

2013 年 5 月 17 日 星期五

银河期货研发中心 | 贵金属月报

美元开启强势格局 金银或将二次探底

摘要

对于贵金属 6 月份的展望,我们认为,金银中期下跌趋势已经确立,伦敦金价若跌破 1320 美元,下方或直接挑战 1260 美元,而银价走势若触及 2008 年 3 月中旬高点 21.3 美元后,下方将考验 18 美元支撑性。**整体上,6 月份黄金和白银料将分别于 1260 至 1400 美元和 18 至 24 美元区间震荡下行。**

自 2013 年 4 月 15 日黄金暴跌触及至 1320 美元低点后,贵金属价格在实物买需和投机资金的支撑下小幅反弹,但上冲至第二次恐慌性暴跌的 1470 美元时遇到较强阻力,持续震荡十个交易日后,贵金属价格再度演绎下跌行情,而这次的下跌较 4 月中旬的暴跌有明显的区别,主要表现为三个新的特征:(1) 如果上次暴跌是大资金炒作的“意外”,那本次下跌将是在“情理之中”,无论从汇率、资产表现还是资金面上都得到了印证;(2) 全球央行联袂降息,美国二季度经济复苏并未想象中的那么差,美元在其他货币贬值的被动升值过程中筑底结束,或将展开由实体经济投资回报增加推动的主动上涨;(3) 在流动性充裕下,全球投资结构发生转变,由货币因素推动的虚拟经济增长向实体均衡的格局转变,美股上扬更多是美国企业的真实状况;(4) 资金对黄金和白银的兴趣仍将大幅减弱。

综合来看,后期主导贵金属价格走势的关键因素为美元走势和资金面表现。(1) 美国方面,虽然美国二季度数据出现分化,但美国经济确实在真实的复苏,虽然失业率距离 6.5% 目标还有一段距离,但主要是由于美国仍处在调结构阶段,失业率已经发生改善但大幅降低需要时间,美联储货币政策放缓的预期将成为牵引贵金属的主旋律,而美股或再度一路高歌,美元长期将维持强势格局,但短期依旧面临回调风险;(2) 资金面上,短期黄金实物需求增长难缓 ETF 基金的大幅抛售,若资金再度重燃对黄金的兴趣,金银仍有上涨动力,但目前来看,全球最大黄金 ETF 基金 SPDR 减仓力度未缓,COMEX 黄金库存已降至 2008 年 7 月水平,我们认为下方仍有很大减持空间;对于白银来讲,由于 ETF 基金持仓和 COMEX 库存维持高位,去库存过程或更加漫长,银价下方空间将更大。

一、主要风险资产表现

黄金作为一项资产,获取超额投资收益的时代已经基本结束,在其他资产的投资收益上涨的时候,资金正在失去投资黄金的兴趣。导致黄金的投资回报率降低的原因主要来自于以下两个方面:第一,全球经济的系统性风险降低,在流动性充裕且通胀温和下,黄金避险功能正在逐步丧失;第二,美国经济稳步复苏,美股和美元指数逐步走强,投资者风险偏好情绪上升。当黄金的避险功能以及投资收益下降的时候,资金不仅仅会丧失对于黄金的投资兴趣,而且还会利用黄金进行融资操作。这从 2013 年以来美元指数、道琼斯指数、黄金走势的三者对比可以看出,美元走强的同时

银河期货研究中心 您忠实和信赖的理财顾问!

请务必阅读正文后的免责声明部分

道琼斯指数走高，而黄金价格逐步下滑。

从黄金和白银的市场监测数据来看，金价和银价已进入缓慢下行区间，伴随着资金的持续流出和成交量的大幅增加，但波动性有所减弱，表明市场对金银的投资热情在逐渐消失。

从资金面来看，市场依旧延续 2013 年初策略，大幅减持黄金 SPDR 持仓和 COMEX 库存，黄金远期利率 GOFO 快速下滑，表明抛售黄金“兑现”的活动仍在进行。

