

通联期货研究发展中心

联系人：沈翥

shenyun@tlqh.com.cn

金银价格的震荡调整格局未变，

呈现缓跌急涨特征的概率较大

策略要点

☆行情回顾及展望：从 2013 年全年的金银价格日 K 线图上可以看出，黄金和白银在去年全年的下跌趋势保持良好。从历史的月 K 线图来看，2013 年金银价格的下跌在技术面上归功于二者跌破了上升趋势线。对于金银价格 2014 年度的走势，我们认为：黄金价格的运行区间为 950 至 1450 美元/盎司，白银价格的运行区间为 16 至 25 美元/盎司。

☆2014 年分析逻辑：美联储从 2014 年 1 月起正式启动削减 QE 规模计划，耶伦执掌美联储后将保持货币政策的稳定性和持续性；全球经济继续复苏且通胀保持相对低位，投资者对股票等风险资产的偏好将得以延续，对贵金属的避险需求减弱；现货黄金需求维持稳定，但投资需求大幅下降，工业需求对目前白银价格形成支撑的情形还未能显现；黄金生产成本将对下探的黄金价格产生支撑作用。

☆总结及策略：展望 2014 年度，由于全球经济复苏格局继续延续的可能性较大、欧洲债务危机继续缓和、美联储启动 QE 规模削减计划等基本面因素的影响，加之长期牛市之后的调整不管是幅度还是时间周期都没有达到应有位置的技术面因素，金银价格将延续震荡调整格局，不过相较于 2013 年的大幅下跌格局不同，2014 年全年的走势要缓和很多，更大的概率是走出“缓跌急涨”的典型熊市特征。基于对黄金生产成本的分析，我们给出了震荡调整空间有限的判断。鉴于白银从历史高点的下跌幅度远超过黄金，我们给出了 2014 年银价的调整幅度小于金价的预期。在应对策略上，我们建议投资者在黄金 1200 美元/盎司上方和在白银 20 美元/盎司上方时保持一定的空单持有量，但不能过分看空（即不能重仓持有），在黄金跌破 1100 美元/盎司和白银跌破 18 美元/盎司时陆续减少空单，在黄金达到 1000 美元/盎司和白银达到 16.5 美元/盎司时可转向多单。我们在 2014 年最忧虑的是全球通货膨胀超出预期的提前到来，这将使投资者的目光再度聚焦于贵金属市场，从而令金银价格再度走牛。

目录

一、行情回顾及展望	3
二、美国启动削减 QE 规模计划，但维持低利率政策不变.....	7
三、全球经济继续复苏且通胀保持相对低位	10
3.1 美国经济概况.....	10
3.2 欧洲经济概况.....	14
3.3 日本经济概况.....	15
3.4 中国经济概况.....	16
四、投资者对风险资产的偏好得以延续	17
五、现货需求维持稳定，但投资需求大幅下降	18
5.1 世界黄金协会统计显示黄金首饰需求保持稳定，但 ETF 需求大幅下降	18
5.2 印度政府抑制国内黄金需求的措施效果明显.....	20
5.3 中国的黄金需求.....	21
5.4 世界白银供需状况.....	22
六、黄金生产成本将对下探的黄金价格产生支撑作用	23
七、总结及应对策略	24
免责声明:	25

一、行情回顾及展望

2013 年度，金银价格总体呈现单边震荡下跌的格局，以伦敦现货金银的报价为基准，伦敦现货金 2012 年 12 月 31 日收盘价为 1675.25 美元/盎司，而在 2013 年 12 月 31 日的收盘价为 1205.60 美元/盎司，全年跌幅为 28.03%；伦敦现货银 2012 年 12 月 31 日收盘价为 30.34 美元/盎司，而在 2013 年 12 月 31 日的收盘价为 19.46 美元/盎司，全年跌幅为 35.86%。

其间，金银价格在 4 月 12 日、4 月 15 日和 6 月 20 日至 6 月 27 日出现了暴跌行情；而黄金的反弹行情出现在 7 月至 8 月的两个月之中，白银的反弹行情出现在 8 月。去年全年，黄金价格陆续跌破 1600、1500、1400 和 1300 整数关口，在正式跌破 1200 关口后出现较为强劲的反弹，两个月的反弹行情使得金价回到 1400 关口上方，但之后再度下探，年底时徘徊在 1200 整数关口附近。与此同时，白银价格在 2 月份跌破 30 整数关口，并在 6 月 20 日跌破 20 整数关口，经过 7 月份在 19 美元/盎司附近横盘震荡之后，8 月出现强劲反弹，冲至 25 美元/盎司附近，但 9 月之后再度震荡下探，年底时徘徊在 20 美元/盎司的整数关口附近。

从 2013 年全年的金银价格日 K 线图上可以看出，黄金和白银在去年全年中的下跌趋势保持良好。在 2013 年上半年的单边下跌过程中，银价的下跌幅度大于金价。在 7 月反弹时，金价也先于银价开始反弹，之后在 8 月的反弹中银价才迅速赶超金价反弹的速度。9 月之后二者均震荡下探，金价跌到年中低点附近，但银价略高于年中低点。

2013 年度伦敦现货黄金、白银和上期所期金指数、期银指数的价格走势见图 1、图 2、图 3 及图 4。

图 1: 伦敦现货黄金 2013 年度走势日 K 线图

单位: 美元/盎司



资料来源: 文华财经、通联期货研究发展中心

图 2: 沪金指数 2013 年度走势日 K 线图

单位: 元/克



资料来源: 文华财经、通联期货研究发展中心

图 3: 伦敦现货白银 2013 年度走势日 K 线图

单位: 美元/盎司



资料来源: 文华财经、通联期货研究发展中心

图 4: 沪银指数 2013 年度走势日 K 线图

单位: 元/千克



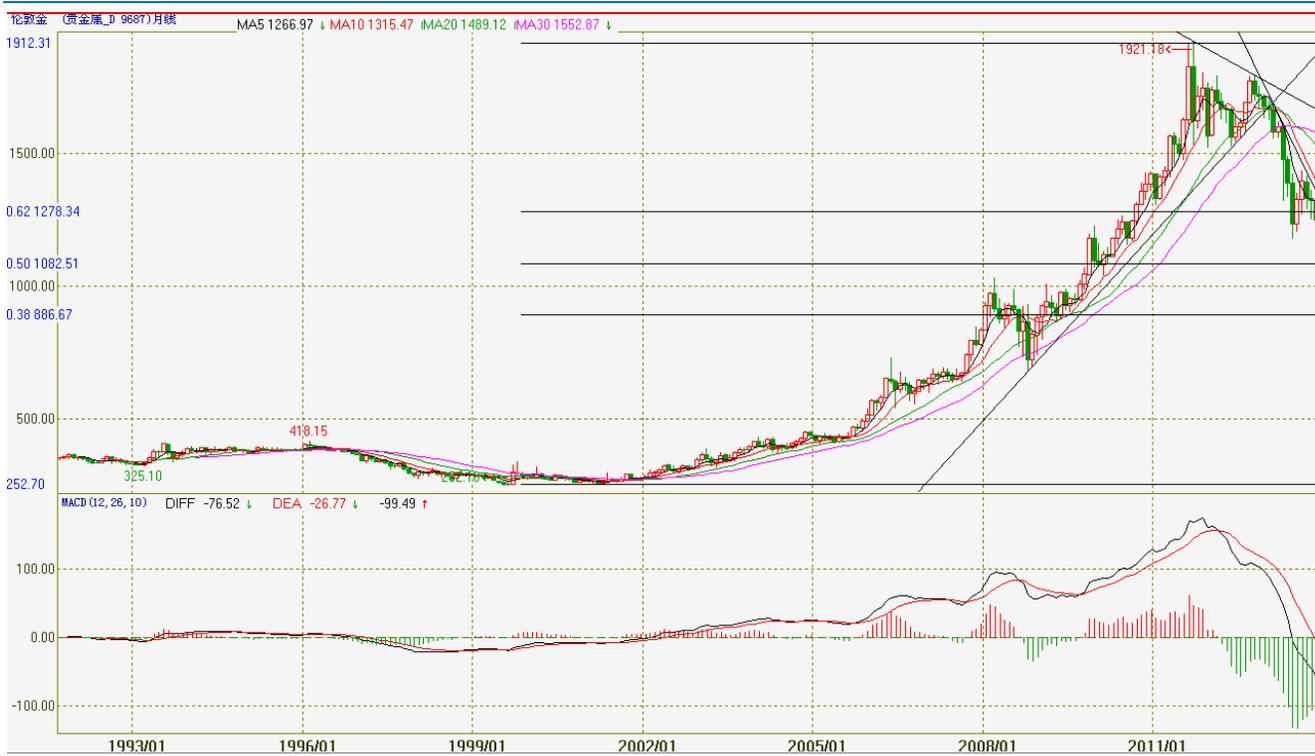
资料来源: 文华财经、通联期货研究发展中心

从历史的月K线图来看（见图5及图6），2013年金银价格的下跌在技术面上归功于二者跌破了上升趋势线。黄金在2013年度是牛熊转折的一年，而我们对黄金的判断是“长期牛市之后的调整不管是幅度还是时间周期都没有达到应有的位置”，2014年将继续调整。与此同时，鉴于白银从历史高点的下跌幅度远超过黄金，2014年银价的调整幅度小于金价的可能性稍大。

