

迎接加息周期的挑战——2010 年国际市场展望

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

内容摘要：

全球经济在 2009 年已经实现触底反弹，除了经济自身的调节能力外，政府力量的介入功不可没。

美国已经率先走出衰退，预计在主要发达经济体中，美国将在复苏周期中保持领先地位。尽管全球和美国经济依然存在诸多问题，但经济复苏的势头不会结束。

得益于经济率先复苏，美联储可能在主要央行中率先加息，而美元迎来加息周期，将深刻改变全球金融市场的走向，这将为机构和个人投资者带来巨大的挑战和机遇。

在外币利率市场，美元 LIBOR 将从历史低点逐渐回升，美国国债收益率将出现上行趋势，10 年期国债收益率在 2010 年下半年可能在 4.0-4.8% 区间内交投。

在外汇市场，受到加息预期推动，预计美元将在 2010 年呈现先弱后强的走势，实质性上涨可能于 2 季度开始出现，美指有望上试 89.60 甚至 92.50。受美元走强影响，欧元等非美货币将出现回落，预计欧元有望重试 1.23 的低点，英镑可能测试 1.35-1.40，美元/日元则可能升向 100 以上。

人民币在 2010 年基本不存在大幅升值的可能性，为了保护出口和经济回升的势头，预计人民币仍将以维稳为主基调，即使有所调整，升值幅度也将控制在 1-2% 之间。

黄金价格在 2009 年下半年处于高估的形势，目前尚无法预计金价是否已经见顶，但根据历史数据检测，黄金在中长期内难以跑赢通胀和资本市场，因此目前买入黄金不宜长期持有。

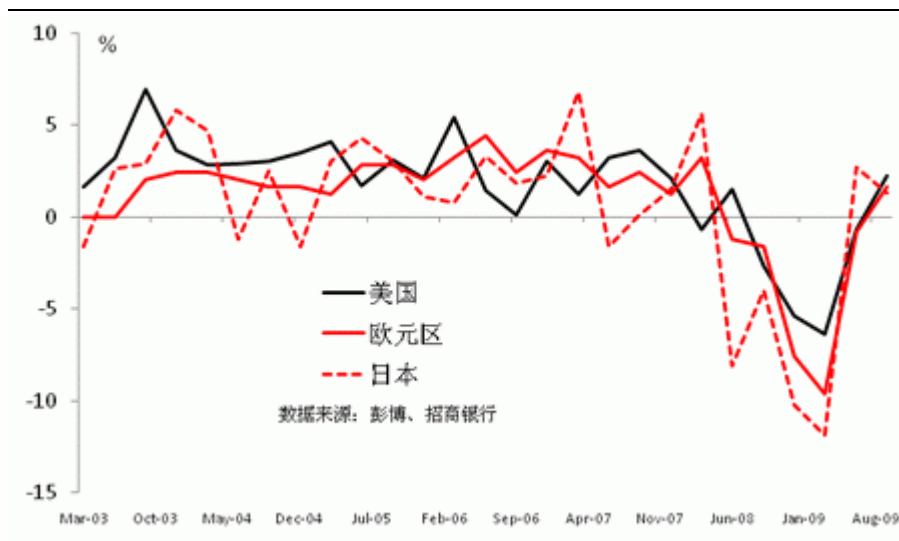
一 全球经济复苏，美国再占先机

全球经济反转，市场低估政府的力量

在 2008 年的年末，全球经济正处在风雨飘摇之中，世界末日般的悲观气氛笼罩着几乎所有经济部门和投资者，唯有从事破产清算和拍卖的人士喜笑颜开。

但大多数人都犯了一个错误，那就是低估了各国政府的作用，低估了全球经济的弹性。在各国政府的深度干预之下，世界经济并没有重演大萧条的一幕，至 2009 年 3 季度，全球多数经济体，至少从环比而言，实现了 V 型反转，美国 3 季度 GDP 修正后，依然有 2.8% 的涨幅，在主要发达经济体中，率先走出经济衰退，表现最为强劲。这也符合我们的判断，即美国在经济周期上继续领先，美国的复苏将带动全球经济复苏。

图1：三大经济体GDP环比



中国的作用亦很重要，在庞大政府刺激政策之下，中国经济经历了戏剧性的回升，并直接拉动了对全球大宗商品的需求，进而从正面影响到那些依赖出口大宗商品的资源型国家。

当然，无论是美国还是中国的政策，都备受争论，美国的做法背离了其多年来所倡导的自由市场经济，国家以前所未有的广度和深度强力介入经济活动，我们将其视为自由市场经济的一个分水岭，今后加强对金融市场的监管，尤其是对衍生市场的监管，将是大势所趋。而中国则继续依靠投资战胜了危机，结构性矛盾没有得到缓解，内需并未启动，而且留下了副产品——房地产市场似乎出

