

分析师:

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

2012年二季度国际经济及市场展望

内容摘要:

- 在过去几年间，避险直接塑造了主要金融市场的波动，但在今年1季度，以美国国债和日元的大幅下跌为标志，避险情绪出现了全面的实质性的消退，由于市场总是先于基本面见底或见顶，这似乎昭示着后危机时代已经隐隐在望。
- 美国经济的超预期表现，希腊违约后欧洲债务风险告一段落，都是支持风险偏好抬头的重要动因，但是欧债危机仍然扑朔迷离，新兴市场经济也在持续放缓中，应该说，目前的时机对寻求全球配置的资金而言，相对过去几年是比较理想的，但就此开香槟庆祝，却也可能为时尚早。
- 如果考虑到欧美经济前景的差异，一旦市场从危机模式转变为正常模式，焦点从避险与风险偏好的交替，转变到对经济增长和利率前景上来，那么美元无疑将获得巨大优势。
- 我们猜测，由于中间价波动特征突然出现变化，此举很可能是央行有意为之，即以中间价波幅的扩大来代替日间波动区间的扩大，从而起到增加人民币汇率弹性的作用。
- 目前一方面是人民币已逐渐接近均衡点，继续升值的空间不大，另一方面是国际市场环境有利于强势美元的出现，而欧债危机等尚未结束，可能引发国际金融市场阶段性的剧烈振荡，在此环境下，预计人民币双向波动将日益明显，即结束单边市，转入阶段性贬值与阶段性升值相交替的振荡市，迎来真正的涨跌互现时代。
- 今年中国的资本流入将较去年出现趋势性减少，伴随着外汇占款及资本流入的减少，货币政策放松的步伐不一定会像市场预期的那么悲观，一旦通胀下行趋势进一步确立，我们预期货币当局将有更多宽松举措推出。
- 通过对黄金投资回报与保值增值功能的探讨，我们认为黄金是一个好的投机品，但却是一个坏的投资品，长期持有将面临亏损境地，短期炒作却可获利颇丰

一、后危机时代隐现曙光，市场焦点开始转移

从2008年开始，随着贝尔斯登倒闭、美国救助两房，特别是雷曼的轰然倒塌，全球金融市场进入了大危机模式。时至今日，危机已进入第四个年头，成为二战后持续时间最长、强度最大的全球性危机。

然而，就在北半球依然春寒料峭的时刻，这场危机似乎正在悄悄的出现某种变化，在过去几年中支配金融市场的避险情绪出现了大幅消退，虽然在此轮危机的各个间隙，避险也出现过消退，但具有指针性质的两大避险资产——美国国债和日元，都没有出现下跌，但这次有所不同，美债和日元都出现了大幅下跌。这代表了金融市场在暗示我们后危机时代即将来临吗？

1、过去几年避险是如何塑造金融市场的

衡量避险情绪最直观的指标是 VIX 恐慌指数，在过去几年间，VIX 指数与风险资产呈现高度的负相关关系，而与避险资产呈现高度的正相关关系，避险情绪的起落，几乎直接塑造了所有主要金融市场的波动。

