

# 黄金始终独领风骚

## 核心观点

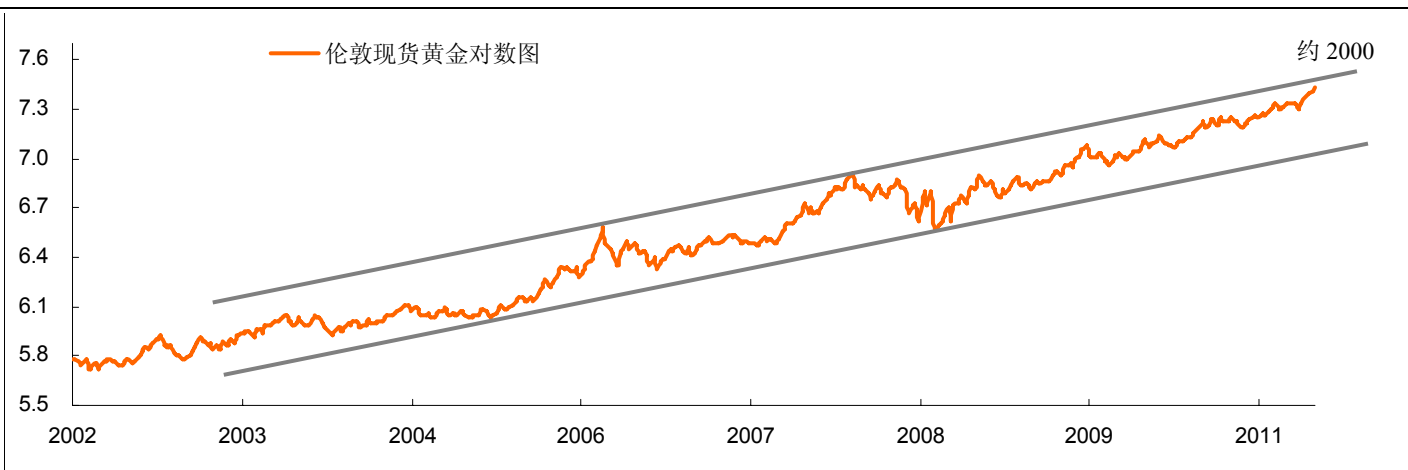
**黄金价格长期看好:** 基于黄金强劲的基本面我们依然看好黄金的未来一段时期的表现。我们认为年内黄金价格主要由通胀以及避险属性的双轮驱动,在相当长一段时期内,全球负利率的状况不会发生逆转,这将为黄金价格提供支撑,而短期内风险事件催生的避险买盘会使黄金价格加速上涨。

**短期可能面临回调压力:** 黄金净多持仓处于历史高位,同时价格也处于严重超买,我们预期随着美国债务事件的平息,黄金价格将出现回调,但不会跌破区间下沿,回调是逢低买入的机会。

**投资策略:** 我们建议投资者在黄金调整阶段可以买入黄金,黄金价格今年/明年目标价位为 2000/2300 美元/盎司。同时我们建议投资者进行更为稳健的多黄金/空白银的操作,按历史高点测算或有 100%的获利空间。

**风险提示:** 当前黄金面临的直接威胁是经济会否陷入衰退,历史上的经济衰退都拖累金价的表现,而我们的基本假设是全球性的衰退不会发生。

图:伦敦金长期上升态势依然完好,中短期目标看至2000美元/盎司



资料来源:WIND、平安期货研究所

✉: dept\_paqhyjs@pingan.com.cn  
研究所

✍: 简翔  
☎: 86-755-23946145  
✉: jianxiang247@pingan.com.cn

✍: 李斌  
☎: 86-755-82563929  
✉: libin719@pingan.com.cn

## 1、全球市场动荡不安，黄金价格屡创新高

近期国际市场跌宕起伏，全球避险情绪激增，并持续推升黄金价格。

一方面欧债问题层出不穷，战火已由希腊烧至意大利、西班牙，欧盟意图通过联手救助法案避免希腊违约，但意大利已经后院失火，CDS 价格飙升，融资成本短期内暴增，并对后续融资构成威胁。

