



**东兴期货**  
DONGXING FUTURES

# 贵金属年报

期货研究报告

2015 年 12 月

贵金属

研发中心

钱斌

研究员，期货执业证书编号：

F0286851

qianbin@dxqh.net

## 走出 L 的 2016

### 观点要点：

- 宏观方面，我们认为由于通胀难以企稳，美联储加息步伐可能慢于市场预期，2016 年宏观环境可能仍为低通胀，宽流动性的格局。
- 投资需求方面，我们认为明年黄金 ETF 将完成筑底，并将随着股市的上涨而出现趋势性流入，同时避险属性回归。
- 实物需求方面，我们认为 2016 年将会呈现三个特点，1、欧美黄金实物需求出现恢复。2、消费者对金价的敏感性将会提升。3、实物需求的改善可能受限于通胀的低迷。
- 综上，由于通胀仍未见起色，2016 年金价可能走出 L 底，并将有以下 3 个特点，1、内盘金价或将显著强于外盘。2、金价显著下跌刺激实物消费，金价上涨限制消费。3、由于欧美对冲基金配置黄金的需求，黄金和股市可能同涨。

# 目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 第一部分 2015 行情走势回顾.....                        | 3  |
| 1.1 实物与投资需求双疲弱的 2015 .....                   | 3  |
| 1.2 白银紧随黄金，比价受美元影响为主，库存比为辅.....              | 5  |
| 第二部分 2016 年贵金属展望.....                        | 5  |
| 2.1 2016 年通胀引导黄金需求.....                      | 5  |
| 2.1.1 2016 股市上涨带动 ETF 流入 美元疲软或增加 ETF 需求..... | 7  |
| 2.1.2 消费者价格敏感性可能逐渐回归，欧美需求恢复造成中美溢价萎缩.....     | 9  |
| 2.1.3 央行购金及工业需求变化不大.....                     | 10 |
| 2.2 2016 年矿产金稳中有降，再生金供应稳定.....               | 10 |
| 第三部分 2016 年行情展望.....                         | 11 |

## 第一部分 2015 行情走势回顾

### 1.1 实物与投资需求双疲弱的 2015

2015 年全年黄金呈震荡下跌态势，全年外盘金价下跌 10.45%，内盘下跌 7.09%，内盘跌的少的主要原因是人民币在 2015 年贬值了 4.64%（表 1）。从整体持仓来看，2015 年黄金内外盘都呈现放大态势，当金价接近 1200 美金/盎司成本线时，生产商对冲需求增加，而当金价下跌后，由于部分生产商成本高于金价，对冲减少；2015 年黄金的成交量不管是在上期所、金交所还是在美国 CME 的 COMEX 黄金，成交量均整体放大（表 2），显示市场对金价的后期走势出现明显分歧。

图 1、 2015 年黄金震荡下跌



表 1、 国内外金价变动

|          | 2013 年  | 2014 年 | 2015 年  |
|----------|---------|--------|---------|
| 上期所      | -29.45% | +0.94% | -6.46%  |
| 金交所      | -29.03% | +1.13% | -7.09%  |
| COMEX    | -28.3%  | -1.51% | -10.45% |
| 美元兑人民币汇率 | -2.84%  | +2.44% | +4.64%  |

表 2、 国内外成交持仓

|            |       | 2013   | 2014   | 2015   |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 成交量<br>(吨) | 上期所   | 40176  | 47731  | 50634  |
|            | 金交所   | 6695   | 8665   | 11297  |
|            | COMEX | 136370 | 118585 | 122778 |
| 持仓量<br>(吨) | 上期所   | 171    | 195    | 259    |
|            | 金交所   | 169    | 150    | 199    |
|            | COMEX | 1061   | 1086   | 1223   |

数据来源：东兴期货研发中心，wind

从价格看，在多个时间点，金融面和商品面对金价的影响出现共振，这种共振的影响因素可能会延续到 2016 年，主要的原因是两个要素的出清都已经接近尾声。2015 年年初至 2015 年 3 月份，由于实物需求良好，金价上升至 1307.8 美元/盎司的年内高点，3 月后黄金销量变差，美国在 2 季度开始企稳，并且市场开始炒作美联储加息，美元上涨，黄金应声下跌，整个 3-7 月份，主导金价的是美联储加息预期，表现为两点，一 3-7 月份黄金与美元的负相关性增强（图 2），二在经济好转的情况下，欧美股市上涨，市场风险降低，风险指数为负，黄金 ETF 持续流出（图 3）。进入 8 月后，两个因素引起长达两个月的反弹，一是 8,9 两个月的非农数据大幅低于预期，令 9 月加息基本破灭，欧美股市出现较大回调，ETF 出现流入；二是我国黄金实物需求出现明显改善，表现为国内升水由平水涨至 2 元/克上方，并且黄金和美元的负相关性减弱（图 2）。进入 10 月后，当国庆假期一结束，黄金升水由节前的 2 元/克跌落至贴水 0.5 元/克，显示国内需求十分糟糕，并且当金价下跌后，价格下降没有引起丝毫实物的改善，这也是金价从 1180 美元/盎司下跌至 1080 美元/盎司过程中金价没有一点反弹的主要原因。只有当金价跌破 1080 美元/盎司后，实物需求开始对价格有所反应，这也是在金价能维持在这一平台的主要原因。综上，由于实物需求与投资需求初请接近尾声，我们认为 2016 年两者在影响金价方面仍会保持共振。

图 2、 黄金与美元相关性

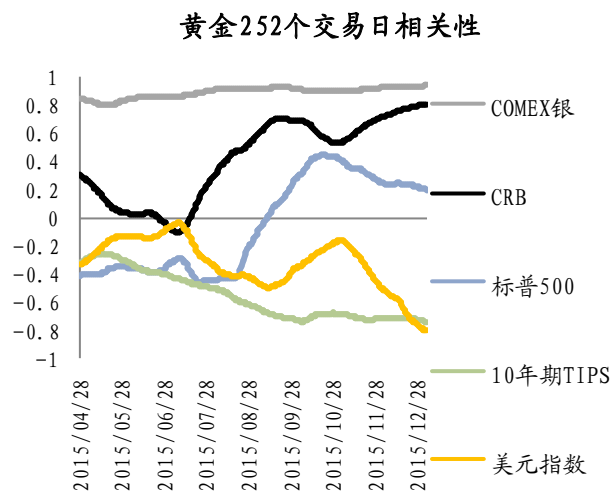
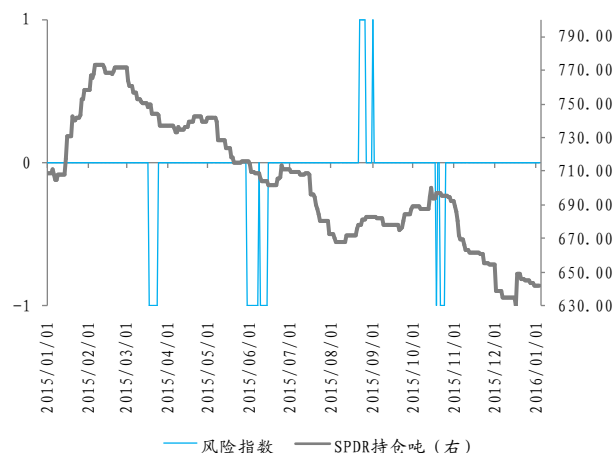


图 3、 风险指数指引 ETF 流向



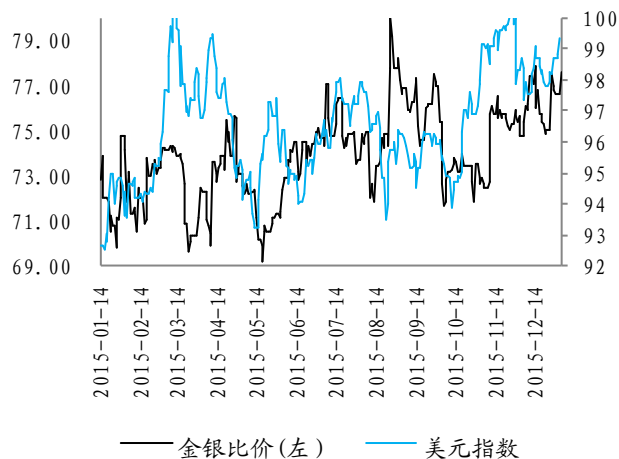
数据来源：东兴期货研发中心，wind

## 1.2 白银紧随黄金，比价受美元影响为主，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，2015 年白银的价格的波动率与黄金基本相当，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。

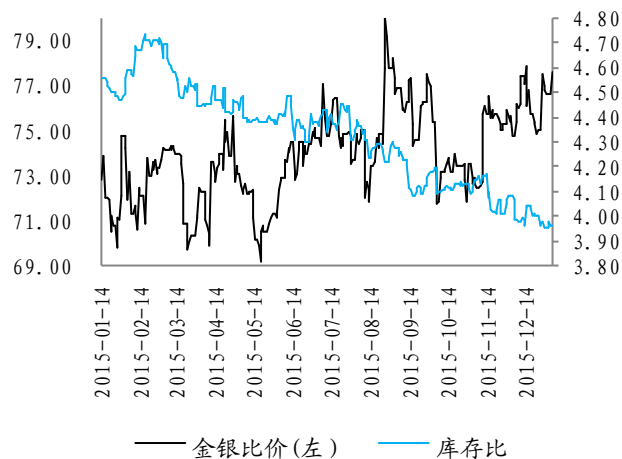
美元主要影响金银比价的金融部分，与金银比价同向；COMEX 的金银库存比主要影响金银比价的工业部分，与比价反向。我们判断由于通胀原因美联储加息节奏可能会弱于市场预期，继而令美元在 2016 年前半年调整，全年震荡。因而对于金银比价而言，2016 年可能继续保持高位震荡态势。同时因为目前难以看到需求恢复，而白银更贴近工业，预计 2016 年间白银将小幅弱于黄金。

图 4 2016 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 2016 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 2016 年贵金属展望

### 2.1 2016 年通胀引导黄金需求

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，主要影响因素是黄金 ETF，金价相对其他金融资产的涨跌以及美元走势会影响 ETF 的流入和流出。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。

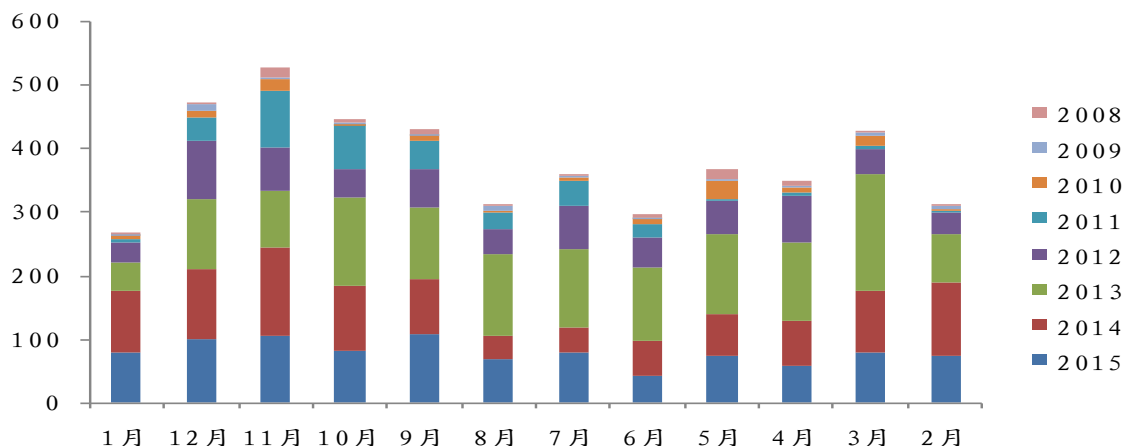
2016 年对于投资需求，我们认为不太会继续大幅度流出，可能出现缓慢见底回升态势。目前黄金的 ETF 已经跌破 2008 年金融危机发生前的持仓 650 吨，金融属性方面的出清

已经接近尾声，而对冲基金对冲尾部风险配置黄金的需求是刚性的，我们认为随着全球股市的上涨，对冲基金配置黄金的需求可能从 2016 年缓慢增加。另一方面，美联储在 2016 年加息的步伐可能会比较缓慢，主要原因是仅在就业好转但通胀未起时加息其实令美联储比较为难，因此若后期通胀没有恢复，美联储很难加快加息步伐，这在一定程度上会增加黄金 ETF 的流入。

实物需求方面，目前来看当全球通胀低迷大宗商品价格低迷时，金价只有在很低的价格才能吸引投资者回归实物市场（2015 年观察到 1080 美元/盎司下方有实物买盘），但当价格一涨，这种需求便会消失。而且若金价高于 1200-1250 美元/盎司，生产商的套保头寸很容易进入市场，因此金价在通胀低迷的宏观环境内，很难引起价格的持续大幅上涨。

综上，我们认为 2016 年在黄金非季节性旺季时段内，美元将主导黄金价格，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 1-2 月，美元决定金价，其余时间美元和中印消费决定金价。

图 6 黄金季节性消费



数据来源: wind, 东兴期货研发中心

### 2.1.1 2016 股市上涨带动 ETF 流入 美元疲软或增加 ETF 需求

ETF 持仓的主要影响因素主要是宏观金融面，包括美元指数、通胀（CPI）、股票以及其他商品的涨跌幅。因此我们先分析以下 2016 年我们可能处于的宏观环境。

对于宏观环境，我们认为 2016 年通胀仍然很难起来，大宗商品可能仍然处于底部震荡，美联储可能因为通胀问题而放缓加息步伐。首先，我们认为影响美联储货币政策主要有两方面的因素，分别是就业和通胀。此前美联储加息，一个很主要的原因是当失业率下降时，美国的经济一般会发生好转同时带动通胀的回升（图 8），加息的主要作用是为了抑制潜在通胀的发生。我们从图 7 中看到，当周初请失业金人数领先于失业率的拐点大概在 2-3 周左右，目前来看，美国的就业市场仍是稳健复苏的。但美国国内失业率的下降并未像 2007 年之前那样带来通胀的回升（图 8），一个很重要的原因在于 2007 年后，中国经济的增速对全球经济增速的带动作用超过了美国（图 9），大宗商品的主力消费国在 2007 年后变成了中国，所以美国经济好转失业率下降、经济的好转并没有如期带来通胀的回升，这也是联储主席耶伦在 9 月美联储利率决议中表示，中国问题是美联储考虑暂缓加息的一个原因。同时我们认为，2016 年间，即使美国就业市场继续稳定复苏，由于通胀的疲弱美联储的加息步伐很有可能弱于市场预期。

对于通胀的看法，我们主要有两点，第一点，基于国内的房地产现状以及财政政策而言，市场对大宗商品的需求在 2016 年可能继续保持疲弱。目前房地产商拿地的积极性很低，整个房地产市场都刚进入去库存的阶段，各地纷纷松开限购，甚至政府都开始停建经济适用房而改用现房来消化库存，若寄望于房地产市场开工率的提高来拉动商品需求依然不现实。另一方面，财政政策虽然积极，但效果甚微，政府仍着力于供给侧改革，通过降税令好企业生存，通过增加环保开支及信贷限制消化僵尸企业，在供给侧改革的基调下，财政政策的拉动的大宗商品消费也难以寄予厚望。第二点，有色的新增矿产供应在 2016 年仍在不断增加，原油的库存居高不下，OPEC 虽有挺价意愿但无减产行动。因此大宗商品价格虽然已经接近底部，但我们认为一旦出现反弹由于供给过剩价格会迅速回落。综上，由于美国的 CPI 领先或者说同步指标主要是原油价格（图 10），因此我们认为在供应不变的前提下，大宗商品在 2016 年仍是底部震荡的一年，通胀的疲软将令美联储放缓加息步伐，继而令美元在 2016 年表现疲弱。

基于以上分析，我们认为 2016 年全球的宏观环境为依旧宽松的货币政策，疲弱的通胀水平。低通胀宽货币的经济环境利于股市的上涨，美元或因加息放缓而难以上涨。在这种条件下，我们注意到，黄金 ETF 对于股市的配置目前处于 2007 年的最低水平（图 11），最大的黄金 ETF 基金 SPDR 持仓目前也已经跌破 2008 年经济危机发生前的水平（图 12），若股市缓慢增长，增加对黄金的配置，同时美元疲弱释放部分 ETF 需求，我们认为 2016 年黄金 ETF 是见底回升的一年。

图 7 当周初请失业金人数领先失业率

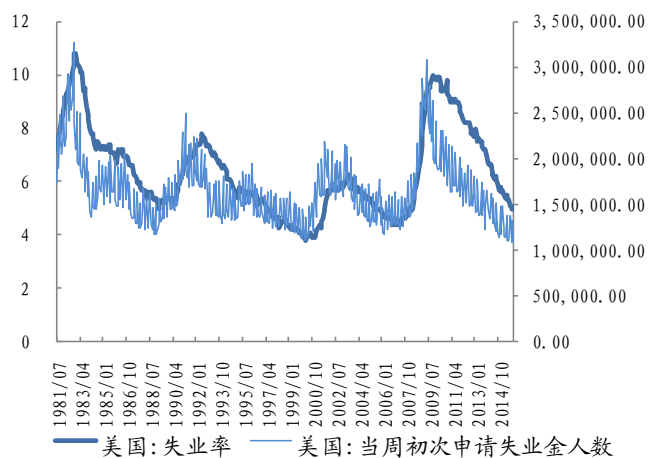


图 9 2007 年后，中国经济增长对全球经济增长的贡献超过美国

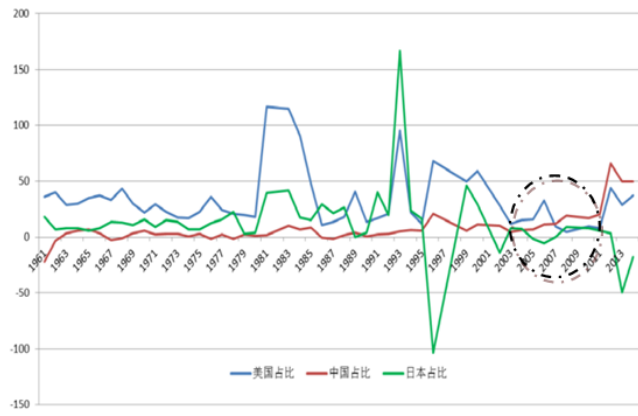


图 11 黄金与股票比价逼近 2007 年低位



图 8 2007 年前失业率下降引起通胀回升

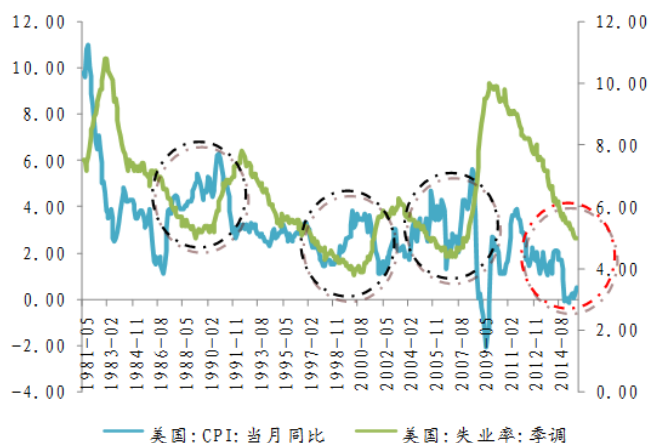


图 10 原油价格领先或同步美国 CPI

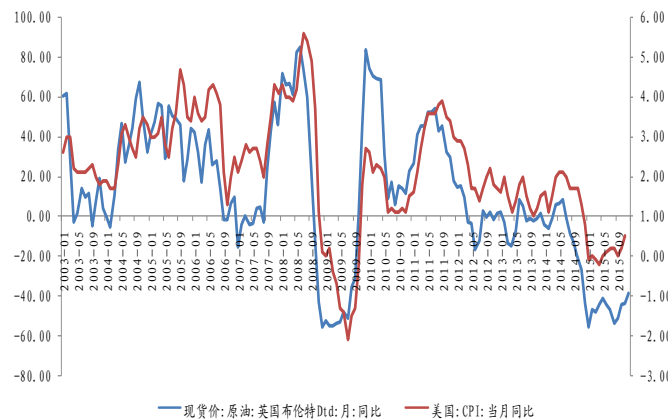
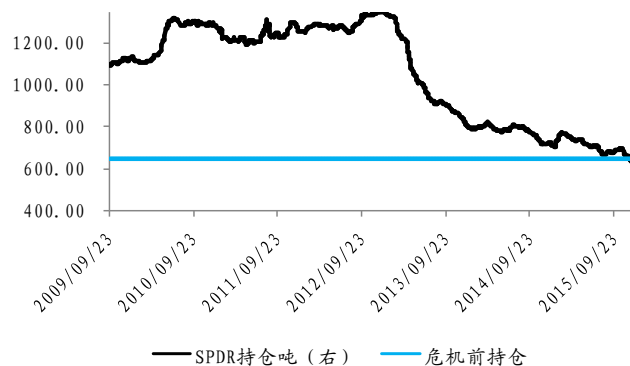


图 12 SPDR 黄金 ETF 持仓跌破 2008 年金融危机前持仓



数据来源：wind，东兴期货研发中心

## 2.1.2 消费者价格敏感性可能逐渐回归，欧美需求恢复造成中美溢价萎缩

黄金主要的实物消费国是中国和印度，他们在 2015 年的总体消费大概在 1600 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 13）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。

中美溢价在 2015 发生了两点结构性改变。第一点是美国需求恢复造成中美溢价萎缩。2015 年间，中美溢价大幅跳水（图 13），消费旺季 10 月份仅为 0 元/克，11 月份和 12 月的升水大约为 0.4 元/克和 1 元/克，但对应的进口量却达到了 10 月 81 吨，11 月 103.6 吨，这与以往 0 元对应 40 吨，1 元对应 50-60 吨存在较大偏差，萎缩的升水仍然对应较大的进口量是因为美国 1 盎司鹰洋币的销量从 7 月起大幅上升（图 14）。若在 2016 年欧美对黄金的需求配置出现回升，中国溢价对应黄金的进口量需要重新估计，过去的 1 元/克升水目前对应进口量约为 2015 年前的 4 元/克，0 元对应过去的 2 元/克。第二点是，2015 年，实物消费对金价的钝化作用逐渐消退，金价的下落开始逐渐刺激实物需求回归市场。2014 年和 2015 年间上半年间，我们发现当金价下跌时，实物需求很难做出反应，但在今年 11 月，当金价跌破 1080 美元/盎司以后，我们发现升水很快做出反应，随之在 12 月我看到 11 月的而进口数据再次达到 100 吨/月上方。

这两个结构性的改变或许预示，由于金价敏感性的恢复，金价继续大幅下跌的可能性不会很大，即使短期大幅下跌，可能会重现 2013 年 5 月份的购金潮；另外，2016 年间，伴随欧美黄金投资需求的恢复，黄金的内外盘溢价对应进口量需要根据鹰洋币的销量进行重估。

图 13 月均溢价萎缩源于欧美需求复苏

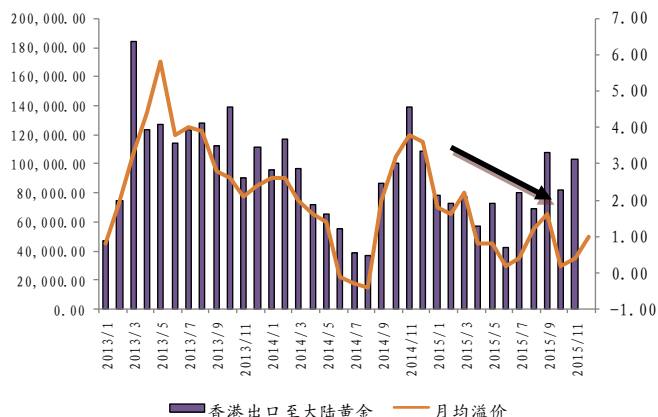
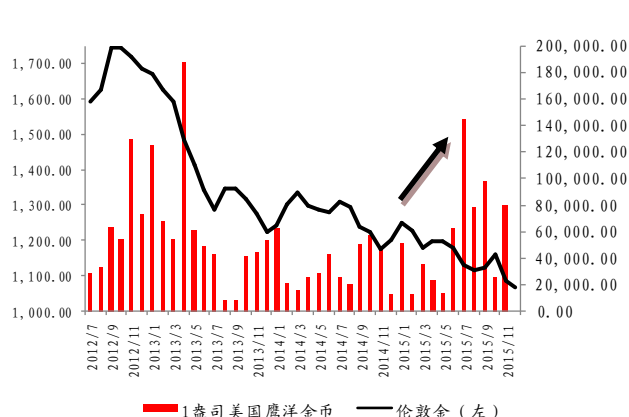


图 14 欧美需求年底恢复造成中美溢价回落



### 2.1.3 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 141 吨（图 15）。2015 年间央行储备增加较多的是俄罗斯。俄罗斯央行在 2015 年初以来，总计购入黄金 186.6 吨，占到总体央行购金的 43%。俄罗斯央行不断增加黄金的目的是应对西方国家的制裁和为了防止原油下跌造成卢布贬值的对冲，在 2016 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 16），并呈逐年下降趋势。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 15 2015 年全球央行购金保持平稳

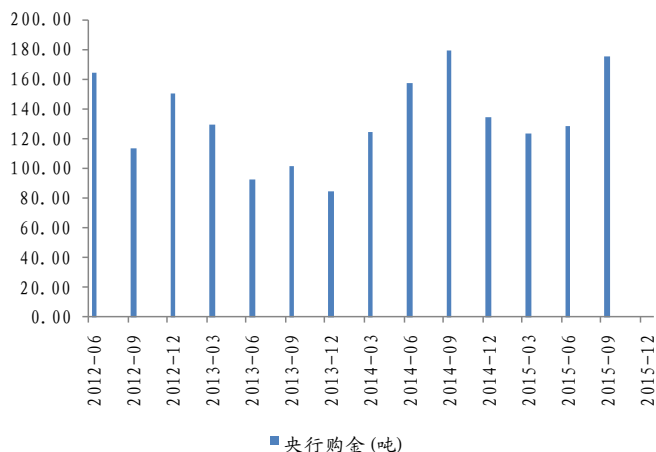
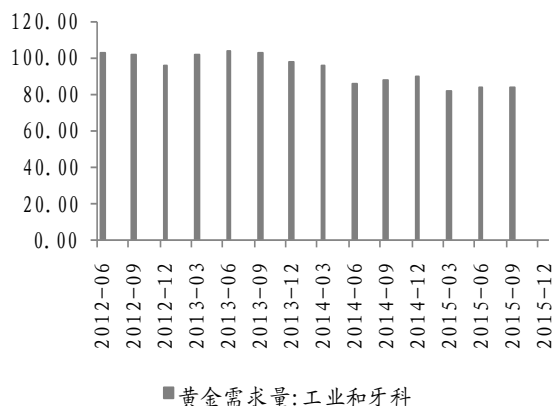


图 16 工业需求逐步下降



数据来源: wind, 东兴期货研发中心

### 2.2 2016 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 17）。黄金基础储量的数据每年 1 月份由美国矿业协会公布，2014 年的数据对 2015 年有指引作用。2014 年公布 2015 的黄金基础储量数据为 54000 吨，比 2013 年增加 2000 吨，因此我们认为 2015 年矿产金小幅增产，约为 3000 吨。

进入 2016 年后，我们认为矿产金的产量可能会下降。主要原因有两点，一是当现

有金价高于一些低品位的新矿，很多新矿贫矿会停止开采。二是矿商大幅削减新矿勘探成本或导致储量下降。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。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，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**，所以矿产金大幅减产的可能也不大。综上，我们认为 2016 年矿产金产量将保持平稳或小幅减产，总体产量基本与 2015 年相当，约为 3000 吨左右。

**我们认为再生金的供应量在 2016 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 18)。我们认为 2016 年金价仍在一个筑底的过程中，下方空间有限，所以 2016 年再生金供应减产有限，约在 1100-1200 吨。

总体而言，我们认为黄金在 2016 年的供应大体与 2015 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 17 黄金基础储量影响矿产金产量

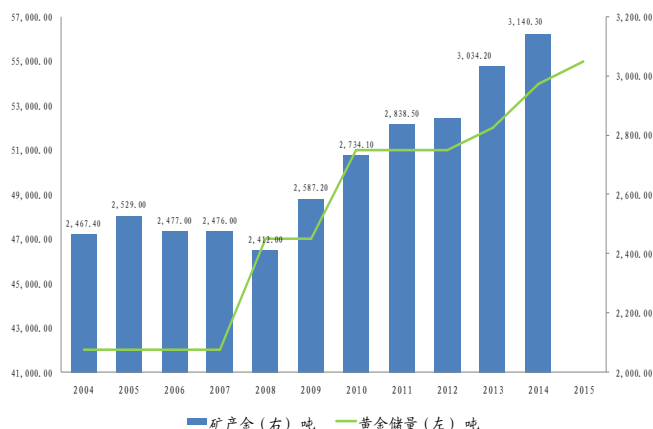
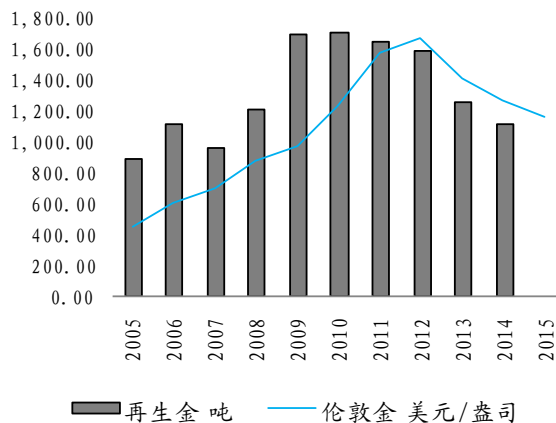


图 18 再生金供应量与金价正相关



数据来源：wind，东兴期货研发中心

### 第三部分 2016 年行情展望

综上，我们认为由于通胀仍未见起色，2016 年金价可能走出 L 底，并将有以下 3 个特点，1、由于人民币贬值预期，内盘金价或将显著强于外盘。2、金价显著下跌后将刺激实物消费，但金价上涨后消费需求将会减弱。3、由于欧美对冲基金配置黄金的需求，黄金和股市可能同涨。

投资需求方面，我们认为明年黄金 ETF 将完成筑底，并将随着股市的上涨而出现趋势性流入，同时避险属性回归。宏观方面，我们认为由于通胀难以企稳，美联储加息步伐可能慢于市场预期，2016 年宏观环境可能仍为低通胀，宽流动性的格局。这种宏观环境可能更有利于股市，同时由于目前整体股票市场对于黄金的配置量处于 2007 年金融爆发前的低点，随着股市的上涨市场对黄金 ETF 的配置将逐渐增加。另外，经过 2015 年市场的观察，8 月以及 12 月股票市场的大跌，黄金 ETF 均呈现流入状态，起到很好的对冲作用，我们相信 2016 年黄金的避险属性将会继续回归，黄金 ETF 将完成筑底同时出现趋势性流入。

实物需求方面，我们认为 2016 年将会呈现三个特点，1、欧美的黄金实物需求出现恢复。2、消费者对金价的敏感性将会提升。3、由于全球仍处于低通胀格局，当金价下跌时，需求量或许会迅速降低，整体实物需求的改善可能受限于通胀的低迷。2013-2015 上半年年间，欧美消费者对股市的青睐明显弱于黄金，黄金在欧美市场消费清淡，但 2015 年的下半年我们发现，欧美市场的消费者在金价下跌时开始增持黄金，保持近 3 年的西金东移的格局或在 2016 年逐渐发生转变，在金价下跌时可能出现东西两旺格局。同时需要注意的是，比如 2015 年 8-10 月的行情，金价下跌虽然刺激了部分实物消费，但当金价涨至 1180 美元/盎司后，实物消费迅速回落。虽然下跌金价能刺激消费，但在低通胀的预期下，上涨的金价同样能抑制进一步实物消费需求。

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 2016 年的黄金供应在 4150 吨左右，较 2015 年减产 100 吨左右。

价格方面，我们认为虽然较低的金价可以刺激消费，但受限于低通胀预期，上涨的金价可能同时限制进一步消费以及吸引生产商进行套保。另外，鉴于 2015 年的市场观察，我们认为黄金的避险属性可能回归，金融市场的动荡可能给黄金带来阶段性上涨行情，但上涨的金价可能带来消费消失以及套保需求。因此，我们认为金价在 2016 年可能出现 L 型底部同时伴随阶段性上涨行情。底部可能在 950-1030 美元/盎司附近，高点在 1300 美元/盎司附近，高点的时间可能在二季度末，低点可能出现的时点在 3 季度。

我们认为白银的在 2016 年间将趋近于黄金或者略微弱于黄金。主要的原因是我们认为金银比价在 2016 年主要跟随美元，美元我们在 2016 年的判断是震荡盘整为主，同时由于通胀低迷，白银工业属性为主，消费可能弱于黄金。因此我们认为白银可能同步或者稍微弱于黄金，金银比价在 2016 年仍将维持高位。我们认为沪银的的区间 2800-3700。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。