

有色金属

央行购金——越来越不容忽视的金价上涨动能

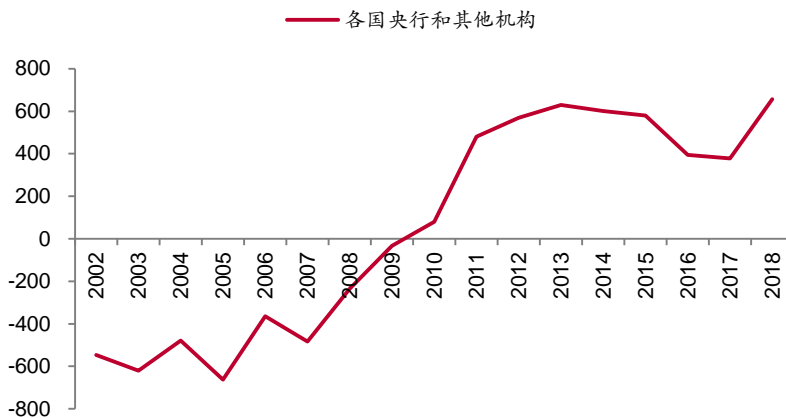
分析师：谢鸿鹤
电话：021-20315185
邮箱：xiehh@r.qlzq.com
S0740517080003

分析师：李翔
电话：0755-22660869
邮箱：lixiang@r.qlzq.com
S0740518110002

投资要点

- 事件：9月7日，人民银行发布了2019年8月官方储备资产。数据显示，2019年8月，我国外汇储备规模为31071.76亿美元，较7月末上升35亿美元。其中，我国黄金储备为6245万盎司（即1942吨），环比增加19万盎司（即5.9吨，mom 0.3%），这已经是人民银行连续9个月增持黄金。
- 1、回顾历史：2009年是世界央行购金行为的分水岭，各国央行由黄金净卖家转为净买家。回顾过往20年世界央行购金行为，2009年之前世界央行主要以销售黄金为主，根据GFMS数据，1987至2009年间，各中央银行共卖出7853吨黄金。然而，金融危机影响下各国央行购金行为模式发生重构，2010至2016年间，央行共购买黄金3297吨。

图表 1：央行购金行为（单位：吨）

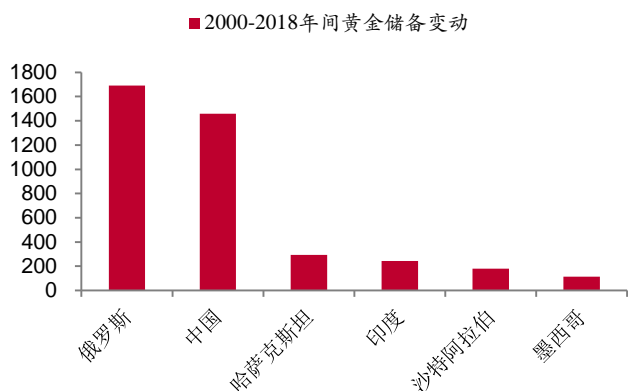


来源：WGC，中泰证券研究所

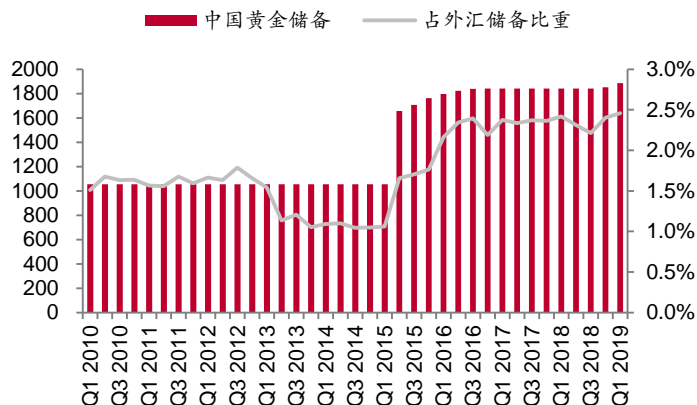
- 2、谁是购买主力？新兴市场，其中俄罗斯和土耳其央行表现突出，中国央行是新晋购买主力。根据世界黄金协会统计，2018年是俄罗斯央行连续第六年保持其黄金最大购买国地位的国家，另一个主要的收购国是土耳其。中国央行储备以美元为主，自2015年7月中国央行宣布增加黄金储备，这是自2009年4月以来首次增持黄金储备，自此中国成为新晋黄金购买主力国家。

