

## 金银：不过喜不过悲，宽幅波动藏机会

2017 年基本面将是复杂而多变的一年，黄金不乐观，白银不悲观，宽幅波动将是主旋律，但阶段性机会依然可观！内盘有望强于外盘！

### 要点：

- ◆ 宏观环境企稳向好削弱避险需求，基金持仓兴趣退潮
- ◆ 美元强势还将延续，人民币贬值有利于内盘
- ◆ 宽松政策到尾声但流动性不会逆转，通胀回升有支持
- ◆ 供求面黄金需求不乐观，白银继续紧平衡
- ◆ 地缘局势变数大，潜在黑天鹅较多
- ◆ 金银比价仍有收缩空间，分化仍将存在

展望 2017 年，金、银基本面利空因素和利多因素相互交织，基本面将是复杂而多变的一年。技术面处于一种熊气减缓而牛气未成形的过渡阶段。因此，预期 2017 年金银价格难以走出大级别的单边行情（尤其是黄金），宽幅波动应该是 2017 年的主旋律，但宽幅波动中的阶段性机会依然可观，并值得期待。相对而言，在供求差异、商品属性差异，以及金银高比价下，白银相对黄金更显乐观！此外，在汇率因素影响下内盘有望强于外盘！

2017 年 COMEX 金的主要波动区间预计在 1000-1400 美元，极值波动区间在 850-1500 美元；COMEX 银的主要波动区间在 13-21 美元，极值波动区间在 11-26 美元。2017 年上海黄金期货指数主要价格波动区间预计 240-310 元/克，极值波动区间 220-330 元/克；上海白银期货主要价格波动区间预计在 3700-5000 元/千克之间，极

### 相关报告：

《金银：》价格重心下移，金银有分化

——2015 年年报

张中云

0816-2238660

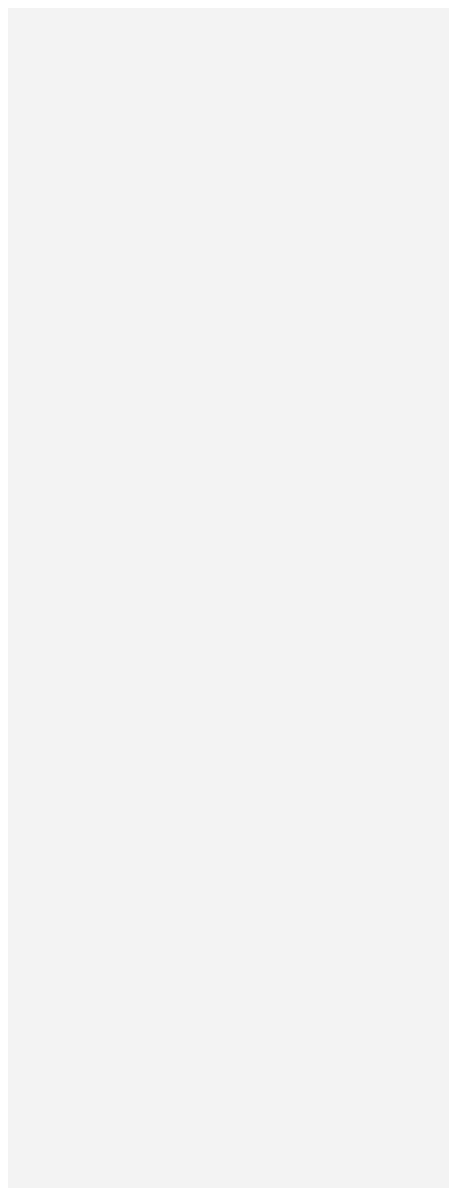
倍特期货有限公司

绵阳营业部

### 免责声明

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。

值波动区间 3500-5600 元/千克。



# 金银：不过喜不过悲，宽幅波动藏机会

## 第一部分：2016 年行情回顾

2016 年金银关键词：先扬后抑、避险、投资需求、黑天鹅、加息迟到

图一：COMEX 黄金和白银周线图



\*资料来源：文华财经

2016 年金银价格打破了两年的下行通道，全年期价呈现先扬后抑的走势。期价以半年为限，可谓泾渭分明，上半年牛气轰轰，下半年日渐势微，甚至偃旗息鼓（见图一）。具体来看：

