

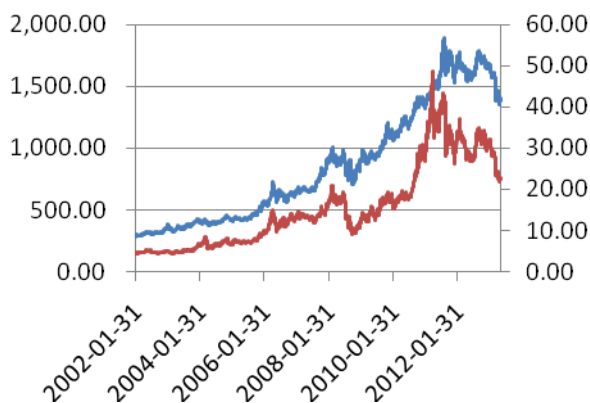
贵金属市场：十年黄金牛市的终结

2013年6月

事由：

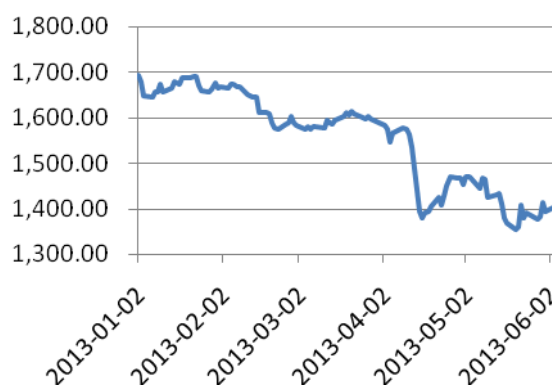
黄金市场发生历史性暴跌。4月15日，伦敦黄金期货交易所美元计价黄金价格下跌9%至1395美元/盎司，创30年以来单日最大跌幅，造成市场恐慌。此后受益于亚洲实物买盘支撑，黄金价格有所反弹，但未突破1500美元关口。5月以来，实物需求对黄金价格支撑逐渐减弱，金价继续向下调整。目前黄金处于弱势震荡行情，从ETF持仓规模不断下降的情况看，市场悲观情绪较为明显。

图表1 2002-2013年黄金白银价格走势（美元/盎司）



数据来源：Wind，课题组

图表2 2013年黄金价格走势（美元/盎司）



数据来源：Wind，课题组

点评：

一、黄金基本面供需分析

黄金作为一种大宗商品，有较强的金融属性，但商品价格始终由供求决定，不同的价格驱动因素最终都会通过影响黄金供需来左右黄金价格。由于黄金供给端弹性较小，其价格主要受到需求的影响，其中又分为以商品属性为主导的实物消费需求，和以金融属性为主导的投资需求。

（一）黄金需求分析

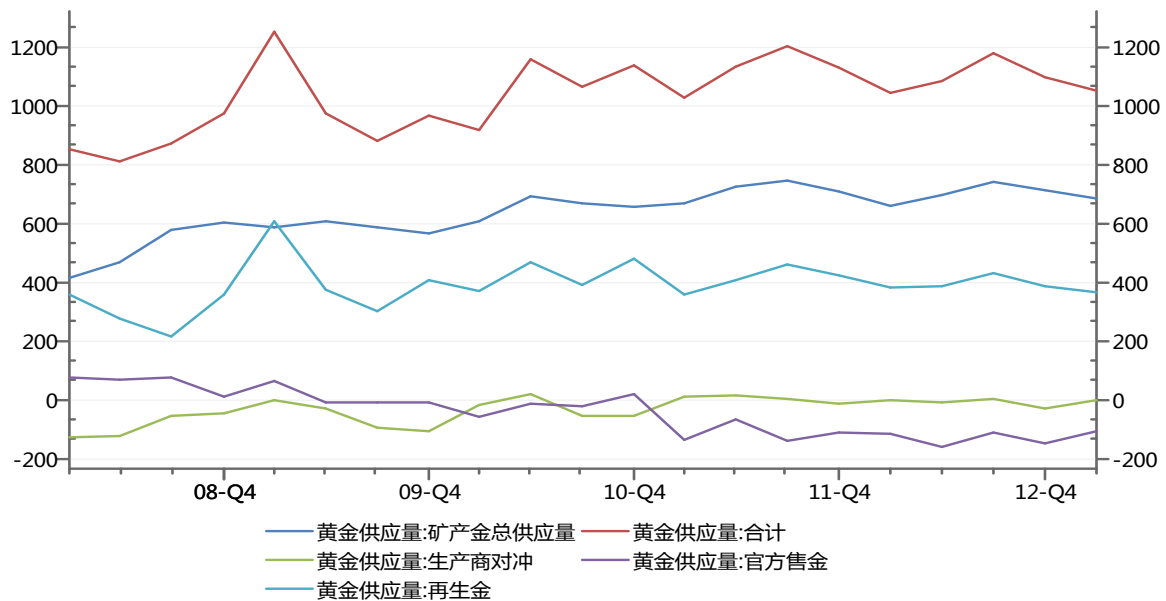
黄金需求主要来自于首饰、金币金条等实物消费需求，以及由金融属性推动的投资需求，其工业需求相对较小。

