2012 黄金难续辉煌

金属部

赵晶
010-85113256
15901293116
zhaojing@maozong.com

摘要：

1. 2011 年黄金呈现先扬后抑走势。金价在经历了年初至 5 月份的一轮稳步攀升行情之后，进入修复调整阶段。随后连创新高，并在 9 月初达到 1920 美元的历史高位，但之后即快速回落，至年末一直维持弱势震荡走势。

2. 欧债危机不断升级，流动性短缺问题凸显，黄金避险功能一度失灵，商品属性占据主导，呈现与风险资产同涨同跌的特点。

3. 美国 QE3 推出预期升温、标普调降美国评级，双重因素助推金价登顶。但之后多项经济指标好转，显现美国经济复苏有望，美元及美国国债再度受到投资者追捧，黄金遭到市场抛售。

4. 2012 年黄金将进入休整期，主导金价走势的因素依然是欧债危机和美国经济。欧洲流动性紧张的问题在未来很长一段时间内，都将对金价造成压制。同时美国经济有所好转，投资者更青睐于美元和美国国债，黄金避险属性的回归尚需时日。因而我们认为在 2012 年金价难创新高，将维持在 1400-1800 美元区间内运行，第一季度将以震荡探底走势为主。

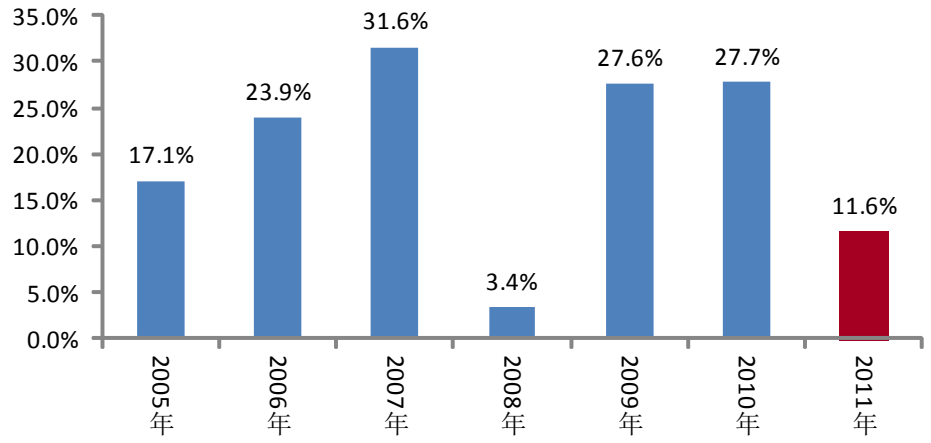
独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

第一部分 2011 年黄金市场回顾

2011 年黄金牛市步入第十一年，但与往年气势如虹的单边上扬行情不同的是，今年黄金的走势可谓一波三折，先扬后抑。金价在经历了年初至 5 月份的一轮稳步攀升行情之后，进入修复调整阶段。随后于 7 月展开本年度最为波澜壮阔的一轮涨势，期间金价连创新高，并在 9 月初达到 1920 美元的历史高位，但之后即掉头转向，快速回落，截止年末一直维持弱势震荡走势。

