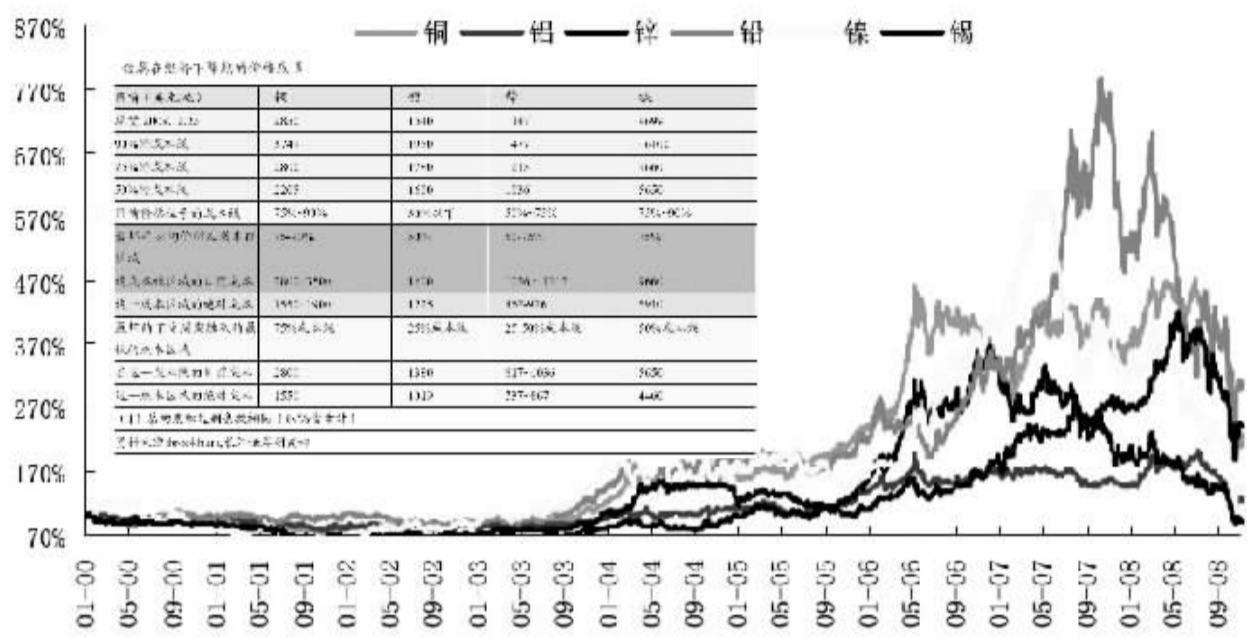


# 全球经济衰退 金属价格底在何方?

长江证券研究所 葛军

## 2000年以来有色金属价格的表现



资料来源:彭博资讯,长江证券研究所 2000年1月2日为1

次贷危机引起的全球金融危机开始向实体经济蔓延,受此影响,未来2年全球经济将进入下降期。作为与经济高度相关的金属行业,金属的需求预期也出现了大幅的下滑。

我们预计6种基本金属的基本面都将出现供大于求局面,而前期金属价格的大幅下跌也对经济的悲观预期开始做出剧烈的反映。

在前期金属价格出现大幅下挫之后,我们需要考虑的一个问题是:金属价格还能跌多少,价格的底限在哪里?价格什么时候能够回升?”,在目前的情形

下,上述问题值得我们重点探讨和分析。

### 铜:仍有下调空间

从历史的几次经济下降期来看,在全球经济出现大幅下滑的情况下,铜价格必将受其影响而大幅下滑。目前的铜价已经处于当前的75%~90%累计产量成本线之间,从静态来看,铜价可能已经基本见底,但是从动态来看,我们认为,目前的全球累计产量的成本线可能会随着金属价格的下跌而出现下降。因此,目前的铜矿企业75%和90%的成本线虽然具有一定的指导意义(尤其是短期),

但并不能完全代表铜的长期价格底限。

因此,从中长期来看,铜价的绝对底限仍为90%成本线的绝对平均成本为86美元/磅(1900美元/吨),75%的绝对平均成本在70美元/磅(1550美元/吨),从考察铜价底限的角度来看,目前铜价中长期后期仍有下调的空间。

### 铝:大幅下跌概率小

随着电解铝原料价格的大幅下跌,电解铝企业的生产成本已经出现下降。后期我们认为在电解铝供大于求基本没有转变之前,电解铝价格仍将被压制

在成本线之下一段时间来求得全球产能的压缩,而成本的下跌只能使得电解铝价格继续向下寻求低于成本的价位。

根据最新的资料显示,当前的全球电解铝50%累计产量成本线在1600美元/吨。目前的电解铝价格为1535美元/吨,从静态来看已经跌破50%的累积产量成本线,我们再考察一下历史上电解铝价格的绝对平均成本线,历史75%绝对平均成本1400美元/吨,50%绝对平均成本1225美元/吨,总体来看,电解铝价格后期大幅下跌的空间有限。因此,我们通过考察电解铝目前相对成本线以及历史绝对平均成本线,认为目前电解铝价格后期大幅下跌的可能性较小。

