



作者：陈旭

执业编号：F0277080

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

成文时间：2016年2月4日星期四

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

避险情绪升温 贵金属维持高位

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，通胀低迷下，美国利率上行预期将打压无息资产黄金的需求，另外无论从投资需求还是中国和印度的实物需求来看均较为疲弱，黄金基本面也难以支撑金价有更好表现。我们认为，未来一个月，金价若再次下探1100美元关口的有效支撑，有冲击1080美元可能；白银价格仍将跟随金价走势，短期若有效下探14美元。

对应国内期金和期银主力合约的压力分别245元左右和3400元左右；短期关注230元左右和3250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200元和3000元。操作上短线低接高平，稳健者等待中线布局空单。

第一部分 市场行情回顾

近一个月，国际金价介于 1060-1130 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，再度站上 1100 美元。而国际银价表现比较弱势，交投区间介于 13.8-14.6 美元，波段的区间缩窄，表现在金银比值自 1 月初 76 位置持续上升，至 1 月底升至 82 附近。长期来看，金银走势仍处于低位震荡调整格局，而金银比值亦在 70-80 区间波动。从行情上看，近期贵金属价格走势出现如下特点：

（一）美国经济数据表现疲弱，黄金迎来上升空间。从数据表现来看，美国四季度 GDP、1 月成屋制造业、消费者信心指数等数据表现不佳，但同时也看到房价指数仍表现稳定。当前，由于国际油价持续低迷，通胀维持低位运行，就业结构分化，经济稳中向好但仍有受制于全球经济疲弱，美联储近期加息的可能性降低美元指数介于 98-100 区间窄幅震荡调整，金银迎来上升的空间。

（二）全球金融市场动荡 市场避险情绪升温。中国经济增速放缓引发大宗商品及全球股市动荡，虽然中国政府大力推进供给侧改革加速去产能，以提高经济的内生动力，但制造业景气低迷恐成为常态，2016 年的经济增速放缓幅度或将超出预期。中国上证指数 1 月跌幅近 23%，为中国股票历史上所罕见，受此影响亚太及欧美股市表现不佳也出现大幅下挫。

图 1：近期黄金和白银价格走势

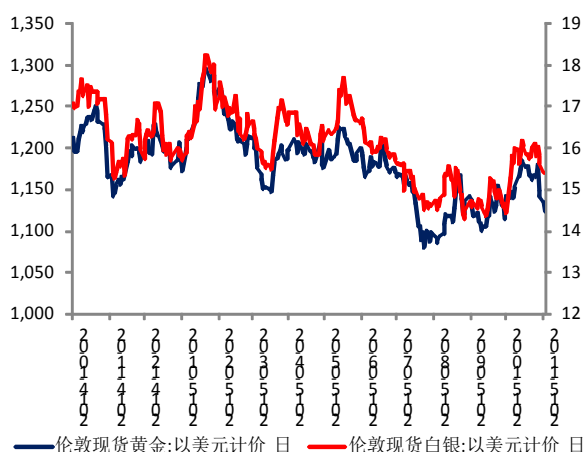
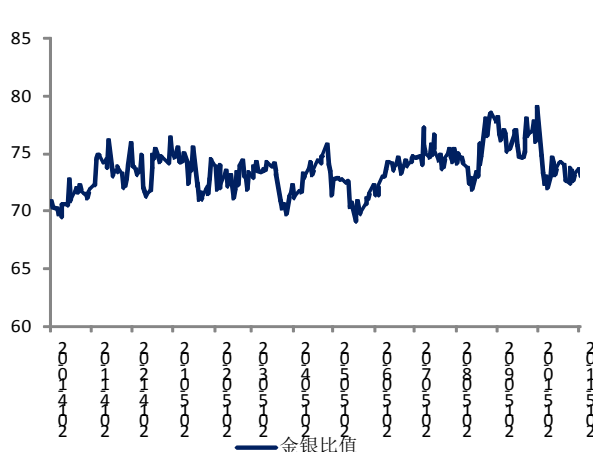