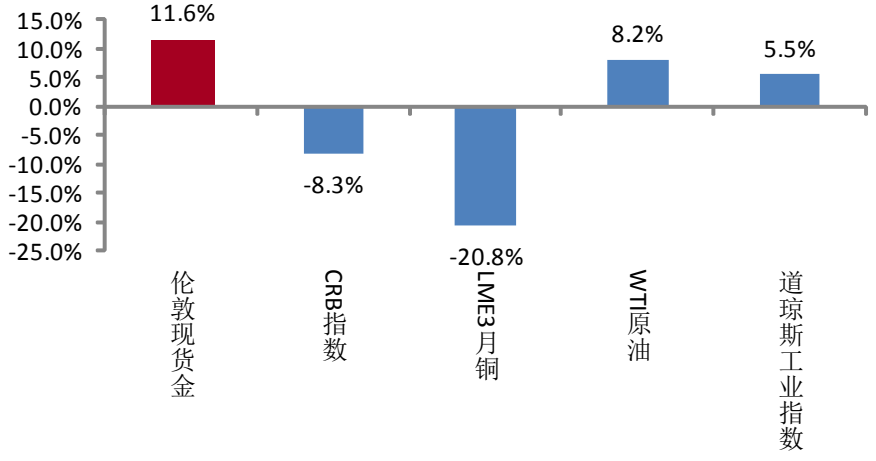
图 1：2011 年黄金涨幅不及往年



资料来源：wind、永安期货研究院

在过去的几年中，仅 08 年金融危机时黄金表现不尽如人意（如图 1）。危机之后的 09 年和 10 年两年黄金的涨幅均在 25% 之上，2011 年较过去两年涨幅大为缩水，仅为 11%。

图 2：2011 年黄金依然跑赢大多数资产

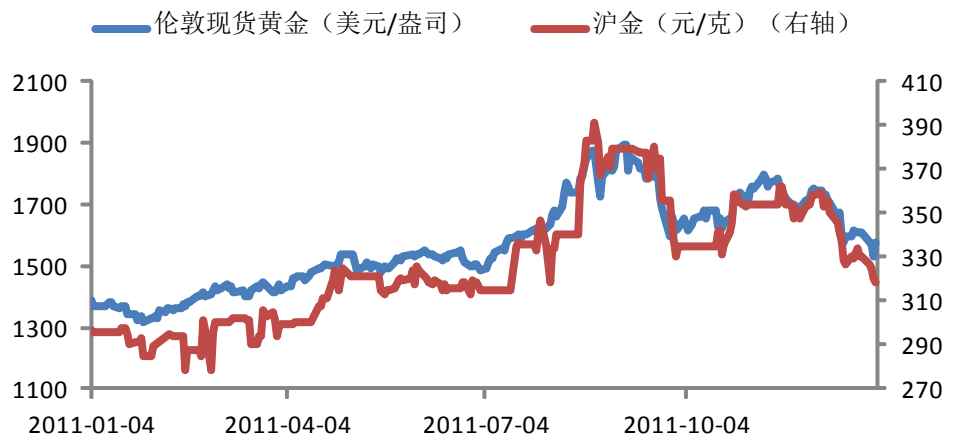


资料来源：路透、永安期货研究院

纵然黄金在 11 年的走势不及往年，但是相对于其他资产来说，依然表现抢眼。由图 2 可以看到，在 2011 年诡谲多变的国际经济形势下，大宗商品整体表现不佳。代表大宗商品走势的 CRB 指数下跌 8.3%，而伦铜跌幅更是达到 20%。但反观黄金和原油，由于地缘政治局势恶化及避险需求的影响，在今年双双走强。

下面分四个阶段对 2011 年黄金价格走势做详细回顾。

图 3：伦敦金与沪金 2011 年走势



资料来源：wind、永安期货研究院

第一阶段，通胀预期及地缘政治推升金价走高

2011 年 1 月，由于中国和日本表态将购买欧元区债券，欧债危机暂时得到缓解，此前支撑金价的避险功能暂时淡化，金价从 1420 美元附近回落至 1308 美元。

进入 2 月以后，突尼斯、埃及及利比亚等中东国家频发内乱，同时美国的第二轮量化宽松政策使得通胀预期不断升温，金价在双重因素的影响下，再度受到投资者青睐，展开一轮单边上扬行情，从 2 月初的 1300 美元一路攀升，截止到 4 月末已涨至 1576 美元。

第二阶段，QE2 渐近尾声，金价整固修复

进入 5 月之后，虽然中东局势依然动荡，但由于前期涨幅过大，金价开始回调整理。同时由于美国 QE2 将于第二季度到期，市场对于美联储后续政策存有疑虑，在一定程度上对金价造成打压。但是与此同时，希腊经济情况再度恶化，已经淡出人们视线的欧债危机重新抬头，抑制了金价的下行空间。

