

需求续降，熊市格局未变

——黄金跟踪报告

内容摘要

中国大妈仍未解套。受美联储延迟缩减QE预期与叙利亚紧张局势升温影响，8月底黄金最高上涨至1430美元/盎司，但中国大妈大都却仍未解套。

美国QE缩减，静待数据改善。尽管9月18日美联储称，继续维持当前QE规模不变，缩减QE还需经济数据改善，但我们认为美国经济数据依旧处于逐步改善过程中，美国QE缩减的条件也将逐渐成熟，远期黄金看跌的宏观背景并没有改变。

投资需求主导黄金价格。珠宝首饰与投资是黄金的主要需求，前者与价格成反比，后者与价格成正比。由于投资需求价格弹性远大于珠宝首饰需求价格弹性，因此，黄金投资需求下降将导致黄金价格进一步回落。

投资策略：反弹接近尾声，熊二将启。我们认为此轮黄金“高级别反弹”已接近尾声。随着未来美国QE缩减开启，黄金将在漫长的熊市二期中展开。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn
研究所 金属研究小组

✉: dept_paqhtzxb@pingan.com.cn
投资咨询部 整理/分发

✍: 朱春明

☎: 86-755-23962077

✉: zhuchunming613@pingan.com.cn

📖: 期货从业资格:F0299796

1、告别黄金神话——深度分析

2013.05.23

目 录

目 录.....	2
一、引子：中国大妈仍未解套.....	3
1、中国大妈对决华尔街，仍未解套.....	3
2、基本面尚未出现根本性改变.....	3
二、宏观：美国 QE 缩减，静待数据改善.....	4
1、非农数据疲软，但失业率下降超预期.....	4
2、通胀缓慢回升，但依旧温和.....	5
3、菲利普斯曲线：失业率继续下降，远期通胀或回升.....	6
三、供求：投资需求主导黄金价格.....	7
1、珠宝首饰与投资是黄金的主要需求.....	7
2、珠宝首饰需求与价格成反比，投资需求与价格成正比.....	8
3、投资需求弹性大于珠宝首饰需求弹性，投资需求主导黄金价格.....	8
四、投资策略：反弹接近尾声，熊二将启.....	10
1、“高级别反弹”接近尾声.....	10
2、“熊二将启”，维持战略看空.....	10
五、后记：中国大妈淡定观望.....	12

一、引子：中国大妈仍未解套

1、中国大妈对决华尔街，仍未解套

受美联储退出 QE 影响，今年 4 月中旬国际黄金跌破 1400 美元/盎司，中国大妈在 4 月-5 月逆势千亿抢购黄金 300 吨，预计建仓成本在 1380-1500 美元/盎司之间。6 月下旬，美联储货币政策会议强化 QE 退出预期，黄金因而再度暴跌，一度跌至 1180 美元/盎司，中国大妈深套 200-350 美元/盎司。中国大妈对决华尔街第一回合，华尔街暂时领先。

7-8 月份，美国经济数据好坏参半，市场对美联储延迟 QE 的预期有所升温，而恰在此时，叙利亚紧张局势升温，受这两方面利多因素推动，黄金最高上涨至 1430 美元/盎司，中国大妈入市后也首次迎来“解套良机”。但从新闻媒体报道来看，并未出现抛售实物黄金现货的消息，同时也没有中国大妈再度入市抢购黄金的消息。中国大妈在被套后，入市更为谨慎，观望情绪厚重。

2、基本面尚未出现根本性改变

回顾我们此前的研究报告（详见 5 月黄金专题报告《告别黄金神话》）不难发现，主导黄金走势的货币体系、政治博弈、经济动力、资金流向、资产配置等多个持续性利空因素并未发生根本性变化。尽管 9 月份美联储没有如期缩减 QE，但长期来看，美国退出 QE 并进入加息周期都是必然的。因此，我们认为 6 月份以来的黄金仅仅是“高级别反弹”，后市依旧维持偏空格局。

图1-1: 受QE缩减延迟与叙利亚局势紧张推动，黄金出现短暂性的“反弹”