图 2：金银比值



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，未来两个月影响贵金属价格走势的主要因素仍聚焦在美国。从美国经济的制造业、房地产、通胀、就业、消费和信心五个方面来看，房地产仍是经济复苏的领头羊，消费相对温和，就业较好但近期数据波动较大，制造业和通胀水平则处于不理想的位置。在去年12月美联储宣布加息后，随着金融市场及大宗商品的动荡，美联储也在评估全球经济和金融市场对美国经济前景的影响。结合市场和宏观数据情况，我们认为，第一季度美联储加息的条件尚未达到，推迟加息的可能行较高，但尽管美联储加息的概率较低，贵金属价格也难有较好的表现，维持弱势调整思路不变。具体来看，目前的美国经济数据表现和货币政策对贵金属的影响主要体现在两个方面：

（一）通胀料难有大幅改善，就业表现为关键指标。一方面，由于油价变动会对美国CPI造成较为显著的影响，而目前油价反弹至40美元遇阻，这为美国通胀复苏带来压力，但随着翘尾效应等因素的显现，临近年末，通胀仍有回升至年内高点的可能。另一方面，美国12月非农就业人数增加29.1万人；失业率保持在5%，至7年低点。密切关注未来两个月公布的非农就业数据表现，这将给美联储货币决策提供更多依据，但考虑到美国制造业停滞不前，尤其是油价走低矿业公司持续裁员，未来2个月就业前景并不乐观。

（二）全球经济和金融形势担忧升级，美国内生改善为是否加息核心。对比美联储近两次议息会议，可以看出，对于经济形势、海外局势、劳动力市场、通胀的表述均出现重要变化，美联储阐述了当前经济放缓的客观现状并且强化了对海外局势的担忧，就业强劲表现获得肯定，美联储仍然对通胀重回目标保持信心。最近一次的议息会议加息声明偏“鸽派”，主要体现在对于外部风险以及经济放缓的考虑，美联储对于通胀措辞的微妙变化也暗示美联储信心较去年12月出现下降。目前来看，美联储内部赞同年内加息的仍占多数，但是随着市场情况的变动，越来越多的官员开始倒向鸽派，因此在下一次的3月份的议息会议能否加息仍充满悬念。

我们认为，通胀在3月之前达到2%的目标困难较大，尽管通胀回升也仅是一种“技术性”修复的过程，主要系能源价格反弹遇阻将阻碍通胀进一步上升，因此通胀未改善下，3月加息的概率仍在下降。美元指数或将维持较前期更弱势的震荡，中枢在96附近。在对美货币相对稳定以及通胀低迷情况下，虽然美联储年内加息概率降低，金银大幅下行空间有限，但长期来看难以脱离弱势调整格局。

