



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

事件简评

研究报告

2011 年 9 月 23 日

专题研究

大宗商品研究

孔庆影

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010019
kongj@cicc.com.cn

张烁

联系人, SAC 执业证书编号: S0080110110027
zhangs4@cicc.com.cn

刘峥

联系人, SAC 执业证书编号: S0080111010027
liuzheng@cicc.com.cn

郭朝辉

联系人, SAC 执业证书编号: S0080111090007
guoch@cicc.com.cn

大宗商品, 巢之将覆?

短期维持谨慎判断

昨日大宗商品全面下跌, 往前看短期维持谨慎

大宗商品价格周四普遍回调。其中, 白银下跌幅度最大, 达 9.6%; 铜价其次, 降幅达 7.5%; 此外, 油价下跌 4.4%, 黄金下跌 2.4% (图表 1)。价格的下跌反映了市场对周四公布宏观数据的悲观看法, 包括欧洲和中国汇丰的采购经理指数纷纷处于 50 均线之下 (图表 2、3)。同时, 市场担忧“扭曲操作”并不能有效地促进美国经济复苏, 并且美联储强调了在经济方面的巨大下行风险, 也令投资者非常不安。

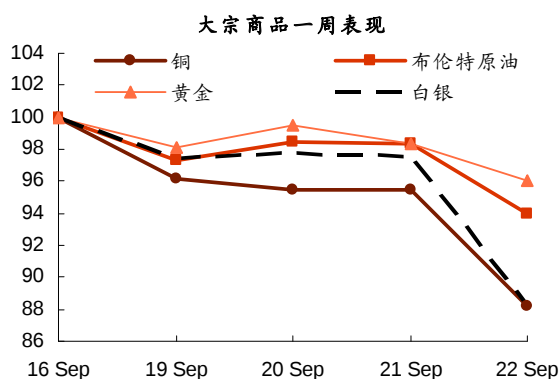
正如我们近期一再强调的, 目前市场走势是由宏观面主导而不是由基本面主导。往前看, 在十月份, 欧洲潜在风险仍然很高 (包括希腊第六期 80 亿援助贷款的发放、EFSF 修正案在欧元区 17 国议会审议、希腊第二轮援助贷款细节的公布, 以及边缘国家 10 月份到期债务量高), 因此我们建议投资者继续维持谨慎。

对大宗商品分品种的评价:

- **石油:** 虽然由宏观担忧导致油价下跌, 但基本面实际上持续趋紧, 体现在两方面: 1) 除美国以外石油库存已位于 5 年历史区间的底部 (图 4、5), 而在美国, 即使近期战略库存的释放也未让美国商业库存出现大幅上升 (图 6); 2) 原油的时间价差持续走强 (图 7)。因此, 如果市场对宏观担忧减退, 基本面将支持更高的价格。同时, 如果宏观出现进一步恶化, 供应面的反应 (如 OPEC 减产) 将使油价的下行空间比其他品种更加有限。
- **有色金属:** 相比于其他金属, 铜所受成本的支撑最小, 下跌幅度因此最大。往前看, 悲观情绪依然笼罩市场, 我们认为边际供应将成为价格构筑底部的关键, 这其中铝、锌和镍相对受益。三种金属价格都已经接近或低于边际成本, 产量下降将给市场提供支撑, 包括铝 (市场价 2,200 美元/吨 vs. 边际成本 2,450 美元/吨), 镍 (市场价 17,300 vs. 中国镍生铁边际成本 17,000-18,000 美元/吨) 以及锌 (市场价 1,920 美元/吨 vs. 中国小型锌矿边际成本 2,200 美元/吨) (图表 8)。
- **贵金属:** 昨日黄金的回调主要反映了其避险属性的减弱和投资者系统性的风险规避情绪。如我们之前报告中所说, 黄金的投资需求存在两个属性: 避险功能属性和风险资产属性。首先, 当前金价的高波动性使得投资者认为黄金的避险功能下降 (图 9); 其次, 与 08 年的情况类似, 在金融市场动荡的背景下投资者风险规避情绪主导, 美元受青睐的同时所有的风险资产受到抛售, 此时黄金作为一种风险资产也不能幸免。尽管如此, 从相对表现的角度, 黄金将跑赢其他周期敏感商品。

其他贵金属方面, 白银昨天报收-9.6%, 与我们之前黄金白银走势分化的预期一致。黄金-铂金价差也超出了之前 ± 20 美元的区间上升至 52 美元/盎司。我们认为短期内低价差仍然持续, 由于铂金的成本压力防御性较强, 尽管价差波动区间将有所扩大 (图 10)。