对于金银价格2014年度的走势，我们认为：黄金价格的运行区间为950至1450美元/盎司，白银价格的运行区间为16至25美元/盎司。

图5：伦敦现货黄金1992年至2013年月K线走势图

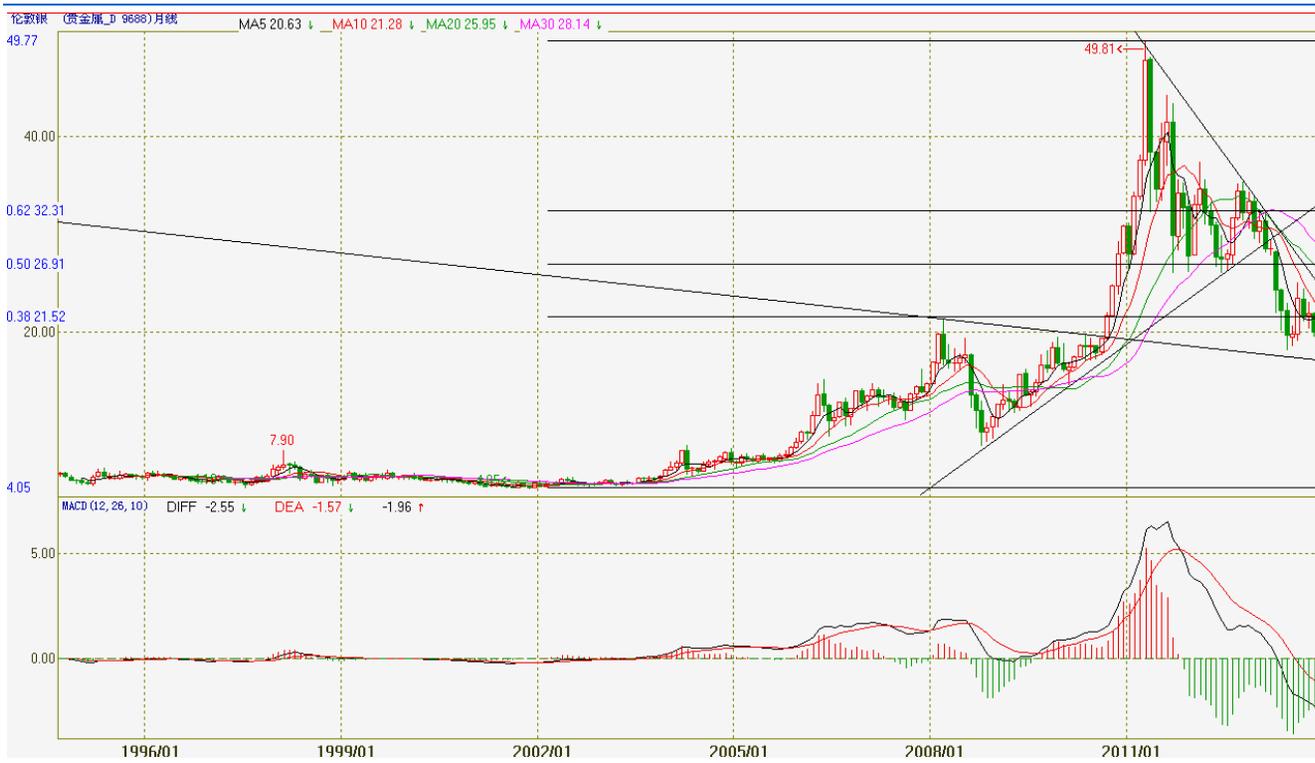
单位：美元/盎司



资料来源：文华财经、通联期货研究发展中心

图 6: 伦敦现货白银 1995 年至 2013 年月 K 线走势图

单位: 美元/盎司



资料来源: 文华财经、通联期货研究发展中心

二、美国启动削减 QE 规模计划，但维持低利率政策不变

2013 年 12 月美国联邦公开市场委员会(FOMC)公布了货币政策声明。FOMC 宣布，从 2014 年 1 月份开始，FOMC 将以每个月 350 亿美元的规模扩大其机构抵押贷款支持债券的持有量，而不是此前的每个月 400 亿美元；同时将以每个月 400 亿美元的规模扩大其长期美国国债的持有量，而不是此前的每个月 450 亿美元。在此次会议上，FOMC 还决定将基准利率维持不变，符合市场广泛预期；同时继续预计 FOMC 很可能至少在失业率仍旧维持在 6.5% 上方、通胀率在未来一两年时间里较 FOMC 的 2% 长期目标高出 0.5 个百分点、以及长期通胀预期仍旧十分稳定的条件下维持极低利率。

FOMC 在其声明中指出：10 月会议以来，美国联邦公开市场委员会（FOMC）得到的信息显示，美国经济活动正在以温和（moderate）速率扩张。就业市场情况显示出进一步的改善；失业率下降，但仍然较高。家

庭支出和商业固定投资有所增长，但同时房地产部门的复苏近几个月来有所放缓。财政政策对经济增长有限制作用，但这种作用在逐渐消退。通胀水平一直处于美联储长期目标之下，但长期通胀预期仍保持稳定。与使命相一致，委员会寻求促进就业增长最大化和价格稳定。委员会预计，在合适的政策调整下，经济增长将从最近的速率水平有所提升，失业率将逐渐下降至委员会认为符合其双重使命的水平。委员会认为，经济前景和就业市场前景的风险已经更趋近于平衡了。委员会意识到，通胀水平仍然在 2% 的目标之下，这可能会对经济表现构成风险。委员会正在对通胀情况的进展悉心监控，留意中期内通胀重回目标水平的证据。将实行 QE 以来的联邦财政政策紧缩程度也考虑在内，委员会认为，在此期间美国经济活动和就业市场环境有所改善，符合更广范围内经济增强的观点，委员会在迈向就业最大化和就业市场前景改善方面取得了一些进步，因此决定开始温和削减资产购买速度。委员会维持现有的退出政策，即将所持机构债务和机构 MBS 的本金再对 MBS 进行投资、并在国债拍卖中对到期国债进行展期。委员会目前对长期国债的持有量较大，且仍在增长，这应该会对长期国债收益率保持下行压力，支持抵押贷款市场，让更广范围内的金融环境更为宽松，这些因素也将对于经济复苏提供支持作用，帮助确保通胀水平符合委员会的双重使命。委员会将密切监控未来数月经济和金融方面进展的信息，将持续购买美国国债和 MBS，同时合理部署其它政策工具，直至达到就业市场实质性改善和价格稳定的目的。如果未来的信息广泛支持委员会的预测，即就业市场环境持续改善，通胀朝目标靠近，那么委员会很可能在未来的会议上进一步谨慎削减资产购买。然而，资产购买没有预设好的程序可按之操作，委员会关于放缓购债速率的决定仍将取决于对就业市场和通胀情景的展望。为了实现就业持续增长和价格稳定，委员会再次确认其观点，即资产购买项目结束之后，仍会在很长时间内（a considerable time）保持宽松的货币政策立场。委员会同时重申其预期，即只要失业率保持在 6.5% 上方，就会一直维持 0-0.25% 的超低利率水平。预计未来 1-2 年内的通胀水平不会比 2% 的目标高 0.5 个百分点以上，长期通胀预期将得

