



暮日英雄

摘要

- 2016 年美国的经济大概率在房地产带动下艰难复苏，部分行业可能出现分化转型，通胀或缓慢上升有可能停滞，我们认为这将拖累美联储加息步伐。经济复苏促使黄金白银投资低迷，同时抗通胀需求不强，美联储加息将增加投资黄金白银的资金成本，故黄金白银在 2016 年大概率保持空头趋势。欧元区预计经济缓慢复苏对金银影响不大，人民币预计有一定幅度的贬值将限制国内金银价格的跌幅。
- 2016 年重点关注 FOMC 会议以及美联储重点关注的就业、通胀等数据，上半年金银或仍有反弹，全年大概率较 2015 年加速下跌。白银因价格相对较低，未来反弹或较为强劲，下跌或受限。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

薛娜 0571-87839284

xuena@nawaa.com

目录

| | | |
|--------|-------------------------------|----|
| 第 1 章 | 2015 年金银延续下跌趋势 | 4 |
| 1.1. | 黄金下跌趋势延续 | 4 |
| 1.1.1. | 国际金价趋势下跌 期货活跃现货萎缩 | 4 |
| 1.1.2. | 三季度黄金首饰和实物投资需求大增 | 5 |
| 1.1.3. | 黄金 ETF 持续减持 白银 ETF 处于高位 | 6 |
| 1.1.4. | 世界黄金储备缓慢增加 | 7 |
| 1.2. | 白银趋势下跌 价格跟随黄金 | 8 |
| 1.2.1. | 白银趋势下跌 期货活跃现货萎缩国内相反 | 8 |
| 1.2.2. | 2014 年白银供应增加需求下降 | 9 |
| 第 2 章 | 2016 年复苏是主题 金银仍承压 | 9 |
| 2.1. | 美国经济持续复苏 未来重点关注通胀 | 10 |
| 2.1.1. | 通胀低迷或拖累美联储加息步伐 | 10 |
| 2.1.2. | 金融市场分化体现经济转型 | 11 |
| 2.1.3. | 经济在房地产带动下或艰难复苏 | 12 |
| 2.2. | 欧元区通胀仍是问题 对金银影响或不大 | 13 |
| 2.3. | 人民币或有一定幅度的贬值 | 14 |
| 第 3 章 | 策略建议 | 15 |
| 3.1. | 黄金期货及期权策略建议 | 15 |
| 3.2. | 白银期货及期权策略建议 | 16 |
| | 南华期货分支机构 | 17 |
| | 免责声明 | 19 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1.1.3.1: 主要 7 支黄金 ETF 持仓总量 (单位: 吨) | 6 |
| 图 1.1.3.2: 主要 7 支白银 ETF 持仓总量 (单位: 吨) | 6 |
| 图 1.1.4.1: 世界黄金储备总量缓慢增加 | 7 |
| 图 1.1.4.2: 中俄持续增持、德国减持黄金储备 (吨) | 7 |
| 图 2.1.1.1: 美国就业情况乐观通胀回升 | 11 |
| 图 2.1.1.2: 基于调查的通胀预期仍处于低位 | 11 |
| 图 2.1.3.1: 房地产市场持续复苏 | 12 |
| 图 2.1.3.2: 景气指数出现分化 | 12 |
| 图 2.1.3.1: 欧元区通胀低迷失业率高企 | 14 |
| 图 2.1.3.2: 欧元区 GDP 增长尚可 | 14 |
| 图 2.3.1: 2015 年人民币对美元持续贬值 | 15 |
| 图 2.3.2: 人民币实际有效汇率仍处于高位 | 15 |
| | |
| 表格 1.1.1.1: 国内外黄金价格变动% (截止到 12 月 16 日) | 4 |
| 表格 1.1.1.2: 国内外黄金日均成交持仓量 (吨) 及变动 (截止到 12 月 16 日) | 4 |
| 表格 1.1.1.3: LBMA 黄金月度数据统计 (截止到 2015 年 10 月) | 5 |
| 表格 1.1.2.1: 黄金季度供需平衡表 (单位: 吨) | 5 |
| 表格 1.1.3.1: 黄金白银 ETF 持仓变动 (截止到 12 月 16 日) | 6 |
| 表格 1.2.1.1: 国内外白银价格变动% (截止到 12 月 16 日) | 8 |
| 表格 1.2.1.2: 国内外白银日均成交持仓量 (吨) 及变动 (截止到 12 月 16 日) | 8 |
| 表格 1.2.1.3: LBMA 白银月度数据统计 (截止到 2015 年 10 月) | 8 |
| 表格 1.2.2.1: 白银年度供需平衡表 (单位: 百万盎司) | 9 |
| 表格 2.1.1.1: 2016 年 FOMC 会议时间表 | 10 |
| 表格 2.1.2.1: 美国金融市场四季度和全年表现% (截止到 12 月 16 日) | 12 |
| 表格 2.2.1: 欧元区金融市场四季度和全年表现% (截止到 12 月 16 日) | 13 |

第1章 2015 年金银延续下跌趋势

1.1. 黄金下跌趋势延续

1.1.1. 国际金价趋势下跌 期货活跃现货萎缩

国际黄金在四季度走势由美联储加息预期主导，即前期上涨因 10 月 FOMC 加息预期落空，后因 12 月加息预期强烈而持续下跌。国际金价在 2015 年年初的上涨主要受欧版 QE 预期影响。由此可见，主要央行的货币政策对国际金价的影响非常大。

如下表所示，COMEX 金价四季度下跌 3.86%，2015 年至今下跌 9.44%。人民币兑美元四季度贬值 1.83%，2015 年至今贬值 4.34%，这限制了国内金价的跌幅，上期所黄金期货年度下跌 6.79%，与 COMEX 金价按照汇率折算的跌幅 5.51% 有一些差别，这主要是由于收盘时间差，合约月份差等所致，内外盘价差通常并不大。

