

熊途漫漫

摘要

- 2015 年美国预计持续复苏，增加投资黄金的机会成本，低通胀使得黄金最重要的抗通胀作用无从发挥。预计黄金金币金条需求可能进一步下滑，ETF 维持缓慢减持状态，央行购金或面临压力。若无重大意外发生，黄金在 2015 年恐没有太多的理由逆转目前的下跌趋势。预计黄金在 2015 年波动率平稳价格或围绕 1200 震荡下跌，价格区间预测（1050,1250），推荐买入看跌期权以及熊市价差期权策略。
- 在投资驱动阶段，白银投资属性远弱于黄金且投机性更强，黄金投资热情的下降在白银市场被放大，2014 年白银价格走势大幅弱于黄金，预计 2015 年该状态将持续。预计白银 2015 年波动率维持较高水平价格震荡下跌，价格区间预测（12,18.6），推荐买入看跌期权以及熊市价差期权策略。

智慧创造奇迹
一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

薛娜

0571-87839261

xuena@nawaa.com

夏莹莹

0571-87830532

xiayingying@nawaa.com

第 1 章	2014 年黄金白银市场回顾	4
1.1.	市场：黄金震荡白银下跌	4
1.2.	基本面：黄金首饰金币金条需求明显下滑	5
第 2 章	2015 年经济复苏低通胀预计继续打击金银	8
2.1.	美国经济复苏增加投资黄金机会成本	9
2.2.	低通胀担忧或打击黄金抗通胀需求	11
第 3 章	基本面平稳下白银价格料跟随黄金	13
3.1.	2015 年供需缺口或小幅缩窄	14
3.2.	白银隐性投资需求对价格指导无效	16
第 4 章	市场展望及投资策略	18
4.1.	黄金期货及期权策略建议	18
4.2.	白银期货及期权策略建议	18
南华期货分支机构		20
免责声明		21

图表目录

图 1.1: 国际以及国内黄金走势 (美元/盎司, 元/克)	4
图 1.2: 国际以及国内白银走势 (美元/盎司, 元/千克)	4
图 1.3: 2013 年底地面黄金存量分布.....	6
图 1.4: 黄金季度供应 (吨)	6
图 1.5: 黄金主要需要变动 (吨)	7
图 1.6: 黄金投资需求变动 (吨)	8
图 1.7: 2014 年主要黄金储备增加国及其黄金储备占比	8
图 2.1: 一季度衰退二三季度强势恢复.....	9
图 2.2: 2014 年美国制造业 PMI 一枝独秀	9
图 2.3: 美元下半年强势上涨	10
图 2.4: 股票指数普遍上涨金融行业信心较好.....	10
图 2.5: 房地产市场先放缓后恢复	10
图 2.6: 就业市场持续复苏	10
图 2.7: 除日本外, 其他国家 CPI 普遍较低.....	11
图 2.8: 主要发达国家利率均处于历史低位	11
图 3.1: 2013 年全球白银供给.....	14
图 3.2: 白银供给细分 (单位: 百万盎司)	14
图 3.3: 2013 年全球白银需求.....	15
图 3.4: 白银需求细分 (单位: 百万盎司)	15
图 3.5: 实物白银需求细分 (单位: 百万盎司)	15
图 3.6: 工业用银细分	16
图 3.7: 美国和中国电子电器用银增速明显放缓	16
图 3.8: 美国鹰币年度销售量 (单位: 百万盎司)	16
图 3.9: 美国鹰币销售季节性特征 (单位: 百万盎司)	16
图 3.10: 银价上涨时, 基金持仓亦增长, 但下跌过程中基金并未减持	17
表 1.1: 主要市场黄金白银价格及汇率变动% (2013.12.31-2014.12.5)	4
表 1.2: 黄金季度供需平衡表 (单位: 吨)	6
表 2.1: 2014 年美国金融市场概况	9
表 3.1: 白银供需平衡表 (单位: 百万盎司)	13

第1章 2014 年黄金白银市场回顾

1.1. 市场：黄金震荡白银下跌

根据 Bloomberg 上的数据统计，以美元计价的国际黄金价格在 2014 年以宽幅震荡为主，截至 2014 年 12 月 5 日，COMEX 主力合约收盘价累计下跌 1.01%，全年变动并不大，期间收盘价最高上涨 14.7%，最低下跌 5.4%。

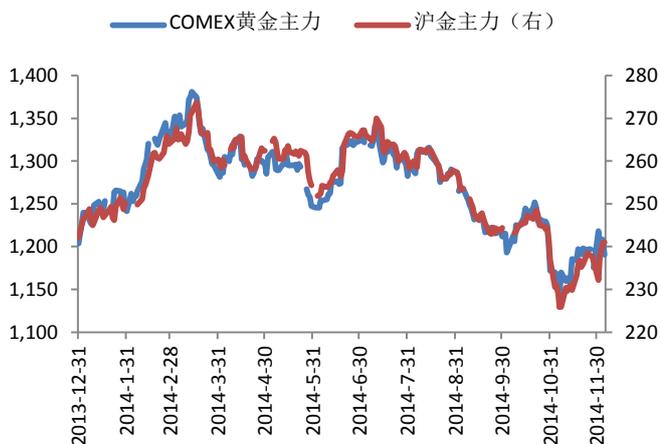
表 1.1：主要市场黄金白银价格及汇率变动%（2013.12.31-2014.12.5）

	COMEX 美元	欧洲 欧元	中国 人民币	印度 卢比	日本 日元
当地黄金综合合约 2014 年变动	-1.01	11.21	0.38	-7.27	13.31
12月5日收盘价\$与 COMEX 价差	-	0.02	1.87	11.26	-0.37
当地白银综合合约 2014 年变动	-14.63	-6.65	-14.59	-16.28	-
12月5日收盘价\$与 COMEX 价差	-	-0.26	8.69	13.45	-
对美元汇率 2014 年变动	-	11.87	1.62	-0.02	15.34

资料来源：Bloomberg 南华研究

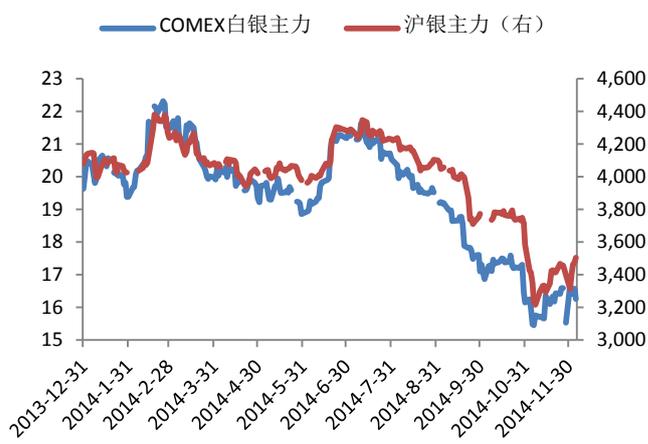
从表 1.1 中我们看到，全球其他主要黄金市场波动差别较大，其中欧元和日元金价的大幅上涨与货币大幅贬值密切相关，两市与美元金价的价差均不大。中国的人民币计价黄金小幅上涨 0.38%，其中部分是因为人民币贬值，还有与本地黄金溢价以及收盘时间差有关。

图 1.1：国际以及国内黄金走势（美元/盎司，元/克）



资料来源：Thomson Reuters 南华研究

图 1.2：国际以及国内白银走势（美元/盎司，元/千克）



资料来源：Thomson Reuters 南华研究

印度金价下跌超 7% 跌幅最大，卢比在统计期内对美元的汇率几乎没有变动，卢比金价的下跌主要来自于其本地金价的超高溢价回落，在 2013 年 12 月 31 日，其本地金价较 COMEX 美元金价高接近 19%，而今年 12 月 5 日回落至 11.26%，这主要与印度政府对黄金进口关税政策的改变有关。

