

2010年3月3日

策略如何看有色？

——打造有色的“驱动力”和“信号验证”机制

相关研究

《策略如何看煤炭——打造煤炭的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010年1月25日

《打造行业配置的“驱动力”和“信号验证”机制——策略研究的方法和体系》—2009年10月20日

分析师

凌鹏（策略）
lingpeng@swsresearch.com

叶培培（有色金属）
yepp@swsresearch.com

冯宇（策略）
fengyu@swsresearch.com

李鹏（金融工程）
lipeng@swsresearch.com

郭鹏（有色金属）
guopeng@swsresearch.com

苏畅（宏观）
suchang@swsresearch.com

联系人

戴卉卉
(8621)63295888x410
daihh@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 63295888
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

主要内容：

- 有色兼具上游和中游的特征，投资角度是上游，实体角度是中游。有色关注量、价、库存和成本。量方面，用有色的产量和进出口量代表有色行业的表现销售量；价方面，关注期货价格，而非现货价格，主要是 LME 三个月期货价格和上交所期货价格；库存方面主要跟踪 LME 和上交所的库存；原料成本和效用成本（即能源价格）是最重要的成本，每种金属均选择国内的一种代表价格，同时跟踪主要产区的电价、焦煤价格和重油价格。
- 逻辑上讲，期货价格是核心的驱动力，成本和需求决定期货价格。需求方面分为国内下游需求和国际进出口；成本方面主要是原材料价格，而这取决于 LME 期货价格。通过历史验证，我们发现：有色下游比较分散，很难像煤炭那样找到核心下游；虽然中国因素越来越大，但在矿产定价权没有实质改变的前提下，LME 期货价对矿石价格乃至对上交所期货价格的决定作用无从改变；LME 能很好地被四大因素解释，但仅有 OECD 领先指标具备领先意义。期货价格已经反映预期，所以当下游需求、流动性发生变化时，期货价格同步发生变化，很难找到信号再对这一驱动力有领先意义，这一点和煤炭有本质区别，所以煤炭股可以做左侧，而有色股只能做右侧。
- 通过历史分析，我们发现有色股是牛市的集结号，在行业轮动中，有色通常是第一个动的行业，05 年中—07 年大牛市如此，09 年的大牛市也是如此。和煤炭的投资逻辑类似，流动性泛滥也是有色股获得超额收益的第一要务，只是有色启动的时间比煤炭还要早，煤炭股比有色股更容易把握和赚钱。
- 有色也是策略分析员必须把握的六大行业之一。虽然有色的行情难以把握，但有色板块的异动对经济和股市行业轮动都有预见意义，所以策略分析员要特别关注有色的变动。有色的数据不像煤炭那么全，所以我们必须编制自己的扩散性数据，选择样本定期对库存（包括产成品、原材料、中间商）、产能利用率、订单情况、未来 1-3 月的价格预期等进行问卷调研，并形成扩散性指数。极端情况下（如 08 年 11 月），要关注现金成本和完全成本。

目 录

1.有色的“驱动力”+“信号验证”机制	3
1.1 中国的有色行业是披着上游外衣的中游	3
1.2 有色行业的“驱动力”和“信号验证”机制	5
1.3 有色“驱动力”和“信号验证”机制的历史验证	7
2.超额收益分析：有色暴涨是牛市的集结号	10
2.1 超额收益分析：有色几乎是牛市第一个启动行业	10
2.2 策略如何看有色：关注有色对股市和经济的领先意义	13

图表目录

图 1: 江西铜业毛利率和LME铜期货价格.....	3
图 2: 中金岭南毛利率和LME铅、锌期货价格.....	3
图 3: 有色行业的“驱动力”和“信号验证”逻辑图.....	6
图 4: LME铜期货、上交所铜期货和铜精矿.....	7
图 5: LME铝期货、上交所铝期货和氧化铝.....	7
图 6: LME铅期货和铅精矿.....	7
图 7: LME锌期货、上交所锌期货和锌精矿.....	7
图 8: LME铜期货和美元指数反向, 但同步.....	8
图 9: LME铜期货和通货膨胀预期基本同步.....	8
图 10: OECD对LME期货价格有领先作用.....	8
图 11: LME铜和LME铜库存反向, 并且同步.....	8
图 12: 上交所铜期货价格和房地产新开工.....	9
图 13: 上交所铝期货价格和房地产新开工.....	9
图 14: 上交所铜期货价格和空调.....	9
图 15: 上交所铝期货价格和汽车.....	9
图 16: 有色价格启动早于经济复苏.....	10
图 17: 2000 年来有色股取得超额收益的三个阶段	11
图 18: 05-07 年中国地产开工和汽车生产旺盛	12
图 19: 中国对铜的旺盛需求推升铜价.....	12
图 20: 中国的铝从净出口逐渐变成净进口.....	12
图 21: 06-07 年资金蜂拥进入股票市场	12
图 22: 过量货币推升资产价格.....	13
表 1: 有色的损益表结构.....	4
表 2: 有色与其他领域的关系.....	5
表 3: 有色超额收益	11
表 4: 08 年末金属价格接近现金成本	13
表 5: 策略跟踪的有色中观数据库.....	14

本文分析有色金属的“驱动力”和“信号验证”机制，筛选有色金属中观数据指标。第一部分以损益表为核心梳理行业关键指标，打造各环节的“驱动力”和“信号验证”机制，辅以历史验证。第二部分分析历史超额收益来源，把握有色金属行业的投资机会。

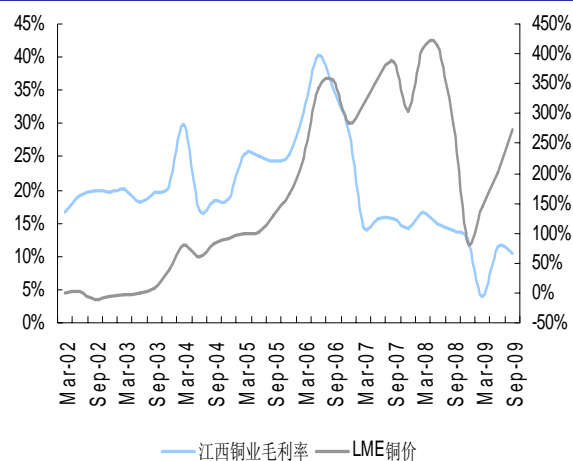
1. 有色的“驱动力”+“信号验证”机制

根据申万行业分类标准，有色金属行业共 57 家上市公司，流通市值占比为 3.29%，总市值占比为 3.8%。有色子行业众多，主要分为贵金属（黄金、白银）、工业金属（铜、铝、铅、锌、锡、镍）和小金属（钨、钼等）。考虑到市值占比、产业链和行业代表性等因素，本文重点研究工业金属中的铜、铝、铅、锌。至于黄金，缺乏实际用处，主要体现金融属性（美元定价、避险工具和防通胀），不做具体分析。

