



GOLD MONTHLY REPORT



经易金业有限责任公司

二零一零年十二月



经易金业有限责任公司

Jingyi Gold Co., Ltd.

黄金月度研究报告

2010年12月

编审人员

主 编 柳宇宁

执行主编 顾海鹏

编 者 邱菀仪 廖 哲 刘 磊 李文耀 冉守强

校 对 廖 哲

目 录

报告概述.....	4
第一部分 价格走势和市场回顾.....	5
一、国内期货市场和现货市场成交情况.....	5
二、国际黄金价格走势回顾.....	6
第二部分 宏观驱动因素从流动性向基本面转移.....	9
一、货币、财政政策双重刺激美国经济复苏步伐转强.....	9
二、欧洲经济复苏相对缓慢，刺激空间受限物价红线.....	13
三、抑制通胀成首要任务，中国已进入紧缩周期.....	17
四、黄金市场展望.....	18
第三部分 大宗商品与黄金价格运行情况分析.....	20
一、2010 年 12 月份大宗商品及黄金价格走势回顾.....	20
二、2010 年 12 月份大宗商品市场价格波动情况分析.....	21
第四部分 基金持仓变化分析.....	28
一、商品市场上的资金流动状况.....	28
二、黄金持仓分析.....	31
第五部分 价格走势预测与投资策略建议.....	34
一、通过技术分析对黄金价格走势进行预测.....	34
二、2011 年 1 月投资策略及建议.....	38

报告概述

2010年12月国际现货黄金价格呈现震荡上涨局面，并刷新历史高点至1430.55美元/盎司。回首2010，黄金29.5%的年度上涨幅度可以傲视国内外市场，也为长达整整10年的牛市行情续写了完美的一笔。

显然，在货币、财政政策主基调确立后，全球经济正朝着乐观的复苏预期进一步前进，其主导线索从流动性驱动转移至基本面驱动。美国经济指标将成为未来更为重要的市场风向标，大宗商品及证券市场更多跟随经济指标回暖而成为市场首要青睐对象。

回顾黄金在2010年下半年，特别是第四季度以来的表现，无论是因规避金融市场动荡还是因规避通胀而产生的需求，均对黄金市场提供了强劲的上漲动力，金价自2010年8月以来已经连续五个月以阳线收盘。我们在继续对黄金市场维持长期涨势判断的同时，也提醒投资者高度关注：经过连续上涨的行情后，黄金市场积累了大量获利压力，一旦市场预期出现短期波动，或获利盘兑现压力集中释放，黄金价格有可能出现短期内的快速深幅调整，投资者应提前做好风险防范，避免高位追涨可能导致的风险。

综合分析，短期黄金价格呈现适度调整的条件逐渐成熟，但市场价格大幅度下降的可能并不大。黄金长期价格依然维持强势格局之中，但基于价格影响因素及市场预期的改变，未来黄金市场价格的波动规律与时间节奏可能会出现相应变化。一月份黄金价格将总体上延续多头态势，整体的波动区间在1340—1440美元每盎司的可能性较大。

第一部分 价格走势和市场回顾

一、国内期货市场和现货市场成交情况

2010年12月国际现货黄金价格呈现震荡上涨局面，并刷新历史高点至1430.55美元/盎司。回首2010，黄金29.5%的年度上涨幅度可以傲视国内外市场，也为长达整整10年的牛市行情续写了完美的一笔。

我们看到，伴随着国内居高不下的通胀压力和国际CRB指数不断创出历史新高，黄金市场也不甘示弱。但由于临近年末，受西方圣诞节等假日因素影响，市场交投相对清淡，不论上海黄金交易所交易品种还是上海期货交易所的黄金期货成交量环比均出现不同幅度下降。其中，我们监测的上海黄金交易所四个品种合计环比下降为0.22%，上海期货交易所黄金期货全部合约环比下降为37.94%。

表格1-1 上海黄金交易所2010年12月成交量表

品种	2010 年 12 月 (吨)	2009 年 12 月 (吨)	2010 年 11 月 (吨)	同比涨幅 (%)	环比涨幅 (%)
AU (T+D)	347.33	563.188	362.892	-38.33%	-4.29%
AU100g	1.408	1.9526	2.1948	-27.89%	-35.85%
AU9999	101.89	54.1944	97.5034	88.01%	4.50%
AU9995	64.56	77.18	53.732	-16.35%	20.15%
合计	515.188	696.515	516.3222	-26.03%	-0.22%

数据来源：上海黄金交易所网站

从上表可以看出，12月份上海黄金交易所交易品种成交量环比涨跌不一，AU9999和AU9995成交量环比出现上涨，AU(T+D)和AU100g成交量环比出现下跌，但总体上基本与前期持平。其主要原因是黄金价格的持续上涨，使市场投资者保持着较高的投资兴趣。

从总的成交量来看，2010年12月份上海黄金交易所交易品种较2010年11月份下降了0.22%，并且与去年同期相比，降幅为26.03%。我们认为，虽然投资者对于黄金市场的投资意愿较强，但本月横盘整理的时间较多，交投相对清淡。总体来看，国内很多商业银行正逐步加大对黄金理财和相关业务的推广，引来更多其他经济市场投资者的关注，投资黄金热情有逐步升温迹象。

表格1-2 上海期货交易所黄金期货2010年12月成交量表

品种	2010 年 12 月 (吨)	2009 年 12 月 (吨)	2010 年 11 月 (吨)	同比涨幅 (%)	环比涨幅 (%)
全部合约	497.47	1537.99	801.588	-67.65%	-37.94%
主力合约	494.122	1528.436	784.712	-67.67%	-37.03%

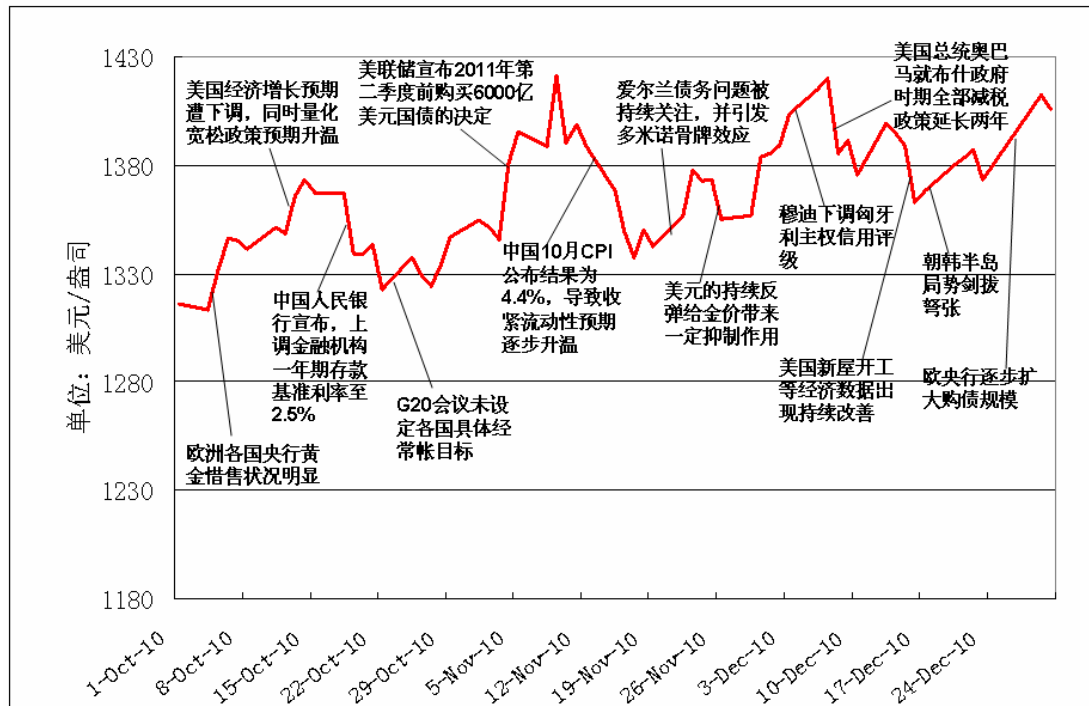
数据来源：上海期货交易所网站

从上表可以看出，上海期货交易所黄金期货12月份成交量与上海黄金交易所的情况相似，同比和环比均出现下跌，其中环比全部合约降为37.94%，同比降幅为67.65%。另外，主力合约成交量环比下降至37.03%，主要是受到西方节假日影响，国际黄金市场交投清淡，加之人民币持续升值，国内黄金市场价格波动区间缩窄，导致投资机会减少。截止12月最后一个交易日，黄金期货的全部合约持仓量为78836手，高于11月底持仓量65122手，表明投资者在金价处于震荡上行趋势中，对于后市继续持有乐观态度。

现在对比两个市场的成交量和持仓情况，我们看到，上海黄金交易所12月份的总成交量为515.188吨，而上海期货交易所黄金期货的总成交量为497.47吨，现货市场成交量超过了期货市场；持仓情况方面，现货市场持仓量由11月的123562手回落至109496手，期货市场由11月的65122手上涨至78836手，反映出两大黄金市场的参与主体与目的存在不同。

二、 国际黄金价格走势回顾

图表1-1 国际现货金价2010年10月份至2010年12月份走势与影响因素



数据来源：伦敦金银市场协会网站

2010年12月份国际现货金价以1385.90美元开盘，最高上攻至1430.55美元，最低下探至1362.04美元，报收于1420.65美元，上涨35.95美元，涨幅为2.60%，全月价格呈现震荡上涨局面。

我们看到，进入12月份以来黄金价格和美元回归负相关走势。随着货币的购买力下降，资产价格逐步攀升，白银价格、原油价格和代表大宗商品的CRB指数不断刷新阶段高点，美国股票市场在2010年也画上了圆满的句号。归结起来，推动12月份金价震荡上涨的因素主要包括：

欧债问题依然是现阶段市场的主线，爱尔兰援助协议并未缓解市场担忧情绪。国际清算银行发布季报指出，各国银行对爱尔兰、希腊、葡萄牙、西班牙四国的总风险敞口超出预期。其次，标普和穆迪两大评级机构分别下调了比利时和爱尔兰的信用等级，风险情绪有抬头迹象。欧盟和国际组织官员近日纷纷出谋划策，提议扩大7500亿欧元的救助机制以及发行欧元债券，以防止主权债务危机蔓延。然而，欧元区第一大经济体德国坚决反对，因为任何解决方案的实施，都会在以牺牲德国经济利益为基础，为了不使自身受到拖累，上述两大解决方案短期内付诸实施的可能性十分渺茫，欧洲经济会持续动荡局面，加之目前欧洲央行对于黄金的态度由净售出方逐步转入了净买入方，金价有望获进一步支撑。

美国方面，奥巴马和共和党人达成了妥协版减税案，这项议案规模高达8580亿美元，请务必阅读报告末页声明

美元。新方案包括把布什政府时期在今年年底将要到期的全民减税政策延期两年，把今年11月底到期的延长失业者领取救济金期限的法案再延长13个月，以及企业投资享受税收减免等多项内容，堪比在11月初美联储宣布的6000亿美元的购债举措。

减税所涉及的庞大资金规模，也令美国本就很紧张的财政收支更显脆弱。近期，国际评级机构频频对此发出警告，如果奥巴马政府的减税方案获得国会批准，有可能会下调美国的信用评级。而美国国债收益率近日持续大幅飙升走势，信贷成本的提高对美元形成压制作用，金价则受到推动。

目前，葡萄牙报纸报导，中国将收购40-50亿欧元的葡萄牙国债，以协助该国渡过主权债信危机。与此同时，在北京举行的第三次中欧经贸高层对话期间，中国副总理王岐山已经保证，“如有必要”，中国将加大对欧洲稳定努力的支持。这间接反映出中国充分相信欧洲经济体能够最终走出困境，不仅帮助其度过难关，也为中国投资的多元化打下伏笔，由此市场普遍预计中国在未来也将成为西班牙国债的大买家，短时间内则达到了缓解欧洲债务问题的效果。

