



作者：陈旭

执业编号：F0277080

联系方式：010-68578522 / chenxu@foundersc.com

成文时间：2016年3月7日星期一

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

## 油价反弹带动通胀预期，贵金属震荡偏多思路

方正中期研究院 陈旭

### 摘要：

整体来看，近期国际黄金白银价格呈现震荡走高的强势格局，但预计后市的上升空间比较有限。国际金价持续低迷主要受制于美联储加息预期增强因素的制约，美国利率上行预期将打压无息资产黄金的需求。但是，若原油价格反弹，通胀预期抬头，黄金仍将维持反弹格局，密切关注黄金ETF持仓的投资需求动向。我们认为，未来一个月，金价将呈现上有阻力以及下有支撑的震荡格局，上方压力位1300美元，下方支撑位1200美元。白银价格仍将跟随金价走势，上方压力为16美元，下方支撑为15美元。

对应国内期金和期银主力合约的压力分别270元左右和3650元左右；短期关注263元左右和3400元支撑有效性；若短线风险释放之后，仍有向下空间，有效目标价位分别在245元和3000元。操作上以震荡格局对待，短线低接高平操作。

## 第一部分 市场行情回顾

近一个月，国际金价介于 1117-1263 美元区间交投，趋势上呈现震荡走高格局。受美国经济数据疲弱，美联储近期加息概率较低，以及全球金融市场持续动荡影响，金价近期表现强势，加之 2 月中国春节期间，需求较为旺盛，黄金最高冲击到 1263 美元，月度最高涨幅高达 13%。而国际银价跟随金价反弹，但走势弱于金价，交投区间介于 14.2-15.9 美元，最高涨幅为 12%。

金银比值自 2 月初 73 位置持续上升，至 2 月底升至 79 附近。盘中曾突破 80 关口。一方面黄金具有更强的金融属性，当全球市场动荡加剧时，黄金的涨幅将明显高于银价；另一方面，黄金的投资需求和实物需求双回升，是推升金价在近一个月上涨的主要原因，而白银的需求结构中有 50%以上来自于工业需求，需求改善有限，白银近期的反弹是跟随金价，并未显现出独立性。从金银比值来看，80 关口存在重要的上行阻力，白银短期或存在补涨需求，对金银比值进行修复；若美国经济数据好于预期，市场对美联储加息预期再次增强，黄金将存在回调压力，也将会使得金银比值进行修复。长期来看，金银比值在 70-80 处于合理波动区间。

图 1：近期黄金和白银价格走势

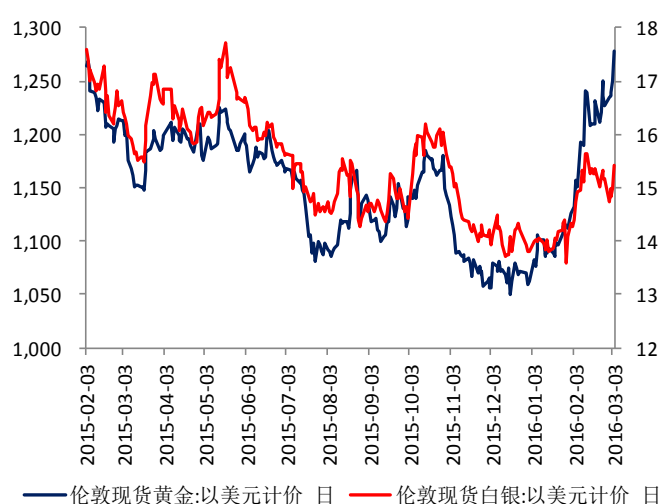
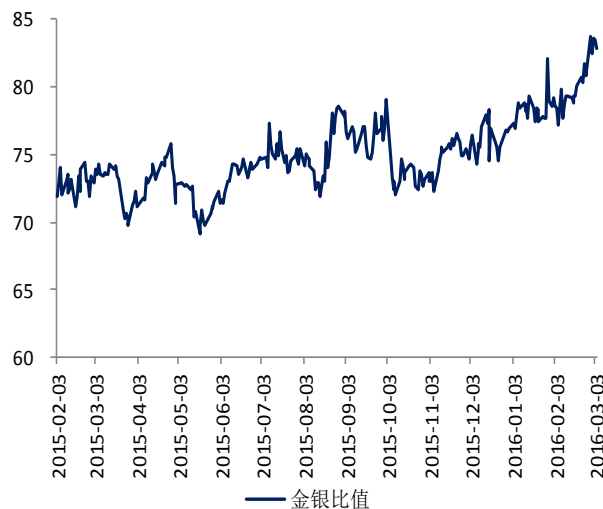