同期白银的跌幅远远大于黄金，国际白银价格累计下跌 14.63%，期间最高上涨 15.7%，最低下跌 19.4%，显示白银在 2014 年表现相当弱势。其他主要白银市场亦均有不同程度的下跌。

欧元银价跌幅较小主要与货币贬值相关，其与 COMEX 白银价差很小。因征收 17% 的增值税，中国的白银市场较封闭，较国际银价溢价较高，价格走势具有一定的独立性。印度货币变动不大，白银价格的下跌也主要与本地溢价有关，截至 12 月 5 日，卢比银价仍较 COMEX 白银期货高 13.45%，这与其进口关税政策相关。

中国影响在增大 但仍不具备定价权

交易方面，2014 年中国已经成为除美国 COMEX 和英国 LBMA 之外最大的黄金白银交易市场。

上海期货交易所黄金期货主力合约成交量变动很大，根据 Bloomberg 上的数据统计，10 月份平均交易量 78.25 吨，远低于同期 COMEX 黄金主力合约的平均成交量 471.53 吨，持仓量更是约 10 倍的差距，LBMA 同期转移结算量 541.2 吨，与 COMEX 相当，显示黄金市场仍主要在美国和欧洲。

上期所白银期货主力合约成交量变动也较大，10 月份日均交易量与 COMEX 相当甚至更高，但是持仓量远低于 COMEX 白银，结构对比与黄金类似。

目前国内民众投资黄金仍以实物为主，而交易黄金白银更多的是短线，种种迹象表明国内黄金白银市场在发展壮大，但深度不够尚不成熟，在国际市场中不占据主导地位。

2014 年中国政府推动在各国建设离岸人民币清算中心，IMF 将于 2015 年年末对特别提款权一篮子货币的构成进行每五年一次的复核，目前普遍认为人民币将很可能进入 SDR，成为全球储备货币。同时上海黄金交易所在上海自贸区面向国际交易平台推出国际版黄金交易。

上述种种事实和努力，都将增加中国对于黄金白银市场的影响力，但鉴于人民币尚未自由兑换、国际化尚处于起步阶段等因素，中国目前仍不具备黄金白银的定价权。2015 年我们仍需主要关注美国，同时留意欧洲，对于中国也需要增加注意力和思考。

1.2. 基本面：黄金首饰金币金条需求明显下滑

2013 年底，地面黄金总存量 17.7 万吨，其中首饰占比 49%，私人投资占比 20%，官方储备占比 17%，其他制成品占比 12%，另有 2% 未记录。与 2012 年底数据相比，地面总存量有所上升，各项占比相差并不大。

私人投资仍是除首饰外的主要存在形式，官方储备是官方投资手段，私人和官方投资合计占比 37%，显示了黄金的投资属性，也暗示投资情绪对黄金供需以及价格的影响是非常重要的。

图 1.3: 2013 年底地面黄金存量分布

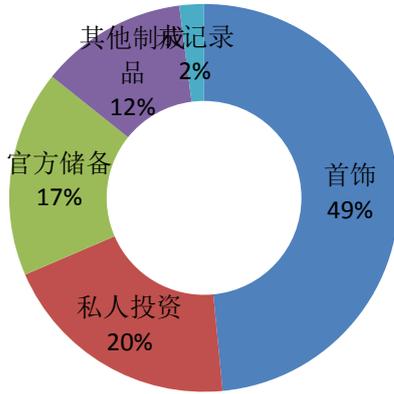
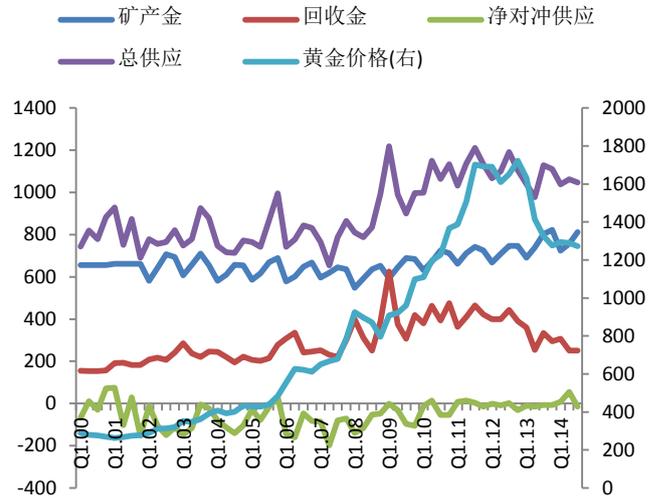


图 1.4: 黄金季度供应 (吨)



资料来源: Thomson Reuters GFMS 南华研究

资料来源: Thomson Reuters GFMS 南华研究

表 1.2 是黄金季度供需平衡表, 不同的机构统计口径略有不同, Thomson Reuters GFMS 是全球最权威的黄金数据统计机构, 并且其统计口径较详细, 故我们以此做为分析依据。

从图 1.4 长期季度供应走势来看, 矿产金产量呈稳步增长趋势, 回收金 2014 年有所回落。矿产商对冲供应 2014 年有所增加, 但总量不大。2014 年前三季度总供应量较去年变动不大, 从图上我们也可以看出供应并不是价格的主导因素, 并且近几年较平稳。

表 1.2: 黄金季度供需平衡表 (单位: 吨)

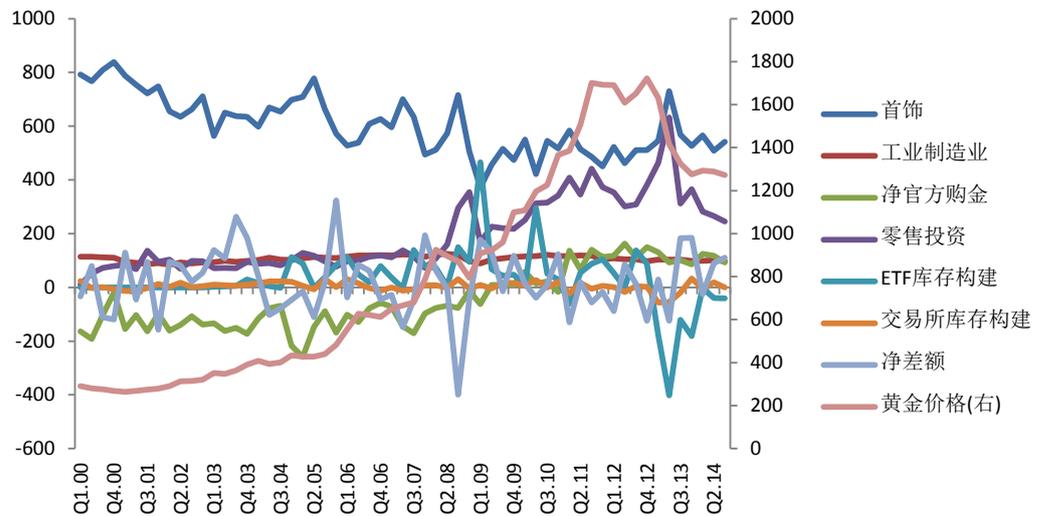
	Q1' 13	Q2' 13	Q3' 13	Q4' 13	Q1' 14	Q2' 14	Q3' 14
供应							
矿产金	690.6	738.5	802.3	822.5	723.9	756.7	812
回收金	359.4	253.4	333.7	295.5	306.6	250.1	250.5
净对冲供应	-10.6	-15.1	-7.5	-6.8	7.6	55	-15
总供应	1039.5	976.8	1128.6	1111.2	1038.2	1061.7	1047.5
需求							
首饰	545.1	729.7	567.8	527	565.2	508.7	541.9
工业制造业	103.5	103.5	103.1	98.1	98.1	100.5	97.9
电子	70.9	69.9	70.9	67.1	67.4	69.5	67.4
牙科和医疗	8.9	9.5	9	8.9	8.6	8.8	8.5
其他工业	23.7	24.2	23.2	22	22.2	22.1	22
净官方购金	130.8	92.1	101.5	85	124.3	117.8	92.8
零售投资	462.9	632.8	312.3	365.3	282.6	266	245.6
金条	356.5	502.2	254.2	275.6	222.7	204.8	185.7
金币	106.3	130.6	58.1	89.7	59.9	61.1	59.9
总实物需求	1242.3	1558.2	1084.6	1075.4	1070.2	992.9	978.2