观察与 VIX 的关系，我们初步得出以下结论，风险资产包括股市、非美货币、大宗商品，避险资产包括美国国债、美元、日元和瑞士法郎，黄金则为另类资产。

图1: VIX指数(蓝)与美国道琼斯指数(红) 来源: 路透



图2: VIX指数 (蓝) 与CRB指数 (红) 来源: 路透

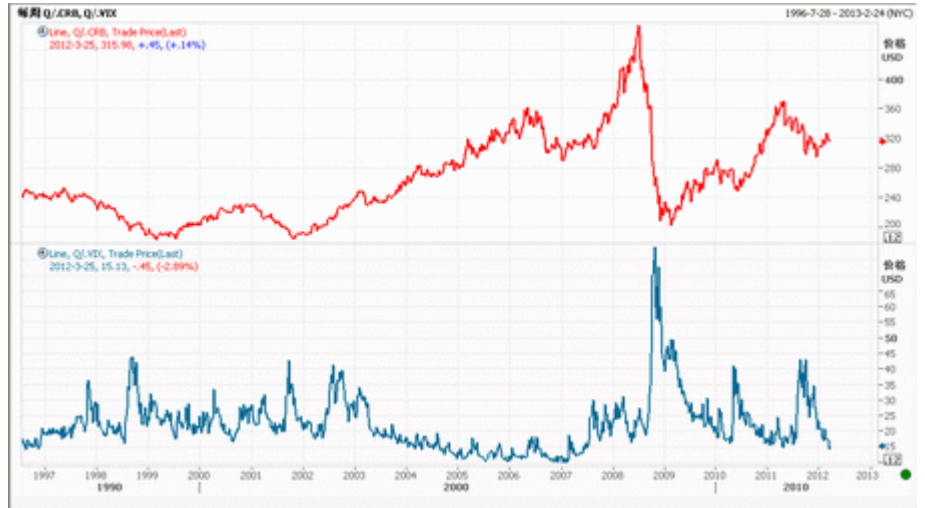


图3: VIX指数 (蓝) 与10年期美债收益率 (红) 来源: 路透

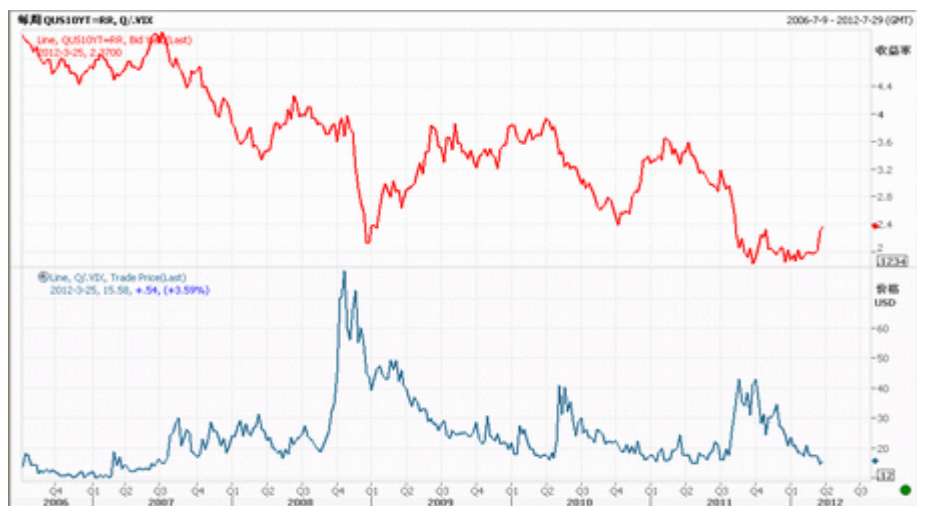


图4: VIX指数 (蓝) 与美元指数 (红) 来源: 路透

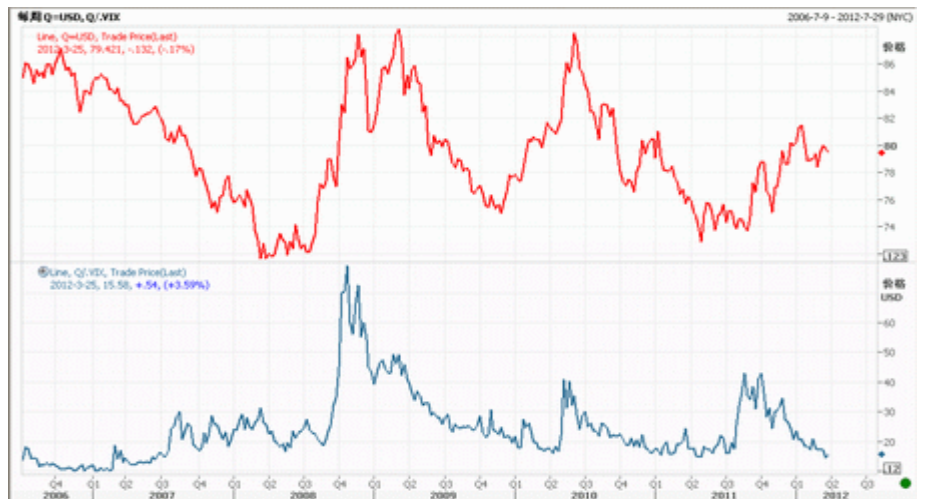
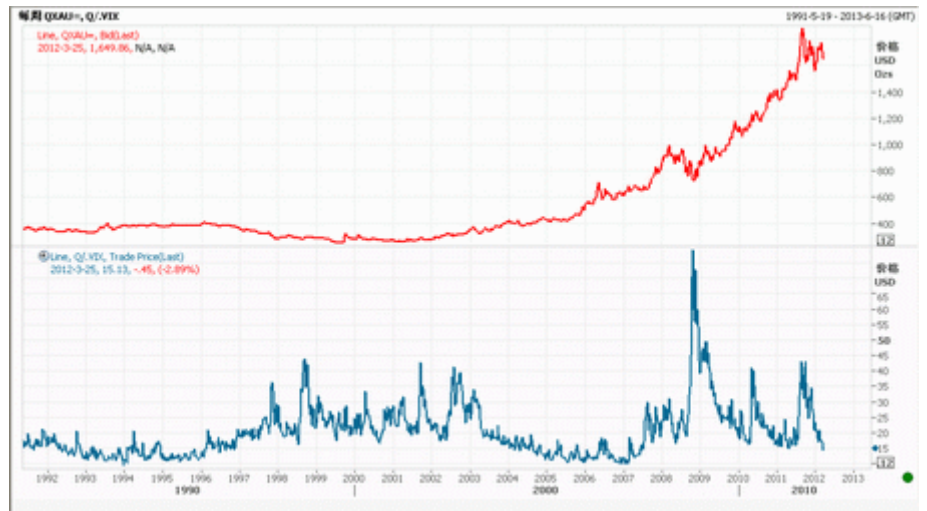


图5: 10年美债收益率 (蓝) 与美元/日元 (红) 来源: 路透



理解日元的避险功能, 对我们理解日元的波动非常重要。日元在过去几年的强劲表现, 令很多投资人感到困惑, 但如果意识到日本金融机构的投资风格偏于保守, 危机期间受到的冲击不大, 就可以理解为什么日元与美国国债同向波动了。

图6: VIX指数 (蓝) 与黄金 (红) 来源: 路透



而我们之所以将黄金归入另类资产, 是因为其价格波动与恐慌情绪并无明显联系, 甚至于在 VIX 指数高涨的阶段, 金价往往会出现下跌, 比较明显的如 1998-2002 年, 2008 年的 3、4 季度, 以及 2011 年的 3、4 季度, 这暗示黄金的特性其实更接近风险资产。因此, 我们并不认可黄金具有避险功能的观点, 依照避险思路进行黄金投资, 将带来巨大的潜在损失风险。

通过上述 VIX 指数与各个金融市场的关系，实际上给我们提出了一个可行的预测未来的方法，那就是，如果全球性的危机还没有结束，那么避险将会继续主导市场波动，如果全球性危机已经或即将结束，那么过去几年行之有效的这一分析框架将不得不做出修改，以适应新的市场规律。