图1: 纽约期金进入缓慢下跌区间、资金持续流出、波动率下降



图2: 纽约期银进入缓慢下跌区间、资金持续流出、波动率下降



资料来源:Eikon 银河期货研发中心

图3: 黄金拆借活动未止、COMEX黄金库存和SPDR基金持续减仓

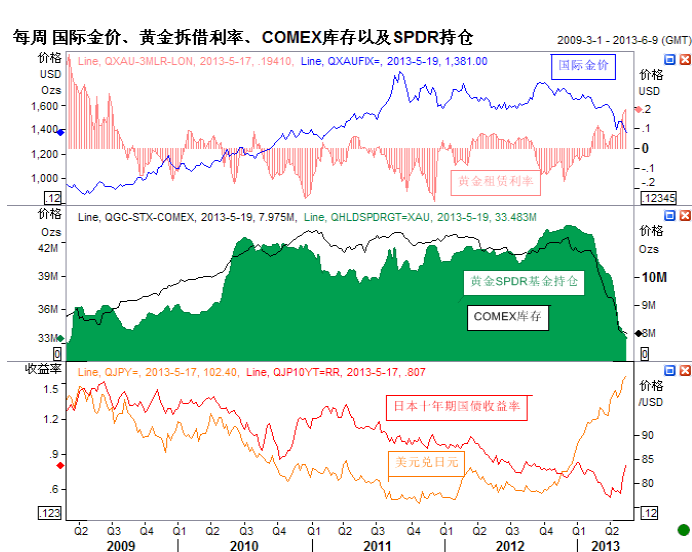


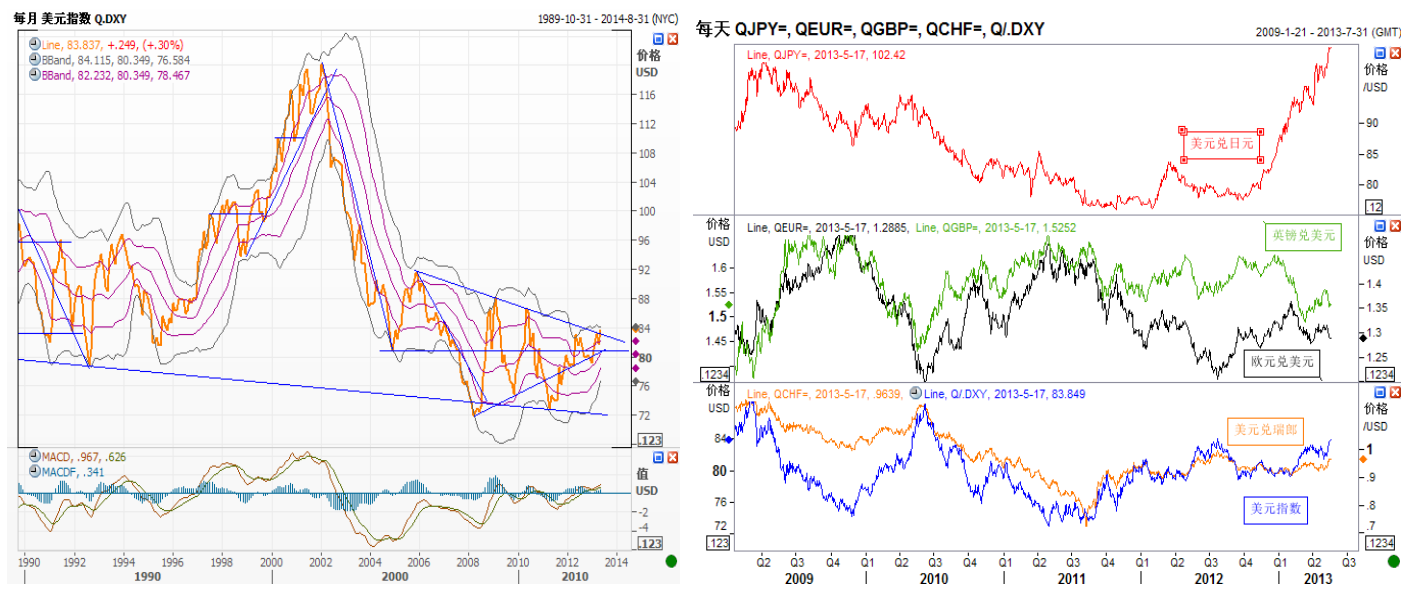
图4: 自2013年1月美股与金价走势脱钩，芝加哥期权波动率VIX维持低位



资料来源:Eikon 银河期货研发中心

图5:美元指数筑底结束

图6:美元兑日元突破100关口、欧元和英镑分别在1.3和1.5水平交投



资料来源:Eikon 银河期货研发中心

二、贵金属市场影响因素分析

对于贵金属后市影响因素，我们主要监测以下四个层面，资金流向、主要资产表现、市场流动性以及供需格局。目前来看，全球央行联储降息加速美元上行，而流动性充裕下全球股市齐涨，黄金被作为一种资产拆借融资获得高回报收益，尽管实物需求一季度非常强劲但难以改变金价跌势，对于白银来讲，由于ETF基金持仓和COMEX库存维持高位，去库存过程或更加漫长，银价下方空间将更大。