表格 1.1.1.1: 国内外黄金价格变动% (截止到 12 月 16 日)

| | 2015 年四季度 | 2015 年至今 |
|---------------------|-----------|----------|
| 上期所黄金收盘价 (元/克) | -2.49 | -6.79 |
| COMEX 黄金收盘价 (美元/盎司) | -3.86 | -9.44 |
| COMEX 黄金计算值 (元/克) | -2.10 | -5.51 |
| 黄金 T+D 收盘价 (元/克) | -3.35 | -7.43 |
| 美元兑人民币: 即期汇率 | 1.83 | 4.34 |

资料来源: Wind 资讯 南华研究

从成交持仓量来看，国内黄金市场与 COMEX 相比仍比较小，尽管金价在 2015 年持续下跌，COMEX 黄金期货主力合约成交持仓量较 2014 年均有所增长，其中持仓量大增了 12.14%。

国内市场上期所黄金期货主力合约成交持仓量均增长了 7% 左右，而上金所黄金 T+D 成交量大增了 31.40%，显示国内市场对黄金交易的需求还是比较大的。

表格 1.1.1.2: 国内外黄金日均成交持仓量 (吨) 及变动 (截止到 12 月 16 日)

| | 2014 年 | 2015 年 | 变动 |
|-------------|--------|--------|--------|
| COMEX 黄金成交量 | 410.11 | 427.30 | 4.19% |
| COMEX 黄金持仓量 | 699.72 | 784.65 | 12.14% |
| 上期所黄金成交量 | 91.08 | 97.83 | 7.41% |
| 上期所黄金持仓量 | 92.47 | 99.21 | 7.29% |
| 黄金 T+D 成交量 | 17.61 | 23.14 | 31.40% |

资料来源: Wind 资讯 南华研究

下面再来看看伦敦黄金市场。据 LBMA 官网统计，2015 年前 10 个月，LBMA 黄金月度日均转让重量为 539.01 吨，较 2014 年下降 5.3%，转让次数大幅下降 35.32%，显示伦敦黄金现货市场 2015 年黄金交易活跃度明显下降，与规模相当的 COMEX 期货市场对比明显。

表格 1.1.1.3: LBMA 黄金月度数据统计 (截止到 2015 年 10 月)

| | 2014 年 | 2015 年 | 变动 |
|-------------------|---------|---------|---------|
| LBMA 黄金日均转让重量 (吨) | 569.18 | 539.01 | -5.30% |
| LBMA 黄金日均转让数量 | 4206.50 | 2720.60 | -35.32% |

资料来源: LBMA 官网 南华研究

1.1.2. 三季度黄金首饰和实物投资需求大增

三季度黄金总供应量同比小幅增长 0.78%，环比大增 5%，其中矿产金同比大幅增长 2.94%，生产商对冲供应 20 吨，与上半年对冲减持形成对比，也说明生产商担心未来金价。由于金价下跌，再生金供应同比大降 5.86%。央行购金同比下降 2.51%。

如下表所示，总需求量环比大增 23.86%，同比增加 7.42%，其中珠宝首饰、金条及硬币投资、奖牌/仿币需求大幅增加，工业需求环比仅小幅增长 0.93%，同比更是下降 3.88%。ETF 及类似产品则大量减持供应量增加。

表格 1.1.2.1: 黄金季度供需平衡表 (单位: 吨)

| | 2014-12 | 2015-03 | 2015-06 | 2015-09 |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 矿产:合计 | 880.90 | 718.20 | 795.00 | 847.80 |
| 矿产:矿成品 | 829.10 | 731.40 | 804.90 | 827.80 |
| 矿产:生产商对冲 | 51.80 | -13.20 | -9.90 | 20.00 |
| 再生金:合计 | 262.80 | 351.70 | 252.60 | 252.30 |
| 央行售金/购金 | -133.90 | -122.90 | -127.90 | -175.00 |
| 供应量总计 | 1,143.60 | 1,069.90 | 1,047.60 | 1,100.10 |
| 珠宝首饰:合计 | 657.00 | 603.40 | 514.90 | 631.90 |
| 工业:合计 | 90.30 | 81.60 | 83.50 | 84.30 |
| 工业:电子业 | 72.90 | 64.90 | 66.10 | 67.10 |
| 工业:其他工业 | 12.60 | 11.90 | 12.60 | 12.40 |
| 工业:牙科 | 4.80 | 4.70 | 4.80 | 4.70 |
| 投资:合计 | 169.30 | 275.60 | 178.70 | 229.70 |
| 投资:金条及硬币 | 261.30 | 250.60 | 202.30 | 295.70 |
| 投资:金条 | 187.10 | 190.90 | 151.70 | 199.00 |
| 投资:官方硬币 | 54.90 | 45.40 | 38.20 | 76.10 |
| 投资:奖牌/仿币 | 19.30 | 14.30 | 12.40 | 20.50 |
| 投资:ETF 及类似产品 | -92.00 | 25.10 | -23.50 | -65.90 |
| 需求量总计 | 1,050.60 | 1,083.60 | 905.00 | 1,120.90 |
| 净平衡 (+盈余/-赤字) | 93.00 | -13.70 | 142.60 | -20.80 |
| 伦敦金季收盘价(\$/oz) | 1,206.00 | 1,187.00 | 1,171.00 | 1,132.10 |

资料来源: Wind 资讯 南华研究

首饰、实物投资需求大增，而金融类产品形成大量供应，这是三季度尽管黄金需求强劲，伦敦黄金下午定盘价季收盘价（美元/盎司）三季度仍下跌 3.32%并且四季度价格继续下跌的主要原因。也就是需求的结构对价格的影响很大，首饰和实物投资需求通常

是价格的被动接受者，或者说正是因为价格下跌才激发了这些需求。而 ETF 等金融类产品对价格更有前瞻性以及决定性，其数据公布也最为及时准确，因而需要重点关注。

1.1.3. 黄金 ETF 持续减持 白银 ETF 处于高位

如下表所示，从年度数据来看，全年黄金下跌 10.34%，SPDR 黄金 ETF 减持 10.49%，幅度相当，四季度黄金现货价格下跌 3.48%，SPDR 黄金 ETF 持仓下降 7.68%，也就是说 ETF 的减持更多的集中在四季度，显示出机构投资者在四季度对黄金投资的兴趣进一步下降。主要 7 支黄金 ETF 年度减持幅度同样超 10%，四季度减持 5.6%，显示黄金 ETF 全市场对黄金投资兴趣都在下降。