1.1 中国的有色行业是披着上游外衣的中游

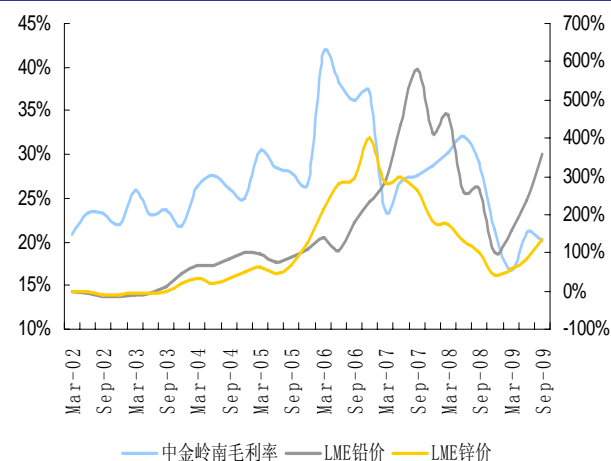
有色兼具上游和中游的特征，投资角度是上游，实体角度是中游。中国的有色公司一般拥有矿山、冶炼和加工业务，产业链较长，但由于其矿产自给率低¹、缺乏资源定价权，利润容易受挤压，本质上是一个以中游加工为主的行业。从下面两图可知，江铜和中金岭南的毛利率高点出现在金属期货高点之前，这说明 07 年后期货价格的上扬抬高公司成本，挫伤利润，这是典型的中游特征。

图 1：江西铜业毛利率和 LME 铜期货价格



资料来源：公司年报，Bloomberg，申万研究

图 2：中金岭南毛利率和 LME 铅、锌期货价格



资料来源：公司年报，Bloomberg，申万研究

但是 A 股投资者倾向于将有色理解成上游资源品，矿山和资源价值的变动会引发整个公司价值的重估，投资者更关心 LME 金属期货，而非公司的毛利率。当 LME 金属期货价格上涨时，一般而言，有色股价也会上涨，但未必带

¹ 2009 年江西铜业的矿产自给率仅为 20%。

来 EPS 同步增加，所以 PE 必然上涨。因此，把 PE 当作投资有色的标准，必将错过很多投资机会。

由于有色兼具上游和中游的特征，我们在构造有色行业的损益表时，要同时考虑上游的资源属性和中游的成本属性，这一点和煤炭有本质区别。

有色关注量、价、库存和成本。量方面，有色基本以产定销，也缺乏下游行业的具体销售数据，所以我们用**有色的产量和进出口量**代表中国有色行业的表观销售量。价方面，我们关注期货价格，而非现货价格，因为有色厂商一般用期货来给产品定价。从投资和上游属性看，更加关注**LME三个月²的期货价格**；从直接影响企业收入和利润的角度，**上交所的期货价格**更加相关。库存是观察需求、预判价格的中间指标，主要跟踪**LME和上交所的库存**。除人力成本和资源税外，原料成本和效用成本（即能源价格）是最重要的成本。每种金属均选择国内的一种代表价格，能源价格方面，我们也选择了**主要产区的电价、代表性焦煤价格³和重油价格**。

此外，有色与众多领域有关，和石油同属大宗商品、电力和煤炭构成其成本，众多行业（如电力设备、机械、汽车、房地产和 TME 等）是其下游，矿石运输和 BDI 直接相关，硫酸是铜冶炼中的重要副产品。

所有指标按照损益表排列如下：

表 1：有色的损益表结构

利润表项目	明细指标	外生指标
一、营业收入		
量	电解铜、电解铝、电解铅、电解锌产量 电解铜、电解铝、电解铅、电解锌进出口量	BDI
价格	LME 金属期货价格、LME 三月期铜、铝、铅、锌价格 上交所铜、铝、锌三个月期货价格	美元指数、通货膨胀预期 TIPS (US breakeven 10 year)、OECD 领先指标、中国货币供应量 房地产新开工面积、汽车产量、 电线电缆产量、家电产量、铁路 新建公里数、原材料价格、能源 价格
库存	LME 铜、铝、铅、锌库存 国内上交所铜、铝、锌库存	
二、营业总成本		
其中：营业成本	20-23%江西上饶铜精矿价格、阳泉 85%min 0-30mm 铝矾土价格、 国产现货氧化铝价格、河南 60%min 铅精矿价格、河池 50%锌精 矿价格 南昌、郑州、昆明工业用电价格，山西古交 2#焦煤车板含税价， 重油价格	
营业税金及附加		

² LME三个月期货之所以这么盛行是因为 19 世纪初智利到伦敦的海运时间为三个月。

³ 这里选择的焦煤价格和煤炭跟踪的焦煤价格一致，为了以后能整合起来，趋势和代表性比具体数值更重要。

销售费用
管理费用
财务费用
资产减值损失
加：公允价值变动收益
投资收益

三、 营业利润

加： 营业外收入

减： 营业外支出

四、 利润总额

减： 所得税

五、 净利润

少数股东损益

属母公司所有者净利润

注：为保证损益表的完整性，我们保留空白部分，其他行业在这些部分可能有指标

资料来源：申万研究

表 2：有色与其他领域的关系

行业	与有色的关系	主要指标
宏观	价格先行指标	PMI、美国工业产量指数、美元指数、OECD 领先指标、CPI、通胀预期(TIPS)、利率、M2
石油	同属大宗商品、成本	WTI 原油价格、重油价格
煤炭	成本	山西古交 2#焦煤车板含税价
航运	成本	BDI
电力	成本	河南省、江西省、云南省上网电价
电力设备	下游需求	电力电缆产量
建筑	下游需求	铁路新建公里数
机械	下游需求	工程机械产量
房地产	下游需求	房地产新开工面积
家电	下游需求	家电产量
交运设备	下游需求	汽车产量，机车产量，船舶产量
化工	其他	硫酸价格

