

研究员：车红云 王明义 孙磊

电话：010-58363237/ QQ：798589138 / 邮箱：wangmingyi@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 /北京市西城区复兴门外大街A2 号中化大厦 8 层（100045）/ www.yhqh.com.cn

2010 年 10 月 18 日

LME 周嘉宾演讲主要内容

金属和全球经济: Dr Philippa Malmgren, 主席和创始人, Canonbury Group and Principalis Asset Management

今天演讲的内容主要是分为两个方面，首先，谈一下经济因素对于金属价格的影响，另外，从全球战略和国家安全角度谈对商品价格的影响。首先，我们还是从全球最大单一经济体美国开始，近一段时间以来，对美国经济陷入二次衰退的忧虑不断增加，但我认为，美国经济二次探底的风险在 10%或更低，而美联储部分官员认为在 25%或者以下。目前，美联储正在准备开始新的资产购买计划，事实上，全球其他主要央行也正在紧跟美联储步伐开始新一轮的量化宽松政策。新一轮的量化宽松政策或 QE2 正在进行。从市场表现来看，投资人并不是很有信心，美国债市的表现也说明风险正在增加。从政治上，民主党支持率大幅下降，经济的下行的风险正在增加。在这个市场，美联储决定我们应对目前的市场做点什么，而他們要做的就是为市场注入流动性。注入流动性意味着通胀风险在增加，投资人对于包括金属在内的硬资产的需求加大。2 年前，中国采取积极的财政政策和宽松的货币政策为市场释放了大量流动性，而这最终将在某一时点上体现在通胀加剧上。过去两年，发达国家和中国一起所作的都在制造通胀，事实上，通胀已经出现在了我们的系统里。一些美联储的官员乐于见到通胀，他们说，目前我们的通胀水平低于 2%的目标。但新兴市场的通胀已经在蔓延。金融危机导致全球的大量产能停滞，特别是资本密集型产业受到的破坏尤其严重。在过去的两年里，大量的农业企业、金属矿山和能源企业产能遭到削减，当经济复苏时，这些因素给价格形成了上涨压力。很多人搞不明，为什么全球商品需求下降了而价格还大幅上涨，一些农产品更是在近期涨势惊人。我们的答案是，供应上出了很大问题！这是自 1973-1974 年代从未见过的供应上出现这么的情况。在新兴市场，高食品价格、高能源价格以及工资上涨压力使得通胀压力不断加大。例如，印度食品价格涨幅在 16%以上，在局部地区，例如孟买地区，食品价格在过去一年更是涨幅达到 100%！在中国，CPI 也在 2.6%的水平上。通胀正在新兴市场国家蔓延和升级。从过去的经验看，新兴市场国家工人将其 50%的收入都花在食品上，人们正在感受食品价格上涨的压力，因此人们对于提供工资水平的呼声不断加大。以中国为例，工资水平上涨压力不断加大，台湾企业富士康集团的工厂正在往北方转移，为的就是那里能获得来自北朝鲜的便宜劳动力，这些北朝鲜的工人通过获得工作许可证来到中国东北部地区进行工

作。这些人因劳动技能缺乏，因而工资水平整体较低。中国的制造业正在面临日益上涨的工资压力问题。金融危机区间，大约有 3000 万中国农民工返乡，这导致了经济复苏时劳动力市场的紧张，30%-50% 的工人工资在这期间都在上涨。他们看到了物件水平在上涨。在新兴市场国家，食物价格是敏感的。当食品价格开始上涨时，社会的冲突以及城市出现的暴力为问题就开始增加。而这种冲突将导致供应受到影响，进而影响到商品价格。例如泰国的社会游行导致橡胶价格暴涨。由于棉花种植的面积的减少但纺织需求仍在，棉花价格也暴涨。以上这些例子说明了通胀已经发生在经济体系里，因投资人对于硬资产的需求就在不断增加。但美国人认为，我们的核心通胀率依然处在低位，我们没有感到通胀，而这主要是由于 1980 年代美国白宫的经济学家将食品从核心通胀指标中去除。因此事实上，美国的食物价格已经达到近 30 年以来高位。柏林墙倒塌前，西方国家和社会主义国家都把巨额资金花在防卫上，而在其倒塌后，各国国家都开始集中资金发展经济，因为我们看到过去近 20 年里全球经济取得了引人注目的成就。在新兴市场正在受到通胀的影响，而中国更是十分担心通胀。中国历史上有很多的重要政治变革因食品价格上涨而起。10% 的通胀将仍政府感到极度紧张。以中国为例，人们对食品价格上涨感到紧张，而政府在认为，人们在变老之前将会变得富有。但事实上，在西藏之前的爆发的骚乱就是因大米价格上涨所导致的。通胀在中国或新兴市场国家是个国家安全问题。未来十年，中国将加大对能源、食品、矿产金属等供应或供应链的控制或影响，这将为经济的平稳提供保障。对于中国来说，目前其正在全力以赴的进行经济结构转变，把传统的依靠出口外向型经济逐步转向依靠内需增长上，而这就导致了通胀压抑上升。中国经济大量的港口、公路、桥梁城市化等基础设施的建设，而这些都是需要大量金属的。因此，这给金属价格形成了较大的上行压力。一些交易员错误的认为未来中国经济若减速或减弱金属价格将下跌。但我们认为，即使中国 GDP 增速放缓，但像基础设施等拉动内需的金属需求仍将存在，这将为金属价格提供支持。

