

近来黄金的基本面分析

刘世欣 ☎: (86) 83571401

15210112901

✉: liushixin@chinastock.com.cn

自2013年初以来,国际黄金现货价格¹从每盎司约1700美元跌至1381美元,跌幅高达19%,其中4月15日黄金价格从前一个交易日的每盎司1535.5美元暴跌至1395美元,单日跌幅高达9.15%,创下三十年来的单日最大跌幅。在国内,随之而来的却是“中国大妈”一词的风靡,媒体通过聚焦金店中疯抢黄金首饰的中年妇女群体形象,来试图制造一种中年妇女大战华尔街金融大鳄的动人故事,盼望“中国大妈”有足够左右黄金价格的能力。尤其是4月26日高盛率先退出做空黄金,加上4月中旬到5月上旬黄金价格回升,媒体更是给了“中国大妈”无限风光。但随着美国就业数据和欧盟政策公布,黄金价格再次下挫,5月17日已经跌至每盎司1368.8美元,一周跌幅约7%，“中国大妈”被套。其实国内投资者对黄金价格的关注更多是希望开辟新的投资渠道,尤其是过去十多年中黄金价格不断上扬的背景下,近年全球金融危机背景下黄金价格表现出众,相比国内股市等投资渠道回报率更高。然而最近黄金价格跌跌不休,背后的原因值得思考。

¹ 这里采用世界黄金协会(World Gold Council)的数据, https://www.gold.org/investment/statistics/gold_price_chart/, 其数据来源是伦敦午盘定盘价(London PM Fix)

图 1 黄金现货价格

单位：美元



数据来源：Reuters Datastream, LBMA, World Gold Council

首先从宏观经济方面来看，美国经济复苏和欧债危机短期缓解都对金价造成压力，同时日本的QE对金价的支持作用很有限。

美国4月份就业数据和2011年以来的楼市反弹排除了美联储继续扩大刺激措施的可能性，也意味着退出QE不久即将到来，黄金作为通胀避险工具的功能有所减弱，黄金价格应声下跌。根据美国劳工部（United States Department of Labor）公布的数据²，4月份美国新增非农就业16.5万人，失业人数1170万人（比年初下降了67.3万人），失业率7.5%（比年初下降0.4个百分点），低于预期的7.6%，创下四年的新低。此外，之前月份的就业数据也被季节调整，3月份就业新增从原来公布的8.8万人上调到13.8万人，2月份就业新增总原来公布的26.8万人上调到33.2万人，修正后美国在过去一年中月均的非农就业新增数达到16.9万人。4月份较好的非农就业数据和前月数据的向上调整看起来排除了美联储继续扩大

² Employment Situation Summary, Bureau of Labor Statistics, United States Department of Labor, May 3, 2013

刺激措施的可能性。加上自 2011 年下半年以来，美国房市平稳复苏（如图 2、图 3 所示），形成美国经济整体复苏的有利支撑。只要美国经济的缓慢持续复苏，QE 的退出将是必然，只是时机的问题。美联储将于 6 月中旬举行利率决议，届时伯南克可能给出更加明确的暗示。实际上，4 月的美联储会议纪要就显示大多数委员支持年底结束 QE 预计未来 QE 退出的炒作仍中期利空黄金。法兴银行对美联储 QE 退出政策的基本预测是：“在 9 月份之前，美联储的资产负债表将持续以每月 850 亿美元的速度扩张，然后将逐步减少至每月 650 亿美元，并在年末的时候完全终止。”考虑到明年初美联储主席伯南克将会退休以及美国房市复苏形势良好，尽管美联储官员表示退出 QE 的前提是美国就业形势有明显改善，但今年底明年初 QE 退出的概率仍然较大。根据华尔街日报消息，美联储官员已经制定了结束 QE 计划的策略，旨在保持灵活性并且能够管理高度不确定的市场预期。官员们表示他们计划谨慎并且可能是分阶段的削减购债规模，根据其对就业和通胀进展改变购债数量。但何时开始这一计划仍然存在争议。因此 5 月份可能是市场享受每月 850 亿美元购债的最后时光，美联储将逐步放缓 QE 直至退出。美国政府将在未来一个月内触及债务上限，之后的美国国债发行量将大幅减少。逐渐明朗的 QE 退出预期，表明美国经济稳步复苏，利空黄金。