现了泡沫。

但不管怎样，现在不是去追究政策后果的时候，最关键的是，世界经济并没有崩溃，大多数人没有丢掉工作，在国家力量的干预下，全球经济再次展现出光明的前景。

美国经济复苏势头将在 2010 年得到延续

在对未来经济进行展望时，我们依然继续看重美国的作用，由于美国经济的规模是如此庞大，其消费萎缩留下的巨大缺口，无法被任何经济体的消费者填补，因此如果美国的经济前景不佳，我们相信全球经济也不会太妙。

GDP 在某种程度上只是一个数字游戏，通过不同板块的此消彼涨，官方可以拿出一份良好的成绩单，因此我们需要更多的证据来证明美国经济确实正在复苏。

下图是过去 30 年里美国企业利润的表现，可以看到，在历次衰退后的复苏初期，企业利润都经历过一段远远跑赢 GDP 的快速增长期，今年以来，美国的企业利润也在经历这样的“奔跑”。这可能是诸多原因造成的，比如企业在危机期间削减员工、库存、各项开支，而在复苏初期，上述被削减的要素尚未来得及重新扩张。有意思的是，在衰退即将来临前的一段时期，企业利润的增速开始落后于 GDP 的增速，这可能是企业过度扩张造成的。

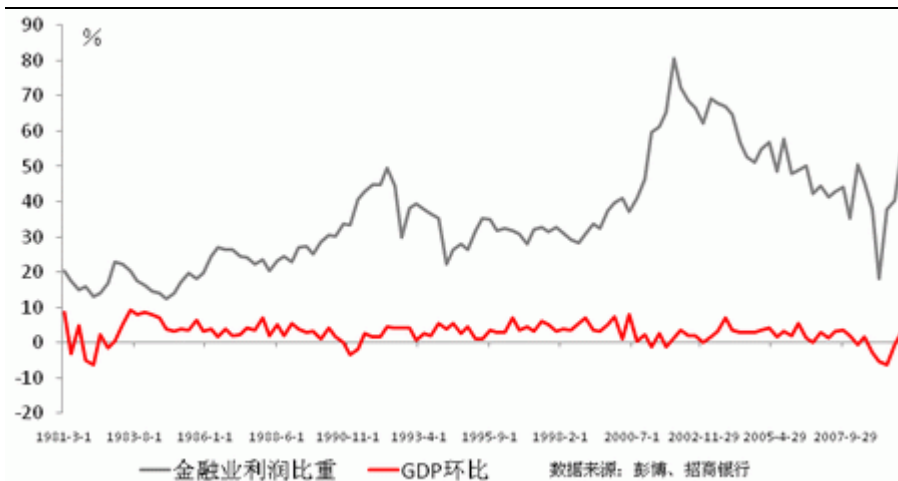
图2：美国企业利润的变化周期



而金融业利润占总利润的比重，在过去历次复苏初期，都会大幅上升，这可能是金融业复苏更快（比如证券市场）造成的，之后随着实体经济的复苏，金融业利润的比重开始逐步回落。目前的模

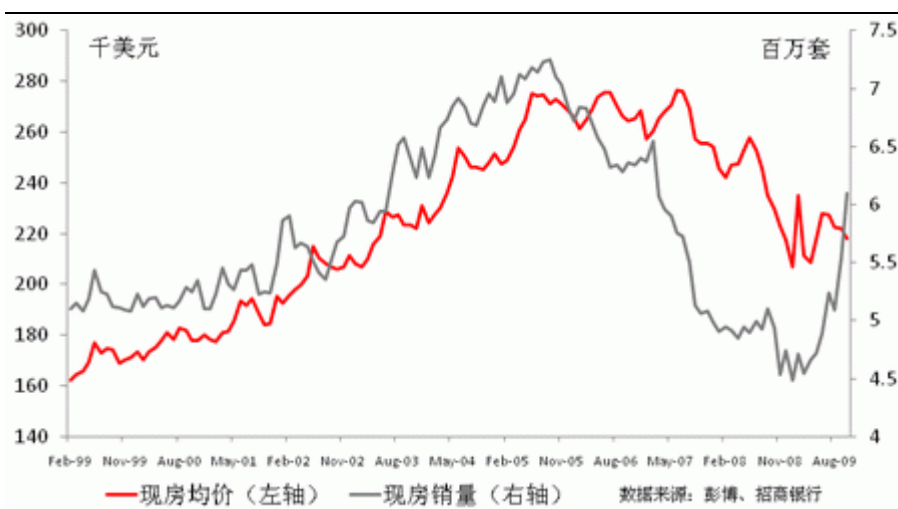
式与历史表现相吻合，唯一的区别是，在这次经济危机期间，金融业利润的比重一度大幅下滑，毕竟我们经历了二战后最严重的金融危机，诸如雷曼这种百年老店已经不复存在。

图3：美国金融业利润占企业总体利润的比重



而房地产方面的数据更令人鼓舞，美国现房销售量在 4 季度出现井喷，已经回升至 2006 年末的水平，价格也出现企稳，新房销量表现的相对温和，但也在缓慢回升，已经创下 1 年来的新高。如果从待定住宅的数据来看，我们有理由预期，美国楼市回暖的态势将在 2010 年初得到继续，销量可能会再创新高，并且可能很快会向新屋开工领域传导。

