

2015 黄金：名义利率与通胀赛跑

本期摘要 (贵金属)

❖ 观点与策略：

观点：实际利率是决定金价的核心变量。以美国实际利率为核心变量，将联储 12 月份 FOMC 预测名义利率、通胀作为基准情形，以 1200 为价格核心中枢区间，2015 年金价走势有三种情形：

第一种情形：实际利率显著上升，金价跌破 1200，下限 1000 (30%概率)；

第二种情形 (基准情形)：实际利率温和上升，金价弱平衡：核心区间 1200-1300 (35%概率)；

第三种情形：实际利率持平或走低，金价反弹：核心区间 1200-1400 (35%概率)；

策略：建议在 1200 左右区间布局中线多单；

❖ 关键因素：

(1) **美国增长与通胀组合转向对金价中性偏正面：**预计 2015 年起美国经济周期由过去三年稳步向上的增长和逐步向下的通胀组合转向基本持平的增长和逐步向上的通胀组合，这对金价影响中性偏正面；

(2) **大宗商品熊市一期¹末端：**参考 1980-2000 年代熊市周期，我们认为大宗商品当前总体处于熊市一期末端，待加息时点确定后，将大概在明年下半年起步入熊市二期，黄金在整体趋势上和大宗商品步伐一致；

(3) **黄金 2015 实物需求趋于稳定：**随着金价大跌，黄金实物投资去泡沫化接近完成，具体表现是全球黄金 ETF 持仓削减幅度大幅放缓，中国黄金投资需求降至 2008 年左右的水平，预计明年中国黄金需求总体保持相对稳定，绝对值仍处于较高水平，这将会对金价构成一定支撑；同时我们预计 2015 黄金总体供需格局较过去两年都有改善；

(4) **美国实际利率是核心：**美国实际利率上升趋势是无疑的，这在总体上决定了黄金的熊市格局。以美联储给出的通胀和利率预测作为实际利率未来走势的基准情形，金价当前已经反映了这一基准情形，如果未来真实利率明显低于或者高于该基准情形，将会是金价未来的决定因素；

(5) **美元牛市中后期对金价影响减弱：**从历史上来看，美元升值周期前半程对金价影响非常大；后半程金价更多开始反应自身属性。本轮美元牛市起步于 2011 年底的 73 附近，截止目前 90 左右，已经升值 23%，参考上轮美元牛市 50%升值幅度，美元牛市行程过半，对金价影响减弱，事实上，11 月起黄金美元相关性逐步递减。密切关注美元持续强劲升值可能带来区域经济金融危机的可能性。

中信期货研究部

www.citicsf.com

更多资讯和研究

请关注本司网站

研究员：

邹立虎 (贵金属)

0755-82541703

zoulihu@citicsf.com

从业资格号 F3005158

朱春明 (贵金属)

0755-82541703

zhuchunming@citicsf.com

从业资格号 F3005825

投资咨询号 Z0010777

近期相关报告：

¹ 关于熊市三阶段的划分请参考正文图 13

目 录

本期摘要（贵金属）	1
一、黄金价格的决定因素：相对估值	4
1.1 相对估值决定金价	4
1.1.1 相对收益预期决定的机构配置需求是黄金价格决定因素	4
1.1.2 黄金相对估值没有明显高估	5
1.2 绝对估值是次要因素	6
1.2.1 短期现金成本仍然偏低	6
1.2.2 长期总维持成本支撑仍存	6
1.2.3 高成本金矿支撑，黄金 ETF 抛售不足为虑	7
二、2015 金价：名义利率与通胀赛跑	7
2.1 经济基本面：经济周期转向	8
2.2.1 商品周期受经济周期驱动	8
2.1.2 2015：美国经济周期转向	8
2.2 核心金融变量：实际利率决定金价，美元对金价影响减弱	10
2.2.1 实际利率决定金价	11
2.2.2 美元对金价影响减弱	12
2.3 黄金供需：供需相对平衡，去投资泡沫较充分	15
2.3.1 再生金产量下降，总供给维持不变	15
2.3.2 投资需求扰动大，但去投资泡沫较充分	15
2.3.3 黄金供需平衡表预测	16
2.3.4 白银：工业属性显著，黄金影子商品	18
三、2015 黄金定位：熊市一期末端，展望熊市二期	18
3.1 黄金走势研判与策略	19
3.1.1 金价预测的逻辑	19
3.1.2 2015 金价走势研判——以实际利率为变量，金价面临三种可能情形	19
3.1.3 策略——黄金价格处于熊市一期末端，策略保持适度灵活性；	20
3.2 金银比值套利策略：长线做空金银比值	20
3.2.1 金银比值规律：无论牛熊周期，金银比值先升后降	20
3.2.2 策略——长线做空金银比值	20
免责声明	22

图表目录

图 1:	金价有相对估值决定：配置需求驱动投机需求，首饰等刚性波动有限.....	4
图 2:	金价相对估值决定的理论基础.....	5
图 3:	金价和标普的相对比价关系修复，接近历史平均值.....	5
图 4:	黄金原油比值基本处于合理区间.....	6
图 5:	黄金铜比值基本处于合理区间.....	6
图 6:	短期现金成本仍然偏低.....	6
图 7:	黄金总维持成本各项组成比例.....	7
图 8:	Barrick Gold 公司总可持续现金成本构成.....	7
图 9:	金价有相对估值决定：配置需求驱动投机需求，首饰等刚性波动有限.....	7
图 10:	宏观基本面决定的大类资产周期，2011 年四季度起，美国股债双牛，商品大熊.....	8
图 11:	未来三年：预计黄金将面临经济增长走平，通胀向上的对金价走势偏多的组合.....	9
图 12:	实现充分就业后美国通胀周期将会迎来向上的拐点，压力显著上升.....	10
图 13:	商品熊市的三阶段.....	10
图 14:	对明年通胀、名义利率、实际利率展望.....	11
图 15:	货币长短期驱动力.....	12
图 16:	货币中短期内走势和资本项目下决定的中短期利率差高度相关.....	12
图 17:	美欧制造业差异可能收敛.....	13
图 18:	德国 IFO 景气指数连续两个月回升，欧元区改善.....	13
图 19:	美元指数和美欧投资者信心指数差异高度相关，反映资本流动影响.....	13
图 20:	黄金美元历史走势分析.....	14
图 21:	美元与黄金相关性 12 月份以来开始减弱.....	14
图 22:	黄金 11 月以来跑赢大宗商品.....	15
图 23:	再生金产量下降导致总供给略有缩减.....	15
图 24:	投资需求大幅下降后，黄金总需求趋于稳定.....	15
图 25:	总供给与总需求大致平衡.....	16
图 26:	金价与供需相关性并不高.....	16
图 27:	ETF 需求或由负转正，投资需求趋于稳定.....	16
图 28:	金条季度投资需求已经降至 185 吨相对低位.....	16
图 29:	矿产与再生占比处于绝对高水平.....	18
图 30:	需求：制造业占比大，但投资与对冲弹性大.....	18
图 31:	投资对冲需求主导银价走势.....	18
图 32:	供求基本处于平衡.....	18
图 33:	金价预测逻辑.....	19
图 34:	黄金定位：熊市一期末端，展望熊市二期.....	20
图 35:	金价有相对估值决定：配置需求驱动投机需求，首饰等刚性波动有限.....	21

一、黄金价格的决定因素：相对估值

黄金作为一种特殊资产，多数时候，金融属性超越商品属性，更多需要从宏观资产配置的角度去分析，理解黄金估值的决定因素是对未来金价做出合理预测的前提。我们从相对和绝对估值两方面来对黄金价格进行研判。

1.1 相对估值决定金价

1.1.1 相对收益预期决定的机构配置需求是黄金价格决定因素

从最核心的商品价值决定的供需两方面展开，供应方面，由于新增实物黄金供应每年占比都比较小，绝大多数黄金供应都以存量的形式存在，且金矿的供应对价格弹性比较小，中短期影响有限，但长期对金价弹性较大；决定金价的核心因素在于需求方面，具体分为三个方面：

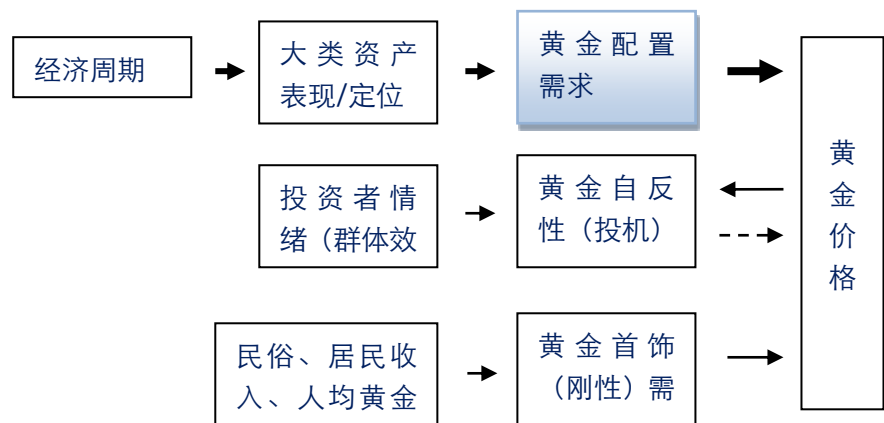
第一个方面为具有一定刚性需求的黄金首饰，这一部分的需求相对稳定，主要取决于民俗，居民收入、人均黄金保有量等不易改变的因素；

