

黄金牛市依然未见尽头

无论是美联储反复强调的“较长时间内维持利率在异常低的水平”，还是近来欧央行连续两次降息的行动，都表明现在各国政府的行动焦点还是在刺激经济上。未来货币政策的主旋律依然是宽松、低息。在负的真实利率环境中，黄金维持一个正的收益率应该是没有问题的。从流动性和真实利率这两个因素来看，黄金大牛市仍将延续。

2011年，黄金全年（本文均以伦敦金价格作为标准）再度以红盘报收，黄金连续十年录得上涨。

2011年，金价开盘价格为 1421美元/盎司，收盘价格为 1565美元/盎司，全年涨幅 10.13%

2011年，国际金价低点出现在 1月 28日，为 1308美元/盎司；高点出现在 9月 6日，为 1920美元/盎司，黄金的最大涨幅为 35.12%

2011年黄金行情回顾

对 2011年黄金的表现，不同的人心中自有不同的评判。金甲虫们认为黄金连续十年上涨，代表着黄金牛市仍将延续。另一方面，黄金“泡沫论”者则认为黄金在今年最后一个季度的大跌，预示着黄金大牛市已经到了晚期，更有激进者宣布黄金大牛市已然结束。

回顾 2011年的行情，我们发现有两个最大的特点：一个是反季节性，另一个是波动性明显增大。

黄金的消费是具有季节性的，黄金需求旺季其实主要是黄金珠宝需求的旺季。从 8月中旬开始的穆斯林斋月在 9月初结束，根据传统穆斯林会在这时互赠礼物，黄金自然成为了很多穆斯林的首选之物。穆斯林的斋月刚完，全球最大的黄金消费国印度送走了雨季，迎来了重要的婚嫁季节。再往后的 11月，印度迎来了最重要的季节——排灯节。由于传统和宗教的原因，印度人需要大量黄金首饰作为礼品来庆祝这些重要的时刻。还有在整个秋天，欧洲和北美的珠宝商们也开始囤积黄金为即将到来的圣诞销售旺季做准备。而全球第二大黄金消费国中国也在这个时候迎来了国庆、中秋，还有其后的春节，这都是黄金需求的旺季。所以每年的 9月到来年的 3月，黄金价格一般倾向于上涨。一年中的其余时间，4月至 8月则属于黄金的消费淡季，这段时间黄金的表现也相对低迷。

但是 2011年黄金却走出了一波反季节行情，金价在淡季期间明显淡季不淡。特别是在 7 8月间，从 7月 1日的低点 1479美元一路单边上涨，到 8月 23日首次突破 1900美元，当天最高至 1911美元。仅仅 38个交易日，金价就上涨了超过 500美元，如此牛气的行情不要说是淡季，即便是旺季也是绝无仅有。

踏入金色 9月，金价经过短暂调整之后继续强势上冲，于 9月 6日创下了 1920美元的历史最高纪录。此时，市场普遍弥漫着乐观的情绪，各金融机构也纷纷提高了对于黄金价格的预测。当时最为乐观的预测已经到了 2300美元，即便最保守的估计也认为拿下 2000美元不成问题。其实，市场对于黄金的乐观不仅基于黄金价格屡创新高，还因为黄金向来在 9月表现突出。从 1971年到 2010年的统计结果来看，金价在 9月份的平均涨幅为 2.64%。1989年以来的 22个 9月中有 18个，金价都是上涨的，其上涨的概率居各月之首。但是 2011

年黄金在旺季的走势却让人大跌眼镜，金价在创出 1920 美元的新高后，出现了高台跳水。9 月 26 日，金价重跌至 1536 美元，短短 15 个交易日跌幅近 400 美元，跌势之猛烈程度为金融海啸以来首见。虽然，黄金其后出现了比较强劲的反弹，但一直未能再上 1900 美元。进入 12 月之后，黄金再度出现了单边下跌行情，12 月 1 日金价开盘 1746 美元，到了 12 月 29 日跌至低点 1523 美元，跌幅超过 200 美元。

