

2009年7月31日

黄金期货09年度半年报

黄金期货专题

金融衍生品研究员：侯书锋

Tel: 0755-83788558

housf@pasc.com.cn

本期目录

一、	09年上半年行情回顾.....	2
1.	东欧货币危机推动金价上探千元大关.....	2
2.	货币稳定功能削弱，金价重新由美元和商品价格主导.....	2
3.	美欧实施量化宽松货币政策，金价先扬后抑.....	2
4.	美银行业业绩靓丽，通胀预期刺激.....	2
5.	市场信心起伏不定，金价走势跌宕起伏.....	2
二、	黄金供需分析.....	3
1.	一季度投资需求大放异彩，二季度趋于平淡.....	3
2.	上半年珠宝和工业需求难有起色.....	3
3.	中国增加黄金储备中长期利好黄金.....	3
三、	全球宏观经济分析.....	4
1.	全球经济已走出低谷，市场信心有所恢复.....	4
2.	失业率高企、消费不振制约经济复苏.....	5
3.	中国依靠信贷扩张拉动经济.....	6
4.	全球通胀将在09年底显现.....	8
四、	相关市场影响.....	8
1.	美元.....	8
2.	全球股市.....	8
3.	大宗商品.....	8
五、	金价预测模型.....	8
六、	结论.....	9

提示:

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安期货认为可靠，但平安期货不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述期货、期权和证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安期货不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

一、09 年上半年行情回顾

1. 东欧货币危机推动金价上探千元大关

2009 年初，金融风暴余波未平，东欧爆发货币危机，东欧多国货币汇价急速下挫，其中俄罗斯卢布与匈牙利福林在 1 月份重挫 19%，同期捷克、罗马尼亚及波兰货币下跌 12%-15%。由于欧洲发达国家是东欧各国最大的债权国，因此欧元也受累回落，兑美元重新跌至 1.24-25 的水平。欧元的下跌推动美元指数一度逼近 90 点，危机也触发了黄金的货币稳定功能，黄金避险需求激增，从而推动金价二次上探 1000 美元大关，让黄金与美元演绎了同涨同跌的精彩行情。

2. 货币稳定功能削弱，金价重新由美元和商品价格主导

进入 2 月下旬，全球经济依然低迷不振，美国受困汽车业危机，打压欧美股市继续下挫，甚至跌穿 2003 年低点。市场避险需求继续追捧美元，推动美元指数逼近 90 点大关。同期德国牵头为东欧国家提供财政支持，东欧货币危机逐步缓解，货币稳定功能削弱致使黄金价格重新由美元和商品价格来主导。因此在美元指数冲击 90 点期间金价由 1000 美元大幅回落，在 3 月上旬于 900 美元暂时企稳。由此可以看出，黄金和美元的避险需求有着本质上的区别，黄金是针对货币稳定性的避险，而美元则是面向金融危机、经济危机的避险。

3. 美欧实施量化宽松货币政策，金价先扬后抑

3 月 5 日英国央行宣布采取量化宽松货币政策，大大增强了市场对美联储也实施量化宽松政策的预期。在市场预期的影响下，美元指数在美联储议息前开始反转下跌，由此带动包括黄金在内的大宗商品价格走高。黄金价格从 900 美元反弹至 966 美元。而在 3 月 18 日美联储确定实施量化宽松货币政策后，利空消息出尽，市场将焦点转为欧洲央行是否跟随进入“量化宽松”俱乐部，从而美元展开反弹，金价应声回落。在这波调整中，金价跌穿 900 美元整数关口，直至 865 美元。

4. 美银行业业绩靓丽，通胀预期刺激

4 月份，美国银行业公布 09 年一季度财报。尽管房地产指数率仍然攀升，但因交易业务收益颇丰，美国主要银行多数扭亏，宣告美国银行业破产可能性大大降低，暂时摆脱金融危机的威胁。在此利好带动下，国际股市和商品大举反弹，市场风险偏好提高，避险需求削弱打压美元指数从 87 点直落 78 点。美元重挫，能源、金属暴涨提升了市场的通胀预期，刺激国际金价升至 990 美元。

5. 市场信心起伏不定，金价走势跌宕起伏

6 月份，经济数据起伏不定导致市场信心的波动以及机构短线获利了结等利空因素影响，欧美股市和大宗商品进入短期调整阶段，黄金也跟随走低，回落至 910 美元附近。进入 7 月，受益于二季度全球股市和商品上涨，美国银行业二季度财报表现优异，令市场信心大大增强，进而推动股市和商品展开新一轮反弹，金价也从 905 美元反弹至 950 美元一线。