一方面，黄金悠久的历史使得其被赋予了货币属性以外的价值，承载了部分社会文化的作用，使得黄金在首饰、金币、金章方面的实物消费需求成为一种刚需。然而，1990年以来，实物消费需求在黄金消费结构中的比重呈下降态势，而且每年的波动性不大。这表明实物消费需求对金价的影响力较小，很难成为金价上扬的推动力，但有可能成为黄金价格下跌的支撑力量。4月黄金下跌后，亚洲实物买盘支持金价回调正体现了黄金商品属性的底部支撑作用。

（二）黄金供给分析

根据世界黄金协会的统计口径，黄金的供给主要来源于四个方面：矿产金、生产商净对冲、官方售金和再生金。其中矿产金与再生金产量是金价的长期影响因子，供给相对稳定略有增加；官方售金属于金价的中期影响因子；生产商对冲对金价则起到助涨助跌的作用。值得注意的是，曾经占到总供给 17%的官方售金已从 2010 年变为负贡献，即表现为官方买入，实际上增加了黄金的需求，对过去一段时间内金价上涨起到推动作用。总体看，黄金供给端处于相对温和的上升过程，且结构变化不大。

图表 4 2008-2013 年黄金供给趋势变化



数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind, 课题组

二、黄金市场暴跌的影响因素分析

4月15日金价暴跌成为黄金市场的黑天鹅事件，此后贵金属一蹶不振显示了市场对其长期走势的悲观态度。这主要是由于前期利好黄金金融属性的宏观因素正逐渐减弱，流动性宽松政策将逐步回归常态，市场通胀预期减弱，股票等资产价格上扬，投资者避险情绪消退等，使得黄金的投资价值受到冲击，黄金牛市的终结成为市场主流判断。

（一）流动性宽松政策逐步减弱，美联储态度左右市场情绪

金融危机以来，以美国为首的主要央行推出宽松的货币政策，使得实际利率不断走低。从长周期分析，实际利率与黄金价格呈负相关的关系，较低的实际利率水平会降低持有黄金的机会成本，增加收益率，从而推高黄金的保值需求，并不断推高黄金价格。