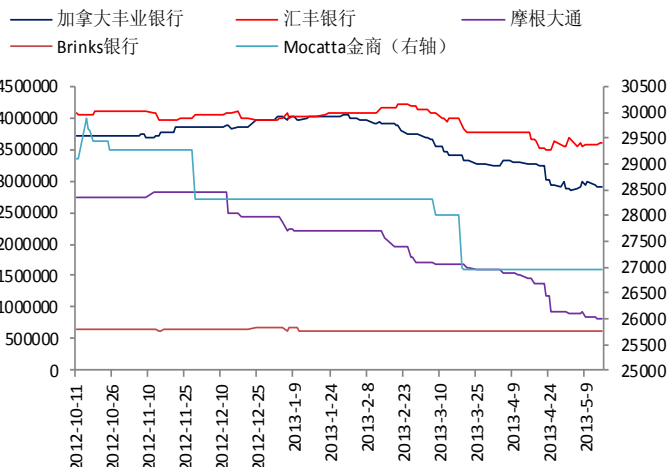
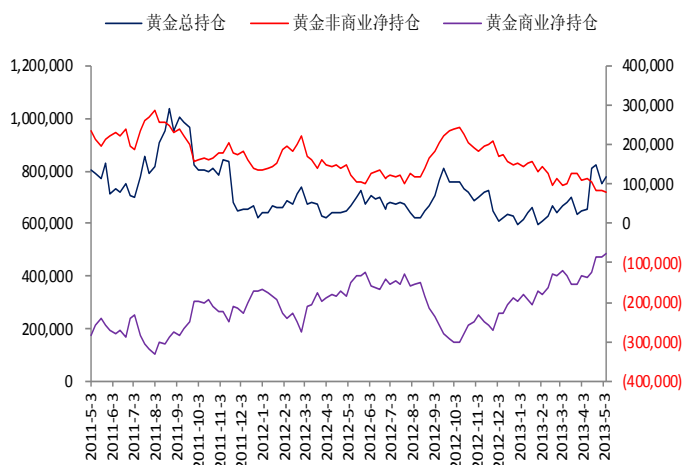
1、黄金拆借活动未至，金银恐将继续下行

在流动性紧缺时，金银充当货币用来“兑换”现金，而在流动性充裕和通胀稳定下，市场对黄金的投资回报率预估降低，商业银行对黄金的拆借意愿也将增强，对应着黄金远期利率GOFO (Forward Rate) 会走弱，黄金拆借利率GLR (Gold Lease Rate) (即 Libor-GOFO) 将快速走强，黄金从银行拆出量增加，一定程度上增加了黄金的供给，在“心理需求”不振的情况下，将加速金价的下行。从目前来看，黄金拆借利率GLR处在年度最高点，也就意味着市场拆借黄金套息的空间仍然很大，来选择高回报的美股和日经等风险资产。

另一方面，从黄金CFTC持仓报告中可以看出，黄金非商业净持仓大幅减持，表明投机者对黄金的净多头伴随金价下跌一路减持；而商业净持仓自2012年10月份开始一直增持，表明现货商对黄金的期货和期权套期保值头寸增加，以规避在现货市场金价大幅下跌的风险。