另一方面美国国债上限问题虽在最后一刻得以解决，但标普却调低其维持了 94 年的 3A 评级，进而引发全球股票与商品市场恐慌性抛盘，随后标普调低了部分持有美国国债的机构评级，其中包括淡出市场视野的两房。更有传闻，标普准备调降法国评级，法国 CDS 价格开始急升。

黄金在这个阶段其避险属性表露无遗，其价格在 1600 美元/盎司短暂徘徊后，快速拉升突破 1750 美元/盎司，基本已经超越大部分市场分析所预测的高点，现在的问题是，错过了前一轮黄金盛宴的投资者，现在买黄金还是一笔划算的买卖吗？

事实上黄金并不是单纯的由避险情绪推动，我们认为黄金价格之所以能够进入持续十年的黄金大牛市，与其强劲的基本面不无关系。从整体来看黄金的需求呈逐年上升的态势，但是供给受限，这是黄金牛市背后最大的推动因素。

图1：法国CDS大幅上升

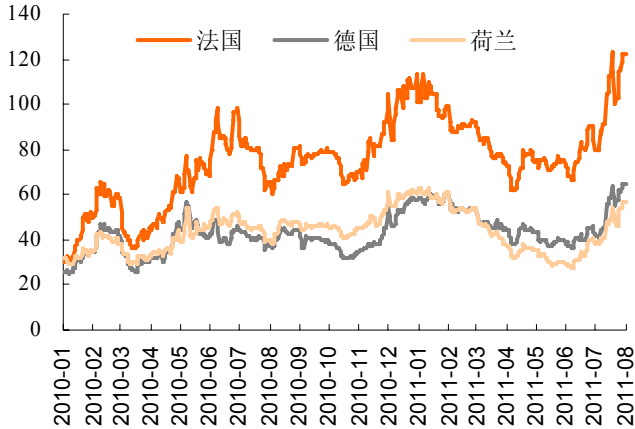
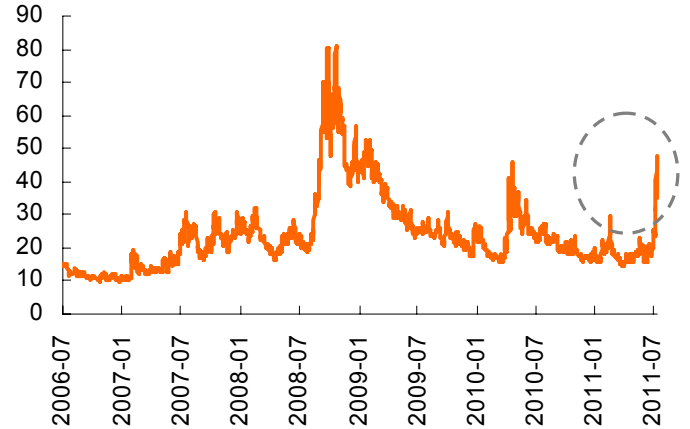


图2：VIX指数显示全球避险情绪激增



资料来源：WIND、平安期货研究所

## 2、黄金需求上升将继续提振金价

### 金价提振黄金整体需求持续上升

近年来黄金价格快速上升自 2000 年来，黄金年均增长 24.6%。进入 2011 年国际宏观局势不稳，黄金得益于其商品/货币双重属性，价格根式快速攀升，近期突破 1700 美元/盎司大关。但与其他商品不同的是黄金价格的高企反而刺激了黄金需求的上升，反过来并为金价提供了支撑。

### 投资需求的大幅上升抵消了黄金实物金需求的下降

从需求的细分项来看，占黄金需求 56%的首饰金的确受到金价上涨的抑制，但是近年来全球市场波动频繁，通胀/衰退黄金的投资需求得到激发，投资需求的上升弥补了实物需求的下降，因此总体来看，黄金需求不降反升。

黄金的商品/货币属性使其在应对通胀/避险等需求方面游刃有余，因此成为机构投资者以至散户非常重要的配置标的，作为投资者持仓兴趣的重要指标，黄金 ETF 持仓量与价格一路上涨，显示市场对黄金的兴趣不曾消退。