图7: VIX指数 来源: 路透



今年以来，VIX 指数已经跌至金融危机以来的最低水平，颇有回归正常阶段的迹象，如果这一趋势继续，那么对市场今后的投资思路和资产配置都将提出挑战。

2、避险资金正在大举撤退吗？

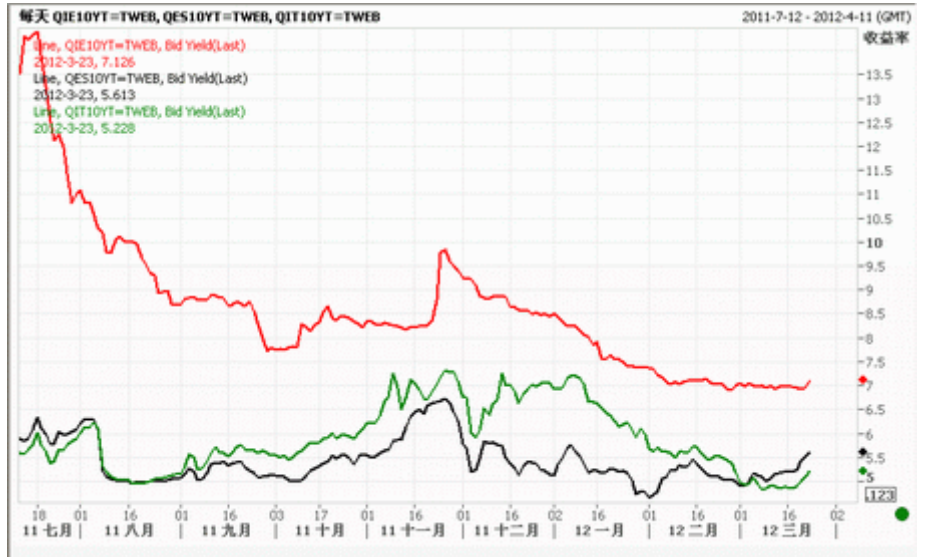
值得注意的是，金融市场的两大避险资产——美国国债和日元近期都出现了大幅下跌，在过去几年中这种现象是十分罕见的。这是否在暗示我们危机即将结束，避险资金将撤出避险资产，以寻求高回报的其他市场？

要回答这个问题十分困难，美国经济的超预期表现，希腊违约后欧洲债务风险告一段落，都是支持风险偏好抬头的重要动因，但是欧债危机仍然扑朔迷离，新兴市场经济也在持续放缓中，应该说，目前的时机对寻求全球配置的资金而言，相对过去几年是比较理想的，但就此开香槟庆祝，却也可能为时尚早。

欧债危机的热度无疑正在下降，特别是希腊公然违约后，市场对希腊的担忧有所降低，这相当于希腊的债务泡沫以人为的方式破灭了一次。

过去半年来，欧洲方面所采取的措施，可以总结为以下三点：

图8：爱、意、西三国10年期国债收益率 来源：路透



1) 大量注入流动性，在新任欧洲央行行长上台后，一改往日的保守谨慎风格，转为美国西部牛仔般的狂野路线，在去年12月和今年3月，通过两次长期再融资操作LTRO，向金融市场注入了约1万亿欧元的流动性，这一规模，几乎与美国两轮QE创造的流动性相当。在如此短的时间内，注入规模如此之大的流动性，效果立竿见影，欧洲金融市场趋于稳定，银行间流动性改善，重债国国债收益率和主权CDS出现下跌。

图9：西、意、葡、爱4国5年主权CDS 来源：路透



但是，美国的两轮 QE 用了两年时间，而欧洲只用了几个月，且美元是国际货币，流动性可以在全球范围内消化，而欧元则不享有这种优势，因此流动性局面正日益对欧元不利。同时，鉴于 LTRO 推出后的效果，欧洲央行很可能就此迷恋上 LTRO，未来一旦再出现危机恶化，不排除欧洲央行会推出更多 LTRO 操作。

2) 降息，与 LTRO 同时进行的，还有欧洲央行的降息举动，这其实是迟到的降息。面对欧洲日渐低迷的经济形势，特别是重债国的深度衰退，我们预期欧洲央行未来会继续降息至更低水平。

3) 债务违约，在国际社会的默许甚至安排下，希腊公然进行了违约，虽然这让债权人蒙受了损失，但对于金融市场而言，这比让希腊无序违约要好。

但是，问题依然很多，希腊如果要实现财政目标，可能需要更多的资金援助和违约，而希腊的公开违约，在欧洲开了一个恶劣的先例，很可能类似葡萄牙、爱尔兰这样的国家也会相继要求债务重组，一旦这种局面蔓延到西班牙或意大利，对金融市场而言不啻是一场大灾难。而最终是否会出现这种可怕的景象，要视欧洲的经济增长与债务之间的赛跑而定。

在上述三大措施的共同作用下，欧债危机出现了某种程度的缓和，市场开始偏向于认为危机或许已经得到了控制，不会演变成系统性风险。

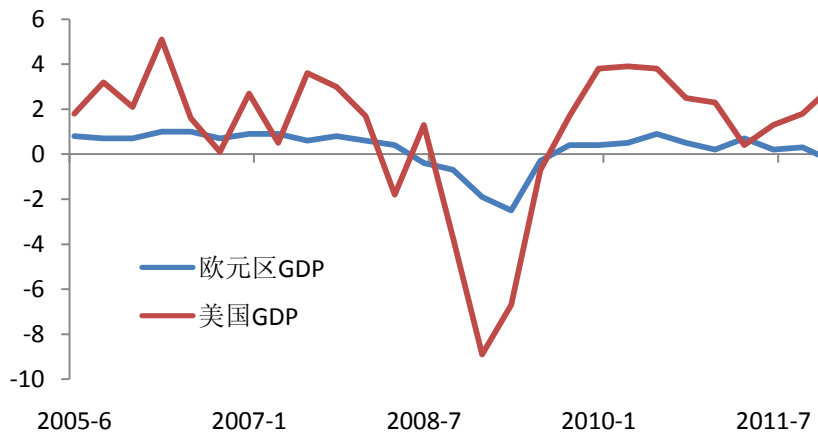
这也许就是近期美债和日元大幅下跌的原因之一，而从金融心理学角度而言，市场总是会先于基本面见顶或者见底，这一点在 2007 年和 2009 年演绎的非常经典，因此，现阶段市场风险偏好的大幅改善这一信号值得高度关注。

3、市场过渡期隐隐在望

考虑到上半年是重债国的还债高峰期，因此我们倾向于认为，一旦重债国能平稳渡过上半年，那么欧债危机演变为全球系统性风险的概率将会逐渐降低，虽然危机的解决将是一个长期缓慢的过程，期间将伴随着局面的反复和振荡，但危机底部是有机会在今年见到的。而美债和日元所发出的强烈市场信号相信亦不是空穴来风，即使我们还不能将其视为市场的转折点，但这代表了市场正尝试从危机模式，向后危机模式——也即正常模式——转化，或许我们即将迎来市场的过渡期。

在正常模式下，支配市场波动的将不再是避险和风险偏好，市场的焦点将会逐渐转向经济基本面，也即不同经济体间的经济增长和利率前景。

图10: 欧美经济增长 来源: 彭博



而在这一模式的较量中，美国无疑占据上风。此前我们曾认为，美国经济复苏势头将会持续到今年1季度，随后逐渐放缓，但我们的这一判断可能过于保守。事实是，美国经济正以超预期的强劲姿态迈入2季度，其强劲扩张势头有望进一步延续。

除了房地产市场尚未出现复苏迹象外，美国几乎所有的经济部门都在强劲扩张，制造业、服务业都保持长期景气，就业市场迅速复苏，并带来消费信贷的大幅增长。我们认为，美国经济很可能已经进入到良性循环的自我推动模式中，虽然这仍不能排除美国经济今年前高后低的风险，但美国经济的下行风险无疑已经大幅缓解，这一点也得到了美联储的承认。

而欧洲各国在严厉的逆周期财政紧缩压迫下，经济普遍出现放缓，特别是重债国，纷纷陷入衰退之中，如果没有意外，欧元区今年陷入轻度衰退将没有悬念。

如果考虑到欧美经济前景的这种差异的话，一旦市场从危机模式转变为正常模式，焦点从避险与风险偏好的交替，转变到对经济增长和利率前景上来，那么美元无疑将获得巨大优势。

图11: 重债国经济增长 来源: 彭博

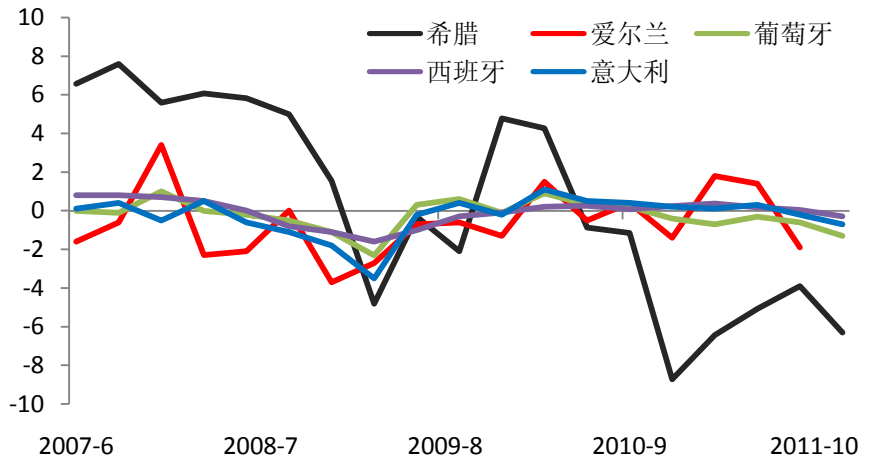


图12: 欧美PMI指数 来源: 彭博

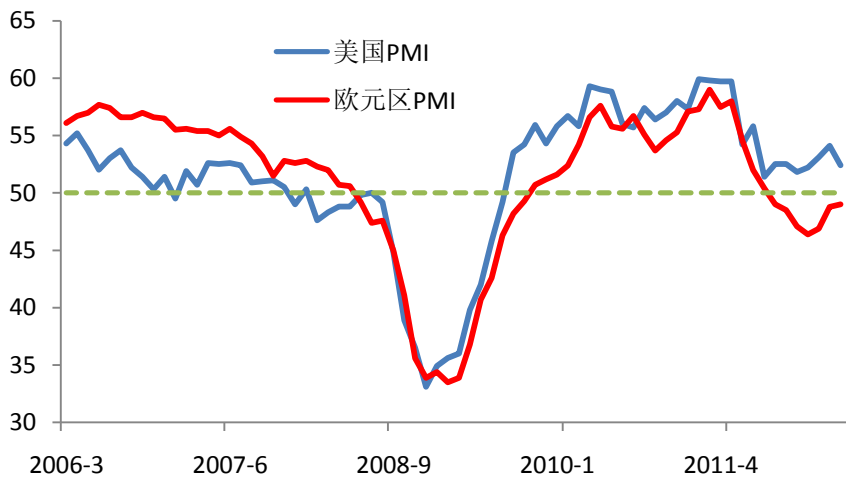


图13: 美国就业形势 来源: 彭博

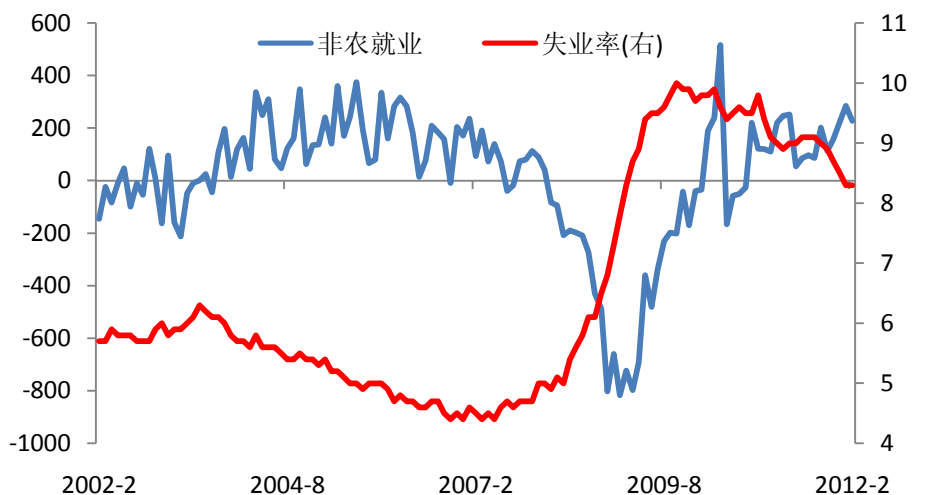
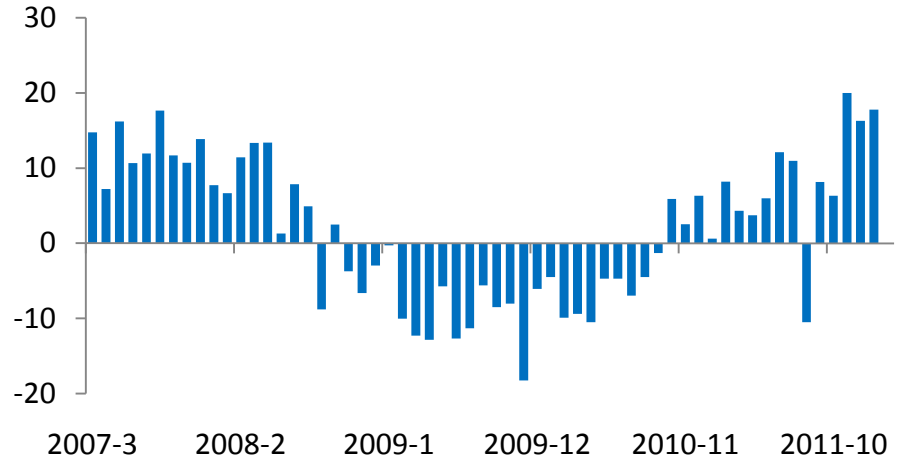
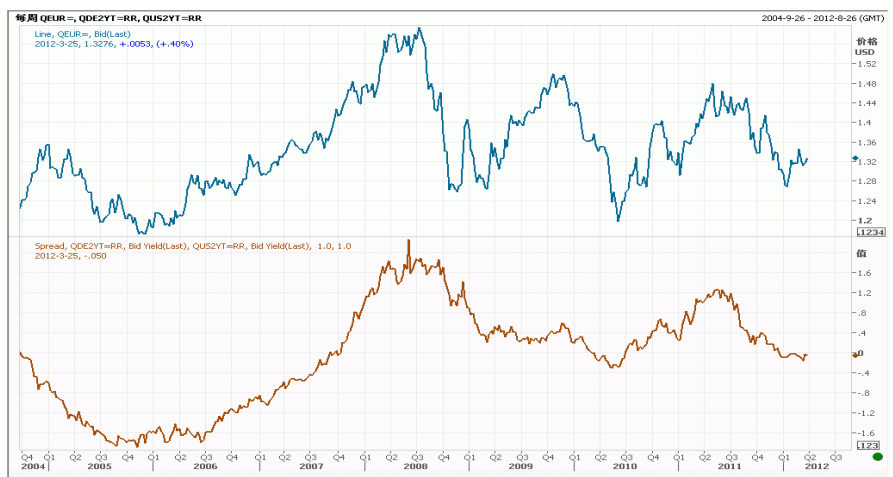


图14: 美国消费者信贷 来源: 彭博



通常而言, 一种货币的长期汇率波动, 总是会以利率为基础, 利差优势与劣势的变化, 带来长期的波动趋势。因此, 随着经济增长的差异, 美国的市场利率, 如国债利率、抵押资产产品利率等将出现上升, 而基于强劲的经济复苏与扩张, 通胀与通胀预期亦将上升, 市场会开始质疑美联储是否有必要将零利率水平维持至 2014 年底, 一旦联储在超宽松货币政策上的立场有所动摇, 那么市场利率将会以更快的速度上升, 从而拉大美元与欧系货币的利差优势, 缩窄与高息货币的利差劣势。

图15: 欧元(上)与德、美2年公债利差(下) 来源: 路透

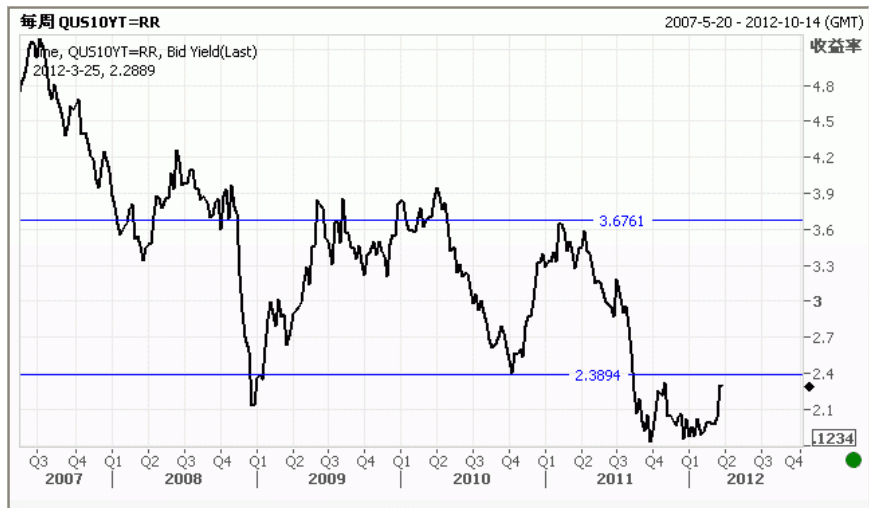


10 年期美国国债收益率在 3 月份大幅拉升, 一举突破了持续数个月的振荡区间, 摆脱了历史谷底。

美债收益率的大幅拉升, 无疑是避险情绪消退的最好注脚, 虽然还不能认为美债收益率即将进入一轮升势, 但是如果欧债危机就

此止步，市场开始向正常模式过渡的话，那么美债收益率逐渐走高将是顺势所趋。

图16: 10年期美债收益率 来源: 路透



实际上，我们认为随着欧洲形势的缓和，美债收益率将会经历“正常化”，即美债的风险溢价将会被挤出。以10年美债为例，在过去的几年中，如果没有欧债危机的持续恶化，那么其长期波动区间应在2.4-3.6%之间，因此，在下半年，10年美债收益率有机会升向以3.0%为轴心的新波动区间。

4、对主要汇率的展望

图17: 欧元/美元 来源: 路透



自去年下半年以来，欧元始终运行在一条大型下降通道内，考虑到欧债危机仍有反复的风险，以及市场回归正常模式后焦点可能

转向等因素，欧元中期走势并不看好。预计欧元未来几个月仍有较大可能在通道内运行，将逐渐跌向 1.25 甚至更低。

1.17-1.19 对欧元有重要意义，一旦这一支撑区间被跌破，欧元走势将进一步恶化。但如果大型下降通道被升破，欧元的下行压力将大大缓解，可能会陷入 1.27-1.40 的宽幅区间振荡。

图18: 美元/日元 来源: 路透



2 月份以来，美元/日元经历了令人印象深刻的大幅拉升，一举突破了 80 关口，从技术上来看，一个大型底部已经呼之欲出，美元/日元持续 5 年的大熊市有见底的迹象。

有观点认为日元的大幅下跌，原因是日本央行意外扩大了 QE 规模所致，但我们并不同意这种判断，因日本央行实施 QE 已经多年，早于美联储，且日本央行并非首次扩大 QE 规模，以往扩大 QE 规模时未见日元出现激烈反应，这一理由过于牵强。

实际上我们认为，恰恰是全球避险情绪的显著回落，导致避险资金从日元资产流出，才是日元回落的主因，而日本央行扩大 QE，只是日元多头平仓离场的一个借口。

展望日元后市，如果全球避险情绪继续保持在较低水平，那么日元将很难再现过去几年的大牛市，避险资金的流出，以及利差交易的回潮，都可能导致日元持续走低。但是，美元/日元的底部仍略显单薄，如果真要展开升势，或许底部需要继续夯实，在随后的几个季度中，美元/日元可能呈现出宽幅振荡并逐渐走高的态势。

图19: 澳元 来源: 路透



而商品货币的走势则呈现阴晴不定的局面，一方面，美国经济持续复苏，欧债危机的缓解，都会激发全球经济对大宗商品的需求，有利于大宗商品价格及商品货币走强，但另一方面，中国经济呈现持续降温的趋势，特别是中国政府继续对房地产采取严厉控制的措施，这将不可避免的损及中国在过去数年间持续做为全球最大商品买家的地位，而中国需求的降温，将对大宗商品和商品货币带来负面压力。实际上，澳元对中国经济数据的敏感度，已经达到了堪比美国数据的程度。

在这一局面下，澳元等商品货币可能呈现高位宽幅振荡的走势，而考虑到澳元的高利率优势，澳元的抗跌性将好于欧系货币。澳元今年很可能在 0.96-1.08 之间宽幅振荡，一旦 0.96 失守，澳元将构筑大型头部。

二、人民币波幅放宽，迎来涨跌互现时代

1、中间价实现双向波动

我们在去年 3 季度即已经提出，人民币升值正逐渐接近均衡价值所在，本轮升值周期已近尾声，今年以来，这一观点正得到越来越广泛的认可。

有关放宽人民币汇率波幅的呼声与猜测由来已久，此前市场普遍认为日内波动区间可能会首先放宽，即调整目前上下千分之五的波动限制，但是，近期人民币中间价的一些新变化，似乎给市场指出了另一条可能的道路。

从3月5日起，人民币中间价波动幅度明显拉宽，对国际市场美元涨跌变得较为敏感，每日波动从原来的10-50点，拉宽到动辄百点，3月12日人民币中间价甚至较前一个交易日下跌了超过200点，自2005年汇改以来，这种现象都是十分罕见的。

我们猜测，由于中间价波动特征突然出现变化，此举很可能是央行有意为之，即以中间价波幅的扩大来代替日间波动区间的扩大，从而起到增加人民币汇率弹性的作用，这与两会期间温家宝总理及周小川行长关于扩大人民币波幅的言论相一致。实际上，由于日内上下千分之五的波动区间并未用尽，因此暂无扩大日内波幅限制的必要，相反，以中间价的波动引发即期市场的波动，倒不失为一种行之有效的办法。

图20: 人民币中间价(黑)与美元指数(红) 来源: 路透



目前还很难界定，这种变化是央行在试探市场的反应，还是代表着一种趋势性的变化。如果考虑到中国2月贸易逆差超过300亿美元，海外市场不振，外贸压力陡增的现实情况，以及人民币升值正在接近均衡点已逐渐为市场所接受这些因素的话，我们倾向于认为这代表了一种趋势性的变化，虽然不代表人民币的波动区间会立时放宽，但至少指明了可能的路径，因此我们认为，今后的人民币汇率波动性会进一步上升。

考虑到国际汇市每日1%左右的波幅很正常，那么意味着今后人民币中间价的每日波动幅度可以达到600点，即使以0.5%来考虑，亦有300点的波幅。

2、升值单边市时代结束

在中间价波幅扩大的同时，结合国内外环境，我们认为人民币的单边升值模式也将发生变化。尽管以往人民币也存在阶段性波动，但其幅度很小，基本可以忽略，目前一方面人民币已逐渐接近均衡点，继续升值的空间不大，另一方面是国际市场环境有利于强势美元的出现，而欧债危机等尚未结束，可能引发国际金融市场阶段性的剧烈振荡，在此环境下，预计人民币双向波动将日益明显，即结束单边市，转入阶段性贬值与阶段性升值相交替的振荡市，我们预计其阶段性的波幅将超过上千点，迎来真正的涨跌互现时代。

对于人民币今后的升值空间，我们年初预估的3%可能过于乐观，即年内人民币的升值空间也许不足3%，今后的升值可能进入到在剧烈振荡中缓慢爬行的阶段，并间或创出新高，上半年人民币兑美元的波幅可能在-2% - +1%之间。

这种变化是否会引发市场的贬值预期，我们认为暂时没有必要担忧，考虑到非经济因素，人民币贬值有可能带来贸易战或惩罚性关税等风险，这并不符合中国的国家利益。而基于去年年底人民币贬值风潮的经验，相信市场已经意识到中国货币当局对汇率主导权的不可挑战性，不会冒然发动做空人民币的行动。

图21：人民币即期（蓝）NDF（红）CNH（绿） 来源：路透



而中间价波幅的扩大与单边市的结束，无疑将带来人民币即期市场波动性的显著上升，打破此前常常出现的“死水微澜”的状态。而其影响也值得关注，我们认为影响有三：一是会增加人民币即期

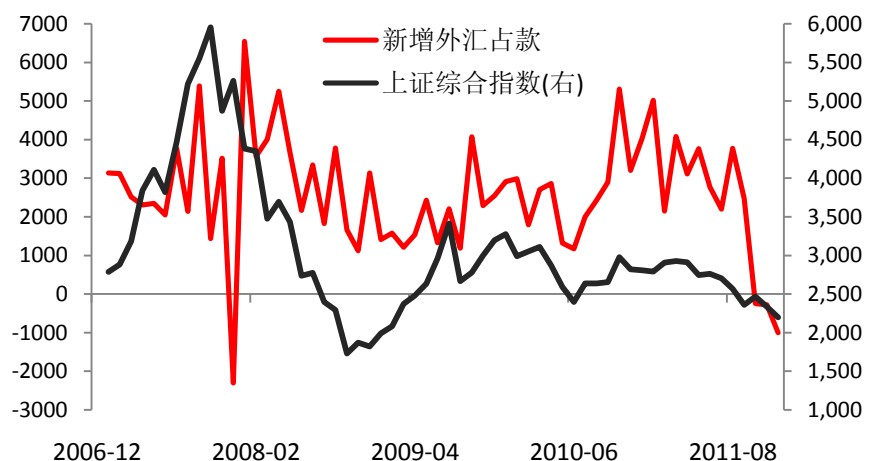
市场的投机性，波动的扩大一方面会带来市场活跃度的上升，一方面也会增加银行间市场交易的风险，即增加银行在代客结售汇及自营操作时的风险，甚至会改变银行在结售汇市场的操作模式；二是可能会加大企业在进行涉汇业务时对汇率价格判断的难度，认准某一方向的模式或许不再行得通，但是，价格的剧烈变化也会刺激企业更多的关注外汇风险，提高风险意识，进而增加对外汇类产品的需求，因此第三点影响是或许会加速培育中国外汇市场的发展，刺激产品创新，去年推出但交投低迷的外汇期权类产品将迎来转机。

不论如何，人民币中间价波幅扩大这一新变化值得密切关注，如果近期在中间价波幅扩大的条件下，银行间市场和企业结售汇业务都能保持正常运转，那么我们有理由相信央行会择机推出有关汇率形成机制的新政策或新规，以进一步加大市场对人民币汇率的决定作用以及扩大人民币的波动区间。

3、资本流入将显著放缓，加快政策放松

自去年下半年人民币出现贬值预期以来，中国的外汇占款与资本流动问题一直备受关注，在经历了4季度罕见的外汇占款负增长后，今年1月的外汇占款终于转为正增长。但是，如果剔除掉贸易顺差与外商直接投资后可以发现，前两个月不可解释的跨境资本流入较往期显著收缩。

图22：外汇占款与上证指数 来源：Wind



过去几年来，由贸易顺差、FDI、资本流入所带来的新增外汇占款，成为央行重要的基础货币投放渠道，其对资金面的松紧、M2乃至股市等金融市场的运行，都带来了显著影响。在外汇占款的构成

中，资本流动在未来一段时期的波动性与不确定性最大，可能会对我国的金融市场运行带来难以预料的冲击。

对于未来一段时期中国的资本流入状况，我们认为将受到国内外两方面的影响。资本流动从来不是由单边决定的，并不会仅仅因为中国具有投资机会便可以吸引资本流入，国际资本一方面要考虑是否具备从母国流向中国的条件，一方面要考虑流向中国后的投资回报前景。

从国际角度而言，海外经济形势将会成为资本流动的关键因素。以前很多人认为，中国是新兴市场，人民币资产会成为海外资本在危机时的避风港，但去年下半年，随着欧债危机的恶化升级，中国出现了频繁的资金流出现象，使这种认知不攻自破。

新兴市场恰恰意味着高风险，由于新兴市场在政策、法规、市场制度等方面的不成熟，决定了新兴市场只能成为国际资本的“猎场”，一旦海外经济动荡，资本要么会回流母国以支撑流动性，要么会流向美元资产以寻求避险。实际上，在去年下半年，包括中国、韩国、巴西、土耳其在内的很多新兴市场都出现了资本外流，而今年以来这些国家也纷纷转为资本流入，由此可以看出，中国并没有什么特别之处，而尚未实现可自由兑换的人民币也并没有什么特殊魅力，鼓吹人民币避险论只会使我们对潜在的风险视而不见。

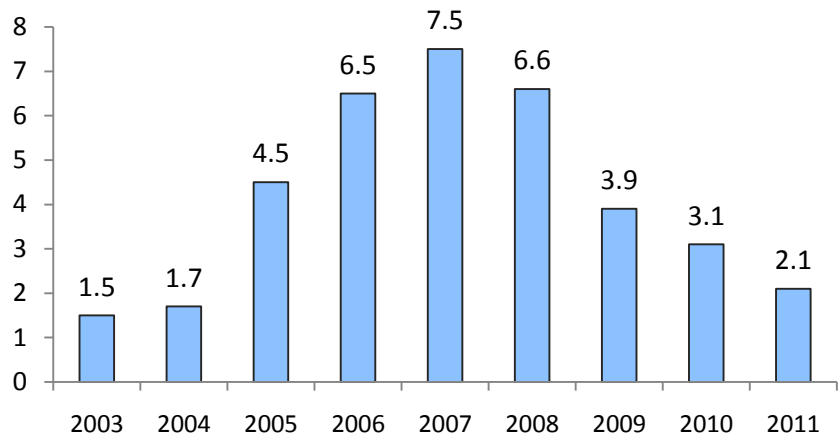
而今年的外部环境，一方面是全球性的超宽松货币政策在继续执行，一方面经济动荡的风险依然高企。应该说，海外经济与金融市场在上半年重现动荡局面的风险依然很大，我们预期国际资本短期内难以大规模流入，而进入下半年后，随着欧债高危期的结束，风险偏好将上升，这将提升国际资本流入中国的动力。

就内部环境而言，随着人民币升值预期的减弱，中国对国际资本的吸引力将大打折扣。在贸易顺差占GDP比重不断下降的形势下，人民币汇率正逐渐接近此轮升值的均衡点的看法，已日益为市场所接受。在此局面下，人民币升值前景已经不足以撬动国际资本大规模流入中国。同时，在严厉的调控政策下，中国房地产市场也进入下行通道，股市迄今未见大牛市信号，而中国经济下行的趋势也尚未得到遏制，投资人民币资产的回报前景已大不如前。

总体而言，我们认为今年中国的资本流入将较去年出现趋势性减少，流入流出频繁交替，且上半年的流入规模将不及下半年，甚

至上半年存在净流出的风险。而鉴于贸易顺差也将出现趋势性收窄，因此今年中国的外汇占款将较去年的 2.8 万亿大幅减少，或许将降至 2 万亿以下。

图23: 中国贸易顺差占GDP比重 来源: Wind



外部流动性压力减轻，有利于总体通胀水平的持续回落，但同时货币供给的快速回落，一方面将给实体经济带来压力，并使得房地产市场资金链有断裂风险，一方面也将使得银行间资金面紧张难以得到缓解，如何协调上述关系，这就为中国今年的货币政策调控节奏提出了挑战。或许，伴随着外汇占款及资本流入的减少，货币政策放松的步伐不一定会像市场预期的那么悲观，一旦通胀下行趋势进一步确立，我们预期货币当局将有更多宽松举措推出。

三、对黄金投资回报与保值增值功能的探讨

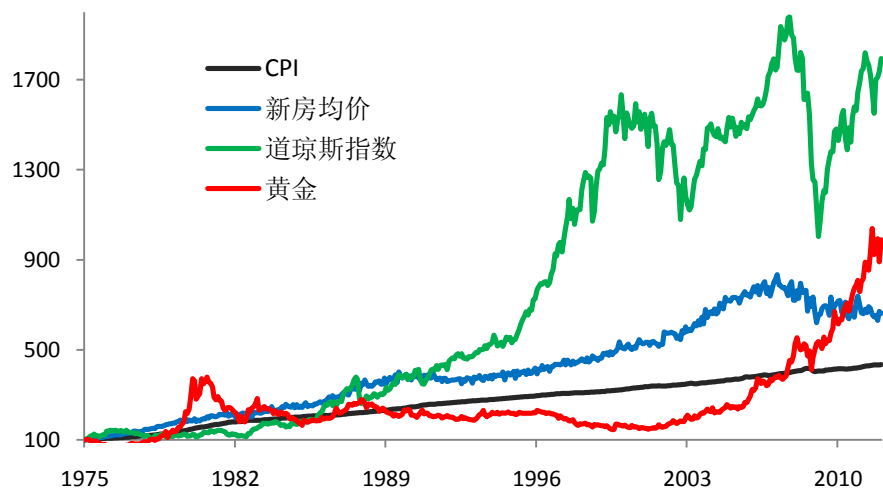
金价在今年 1 季度出现强劲反弹，一度逼近 1800 美元，但随后冲高回落，使得自去年 3 季度开始的调整走势依然在延续。对于后市黄金的走势，市场争论颇多，而我们的整体观点是，今年黄金仍有上行的空间，但负面的压力正在日益累计，同时我们需要特别指出的是，黄金是一个好的投机品，但却是一个坏的投资品，长期持有将面临亏损境地，短期炒作却可获利颇丰。

我们认为，黄金价格目前已经被高估，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推向泡沫，最终，黄金将重复所有泡沫市场的结局——价格崩溃、财富湮灭。

当前市场买入黄金最主要的理由是黄金可以令财富保值增值，对抗通胀，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、道琼斯指数和美国的房价做比较，由于黄金市场于20世纪70年代才建立起来（1975年美国允许个人持有黄金），所以我们以1975年为起点，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，在大部分期间内，投资者均跑输给CPI、股市和楼市，即长期来看，金价的上涨幅度不及通胀水平，亦远远不及资本市场涨幅，实际上，如果不是近几年金价飙升，投资者无一例外都是亏损的。

图24：黄金与CPI、股市、楼市的比较 来源：招商银行



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

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%。如果不是近几年金价大涨，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。

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，因而是一个坏的长期投资品。

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，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。

对于年内的黄金走势，我们认为金价仍有继续走高的空间，但整体走势将出现剧烈振荡，同时，由于美联储推出 QE3 是小概率事件，事实上国际市场的流动性前景将趋于削弱，这一点将对金价带来负面压力。

图25: 金价走势 来源: 路透



1590 是金价年内的关键所在，这里是持续数年的长期上升趋势线支撑位，一旦 1590 失守，金价预计将出现大幅下跌，从而对 08 年以来的本轮升势展开回调，其回调幅度甚至会触及 1400。

只要 1590 不失守，则黄金的牛市仍会持续，但考虑到流动性基础，年内要取得很大涨幅亦不太现实，创新高几率渺茫。

招银专题分析报告

2012年3月28日
总第88期

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。