

开辟新时代

—— 央行重返黄金市场将推动牛市持续演绎

研究结论

- **2011 年黄金实际均价有望创历史新高。**今年来黄金延续过去 10 年牛市，持续上涨，名义价格迭创新高。我们预测全年均价有望达到 1575 美元/盎司，实际均为 1235 美元/盎司（1998 年为基准），有望刷新 1980 年实际历史最高均价。对比 08 年金融危机后，黄金和代表大宗商品的 CRB 指数走势：CRB 指数大幅下挫后缓步震荡上扬，目前仍较危机前高点低 25%，而黄金则小幅下挫后大幅震荡上扬，目前较危机前高点大幅高出 90%！我们认为 2008 年以来黄金相对于其他大宗商品最大基本面变化，是全球央行开始重返黄金市场，从原来的净售出向净买入转变。
- **2010 年关键的转折年——全球央行 20 多年来首次成为黄金净买入方。**2008 年以前全球央行一直处于黄金净售出方，年销售量 360-620 吨，占当年黄金供应的 10-16%。2008 年金融危机后，官方售金大幅下滑，当年销售量仅占当年黄金供应量的 6%。2009 年售金量只有 33.6 吨，占当年总供应量不到 1%。2010 年央行正式从黄金净售出向净购入转变，当年黄金净购入 73.6 吨，占黄金总需求量的 2%。今年上半年，黄金净买入数量继续大幅增加，达 192.3 吨，占上半年全球黄金总需求量的 10%。我们认为央行自黄金净售出方向净购入方转变，打破了原有供需平衡表，加剧了黄金市场供不应求的局面。
- **央行重返黄金市场，是长期趋势的开始。**一方面，近年传统抛售国（CBGA 协议方）黄金抛售已基本停止。另一方面，新兴经济体央行黄金增持有加速、蔓延趋势。新兴市场经济体，拥有世界排名前列的外汇储备，但黄金占外汇储备资产比例确是排名倒数。随着全球经济增长和欧美债务问题解决不确定性增强，各国央行日益意识到黄金才是真正硬通货，并纷纷开始增持（或不再减持）。新兴经济体央行一旦下定决心增持黄金，分散外汇储备投资风险，这一决定将是坚决的、中长期持续行为。近年俄罗斯，印度，墨西哥，韩国等纷纷在历史新高价位增持黄金储备，均是良好佐证。
- **央行重返黄金市场，将推动金价牛市持续演绎。**从过去几年新兴经济体央行买入情况我们分析，一旦央行在某个价位区域大规模买入，且被市场获知，后期该价位将是良好支撑位。最新一轮较大规模的增持是今年 6 月，韩国央行在 1500 美元/盎司上方增持 25 吨，9 月黄金市场调整明显看到 1600 美元/盎司难以跌破。我们看好黄金价格中长期表现，预测 2011-13 年国际黄金均价 1570/1850/2050 美元/盎司。
- **投资策略：看好未来黄金价格及当前 A 股黄金股板块投资机会。**今年来随着股价持续下跌，A 股黄金板块整体估值从年初 38 倍跌至当前 23 倍，估值已趋于合理。基于我们看好未来黄金价格，以及未来几年中金黄金、山东黄金储量/产量大幅增长预期，推荐中金黄金（买入），建议关注山东黄金（未评级），辰州矿业（未评级），紫金矿业（未评级）。
- **风险因素。**（1）欧美债务危机严重升级，导致风险资产价格暴跌，黄金短期有下跌风险。（2）我们对央行重返黄金市场的判断存在偏差。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨宝峰

执业证书编号：S0860207100115

联系人

徐建花

8621-63325888 x6090

xujianhua@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

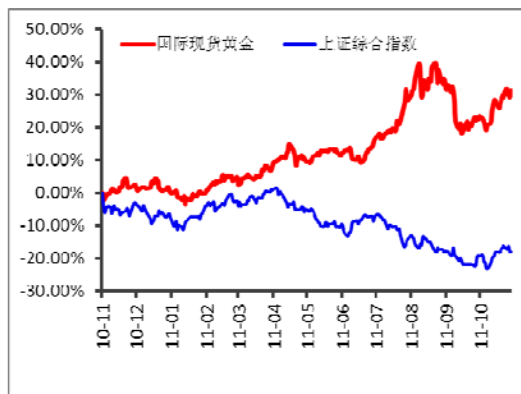
行业

金属

报告发布日期

2011 年 11 月 14 日

行业表现



资料来源：WIND，东方证券研究所整理

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

2011 年黄金实际均价有望创历史新高.....	5
2010 年是关键的分折年——全球央行 20 多年来首次成为黄金净买入方	7
全球央行 20 多年来首次成为黄金净买入方	7
央行自黄金净售出方向净购入方转变，打破了原有供需平衡表	7
供需平衡表的其他项目分析	8
央行重返黄金市场，长期趋势的开始	11
传统 CBGA 协议方黄金抛售基本停止	11
新兴经济体央行买入黄金，有蔓延，加速趋势	12
新兴经济体央行增持黄金储备，是中长期的持续行为	14
央行重返黄金市场，将推动金价牛市持续演绎	17
投资策略	17
风险因素	18

图表目录

图 1：过去 100 年金价走势（名义价格和实际价格）	5
图 2：过去 10 年黄金价格走势和大宗商品 CRB 指数走势对比	6
图 3：全球央行已自黄金净售出方向净买入方转变	6
图 4：20 多年来全球央行来首次成为黄金净买入方	7
图 5：全球黄金需求分布——过去 10 年来投资需求占比日渐主导	8
图 6：过去 10 年全球投资需求（包括金币、金条和 ETF）	9
图 7：过去 10 年全球珠宝需求量伴随金价上涨，震荡走弱	9
图 8：但从支出金额看，全球珠宝需求仍震荡上涨	9
图 9：过去 20 年全球矿产金产量情况 单位：吨	10
图 10：过去 20 年全球废金回收情况 单位：吨	11
图 11：2000 年以来 CBGA 协议国抛售黄金情况 单位：吨	12
图 12 全球外汇储备排名前十国家	15
图 13 全球前十大外汇储备国中黄金占储备比例	15
图 14：过去 30 年黄金占全球外汇储备比例一再下降，近 5 年已基本企稳	16
表 4：黄金占外汇储备比重排名前十国家 单位：吨	16
表 5：全球前十大黄金储备国家 单位：吨	16
图 15 全球外汇储备排名前十国家	17
图 16 A 股黄金板块 PE(TTM)估值逐步走低，当前 23 倍	18