图 2：金银比值



资料来源：文华财经，方正中期研究院

资料来源：文华财经，方正中期研究院

## 第二部分 行情驱动因素—宏观金融面

综合来看，未来一个月影响贵金属价格走势的主要因素为美国经济数据表现以及原油价格走势。一方面，美国经济数据在 2 月份喜忧参半，但仍呈现继续复苏的态势，尤其是在制造业方面，房地产复苏的格局没有改变。而就业数据、通胀水平相对较好，失业率继续下降，通胀在油价影响下快速反弹。

因此，美联储2016年加息的基础仍在，黄金价格的持续反弹将会承压。具体来看，目前的美国通胀和非农均已达到美联储预期值：

**（一）通胀水平出现大幅回升。**1 月 CPI 同比增速加快至 1.4%，核心 CPI 同比增速则达到 2.2%，已经超过美联储的目标水平；PCE 和核心 PCE 同比增速分别为 0.6%和 1.41%，也出现一定加速。本期通胀尤其是总体 CPI 的大幅回升，主要受到原油为代表的国际大宗商品价格跌幅放缓的影响。从油价角度看，1 月油 价同比跌幅为 32.46%，比前一个月收窄约 4 个百分点。

**（二）就业指标依旧强劲。**美国2月非农就业人数增加24.2万人，大幅好于预期；失业率维持在4.9%，仍为2008年以来最低水平。不过，美国2月平均时薪环比下跌0.1%，为一年来首次下滑。整体看，尽管全球经济疲弱，但美国整体就业增长依然强劲。

另一方面，OPEC国家仍未就减产达成一致意见，但原油价格在多方的博弈下，已形成底部震荡反弹格局，而原油价格近期的反弹将提升通胀预期，若未来OPEC国家对减产达成共识，油价的加速反弹将令市场对通胀的担忧加快，黄金将凸显抗通胀属性，金价将具备持续反弹的基础。

从市场角度看，全球股市和大宗商品市场恐慌性暴跌，将金价和美债等资产的快速上涨，均体现出当前全球金融环境的脆弱性，未来一个月仍需密切关注欧洲市场情况。欧洲方面从去年年底至今年年初，经济情况不容乐观，多项经济指标出现较大降幅，同时英国退欧的潜在风险开始逐步得到市场的关注。欧央行的货币政策已经在进一步宽松的边缘，3 月 10 日欧央行将召开管委会会议，这将是下一个市场关注点，扩大 QE 或再次降低利率都是可选项，宽松的货币环境将为金价提供支撑。