纽约期金 09 年上半年走势图



二、黄金供需分析

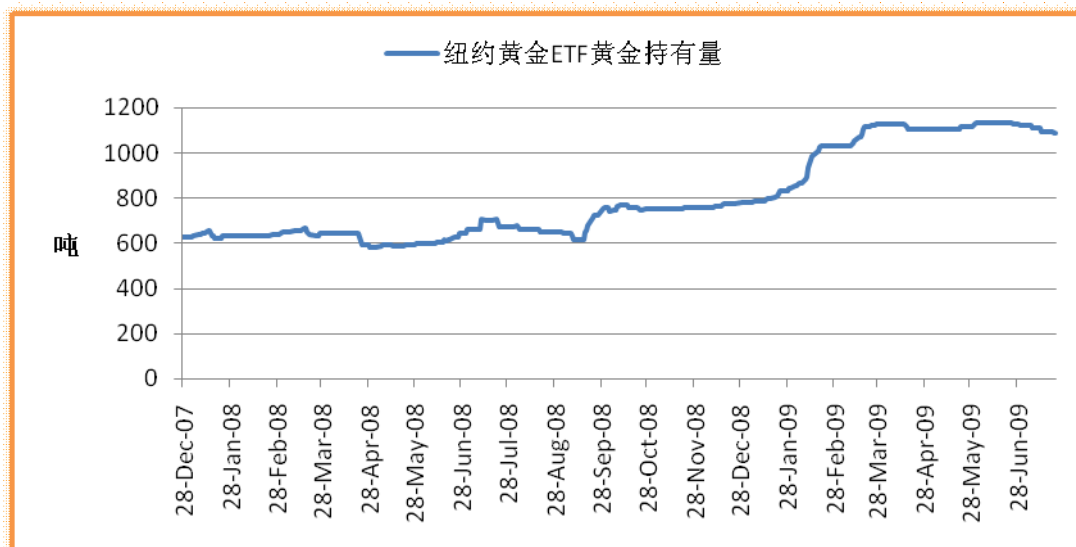
1. 一季度投资需求大放异彩，二季度趋于平淡

2009 年第一季度黄金需求为 1015.5 吨，同比增加 38%。其中黄金投资需求达到 595.9 吨，同比增长了 248%。投资需求大幅增长主要来自黄金 ETF 黄金持有量激增，09 年一季度黄金 ETF 及同类产品净流入达 465.1 吨，较去年同期的 72.7 吨上涨 540%。同时投资性金条和金币的需求继续保持强劲势头，其零售总额同比增加了 33% 达到 130.8 吨。其中德国贡献最大，一季度德国投资者买入了 59 吨黄金。投资需求暴涨始于 08 年下半年，美国金融危机向欧洲蔓延，促使欧美投资者购买黄金避险。

09 年二季度随着金融危机缓解，欧美金融机构摆脱破产威胁，黄金的避险需求明显削弱，金条和金币需求从 5 月后期开始大幅放缓。二季度美国 1 盎司美国鹰洋金币销量从一季度的 114,000 块下降到 68,167 块。同期，黄金 ETF 需求大幅下降，监控的黄金 ETF 及同类产品在第二季度共流入 46 吨黄金，远远低于一季度增长量，其中最主要的黄金 ETF---纽约黄金 ETF 黄金持有量甚至减少了 6.89 吨。虽然二季度黄金 ETF 需求增量下降，但是与 07、08 年二季度的-2.6 和 4 吨的增加量相比，同比增幅仍有显著增长。

总体看，虽然二季度黄金 ETF 及同类产品仍大大超过去年同期水平，但金条与金币净零售需求将低于一季度的 130 吨。由于 08 年二季度净零售需求达到 147 吨，预计 09 年二季度可确定的投资需求同比将会下降。不过，09 年上半年整体可确定投资需求同比增长翻倍是确定的。

纽约黄金 ETF 持有量变化



数据来源：平安期货研究所

2. 上半年珠宝和工业需求难有起色

虽然 09 年上半年黄金投资需求大放异彩，但是珠宝以及工业需求难有起色。09 年上半年黄金价格大多数时间运行在 900 美元上方，同时全球经济刚刚从低谷走出，持续攀高的失业率削弱了消费者的消费欲望以及购买能力。这些直接影响了黄金的珠宝和工业需求。一季度全球珠宝需求同比下降 24%，工业需求方面同比下滑 31%。作为全球第一大黄金需求国印度，卢比大幅贬值沉重打击了该国黄金需求。一季度印度黄金总需求从去年同期的 107.2 吨减少至 17.7 吨，下降了 83%。虽然二季度因为 Akshaya Trithya 节及 4 月/5 月的结婚季节来临，一度刺激了印度黄金珠宝需求，但前六个月印度黄金总需求仅为 63.8 吨，较去年同期的 139 吨下滑了 54%。而中国黄金需求旺盛，一季度黄金需求 105.2 吨，是印度的 6 倍。世界黄金协会认为中国有望超过印度成为全球第一大黄金需求国。

3. 中国增加黄金储备中长期利好黄金

因为再生金的大量涌现，09 年一季度全球黄金供应总量同比上升了 34%。一季度矿山产金量变化不大，同比仅增长 3%。由于金价高企，矿产商解除套保头寸仅为 10 吨，间接增加了黄金供应量，使矿产金供应总量同比增长 33%。而各国央行预期金价上涨以及避险需要，一季度央行售金量只有 35 吨，同比下降 54%。高金价以及经

