

有色金属行业：从不确定中的确定出发多维度审视黄金和黄金股的未来

核心观点：

● 黄金年度均价显著抬升，波动加大

2011年第三季度起黄金年度金价上涨斜率明显抬升，即使近期黄金价格出现大幅调整，预计近期黄金的年度均价仍会明显上行。近期金价波动率明显上升。

● 黄金基本面喜中有忧

有且只有中国、印度需求支撑实物黄金市场，一旦印度、中国两者中的任何一个国家黄金需求出现意外下滑，都将给市场造成巨大利空；2011年第二季度，全球黄金供求平衡表的规模出现了缩减；长期看，循环用金和金条金币需求导致供求状况可能突然扭转，使黄金行情的突然结束；有关“中国应大幅增加官方黄金储备”的观点存在逻辑漏洞。

● 关注未来影响未来黄金价格的交易性因素

黄金ETFs增仓结构说明未来增仓期望已不可过高，最大的ETF基金SPDR增仓已不明显，最大的增仓出现在了COMEX的ETF，我们认为COMEX的ETFs的持有者投机性大于SPDR；买铂金卖黄金因素对短期黄金价格带来一定压力；在本次市场暴跌前，上海市场出现了大幅贴水的罕见现象，说明国内买盘极度疲弱，随着伦敦市场的大幅下跌，上海升水在市场下跌过程中持续扩大，未来要继续关注升贴水的变化。

● 寻找不确定中的确定

受市场对欧洲主权债务危机预期和其他风险事件不断出现的影响，未来黄金波动仍可能较大；欧洲主权债务危机仍有不确定性，对市场影响双面；OT2对黄金的作用偏空；全球金融市场大幅震荡，市场极度恐慌，令市场对未来QE3的预期升温，将有利于黄金短期表现；未来一段时间发生局部战争仍是大概率事件，一旦出现局部战争，对黄金价格将是短期利好。

金价上涨使黄金股取得相对收益，指数使黄金股取得绝对收益，估值只是心理支撑，关键还是金价和指数的叠加作用。

建议中期回避整个有色金属行业中的资源类上市公司，包括黄金类上市公司。但在短期，可以在黄金价格大幅波动时，在大幅下跌后且指数处于相对低位时，对黄金类上市公司阶段性予以重点关注。

回 避 维持评级

分析师



孙 勇

☎：(8610) 6656 8738

✉：sunyong@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010003

特此鸣谢

张一凡 (8621) 2025 2682

(zhangyifan@chinastock.com.cn)

张 迪 (8610) 6656 8757

(zhangdi_zb@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

相关研究

《有色金属行业2011年中期投资策略：金铜领衔盼反弹，然中期存隐忧》2011-06-27

《有色金属行业：OT2若推出，长短期影响迥异——美联储货币政策会议前瞻》2011-9-20

《从贵金属市场交易模式看2011年贵金属市场趋势》2011-4-6

有色金属行业简评《“再调整，再平衡”将至——短期看好锌铜金，中长期警惕大风险》2011-8-1

《有色金属行业：股价短期存在反弹动力，重申长期“再调整，再平衡”观点》2011-8-8

目 录

一、2011 年以来主要贵金属价格持续上扬	1
(一) 黄金年度均价显著抬升, 波动加大	1
(二) 人民币升值在过去拖累国内金价涨幅	1
(三) 过去影响黄金价格上涨的主要是宏观因素	2
二、黄金基本面喜中有忧	2
(一) 有且只有中国、印度需求支撑市场	3
(二) 第二季度黄金供需平衡表规模缩减	3
(三) 继续强调影响黄金基本面的助涨助跌性	4
(四) 有关“中国应大幅增加官方黄金储备”的观点存在逻辑漏洞	5
三、未来影响未来黄金价格的交易性因素	5
(一) 黄金 ETFs 增仓结构说明未来增仓期望已不可过高	5
(二) 铂金 ETFs 增仓有助于判断短期打压黄金的力量变化	6
(三) 特别关注中国买盘强度	8
四、黄金和黄金股的未来——寻找不确定中的确定	8
(一) 未来一段时间黄金价格波动仍可能较大	8
(二) 未来市场风险情绪仍将大幅变化	9
(三) 关注黄金交易者的其他逻辑	9
(四) 黄金上市公司盈利预期未来将显著上调	9
(五) 重点把握黄金类上市公司的脉冲式行情	9
(六) 投资建议	10
插图目录	11
表格目录	11

一、2011 年以来主要贵金属价格持续上扬

(一) 黄金年度均价显著抬升，波动加大

2011 年以来，主要贵金属价格出现了大幅波动。其中：

黄金价格持续上涨，从年初的 1413 美元/盎司上涨至 9 月 23 日的 1655 美元/盎司，截止目前，年度最高 1920 美元/盎司，年度最低 1420 美元/盎司。