图 3：美国 CPI

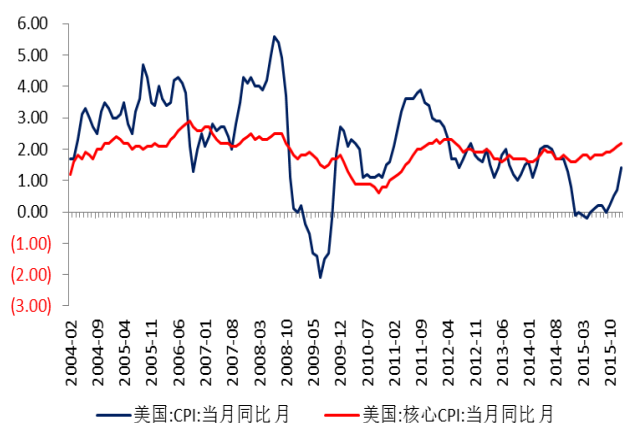


图 5：美国制造业 PMI

图 4：美国就业数据

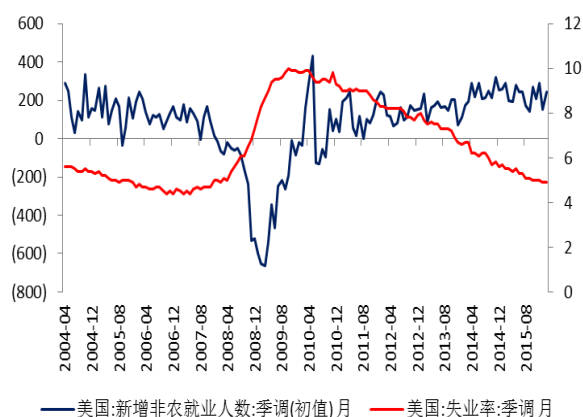
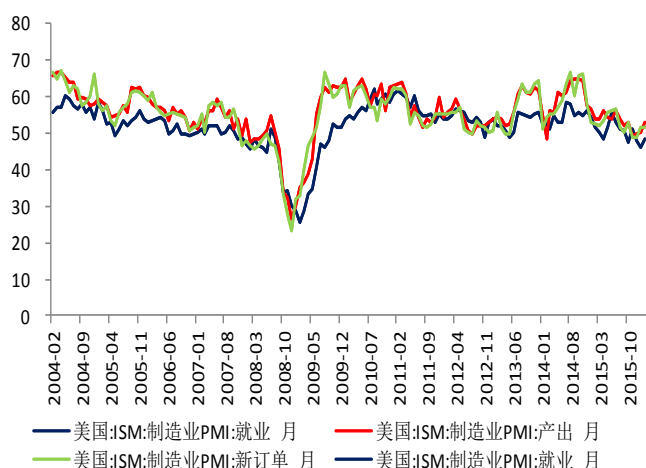
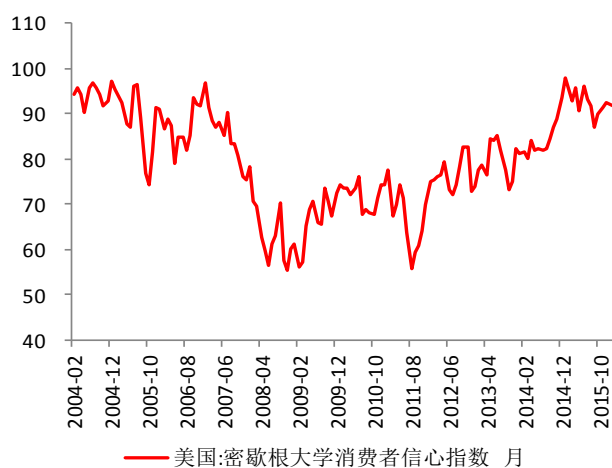