受黄金投资收益的影响，投资者将持续关注黄金带来的机会，我们预期黄金的需求在 2011/2012 年度仍将维持增长。

图3：投资需求上升抵消了首饰需求的下降

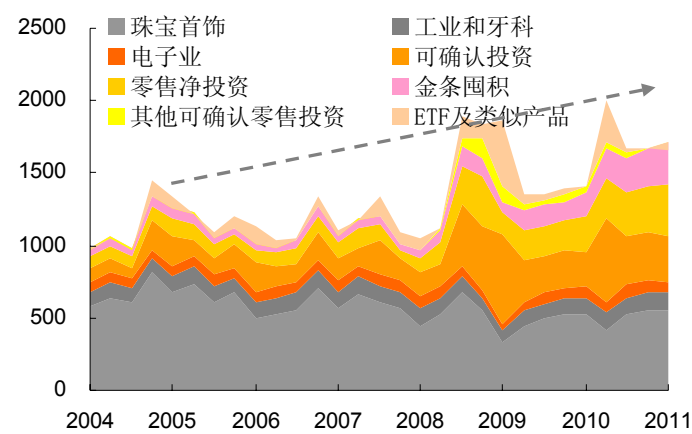
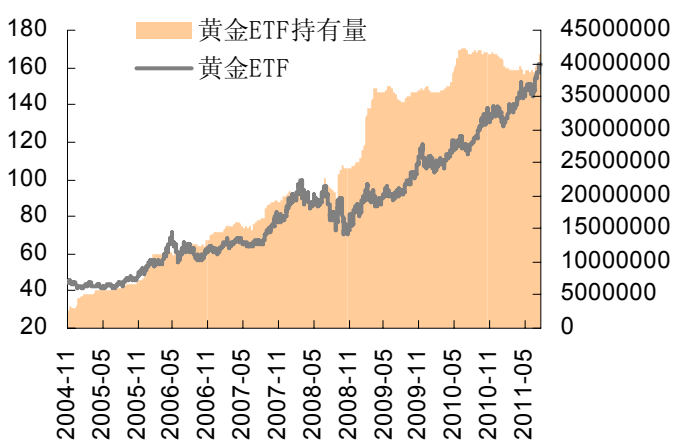


图4：黄金ETF持续得到市场追捧



资料来源:WIND、平安期货研究所

### 3、受制于矿产储量黄金供应无法快速提升

#### 黄金矿山产量增长有限

金融危机后的 2009 年金价飙升，也刺激了矿产量的小幅提升，但矿产量的增长远远不能赶上需求增长的速度，事实上，很大程度上当前黄金需求是由回收而非矿产金来满足的。究其原因，全球黄金储量呈下降趋势，尽管黄金开采公司尽力发掘更小和更贫瘠的矿脉，但新开采黄金的困难越来越高，可开采黄金资源的不断减少，这也是当前黄金牛市基本面背后的逻辑之一。