资料来源：申万研究

1.2 有色行业的“驱动力”和“信号验证”机制

将上述指标画成逻辑图，重现行业分析员脑中的分析框架。由图 3 可见：**LME 三月期金属价格和上交所三月期期货价格是最重要的驱动力指标，全年期货均价是行业分析员做公司模型的重要假设。**其余指标是预测和跟踪这两个指标的信号指标。对于 A 股上市公司收入和利润，上交所三个月期期货价格最相关，而中游行业的价格一般取决于需求和成本。

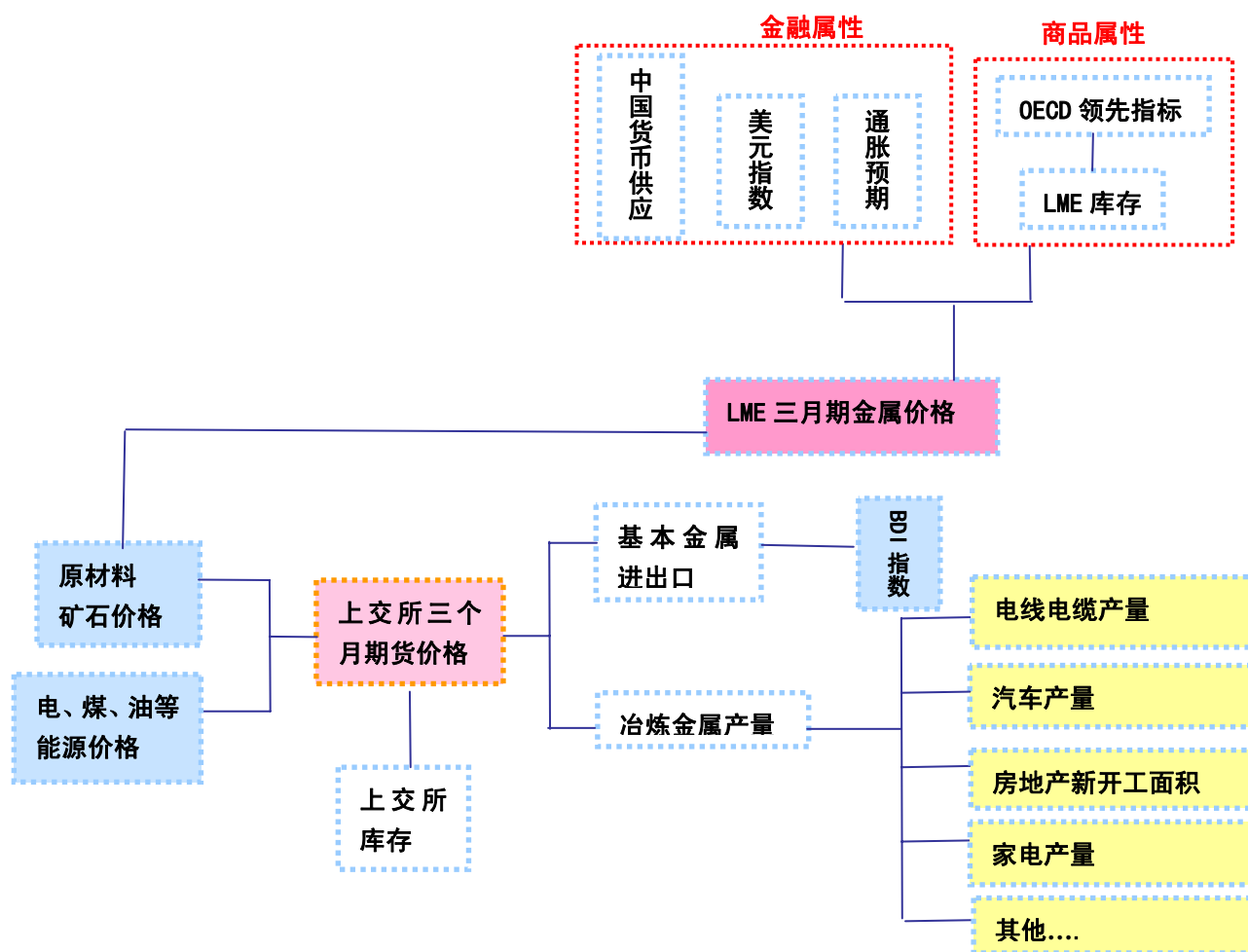
需求分为国内需求和国际需求，国内需求主要是下游的房地产新开工面积、汽车产量、电力电缆产量、家电产量、铁路新建公里数，上交所库存是观

察和跟踪此价格变化的重要数据；国际需求主要是金属进出口⁴，进出口量关系到BDI指数。

成本方面，主要是原材料价格和能源价格⁵。由于中国缺乏定价权，我们认为原料成本是外生的，国际的原材料价格会随LME期货价格波动，中间商（从国际产业链上，中国是中间商）仅赚其中的加工费（所谓的TC/RC）。所以，通过成本这条链，LME期货价格和上交所的期货价格相关度应该非常大。LME的价格取决定于金融属性和商品属性，金融属性主要表现为美元定价（美元指数）和防通胀（运用反映通货膨胀预期的TIPS）⁶，商品属性集中体现为OECD领先指标和LME库存。2003年来，中国因素对国际金属价格的影响因素越来越大，所以将中国货币供应量也列入影响LME期货的金融属性。