到很好的控制。在决定将高度宽松政策维持多久的时候，委员会还将考虑其他信息，包括就业市场的其它衡量指标和金融环境发展的相关信息。目前，基于对这些因素的评估，委员会认为在失业率降至 6.5% 之后的相当长一段时间内，维持目前联邦基准利率水平都是合适的，尤其是在通胀水平持续低于 2% 的情况下。当委员会决定开始撤出宽松政策时，将会采取一个平衡的方式，将符合其促进就业的长期目标和 2% 通胀目标。

美联储主席伯南克在发布会上回答《华盛顿邮报》记者提问时表示，如果通胀和就业维持现在的温和改善势头，缩减量化宽松(QE)也将采取相应的步调，在未来的每次会议上均适度缩减，直到明年底最终结束 QE。《华盛顿邮报》记者在发布会上问道，鉴于缩减 QE 很可能采用渐进但目前难以预定的方式，联储能否详细说明一下决定削减多少 QE 和时间选择的决策框架，此前联储说过将在 2014 年中前后结束 QE，这依然是一种可能的情境吗？伯南克的回答是：“正如我此前说过的，我们所采取的行动取决于经济数据。如果我们在通胀和就业持续增长方面取得进展，可以想象我们将在未来每次会议上均温和缩减 QE，这意味着我们要到明年底时完全结束 QE，而不能肯定就是在明年中期。”伯南克进一步指出：“如果经济因某种原因而增长放缓，或者我们对数据感到失望，我们可能会在未来的 一次或两次会议上不缩减。当然，另一方面如果情况加速好转，我们可能会缩减得快一点，但我们预计在 2014 年多数时段内将维持与今天类似的温和举措。”《华尔街日报》记者提问道，鉴于美联储下个月将进入主席更替的过渡期，能否阐述一下耶伦在构建今日所公布政策中所扮演的角色，如果她的任命获得国会认可，在她领导下联储今天所公布政策将保持何种延续性。伯南克明确表示：“我们的政策将保持延续。我一直以来都保持与耶伦的密切沟通，即使在她被提名为下届主席之前也是如此，今天所做的决定我也深入咨询了她的意见。她完全支持我们今天作出的决策。”

我们从 FOMC 公布的货币政策声明及伯南克在发布会上的答记者问中可以看出，美联储面对不断膨胀的自身资产负债表，选择了温和削减 QE 的举措，同时目前的美国经济数据也支持了这一举措；下一任美联储主席

耶伦也支持逐步温和削减 QE 的计划，在其上任初期的 2014 年，美联储极有可能在 2014 年年末完全结束 QE。

金银价格在 2008 年金融危机后的大牛行情源于美联储的量化宽松。在 2008 年全球金融危机爆发时，由于白银工业需求大幅萎缩使得银价从当年 7 月 15 日的 19.30 美元每盎司大幅下跌至 11 月 21 日的 9.17 美元每盎司，跌幅为 52.49%，同期金价从 986.00 美元每盎司下跌至 774.50 美元每盎司，跌幅为 21.45%。美联储在 2008 年 11 月 25 日正式开启第一轮 QE，直接导致了贵金属再度走牛，接着 2010 年 11 月 3 日的第二轮 QE 直接助力金银价格在 2011 年纷纷创出阶段高点。但是 2012 年 9 月 14 日的第三轮 QE 只是推动了金银价格的阶段性反弹，金价未能突破 1800 美元每盎司，之后 12 月 12 日的第四轮 QE 甚至根本没有对处于回落之中的金银价格产生支撑作用。2013 年金银价格在美联储退出 QE 的氛围及塞浦路斯拟出售黄金储备的消息下受到重挫；在 9 月份出乎全世界大多数人预料的暂不削减 QE 的声明发布后，金银价格也没有选择反弹而是缓步下跌；在 12 月美联储正式宣布温和削减 QE 后，金银价格的反应只是跌幅稍大。

由此我们认为，2013 年金银价格的暴跌已经充分消化了美联储温和削减 QE 的举措，后续金银价格不会因 QE 削减的消息而大幅下跌，但伴随着 QE 在 2014 年的逐步退出，金银价格继续出现调整的概率大于重新走牛的概率。

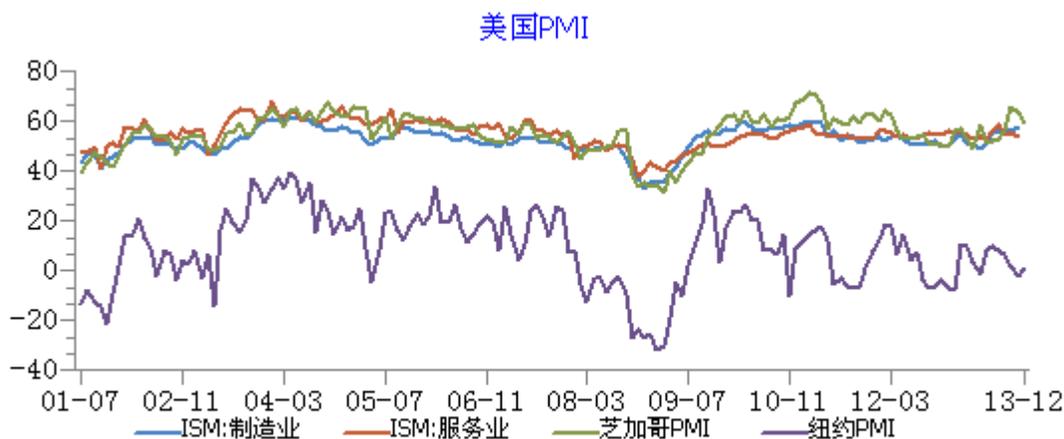
三、全球经济继续复苏且通胀保持相对低位

3.1 美国经济概况

金融危机后美联储的持续低利率及量化宽松政策使得美国的失业率降低而通胀略微回升，美国经济正在缓慢复苏的趋势之中。从目前各国公布的经济数据看，美国复苏步伐较其他发达国家和地区快。从美国的各项 PMI 数值来看（见图 7），2013 年下半年以来，服务业、制造业 PMI 和芝加哥地区的 PMI 已明显超过荣枯线 50，而纽约地区的 PMI 基本维持在 0 值上方。美国消费者信心指数在 2013 年全年维持在 80 附近震荡（见图 8），

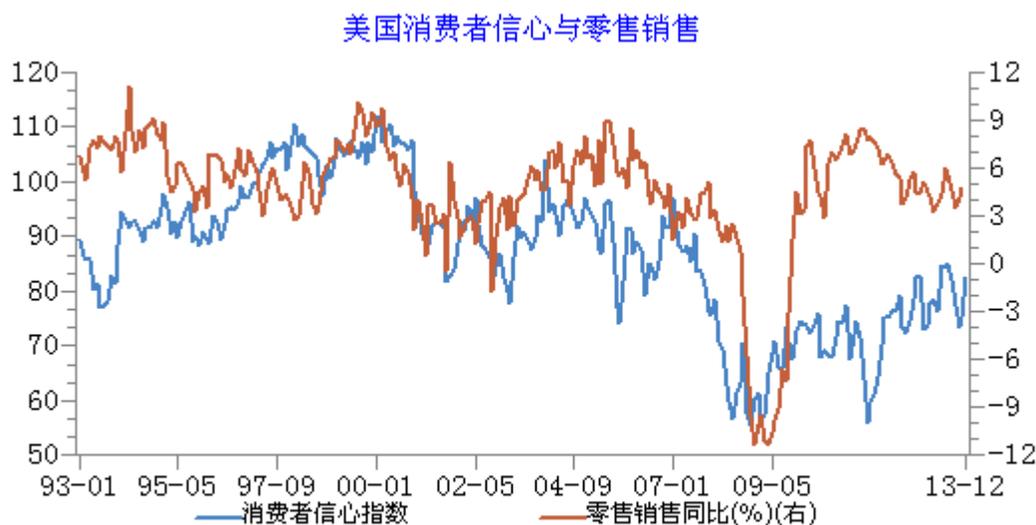
接近于金融危机前的水平。2013年全年的零售销售同比数据处在3%至6%之间（见图8），低于上年同期的增长速度，这主要由上年同期数据较好所造成，但目前的零售销售同比数据与金融危机前水平无异。2013年的美国消费信贷保持了良好的势头，GDP环比增速趋于正常水平并在下半年加速提高（见图9）。美国初请失业救济人数和持续领取失业救济人数稳步下滑（见图10），新增非农就业人数保持稳定，使得美国的失业率从年初的接近8%水平下降到年底的7%（见图11）。美国CPI指数维持低位，接近于1%的水平，远没有达到美联储的2%目标，且缓慢上升趋势也不明显。这些都说明美国经济在2013年处于复苏进程之中。