表格 1.1.3.1: 黄金白银 ETF 持仓变动 (截止到 12 月 16 日)

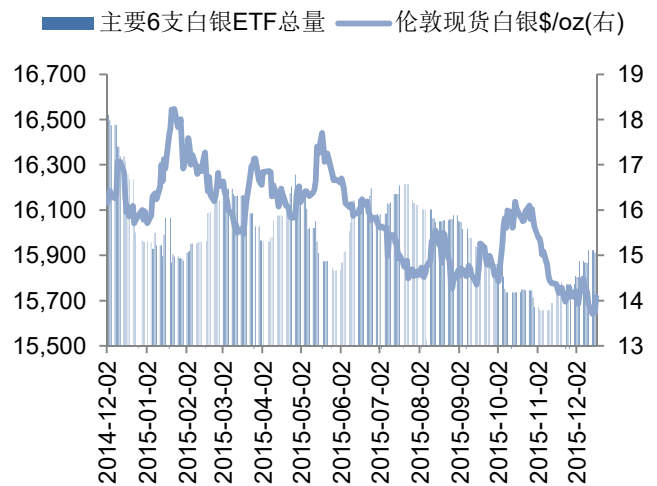
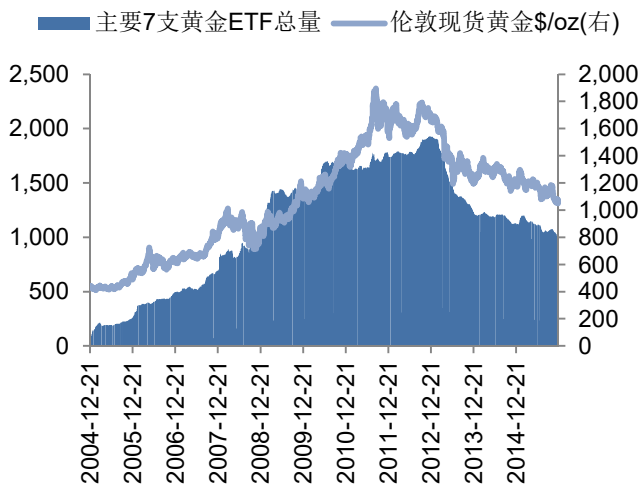
| | 2015 年四季度 | 2015 年全年 |
|-------------------|-----------|----------|
| 黄金现货价格 (美元/盎司) | -3.48 | -10.34 |
| SPDR 黄金持仓变动 | -7.68 | -10.49 |
| 主要 7 支黄金 ETF 持仓变动 | -5.60 | -10.33 |
| 白银现货价格 (美元/盎司) | -6.21 | -13.96 |
| SLV 白银持仓 | 1.56 | -1.84 |
| 主要 6 支白银 ETF 持仓变动 | 0.33 | -0.29 |

资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.1.3.1 很好的体现了 ETF 持仓与黄金价格的正相关关系，目前黄金 ETF 持仓总量大约是高峰时的一半，相当于 2008 年 10 月的水平，未来仍有下降空间。

图 1.1.3.1: 主要 7 支黄金 ETF 持仓总量 (单位: 吨)

图 1.1.3.2: 主要 7 支白银 ETF 持仓总量 (单位: 吨)



资料来源: Wind 资讯 南华研究

资料来源: Wind 资讯 南华研究

白银现货价格年度下跌 13.96%，四季度下跌 6.21%，SLV 白银 ETF 持仓四季度增加 1.56%，年度仅下降 1.84%，主要 6 支白银 ETF 年度和季度持仓变动均不大，这与黄金市场有着明显的差别。

如图 1.1.3.2，在过去的一年里面白银 ETF 持仓与白银价格有着不太明显的负相关关系，表明白银 ETF 市场中做中短线的资金较多，这与黄金市场机构参与较多而白银市场更多的参与者是个人有关。

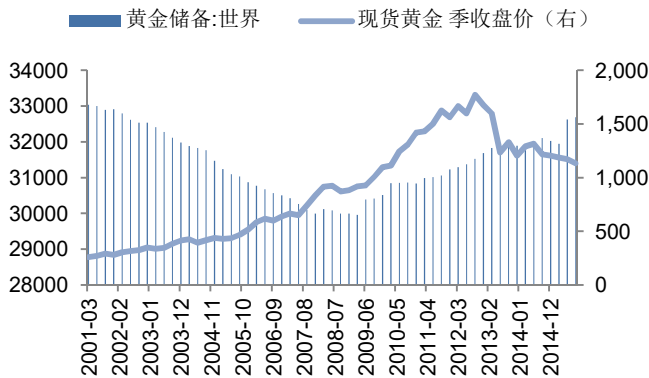
从更长期的数据来看，尽管白银价格自高位已经下跌了很多，白银 ETF 持仓总量仍增加了很多，目前白银 ETF 持仓总量处于高位，与峰值相差无几。我们认为白银 ETF 对于白银价格的参考意义明显不如黄金。因而在分析白银的价格时，不应过分看重 ETF 的数据。并且白银 ETF 持仓总量如此之大，若出现抛售，则将对价格造成进一步的打击。