上半年，因金融市场动荡，全球股指重挫，市场避险情绪陡升，金银期价一开年就走出了一波凌厉的上涨行情，吸引了全球的眼光。随后，美国经济数据不如人意，美联储加息迟迟不能兑现，美元陷入调整，市场对贵金属的投资需求不断增加，进一步推动金银期价上行。6 月份意外爆冷的非农以及月底英国公投退欧的黑天鹅事件，让金银期价涨势达到了巅峰。

下半年，进入 7 月份以后，市场避险情绪开始降温，基金持仓兴趣消退，美国经济数据及美元双双回稳，金银期价自高位回落。此后，基金持仓进一步下滑，美国经济数据愈来愈好，加息预期不断增强，美元恢复强者风范，金银进一步承压。就连美国大选特朗普获胜的又一次黑天鹅事件也未能有效挽救金银价格的回落势头，黄金白银期价下调幅度不断加大。12 月中旬美联储的再次加息让金银期价又受打击。到 12 月中旬结束时，金银期价的回落势头还未得到有效改观！

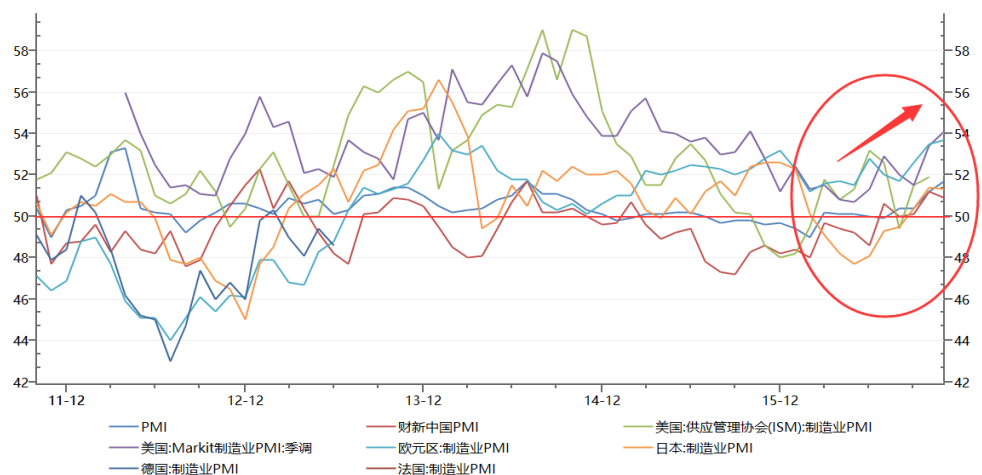
## 第二部分：2017 年主要影响因素及技术图表分析

### 一、宏观经济环境稳中向好，对贵金属影响具有双面性！

#### 1、经济形势有转好倾向，避险需求预期将相对减弱。

2016 年初，宏观经济环境不乐观带来的避险需求，在贵金属的上涨过程中扮演了重要的角色。展望 2017 年，宏观经济环境有转好的倾向。从经济景气指数——制造业采购经理人指数 PMI 来看，全球主要经济体的制造业 PMI 数据，自 2016 年三季度后均出现逐步走高态势，不仅全部回到了 50 荣枯线之上，且多数国家制造业 PMI 数据创出近年来的新高（见图二）。

图二：全球主要经济体制造业指数 PMI



数据来源：WIND 资讯

制造业 PMI 数据  $>50$ ，说明制造业和经济总量同步扩张。由此可见，全球经济形势或已跨过了最艰难的时期，2017 年全球经济形势有望趋于稳定，并有好转倾向。宏观经济方面预期不会再引发出太大的避险需求。或者说，2017 年市场对于贵金属的避险需求将相对削弱。

#### 2、美加息预期与强势美元对金银价格有负面影响，人民币贬值或造成内外差异。

虽然 2016 年美联储加息一直显得犹豫，直到 12 月份的最后一次议息会议，才实施了全年唯一一次加息，加息幅度仅 25 个基点。但我们看到，自 2016 年三季度以后，美国各项经济数据持续向好：美国三季度 GDP 增速达 3.2%，创两年新高；11 月消费信心指数升至 107.1，创下 2007 年 7 月以来新高；11 月失业率下降至 4.6%，创下 2007 年 8 月以来新低。美国通胀水平进一步提升，美国 11 月 CPI 同比 1.7%，为 2 年最大增幅，并更加接近美联储 2% 通胀目标。可以说，目前美国各主要经济指标表现都很健康。加之 2017 年，新总统特朗普

