

钱斌

研究员，期货执业证书编号：

F0286851

qianbin@dxqh.net

绝望中寻找希望，金抬头的 2015

观点要点：

- 2015年对于投资需求，我们认为大幅度增加的可能性不大，同时投资需求继续大幅度萎缩的可能性也很小。投资需求大幅度增加可能性不大的原因有3点，第一点，在资金回流美国的大市场行情下，各类基金超配黄金的可能性不大；第二点，2015年实际的地缘政治可能保持稳定，油价下跌对俄罗斯的经济影响不至于使其崩盘，从而铤而走险发动战争。第三点，美元的升值对新兴经济体的影响可能有限。
- 投资需求下方流出空间有限的原因有2个：1. 美元升值幅度不会像80、90年代那样大，低通胀以及低利率令美元升值幅度有限。2. 我们预计SPDR黄金ETF下方继续流出的空间小于80吨。
- 实物需求方面，我们认为2015年的实物需求大体与2014年相当，由于2013年黄金购买者的提前透支，投资者对于金价不再敏感，只是在季节性旺季会增加黄金的购买量。
- 综上，我们认为2015年在黄金非季节性旺季时段内，美元将主导黄金需求，季节性消费旺季内是黄金实物需求与投资需求共同主导金价。价格方面，由于2015年可能形成底部，实物需求相对稳定而ETF可能流入将小幅提振金价，因此金价在筑底后将震荡上行。

目录

第一部分 2014 行情走势回顾	3
1.1 黄金投资与实物的转换	3
1.2 白银紧随黄金，比价受美元为主，库存比为辅	4
第二部分 2015 年贵金属展望	5
2.1 2015 年美元走势主导黄金需求	5
2.1.1 2015 年风险指数有升高可能，同时 ETF 流出空间有限.....	6
2.1.2 LIBOR 小幅上升将对金价产生小幅压力	7
2.1.3 黄金实物需求转为刚需，消费者价格敏感性降低	9
2.1.4 央行购金及工业需求变化不大	10
2.2 2015 年矿产金稳中有降，再生金供应小幅下降	10
第三部分 2015 年行情展望	12

第一部分 2014 行情走势回顾

1.1 黄金投资与实物的转换

2014 年 COMEX 金在 1130-1393 区间震荡，高点在 3 月底，低点在 11 月初(图 1)。出现高点和低点的影响因素是不同的。在本文中，我们主要将黄金的影响因素分为实物需求和投资需求。中国和印度的黄金进口量为实物需求，SPDR 黄金 ETF 的每月变动量作为投资需求，我们可以看到在图 2 中，黄金实物需求和投资需求的总和基本与金价的月均价格变动一致。从图 3 中也可以看到，当月均需求量越接近月均新增的矿产供应量 268 吨时，金价越强势，反之月弱势。

2014 年间，金价的大部分主要影响因素是实物需求，但这种现象在年末发生了转变。2014 年 1-8 月，金价的主要因素是实物需求，1-2 月份实物需求延续了 2013 年的旺盛，国内金价与国外金价的升水保持在 1-5 元/克，1 月、2 月进口量分别达到 96.23 吨、116.78 吨，其中 2 月进口量为年内最高值。进入 3 月后，国内需求逐渐萎靡，升水均值由 3 元/克下降至 -1 元/克，从香港转口的黄金量由 2 月的 116.78 吨降至 7 月、8 月的低点 38.61 吨及 36.50 吨(图 3)。随着实物需求在 2 月的见顶，金价由 3 月 17 日的年内高点 1393 美元/盎司开始震荡下跌。进入 9 月季节性旺季后，实物需求开始增加，国内金价由贴水 1 元/克上升到升水 1 元/克，9 月、10 月的香港转口大陆的黄金量分别达到 87.035 吨、100.19 吨；与此同时，由于日本央行加大了资产购买规模，日元的主动性贬值导致美元的被动上升，ETF 开始大幅流出，9 月、10 月 SPDR 黄金 ETF 流出量分别达 25.14 吨、28.66 吨。因此虽然 9 月、10 月黄金实物需求出现明显改善，但金价依然在 9 月跌了 6.12%，这表示了在 9 月-10 月间，黄金的主要影响因素由实物需求逐渐开始向了投资需求过渡。在随后的 11 月及 12 月，黄金依旧保持了贴水，显示实物需求继续回到疲弱，而 ETF 在 11 月间流出了 23.57 吨，因此金价在 11 月保持了弱势，自此后美元开始成为黄金的主要影响因素。