5 月初至 6 月末，国际现货金价从 1565 美元跌至 1500 美元附近。

第三阶段，标普调降美国评级，助推黄金登上千九关口

2011 年 7 月至 9 月初，黄金在多重因素交织影响下，涨势凌厉，顺利突破 1900 美元整数关口，创下此轮牛市以来的最高点。而促使金价大幅上扬的原因主要有以下三点：其一，欧债危机逐步从希腊等边缘国家蔓延至意大利等欧盟核心国家；其二，美国国内就债务上限上调争论不休，虽然在最后时刻达成一致，但是其过程之艰难，时日之持久，令市场倍感失望；其三，标普出人意料地将美国评级由“AAA”降至“AA+”，令市场大为震动。黄金在这样的局势下，再度成为避险方式的不二选择。

第四阶段，商品属性占据主导，金价陷入宽幅震荡

国际现货金价在 9 月 6 日创下 1921 美元的历史新高之后，未能延续之前涨势，而是调头向下，开始连绵不断的跌势。稍后在 9 月 22 日的议息会议上，美联储未能如期推出 QE3，而是转而进行“扭转操作”，令市场大为失望，资本市场全线崩溃，金价从此刻陷入暴跌，其中 9 月 24 日跌幅一度达 7%，并创下 1536 美元的当期新低。

此后一段时期，欧债危机反反复复，大有愈演愈烈之势，迫使欧盟首脑不断聚首，磋商解决方案。而 10 月底的欧盟峰会也促使金价在大跌之后，重上千八关口。但可惜好景不长，希腊公投闹剧使峰会所做努力险些付之东流，金价再度转而下行，于 11 月 21 日跌至 1660 美元附近，随后触底反弹。但伴随意大利、西班牙等国国债收益率日趋高企，法国 3A 评级岌岌可危及流动性短缺等问题，金价不堪重负，下穿 08 年金融危机以来的重要支撑线——200 日均线，之后稍作整理，再度走低，于 12 月 29 日跌破 9 月低点 1536 美元，最终以 1574 美元结束全年交易。

在第四阶段，黄金的走势与上半年颇为不同，即欧债危机的不断升级，未能推高金价，相反，金价呈现震荡探底之势。此时，避险功能已经失灵，商品属性占据主导。稍后第二部分会作详细论述。

第二部分 2011 年影响黄金走势的主要因素

纵观 2011 年，除去传统的供求因素外，左右黄金走势的两个核心关键词分别是欧债危机和美国经济，而黄金正是在这双重因素的交织影响下演绎出与往年颇为不同的一轮走势。

一、欧债危机令金价飘忽不定

一半是海水，一半是火焰——黄金的双重属性

欧债危机对于金价的影响并非一成不变，这里要分两个阶段来看。

图 4：欧债危机下的黄金价格

资料来源：wind、永安期货研究院

始于 09 年末，由希腊债务危机所引发的欧债危机，在 2011 年上半年淡出人们的视线。虽然危机并未结束，但是无论欧盟各国政府还是市场都认为问题只在希腊、爱尔兰等边缘国家，欧元区主要国家并未受到冲击，只要沿着既定的解决方案执行下去，情况将得到有效控

制并可能朝着好的方面发展。正是在这样的背景下，相较其他风险资产，黄金的避险特性受到投资者的青睐。同时由于利比亚战争等地缘政治因素，进一步助推黄金价格不断上扬。

但是进入到 7 月中旬，情况开始出现变化，关于希腊即将违约的消息逐步充斥市场。此外，意大利等欧元区核心国家财政问题也逐渐浮出水面。8 月 6 日标普下调了美国的 3A 评级，黄金应声大涨，一路高歌猛进，并于 9 月初创下了 1921 美元的历史高位。

可以说，在这之前，黄金一直是避险属性占据主导，这也是为什么黄金价格屡创新高的原因。但是不应忽视的一点是，黄金仍然是一种商品。换言之，在危机得到控制或是缓和阶段，相较于其他风险资产仍然具有较大的不确定性来说，投资者更倾向于选择黄金保值；但是当危机极度恶化时，投资者会抛售一切资产，包括黄金在内，此时持有流动性较好的现金（美元、美债等）才是王道，在 08 年的金融危机中这一点表现的尤为突出（如图 5）。因而 2011 年的下半年，欧债危机逐步升级，法国、意大利等欧元区核心国家纷纷卷入其中，黄金避险魅力尽失，开始了与风险资产同涨同跌的阶段。