从统计数据来看，尽管金价近年来波动有所加剧，但我们并不认为黄金是一种波动剧烈的投资产品。事实上，在过去 20 年黄金一直都比白银、石油和主要的股指波动小。黄金的波动性一直都维持在低水平上且延续到 2007 年次贷危机发生。下图为 CBOE 上市交易的黄金波动率指数期货，从过去两年的数据回顾，我们发现 2011 年 9 月份之后的波动率指数明显较过去高。在过去两年中，该指数大多数时候位于 20 之下，但黄金出现大跌之后，该指数迅速飙升至最高 40。

CBOE 黄金波动性指数



数据来源：CBOE 广发期货发展研究中心

2011 年黄金市场主要影响因素

第一，欧债危机。在过去的两年中，欧债危机不断困扰着全球资本市场。欧债危机简单地讲就是欧元区内统一的货币政策与各国不同的财政政策之间的矛盾，往深点挖就是欧元区政治统一步伐远远慢于经济统一步伐之间的矛盾。在彻底解决上述两个矛盾之前，估计欧债危机还会“阴魂不散”。作为一种传统的避险资产，欧债危机对黄金属于一种利多，反之属于利空。比较明显的例子是 2011 年年初欧债危机稍缓，市场避险情绪减弱，金价因而受挫跌至 1308 美元的年内低点。但是值得注意的是，9 月之后，黄金与风险资产走势相近，此时欧债危机反而成为了黄金的利空，但我们认为这种情况持续时间不会太长。

第二，美国 QE2。2010 年 11 月美联储宣布了二度量化宽松计划，结果美国的货币总量进一步加速向上。与前面量化宽松最大的不同点在于，这一次的量化宽松是实实在在地向

实体经济输入货币，而之前的量化宽松政策更多是停留在账面上，实际流入实体经济的货币总量非常少，造成的通胀压力有限。QE2的 6000亿美元，加上 QE1的 3000亿美元，总计 9000亿美元主要用来购买美国国债。近年来，美国政府基本处于入不敷出的局面，需要不断发行国债。特别是金融海啸之后，由于各类金融救助及经济刺激方案，导致了美国政府以更大的力度发行国债。因为，美国国债总量不断增加，美国国债水平上限也不断提高。2011年 8月 2日美国债务上限提高最后期限前，美国两党围绕债务上限之争就是这个问题的一个体现。正因为美国国债总量迅速增加，投资者已经普遍预期美元将贬值，所以导致美国国债的销路成了问题。还有如果美国国债无人问津，其价格必然下降，意味着美国国债收益率势必增加，也就是美国人需要为其国债支付更多的利息。由于美国现在债务水平已经基本与美国GDP水平持平，因此，国债收益率水平的提高意味着美国经济的增长基本都用来还债了。

为了避免陷入这种尴尬的境地，美联储决定自己出手在二级市场购买美国国债，如此一来，美国国债有了买家，同时还能压低美国国债收益率，以便减少利息支付。很明显，只要美国的债务上限不断增加，美国就无法停止 QE，因此 QE3只是迟早问题。美国之所以没有在 2011年下半年推出 QE3，很大一部分原因是因为欧债危机导致资本涌入美国国债避险，导致美国国债收益率水平非常低。在这种情况下，美联储没必要出台进一步的 QE来支撑美国国债市场。在 2011年的下半年，作为标尺的美国十年期真实利率水平经常处于负状态。不难理解，没有任何一个投资人会容忍其投资经理将其资产长期放置于肯定亏钱的投资之上，所以留存在美国国债市场的大量资本肯定会在某个时候重新流入其他资产，而黄金是一个重要选择。更为重要的，随着美国国债水平增加，资金流出美国国债市场导致收益率走高，将迫使美联储采取 QE3。黄金与美国量化宽松的关系很明显，黄金 2011年上半年表现突出，这跟美国 QE2是分不开的。所以，一旦美国启动 QE3，黄金肯定将继续大涨。

美国十年期真实利率水平



数据来源：圣路易斯联储局、广发期货发展研究中心

第三，美国债务上限争执及美国降级事件。就美国债务上限问题，美国共和、民主两党提出过数份不同的方案，但都迟迟未有决断。分歧总的来说有两个，一是减赤究竟要依靠“开源”还是“节流”，民主党希望开源和节流一起进行，因为开源主要是通过加税，这是共和党所不能接受的；二是民主党希望一次性大幅提高美国债务上限，以使得民主党在美