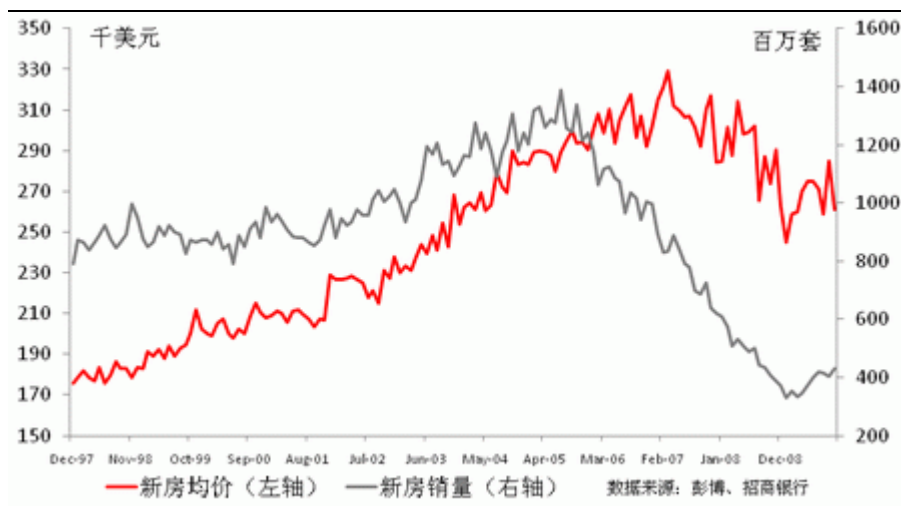
图4：美国现房销量和价格



尽管购房优惠政策刺激了购房人的积极性，但即使剔除掉财政因素，我们依然认为美国楼市已经实现反转，这对美国经济具有重

要意义，因楼市回暖不仅可以带动诸多上下游产业的复苏，亦可以平衡美国居民的资产负债表，减少止赎率（自2009年7月份以来美国的止赎率已经下降了15%），其所带来的财富效应，亦会推动居民敢于更加大胆的进行消费。

图5：美国新房销量和价格



美国就业市场的改善亦出乎市场预期，此前，我们曾根据3季度美国非农生产力大幅飙升判断，就业市场的萎缩接近尾声，明年上半年即将见顶，但美国11月非农就业仅减少1.1万人，失业率亦自10.2%降至10%。

我们现在还无法根据11月的数据就下结论认为美国就业市场已开始扩张，但投资者应密切关注接下来两三个月的就业数据，若改善的势头能够持续，比如非农就业恢复正增长，或失业率跌落至10%以下，将极大激发市场关于美联储提前加息的预期，美国国债收益率可能也会出现明显上扬。

而从每周公布的初次申请失业数据来看，这一可能性很大，每周第一次申请救济金的人数，已从最高峰值的接近70万人，回落至40-50万人之间，而且还在保持下行趋势。通常而言，每周失业人数若降至40万以下，可以视为就业市场正常化，降至30万人以下，则就业市场相当强劲。

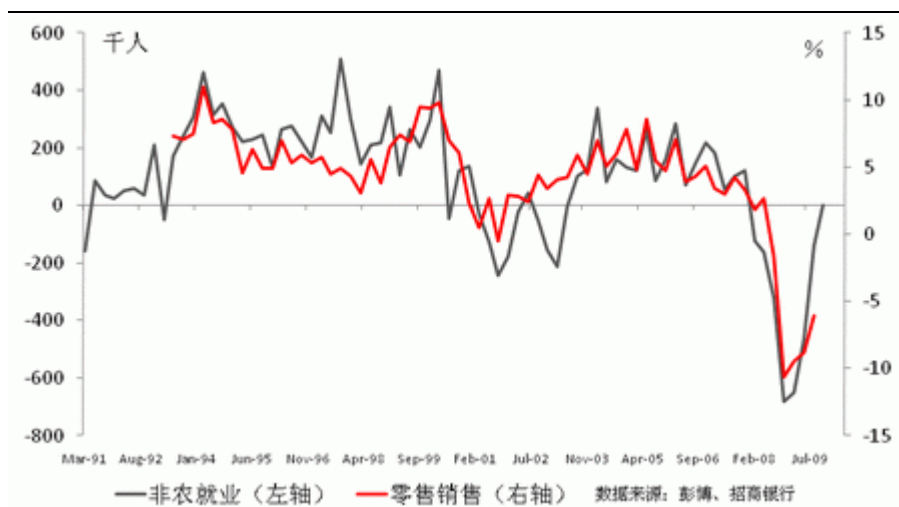
就业与消费的关系不言而喻，正如图表所显示的，就业市场正在大幅回升，而消费领域可能正准备奋起直追，最新的11月零售数据意外大好，可能就是一个例子。不过，消费是否能一直追随就业改善的趋势，仍不得而知，因目前的失业率依然处在20多年来