济低迷促使消费者套现，这是再生金激增主要原因，一季度再生金供应量同比增加 55%。

黄金供应方面的亮点是中国宣布官方黄金储备已经从 2003 年的 600 吨升至 1054 吨，使中国一跃成为第五大黄金储备国家。排在中国之前的美国、德国、法国和意大利四国的黄金储备占比分别为 78.9%、71.5%、72.6%和 66.5%；和中国一样拥有过万亿外汇储备的日本，黄金储备占比为 2.2%，俄罗斯和印度这两个新兴国家的黄金储备占比也在 4%，国际平均水平为 10%。可见，中国 1054 吨的黄金储备还是偏少。未来，中国黄金储备占比要达到日本的水平，需要 1400 吨黄金，要达到俄罗斯、印度的水平，需要 2500 吨黄金，要达到国际平均水平，需要 6000 吨黄金。根据中国的经济总量以及外汇储备规模，中国黄金储备至少要超过 2000 吨。由于中国采取缓慢增持的策略，预计国增持金储将中长期利多黄金。

三、全球宏观经济分析

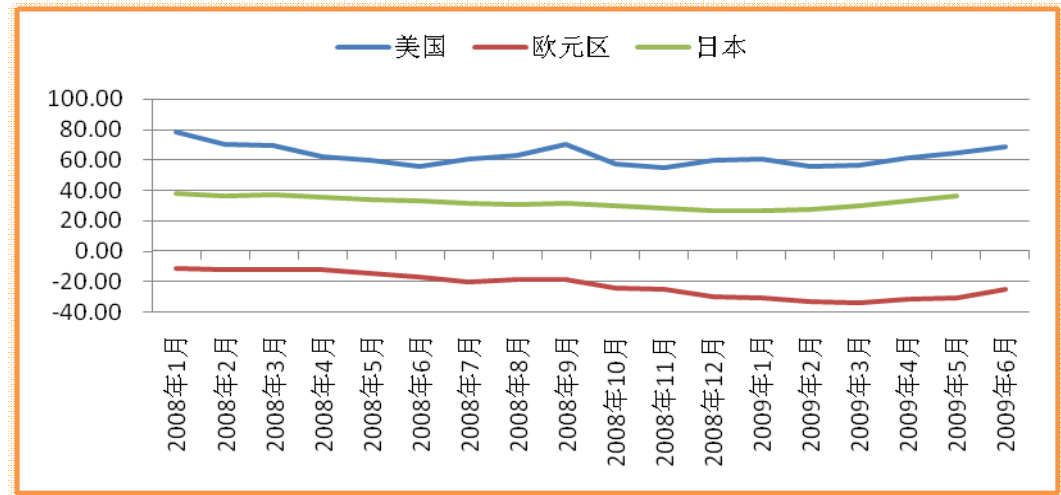
1. 全球经济已走出低谷，市场信心有所恢复

08 年末期 09 年初全球主要国家纷纷推出经济刺激计划，其中力度较大的当属中国的 4 万亿人民币和美国 7890 亿美元的刺激方案。此外，中国还推出十大产业的振兴计划，美国也加强了其对金融业和房地产市场的救助力度。这些措施的实施阻止了全球经济滑向崩溃的边缘，09 年一季度全球经济触底企稳，市场信心开始恢复。

为了保证有足够的资金来实施大规模经济刺激计划和救助银行业，英、美、欧央行先后采取量化宽松货币政策，通过回购债券来满足资金需求。量化宽松货币政策对稳定金融系统、解冻信贷市场都起到积极的意义。二季度，随着市场流动性提高、市场对经济复苏的信心进一步增强，全球股市和商品市场都有出色表现。其中原油表现最为出色，美原油指数于二季度上涨近 40%；伦铜同期上涨 23%，标普 500 指数也在二季度反弹 15.85%，甚至 7 月份，道琼斯指数重返 9000 点大关。

