

未来一年黄金价格冲击 1500 美元/盎司

民生精品---宏观深度研究报告

2010 年 9 月 8 日

报告摘要:

● 全球黄金存量仅 $20.36 \times 20.36 \times 20.36$ 立方米

目前全球已确认的地上总存金量为 16.3 万吨左右, 只相当于边长为 20.36 的立方体房间大小。

● 可交易的黄金仅占 17%, 远不能满足旺盛的投资需求

除首饰、官方储备、工业与其他用金外, 可供投资交易的黄金仅占黄金总量的 17%, 难以满足 ETF 等黄金投资需求快速上涨。

● 货币非黄金化 V.S. 黄金非货币化

黄金从货币化到非货币化的过程中, 黄金不再作为货币定值标准, 但黄金的货币属性并未根本消失, 黄金金融投资属性日益凸显。

● 废除金本位、美元危机及欧元危机促成黄金三轮上涨

废除金本位并未使黄金货币金融属性消失, 美元、欧元始终面临特里芬困境, 美元与欧元面临长期走软, 提升黄金金融投资属性。国际储备体系调整必将惠及黄金。

● 未来一年黄金有望冲击 1500 美元/盎司

黄金供给有限, 投资避险需求上升推动黄金价格继续上行。一年内黄金或触及 1500 美元/盎司, 两年内或冲高至 2000 美元/盎司。

民生证券研究所

滕 泰 首席经济学家
执业证号: S0130209051671
电话: (8610)85127628
邮箱: tengtai@mszq.com

黄 玉 有色行业分析师
执业证号: S01002081120226
电话: (8610)85127646
邮箱: huangyu@mszq.com

张 磊 宏观分析师
电话: (8610)85127662
邮箱: zhanglei_yj@mszq.com

张 琢 策略分析师
执业证号: S01302108043631
电话: (8610)85127665
邮箱: zhangzhuo@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

相关研究

1. 《未来一年主要货币汇率走势报告-美元上行, 欧元承压, 人民币双向宽幅波动》2010.8.18
2. 《四周期综合分析: 二次探底无可能—2010 年下半年世界经济形势判断》2010.8.18
3. 《经济面临下行压力 下行压力部分缓解——2010 年下半年中国宏观经济报告》2010.7.26
4. 《“M” 头若隐若现, 加息慎之又慎》2010.4.14
5. 《三大不稳定因素影响明年经济》2009.12.16

目 录

一、全球黄金存量仅 20.36×20.36×20.36 立方米.....	3
(一) 20 世纪前历史年均开采量只有 2 吨左右	3
(二) 各国矿产金增速减缓，未来十年供应趋紧	3
(三) 央行售金逐步降低	4
二、可交易的黄金仅占 17%，远不能满足旺盛的投资需求.....	5
(一) 首饰需求在印度、中国等亚洲地区保持稳定增速	5
(二) 工业用途需求恢复迅速	5
(三) 部分亚洲国家央行有增加黄金储备的需求	6
(四) 传统需求稳定增长，投资需求中可交易金的杠杆效应放大	7
三、货币非黄金化 V.S.黄金非货币化.....	8
(一) 贵金属本位与财富分配	8
(二) 黄金非货币化不改黄金货币金融属性	9
四、废除金本位造成第一次金价上涨	13
(一) 一战后财富向美国集中，美元快速输出	13
(二) 美元面临“特里芬难题”	14
(三) 金本位废除促成黄金第一次大幅上涨	15
五、美元危机造成第二轮金价上涨.....	16
(一) 二十世纪末的强势美元与弱势金价	17
(二) 美元危机与金价的第二轮暴涨	18
六、欧元危机与第三轮金价暴涨的开始.....	21
(一) 欧元的特里芬难题	22
(二) 欧元危机与第三轮金价上涨	22
七、未来一年金价有望冲击 1500 美元	24
(一) 黄金与大宗商品的特性	24
(二) 未来一年金价有望冲击 1500 美金	25
插图目录	27
表格目录	27

一、全球黄金存量仅 $20.36 \times 20.36 \times 20.36$ 立方米

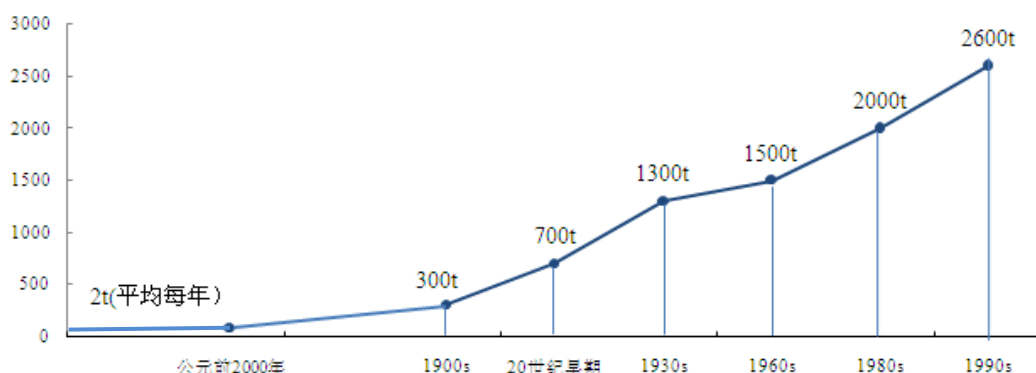
从黄金发展的历程来看，五千多年的历史，仅近两个世纪随着产金技术的提高而明显增加。根据世界黄金协会 2010 年最新统计数据显示，目前全球已确认的地上总存金量为 16.3 万吨左右，按照密度为 19.3 千克/立方米计算，只相当于边长为 20.36 米的正方体房间大小。

（一）20 世纪前历史年均开采量只有 2 吨左右

黄金开采的历史到目前为止至少有五千年的时间。埃及开采黄金的历史可追溯到公元前 2000 年左右；目前出土的古罗马亚历山大金币距今已有 2300 多年；波斯金币已有 2500 多年历史；现存中国最早的金币是春秋战国时楚国铸造的“郢爱”，距今已有 2300 多年的历史。

在 19 世纪之前数千年的历史中，人类总共生产的黄金不到 1 万吨，平均每年产 2 吨，而 1850 至 1900 年间就生产了 1 万吨，生产能力大幅提高。进入 20 世纪后，世界上黄金的生产总体呈上升趋势，在 1900 年世界黄金产量为 300 吨，在 20 世纪早期最高年份产量达到 700 吨、30 年代最高产量年份达到 1300 吨、60 年代最高产量年份的产量接近 1500 吨，80 年代世界黄金年产量突破 2000 吨，20 世纪 90 年代至今产量仍在增长，但增速趋缓。20 世纪 90 年代以来世界黄金产量相对比较稳定，2000 年以来世界黄金产量平均稳定在 2600 吨左右。鉴于黄金为不可再生资源，若未来十年不能勘探到大型高品位矿床，预计每年的产量将保持在 2500 吨左右。

图 1：黄金产量未来十年将稳定在 2500 美元/吨



资料来源：GFMS，民生证券研究所

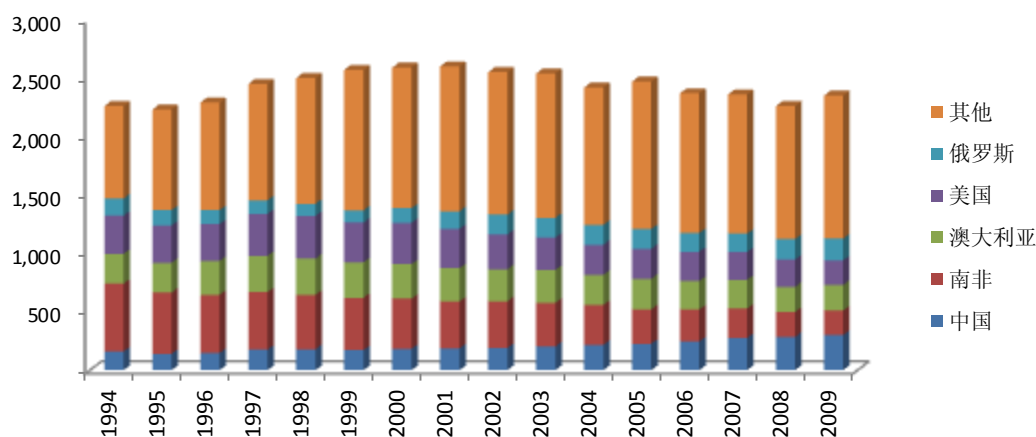
（二）各国矿产金增速减缓，未来十年供应趋紧

由于世界各国黄金开采技术水平的提升，黄金开发成本在过去 20 年以来持续下跌，目前黄金开采平均总成本大约 260 美元/盎司左右。开采成本的降低在一定程度上促进了黄金的产量提升。世界黄金协会公布的数据显示，2009 年全年全球矿产金产量达到 2569 吨，较 2008 年增长 11.26%，大大高于黄金增速 4% 的历史平均水平。

尽管一些国家目前的黄金产量有所提高，如澳大利亚、秘鲁、印尼的黄金产量都在增

加,但南非、美国等黄金生产大国的黄金产量却在下降,这将使得全球的黄金产量难有显著提高。此外,由于金矿产业投资周期长、开采成本高,如果在一个地方勘探出金矿,按照正常的程序需要 7-10 年才能生产出黄金。从历史数据看,全球矿产金数量不可能快速增长,未来几年世界黄金产量不会变化很大。

图 2: 世界主要黄金生产国矿产金产量 (吨)



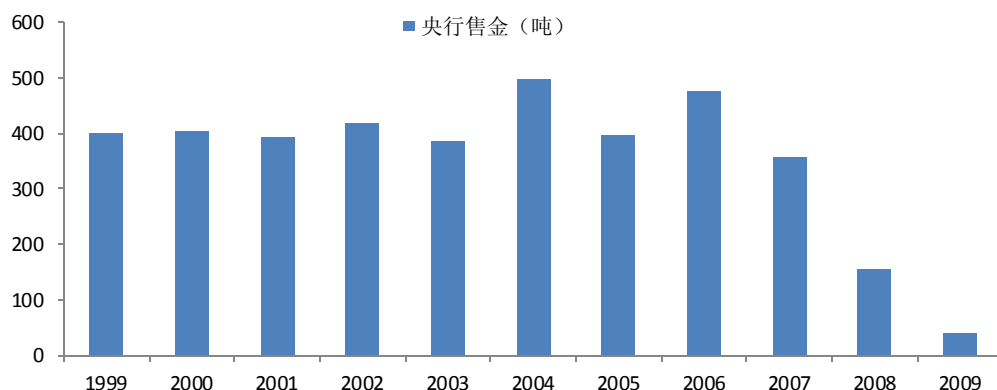
资料来源: WGC, 民生证券研究所

(三) 央行售金逐步降低

各国央行是世界上黄金的最大持有者,近 30 年来各国中央银行的黄金储备无论在绝对数量上和相对数量上都有所下降,主要通过黄金市场上抛售库存储备黄金实现。央行售金或为改善本国国际收支,或为抑制国际金价。1969 年官方黄金储备为 36458 吨,占当时全部地表黄金存量的 42.6%,而到 1998 年官方黄金储备大约为 34000 吨,下降至占已开采全部黄金存量的 24.1%。

