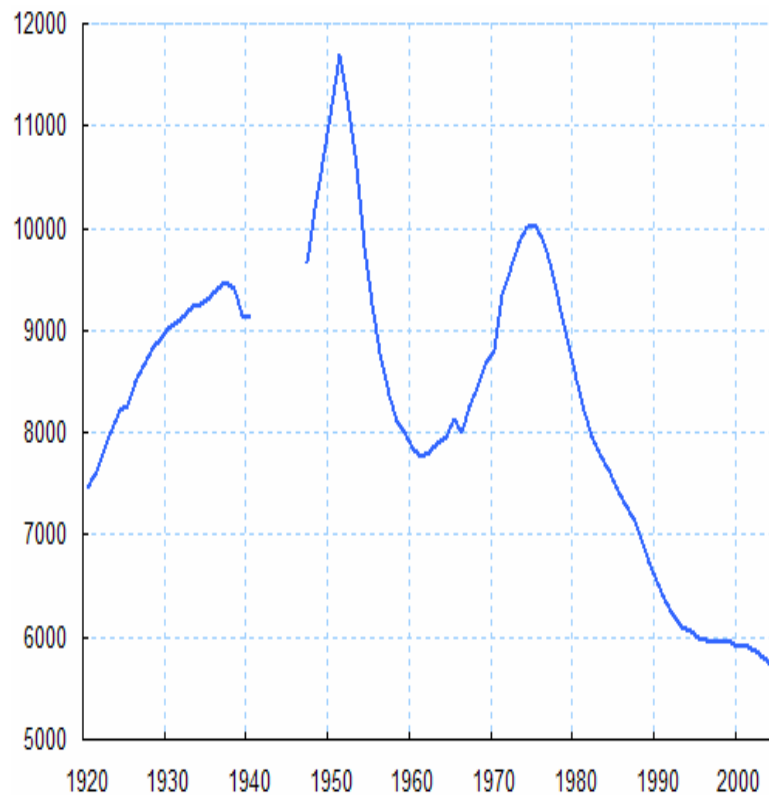
有利的人口结构——美国/日本0-4岁人口走势图



● 美国

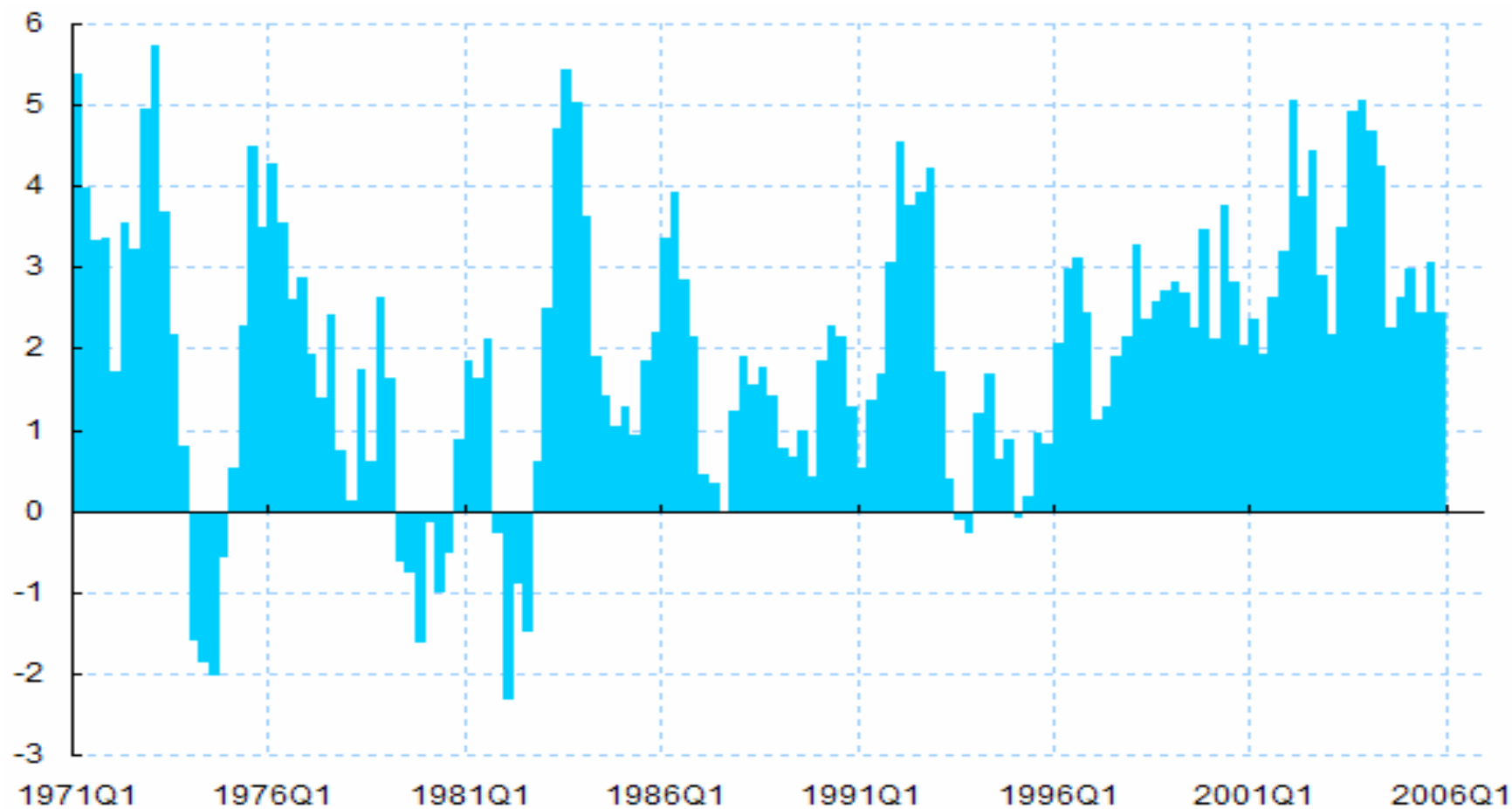


● 日本





美国劳动生产率





我们的观点

- 近几年全球经济仍将保持强劲的增长
- 工业生产的健康发展，为基本金属的消费需求提供了强劲的支撑
- 充足的货币流动性，加上结构性的不平衡，都有利于商品牛市的继续发展，做空的时机还为时过早



二、商品牛市：还将继续

- 来自养老金、指数基金等大规模资金继续流入商品市场
