

# 告别黄金神话

## 内容摘要

**金市乱象：中国大妈对决华尔街。**4-5月，金价的罕见暴跌让市场的参与者形成截然相反的立场。一方面以“中国大妈”为首的个人投资者让黄金抢购的热潮席卷亚洲；另一方面，以华尔街为首的黄金企业、机构投资者保持谨慎。历经一个月的洗礼之后，金市乱象是否已经明朗？

**泡沫基因：百年黄金启示。**之所以有牛市，是因为有熊市，牛市之后熊市迟早会来，尤其是当资金以“倒金字塔”的形式涌入一个市场的时候。在长达600年的金价资料中可见，黄金盛衰经历无次轮回，无不以泡沫的破灭告终。当前，黄金或正在重演牛熊变幻的历史轨迹。

**80年代的历史借鉴。**在80年代的金市狂潮的浪尖上，金市连年累月地上涨—暴涨—疯涨，人们似乎再也看不到牛市的尽头，炒金者惊叹：“金价在哪里，金价在天上”。谁料十年过后的90年代，金市长期低迷充满了失望与无奈，一句“十年黄金变烂铜”谚语弥漫市场。孰对孰错，历史早已定了分晓。

**黄金并非最佳投资品。**如果按照通胀收益来对金价进行名义调整，金价在上世纪80年代以来20多年漫长熊市远远跑输通胀。虽然近10年黄金领涨，但历史数据显示，黄金并未跑赢通胀，过去30年也没有跑赢其他大类资产。过去10年中，黄金不断以自我确证的力量在推高金价。正因为投资人相信它很贵重，所以它才显得贵重。

**周期定位：熊一末端、熊二将启。**从历史视角，过去10年拉动商品牛市的核心驱动力——中国因素已经减弱，商品迈入熊市已成现实。虽然会出现偶发性脉冲行情，但整体的投资机遇、资金热情、市场情绪等随着时间推移渐渐消磨，黄金等大宗商品或淡出大部分投资者的视线。

**凛冬已至，长线做空。**黄金是最后一个进入熊市的商品，未来易跌难升，因此建议投资态度应作出根本性的改变（区别过去十余年的逢低抄底的牛市思维），战略上以做空黄金为主。在熊市二期，我们判断黄金最终会向1000-800美元的成本线靠拢，而在本轮熊市整个过程中（或熊三阶段），金价有可能会回归到600-500美元的历史价值区域。

✉: dept\_paqhyjs@pingan.com.cn  
研 究 所 宏观研究小组

✉: dept\_paqhtzxb@pingan.com.cn  
投资咨询部 整理/分发

✍: 明 枫（宏观策略）

☎: 86-755-83786971

✉: cenweizhong495@pingan.com.cn

📖: 期货从业资格: F0271803

✍: 邹立虎（金属研究）

☎: 86-755-23963178

✉: zoulihu508@pingan.com.cn

📖: 期货从业资格: F0278801

📖: 期货咨询资格: Z0002062

✍: 李 斌（策略研究）

☎: 86-755-82563929

✉: libin719@pingan.com.cn

📖: 期货从业资格: F0271067

---

## 目 录

---

一、金市乱象：渡边太太、中国大妈与华尔街 .....	3
1、乱象起因：国家央行与华尔街的立场生变 .....	4
2、乱象根源：十年黄金牛市的泡沫神话 .....	8
二、泡沫基因：千年黄金启示录 .....	10
1、淘金时代 .....	10
2、哥伦布与黄金的千年价格中枢 .....	10
3、“花生”对决“牛仔” .....	11
4、黄金并非最佳投资品 .....	13
5、以史鉴今：泡沫基因或正在重演 .....	13
三、大局观：处于熊一末端 .....	16
1、30年，逃不开的周期 .....	16
2、周期定位：熊一末端、熊二将启 .....	16
3、下一个十年：熊二的蔓延 .....	18
四、方法论：凛冬已至，战略做空 .....	21
五、后记：“中国大妈”被套后开始观望 .....	23

资本如果有百分之五十的利润，它就会铤而走险；如果有百分之百的利润，它就敢践踏人间一切法律；如果有百分之三百的利润，它就敢犯下任何罪行，甚至被绞死的危险。

——卡尔·马克思《资本论》

## 一、金市乱象：渡边太太、中国大妈与华尔街

十多年前，国际金融市场上有一股非主流的投资力量开始活跃，她们未曾受过任何专业投资训练，但常常让拿高薪的全球资产交易员汗颜，甚至开始悄悄跟随她们的动作。她们有个震动世界金融界的称谓——“渡边太太”。当时，日本国内执行超低利率甚至零利率政策，大部分日本家庭主妇不甘于国内微薄的利息收入，纷纷将资金投向海外金融市场赚取高额收益。人们以日本常用姓氏“渡边”命名这一群擅长外汇保证金交易的主妇投资群体。

而在今年五一节期间，一股异曲同工的投资力量异军突起，她们在几天之内就赢得了个扬名海内外的称谓“中国大妈”。她们如潮水般将金店围得水泄不通，并从内地奔赴香港，并让黄金抢购的热潮席卷亚洲——“从孟买到上海，以至中国香港、曼谷和新加坡，整个亚洲正经历数十年未见的黄金抢购潮，金条、金粒已出现区域性短缺，起码需要10至20日才可完成‘西金东调’。”世界黄金协会远东区董事总经理郑良豪表示，亚洲实金的强劲需求大大出乎全球投机者的意料，中国香港和新加坡的金条每盎司溢价高达3美元，同创18个月以来的新高。

图1-1:中国金银珠宝销量快速回升

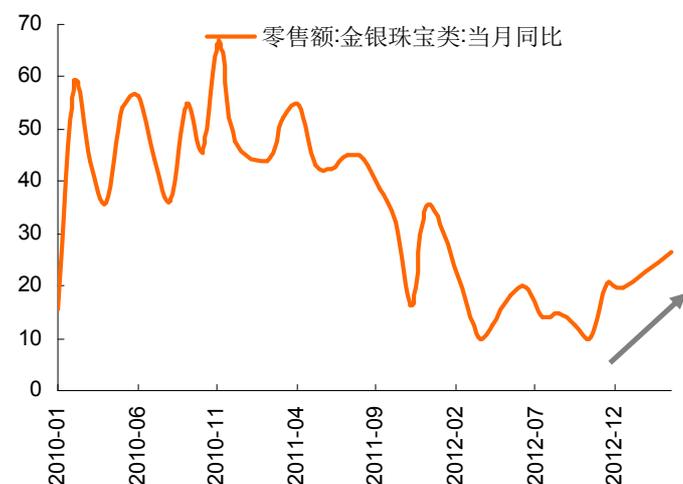
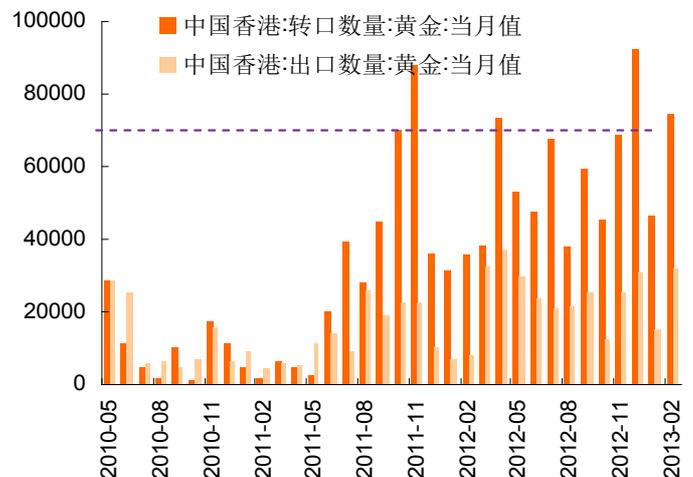


图1-2:香港出口黄金仍强劲



资料来源: wind、平安期货研究所

短短十天之内，中国大妈们瞬间消费千亿元，鲸吞超 300 公斤的黄金，高达中国全年黄金产量的 75%、全球黄金年产量的 10%。连华尔街大鳄们也不得不为之震撼，领军的高盛集团率先宣布停止做空黄金。

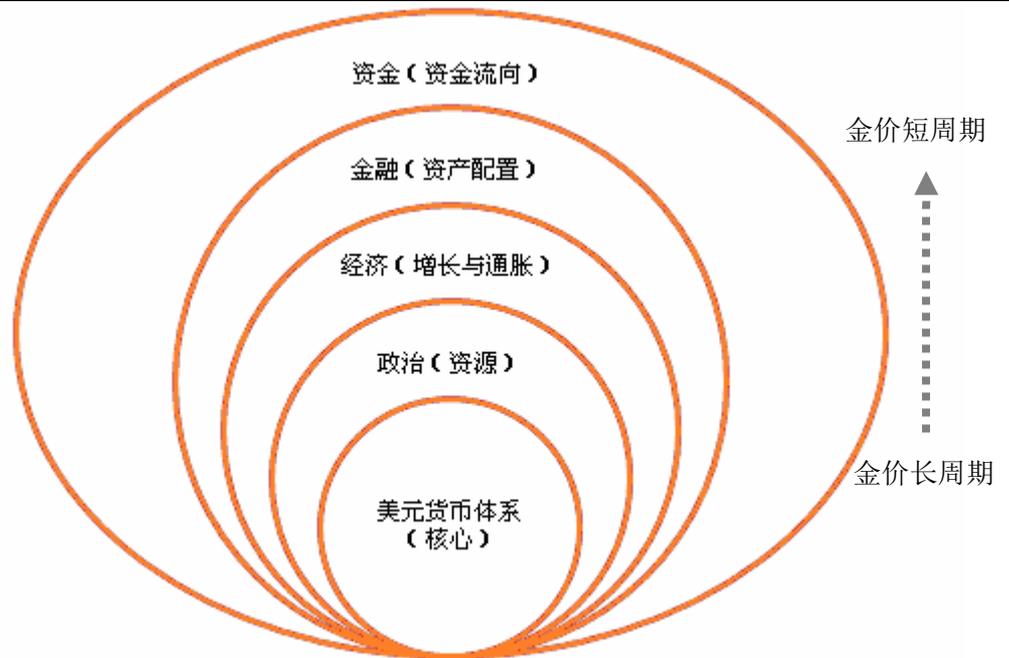
### 1、乱象起因：国家央行与华尔街的立场生变

在中国大妈对决华尔街大鳄的金市乱象中，我们将追溯两者的立场，从两者的行为溯源两者的行动逻辑，从而进一步推导两者下一步的行动。

总体而言，金价暴跌的短期导火索很多，a、暴跌技术面破位引发抛售；b、“安倍经济”日元贬值潮抛黄金进股市增加流动性；c、塞浦路斯事件引发陷入财务困境的欧洲诸国联动预期；d、金价持续走低有助削减如欧洲诸国、印度的债务赤字；e、中国为代表的经济通缩预期降低黄金抗通胀需求；f、美联储打压黄金，迫使资金回流美国债，降低美债收益率进而减少美国量化宽松的成本。

