

大跌之下不改看好来年金价

推荐 首次评级

分析师：孙 勇 电话：(8610) 6656 8738 邮箱：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

上周，黄金价格大跌。伦敦金周下跌 6.56%，由 12 月 9 日收盘的 1711.12 美元/盎司下跌至上周末收盘的 1598.95 美元。

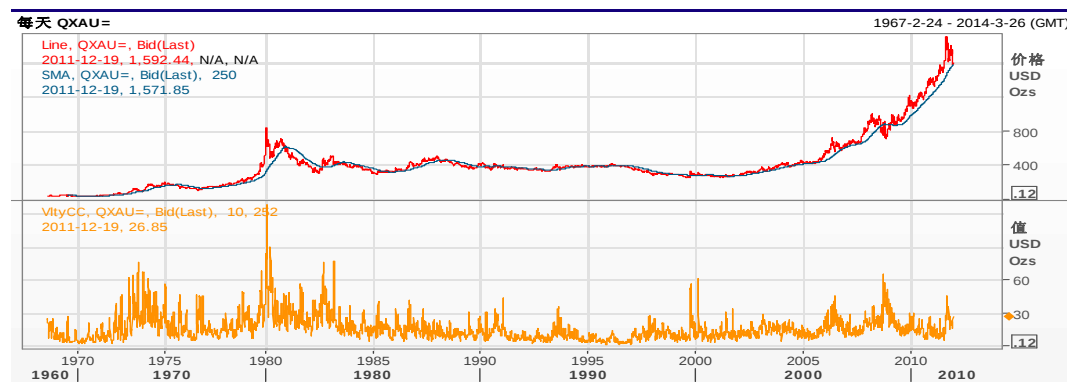
2. 我们的分析与判断

（一）、黄金尚未出现最后的疯狂

基本面的需求结果我们在之前发布的年度策略报告中做了深入分析。2011 年黄金的基本面结构将达到或接近 1980 年的泡沫市场结构，但我们认为这种泡沫由于目前的金融体系相对三十年前显著复杂而能走得更远，2012 或 2013 年黄金才能从需求结构达到价格的顶峰。

波动率尽管是一个相对有些滞后的指标，但目前我们尚未看到高波动率的出现。我们认为波动率数值超过 2008 年的水平一旦出现，是提醒我们注意的信号。

图 1：黄金市场波动率（下半图）不但远不如 1980 年的水平，离 2008 年也差很远



资料来源：中国银河证券研究部，路透

我们坚持认为黄金已经接近长周期顶部，但目前尚未见顶，今后一年左右，金价很可能出现最后的疯狂。

(二)、重视政策预期叠加的作用

我们对黄金的看好不但由于基本面需求结构决定，还有政策预期叠加的因素。

正面激励黄金的政策预期叠加的因素不仅包括我们对明年春季下一个欧洲债务到期高峰时欧洲放松的因素——我们确信欧洲央行已经改变了其之前紧紧盯住通胀的政策取向，转而首先保欧洲；同时政策预期也包含我们对美国在明年5月前的某个时间点（我们银河证券有色金属研究团队更倾向于明年中国春节后到4月中旬期间）宣布采取某种形式的政策宽松政策预期——我们知道目前市场对美国进一步货币宽松并非共识，但美国实际失业率是否已经明显改善？二手房市场是否已经转好？主要经济指标的转好是否是可持续的？这些问题同样让人们难以作出确定性的回答。我们从2011年10月初伯南克的几段讲话和近期美联储官员反复对货币政策的提起（无论是支持或反对）看，至少货币宽松是一个备选项。

如果有宽松，那么很自然，市场的下一个问题是：是否宽松政策存在边际效用递减的问题？我们否认这一事实。但欧洲和美国同时宽松是一个新事物。且目前市场对进一步宽松的预期受到了引导和打压。因此我们判断政策会有明显的效用。

有一个问题值得讨论，也是对于金价上涨显著的风险，就是如果欧洲宽松，美国不宽松——就如目前市场预期情况出现——那么黄金将会怎样？美元将暴涨，欧元将暴跌，欧洲宽松政策几乎将失效。我们从前期六大央行联合出台的政策可以看出目前政策协调在显著加强，这种情况出现的概率并没有目前市场预期的这么大。

我们知道作出上述预测是有风险的，但任何预测都是有风险的。从逻辑上判断，市场是否对未来一个阶段的政策预期过于保守？市场似乎尚未充分注意到这一问题。

(三)、金价下跌的空间有多大？

先看两则新闻：

一是香港政府统计处的数据显示：香港10月流入中国内地的黄金量环比增长51%至85.7吨。香港1-10月流入中国内地的黄金数量达286.8吨，为上年同期的三倍多。

二是在金价下跌后，刚刚过去的周末，北京最主要的两家贵金属零售商场的销售情况是：

“仅周六一天，菜百、国华等黄金卖场的客流增长高达四成。在首饰金方面，国华商场黄金饰品在本周五、周六两天的销量同比上一周增长高达126.5%。”

“周五、周六两天，国华商场一公斤的原料金就售出了14块，价值470万余元。龙年20克一根的小金条周六一天就卖了123根。”

“由于人流太多，菜百18日下午5点多还采取了限流措施，客流直到晚上8点多都没有明显的减少。”