### 锌:已基本见底

通过统计,我们发现,在经济下降期,锌历史均价在75%的成本线左右具有较较强的支撑,锌最低价格几次基本在50%的成本线能够获得支撑。极限情况也有跌破50%,逼近25%的情况。从时间跨度来看,调整的时间一般在2-3年。从锌目前相对成本线来看:75%成本线在1212美元/吨,50%的成本线在1036美元/吨。从历史绝对平均成本来看,锌的历史绝对平均75%成本线在976美元/吨,50%成本线在867美元/吨,目前锌价格为1154美元/吨,综合考虑相对成本线和绝对成本线,我们认为锌价格已经基本见底。

### 镍:仍有下调空间

回顾镍以前经历的下跌幅度,我们可以发现,历年镍价格均价在75%具有较较强的支撑,价格底限一般在50%的成本线。从相对成本线来看,目前75%的成本线在9660美元/吨,50%成本线在5650美元左右。从历史绝对平均成本线

来看,镍75%的绝对成本线在5910美元/吨,50%绝对成本线在4460美元/吨。上述的对比与分析使得我们认为,从相对成本来看,镍价格已具有一定的支撑,但从中长期来看,镍价仍有下调空间。

### 价格反转有待时日

目前大部分金属价格已经或者基本接近底部,那么,金属价格什么时候能够出现回升呢?

首先我们考察了历史上铜价格和全球GDP增速对比数据发现,总体铜价与GDP走势比较相关,且铜价走势滞后于GDP的变化。通过铜价和成本的比值与需求增速的对比,我们发现,铜价价格底限成本与需求增速走势相关,且滞后于需求增速。

事实上,大宗金属商品的涨涨跌跌最终的根源在于全球经济的成长。只有全球经济回暖,金属消费的各个领域才能显现为一致的对金属的需求增长,表现为需求增速的提高等,在供给无法马上响应或者消化一段时间库存之后,表现为供给偏紧,从而使得金属价格反转回升。因此,我们总体认为,只有全球经济出现企稳和回升,才能带动金属价格的坚实回升。

目前,我们认为全球经济仍然尚未见底。此轮经济的调整发端于美国,而不同于发源于东南亚的1997年亚洲金融危机,此轮调整是全球范围内的,影响范围更广。而且此次的次债危机的爆发暴露了全球经济中的一些深层次矛盾和错误,破坏力更大。虽然各国纷纷出台救市政策,但尚无法一时解决根本问题。为此,我们总体对未来2年全球的经济增长是比较悲观的。在此判断基础上,我们预计未来1年金属价格很难出现大的反转,此外全球的去杠杆化也不利于金属价格的回升。

## 期货平台

上周日本丰田汽车传来70年首次亏损的消息,但胶价走势却相对平静

## 三阳开泰,胶价底部信号初显

东航期货 杨文虎

上周沪胶主力0905合约上涨340元/吨,收于10220元/吨。10220元/吨的价格是当周0905合约最后交易日的涨停板价格,同时沪胶价格也走出了连续三周阳线的转强K线组合特征。从经验上来看,当价格连续三周收出阳线后,后市多半将会走出更高的价格,这或许预示着胶价9000元/吨附近的底部位置已经有初步探明的迹象。

在新年即将到来之际,胶价迎来三周连阳,也有一种否极泰来的味道。从7月至今,胶价最大累计跌幅接近70%,整个市场长时间的被悲观预期所左右着。尤其在万元/吨的关口被轻松击穿后,市场的悲观情绪也显露无疑。短短不到半年,胶价已经跌到只有一个零头的价格,纵使有经济面的不景气,消费形势的不乐观,如此低的价格也差不多了跌无可跌的位置。

如果把本轮胶价下跌分割为三段跌势的话,那么第一段下跌应在7月初至8月中旬的阶段。第一段价格下跌的外部力量主要是受到雷曼破产的影响,全球金融市场出现危机,商品价格也就难以独善其身。第二个阶段的下跌主要集中在9月初至10月下旬的时间段,这段跌势也是三段跌势中最为凶悍的一段。随着金融危机不断延伸,市场已经感觉实体经济难逃衰退的客观事实,而美国在推出7000亿美元救助计划方面又出现小小波折,整个市场的人气也由此走向崩溃。从11月中旬开始至12月中旬的这段下跌,可以认定为第三波跌势,该段跌势主要是对第二波跌势进行延伸。其中,全球汽车业危机在第三波下跌中起到了推波助澜的作用。不过,美国政府最终出手174亿美元开始救助通用汽车和克莱斯勒,无疑给市场一个信号,汽车业可以有衰退,