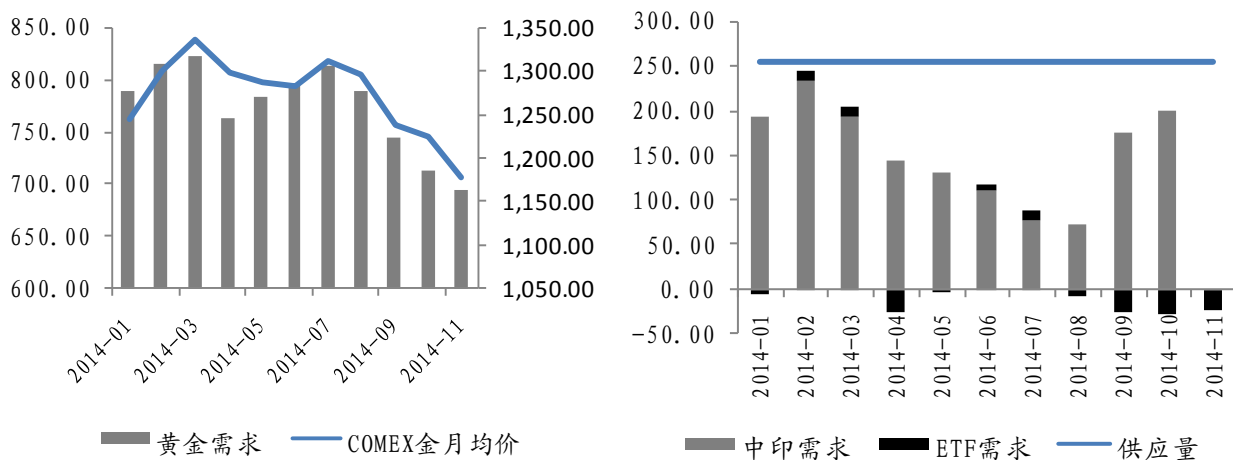
在 2014 年间，当金价跌破 1200 美元/盎司后，黄金的实物需求并没有向 2013 年那样出现明显反弹，显示实物黄金的购买者并不会因为金价便宜而购买更多。只是在我国传统的黄金消费旺季春节以及金九银十，黄金的实物需求出现改善，但改善力度也不大。2014 年间的这些现象显示，实物黄金的需求会随着季节性因素增加，不会随着金价下跌而改善。这在一定程度上显示出 2013 年的黄金购买者透支了后期的购买力。我们认为这种透支效应仍将在 2015 年保持下去。在非实物消费旺季的情况下，金价的影响因素将是美元，而实物消费旺季的月份中，金价将由投资和实物共同主导。

图 1 从 2012 年 11 月至今，黄金与道指反向。2013 年中开始，强劲的亚洲需求开始影响金价。



数据来源：东兴期货研发中心，wind

图 2 需求指标与黄金月均价变动一致，指标有效 图 3 3 月后，实物需求萎靡，9、10 月需求回暖难敌 ETF 流出



数据来源：东兴期货研发中心，wind

数据来源：东兴期货研发中心，wind

1.2 白银紧随黄金，比价受美元为主，库存比为辅

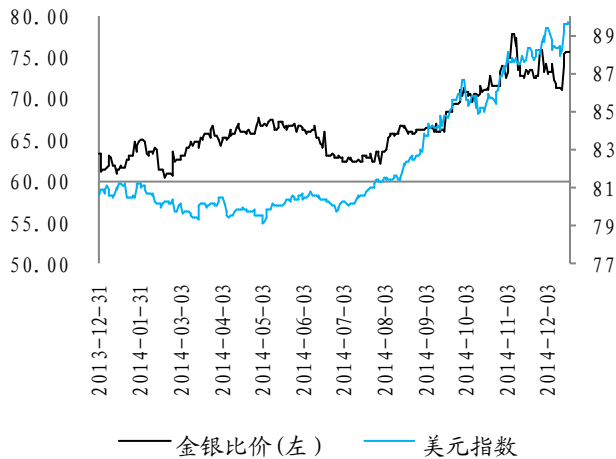
白银的基本面与黄金类似，只是白银的工业属性比黄金大。白银的工业属性约为 60-70%，而黄金的约为 25%-40%。白银价格跟随黄金，2014 年白银的价格的波动率约为黄金的 1.65 倍，处于 5 年均值附近。我们看白银依旧从黄金价格入手。通过观察金银比价来判断白银价格的具体动向。

美元主要影响金银比价的金融部分，与金银比价同向；COMEX 的金银库存比主要影响金银比价的 商品部分，与比价反向。我们认为 2015 年，在黄金的消费旺季时段外，美元指数将是影响 金价的主要因素，因此我们认为 2015 年金银比价将主要受美元指数影响。由于我们认为美元 将在 2015 年进入牛市，金银比价将上行，白银价格可能弱于黄金。

另外值得注意的是，2014 年间，我国白银在某些时点与黄金走出了独立行情，这主要是白银出 口拉丝退税的问题。据我们了解，有白银贸易商将银锭拉成银丝，出口后在欧美市场销售。银 锭拉丝出口可以退税，在销售至欧美市场后大约有 8%左右的利润，以 4000 元/千克白银为例，

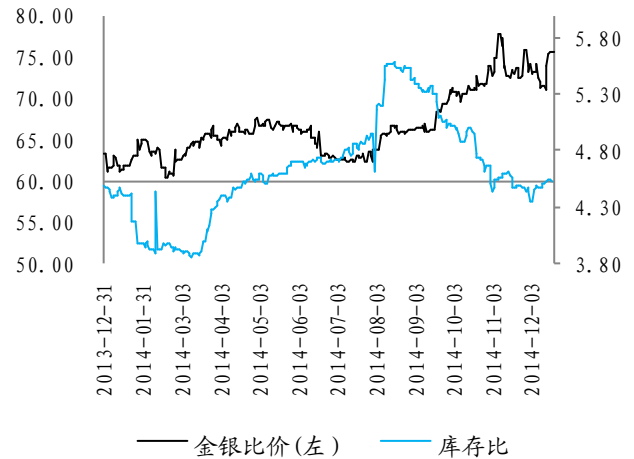
只要国内白银溢价小于 320 元/千克，银锭拉成银丝出口仍然有利可图。这也是为什么国内银价与外盘银价的溢价在 300 元/千克以内时，白银价格有较强的支撑，且库存不断下降，金银比价回落；而在 10 月时，国内银价的溢价保持在 350 元/千克上方时，内盘银价较弱，金银比价出现大幅反弹的原因。