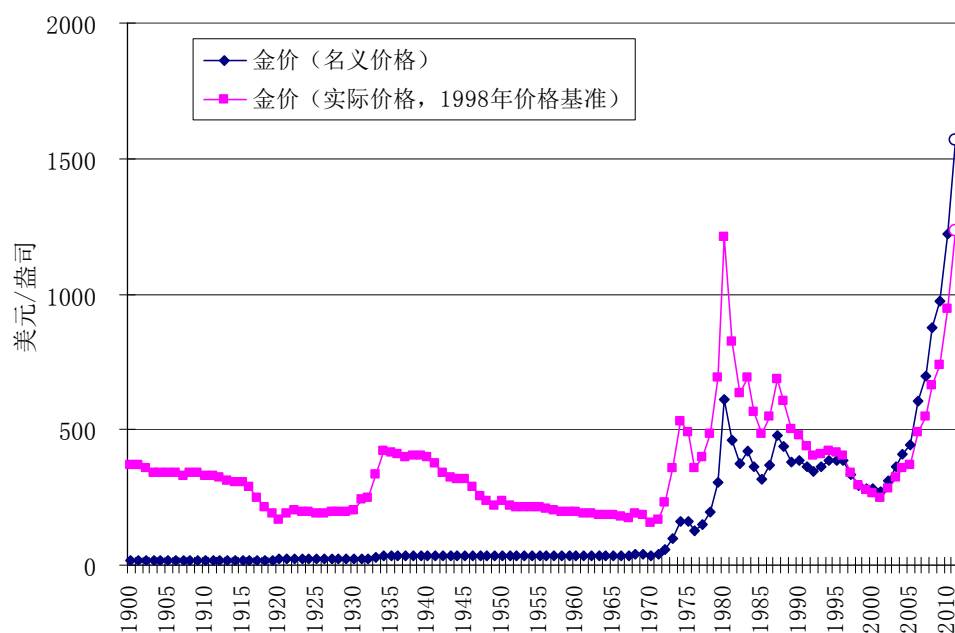
●

- **2011 年黄金实际均价有望创历史新高。**今年来黄金价格延续过去 10 年的牛市，持续上涨，名义价格迭创新高。我们预测全年均价有望达到 1570 美元/盎司，折合成 1998 年基准价格为 1235 美元/盎司，有望刷新 1980 年历史最高实际均价。对比过去 10 年金价和大宗商品 CRB 指数，2008 年中期以前，受益于全球商品大牛市，两者走势基本一致，但 2008 年金融危机后，两者走势开始分道扬镳：CRB 指数大幅下挫后缓步震荡上扬，目前仍低于危机前高点 25%，而黄金则小幅下挫后大幅震荡上扬，目前较危机前高点大幅高出 90%！我们认为 2008 年以来黄金相对于其他大宗商品最大基本面变化，我们认为的是全球央行开始重返黄金市场，从原来的净售出方逐渐转为净买入方。
- **2010 年关键的转折年——全球央行 20 多年来首次成为黄金净买入方。**2008 年以前全球央行一直处于黄金净售出方，年销售量 360-620 吨，占当年黄金供应的 10-16%。2008 年金融危机后，官方售金大幅下滑，2008 年销售量仅占当年黄金供应量的 6%。2009 年销售量只有 33.6 吨，占当年黄金总供应的 1%。2010 年央行正式从黄金净售出方向净购入转变，当年黄金净购入 73.6 吨，占黄金总需求量的 2%。2011 年上半年，净买入黄金数量继续大幅增加，达 192.3 吨，占上半年全球黄金总需求量的 10%。央行自黄金净售出方向净购入方转变，打破了原有供需平衡表，加剧了黄金市场供不应求的局面。。
- **央行重返黄金市场，是长期趋势的开始。**一方面，近年传统 CBGA 协议方黄金抛售已基本停止。另一方面，新兴经济体央行增持黄金有加速、蔓延趋势。新兴市场经济体，拥有世界排名前列的外汇储备，但黄金占外汇储备资产比例确是排名倒数。随着全球经济增长和欧美债务问题解决不确定性增强，他们日益意识到黄金才是真正的硬通货，并纷纷开始增持。我们认为新兴经济体央行一旦下定决心增持黄金，分散外汇储备投资风险，这一决定将是坚决的、中长期的持续行为。近年俄罗斯，印度，墨西哥，韩国等纷纷在历史新高价位增持黄金储备，均是很好的佐证。
- **央行重返黄金市场，将推动金价牛市持续演绎。**从过去几年新兴经济体央行买入情况我们分析，一旦央行在某个价位区域大规模买入，且被市场获知，后期该价位将是良好支撑位。最新一轮较大规模的增持是今年 6 月，韩国央行（全球第七大外汇储备国，但黄金占外汇资产比重不到 1%）在 1500 美元/盎司上方增持 25 吨，9 月份受金融市场大幅动荡，国际黄金市场从 1900 美元/盎司向下大幅调整，但至今收盘从未跌穿 1600 美元/盎司。我们看好黄金价格中长期表现，预测 2011-13 年国际黄金均价 1570/1850/2050 美元/盎司。
- **投资策略：看好未来黄金价格及当前 A 股黄金股板块投资机会。**今年来随着股价持续下跌，A 股黄金板块整体估值从年初 38 倍跌至当前 23 倍，估值已趋于合理。基于我们看好未来黄金价格，以及未来几年中金黄金、山东黄金储量/产量大幅增长预期，推荐中金黄金（买入），建议关注山东黄金（未评级），辰州矿业（未评级），紫金矿业（未评级）。
- **风险因素。**（1）欧美债务危机严重升级，导致风险资产价格暴跌，黄金短期有下跌风险。（2）我们对央行重返黄金市场的判断存在偏差。

2011 年黄金实际均价有望创历史新高

今年来黄金价格延续过去 10 年的牛市，持续上涨，名义价格迭创新高。2011 年前 10 月国际黄金均价 1550 美元/盎司，较上年均价 1225 美元/盎司上涨 26%。若 11、12 月均价维持 1700 美元/盎司，全年均价有望达到 1570 美元/盎司，折合成 1998 年基准价格为 1235 美元/盎司，有望刷新 1980 年度历史最高实际均价 1213 美元/盎司（1998 年价格为基准）。

图 1：过去 100 年金价走势（名义价格和实际价格）

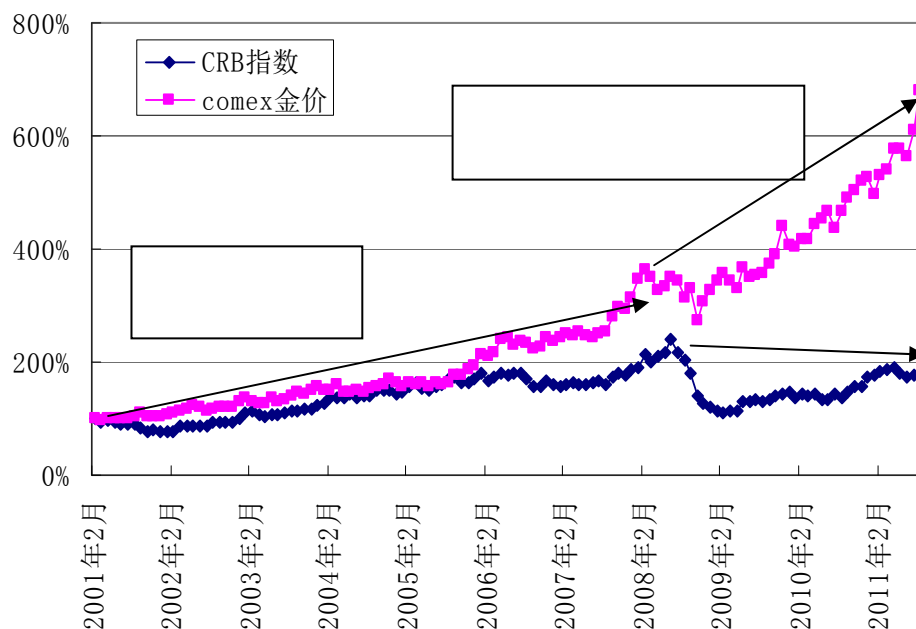


资料来源：USGS，东方证券研究所

从过去 10 年金价和大宗商品 CRB 指数对比看，2008 年中期以前，受益于全球商品大牛市，两者走势基本一致，但 2008 年金融危机后，两者走势开始分道扬镳：CRB 指数大幅下挫后缓步震荡上扬，目前仍低于危机前高点 25%，而黄金则小幅下挫后大幅震荡上扬，目前较危机前高点大幅高出 90%！