- 商品以及基本金属价格长期上涨趋势保持完好：能源、贵金属和基本金属
- 中国对于工业原材料的需求大幅增加，且随着城市化和工业化的进程，中国需求仍有很大的增长潜力
- 随着价格的上涨，矿业方面的投资正在扩张，但是新增资源有限，且铜、锌远景资源面临一定的瓶颈
- 铜：经过去年的清库后，消费者被迫在高价位买进：3月份的等待和4月份的购买

RJ/CRB指数



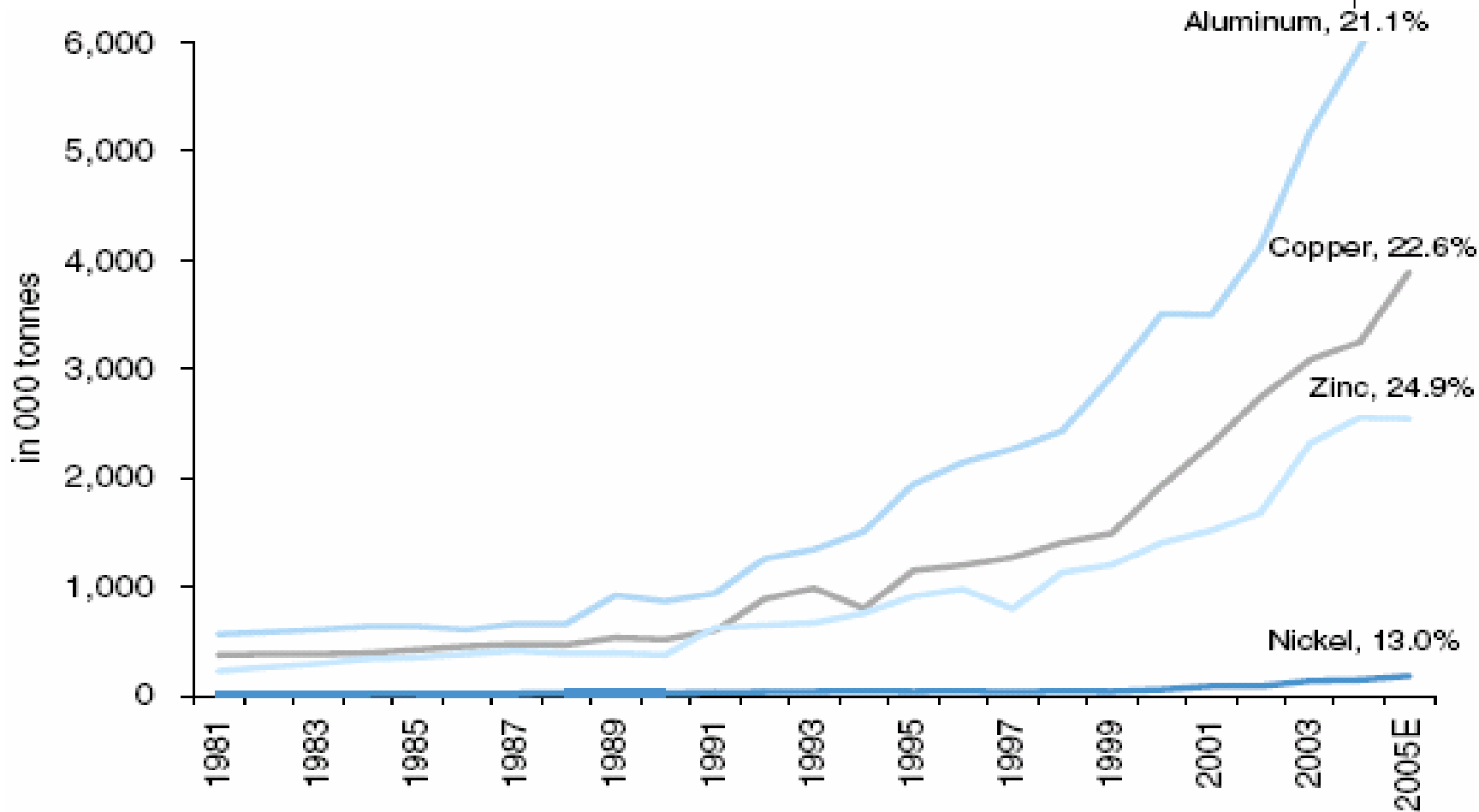
RJ/CRB-Monthly 04/28/2006 C=339.99 +8.81 O=333.14 H=340.45 L=331.73 V=0



