

经济、需求现改善迹象，期待有色回升

——有色金属行业 2012 年 10 月月报

报告摘要:

欧洲经济未见起色。失业率连创新高，10 月 Markit 综合 PMI 创 2009 年 6 月以来最低。面对救助，西班牙踌躇不前。希腊与国际三方就修改救助协议的谈判也在进行。欧洲货币政策前景仍宽松。

美国失业率降至 8% 以下，房地产市场逐步改善。美国第三季度实际 GDP 初值年化季率上升 2.0%，美国 9 月 ISM 制造业及服务业 PMI 回升。FED 推出 QE3 后，资产规模仍较稳定。财政悬崖临近。

中国经济低迷，但数据显示 9 月经济有回升势头，且 10 月汇丰 PMI 数据继续回升。世界量化宽松潮流，增添了我国的通胀压力，货币政策的操作空间减小。但政局确定性提升，政策前景乐观。

美元指数，市场短期的两个关注点是欧债危机和美国大选。大选方面，若罗姆尼当选，可能给美元提供上行动力。若是奥巴马连任，金融市场的动荡可能告一段落，美元偏弱。此后，美元走势要关注财政悬崖。

美国大选与大宗商品价格。大选前大宗商品价格，通常会出现下跌，或者升势中断，但大选后的走势没有呈现出太多的规律性，通常大选会提供短期的逆趋势机会，但不会反转此前价格趋势。对于此轮大选，根据各方的政策，若奥巴马当选对大宗商品应更为有利。

基本金属供需：9 月份，我国有色金属产量保持较高增速。铜相关产品进口回升，铝材、废铝等进口量回落。固定资产投资增速提升，交通运输特别是铁路等方面的投资继续好转。主要有色金属下游产品的产量增速稳定。国内铜现货升水下降趋势似有改观，铜国内外价差由负转正。海外：欧洲基本金属消费整体仍较低迷，但已有改善迹象，欧元区 17 国的营建支出环比实现增长。美国基本金属需求改善趋势延续，其中房地产市场正缓慢改善，汽车销售量恢复。

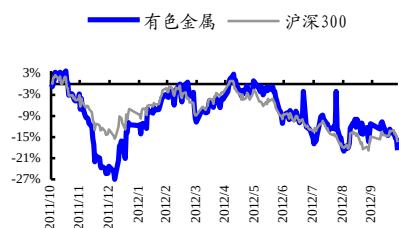
价格展望：基本金属价格可能会在四季度受需求改善前景和流动性宽松的支撑，并据此展望明年一季度金属价格的回升潜力。黄金价格受持续的量化宽松、消费旺季及财政悬崖的支持而维持升势。但需提防美国大选罗姆尼当选的冲击风险。

小金属：我国自 2009 年以来出台了大量的稀土等行业的整合政策，但政策的执行效果却不尽人意，多种小金属价格持续下跌。小金属需求低迷。9 月稀土制品、钨品等小金属出口未见好转。

投资评级与策略。政局稳定，政策乐观，市场估值回升。维持有色金属行业“优于大势”评级，关注：重点关注业绩较好、同时具有外生性增长机会的公司，如中金黄金、豫光金铅；基本金属公司中弹性较大、外生增长前景较好的公司如铜陵有色、驰宏锌锗等。高强轻合金材料领域，关注利源铝业。节能环保产业，关注格林美。

风险提示：流动性政策不及预期，金属价格回落，欧债风险恶化等。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-2.95%	-6.96%	-17.39%
相对收益	-5.83%	-2.72%	-2.17%

重点公司

投资评级

中金黄金	推荐
利源铝业	推荐
铜陵有色	推荐
豫光金铅	谨慎推荐
格林美	谨慎推荐

相关报告

《有色金属行业周报：9 月数据环比回升，需求恢复前景可期》

2012-10-23

《有色金属行业周报：宏观数据显恢复迹象，外围市场风险犹存》

2012-10-16

《有色金属行业周报：等待需求回升或政策明示》

2012-10-08

《有色金属行业 2012 年 9 月月报：有色需求不旺，期待估值回升》

2012-09-28

证券分析师：陈炳辉

执业证书编号：S0550511070002

(021)20361131 chenbh@nesc.cn

1. 流动性泛滥，有色金属价格回升

1.1. 中美经济数据略有起色

西班牙申请救助举棋不定。欧洲央行在 9 月初推出了直接货币交易（OMT），无限量购买到期期限 3 年以内的国债。此外，西班牙等债务国 10 年期国债收益率纷纷，西班牙成功实现国债融资。这令西班牙申请救助的动力降低，申请救助时机未定，希腊的救助谈判也进展缓慢。

美国失业率下降。在就业方面，9 月非农就业人数增加 11.4 万人，失业率降至 7.8%。通胀有所上升，房地产市场数据显示房地产市场持续复苏。美联储 10 月会议维持无限量的 QE3，以每月 400 亿美元的进度进一步购买抵押贷款支持证券（MBS），继续“扭转操作”，并承诺维持极低水平的联邦基金利率至少到 2015 年中。

近期，避险情绪回升。自 8 月份以来，在欧洲央行重启购债，美联储再推 QE 政策的推动之下，市场避险情绪有了明显的回落。西班牙和葡萄牙的国债收益率大幅回落，证券市场风险意愿持续回升。但 10 月进入到财报披露期之后，对企业营利的担忧重燃，大量企业营收不及预期再次推升了避险情绪。

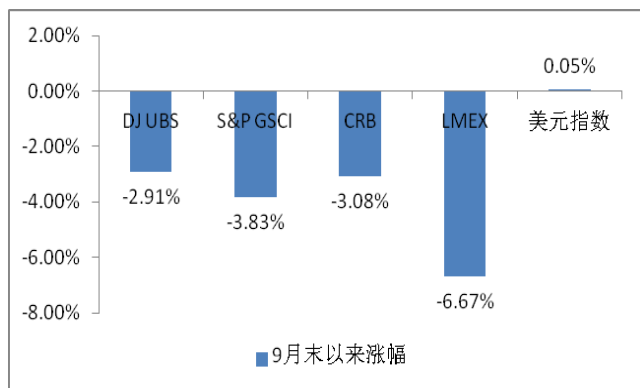
美元指数震荡。欧洲央行推出 OMT，FED 推出 QE3，打压了美元，自美元指数达 79 点之后，美元围绕西班牙救助问题波动，呈震荡走势。

中国经济数据显示经济仍较低迷。第三季度 GDP 增长仅 7.4%，但 9 月份数据均较 8 月份环比上升，底部迹象越来越多。通胀仍较低。

1.2. 基本金属价格走低

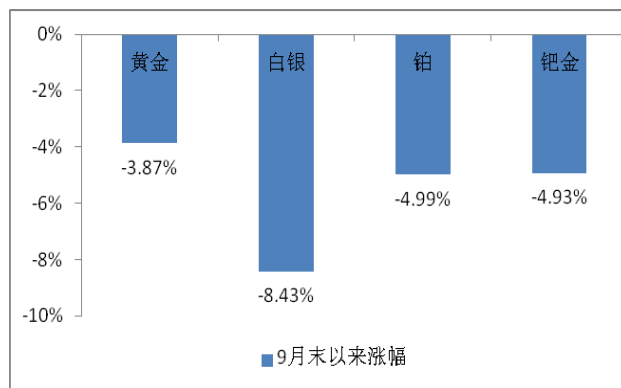
大宗商品价格回落。10 月份，美元指数震荡，但宽松流动性政策对大宗商品价格的推动力减弱，在需求没有明显改善的背景下，石油、金属等大宗商品的价格普遍回落，代表性的大宗商品指数下跌。

图 1：大宗商品价格整体回落



数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

图 2：贵金属价格下跌

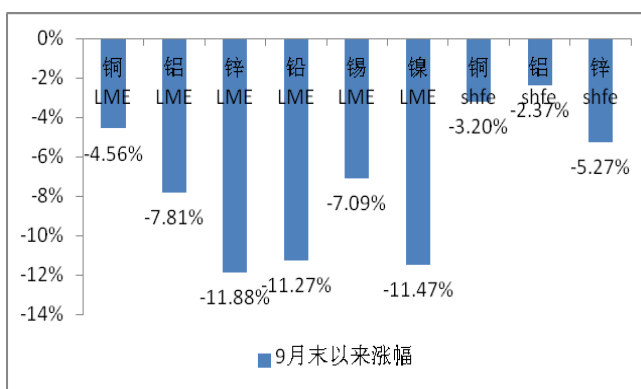


数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

有色金属价格跌幅较大。在此期间，LMEX 跌幅居大宗商品指数之首，达 6.67%。其中，LME 库存增加比较大的铅、锌镍等金属品种回落幅度较大，下跌幅度都在 10% 以上。LME 铜期货合约也下跌了 4.56%。国内金属品种的跌幅要明显小于 LME。

库存上，国内外库存互有涨跌。其中，LME 铜库存增加了 1500 多吨，而国内铜库存则增加了 3.42 万吨，增幅达 20% 多。LME 铅库存和锌库存增加比较快，与此同时，LME 锡和铝的库存有小幅的回落。

图 3: 锌价领跌有色金属



数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

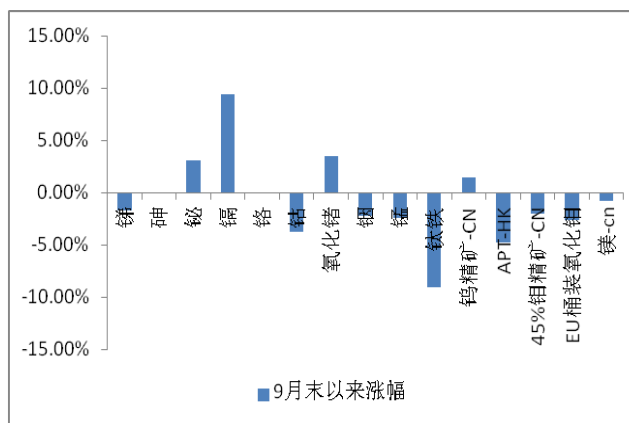
1.3. 黄金价格回落

贵金属价格下跌。自 9 月大涨后，黄金价格在 1800 美元附近，久攻不破，致使投资者纷纷获利了结，同时，西班牙救助久拖不决，而财报情况又普遍不佳，金价由此下跌了 3.87%，白银的弹性则更大，跌幅达到了 8.43%。南非矿企罢工趋于平静，铂金价格回落。

1.4. 小金属价格多走低

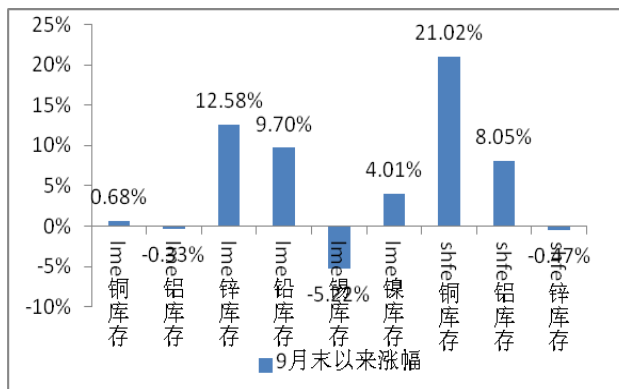
小金属价格多重回跌势。其中，自9月末以来，氧化锆、铋和镉价格出现了上涨，而锑、铟、钴、镁等金属的价格则有所回落，APT、钼产品、钛等品种价格延续跌势。稀土方面，各稀土品种价格都再度下跌，最高的跌幅近30%以上。