1.1.4. 世界黄金储备缓慢增加

央行购金/售金是政府行为，通常并非完全由价格主导，可能含有政治因素，在目前的市场条件下，其对黄金市场价格的影响并不是很大。

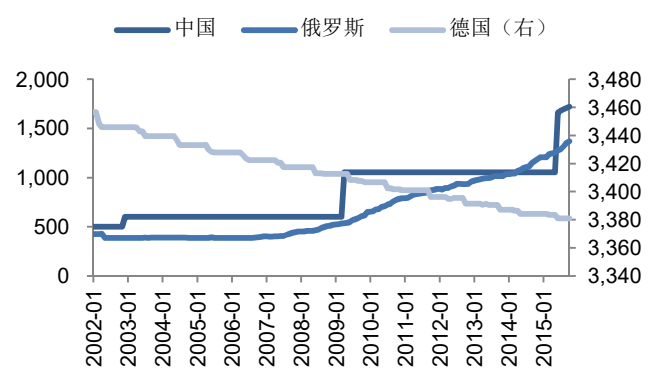
图 1.1.4.1 中世界黄金储备总量自从 2013 年黄金价格大幅下跌以后基本维持小幅震荡，并未延续此前持续增持的状态，但今年二季度因中国央行公布增持 604.34 吨黄金而大幅增加，三季度总量继续增长。

图 1.1.4.1: 世界黄金储备总量缓慢增加



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.1.4.2: 中俄持续增持、德国减持黄金储备 (吨)



资料来源: Wind 资讯 南华研究

中国央行增持黄金储备的行为并非是一次性的，而是若干年间的积累一次性公布而已。大约是为了满足人民币入 IMF 货币篮子的要求，目前中国的黄金储备总量每个月均有公布，并且在持续增加，我们认为这是政府在支持国内的黄金产业。

另外一个黄金储备主要增加国是俄罗斯，其黄金储备自金融危机后持续增加，我们认为俄罗斯增加黄金储备的动机更多的是政治因素，或者说是挑战美元。

德国的黄金储备量从图上看是在稳步减少，金融危机对其影响不大。美国的黄金储备已经若干年不变了。

综合来看，我们认为中国和俄罗斯买入黄金储备的动作可能不会停，世界黄金储备量在 2016 年或继续缓慢增加，但其对价格的利多影响预计并不大。

1.2. 白银趋势下跌 价格跟随黄金

1.2.1. 白银趋势下跌 期货活跃现货萎缩国内相反

国际白银价格四季度收盘价下跌 2.17% (伦敦白银定盘价下跌 6.21% 因 12 月 16 日当天波动巨大造成), 跌幅较黄金更小, 或因白银价格已经处于相对低位, 年度跌幅 9.66%, 与黄金相当。因人民币对美元贬值, 国内银价跌幅相对较小。另因白银交易征收 17% 的增值税, 国内白银与国际白银价格走势并非完全一致, 可能存在一定的价差。

表格 1.2.1.1: 国内外白银价格变动% (截止到 12 月 16 日)

| | 2015 年四季度 | 2015 年至今 |
|---------------------|-----------|----------|
| 上期所白银收盘价 (元/千克) | -1.22 | -7.67 |
| COMEX 白银收盘价 (美元/盎司) | -2.17 | -9.66 |
| COMEX 白银计算值 (元/千克) | -0.39 | -5.74 |
| 白银 T+D 收盘价 (元/千克) | -2.21 | -7.77 |
| 美元兑人民币: 即期汇率 | 1.83 | 4.34 |

资料来源: Wind 资讯 南华研究

如下表所示, COMEX 白银期货主力合约成交量和持仓量在 2015 年均有所增长, 尤其是持仓量增长了 9.37%。

但国内上期所白银期货主力合约成交量和持仓量在 2015 年均大幅下降, 其中成交量大降了 22.89%, 与此同时, 白银 T+D 成交量大增 67.48%。究其原因, 我们认为白银 T+D 基础小, 增幅容易较大, 而国内白银期货投机性极强, 今年白银价格下跌幅度不大波动性下降, 故投机资金另寻机会。

表格 1.2.1.2: 国内外白银日均成交持仓量 (吨) 及变动 (截止到 12 月 16 日)

| | 2014 年 | 2015 年 | 变动 |
|-------------|-----------|-----------|---------|
| COMEX 白银成交量 | 6,516.13 | 6,637.78 | 1.87% |
| COMEX 白银持仓量 | 14,335.15 | 15,678.52 | 9.37% |
| 上期所白银成交量 | 11,278.01 | 8,695.96 | -22.89% |
| 上期所白银持仓量 | 3,642.63 | 3,453.30 | -5.20% |
| 白银 T+D 成交量 | 1,009.99 | 1,691.52 | 67.48% |

资料来源: Wind 资讯 南华研究

伦敦市场中, 据 LBMA 的统计, 现货白银日均转让重量在 2015 年小幅下降, 转让次数下降 13.45%, 相比黄金市场要好一些, 但也显示白银现货交易活跃度下降。

表格 1.2.1.3: LBMA 白银月度数据统计 (截止到 2015 年 10 月)

| | 2014 年 | 2015 年 | 变动 |
|-------------------|---------|---------|---------|
| LBMA 白银日均转让重量 (吨) | 4490.75 | 4449.28 | -0.92% |
| LBMA 白银日均转让数量 | 777.58 | 673.00 | -13.45% |

资料来源: LBMA 官网 南华研究

1.2.2. 2014 年白银供应增加需求下降

白银的数据统计较为滞后，目前只能查到 2014 年度的数据，其中可能有一些数据缺失。2014 年度白银供应量增加，其中增加主要来自于矿产量，因价格下跌再生银供应量下降。预计该趋势或在 2015 及 2016 年延续。

需求 2014 年度较前一年下降 4.11%，其中感光材料需求下降 5%，这是趋势性下降。铸币印章需求大幅下降 19.54%。银器和首饰需求上升，这些需求也主要是价格的被动接受者。

表格 1.2.2.1: 白银年度供需平衡表（单位：百万盎司）

| | 2012-12 | 2013-12 | 2014-12 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|
| 白银供应全球总量 | 1005.2 | 1000.5 | 1061.8 |
| 矿山生产量 | 789.3 | 835.3 | 877.5 |
| 政府净抛售 | 7.4 | 7.9 | - |
| 再生银 | 255.5 | 192.7 | 168.5 |
| 白银:需求全球总量 | 963.2 | 1112.4 | 1066.7 |
| 制造业 | 844 | 877 | - |
| 制造业:工业应用 | 595.2 | 597.9 | 594.9 |
| 制造业:珠宝首饰 | 186.3 | 212.1 | 215.2 |
| 制造业:感光材料 | 52.1 | 48 | 45.6 |
| 制造业:银器 | 43.7 | 58.8 | 60.7 |
| 制造业:铸币印章 | 138 | 243.6 | 196 |
| 生产商对冲减持 | 41.5 | 35 | - |
| 隐含净投资 | 162.6 | 143.8 | - |
| 现货白银(\$/oz)年收盘价 | 30.35 | 19.47 | 15.69 |

