



研究员：赵彦辉 电话：39673302

2009 年 10 月 9 日星期五

(市场有风险·投资须谨慎)

金价创历史新高

——黄金行业点评

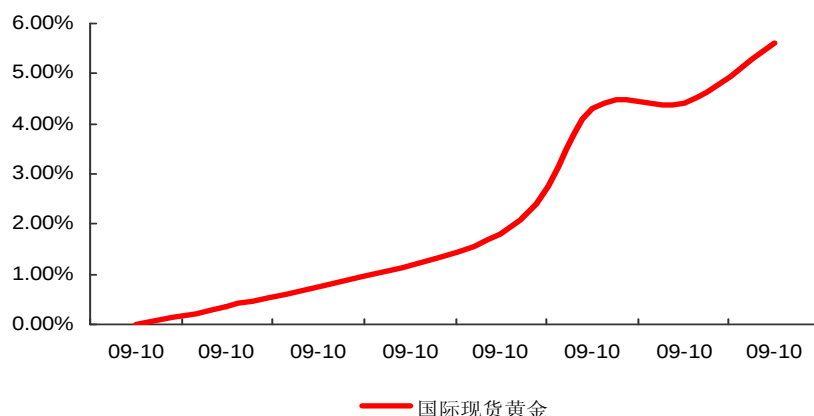
事件：

国庆一周，金价创历史新高。

点评：

国庆一周，金价创历史新高，最高触及 1061 美元/盎司，10 月 8 日报收于 1055 美元/盎司。十一期间伦金涨幅 5.61%，2008 年 3 月 17 日，金价为 1032 美元/盎司。

图 1：十一期间伦金走势



资料来源：wind 大通证券研发中心

黄金的需求共分为三种，一是工业需求，二是首饰等的消费需求，三是投资需求。我们一直认为在黄金价格的决定机制中投资需求占黄金价格现在的主导地位，体现为黄

金货币属性。世界黄金协会(World Gold Council)8月19日公布报告显示, 第二季全球黄金需求为719.5吨(降幅9%), 为六年来的最低点, 同时各国央行近9年来首次成为净买家。该协会援引GFMS的数据称, 第二季度各国央行买进的黄金比卖出的多14吨, 是至少2000年来的首季度出现净买入。报告进一步在验证我们对黄金的货币属性是影响其价格形成的根本因素判断。

我们自去年提出黄金价格一看避险二看通胀三看货币体系重建, 这三个因素对金价的影响仍将持续下去, 这可以使黄金价格中长期看好, 理由如下。

(一) 避险

随着世界各国各种经济数据的公布, 说明金融危机对经济发展的影响已经减弱, 经济复苏迹象已经十分明显。然而在经济复苏的过程中, 美国的经济无就业的复苏仍然制约经济复苏的速度, 也说明美国经济复苏的根基不稳, 企业对经济前景仍然担忧, 在增加雇员方面依然持谨慎态度。

美国劳工部10月2日公布的数据显示, 9月份美国非农业部门就业岗位减少26.3万个, 失业率从8月份的9.7%升至9.8%, 为26年来最高水平。美国失业率最高纪录是1982年底的10.8%。美国联邦委员会主席伯南克10月1日表示, 即使今后几个季度美国经济增速达到3%, 失业率仍不会很快降下来。他预计, 到2010年底, 美国失业率仍将保持在9%以上。

(二) 通胀

第一, 历史为鉴。30年代大萧条先是持续的通缩, 全球脱离金本位制度后走出通缩, 迈向复苏, 最终导致高通胀。1931-1936年世界主要国家相继脱离金本位制度, 而在此之后其货币对黄金大幅贬值。如最早脱离金本位制度的英国, 英镑与黄金的平价在金本位制度下是4.25英镑每盎司黄金, 而1940年达到的8.4左右。70年代布雷顿森林体系解体后, 先是高通胀, 最终演化为持续滞胀。从1971年8月15日到1980年9月, 金价上涨持续了近九年, 各国货币对黄金大幅贬值。

