

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业快评

商品指数基金调高基本金属权重 铜、锌、镍子行业迎来交易性机会

2009 年 1 月 6 日

彭 波 有色金属高级研究员 86-755-22623797 pengbo@pasc.com.cn

肖 征 有色金属行业研究员 86-755-22624973 xiaozheng@pasc.com.cn

事 项

每年年初，各种商品指数基金都会迎来每年一度的重新权重分配，这些指数基金的权重变化可能促使各种商品出现明显的买卖盘。过去的一年基本金属价格大幅下跌，铅创下 63% 的最大跌幅，镍下跌了 59%，跌幅最小的锡也达到 36%。在金属价格经历迅速跳水以后，目前锌、铝、镍厂商都已出现了大量亏损，基本面相对强劲的铜也已有约 25% 的厂商处于亏损状态，从长远来看，基本金属已经具备了投资价值，因此今年基本金属在商品指数基金中将重新获得调高比重的机会。其中对基本金属影响最大的 DJ-AIG 商品指数 2009 年 1 月 9 日~15 日完成调整。

主要观点

➤ 指数基金调高有色权重，铜、锌、镍子行业可能迎来交易性机会

2009 年基本金属以稳健上扬走势开局，新年的第一个交易日见证了金属的大幅反弹。期镍在上周五上涨了 13%，我们认为是买盘在 DJ-AIG 和 GSCI 指数权重的调整前跟进所致，从 LME 的持仓和价格反映出来明显是多头推进。

目前 DJ-AIG 商品指数的规模约 250 亿，2009 年指数调整带来的铜、铝、锌、镍的额外买盘将分别达到 21.9 万吨、11.1 万吨、19.2 万吨和 2.3 万吨，占其全球全年产量的 1.2%、0.3%、1.6% 和 1.6%，而且是在 2009 年 1 月 9 日~15 日短短的一周时间内完成，对铜、锌、镍的利好明显。我们认为在指数基金完成权重调整前，铜、锌、镍子行业迎来交易性机会。

图表1 DJ-AIG商品指数2009年指数权重调整

高盛商品 指数	2008年原计划 比重	2008-12 -31	2009年计划 比重	指数权重 调整	金额改变(百万美 元)	额外买盘 (万吨)
天然气	12.2%	12.5%	11.9%	-0.6%	-150	
原油	13.2%	9.6%	13.8%	4.1%	1,025	
汽油	3.8%	2.4%	3.7%	1.3%	325	
燃料油	3.8%	3.1%	3.6%	0.6%	150	
生牛	4.9%	6.4%	4.3%	-2.1%	-525	
生猪	2.5%	4.0%	2.4%	-1.6%	-400	
小麦	4.7%	4.5%	4.8%	0.3%	75	
玉米	5.7%	7.1%	5.7%	-1.3%	-325	
大豆	7.6%	8.5%	7.6%	-0.9%	-225	
豆油	2.8%	2.7%	2.9%	0.2%	50	
糖	3.2%	4.7%	3.0%	-1.7%	-425	
棉花	2.5%	2.5%	2.3%	-0.3%	-75	
咖啡	3.0%	3.7%	3.0%	-0.7%	-175	
铝	7.1%	6.3%	7.0%	0.7%	175	11.1
铜	7.0%	4.5%	7.3%	2.8%	700	21.9
锌	3.0%	2.1%	3.1%	1.0%	250	19.2
镍	2.8%	1.7%	2.9%	1.2%	300	2.3
黄金	7.4%	10.8%	7.9%	-3.0%	-750	
银	2.7%	2.9%	2.9%	0.0%	0	

资料来源：高盛、平安证券整理

➤ 麦格理投行大幅 09 年金属产量预测至负增长边缘

自 2008 年金融海啸爆发以来，包括中国在内的各国实体经济亦难以幸免遭受重创，有色需求大幅下滑至大量厂商的成本线以下，从而引发了有色金属矿山和冶炼企业的大量减产。有色金属价格权威研究机构麦格理银行在 2009 年 1 月份将其 2008 年和 2009 年的金属产量预测大幅调低。