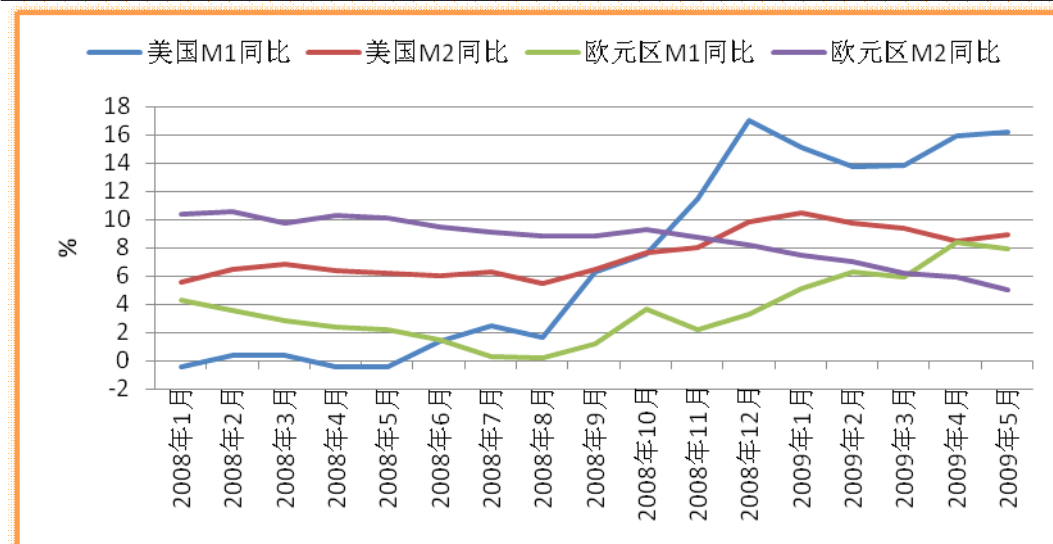
从经济数据看，美国、欧元区以及日本的消费者信心指数都在 4 月份出现明显回升，美国和日本消费者信心指数都接近 08 年年初的水平，而欧元区信心指数恢复缓慢。美国和欧元区的货币供应量 M1 同比增幅都持续上升，而 M2 同比增幅都小于 M1，美国 M2 从 4 月份增幅开始上升，而欧元区 M2 同比增幅一直保持收缩趋势，由此表明美国的量化宽松货币政策效果要好于欧洲。通过对比发现无论是市场信心还是信贷市场的复苏，美国都要好于欧洲，这与欧美对经济刺激力度大小有关。

消费者信心指数月度变化



数据来源：平安期货研究所

美欧货币供应量月度同比变化



数据来源：平安期货研究所

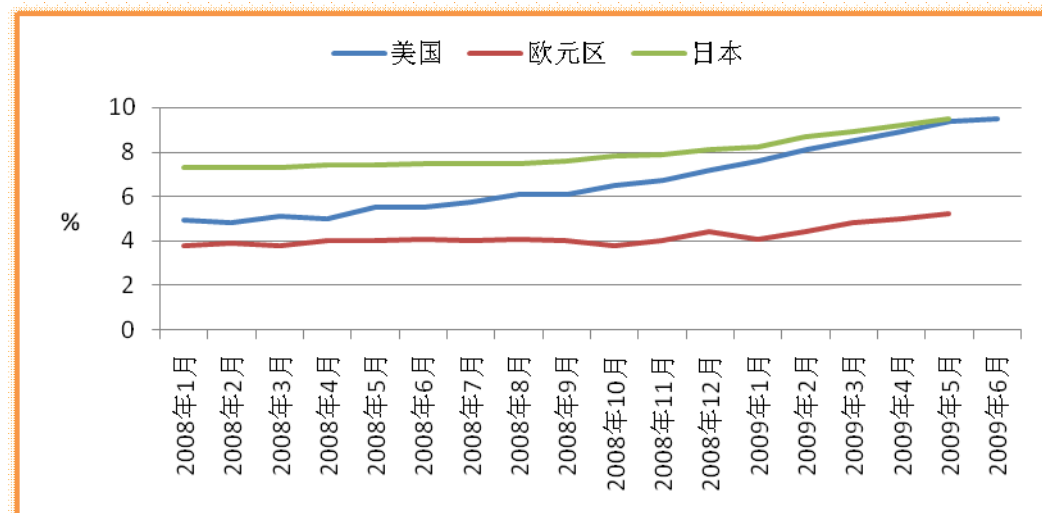
2. 失业率高企、消费不振制约经济复苏

虽然市场信心以及资产价格有所反弹，但消费者们仍深陷失业和房价贬值的泥潭，他们的消费习惯才是杠杆贷款买家的盈利根源。数据显示，美国、日本和欧元区的失业率仍呈上升趋势，其中美国和欧元区失业率已经接近10%。失业率上升意味着居民购买能力下降，虽然09年上半年大宗商品价格大幅反弹，但美国个人实际消费和零售数据增长缓慢，同比都处于负增长，环比也不稳定。欧美失业率居高不下，实体消费不振，表明全球经济仍处于复苏的初级阶段----信心恢复阶段。在此阶段经济数据反映出起伏不定的特征，由此使市场信心出现波动，股市和商品价格都有所反复。

未来经济能否持续复苏，要看消费何时启动。可以重点关注两方面数据，一个是非农就业数据，除了失业人数的增减，还要看工人工作时间和可支配收入的变化，这些细节真是反映了就业水平的潜在趋势，也将直接影响到居民的消费支出。另一个是美国房市数据，关注房屋价格、新屋与成屋的销售情况以及库存变化，美国房地产市场重新繁荣，对消费与投资都有重要拉动效果。