图 5: 小金属价格分化



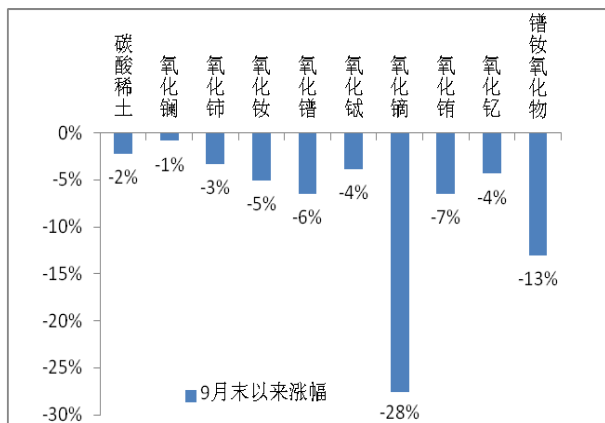
数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

图 4: 铜铅锌库存都有增长



数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

图 6: 稀土价格仍旧走弱

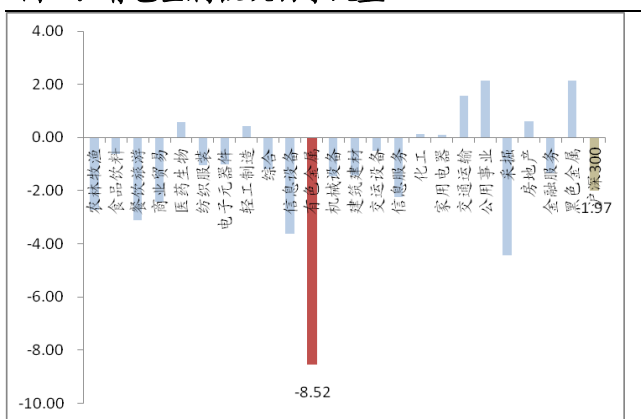


数据来源：东北证券，WIND，BLOOMBERG

1.5. 10月有色金属板块弱于大盘，尤其是黄金板块

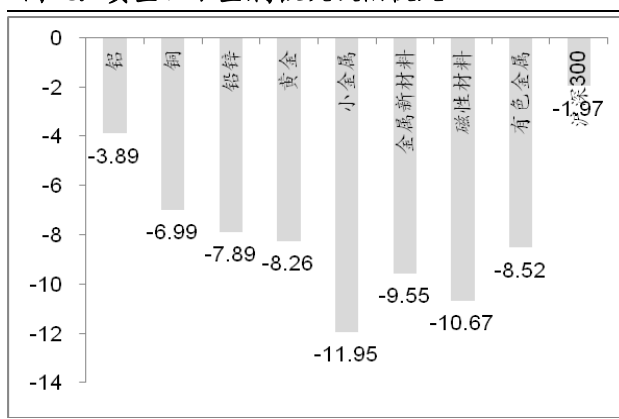
十八大召开在即，稳增长成第一要务，政策预期升温；宏观经济指标有改善迹象，股票市场对此回应乐观，不过，近来，市场担忧心情绪重燃，大盘 10 月份下跌了 1.97%。然而在有色金属板块中，由于黄金等板块已现较大幅度上涨，而基本金属的需求还没有明显的改善，同时各类金属品种价格都有所回落，由此，有色金属行业回落了 8.52%，表现显著弱于大盘，成为 10 月表现最差的板块。在有色金属的各个板块当中，磁性板块、小金属板块跌幅较大，分别跌 10.67%和 11.95%。

图 7: 有色金属板块弱于大盘



数据来源: 东北证券, WIND, BLOOMBERG

图 8: 黄金、小金属板块跌幅较大



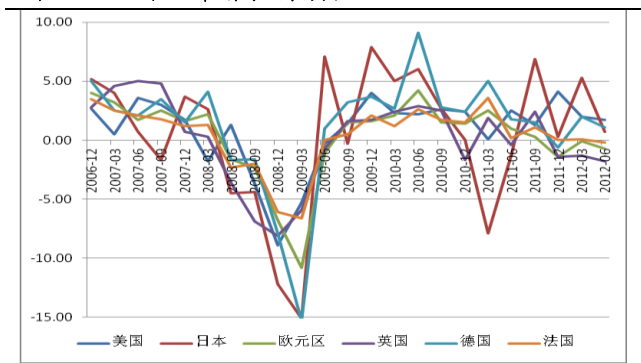
数据来源: 东北证券, WIND, BLOOMBERG

2. 经济数据现改善迹象

2.1. 欧债，悬而未决；经济，仍未见底

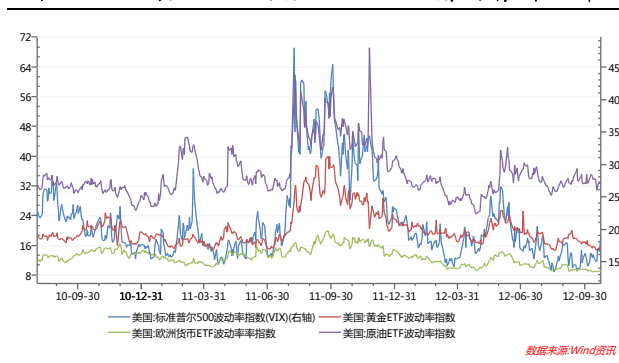
欧洲经济未见起色。持续恶化的欧洲债务危机及各国财政紧缩政策对欧洲经济增长的拖累逐步显现。欧元区失业率连创新高，8月份已经达到了11.40%，其中法国的失业率也上升到了10.60%。西班牙的失业率高达25%，希腊的失业率也达到了20%多。同时，OECD领先指标都预示欧洲经济积重难返，下行趋势延续；10月，制造业PMI指标再度下跌至45.30，而服务业PMI则为46.20，仅比上月的46.10略高。综合PMI从9月的46.1降至45.8，创2009年6月以来最低。二季度欧元区的GDP仍然陷入衰退，第二季度季调后GDP年率萎缩0.7%，德国和法国GDP增长优于欧元区，其中，德国第二季度经季调后国内生产总值(GDP)年率增长1.1%，法国经济则萎缩0.10%。9月份欧元区的CPI仍维持在2.6%。

图 9: 欧洲经济增长持续低迷



数据来源: 东北证券, WIND。

图 10: 近期，VIX 指数显示避险情绪有所上升



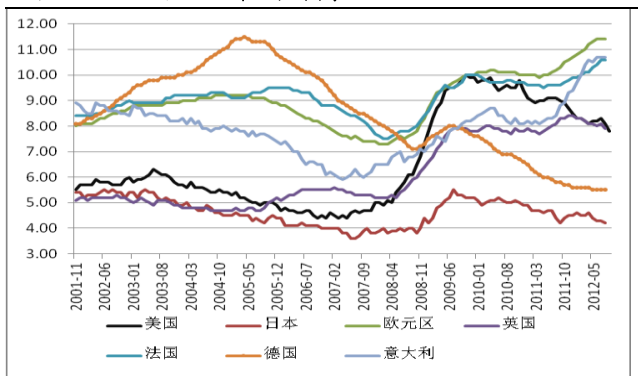
数据来源: 东北证券, WIND。

面对救助，西班牙踌躇不前。在9月初的货币政策会议上，欧洲央行(ECB)推出了名为OMT的购债计划，但规定前提是救助国需向ECB提出申请。此举使得西班牙十年期国债收益率下跌至5.5%以下。但随着国债收益率的回落，西班牙申请救助的积极性也开始下降。西班牙正在权衡救助条件及国内的政治压力，同时德国也认为救助是最后手段，并不希望西班牙在能通过市场融资时就申请救助。虽有猜测称西班牙将申请预防性的救助借款额度，而非实际的救助额，但目前，西班牙的债务救助问题仍无下文。

希腊与国际三方就修改救助协议的谈判也在进行。希腊正寻求将财政紧缩约束条件延长2年，但德国仍在等待国际三方对此的评估，希腊与国际三方的谈判仍在继续。

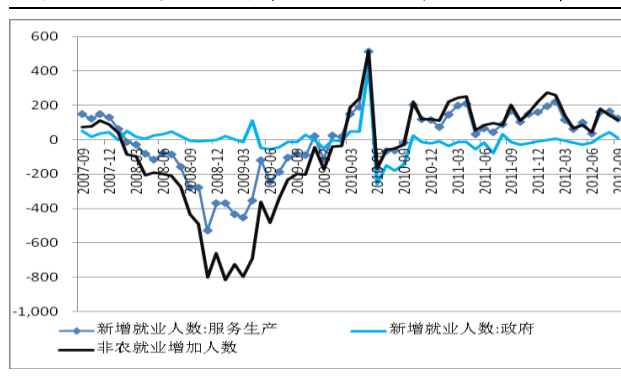
欧洲货币政策前景仍宽松。ECB 推出 OMT 还未实际执行。不论西班牙申请救助的时点及是否会申请，可以肯定的是，ECB 将继续推行宽松的货币政策。而赤字国申请救助，则意味着欧洲将再次进入量化宽松阶段。

图 11: 欧洲失业率创新高



数据来源：东北证券，WIND。

图 12: 近期美国非农就业数据增加人数反弹

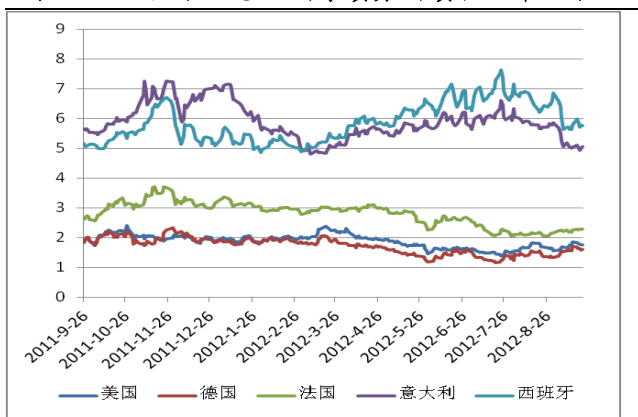


数据来源：东北证券，WIND。

2.2. 美国失业率下降，QE3 暂未发威，财政悬崖临近

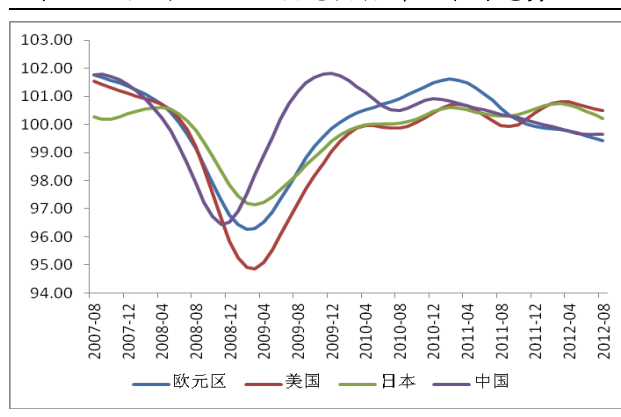
美国失业率降至 8% 以下，房地产市场逐步改善。在失业方面，非农就业报告显示 9 月美国新增非农就业岗位 11.4 万，9 月失业率走低至 7.8%。美国 9 月房地产数据持续改善，其中成屋销售量达到了 475 万，前值为 483 万套；同时 9 月营建许可达到 89 万套，并有 87.2 万套新屋开工，上期值为 75.8 万套；美国 9 月新屋销售总数年化 38.9 万户，预期为 38.5 万户。美国 9 月 ISM 制造业指数回升至 51.5，预期为 49.7，8 月为 49.6。9 月份 ISM 非制造业 PMI 为 55.1，高于 8 月份的 53.7，为 2012 年 3 月以来最高水平。美国第三季度实际 GDP 初值年化季率上升 2.0%，至 136162 亿美元，好于增长 1.9% 的预期，二季度实际 GDP 终值为 135485 亿美元，年化季率为上升 1.3%。