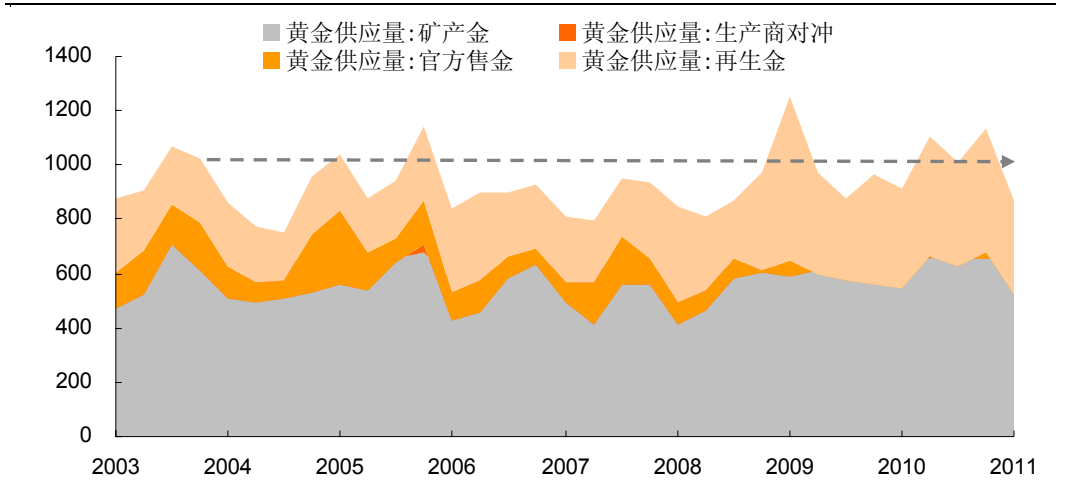
#### 央行由售金转为买金

黄金一个最大的利好是央行的角色由黄金的卖出者变为黄金的买入者。1980年后，各国央行开始大规模抛售手中黄金，是黄金长达 20 年熊市的重要原因之一，1999 年欧洲黄金销售协议的签署限制了各个央行每年的黄金抛售上限，为随后而来的黄金牛市奠定了基础。而近年来随着金价的高涨以及全球货币的大幅动荡，黄金成为各国央行最受欢迎的资产之一，并从黄金的出售方转为买入方，更是刺激了金价的上涨。

#### 生产商对冲头寸开始保持稳定

生产商对冲是黄金的另一重要供应来源，生产商一般都会在黄金期货上抛空以对冲价格下跌风险，锁定经营利润。但近年来，随着黄金价格的高企，卖出套保反而妨碍了利润的提升，生产商都纷纷开始削减在黄金上的空头头寸，使得黄金的供应进一步紧张。

图5：黄金供应量始终保持稳定，其中矿产金增量的下降以及央行售金的减少是主要原因



资料来源:WIND、平安期货研究所

#### 4、通胀与避险双轮推动下，黄金前景持续看好

##### 长期看好黄金理由：通胀

我们认为黄金强劲的基本面只是价格上升的前提，黄金作为一种特殊的商品，更多的受到宏观经济的影响，而通胀是刺激黄金价格长期上涨最为根本的原因。衡量通胀是否过度以刺激金价的指标是实际利率是否为负。一般来讲在负利率的情况下，黄金呈持续上涨的状态。以年为观察单位，1970年到2011年这40年的时间里，实际利率有30年为正，10年为负，而这10年负利率的背景下，只有1975年一次黄金价格下跌，当时背景是联储连续加息，其余时间黄金都呈上涨态势。

近两年来负利率的持续是黄金价格加速的主要原因，这也是我们继续看好黄金的基础假设。我们认为在2013年以前美联储难以调高其基础利率，而通胀仍将保持稳定，这意味着负利率仍将在相当长的一段时期内持续。另外从黄金自身的价格规律来看，尽管黄金的绝对价格已经远远超越1980年，但是从剔除通胀的价格来看，目前离历史高点仍有一段距离，这是我们看好黄金的另一重要原因。

##### 短期看好黄金的理由：避险

近年来国际市场风险事件不断，各国货币以及货币对剧烈波动，黄金的货币属性开始再度获得市场重视，每当有风险事件黄金都会获得市场的青睐。但是在布雷顿森林体系早已解体的时代，黄金价格长期上升的动力来源于通胀而非避险，一旦发生全球衰退，黄金会跟随其商品属性而大幅下跌，历史上的规律都是如此，而2008年金融危机黄金的表现就是最近的例证。

图6: 负利率时期, 黄金表现出色

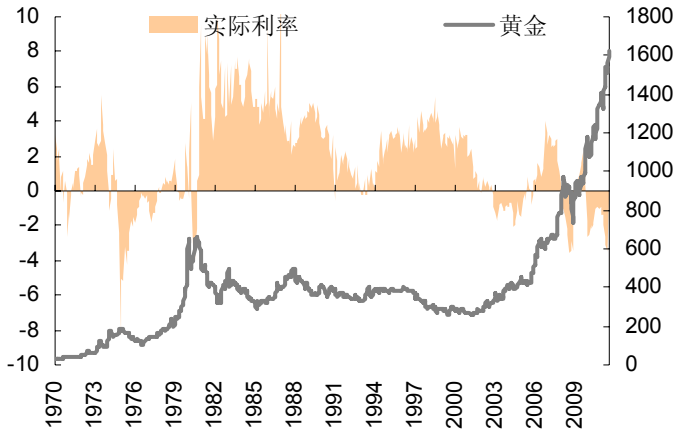
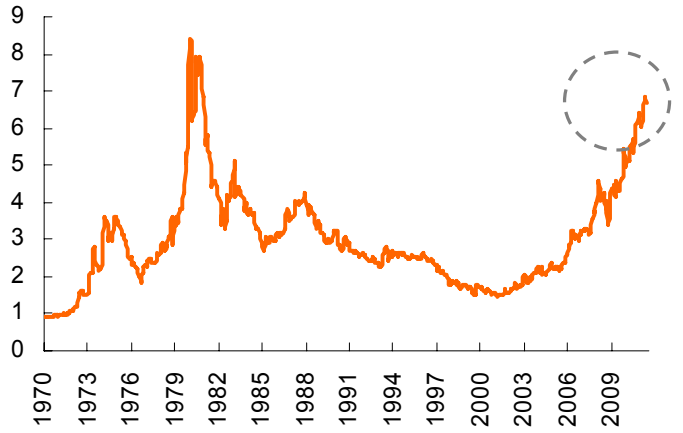