将开始执政，在其发展基建的政策指引下，市场对 2017 年美国的经济也会相对乐观。美联储在 12 月议息会议声明中，预计 2017 年将会加息三次。

美元方面，美元指数在 2016 年底结束了近两年的箱体，再度上行，月线、季线仍在延续着上行强势（见图三）。在经济向好及加息预期下，美元仍有走强的基础。由此来看，2017 年美联储的加息预期及强势美元，对金银价格将会有负面影响。

图三：美元指数月线图



数据来源：文华财经

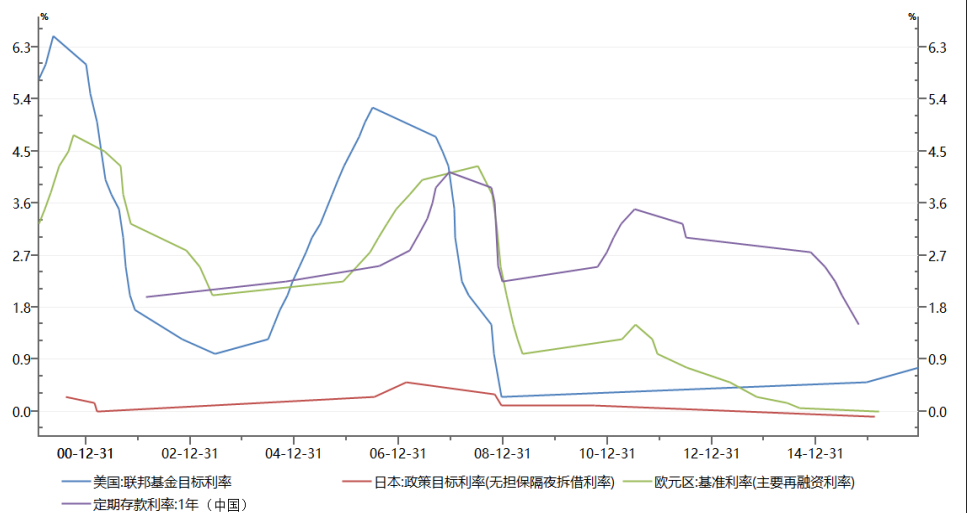
此外，需要注意的是，美元强势让人民币维持相对贬值的态势，这在一定程度上会造成国内与国际金银价格的走势出现一定的分化。

### 3、宽松化的货币政策进入末期，但流动性不会急速转向。

随着全球经济形势的逐步稳定，以及宽松化货币政策边际效用的降低，2017 年全球主要经济体进一步实施大规模 QE 的可能性降低。欧央行在 2016 年 12 月的会议上，虽然宣布延长 QE 至 2017 年年底，但每月购债规模从 800 亿欧元缩减到 600 亿欧元，从侧面应证了宽松力度的缩减趋势。另外，全球主要经济体中美国自 2015 年底提前启动加息周期后，2016 年 12 月再度加息，并预期 2017 年继续加息，这对其他国家宽松化货币政策的施展空间也将形成制约。因此，2017 年全球货币宽松化政策的力度预期将有所收敛，或者说全球货币宽松化政策已进入末期。

当然，前几年大规模的宽松化货币政策为市场注入了太大的流动性，主要经济体利率早已降至历史低位甚至是负利率。美国即使加息两次，目前利率水平仍处于相对较低的水平上（见图四）。由于可见，虽然 2017 年宽松化货币政策预期进入末期，但货币政策要回归正常水平需要时间，全球流动性将依然充裕，尚不会急速逆转。