的高点，同时，投资者似乎更乐于偿还旧帐，而不是借入新账。

图6：美国每周失业人数



图7：美国非农就业与零售销售



二 2010 年经济所面临的挑战

在 2009 年年末，迪拜和希腊的主权债务危机给我们敲响了警钟，虽然全球经济已经有了明显起色，但还远没有到开香槟庆祝的时候，前路依然充满了风险。

不过，我们对于上述主权债务危机倒是相对乐观，首先是他们严重恶化的可能性不大，其次是即使爆发危机，影响可能只是地区性的，不会是系统性的。

主权 CDS 是一个很好的反馈风险的指标，从 1 年期 CDS 看，希腊、迪拜的风险水平仍在可控范围内，低于 2009 年年初，而且在

阿布扎比向迪拜注资后，迪拜的 CDS 已经有了显著的回落。而欧洲爱尔兰、葡萄牙等国的 CDS 表现亦较为温和，倒是东欧的乌克兰应引起投资人的注意，其 CDS 至今仍接近 2000。

图8：希腊（橙）、爱尔兰（蓝）1年期主权CDS 来源：彭博



图9：迪拜1年期主权CDS 来源：彭博



图10：乌克兰1年期主权CDS 来源：彭博



抛开主权债务问题，2010年我们面临的重大问题，也是最大的不确定因素是，美国的消费者是否会像过去一样继续举债度日？

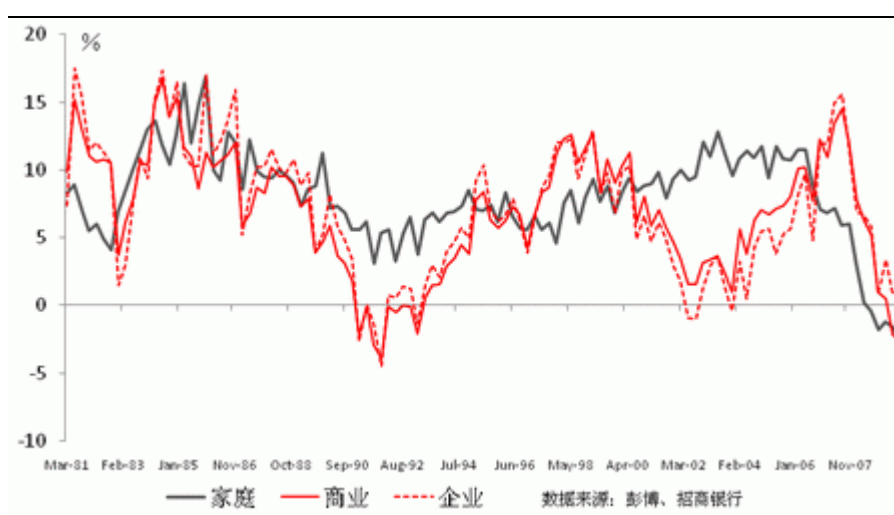
自金融危机爆发以来，美国居民的储蓄率有了显著提升，消费者信贷出现了长达近1年的负增长，这给刚刚改善的消费前景投下

了阴影，如果美国居民不能恢复到过去的消费水平，那么对于全球经济复苏都是一个坏消息，在此前数年繁荣期及经济危机期间形成的过剩产能就无法得到消化。

图11：美国消费者信贷



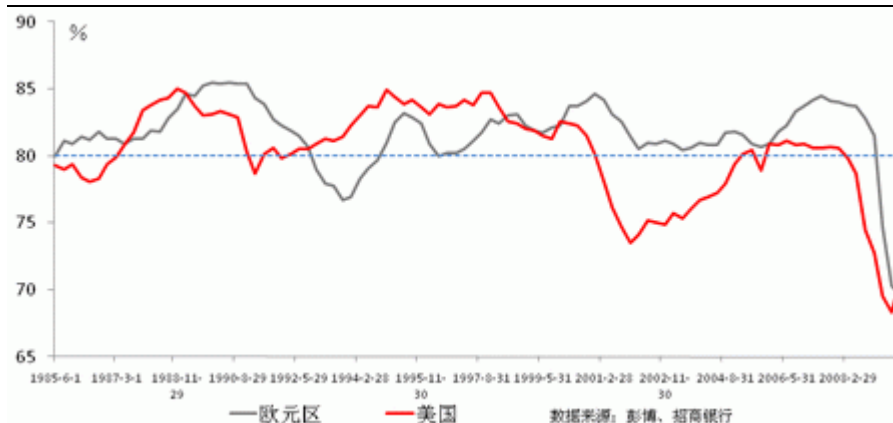
图12：美国各经济部门的债务增长率



从上图可以看到，目前美国不论是家庭部门还是企业部门，都在大力削减负债，值得注意的是，在历次衰退中，商业和企业部门会努力偿还债务，家庭部门的债务仍会保持增长，但此次家庭部门的债务亦大幅下滑。

如果这一趋势不能得到扭转，意味着未来即使就业市场恢复正常，美国居民的边际消费倾向也会出现下降，对于深陷产能过剩的世界各国，尤其是过于依赖出口的新兴市场，将会构成严峻挑战，毕竟启动内需不是一朝一夕就可以完成的。