资料来源: Wind 资讯 世界白银协会 南华研究

白银基本面数据滞后不全，ETF 数据也与价格相关性不强，所以分析白银价格走势需另辟蹊径。根据我们以往的经验，白银走势主要是跟随黄金，我们统计了 COMEX 白银主力合约收盘价与黄金主力合约收盘价的相关系数达到 0.95，国内上期所白银主力合约收盘价与黄金的相关系数也达到 0.91，除黄金外还有一部分可能是跟工业需求和投机性有关，因而分析白银价格走势主要应根据黄金、市场氛围、投机性等而非白银实物供需。

第2章 2016 年复苏是主题 金银仍承压

我们前面分析了黄金白银的基本面数据，黄金供需中，金融市场的投资需求是其价格的主导因素，而白银的价格主要跟随黄金，那么影响金融市场中黄金投资需求的因素又是什么呢？

根据我们以往的分析，黄金在国际金融市场中的作用主要是国际储备货币以及对抗高通胀，具体而言，国际黄金是对美元的国际货币信用、购买力信用的保险，与美联储的货币政策和美国的经济增长息息相关。欧元区的重大货币政策或危机也会中短期影响金银价格。人民币兑美元的汇率则直接影响到国内人民币计价金银价格。

2.1. 美国经济持续复苏 未来重点关注通胀

我们在本报告开头的地方简要回顾了四季度和 2015 年全年决定黄金白银价格走势的因素，主要是美联储加息时点和欧央行的 QE。央行的货币政策直接影响到货币供应和价格（利率），在金融危机推出 QE 之后，对金融市场的影响越来越大。美国和欧洲是市场经济，货币政策也主要是通过金融市场传导到实体经济。黄金作为保险，其价格对应的是市场对货币政策作用于经济实际效果的一种预期判断。

2.1.1. 通胀低迷或拖累美联储加息步伐

刚刚在 12 月 16 日结束的 FOMC 会议决定加息 25 个基点至 0.5%，美联储对经济增长表示肯定，并对未来有信心。

上一次美联储加息是在 2004 年 6 月，利率由 1% 升至 1.25%。我们取加息前一个月的数据，2004 年 5 月失业率为 5.6%，劳动力参与率 66.0%，职位空缺 365.8 万人，核心 PCE 同比 1.87%，核心 CPI 同比 1.7%。

2015 年 11 月失业率 5.0%，劳动力参与率 62.5%，10 月职位空缺 538.3 万人，10 月核心 PCE 同比 1.28%，11 月核心 CPI 同比 2.0%。

我们看到在现有的环境下（劳动力参与率大幅下降），就业数据比当时好，通胀数据出现了分化，美联储担心推迟加息太久会造成突然紧缩的风险，并且经济数据表现令人满意所以加息。FOMC 职责“旨在促进就业水平最大化和价格稳定”，目前就业良好，分歧主要在价格稳定即通胀，本次会议对 2016 年 PCE 通胀率预期为 1.6%，较上次下调 0.1%，据称是因为美元走强。

在 2004 年 6 月至 2005 年 6 月实际共加息 200 个基点，目前美联储预期 2016 年底利率合适水平为 1.375%，暗示将加息 4 次每次 25 个基点共 100 个基点。可见美联储已经预见到现在的环境与前一次不同，加息步伐会慢于上一次加息。

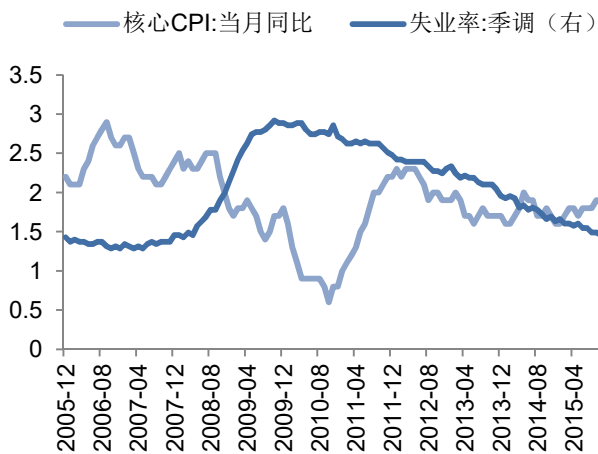
表格 2.1.1.1: 2016 年 FOMC 会议时间表

| 时间 | 内容 |
|--------------|---------------|
| 1 月 26-27 日 | 仅发布声明 |
| 3 月 15-16 日 | 声明、预测、主席新闻发布会 |
| 4 月 26-27 日 | 仅发布声明 |
| 6 月 14-15 日 | 声明、预测、主席新闻发布会 |
| 7 月 26-27 日 | 仅发布声明 |
| 9 月 20-21 日 | 声明、预测、主席新闻发布会 |
| 11 月 1-2 日 | 仅发布声明 |
| 12 月 13-14 日 | 声明、预测、主席新闻发布会 |