但不可以有崩盘,因为汽车工业崩盘将会是全球经济难以承受之重。

事实上,无论是第一波价格下跌,还是第二波价格下跌,归根到底都是对汽车行业即将不景气的全部反映。不管是金融危机导致金融企业破产,还是实体经济下滑,都将影响到汽车的终端购买消费,并影响到对橡胶制品轮胎的消费需求。因此胶价的三段下跌其实质都是对消费即将不景气的全部预期,只是消费数据公布的滞后性,使得我们对第三段下跌更觉得有据可证。而往往当我们可以看到实实在在的利空数据的时候,或许价格也跌到了底部的位置。

上周日本丰田汽车传来70年首现亏损的消息,不过橡胶市场并没有出现激烈的反应。客观地说,日本的汽车工业在世界上是处于领先地位的,从日本汽车制造出现亏损,说明全球的汽车业的冬天的确是冷的罕见。但从胶价相对平静的表现,也说明胶价的下跌动力已经不足了。

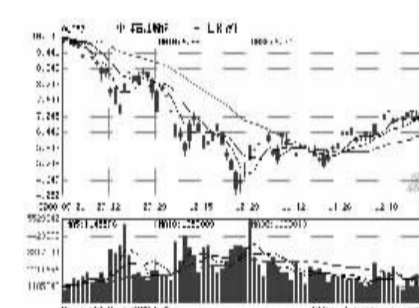
另外,随着东南亚割胶季节转入落叶期,其中又参杂着印、马、泰三国主动减产90万吨的预期,以及泰国橡胶协会希望政府能够吸储8万吨来支撑价格的期望,我们可以认定天胶的供应在未来三个月将出现显著减少。当需求减少预期得到完全释放,那么供应减少预期就能够推动胶价走出反弹行情,至少胶价应该能够回到成本线附近。若以泰国当地52铢/公斤的成本计算,东京胶的价格定位应在150日元/公斤为合理,沪胶的价格定位也应在11000~12000元/吨的价格区间。

综上所述,笔者认为胶价的底部信号已经初步显露,后市可逢低建立并持有多头头寸。

## 窝轮之窗

## 中石油认购证可逢低吸纳

法兴证券



圣诞节假期前港股交投偏静,恒指跳空低开随后逐渐收复失地,收市时轻微下跌36点。技术上,恒指在50天线约14000点关口附近有买盘承接,如能守稳其上整固,后市有望止跌回升,再次挑战15800点附近阻力。

因此,如看好恒指后市,可留意牛证60692,行使价12200点,收回价13000点,明年8月末到期,杠杆约6.4倍。另外,亦可留意收回价较高的牛证61028,行使价12600点,收回价13400点,明年6月末到期,杠杆约8.1倍。相反,如看淡后市,则可留意熊证60968,行使价16500点,收回价15700点,明年8月末到期,杠杆约5.3倍。

国寿股价上周三跌至50天线约21.5港元附近随即反弹,收市倒升。技

元,收回价28.2港元,明年3月末到期,杠杆约2.9倍。

中石油上周表现亦受到大市回落及油价下跌所影响,惟股价跌至50天线约6.1港元附近时有资金趁低吸纳,短期反弹或经已展开。为此,如看好中石油,则可留意长期价外认购证15704,行使价6.68港元,明年11月末到期,提供2.3倍实际杠杆,引伸波幅约77.3%。

上周A股市场在央行减息之后出现显著调整,A50股价亦受到影响。技术上,A50股价现正考验50天线8.6港元附近支持,后市可留意反弹的机会。如看好A50,可留意长期价外认购证15681,行使价9.38港元,明年10月初到期,提供2.3倍实际杠杆,引伸波幅约83.3%。

## 环球一周

## 新年前夕美市维持震荡格局

恒丰证券 梁渊

上周,美国股市先跌后回稳,疲软震荡的格局依然未改变。道琼斯指数周五收报8515.55点,较前周微跌0.74%;纳斯达克指数收报1530.24点,较前周下跌2.18%;标准普尔500指数收报872.80点,较前周下跌1.70%;富时100指数周五收报4216.59点,较前周下跌1.64%;德国DAX指数收报4629.38点,较前周下跌1.43%;巴黎CAC40指数收报3116.21点,较前周下跌3.40%。亚太主要市场方面,日经指数收报8739.52点,较前周上涨1.76%;香港恒生指数收报14184.10点,较前周下跌6.24%。

