

分析师:

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

风雨后难见彩虹

——2012年下半年国际经济及市场展望

内容摘要:

- 欧债危机深层次的原因是，劳动生产率的增速无法满足高福利的保障体系，即新创造的财富不足以覆盖新增加的支出，欧洲将花费数年时间来达到经济增长与社会福利之间的重新平衡，期间将会阶段性的伴随各种经济、政治、社会危机的爆发。
- 美国经济正经历战后最缓慢的复苏，但是与欧洲相比较，美国的复苏仍然是理想的，且通胀水平依然较高，这决定了联储延长OT操作而不是推出新一轮QE，预计联储中期内推出新QE的概率较低。
- 预计美元将继续保持强势，非美货币在年内余下的时间内有较大可能继续保持弱势，欧元有跌向1.20的风险，而日元在下半年的表现将弱于上半年。
- 在中国货币当局层面，对人民币中间价的制定机制，以及如何引导汇率方向，出现了明显的市场化倾向，这有利于银行与企业对汇率市场的预测与判断，有利于操作交易行为的开展；但是从市场层面，无论是境内的即期汇率，还是境内外的远期汇率，都表现出较中间价更为疲软的特征，这表明市场对中间价不能完全认可，市场或许认为人民币的汇率表现应当更加疲软。
- 在年内余下时间内，人民币很难再有升值空间，甚至于上半年创下的6.2884已经成为年内高点，而适度贬值的空间则相对宽松，年内的波动性将进一步上升，波幅将主要集中在6.30-6.40，且不排除跌破6.40的可能。
- 黄金跌破了2008年以来的上升趋势线，从技术角度而言，这表示2008年以来的本轮涨势可能已经终结。
- 就长期而言，我们还不能断言黄金牛市已经结束，但在中期而言，比如一到两年来看，黄金缺少持续上涨的推动力，重现过去十年间单边上涨势头的难度较大，价格陷入宽幅振荡的可能性较高，黄金再创新高的机会仍有，但恐难以持久守住新高。

一、只有经济增长才能解决欧债危机

“笨蛋，关键是经济！”

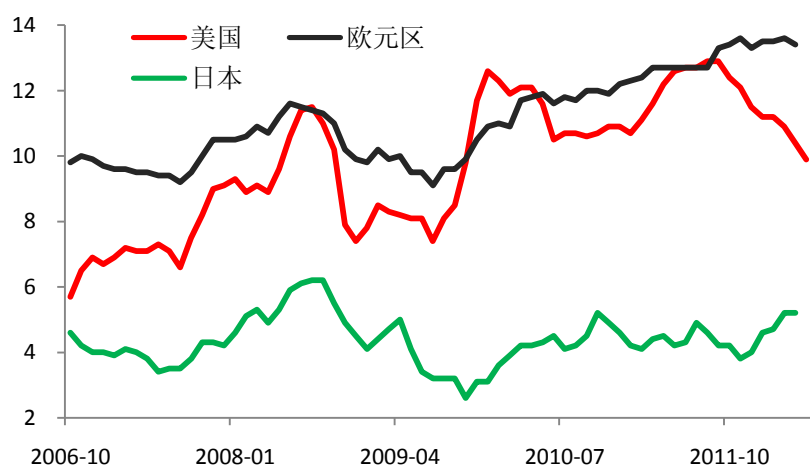
欧债危机在今年上半年再度恶化，希腊危机一度上升为政治危机，并引发欧元区行将解体的恐慌。在6月17日希腊举行的第二轮选举中，主张维持紧缩政策和留在欧元区的希腊新民主党成为议会第一大党，随后与泛希腊社会主义运动(泛希社运)和民主左派党就组建联合政府达成原则协议。这标志着希腊新民主党成功组阁，使得希腊避免了短期内退出欧元区的风险，希腊政治危机告一段落。

但是，欧债危机已经在向更广和更深的领域发展，希腊选举结束后，西班牙银行业危机成为市场关注的焦点。尽管欧盟已经同意援助西班牙1000亿欧元资金，但其银行业仍需约1000亿美元融资才能度过困境，而西班牙失业率飙升超过24%，经济下滑，前景悲观。

同时，穆迪近期下调了15家大型投行的评级，显示欧债危机正日益向金融领域蔓延，恐慌气氛促使包括股市、商品、黄金、非美货币在内的全球风险资产持续下跌。

痛苦指数(失业率+通胀)很好的解释了目前世界以及欧洲经济的现状，美国与欧洲的痛苦指数高高在上，日本则处于低位平稳波动，这很好的解释了为什么日本在经历了十几年的经济停滞，社会一直保持比较稳定的状态。

图1: 美、欧、日痛苦指数 来源: 彭博、招商银行

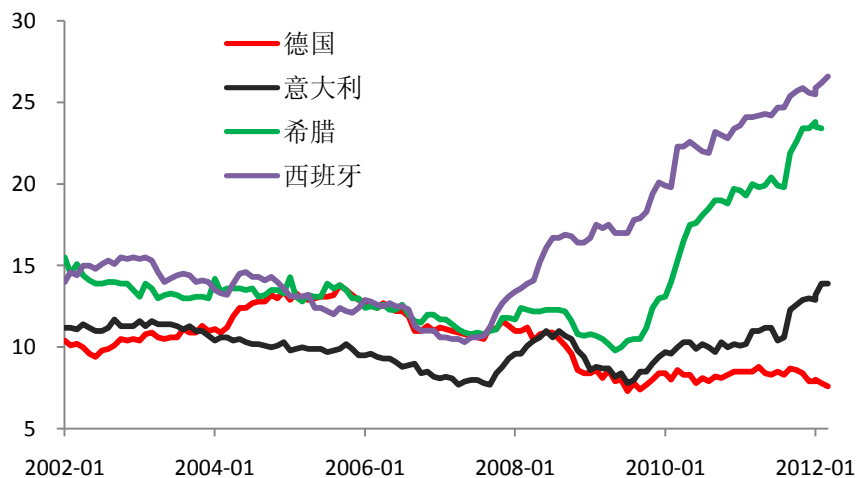


值得注意的是，美国的痛苦指数已经开始自高位大幅回落，而欧洲则未见回落迹象，这也很好的解释了美国的“占领华尔街”运

动最后为何不了了之，而欧洲国家的社会、政治危机频频高涨。

在欧洲内部，痛苦指数同样呈现大幅分化的局面。希腊与西班牙的痛苦指数大幅攀升，这很好的解释了这两个重债危机国所经历的社会和政治动荡，其中西班牙的痛苦指数更高，这使得我们警惕，也许西班牙会步希腊后尘，出现政府更替危机。