资料来源：Wind、平安期货研究所

二、宏观：美国QE缩减，静待数据改善

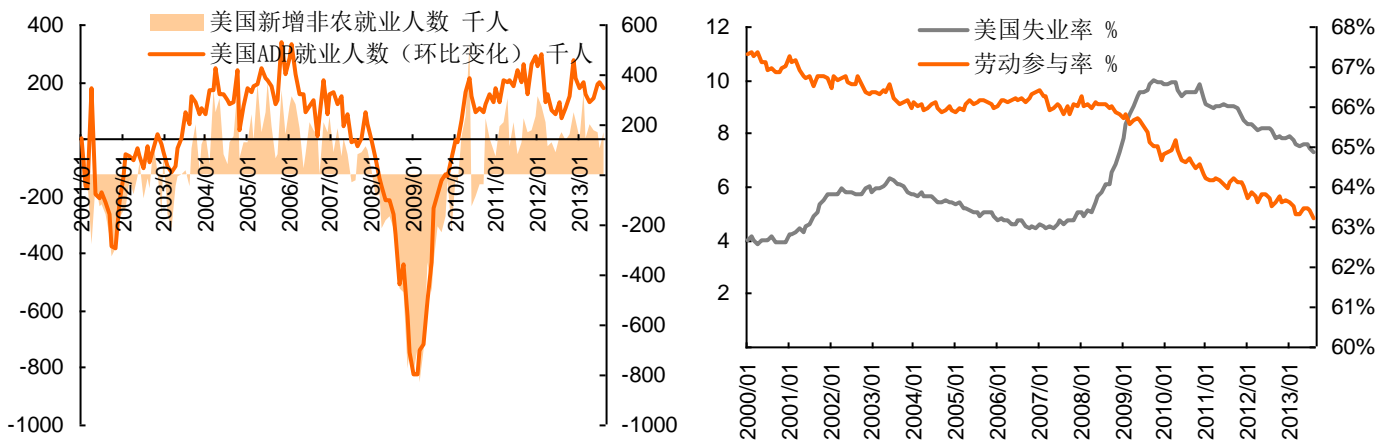
在进入伯南克时代后，美联储的货币政策目标始终是围绕着“充分就业”与“物价稳定”来制定的。2008年美国次贷危机发生后，美联储连续推行了4次量化宽松(QE)政策，这一空前的“宽松政策”不仅使得美国经济逐渐复苏，就业市场逐渐改善，而且并没有带来显著的通胀。随着失业率逐渐回落，未来美国有可能朝着接近“充分就业”目标迈进，为此，美联储也制定了“有序”的QE退出计划。

1、非农数据疲软，但失业率下降超预期

今年6月份美联储会议上，美联储给出了明确的QE退出门槛与货币政策前瞻指引。美联储6月份会议纪要显示：大部分委员支持在今年晚些时候（预计四季度）根据就业市场状况开始缩减QE规模，当失业率降至7.0%以下时，美联储预计将结束QE；在失业率降至6.5%之前的相当长一段时间内，美联储将继续维持当前利率水平。

但随后的7、8月美国经济数据出现了些许疲软迹象，就业市场数据出现了一些矛盾。一方面，美国7-8月份失业率分别下降至7.4%与7.3%，与6月份7.6%的失业率相比，失业率下降幅度显著超出市场预期；另一方面，美国新增非农就业数据不甚理想，三季度数据两度被下调，6-8月份新增非农就业人口分别为17.2万人、10.4万人与16.9万人，远低于市场预期值每月18-20万人。

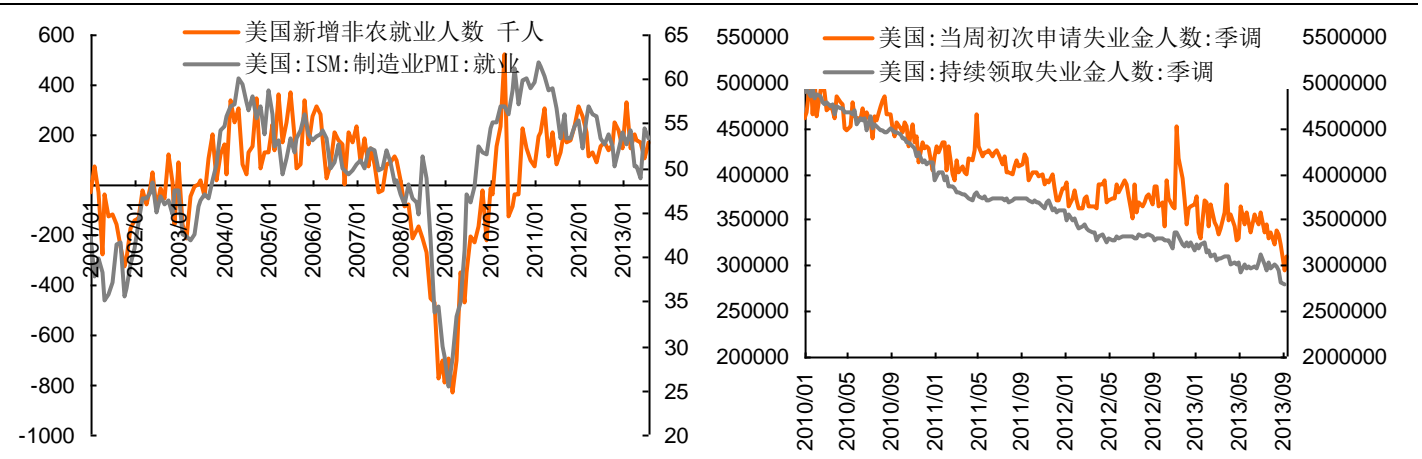
图2-1: 美国失业率超预期下降，但新增就业却低于预期，缩减QE失业率门槛有向下修正需要