不过，导火索表象的背后有着更深的思想逻辑，基于华尔街与国家央行的分析逻辑，我们总结出黄金分析的基本框架，如图 1-3：处在最核心地位的货币体系，即对应的黄金货币属性，其次依次是政治、经济、金融、资金因素，分别对应金价长期到短期的决定因素。

图1-3: 黄金分析的基本框架

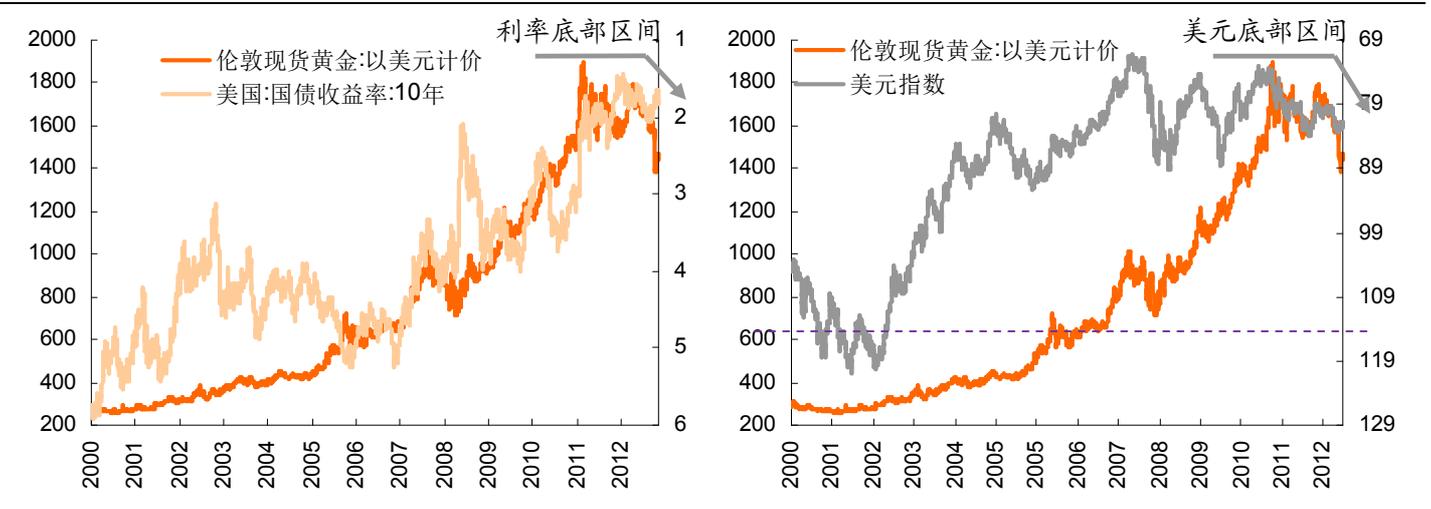


资料来源：平安期货研究所

#### (1) 货币体系：强势美元取代黄金成为资本首选

美元货币体系重新被动获得信任，这是黄金周期转向的根本因素。当前，中美欧日同样施行宽松货币政策，但造成不一样的结局，中欧日在此期间继续加杠杆，但美国私人部门却完成去杠杆过程，CBO 预计美国政府债务问题至少在未来 5-10 年无忧。这样的经济基本面结局将导致美元货币体系稳定性上升。

图1-4: 美元资产吸引力逐步上升

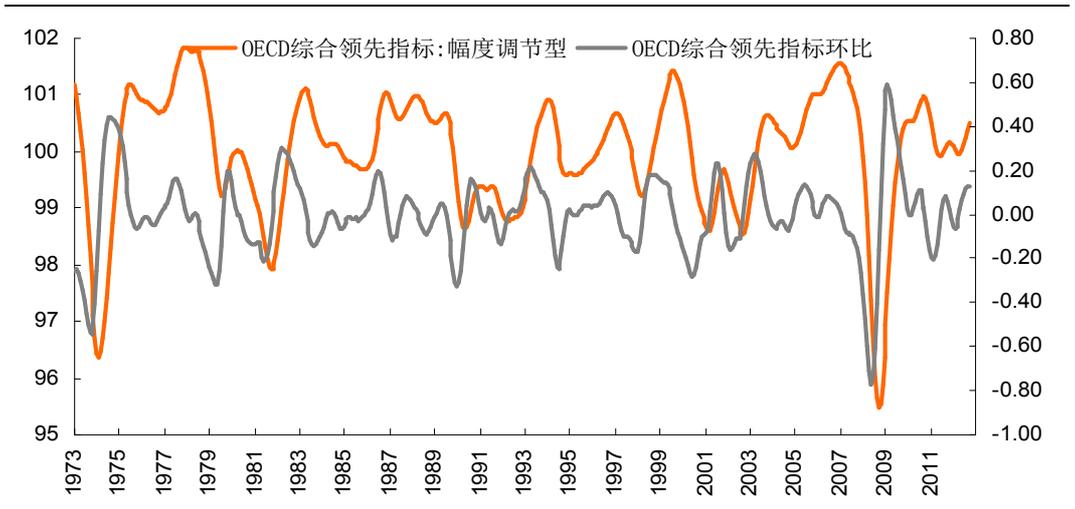


资料来源: wind、平安期货研究所

附注: 美国国债收益率、美元指数左轴, 反序表示

美国实际利率上升及其带来的美元资产吸引力增强导致美元强劲。尽管美联储的量宽仍在维持, 但美国实际利率已经摆脱历史低点而逐步走强, 近期受到资金流入美国国债市场而有所回调, 但我们预计美国实际利率上行趋势基本确立, 反映美国经济走强及其带来的实体经济回报上升。美国实际利率的走强背后反映的美元资产吸引力上升将会推动美元上涨。因为, 我们认为在未来一段时间将出现美元与美国实际利率同步走强的局面。这无疑也是利空黄金的不利组合。

图1-5: 尽管复苏强度仍较弱, 但经济复苏格局确立



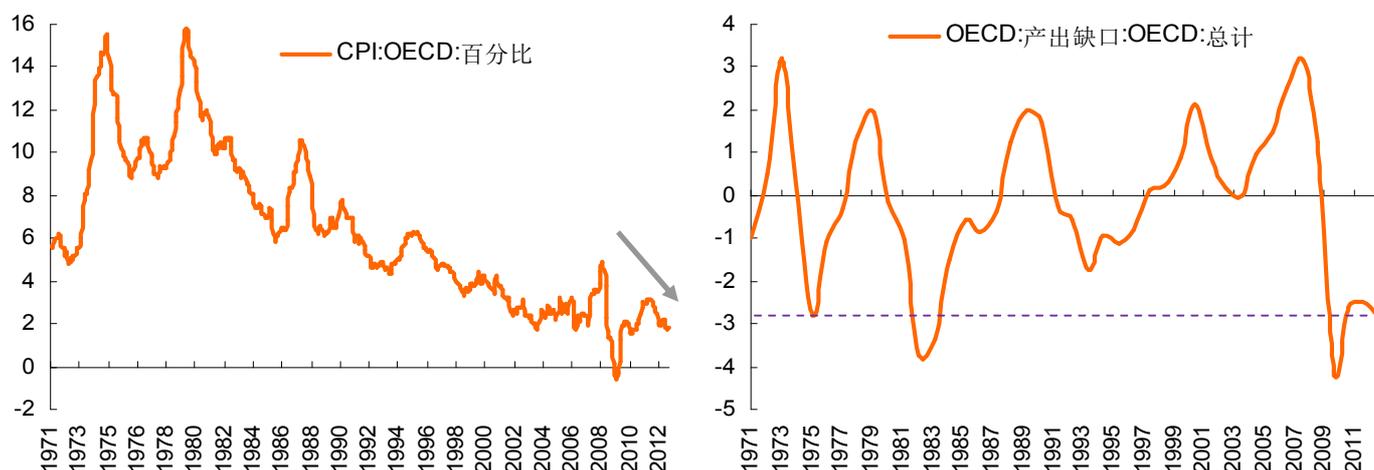
资料来源: wind、平安期货研究所

## (2) 政治博弈: 美联储的第三轮印钞行动与欧日中有重大区别

QE3 之后, 美联储进入以资产抵押权为主的货币发行模式, 欧洲、日本则是国债发行而且国债大量冗余, 以中国为代表的发展中国家货币则受制于汇率与通胀。目前,

全球引发宽松浪潮，除美元之外的主权货币的信用度将下降，但美联储却能独善其身（资产抵押），一旦货币过度泛滥，便只剩下美元的信用最具保障，这样的结果必然导致近十年以来的弱势美元时代终结，而每当美元走向强势的拐点出现，就将迎来世界财富的新一轮分配。