图7: 剔除通胀后的金价尚未到达历史高位



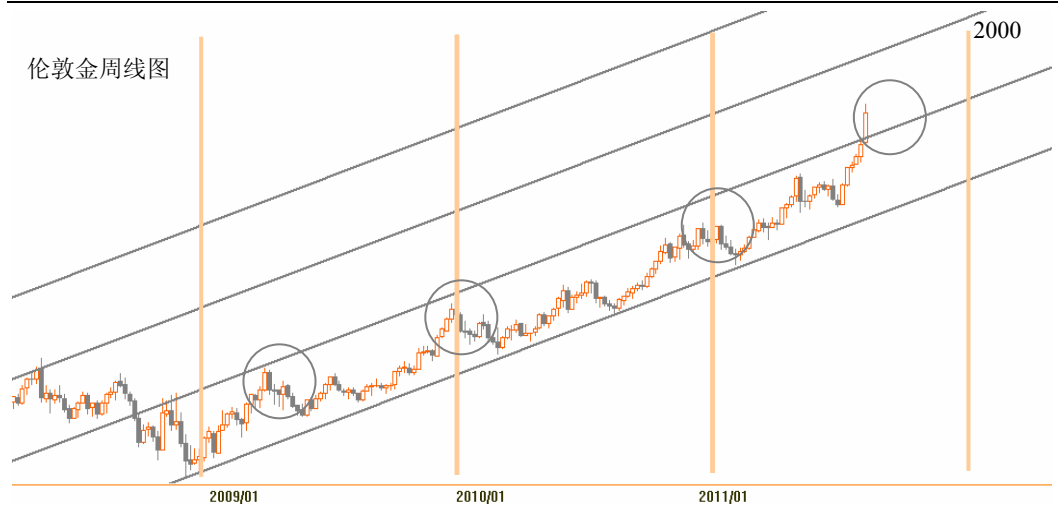
资料来源:WIND、平安期货研究所

## 5、投资策略：一种观点、两种策略

### 黄金多头，逢低买入

综上所述，我们认为黄金仍有继续上涨的空间，按去通胀后的金价来看，今年/明年的目标位为 2000/2300 美元/盎司。技术角度以上推论同样成立。

图8: 伦敦金突破长期价格通道, 开始跨区间上涨



资料来源:WIND、平安期货研究所

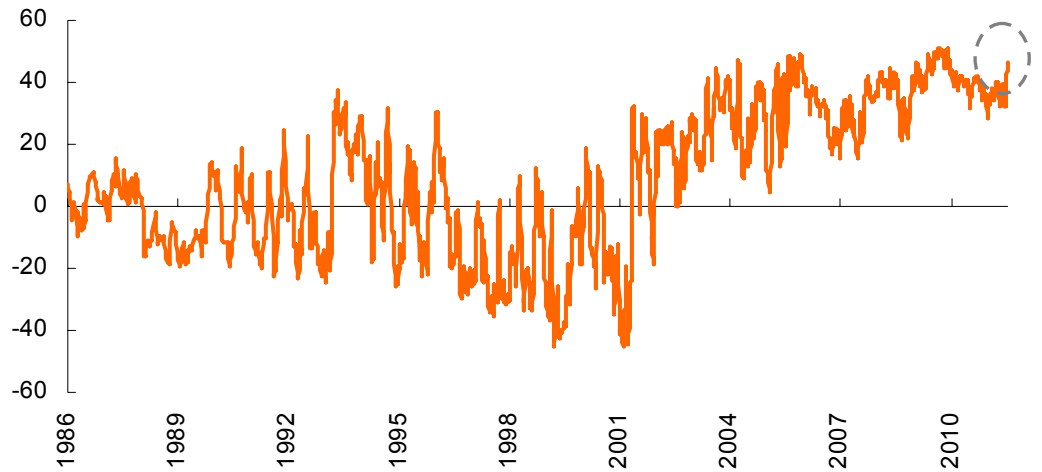
从中线的周期循环规律分析，黄金自 09 年以来，显现出约 55 周的顶部循环特征。这预示着，目前顶部形成的时间窗口未至，下次震荡寻顶时间应在四季度末。

此外，依照以上时间窗口，根据平行通道线来测算空间，对应该时间窗口的点位分别是 2000 美元/盎司（上级通道）、2300 美元/盎司（上二级通道）。