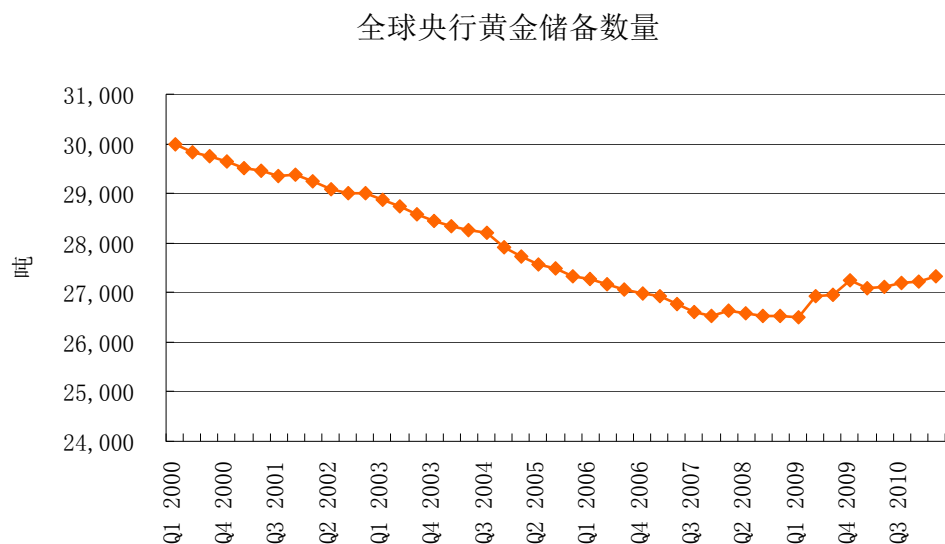
观测 2008 年以来黄金相对于其他大宗商品最大基本面变化，我们认为全球央行开始重返黄金市场，从原来的净售方逐渐转为净买方。2008 年前以欧洲央行为主的全球央行每年净抛售黄金 350-600 吨，占当年全球黄金总供应量的 10-16%，8 年间抛售了 3000 多吨黄金，全球央行黄金储备量自 3 万多吨降至不足 2.7 万吨。2009 年，央行在市场上抛售黄金的行为大幅减少，若算上当年 4 月中国央行宣布黄金储备自 2003-2009 年间增加了 454 吨，2009 年统计的央行黄金储备量即开始扭转下跌局面，转为上升。若不考虑中国央行的黄金增持行为，则全球央行黄金自净卖出向净买入转变发生在 2010 年，当年净买入 73.6 吨，占当年总需求的 2%。2011 年全球央行黄金增持势头进一步蔓延，上半年就达到 192.3 吨，占上半年总需求比例 10%！

图 2：过去 10 年黄金价格走势和大宗商品 CRB 指数走势对比



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所。

图 3：全球央行已自黄金净售出方向净买入方转变



资料来源：WGC，东方证券研究所。2009 年大幅增长主要是 4 月中国宣布增加储备 454 吨，在 2003-2009 年间增持。

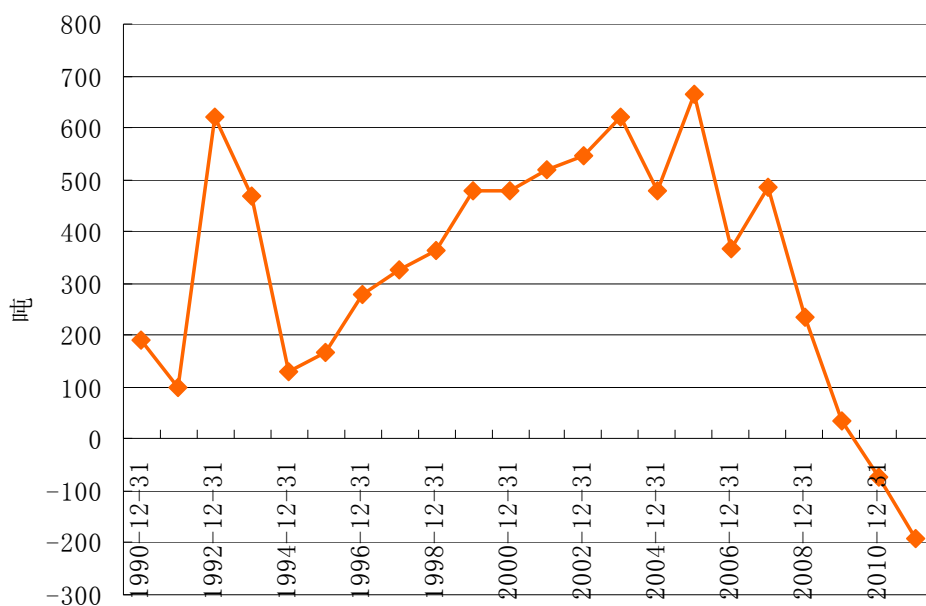
2010 年是关键的分折年——全球央行 20 多年来首次成为黄金净买入方

全球央行 20 多年来首次成为黄金净买入方

2010 年是黄金市场的关键分折年。这一年，全球央行 20 多年来首次成为黄金净买入方。

2010 年以前的 20 年里，政府总体上是在削减黄金储备。从全球黄金协会（WGC）统计的主要央行买入/售出黄金情况看，全球央行尤其是欧元区 CBGA 协议的央行，一直作为黄金市场的供应方，向市场出售黄金，2001-2008 年间总计售出黄金 3000 多吨，约占总储备量的 10%。但 2008 年金融危机以来，CBGA 协议国黄金售出量明显减少，而新兴市场经济体央行，包括俄罗斯、印度、中国、泰国、墨西哥、韩国等，纷纷加入黄金购买方的行列，导致 2010 年全球央行成为 20 多年来首次黄金净买入方。

图 4：20 多年来全球央行来首次成为黄金净买入方



资料来源：WGC，东方证券研究所

央行自黄金净售出方向净购入方转变，打破了原有供需平衡表

2001-2007 年间，官方一直处于黄金净售方，年售出量 360-620 吨，占当年黄金供应的 10-16%，占当年全球矿产金产量的 15-24%。2008 年金融危机后，官方售金大幅下滑，2008 年售出量仅占当年黄金供应的 6%，占矿产金产量的 10%。2009 年官方售金量继续大幅下滑，售出量只有 33.6 吨，当年黄金供应和矿产金的 1%。

2010 年央行正式从黄金净售出方向净购入方转变，当年黄金净购入 73.6 吨，占黄金总需求量的 2%。2011 年上半年，净买入黄金数量继续大幅增加，达 192.3 吨，占上半年全球黄金总需求量的 10%。