与煤炭不同，有色国内外价格的联系并非通过进出口，而是通过原材料成本进行连接。

图 3：有色行业的“驱动力”和“信号验证”逻辑图



资料来源：申万研究

⁴ 2004年来，铜一直是净进口，铝、铅、锌2009年由于内需旺盛、外需不旺，出现净进口。

⁵ 同为营业成本中的具体项目，本来应该用国外矿石价，但考虑到数据可得性，采用国内代表价代替，两者趋势一致。

⁶ 如果是黄金，还要考虑避险情绪，主要跟踪CDS、VIX和美国国债收益率。但是这里不研究贵金属，所以不跟踪。

1.3 有色“驱动力”和“信号验证”机制的历史验证

搭建逻辑图后，我们必须用历史数据来验证上述关系，希望能找到驱动力（期货价格）的领先指标。主要验证如下三层关系。

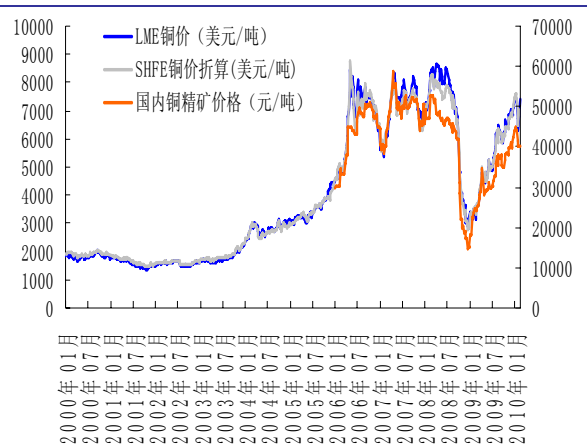
(1) LME、原料成本和上交所期货价走势基本一致，金属价格是外生变量

从图4到图7，可以清晰看出：四种金属的LME期货价格、上交所期货价格和矿石成本走势基本一致。

背离仅发生在2009年上半年，当时经济国内热而国际冷，上交所期货价格上升、LME期货价格下跌，巨大的背离使铜、锌的进口量明显增加，铝、铅改变多年净出口的状况，出现净进口。

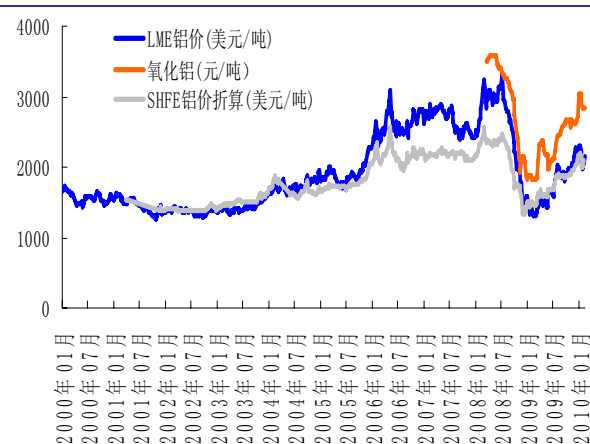
2001年以来，中国经济融入全球，De-Couple的情况鲜有发生。尽管中国因素越来越强，但只要金属资源定价权不改变，那么LME期货价影响矿产资源进而影响上交所期货价的格局就不会发生改变，金属价格可视为外生变量。

图4：LME铜期货、上交所铜期货和铜精矿



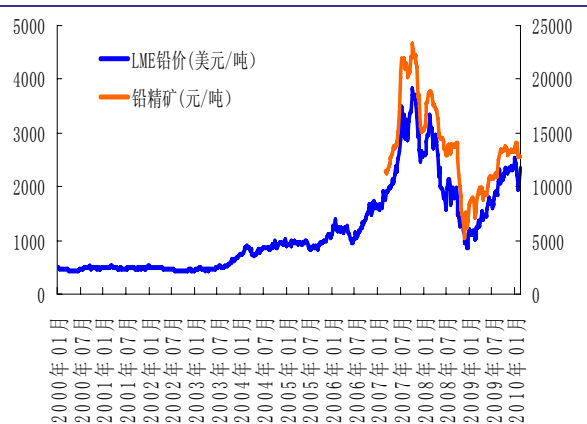
资料来源：Bloomberg，申万研究

图5：LME铝期货、上交所铝期货和氧化铝



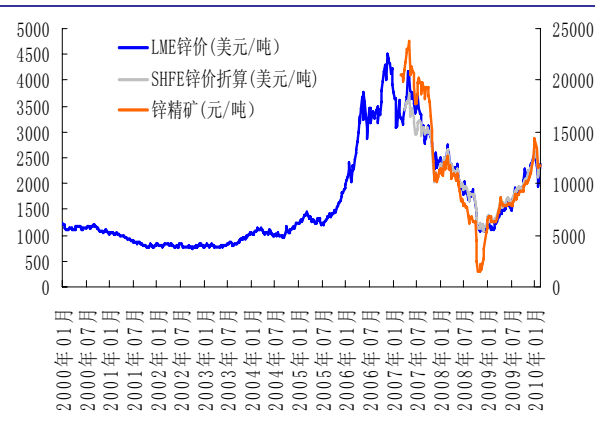
资料来源：Bloomberg，申万研究

图6：LME铅期货和铅精矿



资料来源：Bloomberg，申万研究

图7：LME锌期货、上交所锌期货和锌精矿



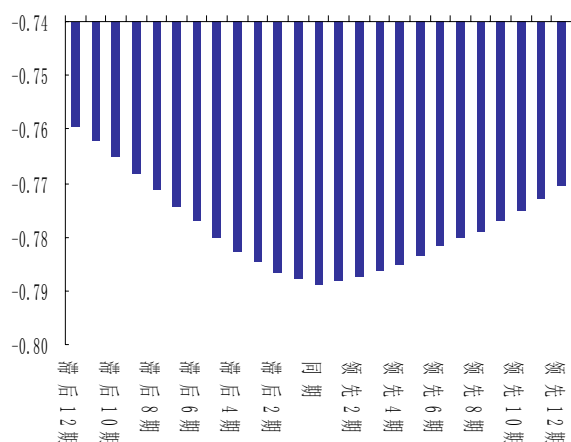
资料来源：Bloomberg，申万研究

(2) LME 价格可由四个因素综合解释，仅 OECD 领先指标有领先意义

LME 价格是核心，其由金融属性（美元、通货膨胀预期）和商品属性（OECD 领先指标和库存）共同决定。

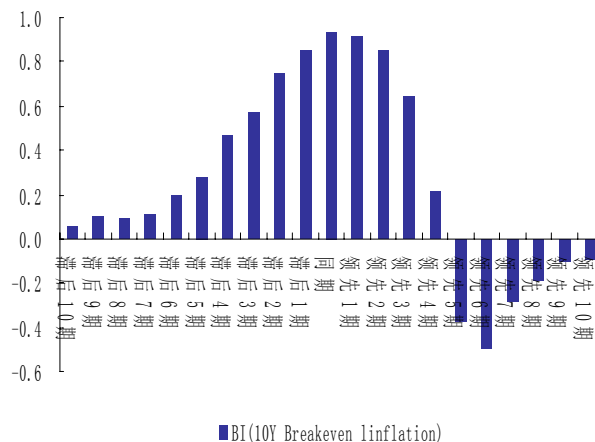
经检验：美元指数和铜期货价格构成反向关系，但美元指数并不领先铜期货价格，铝期货价格的结论相同。从日度数据看，通胀预期有一定领先意义，领先 3 天的相关性最大，但从月度来看，通胀预期也没有明显的领先作用。OECD 领先指标对 LME 金属价格有比较明显的领先作用，领先时间在 3 个月左右。库存可做短期判断的重要指标，但长期不具备领先意义。

图 8: LME 铜期货和美元指数反向，但同步



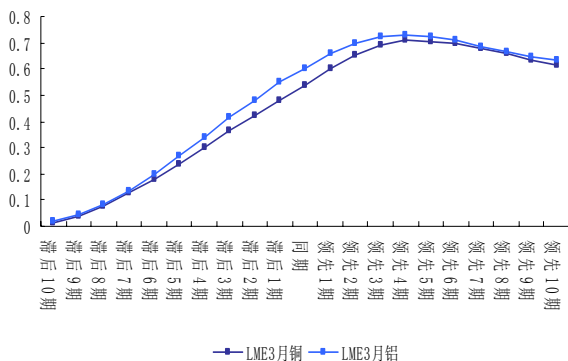
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9: LME 铜期货和通货膨胀预期基本同步



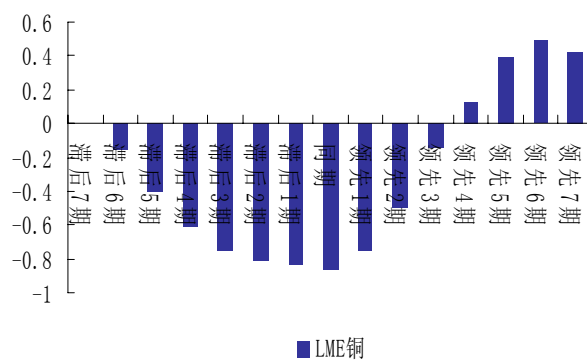
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10: OECD 对 LME 期货价格有领先作用



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11: LME 铜和 LME 铜库存反向，并且同步



资料来源：Bloomberg，申万研究

如果用四个因素综合去考虑 LME 的期货价格，发现其解释度达到了 0.83，只可惜仅有 OECD 领先指标在长期具备领先意义，所以判断 LME 的期货价格就必须率先判断美元指数、全球经济景气 and 通货膨胀等因素，这明显不是一个单纯的有色分析员所能做到。

(3) 上交所期货价格和国内下游需求、上交所库存的关系

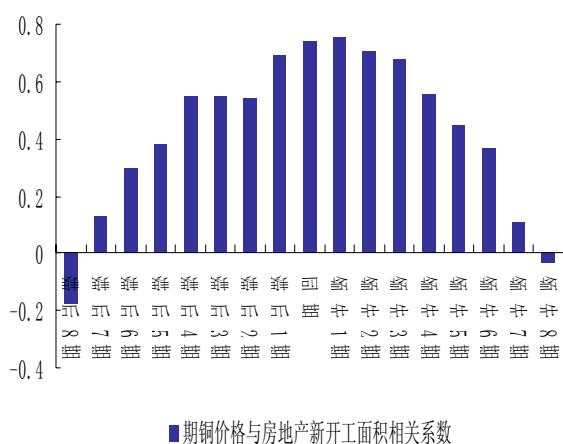
有色行业下游比较分散，并且由于数据可得性，我们这里选取一些重要的关系进行检验。

从 2006 年来，房地产新开工面积增速和上海期铜价格以及上海期铝价格都有很强的关系。新开工面积领先 1 个月时，和上海铜期货价格的相关系数达到最大的 0.76，和上海期铝价格的相关系数达到最大的 0.75。

空调产量增速和上海铜期货价格在同步时相关性最强，上海期铜价格和空调产量增速同步。汽车产量增速对上海期铝价格略有领先，领先 1 个月时相关性最大，相关系数达到 0.61。

上海铜库存和上海铜期货价格成正向关系。

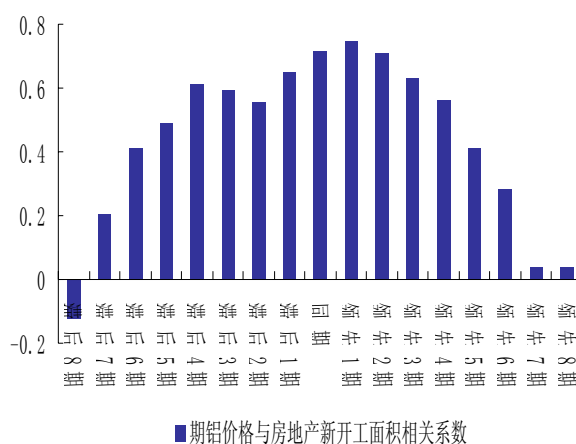
图 12：上交所铜期货价格和房地产新开工



■ 期铜价格与房地产新开工面积相关系数

资料来源：Bloomberg，华通人，申万研究

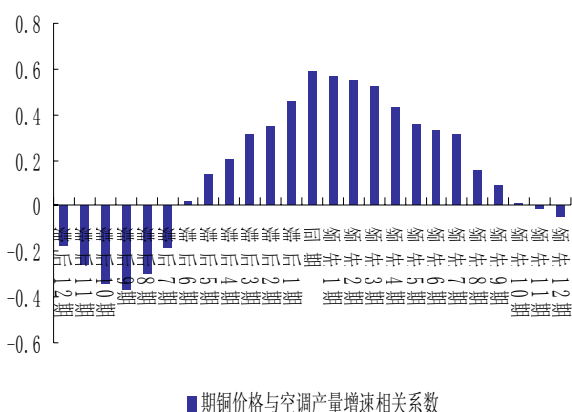
图 13：上交所铝期货价格和房地产新开工



■ 期铝价格与房地产新开工面积相关系数

资料来源：Bloomberg，华通人，申万研究

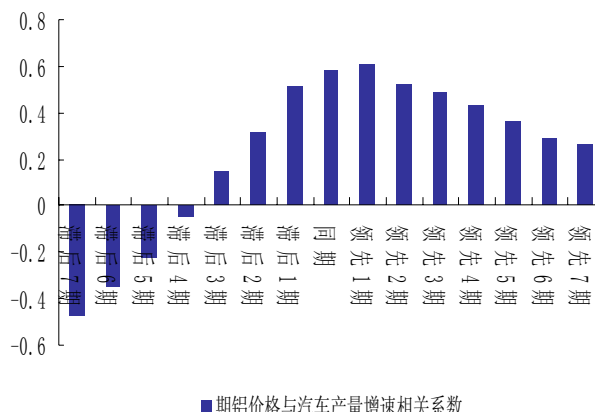
图 14：上交所铜期货价格和空调



■ 期铜价格与空调产量增速相关系数

资料来源：Bloomberg，华通人，申万研究

图 15：上交所铝期货价格和汽车



■ 期铝价格与汽车产量增速相关系数

资料来源：Bloomberg，华通人，申万研究

综上所述：有色下游比较分散，很难像煤炭那样找到核心下游；虽然中国因素越来越大，但在矿产定价权没有实质改变的前提下，LME 期货价对矿石价格乃至对上交所期货价格的决定作用无从改变；LME 能很好地被四大因素解释，但仅有 OECD 领先指标具备领先意义。