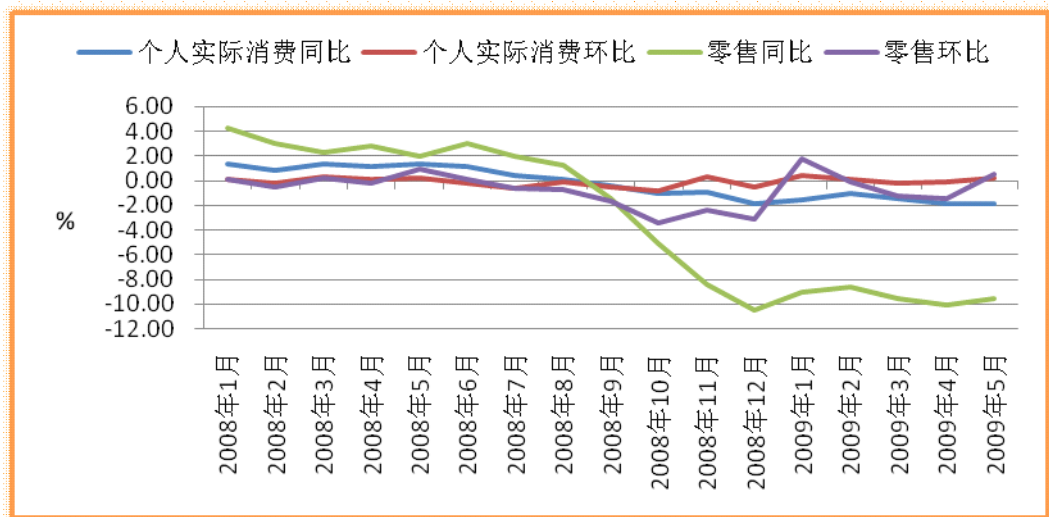
目前美国房市明显好转，美国20个大城市5月份房价环比增长0.5%，此为2006年夏季以来首次环比上涨。而成屋库存与销售比值在6月份为9.4，已经高于08年的平均水平，但较06、07年6.5和8.9的均值仍有较大差距。房地产市场要重新繁荣，必须消化当前的高库存，这还需要较长时间，因此美国经济复苏周期将会比较漫长。不过美国房价企稳反弹，意味着投资资金将重新回流房市，房市销售将上升到一个新的台阶，这大大增强了市场对经济复苏的信心以及信贷市场的流动性。