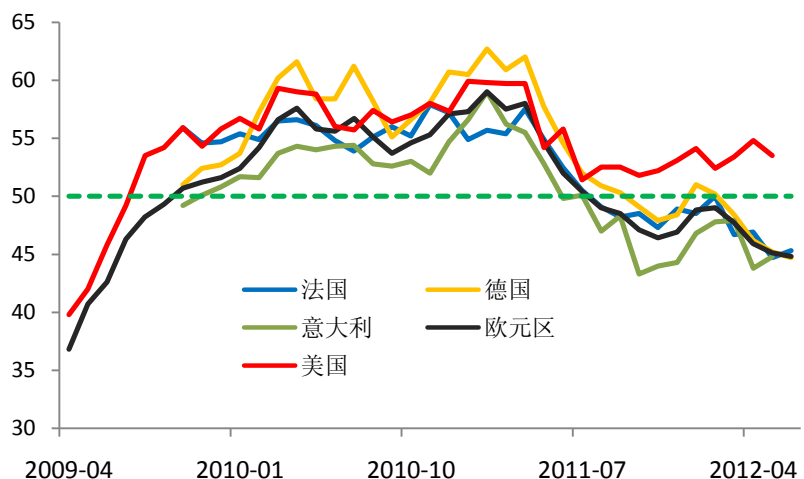
图2: 德、意、西、希痛苦指数 来源: 彭博、招商银行



而德国的痛苦指数最低，凸显出德国经济的良好表现，以及德国做为欧元区支柱国家的地位。

一个有意思的现象是，在加入欧元区后的最初几年中，经济相对落后国家的痛苦指数出现了持续走低，表明加入欧元区使这些国家获益匪浅。

图3: 欧美制造业PMI 来源: 彭博、招商银行

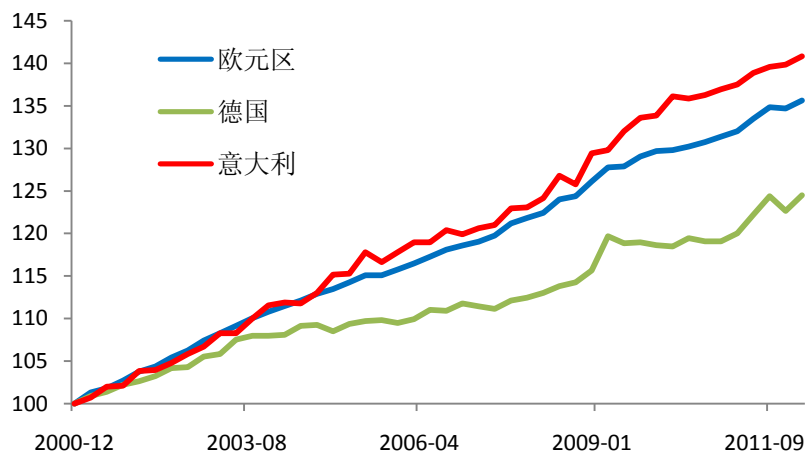


肆虐两年多的欧债危机，已经使欧洲付出了沉重的代价，最直接的表现就是经济复苏的停滞不前，南欧重债国普遍陷入衰退，并很可能拖累欧元区整体在2012年陷入负增长。

同时，危机还造成了欧洲社会的分裂，一是欧元区国家之间的分裂，德国、北欧国家与其他国家，特别是重债国之间围绕救助和财政紧缩之间的分歧日益明显，这直接限制了欧洲财政联盟和欧元区统一债券的推出。二是各个国家内部的分裂，特别是选民与政府的分裂，希腊的社会动荡和政治危机就是最好的例证。

我们认为，要想从根本上解决欧债危机，恢复欧洲的经济增长是唯一出路，其他任何措施都是治标不治本。

图4: 劳动力成本变化 来源: Wind、招商银行



欧债危机表象上体现为货币权统一而财政权分割，但其深层次原因是，劳动生产率的增速无法满足高福利国家的保障体系，即新创造的财富不足以覆盖新增加的支出。

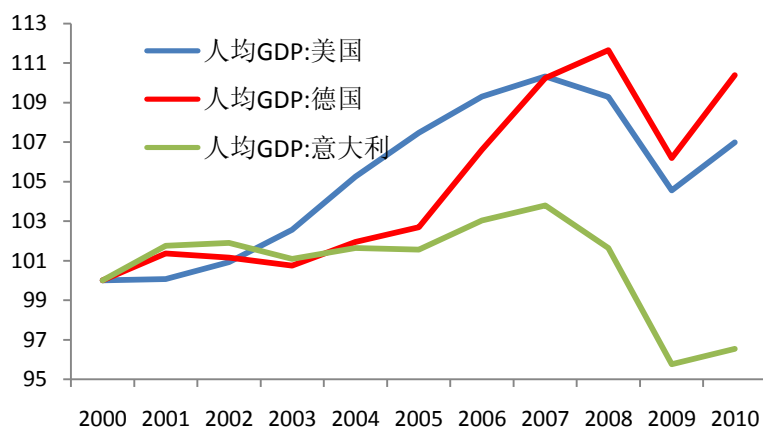
如图4所示，在欧元区成立后，以意大利为代表的经济相对较弱的南欧的国家，其劳动力成本上升很快，不仅远远快于德国，也快于欧元区平均水平。这意味着南欧国家的社会福利也在以更快的速度上升。对于南欧民众而言，这是加入欧元区后得到的最大实惠，但却也为未来的危机埋下了种子。