图 13: 西班牙、意大利等债务国债收益率回落



数据来源：东北证券，WIND。

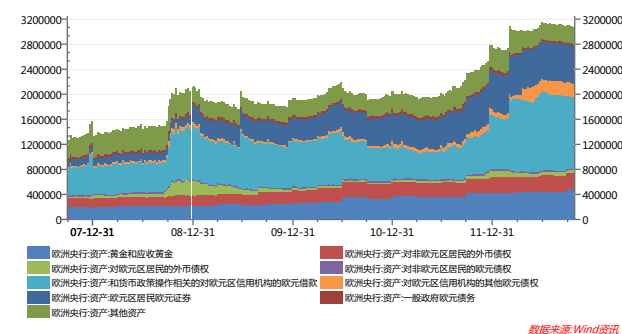
图 14: 各国 OECD 领先指标都呈下行态势



数据来源：东北证券，WIND。

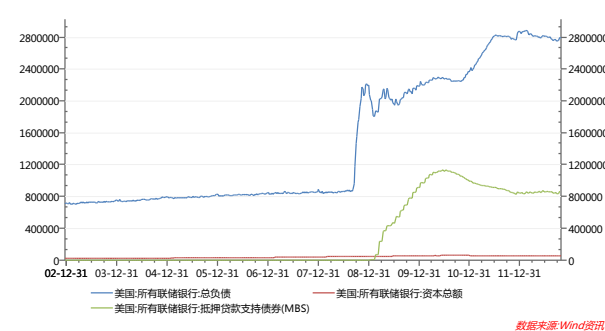
FED 推出 QE3，但 FED 资产规模仍较稳定。面对失业率居高不下，经济增长较为缓慢的局面，美联储官员深感失望。这促使了 FED 在 9 月推出了无限量 QE 政策，每月购买 400 亿 MBS 债券直到就业市场明显改善，并承诺将维持极低联邦基金利率水平至 2015 年年中。此后，FED 的资产负债表略有扩大，但幅度未及 400 亿，FED 的 MBS 持有量仅小幅增长。

图 15: 欧洲央行的资产规模稳定



数据来源：东北证券，WIND。

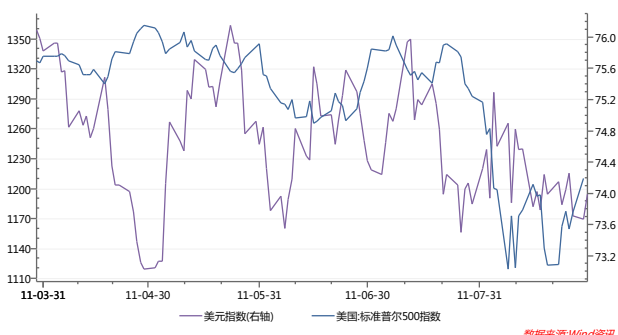
图 16: FED 的 MBS 及总资产规模略有增长



数据来源：东北证券，WIND。

财政悬崖临近。按照现行法律,美国政府多项减税政策和刺激政策即将到期,包括 2001 年和 2003 年小布什减税政策、奥巴马于 2011 年启动的失业救助和降低工资税政策等,同时去年国会超级委员会达成的“自动支出削减机制”启动,这一系列财政政策将于 2013 年 1 月集中到期终止或开始启动,使美国财政赤字水平呈现断崖式下跌(约 6000 亿美元),这一情况被称之为“财政悬崖”。若美国出现财政悬崖,政府支出减少,消费收缩,GDP 增长将受到严重拖累,甚至于重陷衰退。但由于美国政府两院分受不同党派控制,在财政问题上纷争不乱,互不让步,财政悬崖如何解决或延缓,至今,仍无进展。

图 17: 2011 年美国债务上限协商期间股市回落



数据来源：东北证券，WIND。

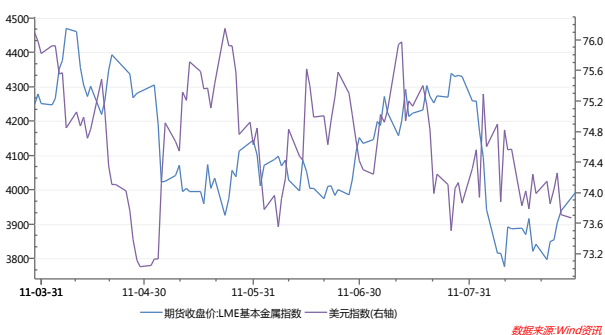
2.3. 美国大选，最大的不确定事件

美国即将举行大选，民调显示，目前两党候选的支持率大体相当，从而使将于11月6日举行的美国大选，成为美国乃至世界经济的最大不确定事件。

侯选双方，政策有所差异，将导致金融市场动荡。例如在货币政策方面，奥巴马倾向于维持当前政策，而罗姆尼则对量化宽松等短期刺激并不感冒，甚至于发话要撤换伯南克。有消息称，若罗姆尼当选，伯南克有可能于今年年底辞职，罗姆尼可能选择政策更为强硬的人士担此重任。这使美国量化宽松前景变得模糊。可见大选来临之际，美元指数和商品价格都将面临诸多不确定性。

从历史来看，在大选前以油价和铜价为代表的大宗商品价格，通常会出现下跌，或者升势中断。但在大选过后的走势仍没有呈现出太多的规律性，通常大选会提供短期的逆趋势机会，但不会逆转此前价格趋势的概率较大（2000 年大选后，价格趋势被反转，因科技股泡沫破裂引发经济下行，是其特例）。其原因大概是，在大选来临之际，市场的不确定性因素会提升，而使市场人士规避不确定性。大选过后，

图 18: 2011 年美国债务上限协商期间, LMEX 回落



数据来源：东北证券，WIND。

不论是哪方胜选，都不会很快改变政策，失业及通胀也不会出现大幅改变，大宗商品的价格因此而可能延续之前的走势直到相关数据或政策的改变。

表 1: 美国大选双方的经济主张概要

候选人	财政主张	货币主张	就业	能源	金融监管
奥巴马	增加税收，寻求削减财政赤字	延续当前超宽松货币政策	对年收入高于 25 万美元的家庭提高税收，并为中产阶级减税，以鼓励美国中产阶级消费和创造就业岗位。	推进绿色能源计划，并促进可再生能源的应用代替高碳化石燃料，向煤炭使用施加更大压力。	金融改革法案将得以全面实施，其中包括饱受争议的沃尔克法则，使大型银行的自营交易受限。
罗姆尼	降低税率，扩大税基，通过废除医疗法案等国内事务控制开支，保证联邦开支不超过 GDP 的 20%，寻求削减赤字。	撤换伯南克，不支持新一轮量化宽松货币政策	创造就业的五点计划，包括发展油气等传统能源产业，加强民众技能培训，签订新的国际贸易协定，削减联邦政府财政赤字，降低税率以刺激工商业发展等	发展传统能源。减少或简化一些环境法规，并鼓励陆地和近海钻探。	沃尔克法则很可能夭折，可能还会放松对银行资本的管制。

资料来源：东北证券整理。

我们也发现当失业率+通货膨胀率大于 10%（此时通常失业率较高）时，大选后，大宗商品的价格都是下跌的。

对于 1996 年连任成功的克林顿政府和 2004 年小布什政府，大选过后，铜价都出现了上扬，但油价的趋势却不尽相同。

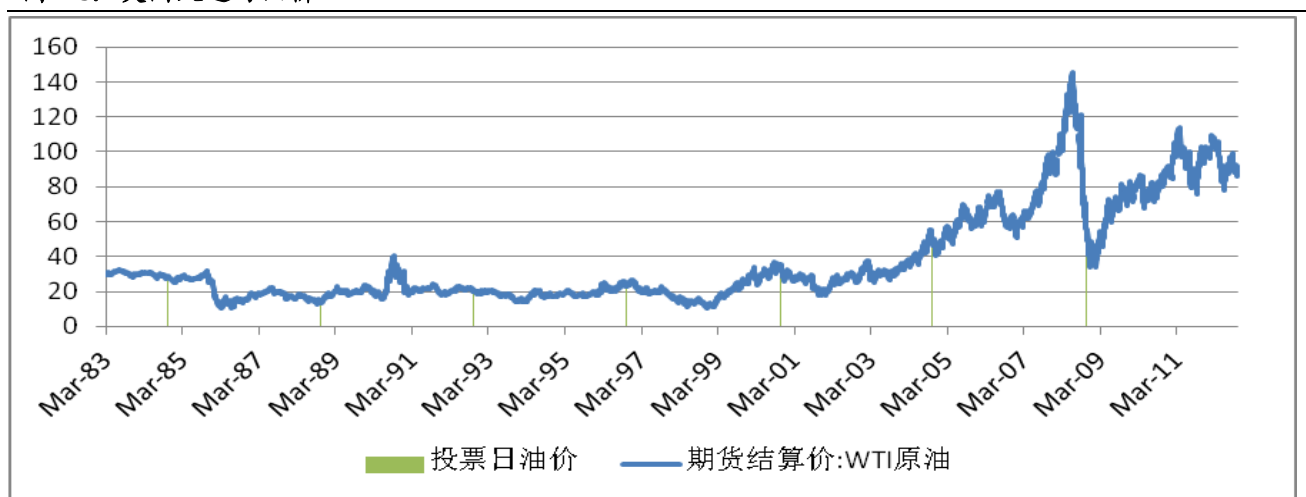
因此，仅从大选这一个角度，很难判断大宗商品在大选后价格的波动方向。

表 2: 近期美国大选与大宗商品价格

		失业率 (11 月)	通胀 (%)	联邦基金利率 (%)	铜价	油价
1984	里根连任	7.20	4.10	9-10	-	选举前 2-3 月：跌；选举后至 2 月，跌。
1988	老布什 VS 杜卡基思	5.30	4.20	8.25	选举前一个月，振荡；选举后有下挫，但此后创新高	选举前 20 天：跌；选举后：先小跌后涨。
1992	克林顿 VS 老布什	7.40	3.00	3	选举前跌；选举后，短跌，然后回升，但下行趋势延续。	选举前：跌；选举后：跌
1996	克林顿谋求连任 VS 多尔	5.40	3.30	5.25	选举前 10-20 天下挫；选举后走高。	选举前 20 天：跌；选举后升至 1 月，后进入下跌趋势。
2000	小布什	3.90	3.40	6.50	选举前跌；选举后先跌后升，但延续下行趋势。	选举前 1 月：跌，选举后：后 1 个月升，此后跌。
2004	小布什寻求连任	5.40	3.50	2	选举前在上升趋势中下挫；选举后升，延续上涨趋势。	选举前 1 月：跌；选举后跌至 12 月份，后涨延续上涨趋势。
2008	奥巴马 VS 麦凯恩	6.80	1.10	0.25	选举前跌；选举后，延续跌势，直到 2 个月后走升。	选举前：跌；选举后：跌至 1 月份，后升。
2012	奥巴马 VS 罗姆尼	7.80	2.00	0.25		