LMEX与FT ACT Mining

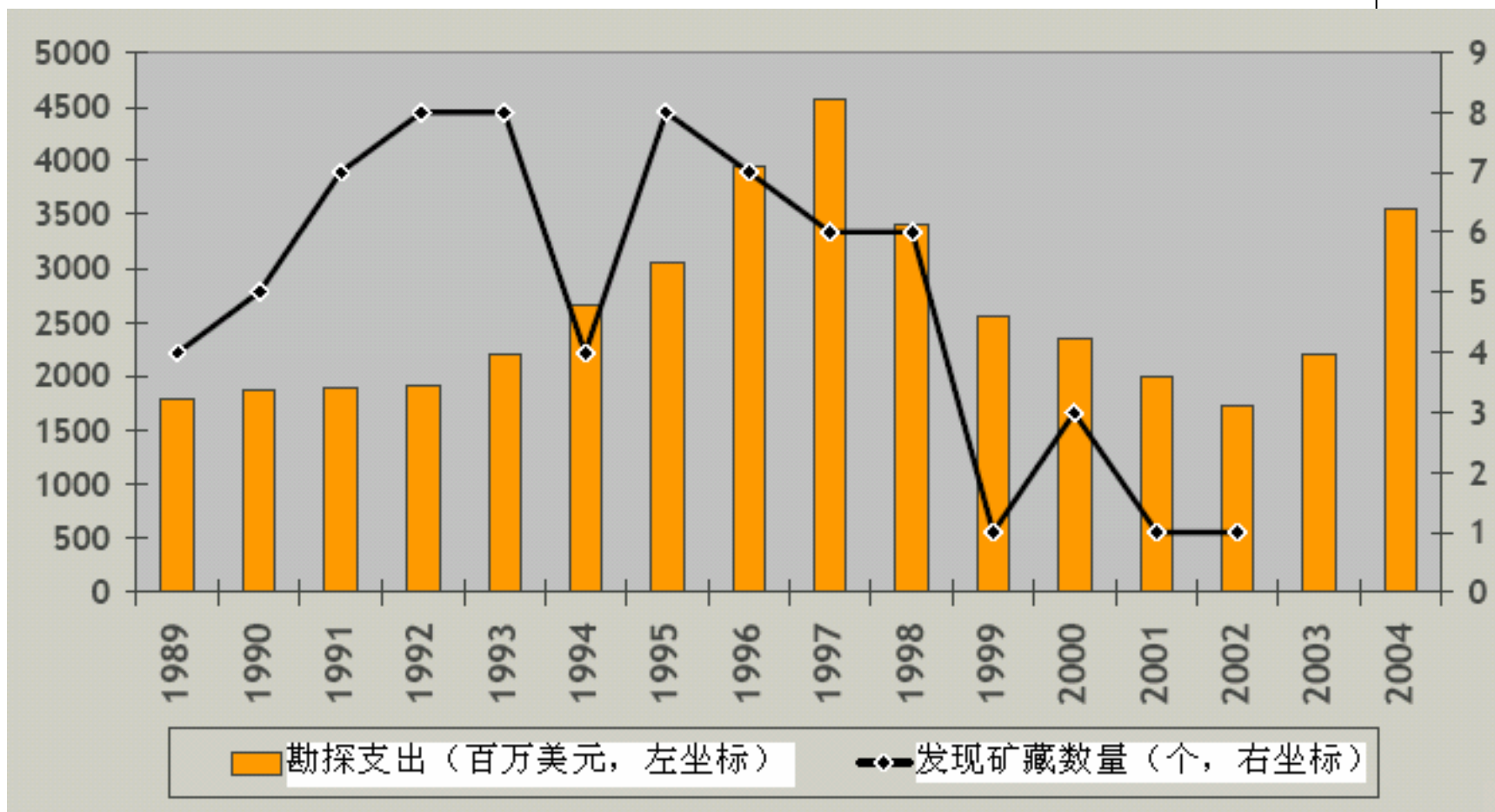


中国成为全球基本金属消费最主要的增长点





勘探支出与新矿发现的数目





全球矿山资源及其可消费时间

	储量		储量基础	
	2003年 储量(亿吨)	可供消费 时间(年)	2003年 储量基础(亿吨)	可供消费 时间(年)
铁矿石	147	55	327	122
铝土矿	233	85	331	121
铜	4.74	14	9.37	28
锌	2.20	11	4.60	24