但是需要注意的是，短期内黄金已经严重超买，如果未来一段时间，全球性的风险事件趋于缓和，那么黄金有调整的需要。而从形态遗传的角度来看，黄金在快速拉升后，往往很快进入强势整理阶段，本次有可能回落至 1600 美元/盎司一线，这将为

投资者提供极佳的买入机会。

图9: 黄金净多持仓已经接近历史高位



资料来源:WIND、平安期货研究所

### 考虑多黄金/空白银的套利仓位

相对于单纯买入黄金而言，我们更加建议多黄金/空白银的对冲组合。黄金与白银都属于贵金属，但由于用途的不同白银的商品属性远远高于黄金，因此白银的涨跌还是非常显著地受经济活动的扩张和收缩的影响，而黄金受此类影响相对较弱，更多得反映了抗通胀以及避险的属性。

图10: 白银每隔2-3年，就有加速向黄金靠拢的规律

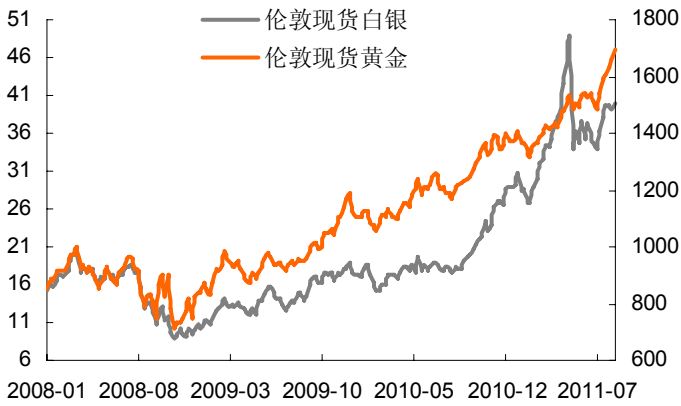
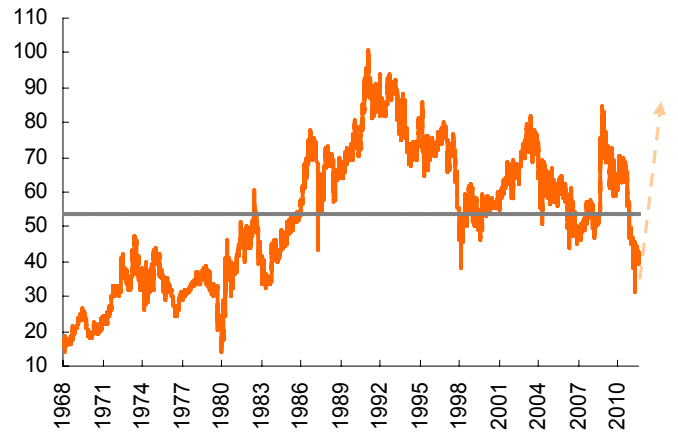