图 5：2008 年金融危机下的黄金价格

资料来源：wind、永安期货研究院

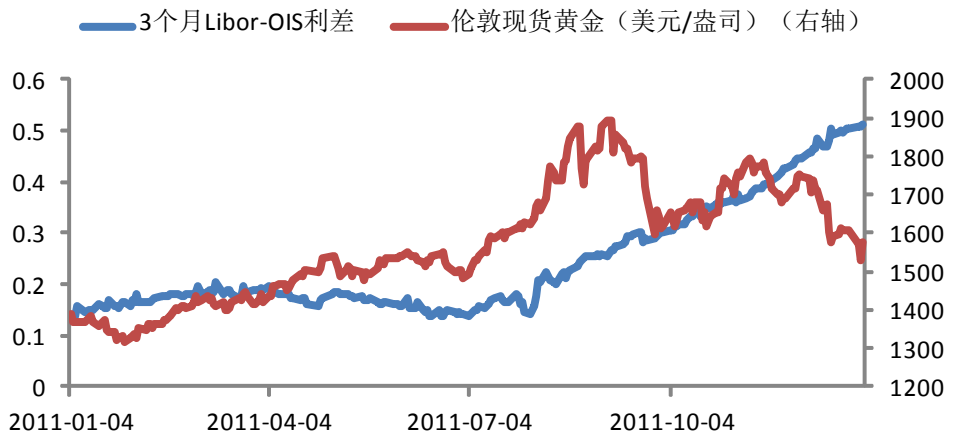
流动性短缺压制黄金价格

在此次危机不断升级的过程中，流动性短缺伴随始终，而这也是黄金脱离避险属性，重披商品外衣的主要原因。相较于美元等货币类高流动性资产来说，黄金的流动性依然有限。

如图 5，衡量欧洲美元流动性的 3 个月 Libor-OIS 利差自 11 年 8 月以来持续上行，截止到 2011 年年末已经扩大至 51 个基点，显示资金短缺情况愈发严峻。

由于美元流动性的匮乏，全球主要央行先于 9 月中旬进行三次美元流动性招标向欧洲银行体系注入资金，之后又于 11 月底下调美元互换掉期利率，但是依然未能有效解决欧元区融资困难的问题。

图 6：3 个月 Libor-OIS 利差持续走高



资料来源：路透、永安期货研究院

那么究其原因，到底是什么因素导致了整个欧元区融资困难？其原因主要有二。

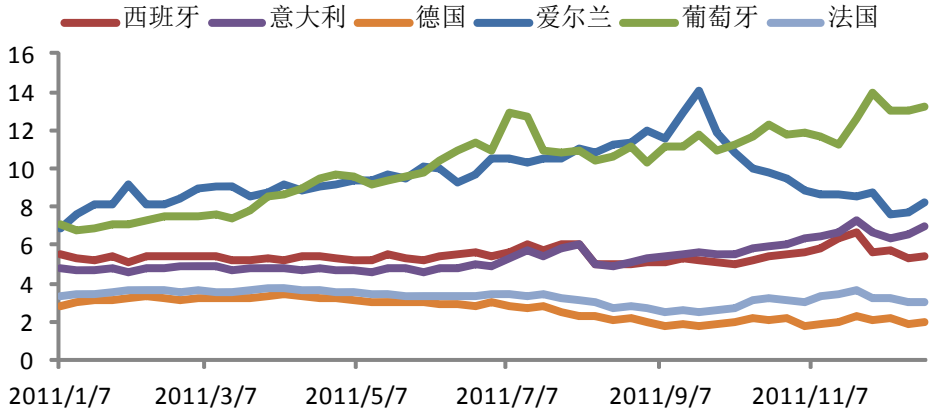
其一，欧洲银行业面临巨大的资金缺口

由于 10 月底的欧盟峰会将希腊债务减记 50%，这意味着对希腊风险敞口最大的欧洲银行体系的资产将凭空蒸发 1000 亿欧元。同时，欧洲银行业重组要求达到 9% 的资本充足率，此项资金缺口也将在 1000 亿欧元左右。因而整个银行业资金紧张也就不足为怪了。