实物盈余/赤字	-202.8	-581.3	43.9	35.9	-32	68.8	69.3
ETF 库存构建	-176.5	-402.2	-120.2	-181	-2.6	-39.9	-41.3
交易所库存构建	-56.1	-55.3	-19.2	32.6	-4.6	18.5	..
净差额	29.8	-123.8	183.4	184.2	-24.9	90.2	110.5
黄金价格(US\$/toz)	1631.8	1414.8	1326.3	1276.2	1294	1288.5	1273

资料来源： Thomson Reuters GFMS 南华研究

图 1.5 是黄金主要需求的长期变动趋势，其中工业制造业较平稳、交易所库存构建量较小，这两者明显对价格的影响较小。首饰需求与价格基本呈反比关系，是价格的被动接受者，2014 年需求下降明显，即使价格下跌也未再出现 2013 年价格首次大跌时的抢购现象，表明市场已经适应了价格的下跌。净官方购金在金融危机后基本保持在相对平稳的状态，对价格的中短期走势不敏感。其中变动较大的主要是 ETF 库存构建、零售投资和净差额，但其中净差额变动规律性不强。

图 1.5: 黄金主要需要变动 (吨)



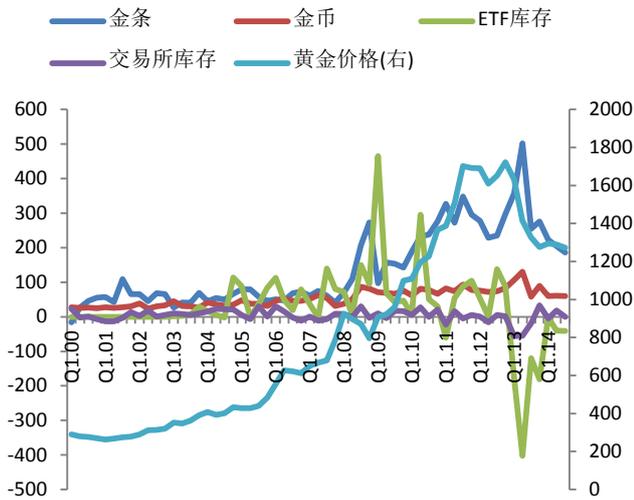
资料来源： Thomson Reuters GFMS 南华研究

图 1.6 是黄金主要投资需求的变动，其中零售投资包含金条和金币，金条需求是主要的实金投资形式。ETF 库存构建是主要的纸金投资形式，对价格具有一定的前瞻性，这也表明其投资市场相对金条金币等实金市场更成熟、理性。2014 年零售投资需求下滑明显，ETF 在 2013 年大量减持后维持缓慢减持状态，二三季度市场处于净过剩状态，净过剩的积压对四季度和未来的市场构成压力。

图 1.7 显示的是 2014 年黄金储备主要增持国家的黄金储备量及其占外汇总量的比例。根据世界黄金协会的统计，今年前 10 个月，俄罗斯增持的黄金储备最多，达 133.51 吨，目前俄罗斯黄金储备占比 9.9%，增持主要来自于国内市场，因俄罗斯受到欧美制裁限制了其黄金出口，同时俄罗斯储备黄金“以做好可能的长期对西方的经济战争”。其次是伊拉克，增持 47.6 吨，目前占比 5.3%，增持主要来自前 4 个月；排在第三的是哈萨克斯坦，增持 42.21 吨，目前占比 25.7%。

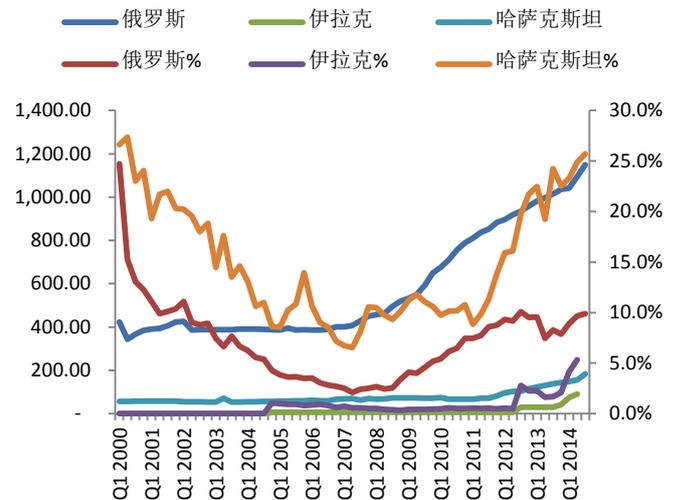
目前三国黄金储备占比均不高仍有增持潜力，但三国均严重依赖原油出口，近期油价的趋势性下跌对其货币及外汇储备造成重大压力，这是限制其增加甚至可能减少黄金储备的重要因素。据华尔街见闻最新消息，俄罗斯央行在 12 月 11 日宣布黄金储备一周来减少了 43 亿美元，这是油价下跌导致卢布暴跌的连锁反应。

图 1.6: 黄金投资需求变动 (吨)



资料来源: Thomson Reuters GFMS 南华研究

图 1.7: 2014 年主要黄金储备增加国及其黄金储备占比



资料来源: WGC 南华研究

由以上分析来看，黄金供应对价格的影响并不是很大，并且基本保持平稳。需求方面官方购金可能面临压力，金币金条和 ETF 是不同的投资形式，零售投资和 ETF 库存的变动只是滞后的统计意义上的投资结果。黄金作为投资品，其投资属性才是价格变动的原因，黄金的价格也必然反映其投资属性。下面我们主要从投资的角度来分析黄金需求，并对 2015 年的黄金价格走势做出预测。

第2章 2015 年经济复苏低通胀预计继续打击金银

关于黄金的金融价值，可以概括为两点，一是有关货币及其供应量的确定，涉及到货币供应量的标准和货币制度的选择；二是有关国际货币的选择。在现代央行控制货币发行的信用纸币制度条件下，美国的经济实力是美元作为国际货币的基础，鉴于美元的最主要国际储备货币地位，以美元计价的国际黄金的金融价值转化为美元的货币发行是否能够适应、促进美国经济的发展，这是美元黄金投资的根本。

目前国际黄金市场主要在美国和欧洲，美联储的货币政策在很大程度上决定了市场中的美元流动性，从而决定美元金融资产的总体价格水平，各金融资产不同的投资属性在竞争替代中决定其相对价格水平。

黄金是美元的信用、美国金融体系信用和美元购买力保险，这些指标是衡量美联储货币政策恰当与否的具体标准。因此通常情况下美国经济态势、金融行业信心、通胀预期、美元汇率等决定黄金中长期价格走势。中国黄金白银市场尚不成熟，人民币国际化刚刚起步，对金银的影响目前仍不大。下面从美国经济走势、通胀预期等方面进行分析。