在新的产量预测中，铜精矿（含铜）、精炼铜、电解铝、精炼镍、锌精矿（含锌）、精炼锌和不锈钢 2009 年产量的同比增长分别由 5%、4.2%、6%、6.4%、9.4%、7.5%、9.1%调降至 -1.1%、-2.8%、0.2%、-2.3%、-0.6%、1.8%和 1.5%，基本上都在负增长的边缘。

虽然具体的需求数据还没有披露，但我们认为产量如果这能控制这么低的水平，那么铜、锌、镍价格有望筑底回升。建议投资者可关注相关子行业股票：中金岭南、宏达股份、豫光金铅、吉恩镍业、江西铜业和铜陵有色。

图表2 各种金属产量预测

	2008 年 1 月对产量的预测			最新的产量预测			两次预测之间的差额		变动比重	
	2008F	2009F	同比	2008F	2009F	同比	2008F	2009F	2008F	2009F
铜精矿（含铜）	16513	17337	5.0%	15492	15317	-1.1%	1021	2020	-6.20%	-11.70%
精炼铜	19140	19941	4.2%	18494	17978	-2.8%	646	1963	-3.40%	-9.80%
电解铝	41877	44408	6.0%	40023	40117	0.2%	1854	4291	-4.40%	-9.70%
精炼镍	1544	1643	6.4%	1363	1331	-2.3%	181	312	-11.70%	-19.00%
锌精矿（含锌）	12639	13832	9.4%	11722	11651	-0.6%	917	2181	-7.30%	-15.80%
精炼锌	12620	13570	7.5%	11840	12055	1.8%	780	1515	-6.20%	-11.20%
不锈钢	32371	35301	9.1%	26417	26824	1.5%	5954	8477	-18.40%	-24.00%

资料来源：麦格理银行、平安证券整理

附录 1：对商品市场影响最大的几种基金

基金对商品价格的影响起到极大的推动作用，在商品市场中影响最大的基金主要有以下三种：

1、CTA——商品投资顾问，这些基金在任何市场上操作（股票，债券，商品等），大多数通过计算机模型，基于短期技术性指标来操作，很少或是根本不考虑基本面。

2、Global hedge fund——对冲基金，可以做任何操作（股票、商品、基金上做多或做空），并寻求投资的绝对收益，基本上在 20%以上（不像共同基金和养老基金，只在股票和基金上做多，并寻求相对收益）。

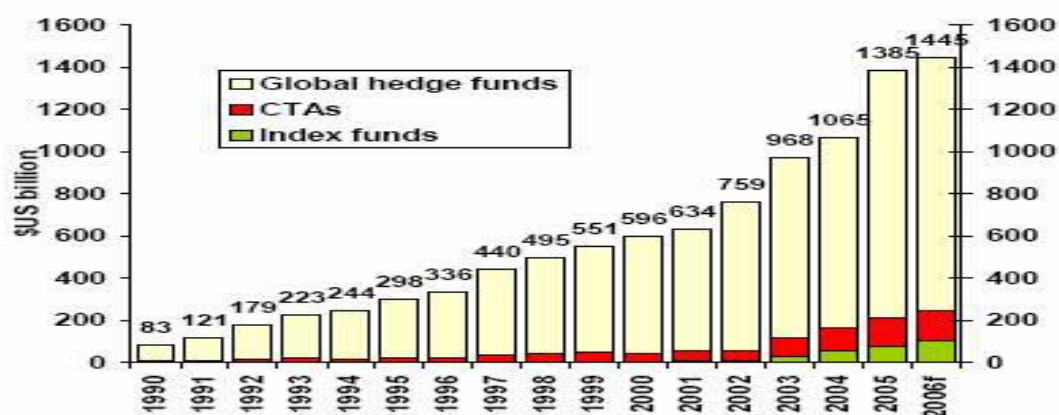
3、Index Fund——商品指数基金。商品指数基金对商品市场的投资主要通过投资与商品相联系的衍生金融工具，如商品期货、期权和商品互换等，不直接投资现货商品。采取的投资策略是根据所跟踪的商品指数包含的一篮子商品期货中不同品种的权重买入并持有商品期货。

虽然商品指数基金相对于全球对冲基金和 CTA 基金规模偏小，但是因为全球对冲基金和 CTA 基金投资于商品市场的只是一小部分（约 10%），而商品指数基金是 100%投资于商品市场中，因此商品指数基金对商品价格的影响相当重要。