图7：美国的各项PMI



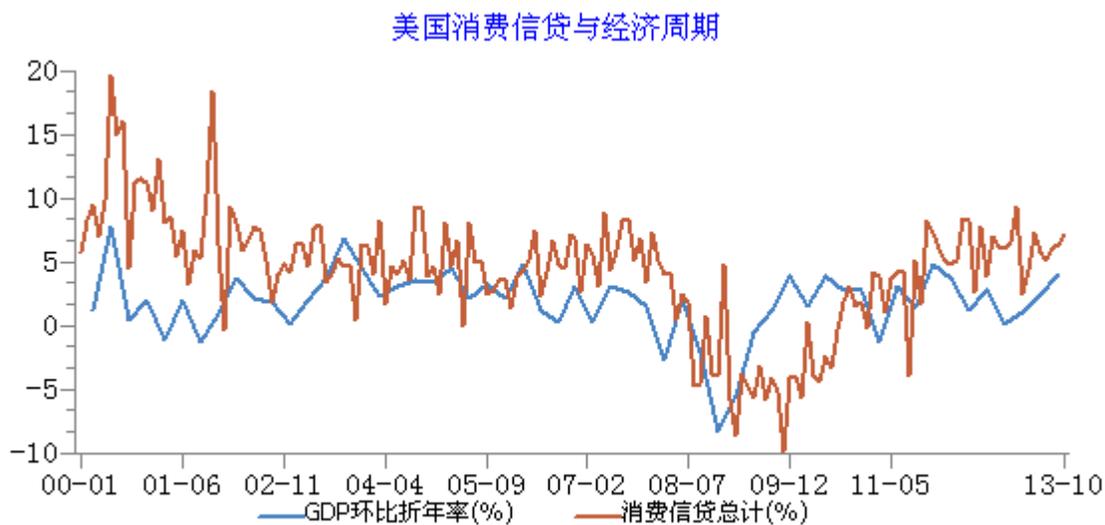
资料来源：Wind、通联期货研究发展中心

图 8: 美国消费者信心与零售销售



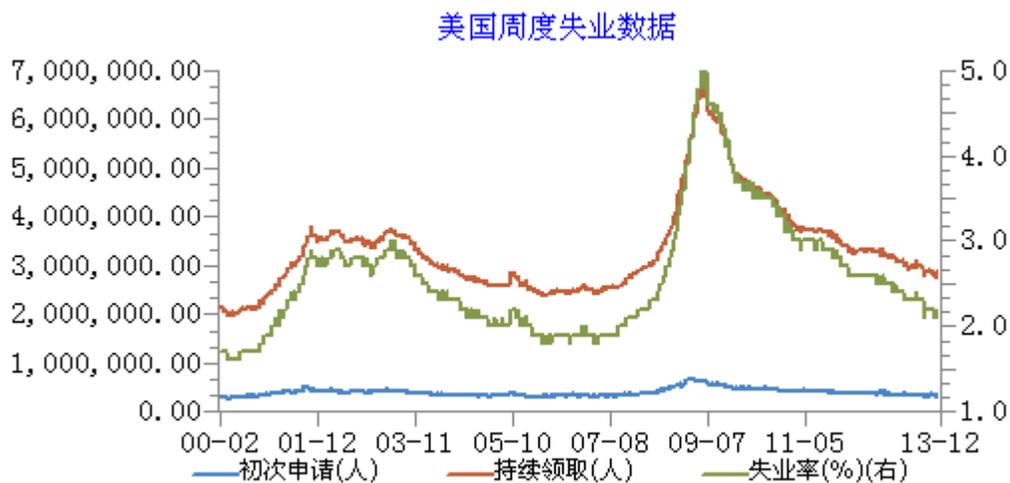
资料来源: Wind、通联期货研究发展中心

图 9: 美国消费信贷及 CPD 环比



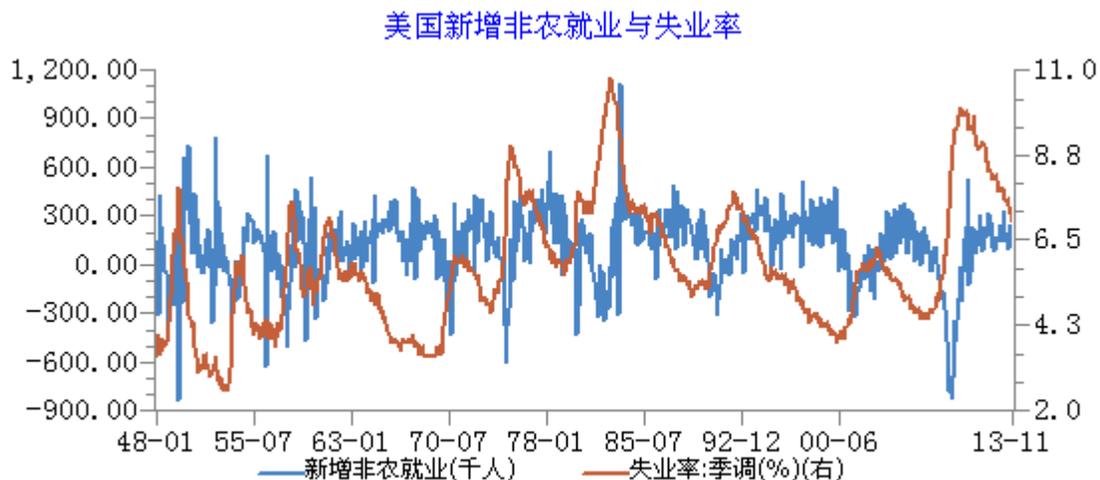
资料来源: Wind、通联期货研究发展中心

图 10: 美国周度失业数据



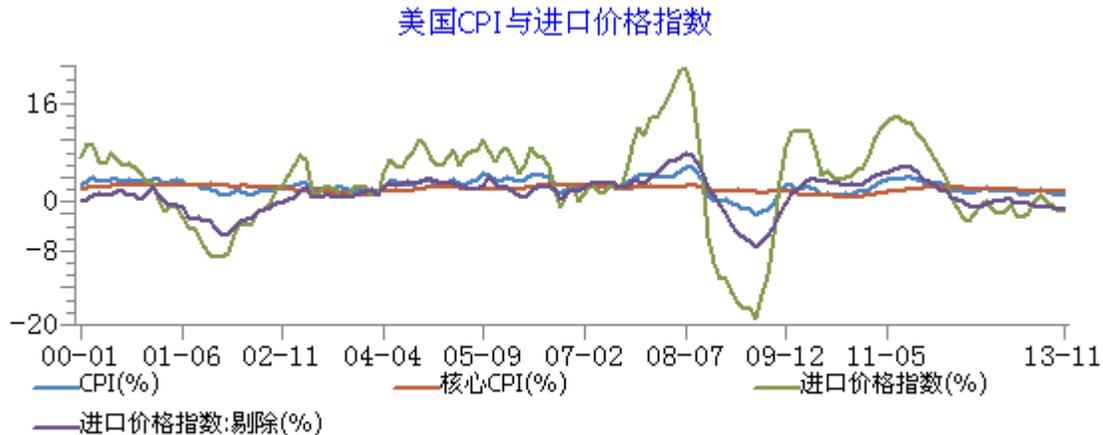
资料来源: Wind、通联期货研究发展中心

图 11: 美国新增非农就业数据及失业率



资料来源: Wind、通联期货研究发展中心

图 12: 美国 CPI 数据及进口价格指数



资料来源: Wind、通联期货研究发展中心

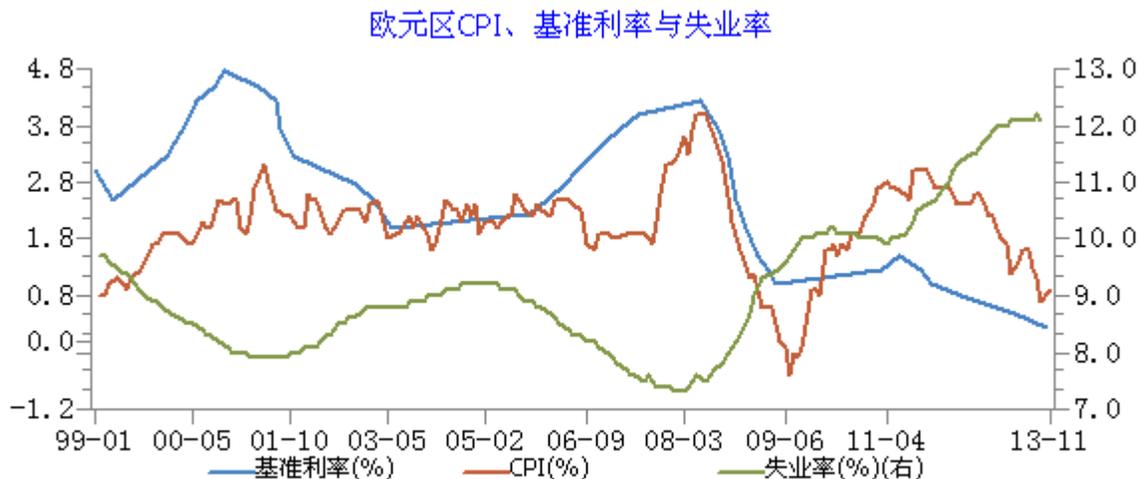
3.2 欧洲经济概况

虽然欧洲在 2013 年上半年经历了塞浦路斯“存款税”风波，但欧债危机已趋缓。爱尔兰在 12 月 15 日正式退出“三驾马车”（欧盟委员会、欧洲央行和国际货币基金组织）的救助计划，成为首个退出救助的欧元区国家。爱尔兰总理肯尼表示，为实现 2014 年重返债市融资，爱尔兰准备了 3 年。现在，爱尔兰国家资产管理局已积累了 200 多亿欧元的现金储备。随着经济重获竞争力，爱尔兰经济增速回归常态，出口已增长到历史最高点，国际收支处于盈余状态。欧洲政策研究中心主任丹尼尔·格罗斯认为，爱尔兰经济基本面已企稳，增长率高于危机之前，只有较小的经常项目逆差，公共财政也大为改善，这三方面都远远好于希腊和其他国家。我们预计在不久的将来，希腊、葡萄牙、西班牙和塞浦路斯等接受“三驾马车”资金援助的国家也将退出救助计划，从而宣告欧债危机告于段落。