其他贵金属都呈现震荡走势，白银年初 30.84 美元/盎司，目前 30.87 美元/盎司，最高 49.51 美元/盎司，最低 26.38 美元/盎司。铂金年初 1763 美元/盎司，目前 1638 美元/盎司，最高 1912 美元/盎司，最低 1595 美元/盎司。

图 1：黄金均价（上图中曲线）显著上升，近期波动率（下）抬升



资料来源：中国银河证券研究部，路透

图 1 是 2010 年以来的黄金走势，我们看到，2010 年以来黄金价格的长期均价（252 个交易日平均价格）显著上升，在 2011 年第三季度起斜率明显抬升，显示出黄金长期价格的稳定。即使近期黄金价格出现大幅调整，但仍在长期均价上方，我们预计近期黄金的年度均价仍会明显上行。

图 1 下半部分是一年黄金收盘价波动率。我们发现近期波动率明显上升。

(二) 人民币升值在过去拖累国内金价涨幅

过去从 2010 年 6 月末到 2011 年 6 月末，受制于人民币汇率强势，以人民币标称的黄金价格仅上涨了 15.4%，远低于美元标称的黄金价格。

未来人民币汇率如果大幅波动，将对人民币标价的黄金价格产生较大影响。

表 1: 不同货币计价的黄金表现

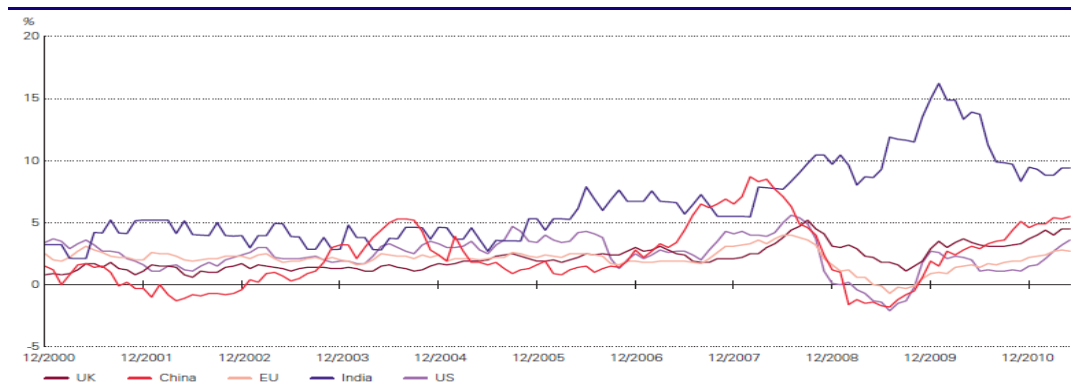
货币(克)	2011Q2 平均价格	2011Q2 最高价	最低价	季度涨幅%	12 个月涨幅%	波动率%
美元	1506	1553	1418	4.6	21	13
人民币	315	323	299	3.3	15.4	13.1
卢布	1356	1396	1293	2.8	8.2	13.1
土耳其里拉	76	80	70	10.1	24.1	15
印度卢比	2167	2241	2033	4.9	16.5	12.6
南非兰特	329	346	307	4.9	7	15.1
英镑	925	962	881	4.5	12.8	13.8
欧元	1048	1085	1001	2.4	2.2	14.2
瑞士法郎	1309	1342	1244	-3.7	-5.5	14.2
日元	128815	125474	119601	1.9	20.4	14.9
加元	1460	1518	1368	3.8	9.9	14.5
澳元	1419	1460	1368	1.1	-4.5	13.7

资料来源: 中国银河证券研究部整理, 彭博, 世界黄金协会

(三) 过去影响黄金价格上涨的主要是宏观因素

过去, 导致黄金价格上涨的宏观因素主要被理解为避险和通胀。金融危机以来, 主要国家通货膨胀水平明显上升, 近期美国信用评级危机、欧洲主权债务危机都使得短期金价出现了明显上升。这些都增加了投机者对黄金的投机行为和投资者出于抵抗通胀、资产保值和资产多元化配置目标而对黄金进行逢低吸纳。

图 2: 金融危机以来全球主要国家通胀水平处于上升趋势



资料来源: 世界黄金协会, 彭博

二、黄金基本面喜中有忧

我们认为, 黄金的基本面对黄金价格具有重要作用, 当然, 由于黄金是兼具金融属性和商品属性的特殊标的, 影响黄金基本面的因素部分也来自宏观。

总体看, 黄金基本面喜中有忧的态势比较明显。作如下分析:

(一) 有且只有中国、印度需求支撑市场

2011 年第二季度，全球珠宝黄金和金币总计小幅上升。印度和中国延续了 2010 年以来的高增长。2010 年中国和印度结束了 2008、2009 年连续两年的实物需求下滑，出现了大幅增长，我们曾指出这是实物购买者接受高金价的重要标志，并将显著支撑未来市场。