图 6：美国消费者信心指数



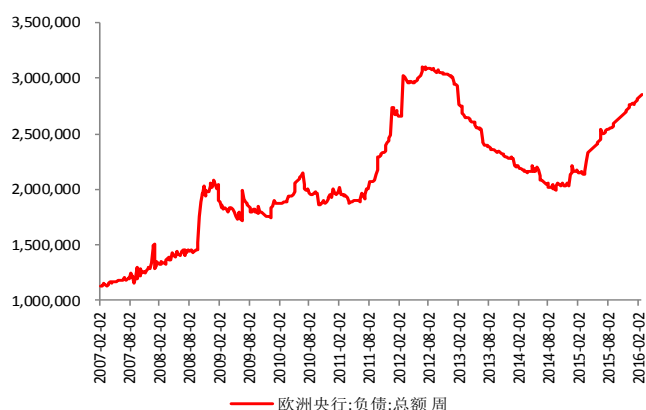
资料来源：Wind，方正中期研究院



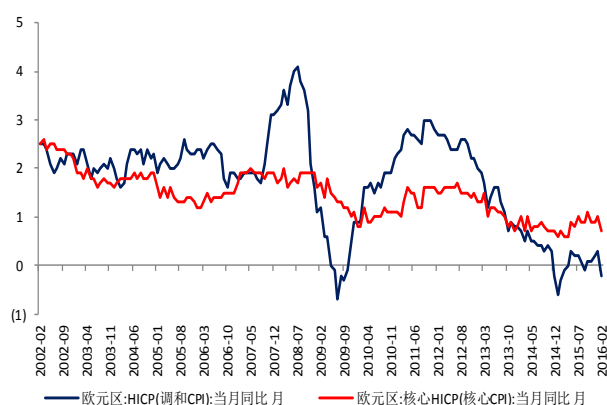
资料来源：Wind，方正中期研究院

图 7：欧洲债务规模

图 8：欧元区 CPI

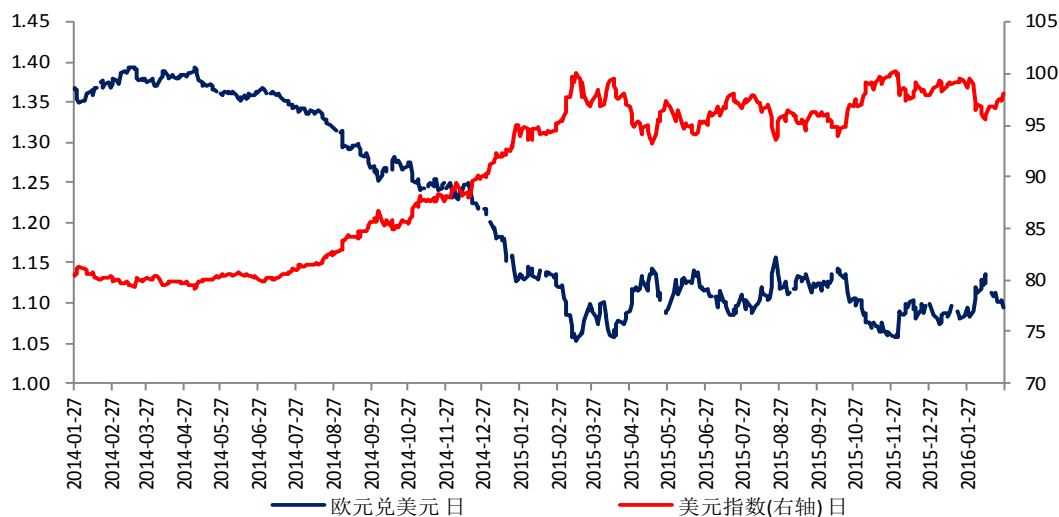


资料来源：Wind，方正中期研究院



资料来源：Wind，方正中期研究院

图 9：美元指数与欧元兑美元



资料来源：Wind，方正中期研究院

### 第三部分 行情驱动因素—黄金投资需求

从投资需求来看，近期黄金ETF持仓量持续增加，从年初的642.37吨增加到793.12吨，增量达150吨。国际金价与投资需求的高度相关性也反映了投资者短期投资情绪的变化。金融市场的动荡使得投资者避险需求上升，整体黄金ETF呈现净流入格局，一改多年多净流出的颓势。结合金价走势来看，投资者需求的增长对于金价有很强的支撑作用，预计近期金价仍将维持高位运行。

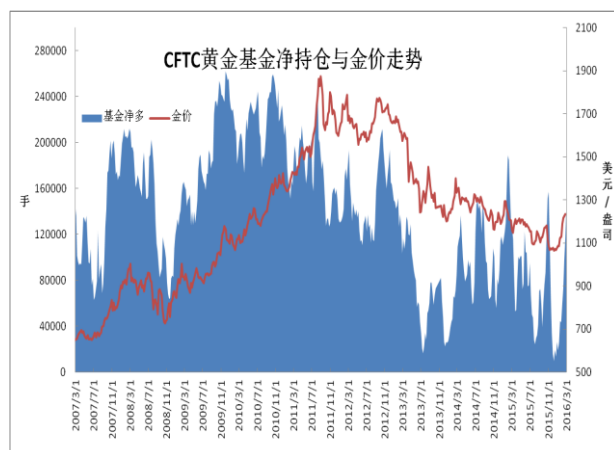
另一方面，美国商品期货交易委员会（CFTC）公布的最新报告显示自近一个多月来黄金非商业净多头持仓量（代表投机买盘）从44718张大幅增长至108719张，连续6周增加，表明投机买盘对黄金的看多情绪大幅提高，投机商普遍持有黄金看涨的态度，短期黄金仍维持强势。