以上是从经济角度谈了下价格的影响因素，下面谈从战略上谈一下影响价格的因素。要谈这个问题，主要还是谈中国和美国的竞争问题。中国和美国在航空、军事等众多领域都同美国展开竞争。例如，中国大量进口金属等大宗商品进口，而这主要是依赖海运，因此中国重视海军建设以及船运的研究。这涉及到国家的物资供应问题，也因此上升到国家安全问题。此外，中国认为，要遏制的美国的舰艇或海军，重要的手段便是通过控制或摧毁卫星系统，因此中国正在加紧步伐投入到航天和卫星等领域的研究和实践，中国要达到和美国抗衡的水平，这就是个时间和投入的问题。中国所做的这些均是关系到商品价格，这是从战略的高度将，因为中国通过影响和控制上游供应和供应链来实现国家的安全保障。另为一个关于中国控制供应的例子便是限制稀有金属出口日本。由于这些稀有金属的资源冶炼的产能都集中在中国，中国对于稀有金属出口的控制对金属价格形成重要影响。

铝: Ed Meir, 高级分析师, MF Global UK Limited

2010 年铝供应过剩 80 万吨。今年铝供应将过剩 80 万吨,全球铝库存达 700 万吨,因各地刺激措施逐渐减少。资金流动对铝市场将是正面的,目前大宗商品行情和供需无关,而是受到投资资产类别(或)与对抗美元的操作所驱动。期铝明年均价将在每吨 2,250 美元,资金流动和中国可能减产支撑了价格。

过去一年半来铝价和基本面脱钩。从 2009 年迄今库存几乎倍增,然而价格也大涨,明年还会看到又有 60 万吨的供应过剩。在这种背景下,价格还是在推高且来到相当高的水准,这主要原因就是融资交易。LME 铝库存有很大部分都绑定在融资交易。

另一方面,近几个月市场来关于有基本金属实货支持的上市交易产品(ETP)的传闻甚嚣尘上。其中也包括铝。是否会推出铝上市交易基金(ETF)尚无定论,这可能提供部分初期的价格支撑,但长期影响则尚不清楚。

铜: Daniel Brebner, 研究主管, 德意志银行

铜市在 2008 年经济危机导致价格大幅下滑之后经历了令人印象深刻的回升,在过去的 20 个月中,国际铜价已经上涨了 180%。但传统意义上铜价则显得“被放大”,这从铜价/库存比和铜价/油价比中就可以看出来。从供需基本面上看,铜价不应该位于如此高的位置,要解释铜价处于高位的问题,我们还需要将投资性需求考虑进去。

铜价长期合理的价格应该为每吨 4,153 美元(约为目前价格的一半),这显示目前的铜价已经被高估。目前有三个实用的工具可以用来判断金属的合理价格。这些工具包括自 1965 年以来的长期平均价格,但汇率变动会令价格出现“错乱”,铜价长期平均值为每吨 4,510 美元。另外一个工具就是激励性价格-即该价格需要令铜矿产商有兴趣继续投资并获得合理的回报,按照这个标准,铜价应该为每吨 4,320 美元。最后一个标准就是边际生产成本,照此计算,铜价应该为每吨 3,630 美元。近 20 年来,铜价较生产成本最高升水为 50%,而短期内的水平为 100%,目前,铜价较生产成本升水接近 150%。

铜上市交易基金(ETF)需求量约为 300,000-400,000 吨。尽管我们认为这个预估或许有些偏低,但黄金和白银将占 ETF 需求主角。投资者将担心这些产品的价值,我们认为基本金属的 ETF 需求将不会过多。市场供应紧俏并不是令铜价处于如此高位的唯一推动力量。

锌: Josh Crumb, 高级金属策略师, Goldman Sachs International

贱金属价格仍需要大幅走高,才能使许多计划中的新采矿项目有理由上马,缓解供应紧张局面。尽管一些金属价格强劲上涨,但考虑到金属生产的边际成本,而不仅仅只考虑采矿商的现金成本,市场需要适应更加合理的价格水平。要达到刺激生产的目的,贱金属价格需要进一步走高。

明年全球锌市需求将超过供给,这大部分源于中国需求的增长。中国是全球最大的金属消费国。预期 2011 年锌需求将增加 6.1%,或 76.5 万吨,超过 4.6%或 59 万吨的供给增幅。锌需求的增加可能尽大部分来自中国以及 G3 国家(指美国、日本和欧元区,未来五年,需求可能将以每年 4%-6%的速度递增。尽管如此,高企的库存应该能帮助应对供给短缺。高盛上周将 12 个月锌价预期上调 35%至每吨 3,000 美元。

■免责声明■期货市场风险莫测,交易务请谨慎从事

本报告版权归银河期货研究中心所有。未获得银河期货研究中心书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于银河期货研究中心及其研究员认为可信的公开资料,但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在银河期货研究中心及其研究员知情的范围内,银河期货研究中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。