

连跌之后外围接近极度敏感， 反弹若见金铜仍为有色首选

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

感谢实习生刘先政对本报告的贡献

1. 事件

近期黄金价格反弹后出现显著调整。上周风险资产市场连续下跌，基本金属价格继续显著调整。

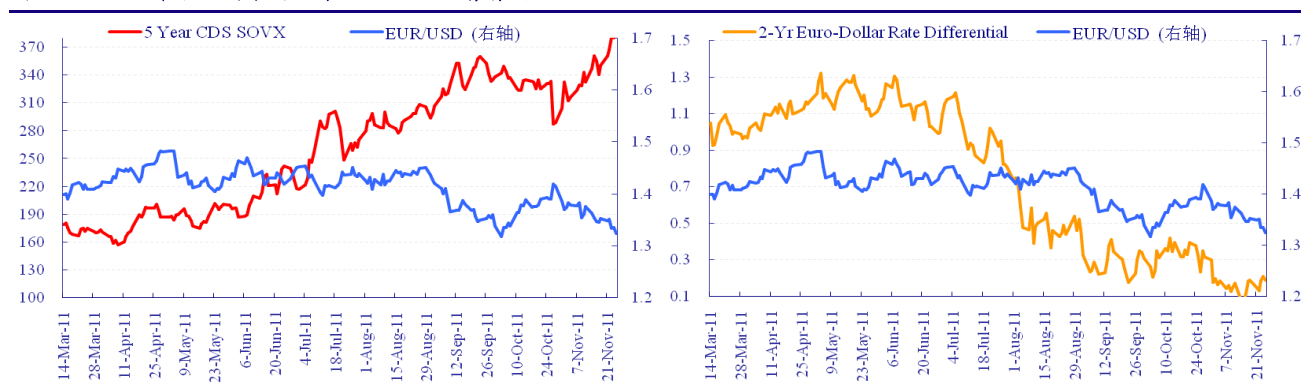
2. 我们的分析与判断

(一)、风险资产市场本周面临极度敏感时期

上周风险资产市场出现较大下跌。欧债危机继续深化。市场悲观情绪持续释放。

在悲观情绪中我们看到一些有利因素：

图 1：欧元与部分主要市场观察指标出现显著背离



资料来源：中国银河证券研究部，彭博

欧元与主要市场观察指标出现显著背离，在欧元美元利差创新低且欧洲主权 CDS 创新高之时，欧元并未创出新低，体现了投资者已经对风险资产市场看法出现分化。

本周市场将有众多敏感事件发生，其中法国、英国、比利时、意大利与西班牙将举行公债标售，公债收益率将成为市场焦点。奥巴马周一将和巴索和范龙佩会面，而周二将有欧元区财长会议。本周美国数据较多，市场将对美国数据目前积极看待。我们认为这些敏感事件在市场极度悲观情绪中一旦存在超预期情况，将促使整个风险资产出现较有力度的反弹。

(二)、近期黄金作为风险资产的特性十分显著

近期，欧债危机深化同时，黄金价格出现较大调整。

表 1: 金价与欧债主要指标呈负相关特征

Historical Correlation to Gold			
	1M	3M	6M
Dow Futures	0.47	-0.13	-0.08
Stoxx50	0.43	-0.04	0.00
沪深 300	0.91	0.10	-0.77
Euro	0.42	0.05	0.08
CNY	-0.31	-0.25	-0.25
Aussie	0.48	0.10	0.17
Yen	-0.33	-0.21	-0.10
Swiss	0.07	0.12	0.15
iTraxx Senior Financials	-0.39	-0.06	-0.06
5 Year CDS SOVX	-0.23	-0.06	-0.03
2 Year Treasury Rate	0.16	-0.26	-0.18
5 Year Treasury Rate	0.20	-0.28	-0.20
10 Year Treasury Rate	0.23	-0.28	-0.20
5 Year TIPS	0.21	0.45	0.31
10 Year TIPS	0.09	-0.08	-0.07
Silver	0.82	0.76	0.72
Crude	0.42	0.13	0.23
Copper	0.50	0.29	0.30
Soy Bean	0.43	0.25	0.31
Corn	0.37	0.20	0.24
SH Spot Gold Premium	0.96	0.97	0.99

