

## 黄金价格依然“便宜”

明年通胀风险保值需求、央行可能购买黄金的示范效应等将给金价带来支持和上涨推动力。

由于美元在货币体系中被质疑的声音越多，以及从美国国家利益上的战略考虑和策略选择，美元偏弱走势可能很大；发达经济体还会维持低利率政策较长时间，通胀风险累积将刺激资产价格上涨，股市和资产价格上涨进一步累积通胀风险，资金寻求保值的需求存在并可能增大；央行购买黄金的示范效应或许成为阶段性黄金价格的推涨因素；因此，2010年黄金价格依然值得乐观看好，易涨难跌；国际金价预计以1100美元为中轴，价格重心较09年上移，如果以上因素反应较强，或者地缘政治局势阶段性出现紧张，金价将挑战下一个重要技术高点1350美元，沪金相应跟随国际金价运行，由于明年人民币升值可能变为现实，将会撤销国内金价部分涨幅。

### 相关报告：

#### 《金价走出整理形态向上突破》

刘明亮 分析师

028-86269235

成都倍特期货经纪有限公司

研发中心

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

# 黄金价格依然“便宜”

## 第一部分：市场回顾

### 一、黄金价格走势回顾

图一 COMEX 黄金期货价格走势



\*资料来源：文华财经

2009 年黄金价格走出 2008 年下半年宽幅剧烈波动区域，结束 2008 年 3 月黄金价格创 28 年新高后长达大半年整理形态，并发动新的上涨行情，期间运行特征可大致分为三个阶段。

第一阶段：（1 月—2 月中旬），承接涨势。1 月初金价经历短暂技术调整后，承接 2008 年 11 月自 750 美元底部以来的涨势，突破 2008 年 10 月、7 月高点，涨上 1000 美元。这一阶段受金融危机影响，世界发达经济体经济步入衰退，市场悲观气氛浓厚，黄金和美元同时成为避险工具，二者齐涨。国内黄金期货价格完全跟着国际金价节奏运行，这一阶段沪金期价反弹上 217.80 元/克。

第二阶段：（2 月下旬—8 月底），高位调整。金价以及美元持续上升后获利回吐压力加大，金价在今年 2 月上涨到 1000 美元后，随后金价展开调整，直到调到 8 月份。黄金价格运行有较强的季节性特点，今年也遵循这一规律。而这一阶段金价调整属于高位偏强调整，仅回探到去年 11 月至今年 2 月上涨行情的 50%。这一阶段沪金也走出标准三角形整理形态，最低仅回探到 190 元/克。

第三阶段：（9月初至今），发动上涨行情。9月2日金价在经历半年的整理后，突破三角形整理形态，启动上涨行情，初期上涨显得一波三折，11月开始加速上扬，突破度量涨幅1150美元后继续挺高上1200美元。这一阶段金价上涨有进入季节性消费旺季因素，有通胀预期炒作因素，有央行购金因素，更多还是来自美元持续贬值因素。这一阶段沪金在10月中旬创上市以来新高，外盘涨上1200美元时，沪金创下270.48元/克纪录新高，沪金与国际金价亦步亦趋。

