

金银：价格重心继续下移，金银有分化

2016 年金银在美国开始加息的情况下仍将压力山大，价格重心有望进一步下移！但金银走势或出现阶段性的分化，潜在套利机会。

要点：

- ◆ 美国加息影响及进一步加息预期将主导金银价格
- ◆ 美元仍有强势基础
- ◆ 低物价、低通胀将是牵制
- ◆ 供求面并不乐观，黄金更偏空
- ◆ 地缘政治局势变数大
- ◆ 金银供求面差异和比价原因将导致阶段性走势差异

展望 2016 年，金、银基本上利空因素仍多于利多因素，在技术面下跌趋势仍然有效的情况下，金、银的价格重心仍将下移。相对而言，金、银在供求差异和比价过大的背景下，阶段走势上存在分化可能，明显的分化走势预计在 2016 年下半年出现的概率更大，到时可关注空金买银的套利机会！

2016 年 COMEX 金的主要波动区间预计在 800-1150 美元，极值波动区间在 700-1250 美元；COMEX 银的主要波动区间在 11-18 美元，极值波动区间在 9-20 美元。2016 年上海黄金期货主要价格波动区间预计 170-250 元/克，极值波动区间 150-250 元/克；上海白银期货主要价格波动区间预计在 2700-4000 元/千克之间。

相关报告：

《金银：》矛盾中熊气缓却难转
——2014 年年报

张中云

0816-2238660

倍特期货有限公司

绵阳营业部

免责条款

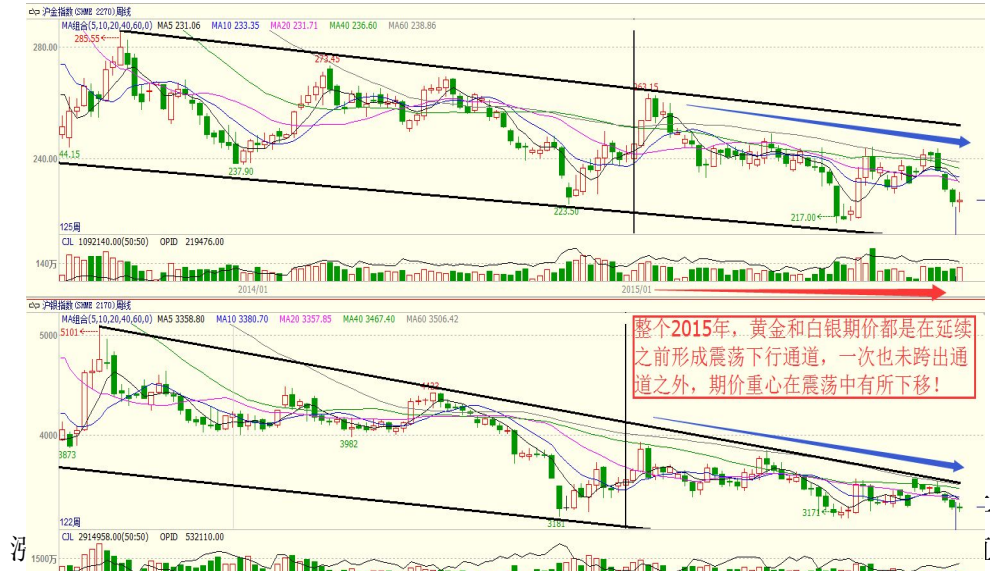
本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

金银：价格重心继续下移，金银有分化

第一部分：2015 年行情回顾

2015 年金银关键词：加息预期、下行通道、重心下移

图一：上海黄金期货和白银期货价格走势



主导着黄金、白银全年的价格走势。期间，金、银价格随着加息预期的强弱变化，几起几落，但自始至终，期价都未曾跨越前两年形成的宽幅的震荡下行通道，整个2015年都是这一震荡下行通道的延续，全年价格重心在震荡中小幅下移（见图一）。

沪金指数以240开盘，年内最高263.15，最低触及217，目前在220附近震荡，相对2014年末价格下跌约9%；沪银指数年初开盘3497，最高3932，最低触及3171，目前在3200附近震荡，相对2014年末下跌约9.1%。

纽约COMEX金以1184.6开盘，年内最高1307.9，到目前最低触及1063.4，相对2014年末下跌约10.2%；COMEX银年初开盘于15.755，最高18.510，到目前最低触及13.895，相对2014年末下跌幅度约10.7%。