图 13：黄金 ETF 持仓



资料来源：Wind，方正中期研究院

图 14：CFTC 黄金非商业净持



资料来源：Wind，方正中期研究院

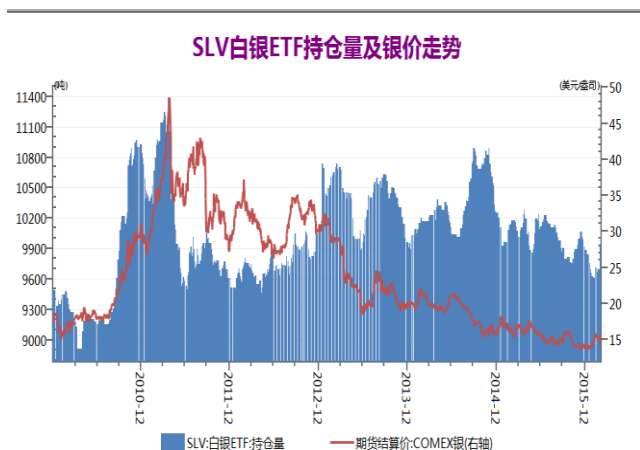
### 第四部分 行情驱动因素—白银投资需求

在白银的投资需求方面，相对于黄金受到宏观因素影响小，但是冲击不可避免。SLV白银ETF持仓今年以来出现小幅增长目前恢复到10000吨水平，短期投资需求增加；长期来看，白银ETF持仓保持比较稳定的状态。整体上，短期白银投资需求提升将提振银价走势。

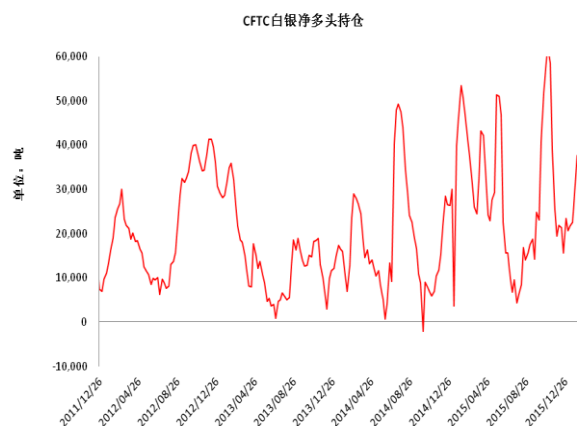
另外，从交易层面看，美国商品期货交易委员会（CFTC）公布的最新报告显示自2月23日至3月1日白银非商业净持仓（代表投机买盘）大幅增加，由59770张减少至54121张。多头出现高位离场预计短期白银将出现冲高乏力表现。