尽管我们没有拿到印度第二季度黄金需求的分月数据。但在 5 月份，根据我们和全亚洲主要机构贵金属交易银行的沟通，印度在当月——一个传统的淡季月份中，出现了很好的实物黄金销售，这也是我们在今年六、七月份黄金调整的过程中持续看好黄金的重要原因。

表 2: 全球和主要国家珠宝、金条金币黄金需求 (单位: 吨)

国家	11Q2 需求	10Q2 需求	需求增长%
印度	248.3	180.4	38
中国大陆	155.9	125.1	25
香港	7.1	5.1	38
日本	-3.7	-11.8	没有
沙特	23.9	27.2	-12
埃及	8.7	9.6	-9
阿联酋	19	18.9	0
土耳其	31	23.4	33
俄罗斯	16.9	16.8	1
美国	44.5	57	-22
独联体之外的欧洲	54	104.8	-48
全球合计*	750.2	699.3	7

资料来源: 中国银河证券研究部整理, 世界黄金协会

*全球合计不是上述国家累加, 而是全球统计数据。

但是, 我们必须看到, 在中国和印度之外, 无论是中东、美国还是欧洲, 黄金需求都出现了显著的下滑, 目前支撑黄金市场的仅有中国和印度。

我们认为, 这种结构短期不会发生变化, 欧洲、美洲和中东对黄金的需求都难有显著回升。这样一方面造成判断实物黄金市场相对简单, 只需要盯住印度和中国, 而印度中国目前调整时逢低买入特征仍比较明显, 实物购买将给短期市场带来支撑; 另一方面, 一旦印度、中国两者中的任何一个国家黄金需求出现意外下滑, 都将给市场造成巨大利空。

(二) 第二季度黄金供需平衡表规模缩减

回顾 2011 年第二季度, 全球黄金供求平衡表的规模出现了缩减。

表 3: 全球黄金供需平衡表 (单位: 吨)

	2009	2010	Q3'09	Q4'09	Q1'10	Q2'10	Q3'10	Q4'10	Q1'11	Q2'11	Q2'11 vs Q2'10 % chg	4-quarter % chg ⁵
Supply												
Mine production	2,588.8	2,698.0	683.5	677.2	622.2	659.4	712.7	703.7	646.7	708.8	7	5
Net producer hedging	-236.4	-108.4	-96.7	-108.9	-18.7	18.8	-54.4	-54.1	8.1	-10.0	-	-
Total mine supply	2,352.4	2,589.7	586.9	568.2	603.5	678.1	658.3	649.7	652.8	698.8	3	9
Official sector sales ³	33.6	-73.6	-9.7	-10.2	-58.8	-14.1	-23.0	22.2	-122.9	-69.4	-	-
Recycled gold	1,694.7	1,645.5	302.9	408.4	369.3	444.3	376.9	465.0	360.9	429.3	-3	6
Total supply	4,080.6	4,161.6	880.1	966.3	914.0	1,108.3	1,012.3	1,126.9	880.9	1,058.7	-4	5
Demand												
Fabrication												
Jewellery	1,813.6	2,016.7	514.8	473.5	545.8	417.9	540.9	512.0	575.0	469.5	12	7
Technology	409.8	466.4	107.2	112.5	114.1	116.1	120.1	116.2	113.6	117.9	2	4
Sub-total above fabrication	2,223.3	2,483.1	622.0	586.0	659.9	534.0	661.0	628.2	688.6	587.4	10	7
Total bar and coin demand ⁴	776.1	1,148.4	210.0	208.8	243.0	282.6	303.0	319.7	365.8	307.7	9	37
ETFs and similar	617.1	367.7	42.2	41.7	4.7	291.6	49.1	22.3	-62.1	51.7	-82	-84
Gold demand (fabrication basis)	3,616.6	3,999.2	874.3	836.6	907.7	1,108.2	1,013.2	970.2	992.3	946.8	-15	5
OTC investment and stock flows ⁵	464.1	162.3	5.8	129.8	6.3	0.1	-0.8	156.7	-111.5	112.0	500+	10
Total demand	4,080.6	4,161.6	880.1	966.3	914.0	1,108.3	1,012.3	1,126.9	880.9	1,058.7	-4	5
London PM fix (US\$/oz)	972.3	1,224.5	960.0	1,099.6	1,109.1	1,196.7	1,226.8	1,366.8	1,386.3	1,506.1	26	26

1 Provisional.
 2 Percentage change, 12 months ended June 2011 vs 12 months ended June 2010.
 3 Excluding any delta hedging of central bank options.
 4 Total bar and coin demand combines the investment categories previously identified as relating to 'retail' demand.
 5 This includes institutional investment (other than ETFs and similar), stock movements and other elements as well as any residual error.
 Source: GFMS, LBMA, World Gold Council. Data in this table are consistent with those published by GFMS in their Gold Survey but adapted to the World Gold Council's presentation and take account of the additional demand data now available. The "OTC investment and stock flows" figure differs from the "implied net (dis)investment" figure in GFMS' supply and demand table as it excludes "ETFs and similar". "Total bar and coin demand" is equal to GFMS' "Physical bar investment" plus the "Official coin" and "Medals/imitation coin" categories. Note that jewellery data refer to fabrication and quarterly data differ from those for consumption in Tables 1 and 2.

资料来源: 世界黄金协会

具体地说:

供应方面, 矿山供应继续维持了同比增长, 套保解除现象仍然零星存在, 官方售金大幅转负, 循环用金供应小幅下降。

需求方面, 实金需求上升, 体现实物用金者接受高金价, 金条金币需求上升, ETF 需求出现较大变化 (这点我们放在后面详细解读)。

供需平衡表规模的小幅缩减反映出市场处于现货供求平衡状态下的惯性上升, 后市主要取决于市场情绪的变化, 任何微小的变化都可能导致市场出现失衡而引起短期价格的大幅波动。

(三) 继续强调影响黄金基本面的助涨助跌性

我们曾经强调黄金基本面具有助涨助跌性。在上半年的黄金供给中, 我们看到这一现象得到了良好的印证:

表 4: 循环用金和金条金币需求占比 (单位: 吨)

	11Q1	11Q2	合计
循环用金	350.9	429.3	780.2
总体供给	880.9	1058.7	1939.6
所占比例	39.83%	40.55%	40.22%
金条金币	365.8	307.7	673.5
总体需求	880.9	1058.7	1939.6
所占比例	41.53%	29.06%	34.72%

资料来源: 中国银河证券研究部, 世界黄金协会

在 2010 年随着黄金价格上涨, 金条和金币需求出现了大幅飙升。而 2011 年第一和第二季度, 循环用金供给下降, 金条金币需求上升进一步体现。即使是在 2011 年的上半年内, 我们也看到由于第二季度黄金价格调整, 循环用金供给数量和占比同时上升, 金条金币需求数量和

占比同时下降的现象。

在市场看涨时，投资者行为导致增加金条金币购买量，降低循环用金出售量，当市场看跌时投资者进行反向操作。因此，投资者预期自我实现了，这种预计是平衡市中维持市场惯性的力量，而一旦事件性因素或其他原因导致市场预期发生变化，供求状况可能突然扭转，导致黄金行情的突然结束。

无论在短期还是长期行情中，上述解释都适用。但由于实物供求反应速度的滞后性，我们认为该因素对长期行情的影响力更大。

（四）有关“中国应大幅增加官方黄金储备”的观点存在逻辑漏洞

市场分析人士经常用中国官方储备只有 1054 吨黄金和中国庞大的外汇储备做比较，并以此得出中国应增加黄金储备的论断。

我们认为，上述论断存在显著的逻辑漏洞。众所周知，中国一直实行严格的外汇管制，基本上官方外汇储备有很大程度上就代表了全国的外汇储备。然而，中国黄金制度改革已达 10 年，这在其中，民间持有黄金从金银首饰扩展到投资黄金，数量没有统计，但我们认为可能十分庞大。例如，居民如果从国外购买黄金制品带回国内，在统计上没有算为中国需求，而是购买国需求，而国人在国外购物早已十分普遍，十年间，中国外汇储备增长迅速，居民手中的黄金数量同样可能也已十分庞大。当然，这只是我们的一个猜测，但我们认为这背后的逻辑已经足以对有关“中国应大幅增加官方黄金储备”的观点进行挑战。

三、未来影响未来黄金价格的交易性因素

基于上述基本面因素，我们认为基本面已经不是影响黄金未来的主导因素，由于矿产金的稳定增长和刚性，供求基本面中最终要的变量部分已经转向四点：如前所述的循环用金供给和金币金条需求，以及我们下面即将分析的 ETF 和其他市场交易者行为。

（一）黄金 ETFs 增仓结构说明未来增仓期望已不可过高

第一季度，ETFs 持仓整体出现了减仓。单季净卖出是很特殊的，我们认为这代表投机性投资者对市场观点发生了改变。但是第二季度，在市场调整过程中，ETFs 重新转为净买入 51.7 吨。尽管第三季度还没有结束，但根据我们的逐月统计，在第三季度截至目前，整个黄金 ETF 维持了正的净买入。

表 5: 近半年来全球主要黄金 ETF 持仓变化 (单位: 盎司, 美元/盎司)