资料来源：Wind、平安期货研究所

理论上，新增非农就业人数下降，而失业率不升反降，这必然是由于部分劳动者放弃了寻找工作，但与之矛盾的是，美国ISM制造业就业分项指数反弹，申请失业救济金人口大幅下降。因此，非农数据疲软或有其他因素影响。

图2-2: 美国ISM制造业就业分项指数改善, 申请失业救济人数大幅下降, 这与新增非农就业人口存在矛盾



资料来源: Wind、平安期货研究所

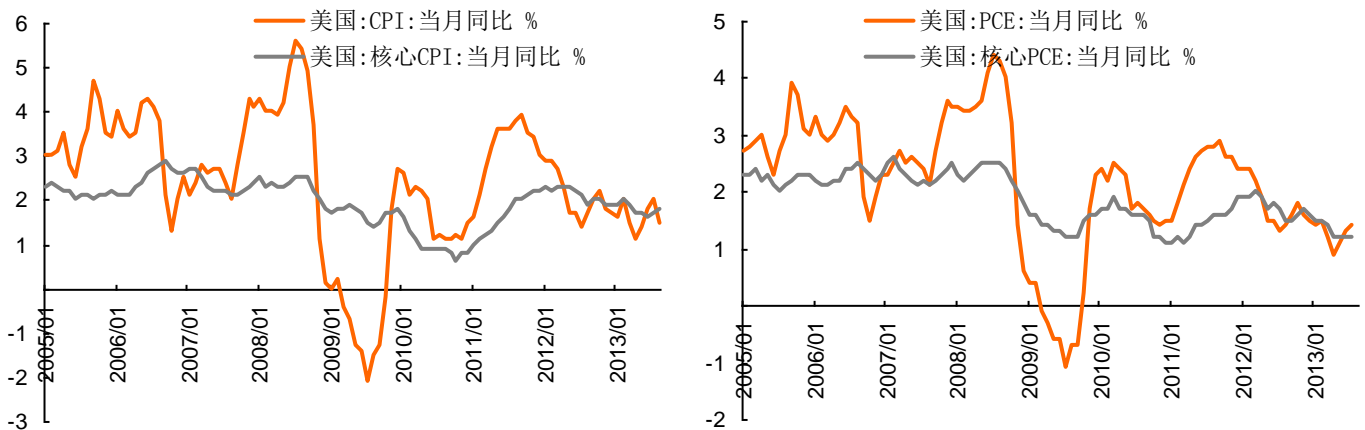
对此, 美联储选择了更为谨慎的处理方式, 9月18日, 美联储并没有如市场所期待开始缩减QE, 而是选择了“观望”, 美联储声称需要等待经济数据的进一步改善。这意味着, 失业率未能真实地反映非农就业数据状况。因此, 后续美联储有可能下调(6月货币政策纪要)结束QE的7%失业率门槛¹, 但目前美国非农就业人口依旧保持较快增长, 失业率稳定下降, 申请失业救济金人口持续下降, 这都将推动美联储最终结束QE。

2、通胀缓慢回升, 但依旧温和

美联储前瞻指引中多次强调, 在失业率降至6.5%并且通胀率不高于2.5%以前, 美联储将继续维持当前极低的联邦基金利率。由此可知, 尽管美国经济持续复苏, 就业市场逐渐好转, 失业率逐渐下降至6.5%, 但这不足以令美联储“加息”。通胀率达到2.5%是美联储加息的必要条件。这主要是因为通胀率的上升, 有助于维持相对较低的实际利率, 从而为投资增长留有更宽松的余地, 投资是促进经济增长的重要支柱。目前, 美国核心CPI为1.8%, 核心PCE为1.2%, 均低于2%的长期目标值, 更是低于加息的必要条件2.5%的通胀率。