第二个方面为金融机构出于配置需求，对黄金及相关衍生品的购买，包括央行储备需求，这部分需求主要取决于黄金与权益类、固定收益类资产及其他资产的相对收益预期；

第三个方面来自金价特殊的自反性导致的投机需求，买涨不买跌的行为导致金价在上轮牛市中产生了大量的自反性需求，这部分需求相当不稳定，是导致金价中短期波动的主要原因之一，主要由配置需求导致的金价波动决定；

具体分析黄金各类投机需求：金币与奖牌投资需求很稳定，由于附加价值更高，基本不受金价影响，季度合计消费约 50 吨；对于普通投资者而言，金条由于流动性差，投资买入相对简单，转化为抛售（供给）相对较难；最为敏感的黄金投资品属于 ETF，当金价上涨时，ETF 增持黄金现货，而当金价下跌时，ETF 被动减持黄金现货，投资需求瞬间逆变为现货供给，这无疑加大了黄金的波动。

图 1：金价有相对估值决定：配置需求驱动投机需求，首饰等刚性波动有限

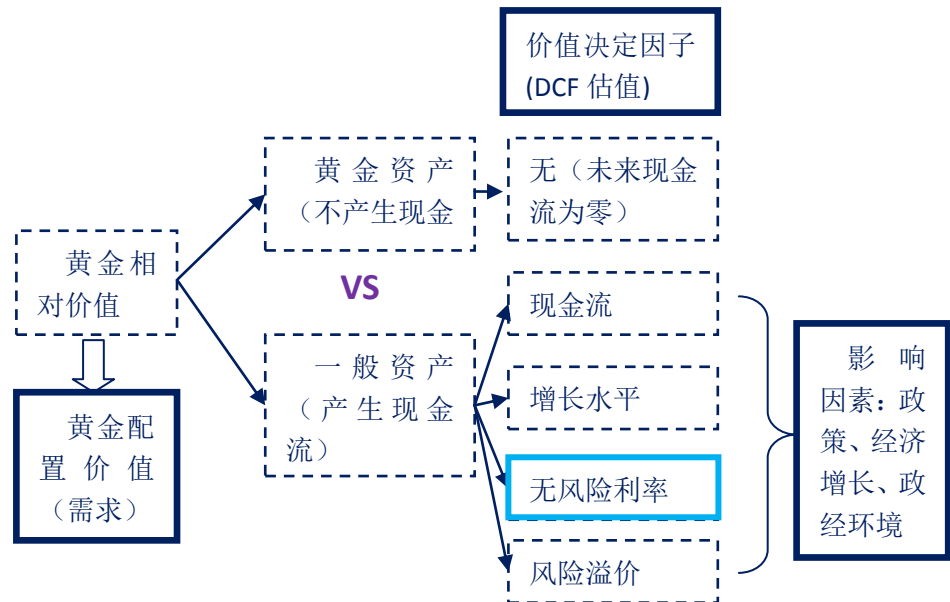


资料来源：中信期货研究部

金价主要由经济周期决定的大类资产配置需求来决定。从过去 10 年全球黄金消费增量分布来看，配置需求和投机需求是增量的主体。基本逻辑在于：

一般外力（主要是指宏观经济基本面决定的由经济增长、通胀组成的宏观环境）通过影响其他风险资产的估值因子来影响该资产与黄金相对估值水平，进而影响市场的配置选择，改变对黄金的配置需求量，导致金价上涨或者下跌，这一因素再形成正反馈效应，改变黄金自反性需求波动，甚至会导致一部分的黄金首饰刚性的波动。

图 2：金价相对估值决定的理论基础



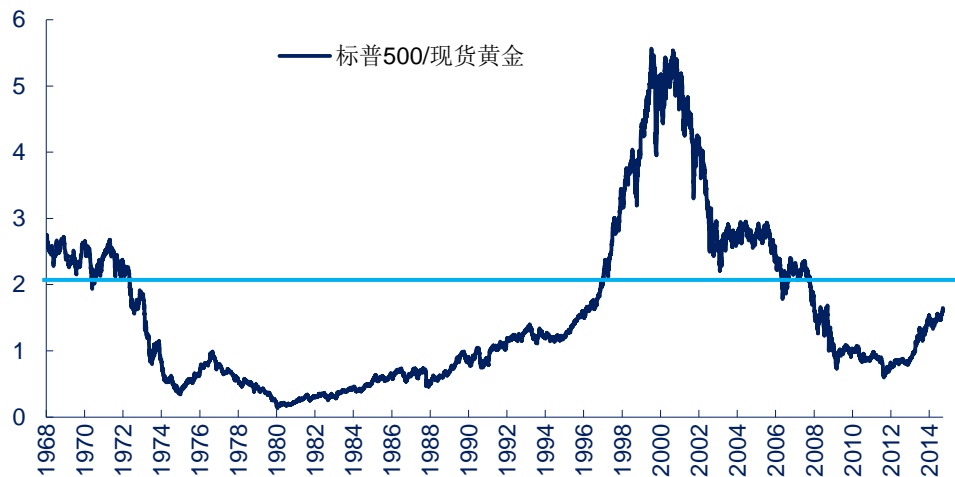
资料来源：中信期货研究部

1.1.2 黄金相对估值没有明显高估

为了便于对大类资产之间价格波动比价关系有个大致印象,从其他资产价格和比值的角度来对金价有个相对理解,我们选取美股、铜、原油三个全球核心资产和黄金的比价进行分析。

如下图,从标普与黄金比值来看,如果不考虑美股 IT 泡沫,那么标普和金价比值修复可能已经完成了一大半;原油黄金、铜黄金比值修复也基本处于历史平均值附近。因此,从比值分析角度来看,金价没有明显的高估。

图 3：金价和标普的相对比价关系修复,接近历史平均值



资料来源：wind，中信期货研究部

图 4：黄金原油比值基本处于合理区间



图 5：黄金铜比值基本处于合理区间



资料来源：wind 中信期货研究部

1.2 绝对估值是次要因素

1.2.1 短期现金成本仍然偏低

对于黄金生产行业而言，通常考虑现金成本²和总维持成本（AISC）。统计资料显示，黄金现金平均成本为 745.5 美元/盎司，非洲现金成本最高，达到了 957 美元/盎司。我们认为金价下跌首先会导致一部分的高成本矿开始减产，但从目前来看，金价离成本区域还有一段距离，而历史上熊市期间价格跌破现金成本也不是没有发生的情况，因此我们认为金价中短期内仍看不到明显的成本支撑因素。从黄金现金成本角度看，当前黄金价格（1200 美元/盎司）依然偏高。

图 6：短期现金成本仍然偏低

地区	矿商数量 (个)	现金成本 (美元/盎司)	储量 (盎司)	储量占比 (%)
亚洲	5	824	277,651,350	18%
澳洲	6	715	303,095,462	19%
非洲	16	957	432,523,970	28%
北美	12	598	317,019,950	24%
南美	6	710	143,840,944	9%
欧洲	5	669	28,084,000	2%
统计	合计：50	平均 745.5	1,502,215,676	加权平均 773

资料来源：wind，中信期货研究部

1.2.2 长期总维持成本支撑仍存

现金成本主要考量短期盈亏，但从长期总维持成本（all-in sustaining costs, AISC）³来看，当前金价相对合理。世界上最大金矿厂商 Barrick Gold 公司（其成本水平处于行业低位）称其 2013 年 AISC 成本为 919 美元/盎司（具体构成如下图所示）。据此计算，全球 50 大矿商总维持成本（AISC）成本平均约为 1230 美元/盎司

²现金成本：开采、处理、授权成本，以及对延迟处理污染和可持续资本投资等额外成本，但通常不包括企业的管理费用和勘探成本。

³世界黄金协会一直鼓励推广使用总维持成本（AISC）。该成本估算法是从企业长期可持续经营角度出发，因此，其成本范围更广，包括现金成本、矿井发展支出、持续资本支出、一般管理成本、修复增值费、矿场勘探费等。目前，世界黄金协会 18 家金矿企业成员中，有 12 家金矿公司使用 AISC 算法计算成本，

中信期货研究 | 贵金属策略 (黄金白银)

司。从总维持成本角度看，当前黄金价格（1200 美元/盎司）并不高。

图 7： 黄金总维持成本各项组成比例

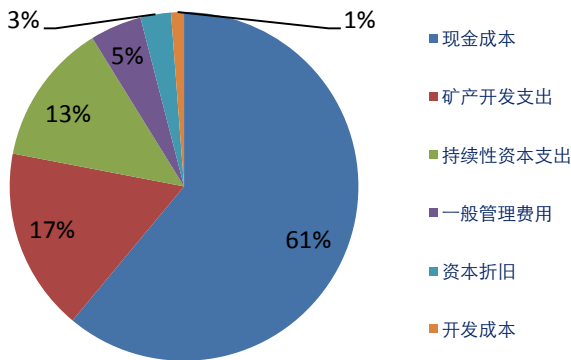
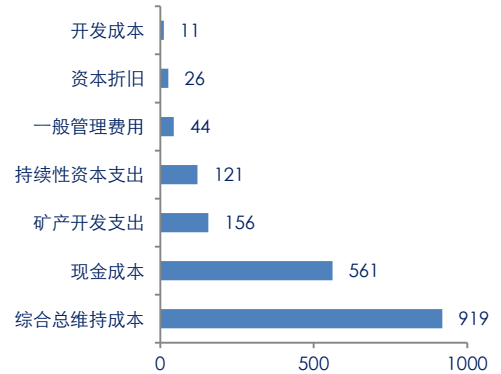


