

黄金行业

行业研究/动态报告

全球经济渐出沼泽 黄金进入休眠期

——黄金行业跟踪报告

民生精品---动态报告/黄金行业

2013年3月12日

报告摘要:

● 金价对政策敏感性减弱

从近几个月美联储会议以及欧洲央行议息等较重要事件来看，黄金价格对政策的敏感度越来越弱，或者说，这些政策的出台与结束都在投资者预期之中。我们将美国三次QE作了对比，发现，在推出QE1期间内，黄金的涨幅分别为18.86%和52.71%；推出QE2时期黄金的涨幅为13.23%；而推出QE3时金价反而下跌6.49%，我们认为，QE的继续将不会成为黄金价格上涨的主要推动力。

● 美国经济复苏，美元或呈上涨趋势

全球货币环境目前趋于宽松，但由于目前还处于经济弱势复苏的阶段，主要的经济体并未出现通胀隐患，因此，在除美国以外的国家政策宽松预期的前提下，美元被动上涨的可能性较大。若美元结束从2002年的最高点121点经长达10年的下跌而重新回归上涨的趋势，那黄金未来多年或受阻于美元指数的压力。

● 全球各国央行购金热情不减

世界黄金业协会近期发布的2012年世界黄金需求报告显示，2012年全球黄金需求下降4%，至4405公吨。这是自2009年以来的首度下滑，主要原因是印度与中国的珠宝需求下降，且美国和欧洲的金币及金条投资大幅走低。但是2012年全球央行黄金购买量达到535公吨，创下48年新高。

● ETF持仓下降是短时金价下跌主因

全球最大的黄金上市交易基金(ETF)--SPDR Gold Trust持仓量持续下降，从数据来看，SPDR黄金持仓量降至6个多月低点1258.4吨，从2月份以来已经下降了近70多吨。而就在去年12月，SPDR黄金持仓达到1353.35吨的纪录高位，占全球主要黄金ETF总持仓的一半以上。

● 投资建议

目前，黄金价格在货币相对宽松、各国经济均企稳的前提下，价格下跌空间有限。不过，若日本及欧洲等国货币严重超发，各国货币的相对贬值对美元的升值驱动或成为金价上行的阻力。因此，在这种胶着的状况下，黄金需要一些催化剂的刺激，例如：大规模战争等地缘政治因素，若无此因素，金价仍横盘震荡的可能性较大。

● 风险提示

国内外经济环境发生重大变化；大宗商品价格大幅下跌。

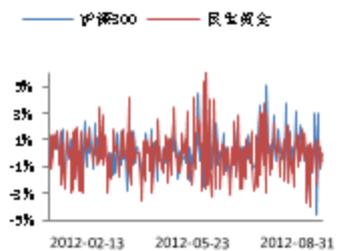
主要上市公司财务指标

| 重点公司 | 现价 | EPS | | | PE | | |
|------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2013/03/11 | 2011A | 2012E | 2013E | 2011A | 2012E | 2013E |
| 山东黄金 | 34.44 | 1.34 | 1.68 | 1.99 | 25.70 | 20.55 | 17.29 |
| 中金黄金 | 15.11 | 0.96 | 0.55 | 0.70 | 15.74 | 27.37 | 21.59 |
| 辰州矿业 | 18.11 | 0.99 | 0.77 | 0.94 | 18.29 | 23.60 | 19.36 |
| 恒邦股份 | 21.03 | 1.20 | 0.65 | 0.73 | 17.53 | 32.35 | 28.81 |
| 紫金矿业 | 3.60 | 0.26 | 0.23 | 0.26 | 13.85 | 15.89 | 13.65 |

资料来源：Wind 资讯一致预期，民生证券研究院

推荐 维持评级

黄金行业与沪深300走势



分析师

分析师：黄玉

执业证号：S0100511010008

电话：(8610)8512 7646

邮箱：huangyu@mszq.com

分析师：滕越

执业证号：S0100511070006

电话：(8610)8512 7646

邮箱：tengyue@mszq.com

研究助理：李斌

电话：(8610)8512 7543

邮箱：libin_yjs@mszq.com

相关研究

1. 民生有色金属动态报告：净利润大幅下滑，看好黄金及小金属 2012-09-02
2. 民生有色金属简评报告：美QE3重磅出击，黄金持续走高 2012-09-14
3. 民生有色金属动态报告：净利润持续下滑，看好黄金未来表现 2012-11-01
4. 民生有色金属简评报告：奥巴马胜，宽松货币利好有色 2012-11-07