¹ 事实上, 美联储9月18日货币政策声明中, 下调了2013-2014年失业率预期值: 2013年末达到7.1-7.3%, 2014年达到6.4-6.8%

图2-3：通胀率依旧远低于美联储2%的长期目标值



资料来源:wind、平安期货研究所

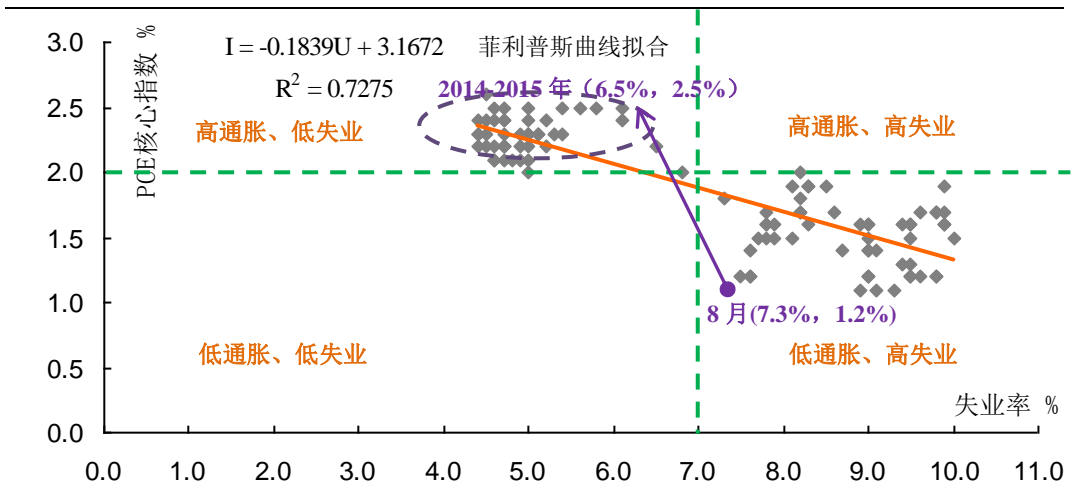
3、菲利普斯曲线：失业率继续下降，远期通胀或回升

由于当前美国就业市场出现矛盾，而通胀率依旧偏低，美联储选择维持当前QE规模不变，这是理所当然。对于未来美国失业率与通胀率之间的关系，宏观经济学中“菲利普斯曲线”给货币政策提供了意义非凡的参考。菲利普斯曲线揭示了通胀率与失业率之间此消彼长的长期关系。

大多数情况下，经济体都处于“低通胀、高失业”或“高通胀、低失业”状态，美国也不例外。2008年金融危机前，美国一直处于“高通胀、低失业”状态；但2008年金融危机后，美国经济持续恶化，迅速转变为“低通胀、高失业”状态，为了扭转这一局势，美联储推出了空前的4次量化宽松（QE）政策，失业率与通胀率逐渐好转。

倘若以美联储退出QE的7%失业率与2%核心PCE作为“门槛”，那么，美国正在一步一步地向“高通胀、低失业”（下图第二象限）方向迈进。菲利普斯曲线的规律告诉我们，随着美国失业率的逐渐降低，远期通胀也将随之上升，因此，未来美联储必然结束QE，并且逐步上调联邦基金利率，以便遏制通胀破坏经济结构。

图2-4：菲利普斯曲线：退出QE的门槛越来越近，但上调联邦基准利率还有待通胀率上升



资料来源: Wind、平安期货研究所

三、供求：投资需求主导黄金价格

黄金具有典型的金融属性与商品属性。金融属性方面，黄金具备一定的投资价值，具有对冲通胀的功能；商品属性方面，黄金是珠宝首饰的重要原材料，并且具备一定保值功能，另外，部分电子工业以及牙科也需要消耗部分黄金。黄金的这种独特需求结构，使得黄金价格极具波动性。

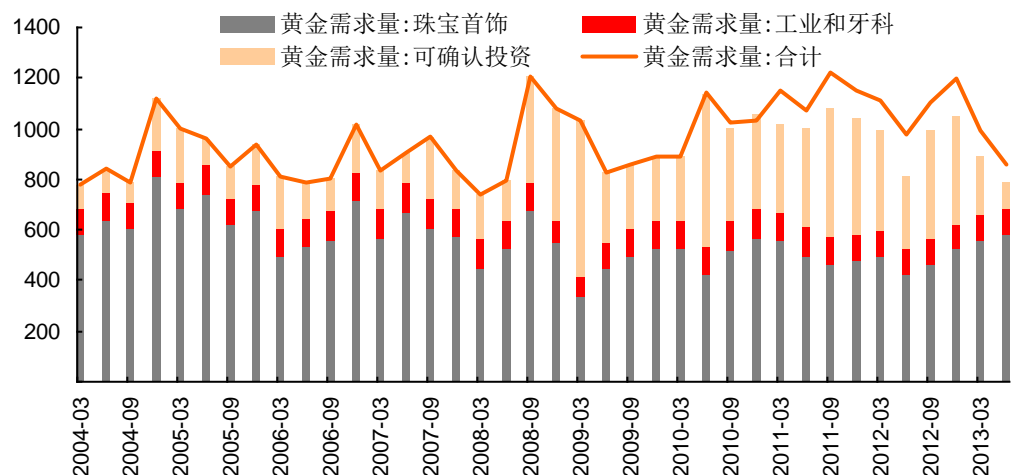
1、珠宝首饰与投资是黄金的主要需求

黄金作为一种独特的贵金属，具有金融属性与商品属性。一方面，黄金在过去的千年历史中一直是世界通用的“货币”，但随着上世纪 70 年代布雷顿森林体系的崩溃，黄金的货币职能逐渐沦陷，目前仅存在部分价值职能与贮藏职能。而正是这两个重要功能的存在，才使得黄金存在金融属性。另一方面，黄金作为珠宝首饰与部分电子工业产品的重要原材料，它也具备较为典型的商品属性。