图二 SHFE 黄金期货价格走势



\*资料来源：文华财经

## 第二部分 基本面、技术面分析

### 一、黄金供需状况

图三 世界黄金供需状况

	2006	2007	2008	% ch 2008 vs 2007	Q1'07	Q2'07	Q3'07	Q4'07	Q1'08	Q2'08	Q3'08	Q4'08	Q1'09	Q2'09	Q3'09 <sup>1</sup>	% ch Q3'09 vs Q3'08
<b>Supply</b>																
Mine production	2,485	2,478	2,415	-3	590	614	641	633	545	589	633	648	584	632	670	6
Net producer hedging	-410	-444	-351	...	-94	-197	-82	-71	-129	-122	-53	-47	-1	-31	-105	...
Total mine supply	2,075	2,034	2,064	1	496	417	559	562	415	467	580	601	583	601	565	-3
Official sector sales <sup>2</sup>	365	484	236	-51	72	145	170	97	77	89	77	13	62	5	15	...
Old gold scrap	1,128	958	1,209	26	243	223	214	277	360	275	216	358	569	314	283	31
Total Supply	3,569	3,475	3,508	1	811	785	943	936	852	811	874	972	1,215	910	833	-5
<b>Demand</b>																
<b>Fabrication</b>																
Jewellery	2,288	2,404	2,188	-9	587	699	630	499	475	532	695	494	352	407	475	-32
Industrial & dental	480	482	435	-6	116	118	117	110	116	118	112	90	80	94	100	-11
Sub-total above fabrication	2,748	2,886	2,621	-9	703	817	747	599	591	650	807	574	432	501	575	-29
Bar & coin retail investment <sup>3</sup>	424	446	849	46	125	144	116	61	89	143	212	205	52	122	143	-33
Other retail investment	-8	-14	213	...	7	9	4	6	9	5	58	141	92	48	43	-26
ETFs & similar	260	253	321	27	36	3	139	80	73	4	149	95	465	57	41	-72
Total Demand	3,423	3,552	3,805	7	858	949	999	746	762	802	1,227	1,014	1,041	728	802	-35
<b>"Inferred investment"<sup>4</sup></b>	145	-77	-298	...	-47	-184	-56	190	91	9	-353	-43	174	184	31	...
London PM fix (US\$/oz)	603.77	695.39	871.96	25	649.82	666.84	680.13	786.25	924.83	896.29	871.80	794.76	908.41	922.18	960.00	10

\*数据来源: WORLD GOLD COUNCIL

从世界黄金协会最新供需数据可以看出,截至2009年三季度,全球黄金供给2958吨,需求2571吨,供大于需387吨;而2008年前三季度供给2537吨,需求2791吨,需求大于供给254吨;2007年前三季度供给2539吨,需求2806吨,需求大于供给267吨。再进一步分析,2009年前三季度黄金首饰和工业需求1508吨,金条、金币及其他投资性需求1063吨;而2008年前三季度首饰和工业需求2048吨,投资性需求743吨。

以上数据显示,总量上2009年黄金的需求较07、08年明显下滑,比2008年同期下滑8%,而且转为供大于求的局面。分类型上看,2009年前三季度首饰和工业需求下滑明显,较2008年同期下降26.37%,投资性需求增长较大,较2008年同期增长43.07%。

### 二. 国际政治形势

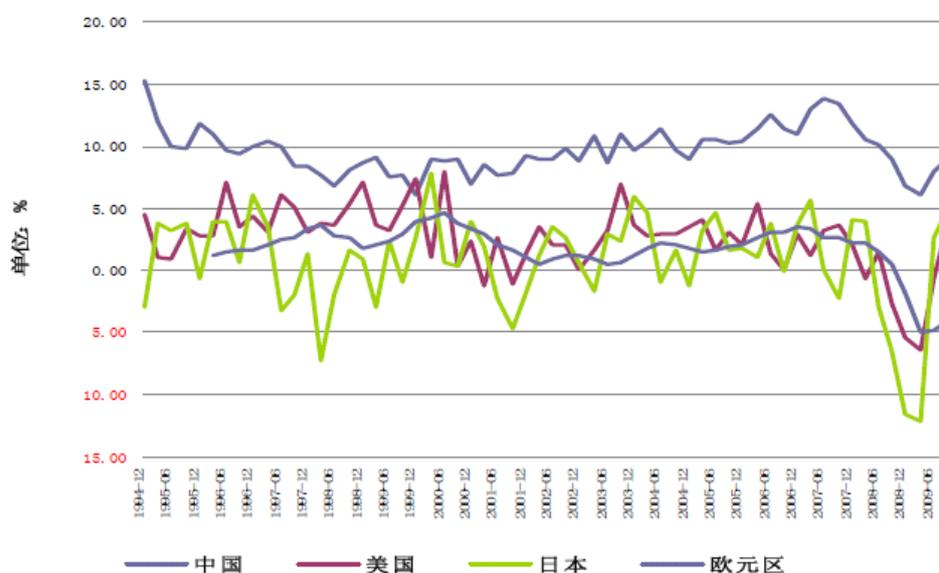
当前地缘政治局势总体上趋于缓和,时而有小部位冲突出现。受08年百年不遇的金融危机洗礼,2009年全球倾力拯救经济衰退,总体上国际政治局势比较缓和,虽然恐怖事件和一些地区动乱时有发生,但事态并没引起地缘政治局势到紧张的程度。因此,2009年国际政治方面也没有对国际金价带来大的影响。通常影响金价波动的地缘政治因素往往是围绕石油资源的冲突或者是世界性的、大的冲突或战争。

从目前国际政治形势来看，未来一段时间预计还是会保持相对缓和，虽然主要的几个发达经济体经济衰退最坏的时期已基本过去了，但经济要真正复苏起来还需要时间和政策配合。不过由于中东问题复杂，偶尔的冲突还是不可避免，另外恐怖事件也难免。伊朗核问题、阿富汗问题也存在一些政治敏感性和不可测性，这些问题如果有爆发出来，可能会导致地缘政治局势紧张。总体上，地缘政治在未来一段时间可能不是影响金价的首要 and 主导因素。

### 三. 国际经济形势

美国第三季度 GDP 年率初增长 3.5%，预期为增长 3.3%，为美国经济 1 年多来首度出现季度增长。日本三季度实际 GDP 季率增长 1.2%，折合成年率为增长 4.8%，大大超出此前预测的 0.6%和 2.2%。欧元区经济复苏较为迟缓，欧元区 3 季度 GDP 年率下降 4.1%,超出预期中值的年降 3.9%。

图四 世界主要经济体 GDP 增长情况



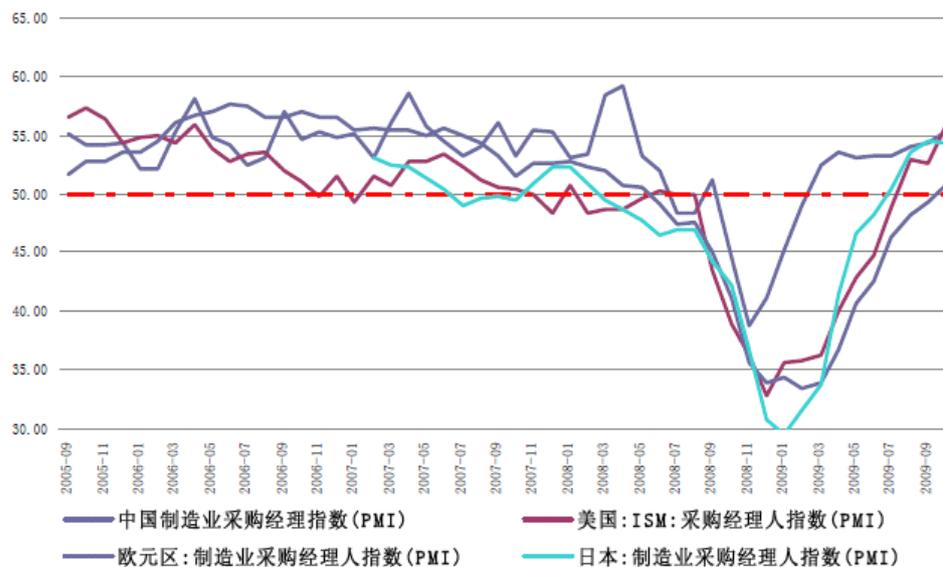
\*数据来源: Wind 资讯

10 月美、欧、日制造业 PMI 均呈现 V 型向好，其中美国 PMI 较上月大幅回升 3.1 个百分点至 55.2。10 月欧元区制造业 PMI 终于突破 50 分界线，但是仅高出 0.7 个百分点，欧元区经济复苏步伐仍然缓慢。

美国等主要经济体 GDP 增长、PMI 指数第三季度均从底部出现较为明显的回升，从美国等主要经济体经济数据可以看出，尽管欧洲经济复苏显得迟缓，但美国等受金融危机影响严重的经济体经济衰退最坏的时期基本已过去，经济开始处于复苏的边缘，当然经过这次百年不遇的金融危机重创，经济的真正复苏起来是漫长和不容易的，因为目前美国失业率仍高企，民众消费仍趋于谨慎，这成为实体经济全面复苏的一大绊脚石，但目前让市场看到了信心。只要不出现所谓的第二次冲击，经济复苏会慢慢见到效果。

在此，更多需要注意经济由衰退转为开始复苏，在这次百年不遇的金融危机后，一系列史无前例的救助计划，向市场注入巨额流动性后给经济可能带来的后果。如此大的流动性注入市场，表现在资本市场、商品市场，推升资源类商品价格，最终促使通胀风险累积，市场会从对通胀预期加强到通胀压力显现。

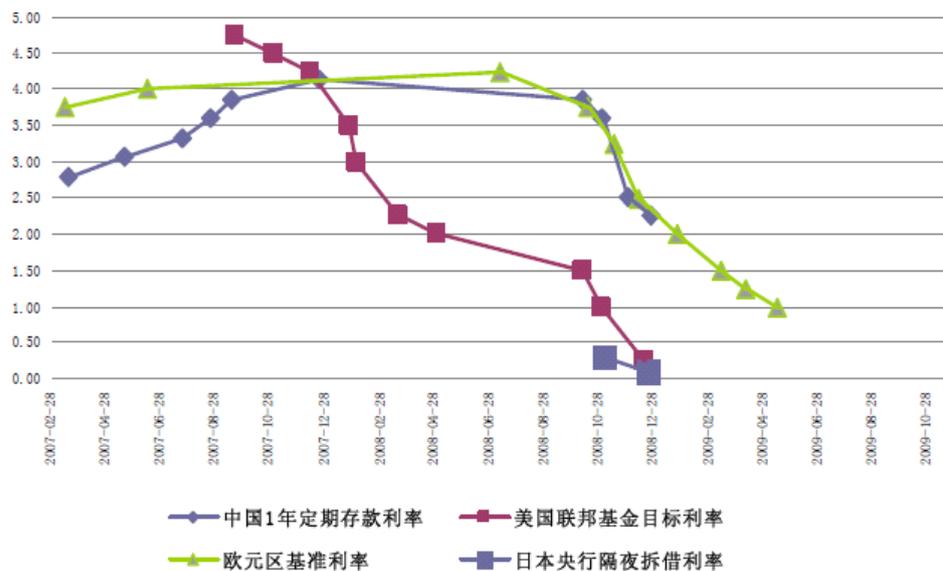
图五 世界主要经济体采购经理指数



\*数据来源: Wind 资讯

#### 四. 国际金融形势

图六 美国等主要国家利率水平

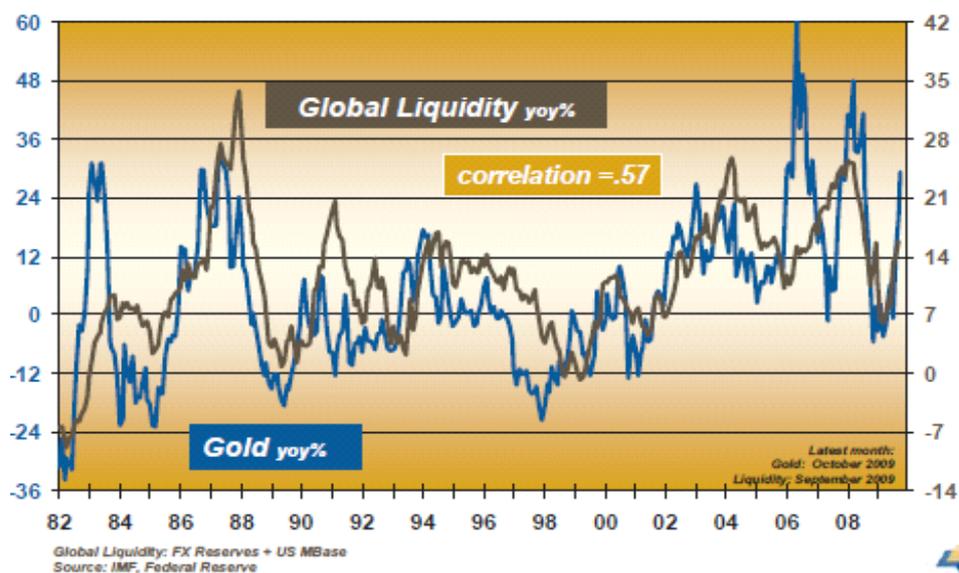


\*数据来源: Wind 资讯

美国联邦基金利率自调至历史最低位 0-0.25% 区间，日本利率调至 0，欧洲央行将基准利率调低至 1% 后已维持很长一段时间。虽然前段时间澳大利亚央行两度加息 25 个基点，但从最近英国央行、欧洲央行利率会议结果以及会后声明来看，他们暂将给维持目前低利率水平，而美联储主席伯南克一再强调，将让目前低利率水平保持一段较长时间。之所以主要国家利率仍维持低利率，在于虽然主要经济体经济衰退最坏时期过去，但离真正复苏起来还有很大距离，注入的庞大流动性先是流入金融市场，推升股市和商品价格。由于失业率攀升不止，消费者信心恢复还不是很好，还比较谨慎，因此目前阶段经济复苏的基础并不牢固，这是美国等主要经济体非常关心的问题，只有当流动性宽松从金融市场转入实体经济，实体经济真正开始复苏起来，就业状况慢慢有好转，消费信心逐步增强，才说明经济复苏的基础变得稳固，经济真正的开始复苏之路了。所以，在接下来一段时间内，金融市场流动性预计仍会维持宽松局面。受投资者风险偏好逐步好转并可能总体上持续向好，股市会稳固自底部反弹以来的成果。

## 五、国际投资

图七 全球性流动性与金价走势



\*数据来源: DUNDEEWEALTH ECONOMICS

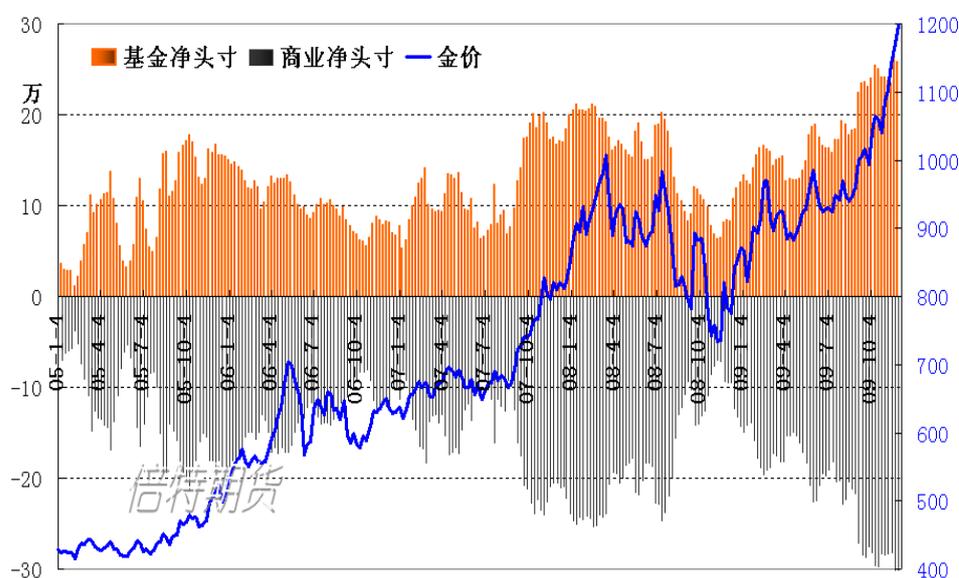
国际投资也是影响金价走势的主要因素之一。历史数据分析，全球流动性与金价存在较高的正相关关系，相关性 0.57（如图七）。游资具有以短期资本形式存在、追求高利润、没有固定投资领域等特点。当利率普遍较低时，短期资本机会成本低，这时资金会选择收益高的领域。美国联邦基金利率调至零利率后，资金纷纷转向欧元等高收益货币上，导致欧元等货币大幅升值，美元持续贬值。

资金逐利原则使得大量资金同时追逐商品和黄金，从 2009 年下半年金价上涨来看，由于今年季节性消费不旺，因此，推动金价上涨的因素更多为美元持续走软，通胀预期的炒作，资金选择黄金作为避险品种，寻求高收益。从世界黄金协会公布的今年前三季度黄金投资性需求较上年同期大幅增长也可见一斑。由于美联储一再强调美国将维持低利率一段长时间，而通胀风险在逐步累积，央行实际行动上有继续增持黄金的倾向，将成为资金炒作题材，因此，来年黄金仍然是资金高度关注的品种，这股力量将对金价调整形成支持，同时对金价上涨形成推动力。

## 六. 技术分析

### 1. 资金在黄金上持仓兴趣

图八 COMEX 黄金期货上基金和商业净持仓



\*数据来源: CFTC, 倍特期货

2008 年 11 月金价自 700 美元下方开始反弹开始，基金总体上在 COMEX 黄金期货上持续增加净多头寸。今年 9 月基金加大净多头寸持有，突破金价 2008 年刷新 28 年高点时创下的 20 万手净多持仓，随后持续增持多单，净多头寸增持到 26 万手新高纪录，同期金价一路上涨。从基金持仓兴趣可以看出，跟金价涨跌走势非常吻合，当然基金持仓兴趣往往对金价有推波助澜的作用以及市场示范效应。目前基金维持历史高水平持仓兴趣，也说明基金对金价看好。