近期我们也关注到，韩国、巴西、新西兰、澳大利亚等国均维持基准利率不变的政策，其原因是在年底前，市场相关数据并不能完全反映出真实的实体经济状况，并且在即将到来的2011年，经济复苏前景存在一定不确定性，各国央行保有谨慎的态度。另外，朝韩事件终于出现缓和局面，韩国已表态会坐到六方会谈的谈判桌上来调节其间的矛盾，朝韩危机虽然在新的一年里会阶段性对市场形成干扰，但影响力可能会逐步减弱，对于金价支撑的力度也会逐步弱化。

对于后市黄金走势的分析，欧洲债务问题依然是市场的主导因素，而中美和中欧在2011年1月份相互带有商业和政治性质的访问为市场带来利好的可能性较大，金价处在中期行情的十字路口上。预计后市将呈现宽幅震荡走势，建议投资者以高抛低吸为主。

第二部分 宏观驱动因素从流动性向基本面转移

伴随着美联储2010年最后一次利率决议维持6000亿量宽规模不变以及美国高达8580亿美元的新财政刺激计划的通过，2010年底至2011年上半年全球宏观经济政策主基调基本确立：发达经济体延续量化宽松的货币环境来刺激经济复苏，积极财政政策促使全球流动性仍处宽裕。但不同经济体的相对经济复苏状态以及政策着力点却出现明显分化：美国相对复苏状况优于欧洲，但实现经济自我复苏增长同时更多诉求就业复苏，欧洲相对复苏较差，更多精力用于防范债务危机的升级和扩散，新兴市场复苏步伐最快，但首要任务是对抗通胀压力。因此市场驱动因素有从单纯流动性驱动因素转移至基本面因素驱动，大宗商品在基本面相对乐观的背景下继续新高的概率较大，新兴市场内部通胀情形可能进一步加剧，导致输入型通胀压力以及本币升值的压力逐步加大。

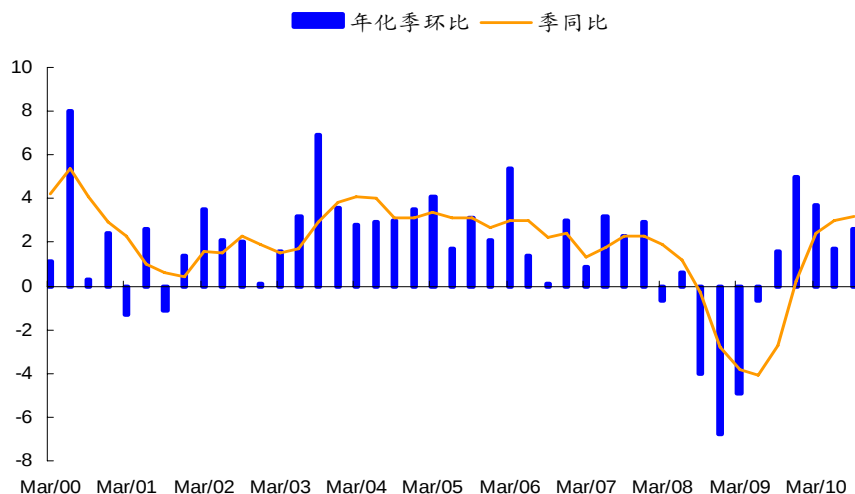
具体来看，美国经济在GDP修正值上调以及制造业和消费者信心均超预期上行的背景下，获得了相对乐观的经济复苏预期，并且在初期失业金人数大幅回落的推动下，全球风险偏好具备了进一步回暖的基础，致使美国长期国债收益率大幅攀升，成为来年经济复苏中一个隐含的定时炸弹。于此相对应，欧洲经济复苏步伐相对缓慢，2011年1季度面临债务偿还高峰期，降低债务融资成本成为首要任务。但此时欧洲通胀指标超出2%红线也预示着欧洲货币政策灵活性适度削弱。而以中国为首的新兴市场已经展开紧缩措施，准备金率、利率、汇率三率其动，意在控制通胀预期的进一步蔓延。

一、货币、财政政策双重刺激美国经济复苏步伐转强

美国今年第3季度GDP第3次预估显示增长2.6%，略微高于第2次预估的2.5%，低于市场预期。存货贡献如预期上修，但个人消费支出（PCE）增幅下修至+1.6%，第2次预估为+2.5%，仅这一项就令拖累GDP修正值0.42%。对第三季度GDP上修幅度最大的是库存变化，为GDP贡献了1.61%，上修了0.31%。唯一明显的下调来自服务业个人消费支出的下调，对第三季度GDP的贡献为0.74%，较第2次预估下调了0.42%。第三季度经济增幅之所以上调，主要因为政府开支、出口以及私营部门库存投资对经济

的贡献度增大。其中，第三季度商业库存向上修正至增加1214亿美元（初值为1115亿美元），第二季度为增加688亿美元。至此，私营部门库存投资对GDP增幅的贡献度为1.61个百分点，高于第二季度的0.82个百分点。

图表2-1 美国GDP环比



数据来源：美国商务部

从美联储两大核心职责来看，美国经济复苏仍存在无就业复苏难题。高达 9.8% 的失业率以及 CPI 仍处于 1.1% 的低位，显示美国宽松的货币财政政策仍然得以维系。在美国保持了高达 6000 亿美元的量化宽松规模基础上，延长布什政府的减税刺激计划总额高达 8580 将成为 2011 年美国相对经济复苏的主要动力，而此时美国制造业回暖将逐渐给美国就业复苏带来新的机遇。

美联储 14 日在货币政策会议中指出当前美国经济继续复苏，但复苏进程仍过于缓慢，无法拉低失业率。FOMC 宣布维持基准利率 0-0.25% 不变，并继续预计在包括较低的资源使用率，通胀趋势受到抑压和通胀预期稳定的经济状况影响下，联邦基准利率将在较长时间内维持超低水准。同时，重申其购买 6000 亿美元国债以刺激经济增长并创造就业的承诺。当前失业率和整体资源利用率依然是美联储关注的重点所在。只有当经济不再有任何疑虑，且经济增长加速足以改善高失业率之时，美联储才会考虑刺激政策的退出。

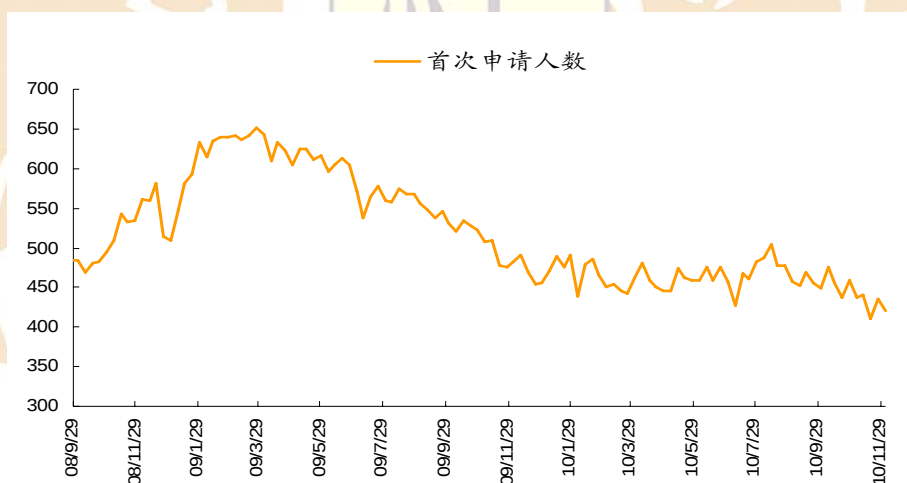
美国面临根本问题的并不是缺乏流动性的量化问题，而是信贷资金并不能很好的配置到创造实体就业的制造业企业中，也就是信贷渠道受制于实体经济疲软。因此积极地财政政策和分配政策与量化货币政策相配合，才能到达刺激实体经济回暖，

实现就业复苏的良性经济复苏。美国国会众议院 16 日投票通过了奥巴马本月初与共和党就减税方案达成的框架协议。该框架协议成本约 8580 亿美元，主要内容包括把将于今年 12 月底到期的布什政府时期全民减税政策延期两年；把今年 11 月底到期的针对长期失业者的失业救济法案延长 13 个月；给予企业投资税收减免；将美国每个人的遗产税免征额设定为 500 万美元、最高税率定为 35% 等。

在货币、财政双重刺激之下，美国初期失业金、制造业以及消费者信心均出现了超预期好转，显示美国在第一次刺激红利消失后的经济二次探底风险已基本释放完毕，美国经济基本面又重归复苏进程之中。

截至 12 月 18 日当周美国初请失业金人数减少 0.3 万人，至 42 万人。之前一周的初请失业金人数经修正后由 42 万人小幅上调至 42.3 万人。初请失业金人数的四周移动平均值为 42.6 万人，小幅增加 0.25 万人。此外，截至 12 月 11 日当周续请失业金人数减少 10.3 万人，至 406.4 万人。近来周初请失业金人数已趋于稳定。

图表 2-2 美国初请失业金人数变化

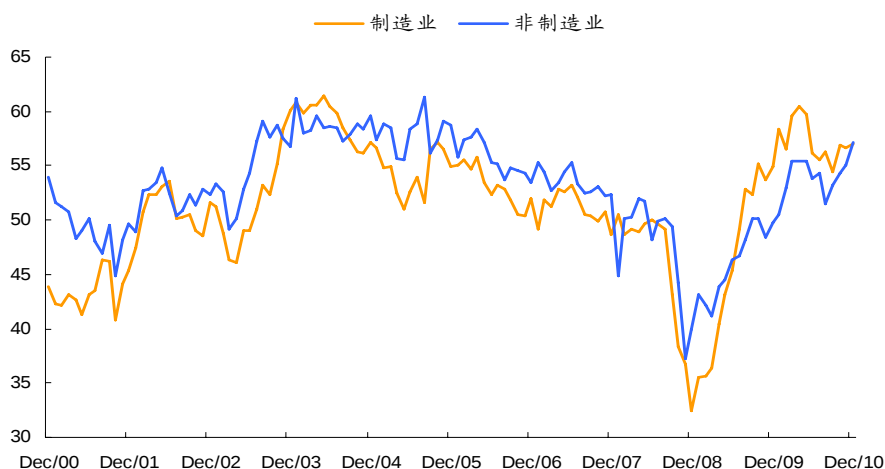


数据来源：美国劳工部

尽管美国 11 月 ISM 制造业 PMI 扩张步伐略有放缓，但依旧实现连续第 16 个月增长。数据显示，11 月 PMI 下滑至 56.6，10 月份为 56.9。PMI 各分项中，新订单和产出的增速也放缓。11 月份新订单指数从 10 月份的 58.9 下降至 56.6，而生产指数从 10 月份的 62.7 下降至 55.0。就业指数从 10 月份的 57.7 略微降至 57.5。库存指数则从 10 月份的 53.9 上升至 56.7。11 月份价格指数从 10 月份的 71.0 下滑至 69.5。11 月的出口指数环比上涨，但增幅低于 10 月。与此同时，美国非制造业活

动继续扩张。11 月份非制造业 PMI 升至 55，创今年 5 月以来新高。

图表2-3 美国制造业指数



数据来源：ISM

量化宽松政策刺激大宗商品价格持续上涨，从而推动了美国 3 季度以来的库存回补。美国 3 季度存货投资对经济增长并没有如预期那样贡献继续下降，而是超预期的贡献了 1.6 个百分点，12 月份 PMI 自有库存指数的快速回落预示着今年 1 季度存货投资对美国经济增长的贡献将下降。客户库存指数在 12 月份也大幅回落，预示着实际的市场需求在回升，将带动工业生产继续增长。PMI 新订单和产出指数也反映了这种积极的变化。12 月份新订单指数较 11 月份上升了 4.3%至 60.9，产出指数较 11 月份上升了 5.7%至 60.7%。

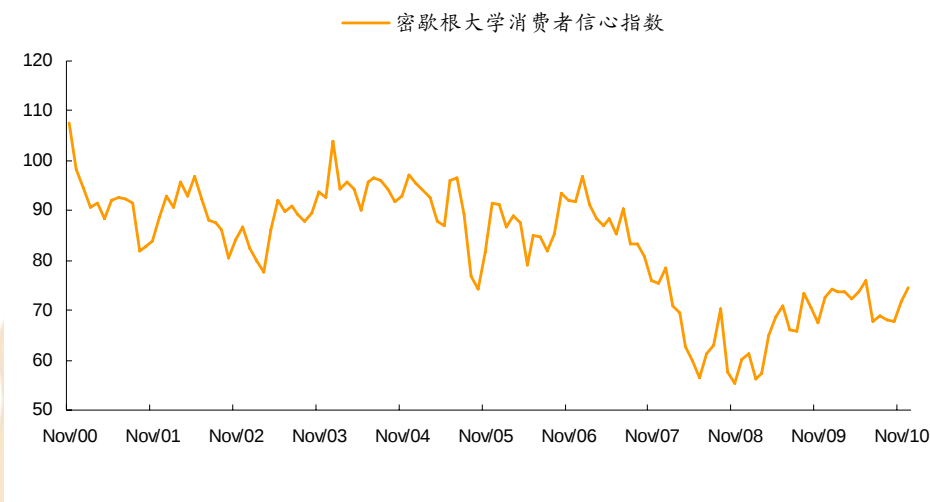
美国 11 月达拉斯联储制造业环境大幅改善，该辖区内整体商业活动指数从 10 月份的 2.6 升至 16.2。制造业产出指数从 10 月份的 6.9 大幅上涨至 13.1。11 月份新订单指数结束了此前连续 5 个月为负值的局面，从 10 月份的-4.3 升至 9.1。就业指数从 10 月份的-4.1 升至 5.8。支付价格指数从 10 月份的 29.9 升至 34.9；制成品价格指数从-3.5 升至 6.0。此外，美国芝加哥联储 10 月中西部制造业指数上升至 80.9。

美国 11 月芝加哥采购经理人指数为 62.5，为今年 4 月以来最高。11 月份谘商会消费者信心指数升至 54.1，创 5 个月来新高。在 10 月大幅增长之后，美国 NAPM 纽约企业活动指数继续扩张，11 月企业现况指数为 65.6；企业前景指数为 71.9，创 5 月以来最高水平。

美国 11 月个人消费支出月率连续第五个月增长，暗示第四季度美国经济有望更

快速增长。数据显示，美国 11 月份消费者支出月率增长 0.4%，11 月份美国个人收入月率增长 0.3%。11 月份全美储蓄率从 10 月份经修正后的 5.4% 下降至 5.3%。11 月份不包括食品和能源价格的核心个人消费支出价格指数较上年同期上升 0.8%，延续了 10 月份的升势。美国 12 月份密歇根大学消费者信心指数终值小幅升至 74.5，创今年 6 月以来新高，暗示 12 月份美国消费者信心继续增强。

图表2-4 美国消费者信心指数



数据来源：美国商务部

二、欧洲经济复苏相对缓慢，刺激空间受限物价红线

欧元区 GDP 增长速度在第三季度放缓。GDP 季率修正为上升 0.4%，年率修正为上升 1.9%。分项数据显示家庭与政府支出的季率增长速度有所加快，但是固定资本形成总额第三季度季率持平，暗示投资增长的动力不足。各成员国中，德国第三季度经济增速从第二季度的 2.3% 降至 0.7%，法国从 0.7% 降至 0.4%，意大利从 0.5% 降至 0.2%。欧元区负债严重的边缘国家经济增长滞后，在第二季度增长 0.3% 之后，西班牙经济增长第三季度陷入停滞，希腊经济第三季度萎缩 1.1%。

欧元区 11 月经济信心指数连续第 6 个月攀升，从 10 月份的 103.8 升至 105.3，这暗示欧元区经济未来数月将继续增长。欧元区 11 月服务业信心指数从 10 月份的 8.1 升至 10.2，创下了各部门指数的最大升幅；在订单总数与出口订单的提振下，欧元区 11 月工业信心指数升至 0.9。欧元区 11 月消费者信心指数从 -10.9 升至 -9。此外，欧元区 11 月商业景气指数从 0.91 升至 0.96，达到 07 年 12 月以来的最高水

平。

就业方面，欧元区 10 月失业率从 9 月份修正后的 10% 升至 10.1%，主要核心经济体的失业情况几乎没有发生变动，但欧元区边缘国家与核心国家之间的差距正日益扩大。数据显示，德国 10 月失业率持平在 6.7%，此前其 9 月失业率从 8 月份的 6.8% 降至 6.7%；法国 10 月失业率从 9 月份的 9.9% 降至 9.8%。然而，意大利 10 月失业率从 9 月份的 8.3% 升至 8.6%，为 7 年多以来的最高水平。爱尔兰的失业率在 10 月份依然位于 14.1% 的高位，西班牙 10 月失业率同 9 月持平，但依然位于 20.7% 的高位。此外，欧盟 27 国 10 月份的失业率为 9.6%，同 9 月份持平，而失业人数小幅增加 8.4 万人至 2315.1 万人。

然而，物价飙涨越过 BCE2%红线成为欧洲经济进一步复苏的障碍，其将影响欧洲下阶段经济刺激计划的实施空间。欧盟统计局宣布欧元区 2010 年 12 月 CPI 上涨 2.2%，达到 2008 年 10 月以来的最高水平，大大超出温和上涨至 2% 的市场预期。12 月 2.2% 的 CPI 表明，欧元区通胀水平两年来首次打破欧央行设定的“接近但低于 2%”的通胀目标。这种情况可能会引发欧央行忧虑：在当前众多国家实行紧缩财政以平复债券市场担忧的形势下，欧元区通胀压力正在持续增长。12 月份 CPI 的上升很可能会引发加息近在咫尺的担忧。

图表2-5 欧元区消费者物价指数

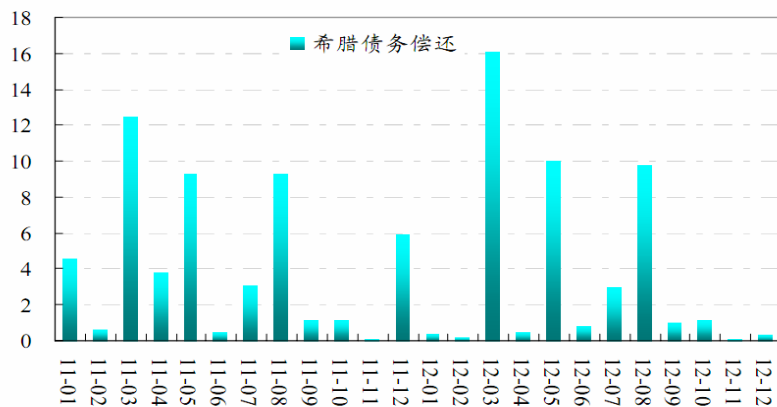


数据来源：欧盟统计局

然而，2011 年 1 月欧元区国家主要面临的是债务偿还的巨大压力。在上月我们提到了欧元区的三角难题，为了保证经济平稳增长，在财政紧缩的前提下，宽松的货币政策成为必要措施。然而欧元区的物价指数上涨超出红线打乱了这一既定策略，

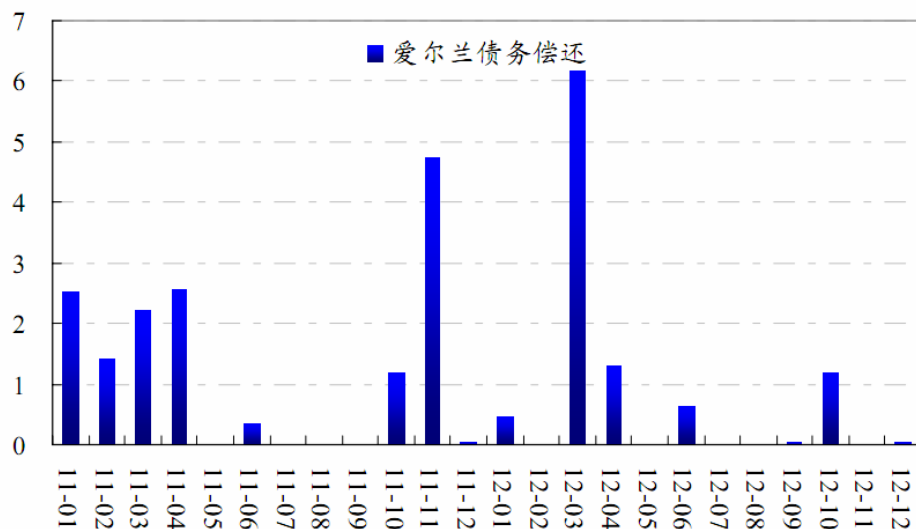
如何实现物价和增长的平衡，成为解决 2011 年欧洲债务问题的首要难关。而 2011 年 1 月又恰逢欧债国家偿债高峰期，其面临的融资问题将成为经济基本面回归过程中的一大不确定性。

图表2-6 希腊2011-2012年月度债务偿还



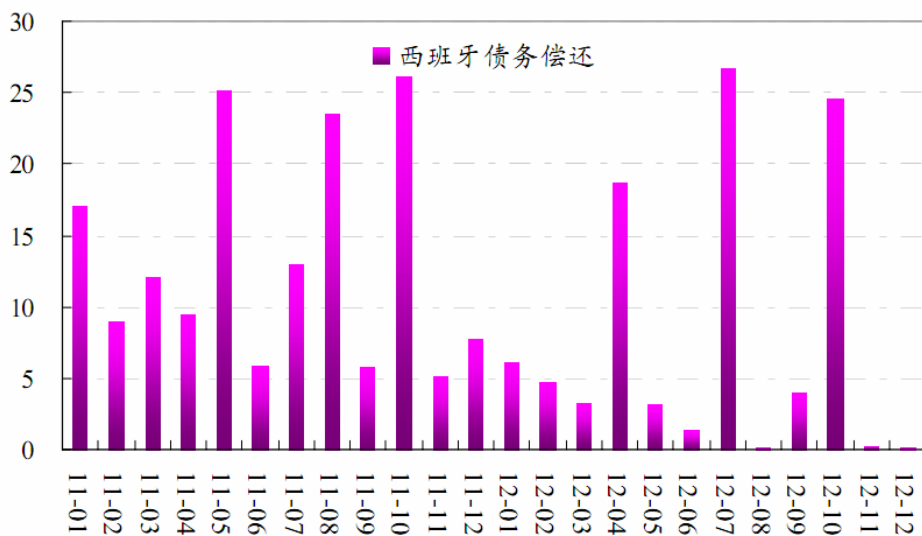
数据来源：欧盟统计局

图表2-7 爱尔兰2011-2012年月度债务偿还



数据来源：欧盟统计局

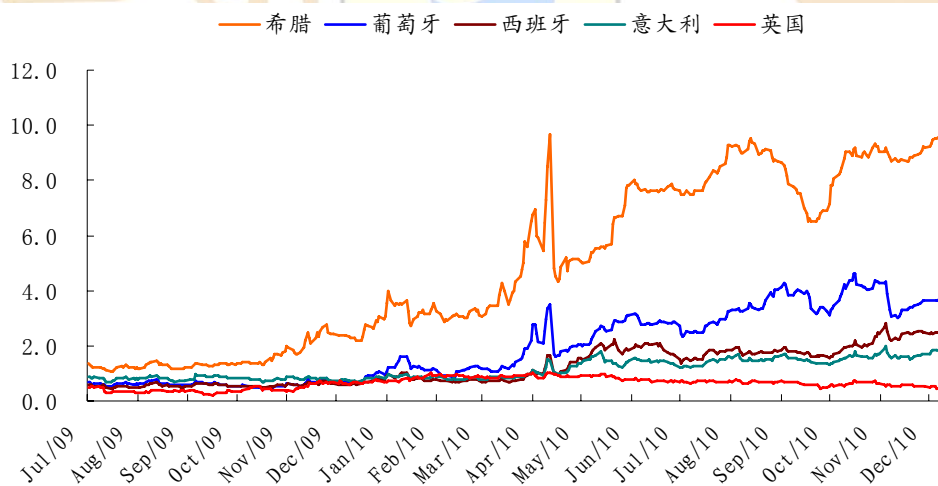
图表2-8西班牙2011-2012年月度债务偿还



数据来源：欧盟统计局

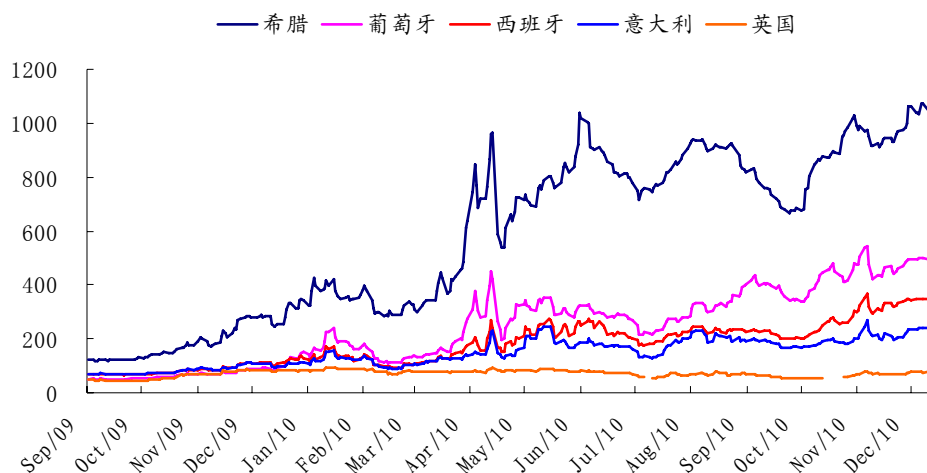
从欧债国家的违约风险 CDS 及国债利差可以看出，希腊、爱尔兰等 1 月份债务偿还压力在全年较高比重的国家违约风险已创出历史高点，而西班牙的债务风险也正在悄然积聚，其 CDS 距离历史高点仅一步之遥。

图表2-9欧洲主要经济体CDS



数据来源：欧盟统计局

图表2-10与德国10年期国债利差



数据来源：欧盟统计局

三、抑制通胀成首要任务，中国已进入紧缩周期

11 月居民消费价格同比上涨 5.1%，涨幅较上月提高 0.7 个百分点，再创年内新高。其中，食品价格上涨 11.7%，拉动 CPI 上升 3.8 个百分点左右，是 CPI 上涨的最主要推手。而 11 月的非食品价格上涨为 1.9%，也达到了年内新高，为当月 CPI 的上涨贡献了 1.8 个百分点左右。

11 月，粮食、食用油、肉禽及其制品价格涨幅都比上月有所扩大，但蔬菜类价格相比上月明显回落。11 月 CPI 环比涨幅明显高于上月（上月 CPI 环比涨幅为 0.7%，11 月为 1.1%），虽然食品是目前 CPI 上涨的主要推动力，但是非食品价格的上升也应该引起关注。1~11 月 CPI 累计上涨 3.2%，涨幅有加快趋势。

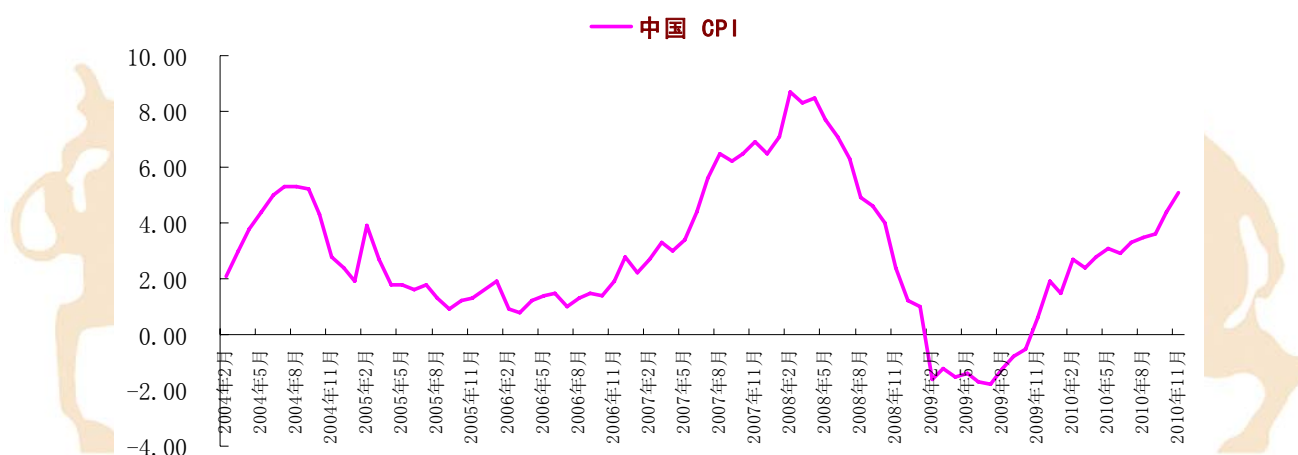
11 月工业品出厂价格同比上涨 6.1%，涨幅比上月提高 1.1 个百分点。1~11 月份，工业品出厂价格累计上涨 5.5%，涨幅与 1~10 月持平。其中，生产资料出厂价格涨幅与生活资料出厂价格涨幅均比上月有较大幅度提高，分别提高了 1.1 和 0.7 个百分点。而采掘工业、原料工业、加工工业、食品类、衣着类上和一般日用品类价格涨幅均比上月有所增加。

由于物价涨幅扩大，人民银行 12 月 10 日再次宣布上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，至此，存款准备金率已达 18.5%，再创历史新高。这也是央行今年以来第六次上调存款准备金率，其主要目的是通过收紧银行间市场流

动性来降低市场涨价预期。央行频繁采用提高准备进率的办法来管理通胀预期，反映出央行目前强烈回避加息操作的心态。12 月 25 日，中国人民银行决定，自 2010 年 12 月 26 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。鉴于当前的物价压力，货币政策已公开转向。

由此看出，央行的数量型工具及价格型工具均释放完毕，但中国受到外汇占款以及内生性货币投放的双重制约而导致物价持续上涨势头不减。在 2010 年全年已 6 次上调准备金，2 次上调基准利率，但还是无法避免实际利率为负的尴尬。一方面说明为抑制通胀预期继续蔓延，中国已进入了紧缩周期，从央行货币政策从适度宽松转变为稳健就可见一斑；另一方面，央行能够使用的调控工具已有限，预计央行在 2011 年初将汇率工具也加入调控工具篮子中，以平衡外汇占款过多、热钱流入导致的货币输入型价格泡沫。届时央行的准备金率、利率、汇率三率其动以抑制通胀。

图表2-11 中国消费者物价指数



数据来源：中国统计局

四、黄金市场展望

显然，在货币、财政政策主基调确立后，全球经济正朝着乐观的复苏预期进一步前进，其主导线索从流动性驱动转移至基本面驱动。美国经济指标将成为未来更为重要的市场风向标，大宗商品及证券市场更多跟随经济指标回暖而成为市场首要青睐对象，美国国债及欧洲债券市场将成为市场最可能抛弃的投资品种，而黄金作为抵御信用风险的主要工具可能在经济平稳复苏进程中沦为二线，但又在国债市场

资金大幅流出时成为规避债券市场崩盘而导致信用风险爆发的对冲工具。2011 年黄金可能在经济复苏中震荡，在经济狂热中爆发。

近期黄金走势可能有两种情况：第一，美国近期经济指标持续好转，失业率数据好于预期，市场乐观情绪进一步高涨，加上年初资金较为宽裕，欧洲债务问题很好受到中国支撑，投资者加大今年的经济复苏预期，同时增大高风险资产配置比例，黄金在此种背景下将会沦为第二梯队品种，较 2010 年将可能面临涨幅缩窄或者较长时间震荡调整局面。

第二，美国近期经济指标表现虽有好转但并未大幅超出预期，中美互访后战略达成妥协，中国以给美国制造良好的经济复苏外围环境换取和平发展的国际环境，而适度降低对于欧盟的热情，美国经济复苏仍是大概率事件，但失业率仍将长期处于较高水平，同时欧洲债务问题仍是一刻定时炸弹，美国国债也在经济向好背景下面临抛售境地，黄金在经济向好以及系统性风险并存之际仍成为规避风险的主要工具，此时黄金可能走出与商品同涨，又会在部分时间与美元同涨的强势格局。

由此综合认为，短期黄金价格呈现适度调整的条件逐渐成熟，但市场价格大幅度下降的可能并不大。长期价格依然维持强势格局之中，但由于市场价格影响因素路径与市场预期的改变未来黄金市场价格的波动规律与时间节奏可能会出现相应变化。

第三部分 大宗商品与黄金价格运行情况分析

一、2010 年 12 月份大宗商品及黄金价格走势回顾

受圣诞及元旦假期影响，本月大宗商品及黄金市场交投相对清淡，但市场对全球经济的乐观预期仍在继续发酵，风险偏好上升继续推升大宗商品价格，并进一步对黄金价格提供支撑。

由于本月适逢圣诞假期，又面临年末清算，市场交投兴趣明显减弱，资金对大宗商品市场的关注出现季节性减弱特征。但受风险偏好及通胀预期上升的推动，大宗商品价格仍运行在上行通道中，CRB 指数创出了金融危机爆发后的新高，反映出市场在主要经济体维持超宽松货币政策的背景下，仍然对经济向好后的流动性充裕和通胀压力加大具有较强的预期。

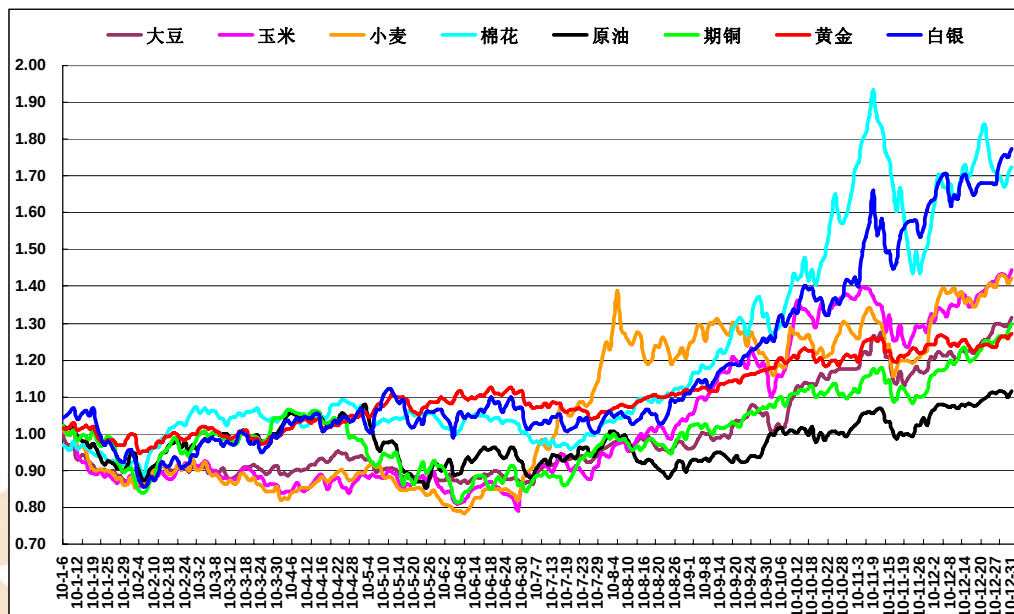
美国和欧元区主要经济体的经济数据持续向好为投资者添注信心，尽管欧元区继续为主权债务问题所困扰，但从目前的情况来看，在欧元区偿债压力集中爆发前，主权债务问题对金融市场的影响仍主要限于债券市场，短期内市场关注的热点仍然是美国的经济好转和亚太地区的经济维持强劲增长。除此而外，北半球遭遇的广泛暴雪和严寒天气刺激了短期内的能源需求，全球主要农产品主产区及澳大利亚遭遇的灾害性天气又为市场增添了供给层面的担忧，短期内乐观情绪占据市场主导。截止 2010 年 12 月末，我们所观测的大宗商品价格均较年初水平上涨，且绝大部分涨幅均超过 20%，部分大宗商品的价格涨幅已经超过 70%。

不过，我们在此需要特别提出，2011 年行情的起点是基于 2010 年末大宗商品价格均接近或突破历史高点，在商品价格因流动性而被推至历史高位的情况下，商品价格中包含的金融属性将在短期超越基本面的影响，但这样的格局会因为市场预期的快速调整而受到冲击，一旦市场预期因突发事件出现调整，大宗商品价格可能会出现短期内的宽幅震荡。未来一段时间内，欧洲主权债务问题的再次恶化、主要经济体宽松货币政策的回撤以及发达经济体经济复苏的波折，都可能成为导致市场震荡的促因。

回顾黄金在 2010 年下半年，特别是第四季度以来的表现，无论是因规避金融市场动荡还是因规避通胀而产生的需求，均对黄金市场提供了强劲的上漲动

力，金价自 2010 年 8 月以来已经连续五个月以阳线收盘。我们在继续对黄金市场维持长期涨势判断的同时，也提醒投资者高度关注：经过连续上涨的行情后，黄金市场积累了大量获利压力，一旦市场预期出现短期波动，或获利盘兑现压力集中释放，黄金价格有可能出现短期内的快速深幅调整，投资者应提前做好风险防范，避免高位追涨可能导致的风险。

图表3-1 2010年1月—12月全球主要商品价格涨幅变化



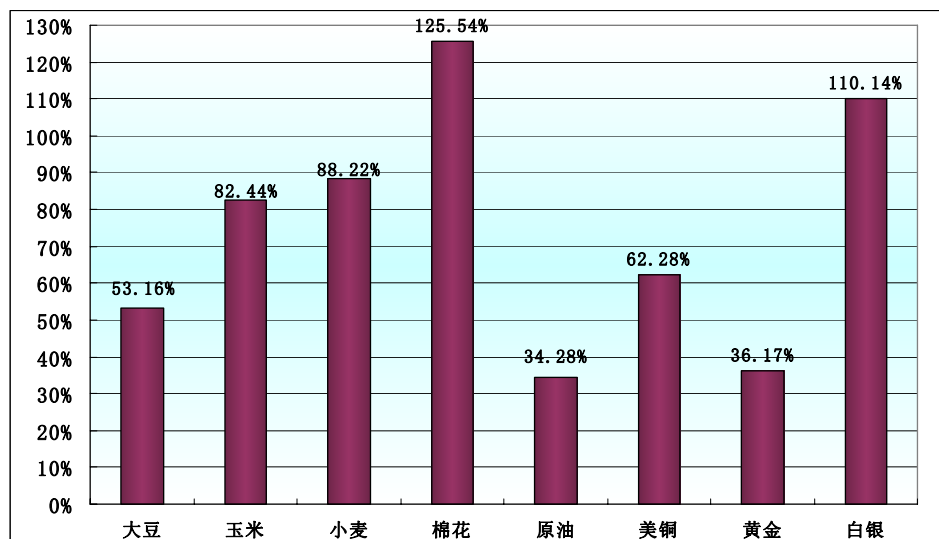
数据来源：CBOT, COMMEEX, ICE, NYMEX

二、2010 年 12 月份大宗商品市场价格波动情况分析

1、价格波动幅度分析

在通胀预期及市场乐观情绪的共同推动下，本月大宗商品市场总体呈现升势，绝大部分大宗商品价格均拓展了本年度的涨幅。其中，贵金属市场表现强劲，本月价格再度刷新历史高点，令 2010 年年度涨幅大幅超越历史均值。受全球范围内异常天气影响，农产品及能源价格涨幅较前一个月扩大。回顾 2010 年，在全球经济缓慢回升的过程中，大宗商品价格总体保持升势。我们观测的大宗商品中，涨幅居首的是棉花，达 125.54%，其次是白银，涨幅为 110.14%，大部分大宗商品价格年度最大涨幅均超过 50%。黄金价格最大涨幅达到 36.17%，高于历史均值，反映出市场在金融体系动荡及通胀预期攀升的情况下，对黄金投资需求的持续上升。

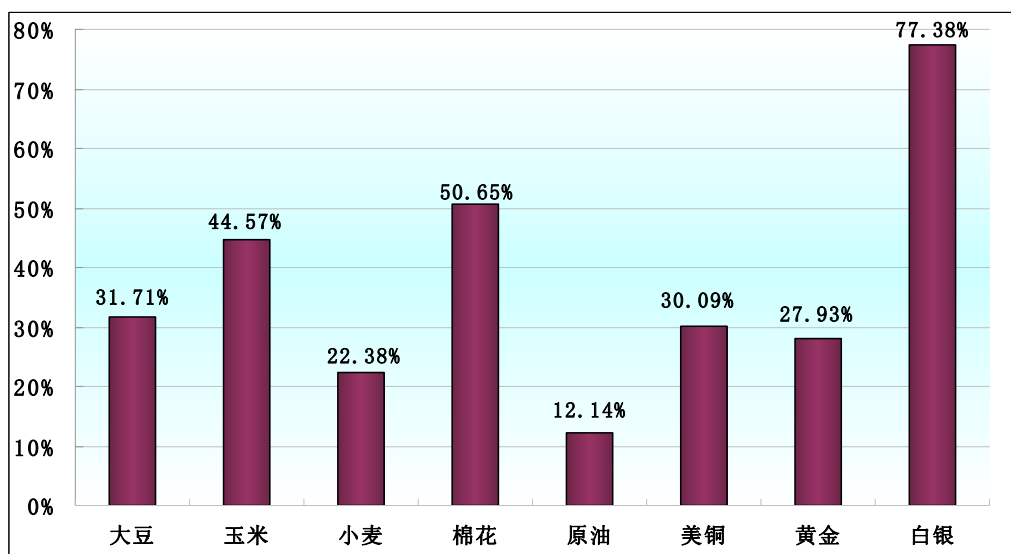
图表3-2 2010年1月-12月全球主要商品价格最大涨幅



数据来源: CBOT, COMEX, ICE, NYMEX

截止 12 月末, 诸多大宗商品的价格已经突破历史新高或接近金融危机前所触及的历史高点。我们需要指出, 在大宗商品价格中包含大量金融因素后, 流动性将对商品价格产生巨大的影响, 短期流动性的调整 and 变化会导致价格的宽幅震荡, 而大宗商品实际供需对价格的影响将需要很长一段时间才有望得以回归。毋庸置疑, 在市场经济体系下, 实际供需才是决定商品价格的根本性因素, 但在金融市场非常规运行的背景下, 金融属性将继续在未来一段时间内令大宗商品价格的运行轨迹偏离常值, 2011 年, 市场仍有可能继续在通胀预期膨胀与回收宽松货币政策导致的流动性变化中震荡反复, 但价格回归仍需时日。

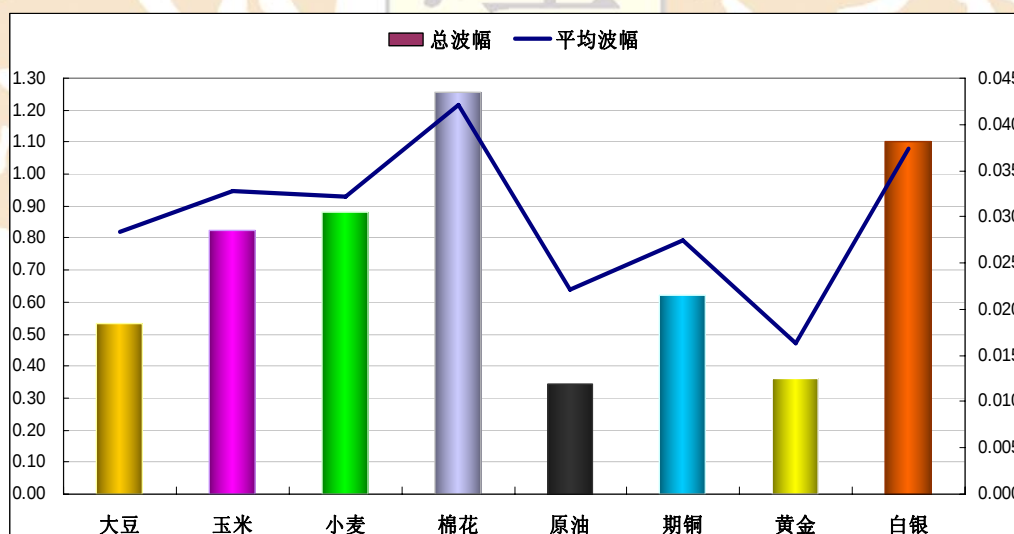
图表3-3 截止2010年12月末全球主要商品价格较年初变动情况



数据来源：CBOT, COMMEEX, ICE, NYMEX

以 12 月末的价格水平及年初价格水平进行对比，可以看出，与 2010 年大宗商品价格走势分化的特征不同，2011 年，在发达经济体经济复苏进程依然缓慢的背景下，全球大宗商品价格已经在通胀预期推动下呈现出普涨态势，除原油外，主要大宗商品价格较年初时均已上涨超过 20%，其中，白银涨幅达到 77.38%，黄金涨幅达 27.93%。在 2007-2008 年大宗商品市场的一轮上涨行情中，贵金属作为规避通胀的工具，其涨幅一直居末，落后于其他大宗商品，而在 2010 年，发达经济体推行的新一轮量化宽松货币政策导致市场对信用货币体系的信心受挫，贵金属，特别是兼具货币和商品属性的黄金成为资产配置中的必选项，金价不断突破历史新高。未来一段时间内，随着发达经济体的经济不断向好，回收宽松货币政策的预期有可能对市场乐观情绪构成抑制，降低投资者对黄金的短期投资需求，金价有可能在高位附近面临调整压力。我们依然对黄金市场保持长期涨势的判断，但投资者需要对可能面临的回调保持必要的警惕。

图表3-4 2010年1-12月全球主要商品价格波动幅度对比

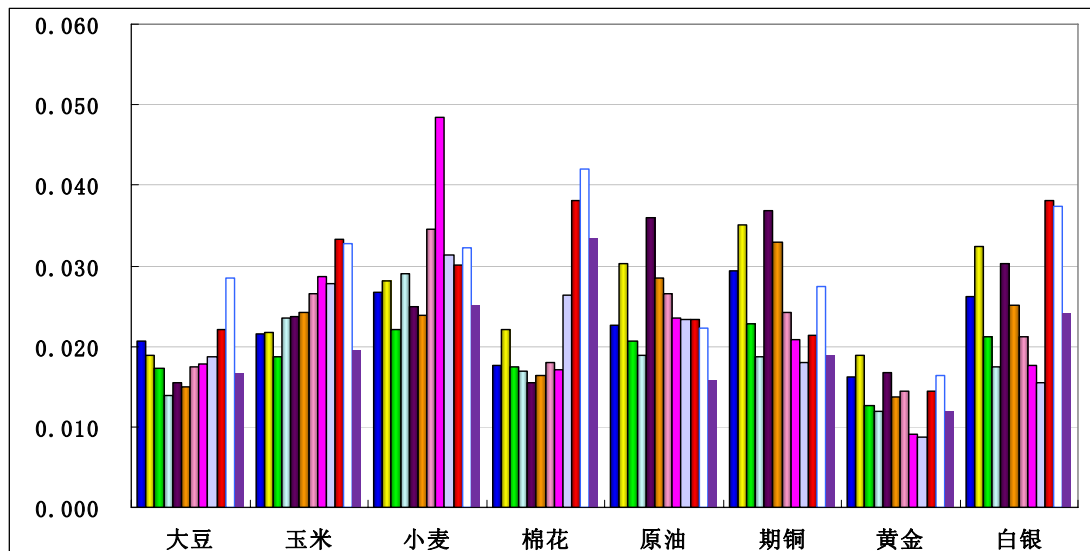


数据来源：CBOT, COMMEEX, ICE, NYMEX

回顾 2010 年，全球主要大宗商品价格波动幅度均超过 30%，其中，农产品价格波动幅度大多超过了 50%，部分农产品价格总波幅甚至超过了 125%。本年度贵金属市场表现抢眼，黄金价格总波幅达到 36%，白银突破 110%。我们观测的大宗商品中，原油价格总波幅居末，为 34.2%，在大宗商品市场呈现普涨的背景下，原油价格出现涨幅滞后的现象与发达经济体经济复苏缓慢关系密切，2011 年，随着发达经济体的经济逐步好转，原油与其他大宗商品相比涨幅滞后的局面将逐渐扭转。请务必阅读报告末页声明

渐消除。总体而言，在大宗商品价格维持高位的格局下，黄金价格将因通胀避险买盘而获支撑，但在价格短期涨幅较大的情况下，市场可能面临回调压力。

图表3-5 2010年1-12月全球主要大宗商品价格日均波幅变化



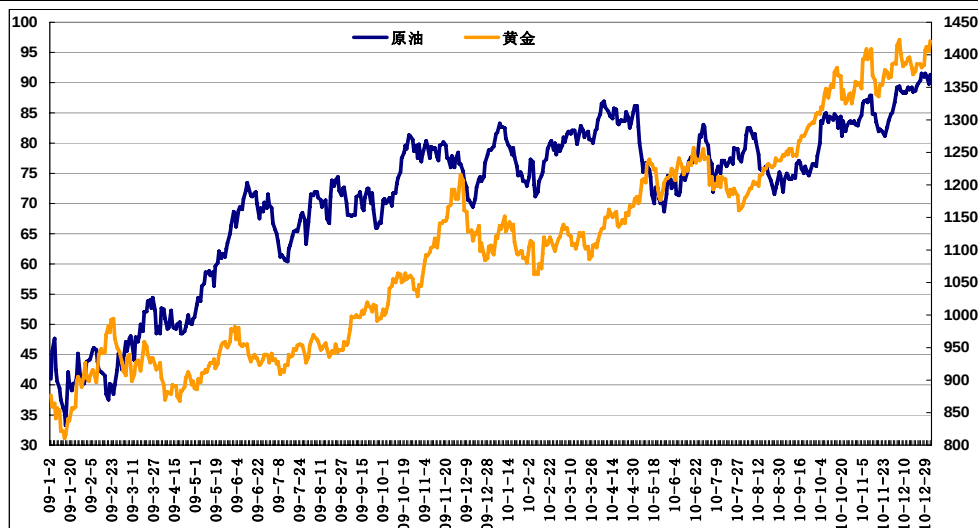
数据来源：CBOT, COMEX, ICE, NYMEX

受假期因素影响，本月市场交投相对清淡，主要大宗商品价格日均波幅也较前一个月小幅收窄，我们观测的所有大宗商品价格日均波幅均上月缩小近 30%。其中，黄金日均价格波幅仍居最末，为 1.19%。进入 2011 年 1 月后，随着市场人气的重新聚集，商品价格日内波幅将较本月扩大，特别是贵金属市场，在价格连续创出历史新高后，可能由于获利压力的集中释放导致单日波幅大幅放大的情形，投资者需要在资金管理上做好充分准备。

2、原油与黄金比价变化分析

本月黄金及原油相关性较第四季度前两个月回升，但黄金强于原油的特征仍在本月得以持续，尽管原油价格在 12 月触及 2010 年高点，但与金价再度突破历史新高相比，原油市场表现仍相对平淡。本月二者之间比价变化幅度显著收窄，全月比价均在 15-16 之间运行。

图表3-6 2009年1月-2010年12月原油与黄金走势对比



数据来源：NYMEX

受北半球异常天气影响，能源需求短期内有可能继续增加，此外，发达经济体经济复苏也有望对原油价格构成支撑，而同时，贵金属市场连续上涨后可能面临短期回调压力，综合看来，至少在未来一个月中，二者之间的比价有可能面临下滑压力，其价格运行区间有望从此前的 15-17 下滑至 14-16 内，黄金相对于原油的强势有望在 2011 年得以缓和。

图表3-7 2008年1月-2010年12月原油与黄金比价变动

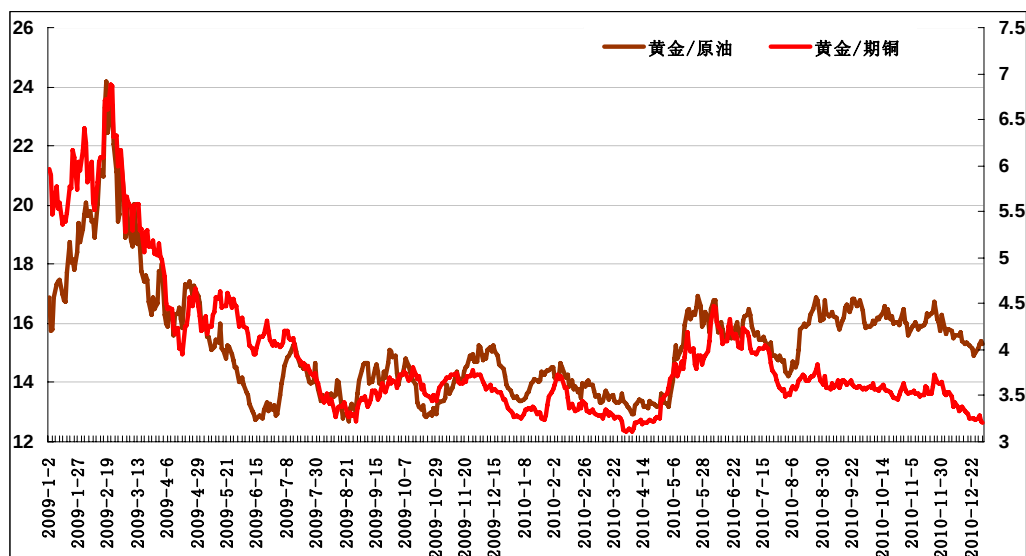


数据来源：NYMEX

从黄金同主要资产之间的相对表现可以较为清晰的看出，2010 年下半年黄金强于其他大宗商品的特征开始在 12 月份出现缓和的迹象，随着原油及期铜等大宗商品的价格进入快速上涨阶段，黄金相对于其他资产的强势开始减弱。可以预见，随着投资者通胀预期的不断增强，市场在未来一个阶段可能回复到 2007

年-2008 年前半段的情形——尽管价格处于上行轨道中，但黄金表现弱于其他大宗商品。

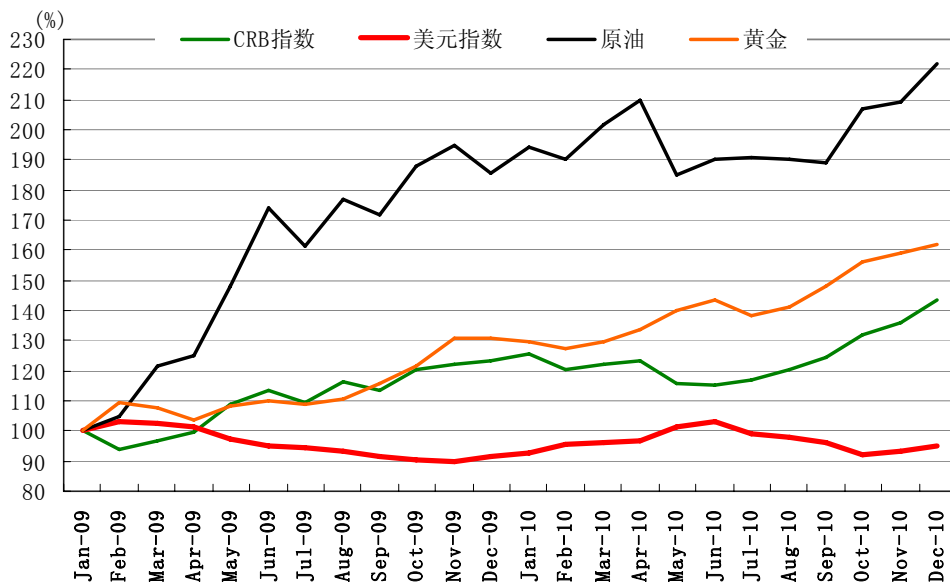
图表3-8 2009年1月-2010年12月黄金相对于其他资产的表现



数据来源：COMEX

以月度表现来看，本月 CRB 指数、美元指数、原油价格和黄金价格首次出现金融危机爆发后的同时上涨，在美国、欧元区等各发达经济体继续实施超宽松货币政策的推动下，市场通胀预期高涨，美元指数的上涨未能压制大宗商品价格的走高，CRB 价格指数在美元指数上涨的背景下创出了金融危机爆发以来的新高，与此同时，原油及黄金价格也同时出现上涨。这是非常规市场条件下的表现，也是市场在金融体系非常规运行下的特殊反应。对此，我们需要提醒投资者保持高度关注，市场在短期内的这种非常规运行势必要回归常态，美元指数与大宗商品价格同时上涨的格局在第一季度回归常态的可能性较大，美元维持强势有可能导致大宗商品价格承压，这与我们此前对黄金市场可能面临回调压力的结论一致。

图表3-9 2009年1月-2010年12月美元指数与主要商品市场变化对比



数据处理：经易黄金研究

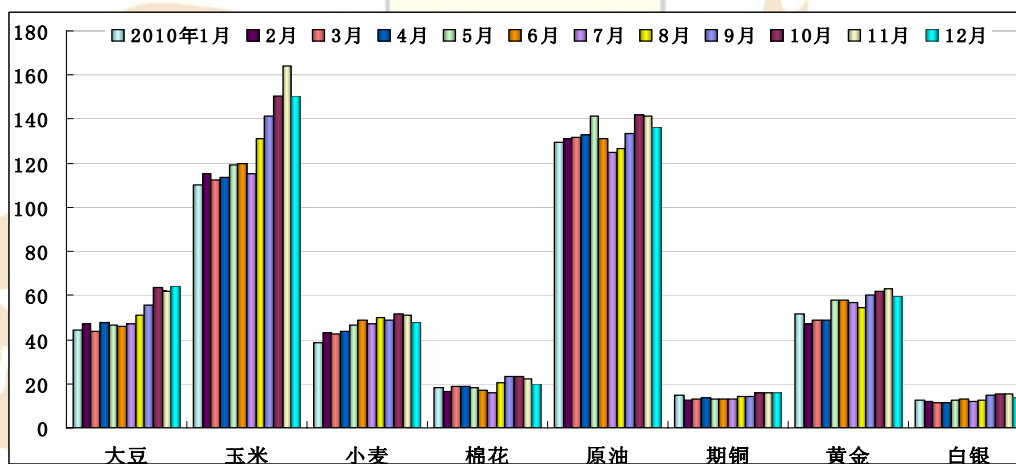
在市场乐观预期高涨的情况下，我们需要提醒投资者保持必要的冷静，宽松货币政策对通胀的推升作用可能由于市场预期的快速调整而受到打压，在当前阶段，在黄金市场历史高点附近高位追涨可能面临回调风险。

第四部分 基金持仓变化分析

一、商品市场上的资金流动状况

受假期效应及年终清算压力影响，本月大宗商品市场的资金关注度较前月下
滑，市场交投清淡，价格波动区间缩窄。我们观测的大宗商品市场中，绝大部分
呈现出资金净流出的迹象，资金流出与价格上涨同时发生，我们需要对此保持警
惕，如果进入 2011 年 1 月后，资金对大宗商品市场的关注度没有显著回升，短
期内价格持续上涨的动力将受到抑制。

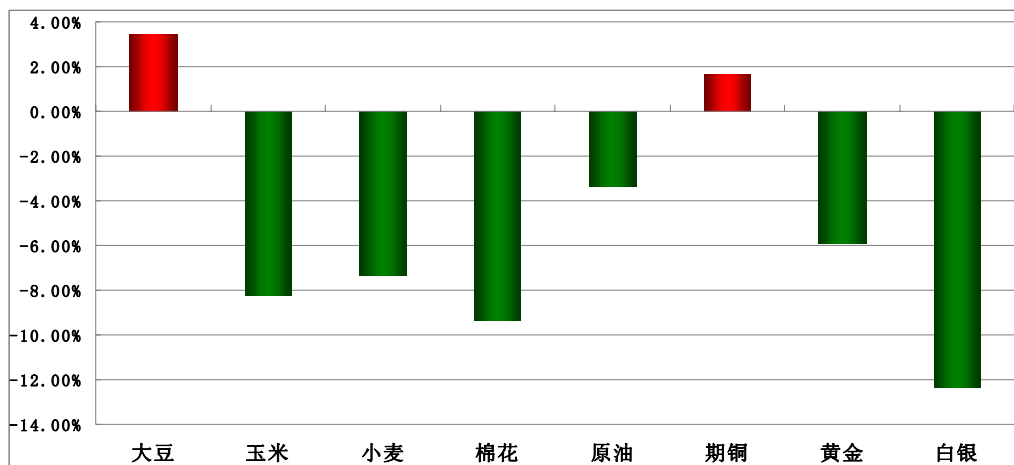
图表4-1 2010年1月—12月全球主要商品期货持仓变化



数据来源：CFTC

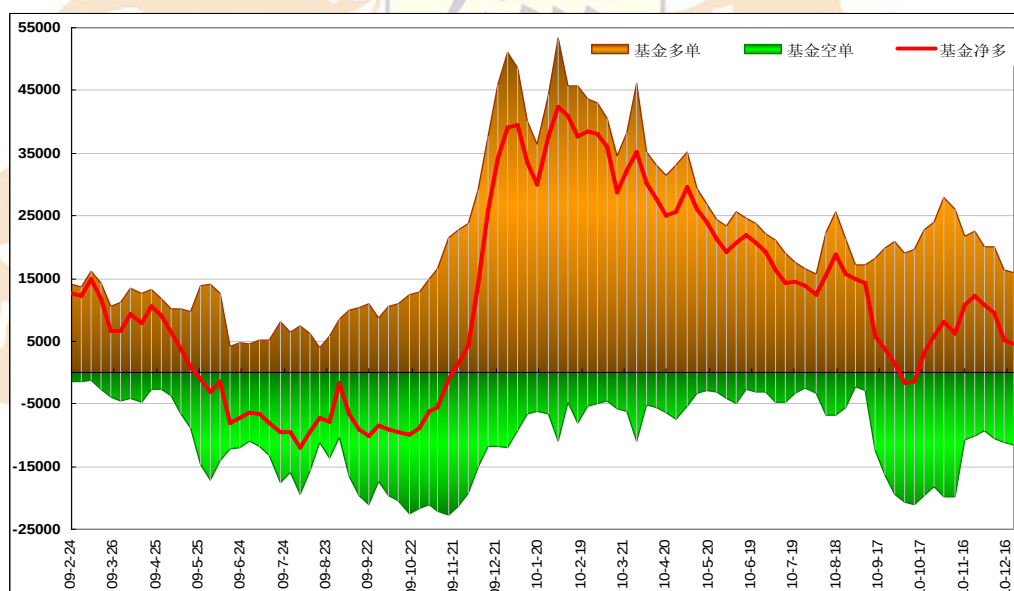
尤其需要注意的是，本月大部分商品的持仓规模变化幅度均小于 10%，但贵
金属市场，特别是白银市场，持仓大幅削减 12.36%，这是 2010 年以来持仓缩减
规模最大的一个月，黄金市场本月持仓规模减少 5.88%，截止 12 月下旬，纽约
黄金期货市场持仓规模为 59.51 万手，仍高于年度平均持仓水平。值得注意的是，
在贵金属市场价格连续创出新高后，资金转入净流出，特别是白银市场持仓减幅
达 2010 年最大值，反映出市场在连续上涨后累计了较大的获利兑现压力，获利
盘急于出场的要求可能导致价格出现短期快速调整。我们需要对 1 月的资金流向
进一步观察，以真实反映剔除节日效应后的市场心态。

图表4-2 2010年12月全球主要商品期货持仓变动情况



数据来源：CFTC

图表4-3 2008年9月-2010年12月美元指数持仓变化



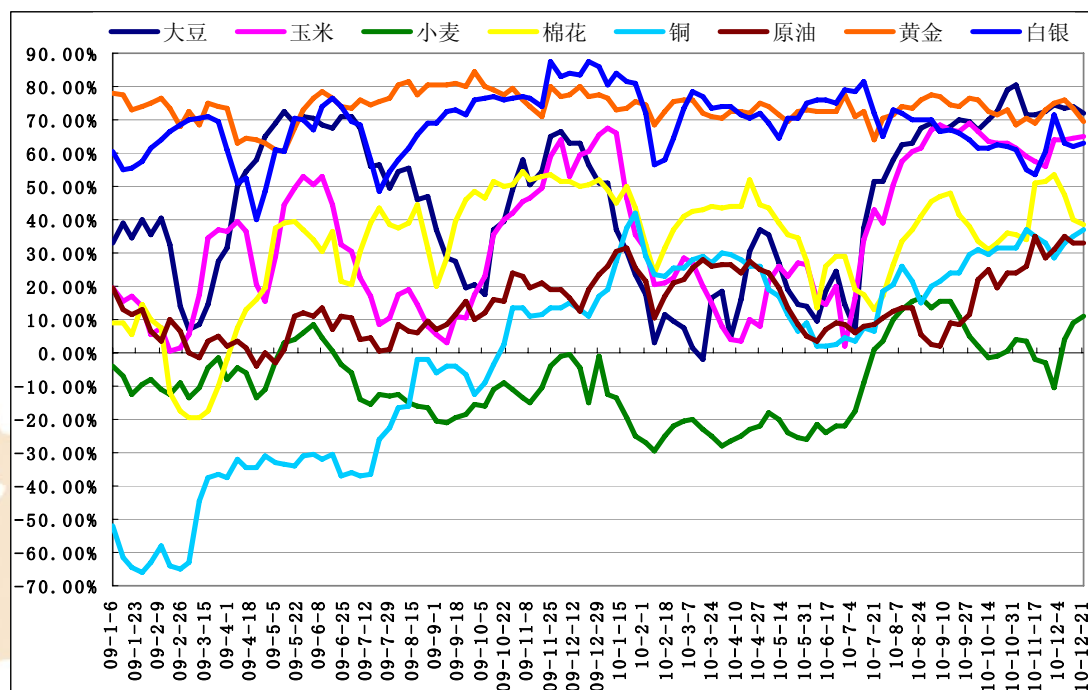
数据来源：CFTC

本月美元指数持仓变化也同样呈现出明显的节日效应，圣诞假期导致投资者交易意愿减弱，市场总持仓规模减幅明显。不过，从基金的操作节奏来看，基金对美元的短期走势并不乐观，基金在 12 月主要减持了其多头头寸，而空头持仓规模没有显著变化，因此，基金在 12 月下旬的净多持仓占比下滑至 20% 以下，再度回落到 11 月初的水平，与 2010 年高位相比，仍旧偏低，我们依然维持前一个月的判断，基金对短期内美元指数的反弹高度仍旧信心不足，但基于基金在美元指数期货市场维持的净多持仓，我们有理由判断美元下跌的空间同样有限，未

来一段时间内，美元延续区间震荡的可能性大。当然，我们也需要再次提到节日效应，我们将继续对 1 月市场资金的变化进行观测，以进一步判断市场情绪的调整。

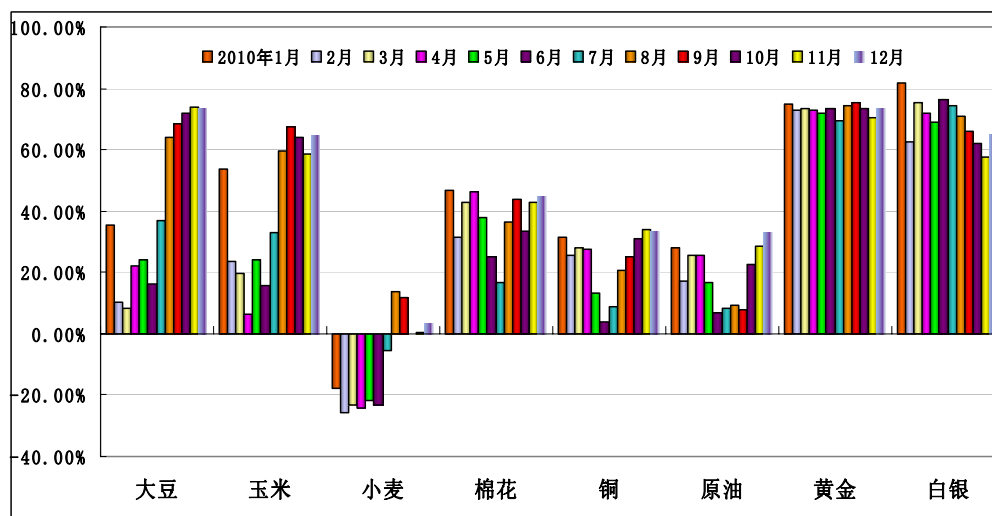
我们仍然维持前期的判断，尽管投资者可能因为避险理由同时买入美元和黄金，但在美元维持反弹态势的情况下，黄金价格会受到一定程度的抑制，市场可能会出现一段时间高位震荡格局，投资者需要保持足够的耐心。

图表4-4 2009年1月-2010年12月全球主要商品市场基金净持仓变化情况



数据来源：CFTC

图表4-5 2009年7月-2010年12月全球主要商品市场基金净持仓占比变化



数据来源: CFTC

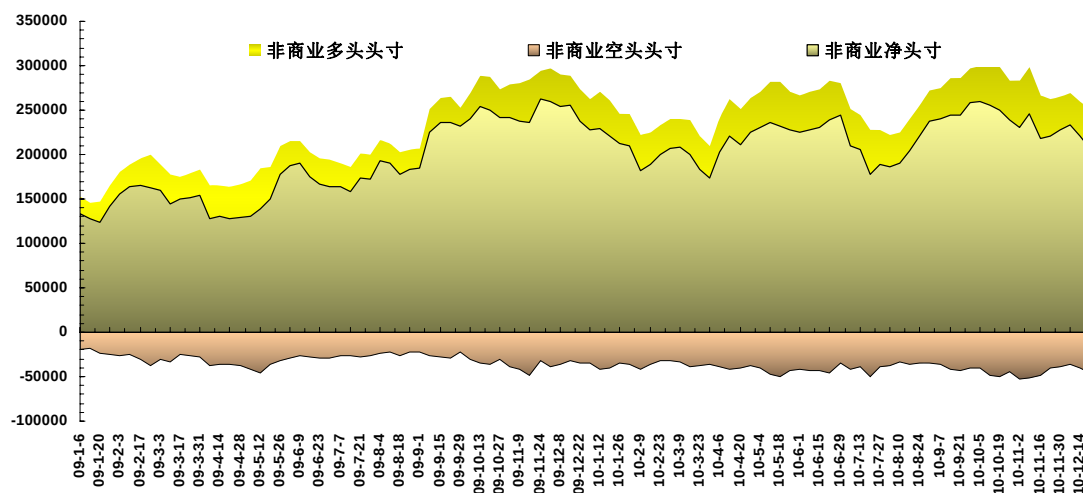
截止 2010 年 12 月下旬, 我们观测的大宗商品市场均为净多持仓, 反映出市场通胀预期在上升趋势中。尽管大宗商品基本面存在差异, 但投资者信心及风险偏好仍在不断回升, 过去一个月中, 除大豆和期铜外, 我们观测的大宗商品市场中, 基金净多持仓占比均呈现出现上升。其中, 贵金属市场净多持仓占比仍处于高位, 黄金为 73.46%, 白银为 64.94%。从本月资金流动的特点来看, 剔除节日效应导致的资金流出, 市场持仓结构仍然反映出投资者的乐观情绪, 当然, 我们需要从新一年中资金的流向来进一步判断商品价格的上涨动力, 但短期内, 市场维持高位运行的可能性更大。