黄金 ETF 持仓	2011-9-22	2011-9-21	2011-9-1	2011-8-1	2011-7-1	2011-6-1	2011-4-29
SPDR Gold Trust GLD	40,259,832.50	40,259,832.50	39,620,114.30	40,625,345.20	38,767,955.70	38,994,859.00	39,534,241.20
ETF Securities gold funds (excluding U.S.)	8,716,354.20	8,736,991.60	8,858,921.90	8,715,066.40	8,488,048.20	8,348,852.40	8,477,155.60
ZKB Physical Gold ZGLD.S	6,482,687.60	6,495,730.40	6,553,866.50	6,553,664.60	6,322,166.50	6,286,363.30	6,283,472.10
COMEX Gold Trust IAU	5,404,249.40	5,411,567.20	5,368,250.30	5,035,426.80	4,638,615.60	4,434,005.90	4,322,535.90
Julius Baer Physical Gold Fund	3,180,792.00	3,180,792.00	3,325,292.10	3,201,630.80	3,067,503.20	3,006,003.20	2,956,431.40
NewGold ETF GLDJ.J	1,455,640.00	1,455,640.00	1,467,620.00	1,546,010.00	1,546,610.00	1,535,330.00	1,590,450.00
Sprott Physical Gold Trust PHYU.TO	1,222,377.00	1,222,377.00	1,222,377.00	1,195,973.00	1,037,605.00	1,037,605.00	1,037,458.00
ETFS Physical Swiss Gold Shares SGOL.P	1,017,047.60	1,017,047.60	1,011,748.30	957,900.10	918,658.70	899,199.70	899,199.70
合计	67,738,980.30	67,779,978.30	67,428,190.30	67,831,016.90	64,787,162.90	64,542,218.40	65,100,943.90
现货金收盘价	1,735.33	1,781.29	1,823.30	1,618.10	1,484.50	1,540.20	1,563.60

资料来源: 中国银河证券研究部, 路透

ETFs 的增仓结构看, 最大的 ETF 基金 SPDR 增仓已不明显, 最大的增仓出现在了 COMEX 的 ETF, 我们认为 COMEX 的 ETFs 的持有者投机性大于 SPDR, 也就是说 ETFs 的助涨助跌性也变得显著, 这与之前 SPDR 主导 ETFs 增减仓的情况存在较大区别。

从今年的情况看, 更多体现长期投资者行为的 SPDR 增长已经十分有限, 投机性增仓未来不可做太大期待。

(二) 铂金 ETFs 增仓有助于判断短期打压黄金的力量变化

近期铂金 ETFs 存在显著增仓行为。

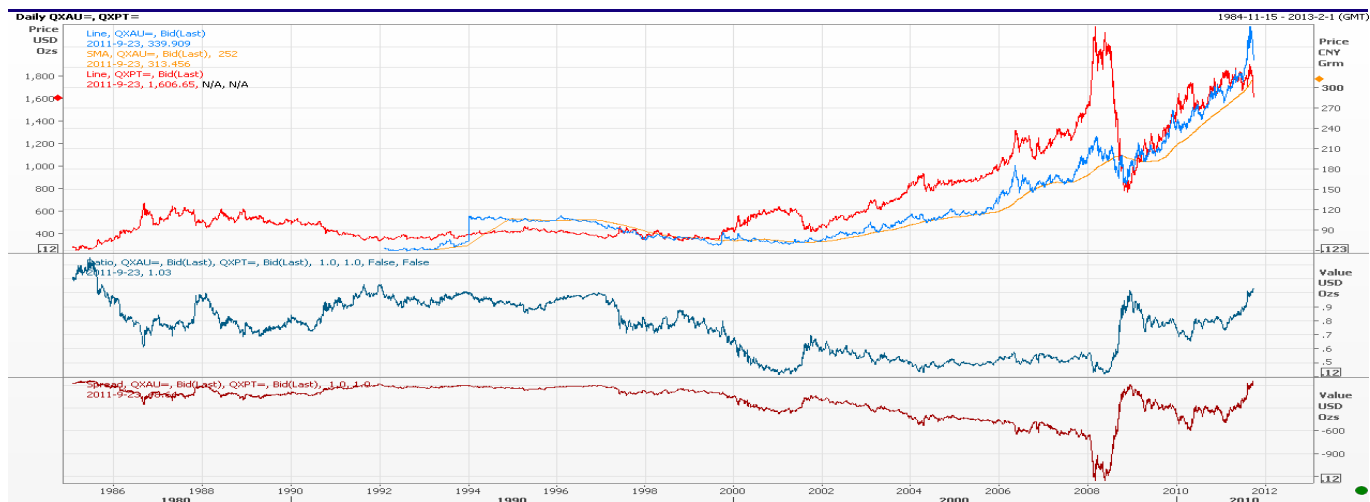
表 6: 全球主要铂金 ETF 持仓变化 (单位: 盎司)