表 1：2001 年来全球黄金供需平衡表 单位：吨

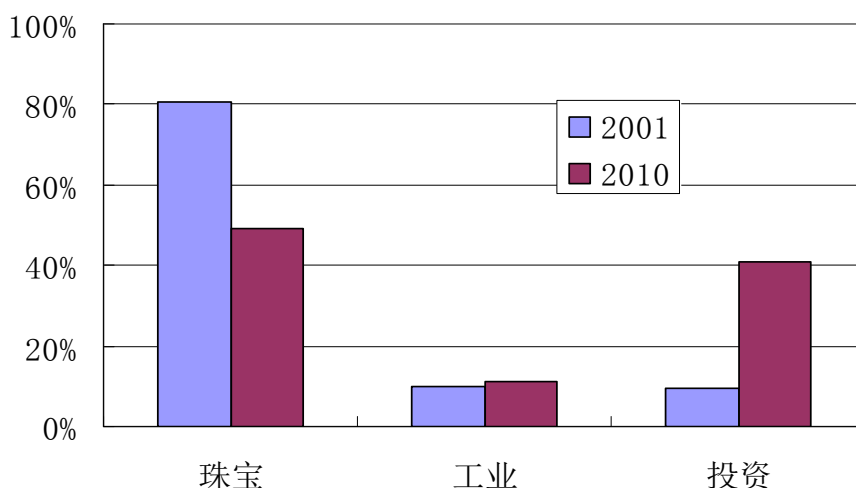
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011上半年
供应											
矿产金	2645.7	2619	2623.8	2496	2550	2482.1	2475.8	2,410.0	2,588.8	2,698.0	1355.5
生产商净套保	-151	-378.9	-288.9	-437.7	-92.4	-434	-440.4	-352.0	-236.4	-108.4	-3.9
矿产金合计	2494.7	2240.1	2334.9	2058.3	2457.6	2048.1	2035.4	2,058.0	2,352.4	2,589.7	1351.6
官方售金	520.4	546.6	619.6	478.6	663.4	365.4	483.8	232.0	33.6	-73.6	-192.3
废金回收	749	873.5	991	881.4	902.4	1132.8	981.8	1,316.0	1,694.7	1,645.5	780.2
总供应	3764.1	3660.2	3945.5	3418.3	4023.4	3546.3	3501	3,606.0	4,080.6	4,161.6	1939.6
央行售金占总供应比例	14%	15%	16%	14%	16%	10%	14%	6%	1%	-2%	-10%
央行售金占矿产金比例	20%	21%	24%	19%	26%	15%	20%	10%	1%	-3%	-14%
需求											
铸造用途	3372.1	3019.6	2870.4	3035.4	3156.9	2767.8	2899.5	2765	2224	2483	1276
珠宝	3009.1	2661.6	2484.4	2616.4	2718.9	2299.8	2423.5	2,304.0	1,814.0	2,017.0	1044.5
工业用途	363	358	386	419	438	468	476	461.0	410.0	466.0	231.5
投资用途	357	354	343	488	604	677	687	1200	1395	1487	663.1
金币金条	357	351	304	355	396	417	434	879.0	778.0	1,149.0	673.5
ETF	0	3	39	133	208	260	253	321.0	617.0	338.0	-10.4
其他	35	286.6	732.1	-105.1	262.5	101.5	-85.5	-89	462.6	190.6	0.5
总需求	3764.1	3660.2	3945.5	3418.3	4023.4	3546.3	3501	3876	4081.6	4160.6	1939.6

资料来源：WGC，东方证券研究所

供需平衡表的其他项目分析

需求分析——过去 10 年需求结构发生重大变化，投资需求日渐领风骚

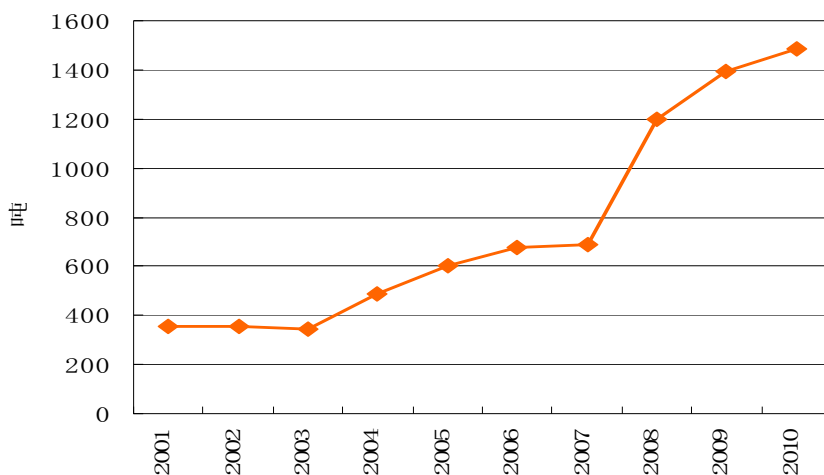
从全球黄金需求结构看，过去 10 年来发生重大变化，投资需求日渐领风骚。2001 年，黄金需求 80%集中在珠宝需求，工业需求占 10%，投资需求也仅占 10%。2010 年，全球珠宝黄金需求比例退至不到 50%，工业需求依然稳定在 12%，而投资需求大幅增加至 41%。

图 5：全球黄金需求分布——过去 10 年来投资需求占比日渐主导


资料来源：WGC，东方证券研究所

投资需求伴随金价上涨大幅增长。过去 10 年自不到 400 吨增至当前 1400 吨以上，年均复合增长率高达 17%，特别是 2008 年的过去三年，复合增长率高达 29.3%，我们认为投资需求的大幅增长，除了投资者自身需要规避当前全球金融市场的巨大不确定性，在一定程度上也受全球央行重返黄金市场的激励。

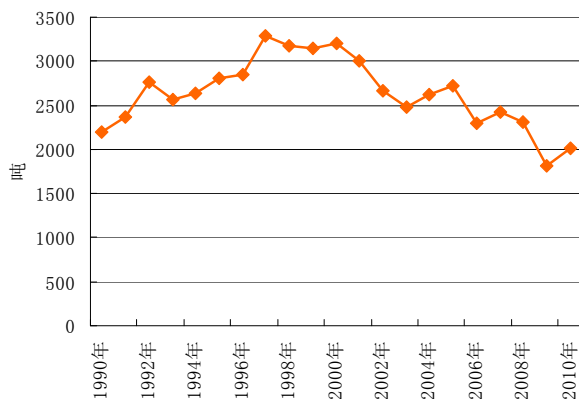
图 6：过去 10 年全球投资需求（包括金币、金条和 ETF）



资料来源：WGC，东方证券研究所

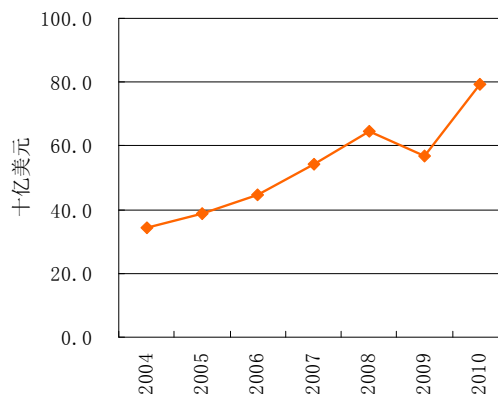
珠宝需求：过去 10 年，伴随黄金投资需求的大幅增长，以及金价持续震荡走高，全球黄金珠宝需求量有所削弱，复合增长率为-4.35%，自 3000 多吨降至当前 2000 吨左右，当前珠宝黄金需求相当于 2000 年高峰期的三分之二，可见金价大幅上涨对珠宝需求有所抑制。但从支出金额看，珠宝需求仍增长强劲，2010 年创历史新高，达 800 亿美元，过去 6 年复合增长率为 15%。需要指出得是，珠宝需求的弹性较大，一旦金价有所回调，对黄金的珠宝需求量会明显上升，特别是印度。