美国、欧元区和日本月度失业率



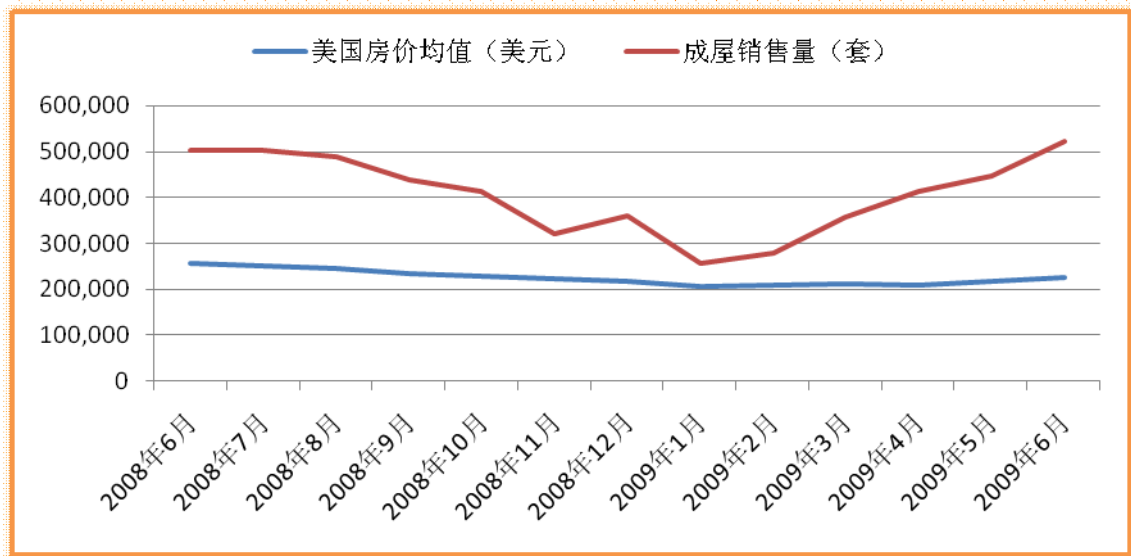
数据来源：平安期货研究所

美国个人消费和零售月度环比



数据来源：平安期货研究所

美国房价和成屋销售量月度数据



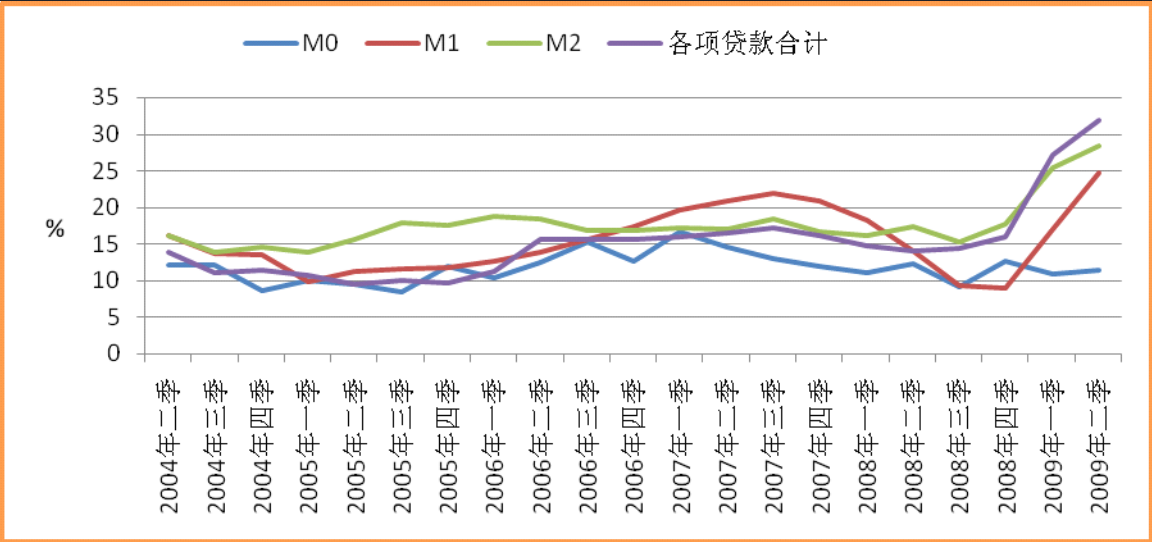
数据来源：平安期货研究所

3. 中国依靠信贷扩张拉动经济

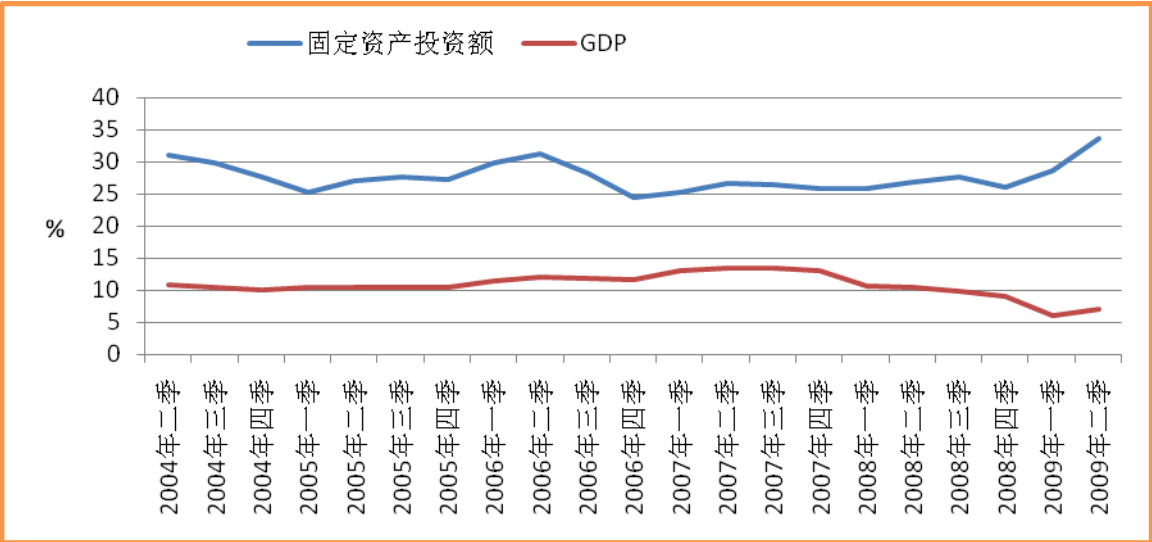
09年上半年中国通过信贷扩张配合4万亿经济刺激计划拉开了经济复苏的大幕，使中国经济复苏速度表现明显快于欧美国家。上半年中国货币供应量中M1和M2都有显著增长，二季度同比增幅为2004年同期以来最高，各项贷款合计额同比大幅增长表明货币供应量增加主要是信贷规模扩张所致。M1反映居民和企业资金松紧变化，是经济周期波动的先行指标，M2反映的是社会总需求的变化和未来通货膨胀的压力状况。通常所说的货币供应量，主要指M2，数据显示中国货币供应量十分充沛。中国4万亿经济刺激计划主要体现在固定资产投资额上，其同比增长率从09年一季度开始提速，二季度增速继续提高得益于4万亿经济刺激计划进入具体实施阶段。货币以及财政同步扩张，使中国二季度GDP达到7.1%，有望在09年实现8%的目标。

09年上半年，中国经济的“投资、进出口和消费”三家马车中，投资呈现高增长，消费保持旺盛，这似乎意味着中国经济将实现V型反转，但是出口依然疲弱。数据显示，无论是出口贸易总额还是进口贸易总额月度同比都呈现负增长。从绝对值看，进出口贸易总额刚刚接近08年12月份的水平。在出口不畅的情况下，如果仅仅依靠固定资产投资和消费来拉动经济，中国难免陷入结构性通胀的困境，因此中国经济能否健康复苏还有赖美国经济的恢复程度。