图1-6: 较大的产出缺口，导致通胀水平保持低位



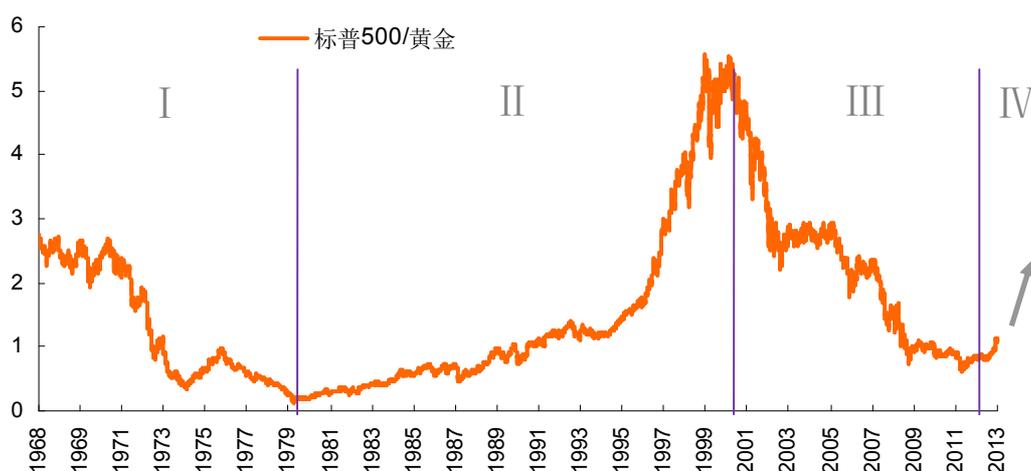
资料来源: wind、平安期货研究所

### (3) 经济动力: 支撑金价上涨的传统力量消失

全球经济低水平复苏，美国经济偏强劲，且趋势性恢复势头更明确、由于产出缺口存在导致通胀预期相对稳定，通胀水平温和、地缘政治环境相对平静、欧债系统性风险可控等都使得支撑金价上涨的传统力量消失。

相对确定的复苏及低通胀格局，无疑是金价利空的坏组合。

图1-7:传统避险功能的减弱及美元资产回报吸引力趋势性上升，导致金价吸引力下降



资料来源:wind、平安期货研究所

注: 上图为标普 500 价格和黄金价格比值，两者相对价格呈现明显周期规律。

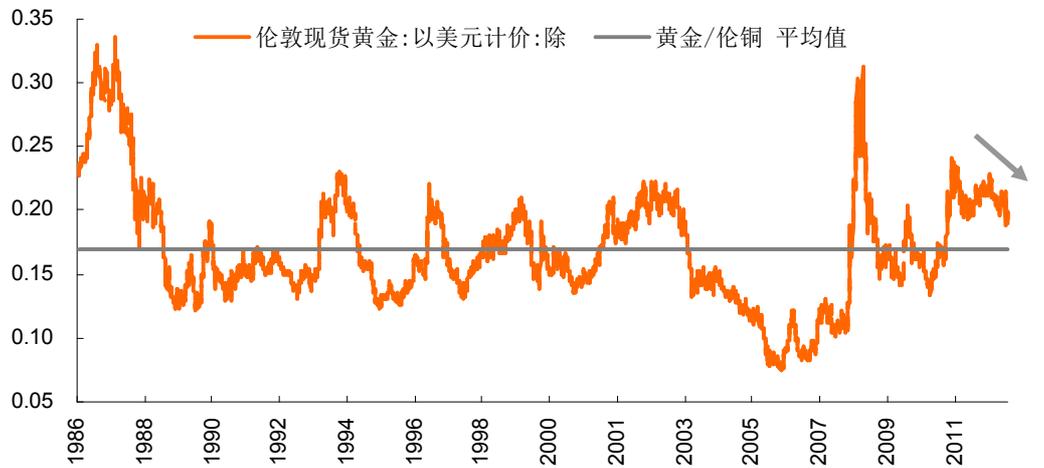
### (4) 资金流向: 战略资金持续减持黄金

美日股市、美债的良好回报导致国际机构战略减持黄金及其他大宗商品头寸，加之传统避险功能的减弱及美元资产回报吸引力趋势性上升，使得黄金并不被机构看好。从机构持仓数据可看出，全球最大的黄金ETF—SPDR截至5月20日的持仓数据继续减少至1031吨，为四年多以来的低位水平。此外，从CFTC公布的COMEX黄金持仓量来看，截至5月14日当周，COMEX期金总持仓为443806手，而非商业净多头则连续减少至83726手，为四年多以来的新低，显示即便经历了一轮杀跌，机构大资金依然不看好黄金后市。

**(5) 资产配置：黄金当前比其他资产高估**

从标普与黄金长期表现来看，当前两者比价处于第四轮大周期前期（见图1-7），显示黄金处于高估状态，未来黄金价值出现回归已成必然。

图1-8: 金/铜的比价在近两年虽有所回归，但较历史均值仍有一段距离



资料来源: wind、平安期货研究所

另一方面，与铜的估值上也同样看到这一现象，尽管近两年已经有所回归，但金价较铜价的历史均值仍存在高估，预计两者比价可能进一步回归。从表1-1也能看出，黄金与原油的比价也正处于近十年来的高位附近，相对高估让黄金吸引力下降，在资产配置中处于劣势。

表1-1: 黄金与其他资产比较关系纵览（年平均比较）

年份	黄金/标普	黄金/原油	黄金/伦铜
2000	6.49 盎司=1 点	1 盎司=9.26 桶	6.59 盎司=1 吨铜
2003	3.99 盎司=1 点	1 盎司=11.75 桶	4.92 盎司=1 吨铜
2006	3.48 盎司=1 点	1 盎司=9.1 桶	11.07 盎司=1 吨铜
2009	2.32 盎司=1 点	1 盎司=15.68 桶	5.35 盎司=1 吨铜
2012	2.44 盎司=1 点	1 盎司=17.71 桶	4.76 盎司=1 吨铜
2013	2.78 盎司=1 点	1 盎司=16.75 桶	4.90 盎司=1 吨铜

资料来源: wind、平安期货研究所

归根结底，本轮华尔街与国家央行抛售黄金的根本因素在于美元货币体系重新获得信任导致金价战略地位受到威胁，从中期来看，如果中国难逃中等收入陷阱，

以巴西、印度为代表的新兴经济体不进行结构性改革，那么新一轮美元牛市可能再度刺穿金砖国家的泡沫，导致美元货币体系获得主动信任，从而导致黄金加速下滑。此外，地缘政治格局相对稳定、经济复苏格局确立、通胀仍处于低位、国际资金战略撤离金市、美国实际利率上升及美元走强等因素也让黄金雪上加霜。

## 2、乱象根源：十年黄金牛市的泡沫神话

2011年8月，美债危机与欧债危机双双爆发，在全球股市一片哀鸿声中，黄金一骑绝尘，短短两月强悍上涨近500点直逼2000美元/盎司大关，聚焦了全球的目光。一时间各大投行报告不断刷新黄金的期望高度：2000、3000、5000……中国大妈们也正是在这时悄然萌芽，大街小巷间黄金成为茶余饭后之常谈。

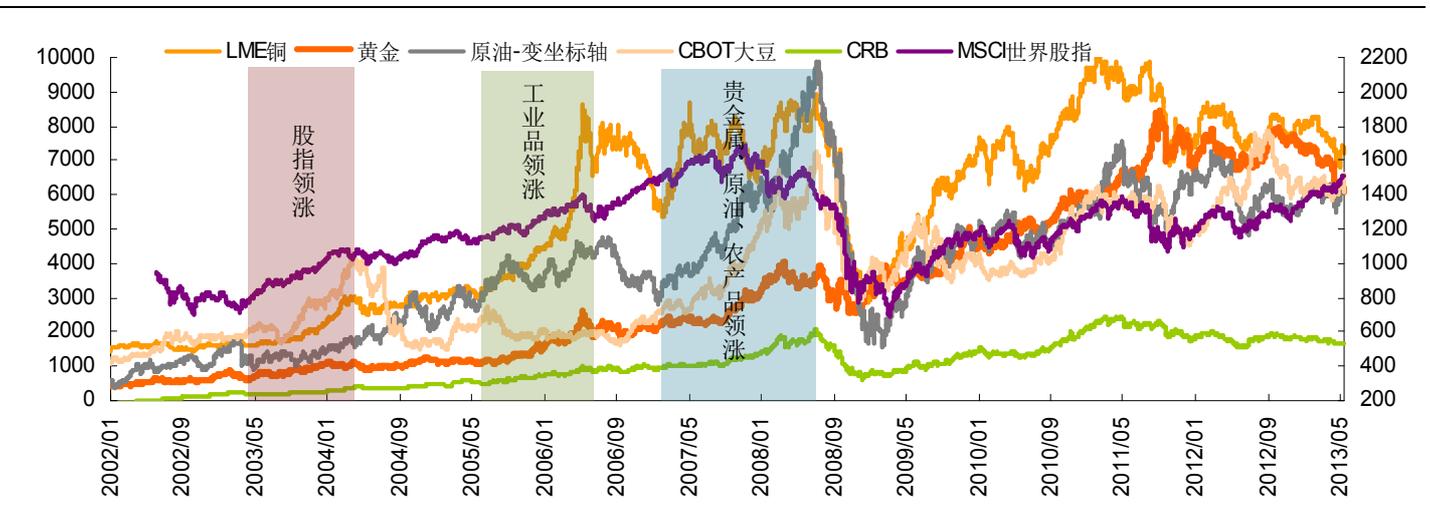
再将镜头拉远，不难发现此轮黄金的超级牛市的起点可延至十年之前。2001年，黄金的价格还在200美元的水平线，之后开始步入长达10年的牛市而一发不可收。当时，美联储为应对高科技泡沫破灭和2001年的“9·11”事件带来的危机而大幅减息，曾将联邦基金利率降至1厘的二次世界大战以来最低水平。次贷危机后，更有四轮QE出台，美联储极为宽松的货币政策在催生了全球房地产泡沫的同时，也造就了黄金的超级牛市泡沫。