### 2. 原油为主的商品

原油今年 2 月以来反弹上 80 美元每桶，相当于反弹了从 2008 年 7 月 147 美元跌到 35 美元的 0.382 位，同样走出了金融危机以来暴跌阴影，走出底部区域。随着美国、欧洲等主要经济体经济开始复苏，实体经济慢慢恢复起来，对能源的需求会逐步增长起来；全球各国在这场金融危机中注入从未见过的巨额

流动性，当经济复苏起来，超低利率水平，宽松的流动性，美元汇率的偏低状况，将令资源类商品价格上涨起来，一旦通胀风险显现，将可能推涨以原油为首的这些资源类商品价格。伦铜价格已涨回到 7000 美元/吨了，离 2008 年 8 月下跌时 8000 美元也只差 1 千美元，资源类商品走出底部大涨起来，足可以看出市场对通胀风险的预见性和提前防范性。

### 3. 美元

美元指数 2008 年 3 月结束几年的贬值周期，8 月走出底部区域开始升值，最高飙到 90；而从今年 3 月转为贬值，今年出现两波贬值，第一波为经济数据显示出经济衰退最坏的时期在过去，投资者信心和风险偏好回升引起的贬值，第二波从 7 月至今是美元相对其他主要货币的贬值。美元自始自终的走势与美国经济、美国利益可谓是前呼后应，不能不说明背后隐藏着美国在美元上的战略选择和策略考虑。随着美国经济开始复苏起来，这会吸引市场资金流向美元资产上去，对美元会有提振和支持，这也便于帮助美国经济复苏起来，特别是美国如果开始执行退出计划，也会对美元形成支持，但是这场金融危机令美国进一步大举债务，美国的财政赤字水平也进一步扩大，一旦经济慢慢复苏起来，继续美元贬值策略将会是美国的惯用手法，另外美国转向新能源和低碳经济，希望靠他们来重振美国经济，要推新能源和低碳经济，美元保持低位或者贬值将带来有力的支持。因此，美元指数很可能在 2010 年以 75 为中轴波动，上行 78 为技术阻力，80 为重要技术压力，下方看 2008 年上半年底部区域表现。

## 第三部分 后市展望

综合来看，后市影响金价的核心因素将主要体现在以下几个方面：

1. 发达经济体还会维持低利率一段较长时间，流动性宽松局面将继续维持，这会令通胀风险逐步累积，并最终显现出来，2010 年通胀预期增强将成为市场关注点，或成为炒作点。

2. 美元尽管会有回升，退出计划的提出和执行会带来支持，但如果美国经济真的稳步复苏起来，美元贬值将会是能预见的事；美国要推行新能源和低碳经济，美元配合维持偏弱走势将是策略选择。

3. 这场金融危机爆发后，全球通过流入巨额流动性救市，各国都会看到可能给市场带来的后果；同时美元在国际货币体系中的地位也受到影响，一些国家央行明里暗里对黄金产生购买意愿。2010 年预计还会有央行步印度央行后尘购买黄金，央行购买黄金在市场中引起的示范效应对金价的影响将大于购买黄金本身的意义。

4. 全球黄金上投资性需求将继续保持上升趋势，2010 年这种势头或许会进一步加强，09 年前三季度黄金各种投资性需求较 08 年同期增加 40%多。明

年投资性需求增长将主要来自流动性宽松下货币贬值、通胀风险累积后害怕通胀到来，以及投资组合考虑等方面的需求。

由于美元在货币体系中被质疑的声音越多，以及从美国国家利益上的战略考虑和策略选择，美元偏弱走势可能很大；发达经济体还会维持低利率政策较长时间，通胀风险累积将刺激资产价格上涨，股市和资产价格上涨进一步累积通胀风险，资金寻求保值的需求存在并可能增大；央行购买黄金的示范效应或许成为阶段性黄金价格的推涨因素；因此，**2010**年黄金价格依然值得乐观看好，易涨难跌；国际金价预计以**1100**美元为中轴，价格重心较**09**年上移，如果以上因素反应较强，或者地缘政治局势阶段性出现紧张，金价将挑战下一个重要技术高点**1350**美元，沪金相应跟随国际金价运行，由于明年人民币升值可能变为现实，将会撤销国内金价部分涨幅。

图九 黄金价格走势



\*资料来源：文华财经