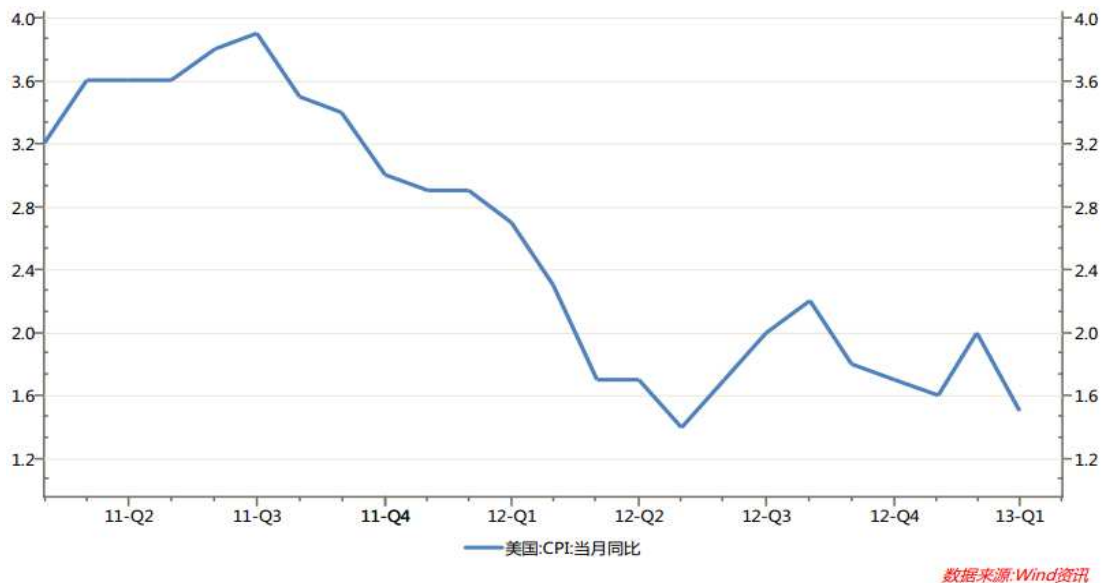
然而，全球宽松的流动性局面或将面临改变。2013 年以来，美国经济数据有所好转，市场不断传出 QE 退出的声音，而每一次美联储关于 QE 的表态，都会造成黄金市场单日剧烈波动。短期内，美联储的宽松政策具备收缩空间，但扩张可能性很小。其他国家央行的宽松政策对全球流动性及黄金价格影响较小。长期看，主要央行为了处理本轮经济危机而提供的流动性终将被收回，黄金价格由于偏离基本面的支持，在流动性收缩时将受到市场预期的影响而快速下跌。

（二）经济形势好转通胀预期降低，黄金长期利好基础减弱

在过去十多年的黄金牛市中，通胀预期作为最基本的宏观经济判断，为黄金上涨提供了有力的支撑。然而，2012 年末以来，美国经济数据呈稳步上扬态势，反映经济状况正在好转，特别是失业数据，美国制造业如汽车业、房地产数据改善，令市场对美国经济增长的预期较为乐观，这提升了市场对真实利率的预期。

今年 4 月以来，美国消费者物价指数下跌 0.4%，过去 12 个月的通胀率从 3 月份的 1.5% 下降至 4 月份的 1.1%，创下自 2010 年 11 月份以来的最低水平。黄金经常都会被视为对冲通胀的工具，倾向于在通胀上升的环境中得益，美国通胀率的降低令黄金避险需求大大减弱。