且，开发周期延长

- 环境问题

建设周期延长，由过去的三至五年延长至七至十年

- 社会及政治问题

- 技术问题

- 设备及劳动力（例子：CATERPILLAR股价走势）

- 金融问题（货币升值）

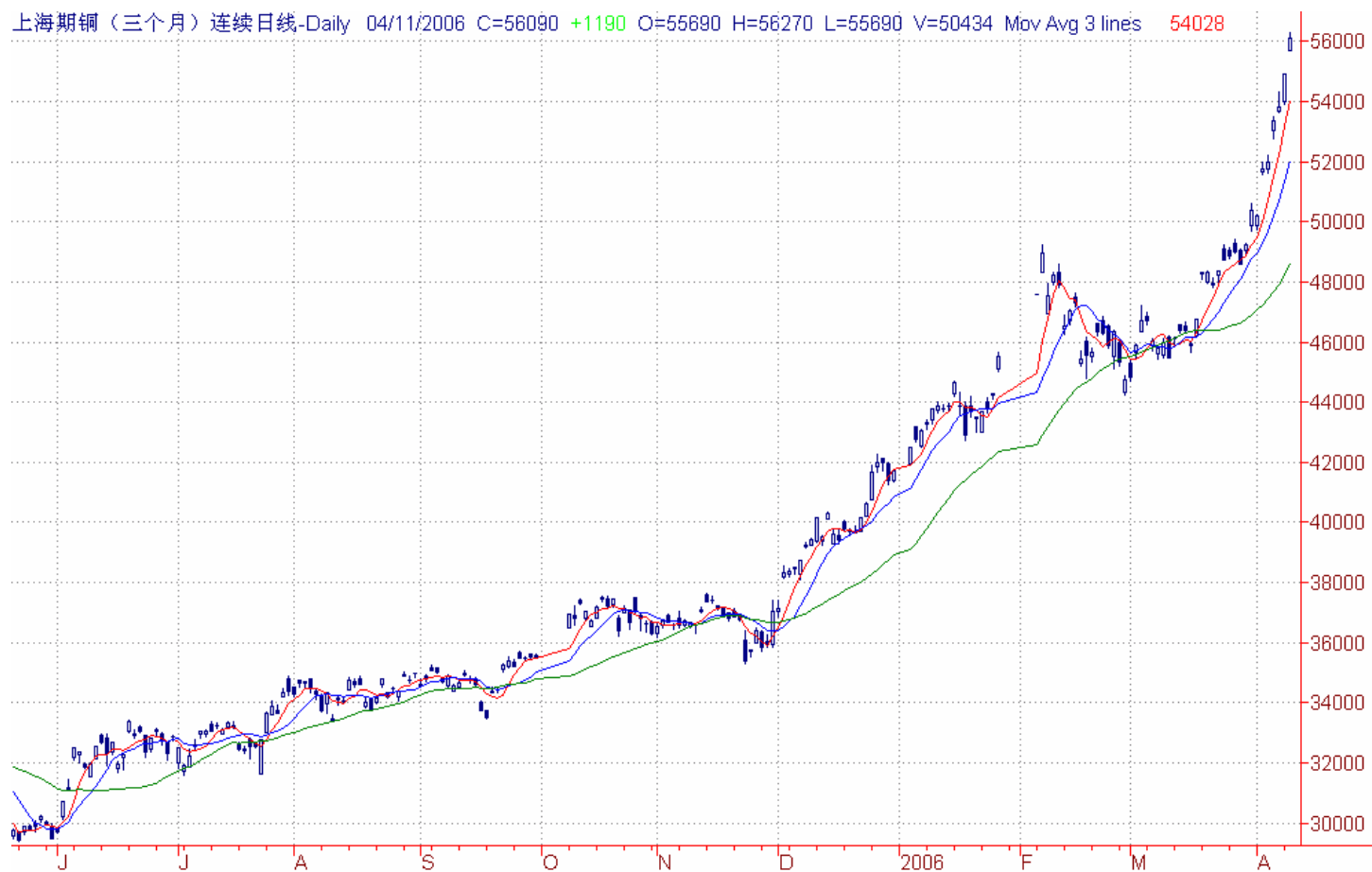


CAT股价走势





2月份调整让消费者产生侥幸心理





我们的观点

- 本轮商品牛市还将持续
- 商品的整体定价区间可能上移
- 但是，牛市不可能一蹴而就，周期较长；同时也需要休整，调整将是再次买进的好机会
- 消费商的库存太低，而消费旺季将使铜价维持高位，甚至进一步走高