资料来源：WIND，东北证券。

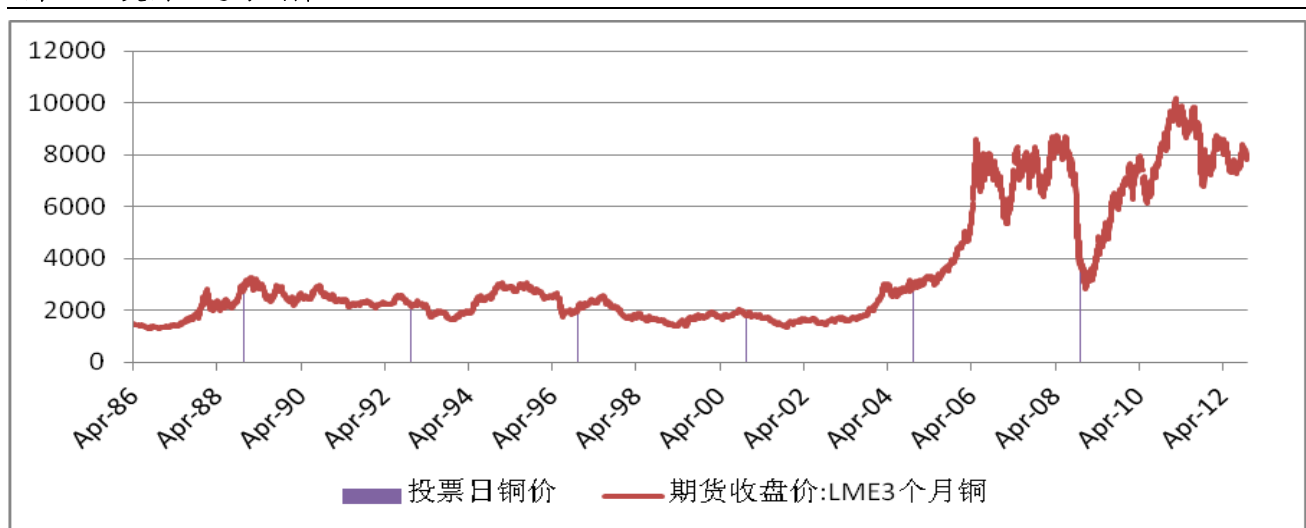
图 19: 美国大选与油价



数据来源: 东北证券, WIND。

此轮大选, 根据各方的政策, 若奥巴马当选对短期大宗商品可能更为有利, 一来, 奥巴马政府看重对经济的短期财政刺激和较高的财政支出, 而罗姆尼则可能会限制财政支出, 向小政府方向转变; 二来, 奥巴马政府也会坚持超宽松的货币政策。

图 20: 美国大选与铜价



数据来源: 东北证券, WIND。

2.4. 中国经济数据低迷

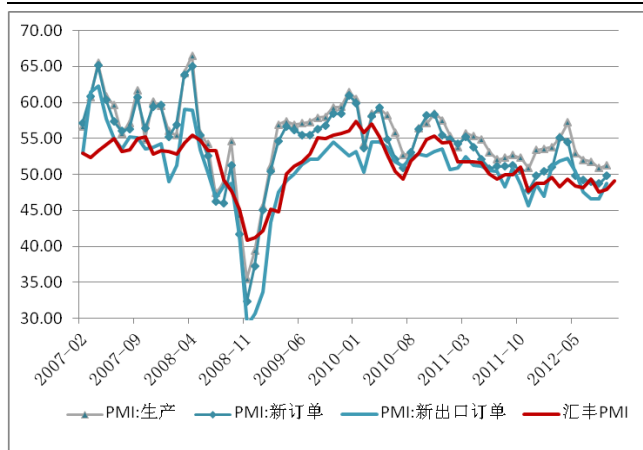
中国经济低迷, 但数据显示9月经济有回升势头。前三季度国内生产总值353480亿元, 按可比价格计算, 同比增长7.7%。其中, 一季度增长8.1%, 二季度增长7.6%, 三季度增长7.4%。从环比看, 三季度国内生产总值增长2.2%。从月度环比来看, 9月经济有回升势头。1-9月份, 社会消费品零售总额149422亿元, 同比名义增长14.1%(扣除价格因素实际增长11.6%)。从环比看, 9月份社会消费品零售总额增长1.46%。2012年9月份, 规模以上工业增加值同比实际增长9.2%, 比8月份加快0.3个百分点。从环比看, 9月份, 规模以上工业增加值比上月增长0.79%。今年9月末金融机构外汇占款余额为257,707.62亿元, 据此计算, 当月外汇占款增加约1,306亿元人民币, 终止了两个月来的下降趋势。2012年1-9月份, 全国固定资产投资256933亿元, 同比名义增长20.5%, 增速比1-8月份提高0.3个百分点。从环比看, 9月份固定资产投资增长1.63%。中国9月居民消费价格指数同比上升1.9%, 符合

预期；9月CPI环比上涨0.3%。9月末，M2余额94.37万亿元，同比增长14.8%，分别比上月末和上年末高1.3个和1.2个百分点；M1余额28.68万亿元，同比增长7.3%，比上月末高2.8个百分点，比上年末低0.6个百分点。9月份，我国进出口总值为3450.3亿美元，同比增长6.3%。其中，出口1863.5亿美元，同比增长9.9%。

随着财政政策推进，汇丰PMI数据继续回升。9月初以来，发改委批复万亿投资计划，包括25个轨道交通建设项目等，似有借助于财政政策稳定经济增长的意图。进入到10月份，数据再现经济回升势头，如10月中国汇丰PMI预览值再度上升至49.1，前值为47.9。

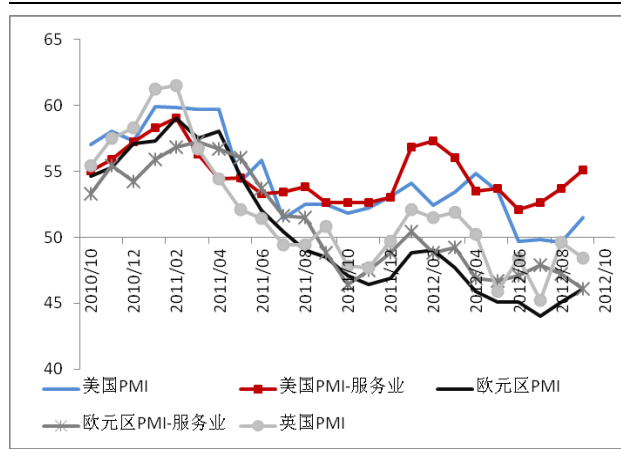
随着经济数据的持续低迷，放松货币政策有其必要性，但是在世界各国都再次推行量化宽松政策的背景之下，大宗商品价格反弹，增添了我国未来的通胀压力，这使得货币政策的操作空间趋于减小，市场对于调准或降息等刺激政策的预期存在分歧。另一方面，随着十八大召开在即，政局趋于明朗，确定性在提升，市场对于刺激政策尤其是财政政策的预期乐观。

图 21：我国 PMI 指数仍在低位



数据来源：东北证券，WIND。

图 22：多国 PMI 指数现向上迹象



数据来源：东北证券，WIND。

2.5. 宽松货币政策完胜

表 3：宽松货币政策更受各国政府青睐

国家	日期	货币政策
澳大利亚	2012年5月/10月	基准利率降息50个基点/25个基点
日本	2012年4月27日	扩大QE规模5万亿日元，至70万亿日元。
	2012年9月	扩大QE规模至80万亿日元
印度	2012年4月17日	基准利率降息50个基点
巴西	2012年4月19日	基准利率降息75个基点
	5月/7月/8月/	基准利率各调降50个基点
	10月11日	基准利率调降25个基点
韩国	2012年7月/10月	基准利率各调降25个基点
中国	2012年5月12日	降低存款准备金率0.5%
	2012年6月7日/7月6日	降低利率0.25%
英国	2012年7月5日	扩大500亿英镑资产购买规模至3750亿
美国	2012年9月	推出QE3,将以每月400亿美元的进度进一步购买抵押贷款支持证券(MBS)直到经济明显好转
欧元区	2012年9月	推出OMT,无限量购买到期期限3年以内的国债
泰国/菲律宾	2012年10月	基准利率各调降25个基点

数据来源：东北证券

宽松货币政策获得各国政府青睐。随着各国经济增速的回落，通货膨胀水平回到可控的水平，各国政策当局纷纷转向于宽松的货币政策，以期刺激经济增长。特别是9月份以来，在欧洲央行宣布 OMT、美国推出无限 QE3 之后，世界各国尤其是发达国家都争相放宽货币政策，竞相贬值本国货币。在 10 月份澳大利亚、韩国以及巴西、泰国、菲律宾都调降了基准利率。

2.6. 美元指数仍将动荡

欧债危机仍是市场关注点。在欧债危机方面，西班牙申援的时点及承担的条件又是核心。随着，首相霍拉伊所在政党赢得了加利西亚地区的选举，而德国对西班牙申请预防性借款额度也有放行迹象，西班牙面临的救助障碍越来越少，其可能在 11 月申请救助。但也要看到，西班牙国债收益率的回落降低了西班牙申请救助的积极性，同时西班牙的加泰罗尼亚地区也将于 11 月 25 日举行独立公投。虽然西班牙对加泰罗尼亚地区奉行独立并不赞同，但若当地选民支持独立，又可能会给西班牙及欧元区带来新的危机。

美国大选将成关键。美国将于 11 月 6 日进行大选。若罗姆尼当选，对于量化宽松政策的谨慎，及伯南克可能提前辞职或遭撤换的担忧，将压缩美元的量宽前景，可能给美元提供上行动力。若是奥巴马连任，金融市场的动荡可能告一段落，政策的不确定性降低，延续性更强。

此后，美元走势要看财政悬崖问题解决的方式和途径。从历史走势来看，在 2011 年美国两党对债务上限进行协商时期，美元指数振荡下行，而股市和金属价格都有所回落。财政悬崖如何解决对于美元走势的影响也较为突出，若导致财政悬崖的各项税收优惠都能得到延续，自然会给美元提供一些上升的动力；若部分得到延续，则关注其规模，美元走势更为动荡些；在悬而未决时期，经济增长担忧将加剧，QE 的预期规模将增加，美元指数的走势倾向于下行。