近年来,黄金保值避险功能得到提升,各央行售金数量显著下降。

图 3: 央行售金持续下降

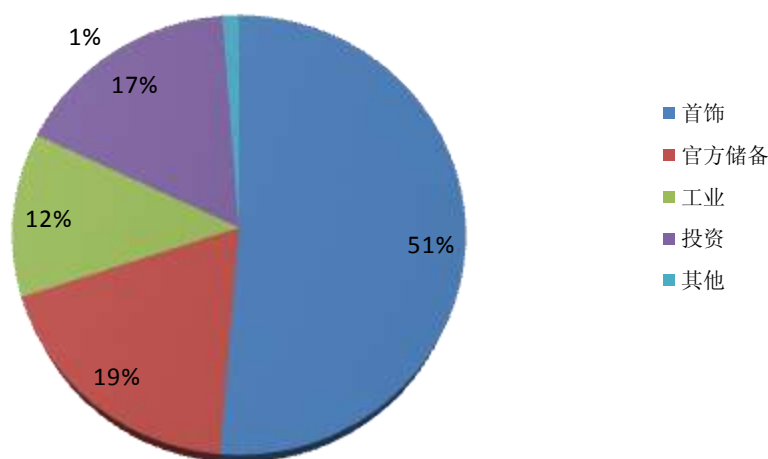


资料来源: IMF, 民生证券研究所

二、可交易的黄金仅占 17%，远不能满足旺盛的投资需求

黄金主要用途包括：首饰、官方储备、工业与其他用金、个人投资与 ETF 等交易投资。根据世界黄金协会 2010 年最新统计数据显示，首饰消费占最大比重，达到 8.36 万吨；各国黄金官方储备总量达 3.04 万吨；工业和其他用金量达到 1.97 万吨；黄金可确定性投资量仅 2.73 万吨，约为当前黄金总量的 17%。其他如黄金制品随同沉船沉入海底等数千吨。

图 4：黄金主要消费量用途分布图



资料来源：WGC，民生证券研究所

（一）首饰需求在印度、中国等亚洲地区保持稳定增速

2010 年二季度全球金饰需求达到 408.7 吨，同比下滑 5%。截至第二季度的 4 个季度金饰需求百分比变化幅度也下滑 5%。这是 2008 年一季度以来连续 4 季度金饰需求下滑幅度最小的一次，表明全球金饰需求下降步伐正在减速。以金额计算，二季度全球金饰需求上涨 23%，自去年同期的 128 亿美元上涨至 157 亿美元。

最大的金饰市场印度，2010 年二季度金饰需求量仅下滑 2% 至 123 吨，但按印度本地货币计算，相当于金饰需求价值量上涨 20%，达到 2160 亿卢比。印度 2003-2007 年二季度金饰平均需求为 182.1 吨。尽管从历史上看 123 吨的二季度需求相对较低，但考虑到金价曾在 2010 年 2 季度达到纪录高点，2% 的跌幅表明印度金饰需求仍然极其强劲。

中国二季度需求同比上涨 5%，达到 75.4 吨。需求增长受到极端天气状况的影响，以人民币度量的需求计算上涨 35%，达到 198 亿元。从终端市场消费反馈分析，个人投资者看到价格的任何下滑都会驱使他们买入，因此中国总需求在未来的成长性可期。

整体来看，首饰需求在新兴国家中的增速得到明显体现，随着各国经济的恢复，预计首饰需求仍以印度、中国等亚洲国家为主要增长地区。

（二）工业用途需求恢复迅速

2010 年第二季度工业和牙科用金需求继续较去年同期的极低水平有显著恢复，同比增长 14%。需求主要来自电子行业，受经济开始从衰退中复苏，电子行业用金一季度需求请务必阅读最后一页免责声明

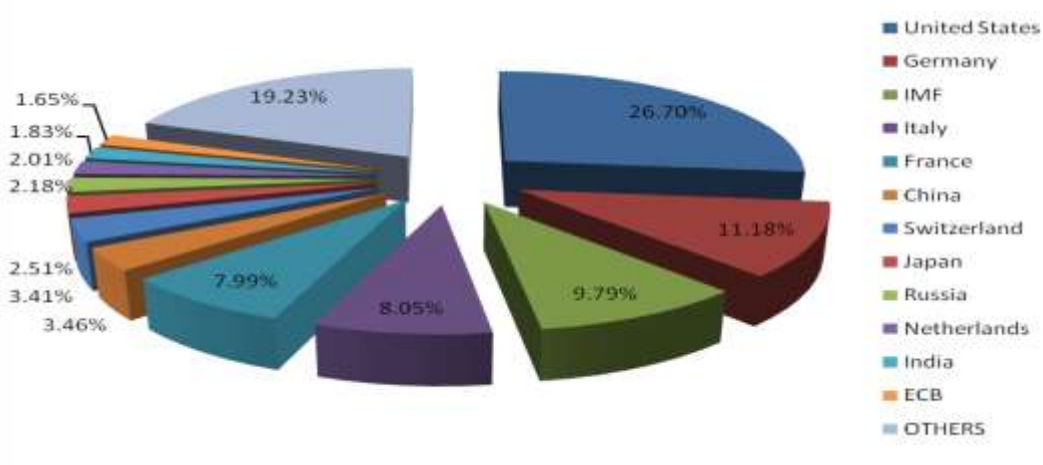
增长 40%，二季度需求增长 25%，我们认为，企业积极补充库存以及乐观情绪沿着供应链传递，显示了市场对经济形势不断增长的信心，需求上升将进一步推动金价的走高。

（三）部分亚洲国家央行有增加黄金储备的需求

黄金是信用货币真正的对立面，在信用货币出现危机的时候，各国金融机构在寻求保值资产的过程中，黄金从来都没有被忽视。每一次国际货币体系的不稳定，各国央行和金融机构都会调整资产配置，而对黄金则是情有独钟。

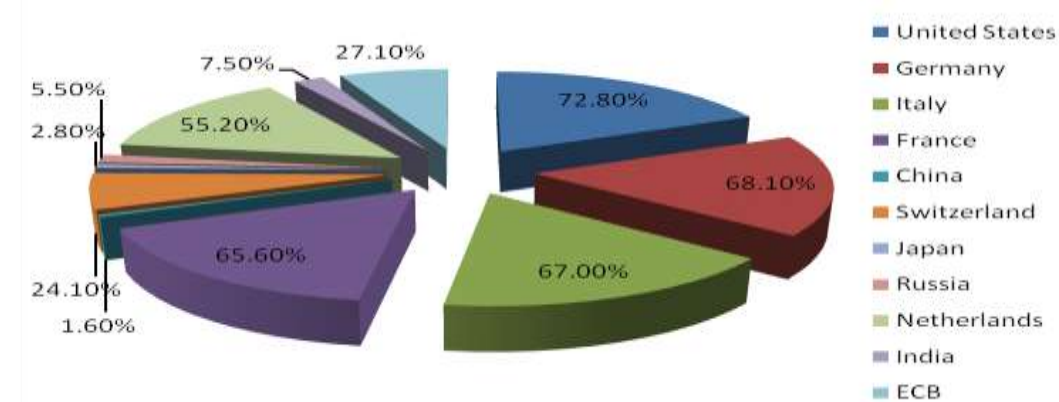
目前欧元区各国央行的黄金储备超过 10000 吨，美国长期保持 8000 吨以上的黄金储备。而中国和日本却仍然以货币从属国的地位持有数万亿的美元、欧元等外币储备，各自的黄金储备只有 1000 吨左右，分别占各自外汇储备的 1% 左右——亚洲经济大国的这种战略储备结构不仅是本国金融体系的薄弱环节，也是亚洲乃至全球货币体系不稳定的因素，因而部分亚洲国家央行黄金储备有进一步增加的需求。

图 5：2010 年 6 月主要国家及机构持有黄金比例



资料来源：WGC，民生证券研究所

图 6：主要国家及地区黄金储备占各国黄金持有量的比重



资料来源：WGC，民生证券研究所

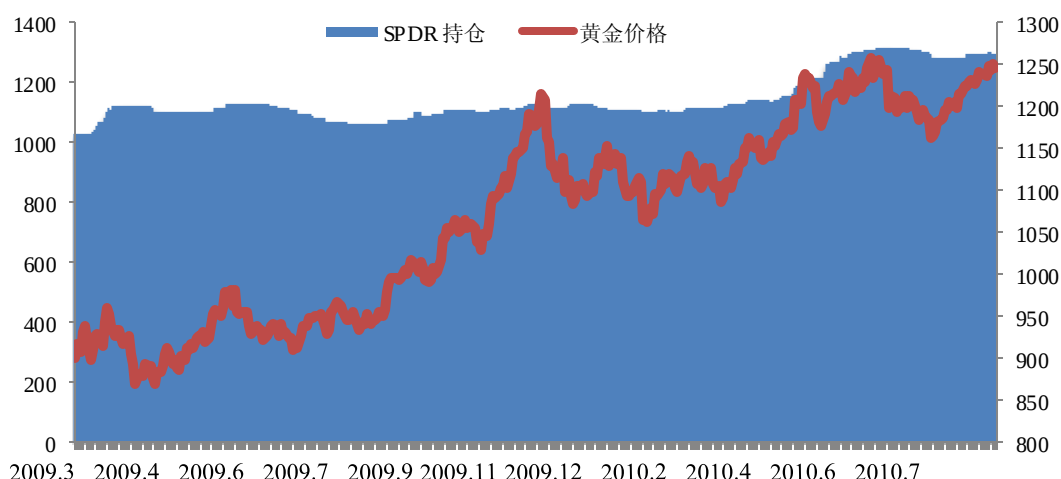
（四）传统需求稳定增长，投资需求中可交易金的杠杆效应放大

目前，伦敦、纽约是世界黄金现货、期货交易中心。伦敦更是世界上最大的黄金场外交易中心，2009 年伦敦贵金属协会(LBMA)的黄金成交清算量为 51.66 亿盎司(16.07 万吨)，黄金清算金额为 5.0 万亿美元。按照全球黄金市场(包括新兴市场)2009 年黄金成交清算量为伦敦市场的三倍，即 48.21 万吨，加上 ETF 以及纸黄金市场，并剔除杠杆化计算，预计 2009 年全年需实物黄金交割 5 万吨，为可确定性投资量 2.73 万吨的 2 倍左右，这种黄金金融化实际上远超出了黄金的实际应付能力，从需求的角度讲，在其他需求不变的情况下，单此一项需求将会直接拉动黄金价格大幅上涨。

黄金价格的不断上涨与黄金投资需求的上升密不可分，尤其是当经济低迷、金融动荡及通胀高企时，对黄金的投资需求将快速增加。从投资黄金的黄金 ETFs 基金以及其他黄金衍生品持仓变化上，我们可以发现一些端倪。按 WGC 数据计算，投资者通过 ETFs 在 2010 年第二季度购买了 273.8 吨黄金，创历史第二季度资金流入纪录，这也令 ETFs 持有的黄金总量达到纪录新高 2041.8 吨，以季度末伦敦午盘定盘价计算，约合 816 亿美元。

在纽交所以及其他多处交易所上市交易的 SPDR 黄金信托(GLD)在今年二季度创出历史最大资金净流入纪录，持金总量增加 190.6 吨，至 1302.4 吨。而 ETF Securities' Physical Gold(PHAU)黄金 ETFs 第二季度持金总量增加超过 70 吨，至 134.1 吨，增幅 30%。主要 ETF 中，仅有在澳洲证交所上市的 Gold Bullion Securities(GBS)的资金呈现小幅净流出，持金量于第二季度减少 0.5 吨。我们认为，全球大型投资基金不断对黄金的大幅增持行为说明其对黄金价格有着强烈看好预期，鉴于目前全球可交易的黄金量仅 2.5 吨，大量的投资交易在未来还会大规模形成。因此，我们认为，受到价格上涨预期，黄金金融杠杆化将进一步扩大，增加金融杠杆化的弹性有助于推动金价的进一步上涨。