资料来源：中国银河证券研究部，彭博

从相关性看，金价与欧债危机的主要指标——反映银行和主权信用风险的指数呈现显著的负相关性，这种情况与主要风险资产和这类指数的相关性未见质的区别。黄金与沪深 300 指数相关性极强，与道琼斯指数，欧元等主要风险资产正相关性也十分强烈，这些都体现了黄金在近期欧债危机中作为风险资产的特性。

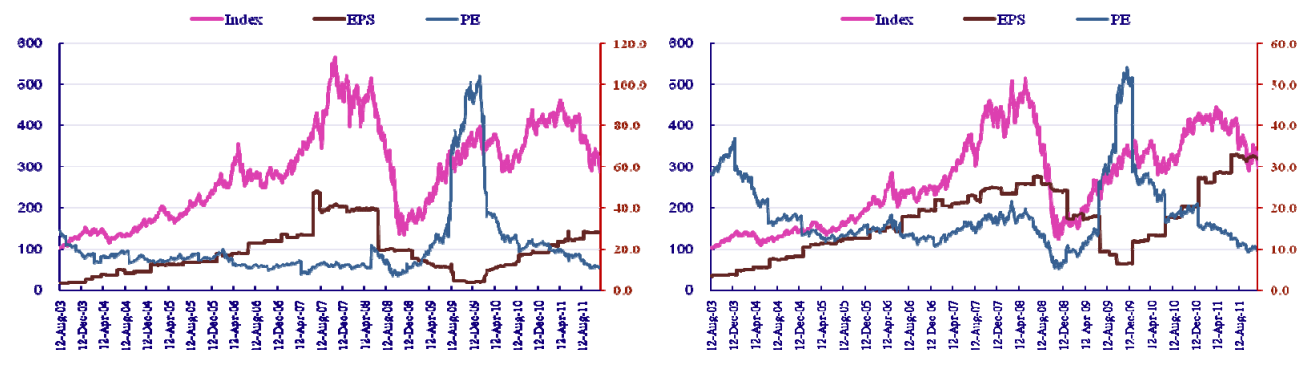
金价对主要大宗商品仍然保持了良好的正相关性，体现了黄金的抗通胀作用。

尽管市场下跌，但近期黄金 ETFs 持续增仓，这体现了市场投资者对黄金价格未来的态度。结合我们之前报告中的分析，在市场预期未根本改变的情况下，黄金不具备大幅下跌的条件。

一旦未来危机有所缓解，黄金价格有望出现反弹，而彼时做多因素将主导市场。我们认为在黄金成为风险资产的情况下，市场面临的情况与第三季度金价上涨时有根本区别，市场很可能不会再出现金价上涨而黄金板块上市公司股价滞涨的情况。相反，市场有望出现金价与权益市场同涨的态势，而我们前期报告已经明确指出“金价和权益类指数叠加的脉冲性机会”是 A 股黄金板块上涨的重要参考。

（三）矿业股估值已进入较低区间

图 2：亚太矿业指数和全球矿业指数估值均到达低位



资料来源：中国银河证券研究部，彭博

近期全球矿业股估值已进入较低区间，给未来短时间的市场带来显著支持。

3. 投资建议

我们维持有色金属行业的“回避”评级，预计未来 12 个月，有色金属行业平均回报低于市场主要指数 10%以上。

但阶段性地，我们认为一旦在近期这一市场敏感时期出现外围超预期情况，A 股有色金属板块在未来短时间内有望随风险资产展开显著反弹，结合我们看待市场的长期逻辑和短期分析，在目前情况下，建议阶段性积极关注黄金、铜资源为代表的上市公司，重点关注山东黄金（600547，SH），中金黄金（600489，SH）和江西铜业（600362，SH）。

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。本报告清晰准确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