因此，黄金的属性特征决定了黄金的需求结构。从商品需求的角度来看，黄金需求可以分为珠宝首饰、工业与牙科、可确认的投资三类需求，而其中可确认的投资可以分为零售净投资与 ETF 类似产品投资，再往下分，零售净投资又包括金条的囤积、硬币、纪念币与奖牌三个子分类。

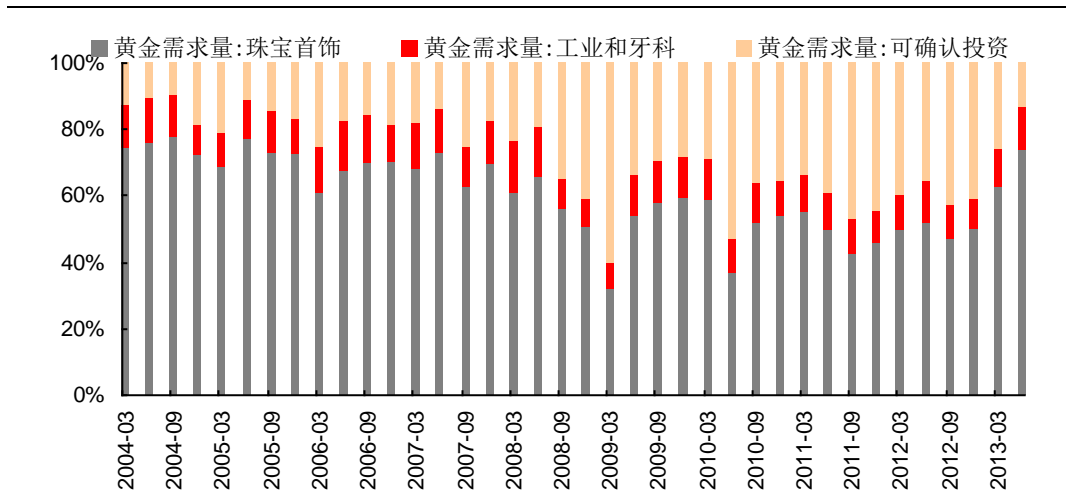
由以下两个图可知，珠宝首饰需求依旧是黄金需求的主力，贡献了大概 60% 的总需求，全球每个季度需求在 500-600 吨之间；而可确认投资相对变化较大，全球每个季度的需求一般在 100-500 吨之间不等，波动相当之大。而工业与牙科需求则相对稳定，一直在 100-110 吨之间。