从中长期来看，预计，财务悬崖得到妥善解决，美国经济面临的不确定性会降低，利空因素会减少。预计，美国经济数据将延续向好的走势，特别是近来，美国房地产市场的稳步改善，对经济增长的作用逐步显现。相对而言，欧洲政治领导人的互相博弈，银行业的风险，以及经济增长动力和欧洲经济竞争力的缺失，使欧洲经济仍面临着长期低迷的风险，因此，我们仍然认为，美元指数的长期上行趋势仍保持的较为完整。

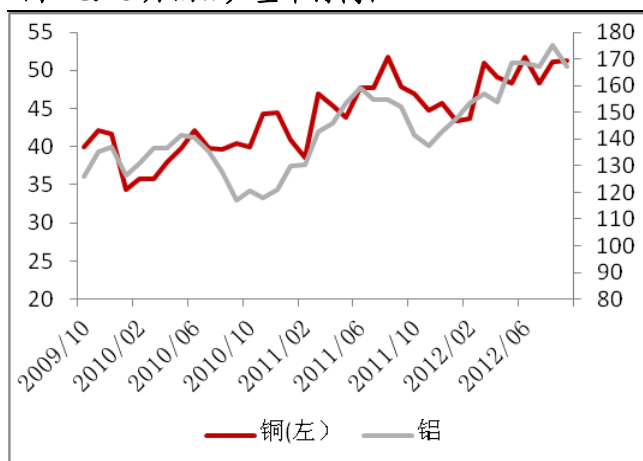
3. 基本金属需求未明显改善

3.1. 国内金属供需稳固

有色金属产量保持较高增速。9 月份，铜产量继续回升，铝产量环比降低了 8 万吨，同比增速则由 12.70% 降至 9.37%。十种有色金属产量的增速由上月的 8.90%，下降至 7.10%。十种有色金属的产量前 9 个月累计产量为 2726 万吨，同比增长 7.10%，快于上月的 7.00%。

铜相关产品进口回升，铝材、废铝等进口量回落。9 月份我国未锻造铜及铜材的进口量从 8 月份的 35.59 万吨小幅回升到 39.48 万吨，环比增幅达 11%，同比也增加了 3.76%，按累计对比，至 9 月份，我国共进口未锻造铜及铜材 362 万吨，同比增长了 32.60%，9 月份废铜进口量从上月的 43.81 万吨增加到 45.90 万吨。9 月未锻造的铝及铝材的进口量由 8 月的 11.75 万吨回落至 10.23 万吨。与此同时，废铝进口量则由 24.53 万吨降到了 23 万吨。

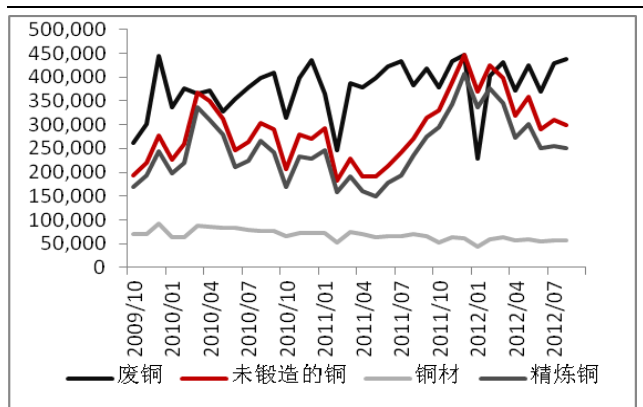
图 23: 9 月铜铝产量维持高位



数据来源: 东北证券, WIND。

有色下游需求略有改观。9 月份, 我国的经济状况没有改善, 工业增加值的增速提升至 9.2%。前三季度, 固定资产投资增速在中央及国企投资的推动下, 增速较前 8 个月的 20.2% 提升 0.3%。有色金属主要下游投资状况略有好转, 其中房地产开发投资增速小幅回落至 15.4%, 房地产新开工面积同比下降 8.6%, 前值为 -6.8%, 电力、热力的生产和供应业的投资增速稳定于 16.14%; 交通运输特别是铁路等方面的投资继续好转, 其累计值的同比增长幅度由年初的 -10%, 提升到增长 5.39%, 前 8 个月同比增长 1.28%, 表明在交通运输领域的投资状况已经较年初有较大幅度的改善。

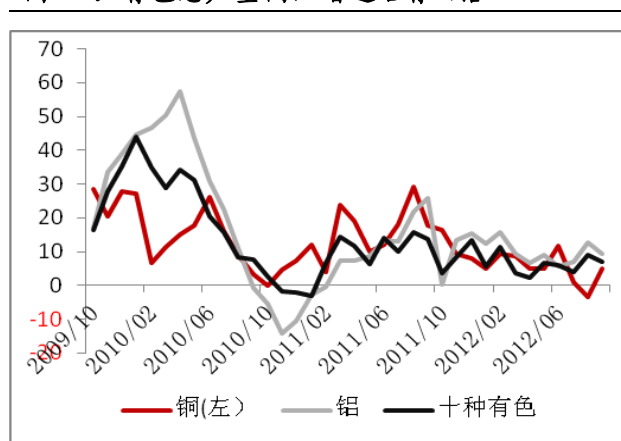
图 25: 铜进口量回升, 废铜进口居高位



数据来源: 东北证券, WIND。

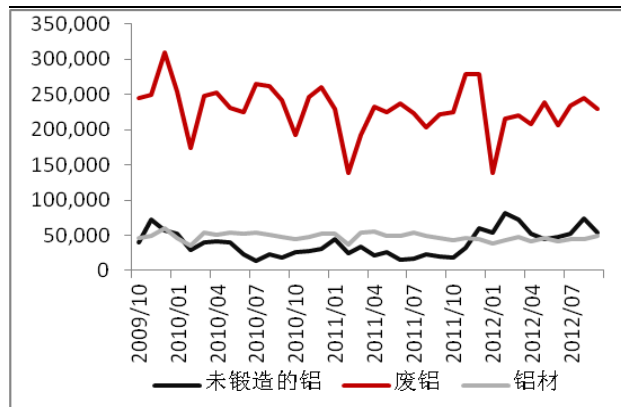
主要有色金属下游产品的产量增速稳定。汽车产量的累计增速小幅回落到 7.3% (前 8 个月增速为 7.6%); 家电产品的产量增速 9 月较 8 月略有提升, 如彩电的产量增速由 5.90% 提升至 8%。电力产品的产量累计增速则多继续回落, 仅有电力电缆产量增速上升。总体而议, 有色金属的下游需求增速稳定。

图 24: 有色总产量同比增速略有回落



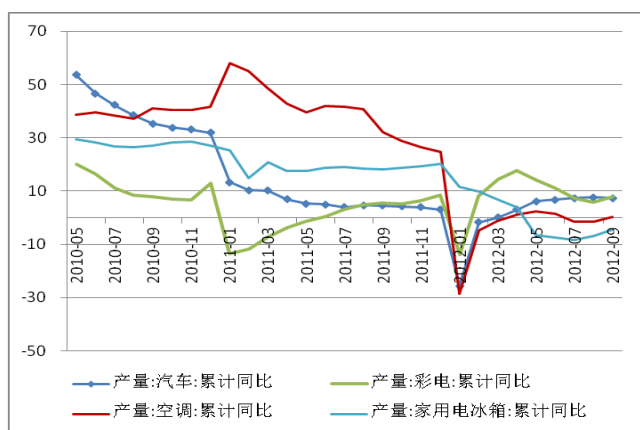
数据来源: 东北证券, WIND。

图 26: 废铝、铝及铝材进口回升



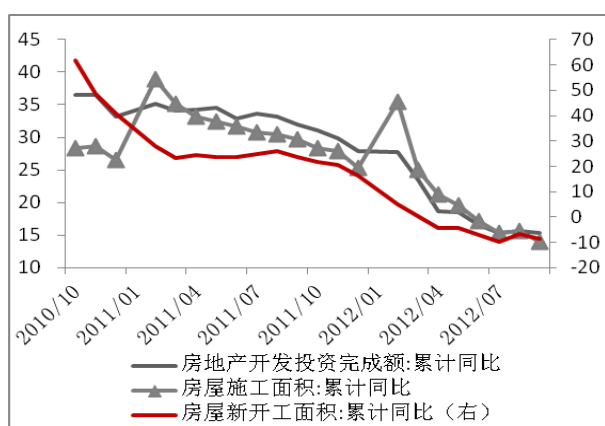
数据来源: 东北证券, WIND。

图 27: 有色下游需求增速企稳



数据来源：东北证券，WIND。

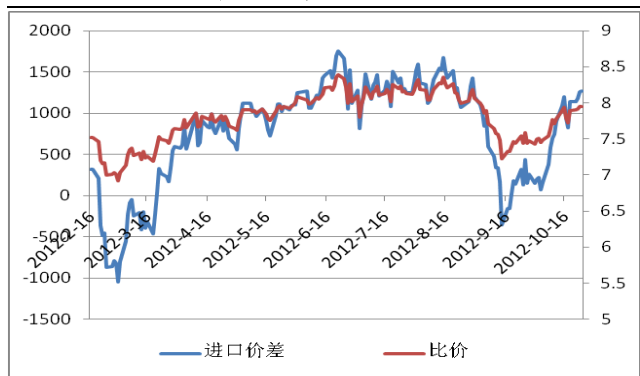
图 29: 房地产投资增速回落，新开工面积负增长



数据来源：东北证券，WIND。

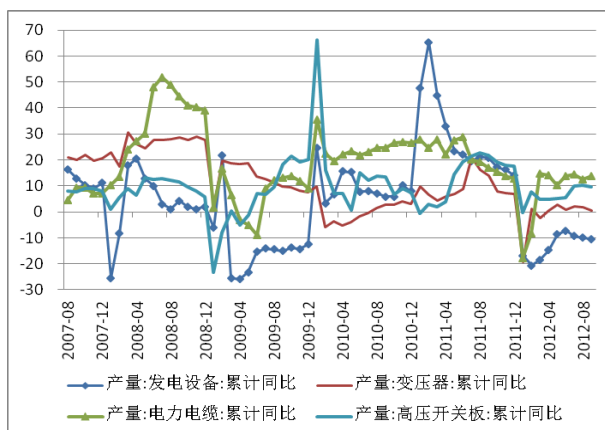
国内铜现货升水下降趋势似有改观，国内外价差由负转正。在价差方面，国内铜期现价差有所收窄，但近一周来，现货升水状况有所稳定，在零附近波动，表明，在铜价下跌之后，铜的现货供需面有所改善，也表明在当前价格水平处有一定的需求支撑。国内铝、锌的期现价差也开始回升，目前铝现货仍贴水，但幅度已削减。锌期货升水幅度也有所扩大，反映在近期价格回落之后，金属的需求开始改善，对价格形成支撑。铜国内外价差水平近来转正，在近期的铜价下跌过程中，国内外价差开始收低，甚至于出现了正价差。铝的国内价格升水幅度也在上升。