其二，欧洲各国国债收益率不断飙升

自欧债危机向纵深发展之后，不仅仅是希腊，爱尔兰及葡萄牙等国国债收益率大幅攀升，意大利、西班牙甚至法国的国债收益率也不断走高，导致各国政府面临融资困境。

图 7：欧洲主要经济体 10 年期国债收益率



资料来源：路透、永安期货研究院

二、美国经济

虽然关于美国经济将二次探底的言论甚嚣尘上，但是与欧洲相比，美国经济的情况则乐

观得多，这也在一定程度上影响了金价的走势。

QE3 遥遥无期？

2011 年 6 月美国第二轮量化宽松政策到期，市场普遍寄望于第三轮量化宽松，也就是 QE3 的推出。但是鉴于 QE2 成果有限，美联储在是否推出 QE3 上颇为踟蹰。但是市场关于 QE3 推出的预期一直很高，在一定程度上推升金价不断走高。但是 2011 年 12 月美联储最后一次议息会议印证了短期内 QE3 尚不在议程之内。至于 2012 年是否推出 QE3，虽然市场寄望较高，但是由于 2011 年下半年以来，美国经济持续好转，因而短期来看，QE3 尚不是美联储的必要选项。

标普下调美国评级

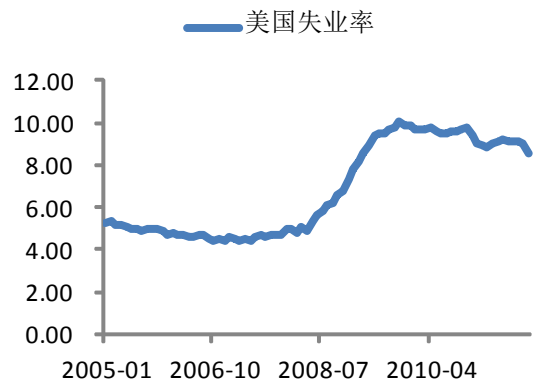
美国东部时间 8 月 5 日晚间，国际评级机构标普将美国长期主权信用评级由“AAA”降至“AA+”，评级展望负面。这是美国历史上首次失去 AAA 主权信用评级。

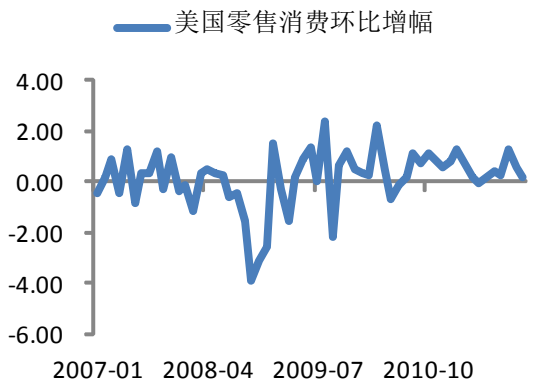
美国评级的下调引发了市场极大的震动。资金纷纷逃离美元和美债，黄金再度受到追捧。也正是由于这一原因，使得原本要回调的金价稍作调整之后，再创新高。但是从金价的后续走势中看到，这一事件只是短期影响，风险释放完毕之后，美元和美债依然是投资者信任的安全资产。

美国经济持续好转

当欧盟各国领导人依然为财政赤字、债务危机疲于奔命的时候，美国第三季度的多项经济数据显示，其经济正在渐渐好转中。

图 8：美国失业率及零售消费环比增幅





资料来源：wind、永安期货研究院

2011 年下半年美国的失业率从之前的 9.1% 高居不下，回落至 11 月份的 8.6%。同时美国劳工部公布的报告显示，美国初请失业金人数在过去的一段时间内，也呈现逐步下滑的趋势，2011 年 12 月 29 日公布的初请失业金人数为 38.1 万，已经滑落至 40 万之下。