铂金 ETF 持仓	2011-9-22	2011-9-21	2011-9-1	2011-8-1	2011-7-1	2011-6-1	2011-4-29
ETF Securities platinum funds (ex-U.S.)	481,162.80	481,162.80	483,337.70	474,800.90	454,391.50	454,846.20	487,168.20
ETFS Physical Platinum Shares PPLT.P	470,182.40	494,957.80	480,110.80	436,062.80	431,311.40	431,557.00	441,583.80
ZKB Physical Platinum ZPLA.S	356,609.70	356,609.70	359,127.10	363,689.20	363,843.60	364,004.30	367,299.80
合计	1,307,954.80	1,332,730.20	1,322,575.60	1,274,552.90	1,249,546.50	1,250,407.50	1,296,051.80

资料来源: 中国银河证券研究部, 路透

长期历史中, 铂金价格低于黄金并不十分常见。

图 3: 长期铂金、黄金价格和比例、基差分析



资料来源: 中国银河证券研究部, 路透

目前的铂金 ETFs 增仓中, 我们认为存在较强的买铂金卖黄金因素, 由于铂金 OTC 市场并不活跃, 因此市场交易者可能采取交易 ETFs 代替直接购买铂金, 这将对短期黄金价格带来一定压力。

我们同时关注白银和钯金 ETFs 的持仓变化。

表 7: 全球主要白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)

白银 ETF 持仓	2011-9-22	2011-9-21	2011-9-1	2011-8-1	2011-7-1	2011-6-1	2011-4-29
iShares Silver Trust SLV	317,279,386.00	318,253,096.00	313,366,988.80	315,878,920.10	306,610,335.40	319,621,250.90	354,344,233.00
ZKB Physical Silver ZSIL.S	72,745,222.00	72,745,222.00	72,842,584.40	71,926,288.10	68,787,070.60	67,673,305.70	71,147,019.00
ETF Securities silver funds(ex-U.S.)	28,643,487.90	28,643,487.90	28,432,470.40	29,077,081.10	28,148,674.20	26,952,837.50	30,540,080.90
Sprott Physical Silver Trust PHSu.TO	22,298,540.00	22,298,540.00	22,298,540.00	22,298,540.00	22,298,540.00	22,298,540.00	22,298,540.00
ETFS Physical Silver Shares SIVR.P	19,575,466.10	19,575,466.10	19,574,850.80	18,491,803.00	17,800,037.20	17,804,969.90	20,196,337.00
Julius Baer Physical Silver Fund	15,345,859.50	15,345,859.50	15,235,859.50	14,861,965.30	12,626,965.30	11,803,755.80	12,732,000.00
合计	475,887,961.40	476,861,671.40	471,751,293.90	472,534,597.60	456,271,622.60	466,154,659.80	511,258,209.90

资料来源: 中国银河证券研究部, 路透

表 8: 全球主要钯金 ETF 持仓 (单位: 盎司)

钯金 ETF 持仓	2011-9-22	2011-9-21	2011-9-1	2011-8-1	2011-7-1	2011-6-1	2011-4-29
ETF Securities palladium funds (ex-U.S.)	517,701.10	517,701.10	523,826.70	550,416.40	568,526.60	583,278.60	635,837.60
ETFS Physical Palladium Shares PALL.P	871,012.90	891,074.60	920,707.80	1,015,377.20	986,629.30	1,011,928.20	1,047,070.30
ZKB Physical Palladium ZPAL.S	416,320.80	416,320.80	416,497.70	416,661.60	416,841.70	432,769.10	442,395.10
合计	1,805,034.80	1,825,096.40	1,861,032.20	1,982,455.20	1,971,997.60	2,027,976.00	2,125,303.00