2.1. 美国经济复苏增加投资黄金机会成本

2014 年一季度美国 GDP 因大范围极寒天气影响而大幅萎缩 2.9%，加上乌克兰危机的爆发，导致了黄金在一季度的大幅上涨。天气的影响是短暂的，经济在二三季度强劲复苏，分别增长 4.6% 和 3.9%。从制造业 PMI 指标也可以看出来，2014 年美国在全球经济低迷中一枝独秀，其他主要经济体则明显表现不佳，如图 2.1 和 2.2 所示。美国经济的强劲增长使得黄金在接下来的二三季度以震荡下跌为主。经济的强劲复苏实际上是 ETF 大量减持的前提和依据，也是零售投资下降的直接原因。

表 2.1：2014 年美国金融市场概况

项目	2013.12.31-2014.12.5 涨跌幅%
美元指数	11.62
美元 M2 货币供应	5.42
10 年期国债收益率(基点)	-72
道琼斯工业平均指数	8.34
纳斯达克综合指数	14.47
标普 500 综合指数	12.28
标普 500 金融行业指数	13.26
CRB 指数	-9.94

资料来源：Bloomberg 南华研究

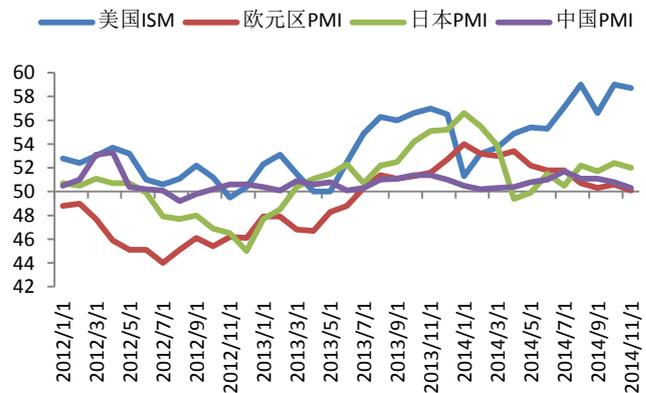
与 GDP 的高速增长相对应的是金融市场的良好表现。美元指数在统计期内增长 11.62%，增长主要来自于下半年，突破了 2012 和 2013 年的震荡平台。10 年期国债收益率下降了 72 个基点，表明美国国债受到追捧。股票指数普遍大幅上涨，其中纳斯达克综合指数涨幅最高，表明成长型股票更受欢迎，说明市场偏好风险。金融行业指数涨幅高于标普 500 综合指数，表明金融行业信心较高。CRB 指数下跌 9.94%，表明在全球经济低迷状态下，大宗商品产能过剩需求不足问题趋于严重。

图 2.1：一季度衰退二三季度强势恢复



资料来源：Bloomberg 南华研究

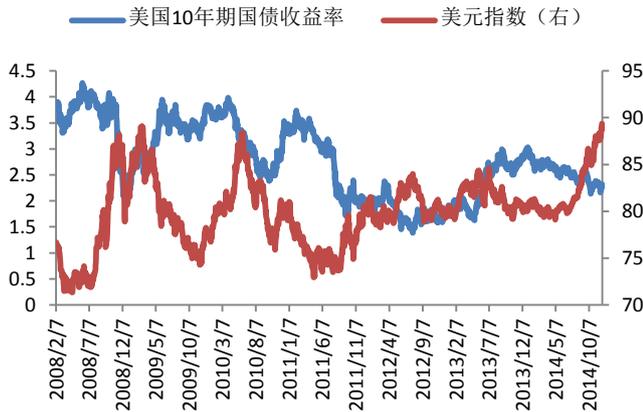
图 2.2：2014 年美国制造业 PMI 一枝独秀



资料来源：Bloomberg 南华研究

经济是根本，金融市场仅发挥资源配置的作用，资产价格反映的是货币供应和经济状况。2014 年在美国经济复苏的大背景下，经济货币信心高涨，黄金独特的投资属性无从发挥，在资产配置中明显不及生产性金融资产受欢迎，比如股票、债券和美元，甚至不及房地产等固定资产。

图 2.3: 美元下半年强势上涨



资料来源: Bloomberg 南华研究

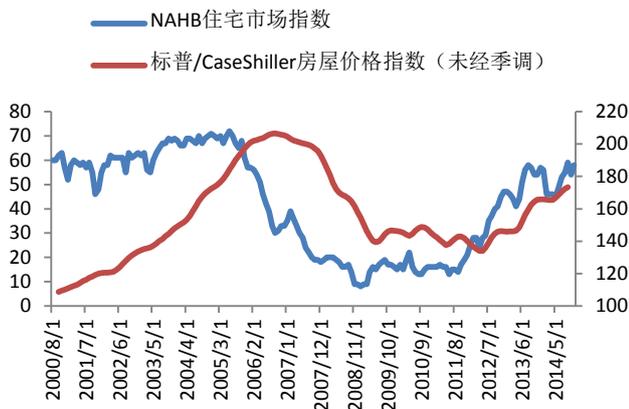
图 2.4: 股票指数普遍上涨金融行业信心较好



资料来源: Bloomberg 南华研究

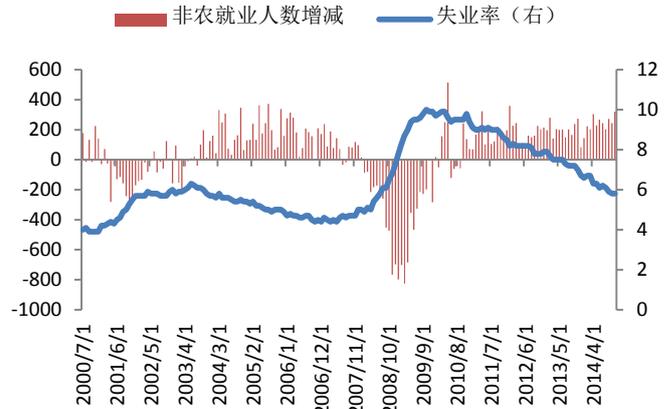
目前市场普遍预计美国经济在 2015 年将持续复苏态势。从制造业和非制造业 PMI 以及房地产市场近期开始好转等很多方面，得益于美元的国际储备货币地位和美联储的超级宽松货币政策，再结合经济周期理论，我们也支持美国经济将持续复苏的观点。这将持续利好生产性金融资产，显著增加投资黄金的机会成本。

图 2.5: 房地产市场先放缓后恢复



资料来源: Bloomberg 南华研究

图 2.6: 就业市场持续复苏



资料来源: Bloomberg 南华研究

目前市场的焦点普遍集中在美联储何时加息上。因经济复苏强劲，美联储在 2014 年 10 月结束了 QE，市场预期将在 2015 年年中加息。根据彭博社对 2015 年美联储有

投票权的委员政策倾向的统计，由于两位强势鹰派委员年底失去投票权，明年 FOMC 有投票权的委员整体偏鸽派，即倾向于宽松。

尽管 2014 年美国多个短期就业指标相当强劲，鉴于较多长期就业指标仍不佳，比如失业率、广义失业率、长期失业人数比例和劳动参与率等仍不同程度不及危机前，同时全球面临低通胀而非高通胀威胁，结合政策倾向，我们认为很可能晚于市场预期加息。

美联储的货币政策声明、会议纪要均将对黄金白银价格短期产生较大影响，尤其是涉及加息的言论。但从中长期来看，加息并不会显著改变黄金白银的价格趋势。只要美国经济复苏良好，美联储按预期加息或者推迟加息都不会对中长期走势有太大影响，总之关键还是经济，那么加息会不会影响经济增长，我们认为足够迟的加息预计影响不大。