资料来源：美联储官网 南华研究

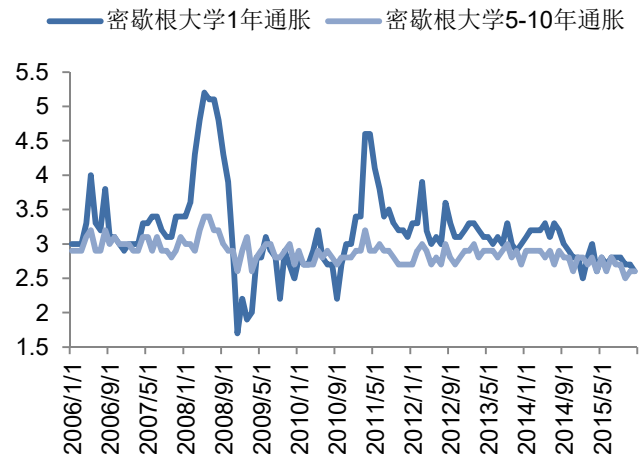
上表是 2016 年 FOMC 会议时间表，未来加息时点是市场关注焦点，会议声明、前瞻指引的措辞以及耶伦发布会措辞都需要重点关注。美联储重点关注的非农就业报告、核心 PCE 同比、职位空缺等数据也需关注，尤其是每个月的非农就业人数和失业率，对金银短期价格走势具有极大的影响。

图 2.1.1.1: 美国就业情况乐观通胀回升



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.1.2: 基于调查的通胀预期仍处于低位



资料来源：Wind 资讯 南华研究

欧元区因为持续低迷的通胀而进入了负利率时代，美国就业的改善远远好于欧元区，美国的人口结构也好于欧元区的老龄化问题，这都有利于通胀的改善。未来影响货币政策的主要因素是通胀能否如愿回升。美联储将目前的低通胀归因于原油价格下跌、美元强势/进口价格走低等一次性因素。

图 2.1.1.2 是密歇根大学通胀预期，12 月的 1 年期通胀预期和 5-10 年通胀预期均为 2.6% 处于低位。2004 年 6 月分别为 3.3% 和 2.9%。另外美国储蓄率近期有所上升，或影响美国的消费和通胀。

我们认为通胀低迷可能会拖累加息步伐，目前市场预期最早 3 个月，可能要 6 个月甚至 9 个月之后才会再次加息，美联储理事们看起来比市场还是要乐观，若推迟加息将短期利多金银；退一步说未来高通胀担忧几乎可以忽略，市场更担心的是通胀低迷，不利于黄金传统投资，从中长期来看，适度的通胀下经济持续复苏，对于黄金白银的投资更加不利，黄金白银空头趋势在 2016 年没有理由改变。

2.1.2. 金融市场分化体现经济转型

下表是美国金融市场四季度和全年的表现。四季度股市表现良好，波动率大幅下降，美元升值 1.58%，国债遭抛售，大宗商品大幅下跌。

全年的角度来看，美元指数表现非常强劲，10 年期国债价格下跌，股市中仅纳斯达克综合指数表现不错有所上涨，道琼斯工业平均指数和标普 500 综合指数均下跌，波动率全年是上涨的，其中金融行业指数跌幅更大，显示金融行业信心不佳，但未能利多黄金白银投资。大宗商品则跌幅更为巨大，这反映出了大宗商品市场普遍产能过剩问题的严重性。

从资产配置的角度来看，2015 年美国市场信心比较强偏好风险，对于以纳斯达克为代表的科技股青睐有加，这也是经济转型的一个体现，美元指数大幅升值，也显示市场对美国经济信心的坚定。这对于黄金白银这种美元保险是不利的。

表格 2.1.2.1: 美国金融市场四季度和全年表现% (截止到 12 月 16 日)

| | 2015 年四季度 | 2015 年全年 |
|--------------------|-----------|----------|
| 美元指数 | 1.58 | 8.76 |
| 美国 10 年期国债收益率 (基点) | 26 | 11 |
| 纳斯达克综合指数 | 9.76 | 6.15 |
| 道琼斯工业平均指数 | 8.99 | -1.30 |
| 标普 500 指数 | 7.97 | -0.35 |
| SP500 波动率指数 (VIX) | -27.10 | 12.19 |
| SP500 金融行业指数 | 7.51 | -2.71 |
| CRB 指数 | -11.33 | -26.41 |

资料来源: Bloomberg Wind 资讯 南华研究

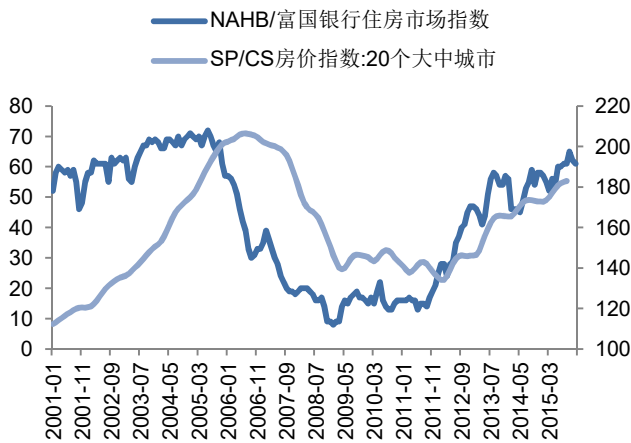
2.1.3. 经济在房地产带动下或艰难复苏

“联邦基金利率的实际路径将取决于未来数据显示的经济前景”，美联储对于货币政策的最终判断依据依然是实体经济。

图 2.1.3.1 显示美国房地产市场在 2015 年活跃度较高，20 大城市房价指数不断攀升，尚未看到衰退的迹象。其他房地产市场指标也在持续改善中，但是改善速度不及 21 世纪初的几年，显示经济热度并不高。尽管加息将提升贷款利率，加大抵押贷款者还款的压力，但我们认为由于失业率下降等有利因素，缓慢加息暂时不足以改变目前的趋势，2016 年房地产市场或将持续复苏。