图 7：SPDR 黄金持仓量持续上升



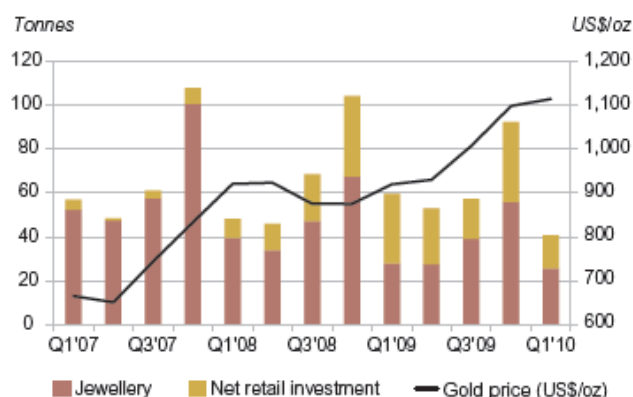
资料来源：Bloomberg，民生证券研究所

图 8: 印度黄金需求



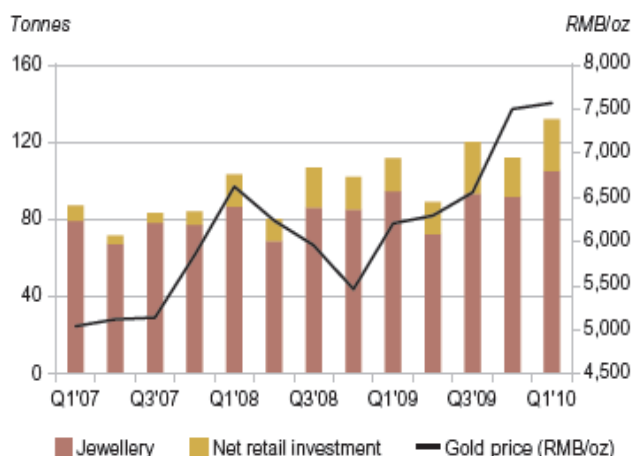
资料来源: WGC, 民生证券研究所

图 9: 美国黄金需求



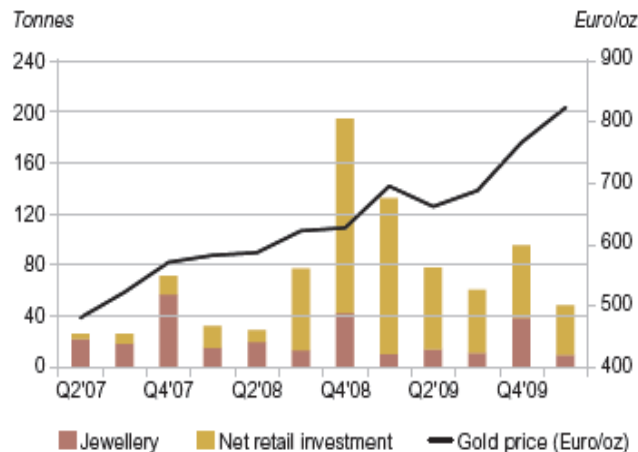
资料来源: WGC, 民生证券研究所

图 10: 中国黄金需求



资料来源: WGC, 民生证券研究所

图 11: 欧洲黄金需求



资料来源: WGC, 民生证券研究所

总体来讲, 在供应保持稳定小幅增长的前提下, 传统黄金消费的增加将抵消此部分增长; 而新增需求, 尤其是金融杠杆化的投资需求的大幅增加将对全球黄金可支付量形成较大考验。我们认为, 在这种供需不平衡的状态下, 黄金需求超出供给势必长期支撑黄金价格走强。

三、货币非黄金化 V.S. 黄金非货币化

从金本位制到布雷顿森林货币体系, 再到牙买加体系, 黄金从货币化到非货币化的过程中, 黄金的货币属性并未根本消失, 黄金金融投资属性日益凸显。

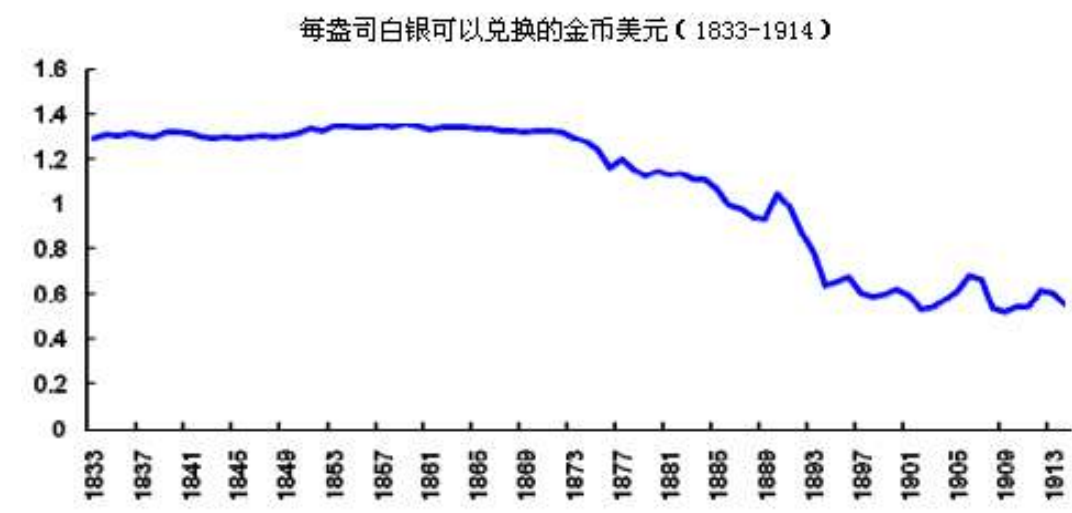
(一) 贵金属本位与财富分配

在货币本位制度历史演变过程中, 贵金属由于其稀缺性、高价值及其价值的稳定性、

易分割性且被广泛接受等特点成为币材的合适选择。

在货币史上，易开采的银比金更早地充当本位货币。1870年后，世界白银产量激增，导致国际白银价格暴跌，白银币值过低不利于贸易交换行为，金银之间的比价大幅度波动，影响了经济的发展。1816年的英国率先采用了金本位制。1860-1890年之间，金本位制的英国在世界政治、经济、贸易、金融领域的霸主地位无可撼动。英国的银行家和贸易商们更偏好于与维持金本位的国家和地区贸易，从而吸引了更多的国家向金本位转换以降低交易成本。19世纪90年代，各国先后放弃了银本位制，金本位成为全球的通行标准。

图 12：1870 年后白银价格迅速下降



资料来源：NBER，民生证券研究所

高价值性使贵金属自被发现以来始终成为财富的象征。黄金相对白银的低产量使黄金价值高于白银价值，从而更容易作为财富被持有。白银价格几十年间的持续下跌反映了白银不再作为储备货币，对白银的需求下降，最终导致白银价格的下跌。银本位向金本位转换过程中，财富逐步从银本位国家向金本位国家及持有更多黄金储备的国家转移，全世界财富被重新分配。

贵金属本位下，只要按照贵金属平价进行货币发行，并保证贵金属的自由流通，贵金属的价值贮藏功能可以防止通货膨胀的发生，这也是众多国家愿意采用贵金属本位的重要原因。只要贵金属数量可以满足储备和交易的需要，贵金属平价就能够被维持。贵金属数量不足，会导致平价发行的货币数量不足，导致通货紧缩，造成实际经济活动中的资源闲置和浪费；但如果货币发行数量超过贵金属存量，最终的结果必然是贵金属价格的上升和所发行货币的贬值。

（二）黄金非货币化不改黄金货币金融属性

1、黄金本位下的储备黄金

货币天然不是黄金，黄金天然不是货币。由于具有充当货币的良好品质，黄金在货币发展史中具有重要地位。黄金作为充当一般商品等价物的特殊商品，成为衡量和表现其它商品价值的材料，并经历了金币本位、金块本位、金汇兑本位制等货币体系。黄金具有的货

币属性，使其充当国际购买手段、国际支付手段和财富的国际转移手段，从而成为货币体系中全职能货币工具。

十九世纪，俄国、美国、澳大利亚、南非、加拿大先后发现了丰富的金矿资源，黄金生产迅速发展，至十九世纪后半叶，黄金生产超过了过去五千年产量总和，为人类进入金本位奠定了物质条件。1914 年第一次世界大战时，全世界有 59 个国家实行金本位制。黄金作为本位货币，由官方完全控制和垄断，黄金体系与货币体系合二为一。

20 世纪初，第一次世界大战爆发严重地冲击了“金本位制”，30 年代爆发的世界性经济危机，使“金本位制”彻底崩溃。在此期间一些国家实行“金块本位”或“金汇兑本位制”，大大压缩了黄金的货币功能，使之退出了国内流通支付领域。但在国际储备资产中，黄金仍是最后的支付手段，充当世界货币的职能，黄金仍受到国家的严格管理。从 1914 年至 1938 年期间，西方的矿产金绝大部分被各国中央银行吸收。

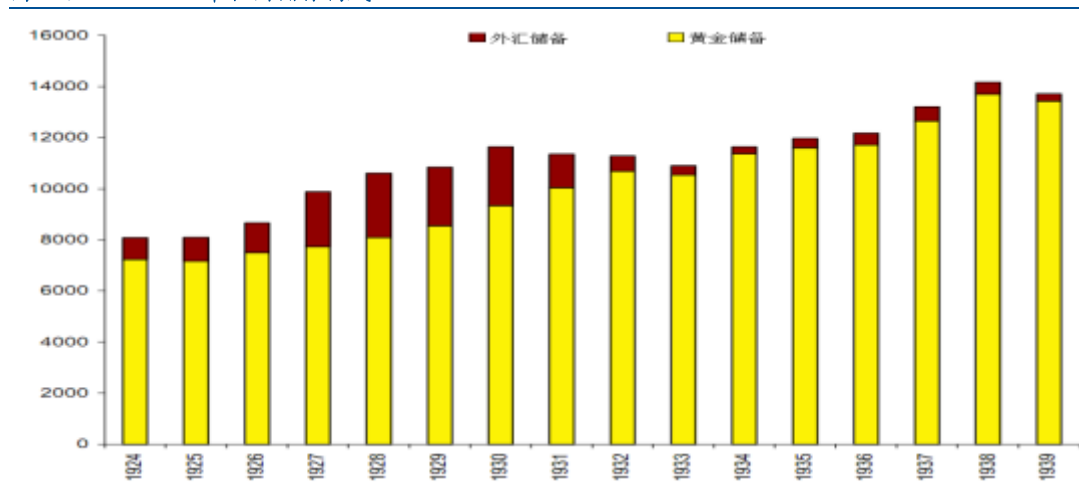
表 1: 1850-1930 年主要国家货币用金(吨)

	1850	1855	1860	1865	1870	1875	1880	1885	1890
央行黄金储备	109	188	185	347	713	1089	1151	1536	1969
流通领域金币	1350	1725	2300	2650	2835	2976	3414	3439	3369
	1895	1900	1905	1910	1913	1915	1920	1925	1930
央行黄金储备	2750	3175	4710	5909	8098	9536	11295	13892	16469
流通领域金币	3350	4090	3916	4699	3363	3293	2805	1565	984