图 7：过去 10 年全球珠宝需求量伴随金价上涨，震荡走弱



资料来源：WGC，东方证券研究所

图 8：但从支出金额看，全球珠宝需求仍震荡上涨



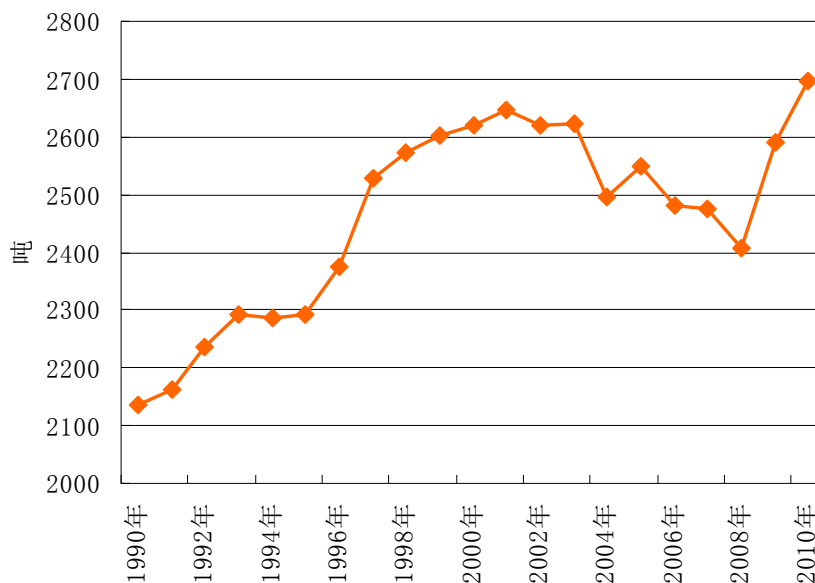
资料来源：WGC，东方证券研究所

供应方面分析——央行售金将从供应方转向需求方，其他较稳定

供应方面，除了前述央行售金角色重大转变外，最主要的供应当属矿产金和废金回收。

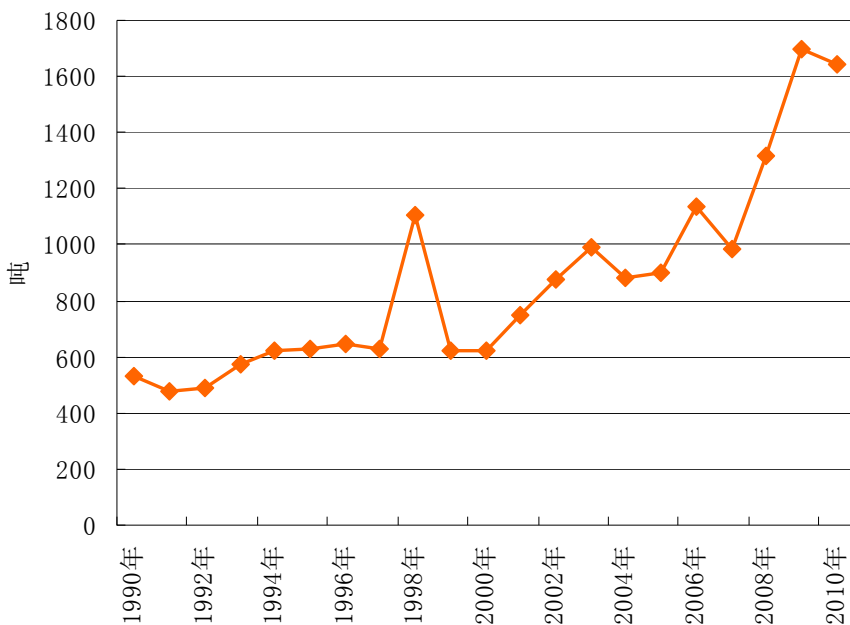
矿产金：2001-2010 的过去 10 年复合增长率 0.2%，其中 2001-2008 年全球矿产金产量处于衰退阶段，复合增长率为-1.2%。过去两年全球矿产金产量出现恢复性增长，每年产量增加 100 多吨，2010 年产量也首次超越 2001 年高点。但矿产金的增量相对于央行买入量及投资需求增量，依然不足为道。

图 9：过去 20 年全球矿产金产量情况 单位：吨



资料来源：WGC，东方证券研究所

废金回收：废金供应和黄金价格正相关。1998 年废金数量同比大增 75%，增加 477 吨，这和当时亚洲爆发金融危机，民众抛售黄金救急甚至救助国家有关，其中韩国当年号召民众捐出民间藏金约 250 吨。2000-2008 年，黄金价格一路攀升，年均上涨 15%，废金回收量年均增长 8.7%。2009、2010 年在央行买入及投资需求的推动下，金价大涨，废金回收量也大增，从金融危机前年均 800 吨上升到 2009 年的 1600 吨以上。但 2010 年和今年上半年，废金回收率陷入停滞，并无明显增长，显示消费者已经日渐习惯黄金高价，不再随着黄金价格上涨而大幅抛售。

图 10：过去 20 年全球废金回收情况 单位：吨


资料来源：WGC，东方证券研究所

生产商净套保：由于上世纪 90 年代黄金市场的长期低迷，生产商对金价预期也非常谨慎，为保障公司盈利稳定，生产商从市场借入黄金售出，为未来年份黄金产量做套期保值。2000-2008 年生产商净套保头寸平均为 320 吨，相当于削减当年矿产金供应的 13%。2008 年以后，全球大型金矿企业开始大规模削减套保头寸，2010 年为 108 吨，2011 年上半年只有 3.9 吨。未来该变量在供需平衡表中的意义会越来越弱。

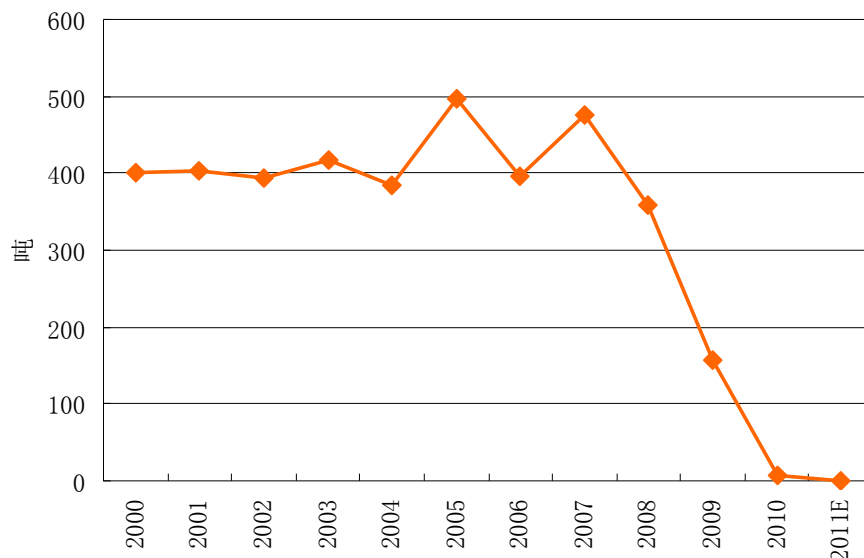
央行重返黄金市场，长期趋势的开始

传统 CBGA 协议方黄金抛售基本停止

过去 20 多年，央行售金主要是传统的 CBGA 协议国抛售黄金，2008 年以后其抛售行为基本停止。CBGA (Central Bank Gold Agreements) 协议主要是欧洲各成员国央行针对黄金出售行为的协议。第一期协议自 1999-10-27 至 2004-10-26，协议各规定央行合计黄金最大出售量为 2000 吨，我们统计一期累计出售 2497 吨，超过协议限定数量。第二期协议自 2004-10-27 至 2009-10-26，协议各规定央行合计黄金最大出售量为 2500 吨，我们统计二期累计出售 1884 吨。第三期协议自 2009-10-27 至 2014-10-26，协议规定最大出售量为 2000 吨。然而我们看到两年过去，不包括 IMF 在内，欧洲各央行累计出售量未超过 20 吨。