图 4 2015 年后，金银比价的主要因素将是美元指数



数据来源：wind，东兴期货研发中心

图 5 2015 年后，金银比价的次要影响因素将是库存比



数据来源：wind，东兴期货研发中心

第二部分 2015 年贵金属展望

2.1 2015 年美元走势主导黄金需求

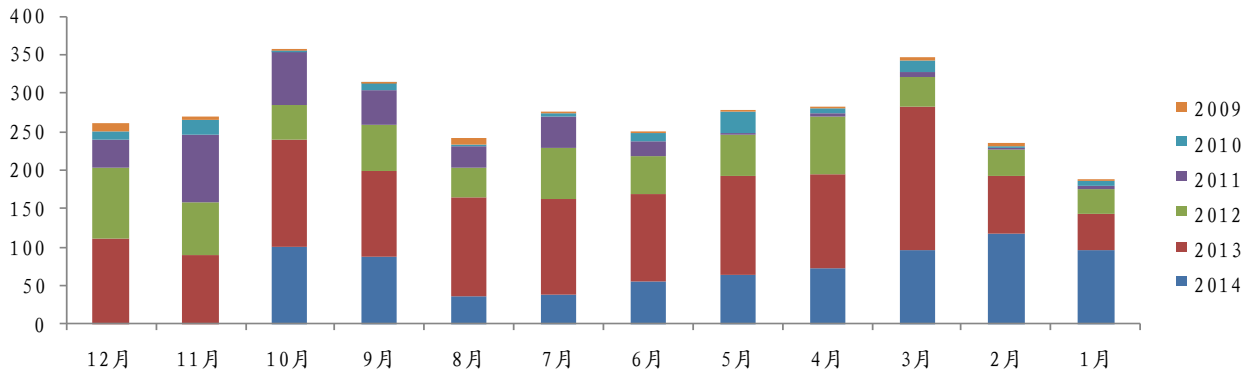
黄金价格的主导因素就是供需，而黄金供需的一大特性就是供应端弹性小于需求端，因此我们分析的侧重点在于黄金的需求端。黄金的需求端，我们主要关注两个部分：第一部分是黄金的投资需求，我们将投资需求细分为两个小节，第一个小节是黄金 ETF，主要影响因素金价相对其他金融资产的涨跌；第二个小节是银行间的金币金条需求，主要影响因素是黄金租赁利率；第二部分是黄金实物需求，主要影响因素是以中国和印度等发展中国家购买黄金的数量。

2015 年对于投资需求，我们认为大幅度增加的可能性不大，同时投资需求继续大幅度萎缩的可能性也很小。投资需求大幅度增加可能性不大的原因有 3 点，第一点，在资金回流美国的大市场行情下，各类基金超配黄金的可能性不大；第二点，2015 年实际的地缘政治可能保持稳定，油价下跌对俄罗斯的经济影响不至于使其崩盘，从而铤而走险发动战争。第三点，美元的升值对新兴经济体的影响可能有限。下方流出空间有限的原因有 2 个：1. 美元升值幅度不会像 80、90 年代那样大，低通胀以及低利率令美元升值幅度有限。2. 我们预计 SPDR 黄金 ETF 下方继续流出的空间小于 80 吨。

实物需求方面，我们认为 2015 年的实物需求大体与 2014 年相当，由于 2013 年黄金购买者的提前透支，投资者对于金价不再敏感，只是在季节性旺季会增加黄金的购买量。

综上，我们认为 2015 年在黄金非季节性旺季时段内，美元将主导黄金需求，季节性消费旺季内是黄金实物需求与投资需求共同主导金价。黄金的消费旺季一般集中在我国的春节（1-3 月），以及金九银十结婚旺季（图 6）。印度的消费旺季集中在排灯节 5 月以及佛陀满月节 10-11 月。根据以往经验，我们认为 4-8 月以及 11-12 月，美元决定金价，其余时间美元和中印消费决定金价。

图 6 黄金的季节性消费旺季在 1-3 月，9-10 月



数据来源: wind, 东兴期货研发中心

2.1.1 2015 年风险指数有升高可能，同时 ETF 流出空间有限

进入 2015 年后，我们认为 ETF 基金不太可能大幅流入，但不排除突发性的地缘政治的短暂流入，原因有三点：第一点，市场对美元以及美元类资产升值的预期强烈，在这种情况下，机构趋势性上调黄金资产配置比例的可能性不大。第二点，俄罗斯经济并不像市场想象的那么疲弱，俄罗斯不太可能挑起乌克兰战争的。这是因为短期内油价下跌对俄罗斯经济的影响程度并不像市场想象那样糟糕。俄罗斯在卢布贬值 25% 的情况下加大了原油的出口同时减少了进口开支，有效减少了进出口额的下跌。另外，俄罗斯有高达 4500 亿美元的黄金及外汇储备，足以应付国内一年的进口需求，因此油价的下跌和卢布的贬值对俄罗斯的负面影响并没有那么强烈。而且俄罗斯目前的经济实力无法与北约等欧美国家抗衡，所以不到万不得已，俄罗斯不会发动战争。同时，我们不排除俄罗斯在汇率继续下行以及油价低于其成本线的情况下偶尔骚扰乌克兰以短期刺激油价。第三点，美元的升值对新兴经济体的影响有限。首先，美元目前长期债券对短期债券的溢价正在逐渐减小（图 7），表现为长期债券收益率下降而短期债券收益率上升。而新兴经济体的资本对美元的长期债券收益率更为敏感，在长期债券收益率下降的情况下，新兴经济体面临资本外流的压力要小的多。其次，自 1997 年亚洲金融以来，大多数新兴经济体国家已开始逐步减少以美元计价的债券发行比重（图 8），令不少国家的美元净债务状况大幅改善。由于欧洲以及日本央行可能继续在 2015 年保持宽松的货币政策，持有日元以及欧元债券的新兴经济体国家面临风险也将大大降低。最后，由于原油价格的持续回落，许多新兴经济体国家在处于低通胀的宏观环境中，这给各个新兴经济体国家内运用各种手段来降低资本外流提供了较多的政策空间。