图表 1: 大宗商品一周表现



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 2: 8 月汇丰采购经理指数初值 49.4



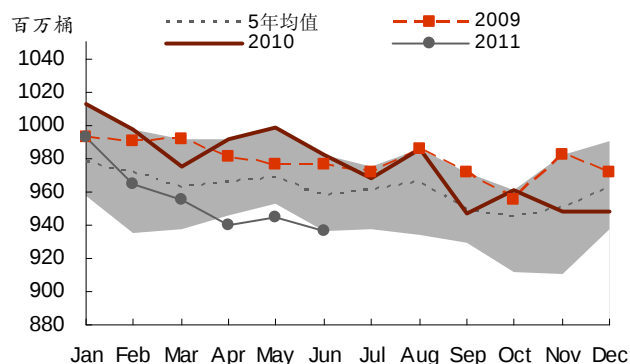
资料来源：Markit，中金公司研究部

图表 3: 8 月欧元区采购经理指数 49.2



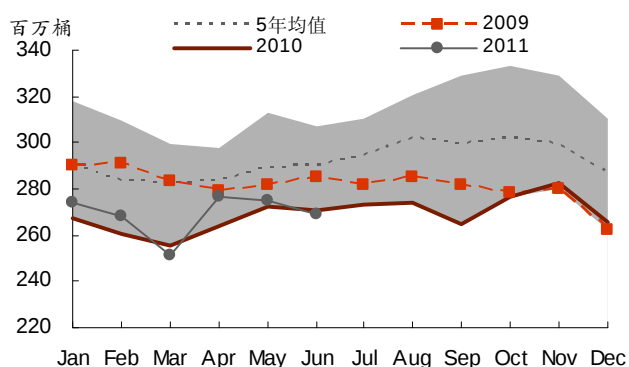
资料来源：Markit，中金公司研究部

图表 4: 欧洲石油库存位于 5 年历史区间底部



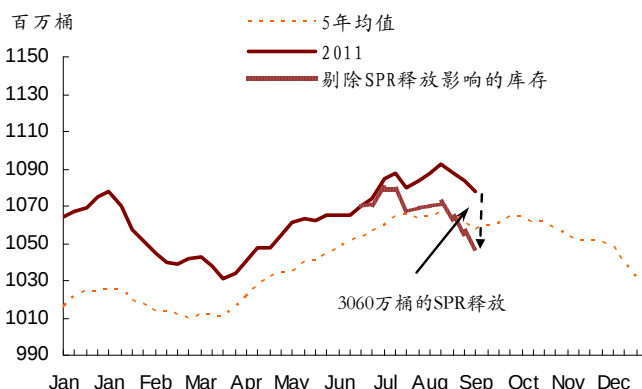
资料来源：IEA，中金公司研究部

图表 5: 日本石油库存也位于 5 年区间底部



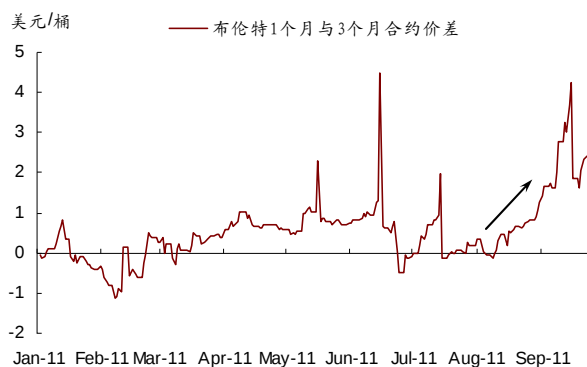
资料来源：IEA，中金公司研究部

图表 6: 美国战略库存的释放被轻易吸收



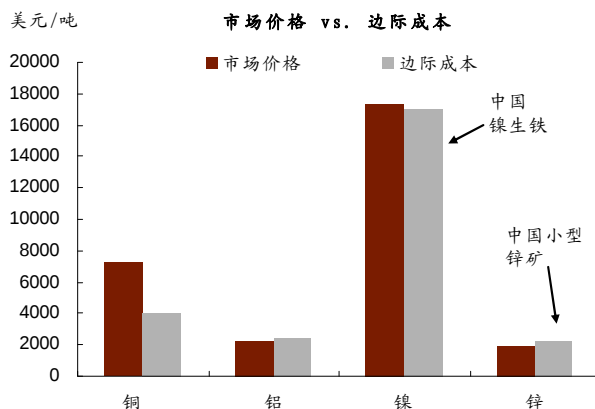
资料来源：美国能源部，中金公司研究部

图表7：布伦特1-3月时间价差持续走强



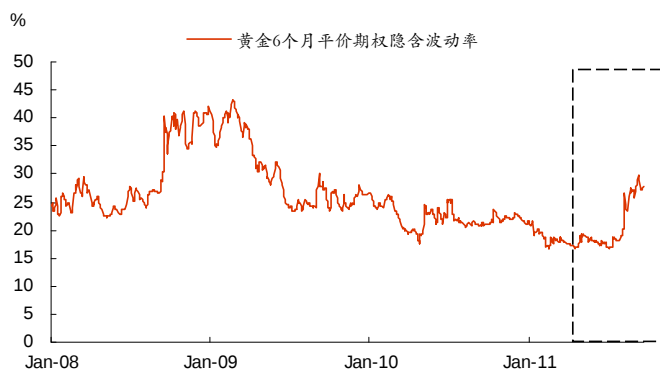
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表8：铝、镍和锌更接近边际成本



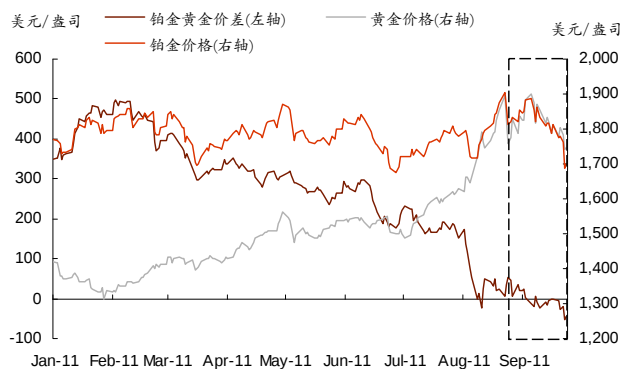
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表9：黄金隐含波动率上升



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表10：黄金铂金价差小幅扩大



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