图四：主要经济体基准利率

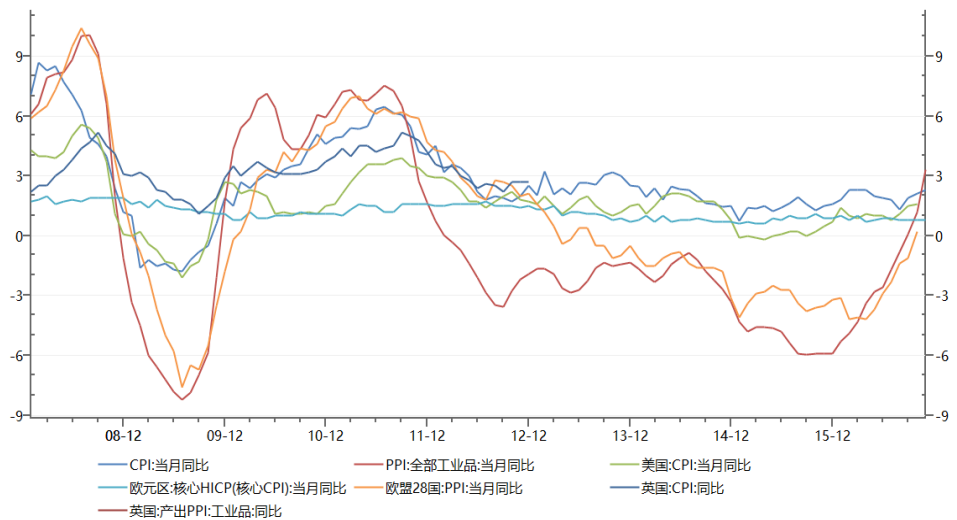


\*资料来源：WIND

4、2017 年通胀率预期进一步回升，对金银具有一定的支持作用。

2016 年大宗商品市场价格普涨，通胀率回升（见图五）。预期 2017 年通胀率仍会同比走高。一是，在 2016 年大宗商品价格的上涨中，除焦炭焦煤等少数品种涨幅巨大外，其他多数品种涨幅并不大，全球物价总水平仍处在近来年的相对偏低位置，物价基数并不高。特别是 2016 年大宗商品的大涨主要在下半年，2016 年上半年物价的相对基数更低。二是，2017 年流动依然充裕（见前面所述）。三是，全球经济的企稳苗头，让下游需求潜在增长预期，对大宗商品价格有拉动作用，2017 年物价上行主导因素有望由于资金驱动转向资金需求双驱动。综合而言，低基数、流动性、潜在需求预期，三个方面的因素将会推动 2017 年通胀率进一步回升。通胀率的回升对贵金属潜在支持作用，制约贵金属的下行空间。如果通胀率高到一定程度，甚至会刺激贵金属的保值需求。

图五：全球主要经济体 CPI、PPI 指数



\*数据来源：WIND 资讯

## 二、供需方面

### 1、黄金供应端相对稳定，需求端的投资需求难以为续。

据世界黄金协会第三季度的供求趋势报告显示，2016年第三季度全球黄金总供应量增长4%，达到1,173公吨，再生金数量的同比增长是实现总供应量增长的主要推动因素。第3季度的全球黄金需求量下降10%，为993公吨，特别是金饰、金条和金币的需求萎缩明显，另外中央银行的采购量也同比下降了10%。

再从更长时间跨度来看（见表一），从2011年以后，全球黄金季度供应量基本上落在了1000-1200公吨这个区间，供应端相对稳定。从目前形势看，2017年供给端不会有太大变化，预期会延续相对稳定的态势。

从需求端来看，季度总需求有起伏但落差并不算太大。但是，从分项需求来看，2016年需求端有一明显的特点：珠宝首饰消费明显下滑，投资类需求特别是ETF及类似产品的需求突然猛增，并创出2011年以来最大。投资需求增长抵消金饰需求下滑，这是2016年黄金表观需求稳定的主要原因。我们进一步分析数据可以看出，2016年投资需求增长的主要原因是年初全球金融形势不稳定刺激了市场的避险情绪，并导致投资需求增长。分季度来看，2016年一季度ETF及类似产品的需求达到最大，此后逐季下降，这是因为避险情绪在逐步降温所致。

展望2017年，随着经济形势的逐步回稳，市场避险需求将会相对削弱，黄金投资类需求将会恢复正常，预期很难再达到2016年的高度。珠宝首饰需求暂时看不到太大的亮点或潜力，工业类消费随着经济的企稳有增长的可能，但难以弥补投资类需求的减少量。因此，2017年黄金总需求将不会太乐观。