图13：欧美产能利用率



三 美联储将启动加息周期，外币利率市场迎来重大变化

美国可能在发达经济体中率先加息

随着澳大利亚、挪威、以色列等发达经济体相继上调利率，投资者开始关注大型经济体的货币政策动向，特别是美欧日三大经济体的动向，中国的货币政策当然也很重要，但由于中国金融市场开放度不高，中国基准利率变化对于国际金融市场的影其实是有限的。

图14：主要经济体的实际利率



根据最新的数据，在主要经济体中，美国已经率先进入负利率，其11月CPI同比涨幅高达1.8%，PPI涨幅高达2.4%，美国的实际利率仅有-1.55%，而欧元区、日本和中国的实际利率均为正。虽然随着各国逐渐走出通缩，负利率的局面会越来越广泛，但负利

率程度最深的仍是美国，因此美国在未来加息的压力也会最大。

如果美国能够如我们预期的继续在复苏周期中领先，那么不断改善的宏观经济形势也会为加息创造条件。

欧洲经济也在复苏，但力度较美国疲弱，希腊等国的主权评级阴影亦挥之不去；日本经济也在复苏，但多年来的通缩局面未见改观，日本央行已经明确表态，会维持零利率来应对通缩局面；中国经济增长强劲，信贷和资本市场有过热嫌疑，但如果过早加息，可能会抑制经济回升的态势，亦会加大热钱对人民币的升值压力。

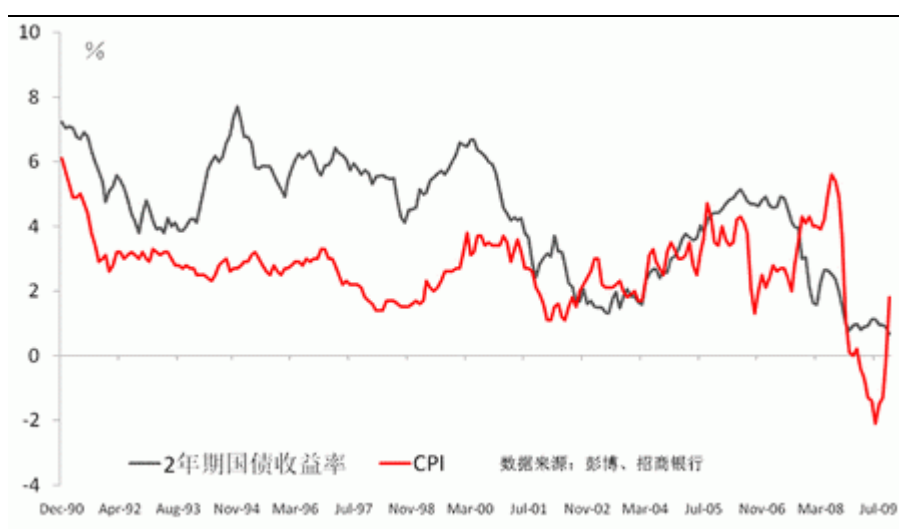
2010 年不会出现恶性通胀

很多投资者担心未来全球会出现恶性通胀，理由是在这轮危机中，主要央行向金融市场注入了巨额流动性，起初我们也有这样的担心，但目前来看，我们认为至少未来 1 年更有可能出现温和通胀，恶性通胀属于小概率事件。

除了前面提到的产能过剩，会对物价上行构成限制以外，金融市场的表现也增强了我们的这一判断。

下图是美国 2 年期国债收益率与 CPI 的关系，可以看到，两者具有较强的正相关性。由于国债定价的一个重要因素即是通胀预期，而 2 年期国债又能较为灵敏的体现这一预期，因此 2 年期国债收益率是一个很好的预测未来通胀水准的指标。

图15：美国2年期国债收益率与CPI



尽管美国 11 月 CPI 大涨 1.8% ,但 2 年期国债收益率的表现相

当温和，虽然自低点有所回升，但截至圣诞节前，该收益率仅有不到 1%，依然处在历史最低水准附近，这表明通胀压力尚不足为惧。实际上，美国债市整体上保持相当强劲的走势，即使在避险情绪已经大为缓解的 2009 年 3、4 季度，国债的买盘仍相当踊跃。而且不仅美国债市偏强，欧元区等其他经济体的债市亦相当强劲。有人将之解释为国债市场存在泡沫，但我们认为这恰好体现了在可预见的阶段内不会出现严重通胀，而债券市场对此进行了“定价”。

图16：美国与欧元区10年期国债收益率近期走势



如果说国债收益率的表现是市场人士定价的话，那么普通消费者的预期——美国民间通胀预期，亦不支持会出现严重通胀。目前 1 年期通胀预期仅为 2%左右，而且自 2 季度以来还出现了下行势头。

图17：通胀预期与实际通胀



因此，我们对未来全球特别是美国通胀的判断是，通胀压力已经抬头，但在 2010 年只会出现温和通胀。

这样的话，2009 年年末市场产生的针对美元的加息预期，可能仍有些超前，为巩固美国经济复苏的基础，美联储对通胀水平的敏感度会低于多数人的预期，面对温和通胀，美联储可能不会过早调整基准利率，而可能更倾向于动用其他的货币政策工具，这可能会导致市场在 2010 年年初不断重复——预期高涨——预期回落——这样的循环。