图 2 美国楼市销售转暖



数据来源：万得

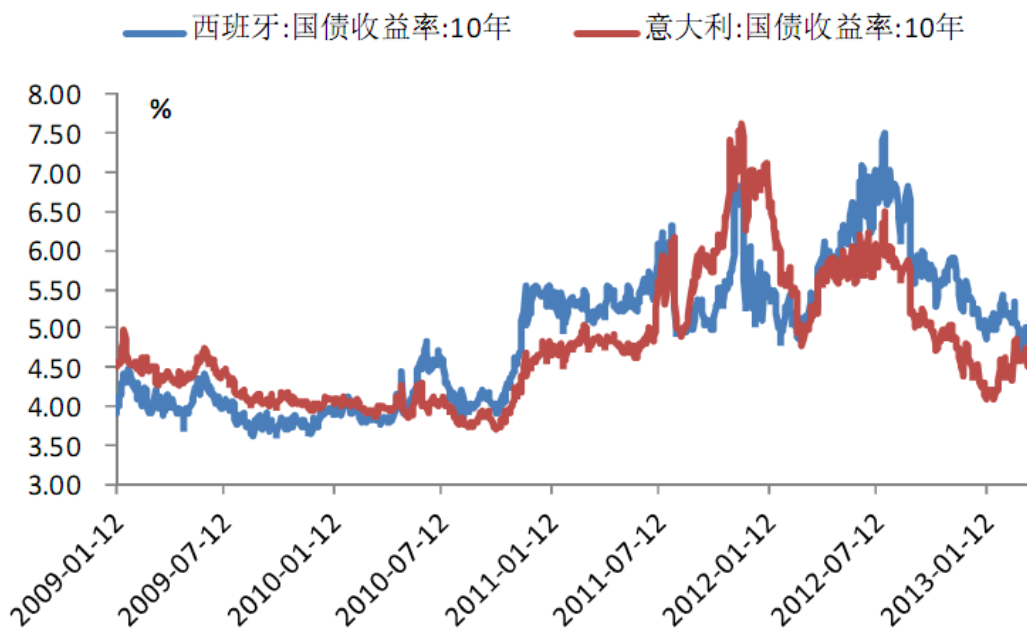
图3 美国新屋开工数据



数据来源：万得

尽管欧债危机远未结束，但短期内有所缓和，危机国家出售黄金储备纾困，可能引发示范效应，利空金价。欧元区5月投资者信心指数自-17.3升至-15.6，4月综合PMI指数终值从46.5升至46.9，好于预期，3月零售销售月率下降0.1%。德国3月制造业订单月率大幅上升2.2%，4月工业生产月率升1.2%，3月贸易盈余176亿欧元，均超过预期。意大利和西班牙国债收益率有下降趋势（如图4所示），欧元区国债市场还没有出现融资困难的情况，显示短期内欧债危机继续恶化的概率不大。

图4 西班牙、意大利国债收益率下降



数据来源：万得

3月25日塞浦路斯与欧盟、欧洲央行和国际货币基金组织达成协议来换取100亿欧元的救助基金，同时塞浦路斯同意出售部分黄金储备，以筹资约4亿欧元来满足部分纾困资金需求。同时塞浦路斯政府发言人也证实：抛售黄金储备是为援助融资的选项之一。根据世界黄金协会最新数据，塞浦路斯官方持有黄金储备13.9吨，占官方储备资产达64.1%。即使相对其他债务危机国家，塞浦路斯的黄金储备总量规模不大，但出售黄金储备能够快速缓解严重的债务问题。塞浦路斯卖出黄金，令其能够很快获得约3%的自筹纾困资金。或许塞浦路斯可能只是个别案例，但市场担心其他国家也许同样会被要求出售黄金，尤其是PIIGS——葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙总共持有超过3,230吨黄金，按当前价格计算合计近1,250亿欧元。其中意大利持有约2451.8吨黄金，占其储备资产的71.6%；葡萄牙持有382.5吨黄金，占其储备资产的90.1%。当然央行有足够的独立性拒绝出售黄金储备，而且央行黄金协议签署国每年限售400吨黄金，但债台高筑的国家央行小规模出售黄金的可能性还是不断增加，利空金价。