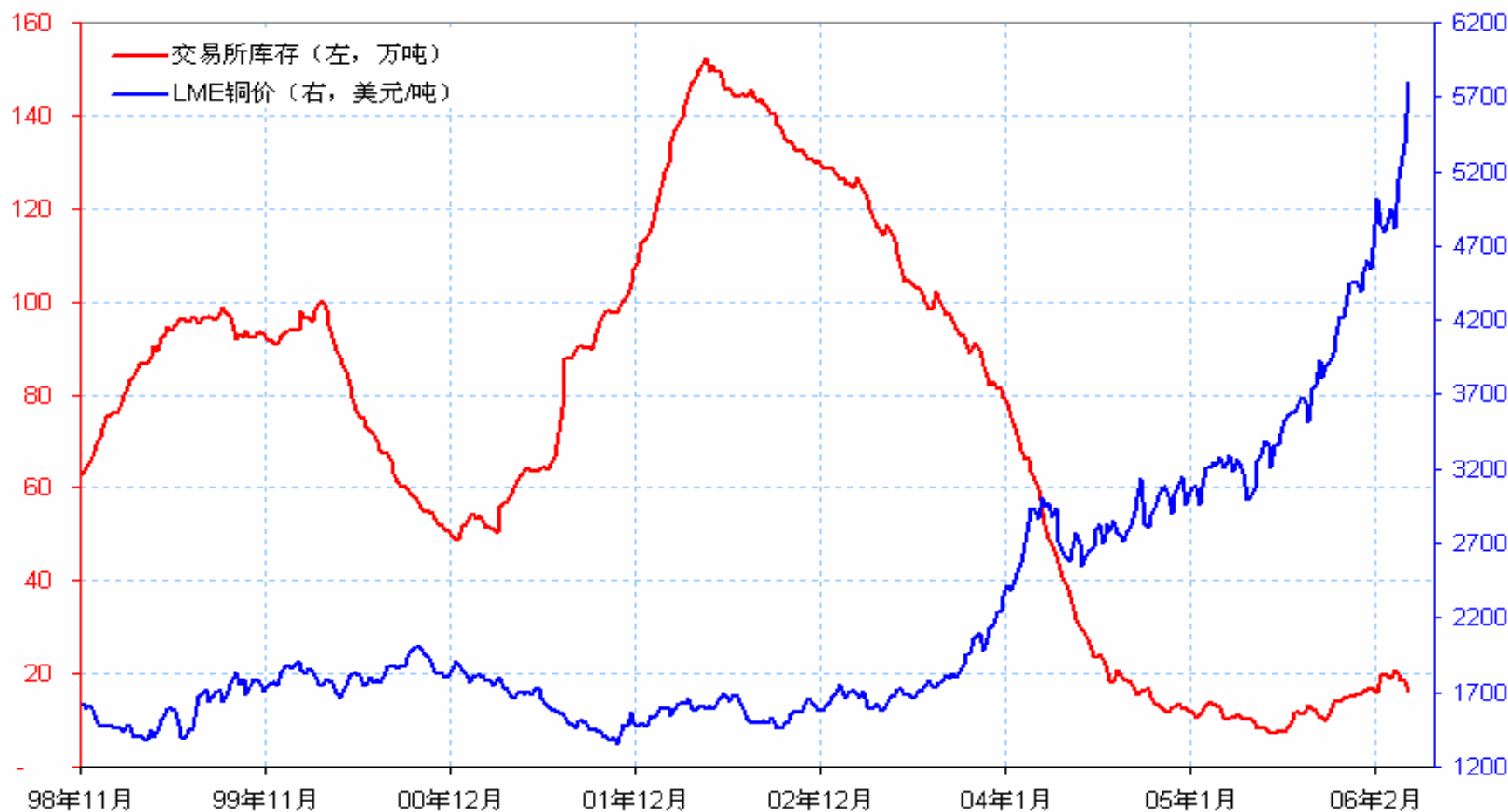


三、铜市基本面

- 库存水平依然处于历史性低水平
- 供应的稳定性依旧脆弱，且增长潜力不大，难以满足潜在的消费需求
- 需求增长的基础牢靠
中国增长速度放缓，但是绝对增长问题不大
欧洲、日本经济复苏
美国消费平稳
- 因此，中长期内供应问题仍将是市场的焦点



库存依然处于极端低水平





供应增长缓慢

- 理论上，价格的快速上升，有利于供应的增加
- 然而，这轮牛市以来，铜价的最大涨幅已经接近350%；但是，供应始终难以出现突破性的增长（例如发现大型铜矿、或者某大型铜矿的投产）；
- 而且，即使发现新增的铜矿资源，投资周期还需要很长的时间；
- 因此，在需求稳健和库存处于低水平下，价格对于供应冲击的反映也将非常剧烈。



年初对2006年精铜产量的预测

机构	产量预测 (万吨)	增长 (%)
国际铜研究小组 (ICSG)	1765	8.1
Brook Hunt	1810	8.1
CRU	1808	6.7
麦格里银行	1816	7.8
巴克莱资本	1790	7.2



但，能否达到预期存在隐忧

- 2006年是否会再次出现罢工、自然灾害等损失产量的情况，一旦这些情况形成一定的持续性，将对今年的产量造成较大的影响
- 目前的铜矿、冶炼产能基本上处于100%的运行状态，发生事故的可能性较大，这也会对产量形成较大的影响
- 最近的一些事故和罢工，已经促使市场对2006年产量预期的改变