目录

| | |
|--------------------------|---|
| 一、金价对政策敏感性减弱..... | 3 |
| 1、美国 QE 对金价的影响正逐渐减弱..... | 3 |
| 2、经济复苏趋势已形成，美元指数或攀升..... | 3 |
| 3、日本、中国等国家货币发行量增加..... | 4 |
| 二、经济启稳给予黄金需求正能量..... | 5 |
| 1、全球各国央行购金热情不减..... | 5 |
| 2、ETF 持仓下降是短时金价下跌主因..... | 6 |
| 插图目录..... | 7 |
| 表格目录..... | 8 |

一、金价对政策敏感性减弱

1、美国 QE 对金价的影响正逐渐减弱

美联储主席伯南克在 3 月 4 日讲话时延续了他之前在国会听证会表达的立场，并表示不会迅速撤出宽松政策的更强烈信号，他认为太快的撤销 QE 可能适得其反，对美国经济来说“代价相当大”。当天伦敦黄金午后定盘价报 1,574.25 美元/盎司，前一交易日报 1,585.25 美元/盎司。4 月期金收报 1,572.40 美元/盎司，较前一交易日上涨 10 美分，交投区间介于 1,569.70- 1,584.30 美元/盎司；5 月期银收报 28.496 美元/盎司，较前一交易日上涨 0.6 美分，交投区间介于 28.43- 28.82 美元/盎司。

美联储二号人物--耶伦在此后即呼应了美联储主席伯南克的评论，她表示，视风险的平衡为仍在呼吁采取高度适应性政策，来支持更强劲经济复苏和就业更快增长。从二者前后互应的观点可知，短期内 QE 不会退出，但实质的作用已经在投资者的预期之中，对黄金价格的影响在逐渐减弱。另外，从美国三次 QE 对黄金价格的影响，我们也可以看到 QE1 时期内，黄金的涨幅分别为 18.86% 和 52.71%；QE2 时期黄金的涨幅为 13.23%；而 QE3 则下跌 6.49%，我们认为，QE 的继续不会成为黄金价格上涨的主要推动力。

表 1: 三次 QE 对应黄金价格的涨幅

| | 起止时间 | 内容 | 政府出资 | 10 年期国债收益率 | 金价变动幅度 |
|-----|-------------|---------------|---------|------------|--------|
| QE1 | 2009 年 3 月 | 购买 2-10 年期长期国 | 3000 亿 | 压低利率 1.33% | 18.86% |
| | -2010 年 3 月 | 债以降低融资成本 | | | |
| QE2 | 2008 年 11 月 | 购买两房债券 | 1.25 万亿 | 压低利率 1.75% | 52.71% |
| | -2010 年 3 月 | | | | |
| QE2 | 2010 年 11 月 | 购买 2-10 年期长期国 | 6000 亿 | 压低利率 1.57% | 13.23% |
| | -2011 年 6 月 | 债以降低融资成本 | | | |
| QE3 | 2012 年 9 月- | 购买机构发行的 MBS | 无上限 | 收益率持续下降 | -6.49% |

资料来源：民生证券研究院

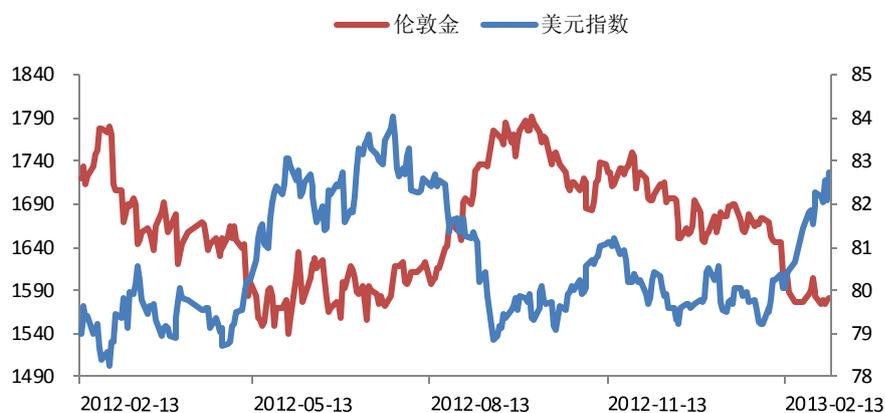
2、经济复苏趋势已形成，美元指数或攀升

全球货币环境是趋于宽松的，但由于目前还处于经济弱势复苏的阶段，主要的经济体并未出现通胀隐患，因此，在除美国以外的国家政策宽松预期的前提下，美元被动上涨的可能性较大。

另外，近期的各国央行会议中，黄金对政策的反应较为迟钝，欧洲利率会议维持 0.75% 不变，缓和了市场对欧债危机恶化的担忧，同时也打压了市场对降息的预期；英国央行继续保持此前的 QE 规模也使得投资者对宽松的政策扩大预期而落空；澳洲联储宣布的维持现有利率水平同样无新意。