图7:黄金CFTC基金总持仓增加,其中商业净持仓套保头寸增仓明显

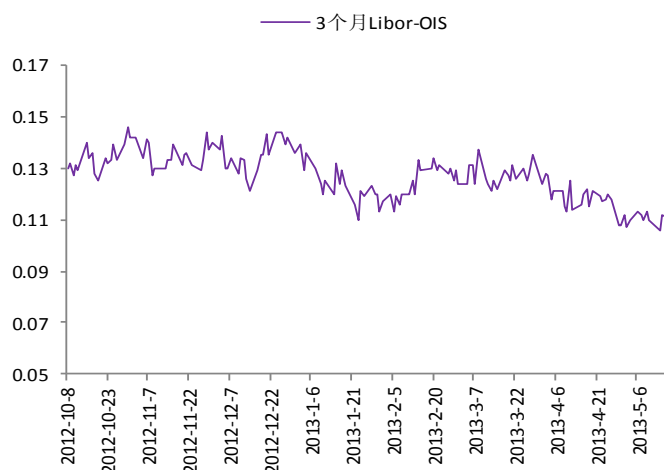
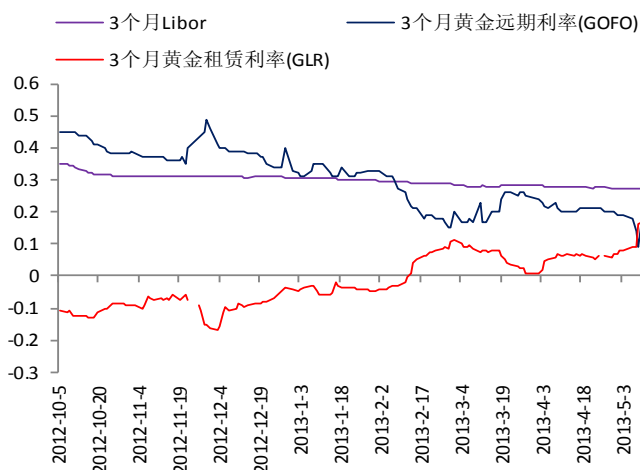
图8:COMEX黄金五大金商分项库存中汇丰、加拿大丰业、摩根大幅减持



资料来源:Eikon 银河期货研发中心

图9:黄金租赁利率GLR达到年内高点表明套息仍有较大机会

图10:3个月LIBOR-OIS下滑,表明市场流动性较为充足



资料来源:Eikon 银河期货研发中心

2、二季度末美股或再创新高, 贵金属弱势向下调整的格局不变

美国身先士卒引领全球经济走出衰退周期, 美联储持续的货币宽松政策无疑助推了美股走强, 而流动性充裕也加快了货币流通速度, 但是自2013年初至今以来, 标普指数上涨了13%, 已经连续15次刷新收盘记录, 而一项反应市场对大盘焦虑程度的芝加哥期权波动性指标 VIX 维持在低位, 表明市场预期未来美股将继续攀升。尽管美国二季度面临财政减支和增税的影响, 但对企业经济活力的抑制作用有限。

图11: 美国股市再创新高

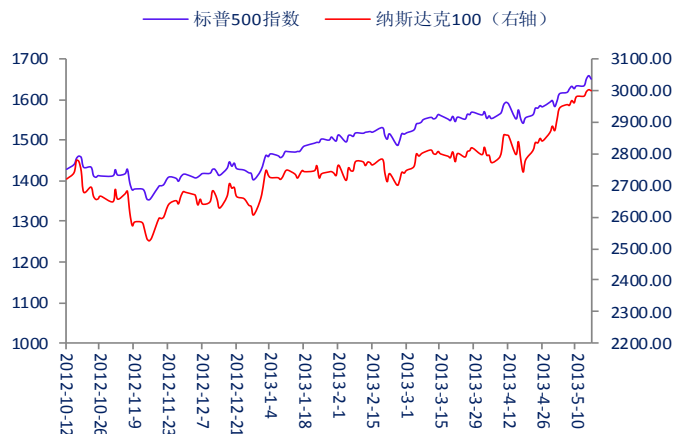
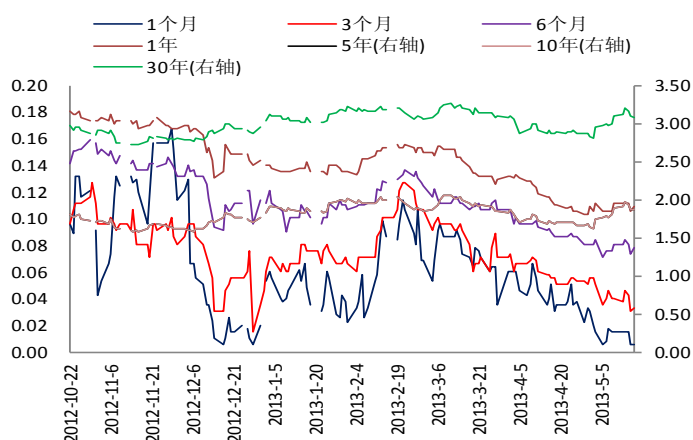