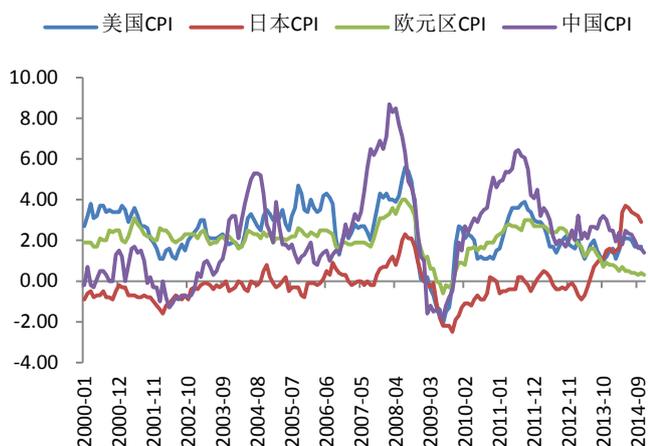
2.2. 低通胀担忧或打击黄金抗通胀需求

在信用纸币制度下，黄金因其产量有限，被普遍地认为是抗通胀的最佳金融资产。金本位时期的通缩被普遍认为这是由于货币发行受限的原因，同时以往的历史经验表明滥发货币将导致不可控的高通胀。

在 70 年代金价自由浮动以后，持续到 1980 年的黄金牛市就是在全世界性高通胀的背景下引发的，当时的高通胀是由于 OPEC 垄断提高原油价格导致的。

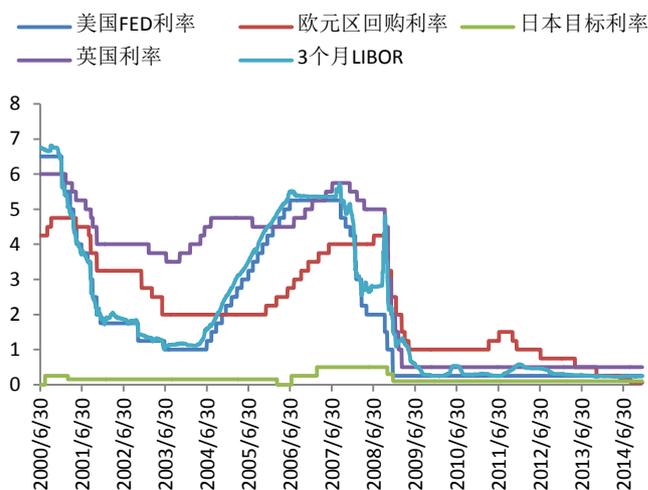
央行可以通过改变货币价格（即利率）或者货币数量来控制银根，在金融危机以前，利率的控制是最主要的政策手段，金融危机之后，在将名义利率降至接近于 0 以后，市场面临流动性陷阱，利率政策失效，美联储果断推出非常规的资产购买量化宽松政策，其他主要央行追随。市场在面对央行这样一种全新的尝试时，产生了货币贬值甚至高通胀的担忧。黄金在金融危机之后由投资需求拉动的牛市，就是在这样的背景下产生的。

图 2.7：除日本外，其他国家 CPI 普遍较低



资料来源：WIND 南华研究

图 2.8：主要发达国家利率均处于历史低位



资料来源：Bloomberg 南华研究

在金融危机六年以后，主要发达经济体的利率均处于历史最低接近于 0 的水平，如图 2.8。美联储三轮 QE 效果明显，美国就业增加显著经济复苏强劲，这表明了 QE 货币政策在几年时间范畴的正确性。而另一方面，基础货币供应的大量增加并未引发高通胀

胀，因为基础货币供应的增加弥补了信贷货币的缺口，实现了去杠杆的作用，危机后货币乘数和流通速度下降，基础货币的增加并未转化成等幅度货币供应的增加。同时与失业率仍较高工资增长缓慢，普遍的产能过剩和贫富差距扩大有关。各种数据显示，QE推动的经济复苏受益人主要是富裕阶层，其边际消费极低，财富的增长在金融市场发达、政局稳定的条件下更多的是推动资产价格泡沫，而非一般消费品价格上涨，这也是通胀较低的主要逻辑。可预计的未来仍看不到通胀高涨的可能性。

欧元区情况有所不同，德国的自律以及严格要求是欧元区货币政策有所克制的主要原因，与之对应的是欧元区经济复苏的迟缓，加上老龄化问题，欧元区通胀率更低，为对抗低通胀甚至通缩风险，欧洲央行近期持续讨论QE的可能。

日本的情况与美国和欧洲又不一样，人口老龄化更严重，加上严苛的移民条件，通胀率持续较低。日本央行的量化宽松政策历史更长，安倍政府上台后，誓言抗击通缩，日本央行加大QE规模刺激通胀，同时采用宽松的财政政策，从CPI走势来看，有一定的效果，但是代价也是沉重的。日本债务占GDP比重超200%，债务的压力迫使安倍上调消费税，但结果是二季度GDP萎缩7.1%。

以上分析验证了在目前特定的历史条件下，QE这种非常规的货币政策选择的正确性，鉴于发达国家老龄化和贫富差距扩大问题的普遍性，甚至中国也将面临老龄化问题，未来主要国家担心的仍然是通胀过低而非过高，而金融资产的价格泡沫，投资黄金是对抗不了的，所以黄金的避险作用下降，经济的强劲复苏使得黄金投资心理发生了转变，这是2013和2014年黄金下跌的根本原因。当然若发生第三次世界大战，黄金的避险作用或将得到极大发挥。

至于QE政策的后遗症，直到目前为止尚未大规模爆发，市场担忧的高通胀并不正确，而应该是资产价格泡沫和贫富差距的极端化，这两者投资黄金解决不了，可能会导致下一轮金融危机和经济的严重衰退，但目前来看，2015年该风险不高。

其他因素

2015年除了美国经济、通胀之外，欧洲债务危机仍是可能的影响因素之一，包括希腊等国的债务和政治因素，以及希腊是否会退出欧元区等，但预计影响有限，并且一般是短期的影响。欧元区的货币政策影响或有限。

中国方面，市场虽然一直有担忧经济硬着陆的风险，我们认为在中国目前政府干预市场过多的现状下，有央行作为最后贷款人以及拥有规模庞大的外汇储备，中国爆发大规模危机的概率是比较低的，从而对黄金的直接影响并不大。

地缘政治方面，2014年除了乌克兰危机涉及欧美和俄罗斯，爆发时被市场广泛关注以外，其他政治和武装冲突并未被关注。2015年需要关注欧洲和美国对俄罗斯的制裁以及俄罗斯应对制裁的措施，我们预计制裁和反制裁大概率在经济贸易范畴，也就是说现代社会打的都是经济仗，预计产生极端或者潜在大规模冲突的风险并不高。

总结

一方面美国经济复苏增加投资黄金的机会成本，另一方面低通胀使得黄金最重要的抗通胀作用无从发挥。预计2015年黄金零售投资需求可能进一步下滑，未来甚至可能出现净卖出，这样符合ETF持仓的前瞻性，目前ETF持仓量较低，预计未来维持缓慢减持状态。若无重大意外发生，黄金在2015年恐没有太多的理由逆转目前的下跌趋势，由于经济复苏非一帆风顺，投资需求已经大幅下降，故价格将会有反复且限制跌幅。

第3章 基本面平稳下白银价格料跟随黄金

近年来，白银价格走势与黄金存在亦步亦趋的特征。白银作为贵金属中的一种，因兼备黄金一样的金融属性，因此在某些特殊时期，与黄金走势具有一致性。但白银走势与黄金并非完全一致，它们之间存在必然差异性，主要体现在三个方面，其一就是白银对经济敏感度更强，因白银工业需求占总需求约一半，而黄金仅占 10% 左右。其二，从供应角度看，矿产银产量除了来自银矿以外，很大部分是来自铜铅锌等伴生矿中，因此其价格亦受到基本金属价格的影响。其三，参与群体存在较大差异性。白银盘面相对较小，投资者多以中小散户为主，因此投机性更强，波动率亦更大；而黄金参与群体则多以机构为主，市场规模较大，波动率亦相对较低。