### (1) 索罗斯：黄金是终极泡沫

早在2010年，索罗斯在接受路透社的独家专访的时候，提出了黄金将是“终极泡沫”（ultimate bubble）的观点。“终”意味的是时间先后，是最后，“极”是程度，是极端、严重，亦即，严重的黄金价格泡沫将在所有经济领域都产生泡沫之后出现。

索罗斯指出，黄金除了从地底开矿的成本外，要定价几乎没有实际的基本面依据。投资者买金正是因为金价一直在上扬，并预期还会续涨，价格上扬产生其本身的需求，黄金是终极的自反性投资。金价上涨激励投资者在投资组合中增持黄金，而各国央行当时也一反长久以来从储备中降低这项低收益资产的做法，转而开始增持。过去10年中，黄金不断以自我确证的力量在推高金价。归根结底，黄金是终极的“用脚投票”资产，正因为投资人相信它很贵重，所以它才显得贵重。

图1-9：金价暴跌导致商品市场最后防线失守。资本市场的一般轮动节奏：股市——铜（工业品）——原油/CRB——黄金/农产品



资料来源: wind、平安期货研究所

当下，我们回顾十年商品牛市，不难印证“终极泡沫”观点的正确性。在 2002-07 年的牛市中，全球股市提前启动并匀速走高，但见顶时间也提前，铜等工业品次于股市，见顶时间也稍有延后，而具备通胀特性的贵金属、原油、农产品、CRB 指数则属于最后一棒。

09 年至今的这轮牛市节奏与上一轮极为相似。首先是全球股市、铜、原油 CRB 等率先在 11 年初见顶，而黄金与农产品豆类则殿后于所有商品。但有一点值得注意，在美日德工业强国的股市齐创新高之下，全球股市出现持续上涨的迹象。但无论如何，金价最近的暴跌宣告了商品市场最后防线的失守。

## （2）货币催化投机资本青睐黄金

十余年来，越来越多的人对美元的货币宽松，对货币贬值越来越不满，甚至极度失望。于是再度唤起了对曾经的“天然货币”——黄金的崇拜，就犹如对货币投不信任票那样，而用购买黄金来企望保值增值。2008 年之后，倘若美联储推出 QE，看多派则顺势说，看，美元越来越泛滥，越来越不值钱，只有买黄金能够保值；倘若美联储暂不推出 QE，看多派则说，不推出 QE3，美国经济无法恢复，肯定将拖垮全球经济。这时，乱世藏金这一颠扑不破的真理，就会被看多派作为投资的理由。

从技术层面来说，过去 10 余年，宽松的货币政策制造了数额巨大的投机资本。由于实体经济的回报率有限，不足以支撑投机资本的预期收益，投机资本因此逐渐流入大宗商品市场。虽然全球黄金总量不少，并且以超过 2% 的速度在逐年增加，但大多是作为各国央行的储备，真正在市场流通的黄金不多，于是黄金成了最佳的炒作商品。只要投机资本集中进入，便可迅速抬高金价，散户也犹如羊群般跟进恐慌买进，使金价大幅波动。

## （3）发展中国家央行增加黄金储备构成一定支持

除了投机资本的青睐之外，过去十年由于滥发货币导致货币信用下降，各国中央银行也开始不断增加本国的黄金储备，用以平衡国际收支，维持或影响汇率水平。近年来发展中国家一直在购买黄金，以避免庞大的外汇储备的实际购买力发生变化时各国政府所不得不面临的经济风险。其中，印度在 2009 年从国际货币基金组织一次性买进了 200 吨黄金，俄罗斯自 2008 年以来，黄金储备就一直在增加，截止 2011 年底俄罗斯一共购进了 421 吨黄金储备，中国从 2009 年黄金储备 600 吨增加至目前的 1054 吨。不得不说，当主权货币体现更多的国家私利和经济掠夺的时候，黄金虽然充满泡沫，但也尚存一息作用。

## （4）泡沫的破灭

发展中国家央行的行为影响了发展中国家的投资者。时至今日，黄金的泡沫神话还有中国大妈与印度太太苦苦支撑，但全球经济已显现出疲软迹象，大宗商品需求减少，欧元区深陷困境，中国经济增速放缓，美国量宽政策促成的迷你周期中的高峰期不仅势头减弱且时间越来越短。更重要的是全球经济面临发展瓶颈，自 01 年互联网及 07 年房地产之后，全球还难以找到一个新的经济增长点。在这个大前提下，全球资产泡沫在不断引爆，黄金作为商品牛市的最后防线，已确立了泡沫的破灭。

## 二、泡沫基因：千年黄金启示录

历史总是惊人的相似。中国大妈对黄金泡沫的狂热对于历史长河而言，并不陌生。

### 1、淘金时代

1848年1月24日，移民詹姆斯·马歇尔在加利福尼亚的水沟内发现金块后，全世界人民奔走相告，举球欢庆，最终，包括中国人在内的移民涌入加州，淘金时代由此拉开序幕：1849年，约3万人涌入加州；次年，又有3万人加入……《加利福尼亚人报》这样报道：“从圣弗朗西斯科到洛杉矶，从沿海到内华达山麓，整个地区都响彻着喊声：黄金！黄金！”牛市的故事总是相似的：货币供给增加，华尔街一片欢乐，如同之前之后的每一次牛市。

之所以有牛市，是因为有熊市，牛市过后熊市迟早会到来，尤其是当资金以“倒金字塔”的形式涌入一个市场的时候。倒金字塔，即牛市前期并没有进入，看到收益后才携资而入，此时往往是牛市后期，投资额先小后大，故曰“倒金字塔”，倒金字塔投资是投资的兵家大忌。加州淘金者多是新移民，对熊市征兆没有基本判断，对熊市也没有任何记忆。然而他们的不断涌入，恰恰就是倒金字塔。随着铁路逐步饱和，冶铁、采矿、制造等一批行业已经开始不景气。华尔街点燃了导火索，1857年9月，很多铁路公司股价较8月初跌去了80%。第一次全球经济危机在纽约闪亮登场，电报迅速把消息传遍全球，纽约的悲剧蔓延到西欧各国甚至中国清王朝。

以上，是黄金近代史以来的第一个危机。

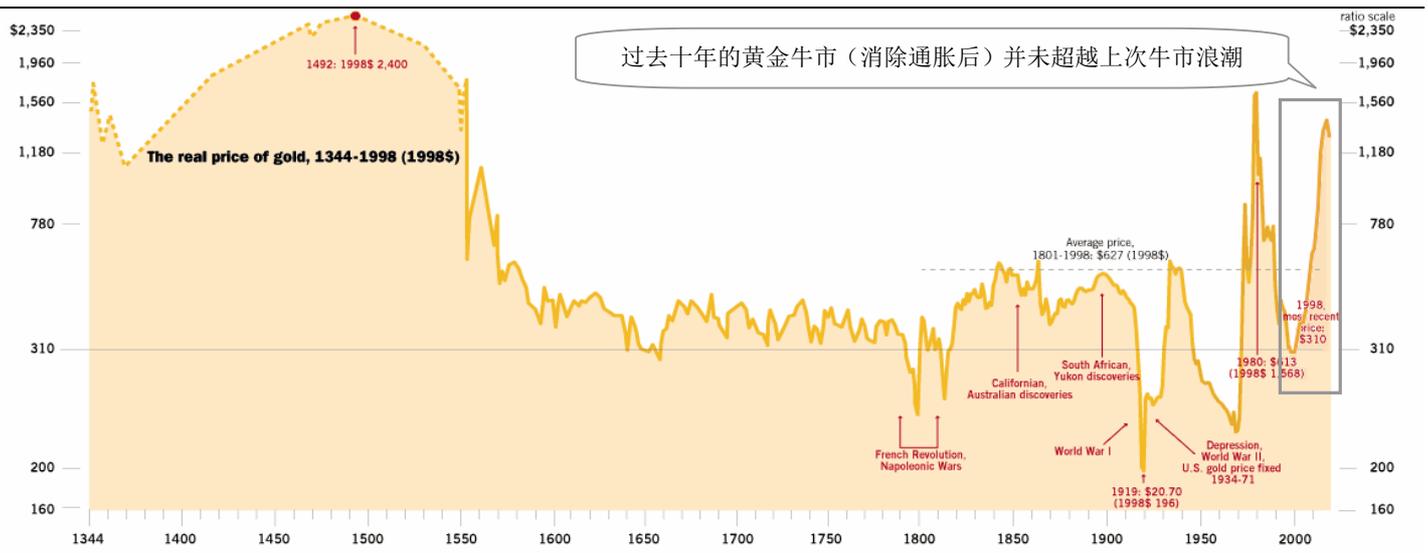
### 2、哥伦布与黄金的千年价格中枢

虽然近代史以来黄金的泡沫狂热不断，但如果把眼光再拉长来审视漫漫历史长河的黄金，会发现一个显著的金价中枢。图2-1是消除通胀因素后的黄金全景图，自1600年以来金价一直运行于310-600的价格区间中，无论是因市场过度乐观而高估或是市场过度悲观而低估，黄金在长达400年的历史长河中，有大跌、有大涨，但很快或最终回归价值中枢。因此，我们有理由反驳，金价永远升值是一种谬论。

回溯历史，我们继续深究黄金价格中枢形成的根源，发现这不得不归功于一个熟悉而知名的名字——哥伦布。中世纪末期至15世纪，欧洲以重金属作为货币，而金银全部依赖于大自然的供应。一方面发现的金银矿已经接近枯竭，欧洲很大程度要靠穿越撒哈拉大沙漠的商队转运金银；另一方面，全球贸易扩大，欧洲不断地从东方购买商品，造成大量金银外流，但即使是贸易顺差国，中国明朝也出现银荒，全世界的金银都变得紧缺。货币供给不足而在15世纪使黄金达到了迄今为止都难以逾越的价格高度，最高点出现在1492年的2400美元（选取1998年为基准价）。