图12: 美国不同期限的债收益率走势平稳



资料来源: Bloomberg 银河期货研究中心

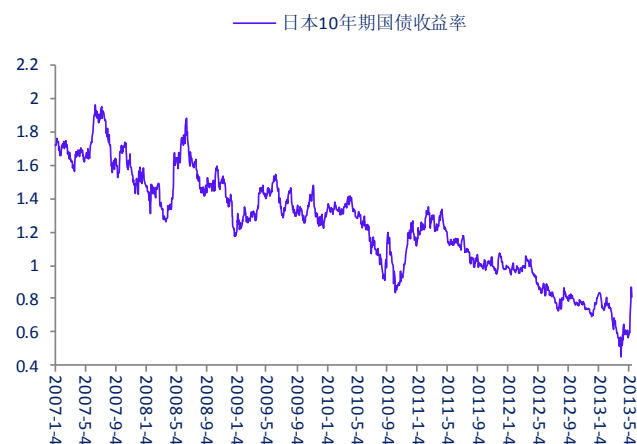
3、日元贬值以及日经指数走强将引领资金流向

自4月4日日本央行实行大规模货币刺激政策以来,推高通胀了也推高了利率,同时日本十年期国债收益率也快速上扬至0.9%,引发了市场对“安倍经济学”的怀疑,但在货币政策刺激下,日本经济一季度GDP较前一季度增长0.9%,优于市场0.7%的预估。我们认为,对于目前收益率上升还不足极为担忧,主要是由于通胀预期走高下投资者会将资金从低收益的债券市场流向更为吸引人的货币和股市上来。

图13: 日本货币政策效果凸显,日经指数已涨至2008年5月水平



图14: 日本十年期国债收益率短期向上抬头



资料来源: Bloomberg 银河期货研究中心

4、黄金一季度实物需求激增 难缓金价跌势

自2013年以来至今黄金的持续暴跌,刺激了市场的抢购热潮,中国和印度市场强劲实物黄金需求激增,一方面是低廉的黄金价格为热衷于黄金

的投资者提供买入时机，另一方面也是由于两国对黄金首饰的天然喜爱，但我们认为，黄金价格中长期依旧处于震荡下跌周期，实物需求对金价的支撑有限，谨防短期回调的抄底假象。

从世界黄金协会（World Gold Council）公布最新的2013年1-3月《黄金需求趋势报告》来看，2013年第一季度全球黄金总需求为963公吨，比2012年第四季度下降了19%；从价值来看，2013年第一季度黄金需求为510亿美元，比2012年第四季度下降23%；平均金价为1632美元/盎司，同比下降3%，比2012年第四季度下降5%。由于黄金ETF的大量净流出超过消费者需求（包括金饰以及金条和金币需求）的强劲增长，需求总量同比下降13%。在黄金市场实物需求方面保持稳健，其中，中国和印度市场需求不断增长，央行持续增加黄金储备，金条和金币等投资产品销售强劲，但难以抵挡黄金ETF基金的大幅减仓。