2013 年 11 月欧洲央行意外宣布将基准利率下调 0.25 个百分点，达到历史新低 0.25%。欧盟数据显示，11 月欧元区整体 CPI 年率仅有 0.9%，其中芬兰和德国分别达到 1.8%和 1.6%，希腊只有-2.9%，而欧洲央行的通胀目标是 2%。在通胀很低的情况下，基准利率处在历史低位，这无疑对欧元

区及整个欧洲的复苏带来动力。目前欧元区的失业率维持在 12% 的历史高位（见图 13），但值得庆幸的事失业率上升势头已得到遏制。

图 13: 欧元区 CPI、基准利率和失业率

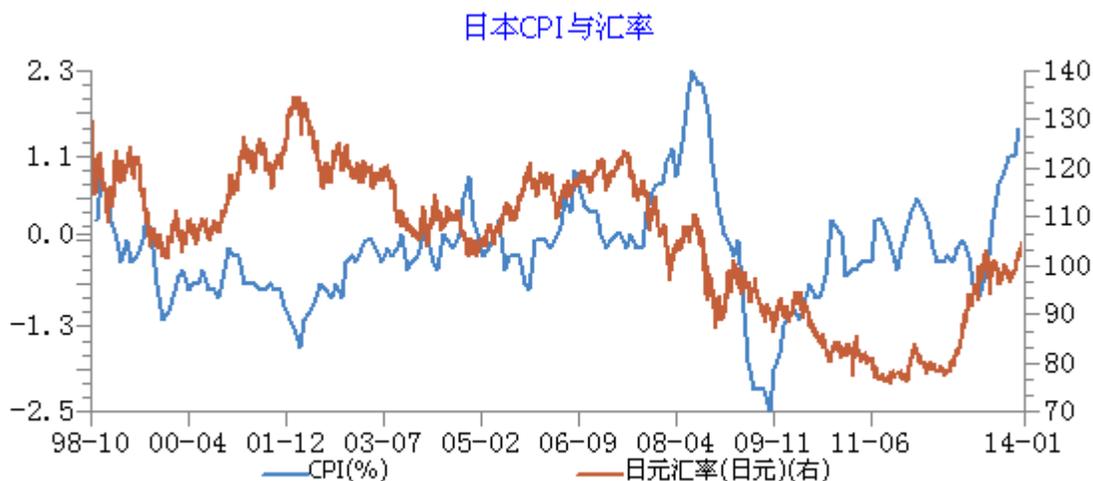


资料来源: Wind、通联期货研究发展中心

3.3 日本经济概况

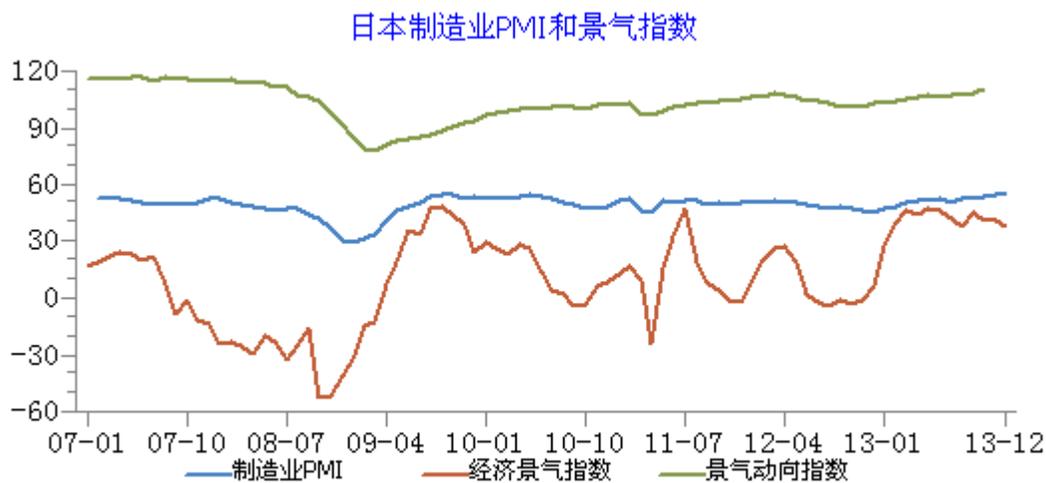
目前的数据显示，2013 年日本再度量化宽松的政策已使日本经济企稳，经过“失去的 20 年”之后，日本经济正式开始反弹。在日本首相安倍的大踏步量化宽松政策推动下，日元迅速贬值使得日本的出口企业及经济出现转机，与此同时日本 CPI 也从负值快速回升至 1% 以上（见图 14）。2013 年全年，日本制造业 PMI 从年初的低于 50 稳步上升，年底已略超 55；景气动向指数从年初的略超 100 稳步升至年底的略超 110；经济景气指数全年维持在 40 附近的高位。总总迹象表明，日本的量化宽松政策使得日本经济在 2013 年出现转机，虽然其持续性有待观察，但 2014 年日本经济实现较稳定增长是大概率事件。