图11: 买黄金/空白银的策略进入重大机遇期



资料来源:WIND、平安期货研究所

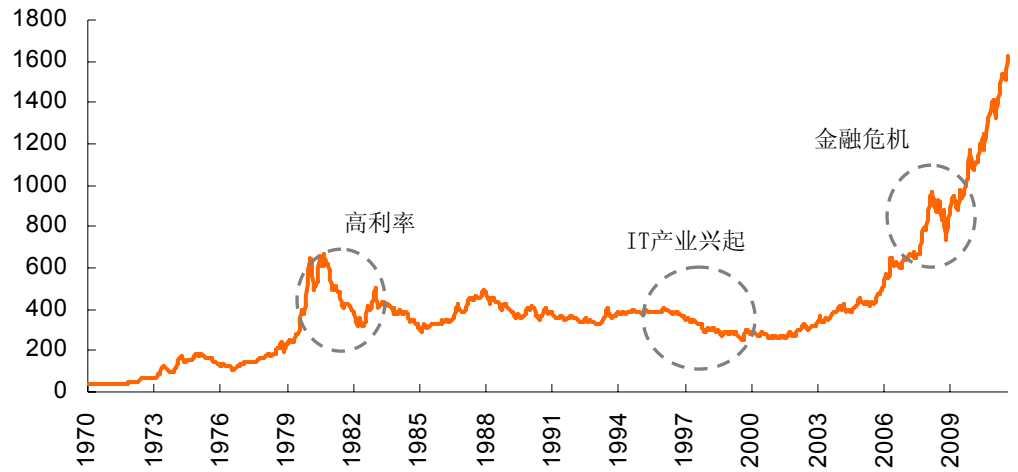
回顾 1997 年以来金银比价的大幅波动，基本都逃不出这个框架。2001 直至 2003 年，黄金对白银大幅上升，究其原因是 911 后全球经济遭受重创，白银需求大减，但黄金受益于避险需求持续上升；2003 年 5 月之后全球经济开始活跃，白银需求激增，3 年间白银价格暴涨 185%，但黄金价格只是上涨 65%，金银比价开始回落；而金融危机期间，黄金对白银价格再度跳升，这段时间内白银价格暴跌 44%，但黄金价格只是调整了 11%，金银比价再度上升。



目前受益于经济复苏的金银比价已经降至历史低位，我们预期未来一段时期，全球经济虽然不会陷入衰退，但增速会放缓，这将为多黄金/空白银的对冲组合提供巨大的驱动力。当前的金银比值在 40 左右，如果能上升至高位 80，获利空间将相当可观。

## 6、风险提示：警惕二次探底带来的风险

图12：黄金上涨趋势逆转的三大原因



资料来源:WIND、平安期货研究所

导致黄金价格趋势改变的因素有三：经济衰退、经济过强、高利率。经济衰退导致黄金价格下挫的原因上面已经论述。经济过强会导致有更好的投资标的出现并吸引资本的关注，例如上世纪 90 年代 IT 产业的兴盛时期正是黄金价格最低迷的时期。而高利率会刺破通胀并导致经济衰退，历史上唯一一次是 1980 年底到 1982 年，对应黄金价格由 850 美元/盎司下跌到 305 美元/盎司，而更短的时期 1988 年与 2008 年都发生过因经济衰退而短暂回调的情况。

我们预期第二、三种风险出现的概率极低，投资者需要注意的是经济二次探底带来风险。全球经济目前正进入回落的小周期，无论是经济的先行还是同步指标都警示了风险的可能性，而最近全球性的金融市场暴跌则可能是情况恶化，具体分析请看商品周刊《杜鹃不鸣，应待之鸣》中关于经济二次探底的分析。

我们的基本假设仍然是经济二次探底的情况不可能发生，全球风险事件依然是对市场的短期扰动，黄金基于其货币属性将获得短期利好。中国经济将在四季度完成本轮库存周期的下降阶段，并进而新一轮的再库存阶段，而美国经济将保持稳定，但增长速度将放缓。

**风险提示:**

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券,期货交易。市场有风险,投资需谨慎。

**免责条款:**

此报告旨在发给平安期货有限公司(以下简称“平安期货”)的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司2011版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安期货有限公司 研究所**

地址:深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服: 400 8888 933

电话: 0755-8378 8578

传真: 0755-8378 5241

邮编: 518031

网址: <http://futures.pingan.com>