图3-1: 各种类型需求占比情况



资料来源：Wind、平安期货研究所

图3-2: 珠宝首饰与投资需求是黄金需求的主要贡献



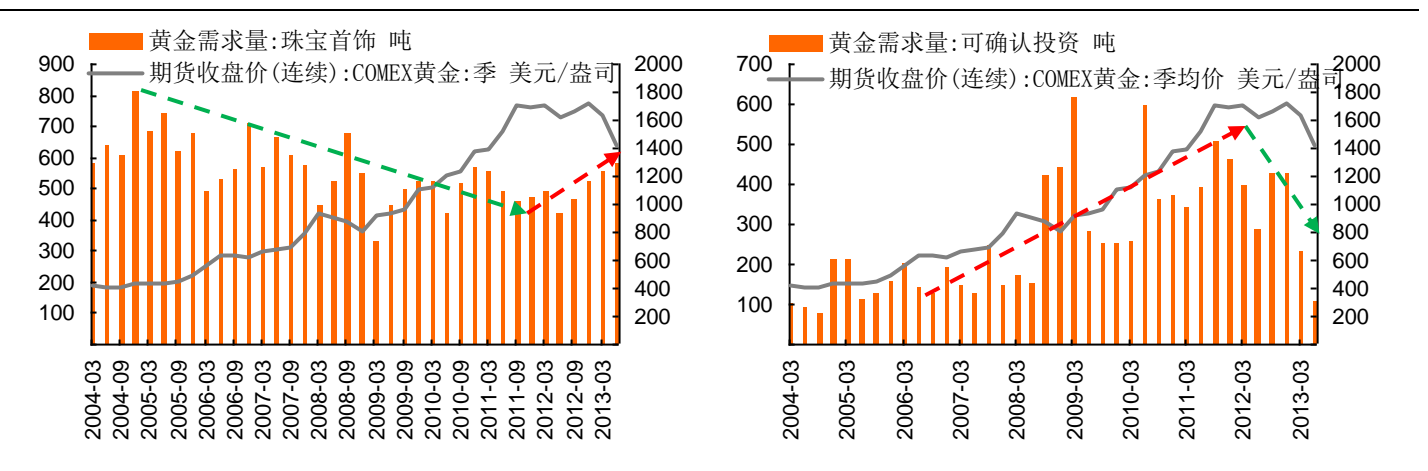
资料来源: Wind、平安期货研究所

2、珠宝首饰需求与价格成反比，投资需求与价格成正比

从黄金的各个子分类需求来看，珠宝首饰需求与黄金价格成反比关系。这主要原因是，在人口众多的中国、印度等亚洲地区，黄金在很多节假日与婚礼等方面上需求异常旺盛，这使得黄金价格下跌会吸引更多的买家。当黄金价格下跌时，黄金珠宝首饰需求增加，这一定程度上抑制了黄金的下跌，当黄金价格上涨时，珠宝首饰需求下降，这也限制了黄金的上涨，因此，黄金的珠宝首饰需求具备一定的“稳定价格”作用。

与珠宝首饰需求相反的是，黄金的投资需求与价格成正比，当黄金价格上涨时，这会吸引更多的买家投资黄金，这通常发生在通货膨胀周期里；当黄金价格下跌时，投资者担心手中持有的黄金贬值，从而进一步抛售黄金，这更加重了黄金价格的下跌。因此，黄金的投资需求加大了黄金价格的波动。

图3-3: 珠宝首饰需求与价格成反比，投资需求与价格成正比



资料来源:wind、平安期货研究所

3、投资需求弹性大于珠宝首饰需求弹性，投资需求主导黄金价格

由于黄金珠宝首饰需求与投资需求合计占比达到总需求的 90%，并且，两者对黄

金价格的作用正好相反，因此，黄金未来价格的表现取决于这两类需求强弱的对比。在此，我们采用简单的价格弹性分析方法来分析。

经过简单的回归分析，可以得到：

黄金的投资需求曲线为： $P=1.9775Q+445.34$ ；

黄金投资需求价格弹性为： $E_I=(\Delta Q/Q)/(\Delta P/P)=1/K*(P/Q)=1/1.9775*(P/Q)$ ；

黄金的珠宝首饰需求曲线为： $P=-2.7207Q+2475.7$ ；

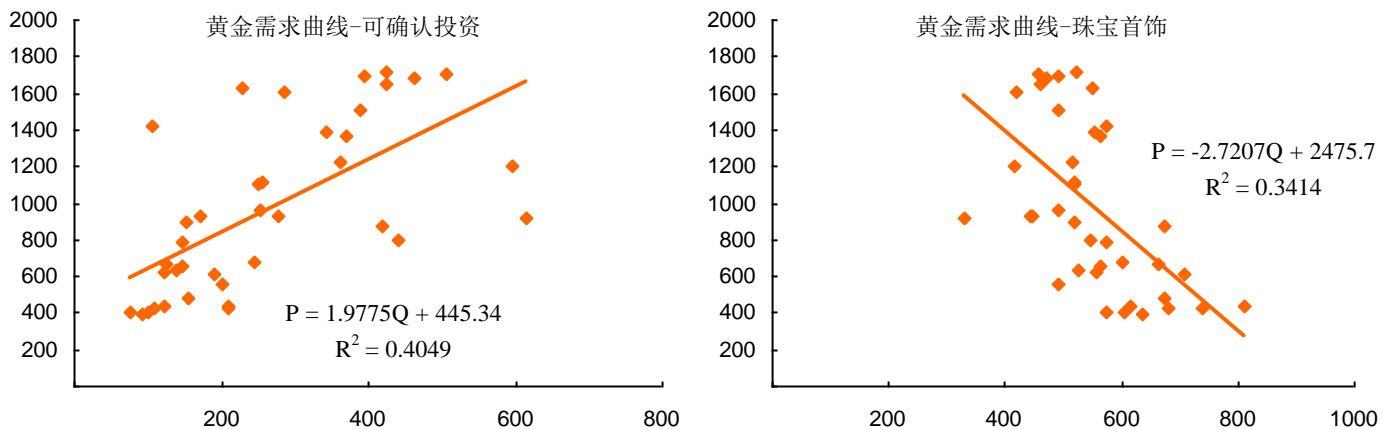
黄金的珠宝首饰需求价格弹性为： $E_J=(\Delta Q/Q)/(\Delta P/P)=1/K*(P/Q)=-1/2.7207*(P/Q)$ ；