图 16：白银 ETF 持仓及白银期货结算价

图 17：CFTC 白银非商业净持仓及商业净持仓

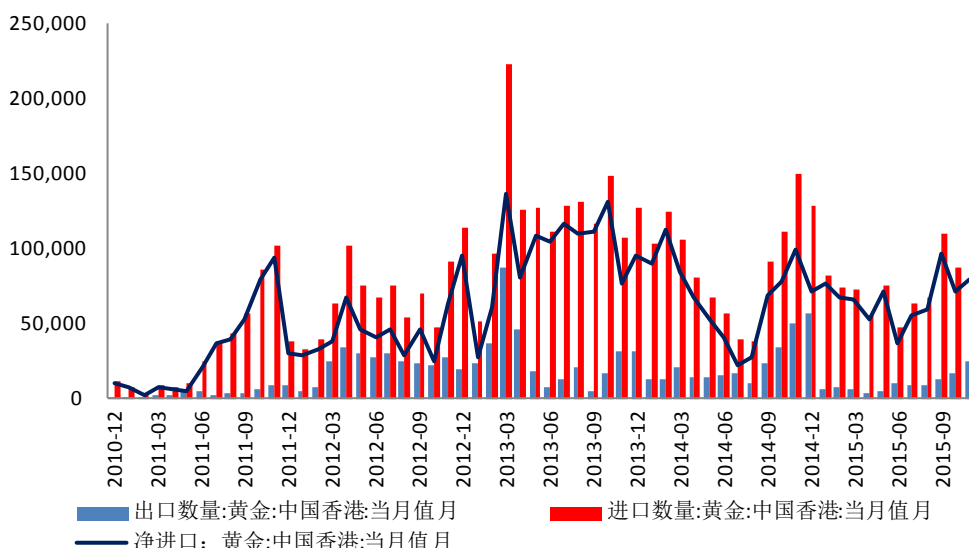


资料来源：Wind，方正中期研究院



资料来源：Wind，方正中期研究院

图 18： 白银通过香港进出口量



资料来源：Wind，方正中期研究院

## 第五部分 金银长期供需情况

根据 GFMS 提供的数据来看：2015 年金矿产量已经连续 7 年增长，根据 GFMS 的测算，2015 年将达到 3,155 吨的历史高位。预计 2016 年黄金供给将有下滑，前几年开工的项目带来的产出增加影响逐渐降低，且在目前金价水平下新投资项目料相对有限。需求方面：预计黄金的投资需求将有小幅改善，ETF 的流出将进一步趋缓。伴随着美联储逐步加息进程，我们认为市场对于国际货币体系的信心 2016 年将得到修复，上半年贵金属依然面临一定压力，但逐渐完成筑底。而人民币国际化进程的加快也使得美元受到压力；市场对于避险资产需求的提升料增加贵金属的资产组合配置，对于金银而言，下半年波动性将有所放大。



图 19： 黄金供需平衡表

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
矿产金	2561.5	2496.4	2498.5	2428.9	2611.8	2742.4	2845.9	2875.3	3064	3122	3155.5	3067
回收金	902.6	1132.8	1006.3	1351.6	1728	1712.9	1675	1677.5	1286.4	1126.4	1123.2	1146
套保供给	-92.4	-434	-432.4	-356.7	-234.1	-106.2	18.2	-40.1	-38.8	104.5	-31	89.5
<b>总供给</b>	<b>3371.7</b>	<b>3195.2</b>	<b>3072.4</b>	<b>3423.8</b>	<b>4105.8</b>	<b>4349.1</b>	<b>4539.1</b>	<b>4512.6</b>	<b>4311.6</b>	<b>4352.9</b>	<b>4247.7</b>	<b>4302.5</b>
珠宝首饰	2721.8	2302.2	2425.7	2308.1	1819	2033.7	2037.9	2012.2	2443.5	2217.2	2123	2278
工业需求	448.6	479.8	486.7	470.6	422	475.4	466.9	425.4	418.6	400.8	385.3	377.9
电子	294.3	324.9	331.2	317.9	282.9	332.5	330	295.1	289.5	279.8	270.6	261
牙科	62.4	60.7	57.6	55.7	52.7	48.4	42.9	38.6	36.3	33.9	31.1	28.5
其他	91.9	94.2	97.9	97	86.4	94.5	94.1	91.7	92.8	87.1	83.5	88.4
官方购买	-663.4	-365.4	-483.8	-235.4	-33.6	77.3	456.8	544.1	409.3	465.6	455.2	350
零售投资	420.1	427.8	435.5	915.9	830.3	1221.2	1556	1342.7	1772.7	1077.2	1041.4	1085.8
金条	261.4	236.1	235.8	658.8	547.7	934.4	1229.5	1038.9	1394.1	827.3	782.4	832.8
金币	158.7	191.7	199.7	257.1	282.7	286.8	326.5	303.8	378.6	249.9	259	253
<b>总需求</b>	<b>2927.1</b>	<b>2844.4</b>	<b>2864.1</b>	<b>3459.2</b>	<b>3037.7</b>	<b>3807.6</b>	<b>4517.6</b>	<b>4324.4</b>	<b>5044.1</b>	<b>4160.8</b>	<b>4004.9</b>	<b>4091.7</b>
供需缺口	444.6	350.8	208.4	-35.3	1068.1	541.5	21.5	188.2	-732.5	192.1	242.8	210.8
ETF 净投资	208.1	260.2	253.3	320.9	622.9	382.2	185.1	279.2	-880.1	-159.6	-105.8	-
交易所库存	28.8	32.1	-9.8	34.2	39.5	53.6	-6.4	-9.7	-98	0.5	-33	-
<b>净平衡</b>	<b>207.7</b>	<b>58.5</b>	<b>-35.1</b>	<b>-390.4</b>	<b>405.7</b>	<b>105.7</b>	<b>-157.2</b>	<b>-81.3</b>	<b>245.5</b>	<b>351.2</b>	<b>381.6</b>	<b>210.8</b>
国际金价	443.87	603.56	695.39	871.96	972.35	1224.52	1571.69	1668.98	1411.23	1266.4	1158.76	1200