国际商品期货方面,纽约商业期货交易所(NYMEX)原油期货周五收高逾6.68%,终止九日连跌态势,因阿联酋减产以及美元兑欧元疲软。NYMEX-2月

原油期货结算价收升2.36美元,收报每桶37.71美元,较前周则大跌10.98%;伦敦布兰特2月原油期货周五收高1.76美元至每桶38.37美元,较前周则大跌12.80%。纽约商品期货交易所(COMEX)期金周五收高,因美元走弱触发技术性反弹,COMEX-2月期金结算价收高23.20美元,报每盎司871.20美元,较前周则上涨4.04%;纽约商品期货交易所(COMEX)铜周五逾2%。美元走软以及原油价格上涨为铜价提供支撑。COMEX-2009年3月期铜收报每磅1.3035美元,上涨2.95美分,较前周则下跌1.73%。

美股在前半周继续延续跌势,公司业绩大幅亏损或倒退一直刺痛着投资者的神经,而有数据显示美国楼市再度

下跌,消费者支出降幅创28年新低,经济的进一步萎缩亦令市场信心顿失。不过,在间隔圣诞节前后两个交易日,投资者的的心态有了一些明显转变。尽管新一轮的经济数据显示:11月消费者支出减少0.6%,分析师原先预计为下滑0.7%。个人收入下滑0.2%,预估值为持平;耐用品订单11月减少1%,分析师原先预估为下挫3%。上周初申请失业金人数增加3万人,至58.6万人的26年最高。但总体来说,市场认为没有之前预计的那么差。

此外,美国抵押贷款利率降至37年最低,申请金额也触及五年高位。周五美联储批准通用汽车金融服务公司有资格参与政府的贷款计划,避免通用汽车陷入破产等消息也给市场带来一

## 外汇平台

## 数据疲软 交投清淡

上周末,欧美和部分亚太地区市场依然处于休市状态,日本进出口商的年底操作也接近尾声,因此市场波动平稳。盘中,糟糕的日本经济数据虽然早已在意料之中,但在清淡的交投中,仍然可以感到数据对市场产生的影响,日元兑主要货币小幅走软。高息货币则全面走强。美元指数温和下滑至81.00下方。市场因此加强了对日本央行将效仿美联储实施量化宽松政策的预期。

汇价受假期影响,持续受限于窄位上落。汇市成交亦显得非常疏落。各国发表的经济数据都不足以影响汇价方向。平安夜美国公布的11月耐用品订单下跌1.0%,比预期低,失业金申领人数弹升至58.6万人,不过汇价反应不大。日本

11月工业产量大泻8.1%,反映日本出口业严重受创,只是家庭支出年率却报-0.5%,比预期佳,但日元反应不大。因此,预期汇价方向会继续横向为主,沉闷的市场除非有意外之外的消息入市,否则相信至1月5日,当整个金融市场恢复正常运作后才可望改变目前的牛皮行情。

欧元兑美元上周三继续在1.3900上方企稳,但反弹空间有限。短线来看,汇价可能会延续区间整理走势,以寻求方向性突破。若上破1.4125,多头目标将依次指向1.4300和1.4700。但若下破1.3900,汇价初始调整目标则将指向1.3825。

英镑兑美元方面,受圣诞节假期市场交投清淡影响,上周五亚洲汇市时段,英镑兑美元温和盘整,市场交投十分清淡。临近午盘,在欧元走高带动下,英镑小幅走升。技术面上看,分析师指出,英镑兑美元日线图指标指向不一,MACD看涨,但随机指数在超买水平看跌。英镑兑美元明显超买,汇价有反弹修正的需求。由于圣诞节期间交投清淡,因此英镑兑美元跌破将继续区间整理,上方阻力位于1.4790,下方支撑位于1.4700。

美元兑日元则继续疲弱。自9月初至今的走势便受限于一下降通道与保力加通道中轴位之下上落,但随机指标已于超买区出现 踏售 讯号,后市难见明显的上升趋势。预期美元汇价会一直备受上述下降趋势92.21(HKD 8.405)所压,并会与保力加通道中轴位91.16(HKD 8.502)之间上落。后市可视14日移动平均线90.39(HKD 8.574)为支持指标,一旦失守而下,小心美元又会反复回落,增加后市跌幅。

受圣诞前的避险需求推动,美元兑瑞郎滑落触及上周低点1.0795。技术上,美元兑瑞郎在12月18日低见1.041(HKD 7.445)喘定后便反弹,但日升之势只持续一日便连跌三日,且每日低位更一日不如一日,呈现一个牛皮偏软格局。汇价现于200日移动平均线之下徘徊,20日均线亦已向向下切入55日均线,同时,7日均线自12月11日开始便急跌,利淡短期方向,故预期后市将继续疲弱。

(摘自环球外汇网)

本版作者声明:在本人所知的范围内,本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。