我们认为在市场预期没有改变的目前时间段，中国的现货买盘将限制黄金市场向下的空间。

(四)、近期金价下跌的主要因素是否会持续？

我们分析近期金价大幅下跌有两个主要原因：

一是近期黄金下跌的一个重要原因是欧洲美元较为紧张。从LBMA的黄金拆借利率可以看出，目前该利率为10年以来最低水平。市场缺美元的时候就有银行往外借黄金，目的是拆入美元。这一行为增大黄金短期供给。该因素影响时间要视欧洲美元的紧张程度而定。

表 1: 近期黄金拆借利率变化情况

DATE	GOFO			LIBOR			LIBOR			MINUS		GOFO	
	1 Month	2 Months	3 Months	1 Month	2 Months	3 Months	1 Month	2 Months	3 Months	6 Months	12 Months		
10-Nov-11	0.55760	0.57600	0.58300	0.24789	0.34506	0.45278	-0.30971	-0.23094	-0.13022	0.06877	0.39044		
11-Nov-11	0.54133	0.55833	0.56917	0.24900	0.34850	0.45722	-0.29233	-0.20983	-0.11195	0.08078	0.38811		
14-Nov-11	0.53760	0.55800	0.56500	0.25022	0.35067	0.46056	-0.28738	-0.20733	-0.10444	0.09082	0.40122		
15-Nov-11	0.53133	0.55500	0.57250	0.25172	0.35367	0.46556	-0.27961	-0.20133	-0.10694	0.08355	0.38356		
16-Nov-11	0.56133	0.59333	0.61083	0.25172	0.35706	0.47111	-0.30961	-0.23627	-0.13972	0.05077	0.32533		
17-Nov-11	0.52633	0.59333	0.61250	0.25478	0.36389	0.47944	-0.27155	-0.22944	-0.13306	0.03800	0.29923		
18-Nov-11	0.55160	0.66600	0.67300	0.25656	0.36883	0.48778	-0.29504	-0.29717	-0.18522	0.00921	0.26811		
21-Nov-11	0.55633	0.67167	0.68583	0.25667	0.37278	0.49500	-0.29966	-0.29889	-0.19083	-0.00172	0.27756		
22-Nov-11	0.57133	0.67333	0.69250	0.25722	0.37639	0.50028	-0.31411	-0.29694	-0.19222	-0.01061	0.26422		
23-Nov-11	0.59967	0.70500	0.73750	0.25722	0.37722	0.50611	-0.34245	-0.32778	-0.23139	-0.04561	0.23977		
24-Nov-11	0.61133	0.72000	0.74917	0.25722	0.37789	0.51167	-0.35411	-0.34211	-0.23750	-0.04672	0.23989		
25-Nov-11	0.59760	0.70600	0.73700	0.25944	0.38094	0.51806	-0.33816	-0.32506	-0.21894	-0.02923	0.24756		
28-Nov-11	0.60300	0.70333	0.72083	0.26000	0.38339	0.52306	-0.34300	-0.31994	-0.19777	-0.00645	0.27044		
29-Nov-11	0.63300	0.72333	0.73083	0.27022	0.38694	0.52694	-0.36278	-0.33639	-0.20389	-0.00867	0.26933		
30-Nov-11	0.71967	0.76000	0.77000	0.27144	0.38756	0.52889	-0.44823	-0.37244	-0.24111	-0.03667	0.25606		
01-Dec-11	0.73160	0.76200	0.76500	0.27144	0.38700	0.52722	-0.46016	-0.37500	-0.23778	-0.02218	0.28894		
02-Dec-11	0.72760	0.74400	0.74900	0.27033	0.38700	0.52833	-0.45727	-0.35700	-0.22067	-0.01507	0.29517		
05-Dec-11	0.79667	0.80500	0.81000	0.27410	0.39170	0.53390	-0.52257	-0.41330	-0.27610	-0.05575	0.24900		
06-Dec-11	0.84300	0.84000	0.84083	0.27505	0.39465	0.53775	-0.56795	-0.44535	-0.30308	-0.08625	0.22223		
07-Dec-11	0.79760	0.79800	0.79900	0.27630	0.39640	0.54000	-0.52130	-0.40160	-0.25900	-0.04340	0.27115		
08-Dec-11	0.83200	0.81500	0.81875	0.27630	0.39640	0.54000	-0.55570	-0.41860	-0.27875	-0.06125	0.24715		

资料来源: LBMA, 中国银河证券研究部

近期黄金下跌的另一个原因是基金了结头寸，这是十分短期的因素，该因素预计只能影响这一两周的时间。

3. 投资建议

目前作为风险资产的黄金未来可能出现的恢复性上涨，以及未来政策叠加导致在通胀预期初期的黄金上涨，在我们的逻辑框架下都具有黄金价格和股价一起上涨的较大可能，这显著不同于 2011 年的金价上涨。

尽管近期基本金属和黄金价格出现了较大调整，但我们仍坚持在 2012 年年度策略中的观点：

我们维持有色金属行业的“回避”评级，但首次给予黄金子行业“推荐”评级。

现在的下跌不足以改变我们的判断。反而我们认为下跌意味着较大的机会。如果金价继续走低，到达 1500 美元/盎司下方，可能意味着较好的关注时机，但我们不确信市场一定能下跌到这个位置以下。1300 美元/盎司——1500 美元/盎司是较为安全的区域。

建议未来一段时间积极关注黄金类上市公司，重点关注山东黄金（600547，SH）、紫金矿业（未覆盖）和中金黄金（600489，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