尽管 2010 年以来欧债危机愈演愈烈，欧洲经济风雨飘摇，但欧洲各央行基本停止抛售黄金储备，凸显了这样一种共识，即在全球经济增长、全球货币体系稳定的不确定性日渐增强之时，黄金才是真正的硬通货。我们预计未来几年 CBGA 协议国的黄金抛售量微乎其微。

图 11：2000 年以来 CBGA 协议国抛售黄金情况 单位：吨



资料来源：WGC，东方证券研究所，不包括 IMF 抛售量

新兴经济体央行买入黄金，有蔓延，加速趋势

从 WGC 统计数据看，2006 年以来新兴市场经济体央行陆续加入黄金购买行列。这些新兴经济体都有一共共同的特点：即外汇储备很大，但黄金占外汇储备比重很低。例如俄罗斯、印度、中国及韩国，均是全球排名前十大外汇储备国，泰国和墨西哥在外汇储备中排名也位居前二十。但这些国家黄金占外汇储备份额都很低，最低的韩国只有 0.6%，最高的印度和俄罗斯也只有 8.7% 和 7.7%，均低于全球平均 11.6% 水平。

另外我们还注意到：俄罗斯、泰国、墨西哥和韩国，或持续增持黄金，或义无反顾以当时历史最高价增持黄金储备，他们有一个共同特点，即曾经均遭遇过重大金融危机。例如 1994 年墨西哥金融危机，1997 年的亚洲金融危机，1998 年的俄罗斯金融危机等。上述国家近年愿意在市场上以历史高价大规模增持黄金储备，分散外汇储备投资风险，显示了对当前全球金融市场稳定的巨大担忧。

我们认为新兴市场增持黄金储备，分散外汇储备投资风险，是中长期趋势的开始，当前还是小荷才露尖尖角。以下是 2007 年来几大新兴市场经济体增持黄金的实录：

- 俄罗斯，自 2007 年以来持续在市场上购入黄金，过去 4 年累计购买量 423 吨，黄金持有量在 2006 年 414 吨基础上翻番。
- 中国，2009 年 4 月年公布，黄金储量增加 454 吨，增量来自于 2003--2008 过去 6 年从国内黄金市场的采购及废金回收。目前中国黄金储备 1054 吨。
- 印度，2009 年 11 月宣布从 IMF 以市场价购买 200 吨黄金。当时黄金处在历史新高，刚刚突破 1000 美元，印度的购买行为激励黄金在当年 12 月创下 1226 美元的历史新高。目前印度黄金储备为 557.8 吨。

- 沙特，2010 年 6 月宣布黄金储量增加 180 吨，来自于 2008 年初以来的买入。当前沙特黄金储备 322.9 吨。
- 泰国，2010 年 6 月购入黄金 15.6 吨，2011 年上半年再次购入 28 吨，即过去一年时间从市场购入黄金 43.6 吨。当前泰国黄金储备为 127.5 吨。
- 墨西哥，2011 年 2 月和 3 月累计从市场购入黄金 98.8 吨，其央行称为实现外汇储备多元化。当时金价处于 1300-1450 历史新高区域。当前墨西哥黄金储备为 105.9 吨。
- 韩国，2010 年 10 月，媒体报道韩国央行正在认真考虑把部分外汇储备转换成黄金，以分散政府投资组合中美元储备比重过大的风险。2011 年 6 月，韩国央行买入黄金 25 吨。当时黄金处于 1500 美元附近的历史新高区域。

表 2：近年新兴市场国家黄金储备增加情况 单位：吨

	外汇储备 排名	黄金储量	占外汇储备 比例	注释
中国	1	1054.1	1.6%	2009 年宣布黄金储量自 2003-2009 的 6 年间增加 454 吨
印度	8	557.7	8.7%	2010 年初自 IMF 购入 200 吨
俄罗斯	4	836.7	7.7%	自 2007 年以来持续购入，累计 423 吨
泰国	14	127.5	3.3%	其中 2010 年下半年以来购入 43.6 吨
墨西哥	18	105.9	3.8%	其中 2011 年上半年购入 98.8 吨
韩国	9	39.4	0.6%	其中 2011 年 6 月购入 25 吨

资料来源：WGC 截止 2011 年 6 月 30 日，东方证券研究所

表 3：过去 10 年全球央行黄金主要买入和售出列表 单位：吨

时间	净买入/卖出 吨	主要买入/卖出国家
2011H1	207.9	墨西哥 (+98.8)，俄罗斯 (+48)，泰国 (+28)，韩国 (+25)
2010H2	97.7	俄罗斯 (+78.9)，泰国 (+15.6)，孟加拉国 (+10)，玻利维亚 (+7)，菲律宾 (-17.8)
2010H1	249.7	沙特 (+180，自 2008 年至今增加 180 吨)，俄罗斯 (+60.8)，菲律宾 (+16.8)，委内瑞拉 (+3.1)
2009H2	287.6	印度 (+200，从 IMF 买入)，俄罗斯 (+87.1)，斯里兰卡 (+15.8)，法国 (-10.2，CBGA2 协议)
2009H1	433.2	中国 (+454，2003-2009 年买入增加)，俄罗斯 (+30.6)，法国 (-46.6，CBGA2 协议)
2008H2	-33.9	俄罗斯 (+56.5)，菲律宾 (+21)，CBGA2 协议 (法国 -57.3，瑞士 -37.1)
2008H1	-89.8	俄罗斯 (+12.6)，CBGA2 协议 (法国 -53.6，瑞士 -46.1)
2007H2	-235.2	俄罗斯 (+43.4)，CBGA2 协议 (荷兰 -19.5，瑞士 -131，西班牙 -24.9)