通常情况下，美元指数上涨，黄金价格下跌，若美元结束从2002年的最高点121点长达10年的下跌而重新回归上涨的趋势，那黄金未来多年或受阻于美元指数的压力。

图1：美元指数与黄金价格对比



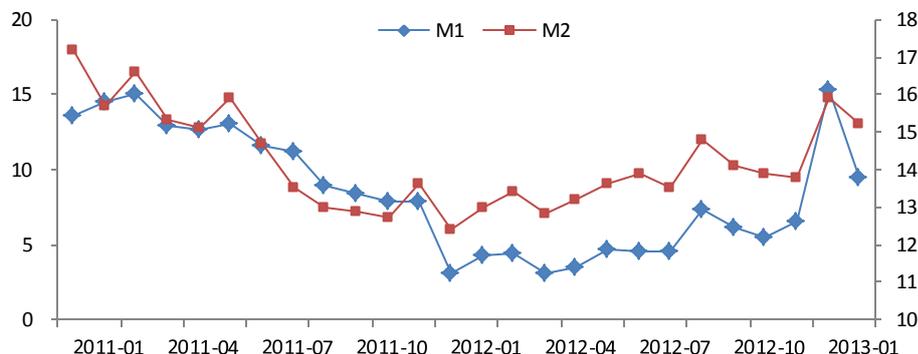
资料来源：WIND，民生证券研究院

3、日本、中国等国家货币发行量增加

1月，日本央行推出超美联储QE3的宽松计划。日本央行宣布，维持隔夜利率在0~0.1%不变，但上调通胀目标至2%，且做出“无限量”购买资产的承诺，将从2014年开始每月买入13万亿日元（约合1400亿美元）金融资产。我们认为，如此大规模的货币量投放，新兴国家将面临输入性通胀的压力，对大宗商品无疑是上涨助力。

而我国央行3月11日发布的2月金融统计数据显示，2月末，广义货币(M2)余额99.86万亿元，同比增长15.2%，比上月末低0.7个百分点，当月净回笼现金2136亿元。2月末，本外币贷款余额69.28万亿元，同比增长16.1%。人民币贷款余额64.70万亿元，同比增长15.0%，分别比上月末和上年同期低0.4个和0.2个百分点。2月人民币贷款增加6200亿元，同比少增907亿元。我们认为，该数据是春节假期的季节性因素而导致的，预计全年信贷总量仍会同比较大幅度上升。

图 2: 中国货币供应量

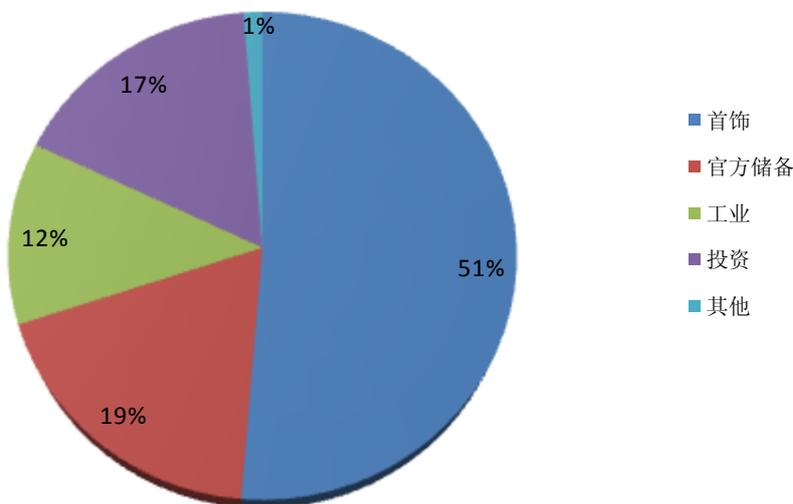


资料来源: WIND, 民生证券研究院

二、经济启稳给予黄金需求正能量

黄金主要用途包括: 首饰、官方储备、工业与其他用金、个人投资与 ETF 等交易投资。根据世界黄金协会 2010 年统计数据显示, 首饰消费占最大比重, 达到 8.36 万吨; 各国黄金官方储备总量达 3.04 万吨; 工业和其他用金量达到 1.97 万吨; 黄金可确定性投资量仅 2.73 万吨, 约为当前黄金总量的 17%。

图 4: 黄金主要消费量用途分布图



资料来源: WGC, 民生证券研究所

1、全球各国央行购金热情不减

世界黄金业协会近期发布的 2012 年世界黄金需求报告显示, 2012 年全球黄金需求下降 4%, 至 4405 公吨。这是自 2009 年以来的首度下滑, 主要原因是印度与中国的珠宝需求下降, 且美国和欧洲的金币及金条投资大幅走低。但是 2012 年全球央行黄金购买量达