穷，则思变。正是在这时，哥伦布在西班牙王室的支持下发现了美洲新大陆。其后，1545—1560年西班牙平均每年从新大陆通过殖民掠夺运回来上万千克白银、5500千克黄金，16世纪西班牙的金银数量已经占到全世界的83%。正因为基本面发生了质的变化，黄金的供给失衡大大缓解之后，便从此与基本面渐渐脱离关系，而只反映经济、货币与情绪的起落，也因此形成了一个长期稳定的价格中枢。哥伦布，在一个合适的时间、合适的地点改变了世界，更是无意中主宰了黄金的千年兴衰。

图2-1: 600多年来盎司黄金（消除通胀因素）沉浮：历史波动中枢为310-600美元之间



资料来源：平安期货研究所

### 3、“花生”对决“牛仔”

关于泡沫与人性的故事，永远不止重演一遍。

我们将焦点拉回到80年代初：卡特执政美国，政绩平淡无奇，经济萎靡不振，伊朗人质事件令这位“花生总统”管治无方软弱无能的形象更加突出，在人心思变之下，有“政坛牛仔”之称的里根终于在1980年大选年击败花生总统。

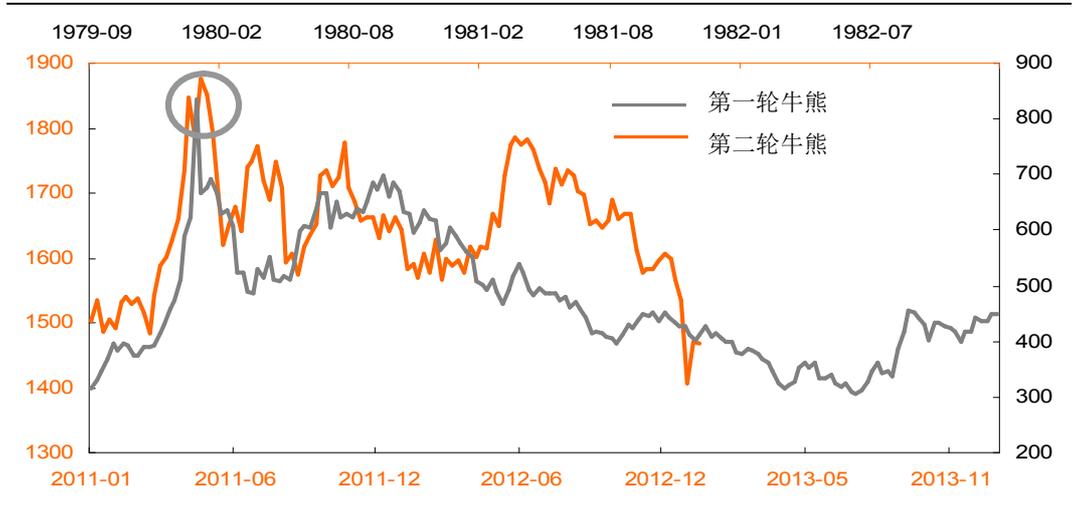
在花生对决牛仔的1980年，当时美元与金价脱钩已近十年，牛仔把通胀失控归因于货币体制缺乏“实物”作后盾，央行印钞随心所欲。竞选期间牛仔多次提及一旦入主白宫，将第一时间成立“黄金委员会”，充分研究黄金在货币体制中扮演的角色。的确，牛仔当选后坐言起行，翌年黄金委员会成立，但人们满以为委员会必为恢复金本位制定时间表，而委员会之后撰写的报告结论是维持现状。不过，事后金价却在委员会报告出来前见了顶，长达20年的漫漫长熊由此展开。

#### (1) “金价在哪里，金价在天上！”

而在大熊市开始之前，黄金的泡沫并不亚于上一世纪的淘金狂热。1971年8月15日，美国总统尼克松发表电视讲话，关闭黄金窗口，停止各国政府或中央银行持有美元前来兑换黄金。美元挣脱黄金的牢狱，自由浮动于外汇市场。1972年1年间，伦敦市场的金价从1盎司46美元涨到64美元。1980年，黄金已创下850美元新高。金价从1968年的35美元涨到1980年的850美元的12年间，每年有30%的获利率。1980

年黄金投资额达1兆6千亿美元，已超出只有1兆4千亿美元的美国股票市值。在这轮金市狂潮的浪尖上，金市连年累月地上涨—暴涨—疯涨，人们似乎再也看不到牛市的尽头，炒金者惊叹：“金价在哪里，金价在天上”。

图2-2: 80年代见顶后与2011年见顶以来的金价走势比较

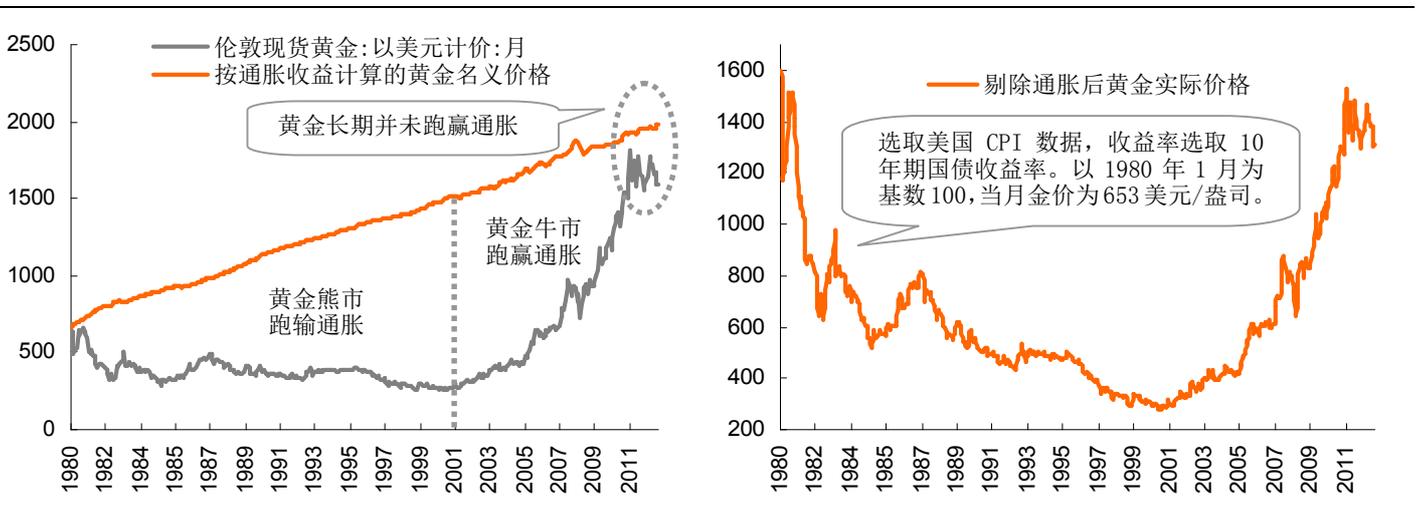


资料来源: wind、平安期货研究所

### (2) “十年黄金变烂铜”

虽然相隔百年，结局总是相似的。最后，黄金的泡沫不得不在里根政府紧缩的货币政策下破灭。金价从1980年1月20日的历史高位850美元下跌，到1990年年底，金价已跌去60%。在这十年内，美国的通胀率升幅共达90%，以低通胀率见称的日本也在20%的水平，而黄金的这段走势说明它没有抗拒通胀的能力，在这个意义上，黄金应从“抗通胀保值商品”上除名。而在经历长期低迷、充满失望与无奈之后，“十年黄金变烂铜”谚语开始弥漫90年代的金融市场。不难发现，每当牛市时的疯狂过后，其后的熊市也会出现另一种疯狂——极度悲观。

图2-3: 绝对价值来看，当前黄金实际价格基本和80年代相当，并未出现明显走强



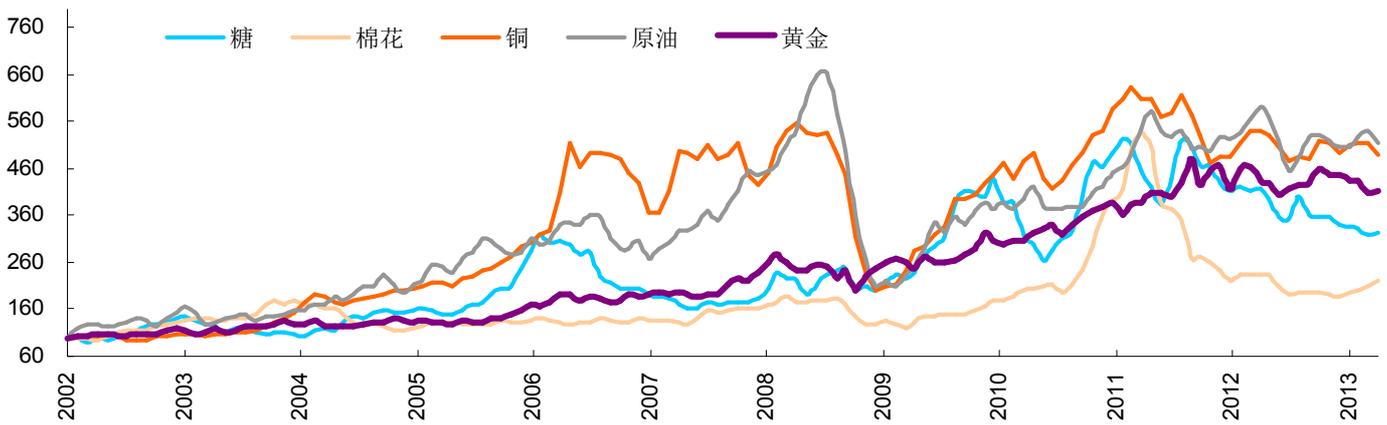
资料来源: wind、世界银行、平安期货研究所

#### 4、黄金并非最佳投资品

80 年代以来的故事告诉我们，黄金并非好的投资品。从绝对价值来看，如图 2-3 所示，我们采用美国 CPI 来作为通胀指标对金价名义价值进行实际处理，结果发现当前黄金实际价格和 80 年代基本相当，并未出现明显走强。如果按照通胀收益来对金价进行名义调整，金价在上世纪 80 年代以来的 20 年漫长熊市完全跑输通胀，只有在 2001 年至 2011 年的牛市期间，金价才跑赢了通胀，说明黄金只具有阶段性投机价值而非具有长期投资价值。