从目前走势来看，金、银宽幅的震荡下行通道仍然维持，不排除到2015年结束时，金、银的相对跌幅还有扩大。

第二部分：金银市场主要影响因素及技术图表分析

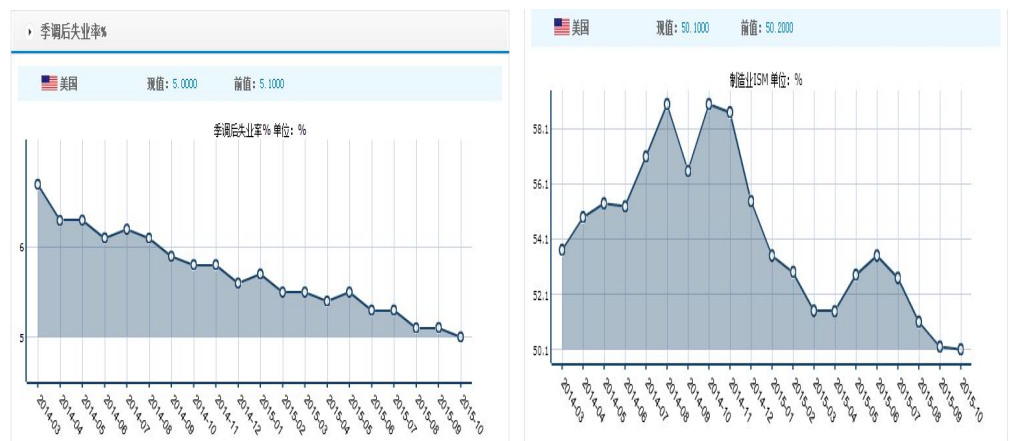
一、宏观经济方面——压力山大！

1、2016年美国加息效应仍将是市场主导。

2015年,对于美联储的加息预期沸沸扬扬地已闹腾了近一年,自10月FOMC会议后,美联储官员们开始不断发表意见一致的系列言论,与10月份的FOMC会议声明一起,都释放了加息时机已经成熟的信号,目前市场对于2015年12月加息的可能已基本已形成了共识,加息概率已升至74%。不论12月份的加息预期能否最终兑现,美联储九年来的首次加息确已渐行渐行,且为期不远。

2016年终将是美联储重启加息后的首个年份,目前市场对于美联储首次加息后的进一步动作仍存在分歧。美联储主席耶伦称,首次加息之后的路途将是循序渐进的。从目前美国的经济状况来看,美国失业率持续下滑已至近年低位,最新的ISM制造业指数仍在50荣枯线之上,ISM服务业指数仍在相对高位(见图二),各主要机构对美国2016年的GDP增速预期集中在2.5%上下。可见,美国经济复苏虽然缓慢,但数据表现正面。另外,目前核心CPI指数相对持稳,在商品价格基数较低的情况下,2016年CPI指数不太可能出现进一步的大幅下挫。基于此,美联储首次加息后的2016年里,美货币政策很快又重回宽松的概率很小,加息的后续效应和进一步的加息或关于进一步加息的忧虑将主导市场,进一步加息预期的强弱是短期走势的主要影响因素。

图二：近年美国失业率和ISM制造业

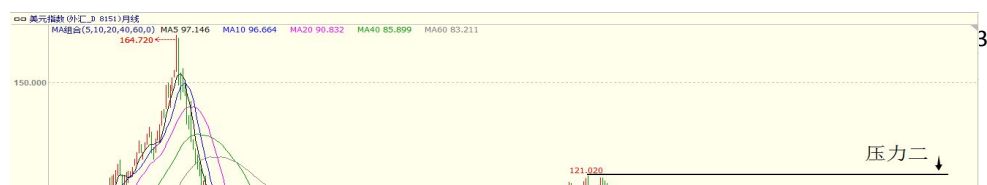


*资料来源：汇金网

2、货币政策差异支撑美元的相对强势。

相对于美国货币政策的变化,其他世界各主要经济体的货币政策取向仍倾向于宽松:2015年中曾出现过加息声音的英国,英央行官员的最新表态也开始倾向于谨慎,认为通胀的下行风险比通胀报告中更加严重,低利率环境很可能会维持一段时间;欧元区方面,欧央行行长德拉吉已多次对持续低迷的通胀状况表示不满,并暗示延长QE时间或继续下调存款利率;日本方面经济依然萎靡不振;中国经济下行压力依然较大,货币政策已处于降息周期之中。这种货币政策的差异,在一定程度上将为强势美元提供支撑。因此,2016年美元仍有望保持相对强势(见图三)。

图三：美元指数月线图

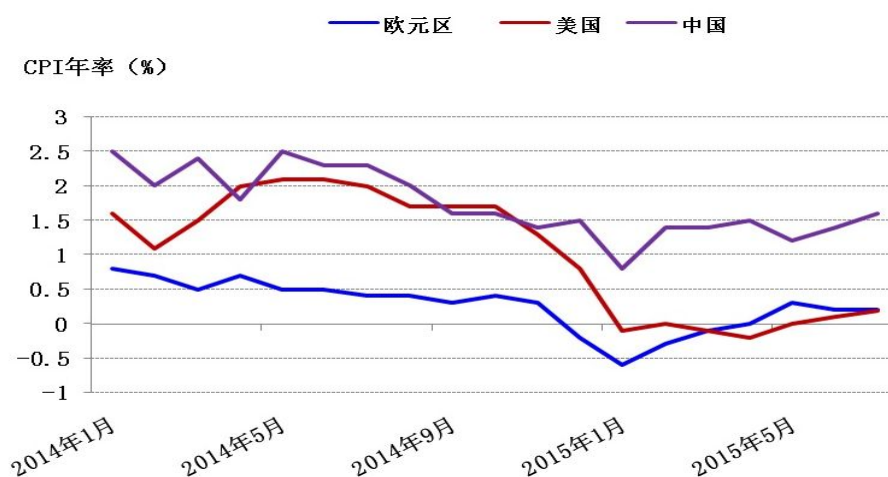


*资料来源：文华财经

3、全球低物价与低通胀并存，牵制金银的上行意愿。

目前，全球经济仍然不景气，特别是作为全球第二大经济体的中国，经济仍在下滑过程中。受此影响，大宗商品价格持续下行，已至数年来的低位；全球几大主要经济体的CPI指数也已长时间处在相对偏低的水平上（见图四）。虽然在物价水平基数偏低的情况下，2016年CPI指数存在相对的回升可能，但以中国为首的经济问题仍将制约物价及CPI的回升幅度。由此，“双低”情况预计在2016年，特别是上半年将难以得到有效的改善。在这种“双低”环境下，具有金融避险属性的金、银也难以吸引市场的避险买兴，金、银上行意愿将受到牵制。

图四：欧、美、中近年的CPI指数走势



*数据来源：倍特期货

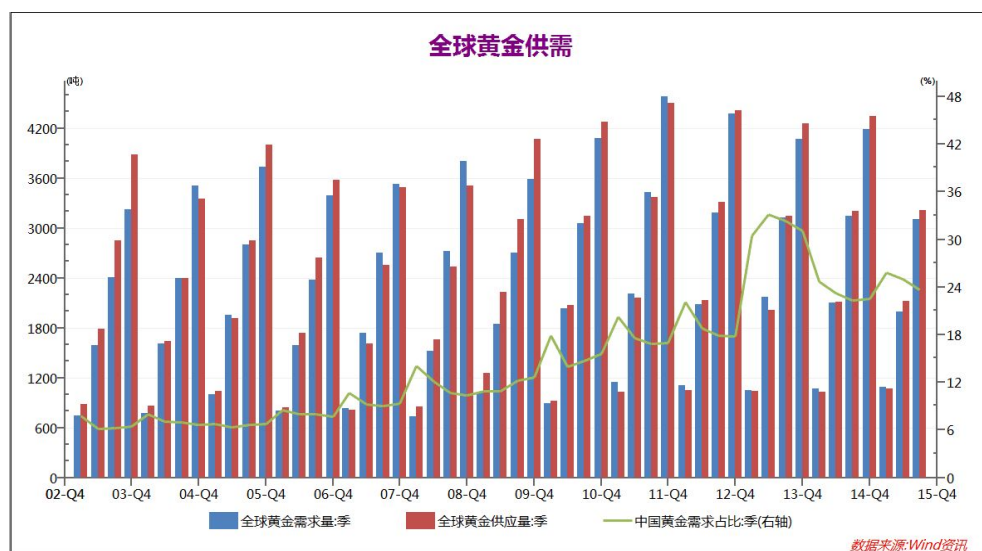
二、供需方面

1、黄金供需宽平衡，供应端出现新压力。

全球供需来看，据世界黄金协会数据，2015年第二季度需求同比大幅萎缩后，第三季度黄金需求同比又增长8%，且创下两年来季度需求的最高值，达1120.9公吨，但前三季度总需求增长并不明显。且从WIND公布的近年全球黄

金供求数据来看，自 2012 年后，黄金的供应一直略大于需求，呈现供给宽平衡状态（见图五）。

图五：全球黄供需情况



*资料来源：WIND 资讯

另一方面，黄金的供应端还出现了两个新的变化：一是 2015 年三季度黄金矿企生产报告显示，黄金全部维持成本 (AISC) 均降至 900 美元/盎司下方。全球最大的黄金生产商 Goldcorp 全部维持成本为 848 美元/盎司；市值第二大的 Barrick 全部维持成本为 771 美元/盎司，去年为 834 美元/盎司；市值第三大的黄金生产商 Newmont Mining 全部维持成本下降至 835 美元/盎司。二是，作为全球黄金第一生产大国的中国，在 2015 年 11 月连续发现两个特大型金矿，黄金资源储量分虽达 470 吨和 328 吨之多。生产成本的下落让黄金有了下行空的空间，新矿的发现将有望让 2016 年黄金供需宽平衡状态延续。

2、白银供需紧平衡，前景却不被看好。

根据世界白银协会数据，自 2013 年起，白银开始出现供需缺口，2015 年可能连续第三年出现供应缺口，缺口将达到 5770 万盎司，依然白银供应处于紧平衡状态（见表一）。但对于市场前景，却并不被看好，原因在于：2015 年以来，在白银饰品需求增长强劲的同时，上半年全球银币销量却下降了 6%，投资需求表现疲弱。另外，白银的需求有近 60% 来自于工业需求，在目前全球经济形势并不乐观的情况下，2016 年白银需求端的变化并不乐观。为此，汇丰等国际投行仍下调了 2016 年银价预期。

表一：全球白银供需平衡表

Silver: Supply/demand model (moz)										
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015f
Mine production	643	667	663	716	751	755	789	835	878	850
Government sales	79	43	31	16	44	12	7	8	0	0
Old silver scrap	207	204	202	201	228	282	296	193	169	155
Hedging	0	0	0	0	50	12	0	0	16	20
Total supply	929	913	915	933	1,073	1,041	1,052	1,036	1,062	1,025
Fabrication										
Industrial and decorative	505	542	556	466	578	569	543	550	549	564
Photography	142	117	98	76	67	59	52	48	46	48
Jewelry and silverware	237	243	237	231	242	236	230	271	276	295
Official coins, medals bar	49	51	187	88	143	211	138	244	196	200
Total fabrication	933	954	1,078	860	1,031	1,075	963	1,112	1,067	1,107
Exchange traded funds	127	55	101	157	130	-24	55	15	0	5
Hedging	12	24	9	17	0	0	47	34	0	0
Total demand	1,071	1,032	1,188	1,035	1,160	1,051	1,065	1,163	1,067	1,112

数据来源：世界白银协会

三、地缘政治局势方面变数较多

综合《瞭望智库》援引的相关分析来看，2016 年在经济形势复杂的大背景下，地缘政治局势也将会是比较复杂的，且变数较多。2016 地缘政治局势的焦点主要在两个方面：

一是，中东地区，俄罗斯因乌克兰问题在国际上陷入被动后，一直在寻求破局。2015 年 9 月底通过对叙利亚境内的“伊斯兰国”（IS）目标展开空袭，在国际局势中争得了一些主动，却加大了地区局势的不稳定性，11 月土耳其击落俄罗斯战机引发了俄罗斯的强烈不满，加剧了这一地区局势的紧张性和复杂性。2016 年俄罗斯与中东国家之间，以及与欧盟、北约间博弈仍将继续，让这一地区变数仍然较多。此外，在国际油价大幅下跌的情况下，也让中东地区石油输出国的财政情况趋于恶化，也会增加这一地区的不稳定性。

二是，中国东、南周边地区。在美国为遏制中国而将军事战略重心东移后，中国东部、南海的争端和小摩擦就一直不断。而且，2016 年适逢美国大选之年，美当局者极有可能继续在中国周边制造事端，借此来为大选造势。只是鉴于美国的特定需求和中国的一贯立场，中国周边的事端多会表现为“动口不动手”的状态，但紧张地区局势仍会引发市场的忧虑。

此外，美国大选本身也将是市场的一大影响因素！

四、基金持仓信心缺失，显示出对后市的不乐观。

黄金方面，全球最大的黄金 ETF 基金——美国 SPDR Gold Trust 公司的黄金 ETF 持仓量已创出数年来新低；CFTC 公布的 COMEX 黄金非商业净多持仓，虽然在 2015 年中出现过几次增长的情况，但随后净多持仓都很快回落，目前非商业净多持仓也回到近年的相对低位（见图六）。可见，当前基金持仓信心的严重缺失，反映出市场对黄金后市的不乐观。

图六：SPDR 黄金 ETF 持仓及 COMEX 黄金非商业净持仓变化情况



*数据来源：财库网

白银方面，白银 ETF 持仓和 CFTC 非商业净持仓均未见显著增长，由于这两个持仓变化与白银价格走势相关性低，这里不在细述。

五、技术图表上，金、银中期下行趋势仍然有效。

从 COMEX 金、银指数的价格图表来看（见图八），目前金、银期价仍运行在宽幅的震荡下行通道中，月均线维持下行态势，技术指标仍在 0 线以下的弱势区域徘徊，中期下行趋势仍然保持有效，且金、银均有进入 2008 年调整中价区间内作对应区间震荡的可能。从目前来看，黄金还没有切入 2008 年的调整价区，因此后市向下的想象空间更大；白银已切入此价区中轴，但弱势未变的情况下，仍有向区间下沿运行的趋向。

图七：COMEX 金银指数月线图

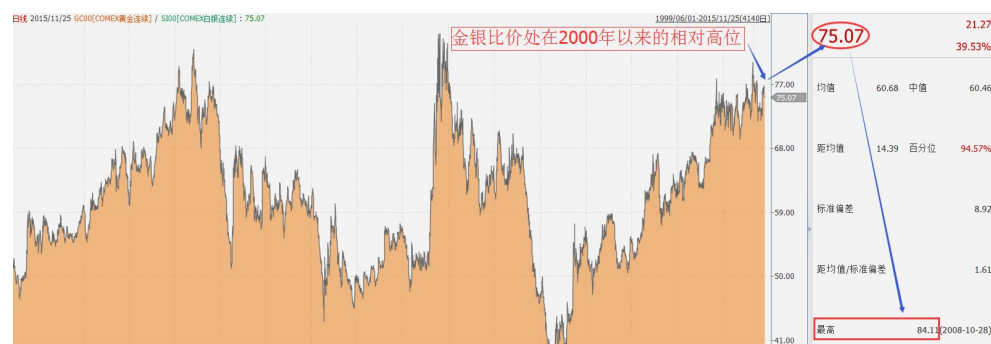


*资料来源：文华财经

六、金银比价偏大，潜在收缩要求

从金银的比价关系来看，由于在 2011 年以后的下跌过程，银的下跌幅度更大，导致金银比价自 2011 年的最低的 31.73，一路扩大，最高曾超过 80 大关，目前稳定在 75 左右，这仍是近十余年来价差的相对高位（见图八）。因此，在 2016 金银比价潜在收窄可能，金银价格走势或出现阶段性的分化。

图八：2000 年以来 COMEX 黄金白银连续比价变化



数据来源：WIND 资讯

第三部分 结论

2016 年金银关键词：加息主导、局势多变、重心下移、阶段分化

一、不利因素

美国首次加息后，对于进一步加息可能和预期仍将是市场的忧虑所在，并将继续主导市场。其次，美元的相对强势，低物价、低通胀也是负面影响。再次，供需面上需求端都不太乐观，黄金还面临供应端的负面影响。最后，是基金持仓信心的缺失。

二、潜在的利好因素

首先是多变的地区局势；其次，欧元区及中国的进一步宽松预期；最后对于白银还有供需面的紧平衡状况。

三、价格走势预判

基于前述分析，展望 2016 年，金、银基本上利空因素多于利多因素，在技术面下跌趋势仍然有效的情况下，金、银的价格重心仍将下移。相对而言，金、银在供求差异和比价过大的背景下，阶段走势上存在分化可能，明显的分化走势预计在 2016 年下半年出现的概率更大，到时可关注空金买银的套利机会！

2016 年 COMEX 金的主要波动区间预计在 800-1150 美元，极值波动区间在 700-1250 美元；COMEX 银的主要波动区间在 11-18 美元，极值波动区间在 9-20 美元。2016 年上海黄金期货主要价格波动区间预计 170-250 元/克，极值波动区间 150-250 元/克；上海白银期货主要价格波动区间预计在 2700-4000 元/千克之间。