图 31: 铝国内外价差升至 1000 元/吨以上



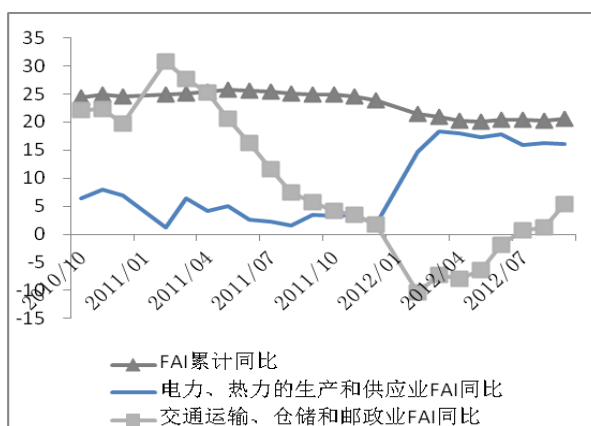
数据来源：东北证券，WIND。

图 28: 电力相关产品产量稳步增长



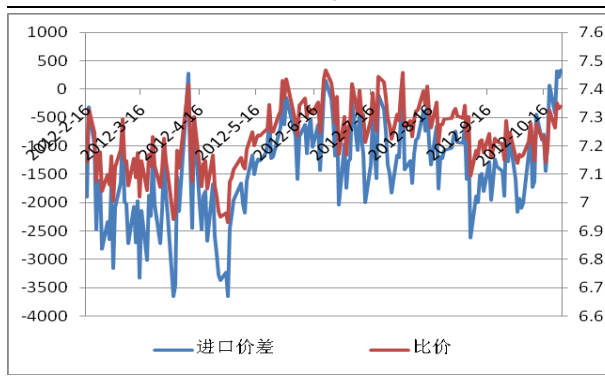
数据来源：东北证券，WIND。

图 30: FAI 增速持稳，交运投资回升



数据来源：东北证券，WIND。

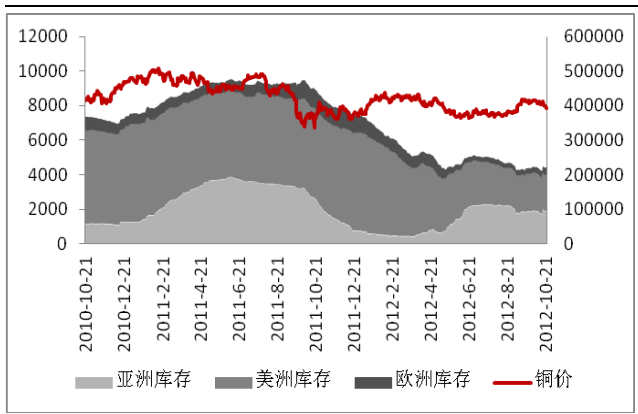
图 32: 铜也呈国内价格升水局面



数据来源：东北证券，WIND。

3.2. 铜等基本金属海外供需稳定

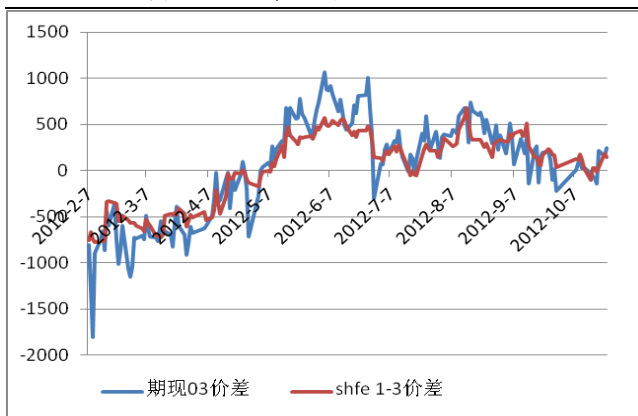
图 33: 海外铜库存大体持平



数据来源：东北证券，WIND。

基本金属的海外需求稳定。在库存方面，10月份，LME铜库存增加了1500多吨，LME铅库存和锌库存增加比较快，与此同时，LME锡和铝的库存有小幅的回落。与此同时，现货升水状况反映的现货供需状况表明市场需求并没有明显回升，现货供应并不紧张，但锡现货升水仍维持在50美元/吨上方，表明现货供应状况持续偏紧。

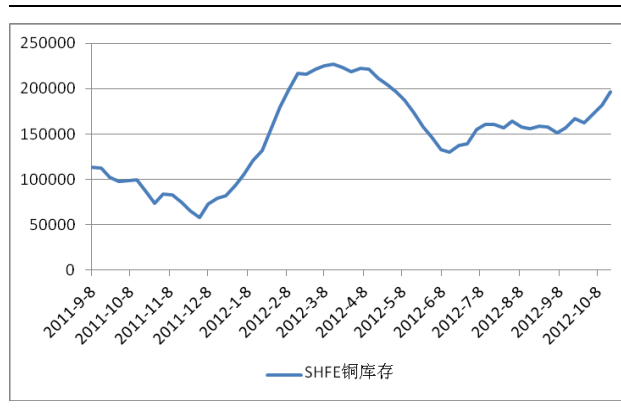
图 35: 现货铜重回升水局面



数据来源：东北证券，WIND。

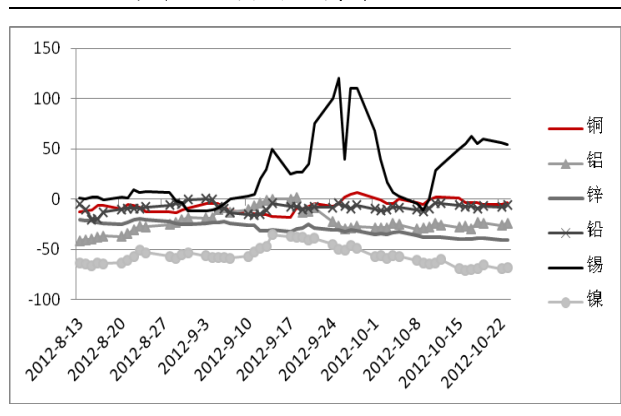
欧洲基本金属消费整体仍较低迷，但已有改善迹象。受欧洲经济整体不景气影响，欧洲基本金属的消费并不理想，汽车等行业产销同比仍快速下降，但近来已有一些改善迹象正在呈现，如欧元区17国的营建支出环比实现增长，作为基本金属的消费大户，若建筑市场恢复，欧洲的基本金属消费有望回升。

图 34: SHFE铜库存上升



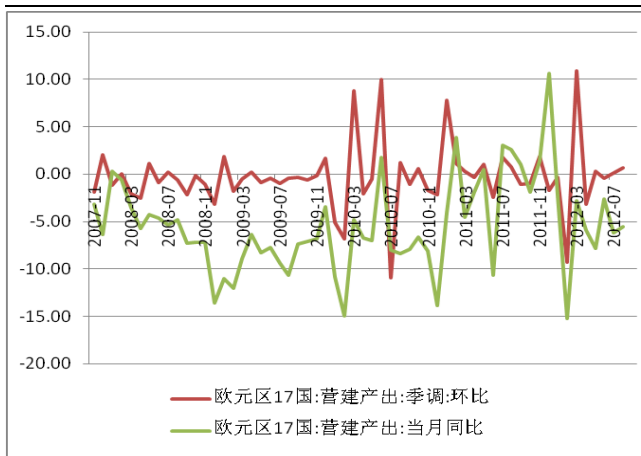
数据来源：东北证券，WIND。

图 36: 海外锡现货持续高升水



数据来源：东北证券，WIND。

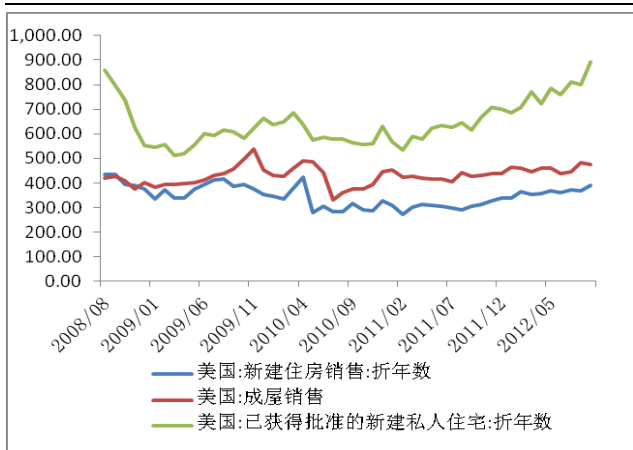
图 37: 欧元区房地产市场现复苏迹象



数据来源：东北证券，WIND。

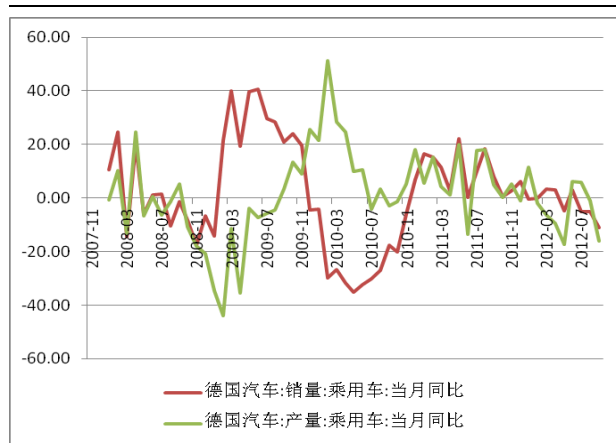
美国基本金属需求改善趋势延续。美国有色需求代表性行业是房地产、汽车等。美国的房地产市场正缓慢改善，近几个月来，美国已获得批准的新建私人住宅数、房屋销售情况呈上升态势，与此同时，美国的汽车销售量恢复到年率 1400 万辆之上。这些行业景气度的提升对有色金属的需求有所提升。

图 39: 美国房地产市场复苏势头得到确认



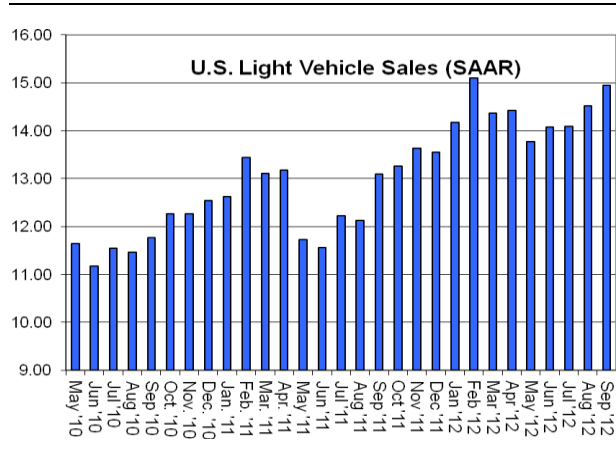
数据来源：东北证券，WIND。

图 38: 德国汽车产销仍陷低迷



数据来源：东北证券，WIND。

图 40: 美国汽车销售量维持高位



数据来源：东北证券。

3.3. 基本金属价格有望回升、但过程曲折

根据前述对基本金属供需状况及宏观、美元指数分析，我们认为：

我国经济现稳定信号，稳增长政策将推升有色需求。最近，我们观察到，如我国制造业 PMI 等先行指标反弹所反弹的趋势，9 月多项宏观经济指标都呈环比回升势头，如 9 月份的出口，工业增加值、固定资产投资等。同时，9 月份我国共进口未锻造铜及铜材 39.48 万吨，同比增长 3.76%，环比增长 10.95%，这些迹象预示经济有企稳回升之势，有色需求的回升指日可待。未来，随着国内政治局势的稳定，政策前景或将趋于明朗，政策预期将升温，利好金属价格。