2007H1	-210.7	卡塔尔(+11.3)，俄罗斯(+5.5)，CBGA2 协议(西班牙-110，法国-52.6，ECB-35.1，瑞士-13.9)
2006H2	-169.3	俄罗斯(+14.9)，CBGA 协议(法国-56.4，西班牙-41，葡萄牙-34.8，ECB-23，瑞典-14)，印尼(-23.3)
2006H1	-176.7	CBGA 协议(ECB-57,法国-49.7，荷兰牙-40，瑞典-5.2)，蒙古(+9)
2005H2	-232.9	CBGA 协议(法国-72.8，西班牙-45.6，比利时-30，荷兰牙-27.5，葡萄牙-19.8)，菲律宾(-30.3)
2005H1	-354.3	CBGA 协议(法国-86.7，瑞士-64.2，西班牙-20，ECB-47，荷兰-55.1，葡萄牙-25.1，瑞典-15)
2004H2	-231.2	CBGA 协议(瑞士-138，法国-39.4，葡萄牙-20)，菲律宾(-28.7)，阿根廷(+12.5)
2004H1	-165.2	CBGA 协议(瑞士-141，葡萄牙-34.9，挪威-33.4)，阿根廷(+42.4)
2003H2	-282.4	CBGA 协议(瑞士-144.7，荷兰-65.1)，希腊(-15)菲律宾(-16.4)，哈萨克(-17.1)
2003H1	-252.4	CBGA 协议(瑞士-138.7，葡萄牙-74.7，荷兰-9.1)，南非(-49.7)，哈萨克(+26.7)，委内瑞拉(+25.8)
2002H2	-83.6	CBGA 协议(瑞士-143.6，荷兰-23.9)，中国(+99.5)，菲律宾(+15.9)
2002H1	-295.8	CBGA 协议(瑞士-138.1 奥地利-30，应该-40.8)，俄罗斯(-36.1)，委内瑞拉(-13.7)，菲律宾(+7.4)

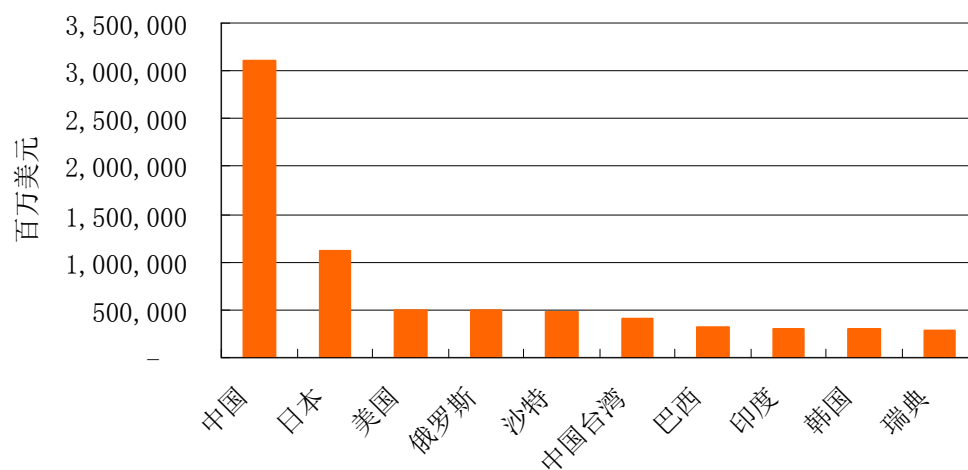
资料来源：WGC，东方证券研究所整理

新兴经济体央行增持黄金储备，是中长期的持续行为

我们认为新兴经济体央行一旦下定决心分散外汇储备投资风险，增持黄金，这一决定将是坚决的、中长期的持续行为。俄罗斯 2007 年首次大笔增持黄金以来，几乎每个季度都有增持黄金，不管黄金价格回调或是创新高，坚决增持。2009 年印度决定从 IMF 买入 200 吨黄金，也是在金价刚刚突破 1000 美元历史新高，市场一片哗然声中增持，尽管回过头看那时价格其实还在半山腰。墨西哥今年 2-3 月大笔买入黄金也是在金价突破 1400 美元新高买入。韩国在去年 10 月金价突破 1300 美元新高期间，央行决定考虑增持黄金，分散外汇储备投资风险，最终于今年 6 月开始买入黄金，则是在黄金突破 1500 美元新高买入。

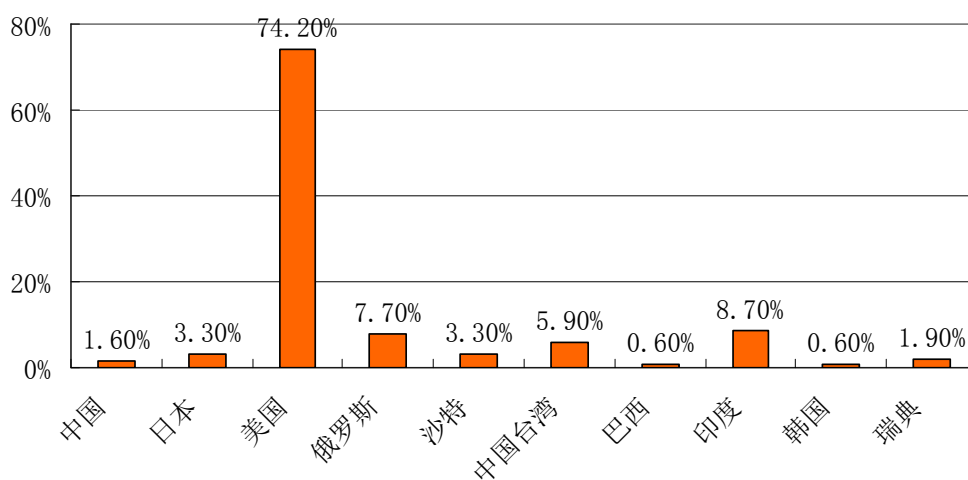
新兴经济体央行持有外汇储备数量大，但黄金占比非常低。在全球外汇储备排名前十位的国家中，新兴市场经济体占据 7 席，分别为：中国、俄罗斯、沙特、中国台湾、巴西、印度及韩国。除了巴西和中国台湾，上述国家和地区过去几年纷纷在市场上增持黄金储备，但当前黄金储备占外汇比重依然非常低，均未超过 9%，远不及欧美发达国家黄金占外汇的比重，如美国 74.2%，欧元区央行平均 62.2%；也不及全球平均水平 11.6%。

图 12 全球外汇储备排名前十国家



资料来源：WGC，东方证券研究所

图 13 全球前十大外汇储备国中黄金占储备比例



资料来源：WGC，东方证券研究所

表 4：黄金占外汇储备比重排名前十国家 单位:吨

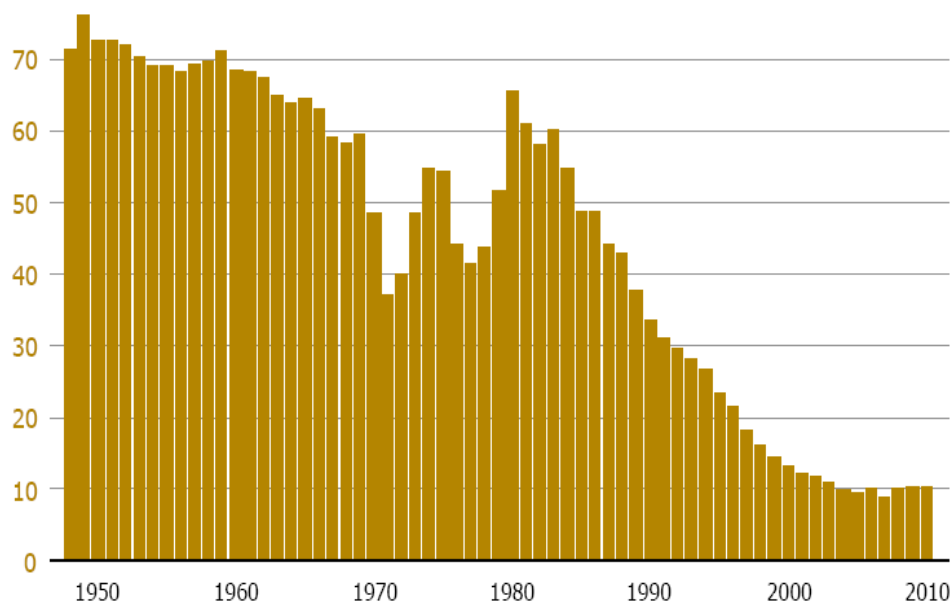
	黄金占外汇储备比例	黄金储量
葡萄牙	85.1%	382.5
美国	74.2%	8133.5
德国	71.4%	3401.0
意大利	71.2%	2451.0
法国	66.2%	2435.4
委内瑞拉	60.8%	365.8
荷兰	58.9%	612.5
奥地利	54.7%	280.0
西班牙	40.2%	281.6
比利时	38.2%	227.5