我们仍有必要对白银的基本面做深入分析，以便我们更好的判断与预测未来白银的走势。从白银供需平衡表中我们看到，应该说，白银价格与基本面供需的关系并不紧密。例如在 2012 至 2013 年期间，白银实物供需由过剩转为供不应求，同时总需求供需缺口亦继续扩大，表明白银市场基本面理应支撑银价走高，但事实上 2012 至 2013 年期间银价由 31.15 美元/盎司，下跌至 23.79 美元/盎司。

表 3.1：白银供需平衡表（单位：百万盎司）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
供给										
矿产银产出	613.6	639.7	642.7	666.1	683.1	713.8	750.6	754.6	792.3	819.6
政府净出售	61.9	65.9	78.5	42.5	30.5	15.6	44.2	12	7.4	7.9
回收银	198.6	202.5	206	202.9	200.7	199.7	225.5	258.7	252.6	191.8
生产商对冲	-2	45.9	-11.6	-24.1	-8.7	-17.4	50.4	12.2	-47	-41.3
总供给	872	954.1	915.6	887.3	905.7	911.7	1071	1038	1005	978.1
需求										
珠宝首饰	187.1	187.9	176	183.2	178.2	177.3	190.6	183.4	181.4	198.8
银币银块	53	51.5	48.7	51.2	187.7	87.9	146.1	212.6	139.3	245.6
银制品	68.1	69.4	63.2	61.3	59.5	54.2	52.6	48.1	44.6	50
工业应用	608.9	637.1	645.2	656.7	651.3	540.2	643.2	624.8	589.1	586.6
电子电器	191.8	211.1	223.1	239.8	245.5	203.1	272.6	260.6	237	233.9
焊接	48.9	52.4	54.4	58.1	61.3	53.3	60.6	62.4	60.3	62.4
感光材料	178.8	160.3	142.2	117	100.2	78.4	68.8	61.7	54.4	50.4
其他工业应用	189.4	213.2	225.4	241.9	244.4	205.4	241.2	240	237.4	240
实物需求	917.1	945.9	933.1	952.3	1077	859.5	1033	1069	954.4	1081
供需缺口	-45.1	8.2	-17.5	-65	-171	52.2	38.1	-31.3	51	-103
ETF 净买入	0	0	157.8	54.8	101.3	153.8	132.6	-24	55.1	1.6
库存增量	-20.3	15.9	-9	21.5	-7.1	-15.3	-7.4	12.2	62.2	8.8
总供需缺口	-24.8	-7.7	-166.3	-141.3	-265.2	-86.3	-87.1	-19.4	-66.3	-113.3
伦敦银均价	6.658	7.312	11.55	13.38	14.99	14.67	20.19	35.12	31.15	23.79

资料来源：世界白银协会,南华研究

3.1. 2015 年供需缺口或小幅缩窄

白银产量预期微升

由于矿产白银生产周期较长，其供给量亦缺乏价格弹性，而矿产白银占到全球白银供应量的 70%以上。但银价走势却时常张牙舞爪，令人触目惊心，应该说，近几年来，白银价格走势仍受制于黄金价格波动，黄金价格则与黄金基金买兴有极强的相关性。而白银投资需求之所以不能很好反映白银价格，可能是因为白银市场投资群体以中小散户为主，他们交易行为的不一致性，大幅削弱了投资需求对白银价格的影响。

图 3.1：2013 年全球白银供给

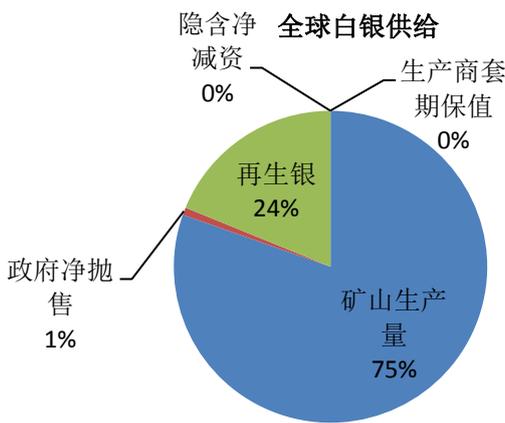
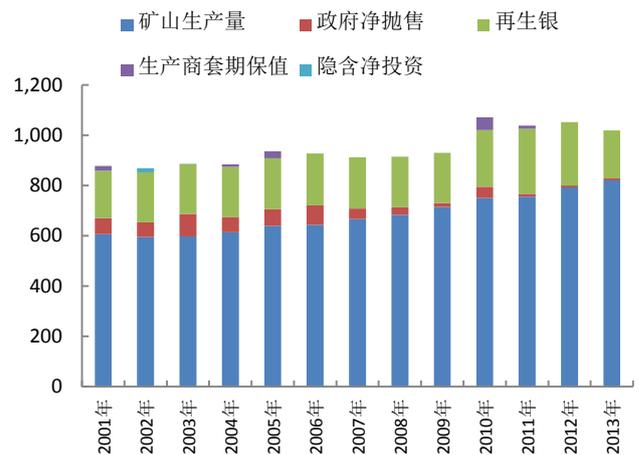


图 3.2：白银供给细分（单位：百万盎司）



资料来源：Wind 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

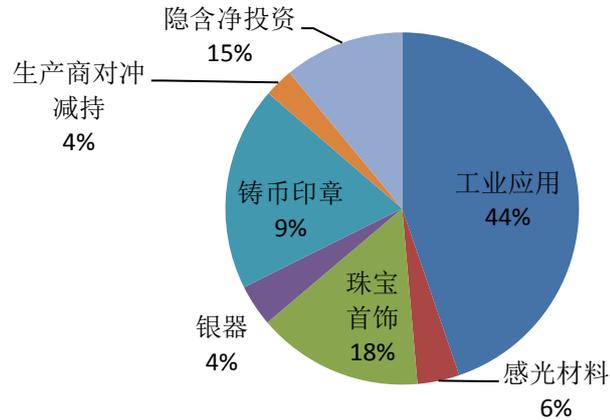
白银供给主要包括矿产银、回收银两部分。其中 2/3 的矿产银是从伴生矿中开采出来的。因此诸如矿厂罢工、停产等因素会对短期白银产生利好。

2001 年以来，矿产银产量一直稳步小幅增加，但回收银数量则涨跌无常，主要因回收银供给与价格有较强的相关性。回收银主要来源于感光材料、电子产品、催化剂和银饰回收。感光材料中胶片量有所下降，但其他领域的增长基本弥补了这块的下降。回收银供给具有较强的价格弹性。当白银价格走高时，回收银供给上升；反之则下降。但回收银在近几年银价暴跌过程中已经明显回落，目前水平接近历史常规回收量，2015 年回收银供给下滑空间料缩窄。总的来说，我们预计 2015 年全球矿产银产量将继续小幅增长，回收银数量料同比微跌，全年白银供给与 2015 年可能微升。