表一：全球黄金供需情况（季度）

| 年份      | 供给     |        |          |         | 需求     |        |        |          |          |
|---------|--------|--------|----------|---------|--------|--------|--------|----------|----------|
|         | 矿产     | 再生金    | 总供给      | 央行售/购金  | 珠宝首饰   | 工业     | 投资     | 总需求      | ETF及类似产品 |
| 2011-03 | 670.60 | 358.20 | 1,028.80 | -136.90 | 551.70 | 115.50 | 341.80 | 1,145.90 | -60.80   |
| 2011-06 | 725.10 | 407.90 | 1,133.00 | -66.20  | 491.00 | 118.20 | 389.90 | 1,065.40 | 54.10    |
| 2011-09 | 745.60 | 460.50 | 1,206.10 | -140.80 | 457.00 | 115.20 | 507.10 | 1,220.20 | 87.40    |
| 2011-12 | 709.70 | 422.30 | 1,132.00 | -112.80 | 472.50 | 103.40 | 461.60 | 1,150.20 | 104.40   |
| 2012-03 | 661.70 | 382.80 | 1,044.50 | -115.20 | 490.80 | 105.80 | 395.80 | 1,107.50 | 53.20    |
| 2012-06 | 699.00 | 389.00 | 1,087.90 | -164.50 | 420.80 | 103.30 | 285.90 | 974.60   | 0.00     |
| 2012-09 | 745.40 | 433.30 | 1,178.70 | -113.30 | 462.10 | 102.10 | 425.30 | 1,102.80 | 137.80   |
| 2012-12 | 713.30 | 385.60 | 1,099.00 | -150.40 | 523.40 | 96.20  | 425.40 | 1,195.30 | 88.10    |
| 2013-03 | 673.50 | 361.70 | 1,035.20 | -129.10 | 554.80 | 102.50 | 264.50 | 1,050.90 | -176.50  |
| 2013-06 | 714.60 | 262.10 | 976.70   | -92.10  | 693.60 | 103.70 | 228.00 | 1,117.40 | -402.20  |
| 2013-09 | 792.00 | 337.90 | 1,130.00 | -101.50 | 564.80 | 103.40 | 189.50 | 959.20   | -120.20  |
| 2013-12 | 815.70 | 295.50 | 1,111.20 | -85.00  | 572.70 | 98.10  | 184.30 | 940.20   | -181.00  |
| 2014-03 | 729.00 | 372.60 | 1,101.70 | -117.90 | 617.20 | 82.20  | 266.20 | 1,083.50 | -15.00   |
| 2014-06 | 806.10 | 273.00 | 1,079.10 | -157.20 | 592.00 | 86.30  | 198.40 | 1,033.90 | -38.30   |
| 2014-09 | 815.90 | 265.20 | 1,081.10 | -174.90 | 594.10 | 87.60  | 181.50 | 1,038.00 | -40.30   |
| 2014-12 | 893.10 | 259.00 | 1,152.00 | -133.90 | 677.40 | 90.30  | 169.30 | 1,071.00 | -91.50   |
| 2015-03 | 727.60 | 358.60 | 1,086.10 | -112.40 | 597.10 | 83.10  | 283.00 | 1,075.60 | 25.60    |
| 2015-06 | 774.40 | 267.40 | 1,041.70 | -127.30 | 513.70 | 83.30  | 186.10 | 910.40   | -23.00   |
| 2015-09 | 864.90 | 260.70 | 1,125.70 | -168.00 | 623.60 | 82.70  | 231.50 | 1,105.70 | -63.40   |
| 2015-12 | 868.00 | 236.50 | 1,104.50 | -159.00 | 662.60 | 83.80  | 220.90 | 1,126.40 | -67.60   |
| 2016-03 | 807.70 | 363.70 | 1,171.40 | -108.10 | 481.80 | 75.80  | 603.00 | 1,268.70 | 342.30   |
| 2016-06 | 818.40 | 337.70 | 1,156.10 | -81.30  | 448.70 | 79.80  | 450.60 | 1,060.40 | 237.10   |
| 2016-09 | 831.80 | 340.90 | 1,172.70 | -81.70  | 493.10 | 82.40  | 335.70 | 992.80   | 145.60   |