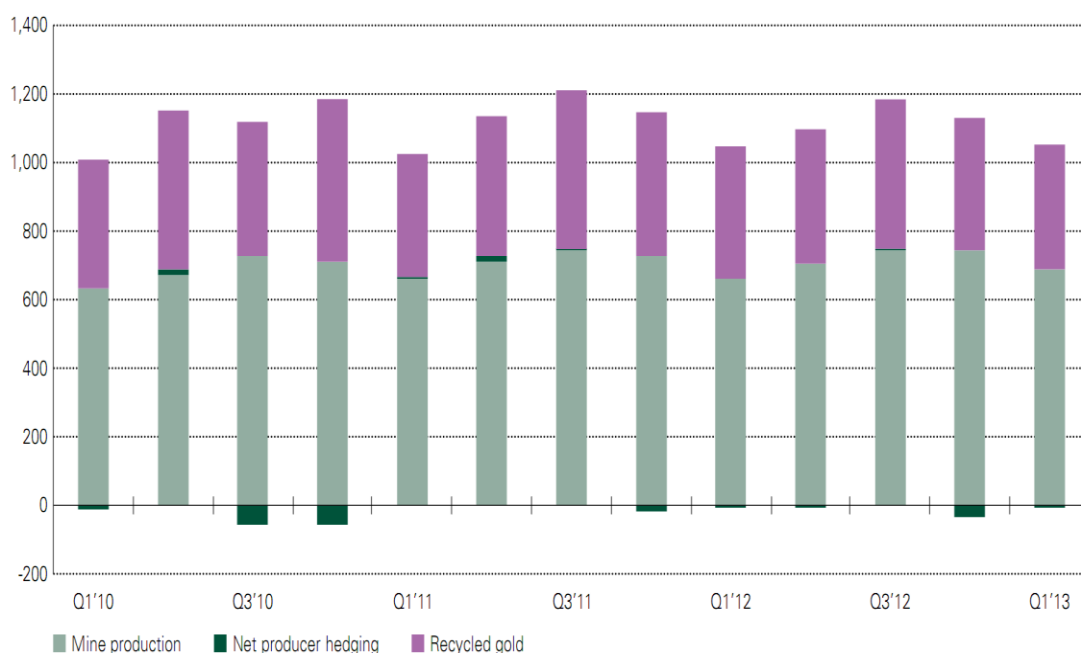
日本QE利多金价的影响有限。日本央行4月4日宣布提前实行开放式QE，每月购买7万亿日元资产，从4月开始进行，直至实现2%的通胀目标，可购买含40年期在内的所有期

限日本国债，购买资产类别还增加了 ETF 与 REIT。每月 7 万亿日元的购债量相当于 2000 亿美元的 QE，每年将达到 2.4 万亿美元购债额。但日本的金融资本实力不足，国内货币扩张短期也很难扩散到全球。日本债券 90% 以上为本国居民持有，缺乏国际投资者，资本转换更多通过贸易和外汇息差套利形式体现，而日本货币政策的大幅宽松所带来的日元贬值短期更多带来贸易纠纷，对全球输出通胀影响有限。同时全球制造业仍处于缓慢复苏的阶段，较低的工业产能利用率会延缓货币扩张所引发的通胀压力，所以日本 QE 对大宗商品价格的利多影响要有限的多，对金价的支撑作用不大。

下面我们再从黄金的供求关系角度，来分析黄金价格的变动。供给方面，2013 年一季度，全球黄金供给量 1051.6 吨，自 2012 年 3 季度以来持续小幅下滑(如图 5 所示)。黄金供给在类别上被划分金矿开采 (Mine Production)、生产者对冲净额 (Net Producer Hedging) 和再生金 (Recycled Gold)。一季度金矿开采量 688 吨，同比增加 4%，高于过去五年平均季度开采量的 671.9 吨，尤其中国中小金矿开采量也增加不少；生产者对冲净额为 -3 吨，基本可以忽略不计；再生金供给量 366.6 吨，同比下滑 4%，而且是连续四季度同比下滑，尤其欧洲再生金供给剧烈收缩。