图 8： Barrick Gold 公司总可维持现金成本构成

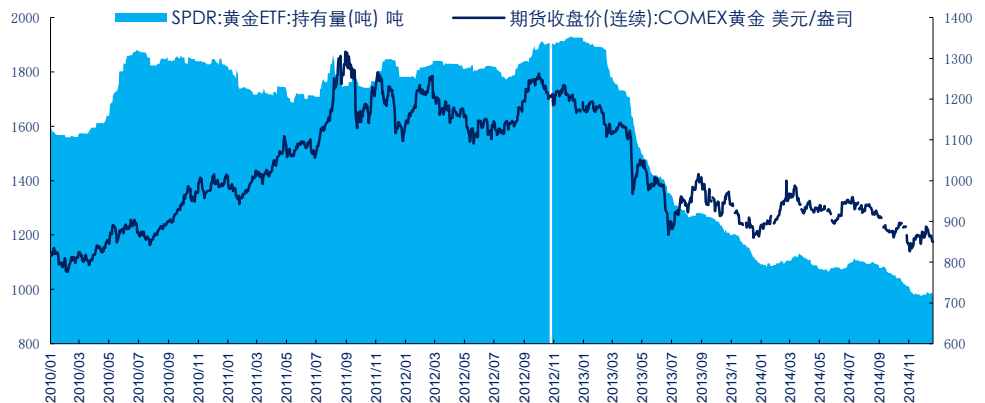


资料来源：wind 中信期货研究部

1.2.3 高成本金矿支撑，黄金 ETF 抛售不足为虑

随着金价逐步下跌，高成本矿将逐渐停产，如果金价跌破非洲现金成本 957 美元/盎司（非洲全球黄金储量占比达 28%），非洲约 800 万吨年产量将被迫停产，供给将陷入严重短缺。在不考虑央行抛售的情况下，民间黄金现货投资抛盘是唯一额外供给来源。目前黄金 ETF 持有量仅 725 吨，这意味这即便 ETF 减持至零，也不足以抵挡 1 年的非洲产能停产。而实际上 SPDR 黄金 ETF 2014 年抛售量仅为 100 吨，况且除非洲外，其他地区高成本矿比例也并不小。

图 9： 金价有相对估值决定：配置需求驱动投机需求，首饰等刚性波动有限



资料来源：wind，中信期货研究部

二、2015 金价：名义利率与通胀赛跑

根据前面对金价估值决定的逻辑，我们首要确定的是 2015 经济周期所处位置，确定黄金的相对估值所处宏观资产环境，进而确定黄金资产的相对收益预期，确定机构的配置需求，其次是投机需求，最后我们也会对黄金的首饰刚性进行分析。结论如下：

经济基本面——增长与通胀周期转向对黄金中性偏多格局

预计 2015 年起美国经济将正式走出金融危机阴影，核心标志是其基本实现充分就业水平，经济周期由过去三年稳步向上的增长和逐步向下的通胀组合转向基本持平的增长和逐步向上的通胀组合，更具体而言：

预计通胀拐点可能在明年下半年；欧洲和日本经济在经过连续 3 个季度下滑后，预计在明年会逐步稳定，由于基本面已经很差，向上的恢复弹性相对较高，由于宽松政策支持，其通胀也可能在明年下半年起回升；

金融市场核心变量——联储加息频率决定名义利率水平，进而推升实际利率

预计联储会相对温和提升名义利率加上市场对加息周期的预期，长期利率水平会逐步提高，进而提高全球利率中枢；我们认为美元中短期节奏主要取决于欧美、欧日经济复苏差异，目前来看美欧、美日复苏差异处于历史上较为极端的水平，中期而言向均值收敛可能性存在，部分支撑欧元；

2.1 经济基本面：经济周期转向

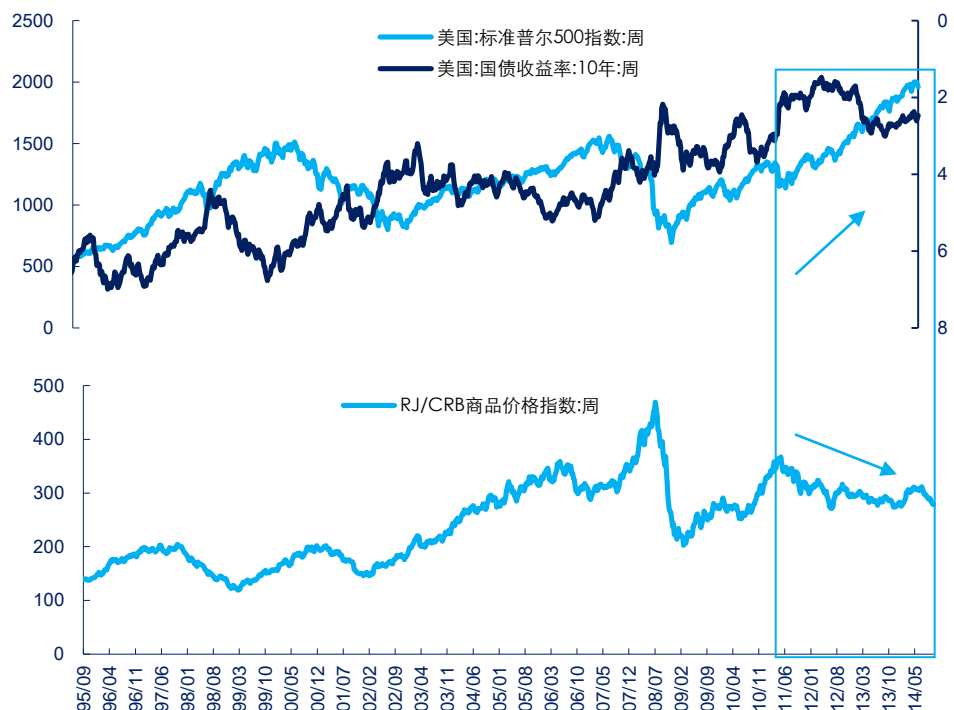
2.2.1 商品周期受经济周期驱动

从经典的经济周期来看，都会经历萧条、复苏、繁荣、衰退，由通胀和增长两个变量构成的经济周期也会导致大类资产依次经历债券繁荣（利率下跌）、股市繁荣（估值提升、盈利恢复）和商品繁荣（滞涨），过去 2003-2007 繁荣周期及 2009-2011 金融危机后的快速反弹都是如此。

但 2011 年后，全球经济出现分化，美国经济一枝独秀，中国经济继续下行，大宗商品周期转向熊市，美国经济在连续量宽支持下出现完美的低通胀、稳步增长的局面，股市、债市都走牛，资金大量流入美国股市，商品受中国因素拖累叠加，迎来大级别熊市。

黄金也不能够例外，在大的级别上从属于商品熊市周期，但阶段性特殊属性导致表现出不同的自身差异。

图 10： 宏观基本面决定的大类资产周期，2011 年四季度起，美国股债双牛，商品大熊



资料来源：wind，中信期货研究部

2.1.2 2015：美国经济周期转向

预计 2015 年起美国经济将正式走出金融危机阴影，核心标志是其基本实现充分就业水平，经济周期由过去三年稳步向上的增长和逐步向下的通胀组合转向基本持平

的增长和逐步向上的通胀组合，更具体而言，预计通胀拐点可能在明年下半年；

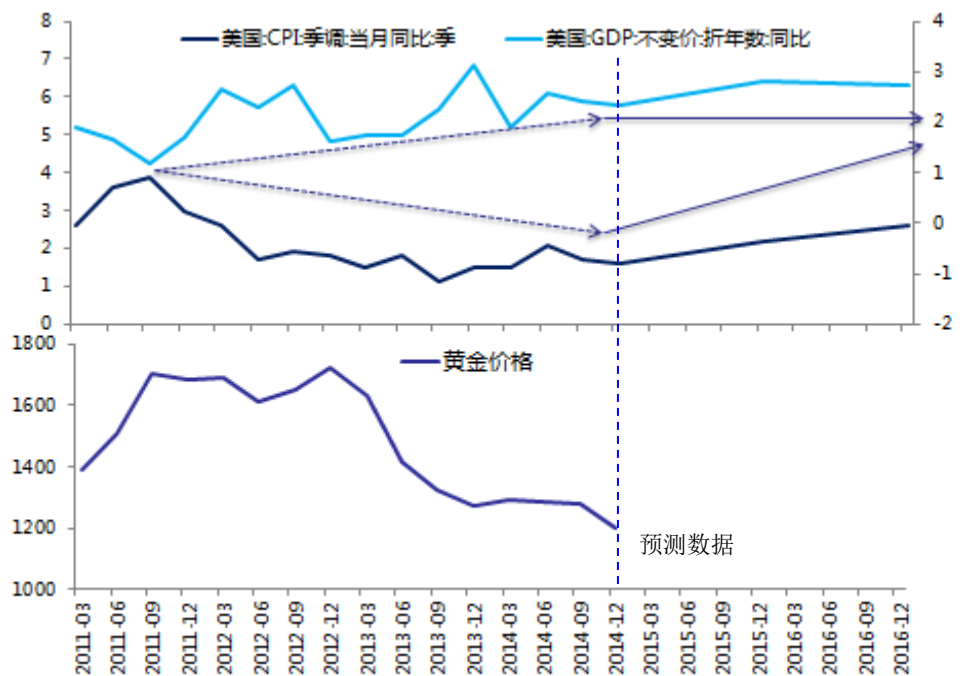
(1) 美国经济增长恢复至均衡水平之上，向上弹性空间有限

美国经济数据自下半年以来表现非常强劲，非农就业连续 7 个月增长超过 20 万人次，GDP 2 季度环比年增长率已经达到 4.6% 的高位，尽管 3 季度略有回落但也处于最近 10 年来的高位水平，联储预计今年美国经济同比增长 2.35%，明年同比增长在 2.8%。