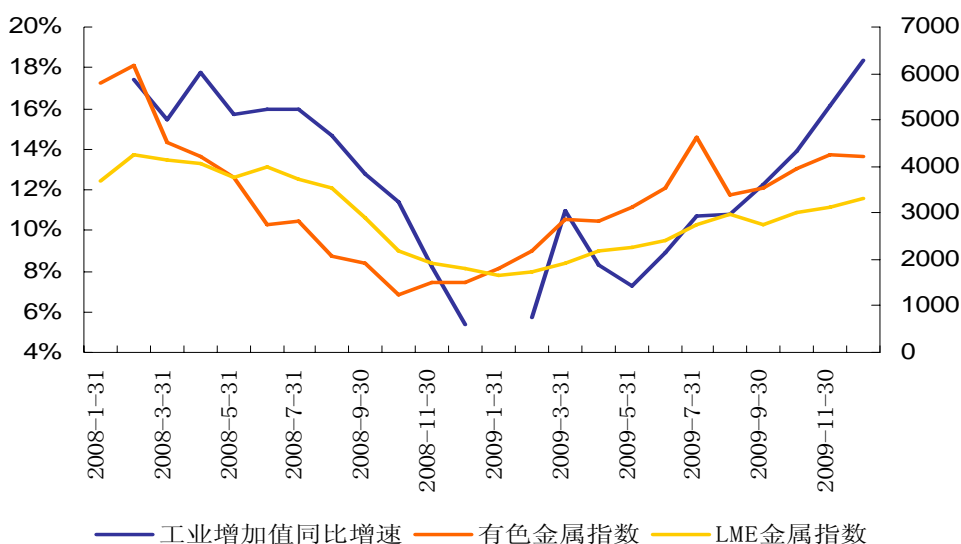
期货价格已经反映预期，所以当下游需求、流动性发生变化时，期货价格同步发生变化，很难找到信号再对这一驱动力有领先意义，这一点和煤炭有本质区别，所以煤炭股可以做左侧，而有色股只能做右侧。如果真能预测期货价格，又何必投资股票？

由于有色期货难以找到信号指标，只能预测同步指标，一个有色分析员就必须是宏观分析员、策略分析员、世界经济分析员。正是由于这个原因，国内有色分析员通常把更多精力放在自下而上的公司分析上，寻找公司的并购重组和资源注入的机会上，舍弃了对第一驱动力——有色期货价格的判断。

2. 超额收益分析：有色暴涨是牛市的集结号

有色股波动剧烈，投资难以踏准节奏，总是在战战兢兢中赚钱，歌舞升平中亏钱。究其根源，有色期货乃至股票对经济复苏、流动性泛滥都太过敏感，所以在经济尚未复苏、流动性过剩尚不明显的时候，期货和股价就已经开始大涨。这一阶段，投资者很难赚钱，因为他看不到明确的信号，而一旦明确信号出现，估值压力会始终困扰投资者，这个阶段即使赚钱，心也不踏实。

图 16：有色价格启动早于经济复苏



资料来源：Bloomberg，Wind，申万研究

2.1 超额收益分析：有色几乎是牛市第一个启动行业

总结过去十年有色股月度和年度超额收益，发现如下几点结论：

第一，2 月份获得超额收益的概率最大，达到 80%，这与季节性因素有关，3 月份是有色的旺季，2 月份会囤货，这个月库存上升并不意味着需求下降。

第二，2006年、2007年和2009年均是有色的大年，分别跑赢基准指数40.17%、95.38%和74.39%。06年和07年是全球经济慢慢过热，09年是流动性泛滥导致。