图 14: 日本 CPI 数据和汇率



资料来源: Wind、通联期货研究发展中心

图 15: 日本制造业 PMI 和景气指数



资料来源: Wind、通联期货研究发展中心

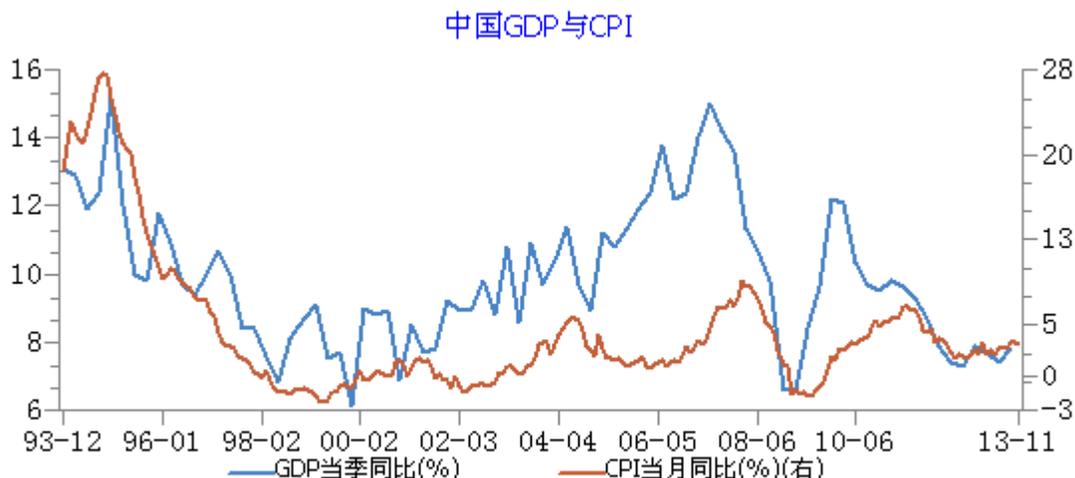
3.4 中国经济概况

2013 年上半年中国顺利实现了换届, “稳中求进”、“积极的财政政策和稳健的货币政策”得以延续, 2013 年 GDP 增长大于等于 7.5%, 通胀小于 3.5%成为大概率事件。虽然在 6 月份出现了暂时的“钱荒”, 且年

底再度出现钱紧态势,但 SLF 和 SLO 工具的应用使得中国人民银行能够较好的稳定短期市场利率,实现“用好增量、盘活存量”,完成“优化金融资源配置,更好地服务实体经济发展”的目标。

我们预计 2014 年在以中国(上海)自由贸易实验区等改革措施的带动下,中国在 2014 年完成 GDP 高于 7%的同比增长是大概率事件。

图 16: 中国 GDP 数据及 CPI



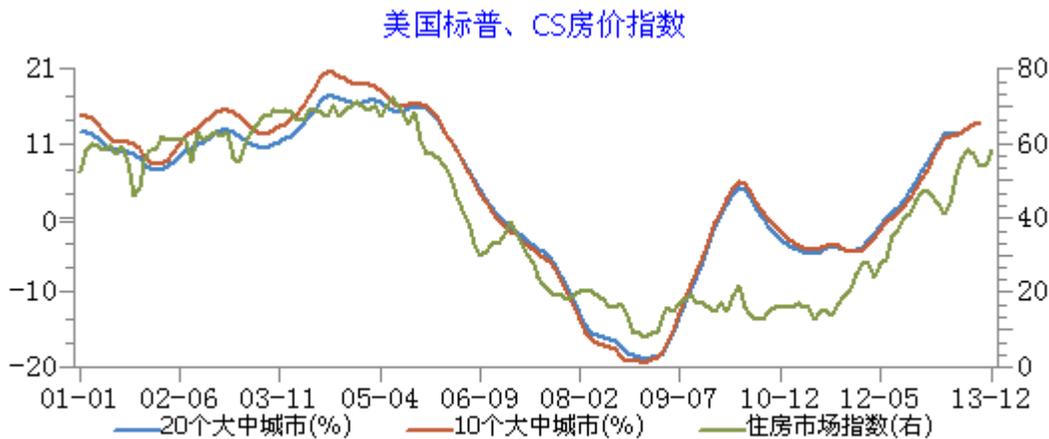
资料来源: Wind、通联期货研究发展中心

四、投资者对风险资产的偏好得以延续

虽然 2013 年特别是 6 月时全球股市因美联储下半年削减 QE 及中国“钱荒”的影响出现了动荡,但在 2013 年上半年,美国道琼斯工业指数和标普 500 指数均刷新了二者在 2007 年创下的历史最高点位。2013 年下半年美国道琼斯工业指数和标普 500 指数继续攀升并屡创历史新高,纳斯达克指数也在年末站上 4000 点,同时美国房价也屡屡走高。在欧洲市场上,德国 DAX 指数在 2013 年上半年也创出了历史新高,并在下半年加速上行,超过 1 万点指日可待。欧洲表现较差的股票指数为受到债务危机冲击的西

班牙、意大利、法国等国家的指数，但这些国家的股票指数依旧在缓慢回升的趋势之中，其中法国的 CAC40 指数在下半年刷新了金融危机后反弹的新高。日本股市随着日元的贬值，在 2013 年上半年出现了一波凌厉的上攻趋势，虽然 5 月下旬之后经历了历时近 6 个月的震荡调整期，但其在年底再度刷新反弹新高，目前点位已接近金融危机前的点位。总体而言，目前投资者对股票、地产等风险资产的偏好在 2013 年全年中的以保持，这一点在 12 月美联储宣布温和削减 QE 后美国股指再攀新高中可以看出，同时，投资者对通胀的担忧减弱，使得其对贵金属市场的避险需求减弱。我们预计，随着全球经济的继续缓慢回升，投资者对股票等风险资产偏好将得以延续，这将继续使贵金属市场的避险需求及投资需求减弱。贵金属价格再度走牛的概率依旧小于震荡调整的概率。

图 17: 美国标普/CS 房价指数



资料来源: Wind、通联期货研究发展中心

五、现货需求维持稳定，但投资需求大幅下降

5.1 世界黄金协会统计显示黄金首饰需求保持稳定，但 ETF 需求大幅下降

根据世界黄金协会的统计（见图 18），2013 年第三季度，占比最大

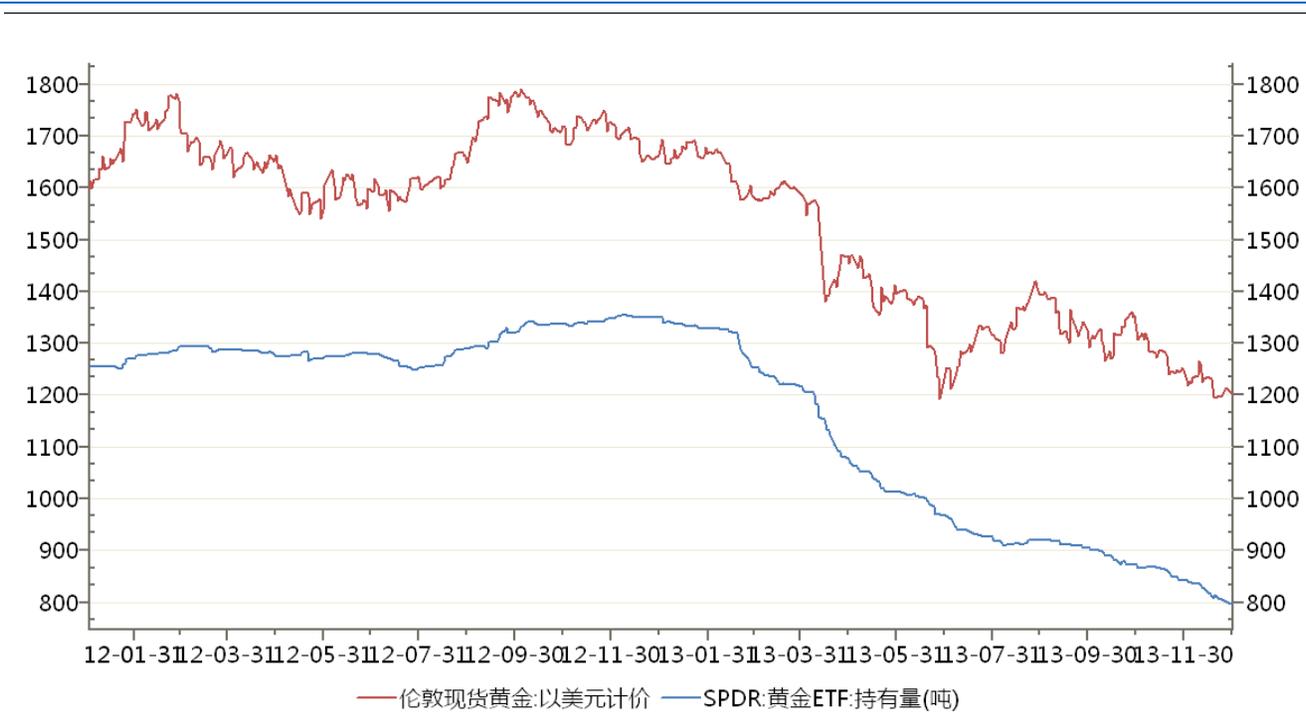
的黄金首饰需求和技术需求依旧保持稳定，并有少量增长，但央行净购金降幅很大，且投资需求出现超过腰斩的巨大降幅。目前黄金投资需求的主导是黄金 ETF，而全球最大的黄金 ETF——SPDR Gold Shares (GLD) 的持仓在 2013 年全年下降巨大。数据显示，SPDR Gold Shares 在 2012 年 12 月 31 日的黄金持仓为 1350.82 吨，其在 2013 年全年一直延续了减持格局，单日增持的天数屈指可数，2013 年 12 月 31 日的持仓为 798.22 吨（其持仓于 12 月 30 日正式跌破 800 吨整数关口）。也就是说，2013 年一年时间，单 SPDR Gold Shares 就减持了近 552.6 吨黄金，持仓降幅为 40.91%。