资料来源: Timothy Green: “Central Bank Gold Reserves”, World Gold Council, 2003

金本位下，黄金成为各国最重要的储备资产，黄金储备远超过外汇储备数额。

图 13: 1922-1939 年各国储备构成



资料来源: NBER, 民生证券研究所

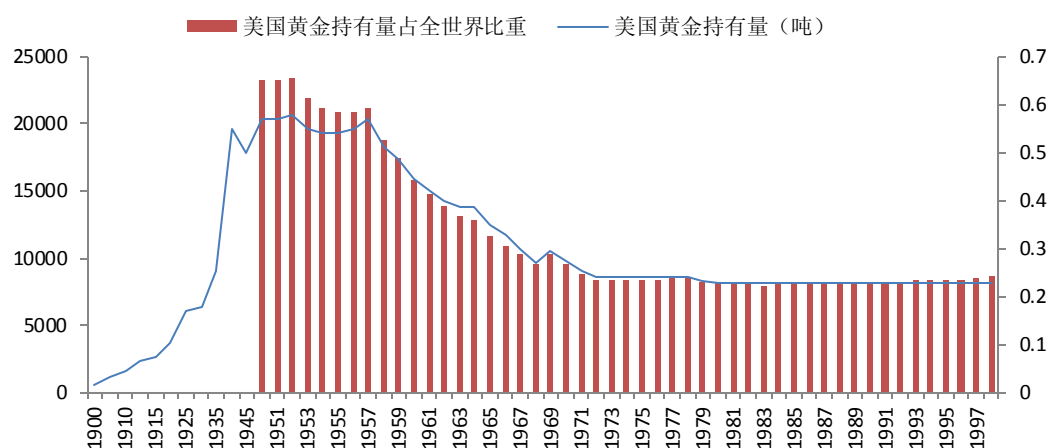
2、布雷顿森林货币体系时期的黄金再分配

1944 年 5 月，美国邀请参加筹建联合国的 44 国政府的代表在美国新罕布希尔州布雷

顿森林举行会议，签定了“布雷顿森林协议”，建立了美元与黄金挂钩，美国承担以官价兑换黄金的义务，各国货币与美元挂钩的“双挂钩”。布雷顿货币体系实际是一种新的金汇兑本位制，黄金无论在流通还是在国际储备方面的作用都有所降低，而美元成为这一体系中的主角，黄金是稳定这一货币体系的最后屏障。

布雷顿森林货币体系的运转与美元的信誉和地位密切相关，但 20 世纪 60 年代美国深陷越南战争的泥潭，财政赤字巨大，国际收支恶化，美元的信誉受到极大的冲击。各国纷纷抛售自己手中的美元，抢购黄金，使美国黄金储备急剧减少。

图 14：布雷顿森林体系下美国持有黄金数量迅速减少



资料来源：WGC，民生证券研究所

美国国际收支不断恶化，美元持续贬值，但美国以己私利为原则，既不贬值也不提高黄金价格，强行维持固定汇率，导致欧洲国家以手中的美元兑换美国的储备黄金。1971 年 8 月传出法国等西欧国家要以美元大量兑换黄金的消息后，美国不得不宣布停止履行对外国政府或中央银行以美元向美国兑黄金的义务。1973 年 3 月因美元贬值，再次引发欧洲抛售美元、抢购黄金的风潮。

经过磋商，西方国家放弃固定汇率，实行浮动汇率。至此布雷顿森林货币体系完全崩溃，从此也开始了黄金非货币化的改革进程。

3、黄金从来没有被完全非货币化，而是货币非黄金化

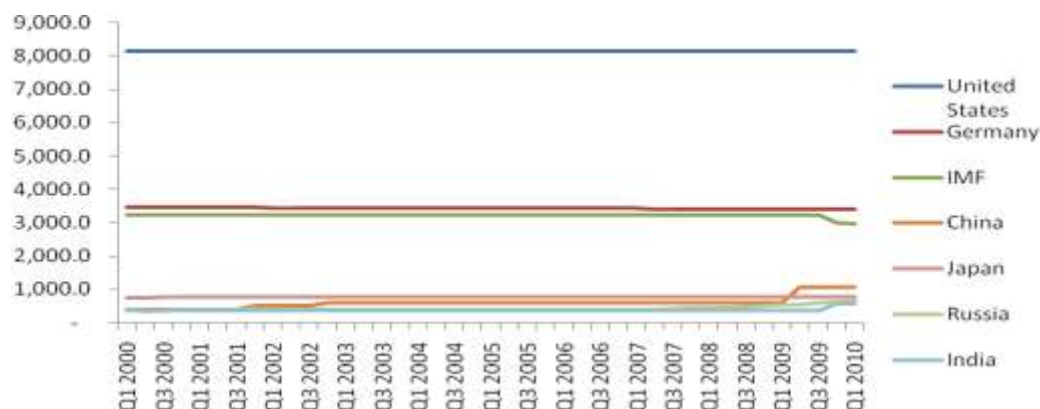
1976 年，国际货币基金组织通过的《牙买加协议》及两年后对协议的修改方案，确定了黄金非货币化，黄金不再是货币平价的标准。1978 年 IMF《国际货币基金协定》宣布：黄金不再作为货币定值标准，黄金开始从法定上非货币化。

但黄金从来就没有被完全非货币化，而是货币非黄金化。黄金作为一种公认的金融资产活跃在投资领域，充当国家或个人的储备资产。货币黄金管理始终是世界各国货币管理的重要内容，各国黄金储备，其管理者均为各中央银行，并按货币形式和运行规律管理。尽管黄金非货币化初期各国央行大面积减持黄金，目前主要国家货币黄金储备持有量仍稳中有升。

黄金非货币化后，黄金仍具有显著货币金融属性。在黄金非货币化的环境下，部分产

金国家如加拿大、南非为降低仓储成本大幅降低了黄金储备数量。但多数央行并未大规模减持黄金储备，世界各国央行仍保留着近 3 万吨的黄金储备。黄金非货币化后，央行售金数量确实在逐年增加。1987 年到至 2007 年央行售金总量达 7748 吨。2007 年储金总量与 1987 年相比，央行储备总量仅减少 3050 吨，这说明这些央行售金有相当部分被其他国家央行所吸纳，货币体系的调整使黄金储备分配格局发生了调整。

图 15: 全球主要国家和机构黄金官方储备



资料来源: World Gold Council, 民生证券研究所

黄金在国际经济交往中仍可以发挥融资功能，尤其在危机爆发过程中，黄金是最容易被接受的保持资产。1997 年，亚洲金融危机期间，韩国政府为了获得国际货币基金组织的贷款，收集民间黄金 250 吨，并兑换成外汇，用于弥补贸易赤字，缓解了金融危机对韩国经济的冲击。

非货币化黄金仍然发挥着清算支付功能。BIS 至今仍将黄金列入可接受的国际清算工具。当一国国际收支逆差无法用其他办法（如借款等）解决的时候，便会动用黄金予以清偿。

黄金具有投资避险功能。黄金非货币化后国际黄金市场迅速发展，赋予了黄金新的金融属性——黄金投资价值。黄金投资价值不仅体现在黄金具有保值功能，而且体现在黄金具有规避风险的功能。

正是因为黄金作为财富的保障的重要性，尽管那些倡导恢复“金本位”的说法是痴人说梦，把大部分外汇资产换成黄金也不可能，但是国际货币发行国没有一定的黄金储备却是万万不能的。

2008 年次贷危机爆发后，美国大举借债，债台高筑，却未出售一克黄金。欧洲一些国家如德国、法国也是黄金储备量比较大国家，在金融危机中尽管遭受巨大冲击，不但没有出售黄金，反而增持黄金。俄罗斯、阿根廷、南非等国多次在国际市场上增持黄金，印度不但在市场上收购黄金，还一次性从 IMF 购进 200 吨黄金，中国央行则通过收购国内黄金而是央行黄金储备 5 年增加了近一倍。

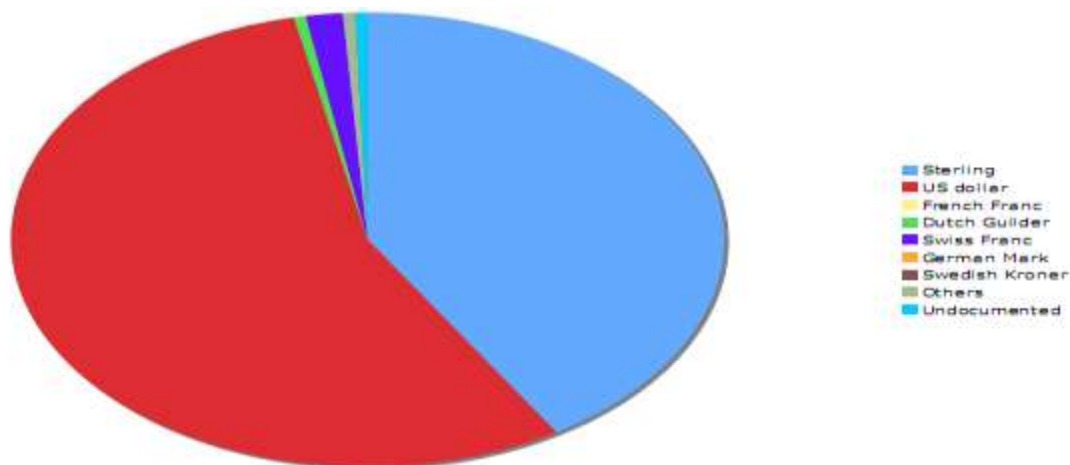
四、废除金本位造成第一次金价上涨

美元、欧元始终面临特里芬困境。黄金的货币金融属性在国际货币体系调整中表现更为突出，构成黄金配置需求提升的重要原因。

（一）一战后财富向美国集中，美元快速输出

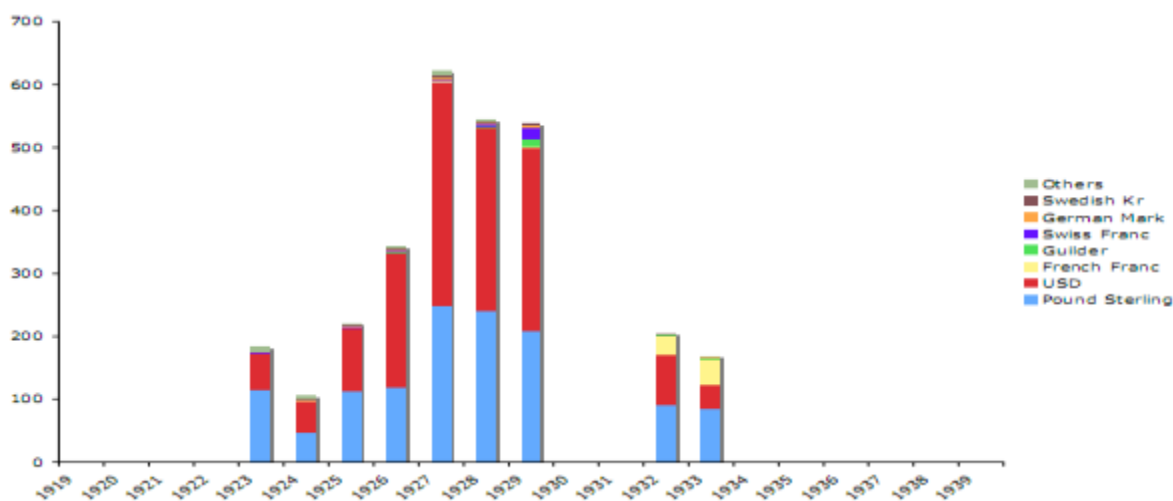
一战中，美国利用“中立”地位，充当双方的兵工厂，迅速扩大军工生产和重工生产；此外，美国还在战争期间对英法贷款，并趁欧洲交战国在世界市场上竞争力减弱之机，扩大工农业生产，进行商品输出。战争结束时，美国已从战前一个资本输入国变为资本输出国，由债务国变成债权国。到 1924 年，美国掌握的黄金总额已达世界黄金储存量的 1/2，控制了国际金融市场，大大加强了美国在资本主义世界中的地位，战后资本主义世界的金融中心由英国移到了美国。与此对应，战后美元快速输出。