美国国债 10 年减 2 年的利差也支持我们的看法，该利差在历次降息周期间不断走阔，但在加息周期前，会提前 2-4 个季度开始收窄，目前看，该利差仍在走阔的趋势中，虽然已达历史新高，但尚未出现反转。建议投资者可更多关注此类指标，以期提前对货币政策的改变做出判断。

图18：美债10年减2年利差与联邦基金利率



所以，美国 2009 年 4 季度末和 2010 年 1 季度初的数据，将是非常关键的，如果这些数据出现摇摆反复，那么将会坚定美联储不急于升息的态度，而如果这些数据普遍好于市场的预期，那可能会迫使美联储开始重新考虑调整货币政策的时间点，加息时间或许会提前到 2010 年夏季。

LIBOR 与美国国债市场展望

对于中国投资者接触最多的利率标的——美元 LIBOR 而言，目前已处于历史低位，而且还有逐步走低的迹象，我们预计 LIBOR 将

会继续在低位徘徊一段时间，甚至还有再创新低的机会，但下行的空间已经相当有限，进入 2010 年 2 季度后，随着联储未来加息前景的逐渐明朗，预计 LIBOR 将会提前有所反应，利率将会有逐步抬升的趋势。LIBOR 趋势性的改变，将会对各类金融衍生产品，包括国内银行的结构性理财产品带来巨大的机遇和挑战。

图19：3个月美元LIBOR与美国联邦基金利率



图20：美国10年期国债收益率 来源：路透



而对美债而言，短期可能仍会维持振荡走势，尚无法看到清晰的趋势性变化，进入 2010 年后，随着加息周期的临近和温和通胀的持续，预计资金将逐渐撤离债市，美债收益率上行压力将占据上风，中端收益率上行速度可能更快，短端速度可能略慢，这种差异

将提供操作机会，同时长端与短端的利差亦将出现收窄。

在具体走势方面，以 10 年期指标收益率为例，预计在 2009 年 4 季度创下的低点 3.2% 将很难在 2010 年重现，未来该收益率将是振荡攀升的趋势，其间随加息预期的反复，将伴有阶段性回落，至 2010 年下半年，该收益率最有可能在 4.0-4.8% 区间内交投，并逐步偏向区间上部。

四 外汇市场

美元将在 2010 年大幅走强

如果我们前面的判断都是正确的，即美国经济复苏居于领先地位，美联储在主要央行中将率先加息的话，那么美元很有可能在 2010 年出现一轮波澜壮阔的上扬走势。

2009 年底美指大幅上扬，我们认为这只是对来年行情的一次预演，由于加息预期的反复摇摆，在 2010 年年初，美指很可能会再度回落，并开始构筑底部，随着利率前景逐渐明朗，美指真正的涨势可能出现在 2010 年 2 季度。当然，如果美国经济表现超出预期，那么筑底的时间可能会比预期的要短，涨势也会出现的更早。

图21：美元指数走势（2005年至今） 来源：路透



对于明年美元上涨的幅度和持续的时间，目前较难估计，建议投资者以主要央行的加息周期为指标，若美元的利差劣势不断收窄并重新占有利差优势，则美元上扬就可能持续下去，有可能重演 2005 年的涨势。

考虑到 2010 年美国的财政赤字规模将会小于 2009 年，贸易赤字处于数年来的低点且维持收窄势头，美元似乎正处在一种利空出尽的局面，预计随着美元的不断走强，2009 年借入美元的利差交易将会大规模平仓，为美元带来类似于 2008 年日元利差交易平仓后暴涨的推动力。

若欧元区的主权债务问题久拖不决，则美元的涨幅可能会相当惊人。

具体到美元指数，预计美指的涨幅有较大可能超过 2008 年，高点亦可能超过 2009 年初的高点 89.60，并有机会上试 92.50 的前期强阻力，一旦突破，美元将从技术上扭转 2002 年以来的大熊市。当然，目前臆测美指扭转熊市有些武断，但这种可能性亦无法排除，毕竟欧元诞生后曾跌至 0.90 下方。

主要非美货币面临下行风险

若美元能如上述预期走强，则非美货币将相应展开大幅回落。

图22：欧元走势（1992年至今） 来源：路透



欧元区的劣势在这次经济危机中体现的淋漓尽致，诸如地区经济发展的不平衡，缺乏统一的财政政策，部分国家主权债务危机带来的区域风险等等，这将导致未来欧元区经济复苏疲弱，并拖累欧元走势。我们倾向于认为欧元在 2010 年整体将处于弱势，且自 2008 年开始的调整，是对 2000 年以来欧元大牛市的一次大级别调整，而 2010 年欧元走弱，将是此轮大级别调整的一部分。因此，欧元