图表 2：俄罗斯及中国是黄金购买主力国（单位：吨）

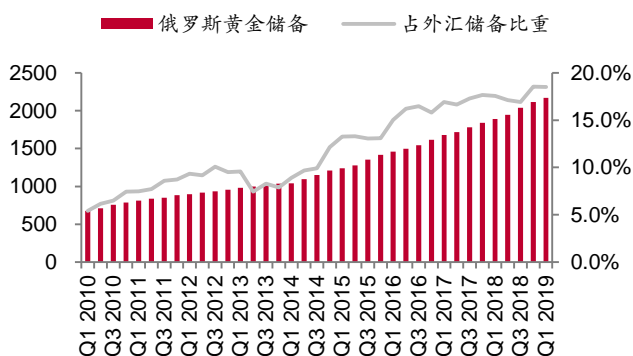
图表 3：中国黄金储备（单位：吨）



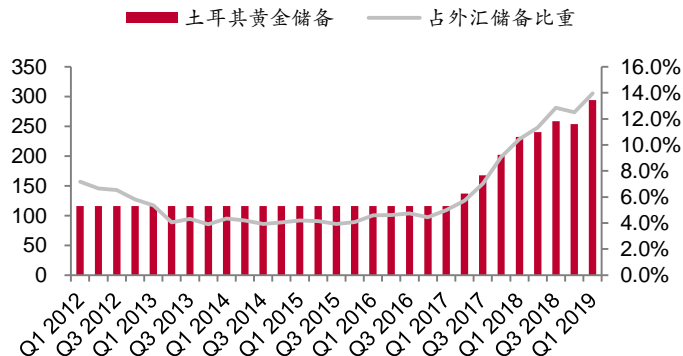
来源: WGC, 中泰证券研究所

图表 4: 俄罗斯黄金储备 (单位: 吨)


来源: WGC, 中泰证券研究所

图表 5: 土耳其黄金储备 (单位: 吨)


来源: WGC, 中泰证券研究所



来源: WGC, 中泰证券研究所

- 即便如此，新兴市场黄金储备比例仍明显低于成熟市场以及全球平均水平。虽然数月来中国央行连续增持黄金，截止 2019 年 8 月中国黄金储备占外汇储备比重仅提升至 2.7%，同期俄罗斯比重达到 19%，而全球平均水平在 16%，发达国家比重在 50-80%。

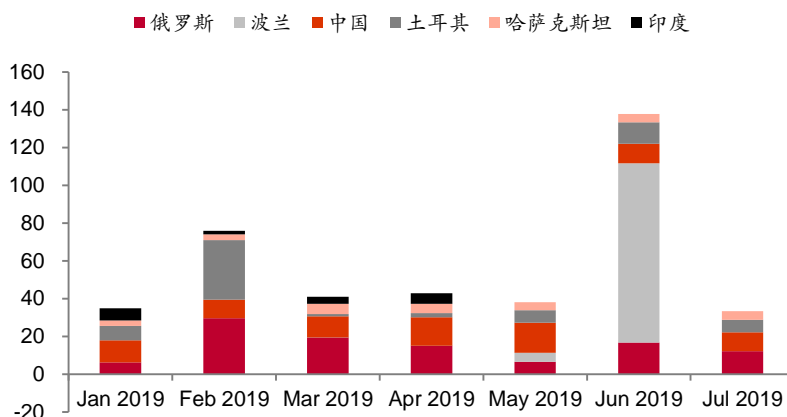
图表 6: 2019 年 8 月，世界各国黄金储备及占外汇储备比重

序号	央行	黄金储备/吨	黄金占外汇储备%
1	美国	8,133.5	76.0%
2	德国	3,366.8	71.9%
3	国际货币基金组织	2,814.0	
4	意大利	2,451.8	67.4%
5	法国	2,436.1	60.8%
6	俄罗斯	2,219.2	19.6%
7	中国大陆	1,936.5	2.8%
8	瑞士	1,040.0	5.7%
9	日本	765.2	2.7%
10	印度	618.2	6.5%
11	荷兰	612.5	67.7%
12	欧洲央行	504.8	27.0%
	欧元区(包括欧洲央行)	10,775.7	55.7%
	第四轮央行售金协定签署国	11,941.7	30.7%
	世界	34,407.6	