不仅仅是跑输通胀，长期来看也跑输其他商品及资产。对于本轮超过十年的商品牛市而言，我们以铜、原油、白糖、棉花作为商品市场的代表和黄金实际价格涨跌幅进行对比，黄金价格的涨幅不如原油、铜、白糖，且创下新高的时间也滞后于以上品种，显现黄金长期而言难以跑赢大部分商品资产。

图2-4:黄金的涨幅与到达高点的时间落后于铜、原油、白糖等（基期选取上一轮美元指数见顶时间2002年2月）



资料来源: wind、世界银行、平安期货研究所

表 2-1: 黄金与其他资产在本轮牛市涨幅与到达顶部时间比较

品种	起涨低点	起涨高点	涨幅	到达顶部时间
黄金	252.1	1921.2	7.62 倍	145 个月
原油	11.63	147.49	12.68 倍	115 个月
铜	1336	10190	7.63 倍	111 个月
棉花	29.27	186.7	6.38 倍	113 个月
白糖	4.26	32.64	7.66 倍	142 个月

资料来源:wind、平安期货研究所

#### 5、以史鉴今：泡沫基因或正在重演

##### (1) 一个不能忽视的重要周期

观察历史波动（主要是 70 年代以来的走势），金价有一个由低谷至顶峰的周期（1969-1980 年共 11 年）。若从本次牛市起点 2001 年 3 月始至 2011 年 3 月的次峰止，恰好也是 11 年。若推论有据，考虑到周期的误差，可以判断 2011 年 9 月为本轮牛市顶峰，宣告熊市开始。

图2-5: 黄金80年代以来两轮牛市及其11年的牛市循环（对数坐标）



资料来源:wind、平安期货研究所

### （2）80年代与当前市场的相似性

从情绪上，首先发现80年代与近年的黄金市场具有很强的一致性。而在2011年金市最颠峰的时候，狂热的市场专家们断言金价很快会突破2000美元，未来会高见3000、甚至4000，更有媒体放言，黄金正在进入千年牛市之中。这与80年代的市场喊出“金价在天上！”何等相似？！过度狂热的情绪必然会播下了泡沫加速破灭的种子。

从更深层的宏观原因来看，两轮牛熊的背景一致：大国博弈导致新一轮美元牛市。在80年代，这具体表现为美国加息导致资金回流美国；2011年则表现为，美国10年期国债收益率的连续上升。美国实际利率上升一方面折射出美国经济温和复苏及美元资产吸引力增强，为黄金埋下了熊市的隐患：即实际利率的升高会对联邦利率形成倒逼机制，美联储货币政策调整的时间窗口很可能比我们预想的会更快。

图2-6: 美元或重演80-85、96-01年的上涨（伴随黄金的下跌）



资料来源:wind、平安期货研究所

图2-7: 黄金两轮熊市的宏观背景对比: 美国实际利率走强是共因



资料来源:wind、平安期货研究所

### (3) 区别在于发达国家通胀水平与发展中国家的经济改革

在宏观面上,当前市场与80年代熊市相比最大的两个不同点是:第一,以美国为代表的发达国家通胀水平仍然较低,且债务水平较高,发达国家没必要出台令名义利率快速上升的政策,这就与80年代美国迫切要加息以处理石油危机导致的供给型滞胀不同。

第二,与80年代的全球经济格局相比,当前的经济格局下发展中国家的地位大大提升。对新兴的金砖国家而言,为避免外汇储备受到通货膨胀的威胁,具有扩大黄金储备的动力以摆脱对纸币的依赖。不过,以中国为首的金砖国家已渐渐步入调结构的转型期,购金动力已比过去十年大大放缓。

总体而言,历史往往会重演,但节奏与轨迹则不尽相同。由于多种宏观因素皆优于80年代,2011年开始的黄金熊市不论是下跌幅度与还是时间跨度均会比80年代的调整方式温和。前者市场常用“超级熊市”字眼来形容,后者我们或许只能定义为“大熊市”的字眼,这一点,下一节还将具体加以分析。

### 三、大局观：处于熊一末端

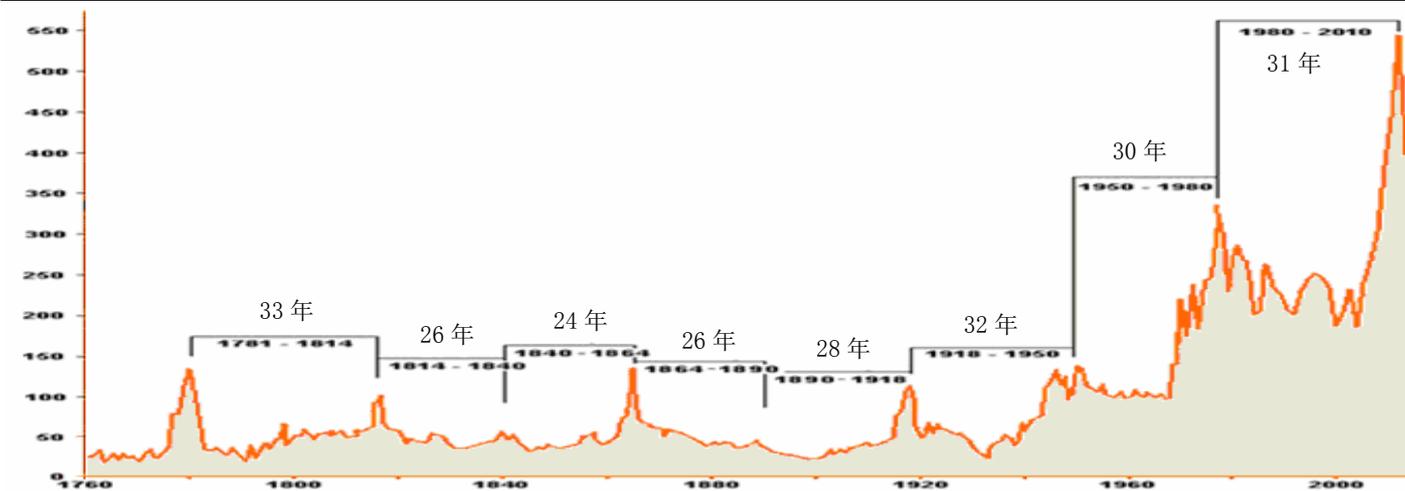
黄金的走熊并非偶然，早在黄金走弱之前，大宗商品市场的铜、原油、胶等早已经历了连续熊市洗礼。因此，我们有必要将视线从黄金扩展至整个大宗商品市场上，审视牛熊节奏的变迁。

#### 1、30年，逃不开的周期

**商品长周期视角——30年牛熊轮回。**从历史视角，2002-2011这10年拉动商品牛市的核心驱动力——中国因素已经减弱，商品已步入新一轮的熊市。从更长的周期来看，30年一个大轮回的商品牛熊循环自2011年起已经重新开始演绎，在可预见的未来，暂难看到如“中国因素”等力量来扭转市场的颓势。

黄金难逃商品周期。尽管黄金拥有与众不同的货币属性，但其本身仍是一种商品，因此难逃商品整体周期的制约。普通商品背后的经济逻辑仍对黄金价格周期起到一定程度的制约。

图3-1:美国商品指数200年来显示，30年顶部周期过后，商品市场步入熊市周期



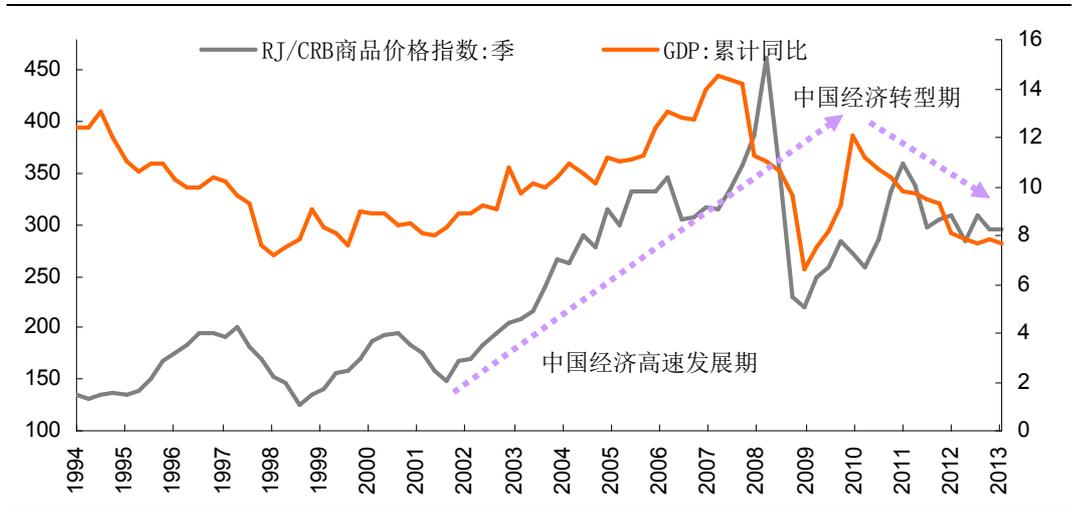
资料来源：平安期货研究所

#### 2、周期定位：熊一末端、熊二将启

道氏理论熊市三期的指引：空头市场会历经三个主要的阶段：第一期，市场参与者不再期待资产可以维持过度膨胀的价格，这时资产往往将经历一轮迅速的杀跌；第二期的卖压是反映经济状况与企业盈余的衰退，这时的资产价格在经过一段相当程度的下跌之后，突然会出现急速上涨的次级折返走势，接着便形成小幅盘整而成交量缩小的走势，但最后仍将下滑至新的低点；第三期是来自于健全资产的失望性卖压，不

