

铜价牛市一浪高过一浪

马倩

2006年上半年国际铜价走势可谓波澜壮阔,价格一路震荡走高,铜价最低为年初的4352美元,最高上冲至5月12日的8790美元,随后受联储加息等利空影响下,铜价格大幅回落调整。而通过分析铜的供需情况,库存和升水情况,国际货币体系对金属价格走势的影响,以及铜的期权结构,笔者认为期铜牛市格局仍未结束,向下回落的空间非常有限,下半年铜价经调整后有望继续走高。

1 全球铜消费需求依然强劲

铜是重要的工业原材料,其需求量与经济形势密切相关。随着全球经济的发展,特别是工业生产规模的不断扩大,全球铜的产量和消费量也在不断提高。2006年上半年,世界经济形势明显好于预期,通货膨胀出现抬头趋势,但仍在可控范围内。主要国际组织上调了2006年全球经济增长预测。国际货币基金组织(IMF)发布的春季全球经济展望报告预测,2006年全球经济将实现4.9%的增长,这将是全球经济连续第四年以4%以上的速度实现增长。IMF预测认为美国经济依然动力十足,经济增长势头强劲,日本经济前景也大大改善,经济仍维持较好的增长势头,有望彻底走出通货紧缩阴影,欧元区经济发展前景也更加充满信心。与此同时,IMF将对于俄罗斯、中国和印度经济的增长预期都已经调高,认为新兴市场经济体继续旺盛增长,通货膨胀形势则相对稳定。

与此同时,中国仍然是世界工业生产增长的主要推动力。2006年1季度中国生产总值为43313亿元,同比增长10.2%,略快于上年同期9.9%的增长速度。同时工业生产增长加快,1季度全国规模以上工业完成增加值17822亿元,同比增长16.7%,比上年同期加快0.5个百分点。特别

是固定资产投资增长加快,2006年第1季度全社会固定资产投资为13908亿元,同比增长27.7%,比上年同期加快4.9个百分点,采矿业投资增长43.2%,制造业投资增长36.3%。而中国工业化进程的加快,加大了对铜的需求,2005年中国铜消费量占世界总消费量的22.5%。据国际铜业协会的报告预测,2010年中国的铜需求量将达到320万吨,进口量也将达到155万吨,比2001年翻一番,而依据中国现有产量根本无法满足。此外,从2006年开始,中国将迈入“十一五”时期,而随着我国“十一五”规划的逐步实施,电网建设在未来几年内将进入一个新的发展阶段,输变电设备的升级换代,超高压、大容量输电线路建设改造、城乡电网进一步改造等。因此,从长远眼光看,在相当长的一段时间内,我国不可能出现铜、锌等金属产品的过剩。而短期中国进口铜减少主要是由于国内和国际不合理的差价存在,面对过大的差价,进口商根本无法做进口铜贸易,因此国内进口铜减少,并不是说中国的铜消费减少,只是由于比价存在的原因,国内自身的消费铜还是呈现稳步增长的,因此只要后市比价恢复到正常水平,国内被压制的进口铜需求,会出现报复性的增加。

2 铜矿产能利用率恢复缓慢推高期铜价格

2006年铜矿产能利用率恢复依然缓慢,主要原因是虽然铜价在较长时间停留在历史高水平,但同时也带来了一个明显的副作用,就是工人纷纷要求提高待遇,而矿山工人由于待遇条件没能得到满足而举行罢工。其中,2006年受罢工影响最为严重的莫过于墨西哥集团公司,今年墨西哥集团下属La Caridad铜矿超过1,000名工人进行了罢工,而由于双方因劳动合同谈判破裂,进一步

推动了期铜价格。

此外，还有赞比亚由于安全事故频发以及燃料的缺乏使得产量大大低于预期。美国弗里波特—麦克莫兰铜金公司在印尼的格拉斯伯格铜金矿附近发生山体滑坡事故，以及Newmont在印尼的矿山推迟投产的决定等等。而在今年7月铜价最新一轮上涨行情也正是由于市场对铜矿产能供应忧虑的担忧引起的，并再次引爆了市场的做多热情，从而为基金在铜市重新构筑多头头寸提供了充分的理由，也为持续上涨的高铜价行情提供了支撑。而另一个制约铜矿产能利用率正常恢复的因素是铜矿品位的下滑，这个因素曾导致2005年全年智利铜产量的大幅下滑。自2004年以来全球有色金属勘探方面的成本已逐年提高，而至今全球尚无大型的新铜矿被发现。考虑到铜矿从勘探到形成生产能力的周期一般为7到10年，因此至少在未来的五年中全球新的铜矿资源仍然十分匮乏。因此，尽管目前铜价处于历史高水平，但如果再出现大规模铜矿罢工等影响铜矿产能的事件，则将会对2006年冶炼产能利用率的恢复大打折扣，从而将使今年精铜供应不如先期那样乐观，而这些因素反映到市场就是对高水平的铜价继续形成支撑。