主要的商品指数有高盛商品指数(GSCI)和道琼斯-AIG 商品指数(DJ-AIG)，2008 年它们的规模分别为 850 亿和 420 亿美元，分别占到商品指数基金总份额的 60%和 30%，但是经历了 2008 年商品市场的大幅下跌以后，目前的份额已经有所减少，估计 2009 年的规模分别为 450 亿和 250 亿。

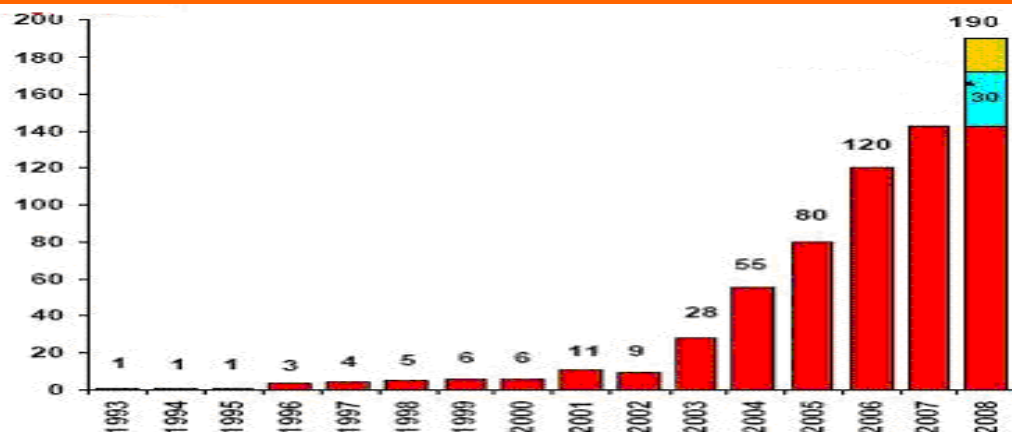
虽然按照总的投资规模来看，GSCI 是目前最大的商品指数基金，但对基本金属来说，DJ-AIG 实际上更加重要，因为它对工业金属的权重分配要高的多（DJ-AIG 为 20%，GSCI 为 6.6%）。另外 DJ-AIG 各种商品权重重估的规模比 GSCI 要大的多，因为 DJ-AIG 权重分配是根据商品价格，而 GSCI 则是依据前五年的商品成交量，商品成交量年度变化较小，但是价格近一年的价格下跌较大。