从季度数据来看，我们认为经济向上的弹性空间有限，当前经济增长已经接近上轮经济繁荣水平，从对金融市场影响最大的边际量来看，经济持续攀升空间有限。我们认为美国经济还需要适应联储货币政策正常化后才能够断言走入实质性复苏的轨迹，需要特别注意货币政策正常化过程中对经济的扰动。

总体趋势来看，预计美国经济稳中走平或者略有向上的概率较高，弹性有限。

图 11： 未来三年：预计黄金将面临经济增长走平，通胀向上的对金价走势偏多的组合



资料来源：wind，美联储、中信期货研究部

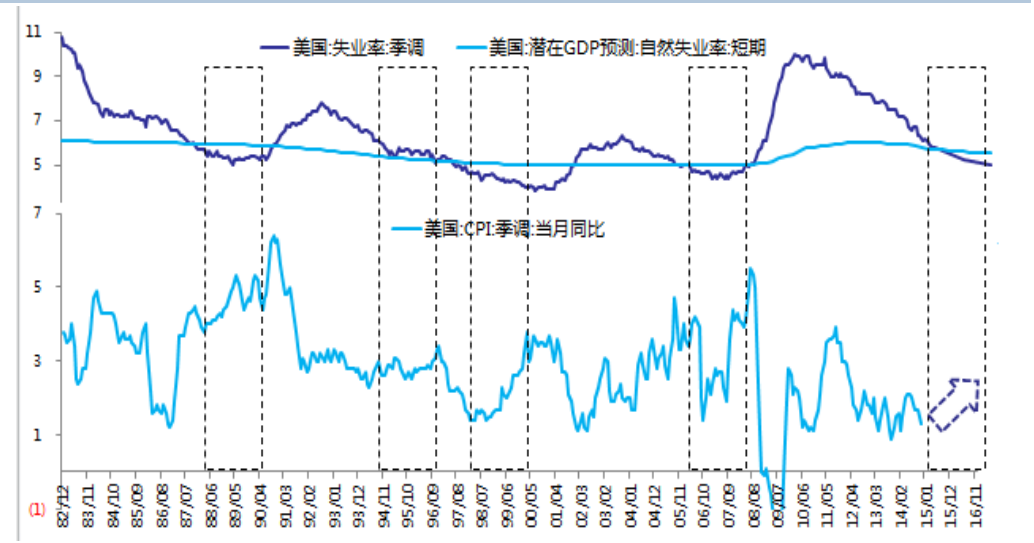
附注：2015 年起的的数据为结合美联储 FOMC 后连接走势

(2) 美国通胀回升压力较大

第一：劳动力出现供应缺口

最新公布数据显示美国 11 月失业率在 5.7%，联储预计美国短期潜在自然失业率水平在 5.6%，预计 2015 年失业率将会降至 5.4%，2016 年失业率将会降至，现实失业率将会低于潜在自然失业率水平，从历史经验及工资增长驱动来看，我们认为将会对通胀造成明显的压力。

图 12： 实现充分就业后美国通胀周期将会迎来向上的拐点，压力显著上升



资料来源：wind，中信期货研究部

第二：原油价格稳定，商品熊市一期结束

目前美国核心通胀水平一直较为稳定，以原油为首的全球商品价格暴跌导致非核心通胀大幅下降。根据我们对商品熊市周期三阶段的划分，我们认为明年下半年起全球商品将会结束熊市一期，迎来熊市二期⁴，以筑底、温和反弹的形式展开；特别是原油价格可能出现反弹，将会稳定通胀预期及提升实际通胀水平。

图 13： 商品熊市的三阶段



资料来源：wind，中信期货研究部

2.2 核心金融变量：实际利率决定金价，美元对金价影响减弱

通常我们观察两个对金价产生决定影响的中长期变量：美元和美国实际利率，两者某种程度上融为一体，美元强势主要取决于美国实际利率。跟踪美元走势与美欧利差，可以发现两者高度相关。经济基本面最终会影响到利率、汇率等核心经济变量，进而对资产配置产生影响，导致金价出现波动。

⁴ 关于熊市三期的划分，详细请参考我们的深度研究《美元重估、黄金长熊》

2015 年实际利率将决定金价走势，对于美元，我们认为美元本轮牛市启动于 2011 年 5 月份，至今已经升值 23%，基于对美元牛市周期及升值幅度判断，美元牛市行程已经过半，期间黄金下跌了 42%，未来美元继续走牛对黄金价格影响减弱。实际利率是决定黄金价格的核心。

2.2.1 实际利率决定金价

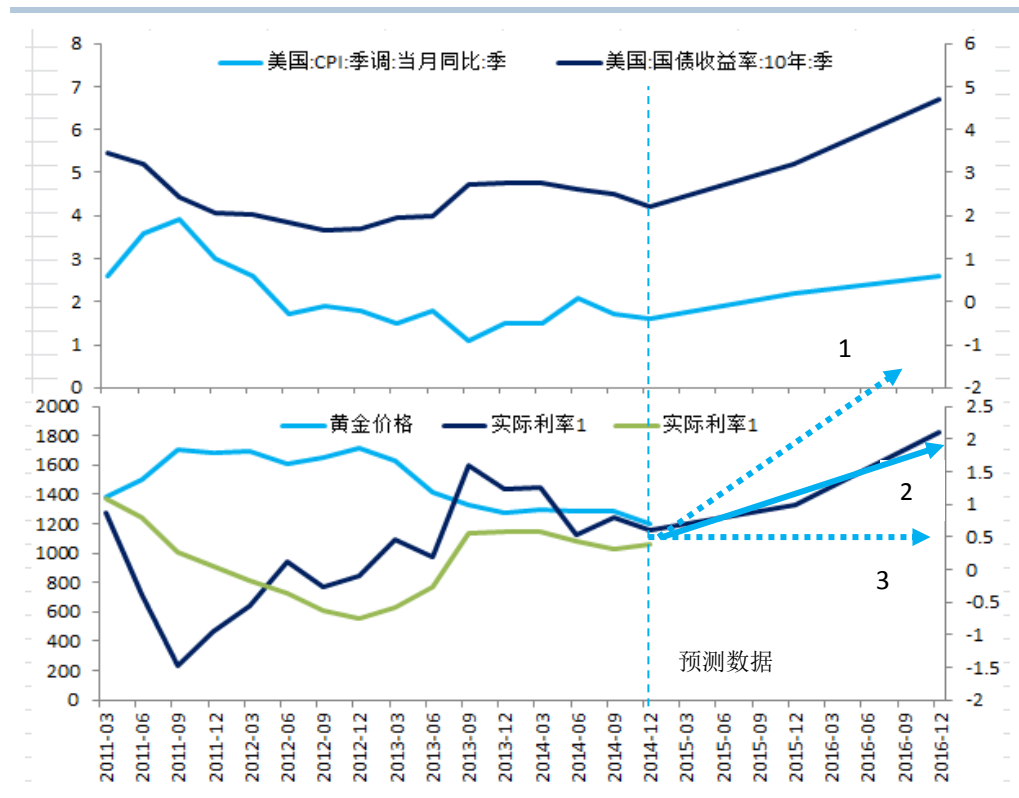
实际利率能够解释黄金的持有成本，同时也是权益类资产、固定收益类资产定价的核心。实际利率取决于名义利率与通胀差异，这样理解的核心就是名义利率与通胀差异决定了金价未来走势。我们选取对经济反映更高的 10 年期长期利率作为基准，选择 CPI 同比数据来做实际利率走势分析。

联储加息频率决定名义利率上升幅度

尽管联储紧缩预期在今年表现出非常强的信号，但美国名义利率总体是不断下滑，尽管通胀预期也随着原油价格大幅回落，但总体美国实际利率水平在过去四个季度维持基本稳定，甚至略有下滑，我们认为这是导致黄金在过去四个季度维持弱平衡的主要原因。今年三、四季度的金价下跌主要冲击因素来自美元走强（强势美元启动的初中期阶段）和通胀回落。过去两个季度强势美元和低利率组合表明资金明显回流美元资产。

从市场预期及联储议息会议给出的远期利率、通胀预期数据来看，我们认为美国实际利率上升趋势是无疑的，这将会在总体上决定了黄金的熊市格局。我们将联储目前给出的名义利率预期和通胀预期相减得到未来两年美国实际利率水平的大概趋势，并将此作为基准情形，我们认为金价当前已经反映了这一基准情形，如果未来实际利率围绕此出现明显的波动，导致未来真实利率明显低于或者高于该基准情形，那么这将会是金价未来的决定因素。