同时来自美国零售消费领域的数据也显示，其国内内生消费动力处于持续增长中，也令外界对美国消费开支的前景更为乐观，后者是美国经济中比重最大的一块。

三、2011 年黄金市场供求

世界黄金协会 11 月 17 日发布的 2011 年第三季度报告显示，受投资需求增长 33% 的提振，第三季度世界黄金需求同比上升 6%。

报告称，第三季度全球黄金需求总计 1053.9 吨，高于上年同期的 991.1 吨。第三季度的黄金投资需求也创出季度最高水平，为 468.1 吨。

分地区来看，数据显示，欧洲的黄金投资增至 46 亿欧元，相当于 118.1 吨，较去年同比增长 135%。

此外，中国第三季度的珠宝需求较上年同期增加了 13%，至 131 吨，主要受三线和四线城市的需求提振。而中国对金条和金币的投资需求，较去年同期增加 24%，至 60.2 吨。

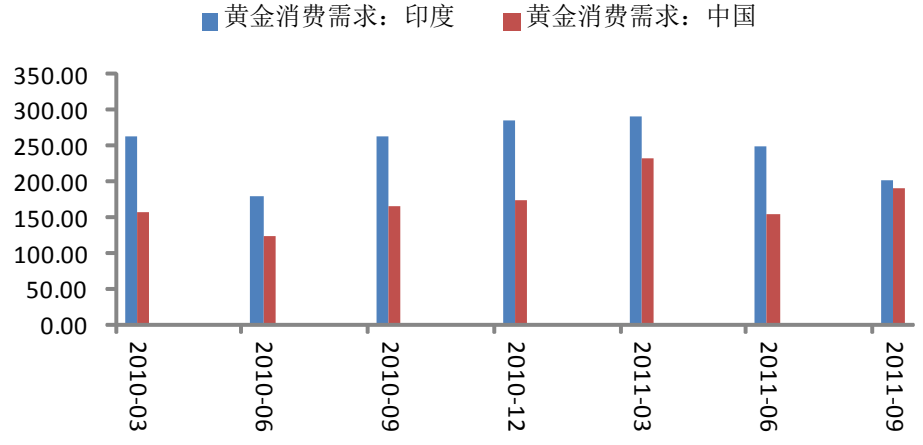
同时第三季度央行和其他官方机构的黄金购买量达到 148.4 吨。

供给方面，2011 年第三季的黄金供应量约在 1034.4 吨，较去年的 1013.4 吨增长约 2%。矿山产量从去年同期的 710.9 吨增长了 5% 至 746.2 吨。

印度及中国实物金需求下滑

在过去几年中，来自印度和中国的强劲购买力一直是推动金价上涨的重要因素之一。但是进入 2011 年下半年之后，印度黄金的需求呈现下滑趋势（如图 10），这主要是由于其国内经济持续低迷，同时卢比贬值，对购买力形成冲击。虽然中国持续增长的需求在一定程度上弥补了印度消费的下滑，但是从金价下半年的走势来看，实物金需求的减少在一定程度上压制了金价的走势。

