

2009 年 11 月 23 日

发达国家

研究部

刘奥琳

分析员

liuolin@cicc.com.cn

肖红

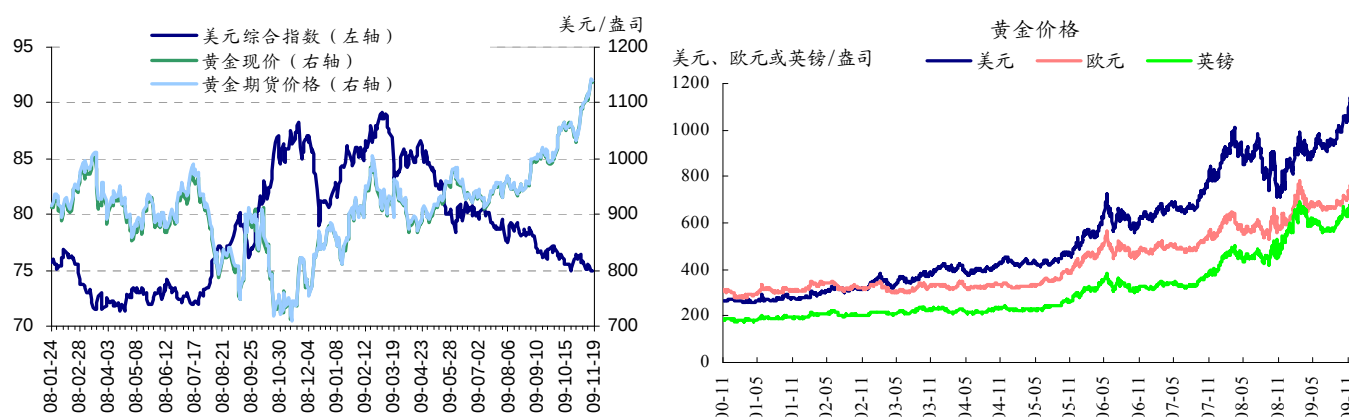
联系人

xiaohong@cicc.com.cn

黄金市场更新:近期金价持续上扬的主要动力

在 10 月末以前,美元贬值曾是金价大幅飙升的主要驱动力,但近期供需平衡的改变和追逐短期利润的流动性因素对金价支撑作用正持续显现,符合我们在《大宗商品价格的宏观展望》中的分析:自 3 月至 10 月下旬,金价升幅基本与美元指数跌幅持平(16%左右),而以欧元区和英镑计的黄金价格则未见升幅。然而最近 1 个月,虽然美元指数仅微弱下滑 0.2%,以美元标价的黄金价格仍上升近 7%,一度升穿 1150 美元/盎司的历史高位;而以欧元和英镑标价的金价增幅亦约为 7.5%及 6% (图表 1):