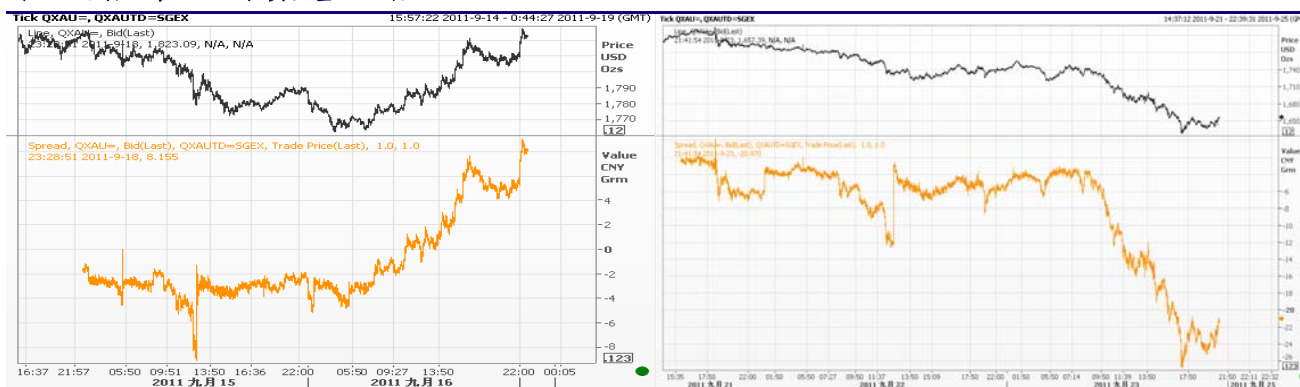
资料来源: 中国银河证券研究部, 路透

(三) 特别关注中国买盘强度

上海黄金交易所市场是我们关注中国买盘的重要窗口。

一方面, 我们前面强调, 中国需求是未来影响市场基本面的最重要因素, 而上海黄金交易所是中国最大的黄金交易市场; 另一方面, 通过上海黄金交易所的套利行为, 可以将中国需求的强弱向国际市场直接传导, 从而影响国际市场价格。

图 4: 近期上海—伦敦黄金基差波动巨大



资料来源: 中国银河证券研究部, 路透

近期上海和伦敦的黄金基差波动巨大。在本次市场暴跌前, 上海市场维持了较低升水, 甚至 9 月 16 日还出现了大幅贴水的罕见现象, 送钱行情说明国内买盘极度疲弱, 购买意愿不强。然后, 随着伦敦市场的大幅下跌, 上海市场慢半拍的特征又得以显现, 慢使得上海升水在市场下跌过程中持续扩大, 相对抗跌。

未来要继续关注升贴水的变化, 一旦出现异常波动, 可能是市场变盘先兆。

四、黄金和黄金股的未来——寻找不确定中的确定

(一) 未来一段时间黄金价格波动仍可能较大

我们认为, 受市场对欧洲主权债务危机预期和其他风险事件不断出现的影响, 未来黄金波

动仍可能较大。

尽管图 1 显示近期市场波动率总体下行，但周五的暴跌使得波动率短期反弹成为定局。在国内市场尽管我们缺乏表达波动率观点的工具，但我们仍然分析这一因素，因为这对我们后面股票的策略有重要作用。

我们倾向于 1630 美元/盎司附近可能构筑一个阶段性底部区间，尽管后期重心不排除进一步下移，但我们认为短期进一步下跌空间不是很大。

从交易角度看，美国信用评级下调后，我们认为推高短期黄金价格的主要是投机资金，而市场预期的是长期出于资产多元化配置的大型投资者进场，这些投资者不会在市场短期波动剧烈时进场，而要等待时机。因此我们认为现在是前期投机者撤出市场的过程，造成波动在所难免。

综上所述，我们认为，第一个确定的是，市场的宽幅波动将持续一段时间。

（二）未来市场风险情绪仍将大幅变化

目前欧洲主权债务危机仍有不确定性，一方面，除希腊、意大利、西班牙等国外，德国、法国以及有关银行体系也可能令市场面临更大的风险事件，从而提升市场避险情绪；另一方面，市场对希腊问题已经做了最坏的打算，一旦未来市场预期有所缓和，将有利于市场风险偏好的提升。

（三）关注黄金交易者的其他逻辑

还有一些逻辑，我们在此补充：

第一，OT2 推出对黄金长短期影响的逻辑。OT2 显然没有扩大美联储的资产负债表，对黄金长期看不是个好消息。短期由于美元利率和汇率可能提升，对黄金的作用也是偏空；

第二，OT2 推出后，全球金融市场大幅震荡，市场极度恐慌，令市场对未来 QE3 的预期升温。如果未来 QE3 传闻显现，将有利于黄金短期表现。

第三，科索沃、叙利亚等国际局势值得关注。我们认为，未来一段时间发生局部战争仍是大概率事件。一旦出现局部战争，对黄金价格将是短期利好。

（四）黄金上市公司盈利预期未来将显著上调

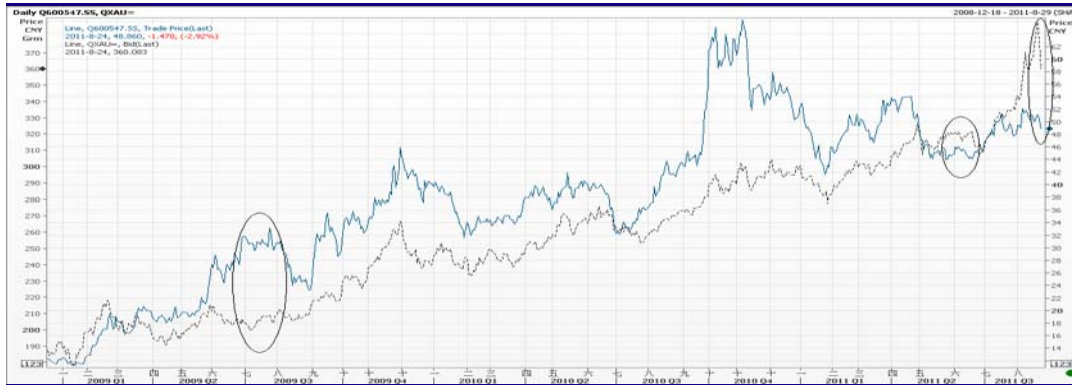
我们认为，尽管近期黄金价格出现了较大调整，但总体上今年以来年度均价超出了国内主要机构年初的预期，后期对主要黄金类上市公司进行盈利预测上调将是大概率事件，这将有利于相关上市公司股价的反弹。但是，对资源类上市公司，股价主要反映对未来的预期，在目前较高市盈率和黄金价格调整的格局下，上调公司盈利预测的影响应该是极为短期的。