\*资料来源：WIND 资讯

## 2、白银供需双降中紧平衡态势延续。

先看过去，据世界白银协会数据，从 2013 年到 2015 年，全球白银供需已经连续三年出现供需缺口（见表二）。

表二：全球白银供需平衡表

| (million ounces)                     | 2006         | 2007         | 2008          | 2009         | 2010           | 2011           | 2012           | 2013          | 2014           | 2015           |
|--------------------------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>Supply</b>                        |              |              |               |              |                |                |                |               |                |                |
| Mine Production                      | 643.4        | 667.7        | 684.7         | 717.3        | 753.0          | 757.6          | 790.8          | 823.7         | 868.3          | 886.7          |
| Net Government Sales                 | 78.5         | 42.5         | 30.5          | 15.6         | 44.2           | 12.0           | 7.4            | 7.9           | -              | -              |
| Scrap                                | 207.1        | 204.2        | 202.0         | 201.2        | 227.5          | 261.5          | 255.5          | 192.1         | 168.3          | 146.1          |
| Net Hedging Supply                   | -11.6        | -24.1        | -8.7          | -17.4        | 50.4           | 12.2           | -47.1          | -34.8         | 16.8           | 7.8            |
| <b>Total Supply</b>                  | <b>917.3</b> | <b>890.3</b> | <b>908.6</b>  | <b>916.7</b> | <b>1,075.2</b> | <b>1,043.3</b> | <b>1,006.6</b> | <b>988.9</b>  | <b>1,053.3</b> | <b>1,040.6</b> |
| <b>Demand</b>                        |              |              |               |              |                |                |                |               |                |                |
| Jewelry                              | 174.5        | 182.3        | 177.6         | 176.9        | 190.0          | 187.9          | 185.4          | 217.8         | 224.0          | 226.5          |
| Coins & Bars                         | 50.7         | 56.1         | 192.3         | 91.6         | 144.4          | 210.4          | 160.5          | 242.1         | 236.1          | 292.3          |
| Silverware                           | 62.1         | 60.2         | 58.4          | 53.2         | 51.6           | 47.2           | 43.7           | 58.8          | 60.7           | 62.9           |
| Industrial Fabrication               | 648.9        | 661.0        | 656.8         | 542.6        | 650.3          | 676.3          | 615.0          | 619.1         | 611.2          | 588.7          |
| ...of which Electrical & Electronics | 242.3        | 262.5        | 271.7         | 227.4        | 301.2          | 290.8          | 266.7          | 266.0         | 263.4          | 246.7          |
| ...of which Brazing Alloys & Solders | 54.7         | 58.3         | 61.6          | 53.6         | 60.9           | 62.7           | 60.6           | 63.2          | 66.1           | 61.1           |
| ...of which Photography              | 142.2        | 117.0        | 98.2          | 76.4         | 67.5           | 61.2           | 54.2           | 50.5          | 48.5           | 46.7           |
| ...of which Photovoltaic*            | -            | -            | -             | -            | -              | 75.8           | 62.9           | 62.5          | 63.2           | 77.6           |
| ...of which Ethylene Oxide           | 6.6          | 7.9          | 7.4           | 4.8          | 8.7            | 6.2            | 4.7            | 7.7           | 5.0            | 10.2           |
| ...of which Other Industrial*        | 203.1        | 215.3        | 217.9         | 180.4        | 212.1          | 179.4          | 165.8          | 169.3         | 165.1          | 146.4          |
| Physical Demand                      | 936.3        | 959.6        | 1,085.1       | 864.2        | 1,036.4        | 1,121.8        | 1,004.6        | 1,137.9       | 1,131.9        | 1,170.5        |
| <b>Physical Surplus/Deficit</b>      | <b>-19.0</b> | <b>-69.3</b> | <b>-176.6</b> | <b>52.5</b>  | <b>38.8</b>    | <b>-78.5</b>   | <b>2.0</b>     | <b>-149.0</b> | <b>-78.6</b>   | <b>-129.8</b>  |

数据来源：世界白银协会

再看当前及未来，据世界白银协会 2016 年白银中期报告数据（该报告是由汤姆逊路透社 GFMS 发表），2016 年白银总供应预计将下降 3%，到 10 亿盎司多一点。矿产量预计将达到 8.874 亿盎司，这比 2015 年减少将近 600 万盎司，但在历史上仍是第二高的年份；预期白银总需求从 2015 年的 11.7 亿盎司下降到 10.64 亿盎司。其中，银币和银条销售预计减少 24%到今年的 22200 万盎司。由此，2016 年白银市场在供应和需求均出现下降的情况下，将连续第四年出现供应赤字。且 GFMS 预期未来 3 年全球白银仍将保持略有短缺的格局。

## 三、地区局势变数大，惕防“黑天鹅”

2016 年“黑天鹅”事件频出，“英国公投脱欧”、“美国特朗普当选”“意大利修宪公投失败”，特别是前两个“黑天鹅”事件，一度对于贵金属带来较大的冲击。

展望 2017 年，地区局势变数依然较大，“黑天鹅”事件或再度出现。特别是刚经历了“英国公投脱欧”和“意大利修宪公投失败”的欧元区，2017 年将是艰难而充满变数的一年。一方面，2017 年欧盟成员国内部将经历至少三次大选：荷兰将于 3 月 15 日开始进行议会选举。荷兰是由多党派、不稳定的政党联盟组建政府，届时荷兰将有大约 13 个政党争夺议会席位，变数较大；法国两轮总统大选分别定在 4 月 23 日和 5 月 7 日。历史上法国的选民曾经两次将国民阵线送进大选的决赛阶段，不过都在最后关头放弃了对这个反移民政党的支持，大选的不确定性可见一般；德国大选将在 9 月举行，默克尔宣布参