图表3 投资于商品市场的基金



资料来源：平安证券整理

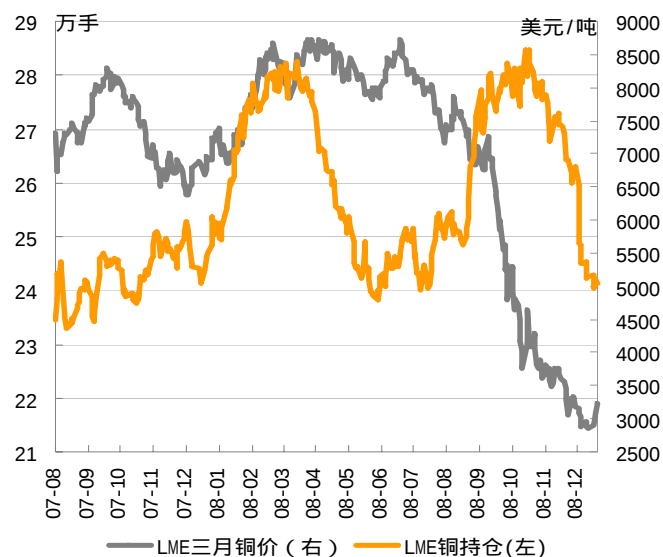
图表4 商品指数基金上的投资规模



资料来源：平安证券整理

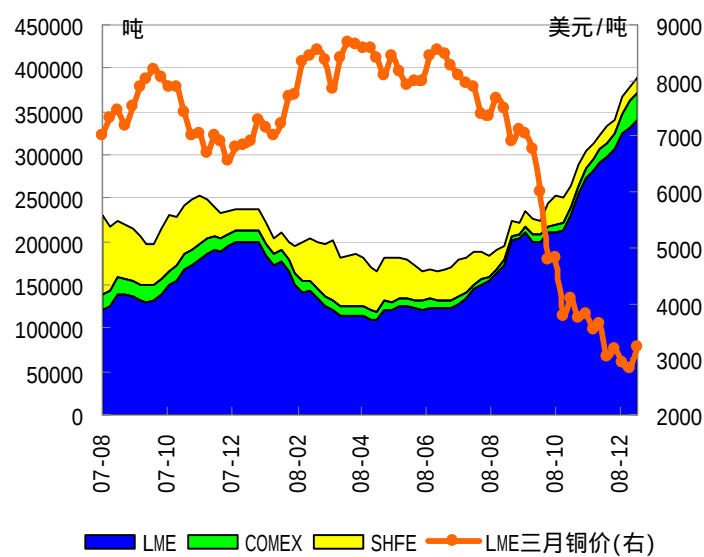
附录 2：近期 LME 金属价格、持仓量和库存变化

图表5 LME三月期铜价和持仓量对比图

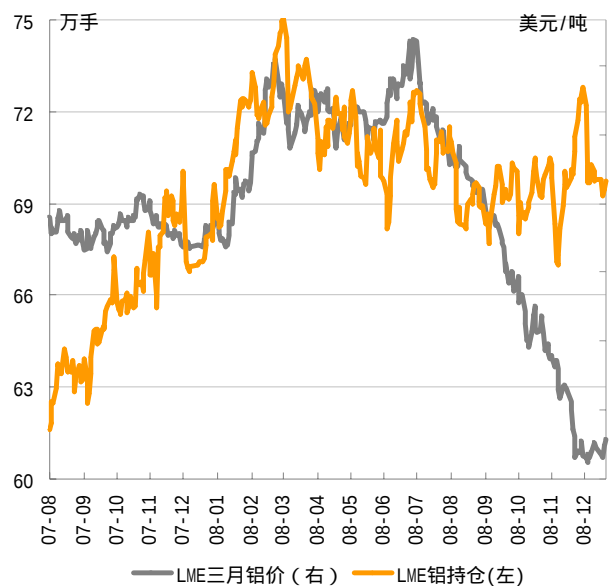


资料来源：平安证券整理

图表6 LME三月期铜价和三大交易所总库存对比图

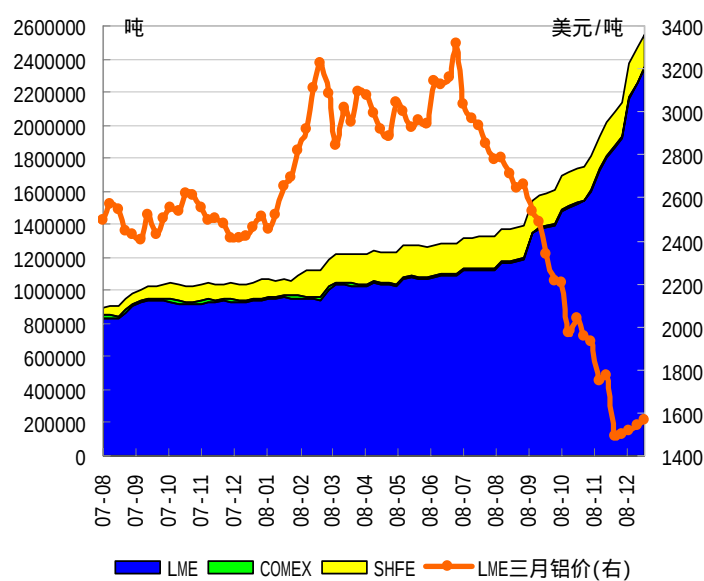


图表7 LME三月期铝价和持仓量对比图



资料来源：平安证券整理

图表8 LME三月期铝价和三大交易所总库存对比图

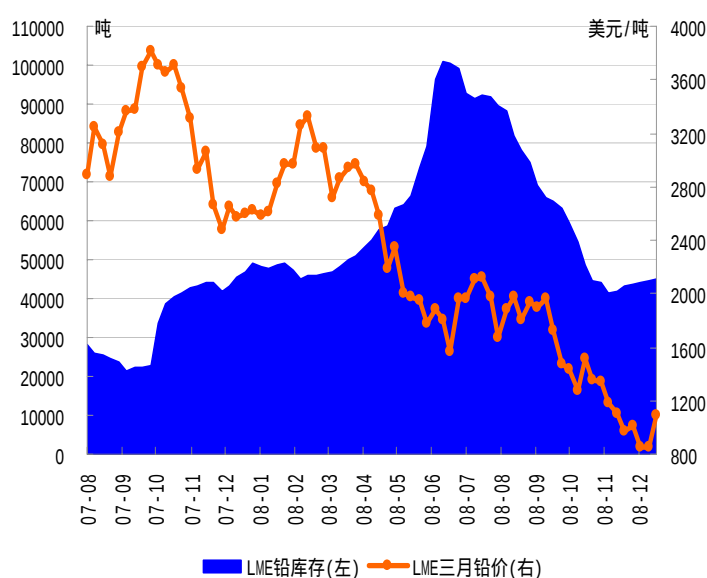


图表9 LME三月期铅价和持仓量对比图



资料来源：平安证券整理

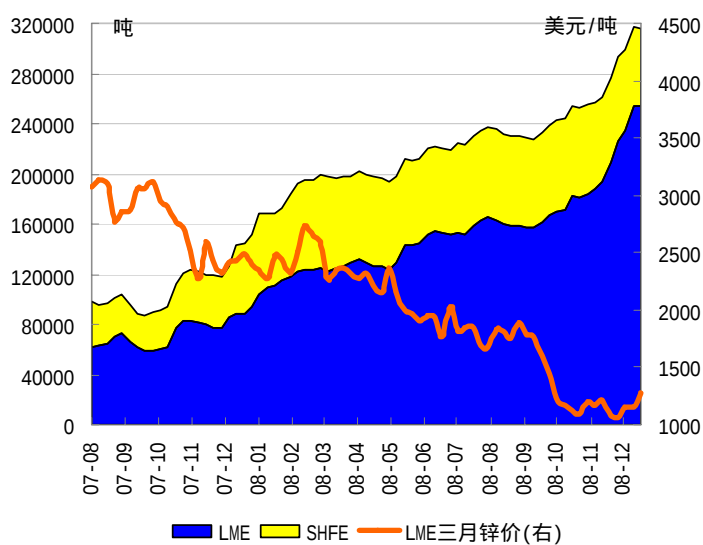
图表10 LME三月期铅价和三大交易所总库存对比图