图 16：1929 年主要国家持有外汇币种



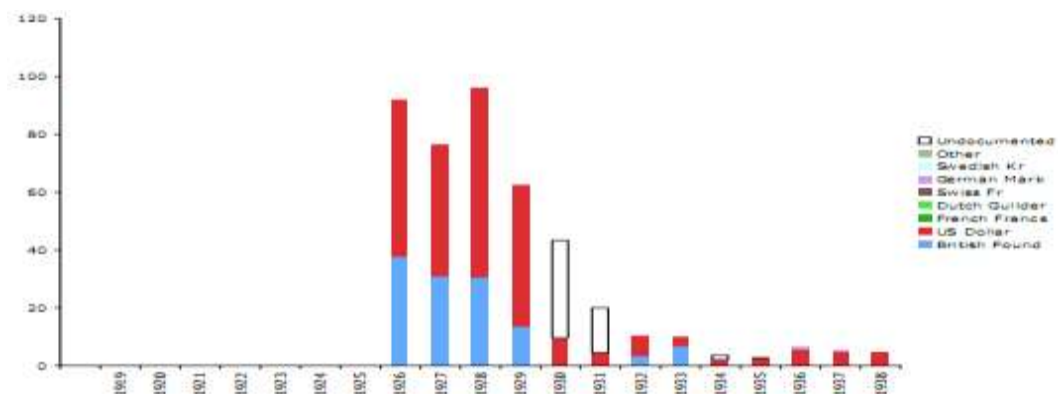
资料来源：NBER，民生证券研究所

图 17：G10 外汇储备币种构成



资料来源：CEIC，民生证券研究所

图 18: 拉美国国家外汇储备币种构成



资料来源: CEIC, 欧洲央行, 民生证券研究所

(二) 美元面临“特里芬难题”

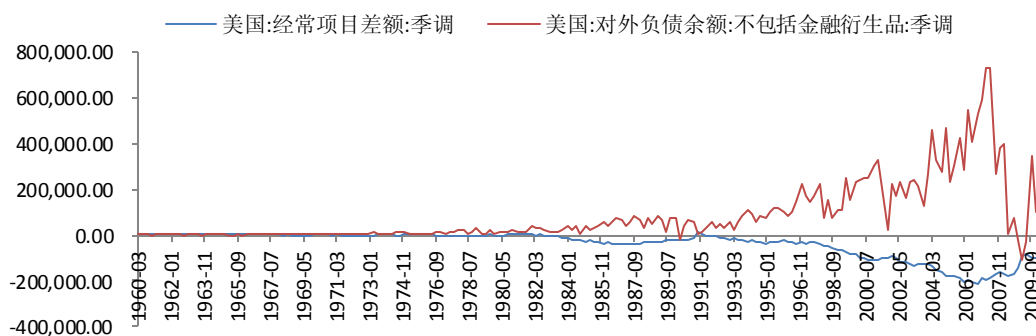
经历了 20 世纪 30 年代世界经济危机和二次大战后, 各国的经济政治实力发生了重大变化, 美国登上了资本主义世界盟主地位, 美元的国际地位因其国际黄金储备的巨大实力而空前稳固, 美国黄金总量占到世界 2/3 左右。

美国主导的布雷顿森林货币体系下, 美元等同于黄金, 在黄金生产不能满足储备需求的情况下, 美元成为各国储备的重要工具, 在储备总额中的比重不断增加。

美国以外国家必须依靠美国国际收支持续保持逆差输出美元来增加其国际清偿能力 (即国际储备)。美国持续扩大的逆差危及美元信用从而动摇美元作为最主要国际储备资产的地位, 若美国维持国际收支平衡稳定美元, 则难以满足其他国家储备需求, 从而会发生国际清偿能力不足, 进而影响到国际贸易与经济的增长。美元这一两难困境在 20 世纪 50 年代末被国际金融专家特里芬(R. Triffin)提出, 即“特里芬难题(Triffin Dilemma)”。“特里芬难题”的本质含义可以概括为: 国际清偿能力的需求不可能长久地依靠国际货币的逆差输出来满足。

对应于美国放任其国际收支逆差, 美元由供不应求到美元泛滥。通过经常项目持续逆差向外输出美元, 国际美元存量与美国黄金存量严重不对称, 同时, 欧洲美元的快速输出也加速诱发“黄金—美元危机”。

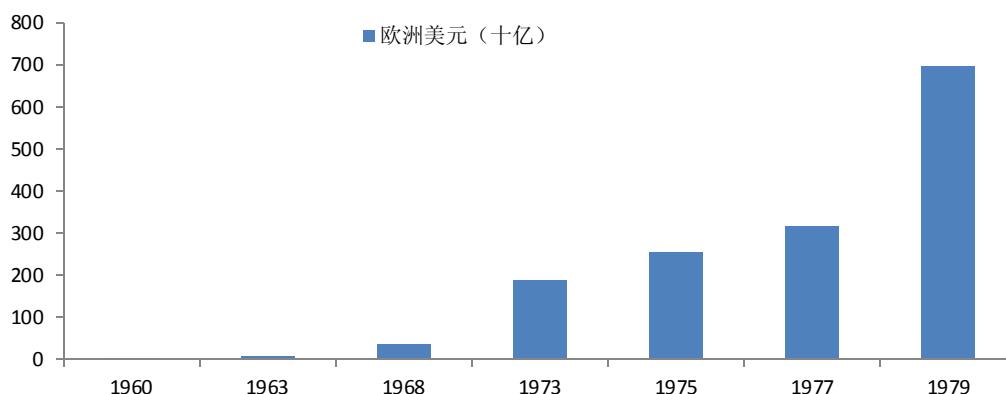
图 19: 美元的对外输出的主要形式: 经常项目赤字



资料来源: WIND, 民生证券研究所

请务必阅读最后一页免责声明

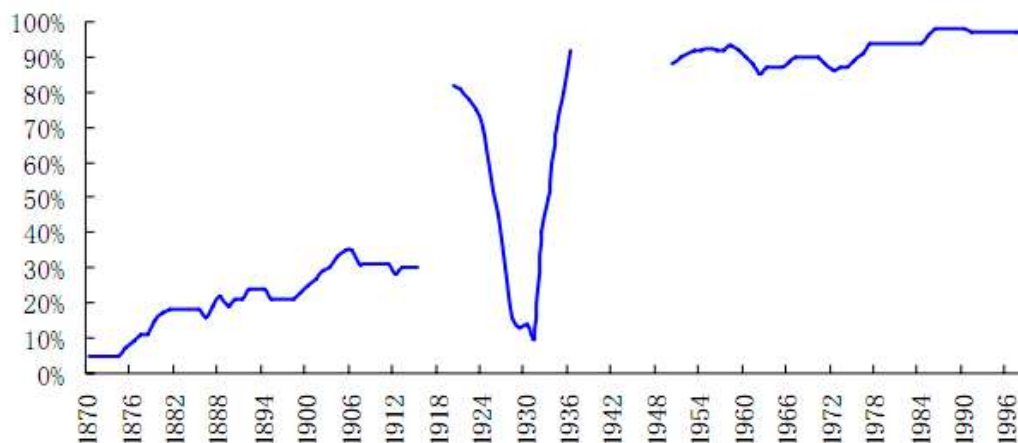
图 20：美元的对外输出：欧洲美元快速增加



资料来源：World Gold Council，民生证券研究所

1960-1970 年，美国赤字造成物价上涨，大众逐渐兑美元失去信心，引发对中央银行的挤兑风潮，将近 2-3 亿黄金被提走，1968 年 3 月的半个月中，美国黄金储备流出了 14 亿多美元，仅 3 月 14 日一天，伦敦黄金市场的成交量达到了 350~400 吨的破记录数字。1971 年 8 月 15 日尼克松宣布切断黄金与美元联系，布雷顿森林体系下的双挂钩制度瓦解，各国货币成为不可兑换货币。

图 21：金本位废除后使用不可兑换货币国家的占比持续上升



资料来源：CEIC，欧洲央行，民生证券研究所

（三）金本位废除促成黄金第一次大幅上涨

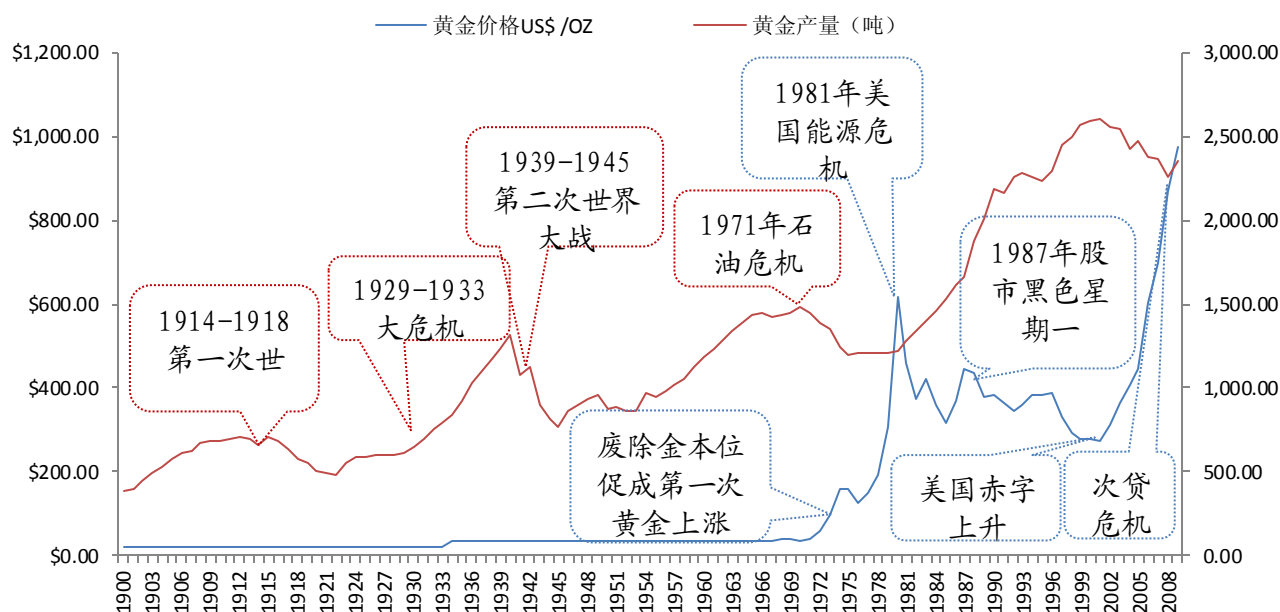
布雷顿体系崩溃后，以多元储备和有管理的浮动汇率特征的牙买加体系开始建立，在一定程度上解决了“特里芬难题”。但即便在多元储备条件下，不论其币种和内部结构如何变化，国际清偿力的需求仍要靠这些国家货币的逆差输出来满足，实质上没有变化，多元储备体系不可能从根本上解决“特里芬难题”。

美元和欧元的“特里芬难题”无法解决是全球国际货币体系面临的难题，这种国际货币体系的困境会推动各国金融资产配置调整，集保值、避险及清算支付能力于一体的黄金必然是各国央行的重要选择，继而必然推动黄金价格持续上涨。

黄金作为信用货币真正的对立面，在信用货币出现危机的时候，各国金融机构在寻求保值资产的过程中，黄金从来都没有被忽视。国际货币体系的不稳定，各国央行和金融机构都会调整资产配置，但对黄金的持有始终保持稳定。

金本位废除后，黄金货币金融属性得到极大发挥，金价的市场价格迅速拉升。1979年低至1980年初是黄金价格波动最为剧烈的阶段。1979年11月26日(据NYMEX期货价格)价格为390美元/盎司，而不到2个月，1980年1月18日，黄金价格已涨到850美元/盎司。

图 22: 黄金价格与黄金产量走势凸显黄金金融属性



资料来源：IMF，WGC，民生证券研究所

五、美元危机造成第二轮金价上涨

2001年开始的美元危机是黄金价格第二轮暴涨的根本原因。过去三十年间，美元与黄金价格呈现出明显的负相关关系。20世纪最后二十年中，在美元全球化、各国央行加大美元战略储备以及美国经济复苏的大背景下，美元连续走强，黄金价格长期低位徘徊。2001年以后，美国“双赤字”政策下大量输出货币，特里芬难题无解，加上欧元崛起削弱了美元的国际货币地位，国际美元存量与美国黄金存量严重不对称，最终诱发“黄金—美元危机”。