同时，我们也认为 ETF 继续大幅流出的可能性不大，这主要有 2 方面的原因：1. 我们认

为 2015 年美元的升值幅度会远小于 80 及 90 年代的美元牛市。美国的前两次大牛市有两方面宏观环境的配合，即高通胀率和高利率。第一次大牛市在 1985 年，当时美国经济处于繁荣状态，美联储通过连续加息以对抗通胀。第二次牛市在 90 年代末，经济和股票双牛，导致美联储加息来降低通胀。但是这次的美元牛市只包含了之前的经济相对繁荣，但繁荣程度远不及以前。并且由于原油及其他大宗商品价格的下跌，造成美国国内通胀率偏低。美联储在 2015 年加息，主要是为了恢复长期均衡利率，而非抗通胀。（此前为了刺激经济，将长期均衡利率保持零附近）。另外值得注意的是，美元自今年以来涨幅已超过 12.6%，同时欧元贬值 12.8%，日元贬值 20%，美元此次的升值是被动性的，而非前两次牛市中的主动性上涨。2015 年中欧洲央行可能还会祭出 QE 以推升经济，而日本央行也会保持购债规模以达到 2% 的通胀目标。因此 2015 年美元仍将保持一种被动性升值，其上涨节奏与欧洲以及日本央行的政策有关。此外，据市场研究机构表明，若美元在 2015 年升值 10%，则意味着进口价格下降以及以外币计算的出口价格的上升，贸易逆差可能扩大，这可能会拖累美国经济 0.4%。市场预计美国经济 2015 年增速可能在 3% 左右，若美元升值超过 10%，美国脆弱的经济复苏将受阻，这与美国政府的初衷相违背。

2. 在 2008 年美国次贷危机爆发前，SPDR 黄金 ETF 的持仓量大约在 650 吨附近（图 9），在经历了 2014 年 ETF 大幅流出 78 吨后，目前 SPDR 持仓约在 720 吨左右。我们认为 ETF 在未来比较长的一段时间内可能继续小幅流出，且这种流出速度会是放缓的。因此我们认为在美元升值幅度有限的情况下，黄金 ETF 基金 SPDR 流出的空间小于 70 吨。

2.1.2 LIBOR 小幅上升将对金价产生小幅压力

我们认为 2015 年投资需求对金价的影响将越来越大，与此同时，黄金租赁利率与金价的负相关性也会加强。LIBOR 方面，欧元区目前的货币政策仍可进一步宽松。德拉吉在 10 月份开始采取购买 ABS 与抵押贷款等 QE 措施，并且先后降息并实施存款负利率，但欧洲央行的资产负债表没有扩张（图 10）。目前这种宽松措施证明对欧洲经济是有效的，欧元区第三季度 GDP 季率初值达到 0.2%，年化达到 0.8% 的增长率，在货币政策有效且仍有足够调整空间的情况下，我们认为欧洲央行的会将这种政策继续保持。美国方面，市场普遍预期美联储将在 2015 年 6 月首次加息，全年加息 3 次左右，FOMC 会议联储官员对 2015 年末利率预期的中位置为 1.375%。可能的情况是 6 月加息 0.25%，9 月和 12 月分别再加息一次，年末利率升至 1%。由于利率市场的敏感性，在 10 月 30 日美联储发表终止 QE 后，12 个月的 LIBOR 出现明显上升（图 11）。2015 年中，我们认为欧美货币市场仍然是宽松，短端 LIBOR 可能随着美联储加息而略有上升，同时由于欧洲央行的宽松而涨幅有限，因此来说小幅上升的 LIBOR 对金价的压力是有限的。

由于美元在 2015 年仍在升值通道中，我们认为 GOF0 大概率情况下还是会出现下降。综上，我们认为略微上升的 LIBOR 以及下降的黄金远期出借利率可能会对金价施压，但是这种压力有限。

图 7 美国的长期债券利率回落，期限溢价下降



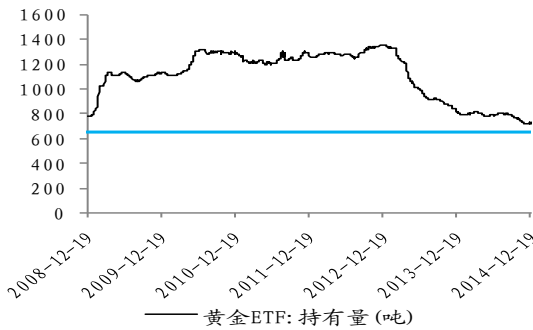
数据来源: wind, 东兴期货研发中心

图 8 新兴市场国家以美元计价的债券发行比重



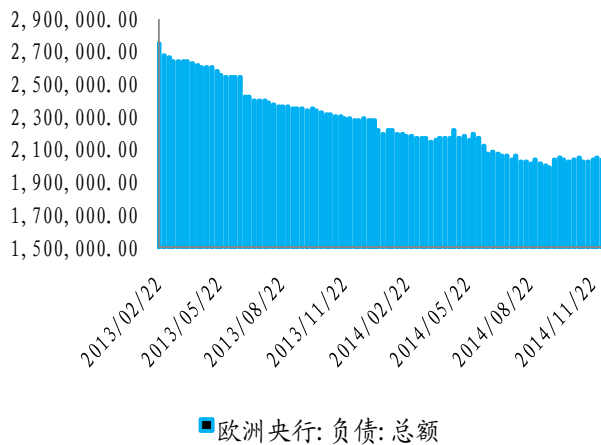
数据来源: IMF, 东兴期货研发中心

图 9 SPDR 黄金 ETF 最多还有 70 吨的流出空间



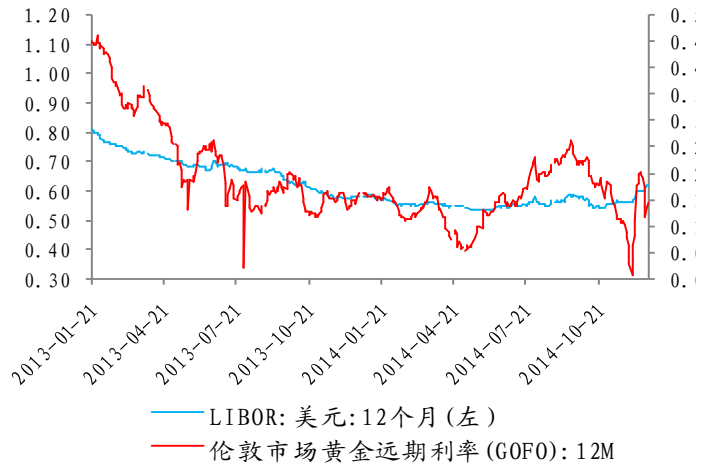
数据来源: wind, 东兴期货研发中心

图 10 宽松政策下欧洲央行资产负债表没有明显扩张



数据来源: wind, 东兴期货研发中心

图 11 终止 QE 后 LIBOR 短暂上升



数据来源: wind, 东兴期货研发中心

2.1.3 黄金实物需求转为刚需，消费者价格敏感性降低

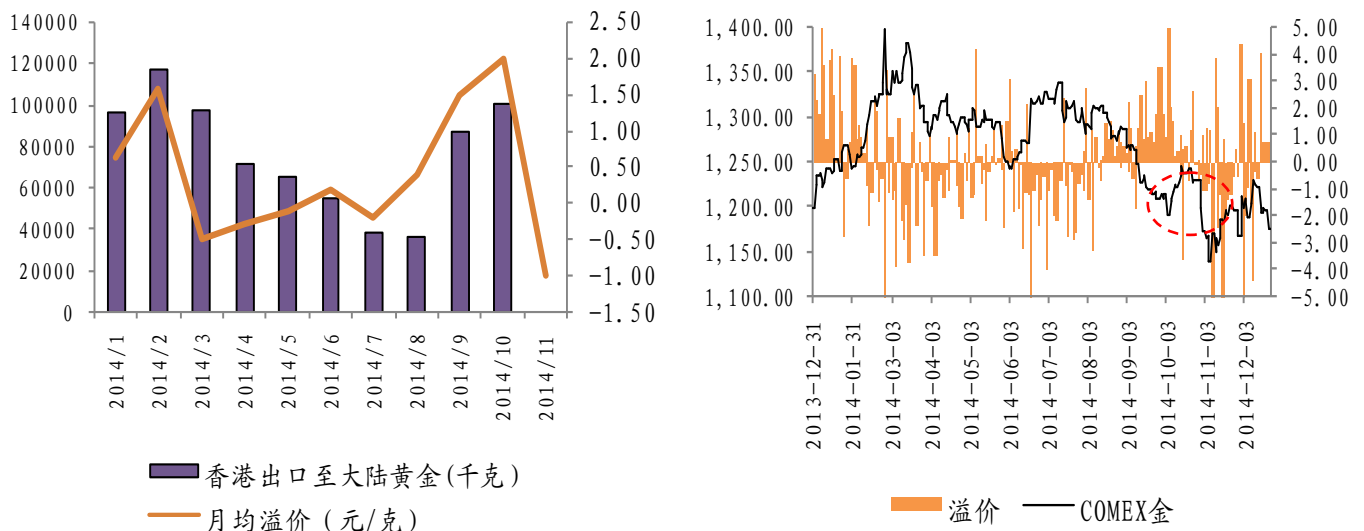
黄金主要的实物消费国是中国和印度，他们在2014年的总体消费大概在2000吨左右，两国消费水平大致相当，消费总和约占到全球黄金的消费的一半。我们认为中国的黄金需求可以根据国际金价和国内金价的价差来预估，这种价差也称为溢价（图12）。通常情况下，市场比较关注中国从香港转口的黄金数量，这个指标一般真实反映了中国的黄金需求，但是数据公布一般滞后一个月，所以及时性不大。在此我们给出了溢价指标来观察中国实物黄金的需求。印度由于走私严重，黄金进口数量有些失真，由于中印的消费习惯基本一致，我们主要通过分析中国的升贴水来了解中印市场的实物需求情况。

中印两国的消费习惯在2013年与2014年是截然不同的。2013年间，消费者表现出价格敏感性以及季节性。当金价在2013年4月份暴跌后，中印两国需求暴增，表现为中国5月的黄金进口量达到127吨，印度进口达到169吨，远远超过了月均进口110吨左右。但在2014年，当金价在11月份暴跌后，黄金的消费并没有向2013年那样猛增，11月中国国内金价甚至从升水2元/克左右跌至贴水1元/克，显示在金价大幅下跌的情况下黄金消费不增反减，我们理解为中印市场的消费者对金价不再敏感。季节性消费的特征在2013年与2014年间是一致的，大致中印消费旺季体现在1-3月，9-10月。

综上，我们认为由于2013年中印的透支性消费导致了2014年间黄金消费者对金价不再敏感，而季节性消费的习惯依然存在。因此2013年这种透支效应在2015年还会保持，即消费者对在金价下跌时不会再次盲目购买，但季节性的刚需消费需求仍然稳定存在。

另外，印度在11月28日取消了20%进口再出口的限制，2015年间，印度的进口数据可能重新有效。但我们认为由于中印两国的黄金消费者对金价不再敏感，印度取消20%出口限制虽然有效降低了国内金价升水情况，但对印度国内的黄金消费刺激有限。

图12 月均溢价对大陆进口黄金数据有明显指引作用 图13 11月金价下跌并未引起吸引购买力



数据来源: wind, 东兴期货研发中心

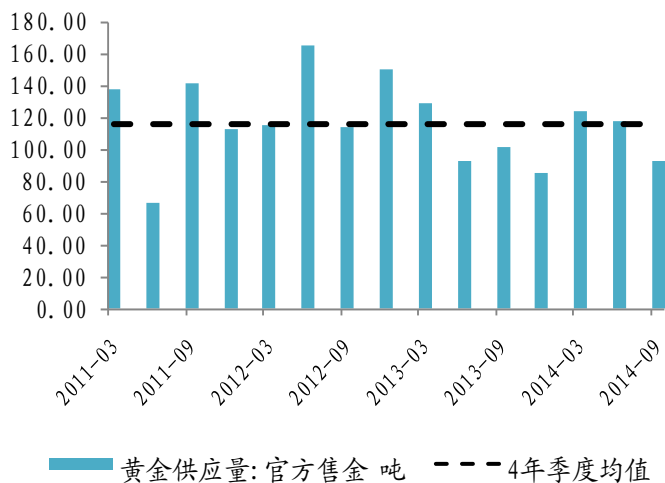
数据来源: wind, 东兴期货研发中心

2.1.4 央行购金及工业需求变化不大

全球央行现在仍在稳定的购入黄金，每个季度平均购金约 118 吨（图 14）。2014 年间央行储备增加较多的是俄罗斯。俄罗斯央行在 2014 年前三季度购入了 133.5 吨，占整个央行购金的 25%以上。俄罗斯央行不断增加黄金的目的是对抗不断贬值的卢布，在 2015 年俄罗斯卢布贬值的预期依然存在，所以我们认为俄罗斯央行明年依然会大量购买黄金。而全球央行的黄金储备购买量依然将保持稳定。

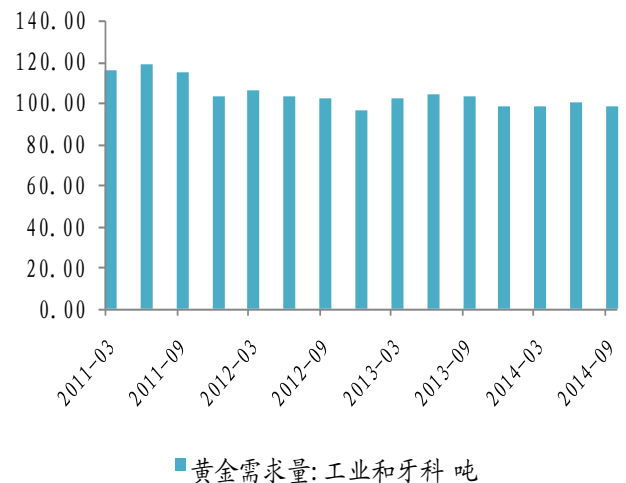
工业以及牙科的需求在近八年来占黄金总需求的 10%，平均每年约为 420 吨（图 15）。由于黄金的高导热性，良好的导电性及出色的抗腐蚀性，其在工业中约 75% 以上的需求被用于电子行业。近十年的时间里，电子行业需求在总的黄金需求中所占比例有所增加，但是这一比例会随着全球 GDP 以及电子行业资产总量变化而波动。大多数在北美，西欧以及东亚的电子器件制造企业在电子器件中都会使用黄金。由于工业需求较为稳定且占黄金需求份额较少，我们再次不做展开分析。

图 14 全球央行每季度约购买 118 吨黄金



数据来源: wind, 东兴期货研发中心

图 15 工业需求稳定在每季度 105 吨



数据来源: wind, 东兴期货研发中心

2.2 2015 年矿产金稳中有降，再生金供应稳定

黄金的供应分为两部分，再生金及矿产金。其中矿产金为黄金的主要供应端，以往约占总供应的 50%-70%，大概在 2500-2900 吨；其主要影响因素为黄金基础储量，影响方向为正向（图 16）。黄金基础储量的数据每年 1 月份由美国矿业协会公布，2013 年的数据对 2014 年有指引作用。2013 年公布 2014 的黄金基础储量数据为 54000 吨，比 2012 年增加 2000 吨，因此我们认为 2014 年矿产金小幅增产，增产幅度约为 50 吨左右，大约在 3000 吨。

进入 2015 年后，我们认为矿产金的产量可能会下降。主要原因是当现有金价高于一些低

品位的新矿，很多新矿贫矿会停止开采。2014年中，我国的黄金产量已经超越南非成为世界第一大黄金生产国，2013年年产金量达到428吨的最高纪录，今年1-10月，我国矿产金产量增长15%，远高于全球全产量3.4%的增幅。但全球金属统计局(WBMS)数据显示，8-10月，我国的月度黄金产量增长几乎停滞。这与我国的金矿分布特点与黄金价格有关。我国金矿资源分布有3方面的特点：1. 分布广泛但又相对集中；2. 矿床规模以中小型为主；3. 矿石品位低；4. 伴生金资源量大。所以整体而言，我国小矿多而大矿少，且大多矿石品味较低，因为不少新矿的开采成本较高，在金价跌的较猛的8-10月，由于当时的黄金价格已经高于很多低品位小矿的成本价格，我国的矿产金产量增幅出现停滞。今年山东黄金矿业、紫金矿业等我国四大黄金生产商今年的每单位生产成本为每克人民币146元，约合每盎司730美元。而我国私人金矿的开采成本则更高，具体成本根据每个矿的分布以及矿石品位而定，但市场预计大约在180-230元/克区间。另外根据黄金调研机构Mental Focus调研数据显示，金价1250美元/盎司附近，全球大约有三分之二的企业会出现经营困难，约有20%的生产企业考虑关闭部分矿(图18)，图中成本不包括勘探费用)。拥有高品位金矿和副产品收入的企业一般成本较低，但这类企业占比不多，因此总体而言黄金矿产企业面临压力。我们认为2015年间，由于黄金矿商大多认为黄金的下行趋势还将进行，鉴于新矿的开采成本过高，增产的可能性不大。同时我们认为目前金价已经接近底部，在下方空间有限的情况下，**大型矿产由于生产成本较低，依然会保持产量，小型低品位的矿场由于成本过高可能陆续关闭**，所以我们认为整体矿产金产量大幅减产的可能也不大。综上，我们认为2015年矿产金产量将保持平稳或小幅减产，总体产量基本与2014年相当，约为3000吨左右。

我们认为再生金的供应量在2015年会小幅下降。再生金的约占总供应的20%-40%，近五年变化区间为1400-1700吨。其主要影响因素为金价本身。当金价高涨时，黄金拥有者倾向于出售黄金，再生金的供应会增加，金价滞涨时，供应减少(图17)。2014年前三季度相比2013年均价下跌11.65%，再生金供应减少，由2013年前三季度的961.7吨下降至807.2吨，降幅16.2%。我们认为2015年金价虽然仍在一个筑底的过程中，但下方空间有限，所以2015年再生金产量减少幅度有限，我们认为和2014年相当，预估区间约在1100-1200吨。

总体而言，我们认为黄金在2015年的供应大体与2014年持平，主要表现为矿产金稳定，再生金小幅减产，总体供应保持稳定，约在4150吨。

图 16 黄金基础储量影响矿产金产量

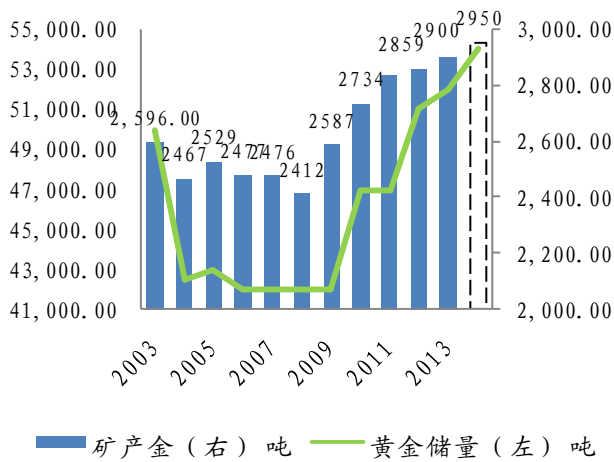
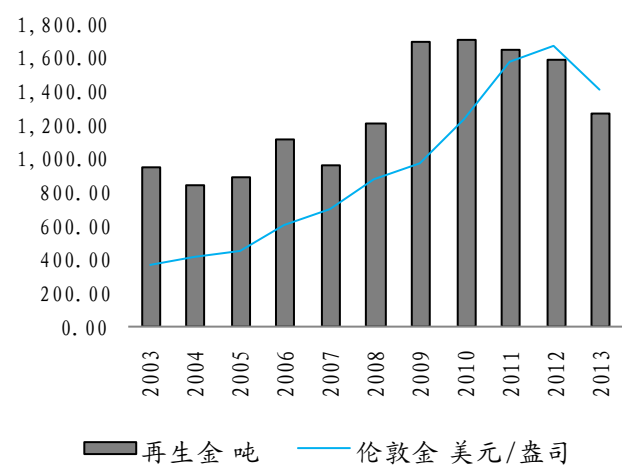


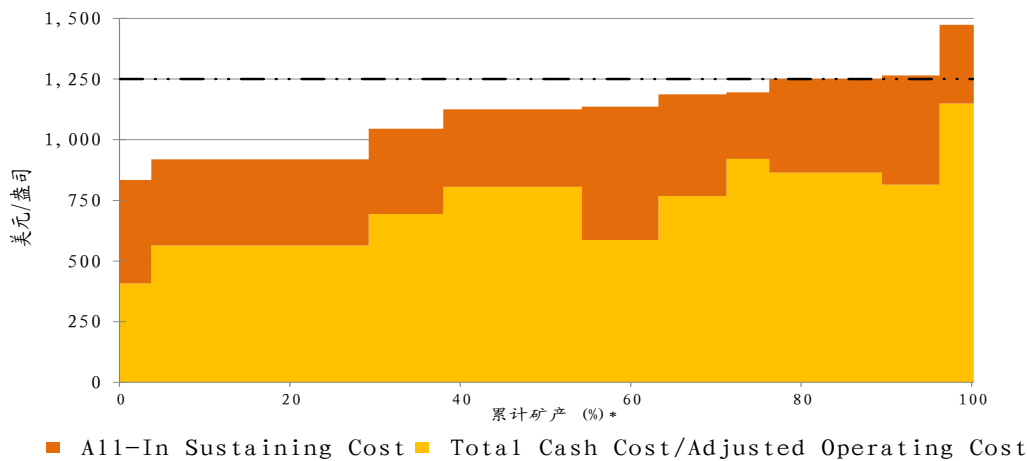
图 17 再生金供应量与金价正相关



数据来源：东兴期货研发中心，wind

数据来源：东兴期货研发中心，wind

图 18 黄金矿工生产成本分布，总运营成本中值为 1100 美金/盎司，现金成本中值为 850 美金/盎司



数据来源：Metal Focus，东兴期货研发中心注：总运营成本不包括勘探成本

第三部分 2015 年行情展望

综上所述，我们认为 2015 年金价将经历一个筑底的过程，总体来说震荡偏强。

投资需求方面，我们认为明年黄金 ETF 不会趋势性流入，也不会大幅度流出，但会因为地缘政治事件阶段性小幅流入。不会趋势性流入的原因是美元在 2015 年将进入加息周期，欧洲央行有加大宽松的需求和空间，日本央行大规模购债仍将需求，美元在 2015 年仍将以被动性升值为主。在美元升值的过程中，我们认为黄金不具备调高资产配比的理由。其次，我们认为俄罗斯拥有 4500 亿美元的黄金和外汇储备，足以应付俄罗斯一年的进口需求；同时俄罗斯也不具备与北约及美国打仗的经济基础，因此我们认为乌克兰问题只会是阶段性的，不会造成黄金 ETF 的大规模流入。最后，新兴经济体自从 2007 年起已经降低了美债的配置比例，而且低通胀的宏观环境也给新兴经济体的货币政策调整留有足够空间，新兴经济体在 2015 年爆发经济危机的低可能性也不会造成 ETF 的大幅流入。ETF

不会大规模流出的原因也很清晰，首先美元升值环境造成此轮美元升值空间有限，80、90年代高通胀高利率的美元升值在2015年将无法复制，在低利率低通胀宏观环境下，我们认为小幅升值的美元不会继续大幅挤压环境的ETF需求。另外，ETF至今为止已经从高点流出了近633吨，流出幅度达46%，距离经济危机爆发前的650吨最多仅有70吨的空间，因此流出空间也有限。黄金租赁利率方面由于美联储可能在2015年中开始加息，短端利率从12月开始上扬，由于欧洲央行的宽松继续，我们认为LIBOR在2015年上升空间有限，LIBOR的小幅上升将对金价产生微弱的压力。因此，美元的被动性升值以及上升的LIBOR将对金价产生压力，但是2015年乌克兰事件以及新兴经济体的炒作可能给黄金带来阶段性支撑。

实物需求方面，我们认为由于2013年中印的透支性消费导致了2014年间黄金消费者对金价不再敏感，而季节性消费的习惯依然存在。因此2013年这种透支效应在2015年还会保持，即消费者对在金价下跌时不会再次盲目购买，但季节性的刚需消费需求仍然稳定存在。

供给方面，我们认为较低的金价可能令部分低品位的私人金矿关闭，但大矿商由于较低的边际成本将保持生产，所以矿产金可能稳中有降。再生金由于较低的金价，供给将再次下降，但降幅不大。总体而言，我们认为2015年的黄金供应在4150吨左右，较2014年减产100吨左右。

价格方面，由于2015年可能形成底部，实物需求相对稳定而ETF可能流入将小幅提振金价，因此金价在筑底后将震荡上行。我们认为金价的波动率将在2015年放大，底部在1050美元/盎司附近，高点在1430美元/盎司附近，低点的时间在二季度末，高点可能出现的时点在3季度中。

我们认为白银在2015年将弱于黄金。主要的原因是我们认为金银比价在2015年主要跟随美元，在美元有升值预期的情况下，我们认为金银比价也将继续上涨，白银走势将弱于黄金。我们认为沪银的区间2800-4600。高点与低点的时间基本与金价同步。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。