图表 5 2011-2013 年美国 CPI 同比走势情况

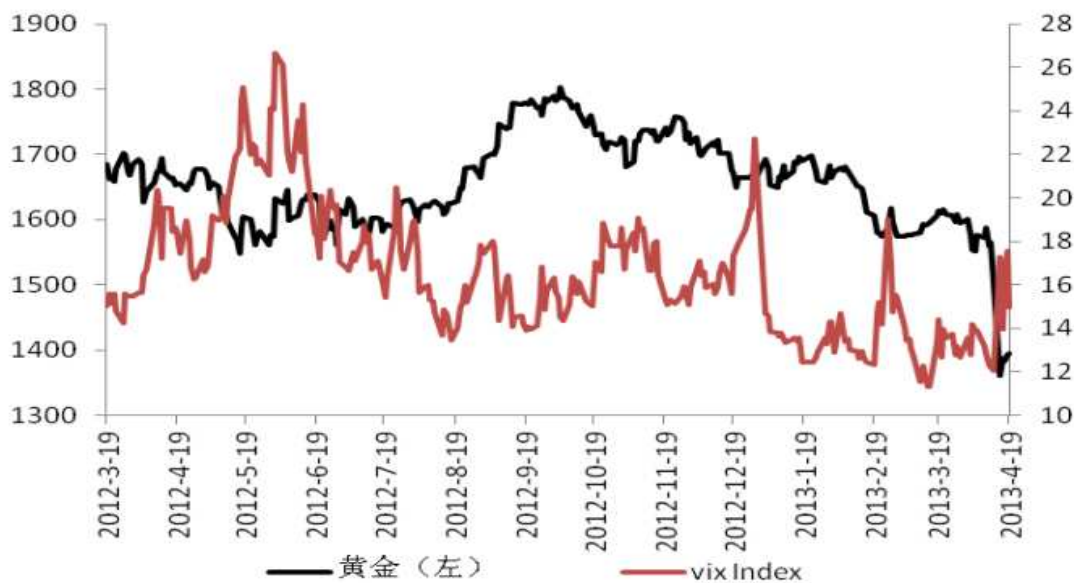


数据来源: Wind, 课题组

（三）金融市场风险情绪回升，黄金避险需求有所回落

2013 年以来，尽管欧洲并未完全走出债务危机的阴影，诸如塞浦路斯事件仍有发生。但整体来看，随着欧洲银行政策为赤字国和银行业保底，欧债风险逐步回落，世界金融市场的避险情绪迅速下降。同时经济增长的不确定性也在降低，世界金融市场的风险情绪整体回升，黄金避险需求回落。

图表 6 黄金价格及 Vix Index 走势比较

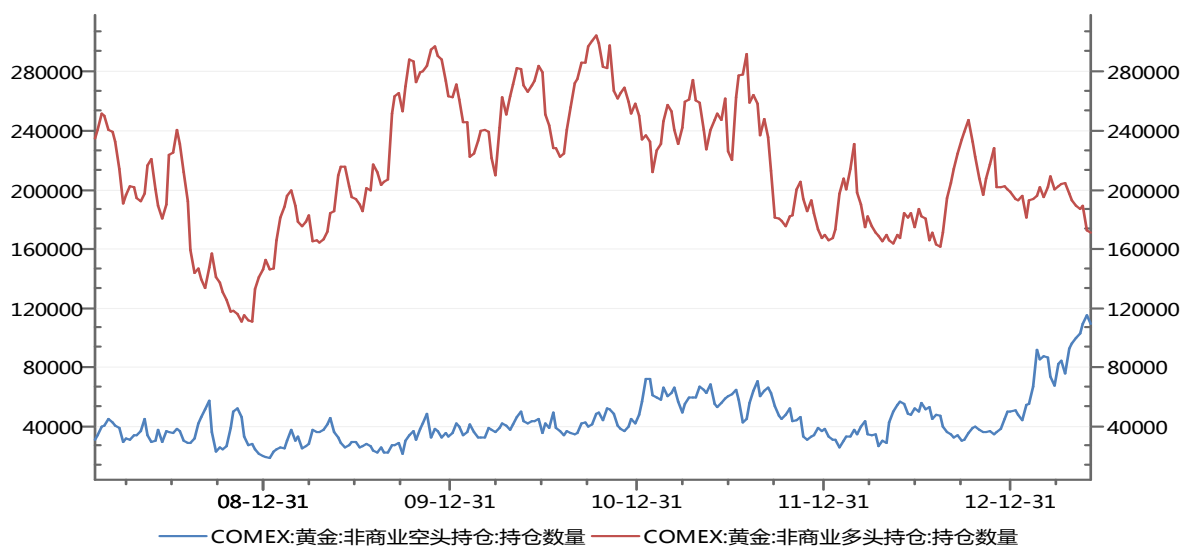


数据来源: Bloomberg, 课题组

(四) 机构投资者热情减退，贵金属空仓不升

4 月黄金市场暴跌后，非商业多头逐步下降，空头势力则稳步上升，多空距离逐步缩小，显示市场看空情绪明显。

图表 7 COMEX 黄金非商业持仓多空势力比较



数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind, 课题组

此外，黄金 ETF 基金继续减持黄金，5 月共减持 67.49 吨，减持幅度达 6.25%，3 月和 4 月分别减持 37.14 吨和 140.62 吨，截至月末净持仓量为 1013.15 吨。其中大的黄金 ETF-SPDR 黄金减持 6.06%，使得 SPDR 黄金 ETF 现在持仓规模相当于 2009 年 2 月份的水平。