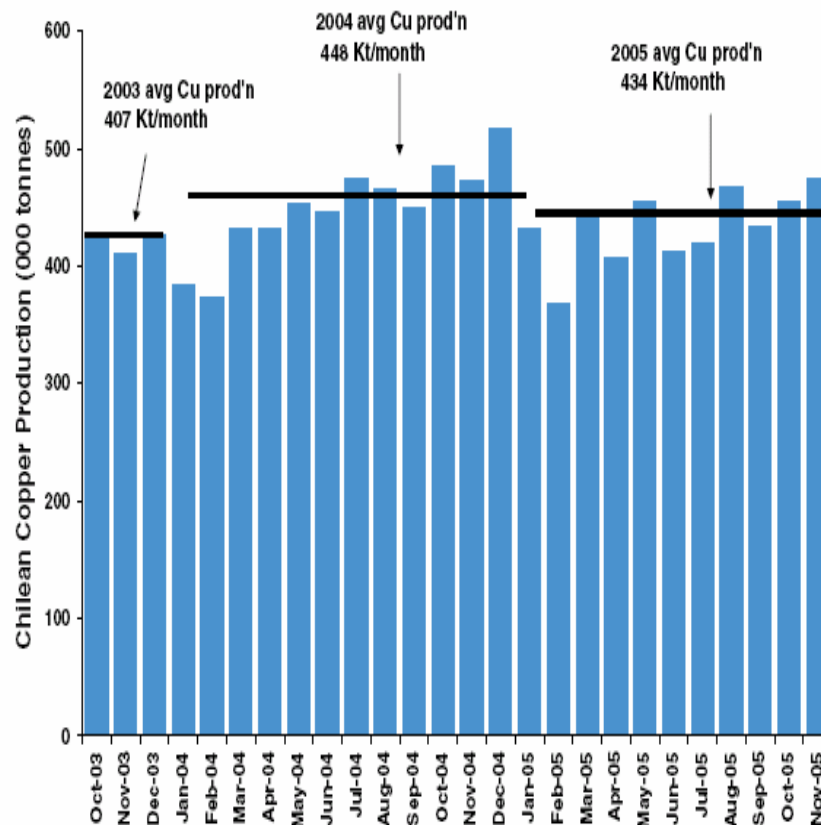
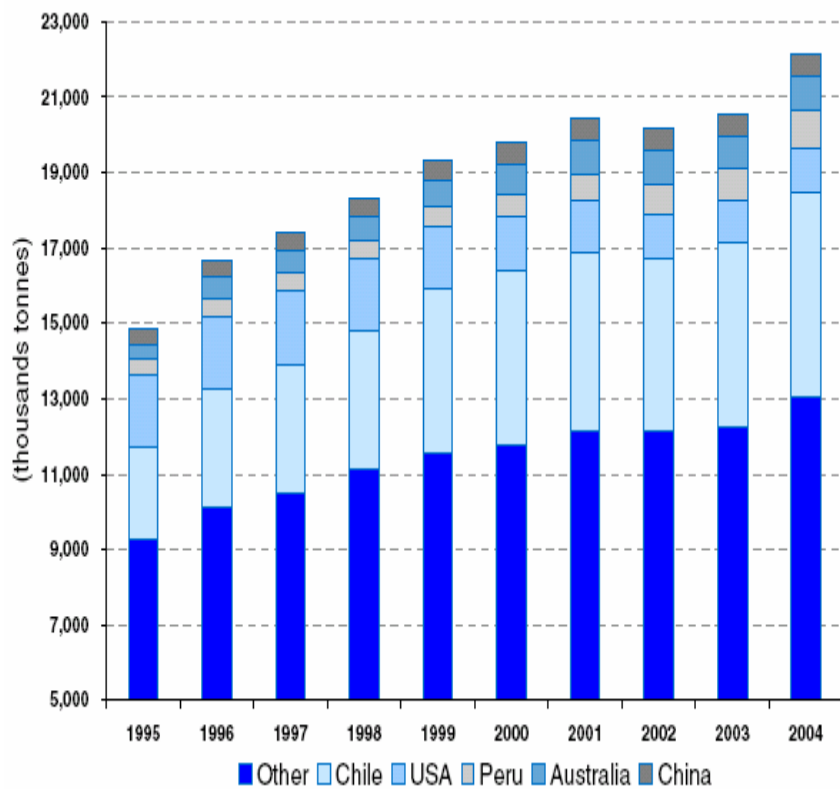


2006年预计发生的产量损失

铜矿	损失（千吨）	原因
Freeport	100	开采率下降
Collahuasi	8	Sag 家工厂故障
Cananea/La Caridad	10	罢工
Antofagasta	30	矿山品味下降
Batu Hijau	45	矿井不稳定，产量增长延后
Nkana/Mufulira	15	去年洪水、事故的影响，以及燃料短缺
Birla Australia	30	Nifty工厂的启动缓慢
合计	238	