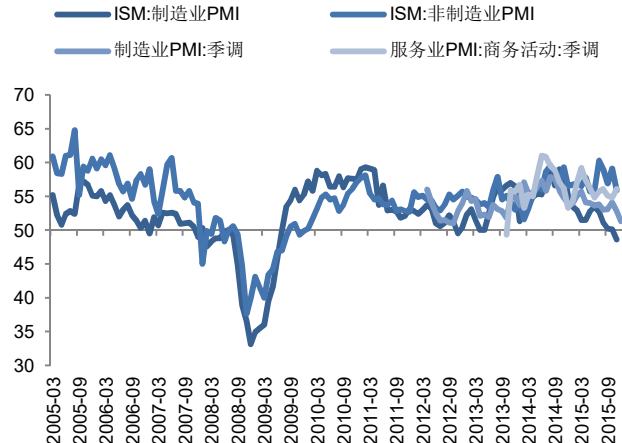
图 2.1.3.2 是美国采购经理人指数，服务业处于高位，但制造业 PMI 下滑较大，这可能是经济转型的一个分化，制造业新增订单同比最新是-4.51%。零售销售同比目前也不高，处于 2010 年以来的低位附近，该指标在 2015 年基本是明显下滑的走势。耐用品订单同比目前有所改善，但仍是-1.99%。这些消费类指标也与通胀相关。

图 2.1.3.1: 房地产市场持续复苏



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.3.2: 景气指数出现分化



资料来源: Wind 资讯 南华研究

综合来看，我们认为美国目前经济也出现了一些转型，经济在持续缓慢地复苏暂没有过热。在 12 月会议声明中，委员会表示在评估加息过程中，“将考虑各种信息，包括劳动力市场情况、通胀压力和通胀预期指标、金融领域和国际市场的发展等。”耶伦也强调过晚加息可能有危害，考虑的更多的是未来以及金融领域，以往通常是为遏制高通胀而加息，现在单纯从数据看没有看到当前加息的迫切性，美联储有些为了加息而加息，这样加息长期看或是有必要的，短期或使得复苏和通胀更为艰难。消费类指标并不是特别好，未来通胀预计会非常缓慢地好转或停滞，未来的加息过程预计将非常缓慢。

房地产以及科技股在资产配置中或继续受到青睐，黄金白银抗通胀作用无从发挥，美国经济艰难复苏美联储着急加息，美元大概率震荡或小幅走强，这在资产配置中也不利于黄金白银投资，因而预计黄金白银在 2016 年空头趋势将延续，美联储若推迟加息则短期利多金银。

2.2. 欧元区通胀仍是问题 对金银影响或不大

2015 年年初欧央行推出了欧版 QE，曾经推动了黄金白银的一波中线上涨走势，对欧元区的影响更是非常巨大，在金融市场上表现尤为明显。如下表所示，欧元区股票市场在 2015 年普遍表现较好，意大利股指年度上涨 11.56%，主要是前三季度上涨，四季度小幅下跌，法国全年表现也不错，四季度亦上涨 3.8%。德国四季度表现最好，但年度表现一般。

国债市场同样出现了分化，德法 10 年期国债收益率四季度和全年均上升，显示市场信心较强，避险需求减少。重债国国债收益率下降也是市场信心增强的表现，尤其是希腊年度跌幅巨大。西班牙股指年度下跌 5.53%，年度国债收益率亦上升显示市场信心不佳，经济复苏任重道远。欧元兑美元四季度和年度均有较大幅度的贬值。

表格 2.2.1：欧元区金融市场四季度和全年表现%（截止到 12 月 16 日）

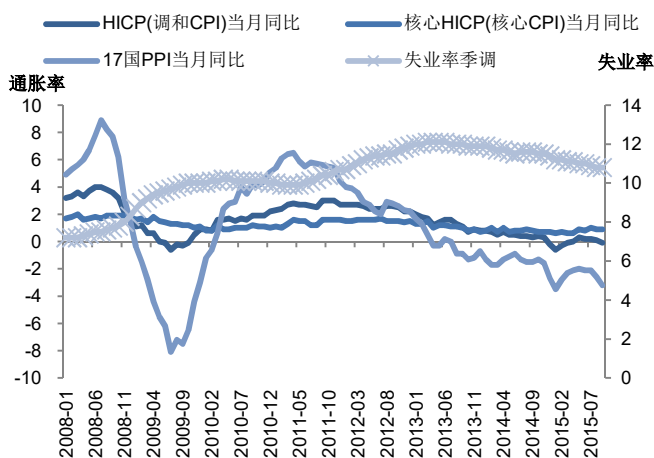
| | 2015 年四季度 | 2015 年全年 |
|-----------------------|-----------|----------|
| 欧洲股市 | | |
| 欧盟斯托克 50 价格指数 | 4.71 | 3.53 |
| 德国 DAX30 指数 | 8.37 | 6.77 |
| 法国 CAC40 指数 | 3.80 | 8.93 |
| 意大利富时 MIB 指数 | -0.40 | 11.56 |
| 西班牙 IBEX35 指数 | 1.58 | -5.53 |
| 10 年期国债收益率(基点) | | |
| 德国 | 9 | 14 |
| 法国 | 3 | 19 |
| 意大利 | -3 | -19 |
| 西班牙 | -13 | 15 |
| 希腊 | -2 | -133 |
| 汇率 | | |
| 欧元兑美元 | -2.41 | -10.09 |

资料来源：Bloomberg Wind 资讯 南华研究

如下图所示，尽管欧元区 GDP 增长尚可，但欧元区持续低迷的通胀和高企的失业率仍是大问题。欧央行为了应对持续低迷的通胀率而实施极度宽松的货币政策，目前已经迈入了负利率时代，但看起来效果有限。我们认为失业率高企与通胀低迷是相辅相成的，美国失业率快速下降，对于通胀上升有正面的作用。在极度宽松的货币政策环境下，预计各国的债务在 2016 年暂时不会再度爆发大规模危机。

欧央行年初推出 QE 时曾推动金银上涨，但 12 月份当欧洲央行再一次加码宽松力度时，对黄金白银的利多影响明显衰减，几乎可以忽略。未来 2016 年即使欧央行再有宽松的动作预计对金银的影响也不会太大。