在 2010 年可能会被压制在 1.30 一线，期间甚至不排除跌破 2008 年低点 1.23 的可能。

图23：英镑走势（1986年至今） 来源：路透



英镑在这次危机中深幅下跌，按一般规律，深幅下跌后会有强劲反弹，但英国经济同样受到政府债务飙升的困扰，甚至有评级被下调的风险，虽然美国也有这种风险，但由于美国享有美元的发行权，实际上美国的国家信用等同于最高信用，如果美国的“AAA”评级被下调，那么其他国家的“AAA”也将失去实际意义，但英国却不享有这种优势，因此未来英镑走势将会更多的受到财政问题的困扰，2010年有重试1.35-1.40区间的风险。

图24：美元/日元走势（1992年至今） 来源：路透



虽然日元在本轮危机中大放异彩，但我们并不看好日元未来的走势。日本经济仍然深陷通缩之中，日本央行已经明确了用零利率来应对通缩局势，预计日元将是主要货币中最后一个升息的，2010年甚至不会有升息的机会。因此，一旦主要央行启动加息进程，日元的零利率处境，将会再次使其沦为利差交易的融资货币，届时可能会重演2005-2007年间的跌势。当然，在日元跌势展开前，还不能排除美元/日元下探新低的风险，但倾向于认为美元/日元当前汇率已经接近中长期低点所在，2010年有升向100以上水位的可能。

人民币仍以维稳为主，升值极限在2%

市场关于人民币将在2010年重启大幅升值的预期十分高涨，这在NDF市场得到充分体现，但我们认为目前下结论还为时过早。

人民币兑美元汇率保持稳定的最大目的，显然是针对出口。截至2009年11月，中国出口仍然维持负增长，但跌幅已经显著收窄，恢复正增长指日可待，但是不是出口恢复正增长，就表示人民币升值的条件已经成熟了呢？我们的答案是否定的。

从月度出口数据看，截至2009年11月，中国月均出口为974亿美元，不仅远远低于2008年的月均1191亿美元，也低于经济危机爆发前2007年的月均1015亿美元。2009年11月的出口为1136亿美元，不仅低于2008年同期的1150亿美元（此时受金融危机影响，出口已经陷入负增长），也低于2007年同期的1176亿美元。可见，即使中国出口在2010年恢复正增长，但月度出口规模是否能很快恢复到趋势水平，仍是一个未知数。

如前文所述，由于此次危机对杠杆化消费的打击非常严重（如美国消费者一直在进行去负债化），美国居民的储蓄率有了大幅提高，因此2010年外需复苏的力度仍然存疑，不排除中国出口只出现温和增长，对GDP的拉动作用将不会太大，这样，中国2010年的经济增长，仍将过于依赖投资。这样的增长模式，显然不是决策层希望看到的，因此，对于出口，仍将是保护和鼓励为主，此时如果人民币贸然升值，不言而喻对出口会构成打击。

虽然世界经济需要再平衡，中国的过剩产能需要自我消化，但目前的失衡不是一朝一夕间形成的，也不可能短期内得到化解，如果冀希望于通过人民币大幅升值的办法来实现快速再平衡，实际上等同于“休克疗法”，其引发的问题将远大于成果。

我们认为，基于保护出口及保证经济回升基础的目的，人民币兑美元在 2010 年上半年将会继续维持稳定，进入 2010 年下半年，除非出口有爆发式的增长，否则人民币保持稳定仍将是主要趋势。即使下半年人民币汇率政策有所调整，我们倾向于认为也是微调，比如放宽日内波幅或加大中间价的波动性，从而带来微幅升值，大幅升值的可能性基本不存在。

同时，如果我们前面对美元在 2010 年走强的判断成立，那么将会进一步削弱人民币升值的可能性。

预计到 2010 年 4 季度 美元/人民币汇率升值幅度可能会在 1% 之内，即交投区间在 6.75-6.80 之间，如果出口有爆发式增长，人民币升值幅度可能有所加大，但极限亦不会超过 2%，即 6.70，且我们倾向于这是小概率事件。

在 NDF 市场，人民币的升值预期将会持续发酵，并追随即期汇率的微小变化出现阶段性波动，这将继续为 NDF 套利提供良好的操作空间。

附专题：

黄金只可短炒，不宜长持

——金价已经高估，长期持有面临套牢风险

（本部分原文经删节后已发表在《中国证券报》2009 年 12 月 10 日 C05 版）

在华尔街，有一个著名的“鞋童定律”，即当路边的鞋童都在大谈股票时，你要做的事就是立即返回办公室抛掉所有股票。这个定律人尽皆知，但当市场陷入疯狂时，几乎所有的投资者都将此抛诸脑后。在当前，出于各种各样的理由，很多个人投资者，甚至包括机构投资者，正在大举投资于黄金市场，无论是各种黄金期货、

实物黄金、ETF、纸黄金乃至不受监管的地下黄金保证金交易，都大获青睐。

但我们认为，黄金价格目前已经被严重高估，投机活动已经取代投资主导了金市，投资者的非理性行为正将金价急速推向泡沫，黄金将重复所有泡沫市场的结局——价格崩溃、财富湮灭。