第二, 全球数量型放松货币政策必然导致全球的通胀。与上两次危机非常相似, 随着08年下半年金融危机的深化, 为了应对这场危机所造成的金融体系的动荡和经济增速大幅下滑。发达经济体纷纷大幅调低利率, 主要经济体利率水平已是百年低位。并且在利率政策对经济转暖作用不佳的情况下, 美国、日本、英国等国家央行开始实施数量

型的放松货币政策，通胀的“种子”已经埋下。各国央行虽然要考虑“退出”策略，但全身而退是一个小概率事件，理由如下。

表1：主要国家央行基准利率均在历史低位

	美国	欧元区	日本	中国
央行基准利率	0.25	1.0	0.1	2.25

资料来源：wind 大通证券研发中心

(1) 国债市场可能的供过于求。自危机爆发以来，为了稳定金融市场与实体经济，美国政府采取了非常宽松的财政政策，导致美国财政赤字不断扩大。奥巴马政府的最新预测显示，在未来10年间财政赤字总规模将超过9 万亿美元，而增发国债仍是美国政府为财政赤字融资一种可靠方式。从传统上看，60%的美国国债在市场上公开发售，美国国内、外投资者各购买一半，现美联储已决定于10月末结束购买美国国债，是否引起供过于求值得深思。

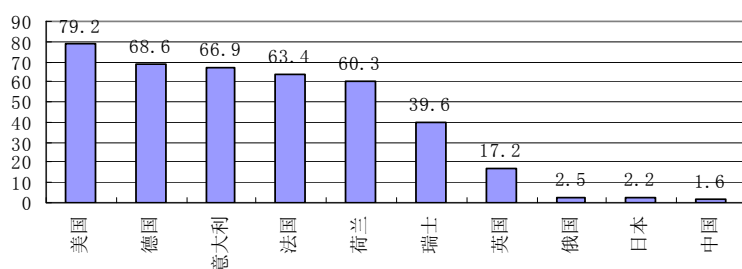
(2) 货币政策何时退出并不容易把握。9 月23 日美国联邦公开市场委员会(FOMC)宣布将基准利率维持在0-0.25%的目标区间内，基准利率“将在较长时间内维持在异常低的水平”，那究竟什么时候退出，这一时机必须选择的恰到好处，早了会脱经济下水，晚了是否来得及？

(三) 世界货币体系的缺陷与可能重建

与上两次危机相似，当今也是一个反思世界货币体系的重建的时刻。美元取代的黄金作为一种世界货币的历史进步是无可厚非的，但是这也带来了永久性的特里芬难题，从布雷顿森林体系到牙买加体系，这一难题不仅没有被解决，反而更加加深了。世界货币体系不可能返回到金本位，但是从本轮金融危机的引发的最根本根源上来看，是现有世界货币体系存在的先天不足，虽然究竟什么样世界货币体系更符合全球利益尚无定论，但重新建立应是一种历史的要求。不论是现有体系不足还是重建世界货币体系，黄金的价值必然要得到体现。至少今后的一段时期内，亚洲各国央行的可能进行的黄金储备是影响金价走势的最大一个不确定因素。

图2：中国黄金储备量占位第五而黄金占外汇储备比较低

黄金储量占外汇储备比



资料来源：黄金协会 大通证券研发中心

最后，要提一下的是美国虽然一直在强调维持强势美元，但在短期内其存在美元贬值的动机，尤其是对东亚各国。一方面，美元贬值可以刺激出口，改善美国的经常账户失衡；另一方面，美元贬值能够降低美国政府的对外真实债务。因此在美国找到新的增长点之前，短期内美元贬值可以使美国经济获得增长、提高其当前政策的可持续性。

无可争议的事实面前，金价在突破了历史高位后，有望在一个新的平台上谱写新的篇章。黄金类上市公司的克金成本在 100 元/克左右，黄金业上市公司的业绩的稳定增长也是比较明确的。而且黄金类个股基本上都有资产注入的预期，黄金业整体估值水平低于有色行业估值，行业存在趋势性投资机会，我们维持黄金业“增持”的投资评级，公司中维持山东黄金、中金黄金的“增持”的投资评级。

投资风险：经济复苏温和，没有明显的危机也没有明确的通胀可能导致的金价走低；各国央行增持黄金的不确定性。

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为：

公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我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。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。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。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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、刊登或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司