（一）实物买需显著增长

受多元需求推动，全球黄金市场保持活跃，金饰需求继续增长。2013年第一季度全球金饰需求上升12%，主要受到亚洲市场的中国和印度需求显著增长的推动。

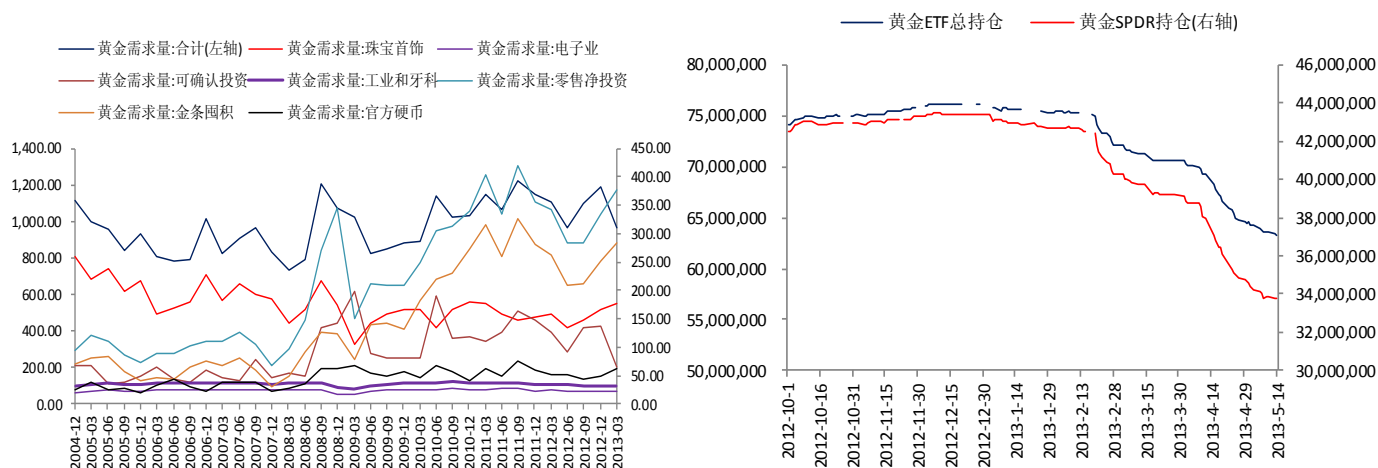
金饰需求：中国市场的金饰需求同比增长19%，达到创纪录的185公吨；印度和中东市场的需求分别上升15%；美国市场的金饰需求实现自2005年以来的首次显著增长，到达6%。**金条和金币需求：**中国和印度市场的黄金需求还受到金条和金币销售上升的推动——中国市场同比增长22%，印度市场同比增长52%；美国市场的金条和金币需求同比增长了43%；全球来看，金条投资增长了8%。**官方金币：**（例如美国鹰徽金币和加拿大枫叶金币）增长18%。**央行净购买：**各国央行仍是黄金的重要买家，连续第7个季度购买量超过100公吨（109公吨）。

（二）投资需求大幅减持

ETF需求：2012年占全球黄金需求6%的黄金ETF的持仓量一季度下降了177公吨。

图15:黄金一季度需求总量下滑13%

图16:黄金ETF基金一季度大幅抛售且二季度延续跌势



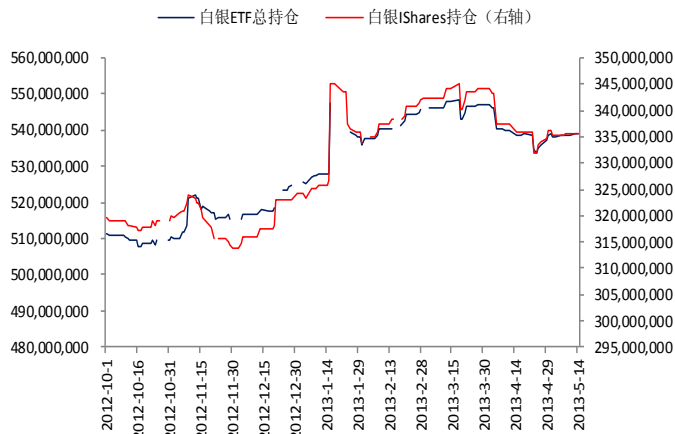
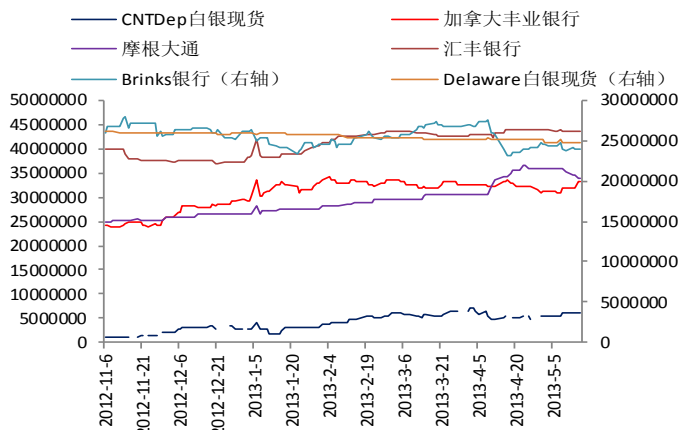
资料来源:Eikon 银河期货研发中心