图 23: 美元危机带来金价第二轮暴涨



资料来源：CEIC，民生证券研究所

（一）二十世纪末的强势美元与弱势金价

20 世纪 80 年代至 90 年代末，全球化背景下美元保持了长达了二十年的强势，与此同时黄金价格长期低位徘徊。以拉美国家为开端，到转轨的东欧各国，美元的全球化愈演愈烈，对区域经济和世界经济产生了重大影响。1998 年，美元在国际结算、外汇交易、国际银行存款、发展中国家债务和官方外汇储备中分别占 48%、42%、46%、50.2%和 65%。受制于美元走强，金价维持了常年的弱势格局。

1、拉美国家的美元化进程

美元的全球化开始于 80 年代的拉美国家。受长期的货币纪律松弛和债务危机影响，20 世纪 80 年代，阿根廷、玻利维亚、墨西哥、巴西、秘鲁等大多数拉美国家出现的严重通货膨胀，导致公众对本国货币产生信任危机，国民纷纷减少持有价值相对较低且不稳定的本国货币，而增加价值相对较高且较稳定的美元持有量。1999 年 1 月，阿根廷宣布美元成为国内法定流通货币，加上 1904 年就已实现美元化的巴拿马及后来的波多黎各，已有四个拉美国家实现了完全美元化。另外，秘鲁、玻利维亚及危地马拉亦先后完成立法，允许美元与其本国货币同时流通，可以称其为不完全美元化。美元化问题不仅在小规模经济国家中受到广泛支持和重视，而且美洲大国如墨西哥、巴西、加拿大等亦对此表示出浓厚的兴趣。

这种“双轨货币制”（即本国货币与美元同时流通）为拉美地区“美元化”奠定了基础。阿根廷、玻利维亚、拉脱维亚、俄罗斯和乌干达，自 1989-1996 年，流入的美元现金累计已占其本国 GDP 的 12%。整个九十年代，这些国家的美元化比率(外币储蓄与包括外币储蓄的广义的货币之比,它可以用来衡量一国的美元化程度)持续上升。90 年代末期，玻利维亚的美元化率接近 85%，乌拉圭为 70%，秘鲁为 65%。

2、转轨国家的美元化进程

上个世纪八十年代末以来，随着计划经济体制的根本放弃，转轨中国家的美元化急剧

上升。受不断上升的通货膨胀以及为融资而对外币储蓄限制的逐渐取消影响,转轨中国家的美元化得到了迅速的发展。美元化程度最高的是罗马尼亚、塞尔维亚和克罗地亚(在被考察的转轨国家中平均的美元化比值最高),其经济的美元化程度均超过 40%;保加利亚稍低于 40%,居于第二位;居第三位的阿尔巴尼亚、马其顿、俄罗斯和斯洛文尼亚的美元化比值在 20%-30%之间;捷克、波兰和斯洛伐克的美元化比值低于 20%。

根据国际货币基金组织(IMF)统计,全世界共有 52 个国家存在着程度不同的美元化,并且美元化的经纬度地域平均超过了 20%,这 52 个国家大都是新兴工业化国家、接受 IMF 贷款援助的国家或转轨中国家。

表 2: 俄罗斯和部分中东欧国家 1991-2003 年第一季度美元化比率

国家	1991	1992	1993	1996	1997	1998	1999	2000	2001
俄罗斯	16.8	42.7	27	19.1	17.7	24	30.2	29.1	27
波兰	24.7	24.8	27	18.2	17.6	15.6	15.5	15.6	15.5
斯洛文尼亚	48.4	42.9	41.7	35	30.8	26.7	26	29.2	31.5
斯洛伐克	3.1	6.3	9.7	10.6	10.7	12.9	15.1	15.6	16.8
阿尔巴尼亚	1.3	23.6	20.2	20.2	20.2	17.1	18.4	19.5	21.6

资料来源: WIND, 民生证券研究所

3、强势美元下, 黄金价格连续二十年低位运行

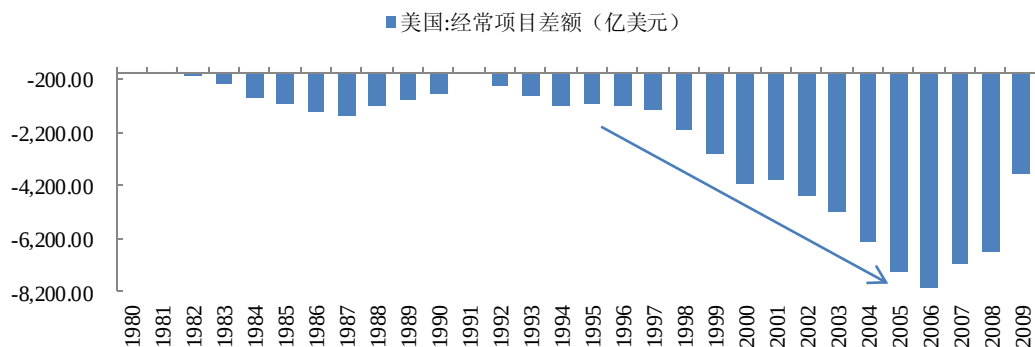
美元是国际金价的标价货币,与黄金价格呈现天然的负相关关系。上个世纪最后二十年里,在美元节节走高的制约下,黄金价维持了长年的弱势格局。从八十年代的每盎司 600 美元开始,黄金价格一路下滑,1998 年-2001 年连续四年处于 400 美元以下的区域,并在 2001 年创下 273 美元的历史低点。

(二) 美元危机与金价的第二轮暴涨

1、美元的特里芬难题难以缓解

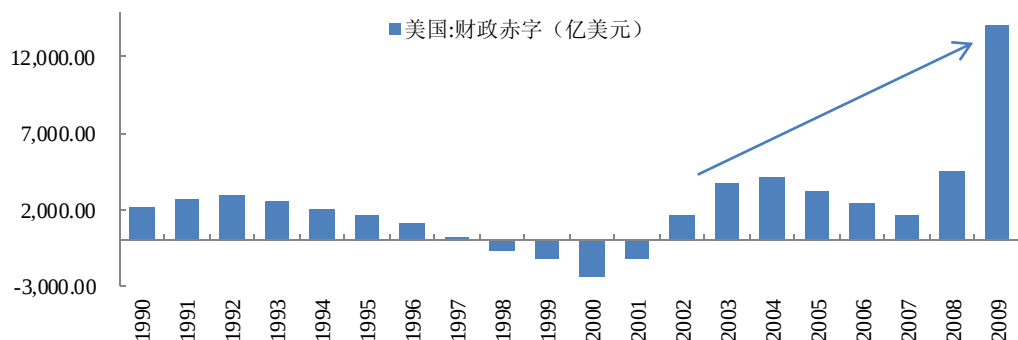
美国在过去三十年间通过经常项目赤字向全球累计输出美元近 8 万亿。尤其是 1990 年以来,美国的经常项目逆差迅速扩大,从 900 亿元一路攀升最高至 2006 年的 8000 亿元。同时,其财政赤字也开始攀升,2002 年以来累计达 3.6 万亿美元。双赤字迅速增加了美国的货币投放。从美国流出的大量美元,被全球各国的央行和金融机构所吸纳。过去十年全球各国央行新增美元外汇储备 1.9 万亿美元,目前累计已经达到 2.8 万亿美元;各国金融机构所持有的美元也大幅增加,以欧洲美元市场为代表,在 1990 年-2000 年的十年间从 3 万亿美元增加到 5 万亿美元。

图 24: 1980 年以来美国经常项目下赤字累计达 7.7 万亿美元



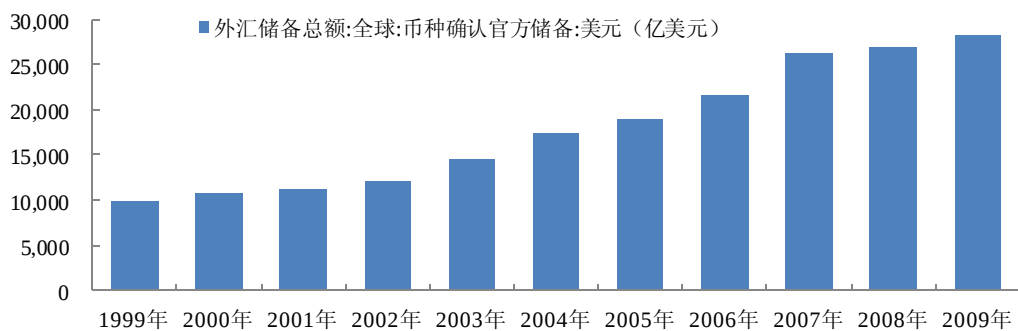
资料来源: CEIC, 民生证券研究所

图 25: 2002 年以来美国的财政赤字累计达 3.6 万亿美元



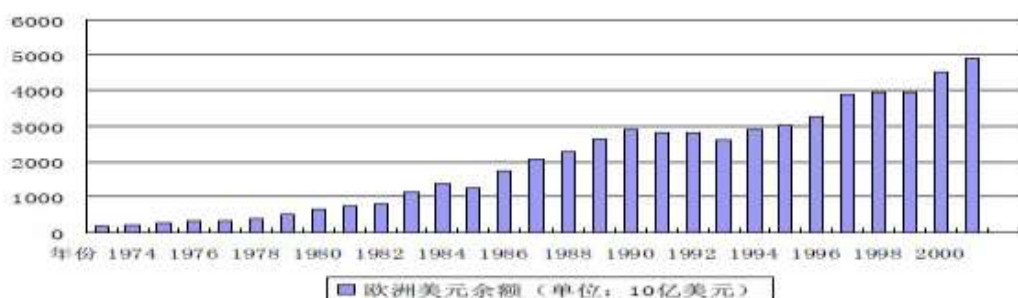
资料来源: CEIC, 民生证券研究所

图 26: 过去十年全球各国央行新增美元外汇储备 1.9 万亿美元, 累计达到 2.8 万亿美元



料来源: CEIC, 民生证券研究所

图 27: 欧洲美元市场迅速膨胀



资料来源:《The Euro Futures and Options Handbook》, 民生证券研究所

“特里芬难题”之所以存在,是因为国内货币税和国际货币税的本质区别。美国承担了全球货币创造者和国际货币税征收者的角色,却没有履行类似于国内货币税征收者所履行的公共职责——既不是一个双向流动、完整的商业循环,也不是一个双向流动、完整的财政循环,而是一半商业循环得到的资金变成另一半美国的财政循环。

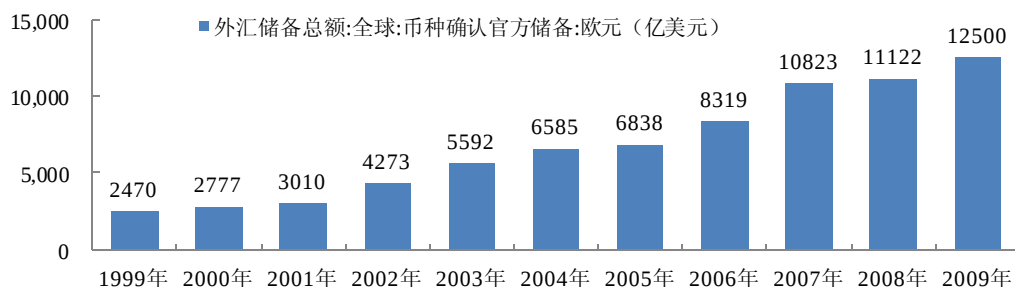
因为国际货币税征收权与收益权的不对称,没有发行发放渠道,只有商业渠道,即允许美国以本国政府发行的美元货币,白白购买其他国家的商品或服务,形成贸易顺差,这进一步造成美元贬值-----这反而进一步扩大了美国的国际货币税:在原有的因国际贸易需求发行美元的国际货币税基础上,进一步向其他国家征收美元贬值造成的通货膨胀税,使持有美元的国家财富减少,而发行美元的国家财富增加。