（五）重点把握黄金类上市公司的脉冲式行情

今年以来，黄金价格出现了大幅上涨，而黄金上市公司股价反应明显和黄金价格背离。我

们认为上涨幅度主要不取决于黄金价格上涨的高度，而取决于黄金价格上涨的时间长短

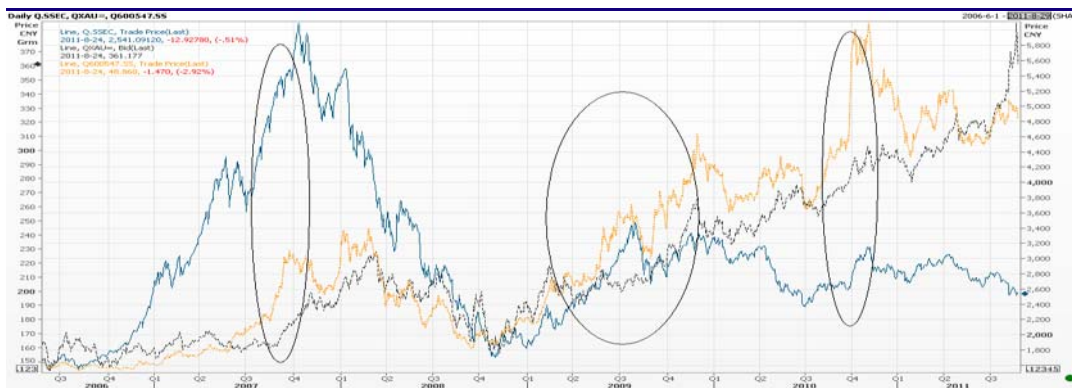
图 5: 黄金价格与山东黄金（600547, SH）股票价格



资料来源：中国银河证券研究部，路透

历史上黄金类上市公司股价和黄金价格背离的情况也多次出现。

图 6: 黄金价格、上证指数与山东黄金（600547, SH）股票价格



资料来源：中国银河证券研究部，路透

历史上黄金股票的几轮大的上涨，我们发现共同的特点是：股价、股指和黄金价格一起上涨。

我们认为，黄金股上涨的驱动因素主要有以下几点：

第一，脉冲式行情，金价打破重要位置会引起短期股价上涨(前图 2009Q4 金价创新高时)；

第二，金价上涨使黄金股取得相对收益，指数使黄金股取得绝对收益；

我们认为对于现阶段的黄金股而言，估值只是心理支撑，关键还是金价和指数的叠加作用。

(六) 投资建议

我们建议中期回避整个有色金属行业中的资源类上市公司，包括黄金类上市公司。但在短期，基于我们对黄金价格的预期和对黄金类上市公司驱动因素的逻辑，我们认为可以在黄金价格大幅波动时，在大幅下跌后且指数处于相对低位时，对黄金类上市公司阶段性予以重点关注。

插图目录

图 1: 黄金均价（上图中曲线）显著上升，近期波动率（下）抬升	1
图 2: 金融危机以来全球主要国家通胀水平处于上升趋势	2
图 3: 长期铂金、黄金价格和比例、基差分析	7
图 4: 近期上海——伦敦黄金基差波动巨大	8
图 5: 黄金价格与山东黄金（600547，SH）股票价格	10
图 6: 黄金价格、上证指数与山东黄金（600547，SH）股票价格	10

表格目录

表 1: 不同货币计价的黄金表现	2
表 2: 全球和主要国家珠宝、金条金币黄金需求（单位：吨）	3
表 3: 全球黄金供需平衡表（单位：吨）	4
表 4: 循环用金和金条金币需求占比（单位：吨）	4
表 5: 近半年来全球主要黄金 ETF 持仓变化（单位：盎司，美元/盎司）	6
表 6: 全球主要铂金 ETF 持仓变化（单位：盎司）	6
表 7: 全球主要白银 ETF 持仓（单位：盎司）	7
表 8: 全球主要钯金 ETF 持仓（单位：盎司）	8

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙勇，有色金属行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：驰宏锌锗（600497.SH）、云铝股份（000807.SZ）、罗平锌电（002114.SZ）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、贵研铂业（600459.SH）、厦门钨业（600549.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn