

牛熊转换区 各国储备是关键

中证期货研究部 金属小组

王晓黎
电话: 0755-83200841
邮件: wxly@citicsf.com

吴锴
电话: 0755-83221261
邮件: wukai@citicsf.com

郑琼香
电话: 0755-23993742
邮件: zhengqx@citicsf.com

要点:

- ❖ **市场回顾及展望:** 2011 年, 除了北非、中东的地缘政治因素外, 可以说黄金的走势成也欧债、败也欧债。欧债危机的阶段性爆发令黄金的避险需求得到强化, 而下半年欧债危机的蔓延使得黄金遭到无情抛售。展望 2012 年, 黄金仍处在 10 年上涨的牛市之中, 但也正是上涨幅度过大以及美元上行的制约, 2012 年黄金将步入 2011 年这轮加速上行的小牛市里的牛熊转化期, 而这种转化过程能否演变成长期的拐点, 各国储备是关键。
- ❖ **美元强势 黄金压力较大:** 在美国经济相对向好, 以及外围市场风险更大的优势下, 2012 年美元作为最后的避风港, 展开中等级别上行是大概率事件, 我们预期年上行幅度将在 10% 左右。而从黄金与美元的关系来看, 负相关关系达到了 60% 以上, 所以对黄金压力较大。
- ❖ **各国储备是关键:** 从资金的角度来看, 黄金依然没有被抛弃, 低位震荡中依然可以观察到买盘的出现, 而 ETF 的持仓量仍处于历史较高位置, 没有明显的持续性建仓动作。最大的期待来自于中国央行储备的动作, 以及印度、俄罗斯等国能否进一步提高黄金储备。其中中国态度占据决定性作用。
- ❖ **总结:** 黄金步入 2011 年上涨以来的, 小周期里的牛熊转换区。捕捉阶段性机会是主要节奏, 1520~1800 美元/盎司是一个主导运行区间, 同时也是争执的关键区域。如果这个大区间连续失手, 那么本次调整空间将打开。

目 录

一、市场回顾及展望.....	1
二、美元强势 黄金压力较大.....	2
2.1 欧债危机蔓延刺激美元走强	2
2.2 美元与黄金的相关性分析	2
三、黄金牛市难言结束 各国储备仍是最大期待	3
3.1 短期利差大幅缩小 为黄金企稳提供契机	3
3.1 黄金需求仍然旺盛.....	4
3.2 资金并没有放弃黄金	5
3.3 央行储备动作决定是牛还是熊.....	5
五、牛熊转化区 央行脸色决定黄金未来.....	7

图表目录

图 1: 上半年延续牛市行情, 下半年大幅回落后高位震荡.....	1
图 2: 欧元兑美元空头大幅增长.....	2
图 3: 美元指数触底反弹, 突破 80 关口.....	2
图 4: 整体上黄金与美元呈负相关.....	3
图 5: 短期利差大幅收窄.....	4
图 6: 12 个月GOFO仍然高于LIBOR.....	4
图 7: 工业需求旺盛, 但ETF拖后腿.....	4
图 8: 印度、中国带动全球需求旺盛.....	4
图 9: 基金净多头近期有所增加.....	5
图 10: ETF持仓量依然保持高位.....	5
图 11: 全球央行黄金储备逐步增加.....	6
图 12: 新兴国家是黄金储备增加的主力.....	6
表 1.中国提高黄金储备的情况下需求情况.....	6

一、市场回顾及展望

2011年，欧美债务危机在上半年的阶段性爆发、新兴市场的高通胀以及中东北非地缘政治动乱合力推动黄金延续2010年的牛市，冲高至1920.38的历史高位。但之后，在欧洲债务危机蔓延、银行业风险加大的忧虑中，黄金自高点大幅下挫，在短短9月的一个月时间里下跌幅度达到15.49%，其中创造了历史最大8.54%的周跌幅。总体来说，今年黄金的走势大体可以分为三个部分：1-9月初的持续上涨、9-10月的垂直下挫以及10月到现在的高位弱势震荡。

1-9月初，欧洲债务危机的阶段性爆发给全球经济带来的较大的不确定性，同时，中东、北非的地缘政治动乱“火上浇油”，而新兴市场更是面临较大的通胀压力。黄金的避险需求此时得到极大的发挥。从2010年底的1421.55美元/盎司持续上涨至1920.38美元/盎司，涨幅达到35.09%。

9-10月的垂直下挫。评级机构连续出击，欧债危机情况恶化，危险逐步蔓延至欧元区核心国家，甚至连银行业也遭到较大影响，美元流动性问题开始被市场担忧，黄金价格大幅下挫，一个月时间跌幅达到15.49%。

10月至今，欧洲致力于为解决债务危机而努力，但实质性的行动依然偏少，市场在期望与失望中上下攒动，同时美元在高位下跌后触底反弹并一举突破80关口，黄金价格呈现弱势宽幅震荡。

展望2012年，黄金仍处在10年上涨的牛市之中，但也正是上涨幅度过大以及美元上行的制约，2012年黄金将步入2011年这轮加速上行的小牛市里的牛熊转化期，而这种转化过程能否演变成长期的拐点，各国储备是关键。

图 1：上半年延续牛市行情，下半年大幅回落后高位震荡



资料来源：文华财经 中证期货研究部

二、美元强势 黄金压力较大

2.1 欧债危机蔓延刺激美元走强

今年8月份，欧债危机蔓延，银行业遭遇危机，欧洲各大银行评级纷纷遭到下调，全球股市大幅下跌，风险资产遭到抛售，美元的避险需求激增，美元指数开始大幅走强，从低点74.72附近大幅上涨并突破80关口，突破前期震荡高点，达到年内的最高点。在美国经济相对向好，以及外围市场风险更大的优势下，2012年美元作为最后的避风港，展开中等级别上行是大概率事件，我们预期年上行幅度将在10%左右。

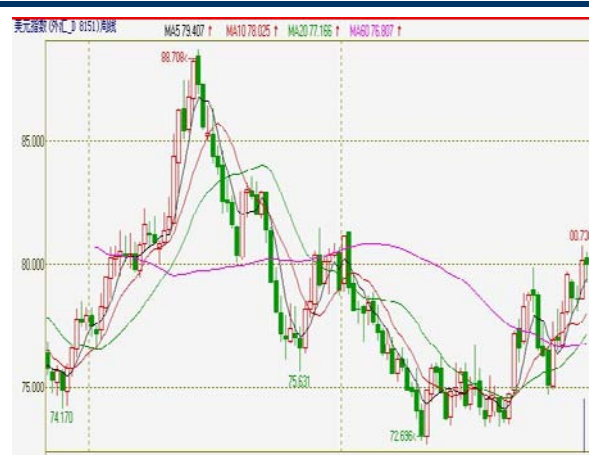
CFTC数据显示，欧元兑美元的多头持仓从5月份开始一直持续下降，而空头持仓在8月底的时候开始大幅增加，基金净持仓量也开始逐步转为净空头，并持续增加，截止12月13日当周，净空头持仓来给你已经增加至116457张，为2000年以来净空头最大的持仓量，如此大的净空头持仓显示了目前的基金对于欧元风险的担忧，明年一季度欧洲还将迎来大量的债务偿还期，相信在欧洲没有明显实质性的解决动作之前这种忧虑的情绪难以缓解，美元作为全球货币，其作为避风港的深度和强度均较大，而这也给了我们继续相信美元将保持强势的信心。（关于美国经济向好及欧债等风险，请详见我们报告《中证期货2012年商品投资策略报告：长周期中的蓄势 2012商品缓步下行》、《中证期货2012年美国宏观经济展望——柳暗花明又一村》、《中证期货2012年宏观经济展望——周期下行中的平稳回落》及《2012年欧盟宏观经济展望——危机难寻出路，衰退风险加剧》。

图 2：欧元兑美元空头大幅增长



资料来源：wind 中证期货研究部

图 3：美元指数触底反弹，突破 80 关口



资料来源：wind 中证期货研究部

2.2 美元与黄金的相关性分析

我们选取1986年到现在的美元指数走势和伦敦黄金现货价格的走势进行比较。总体上，两者的相关性达到了-0.6348，两者之间具有一定的负相关性。在10年黄金牛市的大部分时间里，美元与黄金基本都是呈现负相关性，但是也在某些阶段两者之间出现同涨同跌的情况，但这些情况并不多见，而

且一般为中短期因素所影响，只要美元不是处于单边的上涨或下跌，对黄金来说，影响不会持久。2010年，美元就与黄金出现了非常吻合的同涨同跌格局。根据2.1节中的基金持有欧元兑美元的头寸情况来看，当时的动力是以希腊为代表的债务危机被极大渲染，而银行业的问题还没有被广泛的爆发出来，量化宽松的流动性支撑黄金牛市持续。此时，欧元兑美元的净空头持仓达到了历史高点，美元指数迅速冲高至88.708，但这毕竟是对冲基金的短期性行为，对长期的黄金走势影响不大。

图 4：整体上黄金与美元呈负相关



资料来源: wind 中证期货研究部

不过从目前情况来看，欧债危机的影响程度已经超过2010年。按正常逻辑来说，黄金和美元都具有避险功能，黄金应该和美元同涨。但目前的情况还是有所区别，首先，大宗商品及金融市场的大幅下挫，风险资产被抛售，对冲基金可能存在需要卖出黄金弥补其他市场损失的情况；其次，银行间拆借利率持续上升，市场对流动性问题忧虑加大，而黄金在持续上涨的同时累积的风险也逐步加大，调整也是在所难免。

三、牛熊转换区 各国储备是关键

3.1 短期利差大幅缩小 为黄金企稳提供契机

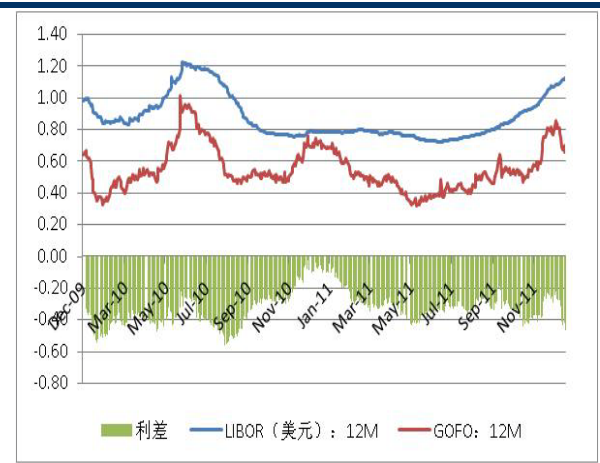
今年7月份开始，1个月的黄金远期利率（GOFO）持续上涨，对应的1个月同业拆借利率（LIBOR）增速较慢，二者之间的利差逐步扩大，短期对黄金的价格产生不利，伦敦黄金现货在之后达到历史新高

图 5: 短期利差大幅收窄



资料来源: wind 中证期货研究部

图 6: 12 个月 GOFO 仍然高于 LIBOR



资料来源: wind 中证期货研究部

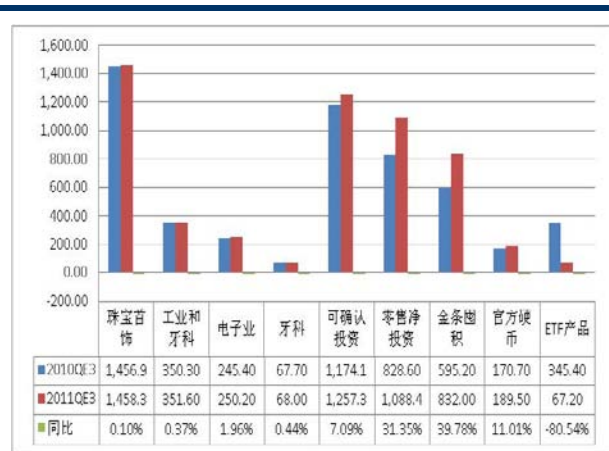
点1920.38美元/盎司后大幅下挫，震荡走低。12月份，黄金触及到阶段性的低点1561.81美元/盎司，而此时我们关注到1个月 GOFO与LIBOR利差大幅下降。不过我们从1年期的黄金远期利率走势来看，近期黄金远期利率开始大幅下滑，为后续黄金的借入带来一定的空间。

3.1 黄金需求仍然旺盛

截止今年三季度，全球黄金需求量为 2965.70 吨，相比 2010 年同期下降 0.52%。其中主要是由于 ETF 产品去年大幅增加基数较高，今年同比大幅减少。剔除 ETF 后，黄金需求量为 2898.5 吨，同比增加 9.97%，需求仍然旺盛。

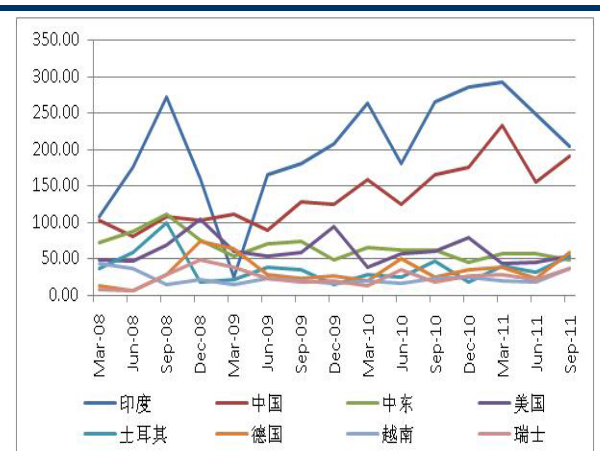
而从各国消费的角度来考虑，主要消费国印度和中国均继续保持良好的增长态势。虽然印度第三季度需求量同比和环比均出现下滑，但全年需求量达到 743.40 吨，同比依然增长 5%。而中国方面，今年前三季度黄金需求量 580.90 吨，同比大幅增加 0.29%。虽然美国、中东等地区和国家黄金需求量出现下滑，但影响并不大。总体上黄金的需求量依然比较旺盛。

图 7: 工业需求旺盛，但 ETF 拖后腿



资料来源: wind 中证期货研究部

图 8: 印度、中国带动全球需求旺盛



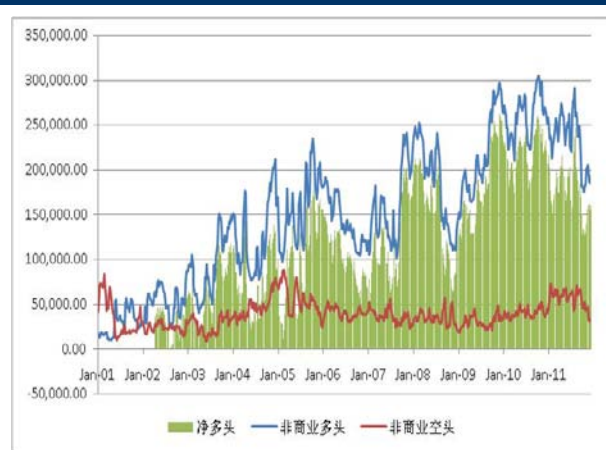
资料来源: wind 中证期货研究部

3.2 资金并没有放弃黄金

商品价格的上涨离不开资金的推动。CFTC 数据显示，在前期黄金大幅下挫的同时，基金多头与空头持仓量均大幅下降，但近期多头有所回升，黄金净多头持仓量开始增加，显示黄金在经过大幅下降之后有低位买盘出现，市场对黄金仍可能有所期待。

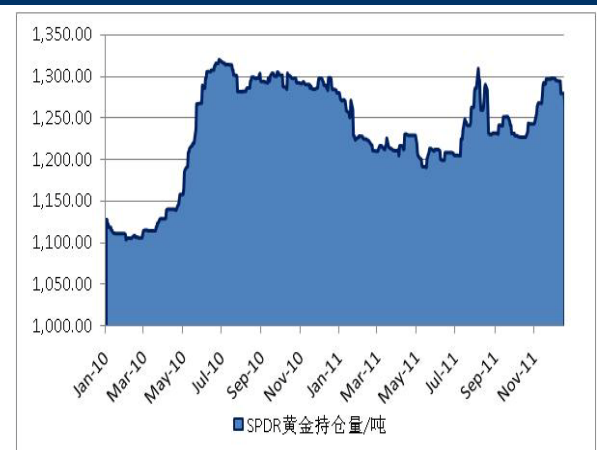
而 ETF 的数据显示，目前最大的 ETF SPDR 持有的黄金量为 1267.88 吨，依然保持在历史较高水平。SPDR 的操作一般是作为长期操作的指标，从 10 年牛市的历程来看，SPDR 持仓量跟随黄金价格的大幅上涨而持续稳步增加。近期，SPDR 黄金的持仓量未有大幅持续的降低也表明其对黄金牛市结束的看法并不是很赞同。相比 10 月份，目前的 ETF 黄金持仓量依然高于 10 月底 24 吨，市场需求仍然较旺盛。

图 9：基金净多头相对高位



资料来源：wind 中证期货研究部

图 10：ETF 持仓量依然保持高位

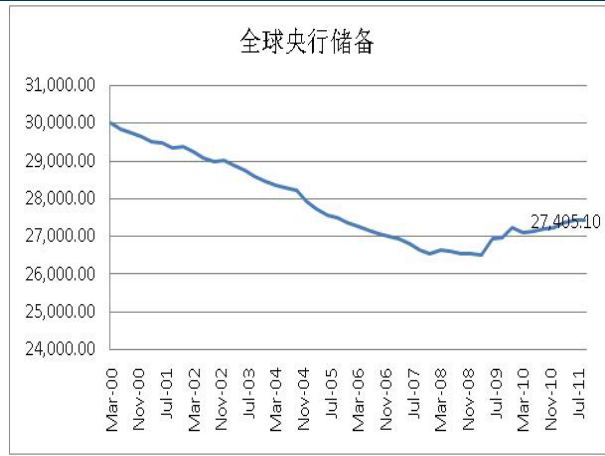


资料来源：wind 中证期货研究部

3.3 央行储备是关键

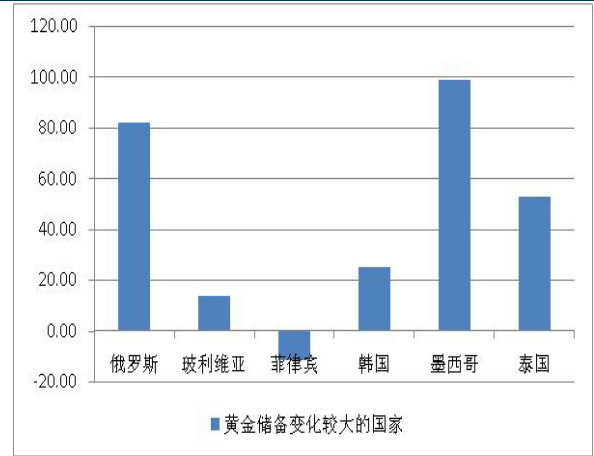
2011 年，欧洲各国央行几乎完全停售黄金，2011 年，欧元区黄金储备 10788 吨，与 2010 年底的 10792 吨基本持平。另外，全球央行黄金储备持续增加，其中主要的贡献还是来自于新兴国家，墨西哥、俄罗斯和泰国增幅位于前三位，分别达到 99.24 吨、82.38 吨和 52.87 吨。另外，韩国和玻利维亚的黄金储备增加也比较客观，最大的减少来自于菲律宾，减少了 11.40 吨。

图 11: 全球央行黄金储备逐步增加



资料来源: wind 中证期货研究部

图 12: 新兴国家是黄金储备增加的主力



资料来源: wind 中证期货研究部

最新的数据显示,欧元区的黄金储备占外汇比重 34.61%,欧洲地区的黄金储备占外汇比重 58.90%。而同作为新兴国家的印度和俄罗斯(因为都属于比较大的国家,进行类似比较),黄金储备占外汇储备已经分别从 2010 年的 7.4%、5.7% 上升到 9.13% 和 9.25%, 分别增加了 1.73 和 3.55 个百分点。而我国的黄金储备依然之占外汇储备的 1.69%。假设在外汇储备不变的情况下,我国黄金储备每提升一个百分点时,黄金需求量如下。

表 1.中国提高黄金储备的情况下需求情况

黄金储备占比 (%)	黄金需求量 (吨)	相比今年增减 (吨)	占今年需求比例 (%)
1.69%	1054.1	0	0
2%	1247.46	193.36	4.86%
3%	1871.18	817.08	20.53%
4%	2494.91	1440.81	36.21%
5%	3118.64	2064.54	51.88%
6%	3742.37	2688.27	67.55%
7%	4366.09	3311.99	83.23%
8%	4989.82	3935.72	98.90%
9%	5613.55	4559.45	114.57%

来源: wind 中证期货研究部

从表中我们可以看出,中国的黄金储备即使提高至 2%,对黄金的需求量贡献也达到了 4.86%,而随着之后继续提高,所贡献的需求比例将越来越大。中国的黄金储备占外汇储备偏低是广泛被认可的,今后,中国黄金储备的提高也是大势所趋,只不过黄金储备增加的时点上会有所差别。如果按照印度今年提高黄金储备的步骤,我国黄金储备比重也可以提高至 3% 以上,对全球黄金需求量的拉动

也将达到 20.53%。因此，从这个角度上来说，中国的黄金储备增加的前景对黄金价格来说具有极大的支撑作用，也将决定黄金价格的走向

五、总结

黄金步入2011年上涨以来的，小周期里的牛熊转换区。捕捉阶段性机会是主要节奏，1520~1800 美元/盎司是一个主导运行区间，同时也是争执的关键区域。如果这个大区间连续失手，那么本次调整空间将打开。

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中证期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使中证期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中证期货有限公司。未经中证期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中证期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中证期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中证期货有限公司认为可靠，但中证期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而中证期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中证期货有限公司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。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中证期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中证期货有限公司2011版权所有。保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场二期14层

邮编：518048

电话：(0755) 83200909 400-6789-819

传真：(0755) 83217421

网址：<http://www.citicsf.com>

上海营业部

地址：上海市浦东区世纪大道

1777号东方希望大厦9层H室

邮编：200122

电话：(021) 68401585

传真：(021) 61019873

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路14号

顺驰第一国际18层1803号

450003

(0371) 65613352

(0371) 69102132

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连

国际金融中心A座期货大厦2508室

116023

(0411) 84806372

(0411) 84806872

青岛营业部

地址：青岛市香港中路6号

世贸中心B座105室

邮编：266071

电话：(0532) 85917799

传真：(0532) 85917780

杭州营业部

杭州延安路515号

国信大厦11楼1117室

310006

(0571) 85060830

(0571) 85069980

北京营业部

北京市朝阳区建国门外大街

8号国际财源中心A座8层801

100007

(010) 57762888

(010) 57762999