海外有色需求正在缓慢复苏。美国宏观经济状况如失业率等指标已经有所好转，房地产和汽车市场都在显著改善，有色金属的需求正在改善；欧洲宏观经济状况仍较为低迷，但房地产市场呈现出一些改善的迹象，这对有色金属的需求也偏正面。

在流动性方面，由于美国推出无限量 QE3，同时欧洲也已经推出了 OMT 购债计划，日本扩大量化宽松规模，世界各国纷纷调降基准利率。流动性成为支撑金属

价格的一大因素。

价差信号改善。近几周以来，随着国内外金属价格的下跌，国内外的价差从上月末以来有所收窄，甚至于出现国内金属价格升水的局面，显示出中国需求正在恢复的信号；同时国内各金属品种的期现价差有所提升，趋于改善，表明现货需求在当前价格有所恢复。总体而言，在上周金属价格下跌之后，金属需求跟不上的局面有所改善，基本金属正在积蓄上扬力量。

在美元指数方面，11月，美元指数面临着美国大选，西班牙地区大选等事件的冲击，财政悬崖也步步临近，美元指数可能较为动荡。

表 4：基本金属价格展望

	铝	铜	铅	镍	锡	锌
2011Q1	2531	9629	2575	26928	29916	2414
2011Q2	2618	9163	2531	24191	28635	2271
2011Q3	2430	8993	2449	22037	24682	2247
2011Q4	2115	7530	2009	18396	20912	1917
2012Q1	2219	8329	2117	19709	22996	2042
2012Q2	2019	7829	1986	17211	20567	1932
2012Q3	1950	7721	1989	16396	19280	1905
10月26日价	1925	7823	2023	16050	19820	1835
2012Q4E	1950	8050	2050	16400	19850	1900
2012E	2035	7982	2026	17429	20673	1945
2013E	2000	8050	2010	17000	20900	1910

资料来源：WIND，东北证券。

总之，我们认为，我国的政策与经济前景，及全球流动性状况对有色金属价格有正面影响：一是我国政局确定性提升，政策预期升温，同时持续出台的逆周期政策，特别是相关项目的重启，投资的回升，在形成累计效应后，会在四季度有所贡献，维护我国经济的稳步增长，而促使有色消费的回升。二是，世界各国对于宽松货币政策及经济增长的偏爱，对有色金属的需求和价格有正面的刺激作用。同时，我们也从一些价格信息中看到了我国基本金属需求正在改善的征兆。因此，我们认为，基本金属价格可能会在四季度受需求改善的前景和流动性宽松的支撑，并据此展望明年一季度金属价格的回升潜力。

4. 料黄金价格将维持升势

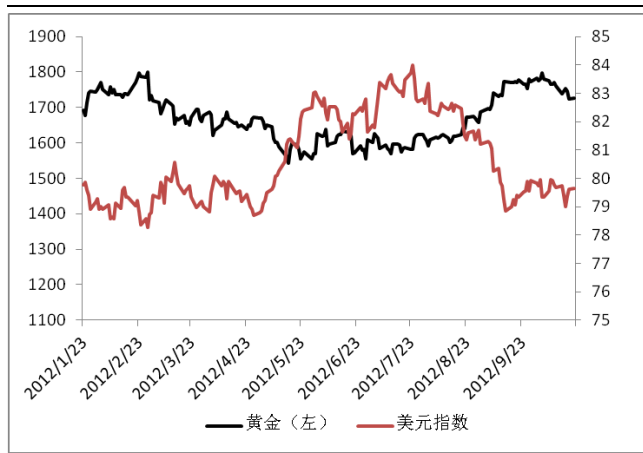
金价经历了9月份的大涨之后，在10月份面临了不小压力。由于金价久攻1800美元不破，令市场人气有所下降，获得了结的情绪上升；市场也担忧欧债中的西班牙问题；罗姆尼在辩论中的表现提升了其支持度，而使美国的量化宽松前景疑问重重；美国股市进入财报披露期后，多数公司的营收状况不及预期，提升了市场避险情绪，美元指数上升。这些使得金价回落至1700美元。

在短期，金价可能也会受到美国大选的冲击。若罗姆尼当选，金价短期承压，若其进一步改变FED的掌门人选，调整量化宽松政策，则金价可能会面临重大打击。

美联储推出QE3（我们预计美国QE的前景可能不会有大的冲击），同时欧元区救助政策也已破局（其根本也是一种QE政策），日本扩大QE规模，信用货币的发行规模不断提升，其价值将一再被稀释，这对于贵金属有积极的推动作用。同时，在第四季度，黄金将进入传统的消费旺季，此时黄金价格出现大涨将进一步刺激黄金的投资需求。而美国在第四季度的财政悬崖问题，也会给市场带来诸多不确定性，而提升黄金需求。因此，从中期来看，我们预计，金价的上升趋势将得到维持。黄

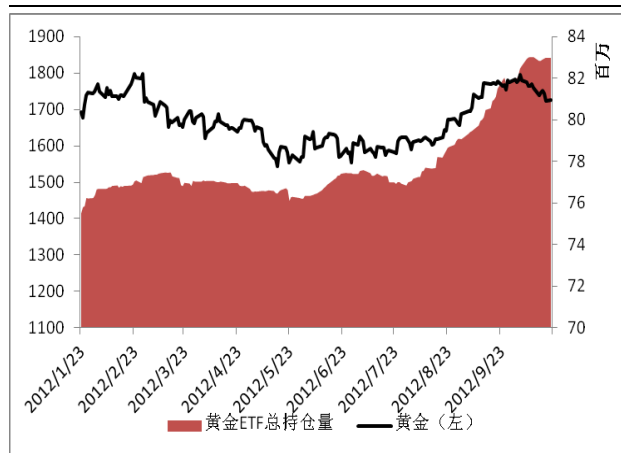
金价格有可能会突破 1800 美元，涨势会持续一个季度以上。

图 41: 美元和金价相关性似有减弱



数据来源：东北证券，Bloomberg，WIND。

图 42: 黄金 ETF 持仓量高位稳定



数据来源：东北证券，Bloomberg，WIND。

5. 海外复产压力大，稀土等产业持续低迷

10 月，稀土、稀有金属的重大事件包括：

1. 工信部开展稀土违法违规行核查整顿。工信部 10 月 12 日下发通知称，今年 10 至 11 月期间，将在有关省(区)组织开展稀土违法违规行核查整顿工作。工信部称，为维护正常的稀土生产和市场秩序，要求各地组织工业、国土、公安、环保、税务、工商等部门逐一进行核查，对存在违法违规开采、生产、销售、偷税等问题的，要立即责令停产、拆除生产设备，并依法追究相关企业和有关人员的责任。此外，有关省(区)要进一步加强部门间的协调配合，落实稀土管理责任，结合核查整顿中发现的问题，研究制定打击、防范稀土违法违规行的有效措施，建立长效机制，及时发现和处理出现的问题，切实规范稀土市场秩序。

2. 江西拟收储铜钨稀土等资源产品。江西省政府官方网站近日发布信息，为促进江西省工业和外贸出口平稳较快发展，江西省政府决定建立全省工业和外贸促生产保增长协调机制，重点做好包括“对省内国有企业生产的铜、钨和稀土等战略性资源产品进行收储”在内的八项工作。

3. 湖南省严禁钨铋稀土矿山超指标生产。湖南省国土资源厅近日下发 2012 年度钨、铋、稀土矿开采总量控制指标，要求各有关矿山企业严格按照开采总量控制要求组织生产，严禁超指标生产，同时继续暂停受理新的钨、铋、稀土矿勘查、开采登记申请，2011 年未完成的开采总量控制指标不得跨年度使用。

4. 日本计划从印度进口稀土来抵消中国的影响。预计印度将供应 4000 吨稀土，占日本年需求量的 15%。

5. 包钢稀土发布公告称，受宏观经济景气度的影响，自 2012 年下半年以来，稀土市场较为低迷，稀土产品价格持续走低，成交清淡。为引导稀土产品价格稳定运行，包钢稀土决定，自 2012 年 10 月 23 日起，所属应用包头稀土矿的焙烧、冶炼分离企业及应用南方稀土矿的全南包钢晶环公司、信丰包钢新利公司停产一个月。同时，公司相应暂停向有关焙烧、冶炼分离企业的原料供应。

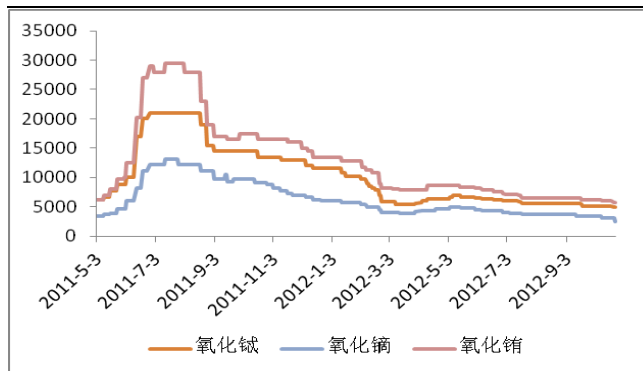
6. 美国成立稀土技术联盟。美国稀土技术联盟上在美国华盛顿宣告成立并召开首次成员代表大会，来自稀土领域的生产企业、用户及研究单位的代表参加了大会。这个新组织将代表美国稀土行业的主流声音，同时也将为行业提供资讯服务。美国稀土技术联盟成员包括以下单位：阿诺德磁铁技术公司，阿韦伦（Avalon）稀有金属公司，宝德（Boulder）风电公司，科罗拉多矿业大学，通用电气公司，全球钨和

粉末公司，西部矿业集团有限公司，爱荷华州立大学，美国钼公司，蒙大拿技术公司，凯斯特稀有矿公司，稀土资源公司及苏威公司。

我国自 2009 年以来出台了大量的稀土等行业的整合政策，但政策的执行效果却不尽人意：稀土增值税专用发票，由一剂猛药变成了非法稀土的保护伞；大集团规划被地方集团所拆分；行业整合变成了企业搬迁；出口配额徒具虚名。相反，海外市场却真正地吸取了教训，替代化研究有条不紊，日本等国的原材料多元化之路有序展开，海外矿企复产稳步推进，稀土行业国际供应格局面临变革。有此背景下，国内稀土价格，正在向整合政策前的水平靠拢，而且市场需求更是一步步萎缩，停产保价，能否起效，市场颇为悲观。