国大选前，不会再为美国的债务上限问题困扰。由于美国两党出于各自的政治目的，导致美国差点出现了违约。虽然，最后美国两党就债务上限达成了协议，但两党之间的矛盾依然存在。针对美国债台高筑的局面，民主党主张加税，即“开源”，共和党主张削减开支，即“节流”。可以预料在 2012 年美国的大选年，民主、共和两党还会围绕着这个问题争论不休。

美国债务上限的闹剧直接导致了另一个结果，标普毅然调降了美国的最高评级。在标普调降了美国信用评级之后，全球的金融市场剧烈振荡，其程度为金融海啸以来之最。因此，大量的资金蜂拥进入美国国债市场。美国十年期真实收益率在 8 月 10 日及 8 月 12 日这两天分别录得 -0.13% 和 -0.02%，也就是说投资美国十年期的国债不但挣不了钱，还有倒贴的风险。这主要是金融市场波动过大，资金为了寻找避风港，不计回报的结果。其后市场平静下来，资金逐渐从美国国债市场流出，黄金获益大涨。这两个突发性事件是黄金在 8 9 月间两度攻上 1900 美元的重要因素。

第四，中东各国革命。从突尼斯及埃及引发的革命，最终波及了整个中东和北非地区，甚至连穆巴拉克和卡扎菲这类统治国家达数十年之久的领导人也纷纷下马，足见中东革命之影响。地缘政治动荡，黄金作为一种避险资产由此获益。还有就是中东和北非地区是全球最为重要的原油产地，该地区政局动荡也导致了原油价格高企，这也使得黄金获益。总的来说，地缘政治对黄金的影响有限，到了 2011 年下半年其威力已经大减。

第五，日本地震。3 月 11 日，日本遭受了史无前例的大地震、海啸以及核泄漏三重灾难。日本大地震一是将降低日本对美国国债的需求；二是日本政府在灾后巨量释放流动性稳定市场，有可能进一步加重全球的通胀压力。简单说，日本大地震有可能第一使得美元进一步贬值，第二使得大宗商品价格进一步上涨。黄金作为对冲通胀以及货币体系风险的投资工具，肯定将因此而受益。

第六，金融资本流出黄金市场。5 月黄金出现了大跌，其中一个重要原因就是市场传出消息索罗斯已经将其手中的黄金资产的头寸出售殆尽。12 月市场传出投资大亨保尔森第 3 季度削减三分之一 ETF 持仓，进一步加重了黄金的跌势。黄金牛市十年，特别是金融海啸之后，黄金获得各方的追捧，很多投资基金也纷纷涌进黄金市场以图分一杯羹，这大大地改变了金融市场的投资者结构。

反季节行情解析

2011 年，黄金为什么会反季节行情？金价为什么在第 4 季度波动性陡然增大？

反季节行情的表现有两个，首先是 7—8 月淡季大涨，这主要是由其时欧债危机、中东政局动荡、美国债务上限争议导致可能出现违约风险及美国失去最高评级等因素集中出现的。还有，就是黄金在 9—12 月旺季出现的暴跌。9 月，由于经济前景不明朗导致股市和商品市场轮番出现暴跌，投资者财富出现大幅缩水。投资者在其他市场出现巨额亏损后，抛售黄金以弥补损失成为不二选择，特别是大型对冲基金抛售黄金以弥补在其他市场的亏损，其影响巨大。经过 9 月的暴跌，黄金市场的投资者成了惊弓之鸟，黄金也暂时从避险资产向风险资产靠拢。除了心理层面的原因，更为重要的是黄金市场投资者结构的变化。经过十年牛市，黄金的投资需求大幅增加，大有超越珠宝需求之势。这也意味着越来越多的机构投资者介入黄金市场，其中不乏像索罗斯、保尔森这样的投资大亨。这些对冲基金的投资风格与黄金市场以往的投资者风格不太一样，其投资风格更为激进，更具风险性。这也是黄金市