图 3：美国 CPI

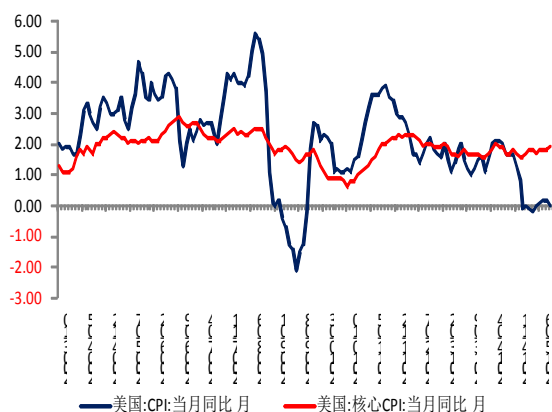


图 4：美国就业数据

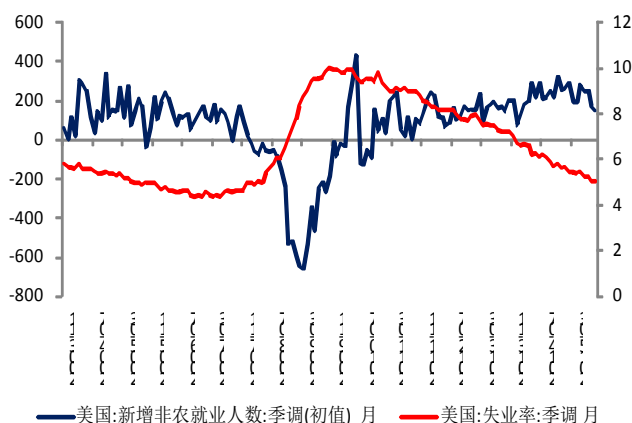
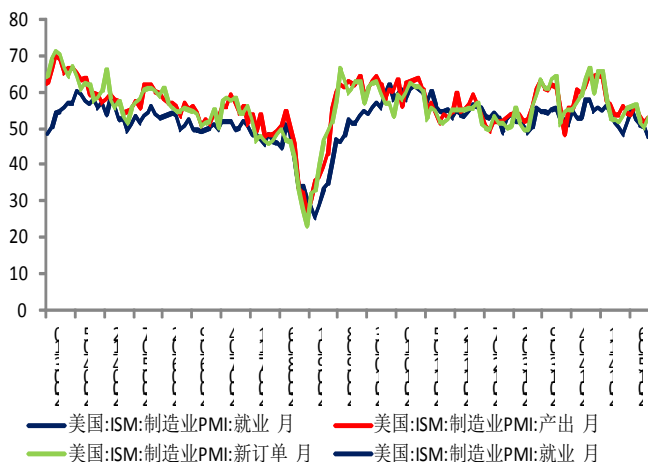
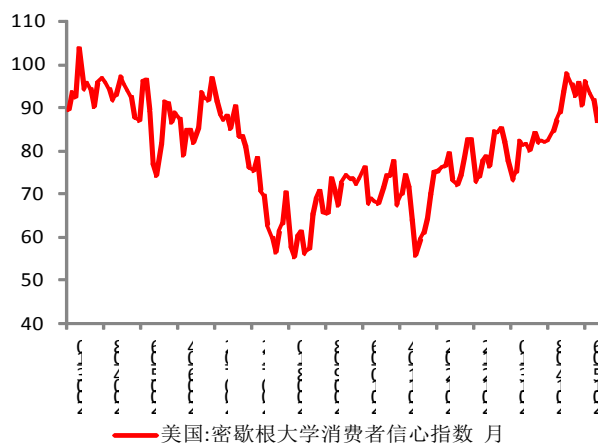