要支撑劳动成本和社会福利的快速上升，必须有较强的经济增长和单位劳动生产率的提升相配合，但是在欧元区成立后的十年间，南欧国家的经济增长却并不理想。

如图 5 所显示的，意大利的人均 GDP 在 2008 年之前仅有微弱增长，2008 年之后还出现了下降，也就是说，以不变价格计算的意大利人均 GDP 甚至低于 2000 年欧元区成立之时。而同期美国和德国的人均 GDP 均出现了明显增长。

在这样一种增长失衡的压力下，南欧国家终于陷入“入不敷出”的财政危机。

图5: 美、德、意人均GDP 来源: Wind、招商银行



因此，对欧洲而言，任何的资金援助与财政紧缩，都只是应对危机的临时性非常规手段，包括 6 月底达成的允许 ESM(欧洲稳定机制)直接进入债市和向银行业贷款的协议。如果不能创造经济增长，一味的资金援助只能让重债国越陷越深，并对外部援助迷恋成瘾，规划中的财政联盟与欧洲统一债券也会最终分崩离析。

只有重启欧洲经济，欧债危机才有可能得以解决。6 月下旬，欧洲四大国达成了 1300 亿欧元的刺激经济计划，这当然是一个良好的开端，但 1300 亿欧元仅相当于 1 万亿左右的人民币，占欧元区 GDP 规模仅 1%，我们认为这一规模力度不够，可能不足以刺激经济增长，至多只能稳定经济下滑。

预计欧洲央行将会继续放松货币政策，欧元利率可能会降至零水平，在市场动荡阶段，欧洲央行将再次向市场提供流动性融资，一如以往的两轮 LTRM 操作。而随着各国政府意识到经济增长的重要性，将会推出更多刺激计划。

但是，在过去十年间失衡增长的累积压力下，欧债危机很难在短期内走出泥潭，我们预期欧洲将花费数年时间来达到经济增长与

社会福利之间的重新平衡，期间将会阶段性的伴随各种经济、政治、社会危机的爆发，即将面临一段较长期的动荡阶段。

二、新一轮 QE 概率低，美元将保持强势

美国正经历二战后最为疲软的一轮经济复苏，在去年 4 季度和今年 1 季度出现阶段性强劲复苏后，如今这一轮经济扩张似乎又开始失速。因此，面对疲软的复苏，是否应开启新一轮 QE 的争论持续不断，从我们观察的角度而言，中短期应暂无开启 QE 的必要。

图6：二战后美国历次复苏 来源：彭博、招商银行

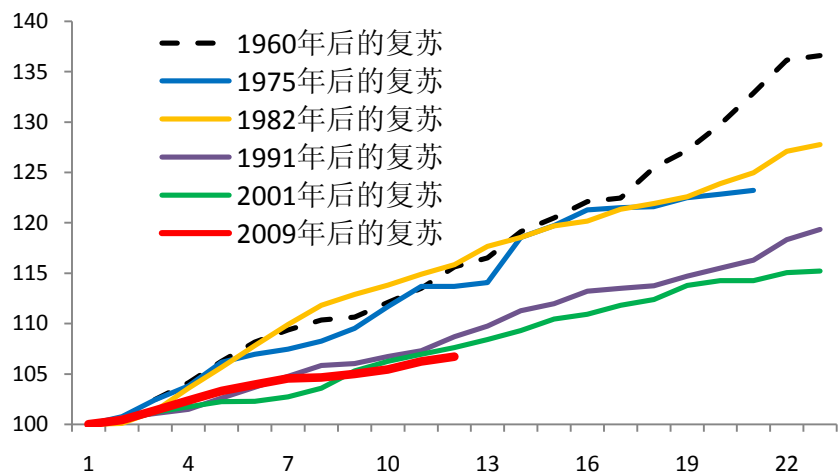
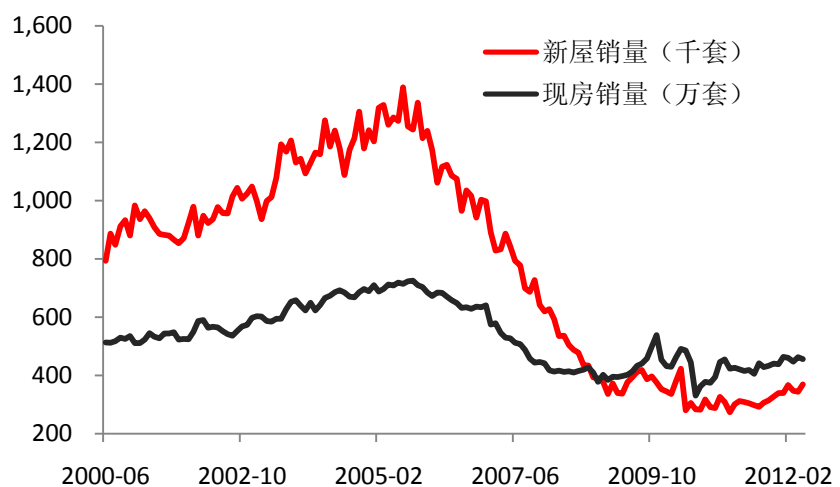


图7：美国楼市尚未复苏 来源：彭博、招商银行



美国的房地产市场在次贷危机泡沫破灭后，一直低迷不振，成交量徘徊在谷底，迄今仍未见到好转迹象。这成为制约美国经济复

苏的重大障碍之一，房地产市场的复苏，对于消费，特别是耐用消费品的消费，具有重大意义。

但必须承认的是，前两轮 QE 对于美国楼市似乎并没有带来直接的刺激作用，毕竟，单纯的注入流动性不一定会带来需求的复苏，更何况大量的流动性可能已经进入金融市场而非实体经济。

图8: 美国零售数据 来源: 彭博、招商银行

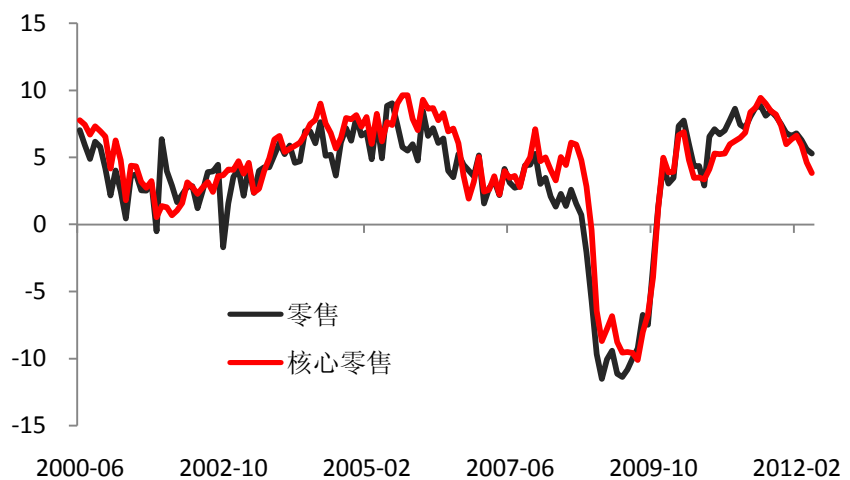
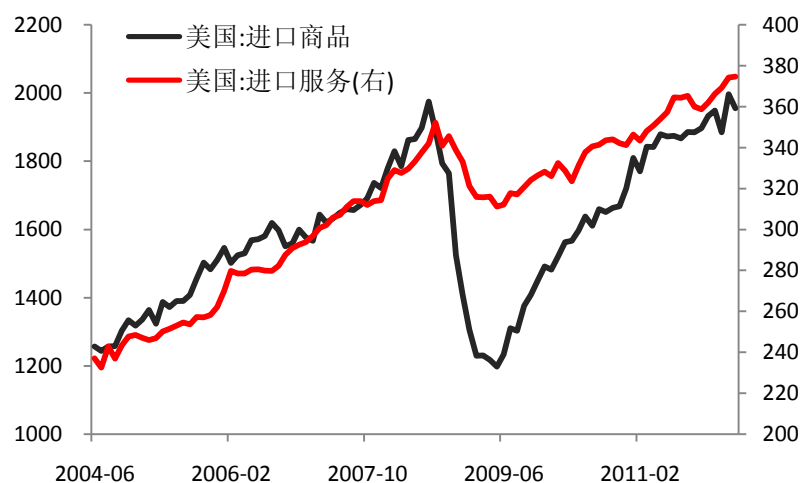


图9: 美国商品和服务进口 来源: 彭博、招商银行



美国的消费部门自去年 3 季度以来一直在降温，零售与核心零售的数据不断走低，这似乎从侧面证明，过去一段时期美国经济的强劲复苏主要是由库存来推动的。

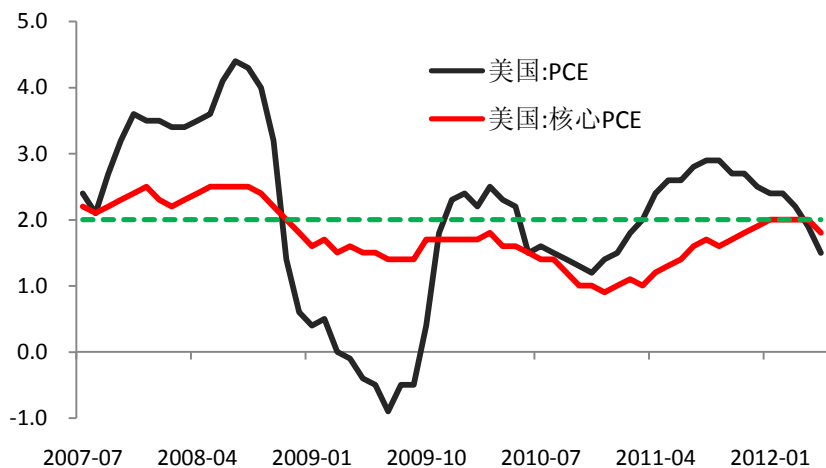
悲观论者会以消费的不断降温得出经济低迷，以及全球贸易都将因此受到影响的结论，但实际上目前美国零售的增速，与 03-06

年的景气时期相当，应属于正常表现，而非极度悲观。

而当我们换一个角度，从美国的需求来考察的话可以发现，事情没有那么糟。

美国的进口商品金额，已经恢复到危机前的水平，考虑到危机爆发后大宗商品价格的剧烈下跌，以及全球范围内通胀较为温和，可以认为进口商品的数量已经基本恢复，甚至超越了危机前的水平，而美国的进口服务增长更为明显，已经大幅超出金融危机前的规模。从进口的角度而言，我们认为美国的需求恢复的还比较理想，而且表现出进一步扩张的迹象，从这一点考虑，美国经济实际上或许比数据所反映出的更为强劲。

图10: 美国核心PCE 来源: 彭博、招商银行



美联储在年初的时候正式制定了通胀目标，以个人消费支出物价指数2%为目标。在4月份，美国的PCE终于跌破了2%，核心PCE也位于2%下方，从通胀目标角度而言，限制美联储推出新一轮QE的束缚已经不存在。

但美联储在6月份并没有推出新的QE，而是延长了OT操作，这符合我们此前一直坚持的不会有QE3的预期。究其原因，我们认为有两点，一是美国经济仍然在保持温和扩张，尽管力度不足，但还不至于差到需要新一轮QE的地步，这一点在联储政策声明也得到承认；二是美国的通胀压力并未完全解除，虽然PCE已降至2%下方，但核心CPI依然维持在2.3%的高位，也是金融危机以来的最高水平。

因此，此时推出QE，或许会使得刚刚缓解的通胀压力抬头，PCE可能会重回2%上方，核心CPI则可能进一步走高，而在失业率仍然

较高的情形下，这显然不是最优选择。我们认为，美联储顾忌到上述情况，因而选择了折中方案，即延长 OT 操作。

这并不表示新一轮 QE 的大门已经关上，如果欧洲形势出现出人意料的恶化，严重波及到全球经济，那么联储可能会立即推出 QE，但总体而言，我们认为这一假设情景出现的可能性较小，因而从中短期来看，美联储推出新一轮 QE 的几率不大。

在欧债危机仍需要较长时间才能解决，美国经济温和复苏而新一轮 QE 暂不推出的形势下，我们预期美元将继续保持强势，非美货币在年内余下的时间内有较大可能继续保持弱势。

图11: 美元指数 来源: 路透



美元指数自去年 3 季度起进入一条升值通道，迄今仍在该上升通道内运行，欧债危机持续的恶化，给美元源源不断的注入上行动能。

中期而言，预计美元指数仍将在该通道内运行，下轨支撑位于 80.50 附近，除非 80.50 失守，否则我们将继续看好美元的表现，下半年甚至有望上试 84 或更高价位。不过，即使 80.50 失守，考虑到欧美经济对比和欧债危机不会很快缓解，美指届时也不大可能出现深幅调整，更有可能进入区间整理。

与美元指数刚好相反，欧元在去年 3 季度进入一条下降通道，迄今仍在该通道内运行。与去年的高点相比，欧元本轮跌势已下跌

14.2%，理论上已经累积了一定的反弹压力，但是，假如市场认为欧债危机仍然将肆虐，那么这种想法就会压制欧元的上行走势，欧元的任何一次反弹，都可能被当作逢高做空的机会。

目前该下降通道的上轨压力位于 1.29 附近，也就是说，如果欧元不能突破 1.29，那么后市仍然悲观，跌至 1.20 甚至更低价位的风险就继续存在。

图12: 欧元 来源: 路透



图13: 日元 来源: 路透



美元/日元上半年经历了一轮大幅反弹，之后又经历了大幅回落，

走势十分动荡。避险情绪的起落对日元的影响无疑十分巨大，不过，做为避险货币的一员，日元近期的走势略显弱势，与美国国债比较，日元近期表现相对更为疲软。

目前的点位对日元十分尴尬，上下空间皆有且比较宽广，理论上日元在下半年的浮动区间可以达到76-84，因此对日元的操作风险较大。不过，鉴于欧债危机已经暂时避免了急剧恶化的可能，避险情绪可能会较上半年略有缓和，所以日元在下半年的表现可能不及上半年，这意味着美元/日元偏向80-84区间的概率要大于偏向76-80区间的概率。

三、人民币贬值空间相对宽松

今年上半年，中国货币当局对人民币市场化的新举措密集推出，显示人民币正快马加鞭走向国际化。

首先，是人民币日内波动区间从上下0.5%拉宽到上下1%，日内波幅理论上可达到2%，这一波幅已基本追平国际市场的主要货币，能够满足基本的波动需求；

其次，取消了禁止银行持有隔夜美元空头头寸的规定，意味着银行可以采取做空美元的交易策略，市场的双向活跃度大为上升；

再次，中日之间建立了人民币与日元的直接交易机制，虽然就我们的观点而言，这并不会对银行间市场和涉汇企业的交易操作带来明显变化，但此举有利于建设东京的离岸市场，有利于推动人民币走出去；

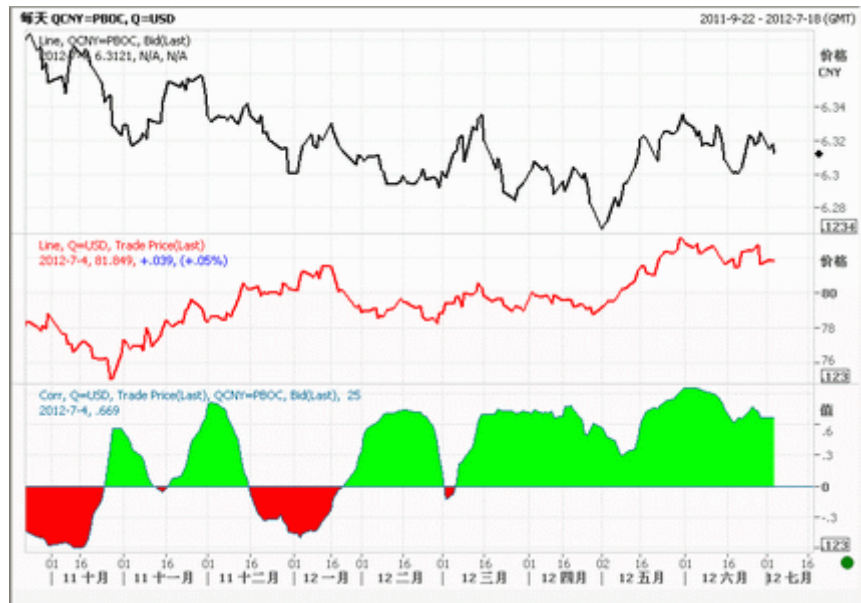
最后，允许在深圳前海试点进行人民币资本项下可兑换，意味着人民币自由兑换迈出了重要的一步。

在政策密集推出的同时，我们看到无论是货币当局层面还是市场层面，对于人民币的态度和预期，都出现了微妙变化，具体体现为：

在货币当局层面，对中间价的制定机制，以及如何引导汇率方向，出现了明显的市场化倾向。自3月份以来，每日中间价的变化，与国际市场美元的表现关系密切，两者的相关性大幅上升，且持续至7月初，这意味着如果美元走强，中间价就会走弱，美元走弱，

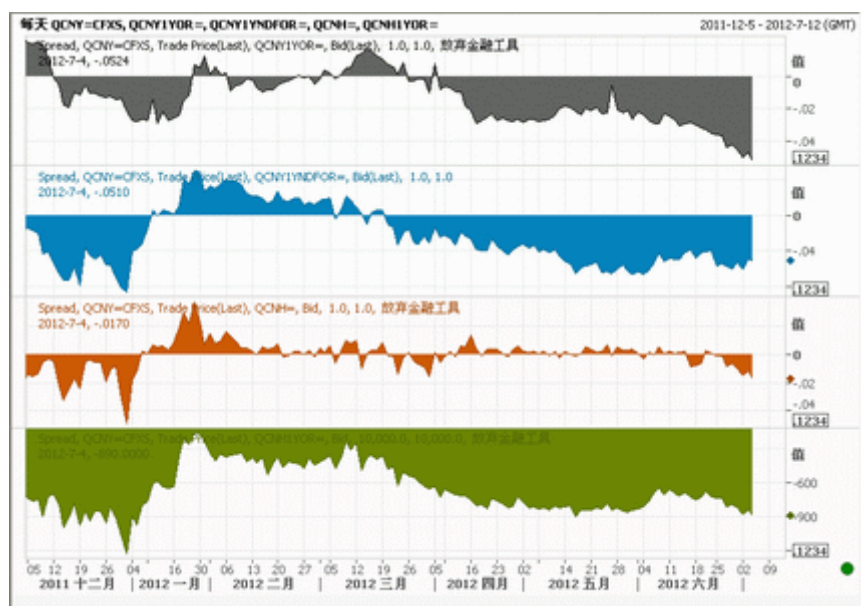
中间价就会走强。

图14: 人民币与美指相关性 来源: 路透



我们认为这一变化意义重大, 如果这一机制能够持续, 那么意味着至少从中间价角度而言, 人民币已经正式加入非美货币阵营, 与欧元、英镑等货币开始同涨同跌, 这有利于银行与企业对汇率市场的预测与判断, 有利于操作交易行为的开展。

图15: 人民币DF、NDF、CNH、香港远期升贴水 来源: 路透

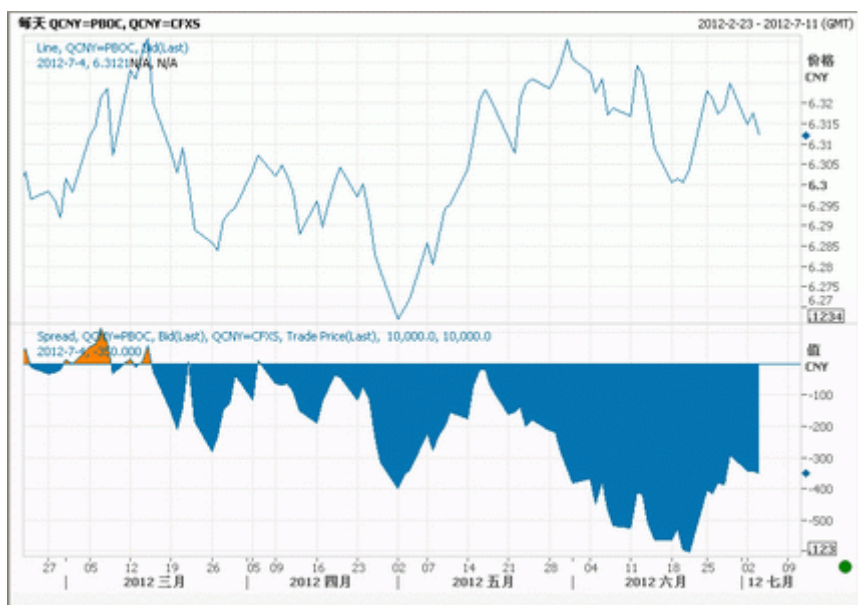


但是从市场层面, 我们发现了一些更有趣的信号, 那就是无论是境内的即期汇率, 还是境内外的远期汇率, 都表现出较中间价更

为疲软的特征。

比如自4月份后，即期汇率与中间价的价差不断拉宽，在6月下旬，一度低于中间价600点，逼近1%的交易区间下限。而在远期汇率方面，境内远期DF、境外远期NDF、香港远期汇率都维持贴水，显示有较强的贬值预期，进入6月下旬后，贴水幅度进一步扩大，其中境内远期贴水已创3年新高，香港远期贴水也创下年内新高。

图16: 人民币即期汇率与中间价价差 来源: 路透



这种市场层面的贬值预期，可以理解为在国内外经济环境皆疲软的形势下，市场对中间价不能完全认可，市场或许认为人民币的汇率表现应当更加疲软。

对于人民币的后市走向，我们认为如果央行继续坚持美元在中间价形成机制中的作用，那么在年内余下时间内，人民币很难再有升值空间，甚至于上半年创下的6.2884就已经成为年内高点，而适度贬值的空间则相对宽松，年内的波动性将进一步上升，波幅将主要集中在6.30-6.40，且不排除跌破6.40的可能。当然，这一判断是建立在对强势美元预期的基础上的，如果美元未能如我们预期保持强势，则上述判断将难以成立。

考虑到上半年密集推出的新政策，我们认为货币当局正在有意识的加速推进人民币国际化与自由兑换。

国际化与自由兑换两者相辅相成，很难割裂开来。国际化要求

人民币成为境外市场能够接受的货币，这不仅是指境外官方能够接受人民币成为储备货币，更重要的是境外机构和市场接受人民币做为结算、交易、支付货币，从这一点而言，人民币的国际化离最终目标仍有相当距离。

要使得境外机构和市场能接受人民币，有四个重要条件：一是人民币币值相对稳定，这一点已经满足；二是人民币有回流渠道或境外循环系统；三是有人民币的运用工具和市场；四是人民币可以自由兑换。就第二、第三点而言，目前除香港人民币离岸市场稍成体系外，其他市场均不成体系，而自由兑换仍然只停留在设想阶段，深圳前海的自由兑换试点尚未正式推出。

预计在下半年，决策层会针对上述后三点推出更多措施，特别是在人民币回流渠道、境外循环上做文章，即人民币走出去之后，可以通过发行境外人民币债券等手段回流国内市场，或者可以通过各类新的境外人民币金融产品和工具实现境外循环，只有这样，海外市场对人民币的接受程度才能逐步提高。

同时，自由兑换将会成为推动人民币国际化的重要环节。经过多年的改革，除资本项目下外，其他项目下人民币均已实现可兑换。如果前海试点资本项目下可兑换能够成功，那么人民币距离自由兑换就已经十分接近了。

要实现自由兑换，前提是已经实现了利率市场化，只有这样，在资本的流动中，利率和汇率的定价才会真实有效。实际上，国内的利率市场化改革早已起步，如银行间货币市场、债券市场、银行理财产品的创设等，都已经是利率市场化的体现，可以说，除银行存贷款利率外，多数利率市场化的障碍都已经扫除。

而在6月份最新的降息环节中，央行对存款利率上限和贷款利率下限做了较大调整，可以认为最后的障碍正在松动中，人民币利率市场化实现的时间或许比预期来得更早，而人民币自由兑换也或许会提早实现。

四、黄金牛市是否已经结束？

在2季度，黄金价格出现较大幅度的下跌，最低跌至1530美元，较1季度高点已大幅下跌14%。更为恶劣的是，金价已经跌破

了2008年以来这轮升势的上升趋势线，从技术角度而言，这是一种糟糕的信号，表示2008年以来的本轮涨势可能已经终结。

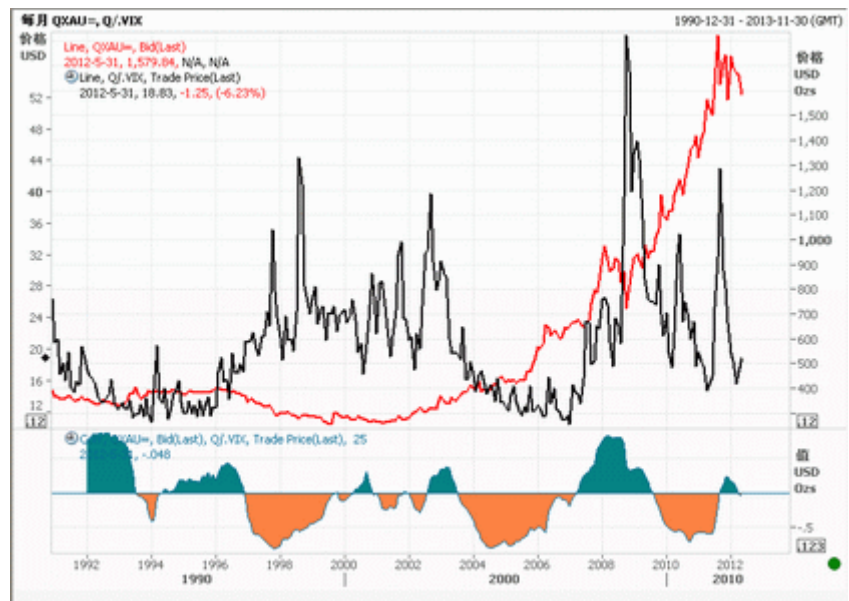
图17: 黄金走势 来源: 路透



在这种形势下，黄金后市将何去何从，牛市是否已经终结就成为不得不面对的问题。

我们十分有必要对过去10年黄金大牛市发动的原因进行探讨，即到底是什么因素支撑了这一波牛市？这关系到我们对当前行情的正确认识，以及对牛市运行时间及终点的判断。

图18: 黄金（红）与VIX指数（黑）的相关性 来源: 路透



首先需要明确的是，黄金牛市并非由避险驱动。自 VIX 恐慌指数诞生以来，在大约三分之二的时间内，金价与 VIX 呈负相关，也即市场越恐慌，金价越下跌，而不是上涨。

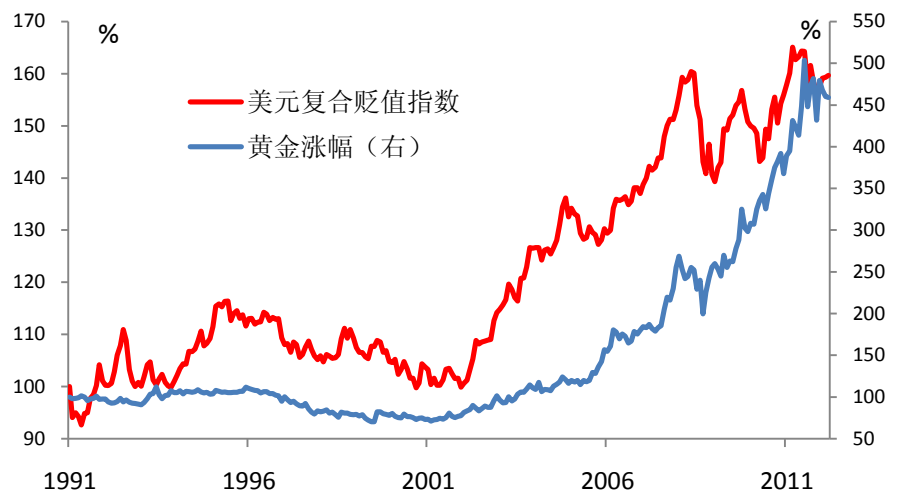
这一点在 90 年代后期格外明显，1997 年亚洲金融危机后，国际市场连续经历了俄罗斯国债危机、拉美金融危机、美国网络泡沫破灭等一系列金融危机的打击，VIX 指数长时间高企，但金价不涨反跌，构筑了一个长达数年的大型底部。

在 2008 年金融危机，以及随后的欧债危机中，黄金也有这一特点，即在危机的高潮期，VIX 大幅走高，而金价掉头向下。

我们认为，持续的通胀以及美元贬值，是驱动黄金大牛市的根本因素。

在考虑了美元指数的贬值幅度，以及世界范围内的通胀后，我们构建了一条美元复合贬值指数，在与金价对比后可以发现，两者无论在运行的趋势，还是节奏上，都有很高的一致性。

图19：黄金与美元符合贬值指数 来源：路透



也就是说，过去 20 年来，世界范围内的持续通胀，以及美元汇率的贬值，很可能是金价上涨最重要的推动力。持续的通胀，使得商品价格上涨，黄金做为商品的一员，价格也会水涨船高，而美元自 2000 年后的贬值，会直接导致以美元计价商品价格的上升。

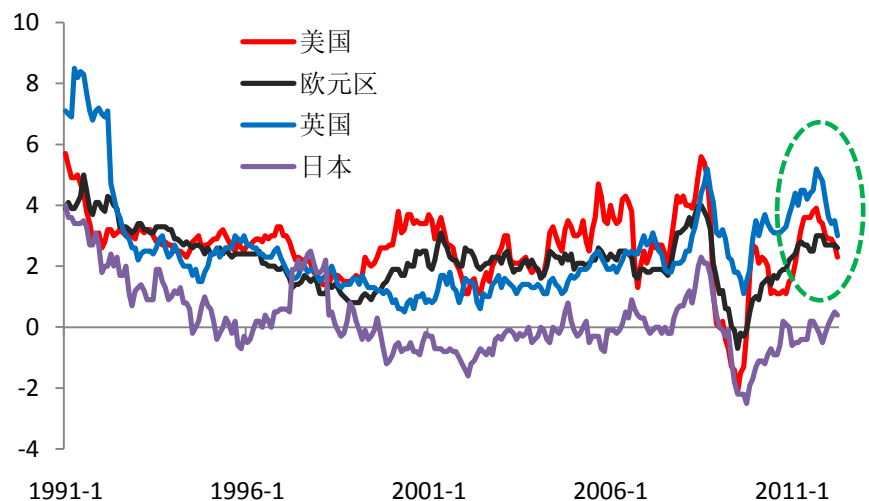
但是，我们也注意到，过去 20 年间，上图两个指标的涨幅是不一致的，美元复合贬值指数上涨了约 60%，而金价涨幅则超过 4 倍。

对于这一问题，我们认为要回溯到黄金的第一轮泡沫开始。布雷顿森林体系于1973年解体后，真正意义上的汇率和黄金市场逐渐建立起来，其时恰逢发达国家遭遇严重通胀，黄金大获青睐，由此产生了第一轮黄金泡沫，并于1980年达到顶峰，金价一度超过800美元/盎司，随后黄金泡沫被刺破，金价一落千丈，两年内跌去60%。

接下来的20年，黄金经历了漫漫熊市，价格不断走低，我们认为，正是这20年的大熊市，使得金价失去了与同期通胀联动的机会，前一轮泡沫破灭的教训，也使得投机资金尽量规避黄金，在2000年前后，金价估值已经低于真实价值。或者说，2001年后的牛市，一方面是通胀与美元贬值的驱动，另一方面也是黄金对自身真实价值的回归。

因此，探讨全球通胀前景，以及美元未来的走势，对我们判断未来黄金价格的变动，有重要意义。

图20: 全球并未出现高通胀，且通胀周期已走过拐点



在2008年金融危机后，全球主要经济体纷纷采取极度宽松的货币政策，当时，投资人普遍对未来的通胀前景感到忧虑，认为全球如此宽松的政策，将会催生高通胀时代的来临。但是，几年过去后，我们发现，预期中的高通胀并没有出现，相反，随着欧债危机的再度恶化，全球通胀已经走过拐点，进入下行周期。

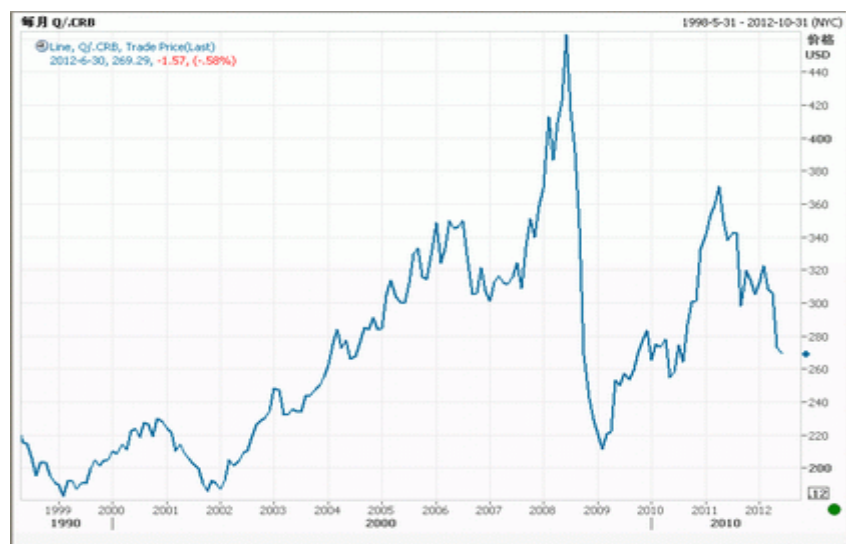
究其原因，我们认为原因有三：

一是2008年危机后，全球主要经济体都没有出现强劲的经济

复苏，美国的复苏创下二战后最缓慢的复苏，欧洲摇摆衰退边缘，中国的强劲复苏昙花一现，很快转入下行周期，因此，全球低迷的经济形势，直接压制了终端需求，导致供给过剩，价格被压制在较为温和的水平；

二是全球经济前景的低迷，直接压低了大宗商品价格，包括原油、矿石、农产品都未能再现 2008 年之前的飙升势头，也极大缓解了世界范围内的通胀压力；

图21: CRB大宗商品价格指数进入下行周期 来源: 路透



三是央行注入的流动性，有相当部分并未进入实体经济，而是进入虚拟的金融市场，我们看到金融危机后主要股市的反弹幅度相当可观，股市的复苏远好于实体经济的复苏（中国除外），而衍生品等高杠杆领域也吸纳了大量流动性。

在欧债危机恶化，美国复苏放缓，中国等新兴市场经济尚未见底的形势下，上述三点原因所发挥的作用可能会进一步增强，我们预期低迷的经济形势将使得通胀波澜不兴，中期内全球通胀将以下行周期为主，即使美联储等央行推出新的 QE，也不大可能会显著推高通胀。

因此，在我们能够预见到的阶段内进行分析的话，通胀不会出现明显上升，并很可能会低于过去 20 年的均值，在中期甚至更长的阶段内，通胀难以成为推高黄金的主要因素。

这一结论不包含远景分析，因从历史的角度来看，自进入商品经济以来通胀便始终存在，因此长期而言一定会存在通胀且一定会

推高金价，但这是永远正确的废话，从长期看，所有商品的价格都会上涨，这对我们判断黄金的中期走势毫无帮助。

而对于美元的走势，如前文所述，我们认为美元在中期内维持强势是大概率事件，这里不再重复。

还有其他一些因素会影响金价的波动，比如供给与需求，比如生产成本等，但这些因素变化的十分缓慢，难以影响金价的波动。通胀和美元走势，将会直接影响黄金的计价、机会成本，并直接作用于投机资金的操作行为。

就长期而言，我们还不能断言黄金牛市已经结束，但在中期而言，比如一到两年来看，黄金缺少持续上涨的推动力，重现过去十年间单边上涨势头的难度较大，价格陷入宽幅振荡的可能性较高，黄金再创新高的机会仍有，但恐难以持久守住新高。金价波动性的加大，将会增加长线投资操作的难度，削弱盈利空间，但会加剧市场的投机性，有利于结构性产品和交易类产品的发展。

招银专题分析报告

2012年7月5日
总第93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。