需求接近持平

白银实物需求主要包括工业应用、珠宝首饰、银币银章、感光材料及银制品五部分，如图 3.3 所示。

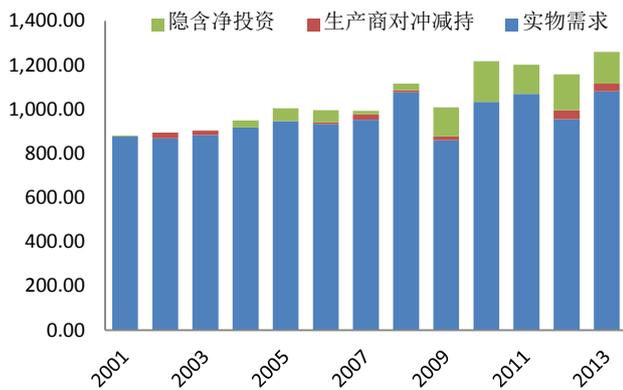
图 3.3：2013 年全球白银需求



资料来源：Wind 南华研究

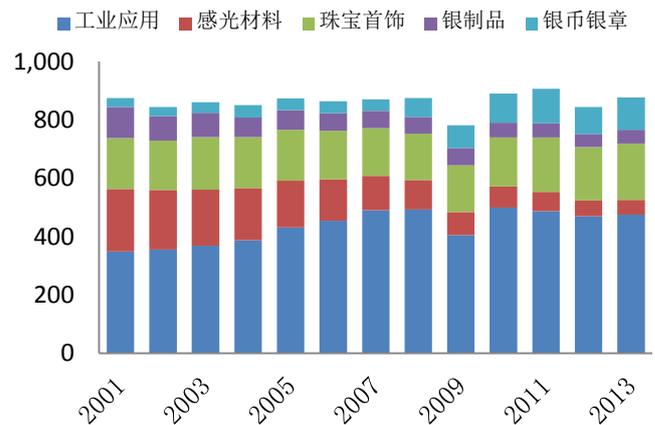
2013 年，全球工业用银需求占白银总需求 44%，是白银最主要的需求来源，而其中又以中、美工业用银量占绝对优势。工业用银最主要的用途在电子电器市场，2013 年电子电器用银占总工业用银量 40%，其他还包括焊接、感光材料以及其他工业用途。工业用银量与全球经济水平密切相关，随着全球经济增速放缓，而欧洲日本经济甚至存在衰退风险，2015 年全球白银工业用需料略有下滑，尽管美国仍可能保持增长之势。

图 3.4：白银需求细分（单位：百万盎司）



资料来源：Wind 南华研究

图 3.5：实物白银需求细分（单位：百万盎司）



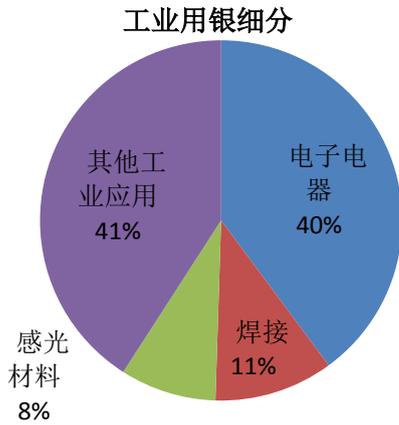
资料来源：Wind 南华研究

但随着银价下跌，以及黄金/白银价差的持续扩大，全球白银珠宝首饰有望进一步被激发，2015 年需求料持续攀升。感光材料用银以及银制品需求则预期继续微跌，但由于其占需求总量比重较小，因此对总需求影响料微弱。

投资买兴方面，2013 年以来全球银币银章需求重新复苏，2014 年买需维持旺盛，同时隐含净投资并未随着银价下挫出现大幅抛售现象，总的投资需求维持在较稳定水平。

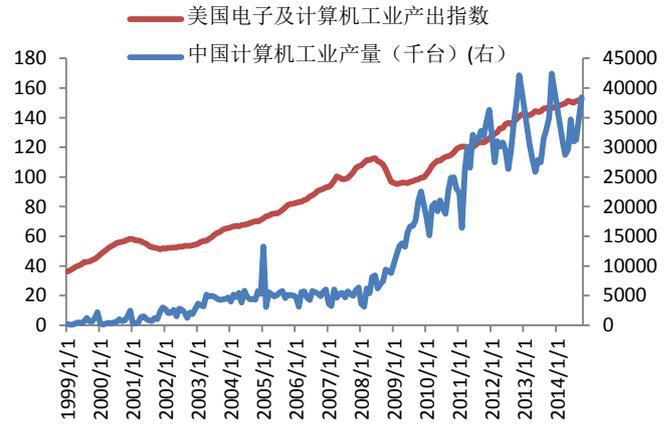
我们预期 2015 年全球白银总需求将同比微降，供需缺口可能较 2014 年小幅缩窄。

图 3.6: 工业用银细分



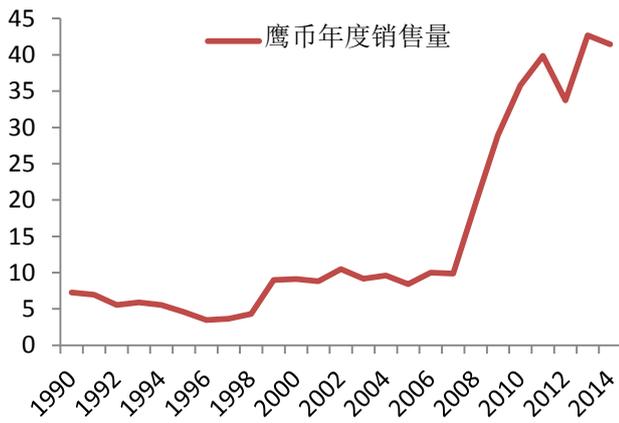
资料来源: Bloomberg 南华研究

图 3.7: 美国和中国电子电器用银增速明显放缓



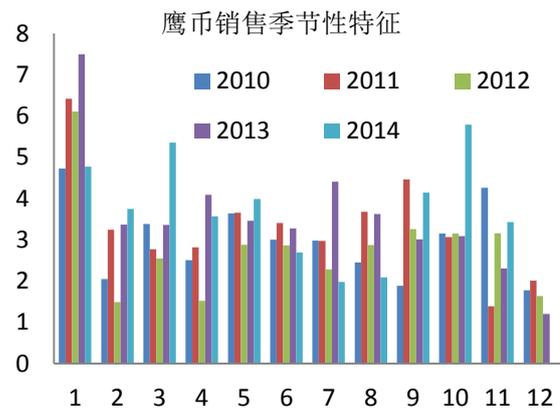
资料来源: Bloomberg 南华研究

图 3.8: 美国鹰币年度销售量（单位: 百万盎司）



资料来源: Bloomberg 南华研究

图 3.9: 美国鹰币销售季节性特征（单位: 百万盎司）



资料来源: Bloomberg 南华研究

3.2. 白银隐性投资需求对价格指导无效

白银的投资需求包括实物投资以及隐性投资需求两部分。

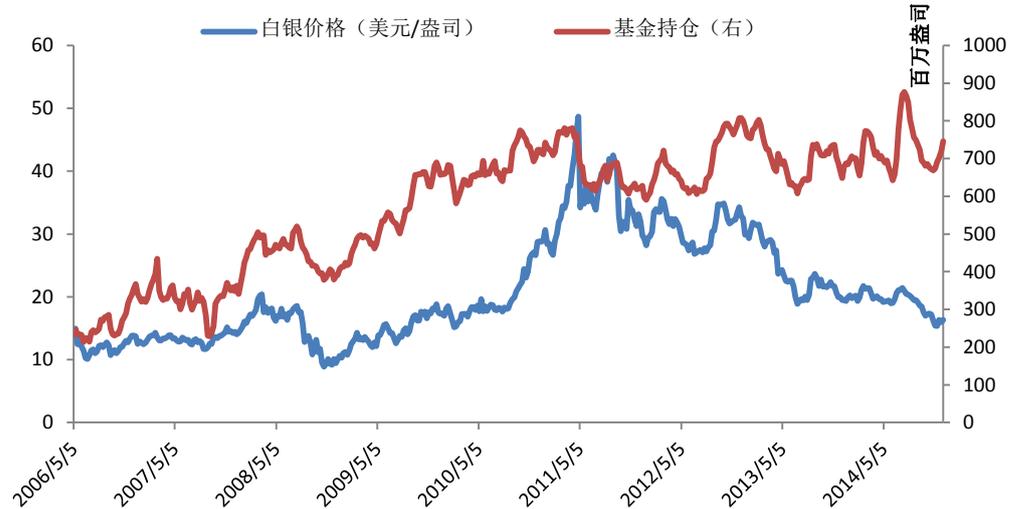
在国外，银币银章是白银实物投资的最主要形式，其中美国银币银章消费又占全球总需求的 40% 左右。因此，美国鹰币销售对全球白银实物投资需求预期具有较强的指导意义。