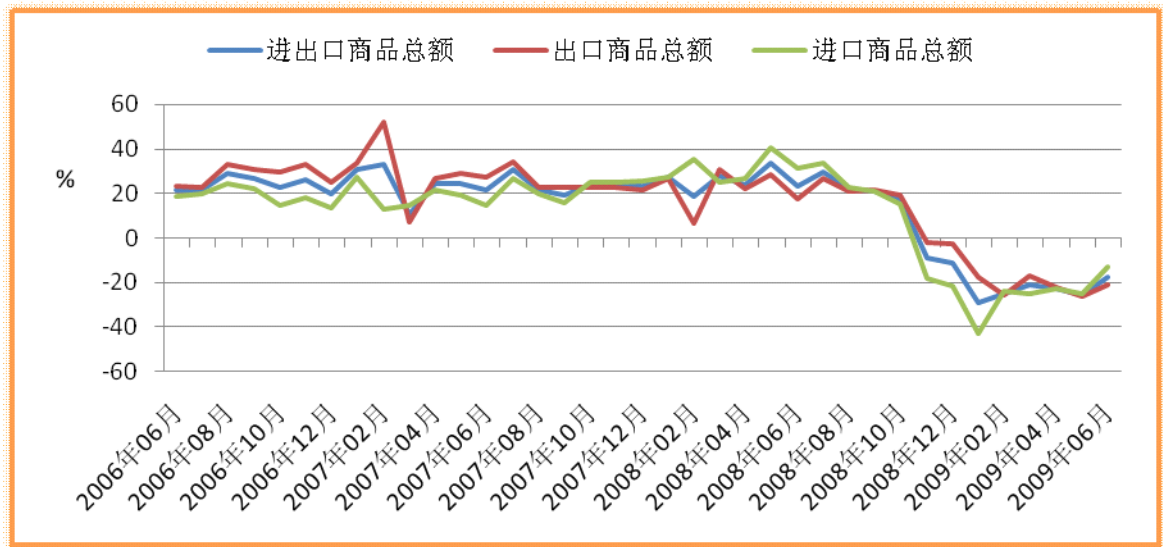
中国货币供应量季度同比增长率



数据来源：平安期货研究所
固定资产投资额以及GDP季度同比增长率



数据来源：平安期货研究所
进出口商品总额月度同比增长率



4. 全球通胀将在 09 年底显现

09年上半年欧美国家货币供应量M2同比增幅仍呈下降趋势，表明欧美信贷市场仍在恢复过程中。因此上半年欧美国家采取量化宽松货币政策对商品价格影响不大，更主要的还是有赖于“中国因素”。中国国内充沛的流动性，虽然不会增加出口，但会增加对资源的投资需求，间接推高大宗商品价格。在美国消费重新启动之前，中国不会轻易收缩信贷规模，这就意味着国内流动性过剩还会继续持续。下半年随着欧美国家房地产市场逐步回暖，信贷市场放贷能力增强，国内外双重的流动性将进一步推高商品价格，届时全球性通胀将会出现。从7月份欧美较好的经济数据来看，市场已经普遍认同了经济复苏的趋势，市场信心得到极大增强，商品价格有望在下半年加速反弹，进而在09年底再次出现全球性通胀。

四、相关市场影响

1. 美元

上半年美元深度回调主要是市场避险需求减弱。下半年除了市场信心变化影响汇率试产外，欧美央行何时撤出量化宽松货币政策并进入加息周期将对美元走势产生重要影响。8月初，市场对于欧英央行议息会议关注的焦点从是否扩大采购政府债券规模转向讨论撤出流动性议题。出现如此重大转变是市场信心显著增强，商品价格加速上扬所致。

目前全球经济正处于复苏初期，失业率居高不下，消费持续低迷的情况尚未完全扭转。市场信心增强恐难以主导欧美国家货币政策变化，最终还是要由经济复苏进程来引导。由于欧美经济结构不同，以金融服务业为主的美国更容易摆脱经济危机，而以工业为主体的欧洲经济还有赖于美国消费启动，因此我们倾向美国经济先于欧洲复苏，这样以来美联储很可能先行撤销量化宽松货币政策，并进入加息周期。

综合看，下半年前几个月在市场信心增强影响下，美元指数走势将趋弱。后期欧美央行货币政策变化可能会对美元有一定支撑。预计美元指数下行空间不大，在 77-78 点有较强支撑。不过考虑到全球经济的确在缓慢复苏，由此将继续削弱美元的避险需求，美元指数的上行空间将被大大压缩，81-82 点对美元指数有较大压力。

2. 全球股市

全球经济的缓慢复苏、企业财报好转以及信贷市场流动性的增强都将推动全球股市走高。目前欧美股市反弹幅度仅为前期跌幅的三分之一不到，仍有一定上涨空间。而中国股市在反弹近半后，随着下半年对信贷投放进行微调，股指震荡将加剧，预计上涨潜力小于欧美股市。下半年欧美股市继续反弹，将打压美元，刺激大宗商品走高，也间接支撑金价。