图表 1: 最近 1 个月金价升幅显著高过美元的贬值幅度,以欧元/英镑标价的金价升幅与美元相当

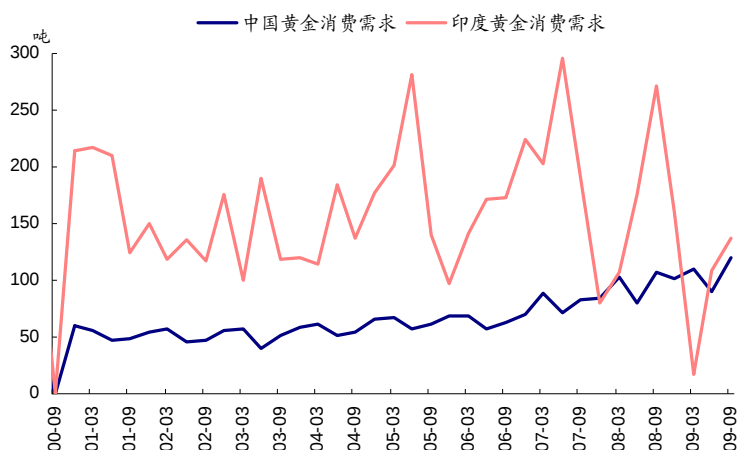


资料来源:彭博、中金公司研究部

- ▶ **黄金基本需求已开始随经济回暖和季节性因素复苏。**世界黄金需求在 08 年全年达 3048 吨,最近公布的 3 季度数据为 659 吨,三大类黄金需求(珠宝需求、工业及牙科需求以及投资需求)均出现环比增长,尽管由于去年 3 季度的高基数效应,同比均呈现萎缩状态。黄金需求中最主要的部分为黄金珠宝需求,其环比增长为 16.6%,占总需求比重由 1 季度 33% 的低位回升至 59%。而工业牙科需求及投资需求增幅分别为 6% 及 1.2%。分国家来看,最大黄金需求国印度 3 季度的黄金需求环比上升了 26%,土耳其黄金需求基本与上季持平,尽管这两个国家黄金需求的同比跌幅仍在去年高基数作用下高达 44% 及 60%。中国是主要黄金需求国中唯一录得黄金需求 3 季度同比增长的国家,涨幅高达 12%,总量已达到 120.2 吨的纪录高位(仅次于印度),反映了强劲的消费需求、投资需求及零售商在 60 周年国庆前的再库存作用(图表 2)。中国的黄金需求占总需求比重由去年同期的 11.3% 上升至目前的 18.2%,相比于印度和土耳其的黄金需求占总需求比重由去年同期 39.2% 下降为目前的 26.4%。

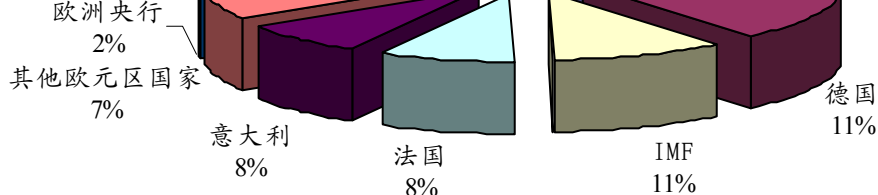
- **黄金开采可能面临长期缓慢下降趋势。**与黄金需求显著攀升相对应的是三大类黄金供给（开采供给、官方售金及旧金回收）均在 3 季度出现下滑。本季度黄金开采供给下滑的主要原因在于黄金开采商看涨金价而继续去套保化，完全抵消了黄金开采生产环比 6% 的涨幅。而大型黄金开采商则认为，金矿开采面临着长期的供给瓶颈。Randgold Resources 的首席执行官认为，任何短期内的开采产出上升都只是假象——不过是金价飙升引起少数关闭项目重启，而黄金开采的产能很难扩大，矿藏储备的质量和数量均在下滑。Anglogold 首席执行官亦认为采金的成本在上升而质量却在下降。这意味着黄金供给最重要的部分可能在长期面临持续下滑的局面而在供给面对金价构成一定的支撑。

图表 2：中印黄金需求均出现显著回升迹象

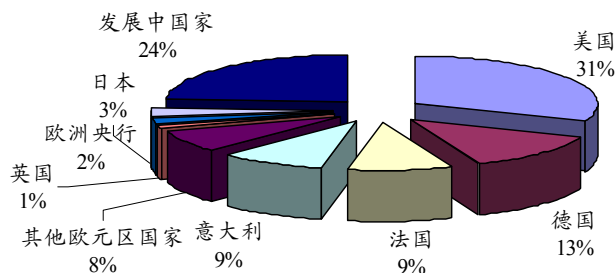


资料来源：彭博、中金公司研究部

- **央行连续 2 个季度呈现黄金储备净增持，西方央行售金力度减弱及发展中国家增持黄金储备的势头持续。**3 季度官方黄金储备净增量较上季度上升 10 吨至 15 吨。一方面，央行售金协议第二期在最后 1 年仅售黄金 155 吨，为协议签署 10 年来售金量最低的 1 年。而截至 11 月 10 日，于 9 月 27 日生效的第三期售金协议项下售出的黄金仅为 1.5 吨。与此同时，发展中国家促进外汇储备多元化而增持黄金的热情不减。除印度以 67 亿美元按市场价格（平均价格 1045/盎司）购入 IMF 出售的 200 吨黄金，使黄金储备达至 557.7 吨外，墨西哥和菲律宾亦在 3 季度进行了小额的黄金储备增持，而俄罗斯也是增持黄金较为活跃的国家。
- **前瞻性看，黄金开采有限和黄金珠宝需求继续复苏将对金价带来支持，但这一基本面的变化已部分反映在近期的价格上扬之中。**在 IMF 所剩余的 203 吨黄金被认购完成之后，新兴市场央行若从市场上继续大量增购黄金，将对金价进一步推波助澜，使这些央行亦不得不于金价高位增持，而如若其在未来为增加流动性而抛售黄金则可能对市场情绪构成负面冲击，进而承受未来黄金市场调整而招致亏损的风险。从存量上看，发达国家不但仍有能力主导黄金市场，同时金价上涨给发达国家带来的好处远超过新兴市场，有利于增强发达国家央行执行货币政策的能力，并有利于其汇率稳定。
- 截至今年 9 月，世界官方黄金储备近 3 万吨，其中 IMF 和 BIS 持有 3337 吨，各国央行持有 26297 吨。而美国、欧元区、英国及日本所持有的黄金储备高达 20018 吨，超过世界央行总黄金储备的近 76%（仅美、德、法、意就占据近 63%），而新兴市场黄金储备占央行总黄金储备的份额还不到 24%。（图表 3）
 - 在发达国家的央行资产负债表上，黄金储备的价值基本是以历史价格计算，金价上扬使得发达国家央行实际的资产规模扩充。美联储资产负债表上 8133.5 吨黄金储备价值仅记为近 110 亿美元，核 42 美元/盎司（相当于 1970 年黄金价格）。如以目前市价（1140 美元）计算，美联储黄金储备已高达为近 2980 亿美元，较账面高出 2870 亿美元，相当于 GDP 的 2%。日本 765.2 吨黄金储备在央行资产负债表上记为 4412 亿日元，相当于 201.8 美元/盎司。如以目前市价计算，日本央行黄金储备价值已达 2.49 万亿日元，较账面高出 2.1 万亿日元，相当于名义 GDP 的 0.4%。
 - 以黄金现价与 M2 的比例计算，以现价计的美国和欧元区黄金储备占 M2 的比重分别高达 3.6% 及 3.2%，显著高于中国和巴西的这一比率（仅分别为 0.45% 和 0.18%）。意味着美元及欧元流动性较新兴市场有更高比率的黄金支撑。