图 5 世界黄金供给量

单位：吨



数据来源：Thomson Reuters GFMS, World Gold Council

需求方面，全球总体黄金需求一季度减至 963 公吨，同比减少 13%，环比减少 19%。黄金珠宝、金条和金币需求强劲，中国和印度消费者市场的黄金需求量都增加 20%以上，全球央行购买黄金 109 吨，连续 7 季度超过 100 吨，然而由于 ETF 黄金净流出 177 吨，带来投资需求同比大跌 49%，以及科技需求的减弱，黄金需求总量同比下滑 13%（如表 1）。

表 1 2013 年 1 季度黄金需求概况

	数量 (吨)				价值 (百万美元)			
	12Q1	13Q1	5 年均值	同比变动 (%)	12Q1	13Q1	5 年均值	同比变动 (%)
黄金珠宝	490.8	551	500.5	12	26677	28907	20126	8
科技需求	105.8	102	109.8	-4	5752	5351	4441	-7
投资需求	395.8	200.8	370.5	-49	21511	10533	15378	-51
金条和金币	342.5	377.7	281.3	10	18619	19814	11997	6
ETFs 和类似产品	53.2	-176.9	89.2	-	2892	-9281	3380	-
央行净买入	115.2	109.2	40.1	-5	6259	5730	2344	-8
总计	1107.5	963	1020.8	-13	60199	50521	42289	-16

数据来源：Thomson Reuters GFMS, World Gold Council

全球黄金珠宝一季度需求高达 289 亿美元，中国和印度两国贡献了 62%。中国一季度总体黄金需求 294 吨，同比增长 20%，黄金珠宝需求规模达到创纪录的 185 吨，同比增长 19%。中国的需求旺盛与春节有关，也反映国内投资者对中国整体经济走势和新政府的信心；另一方面，这也说明国内投资者对证券市场信心不足，投资渠道狭窄。印度一季度总体黄金需求 257 公吨，同比增长 27%，其中零售投资需求同比增长高达 52%，黄金珠宝需求增长 15%。印度的旺盛需求则是由于春季的农业丰收带来农民收入提高，印度卢比的升值，以及为结婚季（4、5 月份是印度传统的结婚季）的准备。此外，美国黄金珠宝需求量近 8 年以来首次实

现了同比增长；需求价值达到 9.9 亿美元，上次达到这个数额还是在 2008 年的 1 季度，爆发金融危机之前，这也从侧面反映美国经济的复苏。

尽管黄金珠宝需求旺盛，金价依然大跌，就是黄金珠宝需求却难以抵消投资需求大幅萎缩，其中最重要的就是 ETF 黄金需求量的骤减。对于零售客户来说，在金价下跌时买入黄金试图抵御通胀、实现资产增值保值，是黄金珠宝需求扩大的原因，但机构投资者则遵从不同的投资理念。高盛 4 月报告中表示，黄金是一个“泡沫”，其反转周期在加速，建议投资者抛售黄金。法国兴业银行也表示，全球最大黄金信托基金—SPDR 基金头寸降至 1158.6 吨，创下 2010 年 4 月以来最低水平。其中的原因不得而知，或是获利回吐，或是止损，或是转换到其他投资品种，亦或都有，但结果就是 ETF 黄金净流出 176.9 吨，

自布雷顿森林体系崩塌以来，美元与黄金脱钩，黄金作为投资品的价格主要是由宏观经济背景下的供求关系来决定，当前黄金多头资金的撤离主要是因为黄金避险需求的下降，2012 年第四季度以来全球经济逐步好转，美国经济稳步复苏，欧债危机明显缓解，欧元区已经没有解体的风险，日本 QE 对金价影响有限，黄金避险需求显著下降，在黄金供给略有减少，需求明显下滑的情况下，黄金价格在一季度的下跌就合情合理了。这也表明近期市场风险偏好增强，相对于全球股市表现和其他大宗商品，黄金投资价值偏低，资金开始从黄金市场流向其他投资品种。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：(86) 83571401;15210112901

传真：010-66568641

中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>