图 9：中印两国黄金需求



资料来源：wind、永安期货研究院

各国央行增持黄金储备

欧洲央行和国际货币基金组织的数据显示，2011 年欧洲各国央行的黄金储备增加了 2.5 万盎司，即 0.8 吨。

这意味着，欧洲各国央行逾 20 年来，首次成为黄金净购买者。这与 1999 年以来每年平均出售 400 吨形成了鲜明的对比。

在欧洲各国央行转变态度的同时，新兴市场国家央行也在囤积黄金。

墨西哥、俄罗斯、韩国等国今年都曾大举购入黄金（如表 10）。预计全球各国央行今年购入的黄金总量将超过布雷顿森林体系瓦解 40 年以来的任何一年。

表 10：2011 年央行购入黄金量汇总

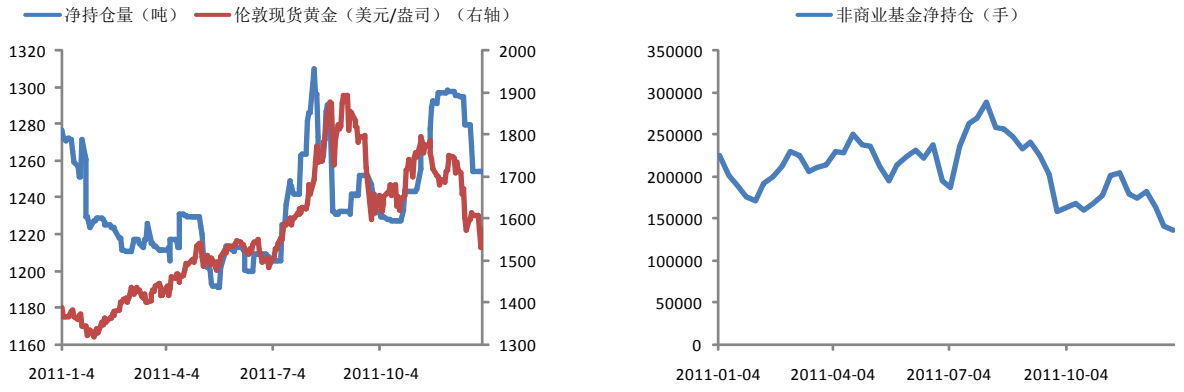
	净购买总计（吨）	黄金占外汇储备比例
墨西哥	98	4%
俄罗斯	63	3%
泰国	53	16%
韩国	25	1%
玻利维亚	14	8%

资料来源：路透、永安期货研究院

黄金 ETF 及 CFTC 持仓变化

2011 年伴随金价的不断上扬，全球最大的 ETF 不断加仓，并先于金价达到 1309.92 吨的顶峰，随后金价继续攀升，但是 ETF 持仓率先回落，随即金价深幅下挫。11 月底，ETF 持仓再度达到相对高点，但与之对应的金价却仅在 1700 美元附近徘徊。同样，CFTC 投机基金净持仓也在 8 月 2 日达到最大值 289250 手，随后金价逐步走低，净持仓逐步缩减至 135907 手。

图 11：全球最大的 ETF 持仓及 CFTC 投机基金净持仓



资料来源：ETF SPDR Gold Shares、CFTC、永安期货研究院

第三部分 2012 年黄金市场展望

正如在报告的第一部分中提到的一样，黄金在 2011 年的走势与往年较为不同，并非简单的单边上扬牛市行情，而是颇多曲折。从黄金下半年的表现来看，多个重要支撑位纷纷击破，于是乎关于黄金牛市是否终结观点层出不穷。我们认为目前断言牛市完结或许言之尚早，仍有待观察，但是不可否认的是，08 年金融危机之后金价年均涨幅超 20% 的良好局势将不复存在，2012 年金价将进入休整期。

从技术形态来看，自 08 年金融危机开始的这轮牛市，金价始终位于月 K 线 10 均线上方运行，但是 2011 年 12 月的大幅下挫则宣告这一重要支撑位的跌破。同时月 K 线 MACD 指标死叉，价格脱离布林线上轨向下运行，均显示后市不甚乐观，中长期有调整需求。因而我们认为，从技术指标看，2012 年金价最低或探至月布林线中规 1400 美元一带，在 1750 美元附近遇有较强上行阻力。

图 12：伦敦金月 K 线走势图

资料来源：文华财经、永安期货研究院

从基本面来看，在 2012 年主导金价走势的因素将依然是欧债危机和美国经济。而欧债危机影响金价的核心因素只有一个，就是流动性问题。而从目前的状况来看，特别是欧洲银行业资金短缺，流动性紧张的问题在未来很长一段时间内，恐怕都不能得到有效缓解，这势必在一定程度上对金价造成打压。同时，由于美国经济显露复苏迹象，流动性高的美元和美国国债对于投资者来说，更具吸引力，黄金避险属性的回归尚需时日。

综合以上分析，我们认为在 2012 年金价难以再创新高，将以整固修复为主，运行区间为 1400-1800 美元，其中第一季度行情将以震荡探底走势展开。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。