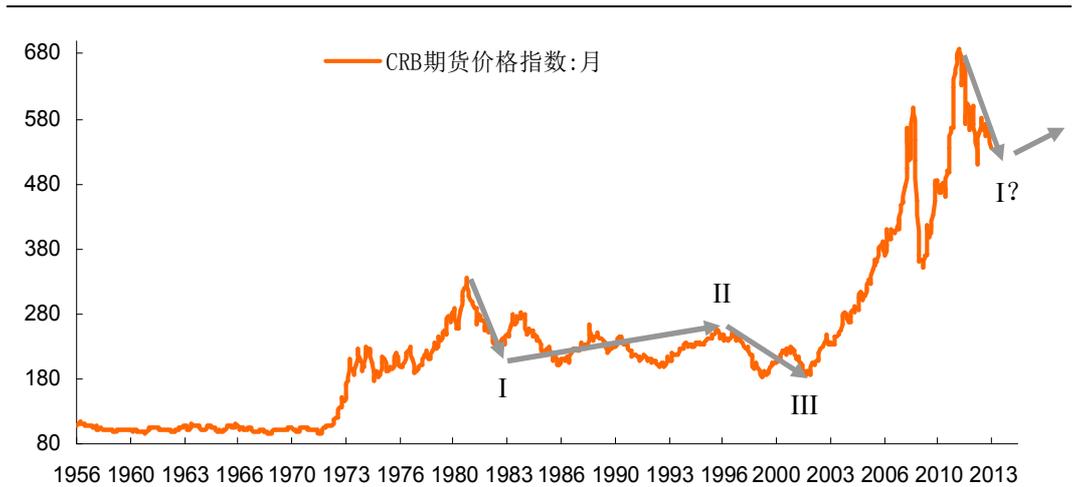
论价值如何，许多人急于求现至少一部分的资产，市场在最后的悲观气氛中，可能会创出一个新的低点。

3-2:中国因素主导本轮商品牛熊转换



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-3: 如果周期规律重演，则CRB正处于熊市一期末端



资料来源:wind、平安期货研究所

我们认为目前大宗商品市场处于熊市第一阶段的末期，并可能即将进入熊市第二阶段。熊市二期的主要特征的持续时间长、行情复杂难以判定。

我们可以先借鉴上轮商品熊市的特征进行分析：80年CRB商品指数见顶后，随后的1年内暴跌近32%，此为熊市一期。随后的熊市二期持续时间长达14年，在这期间市场波幅趋缓，甚至不断出现次级别的反弹，86-88年、93-96年，持续时间为2年、3年，反弹幅度为33%、30%，市场大体维持区间震荡，但重心下移，表现相对平静。

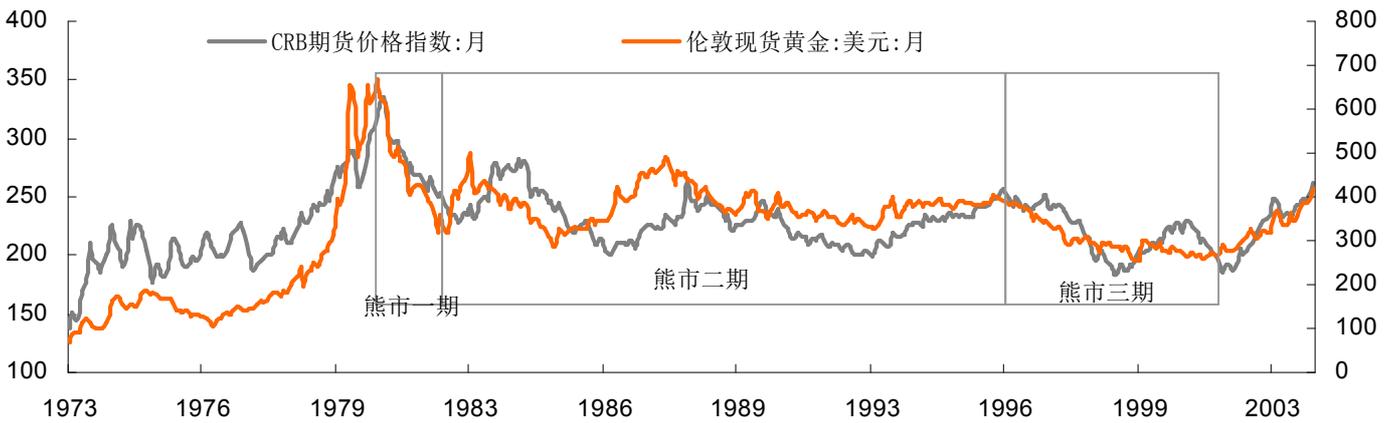
对比当前CRB商品指数，2011年见顶之后一直处于熊市一期的下跌当中，伴随着黄金、铜等商品的破位下行，商品的熊市一期也渐渐行至末端（或还需原油破位才能为熊市一期画上句号）。

从基本面来看，我们判定商品目前处于熊市一期的主要依据在于发展中国家的经

济开始走弱，经济结构处于转型期，这样对全球工业品的需求将会大大放缓，通胀水平将整体下降，加之美元的上升让商品的标价更低，商品市场价格将对前十年的涨幅作向下修复的诉求。不过世界各国的债务压力较大，本轮熊市的实际利率可能较预期维持更长的低水平，而不像80年度高通胀导致的利率大幅攀升。这是我们认为本轮熊市一期持续的时间和下跌幅度或小于80年代上一轮的原因。

如何明确判断熊市一期结束与否？我们认为观察点是当金价急速跌势缓和后，随后出现一次高级别的反弹，即可判断为熊市二期开启的特征。

图3-4: 80年代黄金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

### 3、下一个十年：熊二熊三的蔓延

周期循环往复，牛去熊来不息。在大宗商品全面步入熊市背景下，未来将如何演绎？比照历史的走势，我们认为下一个十年，黄金将在一个重心下移的过程中形成一个新的成本区间，区间内或不乏局部性的交易机会，但投资机遇与资金热情可能在这一区间里渐渐消磨，需等待长时间的修复。从图3-5近60年牛去熊来的经历揭示，漫长的盛夏过后，凛冽的寒冬又将降临。

图3-5: 1920年代以来CRB指数牛熊交错出现，熊市周期显然长于牛市周期



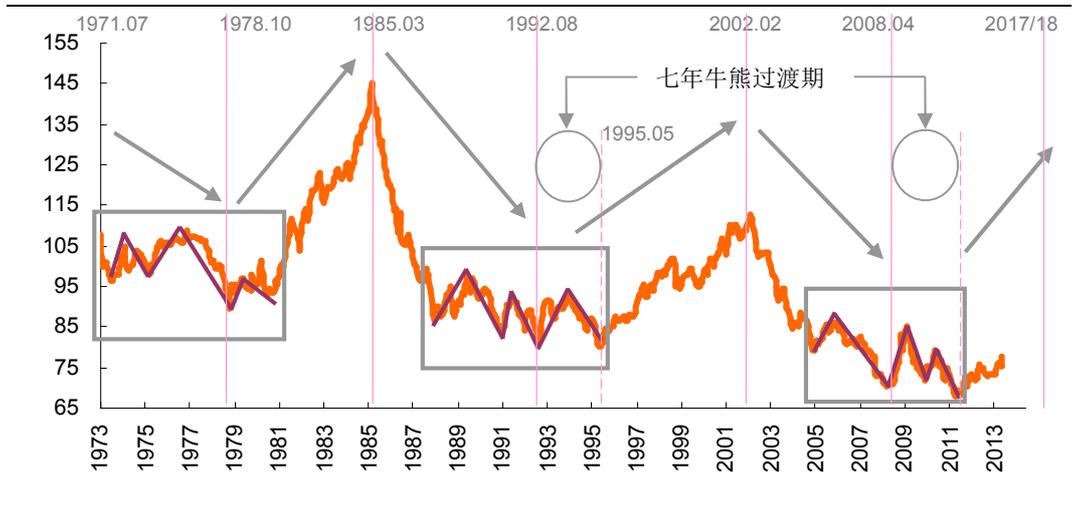
资料来源: 平安期货研究所

(1) 未来十年的宏观背景猜想：通胀平稳，美元偏强

当前，虽然全球经济前景（尤其是美国）有所改善，但全球的复苏道路仍坎坷不平。据世界银行预计，美国在 2013 年的平均增长率将为 2%，而欧元区的经济活动在 2013 年将收缩 0.2%，新兴市场和发展中经济体的增长在 2013 年将升至 5.5%，但增长率预计将不会回升到 2010-2011 年的高水平。2013 年发展中经济体的复苏很大程度上得益于支持性的政策，但先进经济体的疲软将对外部需求以及商品出口国的贸易条件产生不利影响。

通货膨胀在未来表现将相对平静。以前的经济衰退通常伴随着通货膨胀的显著下降，但 2011 年以来的衰退几乎没有对通货膨胀造成影响，大概率的原因是，那些执行通货膨胀目标制的中央银行成功地稳定了通胀预期，进而稳定了通货膨胀。总体而言，全球的平均通胀水平从 70 年的顶峰开始回落，未来十年的通胀水平应能在可控范围。

图3-6: 美元已进入新一轮上升周期



资料来源: wind、平安期货研究所

美元的走势既是全球宏观的缩影，又与黄金的盛衰息息相关。就今年而言，欧美日推行超宽松货币政策并引发全球多国央行相继减息，以及美国就业市场和零售销售改善，加上市场预期美联储考虑年内「退市」，种种因素叠加，进一步强化了美元资产的吸引力。更长期来看，美元自身的波动特征显示，美元或已进入 7 年左右的升值周期，与此前的 80-85 年、95-01 年的情况类似（见图 3-6）。