图 18: 2011 年以来的黄金需求统计表

	2011	2012	Q4'11	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12	Q1'13	Q2'13	Q3'13 ¹	Q3'13 vs Q3'12 % chg	4-quarter % chg ²
Jewellery	1,975.1	1,896.1	472.5	490.4	420.6	461.7	523.4	554.8	603.0	486.7	5	17
Technology	451.7	407.5	103.4	105.8	103.3	102.1	96.2	102.4	104.0	102.8	1	-2
Electronics	319.9	284.5	72.7	73.8	71.4	72.3	67.0	72.0	72.5	72.9	1	-2
Other industrial	88.9	84.4	20.3	22.0	22.1	20.5	19.9	21.5	22.2	20.6	0	-1
Dentistry	42.9	38.6	10.4	10.0	9.8	9.3	9.4	8.8	9.2	9.3	0	-7
Investment	1,703.8	1,535.5	462.4	398.1	286.6	425.3	425.4	240.0	129.0	185.5	-56	-38
Total bar and coin demand	1,518.7	1,256.4	358.0	344.9	286.7	287.5	337.3	416.5	531.3	304.2	6	24
Physical bar demand	1,185.8	945.5	281.3	265.6	212.4	213.9	253.5	305.7	394.5	225.2	5	21
Official coin	245.2	197.5	58.7	52.8	51.4	43.9	49.4	80.1	98.4	63.1	44	41
Medals/imitation coin	87.8	113.4	18.1	26.5	22.8	29.7	34.3	30.8	38.4	16.0	-46	23
ETFs and similar products ³	185.1	279.1	104.4	53.2	0.0	137.8	88.1	-176.5	-402.2	-118.7	-	-
Central bank net purchases	456.8	544.1	112.8	117.8	163.5	112.3	150.4	124.2	79.3	93.4	-17	-12
Gold demand	4,587.4	4,383.2	1,151.1	1,112.3	974.2	1,101.4	1,195.3	1,021.3	915.3	868.5	-21	-8
London PM fix (US\$/oz)	1,571.5	1,669.0	1,688.0	1,690.6	1,609.5	1,652.0	1,721.8	1,631.8	1,414.8	1,326.3	-20	-8

资料来源：GFMA, World Gold Council

图 19: SPDR 黄金持仓量和伦敦黄金现货价格走势

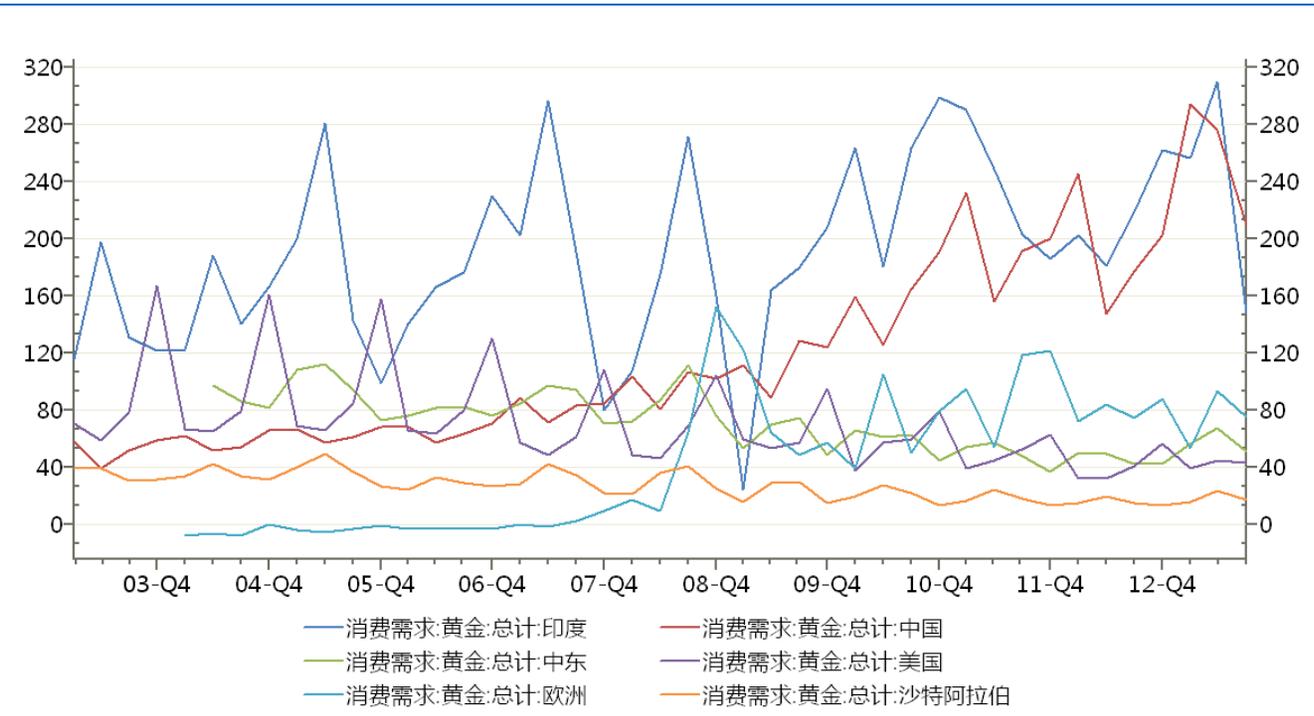


资料来源: 文华财经、通联期货研究发展中心

5.2 印度政府抑制国内黄金需求的措施效果明显

印度 2012 年 4 月起将黄金进口关税从 2% 上调至 4%，2013 年 1 月再度将其上调至 6%，2013 年 6 月再度上调至 8%，2013 年 8 月出现年内第三次上调，至 10%。黄金进口关税的大幅上调旨在抑制印度对于进口黄金的需求，从而缩减经常账户赤字。我们预期印度政府的措施将使得作为黄金消费第一大国的印度缩减黄金消费，并把世界黄金消费第一国的位置让与中国。数据显示（见图 20），印度的黄金消费需求已在 2013 年第三季度出现大幅下滑，而中国在 2013 年第三季度成为世界上消费黄金最多的国家。

图 20: 主要国家和地区的黄金消费需求



资料来源: 文华财经、通联期货研究发展中心

5.3 中国的黄金需求

2013 年 4 月 15 日黄金价格暴跌之后, 出现了媒体报道的中国大妈抢金潮, 虽然购金数量达到 300 吨的报道比较夸大, 但也较为准确的反映了中国投资者购买黄金的热情。数据显示 (见图 20), 中国在 2013 年第二季度的黄金消费量为 275.7 吨, 比 2012 年同期的 147.4 吨出现了 87% 的同比增长。但是, 在黄金价格维持相对低位的 2013 年下半年, 中国投资者的购金热情出现了与其他国家类似的降温, 2013 年第三季度中国的黄金消费量为 209.6 吨, 虽然同比依旧增长, 但环比出现大幅下滑。

根据高盛的黄金研究报告, 我们了解到, 历史上黄金价格出现大跌之后, 购买黄金实物的需求都会短期内爆发, 但这一需求的短暂爆发不会影响黄金价格在中长期内的趋势。鉴于目前中国大陆股票市场维持低迷、房地产市场限购政策延续等情形, 都使得中国大陆投资者的投资路径受到限制, 而黄金价格自 2011 年 1900 美元/盎司的阶段高点回落以来跌幅巨大, 我们预计中国大陆投资者 2014 年大量购买黄金的现象将得到一定程度的