图 2.1.3.1：欧元区通胀低迷失业率高企



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.3.2：欧元区 GDP 增长尚可



资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.3. 人民币或有一定幅度的贬值

人民币汇率大体上是由贸易顺差、资本逆差和央行调控决定的，2015 年人民币贬值幅度较大，央行多次表态称人民币不存在持续大幅贬值的基础。

国内目前处于降息周期，预计 2016 年该状态将持续，无非是降息的时间和幅度不确定。而美联储已经在 12 月份 FOMC 会议上决定加息 25 个基点，也就是说美元处于升息周期，当然其升息的时间和幅度也不确定。目前中美两国有较大的利差，在 2016 年这种息差将缩小，资本外流问题暂时或将持续，这是人民币贬值的基础。

如图 2.3.2，目前人民币有效汇率处于高位，人民币有对美元贬值的需求，对国内来讲未必是坏事，中国是出口型经济体，人民币贬值有利于国内出口贸易，这将增加贸易顺差，从而限制贬值幅度。央行或有一定的干预，但未来放松干预是趋势。

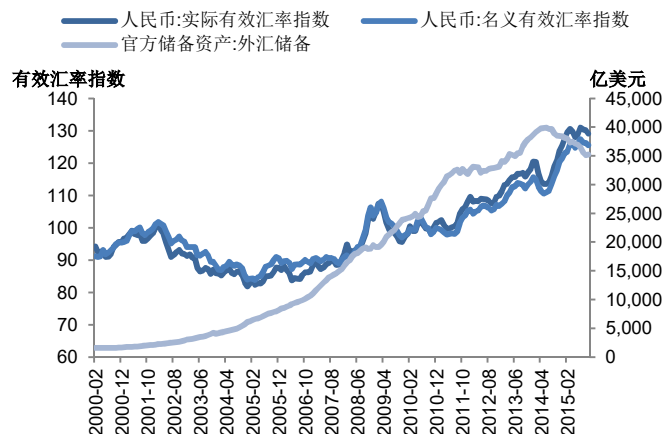
故 2016 年人民币或延续贬值走势，我们认为人民币贬值幅度或不会太大。对于国内黄金白银来讲，人民币贬值将缩小国内金银价格下跌的幅度。

图 2.3.1：2015 年人民币对美元持续贬值



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3.2：人民币实际有效汇率仍处于高位



资料来源：Wind 资讯 南华研究

第3章 策略建议

3.1. 黄金期货及期权策略建议

美国经济在缓慢复苏，就业良好但通胀不高，美联储 12 月 FOMC 会议上决定加息 25 个基点开启了美联储的加息之路。我们认为房地产市场或有周期性，在 QE 的作用下启动的房地产市场在 2016 年或仍将延续复苏，其他行业或有分化。即经济将在艰难中复苏，通胀或非常缓慢上涨有可能停滞，这些可能拖累美联储加息的步伐。

通胀前景堪忧对黄金白银投资极为不利，美国经济持续复苏是对美元强有力的支撑，同样不利于黄金白银投资，黄金矿产成本本身是可变的，由于黄金存量巨大，其无法对价格形成支撑，美联储加息将增加投资黄金的资金成本。这样黄金在 2016 年预计将延续空头趋势。不过预计经济复苏可能出现波折，这将短期利多金银，日常交易中需重点关注非农就业报告、FOMC 会议声明和会议纪要、耶伦货币政策相关讲话等。

欧元区宽松政策持续，爆发大规模危机的概率较低，货币政策对金银的影响在衰减，故预计 2016 年对黄金影响有限。人民币预计未来仍将贬值，会限制国内金价的跌幅。

2015 年伦敦黄金现货市场活跃度下降黄金 ETF 持续减持，显示金融市场对黄金投资兴趣下降，预计 2016 年该状态或持续，未来需继续关注 ETF 持仓和伦敦市场。

目前的黄金价格处于相对低位，市场对美联储加息可能仍然存在质疑，预计上半年可能仍有反弹，反弹力度或不及前次，全年来看仍以围绕 1100 美元/盎司震荡下跌为主，我们认为 2016 年或加速下跌。波动率或与今年相差不大。

目前上海期货交易所虽然没有推出黄金期权交易，但南华期货股份有限公司推出了场外黄金期权，投资者也可以选择使用黄金期权来进行交易。目前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。

对于资金量较小并且较保守的投资者，我们建议在 FOMC 会议前后可以选择牛市或者熊市价差期权。因为加息预期会促使行情向某个方向移动，而牛市/熊市价差期权风险有限收益有限比较适合这种博弈。当然若把握较大，则可以直接买入看涨或者看跌期权。

3.2. 白银期货及期权策略建议

通常来讲，白银的价格走势主要是跟随黄金，通常对同一事件具有类似的价格反应，区别仅仅在于涨跌幅度的不同。白银的投机性更大，涨跌幅通常是黄金的 2 倍。但是 2015 年国际白银与黄金跌幅相当，国内的跌幅差别也不大。这与白银本身已经处于相对低位有关，2016 年这种情况仍然需要我们考虑在内。白银多为伴生，其生产成本对价格支撑作用也是非常有限。

白银在 2016 年或围绕 14 美元/盎司震荡下跌。我们认为 2016 年黄金市场空头氛围或较 2015 年更强烈，白银市场可能跌幅略微受限，其波动率预计与 2015 年类似。

我们同样推出了白银期权场外交易，投资者可以选择使用期权进行博弈，重要数据、会议公布前后均是博弈的良机。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号、431 号天汇园一幢 2 单元 301 室、302 室
电话：0571-83869601

台州营业部

浙江省台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88200279

温州营业部

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

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室
电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

成都营业部

四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 13 层 1304A 号
电话：028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号金地商务大厦 11 楼 001 号
电话：0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话：010-63161286

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话：0351-2118001

余姚营业部

浙江省余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 室
电话：0574-62509011

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
电话：0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802
电话：022-88371079

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话：02150431979

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：021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室
电话：0592-2120366

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部

浙江省海宁市海洲街道钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室
电话：0573-80703002

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室
(第 14 层)
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116 (此为营业部经理胡明座机)

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：020-38809869

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005
电话：0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611626

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825 (魏瑶电话)

横华国际金融股份有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼
电话：00852-28052658

浙江南华资本管理有限公司

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室
电话：0571-87830355

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

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net