1980-85 年的升息周期归因于美联储基金开始大幅提高基准利率，基准利率在 1981 年达到惊人的、前所未有的 16%，直接导致美元走向强势。85 年，美元名义汇率以及实际汇率分别比 1980 年升值 44%与 36%。而 82 年，拉美债务危机全面爆发，原本属于发达国家的阿根廷等国重新又成为了发展中国家甚至是落后国家，这导致资金进一步回流美国。

1995-02 年的升息周期归因美国的互联网革命，这吸引了大量的资金流入美国，至 02 年，美元的名义汇率与实际汇率比 1995 年大幅升值达 28%与 31.5%。这一次，资金从亚洲集体流出，亚洲整个金融体系遭遇强烈冲击，东南亚危机正是发生在此阶段。

如果未来数年内美元的吸引力持续增强，不排除全球热钱将其他国家回流美国，尤其是近十年热钱持续流入的新兴国家，其币值将从升值走向贬值并进一步致使热钱流出。由于当前新兴国家的内需经济缺乏消费及实体经济支撑，更多依赖于热钱带来的投资推动，一旦对欧美强国的外需萎缩，热钱又过快流出，新兴国家的经济将停滞不前甚至出现困境，骨牌效应之下，将导致全球对商品的总需求萎靡，届时大宗商品市场难免步入漫长的熊市。

## (2) 熊二节奏：逐级下行，弹促跌缓

按照上述的分析逻辑，我们预判黄金未来十年即将进入漫长的熊二熊三阶段。不过，与 80 年代的超级熊市相比，本轮缺乏美国主动性大幅加息、石油危机导致全球滞胀等超级利空因素，但仍然存在资金回流美国导致的实际利率上升、欧债危机、全球经济停滞等利空因素，因此本轮可定义为“大熊市”级别。

而如果本轮熊市的波动节奏与上一轮一致，那么中短期金价的寻底支撑最低可到达 08 年的密集成本区 1200 一线（熊市一期）；在熊市二期，我们判断黄金最终会向 1000 美元的成本线靠拢，最低或可能下探至 800 美元，波动中枢大致在 1000-1300 之间；在本轮熊市整个过程中（或熊三阶段），不排除金价有可能回归到 600-500 美元的历史价值区域。

图3-7: 金价熊一、熊二、熊三的重心或将逐级下移



资料来源: wind、平安期货研究所

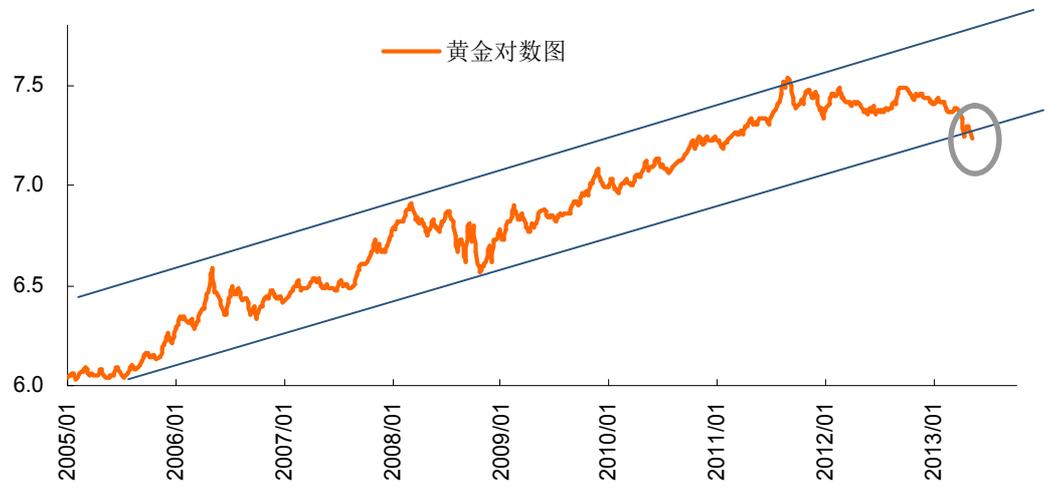
## 四、方法论：凛冬已至，战略做空

作为一个理性投资者，立场应倾向于华尔街还是中国大妈？在纵览黄金百年走势及大宗商品的牛熊定律之后，我们给出战略做空的策略思路。

鉴于美元已扭转近十年的弱势，商品早已进入熊市，黄金是最后一个进入熊市的商品，未来易跌难升。因此建议投资态度应作出根本性的改变，区别过去十余年的逢低抄底的牛市思维，战略上以做空为主。

上节已明确指出，熊市二期将伴随我们下一个十年。从节奏上，漫长反复缓跌是这一时期的特征。这一期间，单边趋势性机会减少，投资氛围趋于胶着，市场夹杂着各种纷繁复杂的数据信息，加大了价格波动的噪音；同时，人气情绪随着行情波动喜悲交错，又加大了趋势的躁动频度，令投资者理性研判的难度增加。所以，波浪理论者常常抱怨：调整浪是最难判断的波段，因为它常常难以捉摸趋势。

图4-1:对数显示长期支撑线已告失守，或进一步下挫寻求支撑



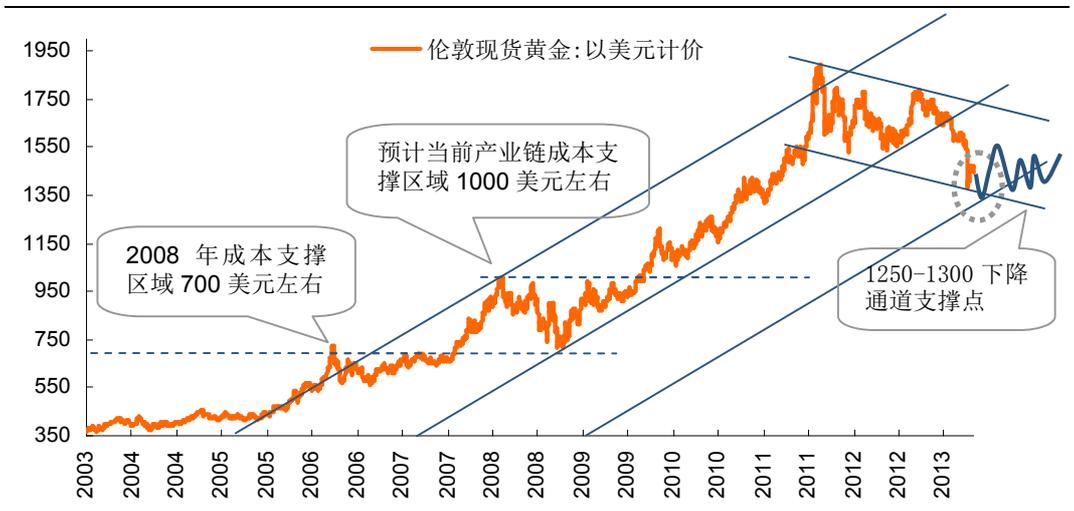
资料来源: wind、平安期货研究所

此外，熊市二期一大特征是：当经历长时间的缓慢下跌后，常常会因为某特定时间或某事件刺激而可能爆发大级别的反弹行情，但节奏较难把握，只适合波段操作及短线投机者（对比黄金 80 年代市况，反弹幅度一般为 20%左右），由于空间不大，而波动又非常猛烈，常常会出现牛市陷阱，投资者一不当心就买了顶部，保守投资者需谨慎参与。相对外盘期货来说，持有实金是要付利息的（即付仓租），卖空黄金则会收取利息，所以长线空金，不单有获得差价收益，还会收取利息收益，可谓“财息”兼收。所以，长线做空黄金是战略大原则。

中短期而言，伦敦黄金对数图显示，维持近十年的上升通道一度获得支持，在中国大妈的奋力买入之下出现了一定反弹，但半个月后又告破失，可见黄金的确已进入下行阶段。不过从原始价格的平行通道方面分析，1250-1300 美元一线具有较强支撑力度，金价中期预料在 1300 下降平衡区得到中短期的喘息。

此外，上节我们定义当前金价处于熊市一期的末期，其特征可能是：当一轮急促下降至一个新低点后，随后出现一轮高级反弹，并在反弹高位稳定下来，即可确已进入熊二阶段。图表 4-2 的下降通道区域 1250-1300 若得到支撑并展开大幅反弹，预期中的熊市二期会正式开启，反弹目标大致在 1500-1550 美元/盎司水平，这是熊市二期最重要的高点区域，可能是金价未来数年难得多见的“屋脊”。

图4-2：若金价中短期在1200-1300获得支撑，并出现高级别的反弹，则熊市二期开启



资料来源: wind、平安期货研究所

---

## 五、后记：“中国大妈”被套后开始观望

---

从本文立题到结题，我们经历了近半月的思索与逻辑演绎，而就在我们落笔期间，“中国大妈”与华尔街对决的剧情又有了新变化。五月以来金价再次下跌，测算近20日的成本，大部分的“中国大妈”已经处于被套状态，最惨者被套深度高达28%以上。一抄底就被套让“中国大妈”开始变得冷静——尽管金价又跌回上次的低位，4月狂热的“购金潮”并未卷土重来，看来大妈们的心里已出现了微妙的变化，开始选择观望或反思。

回顾上月中港金店的抢金长龙阵，曾有从事四十年的香港黄金生意人称，印象中只有1980年（大跌之后）才有这类事件发生，而这其实也是过去十年金店大开业、谈论黄金成为坊间最热话题等现象的延续。同样的现象，同样的泡沫，恐也只能落得同样的收场。投资大鳄索罗斯曾经有一个著名的反身理论，指出需要洞察市场上的群体错误，反向操作而成为赢家。而股神巴菲特也曾抛出“别人恐惧我贪婪，别人贪婪我恐惧”的投资理念。当“中国大妈”们以民间智慧为旗帜抢持黄金之时，也喻示了黄金的漫长熊市正在拉开序幕。

### 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>