



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

事件简评

研究报告

2011 年 12 月 14 日

贵金属

大宗商品研究

孔庆影

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010019

kongji@cicc.com.cn

黄金市场点评

欧债危机继续主导黄金走势

周一贵金属市场再度大幅回调,伦敦现货黄金从\$1712/盎司下跌 2.6%至\$1665/盎司,白银、铂、钯也分别下跌 2.8%, 1.8%和 3.6% (图表 1)。此次价格下跌与之前数次不同之处在于下跌起于亚盘交易期间;而相同之处在于原因同样为市场对欧洲局势的担忧导致的风险规避抛售。卖盘主要来自于宏观对冲基金,反映了投资者逐渐开始为欧盟国家主权评级进一步下调做准备。

欧债危机继续主导黄金走势

向前看,黄金走势仍将受欧债危机前景左右。目前欧洲商业银行融资和流动性问题越发严重,根据彭博社的报道,为了满足监管机构明年年中前 9%的资本金充足率,一些银行计划出售其境外业务,其中不乏高收益率的项目。而银行间市场的流动性也逐渐趋紧,尽管上个月底各央行合作降低临时性美元流动性互换利率,3 个月 Libor 与 OIS 的利差仍升至目前的 46 个基点,为 2008 年以来的最高水平 (图表 2)。

我们注意到,银行为了获得美元流动性而进行的黄金租赁业务量迅速扩大, LBMA 的黄金租借利率已经下降至十年以来的最低水平,目前 3 个月的隐含黄金租借利率 (3 个月 Libor 减去 3 个月 GOFO 利率) 有所收窄,但仍为 -20 个基点 (图表 3),这意味着银行需要贴钱才能将黄金租借出去以获得美元流动性。

在如此恶劣的市场流动性环境下,我们认为短期内黄金将继续追随其他风险资产的走势,其避险属性的回归将延后。

目前较弱的实物需求导致价格下方支撑变弱

我们一直认为实物需求不主导短期价格波动,而只是在价格下降时提供下方支撑。目前暂时性的供给过剩导致价格下方的支撑变弱。

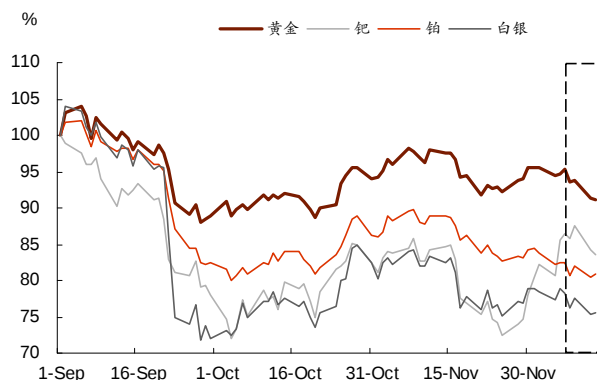
首先,商业银行租借出来的黄金相当于短期的供给,持续进行的黄金租借意味着短期供给将增加 (尽管对中长期的供给无影响)。

同时,印度四季度的需求也较我们之前的预期为弱。较弱的经济增长前景和卢比贬值导致的高企的金价使印度四季度的需求受到抑制,孟买黄金协会预期今年总进口将下降 16%至 850 吨,四季度单季进口将下降至 100 吨,显著低于去年的 280 吨。

价格的下行风险存在,但空间有限。中期仍看多

目前市场疲弱的走势导致我们的年底目标价面临显著的下行风险,但是目前价位继续下行的空间将较为有限。印度以外的实物需求仍然很强,中国 10 月份从香港流入大陆的黄金达到创记录的 86 吨,1-10 月同比增速 318% (图表 4),而价格若进一步下降将刺激其需求;而 ETF 持仓量也上升至历史高位的 7589 万盎司 (12 日单日上升 12.3 万盎司,图表 5)。低利率和央行购买仍将支撑中期价格,我们重申中期看好黄金的观点。

图表 1: 贵金属周一价格显著回调



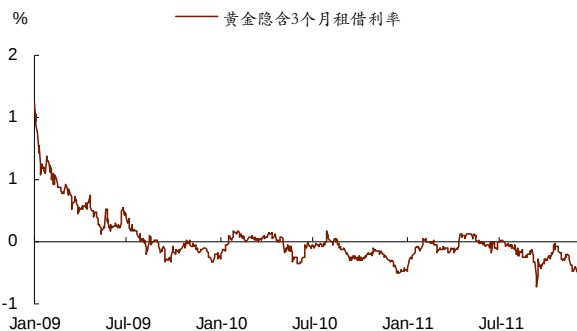
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 2: Libor-OIS 利差迅速上升



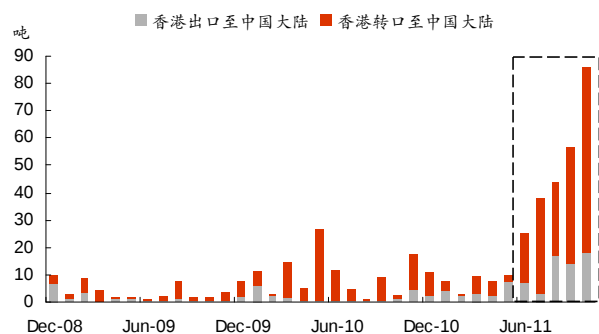
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 3: 黄金租借利率处于低位



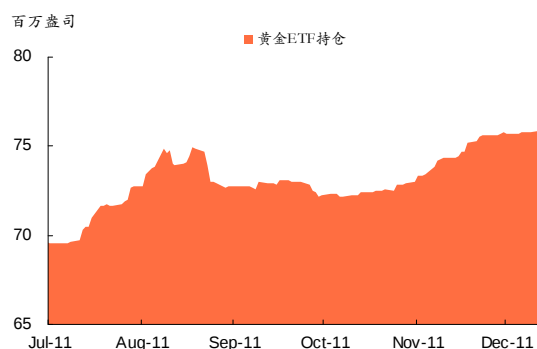
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 4: 1-10 月从香港进入大陆的黄金数量激增



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 5: 黄金ETF持仓处于历史高位



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

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: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED