



全球研究-商品

金的基本面及其作为多元化投资对象的作用

James Steel

分析家

汇丰证券(美国)

+1 212 525 3117

james.steel@us.hsbc.com

2013年5月

View HSBC Global Research at: <http://www.research.hsbc.com>

Issuer of report: HSBC Securities (USA) Inc.

Disclosures and Disclaimer This report must be read with the disclosures and the analyst certifications in the Disclosure appendix, and with the Disclaimer, which forms part of it



Global Research

历史金价

黄金名义价格在2011年9月达到历史记录高点，为1921美元/盎司，而在其后的三个月中，价格突然暴跌。在美联储公布第三轮量化宽松政策（QE3）后，价格有所回升，但美国大选之后，价格又有所回落。

2013年4月因金融市场传言持续不断，即指美联储将提前结束QE政策，进行扭转操作，将重心从商品转移至股市，这使得黄金价格跌至1320美金/盎司；黄金价格一直都在针对其通货膨胀进行调整，1980年1月曾达到价格2350美元/盎司

黄金价格 (美元/盎司)



来源：路透社

黄金价格 (美元/盎司)



来源：路透社

危机期间，金价坚挺

2008年全球金融危机以来，因为美联储启动第二轮量化宽松政策及其“扭转操作”，黄金大幅升值。

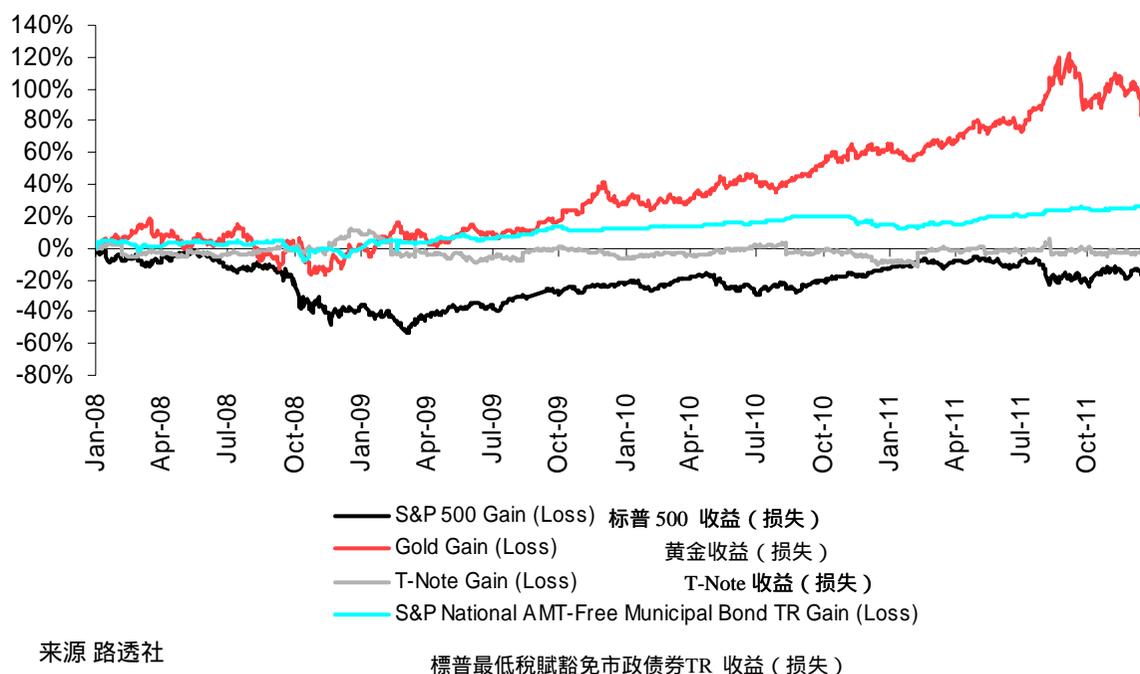
在此期间，黄金显著跑赢了其他资产类别，强调了其作为避风港的传统功能。

全球量化宽松政策、经济不确定性、大宗商品价格上涨及地缘政治风险是黄金坚挺的支持因素。

2011年下半年，在股市急剧下跌的情况下，不断恶化的经济前景及人们对欧元区主权债务问题的担忧，使得美元增值，并引发了对黄金价格的修正。

在2011年下半年，陡峭的股市下跌的情况下，不断恶化的经济前景和欧元区主权债务问题的担忧，提振美元，并引发了黄金价格的修正。

2008-2011年间各种资产类别的回升



直至2013年，黄金还没有跑赢其他资产类别

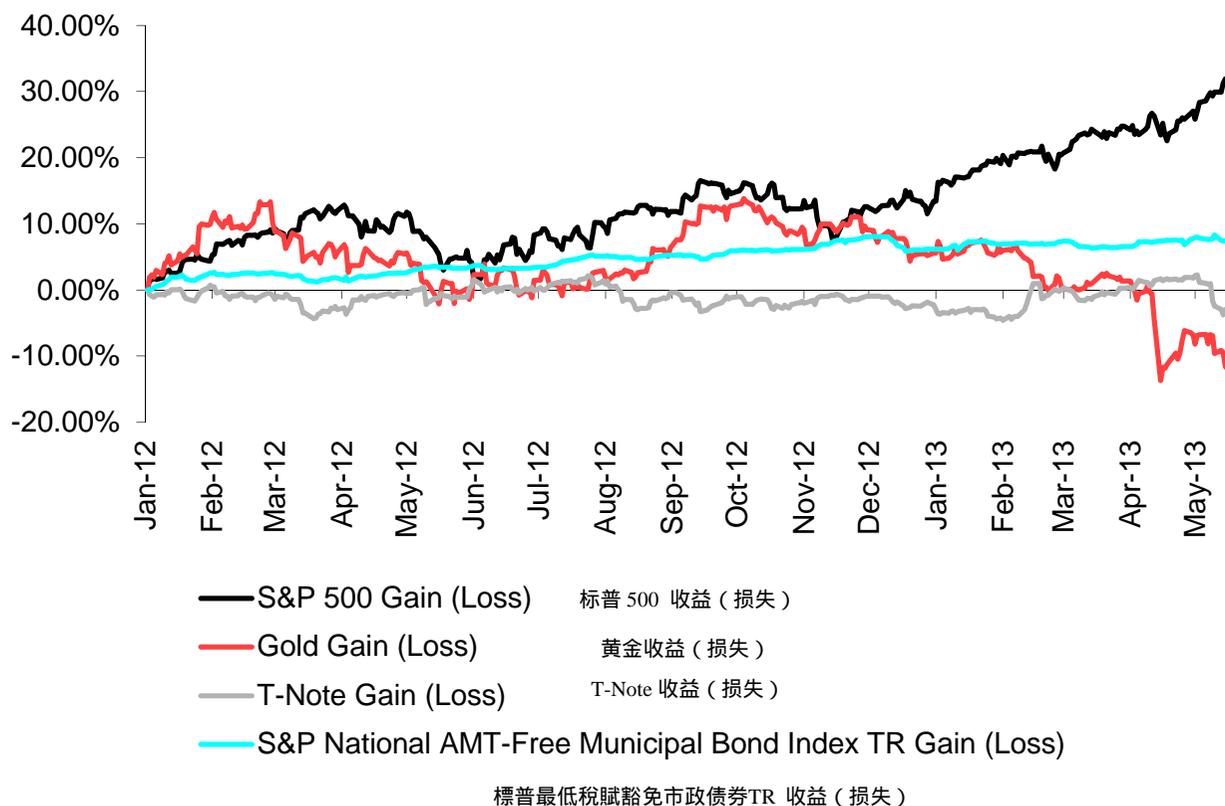
因对额外宽松政策的预期，日益加剧的地缘政治风险及经济的不确定性因素，2012年初黄金有跑赢大部分资产，

继2月的联邦公开市场委员会会议后，在美国联邦储备委员会主席伯南克并未宣布QE货币政策时，黄金价格下跌。

联邦公开市场委员会在2012年9月公布了QE3，引起了金价反弹，随后告吹。

自2012年底以来，股市的反弹已明显超出黄金，导致交易重心从黄金旋转转移至股市。

各种资产类别的回升, 2012 5月中旬



来源 路透社

黄金大事记

黄金价格对美联储声明非常敏感。在今年早些时候随联邦公开市场委员会和美联储主席伯南克向国会作出声明后，黄金价格有所下降。

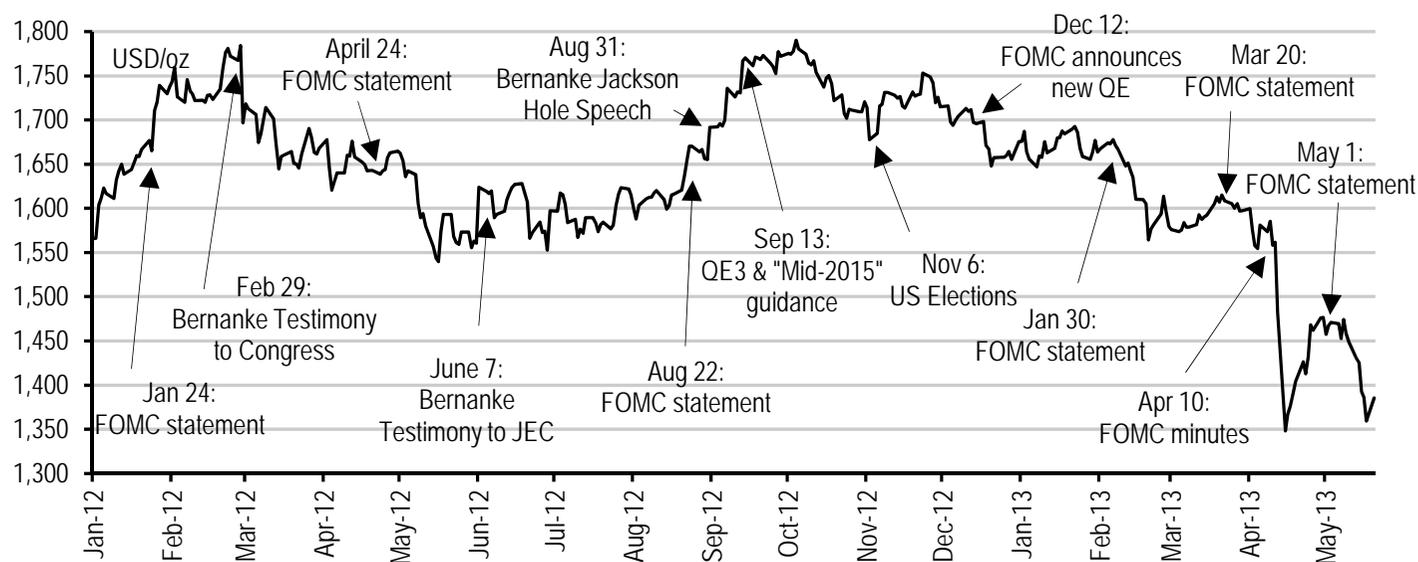
人们对QE3的预期及随后联邦公开市场委员会对其的公布，引发了金价反弹。

美国大选之后及当年12月联邦公开市场委员会宣布QE3之后，黄金价格显著降低。

在联邦公开市场委员会证实了宽松政策之后，金价在3月20日左右有短暂的上涨。

金价在四月显著下降，部分是由于4月联邦公开市场委员会会议纪要表明，部分美联储成员呼吁在年底前逐渐结束QE政策。

美联储的声明和证词对黄金的价格极具影响力。



来源 路透社

风险资产及黄金

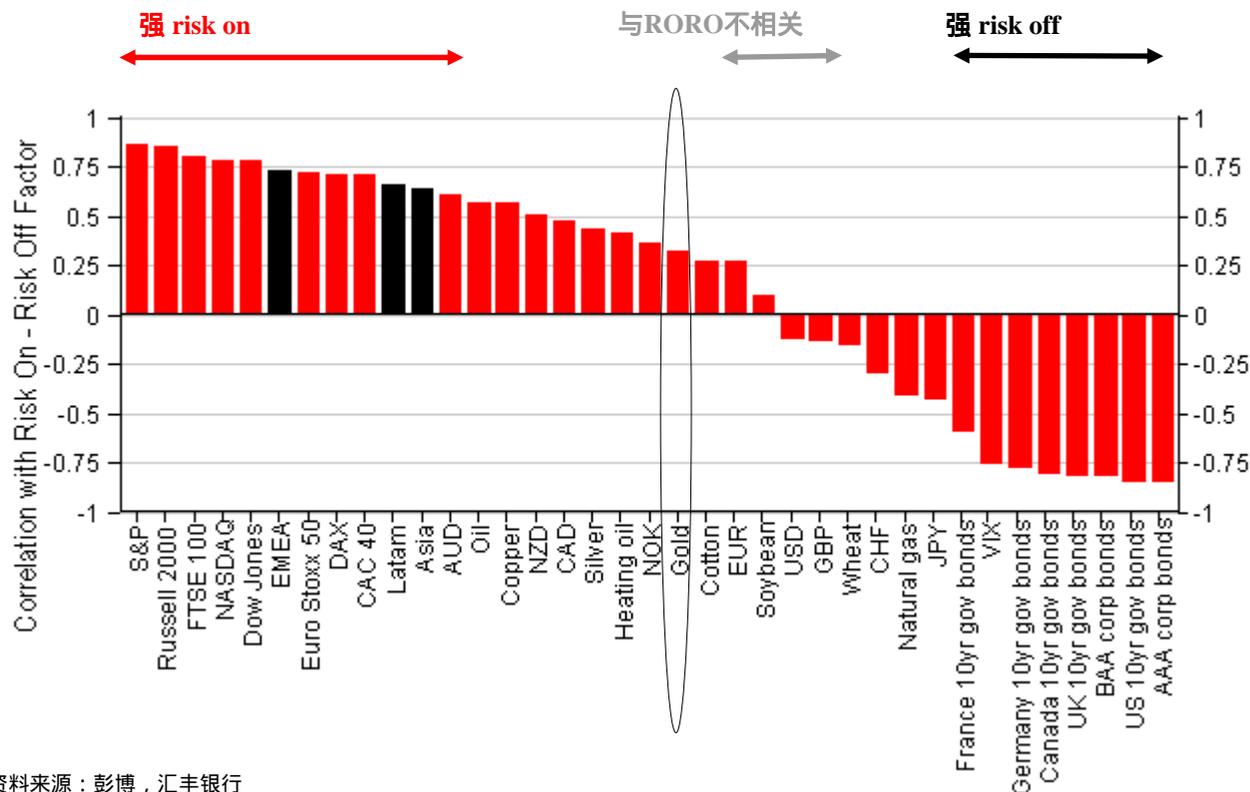
从传统意义而言，金价的积极正向变化与风险共存。

自全球经济和欧元区主权债务风险危机伊始，金价趋向于变化与风险共存。

在过去24个月的极大多数时间中，黄金逐渐过渡并处于“Risk-on/Risk off”资产的中立区。

最近，黄金向风险资产过渡，但整体风险的相关性则有所减弱。

资产相关性与risk on – risk off 因素

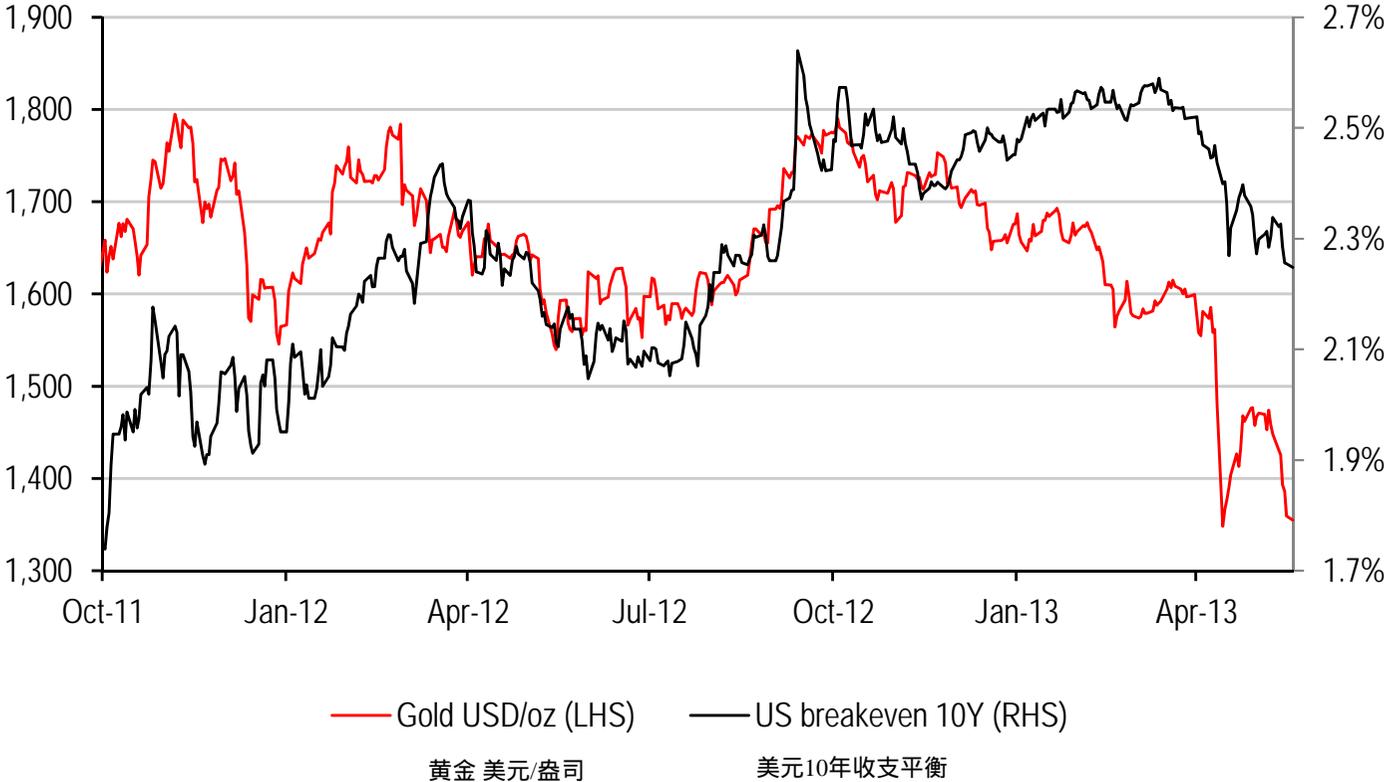


资料来源：彭博，汇丰银行

黄金及通货膨胀预期

金价在无通货膨胀压力下下降

黄金及通货膨胀预期



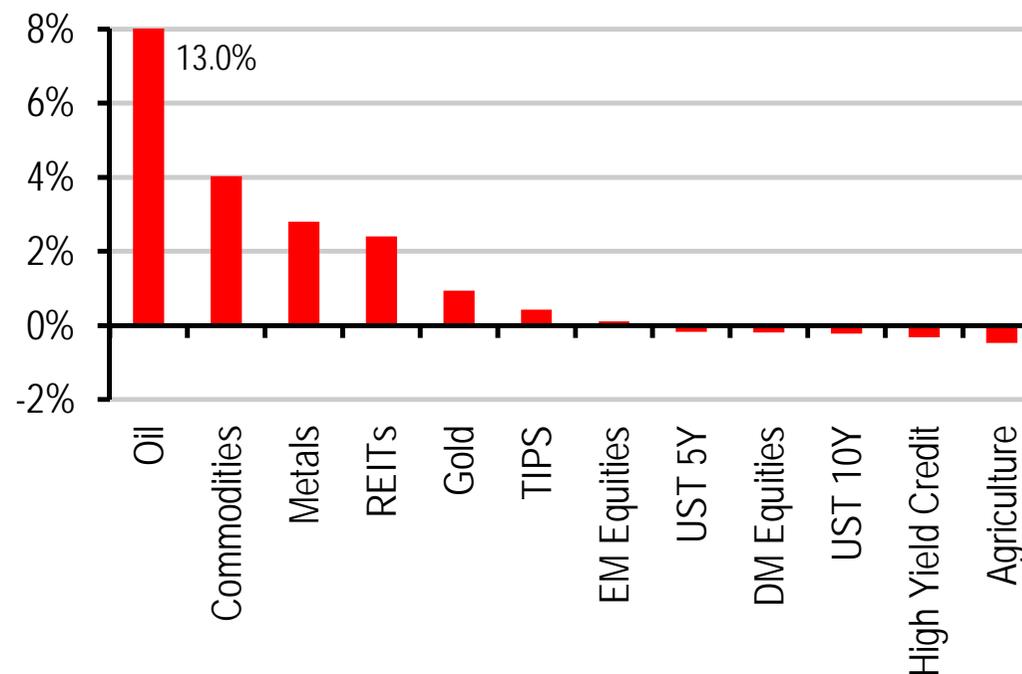
资料来源：彭博，汇丰银行

黄金及通货膨胀预期续...

在通胀的情况下，与其他资产相比，黄金是其中的硬资产，能够产生超额收益。

对通胀回落的预期，可能会削弱拥有黄金的需求

从传统意义上而言，黄金是对冲通胀的硬资产



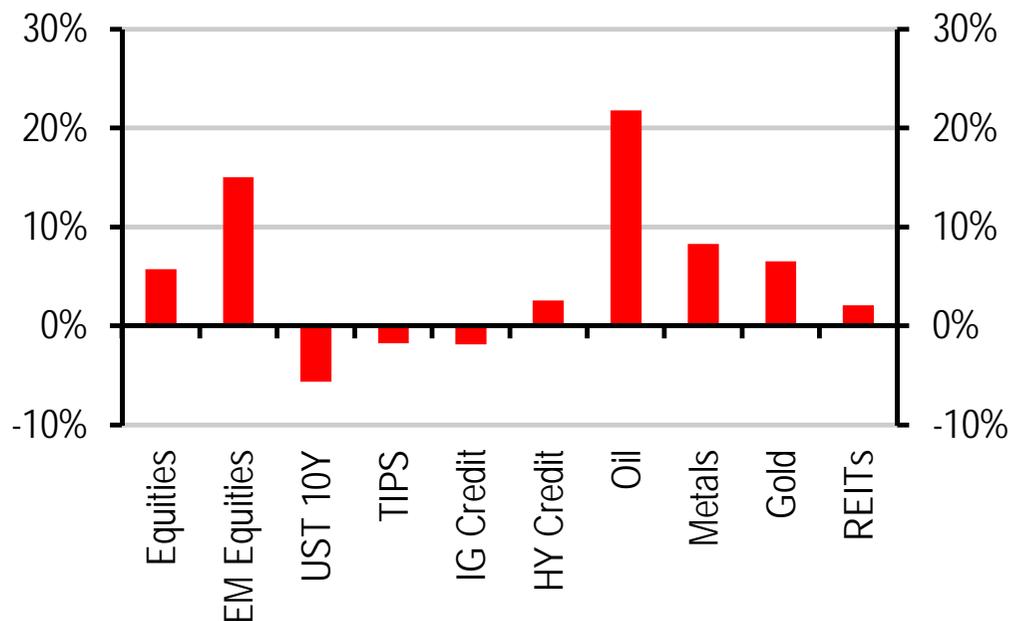
■ Excess Return in inflationary scenario compared to whole sample average
在通胀情况下，同整个样品平均值相比的超额收益

资料来源：汇丰银行，汤森路透的Datastream

黄金及通货膨胀预期续...

在货币流通速度加快的期间，金同其他资产价格也有上升的趋势

If inflation is driven by velocity of money, it is “risk-on” and good for gold



■ Average 6 month return when velocity of money is increasing following having decreased minus average 6 month return

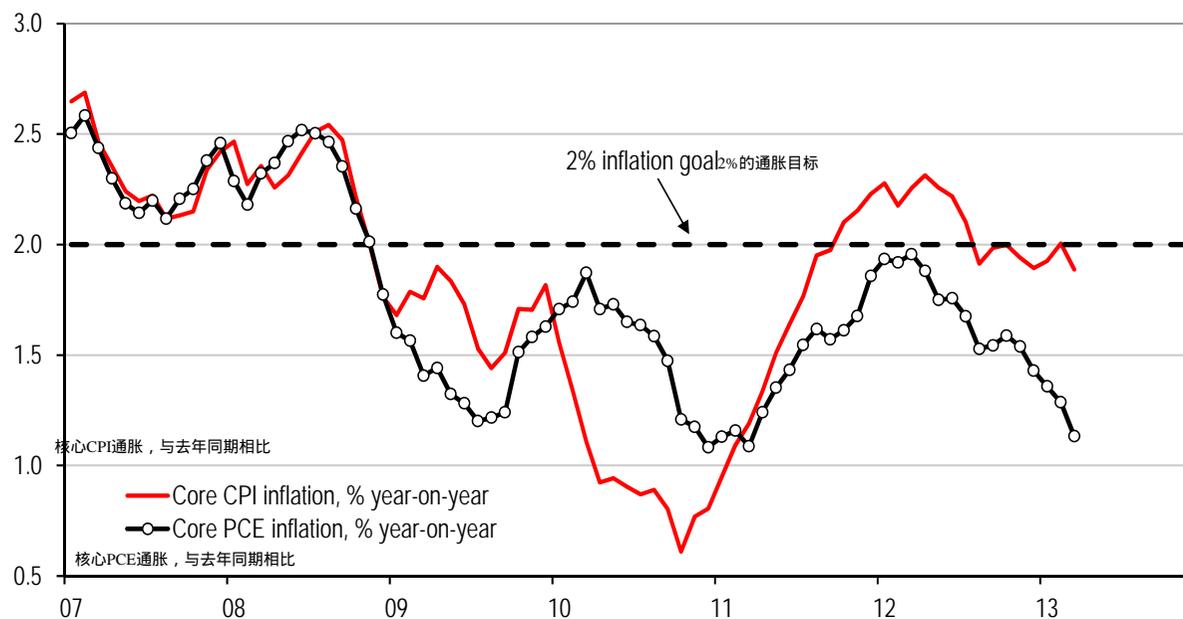
在货币流通速度加快，降低平均六个月的负收益情况下，平均六个月的收益

资料来源：汇丰银行，汤森路透的Datastream

黄金及通货膨胀预期续...

通过个人消费开支 (PCE) 进行衡量, 美国通胀率仅占美联储2%目标的一半。这对黄金会产生负面影响。

核心个人消费支出从2%下降, 但核心PCI没有



资料来源: 汇丰银行, 劳工统计局, 经济分析局

大部分时间里，美元和黄金交易状况呈反比

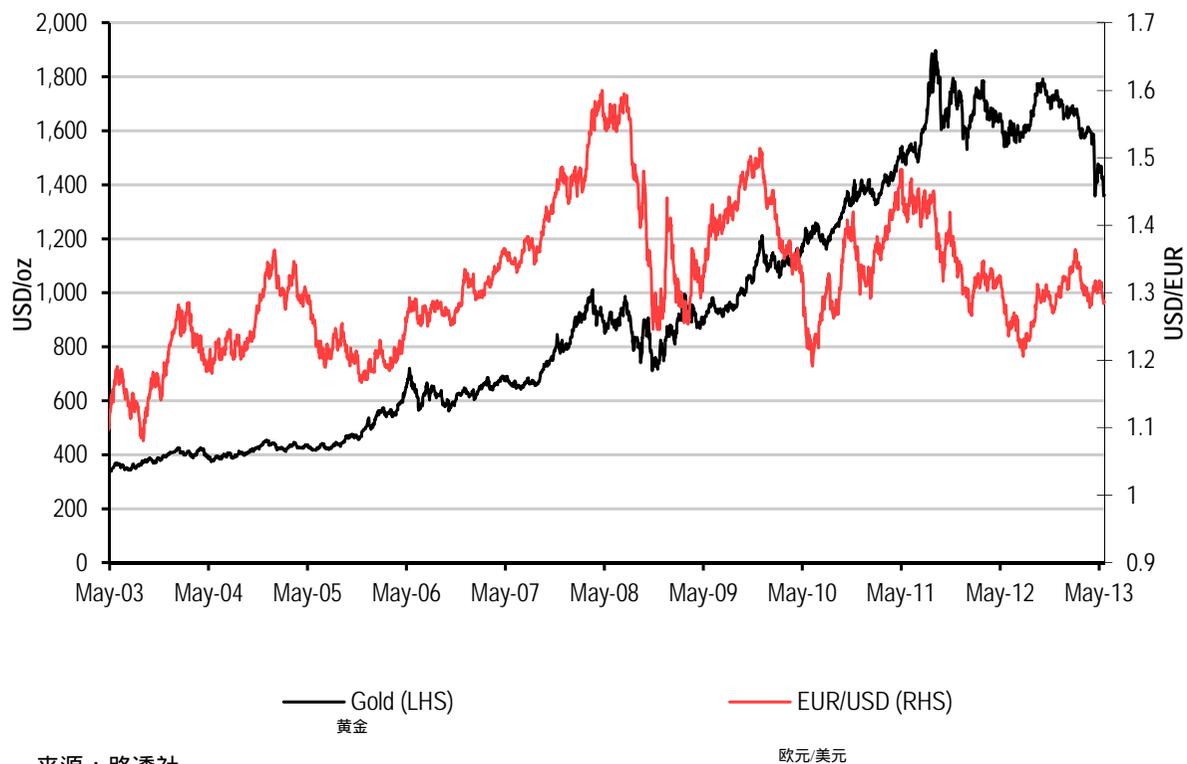
黄金和美元传统反比关系的依据是：

- 纸资产与硬资产的需求
- 矿业经济
- 境外美元的消费需求

美元的疲软被视为助长黄金长远的前提

这种关系在欧元区主权债务危机时曾被周期性打破，但现在似乎已经又重新出现

欧元与黄金



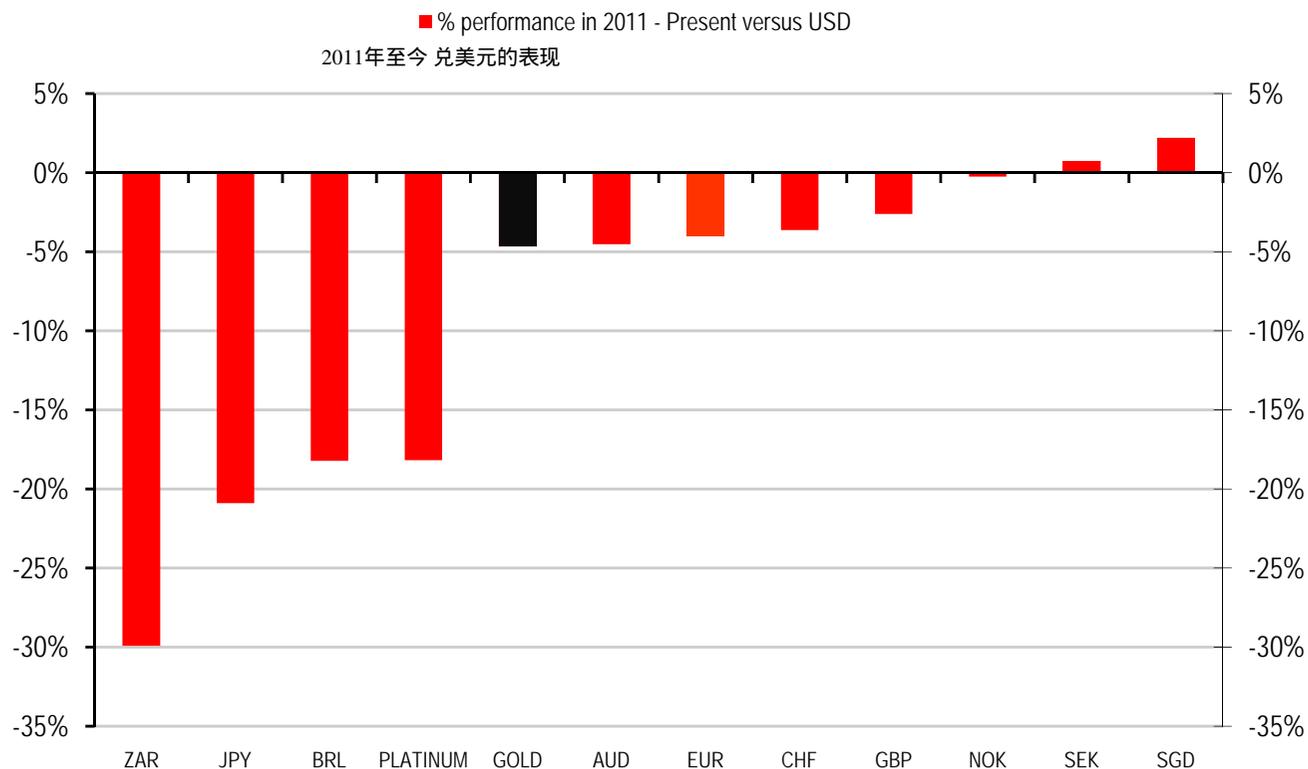
来源：路透社

黄金下跌，无论对哪种货币

在整个2011年及2012年，黄金兑所有主要自由浮动的货币，均能获得收益，这重申了其作为替代货币的地位。

近期损失已经导致黄金在兑澳元、欧元、瑞士法郎、英镑，挪威克朗、瑞典克朗和新加坡元时收益下跌。

与各种货币和铂相比，黄金的回报率



来源：汇丰银行，彭博社

Funds' dollar positions generally mirror gold positions

基金的美元头寸一般能够镜像映射出黄金头寸

美元/黄金的关系由Comex及IMM的投机净头寸表述。

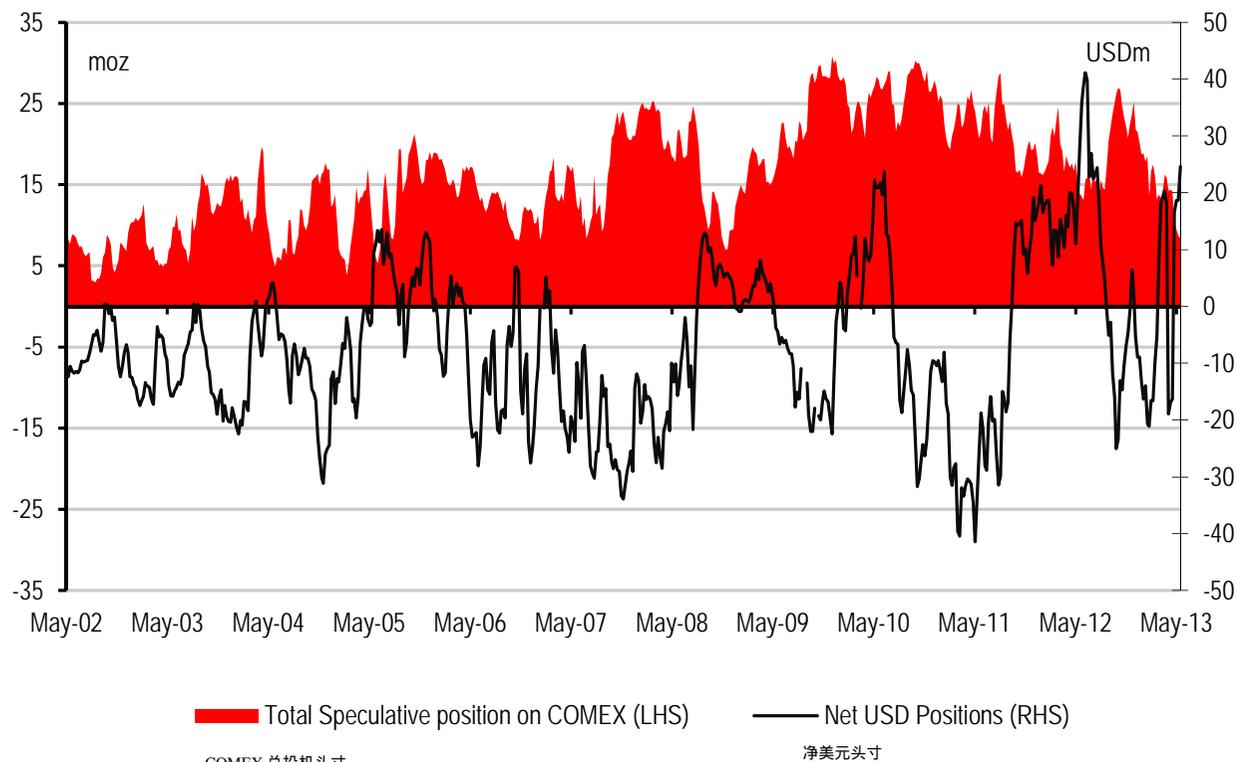
美元空头的不断扩大，规格上与建立黄金多头寸相吻合。

从历史上来看，基金比较倾向于黄金多头寸，但偶尔他们也倾向于美元多头寸，同时减少黄金多头寸。

然而，有些时候，基金也会倾向于美元多头寸，而同时也提高黄金多头寸；这也是一般投资者风险提高的迹象。

近期黄金净多头寸下跌，而与此同时美元多头上升

黄金与美元投机净头寸



来源: CFTC

黄金和各情况概率

该表格是由汇丰银行的资产配置团队制作，显示了全球经济的正常化

多风险事件的降低，削弱了黄金的规避风险需求，我们认为会有助于解释一部分黄金下跌的原因。

汇丰资产配置团队各情况概率

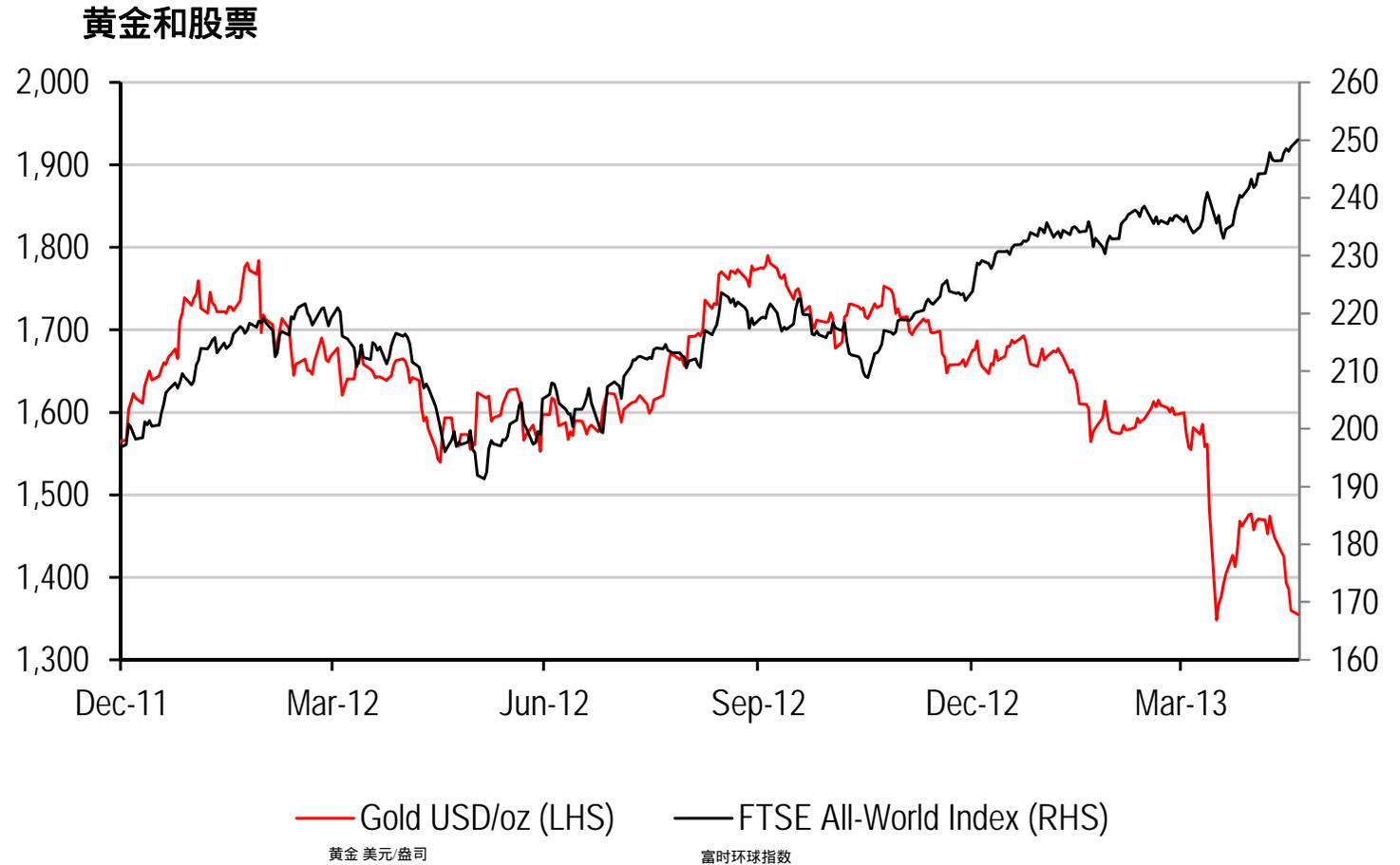
	Q1-13	Sep-12	Dec-11	Jun-11	Oct-10
Inflationary growth <small>通胀增长</small>	10%	5%	5%	5%	5%
Goldilocks <small>金发女孩经济</small>	10%	5%	5%	15%	15%
Trend <small>趋势</small>	15%	0%	0%	5%	15%
Stagnation <small>滞胀</small>	30%	40%	35%	40%	45%
Stagflation <small>滞涨</small>	20%	15%	10%	15%	5%
Recession <small>经济衰退</small>	15%	35%	45%	20%	15%
Above trend growth <small>高于增长趋势</small>	35%	10%	10%	25%	35%
Above trend inflation <small>高于通胀趋势</small>	30%	20%	15%	20%	10%

来源: HSBC

黄金和股票

黄金与股票与2012年底脱钩，分开进行交易。

交易重心从大宗商品转移到进入股票市场，这是金价下跌的一个重要原因



来源：汇丰银行，彭博社

黄金交易所买卖基金

2012年底出现峰值，
年矿产出相当于C90%
，此后黄金ETF储备
出现下降。

黄金ETF储备目前为
70.4moz与峰值期
84.6moz降低了
14.3moz

这一清算有助于解释
黄金下跌

交易所买卖基金的黄金储备总量

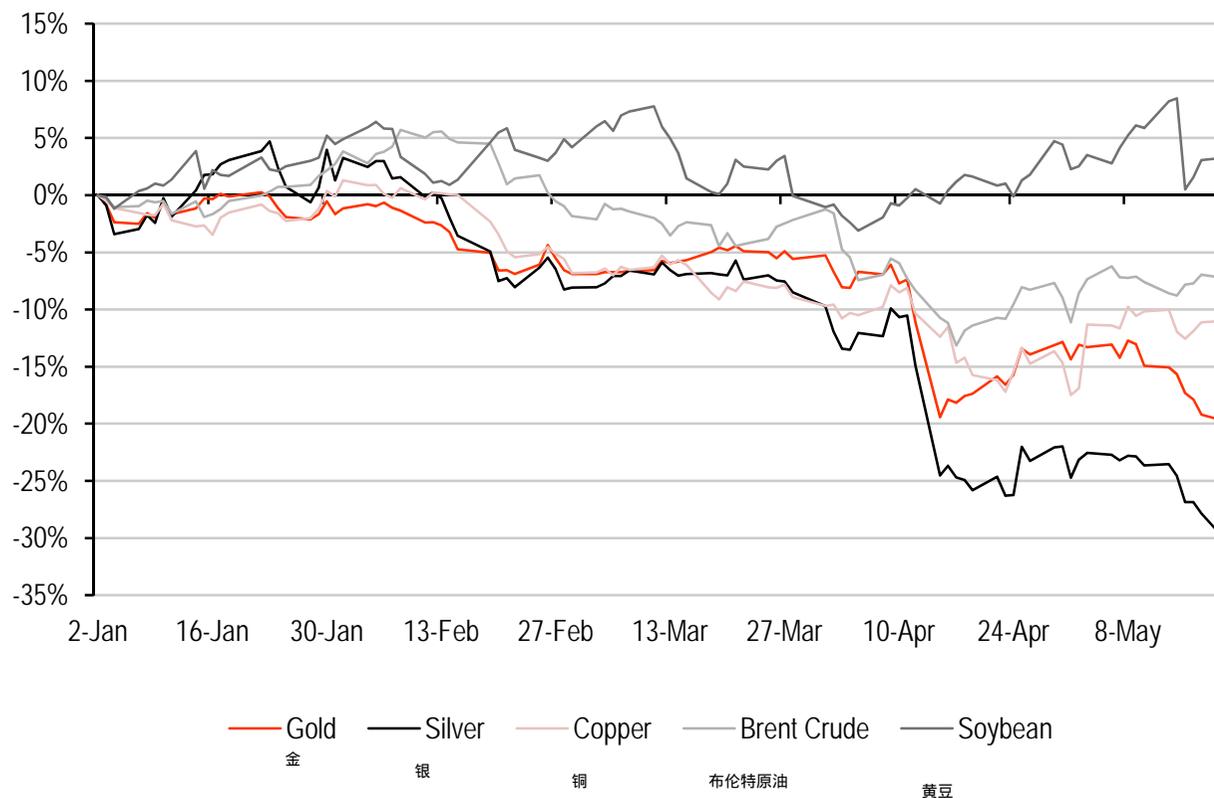


来源：汇丰银行，彭博社

黄金与大宗商品

黄金的下降也与大宗商品的整体发展状况有部分相关

与其他大宗商品相比，黄金的回报率



来源：汇丰银行，彭博社

黄金ETF主导投资需求

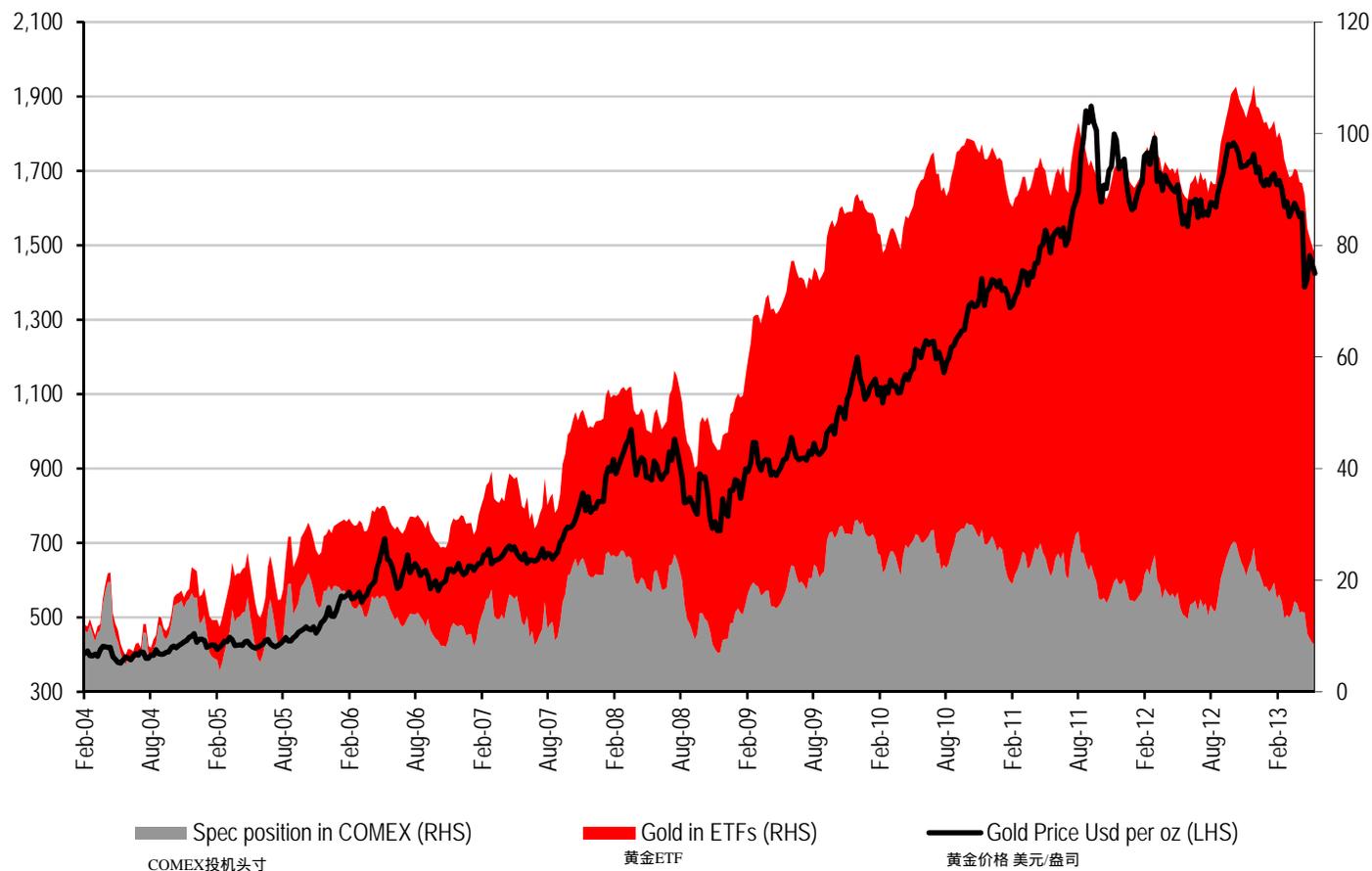
备注：Comex持仓量与其他交易所买卖基金相比，更具波动性

黄金ETF持仓与Comex有关，这表明黄金市场的变化，从波动性高的Comex交易转向更为稳定的ETF积累。

投机净多头在2012年波动性高，目前稳定在c22.7moz

ETF储备目前是c70.4moz，与峰值84.6moz相比，仅有轻微降低，目前仍相当于三季度的年矿产出

ETF 及 Comex 持仓(moz)



来源: HSBC, Gold Bullion, iShares, CFTC, ETF 证券

黄金与美国联邦债务

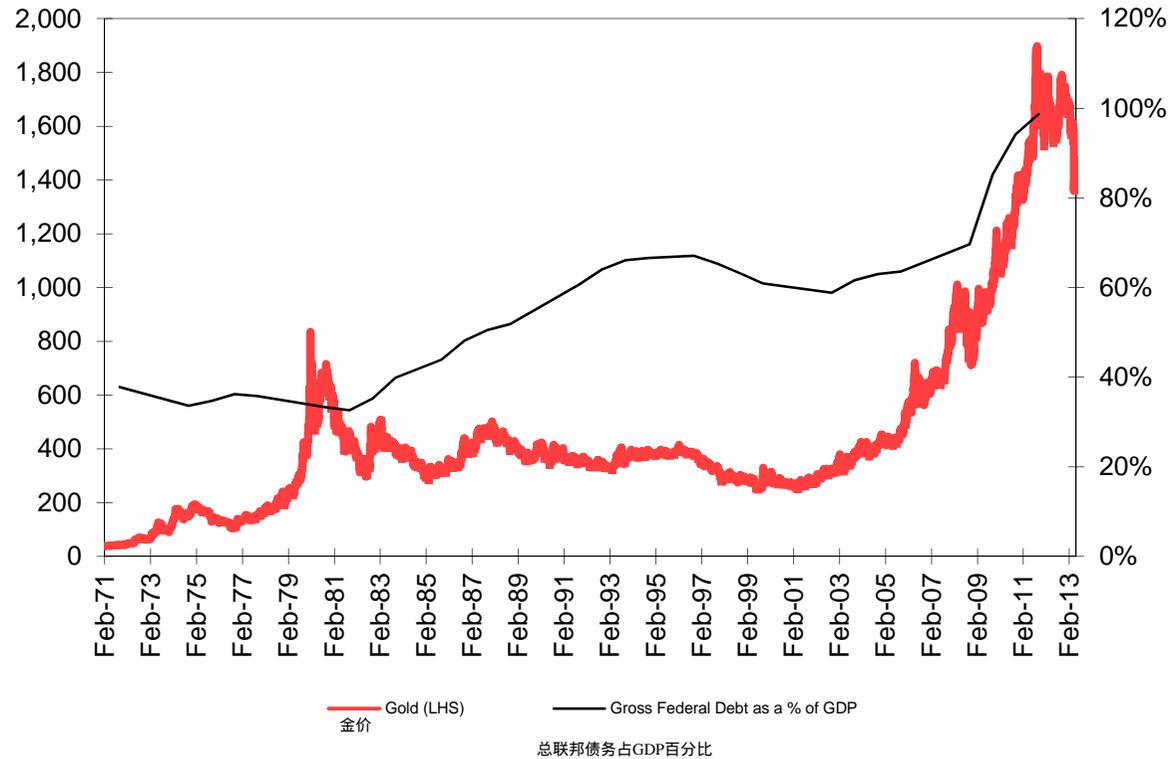
20世纪90年代，联邦债务比率的下降与黄金价格下降正好吻合

自2000年以来，特别是自2007年以来不断上升的债务水平，正好与黄金的发展趋势吻合

从历史上看，政府债务上升，会对金价产生积极影响

无党派的国会预算办公室指出要改善预算赤字占国内生产总值的百分比，但债务占GDP的比例预计将长期保持高位

黄金和美国公共债务



来源：美国国会记录，路透社

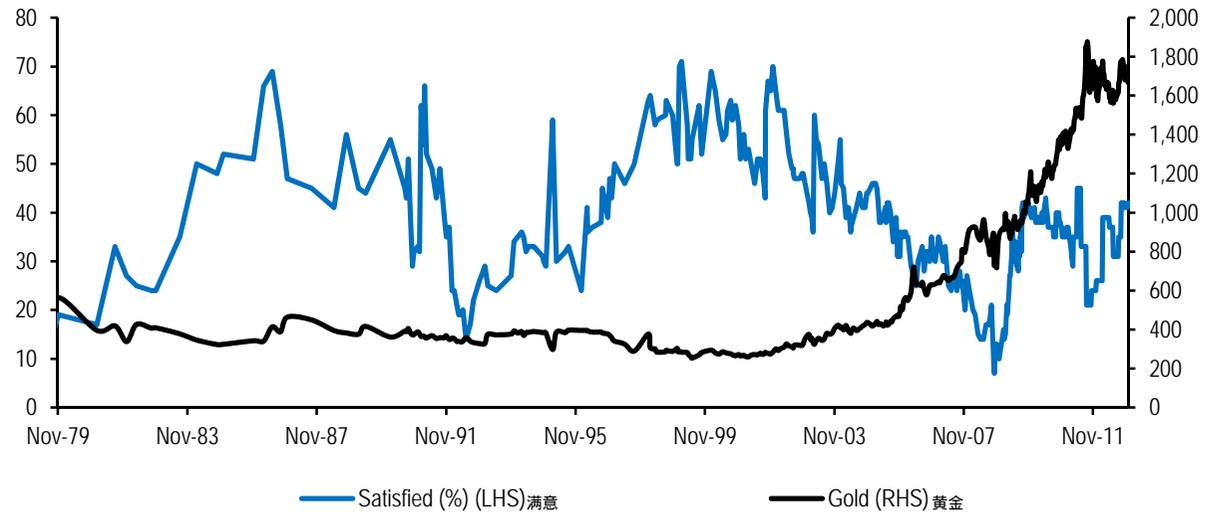
黄金和公众满意度

盖洛普每个月都要求8000多名美国人作为代表回答下列问题，“你满意国家的发展走向么？”，随之而来的问题，“你不满意国家的发展走向？”

在高投票期间，市民不满国家发展走向时，金价趋高，而当调查表明，公众满意时，金价走低。

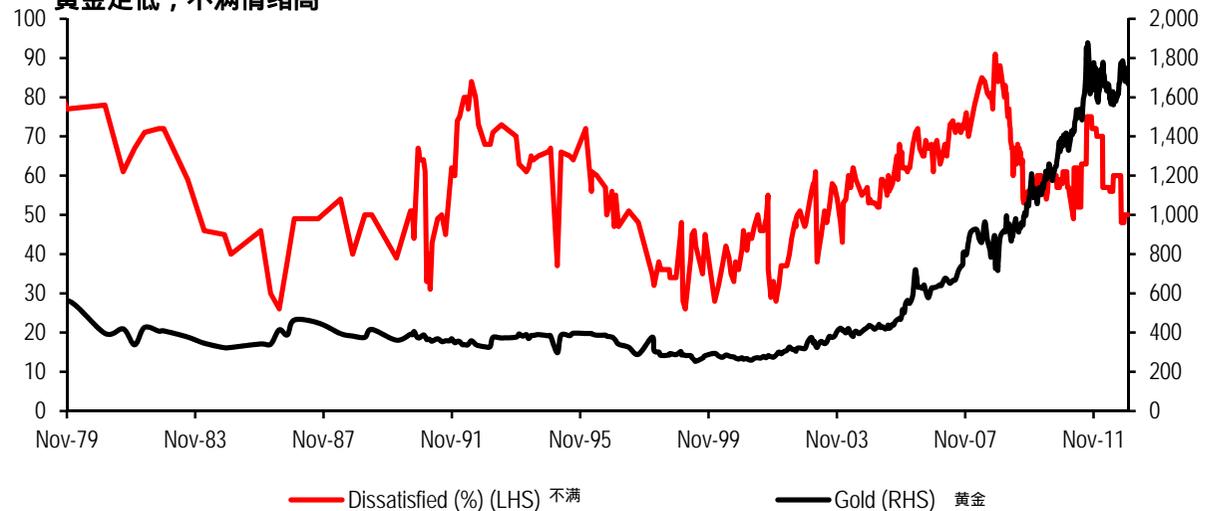
低满意度评分倾向于支持黄金而高满意度则恰逢市场价格下跌

黄金逢高，满意度下降



资料来源：路透社，AP/GFK，盖洛普

黄金走低，不满情绪高



资料来源：路透社，AP/GFK，盖洛普

黄金与经济政策不确定性

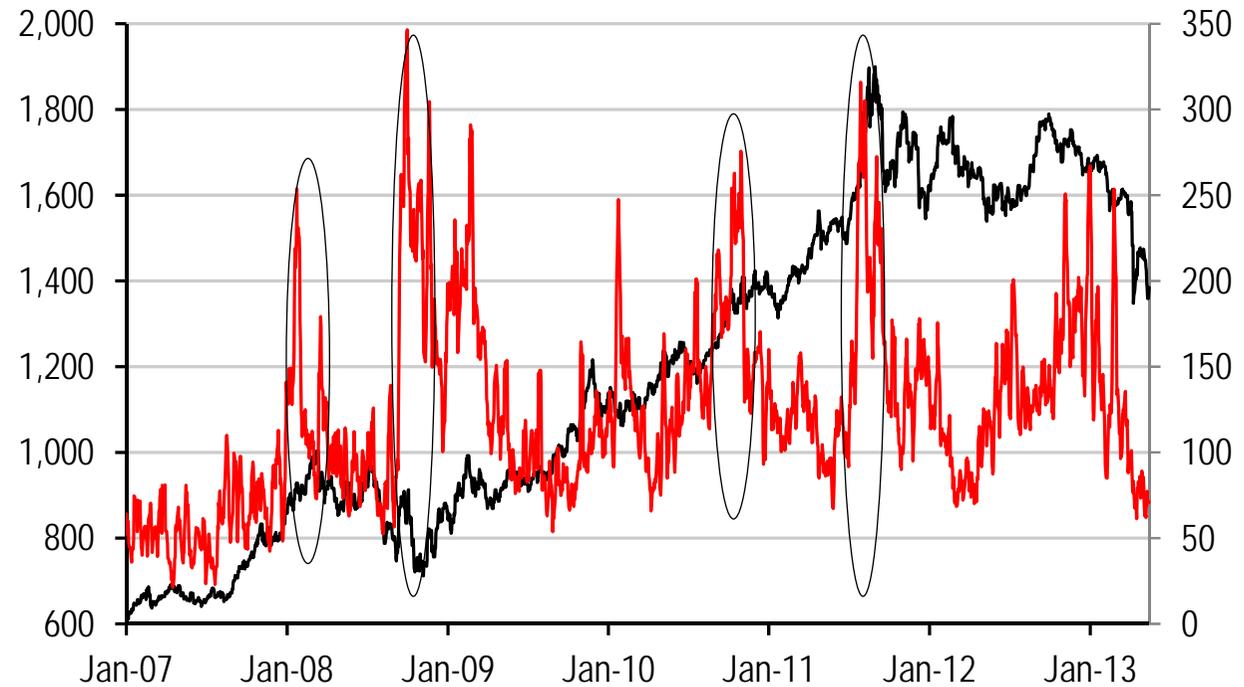
经济政策不确定性指数是衡量新闻报章数量的指数，包含3套内容条款：经济、不确定性及国会

金价在不确定性高时趋高，而在不确定性低时期，走低。

高经济政策不确定性趋向于支持金价

近期经济政策不确定性降低，伴随金价走低

黄金与经济政策不确定性关系



— Gold Price (USD/oz) (LHS) 黄金价格

— Economic Policy Uncertainty Index (7 day moving average) (RHS)

经济政策不确定性指数（7天动态为例）

资料来源：彭博，经济政策的不确定性

黄金与美国总统的满意度关系

黄金交易量与美国总统的满意度相反。

以奥巴马执政时期的金价为例，黄金走低与民众对其高满意度吻合，而其低满意度则出现在奥巴马执政一周内，金价在2010年4月走高，因为总统的满意度跌至50%。

满意度不均匀增长伴随着金价的不均匀下跌

Approval ratings 满意度



Source: Gallup, Bloomberg

资料来源：盖洛普、彭博，

Disapproval ratings 不满度



Source: Gallup, Bloomberg



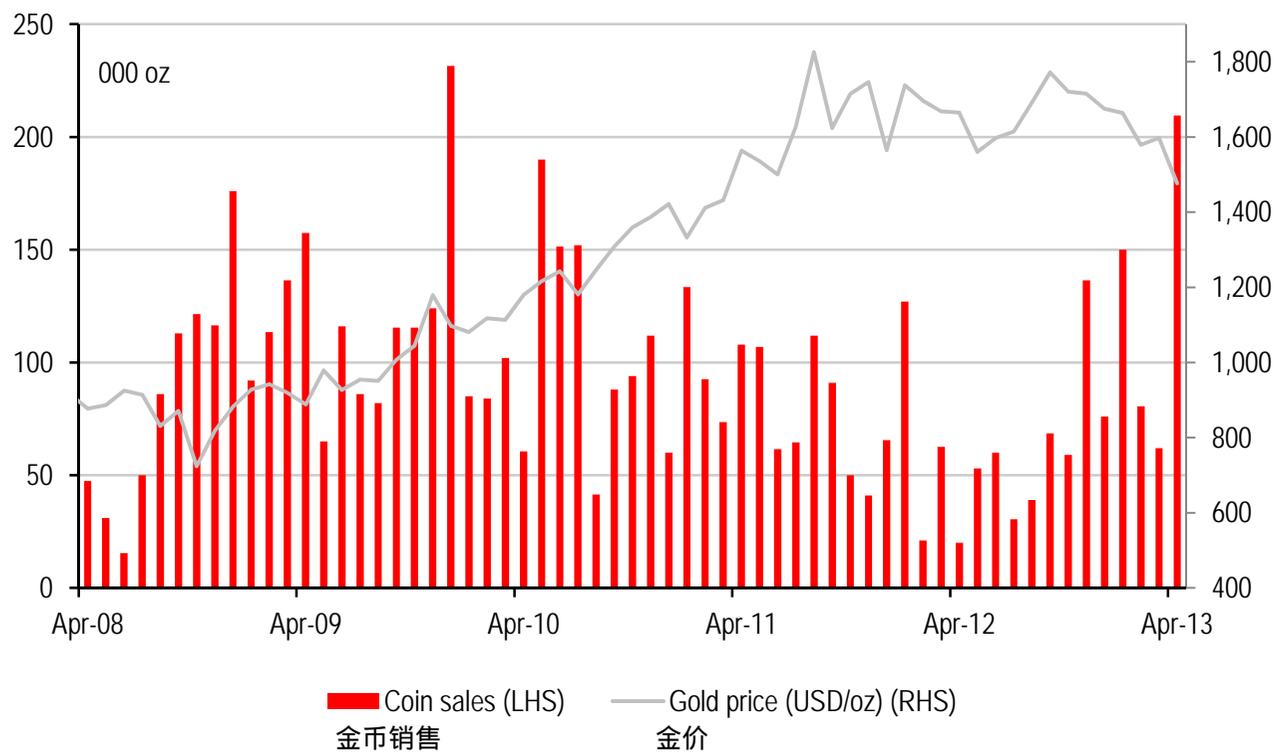
资料来源：盖洛普、彭博，

金币

金价下跌导致实际购买需求蜂拥而来。

美国铸币厂是世界上金币的最大铸造厂，报道了美国内外的金币市场需求急速上涨。

美国铸币厂金币销售情况



来源：汇丰银行，美国铸币厂

黄金在货币储备中的比例

西方央行持有大量黄金
外汇储备

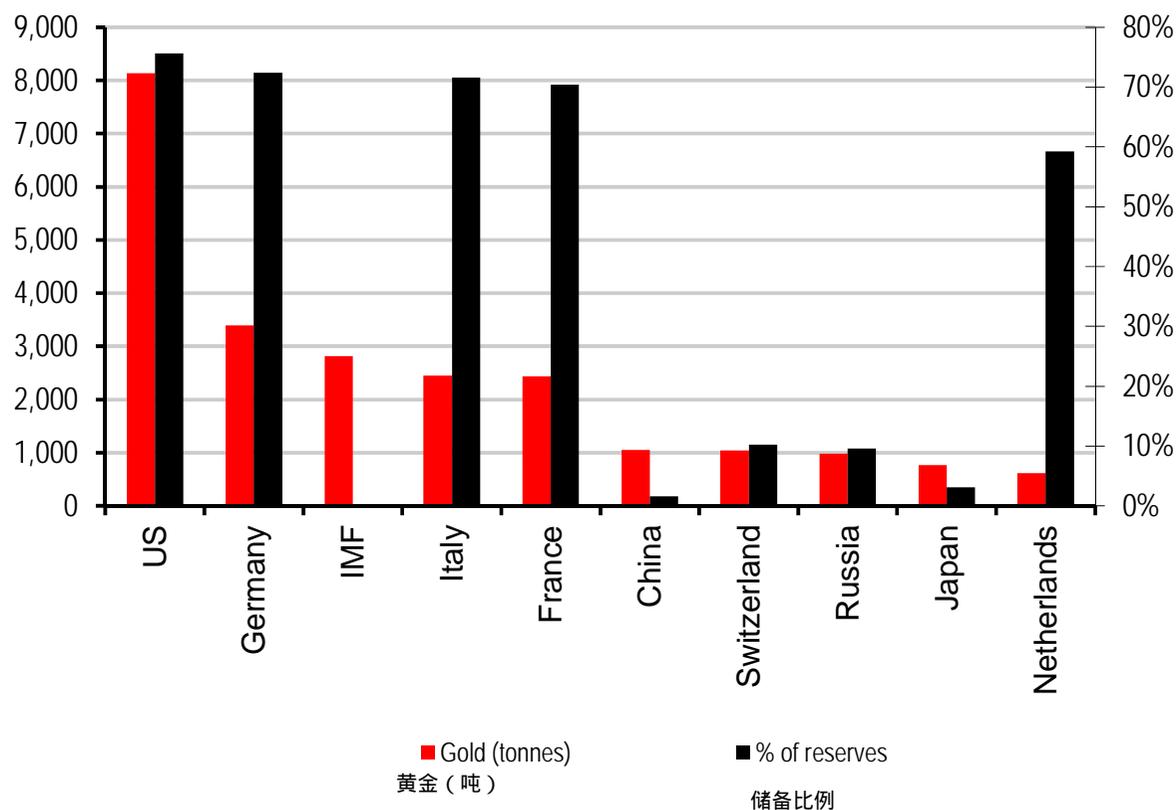
大多数其他国家外汇储
备中黄金比例较小

新兴市场央行已转向黄
金净买家，而西方央行
已经停止出售黄金

2011年中央银行购买了
c456t金，2012年情况与
此类似。

我们认为，央行今年将
购买至少400吨黄金

黄金在货币储备中的比例



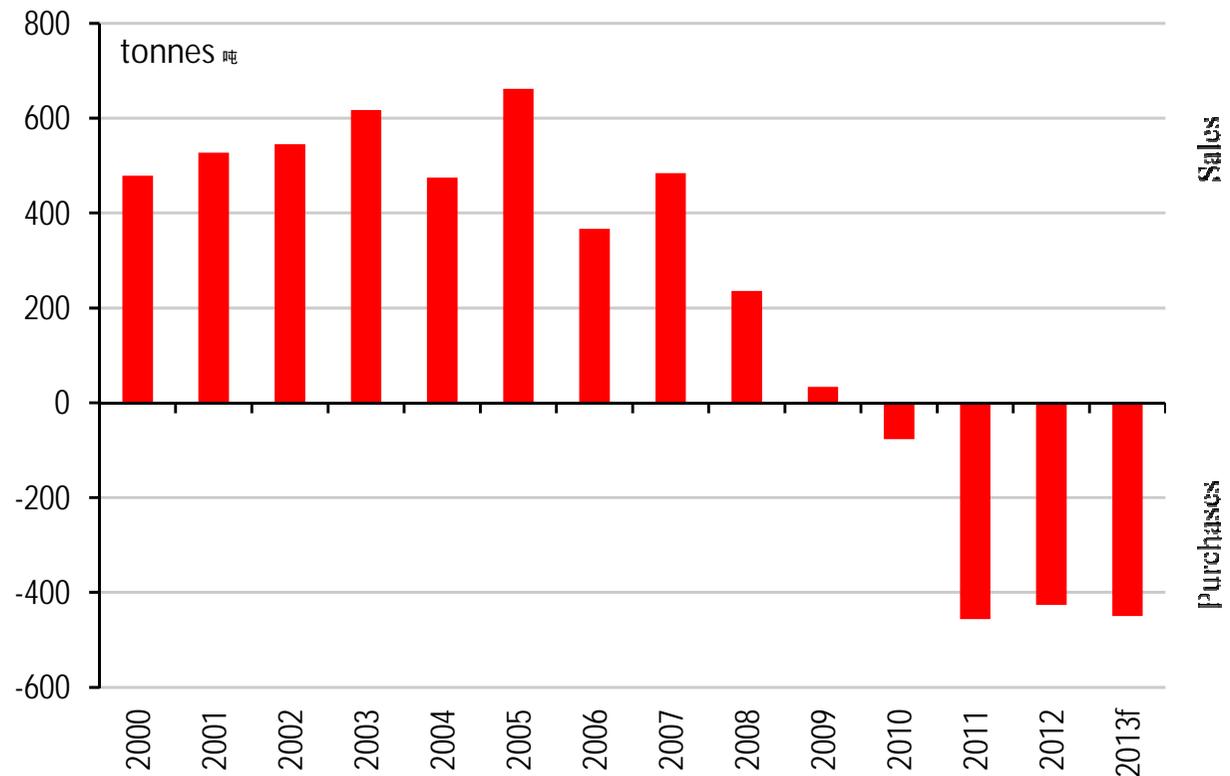
来源: WGC/IFS

Gold and central banks

中央银行已经转为黄金净买家有以下几点原因：

- 黄金历史上常用作“战争基金”或应用在危机时刻
- 可用来解决赤字，达到基本平衡
- 是阻止货币运行的有用方式
 - 证明是传统的美国dollar-laden 多样化组合
- 高黄金储备信誉值高

官方黄金销售及（购买）



资料来源：彭博社，汇丰银行，世界黄金协会

自2012年黄金与中央银行

官方部门买家是完全由
新兴市场和转型国家构成

卖家少，大部分黄金销售
是为了支持国内铸币项目

黄金价格下滑可能会促进
央行的黄金需求

中央银行黄金购买/销售，2012年至今（吨）

Purchases		购买
Turkey	214	土耳其
Russia	99	俄罗斯
Korea	50	韩国
Kazakhstan	41	哈萨克斯坦
Brazil	34	巴西
Philippines	34	菲律宾
Iraq	24	伊拉克
Mexico	18	墨西哥
Paraguay	8	巴拉圭
Ukraine	8	乌克兰
Belarus	6	白俄罗斯
Others	25	其他
Sales		销售
Czech Republic	-1	捷克共和国
Germany	-5	德国
Sri Lanka	-12	斯里兰卡

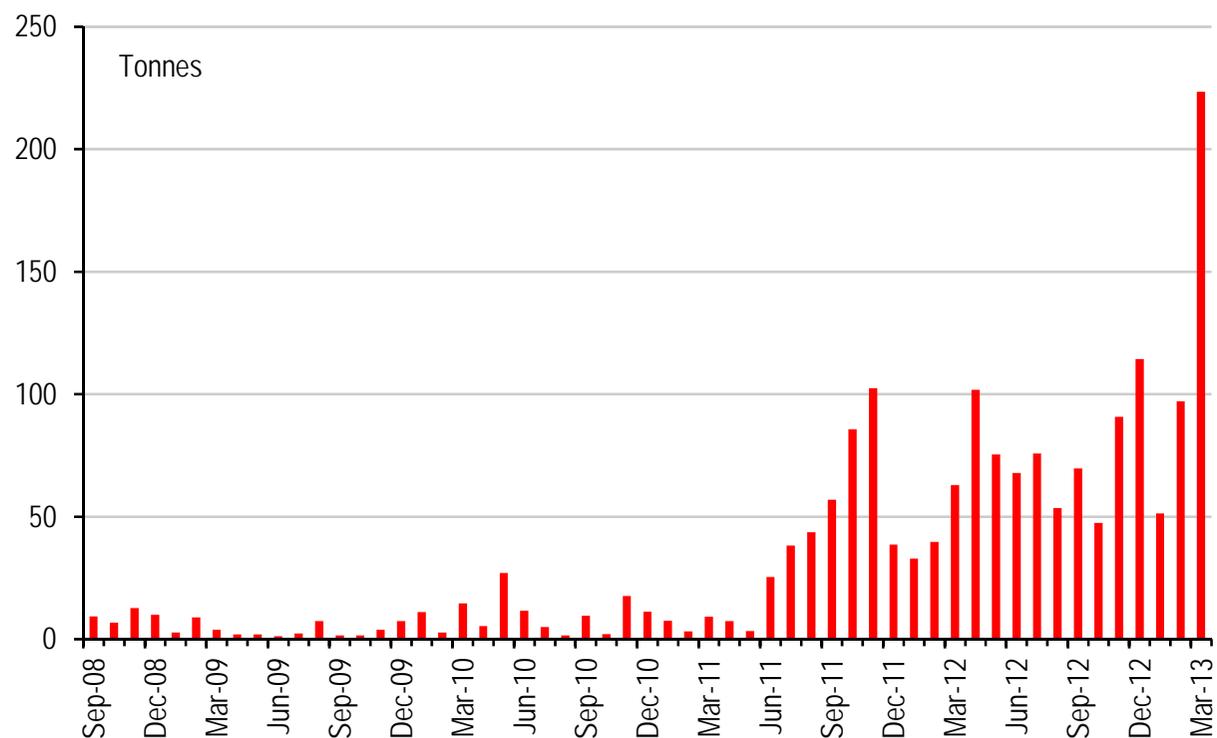
来源：汇丰银行，汤姆森路透社 datastream

黄金与中国

价格的下跌也掀起了一股对黄金价格敏感的消费国消费需求

本图表现了价格较低时，中国经香港进口的黄金有强劲增长

经香港进口的中国黄金



来源：汇丰银行，香港政府贸易统计

金矿产出

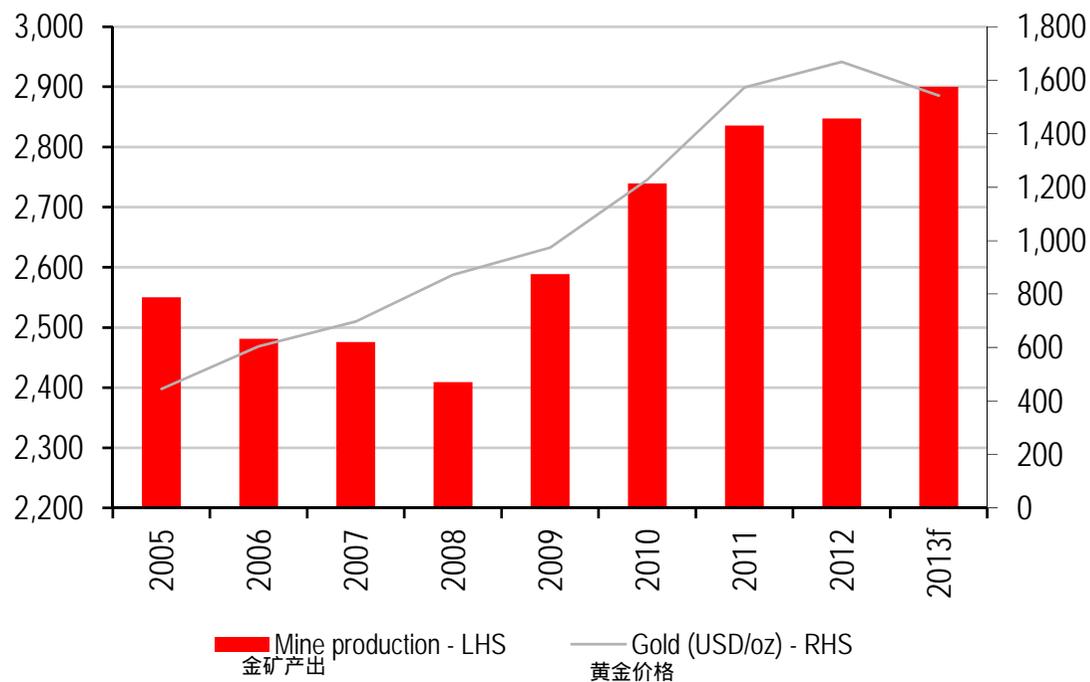
高价格激发高产出，金价仍高于边际生产成本

无沙特阿拉伯黄金

黄金产出受下列因素制约：

- 等级下降
- 基础设施不足
- 民族资源
- 电力及淡水短缺
- 劳动力及技能人才短缺
- 长期等待采矿设备

金矿产出（吨）



来源：汇丰银行，汤姆森路透社/GFMS，彭博社

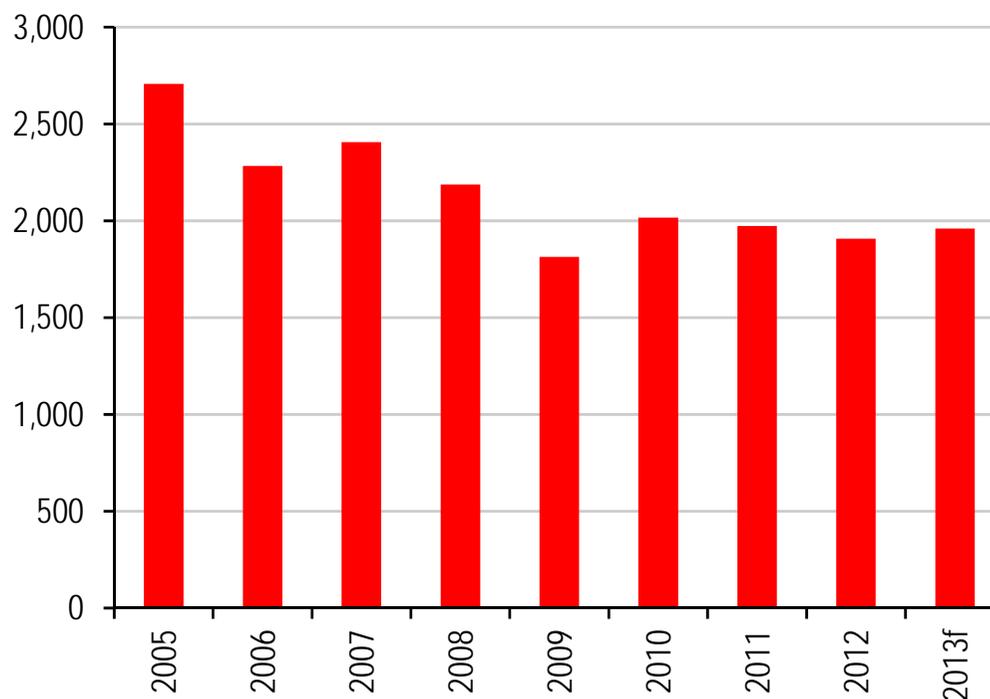
黄金首饰的需求

珠宝是实际需求中最大的单一源，但它逐渐被投资取代，日益失去其市场份额

新兴市场的黄金需求对价格非常敏感，这使得黄金的价格更不稳定

近期的价格暴跌能够鼓励更多的实际需求

黄金首饰的需求（吨）

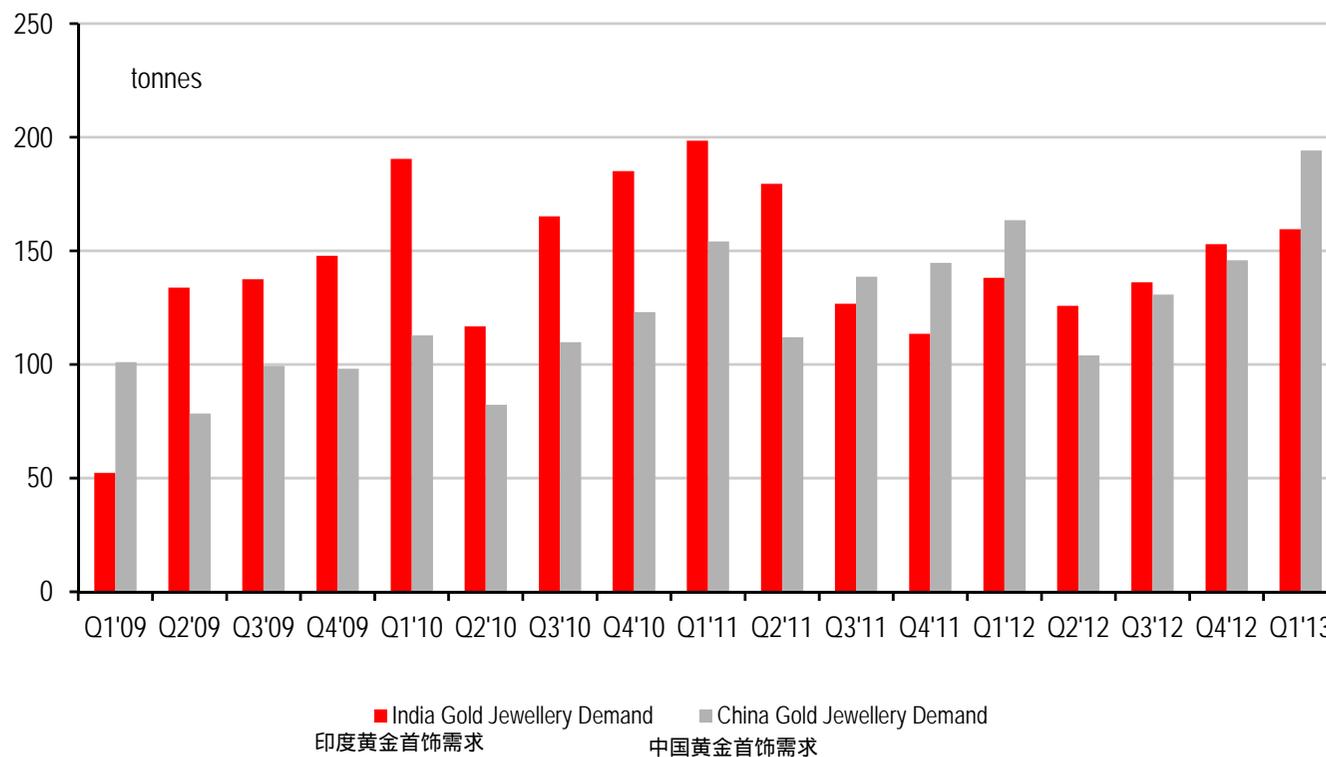


资料来源：彭博社，汇丰银行，世界黄金协会

印度与中国：黄金首饰的需求

在价格较低时，这两个国家对黄金首饰的需求增加
这两个国家共占全球黄金首饰需求的一半以上

印度与中国：黄金首饰的需求



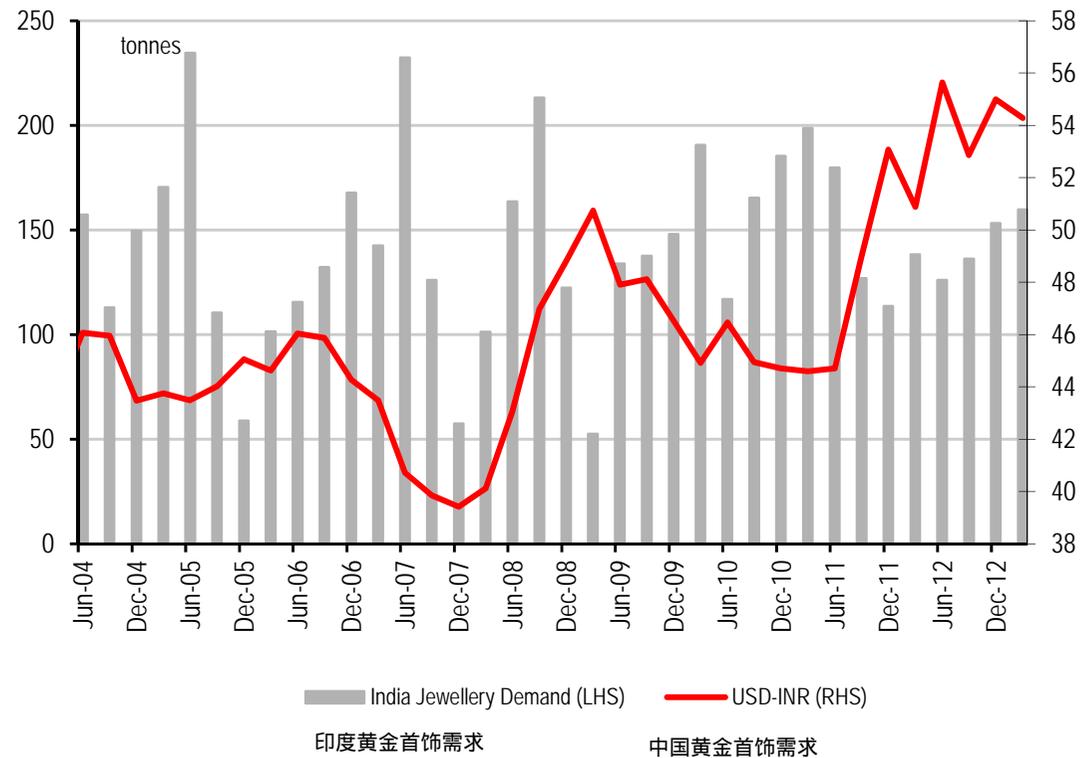
资料来源：彭博社，汇丰银行，世界黄金协会

印度黄金首饰需求和印度卢比 (INR)

INR疲软，当地金需求低，通常INR强劲，黄金需求较高

今年在印度黄金需求预计会显著上升，因为以美元计金价疲软，而INR强劲

印度黄金首饰需求和印度卢比 (INR)



资料来源：彭博社，汇丰银行，世界黄金协会

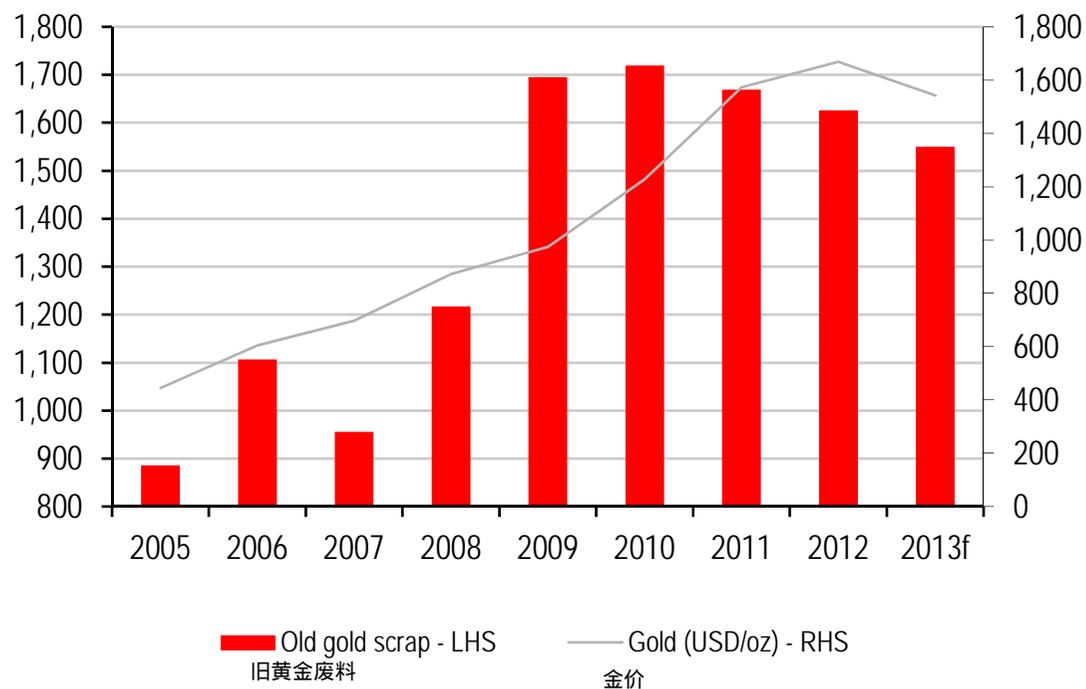
黄金废料

黄金高价能够引发对黄金再利用的需求

除了价格高，经济困难状况也一直在推动废料供应直至现在。

金价下跌不利于价格敏感的废料供应

旧黄金废料（吨）

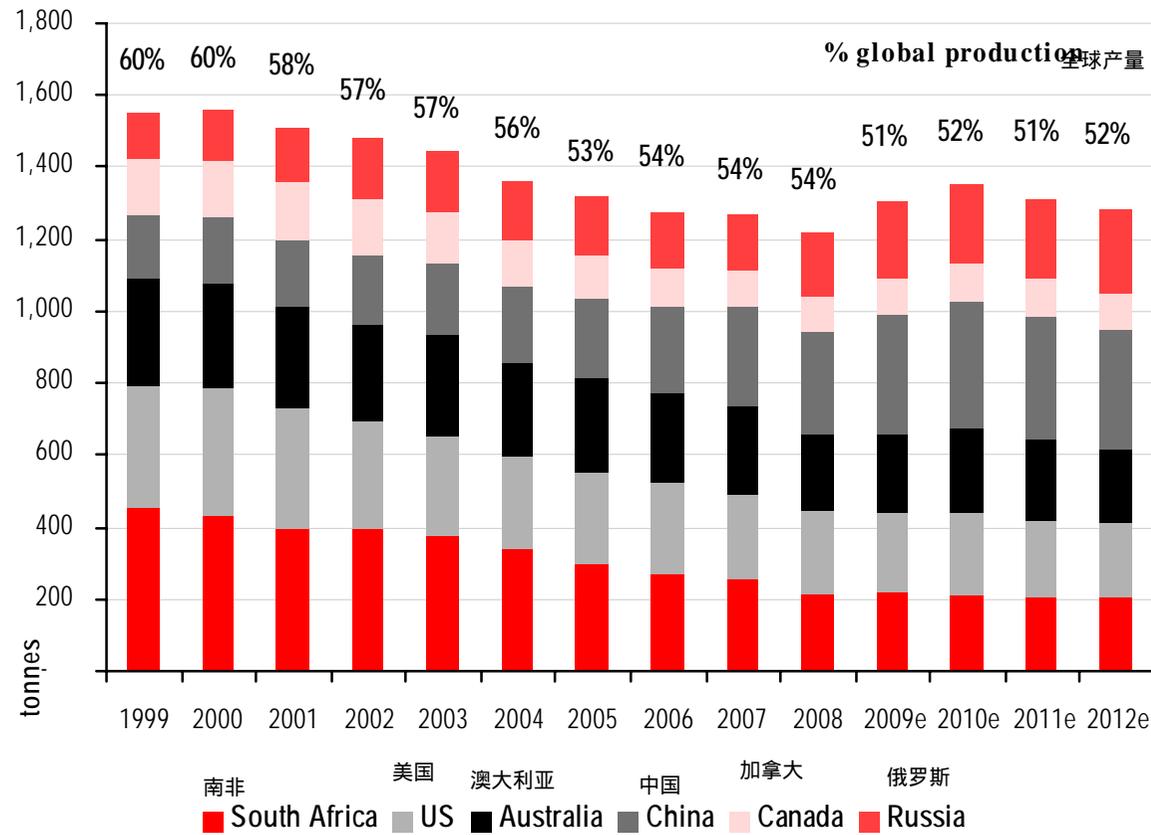


来源：汇丰银行，彭博社

储备问题

由于储量下降，传统生产商正逐步失去市场份额

主要生产国家的黄金储备

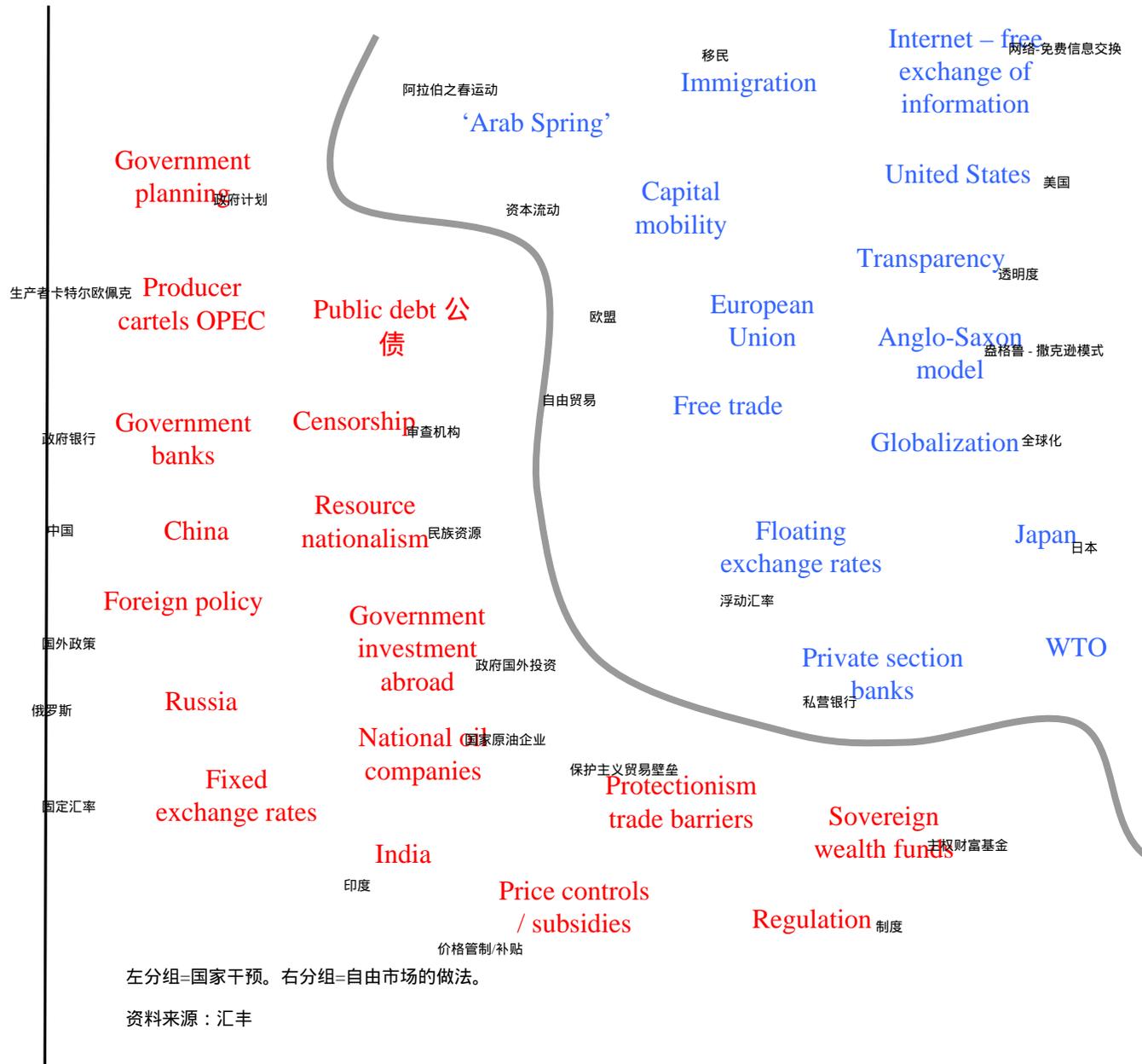


Source: USGS, GFMS, HSBC

来源：USGS,GFMS,HSBC

黄金和自由市场对政府干预型市场

自由市场自由度上升，
黄金价格趋于下降
政府过多干预经济时，
黄金价格趋于上升
全球金融危机使得市场
远离自由市场而偏向于
更多的政府干预



披露附录

分析师申明

对该报告负主要责任的下列分析师、经济学家及/或战略学家在此声明：该研究报告中所表达的观点均正确反映了他或她个人的意见。他或她补偿的任何部分均与该报中所表达的具体建议或意见，不存在或将不存在任何直接或间接的关系-James Steel。

重要披露

这一报告由HSBC的研究部门准备及分配，仅为HSBC的客户而准备，不得通过媒体或是其他手段，对公众或其他个人开放。

该文件仅为信息之用，不得进行买卖或是作为招揽任何证券或其他此文件中提及的投资产品之用，或是参与任何交易战略。基于该文件中所提及建议未考虑任何特殊投资者的目标，财务状况或需求，因此该建议应视为普遍建议，不能解释为个人建议。相应的，投资者应该，在采纳这些建议之前，应考虑该建议是否合适，是否与其目标、财务状况及需求相关。在有必要的情况下，需求专业投资及税务建议。

在此文件中所提及的某些投资产品可能不适合于在某些国家销售，也并不适合所有的投资者。在做委托或购买投资产品之前，投资者应向其HSBC客户代表就此文件中所提及的产品投资适应性进行咨询，并需要考虑自身的具体投资目标、财务状况及特殊需求等。

此文件中所提及的投资产品其价值及收益可能会有涨落，因此投资者收回的可能会少于其原始资本。某些高波动性产品可能会受价值的突发及大量下跌影响，从而引发等同或是超出投资额的收益。投资产品的价值和收入可能会受到外汇、利率或其他因素的负面影响。某种投资产品的过去表现并不会暗示其未来表现。

HSBC及其附属公司将不时地向客户购买及销售公司的证券/金融工具（包括其衍生品），这些产品都是属于HSBC主要或是HSBC机构的研究范围

分析学家、经济学家及战略学家的收入部分源于HSBC的盈利，包括了投资银行的营业额。

就该报告中所提及的任何公司的披露，请查阅www.hsbcnet.com/research，参考公司新近发布的报告。

* HSBC 法人实体见下列免责条款

附加披露

1 该报告发布日为2013年5月20日

2 除非另有声明，否则所有该报告中发布的市场数据均接近2013年5月20日

3 HSBC有标准流程来明确及管理人和潜在的与研究业务相关的利益冲突。HSBC的分析师及其其他参与准备及传播该报告的员工，有独立于HSBC投资银行业务的管理汇报流程。投资银行及研究业务间的信息障碍流程也已到位，以确保任何保密及/或价格敏感信息处理方式得当。

免责声明

2012年8月8日的法人实体

UAE 汇丰银行中东有限公司, 迪拜; HK 香港上海汇丰银行, 香港; TW, 汇丰银行(台湾)有限公司; CA, 汇丰银行加拿大, 多伦多; 汇丰银行巴黎分行, 汇丰银行法国; DE, 汇丰Trinkaus AG, 杜塞尔多夫; 000汇丰银行(PR), 墨西哥; IN, HSBC 证券及资本市场(印度)私有公司, 孟买; JP, 汇丰银行证券(日本)有限公司, 东京; EG, 埃及汇丰银行证券, 开罗; CN, 汇丰银行投资银行亚洲有限公司北京代表处; 香港上海汇丰银行有限公司, 新加坡分行; 香港上海汇丰银行有限公司, 首尔证券分行; 香港上海汇丰有限公司首尔分行; 汇丰证券(南非)(Pty)有限公司, 约翰内斯堡; 英国汇丰银行, 伦敦, 马德里, 米兰, 斯德哥尔摩, 特拉维夫; US, 汇丰证券(美国)公司, 纽约; 汇丰银行Yatirim Menkul Degerler As, 伊斯坦布尔; 汇丰银行墨西哥, 多银行机构, 金融集团汇丰银行; 汇丰银行巴西-多银行机构; 汇丰银行澳大利亚有限公司; 汇丰银行阿根廷; 汇丰银行沙特阿拉伯有限公司; 香港上海汇丰银行有限公司, 新西兰分行, 在香港特区注册成立。

报告发布人: 汇丰银行证券(美国)公司

美国, 纽约, 汇丰大楼9楼, 第五大街452号 邮编 10018

电话: +1 212 525 5000

传真: +1 212 525 0354

网站: www.research.hsbc.com

该材料由汇丰银行证券(美国)公司, (HIS) 准备并进行分发; HIS 是汇丰集团、NYSE及FINRA成员。该材料仅为HIS的客户做信息参考之用, 不得通过媒体或其他手段, 对公众或其他个人开放。该信息来源, HIS认为可信, 但并不保证其正确性及完整性。这一材料不能, 而且不应作为买卖任何证券或招揽任何证券买卖之用; 该报告中所持观点源自当时的公共可用信息, 若有修改恕不另行通知。HIS和/或其附属公司会销售给客户或从客户处购买发布人在本报告中推荐的证券。HIS的员工及未参与准备报告的附属机构可能会参与该报告中所提及的证券, 会不时对这些证券进行添加或处理, 其添加或处理方式可能会与报告中所提及方式不同。过去的表现不能够作为将来表现的必要指导。任何投资或收入的价值可能会下跌也可能会增长, 你可能不会拿回所有的全额投资。若投资是以该报告接收方所在地以外的货币计算, 则汇率的变化可能会对价值或是风险程度产生不利的影响。在英国, 这一报告仅能分发给符合《金融服务与市场法案2000》(金融推广) 条令2005的第19(5)条所界定的受众。英国监管制度的保障仅适用于那些与英国汇丰银行代表处交易的客户。在新加坡, 这一出版物由香港上海汇丰有限公司, 新加坡分行颁布, 为符合《证券及期货法》(SFA) 第289章第274及304条所界定的机构投资者及其他投资人及第275及305条界定的可信性的投资者或其他投资者做基本信息之用。该出版物并不是SFA定义的大纲。可能不会出于任何目的再进一步做整体或部分颁布。香港上海汇丰银行, 新加坡分行受到新加坡金融管理局管制。新加坡的收受者有任何与该报告有关的问题, 可联系香港上海汇丰银行, 新加坡分行。在香港, 该文件由香港上海汇丰银行有限公司颁布, 以供其机构及专业客户之用。它无意并不应在香港用于零售客户。香港上海汇丰银行有限公司并不承诺该文件中所提及的产品或服务适应当地的客户, 或适用当地法律, 或适用于任何具体某个投资者。所有这些疑问需直接联系香港上海汇丰银行有限公司。在韩国, 这一文件由香港上海汇丰银行, 首尔证券分行(HBAPSLs)或香港上海汇丰银行, 首尔分行(HBAPSEL)颁布, 其受众为符合FSCMA(金融投资服务及资本市场法案)第9条规定的专业投资者以作一般信息参考之用。这一文件并非FSCMA所定义的大纲。它可能不会处于任何目的再做进一步整体或部分发布。HBAPSLs及HBAPSEL均受韩国金融服务委员会及金融监管服务的监管。在澳大利亚, 该文件由香港上海汇丰银行有限公司(ABN 65 117 925 970, AFSL 301737)颁布, 以作一般信息之用, 其受众为由《公司法2001》界定的“批发”客户。针对零售客户的分发, 该报告由HSBC澳大利亚有限公司(AFSL 编号232595)来分发。这两个独立实体并不承诺该文件中所提及的产品或服务适应当地的客户, 或适用当地法律, 或适用于任何具体某个投资者。该文件并未考虑人能和收受者的具体投资目标、财务状况或具体需求。该文件在新西兰的发布由香港上海汇丰银行, 新西兰分行处理, 该分行注册于香港行政区。在加拿大, 该文件由汇丰银行加拿大和/或其附属机构颁布, 这一文件会包含市场更新/评论信息, 或相近的材料内容(统一在加拿大视为“解说”, 尽管其他的附属机构辖区内可能将“commentary”定义为宏研究或研究)。该解说文件不应作为买卖任何证券或招揽任何证券或金融产品(包括并不限于, 任何货币, 证券、商品或其他金融产品)买卖之用。

版权所有2013, HSBC证券(美国)公司。版权归HSBC证券(美国)公司所有。未经HSBC证券(美国)公司书面许可, 该文件不得以任何形式或方式进行部分或全部的复制、或在检索系统收藏, 不得以任何形式或方式进行全部或部分的电子、机械、扫描或刻录传输。

谢谢！