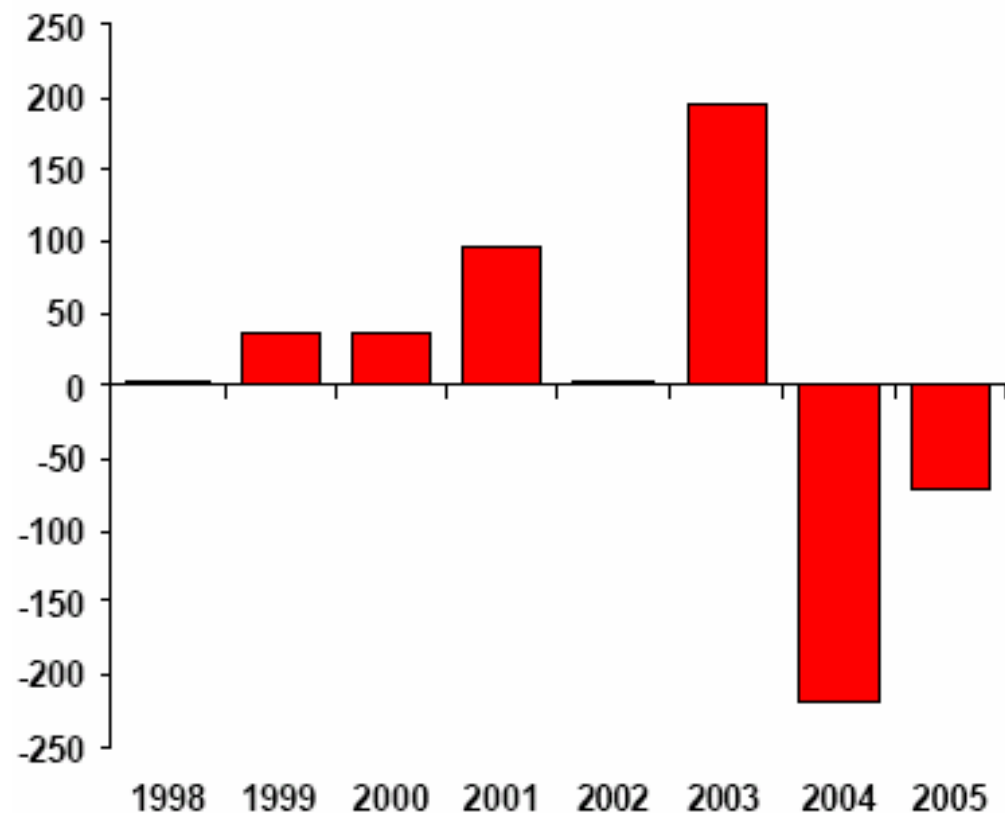


另外，智利产量停滞不前





智利国内铜库存的变化，单位：千吨



2003年Codelco公司所囤积20万吨铜在2004年全部释放，而且当年全国的库存减少了21.8万吨。

根据2005年前9个月的产量、出口和国内销售量的计算，智利国内铜库存继续下降，前9个月超过7万吨，这样基本清除了2001-2003年所囤积的库存。

资料来源：智利铜业委员会相关统计报告



我们的观点

- 需求稳健与新增资源增长缓慢的矛盾，导致周期延长
- 加上低库存的背景下，产量难以满足需求的矛盾，只能通过价格上涨来抑制部分潜在的需求
- 货币环境和成本的因素，定价区间上移



四、市场结构

- 价格结构正在发生较大的变化，现货升水持续萎缩，远期价格走势更为强劲
- 持仓持续放大，其中远月增仓显著
- COMEX基金持仓趋于波动



现货升水持续缩小

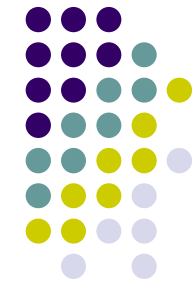


- 现货对三个月的升水从去年下半年的200美元的水平，持续萎缩至现在的30美元左右；
- 现货升水的持续萎缩，反映了基本面的变化，但是并不是趋势发生改变充分条件；
- 近远期价格的强弱变化，说明了市场对于未来的供应担忧，远期价格表现强劲