来源：WGC，中泰证券研究所

- **3、央行购金源于何？美元信任危机下，新兴国家基于货币多元化考虑积极增持黄金。**从经济角度来看，金融系统崩溃使得美元信用度弱化，新兴市场国家意识到占全球央行储备约三分之二的美元资产需要配置多元化。从政治角度来看，新兴市场国家也希望摆脱对单一货币的依赖，而全球金融市场暂时没有其他货币可以与美元分庭抗礼，出于扩大外汇储备多样性考虑，以及在政治经济局势不稳定的环境下减少对美元、欧元的依赖，增持黄金也成为一种顺其自然的选择。

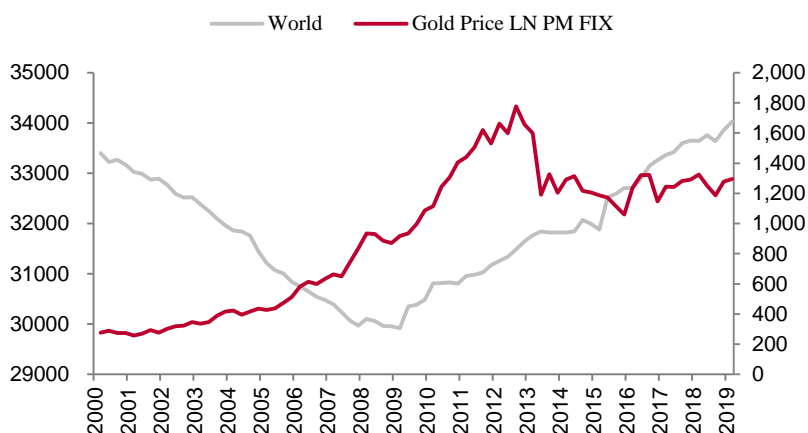
图表 7：2019 年初至今黄金主要买家（单位：吨）



资料来源：WGC、中泰证券研究所

- **4、央行购金规模与黄金价格走势相关性虽然较弱，但仍是影响黄金需求的重要变量之一。**从央行购金规模与金价表现来看，整体相关度并不高，这也很容易解释——央行购金更多考虑的自身资产储备多元化，并非考虑的金价因素。但随着央行购金规模的增加，可以看到近年来央行购金总量占黄金需求总量的比重不断提升，2018 年三季度央行购金总量占黄金总需求量的比重一度达到 21%，可以确定的是央行购金仍是影响黄金需求的较大变量之一，购金行为变化对金价的影响或许不容忽视，当购金行为足够强劲时，有望助推金价上涨。站在当前时点来看，全球经济下行及宽松周期延续的大背景下，在美债实际利率趋势性回落下，黄金价格仍处于上行通道中，我们认为在目前不确定的国际政治环境背景下，各国积极储备黄金，购金行为有望成为未来金价继续上涨的动力之一。

图表 8：央行黄金储备与黄金价格走势弱相关（单位：吨，美元/盎司）



资料来源：WGC、中泰证券研究所

图表 9: 黄金季度供需平衡表 (单位: 吨, 美元/盎司)

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
供应量 (吨)														
金矿产量	823	829	857	890	812	852	884	898	843	869	883	906	848	883
生产商净对冲额	56	24	(18)	(24)	(16)	(9)	8	(9)	38	(38)	(24)	11	2	(11)
再生金量	354	340	331	256	285	281	316	274	275	290	319	284	287	315
总供应量	1233	1193	1170	1121	1082	1125	1208	1163	1155	1121	1178	1201	1137	1187
需求量 (吨)														
加工量 (金饰+科技) 小计	559	534	597	650	627	627	623	710	611	616	675	715	617	636
金条和金币总需求量	272	221	200	379	304	249	233	260	261	248	302	284	258	219
黄金ETFs及类似产品	374	224	145	(168)	98	62	13	33	27	34	(104)	113	40	67
各国央行和其他机构	111	85	89	110	92	96	97	94	85	153	253	166	150	224
黄金需求 (制造基础)	1316	1064	1031	972	1121	1035	967	1096	984	1051	1125	1278	1065	1146
顺差/逆差	(82)	128	140	150	(39)	90	241	67	172	71	53	(77)	72	41
总需求	1233	1193	1170	1121	1082	1125	1208	1163	1155	1121	1178	1201	1137	1187
LBMA黄金价格 (美元/盎司)	1183	1260	1335	1222	1219	1257	1278	1275	1329	1306	1213	1226	1304	1309
央行购金/总需求	9%	7%	8%	10%	9%	9%	8%	8%	7%	14%	21%	14%	13%	19%

资料来源: WGC、中泰证券研究所

- **风险提示:** 宏观经济大幅波动风险, 美国经济超预期走强的风险, 美国通胀超预期回落的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