图 5：美国制造业 PMI



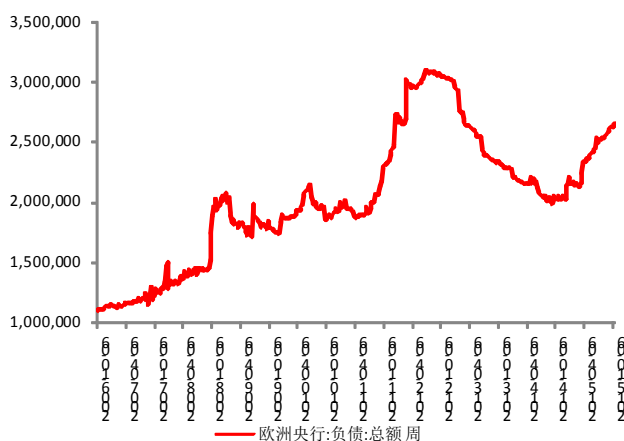
资料来源：Wind，方正中期研究院

图 6：美国消费者信心指数



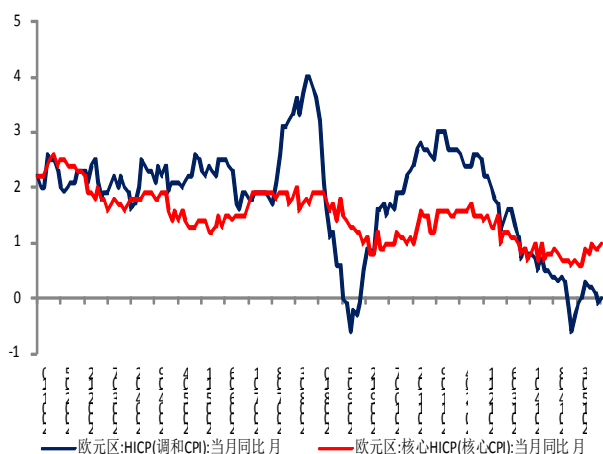
资料来源：Wind，方正中期研究院

图 7：欧洲债务规模



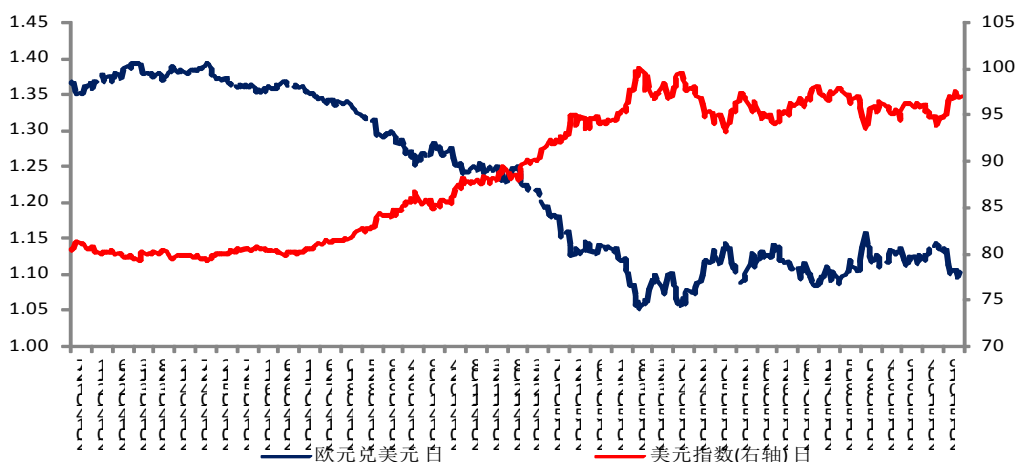
资料来源：Wind，方正中期研究院

图 8：欧元区 CPI



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—黄金基本面

从投资需求来看,近一个月黄金ETF持仓持续增加,从月初的643.56吨增加到681.43吨,增量达39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,1月SPDR黄金ETF持有量增加了6%,为2015年1月以来最大的单月增长。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。

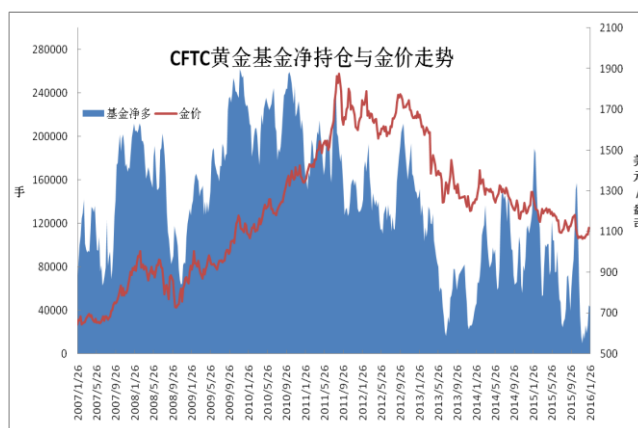
另一方面,美国商品期货交易委员会(CFTC)公布的最新报告显示自近一个月来黄金非商业净多头持仓量(代表投机买盘)从19102张大幅增长至59040张,表明投机买盘对黄金的看多情绪大幅提高,投机商普遍持有黄金看涨的态度,短期黄金仍维持强势。

图 13: 黄金 ETF 持仓



资料来源: Wind, 方正中期研究院

图 14 : CFTC 黄金非商业净持仓



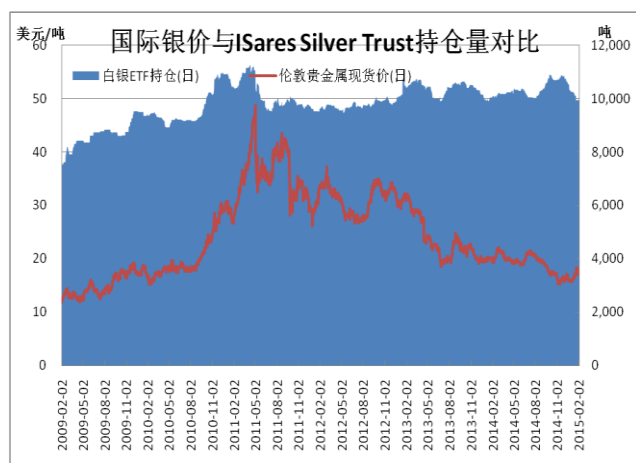
资料来源: Wind, 方正中期研究院

第四部分 行情驱动因素—白银基本面

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持仓近一个月下降266吨至9622.82吨，短期投资需求表现疲弱；长期来看，白银ETF持仓保持比较稳定的状态。整体上，短期白银投资需求降低将压制银价走势。

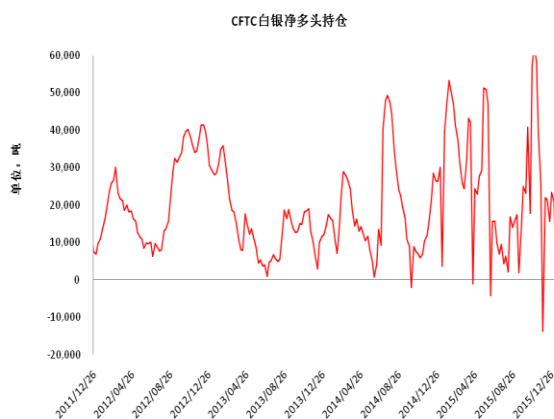
另外，从交易层面看，美国商品期货交易委员会（CFTC）公布的最新报告显示自1月5日至1月26日白银非商业净持仓（代表投机买盘）大幅增加，由-2687张增加至37586张。与黄金分析逻辑一致，近期白银净多单大幅增加，推升白银价格，短期内白银仍维持强势。

图 16： 白银 ETF 持仓及白银期货结算价



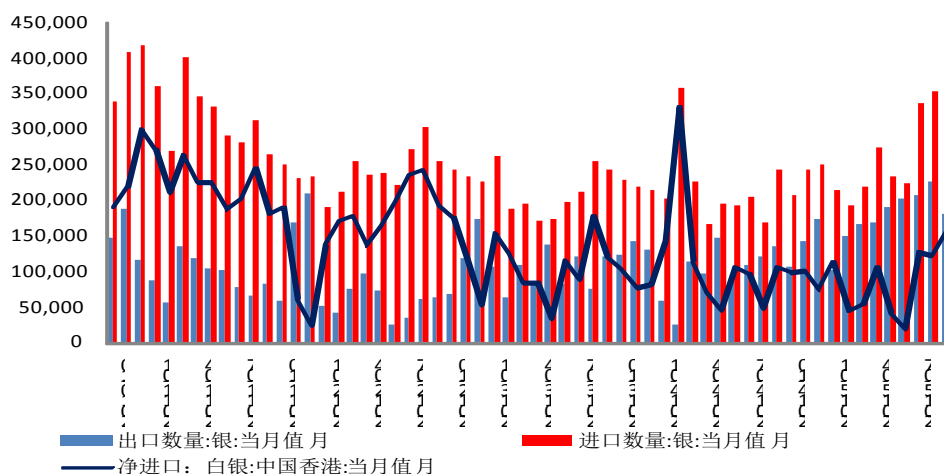
资料来源：Wind，方正中期研究院

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

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 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
总供给	3371.7	3195.2	3072.4	3423.8	4105.8	4349.1	4539.1	4512.6	4311.6	4352.9	4247.7	4302.5
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
总需求	2927.1	2844.4	2864.1	3459.2	3037.7	3807.6	4517.6	4324.4	5044.1	4160.8	4004.9	4091.7
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	-
净平衡	207.7	58.5	-35.1	-390.4	405.7	105.7	-157.2	-81.3	245.5	351.2	381.6	210.8
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 年的减产停产影响料持续至 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
总供给	29,744	28,534	27,657	28,198	28,478	33,380	32,401	31,206	30,995	32,631	31,551	30,516
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
总需求	29,421	28,992	29,642	33,576	26,858	32,198	33,576	30,102	34,363	33,713	32,880	32,612
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	-
净平衡	-168	-4,124	-4,354	-8,308	-2,784	-2,613	-809	-2,547	-3,720	-855	-663	-2,252
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

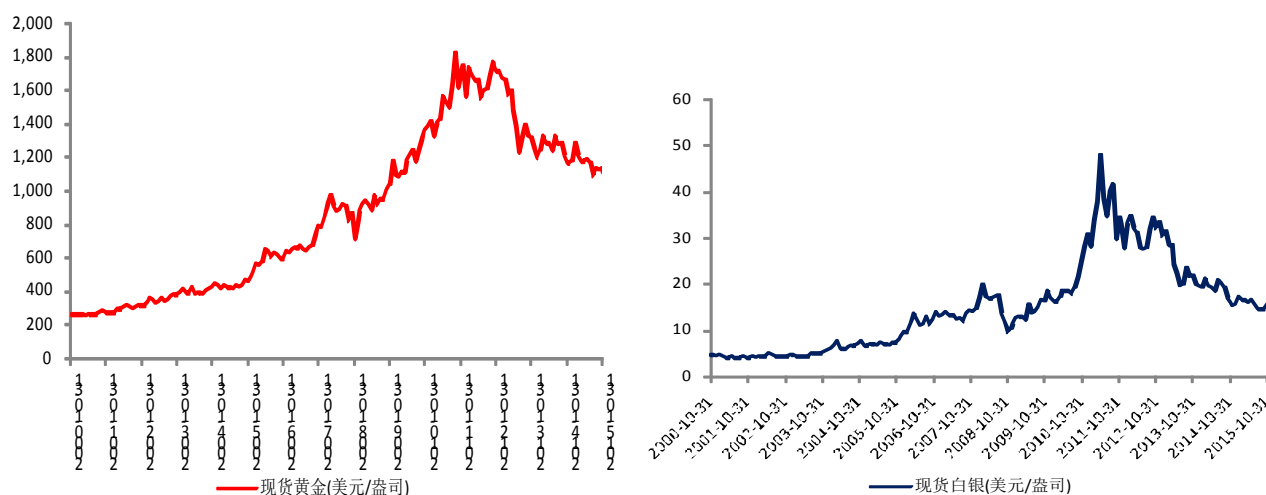
第五部分 结论与后市展望

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，通胀低迷下，美国利率上行预期将打压无息资产黄金的需求，另外无论从投资需求还是中国和印度的实物需求来看均较为疲弱，黄金基本面也难以支撑金价有更好表现。我们认为，未来一个月，金价若再次下探1100美元关口的有效支撑，有冲击1080美元可能；白银价格仍将跟随金价走势，短期若有效下探14美元。

对应国内期金和期银主力合约的压力分别245元左右和3400元左右；短期关注230元左右和3250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200元和3000元。操作上短线低接高平，稳健者等待中线布局空单。

图19：黄金月K线图

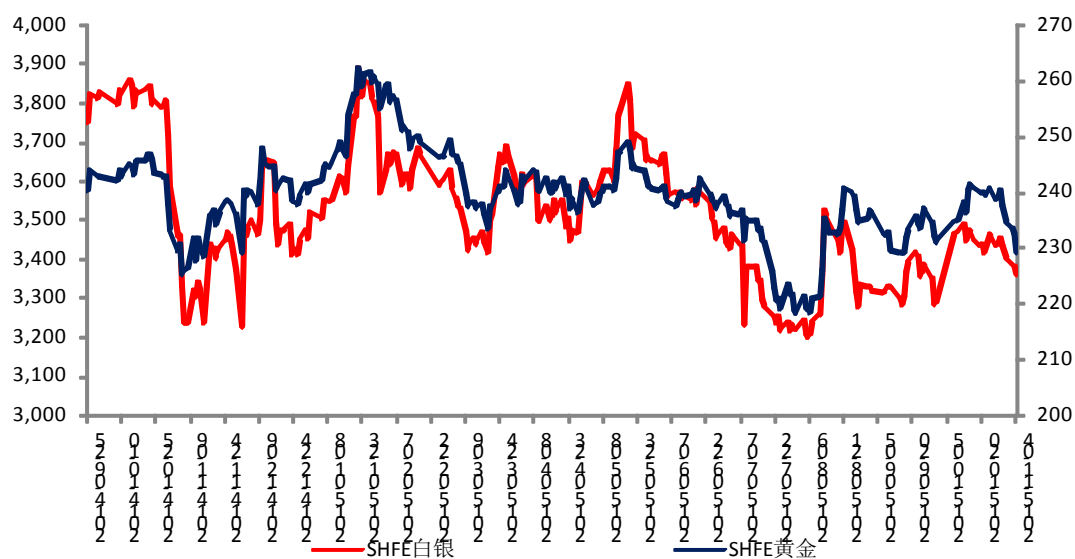
图20：白银月K线图



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