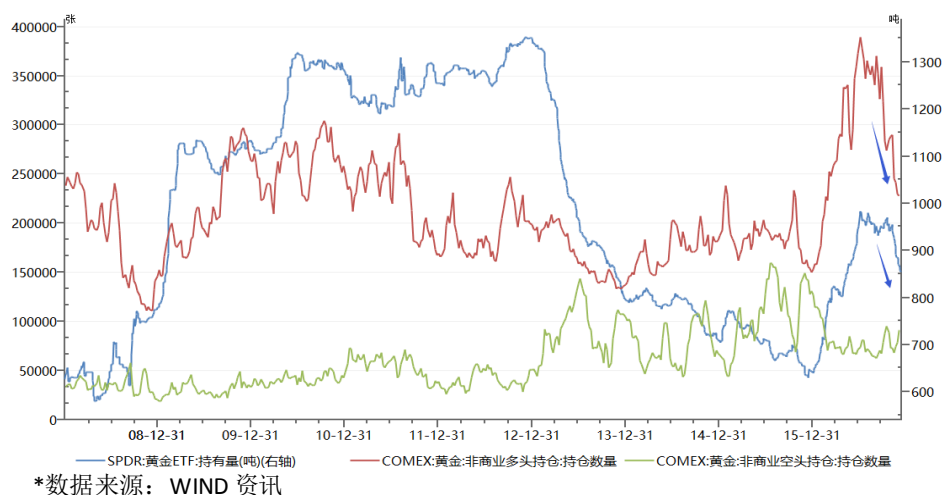
选，并称这次选举将是德国统一以来最困难的一次。另一方面，英国在公投退欧后，退欧的谈判过程也充满了多变性。

除了不确定的欧盟，美国在特朗普正式执政后，进一步的政策走向需要观察。特别是这个“口炮”总统的对外政策和言论，对地区间的稳定性和市场情绪的影响不可忽视。还有，高高在上的美国股指以及转入下行周期的债券市场也充满着不确定性。

#### 四、基金持仓兴趣开始退潮。

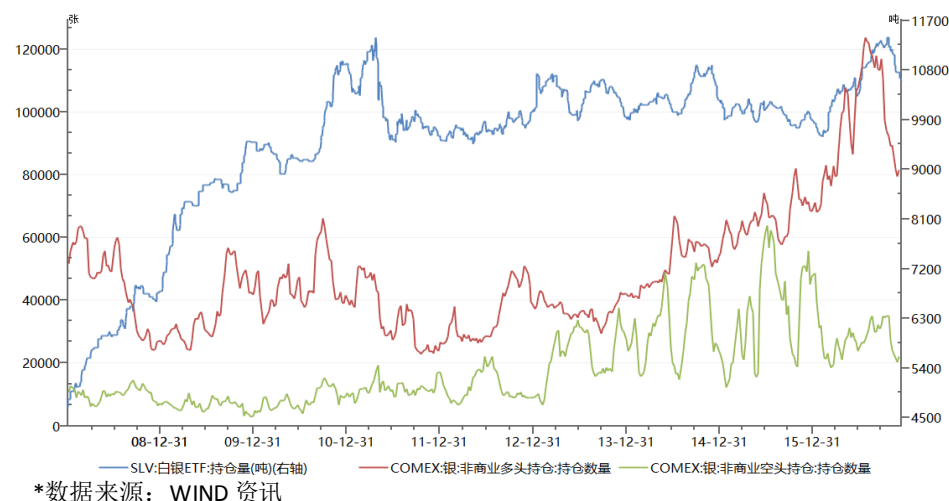
黄金方面，全球最大的黄金ETF基金——美国SPDR Gold Trust公司的黄金ETF持仓量，以及CFTC公布的COMEX黄金非商业多头持仓，在2016年上半年持续增长，一度成为黄金价格上行的主要推动力。但进入2016年下半年后，基金持仓从阶段高位回落，显示基金对黄金的持仓兴趣开始退潮(见图六)。