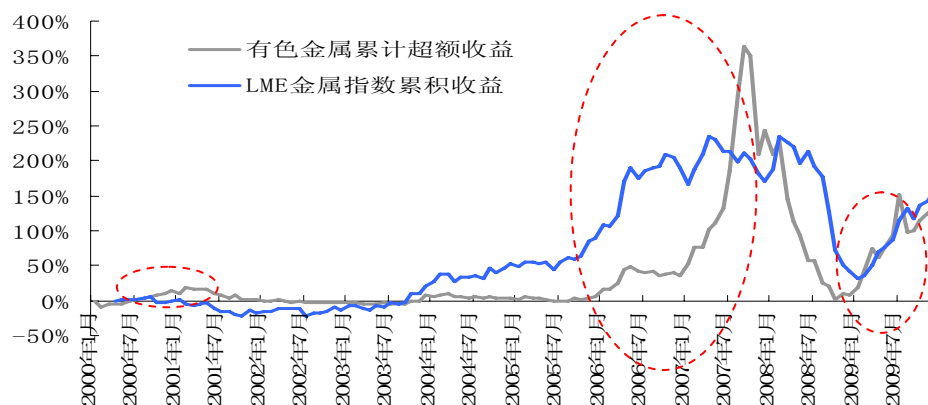
表 3：有色超额收益

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	超额收益概率
1月		-2.81%	-1.90%	0.37%	-1.75%	-1.33%	19.05%	6.23%	-1.51%	7.49%	44%
2月	-8.43%	5.05%	0.69%	0.25%	0.33%	4.74%	-2.91%	9.51%	2.73%	14.42%	80%
3月	4.34%	-1.63%	0.84%	-1.62%	2.36%	-1.76%	10.49%	-3.42%	-7.65%	12.70%	50%
4月	-0.04%	0.24%	-2.38%	-1.36%	-3.76%	-0.38%	19.99%	0.81%	-9.37%	-6.46%	30%
5月	-1.11%	-0.75%	-1.70%	1.17%	1.28%	-2.87%	-3.35%	-0.06%	-3.11%	4.85%	30%
6月	4.76%	-3.44%	1.84%	0.55%	-1.89%	-1.82%	-6.68%	8.43%	-4.52%	2.41%	50%
7月	1.17%	-1.69%	-1.20%	-0.89%	2.95%	-1.74%	0.22%	7.21%	-0.87%	14.01%	50%
8月	1.31%	-1.92%	-0.10%	-0.27%	-2.79%	1.81%	0.17%	16.97%	-9.35%	-5.16%	40%
9月	2.38%	2.65%	0.25%	-0.01%	3.79%	5.28%	-6.58%	9.25%	-1.64%	-0.86%	60%
10月	0.71%	-4.94%	-0.49%	4.82%	-2.73%	-0.81%	1.94%	-1.03%	-8.26%	1.80%	40%
11月	2.34%	0.88%	-0.11%	-0.56%	0.59%	1.64%	-1.77%	-13.25%	6.44%	-0.14%	50%
12月	3.37%	-0.11%	-0.52%	11.13%	-1.54%	2.45%	-7.21%	0.85%	-0.55%	-4.11%	40%
年超额收益	15.29%	-6.54%	-4.38%	13.15%	-3.85%	3.22%	40.17%	95.38%	-14.50%	74.39%	
LME 涨幅		-17.04%	5.97%	38.15%	26.28%	23.96%	53.89%	-6.91%	-47.26%	82.89%	

资料来源：Bloomberg，Wind，申万研究

2000年来，有色股明显跑赢申万A股指数的阶段有三个：2000年5月至2001年2月，超额收益为22%；2005年7月至2007年9月，超额收益为363.39%；2008年11月至2009年7月，超额收益为148.55%。

图 17：2000 年来有色股取得超额收益的三个阶段



资料来源：Bloomberg，Wind，申万研究

2000年5月-2001年2月：

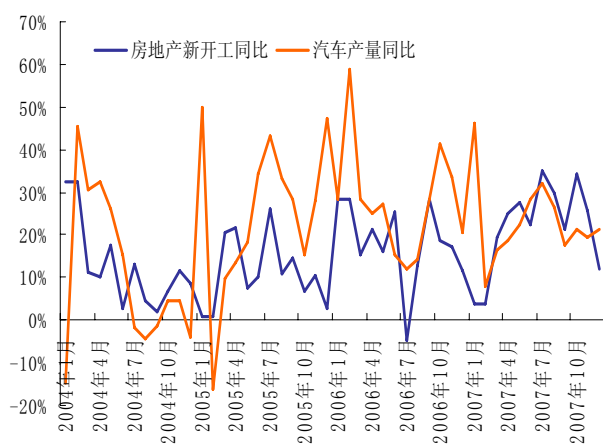
这段时间金属价格并没有明显上涨，行业获得超额收益更多是个股原因造成。个股的表现来看，分化也相当严重。表现好的如金马集团（电解铝，89%），东方铝业（铝，61%），*ST 锌业（锌，47%）；表现差的如宁波富邦（铝，-31%），中色股份（铝、锌，-20%）。

这段时间表现最好的五个行业是港口、化工、航空、造纸、汽车；表现最差的五个行业是通信、物流、计算机、传媒、铁路。

2005年7月-2007年9月：

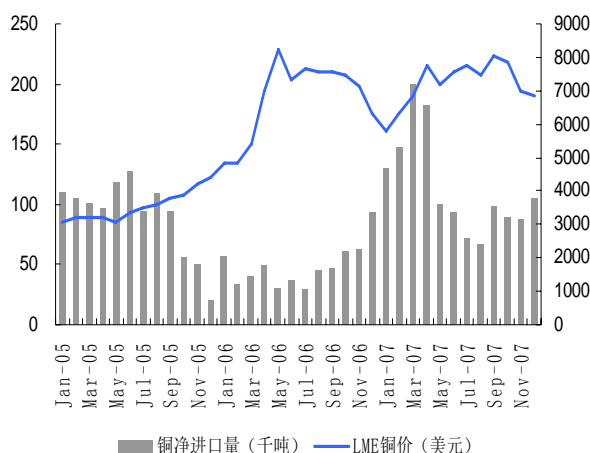
中国经济的快速增长导致对基本金属需求急剧膨胀，中国对有色金属的净进口量显著增加。在此期间，LME 金属指数上涨 99.8%，国内金属价格大涨。

图 18：05-07 年中国地产开工和汽车生产旺盛



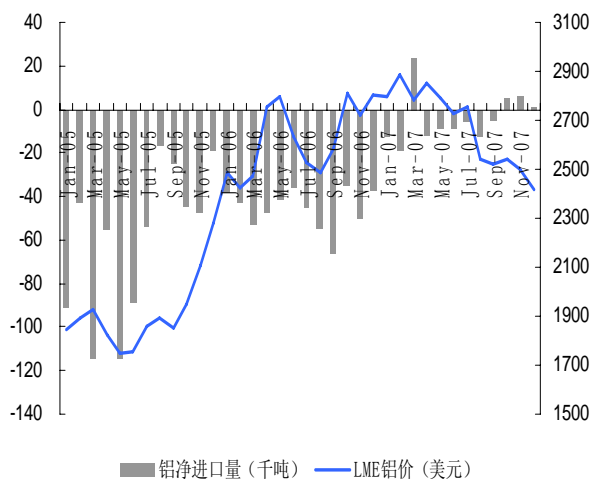
资料来源：CEIC，申万研究

图 19：中国对铜的旺盛需求推升铜价



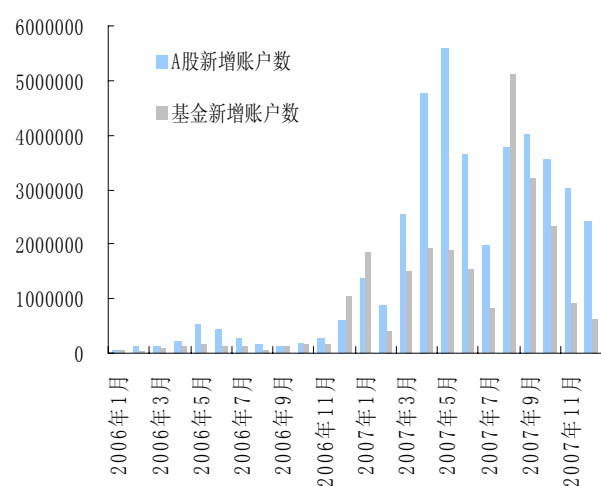
资料来源：Bloomberg，CEIC，申万研究

图 20：中国的铝从净出口逐渐变成净进口



资料来源：Bloomberg，CEIC，申万研究

图 21：06-07 年资金蜂拥进入股票市场



资料来源：Wind，申万研究

此外，这段时间中国经济过热，居民存款搬家导致股票市场流动性泛滥，作为高贝塔品种的有色股受到资金的热烈追捧。

这段时间表现最好的五个行业是证券、有色、房地产、煤炭、化纤，都是资金最喜欢的高弹性品种；表现最差的五个行业是食品、电子、通信设备、餐饮、机场、港口，稳定增长的低弹性品种不受欢迎。