资料来源：GFMS，方正中期研究院

对于白银方面白银供应缺口预计在 2016 年有所放大，对银价带来支撑。由于矿山的老化和新投资项目的有限性，矿产银供给从目前的历史高位回落。而副产银方面，由于基本金属始于 2015 年的减停产影响料持续至 2016 年，虽然由于市场存在囚徒困境使得削减产量和产能的过程存在反复，但预计对于整体白银产出以及供给预期带来净收缩影响。根据 GFMS 的测算，2015 年白银矿产供给增加减缓至 0.25%，而 2016 年有 4.8% 的减幅。

图 20： 黄金供需平衡表

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
矿产银	19,940	20,012	20,734	21,234	22,279	23,359	23,511	24,494	25,878	26,905	26,973	25,679
官方净抛售	2,050	2,442	1,322	949	485	1,375	373	230	246	-	-	-
回收银	6,326	6,442	6,351	6,283	6,258	7,076	8,134	7,947	5,975	5,235	4,970	4,995
套保供给	1,428	-361	-750	-271	-541	1,568	379	-1,465	-1,101	491	-392	-156
<b>总供给</b>	<b>29,744</b>	<b>28,534</b>	<b>27,657</b>	<b>28,198</b>	<b>28,478</b>	<b>33,380</b>	<b>32,401</b>	<b>31,206</b>	<b>30,995</b>	<b>32,631</b>	<b>31,551</b>	<b>30,516</b>
珠宝首饰	5,813	5,428	5,670	5,524	5,502	5,910	5,851	5,770	6,777	6,983	6,809	7,151
银币银章	1,605	1,515	1,592	5,888	2,837	4,619	6,718	4,407	7,042	6,330	6,423	5,922
银器	2,124	1,932	1,872	1,816	1,655	1,605	1,468	1,359	1,829	1,888	1,900	1,897
工业需求	19,878	20,115	20,503	20,345	16,864	20,065	19,542	18,566	18,715	18,513	17,751	17,642
电子电气	7,144	7,536	8,165	8,451	7,073	9,368	9,045	8,295	8,274	8,174	7,776	7,543
纤维合金	1,636	1,701	1,813	1,916	1,667	1,894	1,950	1,885	1,966	2,056	1,876	1,891
摄影	4,986	4,423	3,639	3,054	2,376	2,078	1,838	1,620	1,493	1,418	1,375	1,334
其他	6,112	6,457	6,886	6,924	5,748	6,725	6,706	6,765	6,983	6,861	6,725	6,877
<b>总需求</b>	<b>29,421</b>	<b>28,992</b>	<b>29,642</b>	<b>33,576</b>	<b>26,858</b>	<b>32,198</b>	<b>33,576</b>	<b>30,102</b>	<b>34,363</b>	<b>33,713</b>	<b>32,880</b>	<b>32,612</b>
供需缺口	323	-460	-1,984	-5,378	1,624	1,182	-1,179	1,104	-3,369	-1,082	-1,328	-2,096
ETF 净投资	-	3,944	1,704	3,151	4,880	4,028	-746	1,720	78	47	-532	156
交易所库存	495	-280	669	-221	-476	-230	379	1,935	274	-274	-134	-
<b>净平衡</b>	<b>-168</b>	<b>-4,124</b>	<b>-4,354</b>	<b>-8,308</b>	<b>-2,784</b>	<b>-2,613</b>	<b>-809</b>	<b>-2,547</b>	<b>-3,720</b>	<b>-855</b>	<b>-663</b>	<b>-2,232</b>
国际银价	7.3	11.5	13.4	15	14.7	20.2	35.1	31.1	23.8	19.1	15.5	16.8

资料来源：GFMS，方正中期研究院

## 第六部分 结论与后市展望

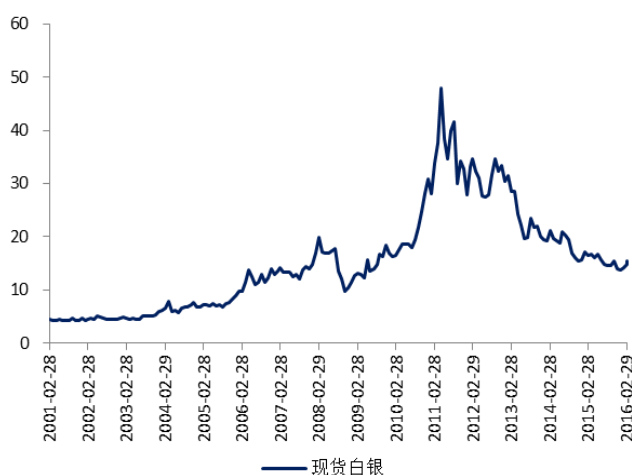
整体来看，近期国际黄金白银价格呈现震荡走高的强势格局，但预计后市的上升空间比较有限。国际金价持续低迷主要受制于美联储加息预期增强因素的制约，美国利率上行预期将打压无息资产黄金的需求。但是，若原油价格反弹，通胀预期抬头，黄金仍将维持反弹格局，密切关注黄金ETF持仓的投资需求动向。我们认为，未来一个月，金价将呈现上有阻力以及下有支撑的震荡格局，上方压力位1300美元，下方支撑位1200美元。白银价格仍将跟随金价走势，上方压力为16美元，下方支撑为15美元。

对应国内期金和期银主力合约的压力分别270元左右和3650元左右；短期关注263元左右和3400元支撑有效性；若短线风险释放之后，仍有向下空间，有效目标价位分别在245元和3000元。操作上以震荡格局对待，短线低接高平操作。

图19：黄金月K线图



图20：白银月K线图

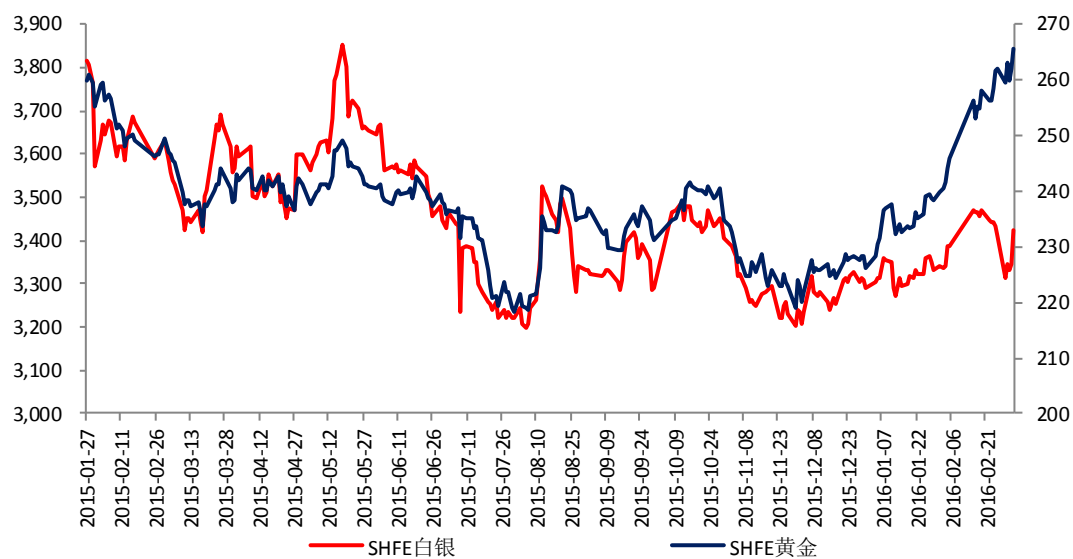


资料来源：博易大师，方正中期研究院

资料来源：博易大师，方正中期研究院

图 21:上海期货交易所黄金和白银主力合约





资料来源：博易大师，方正中期研究院

## 重要事项

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期期货有限公司所有。

方正金融，正在你身边。

**重要事项：**

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

**联系方式：**

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 2 楼东侧

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037