场在 2011年第 4季度波动性陡然增加的根本原因。

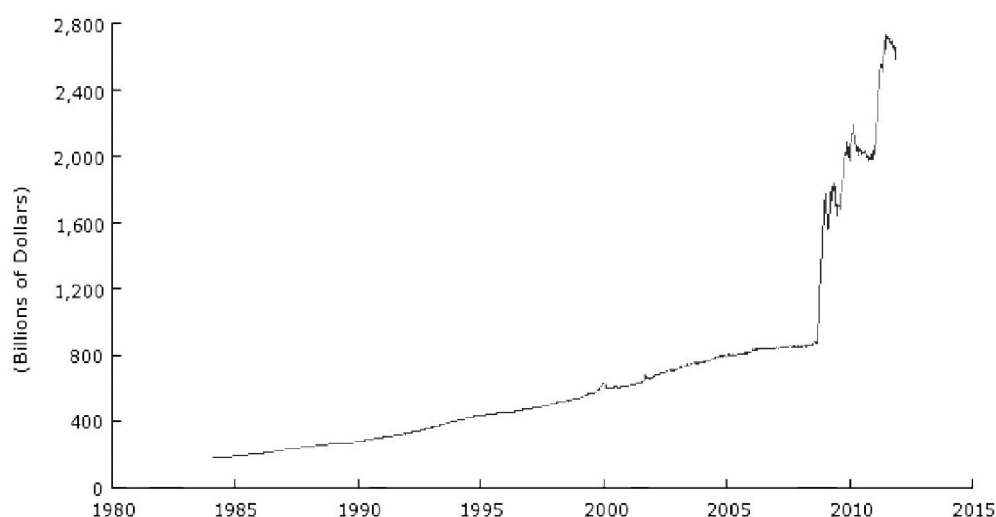
2012年黄金行情展望

黄金在 2011年第 4季度暴跌之后，市场已经出现了一种声音，即认为黄金牛市已经走到尽头。自黄金大牛市以来，金甲虫们可以举出无数个理由来支撑黄金继续上涨。不过从历史数据统计来看，流动性及真实利率水平与黄金关系比较确定，黄金价格与流动性成正比，与真实利率水平成反比。

金融海啸爆发后，美国出台了一系列的金融救助以及经济刺激方案，由此使得美联储的资产负债表从金融海啸前的约 9000亿美元急速扩张至 2.8万亿美元。根据美联储 2011年 12月 8日公布的数据，美国 11月 30日基础货币近 2.56万亿美元，金融机构总的准备金为 1.55万亿美元，其中法定准备金为 937.61亿美元，超额准备金为 1.46万亿美元。根据 2008年 9月 10日，金融海啸全面爆发前的数据，当时基础货币为 8436.30亿美元，金融机构总的准备金为 471.14亿美元，其中法定准备金为 448.63亿美元，超额准备金为 22.51亿美元。正如伯南克所说：为了拯救经济，我们不惜做着直升机撒钱。而现在伯南克完全是开着 B52轰炸机在撒钱。

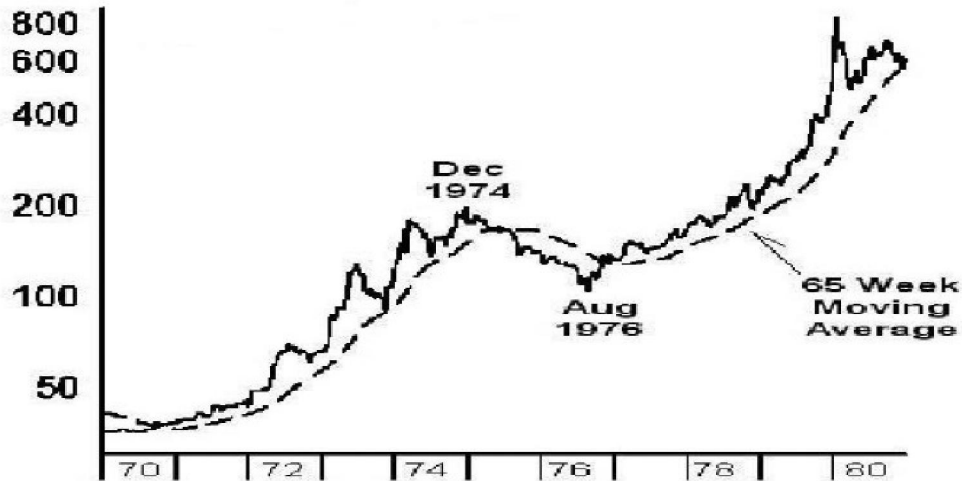
按照美国国会预算办公室 (CBO)的数据，美国联邦政府现在赤字约为 1.5万亿美元，债务水平超过 14万亿美元。最为重要的问题，现在还看不到美国解决债务和赤字的希望。所以，目前我们仍然看不到黄金大牛市的尽头。