到 535 公吨，创下 48 年新高。

世界黄金需求方面：整体下滑 3%，至 1908 公吨。其中中国黄金珠宝需求下降 1%，至 511 公吨；印度黄金需求下滑 12%，至 864 公吨，印度需求量大幅下滑主要是由于印度卢比贬值使得黄金消费量减少，同时印度政府为了减少因黄金进口所带来的贸易赤字，两次提高黄金进口关税所致。

另外，去年总体投资需求下降 10%，至 1534.6 公吨，其中金条及金币领跌，下滑 17%，金条投资跌 20%，至 941.1 公吨。我们认为，去年全球经济给黄金的基础消费带来了负面影响，预计在经济复苏的良好形势下，未来黄金需求量有望启稳回升。

2、ETF 持仓下降是短时金价下跌主因

全球最大的黄金上市交易基金(ETF)--SPDR Gold Trust 持仓量持续下降，从数据来看，SPDR 黄金持仓量降至 6 个多月低点 1258.4 吨，从 2 月份以来已经下降了近 70 多吨。而就在去年 12 月，SPDR 黄金持仓达到 1353.35 吨的纪录高位，占全球主要黄金 ETF 总持仓的一半以上。

表 2: 黄金 ETF 持仓情况

| 日期 | 净持仓量 (盎司) | 净持仓量 (吨) | 总价值 (美元) | 增减 (吨) |
|-----------------|-------------|----------|-------------|--------|
| 2013 年 3 月 11 日 | 39858845.22 | 1239.74 | 63013786668 | 0 |
| 2013 年 3 月 10 日 | 39858845.22 | 1239.74 | 63013786668 | 0 |
| 2013 年 3 月 9 日 | 39858845.22 | 1239.74 | 63013786668 | -3.31 |
| 2013 年 3 月 8 日 | 39965286.37 | 1243.05 | 63092920475 | -1.81 |
| 2013 年 3 月 7 日 | 40023345.77 | 1244.86 | 62965189340 | 0 |
| 2013 年 3 月 6 日 | 40023345.77 | 1244.86 | 63196013615 | -8.42 |
| 2013 年 3 月 5 日 | 40294295.61 | 1253.28 | 63403125257 | -0.6 |
| 2013 年 3 月 4 日 | 40313649.35 | 1253.88 | 63758194679 | 0 |
| 2013 年 3 月 3 日 | 40313649.35 | 1253.88 | 63758194679 | 0 |
| 2013 年 3 月 2 日 | 40313649.35 | 1253.88 | 63758194679 | -0.61 |
| 2013 年 3 月 1 日 | 40333003.77 | 1254.49 | 64041598547 | -3.91 |
| 2013 年 2 月 28 日 | 40458809.1 | 1258.4 | 64879370579 | -12.04 |
| 2013 年 2 月 27 日 | 40845908.22 | 1270.44 | 64939460924 | -2.41 |
| 2013 年 2 月 26 日 | 40923328.62 | 1272.85 | 64889386959 | -7.82 |
| 2013 年 2 月 25 日 | 41174947.45 | 1280.67 | 64889199298 | 0 |

资料来源：民生证券研究院

总体而言，黄金价格在货币相对宽松、各国经济均企稳的前提下，价格下跌空间有限。不过，若日本及欧洲等国货币严重超发，各国货币的相对贬值对美元的升值驱动或成为金价上行的阻力。因此，在这种胶着的状况下，黄金需要一些催化剂的刺激，例如：大规模战争等地缘政治因素，若无此因素，金价仍横盘震荡的可能性较大。

插图目录

| | |
|------------------------|---|
| 图 1: 美元指数与黄金价格对比 | 4 |
| 图 2: 中国货币供应量 | 5 |

表格目录

| | |
|---------------------------|---|
| 表 1: 三次 QE 对应黄金价格的涨幅..... | 3 |
| 表 2: 黄金 ETF 持仓情况..... | 6 |

分析师与联系人简介

黄玉，工商管理硕士，2008年加盟民生证券研究院，4年期货投资分析工作背景，4年多证券公司行业研究经验。曾获2009-2010年度今日投资举办的金属与矿业最佳分析师第一名；2010-2011年度新财富第五名；2010-2011年度金牛奖第二名；2011-2012年金手指奖第四名。

滕越，中央财经大学金融学硕士，北京理工大学工学学士，2009年加盟民生证券研究院，从事证券公司行业研究3年。曾获2010-2011年度新财富第五名；2010-2011年度金牛奖第二名；2011-2012年金手指奖第四名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深300指数涨幅20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | 回避 | 相对沪深300指数下跌10%以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 推荐 | 相对沪深300指数涨幅5%以上 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对沪深300指数下跌5%以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。