图六：SPRD 黄金 ETF 持仓及 COMEX 黄金非商业多空持仓



白银方面,SLV 白银ETF 持仓和CFTC 非商业多头持仓也自历史高位区回落，基金持仓兴趣同样出现消退（见图七）。

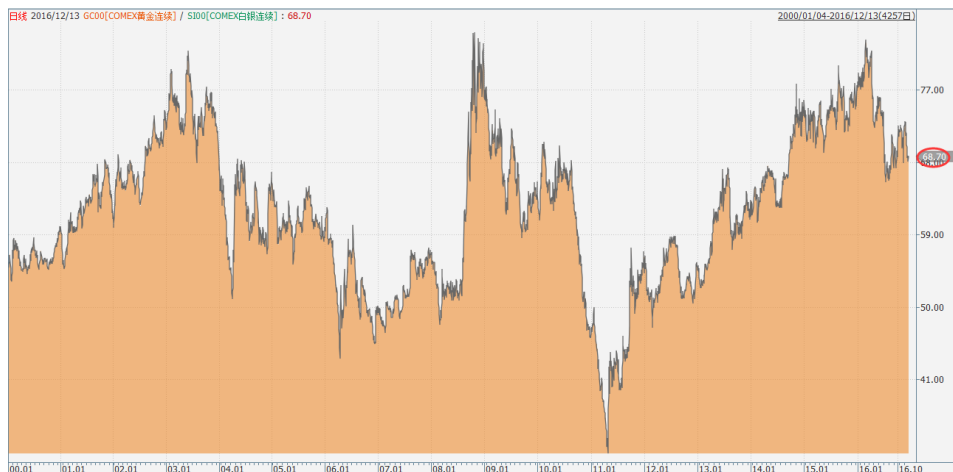
图七：SLV 白银 ETF 持仓及 COMEX 白银非商业多空持仓



## 五、金银比价收缩趋势有望延续

从金银的比价变化来看，黄金白银比价自 2011 年开始连续放大 5 年，2016 年终于出现回落势头，目前最新比价在 68 左右。这一水平仍在近二十年来价差波动范围的相对偏高位置（见图八），金银比价仍有下行空间。因此，在 2017 金银比价的回落势头仍有望延续。

图八：2000 年以来 COMEX 黄金白银比价变化



数据来源：WIND 资讯

## 六、技术上熊缓牛未至，白银相对稍乐观。

从 COMEX 金、银指数的长期图表来看（见图九），金、银期价打破了两年多的震荡下行通道，持续数年的熊市形态有一定的改观。但另一方面，期价在 2016 年上涨到关键技术位附近就开始掉头回落，年内的涨幅回吐大半。同时，月、周均线系统未完全有效转入多头格局，月线上的 MACD 刚好上行到 0 线附近就再度向下收口，未能穿越 0 线进入强势区域。目前的技术格局属于熊气减缓而牛气尚未成形的中间地带，上有重要技术压力，下方又面临着 2008-2009 年宽幅震荡区间带来的密集支撑区，宽幅波动概率较大。相对而言，白银由于连续五年下跌回撤较充分，2017 年相对黄金仍将略显乐观。

图九：COMEX 金银指数月线图



\*资料来源：文华财经

## 第三部分 结论

**2017 年金银关键词：宏观向好、避险弱、通胀、黑天鹅、宽幅波动**

### 一、不利因素

全球宏观经济回稳向好削弱避险需求；美经济乐观及加息预期让美元仍有强势基础，只是加息次数和时点仍有不确定性，加息预期也会有阶段性的强弱变化；宽松货币政策进入末期；基金对贵金属持仓兴趣降温；金银需求端均不乐观，白银相对略好。

### 二、潜在的利好因素

通胀仍有上升势头，给金银提供支撑或有托底之效；经济向好对工业需求潜在刺激作用；流动性不会逆转仍将保持充裕；地区局势变数大，潜在黑天鹅较多；白银供求延续紧平衡。

### 三、价格走势预判

基于前述分析，展望 2017 年，金、银基本面利空因素和利多因素相互交织，基本面将是复杂而多变的一年。技术面处于一种熊气减缓而牛气未成形的过渡阶段，上方压力较重，下方支撑密集。因此，预期 2017 年金银价格难以走出大级别的单边行情（尤其是黄金），宽幅波动应该是 2017 年的主旋律，但宽幅波动中的阶段性机会依然可观，并值得期待。相对而言，在供求差异、商品属性差异，以及金银高比价下，白银相对黄金更显得乐观一些！此外，在汇率因素影响下内盘或强于外盘！

2017 年 COMEX 金的主要波动区间预计在 1000-1400 美元，极值波动区间在 850-1500 美元；COMEX 银的主要波动区间在 13-21 元，极值波动区间在 11-26 美元。2017 年上海黄金期货指数主要价格波动区间预计 240-310 元/克，极值波动区间 220-330 元/克；上海白银期货主要价格波动区间预计在 3700-5000 元/千克之间，极值波动区间 3500-5600 元/千克。