美国基础货币



数据来源：圣路易斯联储局、广发期货发展研究中心

1970—1980黄金大牛市



数据来源：Weber Global

从研究来看，黄金收益率与全球真实利率水平成反比。从 1980—2000 年，真实利率基本是正的，这导致了黄金价格追不上通胀。进入 21 世纪，真实利率重新为负，黄金也重拾上涨势头，开始了延续至今黄金大牛市。从逻辑上，其实也很容易理解。黄金作为一种投资品种，一直以来最为人所诟病的就是没有利息。因此，当有固定回报的投资品种如债券真实回报较高的时候，投资者自然会倾向于债券。反之，黄金的魅力就显现出来了。无论是美联储反复强调的“较长时间内维持利率在异常低的水平”，还是近来欧央行连续两次降息的行动，都表明现在各国政府的行动焦点还是在刺激经济上。未来货币政策的主旋律依然是宽松、低息。在负的真实利率环境中，黄金维持一个正的收益率应该是没有问题的。从流动性和真实利率这两个因素来看，黄金大牛市仍将延续。

假设黄金价格在 2012 年出现了大幅回落，是否意味着黄金大牛市已经结束？我们先来看看上一个黄金牛市发生了什么。从 1970 年到 1980 年黄金经历了第一次的大牛市，国际黄金价格从 1970 年的 35 美元/盎司上涨到 1980 年的 850 美元/盎司，足足涨了超过 23 倍。其中从 1971 年中期到 1974 年 12 月不到四年的时间，黄金上涨至 200 美元。其后黄金价格回落了 50% 至 100 美元。直到 1976 年的 8 月，再次掉头向上。从此一发不可收拾，从 1976 年 8 月到 1980 年 1 月，黄金价格足足上涨了超过 750% 至 850 美元。套用今天的情况，试想一下如果金价在 2012 年回落 50% 至 1000 美元，恐怕市场绝大部分的人 would 认为黄金大牛市肯定已经结束了。可如果谜底揭晓，金价最终涨到了 8500 美元呢？当然，过去的情况可能对于今天的参考意义有限。但是，这个例子可以说明，决定一个牛市的并不是价格变化的过程，而是其背后的根本因素。所以，我们提醒投资者需要透过价格看本质，这个本质就是支撑黄金大牛市的一切都没有改变，虽然金价出现了反季节行情，虽然金价出现了大幅滑落。

另一方面，我们也要看到黄金在 2011 年第 4 季度出现的剧烈波动。历史上其他著名的资产泡沫，如 1986 年的日本股票、1999 年美国的网络泡沫、2005 年的 GSCI 指数以及 1979 年的黄金等，这些资产的平均标准偏差为 10.3 个标准偏差。目前，金价的波动性虽然有所增加，但相比上述这些泡沫资产波动性还很小。或许，现在才到黄金大牛市的中期阶段。

最后，我们再来预测一下黄金在 2012 年的走势。2011 年影响黄金市场的诸多因素如欧债危机、美国 QE 还会持续影响黄金市场。另外，美国大选在 2012 年将是影响黄金市场的一个重要因素。根据以往的经验，地缘政治对黄金影响的时限有限，但从 2011 年，美国

两党在美国债务上限的争执来看，民主，共和两党由于在财政政策上的重大分歧，有可能在美国总统大选这个重要时点激化。还有，伊朗问题也值得关注，如果伊朗封锁霍尔木兹海峡，这势必造成原油价格大涨。2012年，地缘政治可能成为主导黄金行情最大的变数。在黄金继续上涨的道路上，很快就要面临2000美元的重要关口。在1000美元关口之前，黄金曾经四次尝试，才最终克服该关口。2000美元对于黄金的阻碍作用不可小视，但基于目前之形势，我们依然给予较为乐观的预测，金价在2012年最高应该能到2200美元，而低点1500美元的支撑作用十分明显，或许将成为继1300美元之后另一个重要的中期底部。