4、白银震荡下挫空间更大。在白银的投资需求方面，白银ETF持仓总量以及最大持有者iShares基金的持仓量自2013年3月份才开始削减白银头寸，而COMEX白银库存量创历史新高达1.6亿盎司。在黄金和白银均回归至商品属性的过程中，白银较黄金表现出更强的商品属性，一方面，白银工业需求占总需求的50%，而中国两大光伏产业在欧洲“双反”政策压力下先后宣布破产后，银价需求面遭受重创；另一方面，白银ETF基金持仓和COMEX库存量维持高位，若资金大幅抛售白银以及交易商进入去库存状态，将加速银价下行。

在供给层面上，白银矿山产量逐年稳定递增，而白银政府净出售自2001年至2012年以88%的速度递减，表明政府对白银储备越来越重视；白银制造业需求中感光材料自2001年21亿盎司将至5.7亿盎司，同比下滑了72%。整体上，白银产业链仍受到经济复苏拖累，制造业需求依旧疲弱。

图17: 白银COMEX库存维持高位

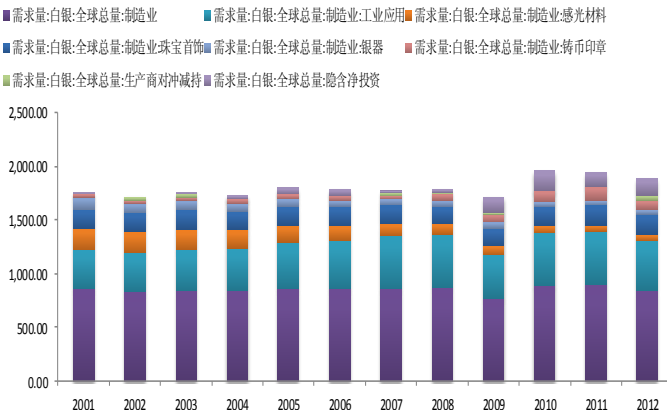
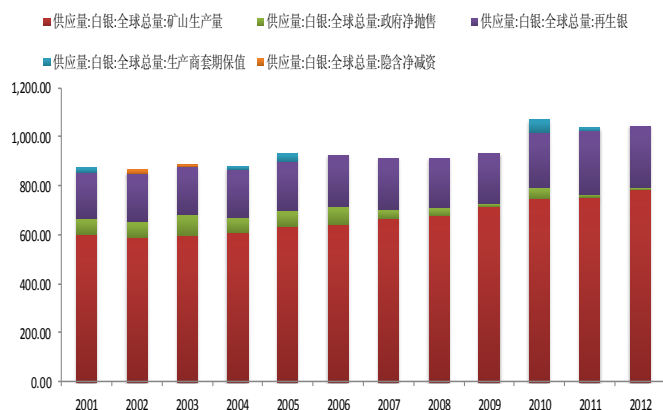
图18: 白银ETF基金持仓基本持平



资料来源:Eikon 银河期货研发中心

图19: 矿山供应量稳定增长，政府净抛售大幅减少

图20: 白银制造业需求中感光材料需求自2001年至2012年累计减少72%



资料来源:bloomberg 银河期货研发中心

近期相关研究报告

1) 风险资产沦动 资金涌出黄金池	2013.4.16
2) 美股走势彰显靓丽 金价短期跌势难改	2013.4.1
3) 货币属性渐消退 回归商品是趋势	2012.12.25
4) 欧美央行救市如火如荼，贵金属展开反弹新帷幕	2012.8.23
5) 美国经济数据将决定未来贵金属价格	2012.7.23

*如需参考以上近期相关研究内容的报告 请随时与我们联系

■ 免责声明 期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告版权归银河期货研究中心所有。未获得银河期货研究中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于银河期货研究中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在银河期货研究中心及其研究员知情的范围内，银河期货研究中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。