图表 8 黄金价格走势及 ETF-SPDR 持仓量

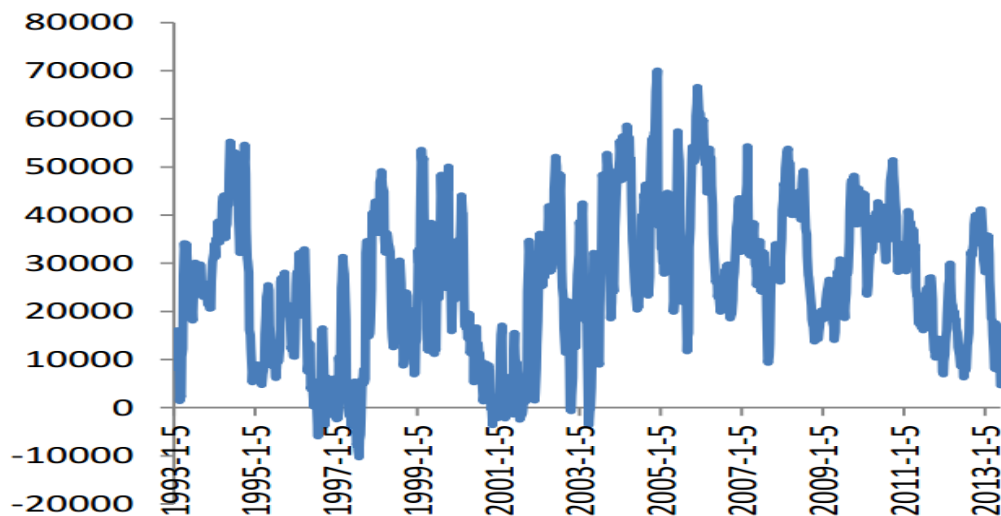


数据来源: Wind, 课题组

(五) 白银价格追随黄金，投资需求主导价格

白银作为贵金属的另一组成部分，其价格走势与黄金有较大的关联性，由于白银市场容量较小，且投资门槛低，因此白银市场相对黄金更适合投机操作，其价格波动也更为剧烈。5 月以来，白银跌幅达到 8.47%，超过黄金。

图表 9 COMEX 白银非商业净多头



数据来源: Bloomberg, 课题组

市场影响评估：

一、黄金市场后市展望

4 月黄金暴跌前后，国际投行纷纷下调对金价的预期。

图表 10 国际投行下调黄金预期

机构	调整日期	2013E	下调幅度	2014E	下调幅度
高盛	4 月 10 日	1545 美元	4%	1350 美元	9%
摩根士丹利	4 月 16 日	1487 美元	16%	1563 美元	15%
巴克莱	4 月 19 日	1483 美元		1450 美元	
摩根大通	5 月 28 日	1595 美元	9%	1450 美元	18%
美银美林	5 月 28 日	1478 美元	12%		