以 2013 年第二季度数据为例，黄金的投资需求价格弹性为：

$E_I=(1/1.9775)*(P/Q)=11.22$ ，即黄金价格上涨 1%，将会导致黄金投资需求量上升 11.22%，相当于 $105.4*11.22\%=11.80$ 吨的需求增量；黄金的珠宝首饰需求价格弹性为： $E_J=(-1/2.7207)*(P/Q)=-0.91$ ，即黄金价格上涨 1%，黄金珠宝首饰需求将下降 0.91%，相当于 $575.40*0.91\%=5.24$ 吨需求减量。

显然，黄金的投资需求对价格更为敏感 ($11.80 > 5.24$)。这印证了我们的猜想——在黄金的需求结构中，投资需求起主导作用。当金价上涨时，黄金投资需求增加，进一步推动金价上涨；当黄金价格下降时，黄金投资需求下降，导致黄金价格进一步下跌。黄金投资需求有典型的助涨助跌作用。

图3-4:黄金需求曲线斜率为正，而珠宝首饰下需求斜率为负



资料来源：Wind、平安期货研究所

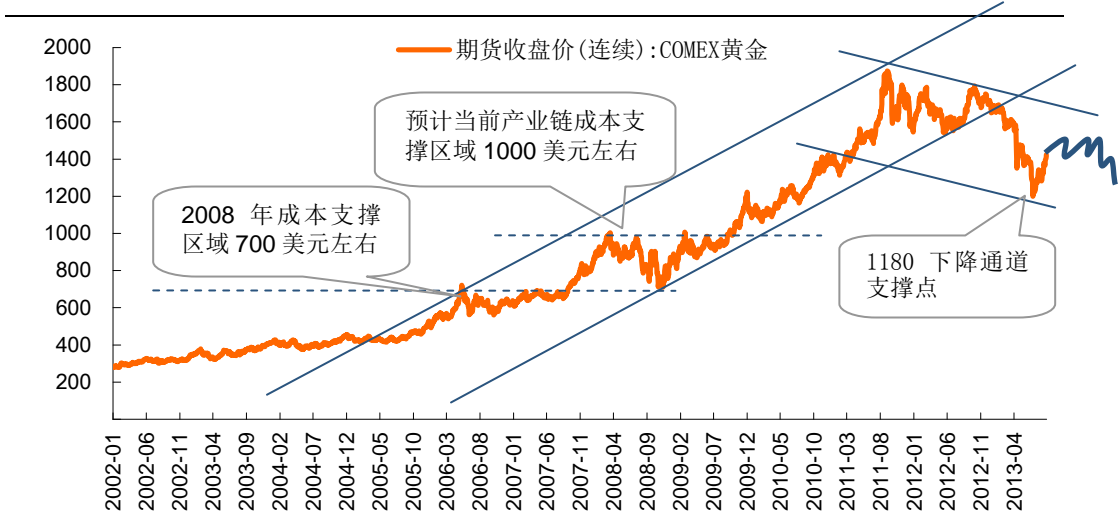
四、投资策略：反弹接近尾声，熊二将启

1、“高级别反弹”接近尾声

在今年5月份的报告（《告别黄金神话》）中，我们认为黄金价格跌至1200美元/盎司一线，将获得强劲反弹，反弹高度可能达到1500-1550美元/盎司。截止报告收稿时（9月24日），黄金最高价反弹至1430美元/盎司，已经基本上兑现了此前我们的预判。

由于美联储9月份并未开始缩减QE规模，而叙利亚紧张局势随时都有可能恶化，这都可能导致短期黄金价格再度反弹。但这两者大因素并不构成长期利多。从美国经济情况来看，即便短期美国经济复苏趋缓，但随着失业率下降与通胀率缓慢回升，美联储终将退出QE。由于美俄对叙利亚化学武器基本达成协议，因此，叙利亚局势相对稳定，即便叙利亚局势突然恶化，那么由于现代战争持续时间较短，对黄金价格仅有短期的影响。因此，我们认为，黄金“高级别反弹”已经接近尾声，反弹周期的结束时点取决于美联储何时开始缩减QE。