图表11 LME三月期锌价和持仓量对比图



图表12 LME三月期锌价和三大交易所总库存对比图

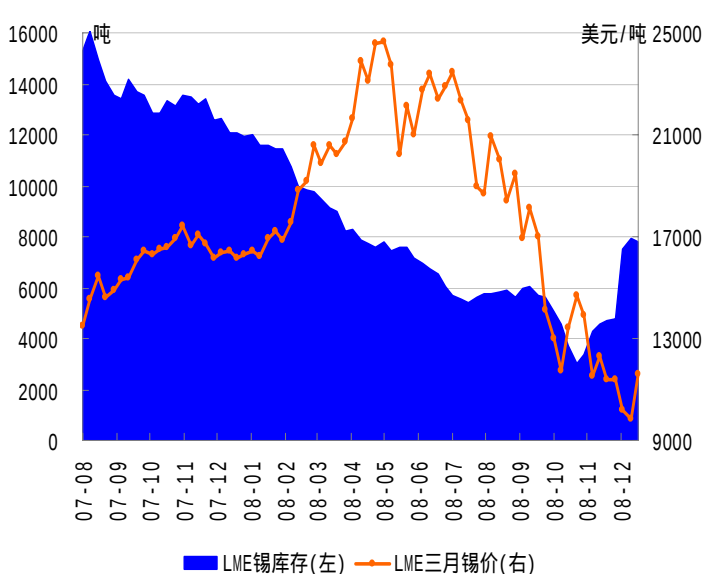


资料来源：平安证券整理

图表13 LME三月期锡价和持仓量对比图

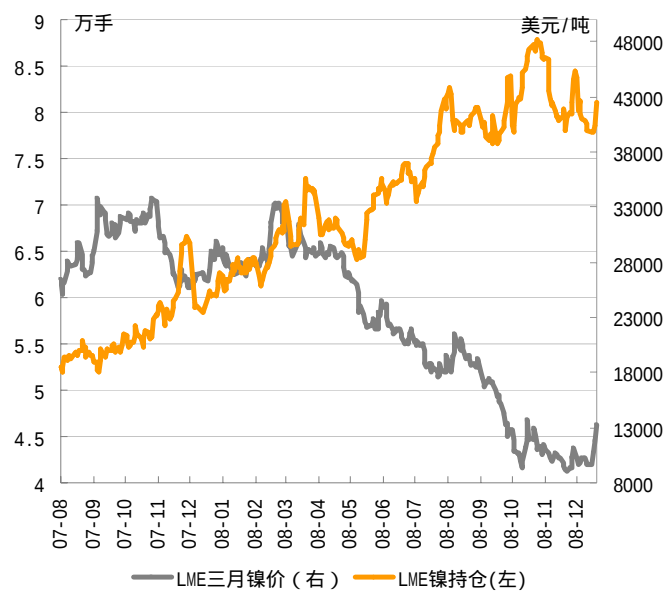


图表14 LME三月期锡价和三大交易所总库存对比图



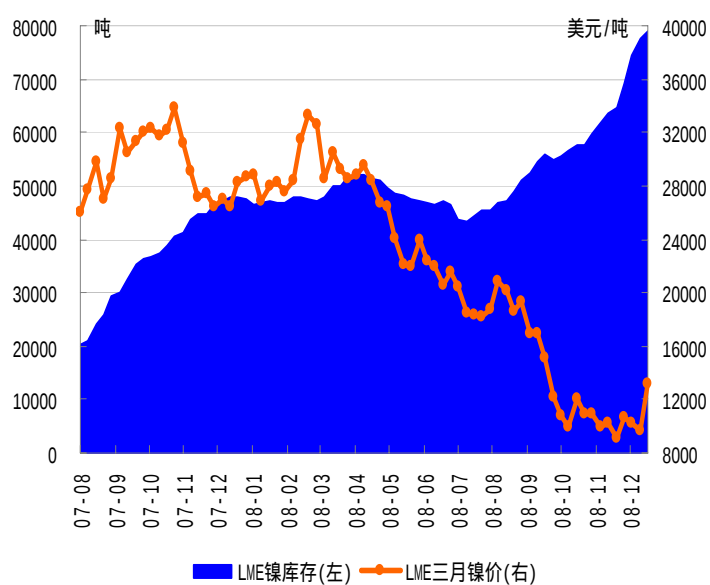
资料来源：平安证券整理

图表15 LME三月期镍价和持仓量对比图



资料来源：平安证券整理

图表16 LME三月期镍价和三大交易所总库存对比图



近期相关报告

- 《有色金属行业09年年度策略报告——关注交易性的反弹机会，等待战略性的买入机会》——2008年12月2日
- 《有色金属行业十月月度报告——多事之秋最大的确定因素就是“不确定性”》——2008年10月4日
- 《有色金属行业九月月度报告——美元强势反弹给板块投资带来更大的不确定性》——2008年9月3日
- 《有色金属行业八月月度报告——稀土和黄金仍是弱市之下的强势品种》——2008年8月3日
- 《锌行业点评——痛苦的调整仍将继续》——2008年7月23日
- 《20家骨干电解铝企业联合减产——短期给予铝市的一针强心剂》——2008年7月11日
- 《解读铜价淡季大反弹——供给担忧和被低估了的中国需求》——2008年6月24日
- 《有色金属行业中期投资策略报告——较大不确定因素下捕捉投资机会》——2008年6月12日
- 《有色金属行业夏季投资策略报告——捕捉深度调整之后的投资机会》——2008年5月3日
- 《有色金属行业三月月度报告——把握金属价格强劲反弹下的交易性机会》——2008年3月3日
- 《有色金属行业一季度策略跟踪报告——等待，也是仍是板块投资的最好策略》——2008年2月8日
- 《有色金属行业一季度策略报告——2008年能否再创辉煌？》——2008年1月6日
- 《有色金属行业2008年投资策略——风险是涨出来的，机会是跌出来的》——2007年12月7日

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田南路大中华国际交易广场裙楼8楼

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257