数据来源：课题组

市场多空双方分析汇总

针对 4 月中旬的黄金暴跌，机构投资者及市场交易员给出了不同的意见，尽管目前市场情绪普遍看空，但也不乏有投资者对黄金市场的黑天鹅事件给出了积极的态度。

图表 11 黄金暴跌后多空双方观点总结

空方观点

美国经济复苏的乐观情绪遏止刺激经济的需求，宽松的货币政策存在退出可能。

全球经济好转，通货膨胀预期下降，实际利率上升导致黄金持有成本上升。

全球风险偏好总体好转，黄金避险需求减弱。

多方观点

只有纸黄金市场发生卖空，实物黄金实际上短缺，黄金需求依然充足。

黄金崩盘是技术面操作导致，实际提供了绝佳买入机会。

黄金宏观基本面依然强劲，投资者负面情绪仍在，崩盘是 14 年来最狠的超卖。

数据来源：华尔街见闻，课题组

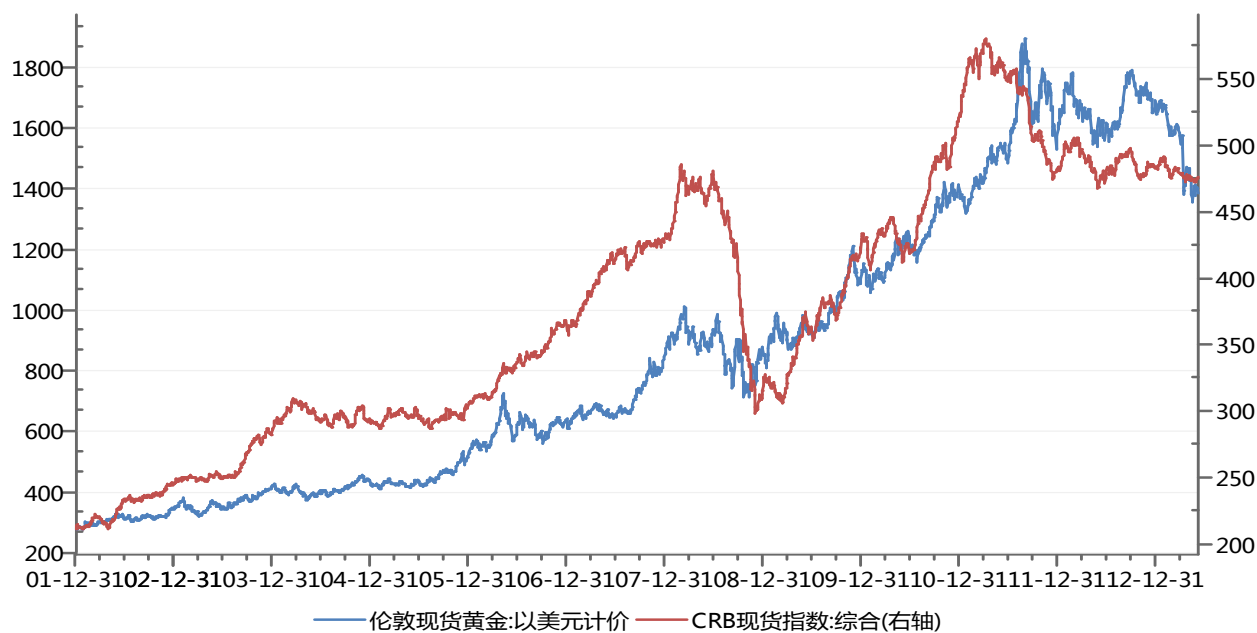
短期关注美联储政策变化，长期内继续看空黄金

短期内，黄金交易逻辑的中心依然在于美联储是否会提前放缓 QE 政策。由于 5 月就业市场表现不及上月，制造业显露的疲态也不容忽视，美联储短期内仍难以退出购债计划。部分美联储官员曾表示，如果到 6 月为止得到的经济信息显示增长在持续且势头足够强劲，将准备开始下行调整购买资金流。不过决策官员还没有就在哪个时候开始放慢 QE 达成共识。此外，支撑黄金牛市的影响因素彻底反转还需时日，短期内或在消息层面存在价格小幅上调的可能，将为机构投资者提供高价减持的机会。中长期看，造成黄金暴跌的宏观影响因素将继续加强，预计黄金的牛市难以重现，金价将在低位震荡运行。

二、黄金下跌对大宗商品市场的影响

黄金作为商品价格体系的一个锚，黄金价格同向于大宗商品价格。根据黄金与不同大宗商品之间的相关系数，黄金趋弱，利空贵金属、铜；对石油、农产品冲击相对温和。

图表 12 黄金下行，大宗商品价格整体趋弱



数据来源:Wind资讯

数据来源: Wind, 课题组