3. 大宗商品

中国信贷扩张、通胀预期逐步增强以及全球股市反弹都利好大宗商品，市场流动性将成为推动商品价格上涨的主旋律，但要关注中国央行的信贷政策变化。近期建行和工行对全年信贷规模设定上限，预计下半年贷款空间已经受窄。银行信贷放缓一度造成中国股市和大宗商品价格暴跌，由此反映出中国央行信贷政策对大宗商品价格的重要性。从目前来看大宗商品已有较大涨幅，在实体消费依然不振的背景下，中国微缩信贷对商品有一定负面影响。但总体上，大宗商品价格将保持震荡上行的走势。商品价格上涨对金价有较强拉动作用。

五、 金价预测模型

从2009年2月下旬开始，全球经济复苏迹象逐步显现，黄金的避险需求逐步削弱。黄金与美元之间从同涨同跌走势转变为相反走势，与商品和股市也进入同步运行的轨道。从这一时间点，选取国际金价、CRB指数、美元指数、原油指数、美国股指以及伦铜日线收盘价格，共126组数据，利用EVIEW创建金价预测模型。结果发现，截取3月中旬之后的数据，模型的拟合程度（R-squared）上升至90%以上。金价模型公式为：

国际金价 = 1781.3 + 0.95 * CRB 指数 - 10.5 * 美元指数 - 1.79 * 原油指数 - 0.003 * 伦铜 - 0.14 * 标普

500指数

对数据分析发现，模型的拟合程度（R-squared）为91.6%，模型各变量的概率值（Prob.）显示，原油指数以及伦铜价格对金价的影响在减弱，真实反应了2月份之后原油、金属等大宗商品价格持续上扬，而金价在860-1000区间内宽幅震荡的不同走势。而CRB指数、美元与标普500指数与金价走势仍保持较高相关性。标普指数与黄金价格呈负相关性，反映了市场避险情绪的变化。根据金价预测模型，得到黄金预测价格8月7日的黄金预测价格为851.47美元。

金价预测模型公式

Dependent Variable: GOLD				
Method: Least Squares				
Sample(adjusted): 30 127				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1781.330	169.6463	10.50026	0.0000
CRB	0.958064	0.528190	1.813864	0.0730
DOLLAR	-10.50561	1.474150	-7.126557	0.0000
OIL	-1.791208	1.241565	-1.442702	0.1525
CU	0.002847	0.006170	0.461414	0.6456
SP	-0.140519	0.072367	-1.941761	0.0553
AR(1)	0.826009	0.057440	14.38043	0.0000
R-squared	0.916997	Mean dependent var		928.3451
Adjusted R-squared	0.911524	S.D. dependent var		26.40962
S.E. of regression	7.855526	Akaike info criterion		7.029061
Sum squared resid	5615.545	Schwarz criterion		7.213701
Log likelihood	-337.4240	F-statistic		167.5568
Durbin-Watson stat	2.020749	Prob(F-statistic)		0.000000

数据来源：EViews

六、结论

综上所述，下半年全球经济仍处于缓慢复苏阶段，减少失业和刺激消费将成为各国的首要任务。美国经济实现复苏是全球经济摆脱衰退的前提，预计美国经济的复苏最快也要到09年年底，随后中国才会考虑结束扩张性的信贷政策。不过在下半年中国将对信贷政策进行微调，以防出现结构性通胀。

下半年欧美股市表现将优于中国股市，而中国充沛的流动性，仍将支撑商品走高，但经济的不确定性以及中国信贷政策可能的变化都将加剧商品的震荡。而美元由于缺乏主导因素仍以窄幅盘整为主，年底随着美联储加息的预期增强，美元指数反弹的几率增加。下半年商品价格依然由市场预期主导，其启动时间要先于经济复苏速度。

下半年，黄金的珠宝需求有望在10、11月有所增强，同时10月份欧美企业公布第三季度业绩也将利好商品和股市。预计黄金将跟随商品价格走高，在9、10月份有望再度触及千元大关。但是考虑到美元下行空间有限以及年底美元加息预期支撑美元走高，下半年黄金整体呈现先扬后抑的走势。

附录一：研究员简介

请务必阅读正文之后的免责条款

- 侯书锋，平安期货衍生产品研究员
- 2005 年获得英国 BRUNEL 大学金融与投资硕士学位。
- 2006 年 12 月加盟平安期货经纪有限公司。
- 曾荣获 2008 年度上海期货交易所最佳黄金分析师，证券时报评选的第二届最佳期货分析师中的黄金期货分析师。
- 主要研究股指期货、黄金期货以及钢材期货，兼顾宏观经济分析。
- 擅长公司财务分析，对上市公司基本面有深入的研究。
- 注重将国际先进投资理念运用于中国股票市场操作。

此报告旨为发给平安期货有限公司（以下简称“平安期货”）的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人

平安期货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。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司 2008 版权所有。保留一切权利。

平安期货有限公司

期货研究所

总部地址：广东省深圳市福田区振华路设计大厦 15 楼

邮编：518031

电话：(0755)83788558 传真：(0755) 83788519

电子邮箱：housf@pasc.com.cn