3 低库存和高升水支撑铜价

铜库存方面，目前全球交易所铜的库存仍未有大幅增加迹象，交易所库存水平仍处于10万吨历史低位附近。虽然进入5月份，中国储备局通过市场进行轮库释放一定的库存，但由于数量有限，以及国内消费需求依然保持旺盛，因此并未对现货价格形成打压作用。而从目前市场消化的程度看，如果全球精铜产量不能后续大幅跟上，光靠释放储备的行为难以对交易所的库存产生太大影响。而在库存未出现有效增加之前，价格上涨的局面很难被彻底改变。此外，目前伦敦金属交易所(LME)的现货升水持续在高位运行，而较高的现货升水很大程度上反映了现货市场的紧张状况，是维持铜市场多头人气的重要力量之一。这一方面反映出供应紧张局面没有得到任何缓解，另一方面也为基金在每一次向远月迁仓的过程中获得了

更多的利润空间，这也是确保目前基金多头部位能够依然保持相对稳定的极为重要的条件。高升水的持续时间使持有空头的成本急剧上升，现货高升水的存在对做空者具有巨大的威慑作用。此外，巨大的现货升水将使基金的每次迁仓变得相当轻松，每月的迁仓交易可以使其获得稳定的收益。反套盘通过在国内买铜，伦敦抛空的大量存在，也成为基金通过升水挤压的对象。

4 货币体系变更导致金属估值区间上移

1944年7月，在美国新罕布什尔州布雷顿森林召开的“联合国货币金融会议”，确立了以美元为中心的资本主义世界货币体系，建立了美元与黄金挂钩和国际货币基金组织成员国货币与美元挂钩的“双挂钩”机制。不过到1971年年初，美国第一次出现贸易逆差，美元面临沉重的抛压压力。当年8月15日，美国总统尼克松宣布停止外国中央银行用美元向美国兑现黄金，美元与黄金脱钩，以美元为中心的资本主义世界货币体系结束。固定汇率制度的解体使美元大幅贬值。1971年12月，美元一次性贬值8.57%，1973年2月再度贬值10%。1975年，马克对美元升值50%，日元和法国法郎升值约25%。与此同时，世界货币体系的结构变化、浮动汇率制度的实行、以及美元作为主要计价货币的剧烈贬值，使全球商品价格出现历史性的重大变化。从1971年年底开始，全球商品价格指数CRB扶摇直上，迅速脱离原来运行的窄幅箱体，两年半左右的时间翻了一番多，在围绕200点上下振荡一段时间后，1977年CRB指数开始再度大幅攀升，1980年年底达到其历史最高点335点。从此，CRB指数形成了介于180~350点之间长达三十多年的大箱体运行格局。

而进入2002年，尽管美国政府近几年一直强调“强势美元”政策不变，但事实表明，这一政策实际上已经发生了重大变化，“强势美元”仅停留在口中。由于受双高赤字、新经济崩盘、“9·11事件”，以及国内公司会计丑闻等影响，投资者和消费者的信心急转直下，2002年美国迫不得已对美元实行贬值，美元指数也从当年的最高点120.5点大幅下跌至80.42点，在此期间贬值幅度高达

33.3%。显而易见,近年来美国政府实际上推行的是“弱势美元”政策,通过美元的大幅贬值,来达到平衡其双高赤字的目的。与此同时,以铜为代表的金属商品价格是以美元标价结算,而美元的大幅贬值颠覆了铜价基准,从而重新确定了铜价的区间。

5 期权结构限制铜价调整空间

期权,又称选择权,是在指定的日期或这个日期之前,持有人所享有的依照事先约定的价格买进或者卖出某种商品的权利。期权按照交割的内容,可分为股票指数、外汇、利率和商品期权。铜期权属于商品期权,是以铜期货合约为基础的期权形式。期权合约在交易过程中,会出现一些持仓和交易量较为集中的价格时段,从而形成了期权交易重心。期权交易重心的运动方向是市场主要参与者交易意愿的客观反映,更能反映期货价格波动的方向。而通过观察近期期权合约交易重心的运动方向,能有助于更深一步分析近期期货价格的走势。笔者注意到,在前期 LME 三个月铜价格持续走高的同时,伦敦金属交易所(LME)近期期权的交易重心也跟随期货价格持续走高,并没有出现1999年时的背离情况,其中近期期权合约的持仓头寸在7000美元上方开始迅速扩大,而7200~7500美元区间是近期看涨期权的密集持仓区域。

此外,目前近月期权的敲定价格仍在7700美元附近,而期权的集中交易价格也未见有下滑迹象。由于7200~7500美元区域是近月看涨期权的密集持仓区域,后市将牵动相应回补盘的出现,从而在一定程度上限制期价的调整空间。

另一方面,目前 COMEX 铜期权市场的主要交投热点集中在看涨期权一方,这从认购期权成交量/认沽期权持仓量比较中可以看出。目前市场购买认购期权的人大大多于认沽期权购买者,这显示出虽然目前黄金仍处于高位,但投资者对金价继续走高仍较看好。此外,市场中也有部分看涨期权的交投兴趣是和获利回吐或保护空头期货头寸相关的,这也导致了金价在突破730美元后继续上扬,而是出现回落调整。与此同时,随着时间的不断推移,波动率如果开始回升将进一步导致期权价格走高。而期权价格的走高,又将使卖方成本不断抬高。当价格达到一定高度后,卖方可能由于成本较高而放弃行使合约,卖方的放弃又将在一定程度上推动价格走高。

对于铜价后市走势,笔者认为目前铜市供求格局依然没有发生实质性改变,中国的消费需求依然强劲,而全球铜库存已经处于历史低位的水平下,任何形式对库存的消耗都可能在铜价上掀起轩然大波。2006下半年铜价将延续牛市格局,并有望再创历史新高。