图3-1：黄金跌至1180美元/盎司后，开启一段涨幅超20%的高级别反弹



资料来源: wind、平安期货研究所

2、“熊二将启”，维持战略看空

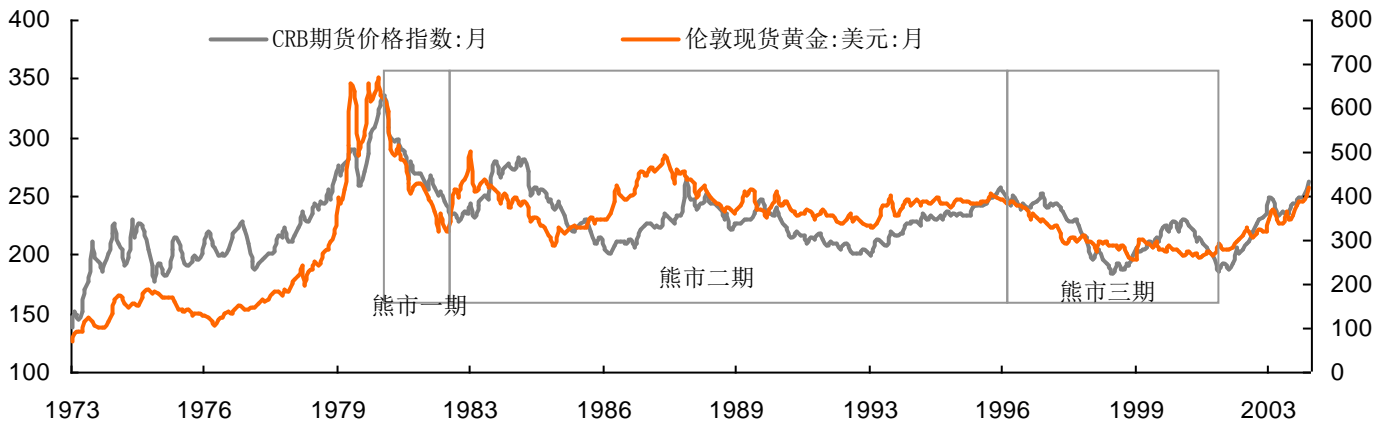
从全球宏观经济前景来看，美国经济稳步复苏，继续发挥全球经济的引擎与领头羊角色，欧元区还处于筑底企稳阶段，而新兴经济体正面临逐步衰退风险，因此，其他货币资产贬值风险依旧较大，而美元资产逐步走强是大概率事件，中长期来看，美元将展开新一轮的牛市，这就意味着黄金即将面临一波漫长的调整。

从美国货币政策来看，随着失业率逐步回落，美联储即将缩减QE并最终退出QE，并且在不久的将来将逐步上调联邦基准利率，这也意味着美元资产收益率要高于其他

货币资产，因此，美元回流美国不可避免，大宗商品面临“失血”风险，全球通胀率可能维持较长的低水位，黄金对冲通胀的职能也将被削弱，从而，黄金的投资需求将大幅回落，因此，黄金中长期熊市格局依旧未变。

从黄金牛市与熊市周期来看，历史总是惊人相似，我们对比了1970年来2次黄金牛市与熊市周期转换，牛市部分走势异常相似。同时我们认为，黄金有可能复制1970-2002年的熊市行情，在一波短暂的高级别反弹后，黄金将迈入漫长的熊市二期阶段，这与我们此前的报告观点依旧一致。

图3-2:黄金与CRB指数相关性非常高，80年代熊市二期呈现跨越时间漫长、升短跌长、阴阴缓跌的特征



资料来源: wind、平安期货研究所

图3-3: 黄金高级别反弹后，将重归熊市，进入漫长的熊市二期



资料来源: wind、平安期货研究所

五、后记：中国大妈淡定观望

由于美联储货币政策趋紧以及黄金投资需求回落，我们认为黄金将陷入漫长的“熊市二期”，但与此同时，我们也肯定了当前黄金“高级别反弹”存在的两个理由：第一，因美国经济数据大体向好，但忧虑犹存，美联储依旧有再次延迟缩减QE的可能；第二，叙利亚紧张局势随时都可能再度恶化，这会刺激避险资金买入黄金。因此，黄金反弹至1430美元/盎司也是情理之中。

但令我们好奇的是，当价格反弹接近中国大妈成本线附近时，中国大妈并没有急着解套，也没有忙着追涨，而是选择了继续观望。我们认为中国大妈这一“复杂的心态”主要与其需求特点有极大关系。中国大妈抢购黄金大部分是“金手镯、金手链”等足值金首饰，少数为标准的金条与金砖。由于中国金首饰标价通常是“纯金价格+工艺费”模式，并且工艺费相对较低（约占10-20%），这意味着中国大妈黄金需求兼具“首饰消费需求”与“投资需求”。

这与中国老百姓买二套房心态类似，一方面，确实有实物消费需求（偶尔居住需求）；另一方面，又希望能有所增值（投资需求）。尽管远期黄金下跌与房地产泡沫破裂均是必然事件，但当前黄金与中国房市所处的周期并不相同，黄金处于下跌过程中的反弹阶段，而房地产仍旧处于繁荣的泡沫阶段。由于支撑黄金反弹的两个因素均属于短期因素，解套机会稍瞬即逝，因此，中国大妈面临解套机会仍旧淡定并非理性选择，但好在中国大妈并没有追涨补仓。

或许中国大妈并没有意识到黄金远期依旧偏空的基本面。试想：随着QE退出、叙利亚局势缓和平息，黄金反弹难以持续，黄金价格逐渐回落，中国大妈错失解套良机后如何感想，中国大妈是平仓、补仓或继续观望？让我们拭目以待。

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。

平安期货有限公司版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安期货有限公司

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>