资料来源：WGC，东方证券研究所

表 5：全球前十大黄金储备国家 单位:吨

	黄金储量	黄金占外汇储备比例
美国	8133.5	74.2%
德国	3401.0	71.4%
意大利	2451.0	71.2%
法国	2435.4	66.2%
中国	1054.1	1.6%
瑞典	1040.1	17.8%
俄罗斯	836.7	7.7%
日本	765.2	3.3%
荷兰	612.5	58.9%
印度	557.7	8.7%

资料来源：WGC，东方证券研究所

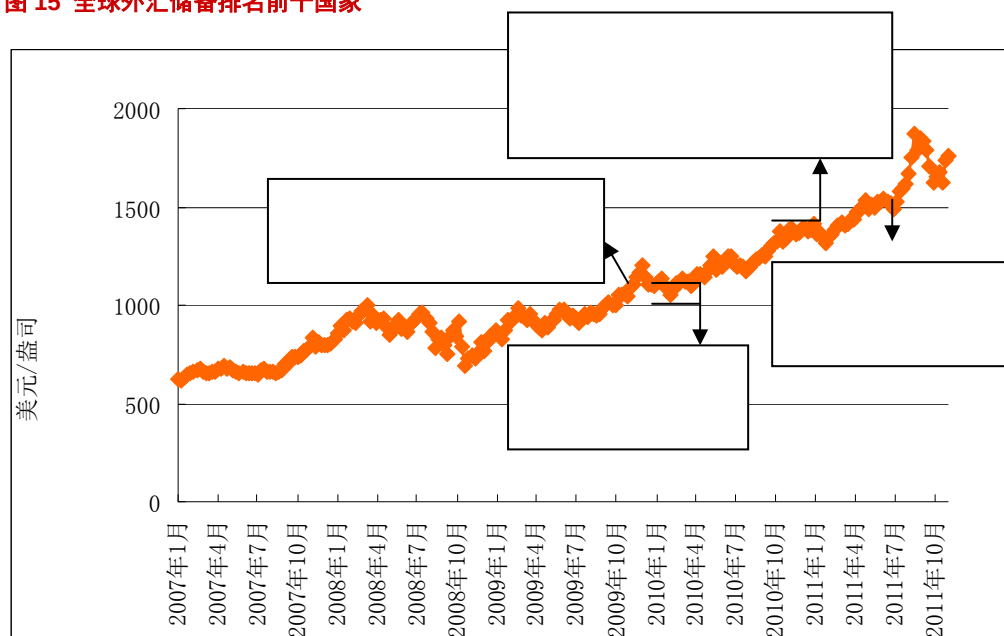
图 14：过去 30 年黄金占全球外汇储备比例一再下降，近 5 年已基本企稳


资料来源：DundeeWealth Economics，WGC，东方证券研究所

央行重返黄金市场，将推动金价牛市持续演绎

从过去几年新兴经济体央行买入情况我们分析，一旦央行在某个价位区域大规模买入，且被市场获知，后期该价位将是良好支撑位。如 2009 年 10-11 月印度央行 1045 美元从 IMF 买入 200 吨，导致金价上涨到次年 1 月最高 1200 美元以上，之后调整最低仅到 1066 美元，未跌破 1045 美元。2011 年墨西哥政府 2-3 月份以 1300-1400 美元大规模买入近 100 吨，之后金价也曾未调整至 1400 美元以下。最近的一轮是韩国 6 月份在 1500 美元上方买入 25 吨黄金，加上 7-8 月欧美债务危机持续升级，金价短短 2 个月时间快速上涨 20% 以上，最高冲至 1900 美元。我们预计经历短期快速上冲后，金价有调整压力和需求，但后期我们预计金价难以跌破 1600 美元，因为 1500 美元上方是韩国开始大规模买入黄金的价位，目前黄金占韩国外汇储备仍只有 0.6%，若金价调整至 1600 美元以下，预计韩国还会大规模增持黄金储备。

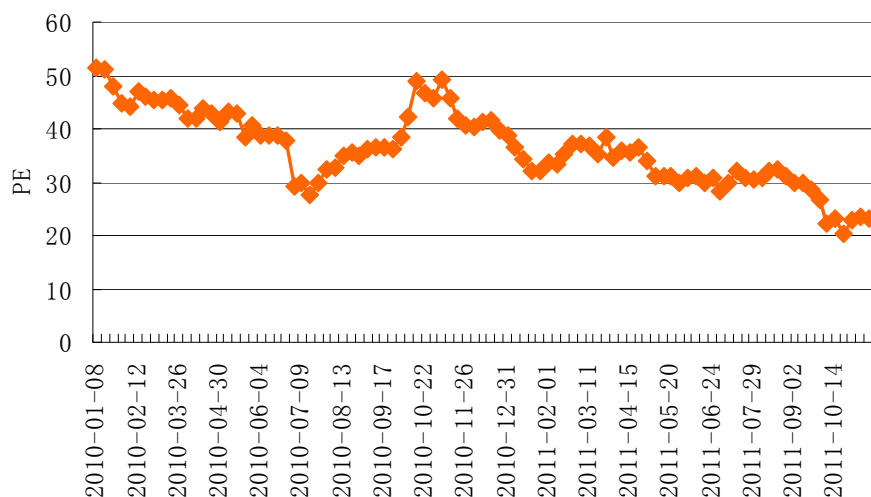
图 15 全球外汇储备排名前十国家



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

投资策略

看好当前国内黄金股板块投资机会。今年来随着股价持续下跌，A 股黄金板块整体估值从年初 38 倍跌至当前 23 倍，估值已趋于合理。基于我们看好未来黄金价格，以及未来几年中金黄金、山东黄金储量/产量大幅增长预期，推荐中金黄金（买入），建议关注山东黄金（未评级），辰州矿业（未评级），紫金矿业（未评级）。

图 16 A 股黄金板块 PE(TTM)估值逐步走低，当前 23 倍


资料来源：wind，东方证券研究所

风险因素

(1) 欧美债务危机严重升级，导致风险资产价格暴跌，黄金短期有下跌风险。

如果短期欧洲债务危机继续严重恶化，导致风险资产价格暴跌，部分投资机构甚至破产清算，黄金作为资产配置的一种，短期也存在下跌风险。

(2) 我们对央行重返黄金市场的判断存在偏差。

我们看好未来几年黄金价格表现，认为趋于震荡上行。最重要的逻辑是央行日益意识到黄金是真正的硬通货，并开始重返黄金市场，表现在传统 CBGA 协议国基本停止抛售黄金，和新兴经济体央行开始大幅增持黄金。我们认为央行重返黄金趋势，只是长期趋势的开始。如果我们这个判断存在偏差，黄金价格走势判断也将出现偏差。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn