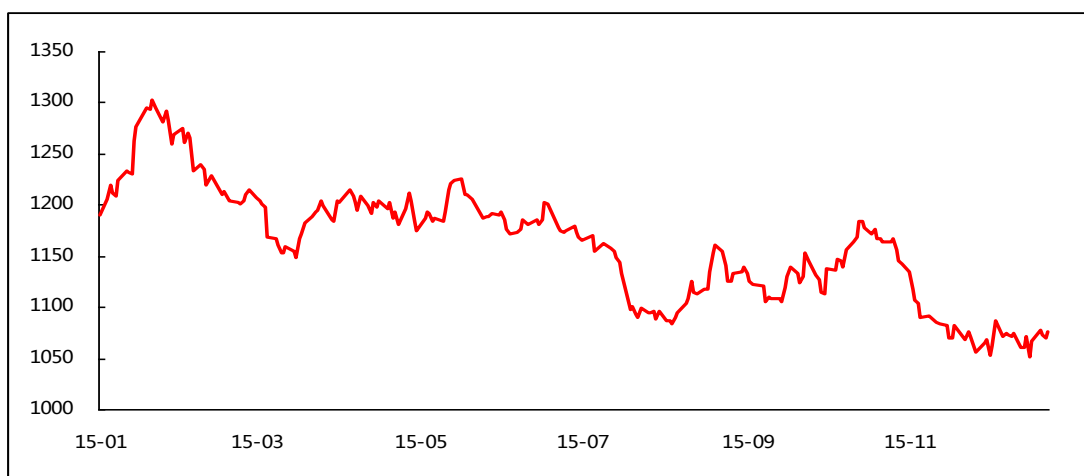


黄金熊途未尽

一、行情回顾

图 1：2015 年 COMEX 期金价格走势



数据来源：Wind 新世纪期货

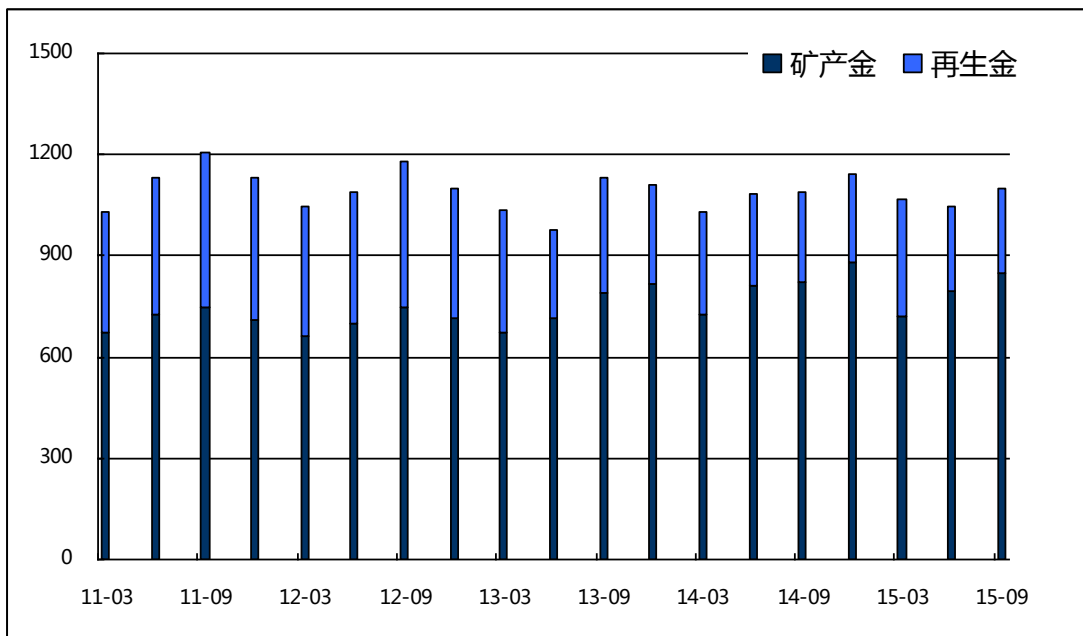
2015 年金价走势先扬后抑，整体呈现震荡下行走势，全年收跌 10.5%，为连续第三年下跌。美联储货币政策收紧，加息预期最终得以兑现，是 15 年影响国际金价的最主要因素。回顾全年走势：1 月份阶段性反弹仅为昙花一现，风险事件频发使避险情绪占主导，与美元相关性减弱；美国经济疲软，低通胀推迟美联储加息预期，推动国际金价走出一波不小的反弹走势，并创下年内高点 1307.8 美元。1 月下旬避险情绪回落，受美元走强和美联储加息预期的影响，国际金价回吐今年以来所有涨幅。3 月中旬美元指数一路突飞猛进，时隔 12 年后重返 100 关口，黄金一路下行。4-6 月美元回调，基本面无重大变化，金价陷入震荡格局。7 月中旬，受希腊危机暂缓以及耶伦国会证词进一步强化了市场对今年加息的预期，黄金跌破震荡区间。9 月非农远逊预期，黄金大幅飙涨，之后受偏鸽派的美联储 9 月会议纪要影响，使美元下行压力加大，促使金价连续上涨，创下半年新高。10 月中旬以来，美国经济数据重新走强及 10 月非农大幅超预期，美联储加息预期不断升温，多个美联储官员释放鹰派措辞，美元保持强势，国际金价持续遭受打压，创下年内低点。

二、基本面分析

1、黄金供给

世界黄金协会发布的 2015 年三季度《黄金需求趋势报告》显示，三季度全球黄金供应 1100 吨，同比增加 3%。在经历了相当长时期的增长后，金矿供应量在第三季度小幅下降 1%，全球金矿产量为 827.8 公吨，未能达到 2014 年第三季度创纪录的 836.1 公吨。采矿业目前过度关注生产成本，导致全球第三季度金矿产量紧缩，再生金量也出现进一步下降，但新生产商对冲额抵消了其负面影响。世界黄金协会指出，总体而言，全球市场上黄金供应量保持相对紧缩状况，预计金矿产量增长率可能持平，并在接下来几年内下降。

图 2：黄金供应量（吨）



数据来源：WGC

2、黄金需求

2015 年前三季度黄金总需求为 2963.5 吨，与去年同期基本持平。上半年金饰市场疲软，而在 7 月份金饰市场重获生机。全球金饰需求达到 631.9 公吨，年同比增长 6%。这是 2008 年以来第三季度金饰需求量的最强水平

投资需求作为全球黄金总需求中的另一大驱动力，第三季度全球投资需求显著增长 27% 至 230 公吨。金条与金币需求同比上涨三分之一，西方市场增长尤为显著。美国市场金条与金币需求上涨 207% 至 33 公吨，达到五年新高。在欧洲，由于对希腊债务危机和东欧政局不稳的持续担忧，使得黄金投资需求强劲。其中东欧局势由于受到诸多因素影响（包括俄罗斯与乌克兰之间持续的紧张关系），投资需求上涨 35% 至 61 公吨。在中国，受 7 月份金价走低的刺激以及 8 月中旬外汇改革的推动，投资需求上涨 70% 至 52 公吨。印

度市场投资需求同比增加 6% 至 57 公吨，实现自 2014 年第三季度以来首次增长。

2015 年第三季度，各国央行和其他机构的黄金购入量高达 175.0 公吨，净购入额在季度排名中位列第二，连续第 19 个季度增持。2015 年前九个月净购买总额达 425.8 公吨。尽管俄罗斯央行仍是最重要的买家，但中国央行为提高透明度而对外公布黄金储备的举措也是利好市场的一大表现。体现了各国央行再度向黄金寻求庇护及分散投资组合风险。背后的驱动因素包括：各国央行继续推进减持美元的多元化资产储备以及持续地缘政治危机的背景。

图 3：季度首饰需求与金价均值

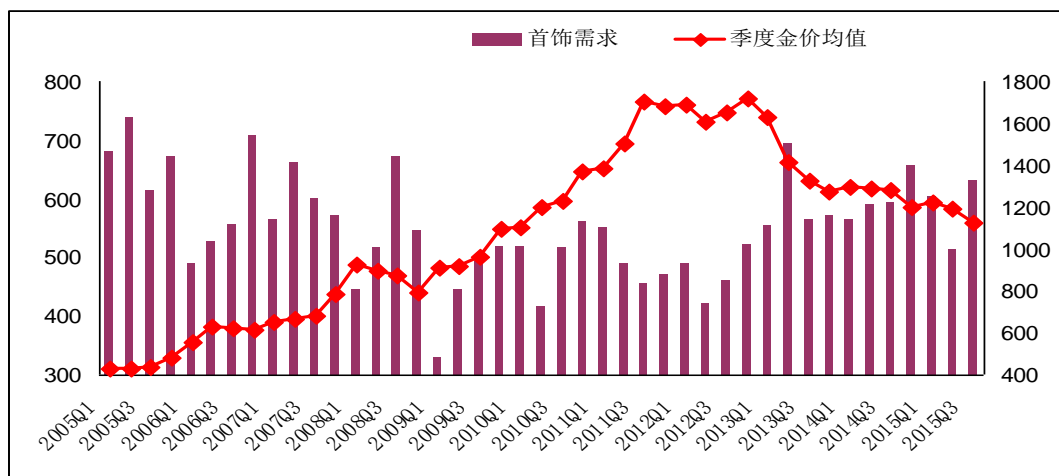


图 4：季度投资需求与金价均值

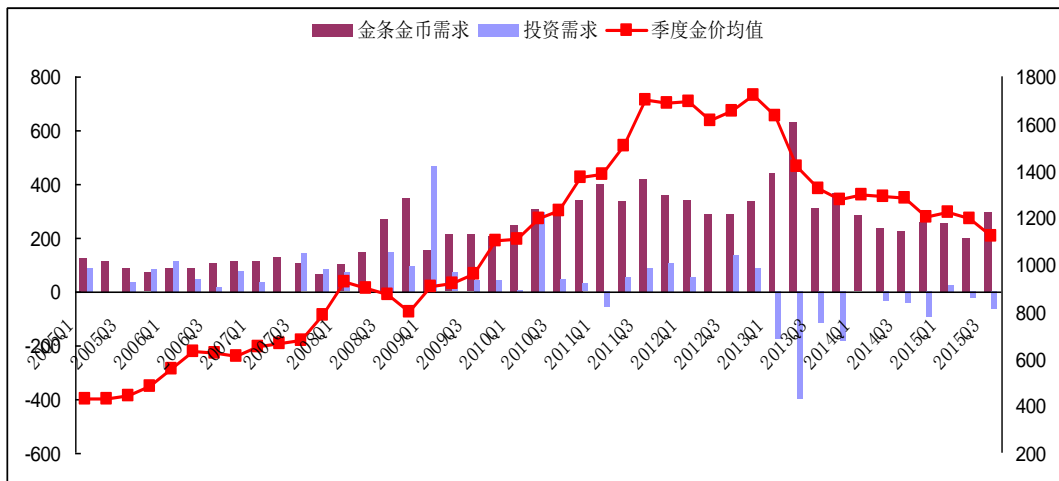


图 5：黄金 ETF 持仓与金价



数据来源: Wind 新世纪期货

ETF 持仓方面，全球最大黄金 ETF-SPDR 基金今年流出量于去年基本持平，截止 12 月 19 日，ETF 持仓 2015 年净流出 74.39 吨。黄金 ETF 是黄金市场上主要的做多力量，ETF 的动向也是影响黄金价格重要的量化指标。目前市场人气下滑已是不争事实，投机空头打压以及市场人气难以积聚成为中期压制黄金反弹的重要因素。表明了大型基金对于黄金后市的不看好，黄金在资产配置中的地位已经大大下降。

三、影响黄金价格的重要因素

1、宏观形势

2015 年初美国的经济增长并不尽如人意，受一季度极端天气及年初西海岸港口罢工的影响，环比仅增长 0.6%，就业市场也受到影响，这也使得美国的复苏进程遭受了质疑；不过随后，美国经济回到正轨之上，受消费支出、出口好转和政府开支增大的推动，二季度实现了 3.9% 的高增速；美国三季度 GDP 修正值为年化环比增长 2.1%，主要受到稳健的消费增长、个人支出的推动。11 月美国非农就业岗位增加 21.1 万个，大幅超出市场预期，9、10 两月数据均被上修，失业率持续下降至 5%，体现了就业市场正在摆脱疲弱。11 月核心 CPI 同比增长 2%，创 2014 年五月新高，达到美联储通胀目标。总体而言，美国经济温和增长，在全球低通胀、低增长、美国复苏温和的背景下，美联储加息的经济基础较以往明显更弱，加息路径也必然会更缓和。在 12 月的发布会中，耶伦提到加息过程将是循序渐进的，加息路径取决于经济数据。

图 6: 美国非农数据

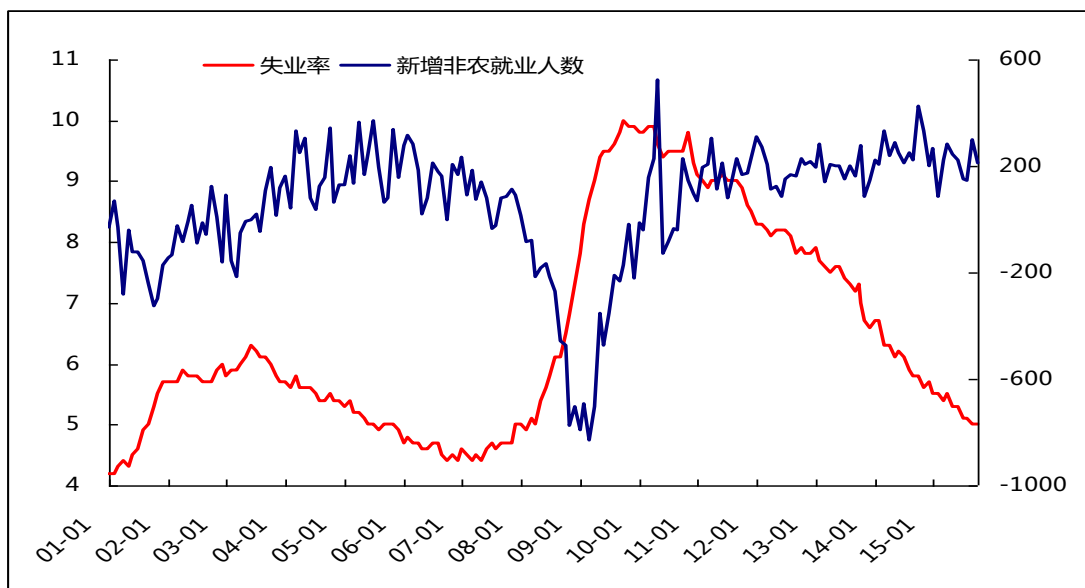
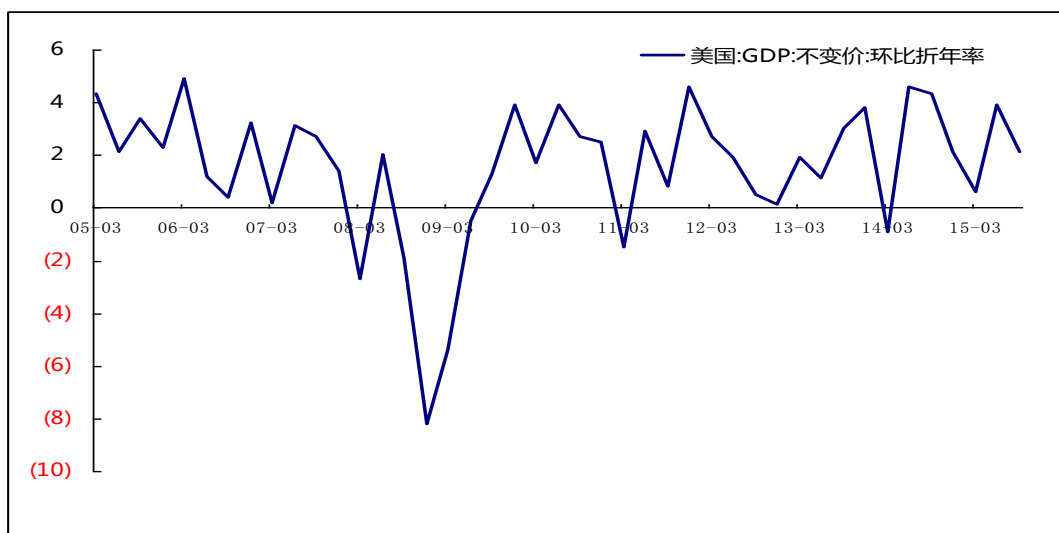


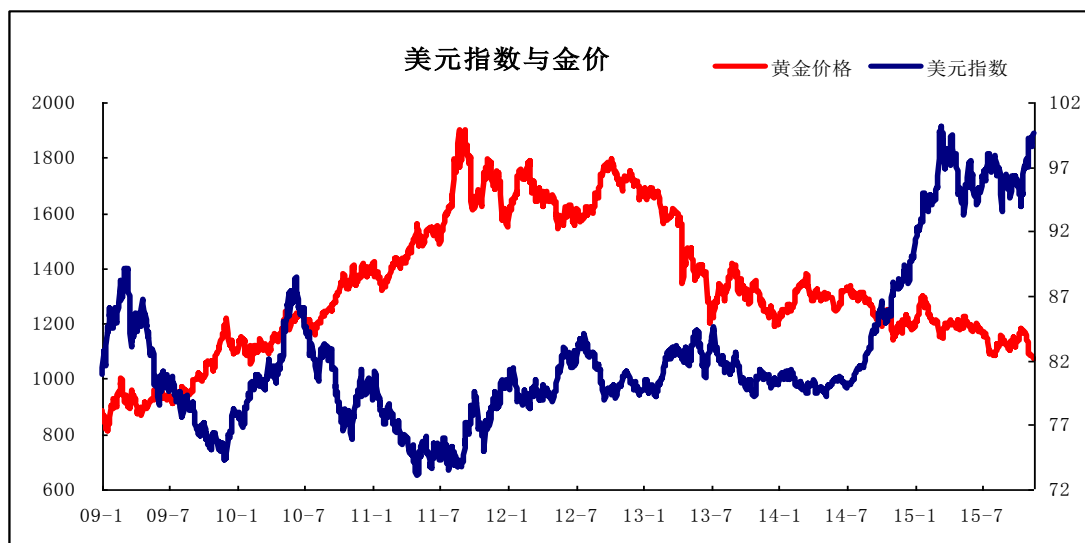
图 7: 美国 GDP



数据来源: Wind 新世纪期货

3、美元指数

图 8: 美元与黄金价格



数据来源: Wind 新世纪期货

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。其走势主要受到欧美经济差异以及对加息预期主导，过去三个月美元走强的主要驱动因素，就是市场对美联储加息的预期。鉴于美联储加息的影响已经在美元汇率中兑现，加息决定推出后美元的表现很有可能让市场失望。历史上看，美联储首次加息前一季度美元指数会较为强势，加息后一个月、一季度走弱的情况更多，表明加息后也会多数经历预期兑现后的沉寂。本轮美国加息预期从 14 年年中就已开始发酵，美元指数持续攀升，至今已经上涨 25%，所以加息后，美元走弱概率加大。未来 2-3 年的美元牛市才刚刚开始，但是加息之后美元的上涨可能暂时告一段落。从 90 年代后美联储三次加息的经验看，加息前因预期效应美元指数大幅走强，加息后因预期兑现反而走弱。美元加息后，受资本流出影响，新兴市场货币仍存贬值压力。另外，未来美元走势根本还将取决于欧美央行货币政策的差异。

美国方面，美联储于 12 月 15~16 日召开本年度最后一次 FOMC 会议，美联储一如市场预期加息 25 基点至 0.25%-0.5%，结束为期七年的近零利率。在美联储的利率预期点阵图中，2016 年年底联邦基金利率中值维持在 1.375% 不变，暗示未来一年可能加息四次，超出市场预期，不及预期鸽派，此前机构预期美联储 2016 年利率预期点阵图将下移，美联储将在 2016 年加息 75 个基点(至 1%-1.25%)，在 2017 年还会加息 100 个基点(至 2%-2.25%)。与 9 月会议的点阵图相比，2016 年年底联邦基金利率预期中值维持在 1.375% 不变。同时，美联储的政策声明指出，联邦公开市场委员会(FOMC)成员认为增长状况良好，劳动力市场今年以来的改善很显著，不过他们表示仍将警惕地关注依然过低的通胀。美联储调整了关于通胀的措辞，将对通胀上升的实际进展和预期进展的关注列在相同高度；如果通胀持续意外处于下档，那么加息步伐会放缓；但反过来，通胀加快上升可能促使升息步伐加快，这表明通胀可能成为 2016 年美联储加息决策的重点考察指标。

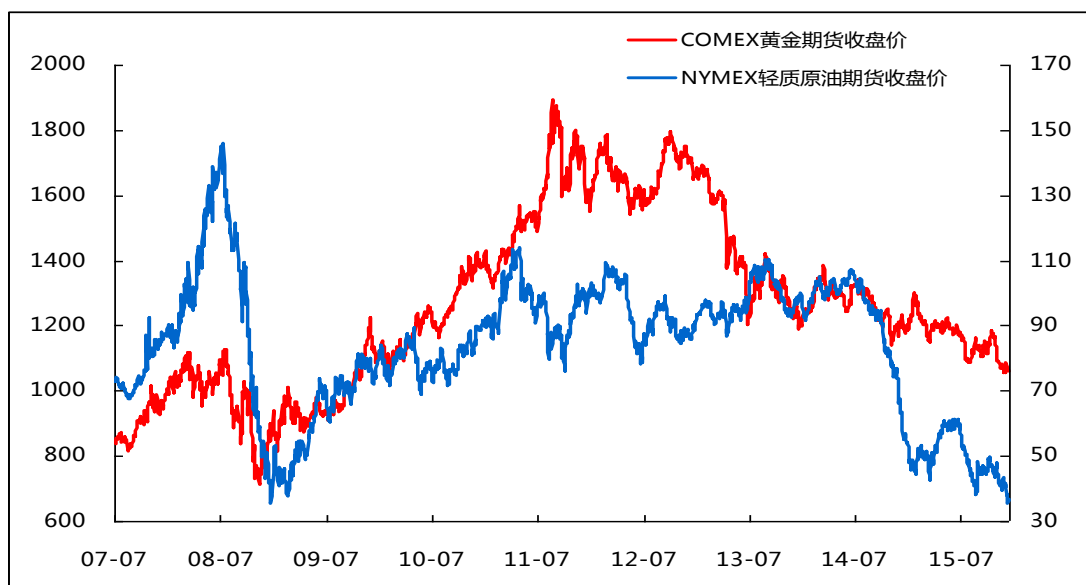
耶伦在新闻发布会上称美国经济温和增长，美联储 2016 年的加息行动将会循序渐进，未来加息路径将取决于数据，尤其时通胀的水平，利率不会按照常规步骤组成的实现设定路线执行。美联储的加息路径也决定了黄金价格受打压的程度。

欧洲方面，从增长和就业数据看，欧元区经济正在缓慢复苏，欧洲央行对长期经济好转也充满了信心，欧元区的货币政策由 2015 年一直维持宽松的主旋律，使得欧元区与美国在货币政策方面的分化日益扩大。12 月 3 日，欧央行一如预期将存款利率下调 10 个基点降至负 0.3%，并且将 QE 期限延长至 2017 年 3 月。但是，每月购债规模仅维持在 600 亿欧元，并没有扩大，大幅低于之前预期的 750 亿欧元，而且，今后欧洲央行的宽松举措也有可能放缓，欧洲央行刺激举措令市场比较失望。预期欧央行在 2016 年将继续维持宽松的货币政策，但收效将有所弱化。虽然多方呼吁加大财政政策支持力度，其可行性相对有限，原因在于最有可能扩大财政支出的国家对财政预算更为谨慎。

3、通胀水平

和加息预期一样，通胀水平在很大程度上也影响金价走势。全球保持低通胀水平令黄金失色，黄金是抗击高通胀的利器，但这一保值功能在全球主要经济体大多保持低通胀率的背景下被大大弱化。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。原油价格不反弹，总体通胀预期也不会稳定及提升实际通胀水平。黄金和原油之间由于美元计价、通货膨胀和战争等因素存在一定的正相关性。不过在同时期，这些因素的重要性和相互关系发生变化，两者之间的相关性大小并不固定。目前来看，欧佩克石油组织不仅没有减产，反而增加每日产量，这表明其对于非欧佩克的市场份额争夺还在继续。明年原油或大概率低位徘徊，这会降低对于通胀的预期，也会使得黄金对冲通胀的能力大打折扣。

图 9: 原油与黄金价格



数据来源: Wind 新世纪期货

4、美国股市

图 10: 道琼斯指数与黄金价格



数据来源: Wind 新世纪期货

在美国债务危机得到缓解后，全球风险偏好将得到提升，从 2013 年开始投资主题从避险类资产转而追捧风险类资产，资金纷纷涌入股市，推升美国股市不断创新高，削弱了黄金在全球资产配置中的地位。而美联储 2016 年将进入加息周期，美国股市或上涨乏力，那么也将对金价构成一定支撑。总体而言，首次加

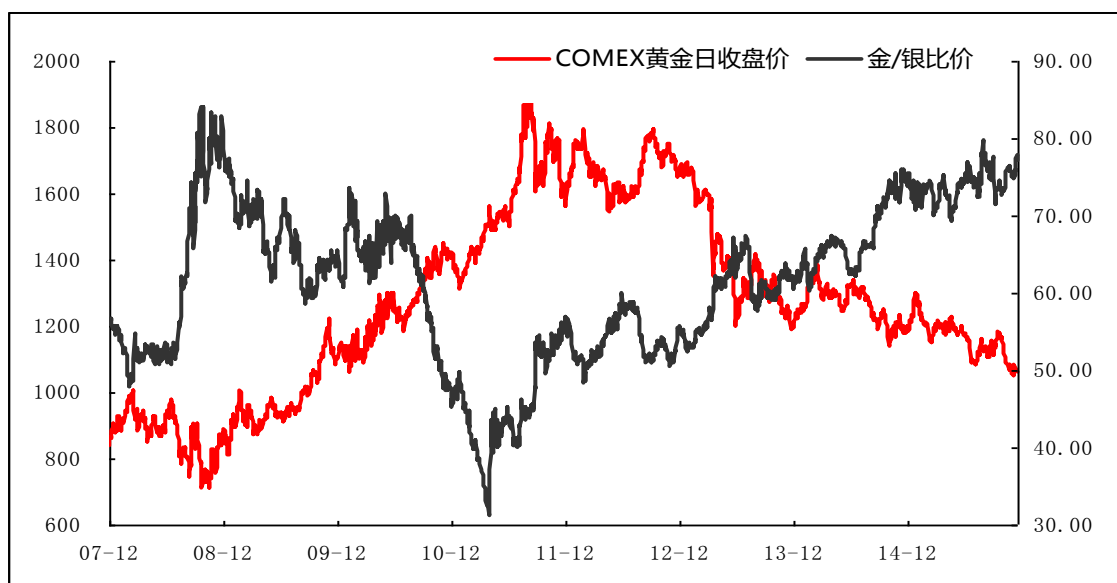
息短期对股市的影响偏负面，且在加息后的体现会较为明显，长期来看，若加息节奏较缓，随着后期美国经济继续改善，对企业盈利预期回升，股市可能转好。

5、地缘政治

地缘政治风险近几年来不断被提及和关注，任何一次战争或政治局势的动荡往往都会促使金价上涨，不过这种危机的影响时间长短及力度强弱则取决于战争规模及对全球经济尤其是美国经济造成的影响。2016 年美国加息势必会造成新兴市场一定动荡，俄罗斯、马来西亚、阿根廷、智利、印尼、巴西等国债务风险值得警惕。14 年年初的乌克兰危机，到此后 ISIS 武装的异军突起，到明年的英国可能讨论公投退欧，11 月美国总统大选，各国间的合作的难度加大，政治动荡更为频繁。在国际格局大调整、中东局势动荡不已的背景下，地缘政治问题会持续发生，或刺激金价短期上扬，但影响力逐步减小，不会改变金价的主导趋势。

四、金银比价

图 11：金银比价与黄金价格对比



数据来源：Wind 新世纪期货

黄金白银兼具货币属性与商品属性，投资价值主要是源于货币属性，工业价值主要源于其商品属性。在贵金属上涨与下跌的不同周期里，金银的投资价值与工业价值逐渐分化，这导致金银比值也富于变化。在投资驱动阶段，白银投资属性远弱于黄金且投机性更强，因此波动率比黄金大。通过对中短期金银比价

与金价的相关性分析，我们可以看到在金价快速拉升或下跌时，金银比价与黄金价格会表现出较强的负相关性，而金价相对平缓的阶段，比价与金价相关性趋弱。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 77，接近历史高位。随着贵金属进入熊市后期，做空金银比值的将会出现。

五、行情展望

总体来看，近期黄金价格走势仍主要受到美国经济情况和美联储货币政策影响，在加息靴子落地后，焦点将转为加息路径，对于 2016 年来说，加息的节奏和幅度都非常重要，而美联储今后采取的政策仍将以经济数据为导向。20 世纪 80 年代以来，美联储共经历了五轮较为明确的加息周期。通过统计历史上每次进入加息周期以后的首次加息后黄金的走势，我们发现，金价确实会面临加息前后的短期下行压力，而在进入加息周期初期，黄金价格也会持续低迷一段时间。从历史走势来看，随着美国和全球经济的持续复苏，经济活动的扩张，通货膨胀的上扬，黄金的抗通胀保值属性被激活，黄金将重新受到追捧，重拾升势。但从目前情况看，明年原油或大概率低位徘徊，若通胀持续低迷，金价也将难有起色。未来黄金价格的走势可能会继续维持相对较弱的态势，中期而言黄金下行趋势恐将延续。综合来看，我们认为 2016 年金价仍将维持在 950-1250 美元区间宽幅震荡，重心较 2015 年下移，期间或进一步探底寻求支撑。

免责声明：

本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作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期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。