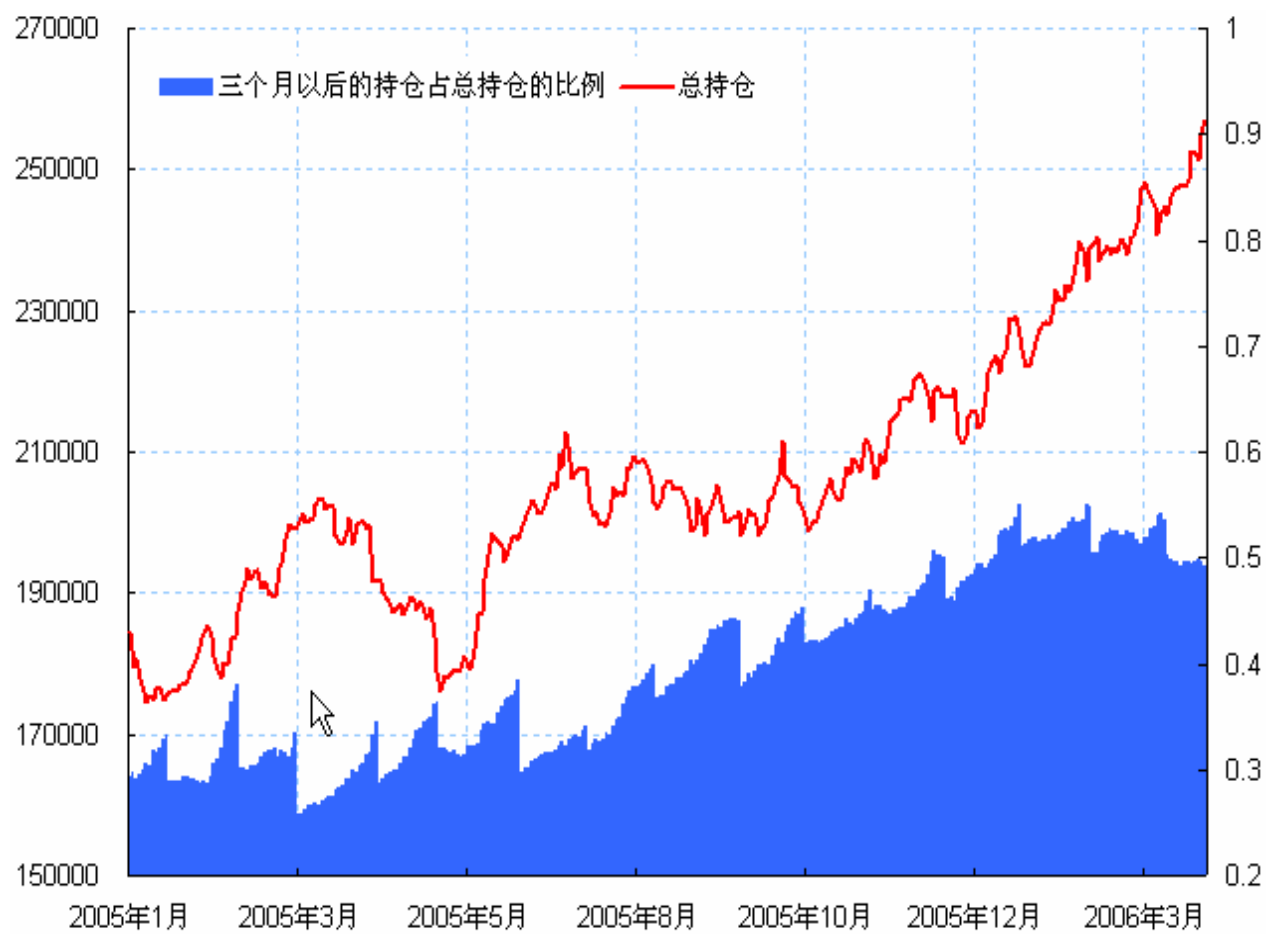


远月价格正在快速上涨





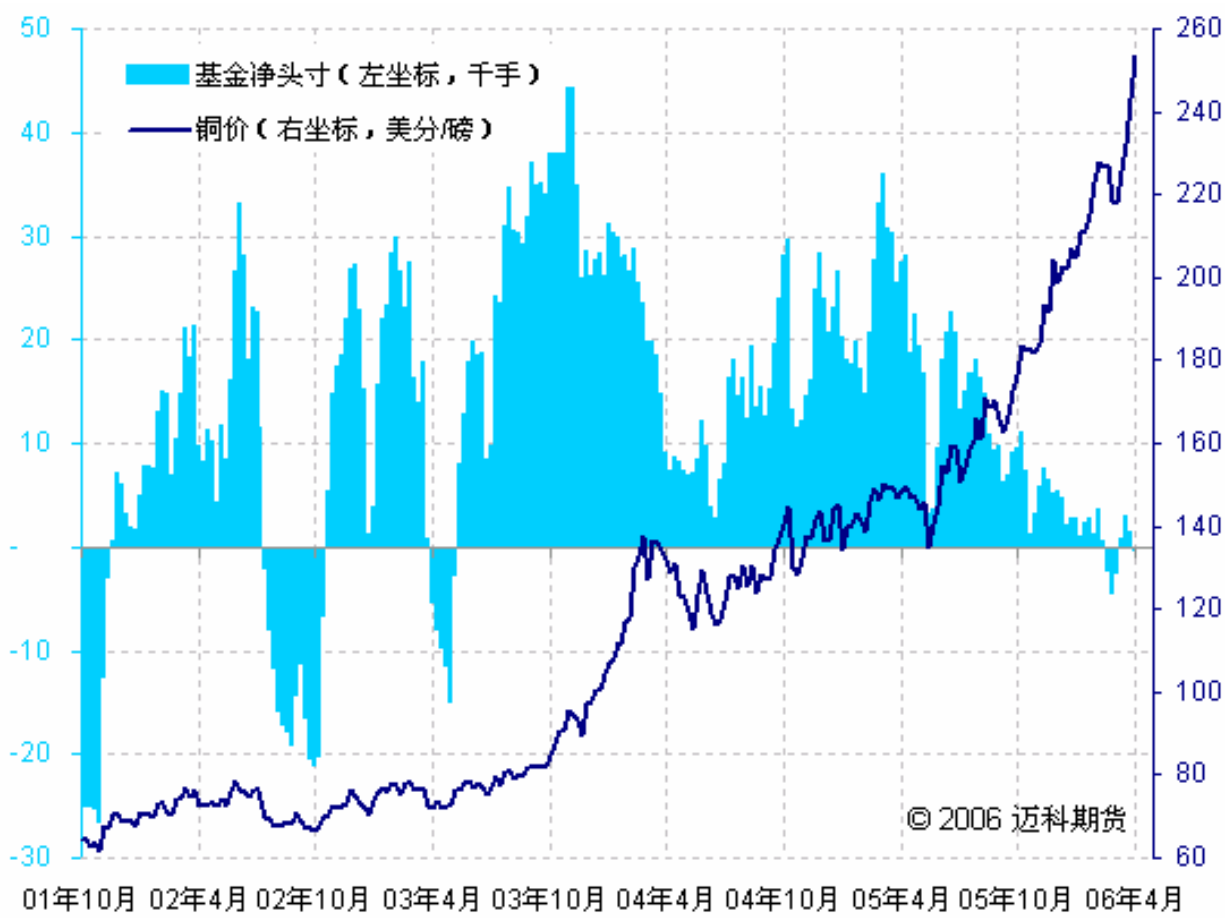
LME铜总持仓与持仓结构



- 持仓的持续放大，反映了市场对于未来走势分歧巨大
- 远月持仓的放大，也反映了多头对于未来价格的信心，且多为新进入的指数基金持有，具有很大的稳定性
- 相应，COMEX的持仓有所萎缩，持仓结构不能完全反映整体市场的投资者结构



COMEX基金持仓



- 根据美国商品期货交易委员会的交易者持仓报告，今年2月下旬开始基金的净持仓开始转为净空，而后虽有净多的时候，但总体呈略微净空的态势。
- 目前的参与者结构发生很大的变化，而COMEX铜的交易规模又不大，所以其参考意义不如以前。



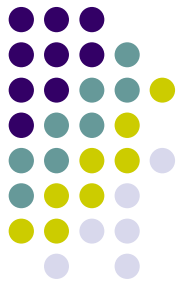
我们的观点

- 价格结构发生了较大的变化，并不能说明价格趋势的改变，只是支撑价格上涨的动力正在发生演变；
- 持仓持续放大，反映了市场分歧巨大；但是，在供应前景依然存在很多担忧，对于相对稳定的指数基金较为有利；
- 目前，COMEX市场的持仓结构不能较好的反映整体市场的参与者结构



五、未来关注的要点

- 经济是否会出现转折？
- 美联储的加息何时结束？
- 是需求崩溃还是新的供应导致价格走低？
- 消费者能否继续采用即用即买的方式？
- 高价铜对需求造成何种长期破坏，即替代问题。
- 国内价格持续低于伦敦价格，这种状况能维持多久？



谢谢！