2、欧元崛起改变美元独大局面

欧洲一直是全球经济稳定的积极力量。欧元的崛起改变了美元独大的局面,使欧盟也具备了“开动印钞机买别国货物或资产”的资格,摆脱了单一美元储备的陷阱。

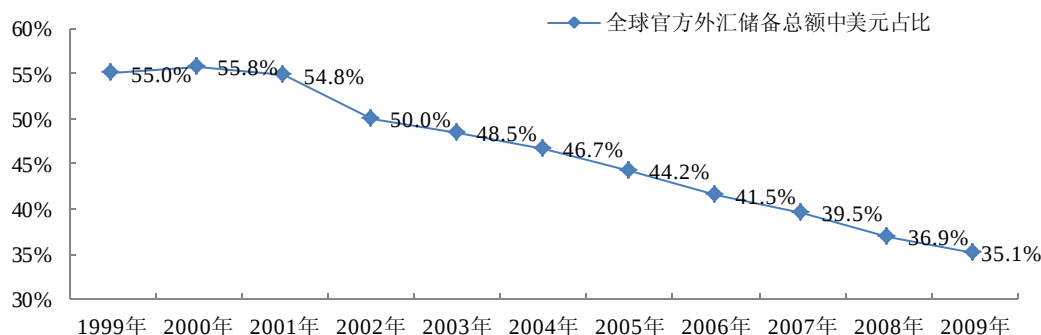
欧元已经成为全球第二大货币。从 1999 年创设以来欧元迅速发展,短短的几年之内,在全球任何一个角落的商业银行都可以兑换到欧元,结果造成欧元价格从最低时的 0.82 美元最高上升到 1.62 美元。目前全球各国央行已经兑换 1.25 万亿欧元作为其外汇储备,占比例保持在 15-20%之间。与此同时,美元占外汇储备的比例则有 55%下降至 35%,降幅达 20 个百分点。随着欧元储备在全球范围内的增加,欧元区从国际货币税的缴纳者,成为征收者。伴随欧元的出现,全球范围内各国央行加快了储备资产调整的步伐。

图 28: 全球各国央行欧元外汇储备累计 1.25 万亿美元



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

图 29: 美元占全球官方外汇储备中的比例降至 35%



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

3、美元危机带来金价第二轮暴涨

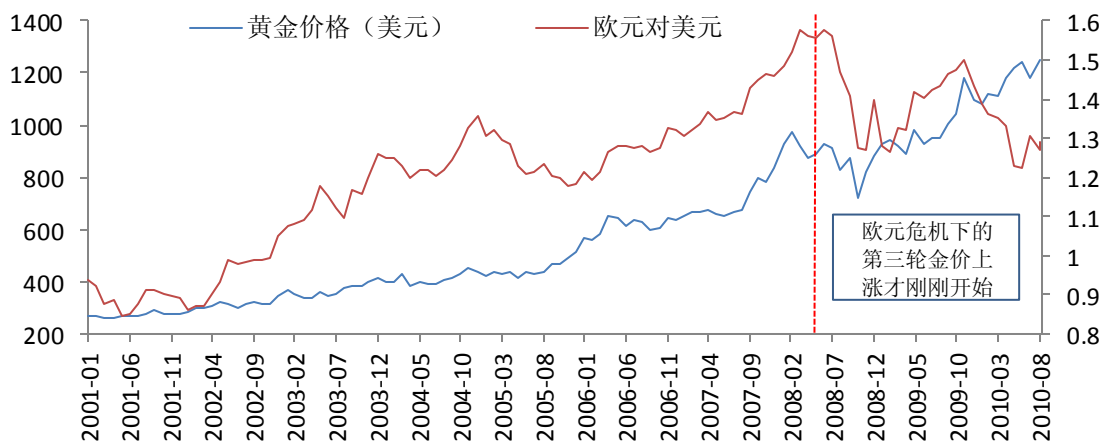
2001 年以后, 美国“双赤字”政策下大量输出货币, 特里芬难题无解, 加上欧元崛起削弱了美元的国际货币地位, 国际美元存量与美国黄金存量严重不对称, 最终诱发“黄金—美元危机”。美元指数从 120 最低下探至 71 的历史新低, 与此同时黄金价格一鼓作气从 300 美元站上 1000 美元的关口, 上涨三倍。

从中长期视角来看, 美国经济已经结束了里根时代开始的长达 25 年的经济繁荣长周期, 目前的复苏仅仅是金融恢复造成的传统经济复苏, 新的长期经济增长动力并未出现。连续十年的持续贬值已经使全球认清了美元的本质, 虽然人们依然接受美元进行国际经济结算, 但是前些年因为持有大量美元储备而遭受巨额购买力损失的国家和金融机构在储备资产配置上会越来越谨慎, 美元的弱势将继续上演。

六、欧元危机与第三轮金价暴涨的开始

欧元也同样面临着特里芬难题的两难局面, 加上欧洲债务危机彻底暴露了欧盟经济的脆弱性, 欧元将长期保持弱势。欧元危机势必会推动各国金融资产配置调整, 进而推动黄金价格持续上涨, 黄金的第三轮暴涨才刚刚开始。

图 30: 欧元危机与第三轮金价暴涨的开始



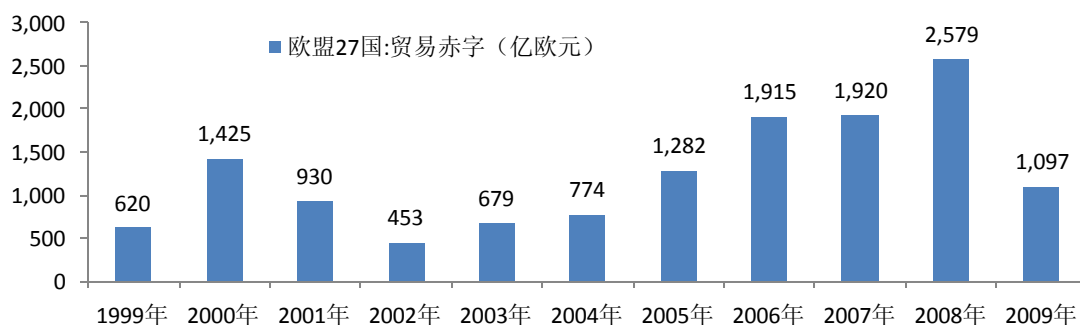
资料来源: CEIC, 民生证券研究所

（一）欧元的特里芬难题

特里芬难题，以前只是针对美元而言，在欧元诞生并逐渐成为全球主要货币后，也成为欧元面临的最大问题之一。欧元在全球扩张的早期，特里芬难题没有显现，但这不能改变国际货币征收者货币商业循环与财政循环冲突的本质。每一分欧元的海外发行，都会造成相应的贸易逆差或资本项目逆差，结果欧元也必然遭遇特里芬难题：要么欧盟扩大逆差、欧元贬值，要么把国际货币发行更多地让给美国，否则世界通货紧缩。

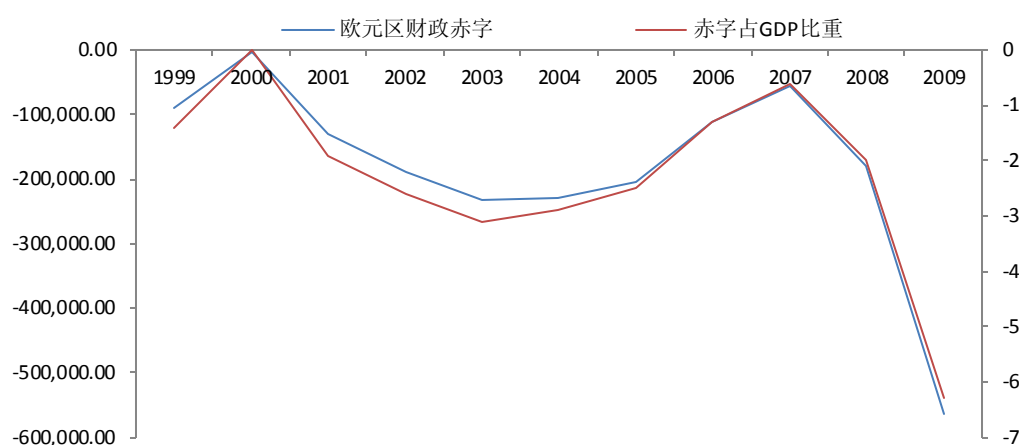
自 1999 年欧元问世后的十年间，欧盟区累计产生贸易赤字 1.4 万亿元。欧元区财政长期处于赤字状态，并不断加剧态势，2009 年欧元区赤字占 GDP 比重达 6.3%，一度超过《马约》3% 的上限要求。在货币的快速扩张下，欧元逐渐成为全球各国地位仅次于美元的战略储备资产，全球各国央行已经拥有 1.25 万亿欧元作为其外汇储备。欧元未来也将面临同美元一样的两难问题。

图 31：过去十年间欧盟区累计贸易赤字 1.4 万亿元



资料来源：CEIC，民生证券研究所

图 32：欧元区财政赤字持续扩大



资料来源：CEIC，欧洲央行，民生证券研究所

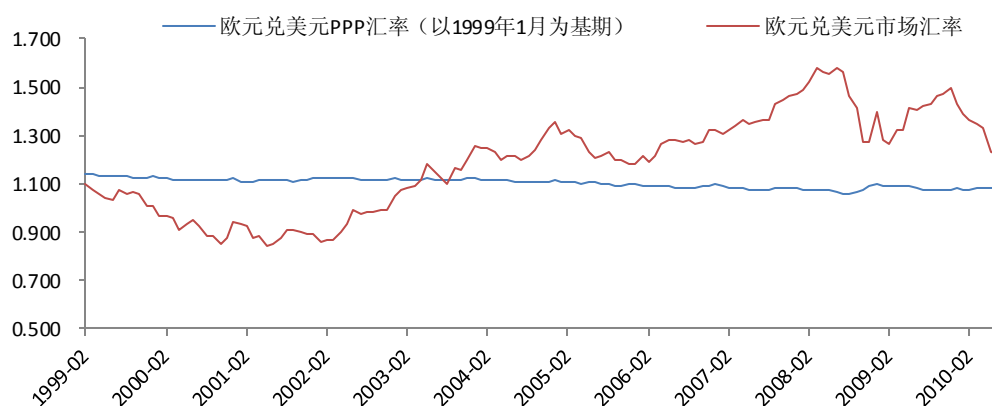
（二）欧元危机与第三轮金价上涨

1、欧元将长期保持弱势

欧元存在体制上的先天性不足。欧元区扩张速度较快，新加入的国家经济水平差异较大，请务必阅读最后一页免责声明

大,但是却要遵守相同的赤字和债务规定;各国实行的货币政策基本统一,但是财政政策又掌握在各国手中。欧盟 27 国经济差异和政策协调的难度,远远大于欧盟刚成立时的 15 国时期。欧洲未来几年只有 1%左右的经济增长率,这会弱化人们对欧元的信心。欧洲债务危机彻底暴露了欧盟经济的脆弱性,为了应对危机所采取的各国财政紧缩和欧元增发势必进一步降低欧元的购买力,再加上美国对欧元的刻意打压,未来三至五年欧元将长期低迷不振,兑美元汇率可能跌到 1: 1 的水平。