当前市场推高金价最主要的理由是黄金可以令财富保值增值，对抗通胀及资本市场泡沫，但事实果真如此吗？由于国际金价以美元标价，为剔除汇率变化影响且保证数据的连续性，我们选择将金价与美国的通胀率做比较。假定投资者分别在 1975、1980、1985、1990 四个时间点买入黄金并持有到现在，可以发现，无论何时买入黄金，在大部分期间内，投资者均跑输给 CPI，即长期来看，金价的上涨幅度不及通胀水平。实际上，如果不是近两年金价飙升，投资者无一例外都是亏损的，而且 1980 年买入黄金的投资者，在金价飙升的今天依然会跑输通胀 36 个百分点。

如果投资者采取周期投资的策略，从 1975 年开始每年都买入黄金，买入后分别持有 1 年、3 年、5 年、10 年的话，与同期 CPI 涨幅比较，则其盈亏周期分布为：

表 黄金投资不同持有期与 CPI 对比的盈利机会 1975-2009 资料来源：招商银行

持有周期	1 年	3 年	5 年	10 年
跑赢 CPI 期数	18	15	13	9
跑输 CPI 期数	16	17	17	16
盈利机会	52.9%	46.8%	43.3%	36%

除了 1 年期投资胜率略大外，其他周期均输多盈少，且随着周期的延长，盈利机会愈加降低，10 年期投资的胜率仅为 36%。如果不是近两年金价大涨，各期的盈利机会甚至会更低。由于通胀周期通常都大于 1 年，甚至有几年的持续期，因此可见，金价并不能起到规避通胀的作用，持有黄金的时间越长，潜在损失风险越大。

有机构投资者提出，金价反映的是资本市场的通胀，但经过数据对比，实际情况也并非如此。仍假定投资者在 1975、1980、1985、1990 买入黄金，与同期道琼斯指数相比，买入黄金者在约三分之二的时间内跑输股市，即使经历了大幅调整后，道琼斯指数的长期收益率依然高出经历暴涨后的黄金大约 50%，而在最悬殊的本世纪初，道琼斯指数的收益是黄金的 6 倍之高。而且从 80 年代初开始，

道琼斯指数经历了一轮持续 20 年的大牛市，但同期的金价则是一轮大熊市，两者反向的关系表明金价也无法反映资本市场的膨胀。实际上，如果与美国 30 多年来的新房均价相比，黄金在大多数时间内亦跑输楼市。

因此从中长期来看，黄金即不能规避实体经济通胀的风险，也不能跑赢资本市场，而目前炒作黄金的“通胀预期”理由，我们认为也是站不住脚的。

在经历了 2008 年的金融危机后，全球都面临着严重的产能过剩，美国产能利用率跌至历史最低水平，在需求不足的压力下，全球出现严重通胀的可能性不大，更有可能出现温和的低通胀率。同时，从国债市场来看，也不支持未来会出现严重通胀。

国债市场重要的定价因素就是通胀预期，从历史数据来看，以美国 10 年期国债为例，其收益率水平的变动与通胀水平的变动高度一致，几乎完美体现了对通胀的判断。而目前美国 CPI 处于 30 年来的最低水平，10 年期国债收益率也处在次低点，且近几个月来，该收益率呈现振荡走低的趋势，显示市场认为至少在可预见的阶段内，美国不会发生明显通胀。不止美国国债，欧元区等其他经济体的国债，亦呈现相应的走势。我们有理由认为，国债收益率比较准确的反映了通胀预期，而金价则严重背离这一预期，未来金价出现大幅修正风险的几率相当大。

在投资人情绪上，黄金市场亦陷入了“疯狂状态”，人们不顾一切的冲进金市，妄图大赚一笔。而支持人们这么做的各种理由，除了前面提到的规避通胀，其他还包括美元贬值、中印等新兴市场对黄金的需求、以及世界范围内黄金生产成本的提高、老金矿临近淘汰、新金矿开发周期过长等等。

是不是很熟悉？没错，在石油投机最疯狂的阶段，人们也是以这些理由买进石油的，当前做多黄金的理由几乎就是做多石油的翻版。当时人们谈论的是油价会不会上 200 美元，没有人认为油价会下跌，这与目前人们谈论黄金会不会上 2000 美元甚至更高是何其相似，最终结局是，油价从最高的 147 美元暴跌至 32 美元，尽管金融危机加剧了原油的跌势，但投机推动油价暴涨已经被市场所认可。当市场出现一边倒的狂热气氛时，就应当引起我们的高度警惕，远至荷兰郁金香狂潮，近至上证指数 6000 点见顶，金融市场很多

意想不到的反转走势，都是在这样的狂热气氛下出现的。

近期迪拜债务危机曝光后，金价短期内大幅下跌，表明黄金不仅不能避险，在危机中反而成了被抛售的对象，黄金的避险能力正在明显弱化，投机资金才是主导金价波动的主因。我们认为目前金价的形势与上个世纪 80 年代初类似，金价已处于相对历史高位，泡沫破裂风险随时会出现，此时买入黄金，只宜短炒，不宜长持，一旦黄金市场泡沫破裂，投资者将面临长期套牢风险。

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他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应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行 2009 版权所有。保留一切权利。