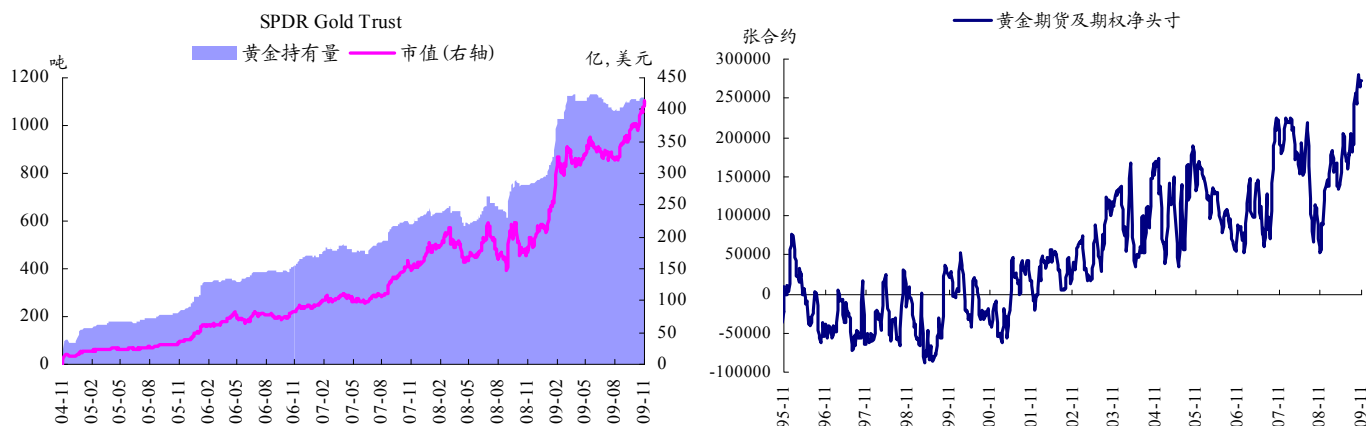
央行黄金储备分布



资料来源：WGC、中金公司研究部

► 近期内黄金价格的主要风险在于投机资金持续流入，以及积累的创纪录多头仓位使金价面临一定的调整风险。近零利率和市场风险偏好复苏使资金大量涌入新兴市场而加剧美元振荡贬值，在汇率和通胀风险的驱动下，及受基本面消息的间中影响，追逐保值和短期利润的资金有继续流入黄金市场的迹象，SPDR ETF 的黄金持有量较 10 月底又逐步上升了 1.3% 或 14 吨。短期内，在黄金供给面临瓶颈，珠宝及工业用黄金需求有望进一步随经济复苏回升，而投资者与央行对黄金投资热情不减，极度宽松的货币环境成为投机资金温床的背景下，投机资金立即撤离黄金市场仍缺乏有力的诱因，使金价可能仍有温和上升的空间。但由于资金流入量已远不及年初，加之黄金期货和期权积累的净多头在 10 月中达到 28.1 万张后持续高位（图表 4），加大了金价调整的风险。

图表 4：资金有流入黄金市场迹象，黄金期货及期权多头头寸持续高位



资料来源：彭博、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

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

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

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

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

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: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

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: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

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: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

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: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。