自 2008 年以来，美国鹰币销售出现快速增长趋势，直至 2011 年，随着白银价格的见顶，鹰币销售有所放缓。但银价经历 2013 年暴跌之后，美国鹰币需求逐渐复苏，并较之前几年有过之而无不及。2013 年，美国鹰币销售 4267.5 万盎司，刷新纪录新高，而截至今年 11 月的数据显示，美国鹰币销售已经达到 4146.7 万盎司，接近去年高位。

这也就是说，只要 12 月份美国鹰币销售超过 120.8 万盎司，美国鹰币销售纪录将再刷纪录新高。

隐性投资（基金持仓）方面，2011 年银价见顶以来，白银 ETF 基金持仓 以及 CFTC 持仓总体仍维持较高位震荡，其基金总持仓并未随着银价的下跌而出现明显减持情况。

图 3.10：银价上涨时，基金持仓亦增长，但下跌过程中基金并未减持



资料来源：Bloomberg 南华研究

我们相信，白银市场以中小散户为主的特性，将使白银投资需求呈现易涨难跌的特征。而相比之下，黄金市场以投行以及大型机构为主，其投资需求将真实反映市场对黄金看涨看跌的情绪，其与金价的相关性亦较强。在白银供需基本面并未呈现明显变化的预期下，白银价格料继续跟随黄金波动。

第4章 市场展望及投资策略

4.1. 黄金期货及期权策略建议

2014 年黄金供应较平稳，需求方面，首饰需求大幅下滑，未出现 2013 年首次价格大跌后的抢购现象，金币金条的零售投资下滑明显，ETF 库存保持缓慢减少的状态，制造业需求和官方购金较平稳，二三季度总体处于净过剩状态。

黄金价格在 2014 年以震荡为主，美国经济在一季度大幅萎缩二三季度强劲复苏是黄金价格走势的直接原因，这是从黄金投资属性的角度分析的结果，也符合事实。2014 年黄金交易集中在美国和欧洲，中国交易量有所增加。

2015 年预计美国经济持续复苏，经济复苏生产性金融资产收益看好，增加了投资黄金的机会成本，经济货币信心良好加上低通胀甚至通缩的担忧使得黄金的投资作用无从发挥。

因此预计 2015 年黄金首饰需求或平稳，零售投资需求可能进一步下滑，未来甚至可能出现净卖出，这也符合 ETF 持仓的前瞻性，目前 ETF 持仓量较低，预计未来维持缓慢减持状态。央行购金方面鉴于新兴市场货币和外汇储备的压力而面临压力。若无重大意外发生，黄金在 2015 年恐没有太多的理由逆转目前的下跌趋势，但由于经济复苏并非一帆风顺，投资需求已经大幅下降，故价格在下跌过程中将会有反复并限制跌幅。

策略建议：由于投资热情下降，波动率方面预计保持平稳。黄金在 2013 和 2014 年围绕 1300 美元/盎司震荡，预计 2015 年将围绕 1200 美元/盎司震荡下跌，价格区间（1050,1250），建议投资者以中线做空为主。

期权策略：目前交易所虽然没有推出黄金期权交易，但南华期货公司推出了场外商品期权业务，投资者也可以选择使用场外黄金期权来进行投机交易或者风险对冲。目前除了一对一期权之外，南华期货对一个月到期的黄金期权进行每日报价，投资者可以选择买入或者卖出，也可以进行不同执行价格期权的组合交易，期权交易可以放大交易杠杆，提高资金利用率。

对于保守的投资者，我们建议可以买入看跌期权以期获得较大收益，该策略风险有限，收益可能极大，需综合考虑期权价格和执行价格两个方面的因素进行选择。对于资金量较小并且较保守的投资者，我们推荐选择熊市价差期权，即买入某一执行价格的看跌期权并卖出较低执行价格相同到期日的看跌期权。因为一个月的时间较短，价格跌幅可能不会太大，另该策略投资较小，收益有限风险有限。

4.2. 白银期货及期权策略建议

白银价格的下跌压缩了回收白银的利润空间，2013 年再生银的供应有所下降，尽管矿产银产量增加，总供应量仍有所回落。预计 2014 和 2015 年矿产银小幅增长，再生银数量则因 2012 年及 2013 年已有一定程度回落，而 2014 年水平已经接近往年平均水平，进一步下滑空间受限，总供应或微增。

需求方面，2014 年实物白银需求变化不大；投资需求则因白银市场以中小散户为主，呈现出易涨难跌的现象，其需求量在近几年银价下跌过程中皆未出现大举抛售现象，预计 2015 年投资需求仍难以下降。2015 年供需缺口则有望小幅缩窄。

在近年来以投资需求驱动的贵金属市场，加之白银供需基本面并未呈现明显变化的预期下，白银价格料继续反映市场对贵金属特别是黄金的投资情绪。而白银市场以中小散户群体为主的特性，也证实了其投资需求在指导价格趋势上的滞后性。相反，黄金市场以大型银行、机构为主的特征则可以通过黄金市场投资需求的变动来前瞻性指导黄金价格未来走势。我们预期白银价格仍将缺乏自主性并跟随黄金价格波动。

2015 年，黄金金融属性光环料进一步淡去，白银价格亦有望跟随金价继续下探；而白银高波动率的特征，也注定了白银较黄金跌幅更深的命运。

策略建议：预计白银在 2015 年震荡下跌，价格区间（12,18.6），下跌趋势中，建议投资者以中线做空为主。

期权策略：我们同样推出了白银期权场外交易，白银也适用于买入看跌期权以及熊市价差期权策略。

南华期货分支机构

南华期货股份有限公司

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层
客服电话: 4008888910 www.nanhua.net

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
电话: 0571-83869588

台州营业部

台州市椒江区耀达路 99 号 4 楼
电话: 0576-88539900

温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室
电话: 0577- 89971820

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87273868

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 751 号粮食大厦五楼
电话: 0573-82158136

绍兴营业部

绍兴市中兴南路 95 号中兴商务楼 1 幢(南楼)5-6 层
电话: 0575-85095800

成都营业部

成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号 17 层 1706 号房
电话: 028-86532693

兰州营业部

兰州市庆阳路 488 号万盛商务大厦 26 楼(胜利宾馆斜对面)
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区中山路 554D-6 号和平现代城 B 座 3 层 4 号
电话: 0411-84378378

北京营业部

北京市宣武门外大街 28 号 2 幢
电话: 010-63556906

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际商务大厦 25 层
电话: 0351-2118016

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601
电话: 0574-62509001

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利大厦二层、八层
电话: 0451-82345618

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 B 座 2501 室
电话: 0532-85803555

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话: 024-22566878

天津营业部

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 8 层
电话: 022-88371080

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话: 021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、3 楼、7 楼
电话: 021-52585211

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
电话: 0755-82577529

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话: 020-38806542

芜湖营业部

安徽芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 904、906、908 室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市南岸区亚太路 1 号 1 幢 1 层 1-2
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 89 号六层
电话: 0513-89011160

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
电话: 0592-2120370

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话: 0663-2663886

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301
电话: 0573-80703000

南华期货股份有限公司

公司总部: 杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层
客服电话: 4008888910 www.nanhua.net

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼
电话: 00852-28052658

浙江南华资本管理有限公司

电话: 0571-87994666

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net