二、黄金持仓分析

12 月国际金价再度刷新历史高点, 且黄金市场月线年内第五度以阳线报收, 黄金以强势上涨结束了第四季度, 乃至 2010 年的运行。本月黄金市场表现强势, 再度上演了与美元同时上涨的非常规表现, 传统消费旺季的实金需求为 2010 年的黄金市场画上了圆满的句号。但从黄金市场持仓的变化来看, 金价继续挑战新高的动能有所减弱, 我们需要对新年后市场资金变化进一步保持关注, 以观测市场运行节奏的变化。

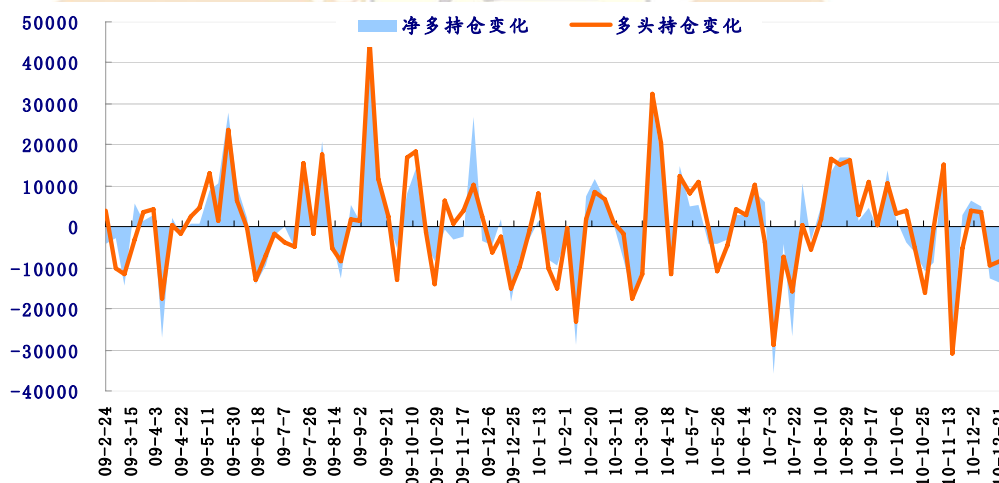
受假日因素影响, 本月黄金市场持仓规模较前月下滑 40579 手, 市场总持仓仅在第一周出现回升, 其余三周均保持缩减。本月基金多头持仓减少 10247 手, 空头持仓增加 4658 手。在操作节奏上, 前两周主要是增多减空, 后两周减多增空, 由于多头持仓减幅大于空头持仓增幅, 本月基金净多持仓减少 14905 手。12 月末, 基金净多持仓回落到 70% 下方, 为 69.50%。从操作节奏来看, 基金 11 月开始的获利兑现动作在本月继续出现。我们需要对 1 月资金流动重点关注, 尽管黄金市场仍旧保持强势, 但价格在触及历史新高后可能会面临短期回调压力。

图表 4-6 COMEX 基金持仓规模变化



数据来源：CFTC

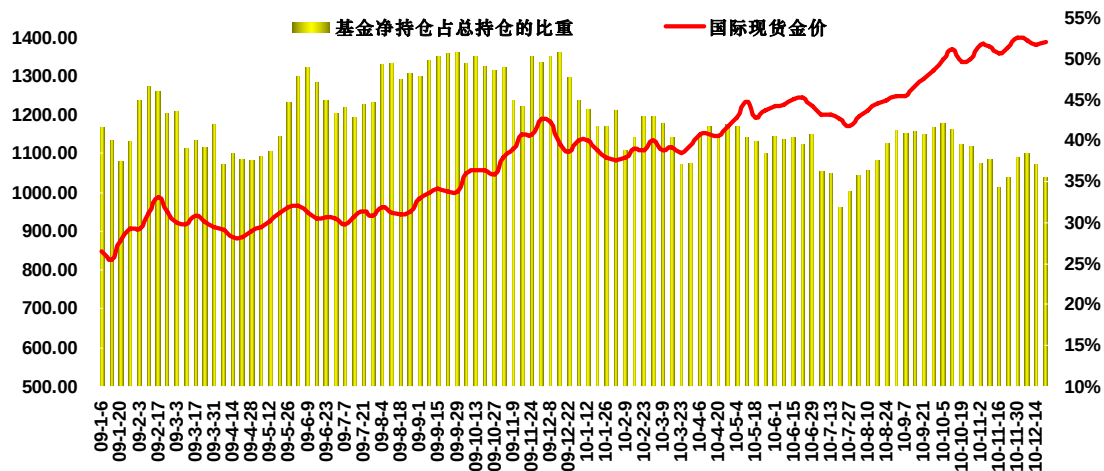
图表4-7 COMEX基金多头持仓及净多持仓变化幅度



数据来源：CFTC

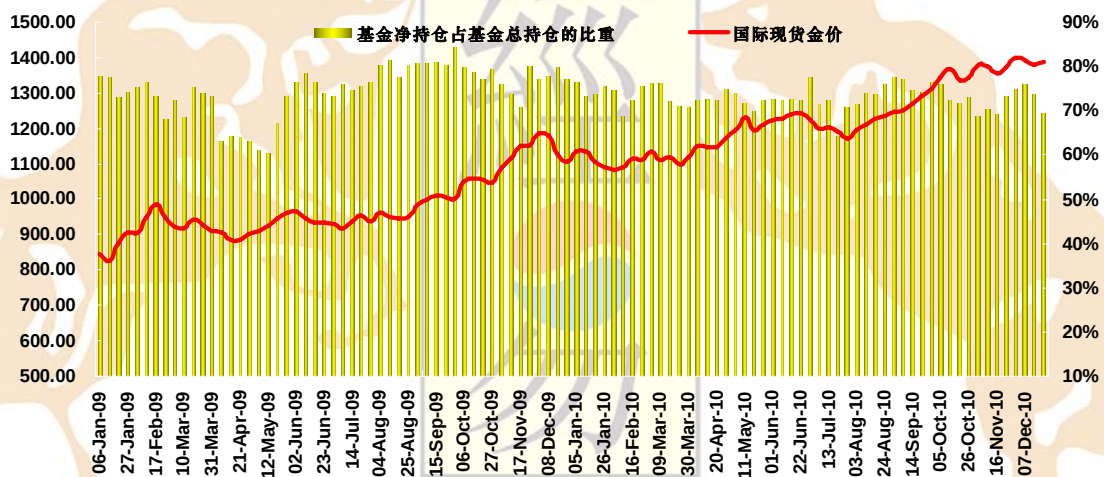
本月基金持仓占总持仓的比重回升到 50% 上方，但仍维持在 50% 附近，没有显著变化，基金对黄金市场依旧有较大的影响力。我们仍然维持此前的判断，如果基金短期内继续出现获利兑现的迹象，那么黄金市场的上行动力可能会因此而受到一定抑制，尽管黄金市场仍旧维持强势，但市场可能面临短期回调压力。

图表4-8 基金持仓规模占总持仓比重



数据来源：CFTC

图表4-9 基金净持仓占基金总持仓比重



数据来源：CFTC

本月基金净多持仓占其总持仓的比重先升后降，在上升到 76% 后再度下滑至 69.50%，从基金持仓结构的变化来看，基金在对黄金市场维持乐观情绪的同时，短期内仍旧有兑现获利的倾向。在缺乏新的买盘入场推动黄金价格上涨的情况下，短期内黄金市场可能面临压力。

第五部分 价格走势预测与投资策略建议

一、通过技术分析对黄金价格走势进行预测

1. 移动平均线

图表 5-1



数据来源：经易黄金财讯

图表 5-2



数据来源：经易黄金财讯

图表 5-3



数据来源：经易黄金财讯

从图 5-1 日均线组合中我们可以看出，十二月份黄金价格在突破历史高位后维持整固走势，总体表现为窄幅震荡行情。在日均线组合中，5 日、10 日、20 日、40 日均线逐渐粘合，表明市场短期维持震荡的可能性较大。经过均线价差统计，我们发现全月 23 个交易日，5 日均线与 60 日均线的价差整体表现为溢价的关系，溢价率逐渐缩小，最高溢价率为 4.09%，最低溢价率为 1.09%。结合价格波动情况我们认为，短期金价将维持震荡走势。

从图 5-2 周均线组合中我们可以看出，在周均线系统中，5 周、10 周均线逐渐粘合，20 周、40 周、60 周均线仍然保持较好的向上发散状态，表明市场仍将延续多头特征。从 5 周均线与 60 周均线的价差变化情况来看，本月价差整体呈现溢价状态，溢价率微幅震荡，全月最低溢价率为 14.38%，最高溢价率为 14.76%。结合本月的价格波动情况我们认为，中期金价仍将维持强势。

从图 5-3 月均线组合中我们可以看出，月均线系统整体上依然保持良好的向上发散状态，均线系统呈现明显的多头市场的特征。结合价格波动情况我们认为，黄金牛市格局仍在延续，长期仍然继续看好。

2. 形态分析

图表 5-4



数据来源：经易黄金财讯

图表5-5



数据来源：经易黄金财讯

从图 5-4 四小时线形态图我们可以看出，本月黄金在突破历史新高后回落，整体形成三角形整理，金价在月末突破 1380 区域。1370-1380 区间也是前期黄金多次震荡区间的下沿，表明中期黄金在此区间支撑较强。综合价格的总体波动情况来看，预计后市金价第一支撑 1375 美元，第二支撑 1350 美元。

从图 5-5 周线形态图我们可以看出，金价突破历史新高之后，形成的大型头肩底形态。在突破颈线后，经过近三个月的技术性回撤调整确认，长期来看金价将还会有较大的上升空间。结合价格的波动情况来看，长期金价仍将维持上升走势。

3. 长期趋势分析

图表 5-6



数据来源：经易黄金财讯

从图 5-6 长期趋势图中我们可以看出，目前金价依然延续长期以来的上升趋势。结合长期形态来看，我们认为，黄金总体牛市格局仍将延续，长线投资者前期多头仓位可继续持有，仓位控制在 20% 以内。

4. 指标分析

图表 5-7



数据来源：经易黄金财讯

从图 5-7 中我们可以看出，作为趋势指标的 MACD，DIFF 与 DEA 均处于零轴上方，形态上看，DIFF 上穿 DEA 形成金叉，红柱逐渐放大。结合均线系统来看，表明短期价格仍将继续维持强势。再对 KDJ 指标进行分析，K 线、D 线、J 线均处于 80 上方，形态上 KDJ 指标表现超买。综合均线系统整体来看，我们认为，黄金短期价格将维持震荡走势。

二、2011 年 1 月投资策略及建议

1. 月度价格买卖建议

我们认为长期的黄金牛市格局仍在延续，一月份黄金价格将总体上延续多头态势，整体的波动区间在 1340—1440 美元的可能性较大。

对于短线保证金交易者而言，我们建议投资者关注 1345、1375、1400 美元这些关键点，以压力支撑的相互转化，进行高抛低吸的短差交易策略，头寸资金量控制在 15% 以内，并且严格做好止损。

对于长线保证金交易者而言，我们建议投资者关注和追随目前黄金价格运行的趋势，在 1360 美元下方逢低适量增仓，头寸资金量可控制在 20% 以内，严格设好止损点。

2. 实物黄金投资策略

对于实物黄金投资者而言，我们建议投资者在 1360 美元下方的位置可以逢低分批买入，资金量控制在 20% 左右，并长期持有。

经易金业有限责任公司

2011年01月06日

声 明

如果您对《经易黄金月报》有任何意见或建议，您可在我们的网站（www.jy-gold.com）论坛上留言，或致信于经易信箱（gold@jyfc.com），欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据、客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。经易黄金研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：《经易黄金月报》版权为**经易金业有限公司**所有。本刊所含文字、数据和图表未经**经易金业有限公司**书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

涉及版权的所有问题请垂询北京总部

地 址：北京市西城区百万庄北街6号经易大厦

业务电话：010—68355917

传 真：010—88389887