稀土产品的价格仍然在走下坡路，自去年年中以来，各稀土品种的价格持续回落。

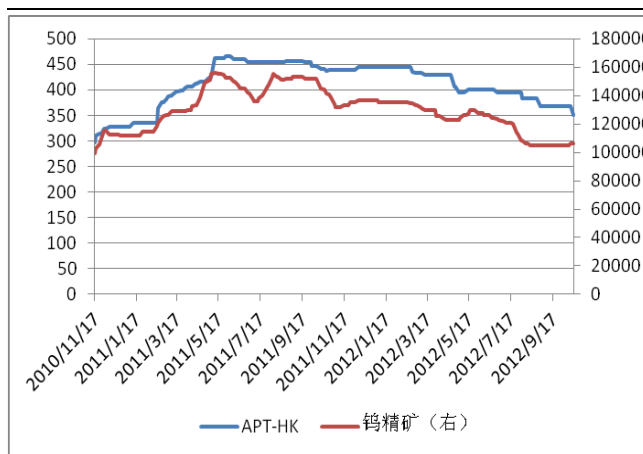
图 43: 中重稀土价格下跌



数据来源：东北证券，WIND。

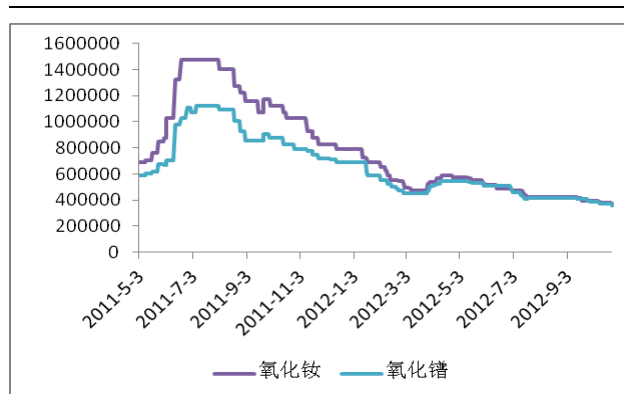
多种小金属价格持续下跌。其中，钨价稳定、钼价经上月反弹后再探新低、锑价也小幅下跌，同时，氧化锆，受供给方收紧供应、行业基本面改观影响，价格持续回升。

图 45: 钨价走低



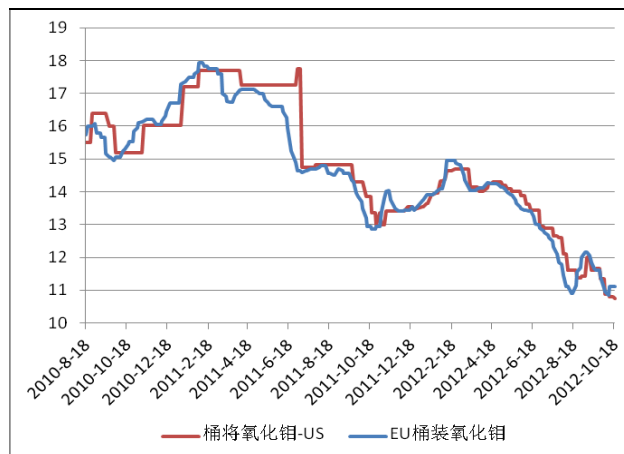
数据来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券

图 44: 轻稀土价格下跌



数据来源：东北证券，WIND。

图 46: 钼价反弹后下挫



数据来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券

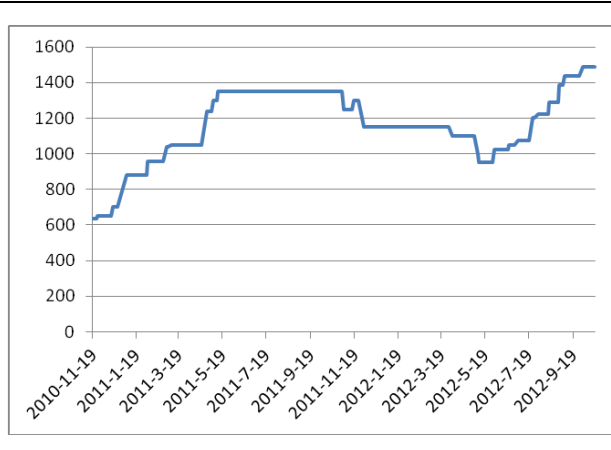
小金属需求低迷。9 月稀土制品、钨品出口未见好转，出口量同比大幅回落。锑品出口同比降幅较大；氧化锆的出口数量较 2011 年同期小幅回落。

图 47: 锑价仍旧回落



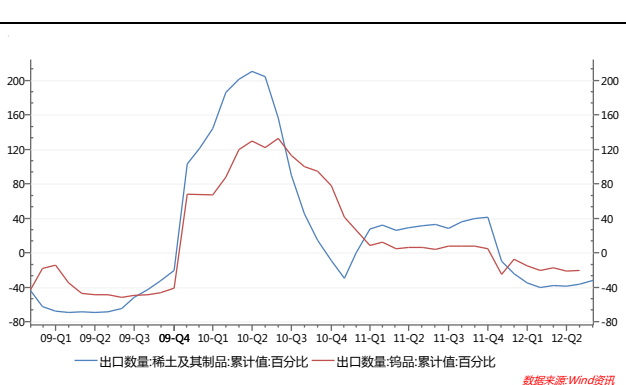
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 48: 锗价回升



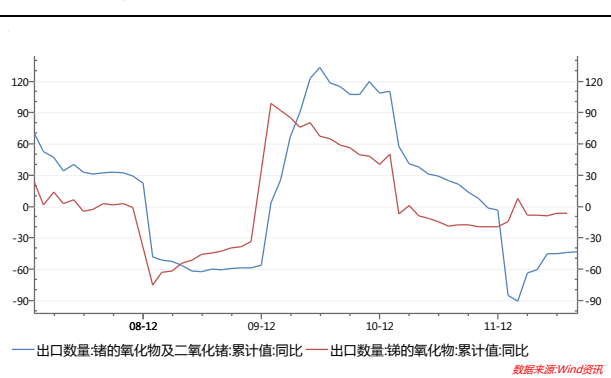
数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 49: 稀土、钨出口低迷



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

图 50: 锑、锗出口同比下滑



数据来源: WIND, BLOOMBERG, 东北证券

6. 投资策略: 金属需求不旺, 期待估值回升

欧洲经济未见起色。失业率连创新高, 10 月 Markit 综合 PMI 从 9 月的 46.1 降至 45.8, 创 2009 年 6 月以来最低。面对救助, 西班牙踌躇不前。希腊与国际三方就修改救助协议的谈判也在进行。财政紧缩约束条件延长 2 年, 成谈判关键条件。欧洲货币政策前景仍宽松。

美国失业率降至 8% 以下, 房地产市场逐步改善。美国第三季度实际 GDP 初值年化季率上升 2.0%, 美国 9 月 ISM 制造业指数回升至 51.5, 非制造业 PMI 回升至 55.1。FED 推出 QE3, 但 FED 资产规模仍较稳定。财政悬崖临近。

将于 11 月 6 日举行的美国大选, 成为美国乃至世界经济的最大不确定事件。大选前以油价和铜价为代表的大宗商品价格, 通常会出现下跌, 或者升势中断。但大选后的走势没有呈现出太多的规律性, 通常大选会提供短期的逆趋势机会, 但不会逆转此前价格趋势的概率较大。对于此轮大选, 根据各方的政策, 若奥巴马当选对大宗商品应更为有利。

中国经济低迷, 但数据显示 9 月经济有回升势头。随着财政政策推进, 10 月汇丰 PMI 数据继续回升。世界量化宽松潮流下, 大宗商品价格反弹, 增添了我国未来的通胀压力, 我国货币政策的操作空间趋于减小。另一方面, 随着十八大召开在即, 政局趋于明朗, 确定性在提升, 市场对于刺激政策尤其是财政政策的预期乐观。

9 月份以来, 在欧洲央行宣布 OMT、美国推出无限量 QE3 之后, 世界各国尤其是发达国家都争相放宽货币政策, 竞相贬值本国货币。

对于美元指数, 市场近期的两个关注点是欧债危机和美国大选。前者需关注西

班牙申请救助的时机及加泰罗尼亚地区的独立公投。至于美国大选，若罗姆尼当选，对于量化宽松政策的谨慎，及伯南克可能提前辞职或遭撤换的担忧，将压缩美元的量宽前景，可能给美元提供上行动力。若是奥巴马连任，金融市场的动荡可能告一段落，政策的不确定性降低，延续性更强，美元偏弱。接下来，美元走势要看财政悬崖问题解决的方式和途径。

9 月份，有色金属产量保持较高增速。铜产量继续回升，铝产量环比降低了 8 万吨，同比增速则由 12.70% 降至 9.37%。铜相关产品进口回升，铝材、废铝等进口量回落。有色下游需求略有改观。固定资产投资增速提升，交通运输特别是铁路等方面的投资继续好转，但房地产开发投资增速小幅回落。主要有色金属下游产品的产量增速稳定。国内铜现货升水下降趋势似有改观，国内外价差由负转正。

基本金属的海外需求稳定。LME 铜库存略增，铜现货小幅贴水。欧洲基本金属消费整体仍较低迷，但已有改善迹象，欧元区 17 国的营建支出环比实现增长。美国基本金属需求改善趋势延续。房地产市场正缓慢改善，汽车销售量恢复。

总之，我们认为，我国的政策与经济前景，及全球流动性状况对有色金属价格有正面影响，同时，我们也从一些价格信息中看到了我国基本金属需求正在改善的征兆。因此，我们认为，基本金属价格可能会在四季度受到需求改善前景和流动性宽松的支撑，并据此展望明年一季度金属价格的回升潜力。

黄金价格受持续的量化宽松、消费旺季及财政悬崖的支持而维持升势。但需提防美国大选罗姆尼当选的冲击风险。

我国自 2009 年以来出台了大量的稀土等行业的整合政策，但政策的执行效果却不尽人意：稀土增值税专用发票，由一剂猛药变成了非法稀土的保护伞；大集团规划被地方集团所拆分；行业整合变成了企业搬迁；出口配额徒具虚名。相反，海外市场却真正地吸取了教训，替代化研究有条不紊，日本等国的原材料多元化之路有序展开，海外矿企复产稳步推进，稀土行业国际供应格局面临变革。有此背景下，国内稀土价格，正在向整合政策前的水平靠拢，而且市场需求更是一步步萎缩，停产保价，能否起效，市场颇为悲观。多种小金属价格持续下跌。小金属需求低迷。9 月稀土制品、钨品出口未见好转。

我们认为，随着国内政局的明朗，政策预期的升温，市场估值存在提升空间，在此背景下，根据上述对于宏观经济形势及有色金属行业需求与价格的展望，我们维持有色金属“优于大市”的行业评级，关注以下几个方面的机会：

流动性泛滥，黄金进一步走高有潜力，重点关注业绩较好、同时具有外生性增长机会的黄金类公司，如中金黄金、豫光金铅；基本金属受市场估值及流动性支撑，关注弹性较大、外生增长前景较好的公司如铜陵有色、驰宏锌锗等。

高强轻合金材料领域，关注需求较为稳定的，产品具备升级潜力及良好应用远景的公司，如利源铝业。

节能环保产业，关注格林美。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760