图 33: 欧美兑美元长期向 1:1 靠拢



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

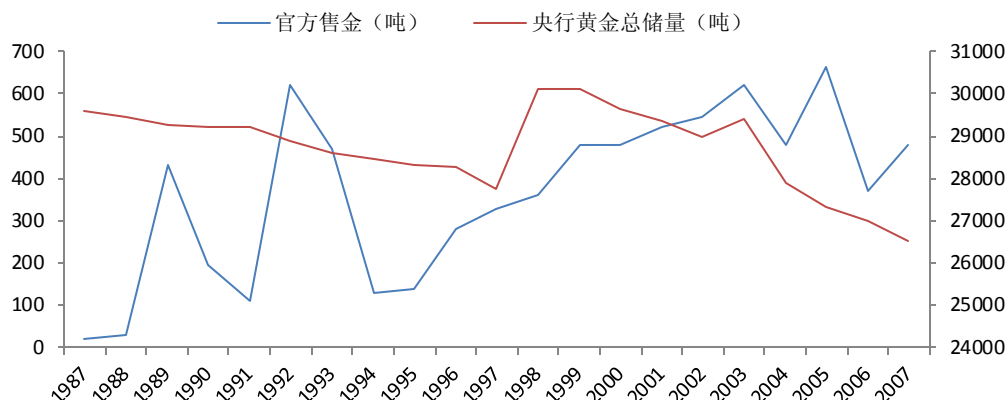
2、欧元危机导致国际储备资产调整

每一次国际货币体系的不稳定,各国央行和金融机构都会调整资产配置。通常,国际货币发行国会选择拥有黄金等战略储备资产作为货币信心的保障。其他国家央行和金融机构则在本国国债、国际货币和黄金等在战略资源之间确定资产配置。2002 年以后各国央行和金融机构都开始大量储备欧元,结果造成欧元价格从最低时的 0.82 美元最高上升到 1.62 美元。这一次欧元危机,势必引发全球央行和金融机构新一轮的资产配置调整。

3、国际储备资产调整惠及黄金

目前欧元区各国央行的黄金储备超过 10000 吨,美国长期保持 8000 吨的黄金储备。而中国和日本却仍然以货币从属国的地位持有数万亿的美元、欧元等外币储备,各自的黄金储备只有 1000 吨左右,分别占各自外汇储备的 1%左右——亚洲经济大国的这种战略储备结构不仅是本国金融体系的薄弱环节,也是亚洲乃至全球货币体系不稳定的因素。

图 34: 官方售金与央行黄金储备总量



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

布雷顿森林体系倒闭以后, 黄金价格从每盎司 35 美元迅速上涨到 850 美元; 2002 年美元贬值开始, 黄金从每盎司 300 美元上涨到 1100 美元; 而这一轮欧元危机才刚刚开始, 黄金就从每盎司 900 美元升到 1260 美元——如果欧元兑美元汇率下跌到 1: 1 的水平, 黄金价格有可能会上升到每盎司 2000 美元以上。

七、未来一年金价有望冲击 1500 美元

(一) 黄金与大宗商品的不同特性

黄金与其他大宗商品一起, 与实体经济息息相关, 都具备一定的资产储备功能, 共同受到政治因素、美元汇率因素、通货膨胀等共同因素的影响, 但是其价格运行又有自己的特性。我们以石油为例来说明黄金价格与大宗商品价格之间的联动关系。

20 世纪 70 年代以前, 黄金和美元之间采取固定兑换价, 基本稳定在 35 美元/盎司, 石油和黄金之间的比率也几乎持续不变, 基本维持在 1: 6, 相当于 5~7 美元/桶。20 世纪 70 年代以后, 黄金价格和石油价格的关系大致可以分为 3 个阶段:

第一阶段: 1972 年 - 1981 年价格上涨期。20 世纪 70 年代初期, 布雷顿森林体系崩溃, 美元出现第一次大幅贬值, 加上第一次石油危机, 石油价格与黄金价格同时出现快速上涨。

第二阶段: 1981 年 - 2001 年价格低迷期。1981 年开始黄金价格和石油价格同时出现了长达 20 年的调整期, 其中 1998 年石油价格出现了历史最低价 11.91 美元/桶, 2001 年黄金价格出现了历史最低价 272.76 美元/盎司, 均跌破了最高价的 50%。

第三阶段: 2001 年 - 2008 年价格再次上涨。2001 年起石油与黄金价格再次出现同涨局面。

不同的是, 黄金与石油的供求关系存在差异。石油不易存储, 是可消耗用品, 每天生产出来的石油被使用后也就被消耗完毕; 但是黄金具有易存储的特性, 几百年前甚至几千年前的存量黄金到现在依然存在。这也决定了黄金的价格具有一定的粘性, 其上涨不可能是一蹴而就的过程, 金价每上涨 100 美元, 就要消化 1-3 个月的时间。这也是 2002 年金

价的涨幅小于石油及其他大宗商品价格涨幅的原因。

（二）未来一年金价有望冲击 1500 美金

短期内，黄金价格要受到国际政治、经济甚至某些特殊事件的影响，但从长期来看供求因素是决定黄金价格波动的主要因素。在黄金的国际储备需求、投资需求以及工业用金需求大幅增加下，未来一年内金价有望冲击 1500 美金。

1、国际储备资产调整将大幅增加黄金需求

美元和欧元的“特里芬难题”无法解决，也是全球国际货币体系面临的难题，这种国际货币体系的困境会推动各国金融资产配置调整，集保值、避险及清算支付能力于一体的黄金必然是各国央行的重要选择。

目前欧元区各国央行的黄金储备超过 10000 吨，美国长期保持 8000 吨以上的黄金储备。而中国和日本却仍然以货币从属国的地位持有数万亿的美元、欧元等外币储备，各自的黄金储备只有 1000 吨左右，分别占各自外汇储备的 1% 左右——亚洲经济大国的这种战略储备结构不仅是本国金融体系的薄弱环节，也是亚洲乃至全球货币体系不稳定的因素，因而部分亚洲国家央行黄金储备有进一步增加的需求。

从目前的经济总量来看，我国的官方黄金储备应该达到 2500 吨到 3000 吨左右。从长期来看，如果 10 年以后人民币要成为与美元、欧元鼎立的国际货币，那么中国的黄金储备应该达到美国或欧盟的水平，即 8000 吨到 10000 吨。

2、黄金的投资需求增长迅速，亚洲黄金投资潮即将来临

传统黄金投资需求占黄金商品市场比重为 15%-20%，黄金价格的不断上涨与黄金投资需求的增长密不可分，尤其是当经济低迷、金融动荡或者预期通胀高企时，黄金的投资需求将快速增加。

由于黄金的特殊性质，来自黄金投资方面的需求难以统计，我们从投资黄金的黄金 ETFs 基金以及其他黄金衍生品持仓变化上，可以发现，2009 年前三季度全球黄金 ETFs 投资需求比 2008 年同期相比增长了 337 吨，增幅达 149%。全球最大的黄金上市交易基金 SPDR 黄金持仓量持续上升，其黄金现货持仓头寸由 2007 年不足 500 吨升至 2010 年 9 月 1320.4 吨。

亚洲黄金实物需求强劲。亚洲的珠宝需求占全球总需求的 20%。亚洲的传统节日及庆典上，黄金被广泛使用。2009 年，中国黄金市场的价值约为 140 亿美元，黄金消费量达到 462 吨，相当于全球黄金需求总量的 11%，是仅次于印度的世界第二大黄金消费市场。中国黄金珠宝人均消费量为 0.26 克，与具有类似黄金文化的国家相比，相对仍然较低。如果中国人均黄金消费水平与印度、中国香港或沙特阿拉伯持平，仅珠宝业的黄金年需求量就会增加 100 吨至 4000 吨的规模。

此外，2007 年 7 月中国人民银行公布了《黄金制品进出口管理办法（征求意见稿）》，放宽了黄金进出口限制，极大促进了我国黄金交易和消费量的上升。今年 7 月 22 日人民银行、发展改革委、工业和信息化部、财政部、税务总局和证监会联合出台的《关于促进黄金市场发展的若干意见》，明确了黄金市场未来发展的总体思路和主要任务，意在完善

黄金市场功能,将有利于促进黄金产业结构调整升级,并有利于满足居民的黄金投资需求,促进国内黄金需求的进一步上升。

3、未来一年金价有望冲击 1500 美金

布雷顿森林体系倒闭以后,黄金价格从每盎司 35 美元迅速上涨到 850 美元;2002 年美元贬值开始,黄金从每盎司 300 美元上涨到 1100 美元;而欧元危机开始之初,黄金便从每盎司 900 美元上行最高触及 1260 美元。目前官方和民间对黄金的需求已经明显上升,如果按照金价每上涨 100 美元,需要消化 1-3 个月的时间来判断,那么未来一年内黄金价格将可能会上升至每盎司 1500 美元以上。两年内,黄金价格或冲击 2000 美元/盎司的新高。

插图目录

图 1: 黄金产量未来十年将稳定在 2500 美元/吨.....	3
图 2: 世界主要黄金生产国矿产金产量 (吨)	4
图 3: 央行售金持续下降.....	4
图 4: 黄金主要消费用途分布图.....	5
图 5: 2010 年 6 月主要国家及机构持有黄金比例	6
图 6: 主要国家及地区黄金储备占各国黄金持有量的比重	6
图 7: SPDR 黄金持仓量持续上升	7
图 8: 印度黄金需求	8
图 9: 美国黄金需求	8
图 10: 中国黄金需求	8
图 11: 欧洲黄金需求	8
图 12: 1870 年后白银价格迅速下降	9
图 13: 1922-1939 年各国储备构成	10
图 14: 布雷顿森林体系下美国持有黄金数量迅速减少	11
图 15: 全球主要国家和机构黄金官方储备	12
图 16: 1929 年主要国家持有外汇币种	13
图 17: G10 外汇储备币种构成	13
图 18: 拉美国家外汇储备币种构成	14
图 19: 美元的对外输出的主要形式: 经常项目赤字	14
图 20: 美元的对外输出: 欧洲美元快速增加	15
图 21: 金本位废除后使用不可兑换货币国家的占比持续上升	15
图 22: 黄金价格与黄金产量走势凸显黄金金融属性	16
图 23: 美元危机带来金价第二轮暴涨	17
图 24: 1980 年以来美国经常项目下赤字累计达 7.7 万亿美元	19
图 25: 2002 年以来美国的财政赤字累计达 3.6 万亿美元	19
图 26: 过去十年全球各国央行新增美元外汇储备 1.9 万亿美元, 累计达到 2.8 万亿美元	19
图 27: 欧洲美元市场迅速膨胀	20
图 28: 全球各国央行欧元外汇储备累计 1.25 万亿美元	20
图 29: 美元占全球官方外汇储备中的比例降至 35%	21
图 30: 欧元危机与第三轮金价暴涨的开始	21
图 31: 过去十年间欧盟区累计贸易赤字 1.4 万亿元	22
图 32: 欧元区财政赤字持续扩大	22
图 33: 欧美兑美元长期向 1:1 靠拢	23
图 34: 官方售金与央行黄金储备总量	24

表格目录

表 1: 1850-1930 年主要国家货币用金 (吨)	10
表 2: 俄罗斯和部分中东欧国家 1991-2003 年第一季度美元化比率	18

分析师简介

滕泰，经济学博士，毕业于复旦大学，曾在美国沃顿商学院做访问学者，中国证券业协会分析师委员会副主任委员，中国人民大学、中央财经大学兼职教授。

张磊，经济学博士，金融学博士后，2010年2月加入民生证券，对宏观经济运行规律有较深入的理解和把握。

黄玉，有色行业分析师，硕士，08年加盟民生证券，从事期货及证券研究6年以上，对行业有较深入的见解和认识。

张琢，毕业于中国人民银行研究生部，经济学硕士，2010年6月加入民生证券，从事策略研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭 明	孟 辉	韦珂嘉
电 话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手 机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com