图 14： 对明年通胀、名义利率、实际利率展望



资料来源：wind，美联储、中信期货研究部

附注：实际利率 1 表示以 10 年期名义国债收益率减弱去通胀同比数据后的利率
 实际利率 2 表现以 TIPS 隐含通胀预期推导的实际利率水平；1、2、3 分别表示三种情形，2 代表基准情形，后面黄金价格三种情形分析即是以此为基础；

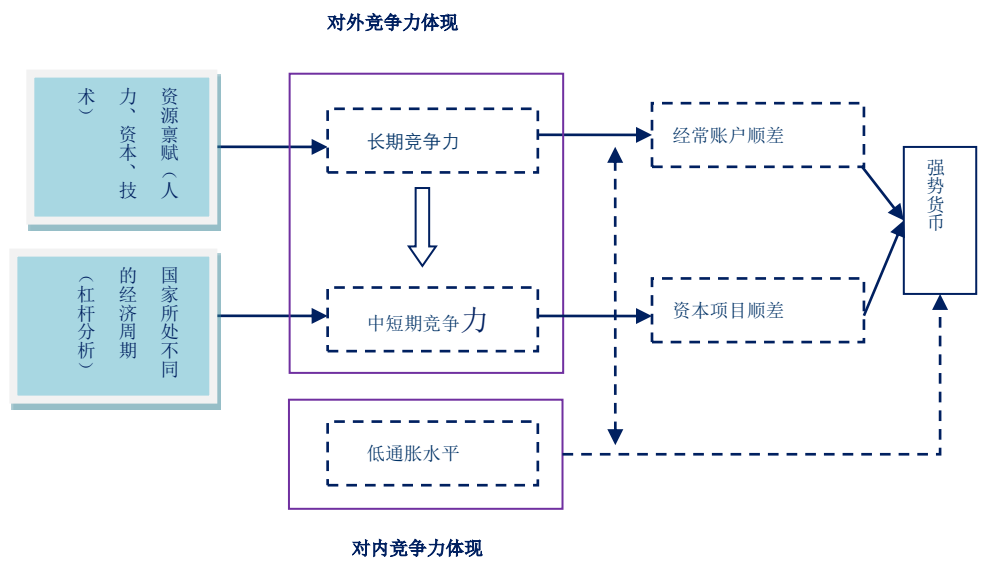
2.2.2 美元对金价影响减弱

(1) 美元迈入牛市下半场

第一：美元走势的决定因素

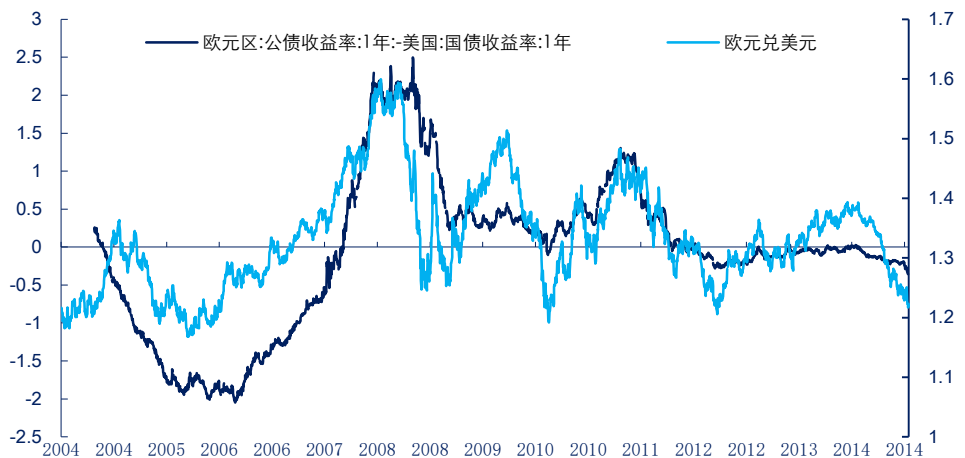
我们认为美元中长期取决于由人口、资本、技术等供应端决定的国际竞争力水平；从中短期来看，美元取决于美欧经济短周期环境所决定的货币政策差异，具体表现就是利差水平。如下图所示，可以看到欧美利差和欧元走势高度相关。

图 15： 货币长短期驱动力



资料来源：中信期货研究部

图 16： 货币中短期内走势和资本项目下决定的中短期利率差高度相关



资料来源：wind，中信期货研究部

第二：美欧、美日基本面差异可能从极值收敛

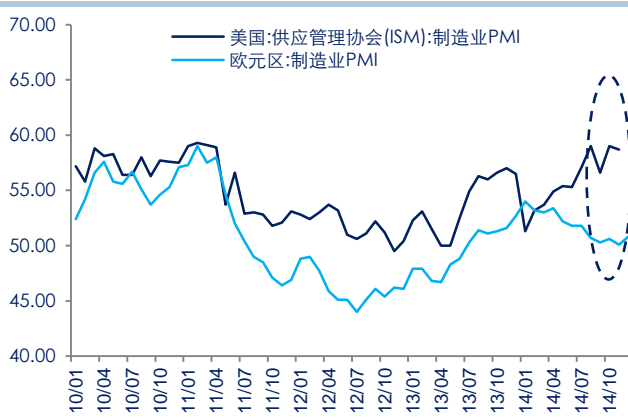
货币政策与经济基本面相互作用是过去三年欧美日经济的主要矛盾变量。

欧洲经济在欧债危机缓和后(2012年中)出现比较强劲反弹,到了今年初基本结束,由于根本性矛盾仍未解除,而美国经济在年初经历了罕见的极寒天气,对经济造成压制,该因素结束后,下半年开始,美国经济加速复苏,同时货币政策也相机抉择选择紧随基调,筹划加息;而欧洲方面从年初经济放缓后的趋势在下半年更加明显,特别是通胀大幅低于预期,加重债务负担,在结构性改革无果的情况下,欧洲央行被迫加码宽松,从减息、到资产购买,所有武器都派上用场,日本方面的情况也类似,巨大的经济基本面差异导致分道扬镳的货币政策差异,从而导致货币走势差异,在欧元、日元一起贬值的驱动下,美元大幅走强,下半年反弹近15%。

美欧、美日基本面差异可能从极值状态收敛

我们认为,未来美元走势根本仍取决于美欧、美日基本面差异。从目前跟踪到的情况来看,这种差异扩大趋势似乎有所缓和,欧元区龙头德国IFO景气指数连续两个月回升,预计欧洲、日本经济已经处于较差的状态,被市场(外汇市场)计入较为充分,需要关注边际量改善弹性。

图 17: 美欧制造业差异可能收敛



资料来源: wind 中信期货研究部

图 18: 德国 IFO 景气指数连续两个月回升, 欧元区改善

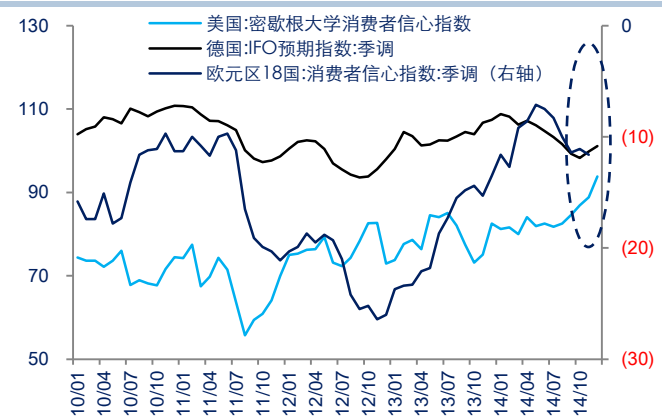


图 19: 美元指数和美欧投资者信心指数差异高度相关, 反映资本流动影响



资料来源: wind, 中信期货研究部

(2) 美元未来对金价影响减弱

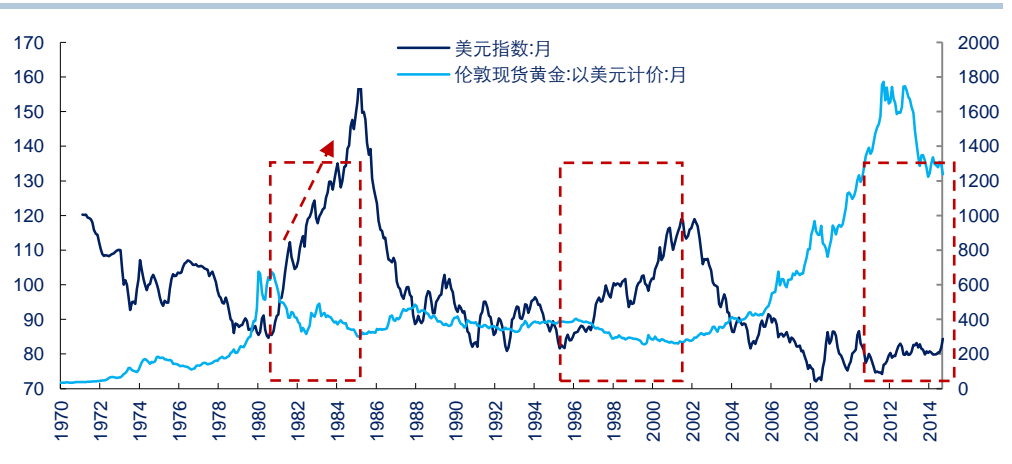
第一：从历史上来看，美元升值周期前半程对金价影响非常大；后半程金价更多开始反应自身属性，对美元主导的金融属性减弱；

美元与黄金关系从长期来看是显著负相关的，但阶段性影响程度有区别。我们预计本轮美元牛市起步于 2011 年底的 73 附近，截止目前 90 左右，已经升值 23%，上轮 90 年代美元牛市中美元升值了 50%，如果简单类比，我们认为美元升值周期已经行程过半，期间也伴随了欧债危机，新兴市场的动荡，尽管幅度不如 90 年代的亚洲金融危机、俄罗斯债务危机等。

我们认为未来美元升值能否超预期的最大因素在于是否会有新的区域经济金融危机发生，特别是现在的俄罗斯情况及受此牵连较大的欧洲。如果这两个区域稳定，预计明年总体地缘政治波动不会太大，对美元避险支撑减弱。

以史为鉴，我们需要高度关注美元继续强势升值可能对全球市场产生的动荡，特别是那些经常账户赤字，国际收支弱平衡的国家。尽管我们后面策略的基准假设不包括重大的地缘政治、区域经济金融危机，但这一概率仍然较高。

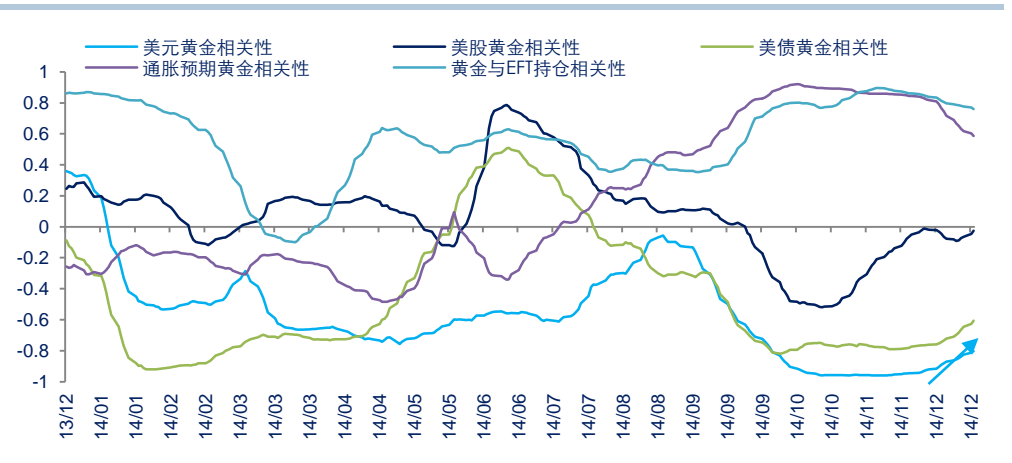
图 20： 黄金美元历史走势分析



资料来源：wind，中信期货研究部

第二：从近期美元黄金表现来看，两者相关性开始减弱；同时黄金价格也相对强于商品市场总体表现及另外两个风向标品种原油和铜，表明黄金价格在 1200 以下受到了来自基本面的支持，走向强于大宗商品整体表现。；

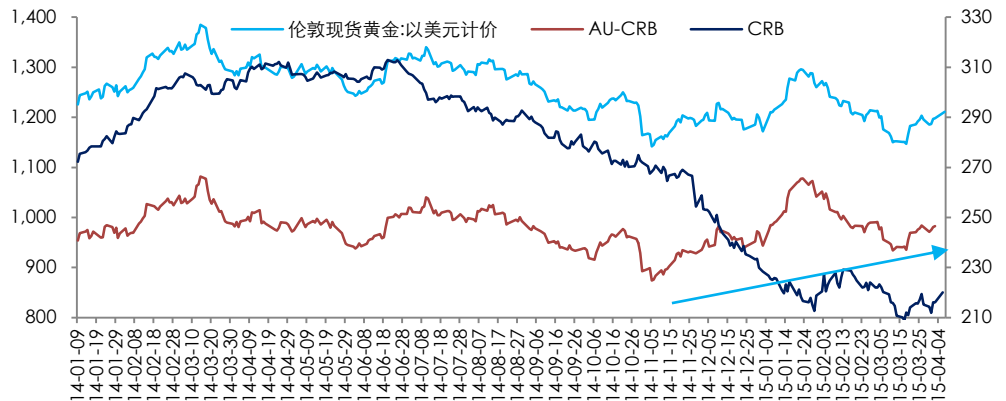
图 21： 美元与黄金相关性 12 月份以来开始减弱



资料来源：wind，中信期货研究部

附注：相关性为 90 天滚动相关性

图 22： 黄金 11 月以来跑赢大宗商品



资料来源：wind，中信期货研究部

附注：AU-CRB 代表金价与 CRB 价差，表示黄金的相对收益；

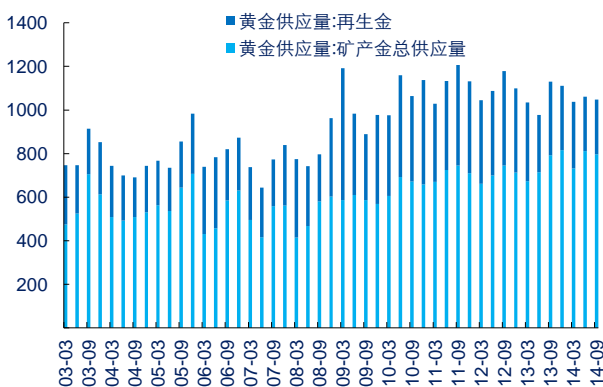
2.3 黄金供需：供需相对平衡，去投资泡沫较充分

2.3.1 再生金产量下降，总供给维持不变

从商品基本属性来看，黄金价格最终也取决于供求关系。黄金是一种极其稀缺的商品，尽管 2001 年牛市以来，黄金价格暴涨，但黄金的产量并没有大幅增长。相对而言，再生金规模有所增长，2008 年以前，再生金季度产量约 200 吨；由于金价暴涨，2011 年再生金季度产量达到 450 吨峰值；但随着金价下跌，再生金产量又跌回至当前 250 吨。

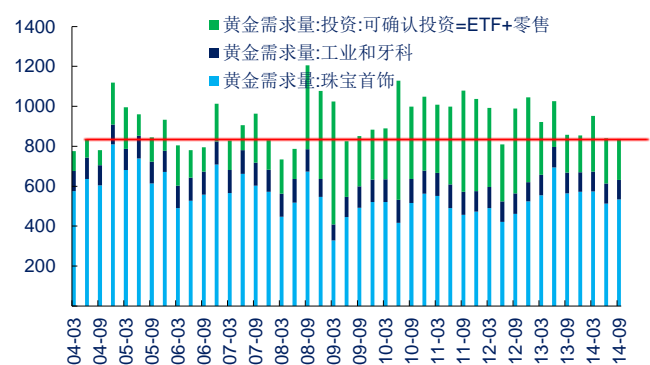
矿产金方面，由于大部分厂商并没有停产，因此，矿产金产量依旧维持温和增长，季度产量从 10 年前 600 吨涨至当前的 800 吨。矿产金产量增幅正好弥补再生金减产，从而近五年黄金季度产量规模基本维持在 1050 吨左右不变。

图 23： 再生金产量下降导致总供给略有缩减



资料来源：wind 中信期货研究部

图 24： 投资需求大幅下降后，黄金总需求趋于稳定



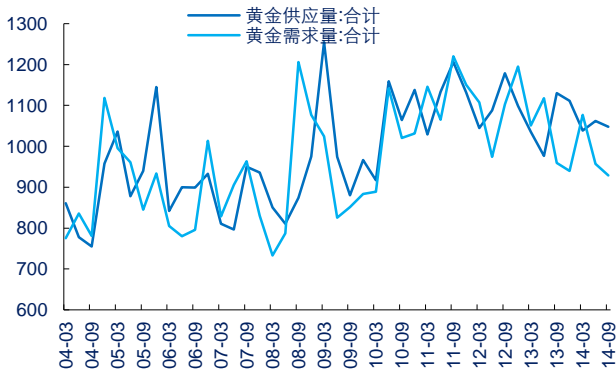
2.3.2 投资需求扰动大，但去投资泡沫较充分

黄金的供给端相对平稳，但黄金的需求却极为敏感。从产业角度来看，珠宝首饰需求是第一大需求，但近年来表现却相对稳定，季度需求平均维持在 550 吨左右，印度和中国是主要的需求来源；黄金的投资需求规模低于前者（珠宝首饰需求），但投资需求波动极大，类似于经济学概念的“吉芬商品”，价格越高，投资需求越

中信期货研究 | 贵金属策略（黄金白银）

高，价格越低，投资需求却越小，2010 年二季度投资需求峰值达到 600 吨，而当前熊市中季度需求已大幅下跌至 200 吨；另外，少量黄金用于工业生产，因此也需求极为稳定，季度需求约 100 吨。黄金季度需求为合计为 900-1200 万吨。由于黄金供给相对平稳，因此，供需平衡主要由需求变化驱动。

图 25： 总供给与总需求大致平衡



资料来源：wind 中信期货研究部

图 26： 金价与供需相关性并不高

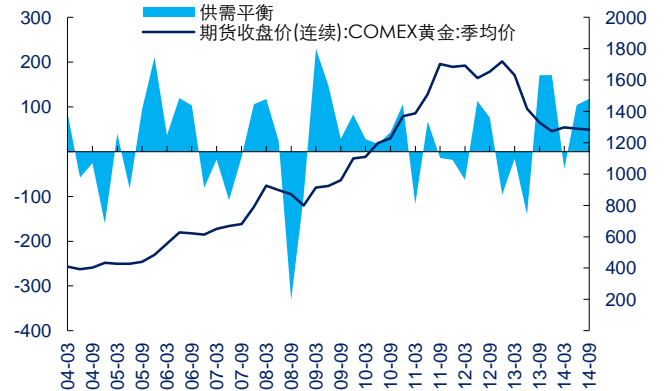
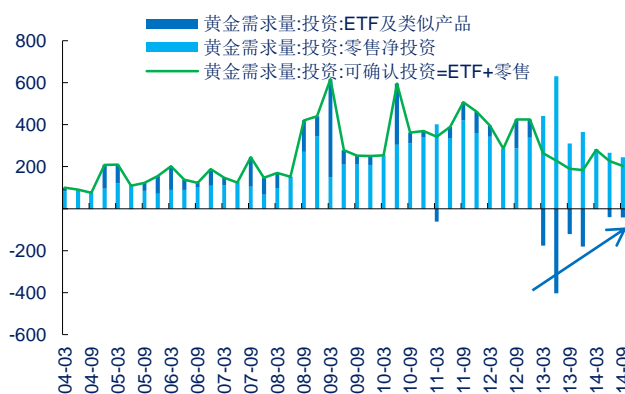
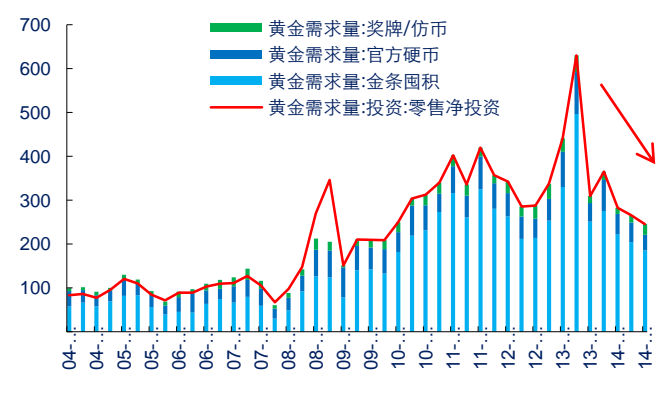


图 27： ETF 需求或由负转正，投资需求趋于稳定



资料来源：wind 中信期货研究部

图 28： 金条季度投资需求已经降至 185 吨相对低位



2.3.3 黄金供需平衡表预测

供需格局：供应萎缩需求增长，供需格局好于去年

供应端

- **矿产金：**矿产金的上升周期滞后金价，受益于上轮金价回升，矿产金产量上升周期开始于 2009 年，持续至今大概 5 年，2014 年四季度产量已经开始回落，表明金价下跌滞后影响体现，保守预计 2015 年矿产金持平，增幅从 2014 年 4% 回落至 0；
- **再生金：**由于金价下滑，再生金的供应自 2012 年开始持续下滑，2014 年同比下滑约 3%，在 2015 年一季度金价在调整低位徘徊，且预期不会有明显恢复，预计再生金供应仍可能继续下滑，但考虑到后期价格恢复的可能性，预计 2015 年再生金供应持平，增速恢复至 0%；
- **生产商净对冲：**由于金价持续下滑，生产商在 2014 年下半年开始呈现净买入状态，扭转了 2014 年上半年的净卖出情况，目前金价仍处于低位，预计生产商净对冲 2015 年为净买入 40 吨。

供应端总计: 综合来看, 我们预计 2015 年矿产金、再生金、生产商净对冲规模分别为 3114 吨、1120 吨、-40 吨, 总计供应规模为 4196 吨, 大概较 2014 年萎缩 2%。

需求端

- **珠宝首饰:** 在经历了 2013 年高增长后, 2014 年受中国珠宝首饰消费下滑脱离, 全球珠宝首饰消费量下降 10%, 降幅在 3、四季度后明显收窄, 主要是受到印度需求恢复支撑。我们预计两国珠宝首饰仍有刚性增长空间, 在消化 2013 年高基数后, 预计 2015 年珠宝首饰需求增长恢复至最近 5 年的平均值: 5%至 2260;
- **工业用金:** 我们假定由于替代品的发展, 工业用金仍将维持温和下行, 预计 2015 年工业用金较 2014 年继续萎缩 3%至 377 吨;
- **金条及金币:** 考虑到金条需求在去年三季度已经恢复至最近 5 年的平均水平, 且在四季度略有回升, 我们认为金条需求已经实现了软着陆, 但同时考虑到中国股市的强劲表现及我们对金价中长期仍持中性偏空看法, 金条需求大幅恢复可能性也不大, 预计 2015 年金条需求持平 2014 年, 零增长;
- **ETF 及相关投资品:** 投资需求经过 2013、2014 快速回落后, 我们预计去泡沫已经基本完成, ETF 持仓已经回落至美联储推出 QE 时的水平, 同时考虑到黄金与以标普 500 为代表的核心风险资产相对价格已经显著修复, 预计 2015 年 ETF 总体持仓维持稳定, 净流出下降至 0;
- **央行购买:** 央行购买在过去 3 年里面维持相对稳定的量, 同时显著放量是在美联储推出 QE 之后, 预计 2015 年全球货币仍处于扩张周期, 央行购买仍将继续, 预计 2015 年央行购买 400 吨, 较 2014 年萎缩 16%。

需求端总计: 总体来看, 预计 2015 年全球黄金消费为 4100 吨, 较 2014 年增长 4.5%。

表1: 预计 2015 年供应略有萎缩, 而需求恢复温和增长, 导致供需格局好于 2014 年

	2014	2015(F)	同比(%)	绝对量变动
全球供应				
矿产金	3114	3114	0.0%	0
生产商净对冲	42	-40	-195.2%	-82
再生金	1122	1122	0.0%	0
总供应	4278	4196	-1.9%	-82
全球需求				
矿产金	3114	3114	0.0%	0
珠宝首饰	2152	2260	5.0%	108
工业	389	377	-3.1%	-12
金条和金币	1063	1063	0.0%	0
ETF 及相关投资品	-159	0	-100.0%	159
央行购买	477	400	-16.1%	-77
总需求	3922	4100	4.5%	178
OTC 及库存变动	356	96	-73.0%	-260

资料来源: Wind 中信期货研究部

2.3.4 白银: 工业属性显著, 黄金影子商品

从市场行情来看, 白银价格走势基本与黄金一致, 这是千年以来贵金属的货币属性共同基因。历史上, 黄金是主币, 白银是辅币。进入信用货币时代以后, 两者货币属性开始分化, 黄金成为更为稀缺投资品, 白银逐渐变成一种常见工业商品。

白银的供给主要来源于矿产与再生, 需求则主要来自制造业与投资 (生产商对冲可以看成是投资需求); 近几年供需相对平衡, 都维持在 10 亿盎司左右 (1000M 盎司) 水平。

图 29: 矿产与再生占比处于绝对高水平

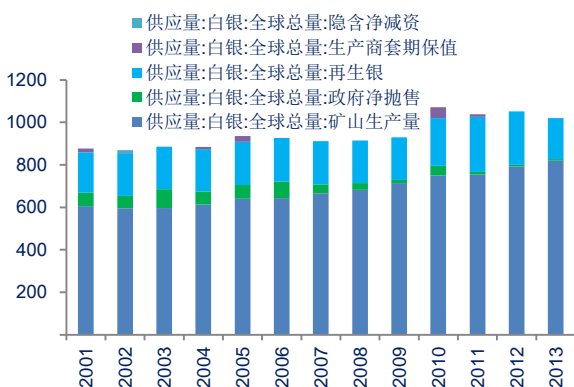
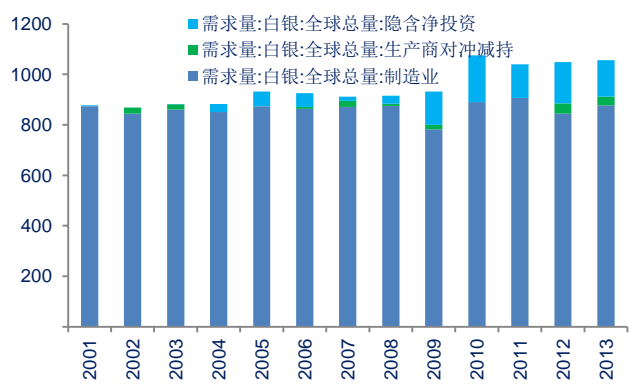


图 30: 需求: 制造业占比大, 但投资与对冲弹性大



资料来源: wind 中信期货研究部

与黄金类似, 尽管工业需求 (珠宝首饰同样属于工业范畴) 占比较高, 但影响的主要驱动因素依旧是投资需求, 由下图也可以看出, 白银价格与供求平衡相关性较低, 而与投资需求 (生产商对冲可视为投资) 相关性更高。目前投资需求依旧处于相对高位, 约 2 亿 (200M) 盎司规模, 远高于 2008 年以前 0.5 亿 (50M) 盎司规模;

图 31: 投资对冲需求主导银价走势

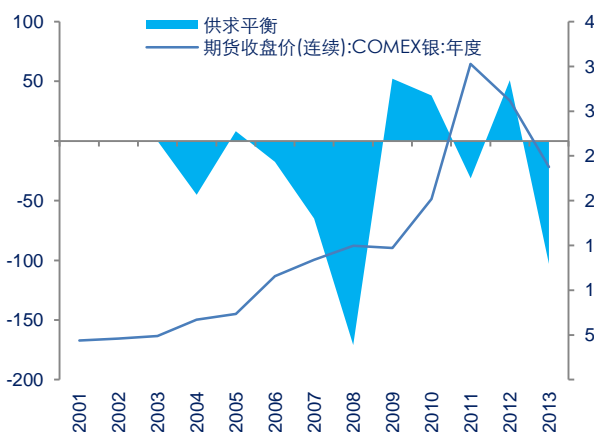
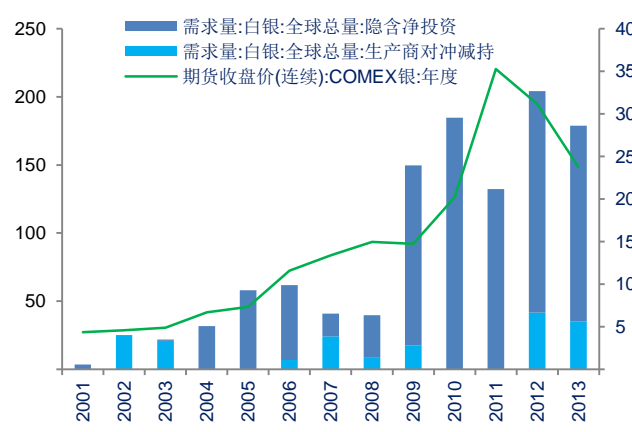


图 32: 供求基本处于平衡



资料来源: wind 中信期货研究部

由于黄金白银同属于贵金属, 并且投资需求是共同的驱动因素, 白银价格基本上跟随黄金走势, 因此, 在分析投资需求时, 将白银看成是黄金的影子商品, 一同分析。

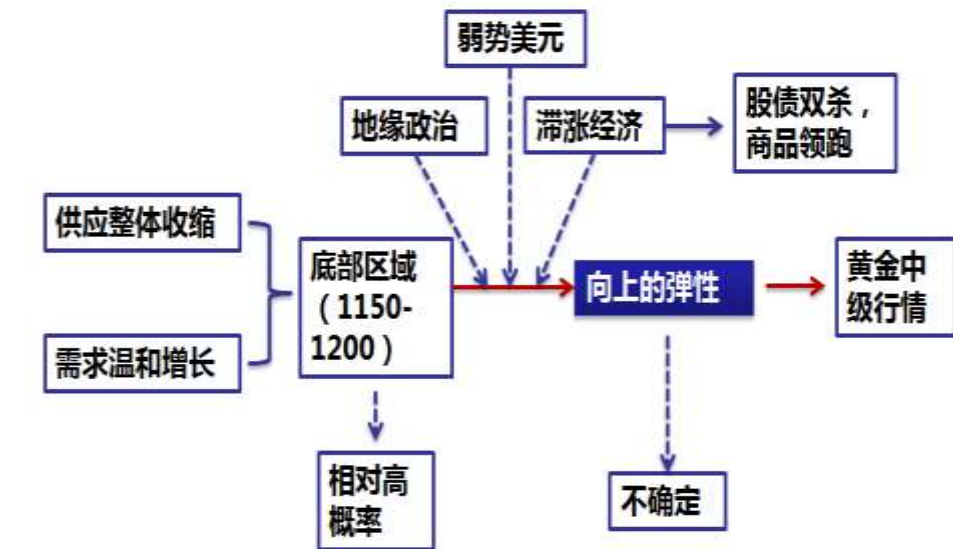
三、2015 黄金定位: 熊市一期末端, 展望熊市二期

3.1 黄金走势研判与策略

3.1.1 金价预测的逻辑

前面提出的相对估值理论是以黄金的需求端以被动需求驱动为主,但仍有相当部分需求属于刚性需求驱动,我们认为以珠宝首饰为代表的刚性需求在投资需求泡沫大幅度去化的背景下是稳定金价底部的核心动力;而以自反性投资为主要特征的投资需求(被动需求)将是金价向上弹性的核心。简而言之,刚需决定的供求将决定价格底部区域;投资需求将决定价格向上的弹性;

图 33: 金价预测逻辑



资料来源: Wind 中信期货研究部

目前来看,基于我们对供求的预测,刚需托住 1150-1200 底部区域的概率非常高,而价格的向上弹性能否开启则还面临诸多不确定性。具体而言:

价格向上的弹性主要取决于黄金的货币金融属性

危机和通胀催发为主的价格向上弹性仍然不够,但可能在下半年随着通胀企稳会有所好转。货币金融属性我们重点关注:地缘政治、货币政策、美元及市场自身走势背后的资金因素。

我们认为这些影响因素中,中长期核心变量在于实际利率。

3.1.2 2015 金价走势研判——以实际利率为变量,金价面临三种可能情形

基本持平的增长水平和逐步向上的通胀环境使得黄金摆脱了过去增长向上,通胀向下(由此带来的企业营收向上有利于股票、利率向下有利于债券的最佳组合)的最糟糕组合环境,配置需求吸引力将会有一定程度回升,同时我们认为 2014 大幅下滑的投机和首饰等刚性都会在明年相对稳定,具体而言,根据通胀与名义利率变动幅度来分析,金价面临三种情形:

第一种情形:实际利率显著上升,金价跌破 1200,下限 1000 (30%概率);

第二种情形:实际利率温和上升,金价弱平衡:核心区间 1200-1300 (35%概率);

第三种情形:实际利率持平或走低,金价反弹:核心区间 1200-1400 (35%概率);

我们倾向于第二、三种情形会发生的概率略偏高;因此,在目前水平,不过分看空。当然一切皆有可能。我们认为金价自 1180 后开展新一轮下跌仅仅靠美元继续升值似乎不太可能,需要有其他催化因素包括大宗商品的核心品种如铜、原油出现新一轮下挫导致市场情绪再度恶化、联储在 6 月前进行加息;

考虑到低油价给产油国带来的经济动荡，特别是俄罗斯的情况，我们认为当前市场可能低估了明年全球市场的不稳定因素，如果这种情况发生，金价将会受到提振。

3.1.3 策略——黄金价格处于熊市一期末端，策略保持适度灵活性；

定位：熊一末期（2015 年上半年）：等待加息鞋子落地，金价弱平衡，完成寻底；熊二（2015 年下半年）：金价开始逐步计入通胀因素，温和反弹，强度取决于名义利率与通胀赛跑，很大程度上取决于美联储加息频率；

图 34： 黄金定位：熊市一期末端，展望熊市二期



资料来源：wind，中信期货研究部

3.2 金银比值套利策略：长线做空金银比值

黄金白银储量上的稀缺性导致商品属性与金融属性差异较大，在贵金属价格走势的不同周期阶段，投资者的偏好特征显著不同，金银价格走势因此出现分化，进而金银比值呈现不同特征。

3.2.1 金银比值规律：无论牛熊周期，金银比值先升后降

通常，在贵金属上涨周期的前半期（温和上涨阶段），投资者更青睐于投资金融属性更显著的黄金，黄金的涨幅会高于白银，从而，金银比值逐渐上升；当贵金属发展至上涨的后半期（狂热上涨阶段），黄金不能满足市场需求，大量投资者买入白银作为黄金的替代品，这使得白银涨幅要高于黄金，从而，金银比值逐渐回落。

相反，在贵金属下跌的前半期（恐慌下跌阶段），投资者已经意识到泡沫化较为严重，而白银作为“更贱”的金属，其价值含量相对较低，首先成为抛售的对象，白银跌幅大于黄金，从而金银比值上升；当贵金属行情发展至下跌周期的后半期（缓慢下跌阶段），由于白银的工业属性更强，并且长期的熊市使得投资者对黄金的热情也降温，白银变得相对抗跌，而黄金表现则更弱，从而金银比值逐渐回落。

3.2.2 策略——长线做空金银比值

当前，贵金属周期已经告一段落，未来或将在慢熊周期中展开，从商品属性与金融属性的比较来看，价格越靠近成本端，商品属性越显著。因此，商品属性更强的白银将率先企稳，金银比值因而冲高回落。目前，金银比值（外盘美元标价）已经上升至 75，已经非常接近历史峰值水平。随着贵金属进入熊市后期，多银空金，做空金银比值的将会出现，历史上 1991-1993 年熊市中后期，金银比值连续下跌 8 年，从峰值 100 跌至 41，跌幅达 41%。

图 35: 金价有相对估值决定: 配置需求驱动投机需求, 首饰等刚性波动有限



资料来源: wind, 中信期货研究部

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使中信期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信期货有限公司认为可靠，但中信期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而中信期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信期货有限公司可发出其它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映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中信期货有限公司2014版权所有。保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场二期13-14层

邮编：518048

电话：(0755)83200909 400-6789-819

传真：(0755)83217421

网址：<http://www.citicsf.com>