2008年11月-2009年7月：

08年末，有色金属价格经过前期“断崖式”的下跌后已经接近现金成本，企业纷纷停产和削减库存，使得金属价格未来继续下跌空间有限（详见09年1月8日《寻找反击的第一枪——从“休克”到“苏醒”的投资品行业机会》）。中国政府迅速出台“四万亿”和有色金属国家收储计划，需求见底回升，悲观的市场预期逐渐得到扭转。

另一方面，在政府大量投放流动性的背景下，相当部分资金流入股票和商品市场，再次出现流动性泛滥的情况，金属价格和有色股价大幅回升。

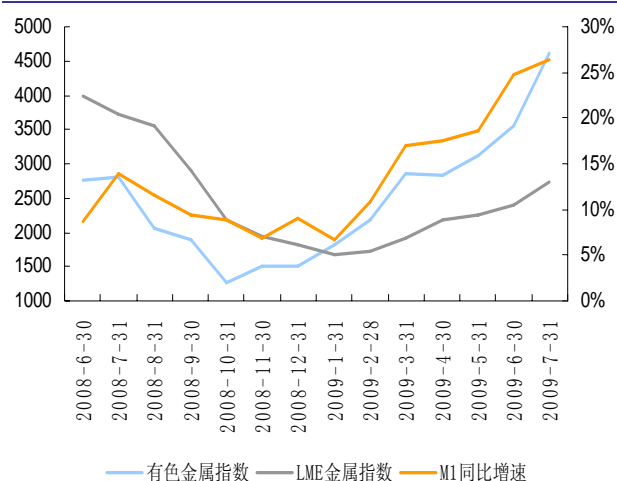
这段时间表现最好的五个行业是煤炭、有色、汽车、房地产、化纤，高弹性品种再次领跑市场；表现最差的五个行业是医药、铁路、机场、农林牧渔、食品，稳定增长品种再次受到抛弃。

表 4：08 年末金属价格接近现金成本

	产成品不含税 价（元/吨）	现金成本 （元/吨）	完全成本 （元/吨）
铜	23420	20000	23000
电解铝	10085	12000	14000
铅	10000	9000	11500
锌	9145	9500	12000

资料来源：申万研究

图 22：过量货币推升资产价格



资料来源：Bloomberg，Wind，申万研究

通过历史分析，我们发现有色股是牛市的集结号，在行业轮动中，有色几乎是第一个动的行业，05年中—07年大牛市如此，09年的大牛市也是如此。和煤炭股的投资逻辑类似，流动性泛滥也是有色股获得超额收益的第一要务，只是有色启动的时间比煤炭还要早⁷，煤炭比有色更容易把握和赚钱。

2.2 策略如何看有色：关注有色对股市和经济的领先意义

有色也是策略分析员必须把握的六大行业之一。虽然有色的行情难以把握，但有色板块的异动对经济和股市行业轮动都有一定的预见意义，所以策略分析员要特别关注有色的变动。

此外，有色的数据不象煤炭那么全，所以我们必须编制自己的扩散性数据，要选定样本定期对库存（包括产成品、原材料、中间商）、产能利用率、订单

⁷ 煤炭超额收益分析参见策略思考第三篇，我们会在第五篇报告中系统探讨石油、有色和煤炭等的上游投资策略。

情况、未来1-3月的价格预期等进行问卷调研，并形成扩散性指数，在极端情况（譬如2008年底去库存的情况下）还要关注现金成本和完全成本。

策略跟踪的有色中观数据库结构如下：

表 5：策略跟踪的有色中观数据库

大类	行业	行业关键指标	数据来源	频度	更新日期
上游	有色	中国基本金属产量（铜、铝、铅、锌）	CEIC	月	每月 25 日
		中国基本金属进出口量（铜、铝、铅、锌）	CEIC	月	每月 25 日
		LME 金属期货价格（铜、铝、铅、锌，三月期），美元/吨	Bloomberg	周	每周一
		上交所金属期货价格（铜、铝、铅、锌，三月期），元/吨	Bloomberg	周	每周一
		LME 基本金属库存（铜、铝、铅、锌）	Bloomberg	周	每周一
		上交所基本金属库存（铜、铝、铅、锌）	Bloomberg	周	每周一
		20-23%江西上饶铜精矿价格	百川资讯网	周	每周一
		阳泉 85%min0-30mm 铝矾土价格	百川资讯网	周	每周一
		国产现货氧化铝价格	百川资讯网	周	每周一
		河南 60%min 铅精矿价格	百川资讯网	周	每周一
		河池 50%锌精矿价格	百川资讯网	周	每周一
		工业用电价格（南昌、郑州、昆明）	华通人	月	每月 25 日
		山西古交 2#焦煤车板含税价	资源网	周	每周一
		重油价格	资源网	月	每月 25 日
		外生关键指标	数据来源	频度	更新日期
		BDI	Bloomberg	周	每周一
		美元指数	Bloomberg	周	每周一
		US breakeven 10 year	Bloomberg	周	每周一
		OECD 全球领先指数	Bloomberg	月	每月 20 日
		中国房地产新开工面积	华通人	月	每月 20 日
		中国汽车产量	华通人	月	每月 20 日
		中国电线电缆产量	华通人	月	每月 20 日
		中国冰箱、空调产量	华通人	月	每月 20 日

资料来源：申万研究

我们将在3月23日的申万春季策略会上，推出策略思考第五篇《上游投资逻辑》，届时会将石油、有色和煤炭的投资逻辑做梳理比较，更多从投资的角度去思考问题。

分析师承诺

凌鹏、叶培培、冯宇、郭鹏、李鹏、苏畅：策略、有色、金融工程、宏观。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。