延续，这一购金行为将缓解黄金下跌的压力，但不影响中长期黄金调整的趋势。也就是说，我们预计中国大陆的黄金需求将使得黄金价格在 2014 年的震荡调整中跌幅有所减少。同时，我们也需要揭示一个风险，即 2014 年中国 A 股出现回暖，这将直接导致中国投资者对黄金投资需求的减弱，如果出现这一情况，那么 2014 年的金价将得不到中国投资者买盘的支撑。

5.4 世界白银供需状况

我们从 The Silver Institute 的统计中可以看出（见图 21），2012 年白银的供给量在上升，而上升的部分来源于矿产，矿产的产出具有一定的刚性；白银的制造需求下降较为明显，其中工业需求也有所下降。我们认为面对白银价格的高企，白银的矿产供给将保持平稳（有微幅增长的趋势），而白银的制造业需求有下降趋势，这使得投资需求不能很好的消化白银的供给剩余。在白银价格继续调整的趋势下，工业需求可能会上升，但在 2013 年年底 20 美元/盎司的价位上，工业需求对白银价格的影响还不能显现。随着时间步入 2014 年，我们将在工业需求对白银价格形成有力支撑的价位修正我们的预期，但我们目前认为 20 美元/盎司价位时的白银工业需求对白银价格的支撑只是投资者的心理因素，不是实际因素。当然，2014 年光伏产业的回暖将增加白银的工业需求，但目前依旧不能支撑 20 美元/盎司以上的银价。

图 21: 世界白银供给与需求

World Silver Supply and Demand (in millions of ounces)										
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Supply										
Mine Production	597.2	613.6	637.2	641.3	666.1	683.0	713.6	752.7	757.0	787.0
Net Government Sales	88.7	61.9	65.9	78.5	42.5	30.5	15.6	44.2	12.0	7.4
Old Silver Scrap	196.0	198.7	202.7	206.2	203.0	200.8	199.8	228.8	258.1	253.9
Producer Hedging	-	-	45.9	-	-	-	-	50.4	12.2	-
Implied Net Disinvestment	7.8	-	-	-	1.4	-	-	-	-	-
Total Supply	889.8	874.1	951.7	926.0	913.0	914.3	929.1	1,076.2	1,039.4	1,048.3
Demand										
Fabrication										
Industrial Applications	368.4	389.7	430.3	453.0	486.2	490.9	403.6	500.7	487.8	465.9
Photography	192.9	178.8	160.3	142.2	117.6	101.3	79.3	72.1	66.1	57.8
Jewelry	186.8	187.6	188.4	176.5	183.8	179.1	178.7	192.8	186.5	185.6
Silverware	85.1	68.3	69.6	63.4	61.5	59.8	55.0	52.8	48.3	44.9
Coins & Medals	35.7	42.4	40.0	39.8	39.7	65.3	78.8	99.4	118.3	92.7
Total Fabrication	868.8	866.7	888.6	874.9	888.9	896.4	795.4	917.9	907.1	846.8
Producer De-Hedging	21.0	2.0	-	11.6	24.1	8.7	17.4	-	-	41.5
Implied Net Investment	-	5.4	63.1	39.5	-	9.3	116.3	158.3	132.3	160.0
Total Demand	889.8	874.1	951.7	926.0	913.0	914.3	929.1	1,076.2	1,039.4	1,048.3

资料来源: The Silver Institute

六、黄金生产成本将对下探的黄金价格产生支撑作用

通过对 A 和 H 股上市的国内黄金生产商的财务报告分析,我们得出了 2013 年前三季度国内黄金生产商的矿产金成本约为 900 美元/盎司。根据 CPM 的 2013 世界黄金年鉴中的数据,2012 年世界黄金开采的直接成

本已经达到 761 美元/盎司。根据 Wind 统计的数据，2011 年国际黄金的生产成本已高于 800 美元/盎司。

我们预计，由于员工工资成本的上升，世界黄金生产商平均的矿产金成本在 2013 年也将接近国内黄金生产商的成本。故我们认为，目前黄金生产成本的高企，将对下跌趋势之中的黄金价格形成较强支撑，从而支持我们“2014 年度黄金价格震荡调整幅度有限”的观点。

图 22: 中国黄金生产商的生产成本

公司	2013年前三季度成本	2012年生产成本	2011年成本
山东黄金		200.63元/克 (约990美元/盎司), 矿产金	
中金黄金		263.73元/克 (约1300美元/盎司), 有所高估	
紫金矿业	155.28元/克 (约790美元/盎司), 矿产金	120.82元/克 (约600美元/盎司), 矿产金	86.47元/克 (约430美元/盎司), 矿产金
	293.05元/克 (约1500美元/盎司), 冶炼金	335.03元/克 (约1650美元/盎司), 冶炼金	334.32元/克 (约1650美元/盎司), 冶炼金
恒邦股份		299.5元/克 (约1480美元/盎司), 冶炼金	
辰州矿业		277.87元/克 (约1370美元/盎司)	
荣华实业		262.53元/克 (约1295美元/盎司)	
中国黄金国际	870美元/盎司, 长山壕矿的矿产金	928美元/盎司, 长山壕矿的矿产金	876美元/盎司, 长山壕矿的矿产金
招金矿业	134.63元/克 (约690美元/盎司) (上半年综合克金成本)		124元/克 (约610美元/盎司), 中信证券国际

资料来源: 各公司财报、通联期货研究发展中心

图 23: 2001 年至 2011 年国际及中国的黄金生产成本

年份	黄金生产成本 (中国) (美元/盎司)	黄金生产成本 (国际) (美元/盎司)
2001	232.000	228.000
2002	243.800	235.000
2003	269.500	278.200
2004	299.500	313.000
2005	313.200	339.000
2006	389.200	397.000
2007	448.600	496.000
2008	515.100	496.000
2009	556.300	619.000
2010	662.300	712.000
2011	831.200	809.000

资料来源: Wind、通联期货研究发展中心

七、总结及应对策略

2013 年上半年金银价格呈现单边下跌，但在 7、8 月份出现较为强劲的反弹，之后又重回跌势。我们认为，2013 年金银价格的暴跌已经充分消

化了美联储温和削减 QE 的影响，后续金银价格不会因 QE 削减的消息而大幅下跌。展望 2014 年度，由于全球经济复苏格局继续延续的可能性较大、欧洲债务危机继续缓和、美联储启动 QE 规模削减计划等基本面因素的影响，加之长期牛市之后的调整不管是幅度还是时间周期都没有达到应有位置的技术面因素，金银价格将延续震荡调整格局，不过相较于 2013 年的大幅下跌格局不同，2014 年全年的走势要缓和很多，更大的概率是走出“缓跌急涨”的典型熊市特征。基于对黄金生产成本的分析，我们给出了震荡调整空间有限的判断。鉴于白银从历史高点的下跌幅度远超过黄金，我们给出了 2014 年银价的调整幅度小于金价的预期。我们预计 2014 年度，黄金价格的运行区间为 950 至 1450 美元/盎司，白银价格的运行区间为 16 至 25 美元/盎司。在应对策略上，我们建议投资者在黄金 1200 美元/盎司上方和在白银 20 美元/盎司上方时保持一定的空单持有量，但不能过分看空（即不能重仓持有），在黄金跌破 1100 美元/盎司和白银跌破 18 美元/盎司时陆续减少空单，在黄金达到 1000 美元/盎司和白银达到 16.5 美元/盎司时可转向多单。

我们在 2014 年最忧虑的是全球通货膨胀超出预期的提前到来，这将使投资者的目光再度聚焦于贵金属市场，从而令金银价格再度走牛。不过有利于我们预期的是，继续受到债务困扰的国家将减持其黄金储备的概率依旧存在，目前希腊、意大利、葡萄牙、西班牙等四国分别持有 111.82 吨、2451.84 吨、382.48 吨和 281.61 吨黄金储备，合计持有黄金 3227.75 吨，占世界各国及国际组织黄金总储备的 10.25%，如果市场出现这些国家将出售黄金的预期，将持续打击目前的黄金价格，这也将进一步拉低银价。

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。

本报告版权归通联期货研究发展中心所有。未获得通联期货研究发展中心书面授权，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“通联期货发展研究中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。